

兴业银锡 (000426.SZ)

2025年归母净利润同增11%，银、锡储量大幅提升

优于大市

核心观点

公司2025年归母净利润同比增长11%。公司2025年实现营收55.55亿元，同比+30.09%；实现归母净利润17.04亿元，同比+11.40%；实现扣非归母净利润17.25亿元，同比+12.11%。单四季度，公司实现营收14.56亿元，同比+49.48%，环比-10.48%；实现归母净利润3.40亿元，同比+47.89%，环比-40.15%。此外，公司2025年拟向全体股东每10股派发现金红利1.10元(含税)，现金分红总额1.95亿元，分红比例11.46%。

近年来公司主要矿种产量稳步提升。公司营收占比最大的三个品种为矿产锡、矿产银以及矿产锌，2025年锡在营收占比为29.70%，银的营收占比为39.17%，锌营收占比17.57%。2023-2025年公司矿产锡产量分别为7,769/8,902/6,679吨，矿产银产量分别为200/229/301吨，矿产锌产量分别为5.50/5.97/6.67万吨。矿产银产量大幅提升主要系并表子公司宇邦矿业所致。

2025年银量价齐升驱动增长，锡价高涨对冲产量影响。公司矿产银业务受益于白银价格屡创新高及宇邦矿业并表带来的销量大幅增长(+42.10%)，实现营收21.76亿元，同比增长86.70%。矿产锡在产量下滑的背景下，受益于锡价走强，实现营收16.50亿元，同比增长16.55%。从子公司看，利润贡献前三的分别为银漫矿业(净利润13.46亿元)、乾金达矿业(净利润2.52亿元)和宇邦矿业(净利润1.57亿元)。

外延并购成果显著，银、锡资源储备迈上新台阶。2025年，公司完成了两项重大战略收购。1)收购宇邦矿业85%股权：公司于2025年1月以23.88亿元收购宇邦矿业85%股权。宇邦矿业为亚洲第一、全球第五的单体银矿，此次收购使公司银金属资源量增至2.98万吨，行业地位显著提升。2)收购大西洋锡业100%股权：公司于2025年8月完成对大西洋锡业的收购，获得其位于摩洛哥的Achmmach锡矿。该矿拥有锡金属资源量21.33万吨，相当于5个大型锡矿床，使公司锡金属总资源量增至39.16万吨。

风险提示：公司资源开发进展不达预期的风险；金属价格大幅波动的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司2026-2028年营收分别为84.85/97.76/123.18亿元，同比增速52.7%/15.2%/26.0%；归母净利润分别为37.81/45.62/52.56亿元，同比增速121.9%/20.7%/15.2%；摊薄EPS分别为2.13/2.57/2.96；当前股价对应PE分别为20.5/17.0/14.7x。考虑到公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势，兼顾内生发展的同时积极通过外延并购储备优质的矿产资源，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,270	5,555	8,485	9,776	12,318
(+/-%)	15.2%	30.1%	52.7%	15.2%	26.0%
归母净利润(百万元)	1530	1704	3781	4562	5256
(+/-%)	57.8%	11.4%	121.9%	20.7%	15.2%
每股收益(元)	0.86	0.96	2.13	2.57	2.96
EBIT Margin	45.8%	42.2%	55.5%	56.5%	56.5%
净资产收益率(ROE)	19.4%	18.0%	30.2%	28.2%	25.8%
市盈率(PE)	50.6	45.4	20.5	17.0	14.7
EV/EBITDA	32.7	28.4	15.2	13.2	10.9
市净率(PB)	9.80	8.16	6.19	4.79	3.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

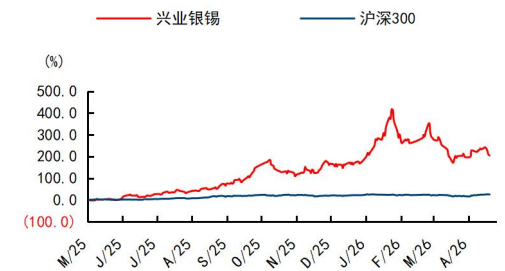
liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	40.54元
总市值/流通市值	71984/71967百万元
52周最高价/最低价	74.80/12.17元
近3个月日均成交额	3643.85百万元

