兴业银锡（000426.SZ）——三季报点评
三季度业绩承压不改长期发展格局，未来成长空间大

优于大市

核心观点

公司发布2026年三季报：前三季度，公司实现营收54.38亿元，同比+32.66%；实现归母净利润25.29亿元，同比+85.38%；实现扣非净利润20.84亿元，同比+52.12%。三季度，公司实现营收11.57亿元，同比-28.87%，环比-46.24%；实现归母净利润2.66亿元，同比-53.25%，环比-71.28%；实现扣非净利润2.68亿元，同比-52.87%，环比-71.04%。三季度，公司旗下主力矿山银漫矿业发生井下安全事故，采区和选矿尾矿系统于7月下旬陆续停产整改，选矿尾矿系统于9月3日复产，井下采区期末尚未复产，三季度采选产能受限，产量同比下降也导致业绩暂时受到影响。

短期盈利能力有所下降，之后有望逐步恢复：前三季度，公司销售毛利率为65.72%，同比增加8.07pct；销售净利率为47.75%，同比增加14.73pct。其中单三季度，公司销售毛利率54.49%，同比-4.31pct，环比-13.96pct；销售净利率23.64%，同比-11.45pct，环比-20.36pct。单三季度盈利能力下降，一方面是受银漫矿业阶段性停产影响，前三季度矿产锡产量约3331吨，同比下降约41%，单三季度矿产锡产量仅约572吨；另一方面是受商品价格调整影响，沪银三季度均值约1.53万元/千克，环比二季度下降14.75%。

外延并购成果显著，未来成长空间大。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。在原生产系统不停产的前提下，公司计划对宇邦进行改扩建，所以宇邦白银产能仍有巨大的扩产空间。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。Achmmach锡矿目前正处于建设期，未来将贡献大规模的锡矿产能。

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“优于大市”评级。预计2026-2028年公司营收分别为70.27/87.73/96.43亿元，同比增速26.5%/24.8%/9.9%；归母净利润分别为31.31/37.92/42.05亿元，同比增速83.7%/21.1%/10.9%；摊薄EPS分别为1.76/2.14/2.37；当前股价对应PE分别为13.8/11.4/10.3x。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	7,027	8,773	9,643
(+/-%)	15.2%	30.1%	26.5%	24.8%	9.9%
净利润(百万元)	1,530	1,704	3,131	3,792	4,205
(+/-%)	57.8%	11.4%	83.7%	21.1%	10.9%
每股收益（元）	0.86	0.96	1.76	2.14	2.37
EBIT Margin	45.8%	42.2%	52.0%	55.8%	56.1%
净资产收益率（ROE）	19.4%	18.0%	26.8%	26.5%	24.3%
市盈率（PE）	28.3	25.4	13.8	11.4	10.3
EV/EBITDA	19.0	16.9	11.1	8.7	7.9
市净率（PB）	5.48	4.57	3.71	3.02	2.51

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

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

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.40元
总市值/流通市值	43326/43314百万元
52周最高价/最低价	74.80/24.38元
近3个月日均成交额	2078.12百万元

市场走势

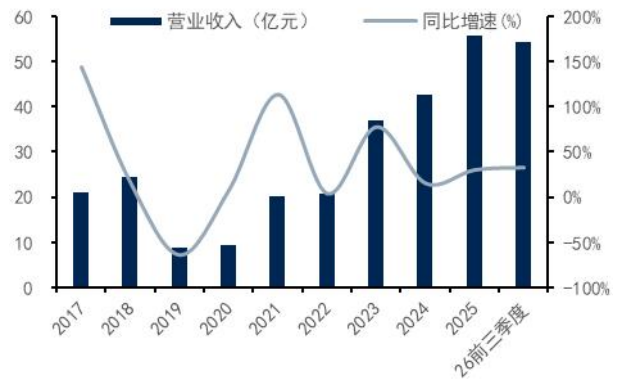
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《兴业银锡（000426.SZ）-2025年归母净利润同增11%，银、锡储量大幅提升》——2026-04-24
《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

