

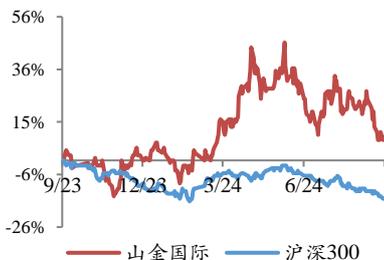
矿金业务增长，海外征程启航

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-09-12

收盘价 (元)	15.96
近 12 个月最高/最低 (元)	21.04/12.31
总股本 (百万股)	2,777
流通股本 (百万股)	2,487
流通股比例 (%)	89.57
总市值 (亿元)	443
流通市值 (亿元)	397

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 背靠山金，聚焦黄金，拓展海外

山金国际主营贵金属和有色金属矿采选及金属贸易，旗下拥有四家境内黄金矿山企业（黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦、芒市华盛）、一家铅锌银多金属矿山企业（内蒙古玉龙矿业）和一家境外黄金开发勘探公司（Osino）。2023 年公司收入/归母净利润分别为 81.1/14.2 亿元，2024 年以来黄金价格上行带动业绩提升，24H1 收入/归母净利润同比分别+42%/+46%，其中合质金收入/毛利占比分别为 35%/83%，矿山产金贡献主要利润。

● 美联储开启降息通道，贵金属板块确定性强

根据芝商所的推测，9 月美联储将开启降息通道，预计到 2025 年年中延续降息，利率下降过程中黄金作为无息资产的持有价值提升，金价有望持续上涨。近年俄乌、巴以等冲突影响，全球避险情绪升温、美国在欧洲、中东等区域的控制力削弱，黄金作为避险资产配置价值提升，美元在外汇储备中的占比下降，全球央行增持黄金储备，黄金价格具备长期上涨空间。

● 境内外矿山禀赋优质，增量项目持续推进

截至 2023 年末，公司保有资源量：金金属量 146.66 吨、银金属量 8018.82 吨、铜金属量 12.62 万吨等，2024 年全资收购 Osino 新增黄金资源量约 127.2 吨。公司现有矿山中，青海大柴旦两个采矿权周边有多处物化探异常、增储潜力大，黑河洛克东安金矿黄金品位较高、具备找矿潜力，吉林板庙子生产管理先进、维持探采平衡，玉龙矿业所处矿带有色金属资源丰富、勘探前景广阔。后续现有矿山增储增产、芒市华盛金矿复产以及 Osino 纳米比亚金矿投产持续贡献黄金等金属增量。公司 2023 年资产负债率仅 17.98%，具备较强的融资能力，叠加山金国企背书，后续通过各类融资渠道增加现金，有望持续收购标的，增加资源储量。

● 投资建议

公司矿产金利润贡献占比高，美联储开启降息通道后金价有望延续上涨，公司利润弹性较大，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.7/26.8/31.9 亿元，对应 PE 分别为 21/17/14 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

金属价格大幅波动；项目建设不及预期；矿山安全生产及环保风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8106	11839	13932	16183
收入同比 (%)	-3.3%	46.1%	17.7%	16.2%
归属母公司净利润	1424	2072	2680	3189
净利润同比 (%)	26.8%	45.5%	29.4%	19.0%
毛利率 (%)	32.0%	32.9%	34.6%	35.5%
ROE (%)	12.3%	16.1%	17.2%	17.0%
每股收益 (元)	0.51	0.75	0.97	1.15
P/E	29.25	21.39	16.53	13.90
P/B	3.60	3.45	2.85	2.37
EV/EBITDA	13.11	9.90	7.40	5.76

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 背靠山金，聚焦黄金，拓展海外.....	5
1.1 背靠山金国企，拓展海外资源.....	5
1.2 盈利能力优化，资产质量优质.....	7
2 美联储开启降息通道，贵金属板块确定性强.....	9
3 境内外矿山禀赋优质，增量项目持续推进.....	11
4 盈利预测和估值探讨.....	12
风险提示:	14
财务报表与盈利预测.....	15

