

山金国际 (000975.SZ) 单季度业绩创历史，海外金矿项目助力成长

2026年05月05日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

孙二春（分析师）

任恒（分析师）

sunerchun@kysec.cn

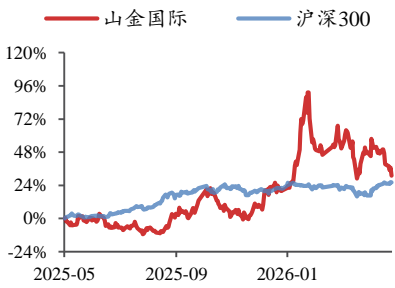
renheng@kysec.cn

证书编号：S0790525060001

证书编号：S0790526040001

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2026/4/30 |
| 当前股价(元) | 26.05 |
| 一年最高最低(元) | 42.29/17.85 |
| 总市值(亿元) | 723.34 |
| 流通市值(亿元) | 658.40 |
| 总股本(亿股) | 27.77 |
| 流通股本(亿股) | 25.27 |
| 近3个月换手率(%) | 86.63 |

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 单季度业绩创历史，海外金矿项目助力成长

公司2026Q1实现营收59.38亿元，同比增长37.41%；归母净利润13.94亿元，同比增长100.89%；扣非归母净利14.56亿元，同比增长106%。基于公司产品市场价格上涨，我们上调2026年并新增2027-2028年公司盈利预测，预计2026-2028年公司实现归母净利润分别为59.94/84.51/100.73亿元（2026年公司原值为31.22亿元），当前股价对应PE为12.1/8.6/7.2倍。由于公司矿端项目稳步推进，产品销量实现稳健增长，同时成本管控良好，维持“买入”评级。

● 产品销量同比提升，精细化成本管控

量：2026Q1各品种销量同比提升。黄金板块方面：公司Q1实现黄金产量1.65吨，同比减少7%，实现销量2.04吨，同比微增。**其他板块：**公司Q1实现银销量33.74吨，同比上涨44%；铅/锌销量2160.5/3208.56吨，同比增加76%/95%。**价：金银价格同环比大涨。**2026Q1，黄金价格均价1088.64元/g，较2025Q4环比上涨约14.61%，同比上涨62.18%；白银现货价格为22,287元/kg，环比大幅上涨71.87%，同比上涨180.71%；铅价均价16,879元/吨，环比下跌2.20%，同比下跌1.62%；锌价均价24,278元/吨，环比上涨7.21%，同比微涨0.81%。**成本端：公司2026Q1黄金板块成本控制较好，银板块成本同比上升较快。**其中金板块合并摊销后成本为165.16元/克，同比增长12%；银板块合并摊销后成本为3.93元/克，同比增长63%；铅精粉合并摊销后成本6060.88元/吨，同比增长了12%；锌精粉合并摊销后成本6898.21元/吨，同比下滑13%。

● 公司坚持“增储并购”双轮驱动，夯实资源保障根基

截至2025年12月31日，公司保有探明+控制+推断金资源量16,922.70万吨，金金属量280.94吨；银铅锌多金属矿资源量7670.3万吨。纳米比亚Osino公司项目建设预计2027年上半年投产，投产后矿金年产量可达5吨。并购方面，公司已获得大岗坝金矿勘探探矿权及勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权。

● 风险提示：项目建设进度低于预期；金银价格大幅波动；汇率波动风险。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 13,585 | 17,099 | 22,343 | 26,693 | 29,585 |
| YOY(%) | 67.6 | 25.9 | 30.7 | 19.5 | 10.8 |
| 归母净利润(百万元) | 2,173 | 2,972 | 5,994 | 8,451 | 10,073 |
| YOY(%) | 52.6 | 36.7 | 101.7 | 41.0 | 19.2 |
| 毛利率(%) | 29.9 | 31.8 | 45.2 | 52.1 | 55.3 |
| 净利率(%) | 16.0 | 17.4 | 26.8 | 31.7 | 34.0 |
| ROE(%) | 16.4 | 19.5 | 30.0 | 32.6 | 30.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.78 | 1.07 | 2.16 | 3.04 | 3.63 |
| P/E(倍) | 33.3 | 24.3 | 12.1 | 8.6 | 7.2 |
| P/B(倍) | 5.6 | 4.8 | 3.7 | 2.9 | 2.3 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1、 公司 2026Q1 盈利能力提升 | 3 |
| 1.1、 公司 2026Q1 业绩创历史 | 3 |
| 1.2、 价格上涨，成本控制良好，盈利能力提升 | 4 |
| 1.3、 费用总体可控 | 7 |
| 2、“增储并购”双轮驱动，夯实资源保障根基 | 8 |
| 3、 纳米比亚 Twin Hill 金矿项目助力成长 | 9 |
| 4、 盈利预测与投资建议 | 10 |
| 5、 风险提示 | 11 |
| 附：财务预测摘要 | 12 |