市场走势



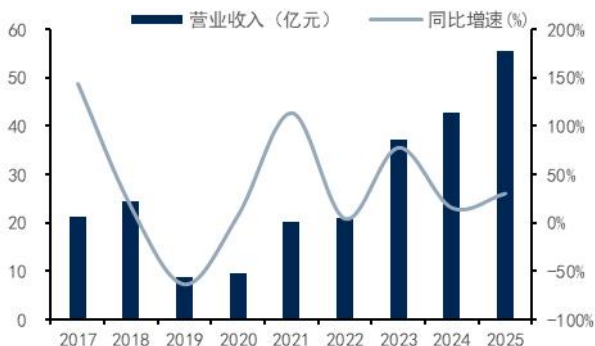
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《兴业银锡(000426.SZ)-前三季度矿产银产量同增19%，在营收占比提升》——2025-11-02
- 《兴业银锡(000426.SZ)-锡产量受银漫停产影响较大，静待影响消退后盈利修复》——2025-08-27
- 《兴业银锡(000426.SZ)-立足资源禀赋，全球化布局开展新篇章》——2025-05-16
- 《兴业银锡(000426.SZ)-收购宇邦矿业，白银储量再上台阶》——2025-04-30
- 《兴业银锡(000426.SZ)-收购澳洲上市公司FEG股权，执行“走出去”战略》——2024-11-03

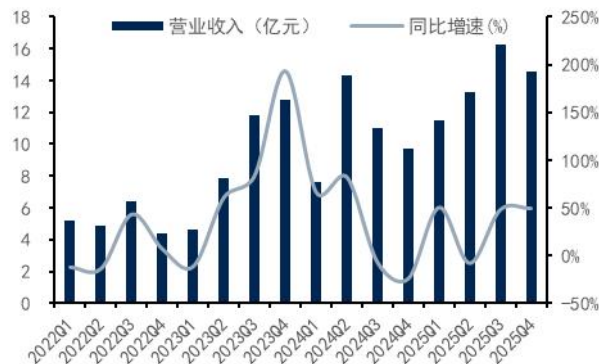
公司 2025 年归母净利润同比增长 11%。公司 2025 年实现营收 55.55 亿元，同比 +30.09%；实现归母净利润 17.04 亿元，同比 +11.40%；实现扣非归母净利润 17.25 亿元，同比 +12.11%。单四季度，公司实现营收 14.56 亿元，同比 +49.48%，环比 -10.48%；实现归母净利润 3.40 亿元，同比 +47.89%，环比 -40.15%。此外，公司 2025 年拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.10 元（含税），现金分红总额 1.95 亿元，分红比例 11.46%。

图1：兴业银锡营业收入及增速（单位：亿元、%）



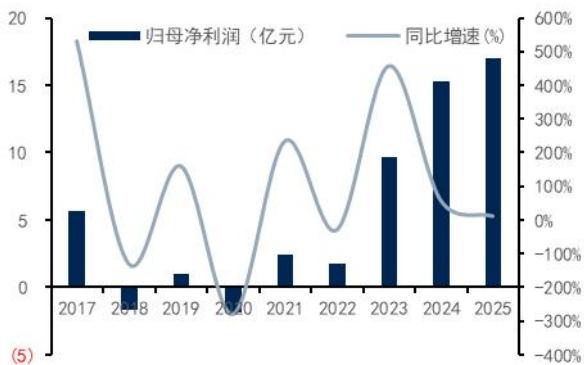
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：兴业银锡单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：兴业银锡归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