图表目录

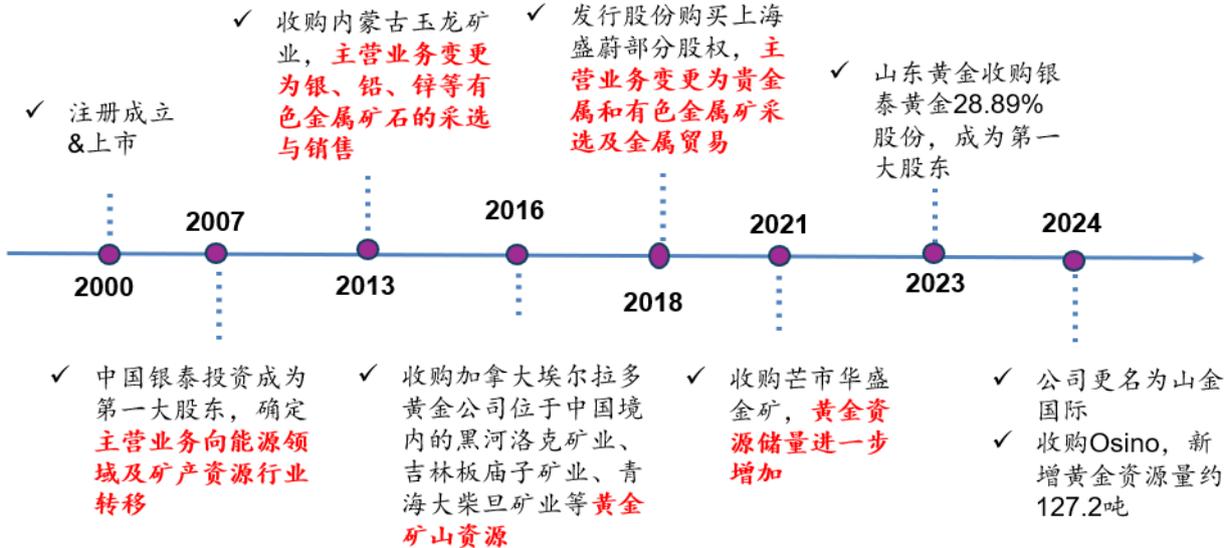
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 公司高管	6
图表 4 公司收入及增速	7
图表 5 公司归母净利润及增速	7
图表 6 公司分产品收入占比	7
图表 7 公司分产品毛利占比	7
图表 8 可比公司杜邦分析	8
图表 9 可比公司销售毛利率	9
图表 10 可比公司期间费用率	9
图表 11 可比公司资产负债率	9
图表 12 美联储降息概率提升	10
图表 13 2022 年以来美元指数波动	10
图表 14 2023 年以来十年期美债收益率波动 (%)	10
图表 15 全球美元外汇储备及占公开储备金的比重	11
图表 16 黄金价格及全球央行净买入需求量	11
图表 17 公司金资源量	11
图表 18 公司其他金属资源量	11
图表 19 公司合质金产销量	12
图表 20 公司分矿山合质金产量 (吨)	12
图表 21 公司收入预测	13
图表 22 公司近三年 PE-TTM	13
图表 23 可比公司估值	14

1 背靠山金，聚焦黄金，拓展海外

1.1 背靠山金国企，拓展海外资源

聚焦黄金矿业，资源储量持续增长。山金国际前身于2000年注册成立并深交所上市，2007年银泰投资成为第一大股东，2013年收购内蒙古玉龙矿业确立有色金属矿石的采选与销售为主营业务。2016年公司收购加拿大埃尔拉多黄金公司在国内的黑河洛克矿业等黄金矿山资源，并最大限度保留了国际矿业公司的技术管理团队。公司持续收购黄金矿山并拓展贸易业务，聚焦贵金属&有色金属矿采选及贸易业务，拓展黄金资源储量。2023年山东黄金成为第一大股东，之后银泰黄金更名为山金国际，2024年公司收购Osino公司100%股权，新增纳米比亚金矿黄金资源量约127.2吨，正式迈步海外征途。

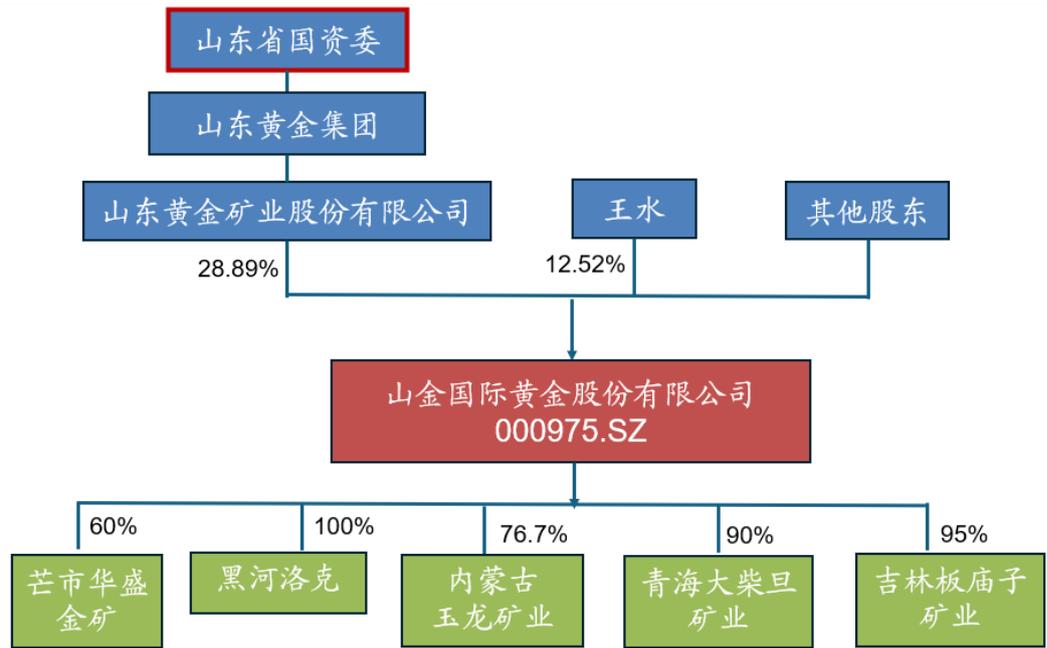
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

背靠山东国企，山金系赋能经营管理。公司第一大股东为上市公司山东黄金，实控人为山东省国资委，山金注入后公司正式从民企转为国企。在保留原有团队的基础上，公司董事会和高级管理团队加入山金系成员，结合控股股东国资背景，在保障生产经营平稳健康的基础上，提高公司治理水平。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司高管

