



# 银泰黄金 (000975.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 量利齐升促进金银利润增长

### 事件

3月22日,公司发布23年年报,23年实现营收81.06亿元,同比-3.29%;归母净利14.24亿元,同比+26.79%;扣非归母净利14.11亿元,同比+37.21%。4Q23营收10.11亿元,环比-59.94%,同比-48.15%;归母净利3.06亿元,环比-20.27%,同比+57.39%;扣非归母净利3.23亿元,环比-14.19%,同比+146.99%。

### 点评

**量利齐升促进金银利润增长。**合质金23年销量7.34吨,同比+6.44%;平均售价449.64元/克,同比+14.40%;成本同比+5.30%至176.42元/克。合质金营收同比+21.77%至32.99亿元,毛利同比+28.97%至20.05亿元,合质金毛利率提升3.39个百分点至60.76%。矿产银23年销量194.63吨,同比+7.61%;平均售价4.61元/克,同比+28.82%;矿产银成本同比+27.72%至2.34元/克。矿产银营收同比+39%至8.97亿元,毛利同比+39.86%至4.42亿元,毛利率提升0.44个百分点至49.30%。

**各子公司吨金盈利均有提升。**23年公司主要生产子公司玉龙矿业/黑河洛克/吉林板庙子/青海大柴旦净利润分别为3.62/6.28/3.99/5.81亿元,其中吉林板庙子和青海大柴旦净利润显著提升,同比分别+70%/+57%,贡献公司主要利润增长点。23年黑河洛克/吉林板庙子/青海大柴旦吨金盈利分别为2.91/2.21/1.90亿元,同比分别+36%/+90%/+6%,各子公司吨金盈利能力均有提升。

**公司持续进行探矿增储,实现资源稳步接续。**截至23年底,公司按JORC标准合计保有金资源量156.78吨、银8018.72吨,同比分别-9.84%/+15.86%。23年度勘探投资1.09亿元,同比-11.66%。玉龙矿业对1118高地探矿权资源进行了更新备案;黑河洛克临近东安金矿采矿权附近的矿区可达到详查级别,为黑河洛克提供接续资源;青海大柴旦通过地表和井下勘查,共新增金金属量7.19吨;吉林板庙子23年金英采矿权内勘探增加金金属量1.1吨,板石沟金及多金属矿勘探实现找矿突破。

**重点项目有序推进,产量存在长期增长空间。**23年玉龙矿业1118高地金属矿补勘项目顺利通过评审备案,下一步将全力推进探转采手续办理;青海大柴旦青龙沟金矿采矿权证(扩大矿区范围)已经办理完成,细晶沟金矿(新立)采矿权青海省自然资源厅已经审查完毕。我们预计上述项目完成后将有效提升公司黄金及铅锌银产量。公司计划24年黄金产量不低于8吨,“十四五”末矿产金产量12吨,“十五五”末矿产金产量28吨。

### 盈利预测&投资评级

预计公司24-26年营收分别为89.61/95.23/112.97亿元,归母净利润分别为18.02/19.26/24.79亿元,EPS分别为0.65/0.69/0.89元,对应PE分别为25.27/23.65/18.37倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

黄金价格波动风险;项目产能扩张不及预期;安全环保管理风险。

### 金属材料组

分析师:李超(执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师:王钦扬(执业S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价(人民币):16.40元

### 相关报告:

- 《银泰黄金公司点评:高性价比收购助力增储增产》, 2024.2.27
- 《银泰黄金公司点评:清晰战略规划高质量成长》, 2023.11.14
- 《银泰黄金公司点评:成本上行压缩利润,长期战略更加清晰》, 2023.10.28



### 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2022    | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 8,382   | 8,106  | 8,961  | 9,523  | 11,297 |
| 营业收入增长率        | -7.29%  | -3.29% | 10.55% | 6.27%  | 18.63% |
| 归母净利润(百万元)     | 1,124   | 1,424  | 1,802  | 1,926  | 2,479  |
| 归母净利润增长率       | -11.69% | 26.67% | 26.51% | 6.87%  | 28.73% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.40    | 0.51   | 0.65   | 0.69   | 0.89   |
| 每股经营性现金流净额     | 0.72    | 0.79   | 0.59   | 1.00   | 1.25   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 10.30%  | 12.32% | 14.58% | 14.62% | 17.38% |
| P/E            | 27.26   | 29.24  | 25.27  | 23.65  | 18.37  |
| P/B            | 2.81    | 3.60   | 3.68   | 3.46   | 3.19   |

来源:公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 一、业绩稳步增长.....             | 3 |
| 1.1 归母净利润同比增长 26.79%..... | 3 |
| 1.2 期间费用率维持低位.....        | 3 |
| 二、主要产品量利齐升，盈利能力进一步增强..... | 4 |
| 2.1 合质金和矿产银贡献主要利润.....    | 4 |
| 2.2 量利齐升促进金银利润增长.....     | 4 |
| 2.3 各子公司吨金盈利均有提升.....     | 6 |
| 三、持续推进探矿增储及重点项目实施.....    | 7 |
| 3.1 探矿增储持续推进.....         | 7 |
| 3.2 重点项目有序推进.....         | 8 |
| 四、风险提示.....               | 8 |