公司发布 2026 年三季报：前三季度，公司实现营收 54.38 亿元，同比+32.66%；实现归母净利润 25.29 亿元，同比+85.38%；实现扣非净利润 20.84 亿元，同比+52.12%。三季度，公司实现营收 11.57 亿元，同比-28.87%，环比-46.24%；实现归母净利润 2.66 亿元，同比-53.25%，环比-71.28%；实现扣非净利润 2.68 亿元，同比-52.87%，环比-71.04%。三季度，公司旗下主力矿山银漫矿业发生井下安全事故，采区和选矿尾矿系统于 7 月下旬陆续停产整改，选矿尾矿系统于 9 月 3 日复产，井下采区期末尚未复产，三季度采选产能受限，产量同比下降也导致业绩暂时受到影响。

图1：兴业银锡营业收入及增速



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

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

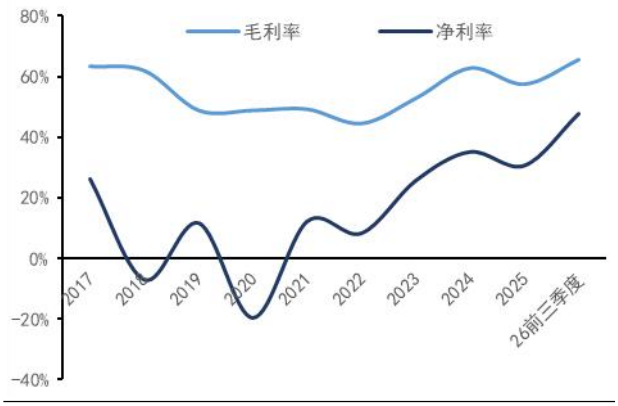
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：兴业银锡单季归母净利润及增速

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

短期盈利能力有所下降，之后有望逐步恢复：前三季度，公司销售毛利率为 65.72%，同比增加 8.07pct；销售净利率为 47.75%，同比增加 14.73pct。其中单三季度，公司销售毛利率 54.49%，同比-4.31pct，环比-13.96pct；销售净利率 23.64%，同比-11.45pct，环比-20.36pct。单三季度盈利能力下降，一方面是受银漫矿业阶段性停产影响，前三季度矿产锡产量约 3331 吨，同比下降约 41%，单三季度矿产锡产量仅约 572 吨；另一方面是受商品价格调整影响，沪银三季度均值约 1.53 万元/千克，环比二季度下降 14.75%。另外截止至今年三季度末，公司资产负债率为 36.98%，较 2025 年末下降 3.78pct。

图5：兴业银锡毛利率、净利率变化情况

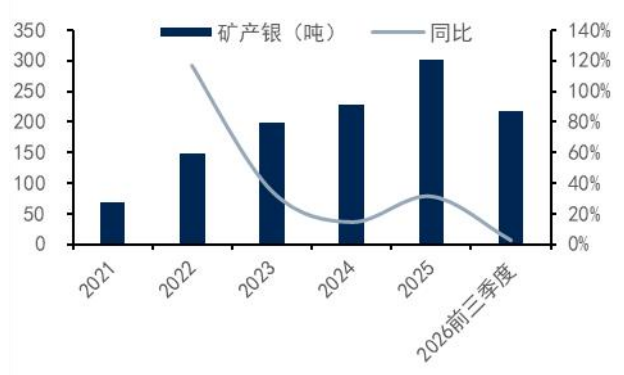


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：兴业银锡资产负债率

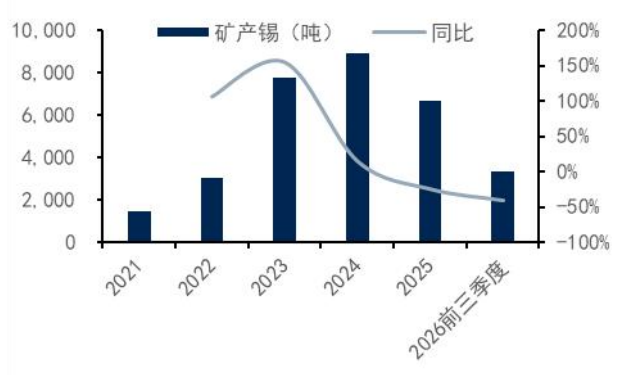
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：兴业银锡矿产银产量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：兴业银锡矿产锡产量



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，未来成长空间大。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。在原生产系统不停产的前提下，公司计划对宇邦进行改扩建，所以宇邦白银产能仍有巨大的扩产空间。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。Achmmach 锡矿目前正处于建设期，未来将贡献大规模的锡矿产能。