姓名	职务	个人简历
刘钦	董事长	国家“百千万”人才，有突出贡献的中青年专家，享受国务院政府特殊津贴，中国博士后科学基金会专家，中国安全生产协会第一届专家委员会专家。曾任山东黄金三山岛金矿矿长，山金矿业副董事长、总经理，山金集团矿产资源部经理，山东黄金副总经理、海外矿业事业部总裁等职务
汪仁建	副董事长	曾任山东金洲矿业集团采矿主管，赤峰柴胡栏子黄金矿业生产技术部经理，山东黄金新城金矿副矿长，山东黄金金创集团董事长等职务
欧新功	总经理	曾任中国科学院广州地球化学研究所副研究员，澳大利亚澳华黄金中国勘探与商务高级经理，加拿大埃尔拉多黄金公司中国区勘探高级经理，银泰黄金总工程师等职务
张天航	副总经理	曾任加拿大塞尔温矿业公司采矿工程师，埃尔拉多黄金公司高级采矿工程师，青海大柴旦矿业有限公司总工程师等职务
范作鹏	副总经理	曾任山东黄金新城金矿副矿长，山东天承矿业有限公司总经理，焦家金矿矿长、党委书记，山金集团运营管理部经理、工程管理部经理等职务
郭斌	副总经理	曾任职于国海证券、太平洋证券及国都证券投行部，担任投行部副总经理及董事总经理等职务；曾担任银泰黄金股份投资总监兼上海盛鸿总经理
宋忠山	财务总监	曾任山东大信会计师事务所审计员，毕马威（华振）会计师事务所助理经理，山东黄金财务部副经理（主持工作），山东黄金海外矿业事业部财务分部经理，山东黄金矿业管理分公司财务部部长等职务

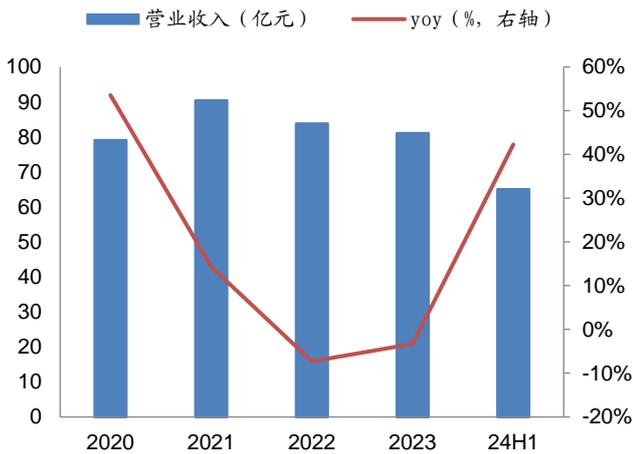
张肖	董事会秘书	曾任山东泰山会计师事务所审计部项目经理, 新联谊会计师事务所审计一部项目经理, 山东黄金集团专项审计主管, 山金集团全面深化改革办公室副主任, 山东黄金资本运营部副部长、董事会办公室副主任等职务
----	-------	---

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 盈利能力优化, 资产质量优质

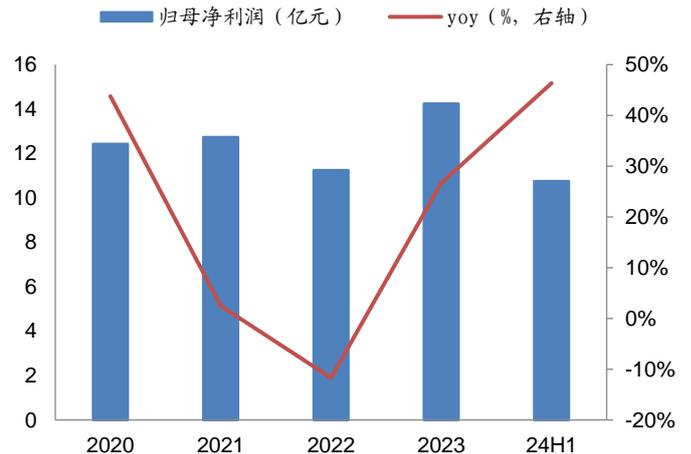
矿产黄金贡献主要盈利, 24H1 业绩随金价增长。公司主营贵金属和有色金属矿采选及金属贸易, 旗下拥有四家境内黄金矿山企业 (黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦、芒市华盛金矿)、一家铅锌银多金属矿山企业 (内蒙古玉龙矿业) 和一家境外黄金和开发勘探公司 (Osino Resources Corp.)。2024 年以来黄金价格上行带动业绩提升, 24H1 公司实现营业收入/归母净利润分别为 65.05/10.75 亿元, 同比分别 +42.27%/+46.35%, 其中矿产金收入/毛利占比分别为 35.4%/83.3%, 贡献主要利润。

图表 4 公司收入及增速



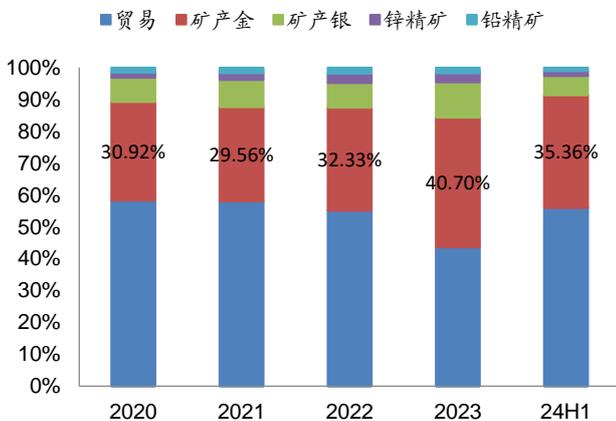
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润及增速