## 图表目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图表 1： 2023 年公司营收 81.06 亿元.....       | 3 |
| 图表 2： 2023 年公司归母净利润 14.24 亿元.....    | 3 |
| 图表 3： 4Q2023 营业收入 10.11 亿元.....      | 3 |
| 图表 4： 4Q2023 归母净利润 3.06 亿元.....      | 3 |
| 图表 5： 2023 年公司期间费用率 5%.....          | 4 |
| 图表 6： 4Q2023 公司研发费用率 0.62%.....      | 4 |
| 图表 7： 2023 年合质金营收占比 41%.....         | 4 |
| 图表 8： 2023 年合质金毛利占比 77%.....         | 4 |
| 图表 9： 2023 年合质金销量 7.34 吨.....        | 5 |
| 图表 10： 2023 年矿产银销量 194.63 吨.....     | 5 |
| 图表 11： 公司合质金售价和市场价较为接近（元/克）.....     | 5 |
| 图表 12： 公司矿产银售价低于市场均价（元/克）.....       | 5 |
| 图表 13： 2023 年合质金毛利 273.22 元/克.....   | 6 |
| 图表 14： 2023 年矿产银毛利 2.27 元/克.....     | 6 |
| 图表 15： 吉林板庙子和青海大柴旦净利润提升（百万元）.....    | 6 |
| 图表 16： 青海大柴旦矿产金产量显著增长（单位：吨）.....     | 6 |
| 图表 17： 黑河洛克吨金盈利领先（单位：亿元）.....        | 7 |
| 图表 18： 公司 2023 年底黄金资源量 146.66 吨..... | 8 |



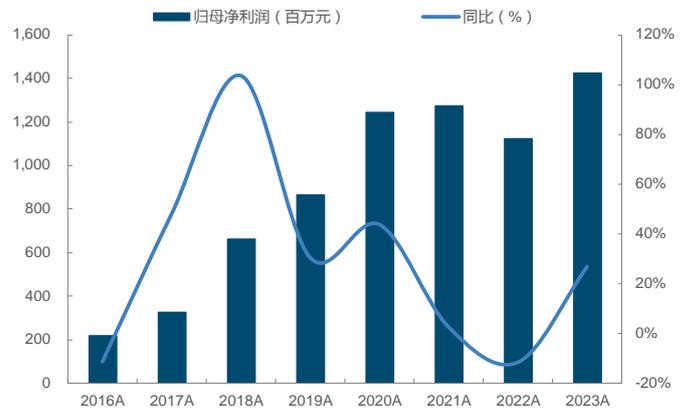
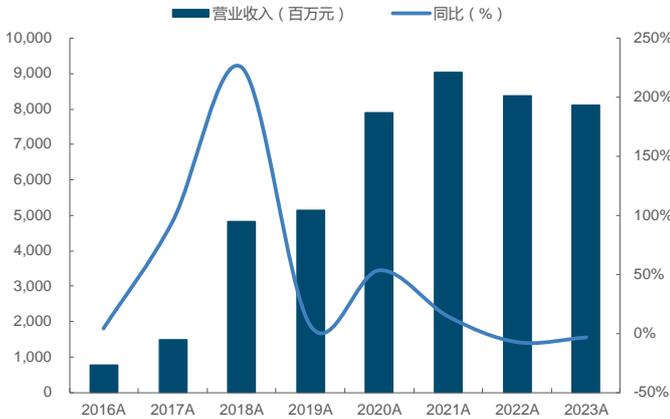
## 一、业绩稳步增长

### 1.1 归母净利润同比增长 26.79%

2023 年公司实现营业收入 81.06 亿元，同比-3.29%；实现归母净利润 14.24 亿元，同比+26.79%。

图表1：2023 年公司营收 81.06 亿元

图表2：2023 年公司归母净利润 14.24 亿元



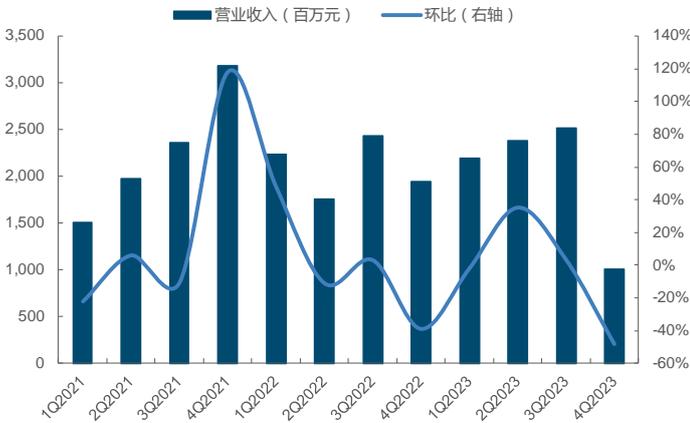
来源：公司 2016-2023 年年报，国金证券研究所

来源：公司 2016-2023 年年报，国金证券研究所

分季度来看，4Q2023 公司营业收入 10.11 亿元，环比-59.94%；归母净利润 3.06 亿元，环比-20.27%。

图表3：4Q2023 营业收入 10.11 亿元

图表4：4Q2023 归母净利润 3.06 亿元



来源：同花顺 iFinD，公司 2021-2023 年年报，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，公司 2021-2023 年年报，国金证券研究所