图表目录

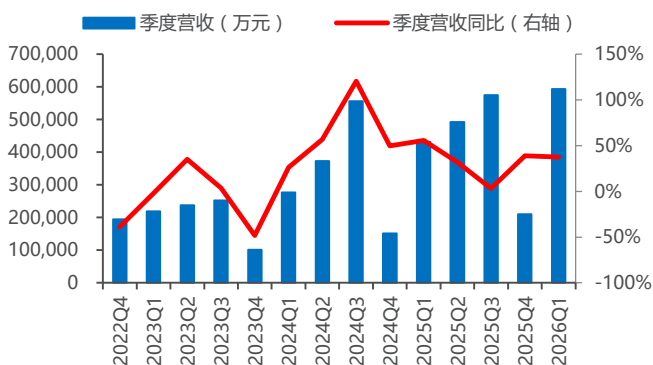
| | |
|---------------------------------------|---|
| 图 1： 公司 2026Q1 实现营收 59.38 亿元 | 3 |
| 图 2： 公司 2026Q1 实现归母净利润 13.94 亿元 | 3 |
| 图 3： 2026Q1 归母净利润同比上升显著（单位：亿元） | 3 |
| 图 4： 2026Q1 归母净利润环比上升显著（单位：亿元） | 3 |
| 图 5： 公司整体销售净利率同比提升 | 4 |
| 图 6： 山金国际 2025 年矿产金产量达 7.6 吨 | 5 |
| 图 7： 黄金季度价格自 2024 年以来快速上涨 | 5 |
| 图 8： 白银 2025 年下半年以来现货价格上涨明显 | 5 |
| 图 9： 铅价维持区间震荡 | 6 |
| 图 10： 锌价维持区间震荡 | 6 |
| 图 11： 玉龙矿业年度净利润水平稳定 | 7 |
| 图 12： 吉林板庙子年度净利润稳步上升 | 7 |
| 图 13： 青海大柴旦年度净利润上稳步上升 | 7 |
| 图 14： 黑河银泰年度净利润稳步上升 | 7 |
| 图 15： 公司季度期间费用呈现季节性趋势 | 8 |
| 图 16： 公司季度销售、财务费用率控制稳定 | 8 |
| 表 1： 公司 2026Q1 各产品价格稳定增长 | 4 |
| 表 2： 2025 年公司矿产金、银产品价格同比上涨 | 5 |
| 表 3： 公司 2026Q1 黄金、铅锌板块成本控制良好 | 6 |
| 表 4： 公司 2026Q1 各产品盈利水平上升 | 6 |
| 表 5： 公司金板块资源量和储量丰富 | 8 |
| 表 6： 公司其他板块资源量和储量丰富 | 9 |
| 表 7： 公司在建项目工程有序推进 | 9 |

1、公司 2026Q1 盈利能力提升

1.1、公司 2026Q1 业绩创历史

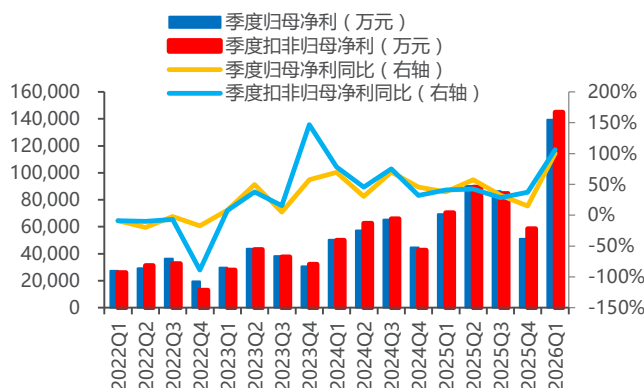
2026 年 4 月 22 日，公司发布了 2026Q1 财报。2026Q1，公司实现了营业收入 59.38 亿元，同比增长 37.41%，环比增长 182%；归母净利润 13.94 亿元，同比增长 100.89%，环比增长 172%，创历史新高；扣非归母净利润 14.51 亿元，同比增长 106%，环比增长 148%。

图1：公司 2026Q1 实现营收 59.38 亿元



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图2：公司 2026Q1 实现归母净利润 13.94 亿元

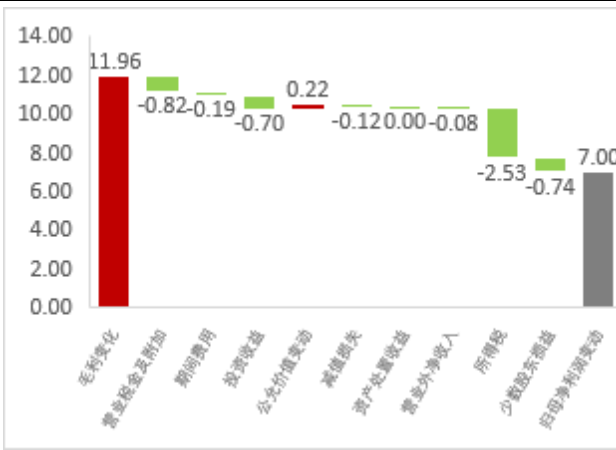


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

公司 2025 年分红比例为 44.82%。公司计划按照每 10 股派 4.8 元现金红利的方案，以 2026 年 3 月 4 日的公司总股本 2,776,722,265 股扣除公司回购专用证券账户上的股份 1,834,926 股后的股本总额 2,774,887,336 股为基数，向全体股东派发现金分红，故 2025 年度合计拟派发现金红利 13.32 亿元，分红比例 44.82%。