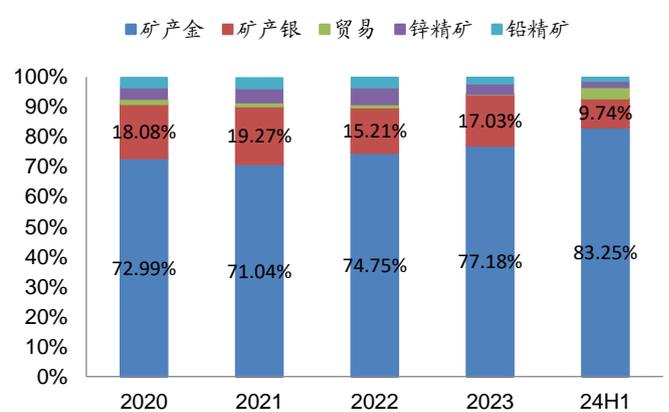
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 6 公司分产品收入占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 7 公司分产品毛利占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

公司资产质量优质，净利润率领跑行业。我们选取紫金矿业、山东黄金、中金黄金和赤峰黄金比较，上述公司均从事黄金矿山开发业务且体量较大，具备可比性。山金国际 2023 年和 24H1 净资产收益率分别为 12.7%和 9.2%，处于行业中位数水平。ROE 拆分来看，公司 2023 年和 24H1 净利润率分别为 19.35%和 18.4%，在可比公司中处于领先水平，公司权益乘数在可比公司中最低，财务杠杆较低。

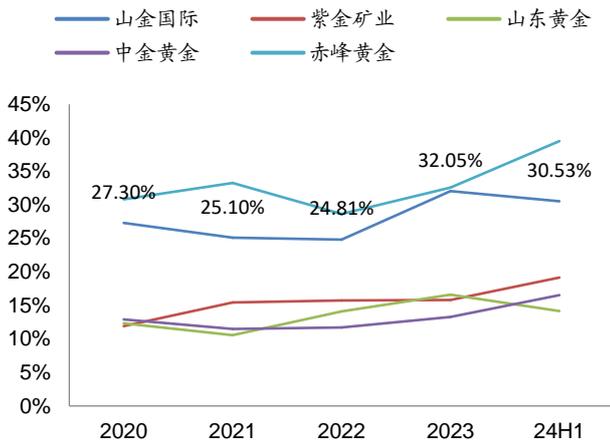
图表 8 可比公司杜邦分析

	2020	2021	2022	2023	24H1
ROE					
山东黄金	8.70%	-0.67%	4.01%	7.06%	4.15%
中金黄金	8.37%	7.04%	8.35%	11.50%	6.76%
山金国际	13.12%	12.51%	10.52%	12.68%	9.18%
紫金矿业	12.08%	24.57%	25.06%	21.50%	12.90%
赤峰黄金	22.30%	13.38%	9.20%	14.18%	10.96%
销售净利率					
山东黄金	3.99%	-0.58%	2.83%	4.88%	4.72%
中金黄金	4.03%	3.49%	4.38%	5.90%	7.47%
山金国际	17.28%	15.73%	14.85%	19.35%	18.40%
紫金矿业	4.93%	8.71%	9.16%	9.05%	12.28%
赤峰黄金	18.07%	16.23%	7.88%	12.06%	18.83%
总资产周转率					
山东黄金	1.04	0.48	0.60	0.53	0.32
中金黄金	1.12	1.20	1.19	1.21	0.52
山金国际	0.64	0.63	0.52	0.50	0.40
紫金矿业	1.12	1.15	1.05	0.90	0.42
赤峰黄金	0.61	0.50	0.49	0.40	0.22
权益乘数					
山东黄金	2.35	2.45	2.72	3.42	4.31
中金黄金	2.31	1.94	1.90	1.96	2.14
山金国际	1.31	1.42	1.50	1.44	1.39
紫金矿业	2.84	3.06	3.22	3.30	3.04
赤峰黄金	2.13	1.75	2.61	3.20	2.95

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

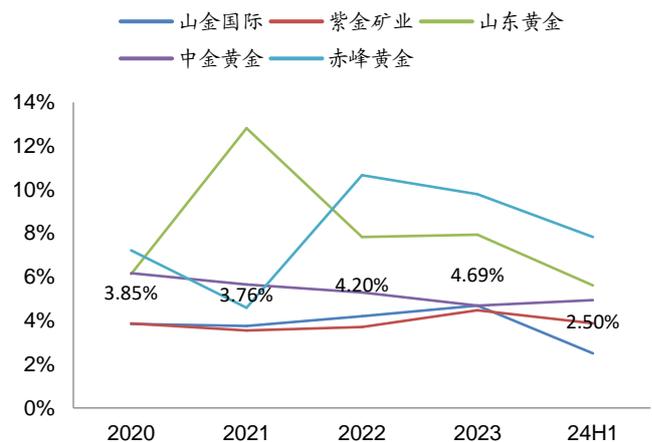
推进降本增效，费用率持续优化。2023 年和 24H1 公司毛利率分别为 32.05%和 30.53%，位于行业前列，2024 年毛利率有所下降主要因为低毛利的贸易业务收入占比上升，得益于黄金价格上涨公司矿山业务毛利率保持上升。公司推进降本增效，24H1 期间费用率仅 2.5%（2023 年为 4.7%），低于行业内可比公司。