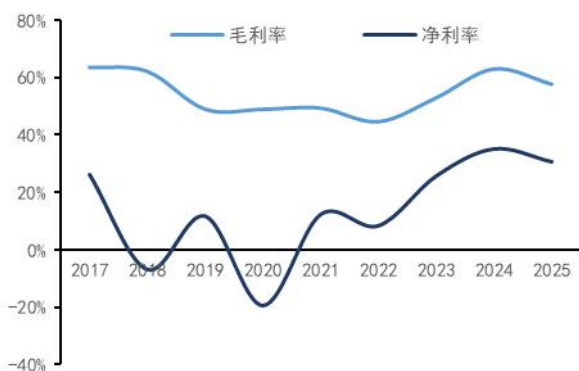
图4：兴业银锡单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

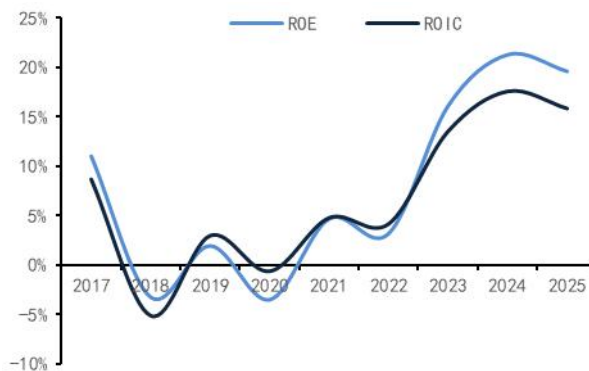
盈利能力有所下滑，资产负债率因并购扩张而提升。2025 年，公司销售毛利率为 57.59%，同比下降 5.36pct；销售净利率为 30.68%，同比下降 4.49pct。毛利率下滑主要因营业成本增速（+48.91%）高于营业收入增速（+30.09%）。2025 年公司期间费用率为 13.24%，较 2024 年的 13.88% 小幅下降。截至 2025 年 12 月 31 日，公司的资产负债率为 40.76%，较 2024 年末提升 6.37pct，主要系报告期内为收购宇邦矿业及大西洋锡业增加并购贷款所致。

图5：兴业银锡毛利率、净利率变化情况（%）



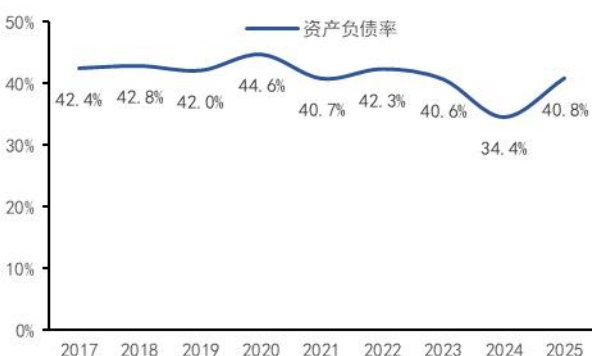
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：兴业银锡ROE、ROIC变化情况（%）



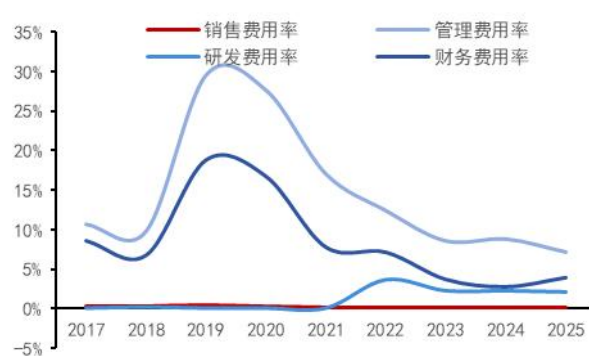
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：兴业银锡资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

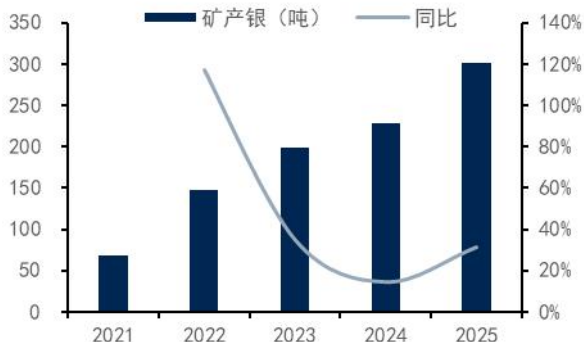
图8：兴业银锡期间费用率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