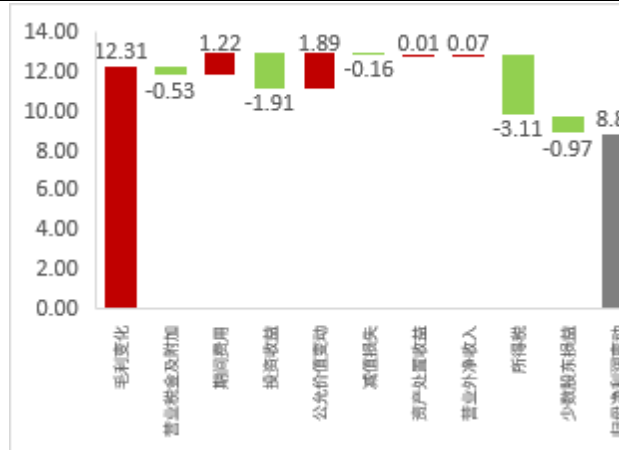
2026Q1，公司归母净利润同比环比均实现增长，主要源自毛利贡献。公司 2026Q1 实现毛利 24.15 亿元，同比增长 98.13%，环比增长 103.92%，主要得益于矿产品价格的上涨和贸易业务的增量。

图3：2026Q1 归母净利润同比上升显著（单位：亿元）



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图4：2026Q1 归母净利润环比上升显著（单位：亿元）

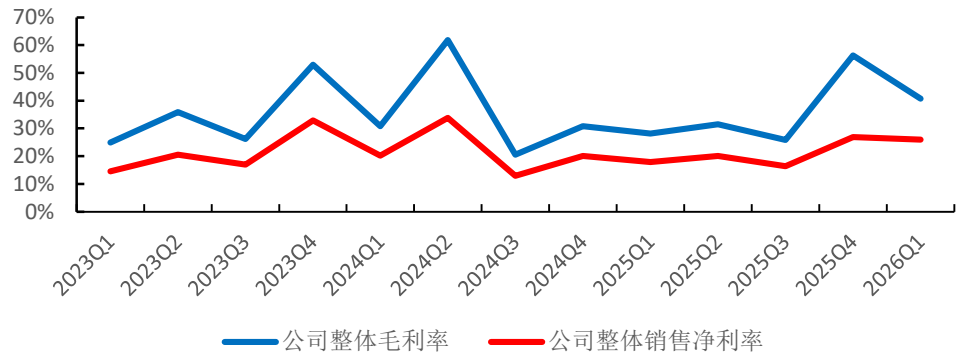


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

1.2、价格上涨，成本控制良好，盈利能力提升

2026Q1 公司整体毛利率 40.67%，同比上升 12.47pct，销售净利率 26.01%，同比提升 8.17pct；其中，公司矿产板块毛利率增长至 80.91%，相较 2025 年整年板块毛利率 74.49%，高出 6.42pct。

图5：公司整体销售净利率同比提升



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

量：2026Q1 各品种销量同比提升

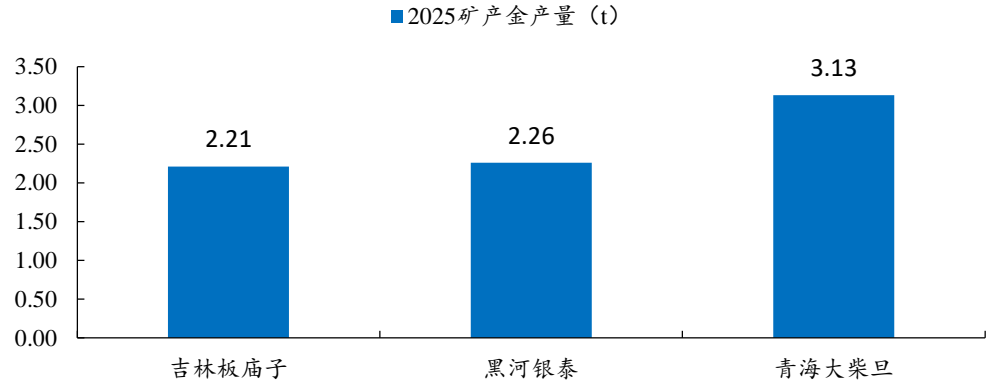
黄金板块：2026Q1 实现黄金产量 1.65 吨，同比减少 7%，实现销量 2.04 吨，同比微增。

其他板块：各产品销量均明显高于产量，处于去库存阶段。银：2026Q1 实现销量 33.74 吨，同比上涨 44.25%；铅/锌：2026Q1 铅/锌销量 2160.5/3208.56 吨，同比增加 76.18%/95.29%。

表1：公司 2026Q1 各产品价格稳定增长

| 产品 | 单位 | 2025Q1 | | 2025Q2 | | 2025Q3 | | 2025Q4 | | 2026Q1 | | 2026Q1 同比 | |
|-----|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|--------|
| | | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 |
| 合质金 | 吨 | 1.77 | 2.03 | 1.95 | 2.09 | 1.87 | 1.86 | 2.01 | 1.13 | 1.65 | 2.04 | -6.78% | 0.49% |
| 矿产银 | 吨 | 22.05 | 23.39 | 39.78 | 58.1 | 56.39 | 51.39 | 45.88 | 32.09 | 24.83 | 33.74 | 12.61% | 44.25% |
| 铅精矿 | 吨 | 1312.19 | 1226.28 | 3042.23 | 4166.87 | 3548.77 | 3367.29 | 3242.84 | 2393.44 | 1645.95 | 2160.5 | 25.44% | 76.18% |
| 锌精矿 | 吨 | 1395.27 | 1642.98 | 6521.3 | 7493.27 | 8042.13 | 5100.38 | 5210.59 | 3815.19 | 2523.11 | 3208.56 | 80.83% | 95.29% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：山金国际 2025 年矿产金产量达 7.6 吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