图表 9 可比公司销售毛利率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

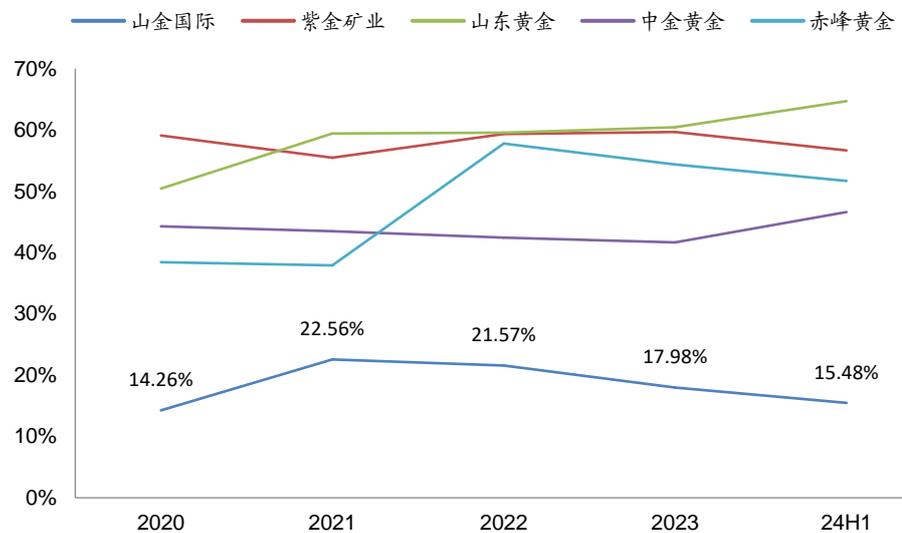
图表 10 可比公司期间费用率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

资金充足, 融资潜力较强。2023 年和 24H1 山金国际资产负债率分别为 17.98% 和 15.48%, 低于行业内可比公司, 企业资金充足、经营能力稳定, 我们认为公司具备较强的融资能力, 叠加山金国企背书, 可通过多样化渠道融资, 后续内生外延持续增加黄金储量。

图表 11 可比公司资产负债率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

2 美联储开启降息通道, 贵金属板块确定性强

降息通道开启, 金价上涨势能充足。2024 年下半年以来美元指数和美债收益率持续下滑, 美国经济衰退预期持续演绎, 高利率抑制实体经济需求, 美联储降息通道即将开启。根据芝商所的推测, 9 月 18 日的议息会议上美联储 75% 的概率降息

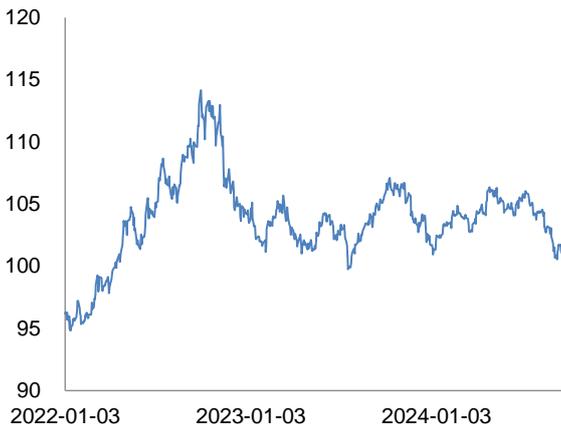
25bp, 25%的概率降息 50bp, 24H2 到 25H1 美联储预计延续降息。当利率下降时, 黄金作为无息资产的持有价值提升, 黄金价格有望持续上涨。

图表 12 美联储降息概率提升

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
18/09/2024									0.0%	0.0%	0.0%	25.0%	75.0%
07/11/2024				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	53.7%	31.9%	0.0%
18/12/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	39.3%	39.9%	11.7%	0.0%	0.0%
29/01/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	21.5%	39.6%	28.3%	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%
19/03/2025	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.7%	26.6%	36.4%	22.3%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
07/05/2025	0.0%	0.0%	0.9%	8.0%	24.8%	35.4%	23.7%	6.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
18/06/2025	0.0%	0.6%	5.5%	18.8%	31.7%	27.9%	12.7%	2.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
30/07/2025	0.3%	2.7%	11.3%	24.4%	30.0%	21.3%	8.4%	1.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
17/09/2025	1.0%	5.3%	15.2%	26.1%	27.4%	17.4%	6.3%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