投资建议：维持“优于大市”评级。预计 2026-2028 年公司营收分别为 70.27/87.73/96.43 亿元，同比增速 26.5%/24.8%/9.9%；归母净利润分别为 31.31/37.92/42.05 亿元，同比增速 83.7%/21.1%/10.9%；摊薄 EPS 分别为 1.76/2.14/2.37；当前股价对应 PE 分别为 13.8/11.4/10.3x。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。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1139	1293	3162	6307	9706
应收款项	52	39	49	61	67
存货净额	506	575	567	670	731
其他流动资产	9	129	163	204	224
流动资产合计	**1705**	**2049**	**3953**	**7255**	**10740**
固定资产	4824	5452	5752	5970	6134
无形资产及其他	4124	8366	8031	7697	7362
投资性房地产	1294	1053	1053	1053	1053
长期股权投资	219	234	234	234	234
资产总计	**12165**	**17152**	**19023**	**22207**	**25522**
短期借款及交易性金融负债	1103	1578	1000	1000	1000
应付款项	948	1046	1032	1219	1330
其他流动负债	982	1515	1690	1950	2130
流动负债合计	**3033**	**4139**	**3722**	**4170**	**4460**
长期借款及应付债券	740	2016	2016	2016	2016
其他长期负债	410	836	836	836	836
长期负债合计	**1150**	**2852**	**2852**	**2852**	**2852**
负债合计	**4183**	**6991**	**6574**	**7022**	**7312**
少数股东权益	82	672	767	849	931
股东权益	7901	9490	11682	14336	17279
负债和股东权益总计	**12165**	**17152**	**19023**	**22207**	**25522**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.86	0.96	1.76	2.14	2.37
每股红利	0.13	0.27	0.53	0.64	0.71
每股净资产	4.45	5.34	6.58	8.07	9.73
ROIC	20%	17%	23%	31%	35%
ROE	19%	18%	27%	26%	24%
毛利率	63%	58%	66%	68%	68%
EBIT Margin	46%	42%	52%	56%	56%
EBITDA Margin	58%	53%	64%	66%	66%
收入增长	15%	30%	26%	25%	10%
净利润增长率	58%	11%	84%	21%	11%
资产负债率	35%	45%	39%	35%	32%
股息率	0.5%	1.1%	2.2%	2.6%	2.9%
P/E	28.3	25.4	13.8	11.4	10.3
P/B	5.5	4.6	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	19.0	16.9	11.1	8.7	7.9

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4270**	**5555**	**7027**	**8773**	**9643**
营业成本	1582	2356	2368	2792	3042
营业税金及附加	256	338	457	526	579
销售费用	4	5	5	6	7
管理费用	376	397	770	773	817
研发费用	94	114	105	110	121
财务费用	119	219	211	281	309
投资收益	(10)	(4)	300	0	0
资产减值及公允价值变动	49	(8)	9	0	0
其他收入	(186)	(109)	229	225	214
营业利润	1787	2118	3755	4619	5104
营业外净收支	(21)	(22)	(20)	(20)	(20)
利润总额	**1765**	**2096**	**3735**	**4599**	**5084**
所得税费用	263	392	467	690	763
少数股东损益	(28)	0	137	117	117
归属于母公司净利润	**1530**	**1704**	**3131**	**3792**	**4205**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1530	1704	3131	3792	4205
资产减值准备	48	(0)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	539	625	843	917	970
公允价值变动损失	(2)	8	(9)	0	0
财务费用	117	213	211	281	309
营运资本变动	(919)	1075	124	292	203
其它	620	(925)	96	82	82
经营活动现金流	**1815**	**2488**	**4185**	**5083**	**5460**
资本开支	(663)	(528)	(800)	(800)	(800)
其它投资现金流	(341)	(2409)	0	0	0
投资活动现金流	**(1004)**	**(2937)**	**(800)**	**(800)**	**(800)**
权益性融资	(0)	0	0	0	0
负债净变化	(409)	1276	0	0	0
支付股利、利息	(237)	(482)	(939)	(1138)	(1261)
其它融资现金流	623	(185)	(578)	0	0
融资活动现金流	**(23)**	**610**	**(1517)**	**(1138)**	**(1261)**
现金净变动	**788**	**156**	**1868**	**3146**	**3399**
货币资金的期初余额	315	1103	1293	3162	6307
货币资金的期末余额	1103	1259	3162	6307	9706
企业自由现金流	1124	2459	3367	4574	4974
权益自由现金流	1383	3568	2694	4545	5015

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