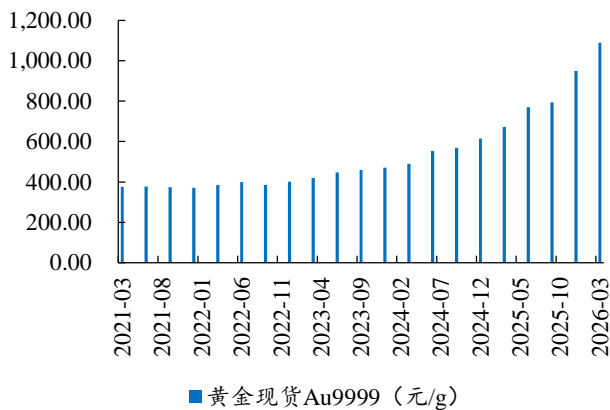
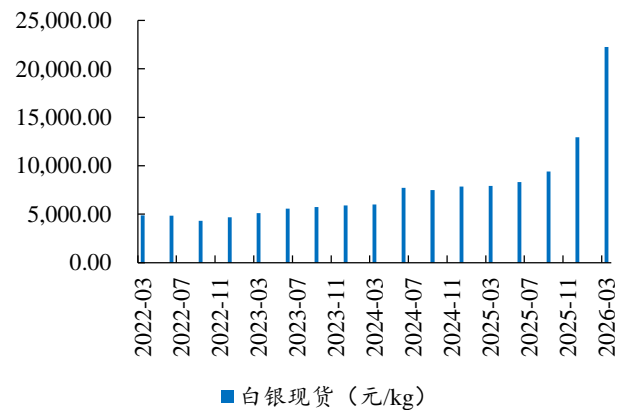
价：金银价格同环比大涨，公司成本控制较好。

销售端：金银价格同环比大涨。2026Q1，黄金价格均价 1088.64 元/g，较 2025Q4 环比上涨约 14.61%，同比上涨 62.18%；白银现货价格为 22,268.73 元/kg，环比大幅上涨 71.87%，同比上涨 180.71%；铅价均价 16,878.93 元/吨，环比下跌 2.20%，同比下跌 1.62%。锌价均价 24,277.50 元/吨，环比上涨 7.21%，同比微涨 0.86%。

表2：2025 年公司矿产金、银产品价格同比上涨

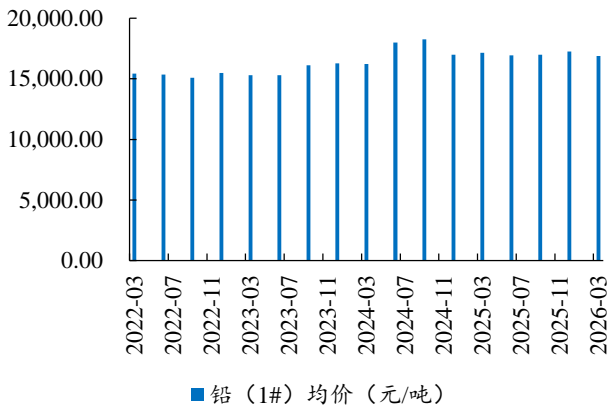
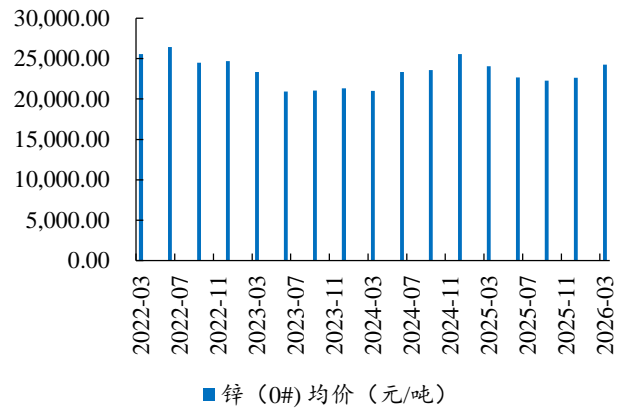
| | 单位 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2025 同比 |
|-----|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 矿产金 | 元/克 | 375.12 | 393.03 | 449.64 | 549.60 | 774.08 | 40.84% |
| 矿产银 | 元/克 | 3.97 | 3.58 | 4.61 | 5.61 | 7.03 | 25.31% |
| 铅精粉 | 元/吨 | 12,049.60 | 13,150.49 | 13,699.46 | 14,010.29 | 15,125.16 | 7.96% |
| 锌精粉 | 元/吨 | 14,560.29 | 16,290.18 | 12,872.03 | 17,055.90 | 15,382.06 | -9.81% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：黄金季度价格自 2024 年以来快速上涨

图8：白银 2025 下半年以来现货价格上涨明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：铅价维持区间震荡

图10：锌价维持区间震荡


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

成本端：公司 2026Q1 黄金板块成本控制较好，银板块成本同比上升较快。其中金板块合并摊销后成本为 165.16 元/克，同比增长 11.69%；银板块合并摊销后成本为 3.93 元/克，同比增长 63.07%；铅精粉合并摊销后成本 6060.88 元/吨，同比增长了 12.40%；锌精粉合并摊销后成本 6898.21 元/吨，同比下滑 12.70%。