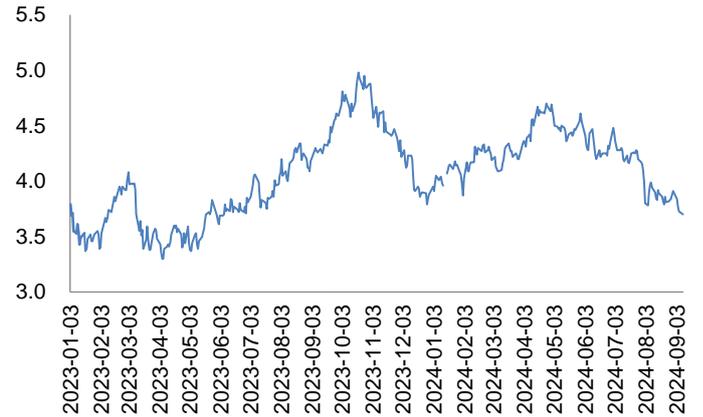
资料来源: CME, 华安证券研究所

图表 13 2022 年以来美元指数波动



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

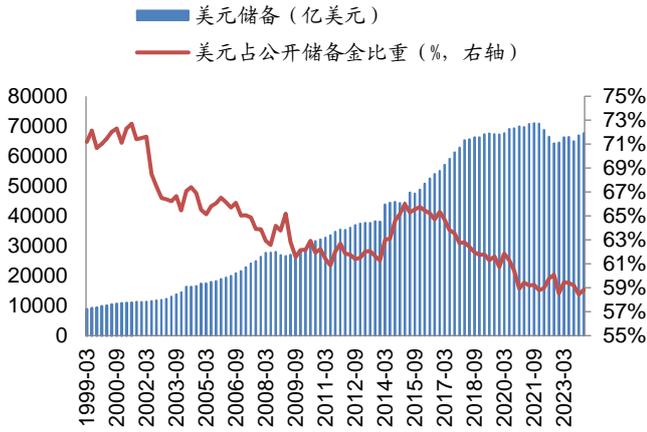
图表 14 2023 年以来十年期美债收益率波动 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

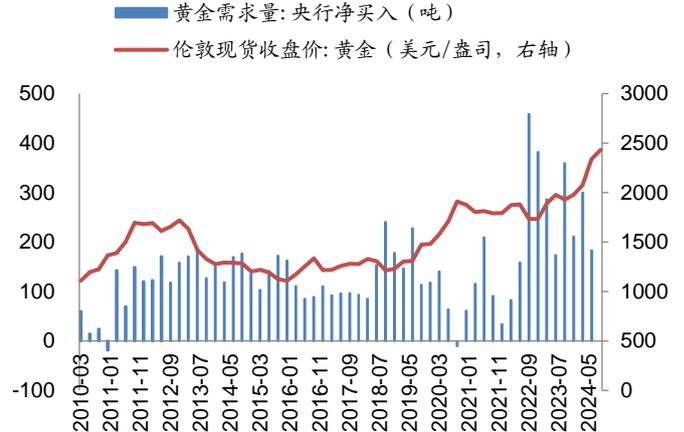
去美元化及避险情绪带动黄金长期空间。除经济因素外, 随着近年俄乌冲突、巴以冲突等影响全球局势, 全球避险情绪升温、美国控制力削弱, 黄金作为避险资产配置价值提升。近年来美元在全球外汇公开储备金中的占比持续下降, 而全球央行购金需求持续提升, 催化黄金价格上行。

图表 15 全球美元外汇储备及占公开储备金的比重



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 16 黄金价格及全球央行净买入需求量



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

3 境内外矿山禀赋优质，增量项目持续推进

境内矿山资源量充足。公司旗下境内矿山中，黑河洛克是国内入选品位较高的金矿，吉林板庙子是国内生产管理较为先进的矿山，青海大柴旦探矿增储潜力巨大，玉龙矿业是目前国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一。截至 2023 年末公司保有资源量：金金属量 146.66 吨、银金属量 8018.82 吨、铜金属量 12.62 万吨、铅金属量 61.37 万吨、锌金属量 128.36 万吨。

图表 17 公司金资源量

	黄金资源量 (万吨)	品位 (克/吨)	金属量 (吨)
吉林板庙子	655.4	3.83	25.09
华盛金矿	1770.8	1.65	29.23
黑河洛克	261.7	4.99	13.05
青海大柴旦	1684.9	4.6	77.54
玉龙矿业	180.7	0.97	1.75
合计	4553.36	3.22	146.66

资料来源：公司公告，华安证券研究所

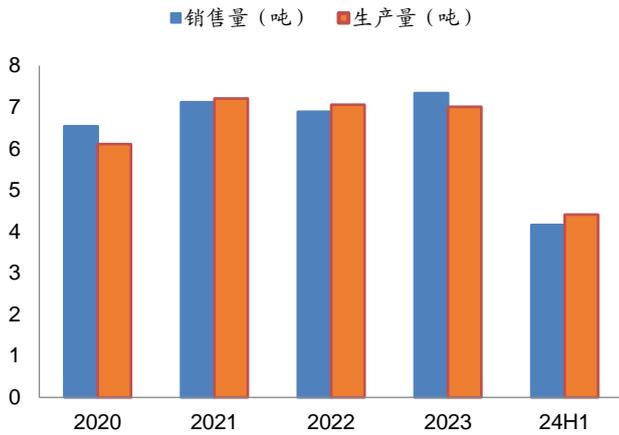
图表 18 公司其他金属资源量

	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	银金属量 (吨)	铜金属量 (万吨)
黑河洛克			161.92	
玉龙矿业	61.37	128.36	7856.90	12.62
合计	61.37	128.36	8018.82	12.62