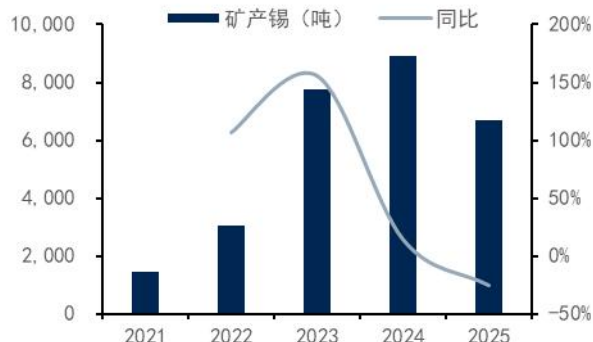
近年来公司主要矿种产量稳步提升。公司营收占比最大的三个品种为矿产锡、矿产银以及矿产锌，2025年锡在营收占比为29.70%，银的营收占比为39.17%，锌营收占比17.57%。2023-2025年公司矿产锡产量分别为7,769/8,902/6,679吨，矿产银产量分别为200/229/301吨，矿产锌产量分别为5.50/5.97/6.67万吨。矿产银产量大幅提升主要系并表子公司宇邦矿业所致。矿产锡产量下滑主要受子公司银漫矿业2025年3月发生安全事故后采区临时停产影响，该采区已于同年4月16日复产。

图9: 兴业银锡矿产银产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 兴业银锡矿产锡产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2025 年银量价齐升驱动增长, 锡价高涨对冲产量影响。公司矿产银业务受益于白银价格屡创新高及宇邦矿业并表带来的销量大幅增长(+42.10%), 实现营收 21.76 亿元, 同比增长 86.70%。矿产锡在产量下滑的背景下, 受益于锡价走强, 实现营收 16.50 亿元, 同比增长 16.55%。从子公司看, 利润贡献前三的分别为银漫矿业 (净利润 13.46 亿元)、乾金达矿业 (净利润 2.52 亿元) 和宇邦矿业 (净利润 1.57 亿元)。博盛矿业 2025 年亏损 5,978 万元, 主要因其选厂于 2025 年 4 月才复产。

表 1: 2025 年主要控股参股公司盈利情况 (单位: 亿元)

公司名称	主要业务	营业收入	营业利润	净利润
银漫矿业	有色金属采选	30.62	15.83	13.46
乾金达矿业	有色金属采选	5.96	2.96	2.52
宇邦矿业	银矿采选	7.77	2.13	1.57
融冠矿业	有色金属采选	5.58	1.14	0.96
荣邦矿业	有色金属采选	2.76	0.37	0.26
锡林矿业	有色金属采选	2.59	0.31	0.19
锐能矿业	有色金属采选	1.07	0.21	0.16
博盛矿业	金矿采选	0.31	-0.65	-0.60