表3：公司 2026Q1 黄金、铅锌板块成本控制良好

| | 单位 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2026Q1 | 2026Q1 同比 |
|-----|-----|----------|-----------|----------|----------|----------|-----------|
| 矿产金 | 元/克 | 147.87 | 153.96 | 132.41 | 126.25 | 165.16 | 11.69% |
| 矿产银 | 元/克 | 2.41 | 3.00 | 3.48 | 4.31 | 3.93 | 63.07% |
| 铅精粉 | 元/吨 | 5,392.43 | 7299.07 | 8206.86 | 9074.76 | 6,060.88 | 12.40% |
| 锌精粉 | 元/吨 | 7,901.91 | 10,182.79 | 8,551.63 | 9,403.04 | 6,898.21 | -12.70% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

利润端：金属价格大幅上涨，各商品毛利率同比提升。金板块：2026Q1 矿产金毛利率 84.56%，同比增长 6.99pct。银板块：2026Q1 矿产银毛利率 78.17%，同比增长 16.63pct。铅锌板块：2026Q1 铅精粉毛利率 63.90%，同比增长 0.32pct；锌精粉毛利率 62.78%，同比增长 10.22%。

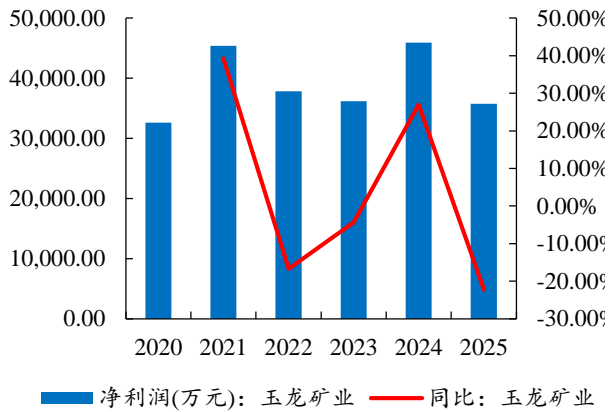
表4：公司 2026Q1 各产品盈利水平上升

| | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2026Q1 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 矿产金 | 77.57% | 79.15% | 80.51% | 81.63% | 84.56% |
| 矿产银 | 61.54% | 55.20% | 53.50% | 52.81% | 78.17% |
| 铅精粉 | 63.58% | 53.14% | 51.09% | 48.80% | 63.90% |
| 锌精粉 | 52.56% | 37.80% | 39.46% | 39.22% | 62.78% |

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

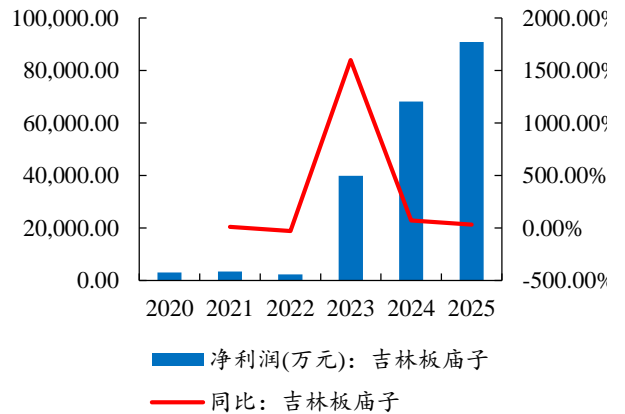
子公司业绩方面，2025 年玉龙矿业实现 3.57 亿元净利润，同比下降 22.21%；吉林板庙子实现净利润 9.08 亿元，同比上涨 33.23%；黑河银泰则实现 9.89 亿元净利润，同比上升 40%；青海大柴旦整年实现 12.33 亿元，同比上涨 20.88%。

图11: 玉龙矿业年度净利润水平稳定



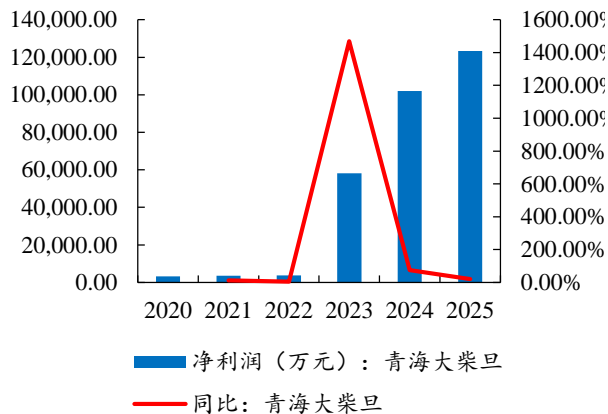
数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图12: 吉林板庙子年度净利润稳步上升



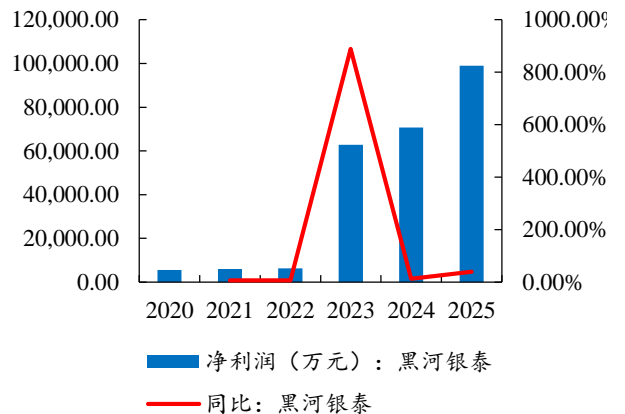
数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图13: 青海大柴旦年度净利润上稳步上升