### 1.2 期间费用率维持低位

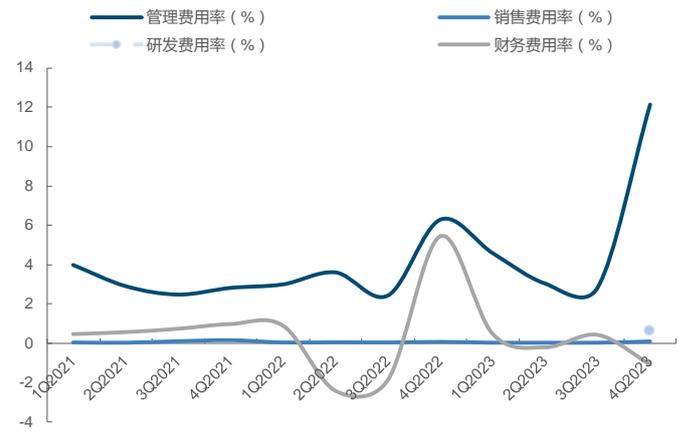
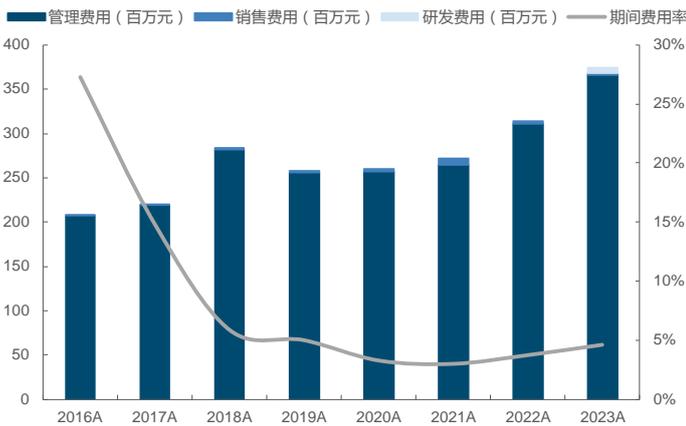
公司期间费用率自 2018 年起维持较低水平，2023 年公司管理费用/销售费用/研发费用分别为 3.66/0.02/0.06 亿元，期间费用率 5%。

分季度来看，4Q2023 公司管理费用/销售费用/研发费用/财务费用分别为 1.23/0.01/0.06/-0.11 亿元，管理费用率上涨较为明显，单季度管理费用率达到 12.15%。此外 4Q2023 公司新增研发费用，此前公司历年研发费用均为 0。



图表5: 2023年公司期间费用率5%

图表6: 4Q2023公司研发费用率0.62%



来源: 公司 2016-2023 年年报, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 公司 2021-2023 年年报, 国金证券研究所

## 二、主要产品量利齐升, 盈利能力进一步增强

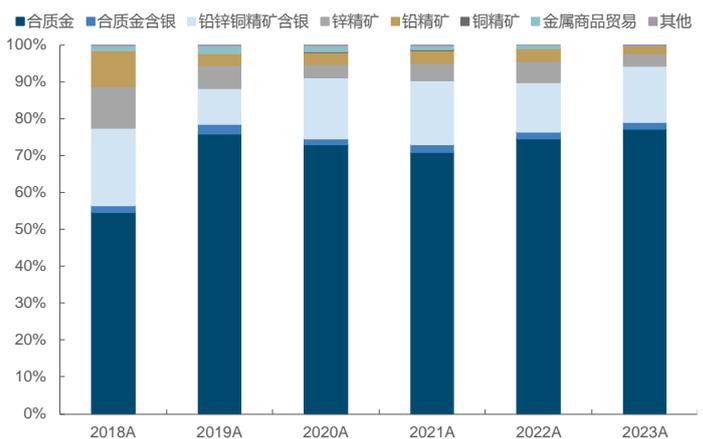
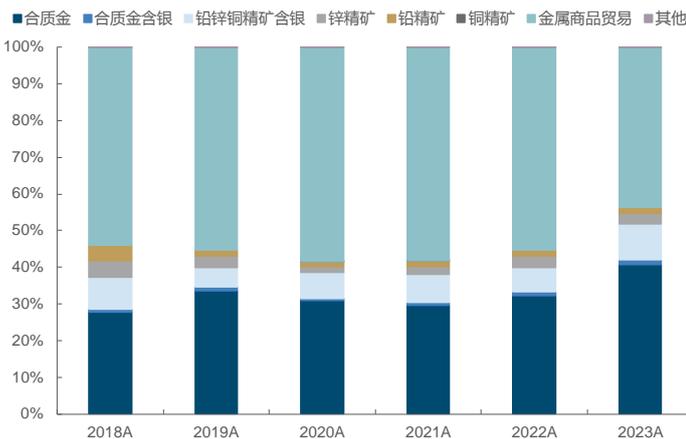
### 2.1 合质金和矿产银贡献主要利润

合质金和矿产银营收占比提升。从公司营收结构中看, 金属商品贸易营收占比规模最大, 但呈现营收占比逐年下降趋势, 2023 年金属商品贸易营收占比 44%。2023 年受益于黄金和白银价格上涨, 公司合质金和白银营收规模和占比显著提升, 合质金营收同比增长 21.77%至 32.99 亿元, 营收占比从 2022 年的 21%提升至 41%, 矿产银营收同比增长 39%至 8.97 亿元, 营收占比从 2022 年的 8%提升至 11%。

合质金和矿产银贡献主要利润。2023 年合质金毛利同比增长 28.97%至 20.05 亿元, 在公司毛利中占比最高, 2023 年达到 77%, 同比 2022 年提升 2.4 个百分点。此外为铅锌精矿含银, 毛利占比从 2022 年的 75%提升至 2023 年的 15%, 合质金含银毛利占比从 2022 年的 1.83%提升至 2023 年的 1.98%, 矿产银毛利合计同比增长 39.86%至 4.42 亿元, 占比达到 17%, 同比 2022 年提升 1.82 个百分点。