资料来源：公司公告，华安证券研究所

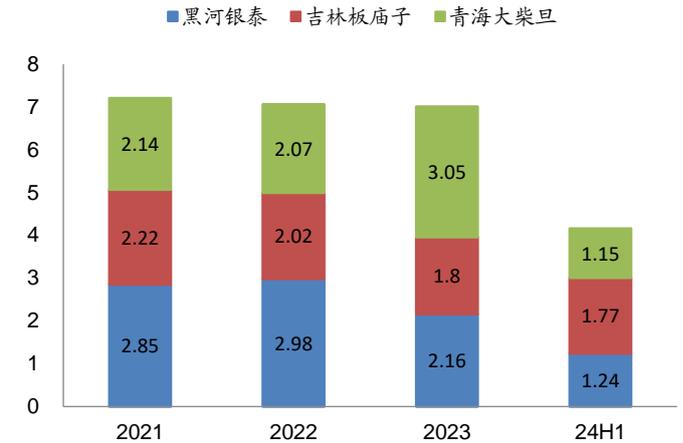
自有矿山持续增储，芒市金矿复产或贡献增量。公司现有矿山周边均具备持续找矿潜力，青海大柴旦在两个采矿权周边有多处物化探异常，黑河洛克东安金矿外围及深部也有进一步找矿的可能。除在产矿山增储增量外，公司目前正在推进芒市华盛金矿复产进度，根据公司产量规划，2024-2026 年合质金产量预计分别为 8/12/15 吨，24H1 黄金产量 4.41 吨已超过全年目标的 50%。

图表 19 公司合质金产销量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 公司分矿山合质金产量 (吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

完成海外矿山收购，全球化布局踏上新征程。据 2024 年 8 月 29 日公告，公司通过下属企业的海外全资子公司收购 Osino 100% 股权已全部交割完成，Osino 位于纳米比亚的 TwinHills 金矿项目纳入公司合并报表范围，新增黄金资源量约 127.2 吨，项目达产后预计新增黄金产能 5 万吨/年。

4 盈利预测和估值探讨

基本假设：基于在产矿山增储增产、芒市金矿复产以及海外金矿并表，参考公司 2025-2026 年产量指引，我们假设公司 2024-2026 年合质金销售量分别为 8.3/10.8/13.5 吨，基于美联储降息通道开启，假设 2024-2026 年黄金销售均价为 560 元/克。利润方面，考虑已有矿山随着开采年限增长品位下降，假设毛利率分别为 71.4%/69.6%/67.9%。

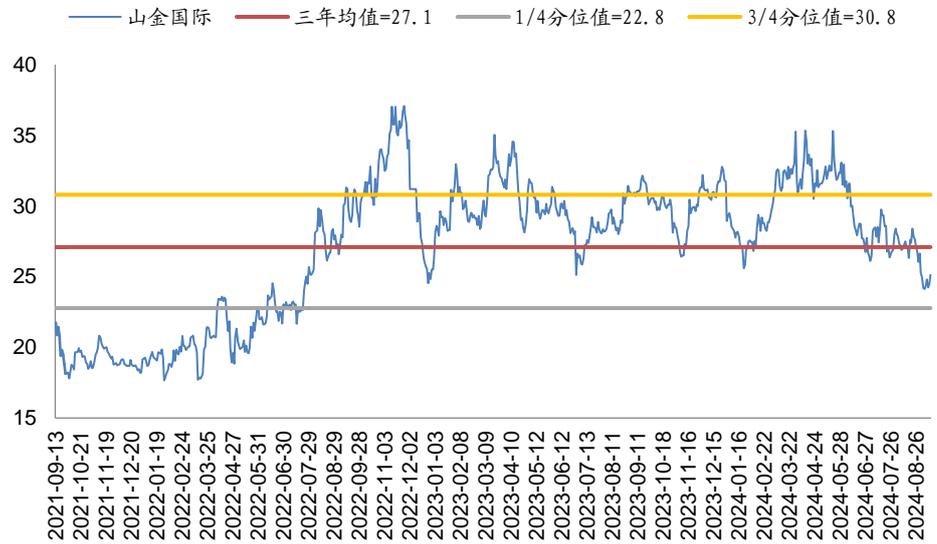
图表 21 公司收入预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合质金收入 (百万元)	2444	2672	2709	3299	4648	6048	7560
yoy		9.31%	1.39%	21.77%	40.88%	30.12%	25.00%
毛利率	64.44%	60.33%	57.37%	60.76%	71.43%	69.64%	67.86%
销量 (吨)	6.54	7.12	6.89	7.34	8.3	10.8	13.5
销售均价 (元/克)	373.8	375.3	393.2	449.5	560	560	560
矿产银收入 (百万元)	602	771	647	897	792	864	936
yoy		28.21%	-16.07%	38.63%	-11.75%	9.09%	8.33%
矿产铅收入 (百万元)	112	141	148	130	125	125	125
yoy		25.89%	4.81%	-12.25%	-3.71%	0.00%	0.00%
矿产锌收入 (百万元)	127	192	246	230	202	216	216
yoy		50.73%	28.47%	-6.79%	-12.20%	7.14%	0.00%
贸易收入 (百万元)	4612	5250	4622	3539	6062	6668	7335
yoy		13.84%	-11.96%	-23.44%	71.30%	10.00%	10.00%