数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

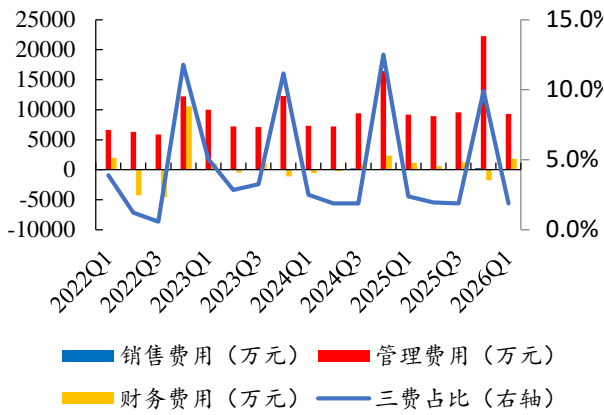
图14: 黑河银泰年度净利润稳步上升



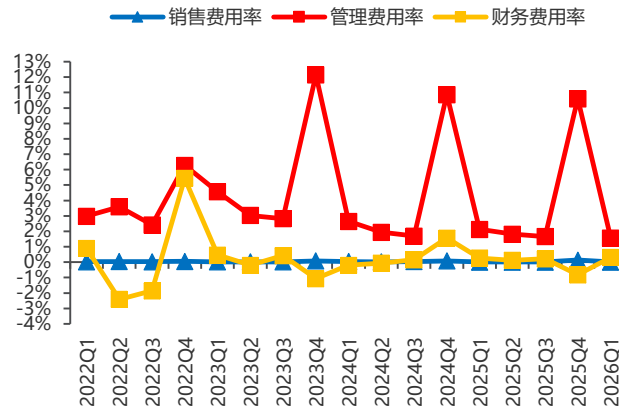
数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

1.3、费用总体可控

2026Q1,企业期间费用为 1.36 亿元,同比上涨 16.18%,企业期间费用率 2.29%,同比下降 0.42pct。其中, Q1 销售费用 0.01 亿元,同比上升 51.60%;管理费用 0.93 亿元,同比上升 1.29%;财务费用 0.18 亿元,同比上升 56.93%;研发费用 0.25 亿元,同比上升 81.19%。

图15: 公司季度期间费用呈现季节性趋势


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图16: 公司季度销售、财务费用率控制稳定


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

2、“增储并购”双轮驱动，夯实资源保障根基

公司坚持“增储并购”双轮驱动，依靠“就矿找矿”和“攻深扫盲”，统筹推进现有矿山深部及外围探矿与优质资源并购，资源保障能力显著增强。截至2025年12月31日，公司保有探明+控制+推断金资源量16,922.70万吨，金金属量280.94吨；银铅锌多金属矿资源量7670.30万吨，其中银金属量8021.39吨，铅金属量63.64万吨，锌金属量124.13万吨，铜金属量13.78万吨。公司2025年度勘探投资11,198.10万元，年度探矿合计新增资源量金16.62吨、银296.57吨、铅锌3.83万吨。

表5: 公司金板块资源量和储量丰富

| 矿山名称 | 矿种 | 资源量 | | | | | 储量 | | | | | | |
|-------|----|--------|---------|---------|--------|---------|------|---------|-------|--------|--------|------|---------|
| | | 探明 | 控制 | 探明及控制 | 资源量推断 | 总计 | 品味 | 黄金金属量 | 证实 | 可信 | 总计 | 品味 | 黄金金属量 |
| | | (Mt) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | 克/吨 | (t) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | 克/吨 | (t) |
| 吉林板庙子 | | 4.99 | 0.922 | 5.912 | 0.625 | 6.537 | 3.26 | 21.324 | 2.721 | 0.362 | 3.083 | 3.13 | 9.657 |
| 华盛金矿 | | 5.123 | 11.019 | 16.142 | 0.567 | 16.709 | 1.71 | 28.49 | 0 | 13.274 | 13.274 | 1.84 | 24.362 |
| 黑河洛克 | | 2.114 | 0.469 | 2.583 | 0.447 | 3.03 | 4.55 | 13.791 | 0.338 | 1.403 | 1.741 | 3.54 | 6.168 |
| 青海大柴旦 | 金 | 5.11 | 10.673 | 15.783 | 3.697 | 19.48 | 4.33 | 84.36 | 3.693 | 5.771 | 9.464 | 4.45 | 42.092 |
| 玉龙矿业 | | | | | 0.901 | 0.901 | 1.94 | 1.75 | | | | | |
| Osino | | 0.706 | 83.643 | 84.349 | 38.221 | 122.57 | 1.07 | 131.22 | 0.704 | 65.016 | 65.720 | 1.02 | 67.200 |
| 合计 | | 18.043 | 106.726 | 124.769 | 44.458 | 169.227 | 1.66 | 280.935 | 7.456 | 85.826 | 93.282 | 1.6 | 149.478 |

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (截至2025年)