图表7: 2023年合质金营收占比41%

图表8: 2023年合质金毛利占比77%



来源: 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

来源: 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

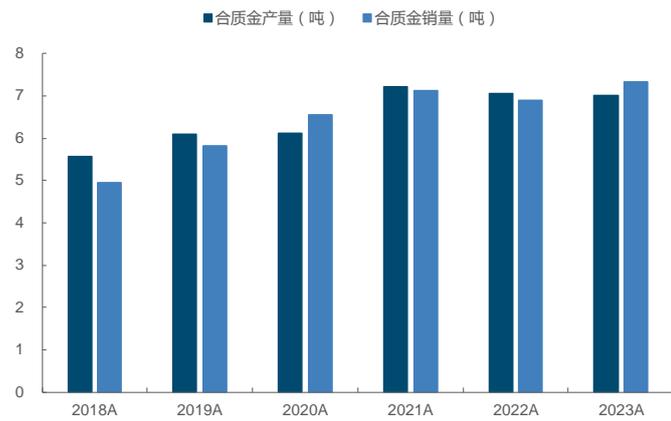
### 2.2 量利齐升促进金银利润增长

合质金和矿产银毛利占比的提升主要源于金银销量的提升及单位毛利的增长。

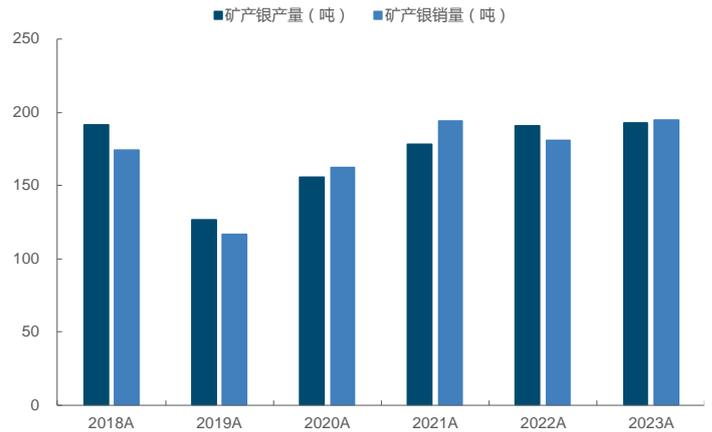
2023 年公司合质金产量 7.01 吨, 同比-0.71%, 合质金销量 7.34 吨, 同比+6.44%; 同期矿产银产量 193 吨, 同比+1.18%, 矿产银销量 194.63 吨, 同比+7.61%。公司计划 2024 年黄金产量不低于 8 吨, “十四五”末矿产金产量 12 吨, “十五五”末矿产金产量 28 吨。



图表9: 2023年合质金销量7.34吨



图表10: 2023年矿产银销量194.63吨

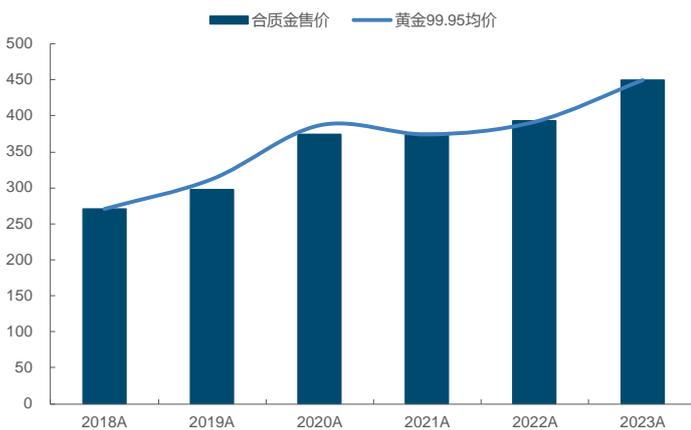


来源: 公司 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

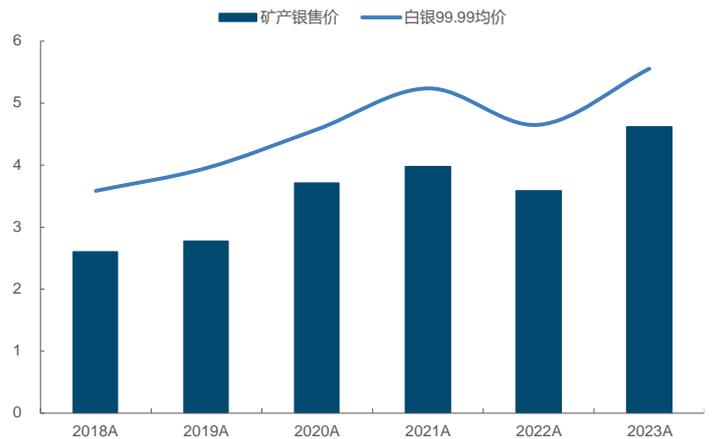
来源: 公司 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

2023 年金银价格显著上涨, 上海黄金交易所 99.95 黄金全年均价 449.75 元/克, 公司合质金平均售价 449.64 元/克, 同比+14.40%, 与市场价格较为接近。2023 年上海黄金交易所 99.99 白银均价 5.55 元/克, 公司矿产银平均售价 4.61 元/克, 同比+28.82%, 矿产银售价低于市场均价, 主因公司矿产银主要为合质金及铅锌精矿伴生。

图表11: 公司合质金售价和市场价较为接近 (元/克)



图表12: 公司矿产银售价低于市场均价 (元/克)



来源: 同花顺 iFinD, 公司 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 公司 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

