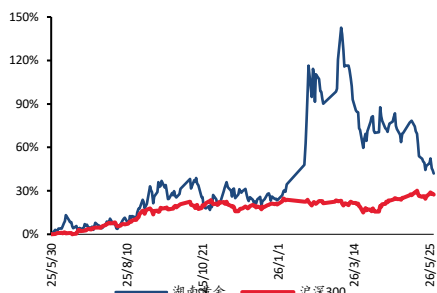


金锑双轮驱动，远期成长空间广阔

走势比较



股票数据

总股本/流通股(亿股)	15.63/15.63
总市值/流通(亿元)	379.41/379.38
12个月内最高/最低价(元)	43.67/17.39

相关研究报告

<<【太平洋有色】湖南黄金 2025 年一季报点评：金、锑均显著上涨，一季度业绩实现高增>>—2025-04-25

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

事件：2025 年公司实现营业收入 501.8 亿元，同比+80.3%；归母净利润 14.9 亿元，同比+75.8%；扣非净利润 15.3 亿元，同比+75.5%。2026Q1 公司实现营业收入 188.3 亿元，同比+43.5%，环比+109.5%；归母净利润 6.0 亿元，同比+79.2%，环比+29.7%；扣非净利润 5.9 亿元，同比+82.6%，环比+25.6%。

自产金产量有所下滑，未来金、锑产量提升空间较大。2025 年公司自产金 3.4 吨，同比-7.4%；自产锑 1.4 万吨，同比-6.7%；自产钨精矿 908 标吨，同比+3.3%。公司甘肃加鑫以地南金矿项目有望于 2027 年投产，该项目采选设计规模为 50 万吨/年。2026 年 1 月，公司发布公告，拟以发行股份的方式收购黄金天岳、中南冶炼 100%股份，黄金天岳拥有湖南省万古矿区 12 宗矿业权。根据湖南省人民政府门户网站 2024 年 11 月 22 日发布的官方信息，湖南省地质灾害调查监测所在万古金矿田地下 2000 米以上深度地层发现超 40 条金矿脉，金品位最高达 138 克/吨，探矿核心区累计探获黄金资源量 300.2 吨，地下 3000 米以上远景黄金储量超 1000 吨，此次收购有望显著提升公司远期矿产金产量。此外，2025 年 11 月，公司控股子公司新邵四维矿产有限公司取得新邵县潭溪钨矿采矿许可证，采选规模为 99 万吨/年，该项目达产后公司钨产量将迎来明显增量。

自产金、锑品为核心利润来源，钨品价格显著提升有望增厚公司利润。2025 年公司自产金/锑品收入分别为 26.5/27.5 亿元，同比+16.8%/+11.0%；毛利率分别为 59.3%/51.0%，同比+11.0%/7.7pct；毛利分别为 15.7/14.0 亿元，毛利占比分别为 51.0%/45.5%，自产金、锑品为公司核心利润来源。2025 年公司仲钨酸铵收入 1.9 亿元，同比+42.2%；毛利率为 35.6%，同比+36.6pct。根据 iFind 数据，2025 年钨品出口均价为 37.7 万元/吨，同比+27.7%；2026Q1 均价为 87.6 万元/吨，同比+171.3%；2026 年 4 月均价涨至 150.1 万元/吨，钨品价格显著提升有望增厚公司利润。

盈利能力持续提升，资产负债率保持较低水平。(1) 盈利能力：2025 年公司 ROE 为 18.3%，同比+6.1pct；2026Q1 公司 ROE 为 6.8%，同比+2.2pct。**(2) 费用率：**2025 年公司期间费用率为 2.2%，同比-1.3pct；2026Q1 公司期间费用率为 1.2%，同比-0.4pct，费用率同比下降。**(3) 负债率：**截至 2026Q1 末，公司资产负债率为 12.8%，同比-1.6pct，环比-0.6pct，维持较低水平。