表6：公司其他板块资源量和储量丰富

| 矿山 | 资源量 | | | | | | | | | 储量 | | | | | |
|----------|-------|-------|-----------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|----------|----------|----------|
| | 证实 | 控制 | 探明及 控制 | 推断 | 总计 | 铅金 属量 | 锌金属 量 | 银金属 量 | 铜金 属量 | 证实 | 可信 | 总计 | 铅金属 量 | 锌金属 量 | 银金属 量 |
| | (Mt) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | (t) | (Mt) | (kt) | (t) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | (t) | (t) | (t) |
| 黑河 洛克 | 2.11 | 0.47 | 2.58 | 0.45 | 3.03 | | | 0.16 | | 0.34 | 1.40 | 1.74 | | | 90.25 |
| 玉龙 矿业 | 11.10 | 32.95 | 44.04 | 29.63 | 73.67 | 636.41 | 1.24 | 7.86 | 138. | 8.074 | 18.89 | 26.96 | 216,925 | 417,566 | 2,701.48 |
| 合计 | 13.21 | 33.47 | 46.63 | 30.08 | 76.70 | 636.41 | 1.24 | 8.02 | 138 | 8.412 | 20.29 | 28.70 | 216,925 | 417,566 | 2791.73 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2025 年）

3、纳米比亚 Twin Hill 金矿项目助力成长

公司积极对外探索并购机会。截至 2025 年末，公司已完成对云南西部矿业有限公司的全额收购，获得大岗坝金矿勘探探矿权（面积 35.6 平方公里），控股子公司芒市华盛金矿开发有限公司获得了勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权（面积 20.38 平方公里），勘查矿种均为金。

项目建设有序推进。青海大柴旦青龙沟金矿扩建项目及输变电站工程按计划推进，新建尾矿库完成前期手续；黑河洛克选厂技改工程投产见效；玉龙矿业巴彦温都日采选工程及 1118 高地坑探工程稳步推进；吉林板庙子尾矿库工程提前完成，板石沟项目具备转采条件。

纳米比亚 Osino 公司项目预计 2027 年上半年投产，将成为公司重要增长极。2024 年 8 月，公司完成 Osino 公司 100% 股权的收购交割。Osino 公司通过加强对核心资产 Twin Hills 矿区加密钻探和品位控制，以及外围重点靶区的找矿突破，为矿山未来可持续生产提供资源保障。Twin Hills 项目建成投产后，有望成为纳米比亚最大的单体金矿山，预计达产后年产金约 5 吨，将成为公司重要增长极。

表7：公司在建项目工程有序推进

| 项目名称 | 预算数 (亿元) | 期初余额 (亿元) | 期末余额 (亿元) | 工程进度 |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------|
| 吉林板庙子井巷工程 | 3.99 | 0.19 | 0.12 | 72.51% |
| 吉林板庙子尾矿库扩容工程 | 2.96 | 0.60 | 0.01 | 71.86% |
| 青海大柴旦青龙滩探矿工程 | 5.88 | 0.44 | 0.94 | 84.70% |
| 青海大柴旦金龙沟斜坡道探矿工程 | 2.51 | 0.04 | 0.37 | 98.60% |
| 青海大柴旦南竖井工程 | 1.58 | 0.13 | 0.16 | 64.67% |
| 青龙沟金矿竖井深部探矿工程 | 16.57 | 0.09 | 0.57 | 2.99% |
| 青海大柴旦 6 号尾矿库 | 4.90 | 0.02 | 0.04 | 0.76% |
| 青海大柴旦细晶沟井下探矿工程 | 5.79 | 0.01 | 0.03 | 0.09% |
| OSINO-双子山 | 35.52 | 0.01 | 5.32 | 14.97% |
| 合计 | 79.71 | 1.52 | 7.56 | |

数据来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2025 年）

4、盈利预测与投资建议

基于公司产品市场价格上涨，我们上调 2026 年并新增 2027-2028 年公司盈利预测，预计公司 2026-2028 年将实现归母净利润 59.94/84.51/100.73 亿元（2026 年原值为 31.22 亿元），当前股价对应 PE 为 12.1/8.6/7.2 倍。由于公司矿端项目稳步推进，产品销量实现稳健增长，同时成本管控良好，维持“买入”评级。

5、风险提示

金银价格大幅波动。公司不同业务营收结构较为平均，但盈利能力高度依赖有色金属开采产品。未来地缘政治的不确定性和美联储通胀预期的调整下，金银大宗商品的价格仍然存在大幅波动的风险。