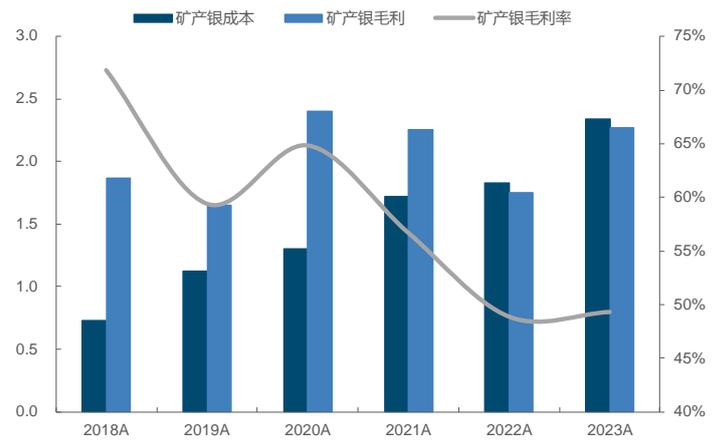
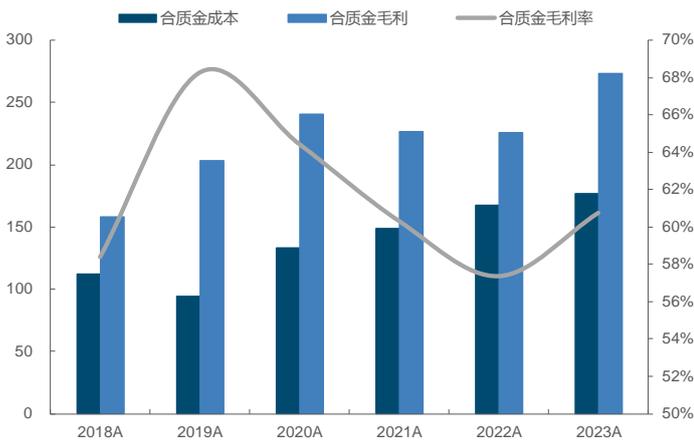
2023 年公司金银产品成本均有所上涨。2023 年公司合质金成本同比提升 5.30% 至 176.42 元/克, 矿产银成本同比提升 27.72% 至 2.34 元/克。

金银产品毛利率仍有提升。虽然合质金、矿产银产品成本均有上涨, 但受益于产品售价大幅提升, 2023 年公司合质金毛利率提升 3.39 个百分点至 60.76%, 矿产银毛利率提升 0.44 个百分点至 49.30%。



图表13: 2023年合质金毛利273.22元/克

图表14: 2023年矿产银毛利2.27元/克



来源: 公司 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

来源: 公司 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

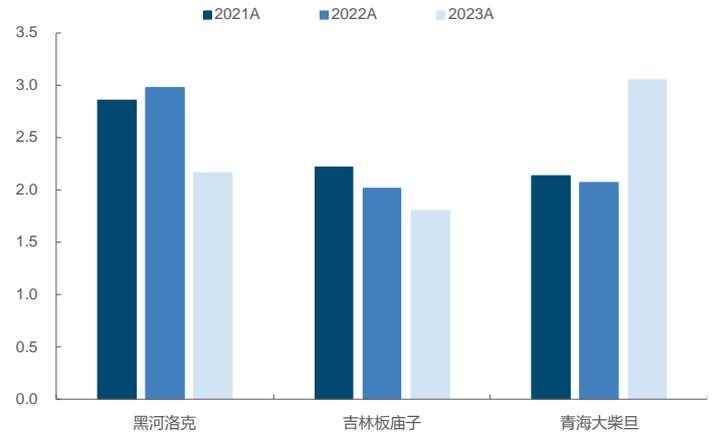
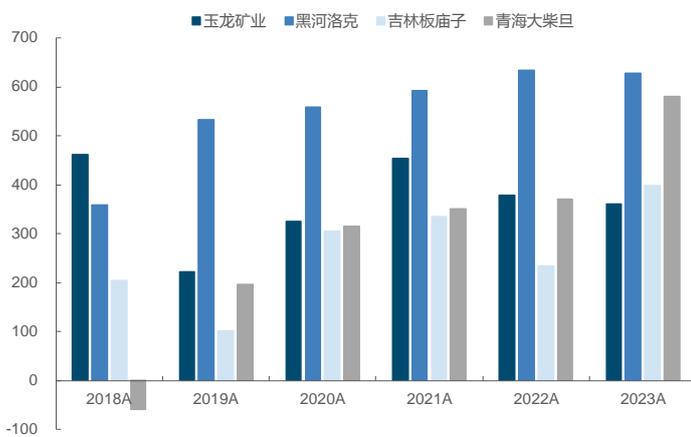
### 2.3 各子公司吨金盈利均有提升

2023 年公司主要生产子公司玉龙矿业/黑河洛克/吉林板庙子/青海大柴旦净利润分别为 3.62/6.28/3.99/5.81 亿元, 其中吉林板庙子和青海大柴旦净利润显著提升, 同比分别增长 70%/57%, 贡献公司主要利润增长点。

2023 年黑河洛克/吉林板庙子/青海大柴旦矿产金产量分别为 2.16/1.80/3.05 吨, 同比分别-27.53%/-10.68%/+47.60%。

图表15: 吉林板庙子和青海大柴旦净利润提升 (百万元)

图表16: 青海大柴旦矿产金产量显著增长 (单位: 吨)