投资建议：近期黄金价格受美联储加息预期压制，但美元信用走弱、地缘冲突不断、央行持续购金等因素仍然支持黄金长期上涨逻辑。公司未来内生成长空间较大，我们上调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 25.0/29.3/36.9 亿元（2026-2027 年前值 22.8/25.5 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：价格大幅波动，成本端超预期上升，项目进度不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	50,181	63,913	71,053	79,681
营业收入增长率(%)	80.26%	27.36%	11.17%	12.14%
归母净利润（百万元）	1,488	2,502	2,935	3,694
净利润增长率(%)	75.77%	68.15%	17.32%	25.84%
摊薄每股收益（元）	0.95	1.60	1.88	2.36
市盈率（PE）	25.50	15.16	12.93	10.27

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,140	2,007	4,433	6,605	9,625
应收和预付款项	225	102	395	386	362
存货	576	969	1,159	1,374	1,495
其他流动资产	474	552	789	860	912
流动资产合计	2,415	3,630	6,776	9,225	12,394
长期股权投资	6	6	6	6	6
投资性房地产	8	7	7	7	7
固定资产	3,619	3,638	3,335	3,031	2,728
在建工程	76	50	50	50	50
无形资产开发支出	782	760	760	760	760
长期待摊费用	1,167	1,191	1,191	1,191	1,191
其他非流动资产	2,541	3,783	6,918	9,368	12,536
资产总计	8,199	9,436	12,268	14,414	17,279
短期借款	30	0	0	0	0
应付和预收款项	202	261	485	474	513
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	992	1,010	1,830	1,838	1,903
负债合计	1,224	1,271	2,316	2,313	2,416
股本	1,202	1,563	1,563	1,563	1,563
资本公积	1,289	926	926	926	926
留存收益	4,389	5,601	7,315	9,325	11,855
归母公司股东权益	6,905	8,117	9,830	11,841	14,371
少数股东权益	70	48	121	260	491
股东权益合计	6,975	8,165	9,952	12,101	14,862
负债和股东权益	8,199	9,436	12,268	14,414	17,279

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	889	1,499	3,302	3,170	4,228
投资性现金流	-340	-311	-92	-73	-45
融资性现金流	-236	-362	-784	-925	-1,164
现金增加额	313	829	2,426	2,172	3,020

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,839	50,181	63,913	71,053	79,681
营业成本	25,650	47,097	59,129	65,805	73,463
营业税金及附加	137	160	198	213	255
销售费用	14	27	43	40	47
管理费用	638	726	984	966	956
财务费用	1	-2	0	0	0
资产减值损失	-42	-7	0	0	0
投资收益	-8	-14	-64	-36	-32
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,041	1,823	3,067	3,673	4,644
其他非经营损益	-36	-41	-29	-35	-10
利润总额	1,005	1,783	3,038	3,638	4,634
所得税	147	272	463	564	709
净利润	858	1,510	2,576	3,074	3,925
少数股东损益	11	22	73	139	231
归母股东净利润	847	1,488	2,502	2,935	3,694

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	7.86%	6.15%	7.49%	7.39%	7.80%
销售净利率	3.04%	2.97%	3.91%	4.13%	4.64%
销售收入增长率	19.46%	80.26%	27.36%	11.17%	12.14%
EBIT 增长率	76.63%	68.91%	65.13%	19.74%	27.38%
净利润增长率	73.08%	75.77%	68.15%	17.32%	25.84%
ROE	12.26%	18.33%	25.45%	24.79%	25.70%
ROA	10.87%	17.13%	23.73%	23.04%	24.77%
ROIC	13.27%	19.08%	25.87%	25.40%	26.40%
EPS (X)	0.54	0.95	1.60	1.88	2.36
PE (X)	44.82	25.50	15.16	12.93	10.27
PB (X)	5.49	4.67	3.86	3.20	2.64
PS (X)	1.36	0.76	0.59	0.53	0.48
EV/EBITDA (X)	11.77	13.83	10.03	7.95	5.74

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。