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

业绩提升消化估值, 当前低于历史均值。截至 2024 年 9 月 11 日收盘, 公司 PE-TTM 为 25.11, 低于历史三年平均水平, 接近可比公司均值。公司矿产金利润贡献占比高, 美联储开启降息通道后金价有望延续上涨, 公司利润弹性较大, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.7/26.8/31.9 亿元, 对应 PE 分别为 21/17/14 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 22 公司近三年 PE-TTM



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 23 可比公司估值

公司	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
山金国际	15.96	443.16	0.51	0.75	0.97	1.15	29.24	21.39	16.53	13.90
紫金矿业	14.20	3679.24	0.80	1.13	1.37	1.58	15.53	12.57	10.38	8.99
山东黄金	25.05	1013.64	0.52	0.86	1.18	1.42	43.95	29.04	21.29	17.66
中金黄金	12.34	598.16	0.61	0.78	0.88	1.02	16.21	15.90	13.99	12.11
赤峰黄金	16.93	281.70	0.48	0.95	1.18	1.34	29.00	17.88	14.40	12.61

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：股价截至 2024/9/11 收盘，山金国际为模型预测值，其余为一致预期均值

风险提示：

金属价格大幅波动：公司主要利润来源矿产金、矿产银及矿产铅锌，金属销售价格直接影响公司销售收入，如果国际形势和供需关系导致金属价格大幅波动，将对公司经营业绩产生不利影响；

项目建设不及预期：公司现有在产矿山推进增储工作，推动芒市华盛金矿复产、海外纳米比亚 TwinHills 金矿项目等建设，如果项目建设不及预期，将对公司收入和业绩产生不利影响；

矿山安全生产及环保风险：公司从事矿山采选业务，生产过程中存在一定的安全事故和环境污染风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6008	8433	11973	16115	营业收入	8106	11839	13932	16183
现金	3031	5050	8195	11969	营业成本	5508	7939	9114	10432
应收账款	42	58	69	81	营业税金及附加	212	277	334	391
其他应收款	56	81	97	112	销售费用	2	5	5	6
预付账款	33	41	47	55	管理费用	366	471	573	670
存货	1485	1841	2204	2536	财务费用	5	-17	-36	-70
其他流动资产	1361	1361	1361	1361	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	10291	10321	10115	9952	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	92	-142	-1	-35
固定资产	2713	2591	2435	2253	营业利润	2097	3028	3947	4726
无形资产	6447	6504	6400	6347	营业外收入	1	2	1	1
其他非流动资产	1131	1227	1280	1352	营业外支出	12	9	10	11
资产总计	16299	18755	22088	26067	利润总额	2086	3021	3938	4717
流动负债	2406	3367	3706	4101	所得税	517	719	943	1134
短期借款	210	367	262	157	净利润	1568	2302	2995	3583
应付账款	243	306	366	420	少数股东损益	144	230	314	394
其他流动负债	1954	2694	3077	3524	归属母公司净利润	1424	2072	2680	3189
非流动负债	524	487	487	487	EBITDA	2977	4031	4954	5696
长期借款	64	109	109	109	EPS (元)	0.51	0.75	0.97	1.15
其他非流动负债	460	378	378	378					
负债合计	2930	3854	4193	4589					
少数股东权益	1808	2038	2353	2747					
股本	2777	2777	2777	2777					
资本公积	4431	4431	4431	4431					
留存收益	4353	5654	8335	11524					
归属母公司股东权	11561	12862	15542	18731					
负债和股东权益	16299	18755	22088	26067					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2180	3806	4121	4821
净利润	1568	2302	2995	3583
折旧摊销	959	1028	1053	1049
财务费用	50	13	15	12
投资损失	-92	142	1	35
营运资金变动	-258	348	49	133
其他经营现金流	1777	1928	2955	3459
投资活动现金流	480	-1189	-856	-930
资本支出	-615	-1031	-855	-895
长期投资	1005	0	0	0
其他投资现金流	90	-158	-1	-35
筹资活动现金流	-1626	-601	-120	-117
短期借款	-629	157	-105	-105
长期借款	-45	45	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-951	-803	-15	-12
现金净增加额	1046	2020	3145	3774

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-3.3%	46.1%	17.7%	16.2%
营业利润	29.8%	44.4%	30.3%	19.8%
归属于母公司净利	26.8%	45.5%	29.4%	19.0%
获利能力				
毛利率 (%)	32.0%	32.9%	34.6%	35.5%
净利率 (%)	17.6%	17.5%	19.2%	19.7%
ROE (%)	12.3%	16.1%	17.2%	17.0%
ROIC (%)	11.0%	14.7%	16.1%	16.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	18.0%	20.6%	19.0%	17.6%
净负债比率 (%)	21.9%	25.9%	23.4%	21.4%
流动比率	2.50	2.50	3.23	3.93
速动比率	1.84	1.93	2.61	3.28
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.68	0.68	0.67
应收账款周转率	198.06	236.28	218.51	215.61
应付账款周转率	23.02	28.94	27.12	26.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.75	0.97	1.15
每股经营现金流	0.79	1.37	1.48	1.74
每股净资产	4.16	4.63	5.60	6.75
估值比率				
P/E	29.25	21.39	16.53	13.90
P/B	3.60	3.45	2.85	2.37
EV/EBITDA	13.11	9.90	7.40	5.76

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。