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

外延并购成果显著, 银、锡资源储备迈上新台阶。2025 年, 公司完成了两项重大战略收购。1) 收购宇邦矿业 85% 股权: 公司于 2025 年 1 月以 23.88 亿元收购宇邦矿业 85% 股权。宇邦矿业为亚洲第一、全球第五的单体银矿, 此次收购使公司银金属资源量增至 2.98 万吨, 行业地位显著提升。2) 收购大西洋锡业 100% 股权: 公司于 2025 年 8 月完成对大西洋锡业的收购, 获得其位于摩洛哥的 Achmmach 锡矿。该矿拥有锡金属资源量 21.33 万吨, 相当于 5 个大型锡矿床, 使公司锡金属总资源量增至 39.16 万吨。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。预计 2026-2028 年公司营收分别为 84.85/97.76/123.18 亿元, 同比增速 52.7%/15.2%/26.0%; 归母净利润分别为 37.81/45.62/52.56 亿元, 同比增速 121.9%/20.7%/15.2%; 摊薄 EPS 分别为 2.13/2.57/2.96; 当前股价对应 PE 分别为 20.5/17.0/14.7x。考虑到公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势, 兼顾内生发展的同时积极通过外延并购储备优质的矿产资源, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 公司资源开发进展不达预期的风险; 金属价格大幅波动的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1139	1293	3976	8448	14298	营业收入	4270	5555	8485	9776	12318
应收款项	52	39	697	803	1012	营业成本	1582	2356	2282	2573	3119
存货净额	506	575	739	823	1033	营业税金及附加	256	338	467	489	616
其他流动资产	9	129	81	93	117	销售费用	4	5	8	9	11
流动资产合计	1705	2049	5506	10180	16473	管理费用	376	397	848	978	1244
固定资产	4824	5452	5452	5394	5301	研发费用	94	114	174	201	370
无形资产及其他	4124	8366	8031	7697	7362	财务费用	119	219	101	0	(129)
投资性房地产	1294	1053	1053	1053	1053	投资收益	(10)	(4)	0	0	0
长期股权投资	219	234	204	174	144	资产减值及公允价值变动	(46)	(8)	0	0	0
资产总计	12165	17152	20245	24497	30333	其他收入	(90)	(110)	(174)	(201)	(370)
短期借款及交易性金融负债	1103	1578	1083	1083	1083	营业利润	1787	2118	4605	5526	7087
应付款项	948	1046	1232	1372	1722	营业外净收支	(21)	(22)	0	0	0
其他流动负债	982	1515	1662	1894	2438	利润总额	1765	2096	4605	5526	7087
流动负债合计	3033	4139	3977	4349	5242	所得税费用	263	392	691	829	1063
长期借款及应付债券	740	2016	2016	2016	2016	少数股东损益	(28)	0	133	135	768
其他长期负债	410	836	959	1082	1205	归属于母公司净利润	1530	1704	3781	4562	5256
长期负债合计	1150	2852	2975	3098	3221	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4183	6991	6952	7447	8464	净利润	1530	1704	3781	4562	5256
少数股东权益	82	672	778	886	1500	资产减值准备	10	(48)	(0)	0	0
股东权益	7901	9490	12515	16165	20369	折旧摊销	539	625	835	892	927
负债和股东权益总计	12165	17152	20245	24497	30333	公允价值变动损失	46	8	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	119	219	101	0	(129)
每股收益	0.86	0.96	2.13	2.57	2.96	营运资本变动	(919)	1075	(319)	293	574
每股红利	0.13	0.27	0.43	0.51	0.59	其它	(33)	48	106	108	615
每股净资产	4.45	5.34	7.05	9.10	11.47	经营活动现金流	1172	3413	4403	5855	7371
ROIC	20.18%	16.92%	32%	39%	53%	资本开支	0	(918)	(500)	(500)	(500)
ROE	19.36%	17.96%	30%	28%	26%	其它投资现金流	0	(13)	0	0	0
毛利率	63%	58%	73%	74%	75%	投资活动现金流	185	(946)	(470)	(470)	(470)
EBIT Margin	46%	42%	55%	57%	56%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	58%	53%	65%	66%	64%	负债净变化	(409)	1276	0	0	0
收入增长	15%	30%	53%	15%	26%	支付股利、利息	(237)	(482)	(756)	(912)	(1051)
净利润增长率	58%	11%	122%	21%	15%	其它融资现金流	734	(3902)	(495)	0	0
资产负债率	35%	45%	38%	34%	33%	融资活动现金流	(558)	(2313)	(1251)	(912)	(1051)
股息率	0.3%	0.6%	1.0%	1.2%	1.4%	现金净变动	799	155	2682	4472	5850
P/E	50.6	45.4	20.5	17.0	14.7	货币资金的期初余额	339	1139	1293	3976	8448
P/B	9.8	8.2	6.2	4.8	3.8	货币资金的期末余额	1139	1293	3976	8448	14298
EV/EBITDA	32.7	28.4	15.2	13.2	10.9	企业自由现金流	0	2689	4015	5382	6915
						权益自由现金流	0	63	3435	5382	7025

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032