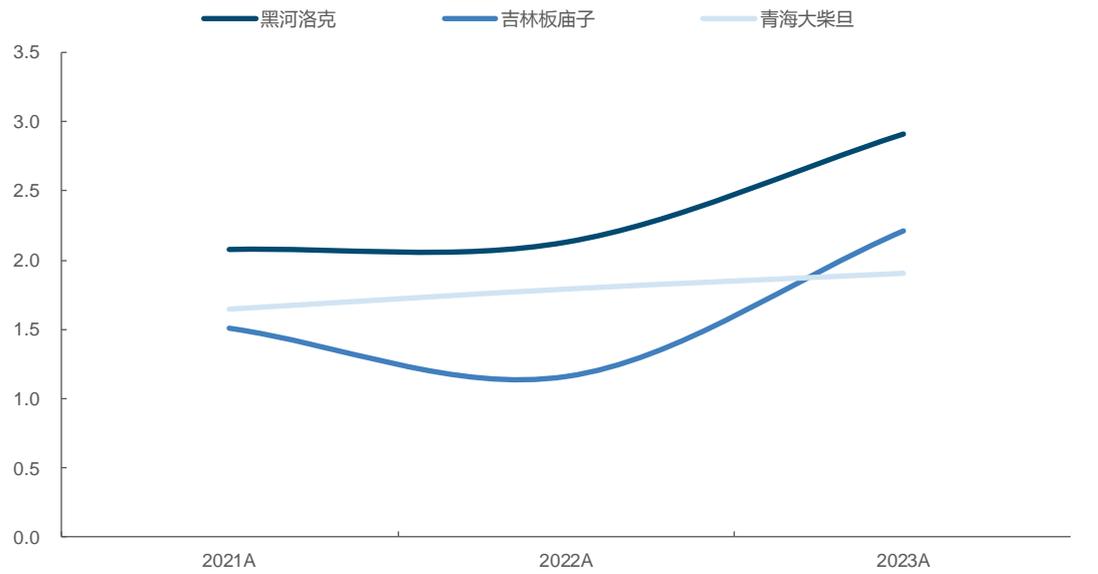
来源: 公司 2018-2023 年年报, 国金证券研究所

来源: 公司 2021-2023 年年报, 国金证券研究所

根据各黄金生产子公司净利润及矿产金产量计算吨金盈利水平, 黑河洛克吨金盈利能力维持领先, 主要因为黑河洛克东安全矿品位较高。2023 年黑河洛克/吉林板庙子/青海大柴旦吨金盈利分别为 2.91/2.21/1.90 亿元, 同比分别增长 36%/90%/6%, 各子公司 2023 年吨金盈利能力均有提升。



图表17: 黑河洛克吨金盈利领先 (单位: 亿元)



来源: 公司 2021-2023 年年报, 国金证券研究所

注: 各子公司吨金盈利=各子公司净利润/各子公司矿产金产量。

### 三、持续推进探矿增储及重点项目实施

#### 3.1 探矿增储持续推进

公司持续进行矿产勘察, 2023 年度勘探投资 10,875.32 万元, 同比减少 11.66%。

(1) 玉龙矿业: 对 1118 高地探矿权资源进行了更新备案, 1118 高地备案共生+伴生资源量: 矿石量 3,651.8 万吨; 金属量: 银 3,026 吨、锌 60.83 万吨、铅 23.23 万吨、铜 12.09 万吨、锡 2.74 万吨; 平均品位: 银 82.86g/t、锌 1.71%、铅 0.68%、铜 0.38%、锡 0.10%。

(2) 黑河洛克: 2023 年, 黑河洛克通过市场竞拍取得东安金矿外围 18.69km<sup>2</sup>的探矿权, 投资 1,517.82 万元, 完成钻探 20,268.84 米, 钻探岩芯采样 6,127 件, 经过以上勘察活动, 临近采矿权附近的矿区可达到详查级别, 为黑河洛克提供接续资源。

(3) 青海大柴旦: 2023 年度主要针对青龙沟竖井东深部和青山金矿深部进行了探矿, 对青龙沟北矿段和南矿段进行了加密钻探和重新圈矿。通过地表和井下勘查, 共新增矿石量 155.89 万吨, 新增金金属量 7.19 吨。

(4) 吉林板庙子: 2023 年度勘查活动主要集中在金英金矿采矿权内, 2023 年度采矿权内勘探增加矿石量 34.3 万吨, 金金属量 1.1 吨, 平均品位 3.21 克/吨。2023 年度板石沟金及多金属矿勘探投资 756.29 万元, 全年共完成钻探量 12,535.10 米, 实现找矿突破。东大坡区有工业矿体的赋存, 目前工程控制矿体延长约 240 米, 延深约 260 米, 初步估算资源量: 矿石量 57.1 万吨, 金金属量 1.732 吨, 平均品位 3.03 克/吨。

截至 2023 年底, 按国际通行的 JORC 规范, 公司保有探明+控制+推测金资源量 4,553.6 万吨, 金金属量 146.66 吨, 现阶段开采可行性较低的潜力资源量约 306 万吨, 金金属量 10.12 吨, 合计金属量 156.78 吨; 保有探明+控制+推测银铅锌多金属矿资源量 6,906.4 万吨, 银金属量 7,856.90 吨, 铅金属量 61.37 万吨, 锌金属量 128.36 万吨, 铜 12.62 万吨。

2023 年黄金和银资源量合计分别为 156.78 吨和 8018.72 吨, 同比分别-9.84%/+15.86%。


**图表18：公司 2023 年底黄金资源量 146.66 吨**

| 公司名称      | 资源量 (t)       |                |                  |                 |               | 储量 (t)       |               |                |               |
|-----------|---------------|----------------|------------------|-----------------|---------------|--------------|---------------|----------------|---------------|
|           | 金             | 铅              | 锌                | 银               | 铜             | 金            | 铅             | 锌              | 银             |
| 吉林板庙子     | 25.09         |                |                  |                 |               | 14.64        |               |                |               |
| 华盛金矿      | 29.23         |                |                  |                 |               | 19.40        |               |                |               |
| 黑河洛克      | 13.05         |                |                  | 161.82          |               | 6.85         |               |                | 88.98         |
| 青海大柴旦     | 77.54         |                |                  |                 |               | 37.78        |               |                |               |
| 玉龙矿业      | 1.75          | 613,705        | 1,283,552        | 7,856.90        | 126.20        |              | 84,205        | 154,025        | 863.53        |
| <b>合计</b> | <b>146.66</b> | <b>613,705</b> | <b>1,283,552</b> | <b>8,018.72</b> | <b>126.20</b> | <b>78.67</b> | <b>84,205</b> | <b>154,025</b> | <b>952.51</b> |

来源：公司 2023 年年报，国金证券研究所

### 3.2 重点项目有序推进

(1) 玉龙矿业：2023 年玉龙矿业 1118 高地金属矿补勘项目顺利通过评审备案，标志着玉龙矿业外围矿权探矿增储工作取得新突破。下一步公司将继续密切关注政策动态，全力推进探转采手续办理，我们预计探转采完成后将进一步提升玉龙矿业铅锌银产品产量。

(2) 青海大柴旦：青龙沟金矿的采矿权证（扩大矿区范围）已经办理完成；细晶沟金矿（新立）采矿权青海省自然资源厅已经审查完毕，等待进一步批准意见。

## 四、风险提示

**黄金价格波动风险。**合质金业务贡献公司主要利润来源，影响黄金价格的因素包括全球供给及需求、宏观政治经济因素等，如果在这些因素的综合作用下，黄金价格产生较大波动，会对公司业绩产生影响。

**项目产能扩张不及预期。**公司合质金及铅锌精矿产量规模增长依赖矿山建设及产能爬坡，若产能扩张不及预期，会对公司营收及利润产生影响。

**安全环保管理风险。**安全环保外部监管日趋严格，虽然公司安全环保形势持续稳定，但生产经营过程中，内外部条件仍存在一定的不确定性，给公司安全环保生产带来一定风险隐患。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 9,040  | 8,382  | 8,106  | 8,961  | 9,523  | 11,297 |
| 增长率          |        | -7.3%  | -3.3%  | 10.5%  | 6.3%   | 18.6%  |
| 主营业务成本       | -6,771 | -6,302 | -5,508 | -5,794 | -6,183 | -7,120 |
| %销售收入        | 74.9%  | 75.2%  | 68.0%  | 64.7%  | 64.9%  | 63.0%  |
| 毛利           | 2,269  | 2,080  | 2,597  | 3,167  | 3,339  | 4,177  |
| %销售收入        | 25.1%  | 24.8%  | 32.0%  | 35.3%  | 35.1%  | 37.0%  |
| 营业税金及附加      | -179   | -178   | -212   | -233   | -248   | -294   |
| %销售收入        | 2.0%   | 2.1%   | 2.6%   | 2.6%   | 2.6%   | 2.6%   |
| 销售费用         | -8     | -3     | -2     | -3     | -3     | -3     |
| %销售收入        | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 管理费用         | -265   | -311   | -366   | -405   | -429   | -508   |
| %销售收入        | 2.9%   | 3.7%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.5%   |
| 研发费用         | 0      | 0      | -6     | -7     | -8     | -9     |
| %销售收入        | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,818  | 1,588  | 2,011  | 2,519  | 2,653  | 3,362  |
| %销售收入        | 20.1%  | 18.9%  | 24.8%  | 28.1%  | 27.9%  | 29.8%  |
| 财务费用         | -67    | -38    | -5     | 1      | 3      | 24     |
| %销售收入        | 0.7%   | 0.5%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | -0.2%  |
| 资产减值损失       | -2     | -65    | 1      | -6     | -6     | -6     |
| 公允价值变动收益     | 21     | 12     | -7     | 11     | 11     | 11     |
| 投资收益         | 91     | 108    | 92     | 100    | 130    | 150    |
| %税前利润        | 4.9%   | 6.7%   | 4.4%   | 3.8%   | 4.7%   | 4.2%   |
| 营业利润         | 1,865  | 1,616  | 2,097  | 2,626  | 2,791  | 3,542  |
| 营业利润率        | 20.6%  | 19.3%  | 25.9%  | 29.3%  | 29.3%  | 31.4%  |
| 营业外收支        | -20    | -7     | -11    | -10    | -10    | -10    |
| 税前利润         | 1,845  | 1,609  | 2,086  | 2,616  | 2,781  | 3,532  |
| 利润率          | 20.4%  | 19.2%  | 25.7%  | 29.2%  | 29.2%  | 31.3%  |
| 所得税          | -423   | -365   | -517   | -654   | -695   | -883   |
| 所得税率         | 22.9%  | 22.7%  | 24.8%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 净利润          | 1,422  | 1,244  | 1,568  | 1,962  | 2,086  | 2,649  |
| 少数股东损益       | 148    | 120    | 144    | 160    | 160    | 170    |
| 归属于母公司的净利润   | 1,273  | 1,124  | 1,424  | 1,802  | 1,926  | 2,479  |
| 净利率          | 14.1%  | 13.4%  | 17.6%  | 20.1%  | 20.2%  | 21.9%  |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 1,422  | 1,244  | 1,568  | 1,962  | 2,086  | 2,649  |
| 少数股东损益   | 148    | 120    | 144    | 160    | 160    | 170    |
| 非现金支出    | 819    | 1,256  | 959    | 687    | 772    | 868    |
| 非经营收益    | -75    | -165   | -90    | -67    | -104   | -141   |
| 营运资金变动   | -124   | -346   | -258   | -943   | 32     | 104    |
| 经营活动现金净流 | 2,043  | 1,989  | 2,180  | 1,639  | 2,785  | 3,480  |
| 资本开支     | -718   | -609   | -615   | -1,116 | -1,312 | -1,312 |
| 投资       | -843   | -908   | 1,005  | 11     | 11     | 11     |
| 其他       | 756    | 156    | 90     | 100    | 130    | 150    |
| 投资活动现金净流 | -805   | -1,360 | 480    | -1,004 | -1,171 | -1,151 |
| 股权募资     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债权募资     | 166    | 268    | -673   | 259    | -299   | -209   |
| 其他       | -1,100 | -863   | -953   | -1,031 | -1,138 | -1,398 |
| 筹资活动现金净流 | -934   | -595   | -1,626 | -771   | -1,436 | -1,607 |
| 现金净流量    | 303    | 42     | 1,046  | -137   | 178    | 722    |

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 1,456  | 1,874  | 3,031  | 2,887  | 3,061  | 3,780  |
| 应收款项     | 88     | 102    | 98     | 115    | 123    | 145    |
| 存货       | 1,028  | 1,359  | 1,485  | 1,587  | 1,694  | 1,951  |
| 其他流动资产   | 2,266  | 2,348  | 1,394  | 2,337  | 2,339  | 2,343  |
| 流动资产     | 4,838  | 5,683  | 6,008  | 6,927  | 7,216  | 8,219  |
| %总资产     | 30.4%  | 35.2%  | 36.9%  | 39.3%  | 39.1%  | 41.3%  |
| 长期投资     | 44     | 14     | 21     | 21     | 21     | 21     |
| 固定资产     | 3,233  | 3,154  | 3,101  | 3,404  | 3,828  | 4,159  |
| %总资产     | 20.3%  | 19.5%  | 19.0%  | 19.3%  | 20.7%  | 20.9%  |
| 无形资产     | 7,594  | 7,051  | 6,924  | 7,038  | 7,147  | 7,251  |
| 非流动资产    | 11,096 | 10,484 | 10,291 | 10,710 | 11,240 | 11,674 |
| %总资产     | 69.6%  | 64.8%  | 63.1%  | 60.7%  | 60.9%  | 58.7%  |
| 资产总计     | 15,933 | 16,167 | 16,299 | 17,637 | 18,456 | 19,893 |
| 短期借款     | 742    | 896    | 319    | 607    | 309    | 100    |
| 应付款项     | 2,097  | 1,805  | 1,835  | 1,893  | 2,020  | 2,326  |
| 其他流动负债   | 250    | 274    | 253    | 312    | 330    | 403    |
| 流动负债     | 3,089  | 2,975  | 2,406  | 2,812  | 2,659  | 2,829  |
| 长期贷款     | 0      | 109    | 64     | 34     | 34     | 34     |
| 其他长期负债   | 506    | 403    | 460    | 462    | 460    | 466    |
| 负债       | 3,595  | 3,487  | 2,930  | 3,308  | 3,153  | 3,329  |
| 普通股股东权益  | 10,466 | 10,913 | 11,561 | 12,360 | 13,175 | 14,266 |
| 其中：股本    | 2,777  | 2,777  | 2,777  | 2,777  | 2,777  | 2,777  |
| 未分配利润    | 2,759  | 3,141  | 3,708  | 4,511  | 5,326  | 6,416  |
| 少数股东权益   | 1,872  | 1,767  | 1,808  | 1,968  | 2,128  | 2,298  |
| 负债股东权益合计 | 15,933 | 16,167 | 16,299 | 17,637 | 18,456 | 19,893 |

比率分析

|            | 2021    | 2022    | 2023    | 2024E    | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |          |         |         |
| 每股收益       | 0.459   | 0.405   | 0.513   | 0.649    | 0.694   | 0.893   |
| 每股净资产      | 3.769   | 3.930   | 4.163   | 4.451    | 4.745   | 5.138   |
| 每股经营现金净流   | 0.736   | 0.716   | 0.785   | 0.590    | 1.003   | 1.253   |
| 每股股利       | 0.250   | 0.280   | 0.280   | 0.360    | 0.400   | 0.500   |
| 回报率        |         |         |         |          |         |         |
| 净资产收益率     | 12.17%  | 10.30%  | 12.32%  | 14.58%   | 14.62%  | 17.38%  |
| 总资产收益率     | 7.99%   | 6.96%   | 8.74%   | 10.22%   | 10.43%  | 12.46%  |
| 投入资本收益率    | 10.47%  | 8.81%   | 10.82%  | 12.43%   | 12.53%  | 14.90%  |
| 增长率        |         |         |         |          |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 14.35%  | -7.29%  | -3.29%  | 10.55%   | 6.27%   | 18.63%  |
| EBIT增长率    | 6.46%   | -12.68% | 26.66%  | 25.26%   | 5.31%   | 26.75%  |
| 净利润增长率     | 2.49%   | -11.69% | 26.67%  | 26.51%   | 6.87%   | 28.73%  |
| 总资产增长率     | 23.45%  | 1.47%   | 0.82%   | 8.21%    | 4.65%   | 7.78%   |
| 资产管理能力     |         |         |         |          |         |         |
| 应收账款周转天数   | 1.8     | 1.7     | 1.8     | 2.0      | 2.0     | 2.0     |
| 存货周转天数     | 55.4    | 69.1    | 94.2    | 100.0    | 100.0   | 100.0   |
| 应付账款周转天数   | 7.7     | 11.5    | 15.9    | 16.0     | 16.0    | 16.0    |
| 固定资产周转天数   | 113.4   | 126.6   | 122.2   | 114.9    | 117.0   | 103.0   |
| 偿债能力       |         |         |         |          |         |         |
| 净负债/股东权益   | -23.51% | -25.00% | -29.59% | -24.80%  | -26.31% | -29.90% |
| EBIT利息保障倍数 | 27.0    | 41.4    | 371.3   | -2,144.1 | -943.0  | -138.8  |
| 资产负债率      | 22.56%  | 21.57%  | 17.98%  | 18.76%   | 17.08%  | 16.74%  |

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期        | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入        | 0           | 13          | 17          | 26          | 63          |
| 增持        | 0           | 1           | 1           | 3           | 0           |
| 中性        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>评分</b> | <b>0.00</b> | <b>1.07</b> | <b>1.06</b> | <b>1.10</b> | <b>1.00</b> |

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                               | 深圳                                     |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                  | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn        | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                        | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究