项目建设进度低于预期。公司多个海内外项目处于建设中，若项目建设受突发情况不及预期，则会导致业绩不及预期。

汇率波动风险。公司海外在建项目预计 2027 年投产，若未来不进行外汇套期保值操作，远期可能面临较大的汇率风险敞口。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 5524 | 7185 | 10389 | 16049 | 22119 |
| 现金 | 2870 | 5426 | 8624 | 14014 | 20161 |
| 应收票据及应收账款 | 21 | 6 | 29 | 12 | 34 |
| 其他应收款 | 86 | 448 | 250 | 584 | 340 |
| 预付账款 | 17 | 58 | 40 | 77 | 52 |
| 存货 | 1240 | 1160 | 1359 | 1274 | 1445 |
| 其他流动资产 | 1290 | 87 | 87 | 87 | 87 |
| 非流动资产 | 12665 | 13441 | 15209 | 16403 | 17108 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 3171 | 3162 | 4342 | 5183 | 5656 |
| 无形资产 | 8437 | 8294 | 8469 | 8616 | 8626 |
| 其他非流动资产 | 1058 | 1985 | 2399 | 2603 | 2826 |
| 资产总计 | 18189 | 20625 | 25599 | 32452 | 39227 |
| 流动负债 | 1854 | 2230 | 2020 | 2436 | 2147 |
| 短期借款 | 0 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 应付票据及应付账款 | 796 | 1266 | 899 | 1365 | 973 |
| 其他流动负债 | 1057 | 958 | 1116 | 1067 | 1170 |
| 非流动负债 | 1523 | 1616 | 1502 | 1319 | 1079 |
| 长期借款 | 1006 | 1188 | 1075 | 891 | 651 |
| 其他非流动负债 | 517 | 428 | 428 | 428 | 428 |
| 负债合计 | 3377 | 3846 | 3522 | 3755 | 3226 |
| 少数股东权益 | 1831 | 1862 | 2498 | 3393 | 4451 |
| 股本 | 2777 | 2777 | 2777 | 2777 | 2777 |
| 资本公积 | 4431 | 4431 | 4431 | 4431 | 4431 |
| 留存收益 | 5735 | 7693 | 11308 | 16423 | 22507 |
| 归属母公司股东权益 | 12981 | 14918 | 19578 | 25303 | 31550 |
| 负债和股东权益 | 18189 | 20625 | 25599 | 32452 | 39227 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3871 | 4680 | 7148 | 10399 | 11920 |
| 净利润 | 2430 | 3268 | 6630 | 9346 | 11131 |
| 折旧摊销 | 615 | 715 | 767 | 927 | 1060 |
| 财务费用 | 25 | 13 | 8 | -30 | -73 |
| 投资损失 | 52 | -104 | -50 | -51 | -60 |
| 营运资金变动 | 760 | 633 | -277 | 125 | -227 |
| 其他经营现金流 | -10 | 156 | 70 | 82 | 88 |
| 投资活动现金流 | -2849 | -838 | -2555 | -2150 | -1792 |
| 资本支出 | 688 | 1293 | 2536 | 2120 | 1765 |
| 长期投资 | -396 | 593 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -1765 | -138 | -20 | -30 | -27 |
| 筹资活动现金流 | -431 | -1535 | -1394 | -2859 | -3981 |
| 短期借款 | -210 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 942 | 182 | -113 | -184 | -240 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1164 | -1721 | -1281 | -2675 | -3741 |
| 现金净增加额 | 577 | 2291 | 3198 | 5390 | 6147 |

| 利润表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 13585 | 17099 | 22343 | 26693 | 29585 |
| 营业成本 | 9521 | 11657 | 12236 | 12792 | 13210 |
| 营业税金及附加 | 284 | 408 | 519 | 615 | 688 |
| 营业费用 | 5 | 4 | 6 | 7 | 7 |
| 管理费用 | 405 | 499 | 626 | 758 | 836 |
| 研发费用 | 120 | 178 | 220 | 268 | 295 |
| 财务费用 | 25 | 13 | 8 | -30 | -73 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | -3 | -4 | -3 |
| 其他收益 | 3 | 5 | 5 | 4 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 5 | -138 | -69 | -80 | -86 |
| 投资净收益 | -52 | 104 | 50 | 51 | 60 |
| 资产处置收益 | 0 | -2 | -1 | -1 | -1 |
| 营业利润 | 3181 | 4304 | 8710 | 12253 | 14593 |
| 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 9 | 35 | 23 | 25 | 26 |
| 利润总额 | 3174 | 4272 | 8689 | 12231 | 14570 |
| 所得税 | 743 | 1004 | 2059 | 2884 | 3439 |
| 净利润 | 2430 | 3268 | 6630 | 9346 | 11131 |
| 少数股东损益 | 257 | 297 | 636 | 896 | 1057 |
| 归属母公司净利润 | 2173 | 2972 | 5994 | 8451 | 10073 |
| EBITDA | 3821 | 5014 | 9472 | 13142 | 15572 |
| EPS(元) | 0.78 | 1.07 | 2.16 | 3.04 | 3.63 |

| 主要财务比率 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 67.6 | 25.9 | 30.7 | 19.5 | 10.8 |
| 营业利润(%) | 51.7 | 35.3 | 102.3 | 40.7 | 19.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | 52.6 | 36.7 | 101.7 | 41.0 | 19.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 29.9 | 31.8 | 45.2 | 52.1 | 55.3 |
| 净利率(%) | 16.0 | 17.4 | 26.8 | 31.7 | 34.0 |
| ROE(%) | 16.4 | 19.5 | 30.0 | 32.6 | 30.9 |
| ROIC(%) | 16.9 | 20.0 | 31.5 | 35.0 | 33.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 18.6 | 18.6 | 13.8 | 11.6 | 8.2 |
| 净负债比率(%) | -8.8 | -23.1 | -32.3 | -44.2 | -52.9 |
| 流动比率 | 3.0 | 3.2 | 5.1 | 6.6 | 10.3 |
| 速动比率 | 2.3 | 2.6 | 4.4 | 6.0 | 9.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 430.2 | 1281.5 | 1281.5 | 1281.5 | 1281.5 |
| 应付账款周转率 | 36.3 | 34.6 | 34.6 | 34.6 | 34.6 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.78 | 1.07 | 2.16 | 3.04 | 3.63 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.39 | 1.69 | 2.57 | 3.74 | 4.29 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.67 | 5.37 | 7.05 | 9.11 | 11.36 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 33.3 | 24.3 | 12.1 | 8.6 | 7.2 |
| P/B | 5.6 | 4.8 | 3.7 | 2.9 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 18.7 | 14.0 | 7.1 | 4.8 | 3.7 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn