

➤ **事件：公司发布 2024 年年报。**2024 年公司实现营业收入 90.3 亿元，同比增长 25%。归母净利 17.6 亿元，同比增长 119.5%，扣非归母净利 17.0 亿元，同比增长 96.3%；2024Q4 公司实现营收 28.0 亿元，同比增长 29.9%，环比增长 38.3%，归母净利 6.6 亿元，同比增长 132.1%，环比增长 67.0%，扣非归母净利 6.6 亿元，同比增长 118.4%，环比增长 65.9%。业绩超过我们预期。

➤ **点评：量价齐升，成本有效把控。**量：公司 2024 年矿产金产量 15.16 吨，同比增长 5.6%。电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/钼精粉/矿产银产量 6193/1381/4051/14894/687/1.37 吨，同比变动 -4.5%/-4.0%/+49.2%/+32.0%/+232.6%/-40.8%。价：2024 年矿产金销售单价 524.28 元/克，同比 +20.32%，白银单价 6.15 元/克，同比 +14.87%。公司电解铜/铜精粉 / 铅精粉 / 锌精粉 64932/14579/13973/7974 元 / 吨，同比 +9.4%/+34.13%/+18.94%/32.21%，钼精粉销售单价 13.9 万元/吨。成本：2024 年矿产金/矿产银成本 278.1/3.0 元/克，同比 -0.76%/+0.33%，电解铜/铜精粉 / 铅精粉 / 锌精粉成本 58097/5489/5114/5194 元 / 吨，同比增长 4.16%/14.49%/6.66%/9.31%，钼精粉成本 99050 元/吨。利润：2024 年矿产金/矿产银毛利 246.2/3.1 元/克，同比增长 58.3%/33.3%；电解铜/铜精粉/铅精粉 / 锌精粉单吨毛利 6838/9089/8858/2780 元，同比增长 91%/50%/27%/117%，钼精粉单吨毛利 40359 元。矿产金/矿产银/电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉毛利率 47.0%/10.5%/62.4%/63.4%/34.9%/50.9%，同比增长 11.3%/4.5%/6.5%/4.2%/13.7%/7.1pct。矿产板块整体毛利率 44.98%，同比增加 10.93pct，公司整体净利率 22.0%，同比增加 9.94pct。分红：公司 2024 年度拟向可参与分配的全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税）。

➤ **重点项目加速推进，驱动产能提升：**五龙矿业建设工程顺利推进，已在 2024 年底达到日处理量 2000 吨以上，计划在 2025 年达到 3000 吨/天满产能力；吉隆矿业 18 万吨金矿石扩建项目于 2024 年 6 月试生产，年末通过验收。新增 6 万吨地下开采项目已完成核准，向日处理量 1000 吨的达产目标前进；华泰矿业五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目于 11 月开工建设，预计将于 2025 年起逐步贡献增量产能；锦泰矿业二期探转采开发利用方案评审已通过；瀚丰矿业立山矿区下部采区完成建设；万象矿业远西露天金矿于 2024 年 9 月完成投产，投产首年黄金产量 1.2 吨。

➤ **投资建议：**考虑 2025 年贵金属价格有望持续上行，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 29.24/33.47/38.15 亿元，按照 4 月 1 日收盘价，对应 PE 为 15/13/11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进展不及预期，金属价格大幅波动，海外地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,026	11,759	12,824	14,179
增长率（%）	25.0	30.3	9.1	10.6
归属母公司股东净利润（百万元）	1,764	2,924	3,347	3,815
增长率（%）	119.5	65.7	14.5	14.0
每股收益（元）	0.94	1.56	1.79	2.04
PE	24	15	13	11
PB	5.4	3.2	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 4 月 1 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
21.90 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.juxue@mszq.com

研究助理 王作燊

执业证书：S0100124060015

邮箱：wang.zuoshen@mszq.com

相关研究

1.赤峰黄金 (600988.SH) 2024 年三季报点评：产量环比下滑，扩产项目持续推进-2024/11/01

2.赤峰黄金 (600988.SH) 2024 年半年报点评：量价齐升助推业绩，扩产项目稳步推进-2024/09/01

3.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年年报点评：量利齐升驱动业绩，重点项目顺利推进-2024/04/04

4.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年三季报点评：Q3 业绩环比下滑，海外矿山生产不及预期-2023/10/31

5.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年中报点评：Q2 业绩环比大幅增长，降本成效渐显-2023/08/21

目录

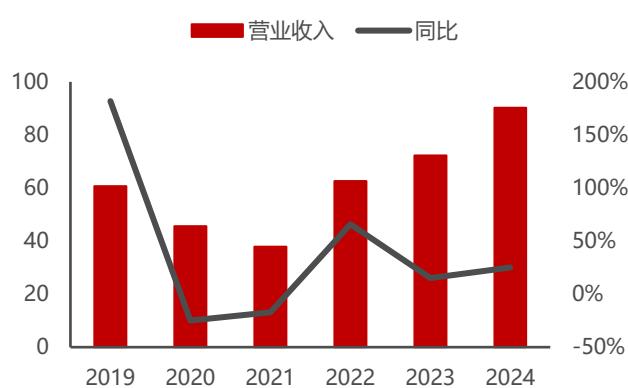
1 事件：公司发布 2024 年年报	3
2 利润大幅上涨，Q4 季度业绩环比提升明显	5
3 利润拆解：量价齐升，成本稳定	7
4 期间费用严格把控，资产负债率大幅改善	13
5 现金流充裕，未来有望持续改善	15
6 勘探投入持续，项目有序开展	16
7 盈利预测与投资建议	18
8 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 事件：公司发布 2024 年年报

2025 年 3 月 28 日，公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 90.26 亿元，同比增长 25%；归母净利润 17.64 亿元，同比增长 119.4%，扣非归母净利 17 亿元，同比增长 96.3%。

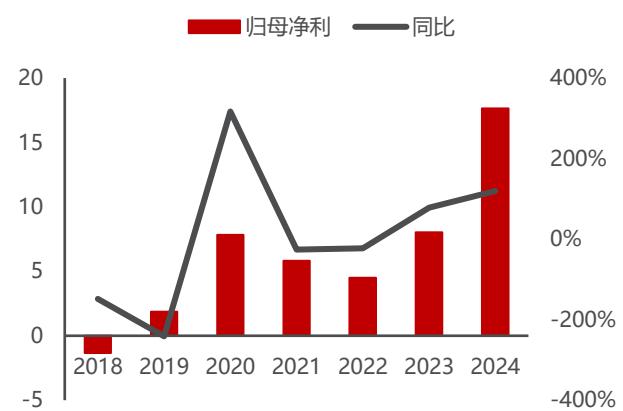
单季度看，2024Q4 公司实现营收 28.03 亿元，同比增长 29.8%，环比增加 38.3%，归母净利润 6.59 亿元，同比增长 132%，环比增加 66.8%，扣非归母净利 6.62 亿元，同比增长 65.9%，环比减少 118.5%。

图1：2024 年公司实现营收 90.26 亿元（单位：亿元）



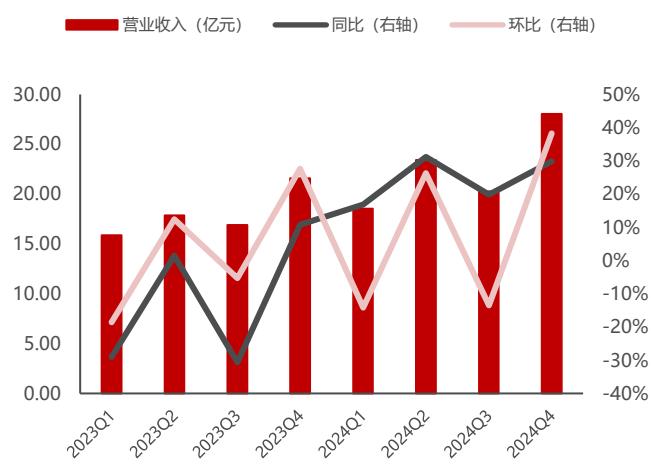
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024 年公司实现归母净利润 17.64 亿元（单位：亿元）



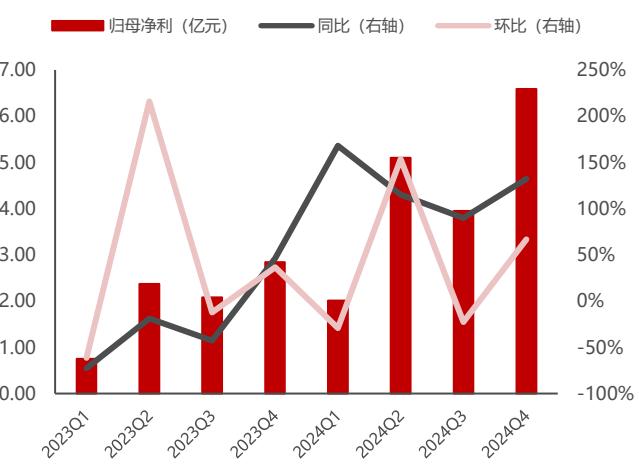
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q4 公司实现营收 28.03 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q4 公司实现归母净利 6.59 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

深入推进国际化战略，提升核心竞争力。公司在 2024 年第二季度启动了境外上市股份（H 股）发行工作，并在 2025 年 3 月 10 日成功于香港联交所主板

挂牌上市。此次 H 股全球发售后占发行总量的约 90%，募集资金净额约为 26.76 亿港元。

公司发布《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司未来三年（2025 年—2027 年）股东回报规划》。按照分红政策，满足前述现金分红条件（年度盈利，利润为正，审计机构无保留意见，无重大投资规划或支出）的前提下，公司最近三年以现金方式累计分配的利润原则上不少于该三年累计实现年均可分配利润的 45%。

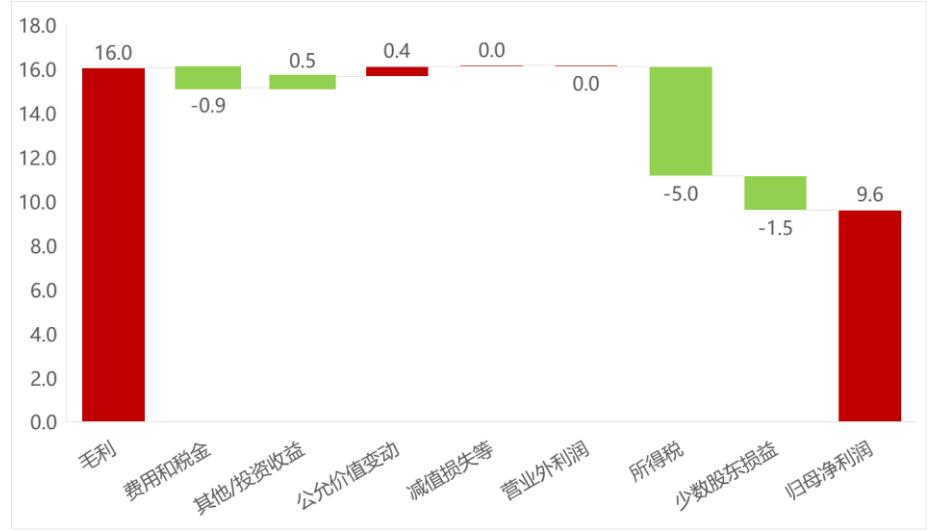
- ✓ 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；
- ✓ 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；
- ✓ 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

2024 年度利润分配预案为：公司 2024 年度拟向可参与分配的全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税）。

2 利润大幅上涨，Q4 季度业绩环比提升明显

2024 年公司归母净利润同比上升，主要原因在于毛利贡献。2024 年公司实现归母净利润 6.59 亿元，同比增长 132%，主要原因在于公司以金为代表的主要产品价格抬升，其中 2024 年黄金均价 2382 美元/盎司，同比增长 22.6%，白银均价 28.3 美元/盎司，同比增长 21%，铅/锌均价 1.74/2.35 万元/吨，同比增长 10.3%/9.8%，。

图5：2024 年公司毛利同比增加 16 亿元（单位：亿元）

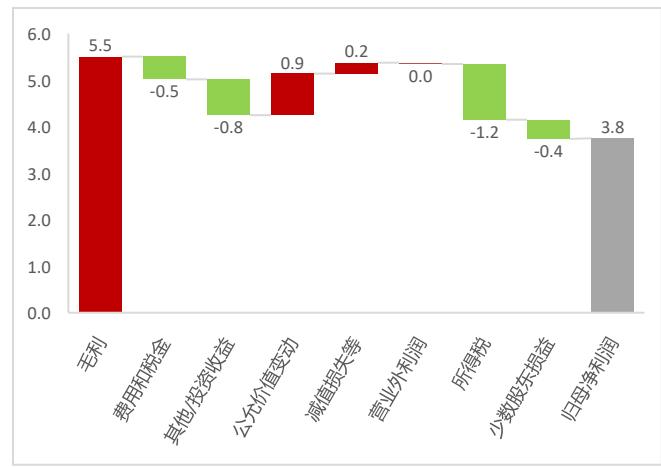


资料来源：ifind，民生证券研究院

分季度同比来看，2024Q4 vs 2023Q4：2024Q4 归母净利润 6.59 亿元，同比增加 3.75 亿元，核心在于毛利同比增加 5.5 亿元，毛利增长主要得益于主要金属品种尤其是金银量价齐升，以及部分其他金属价格普涨贡献利润增量。减利点主要是费用和税金 (-0.5 亿元) 和所得税 (-1.2 亿元)，细分来看主要来源于管理费用和销售费用分别同比增加 0.64 和 0.05 亿元。

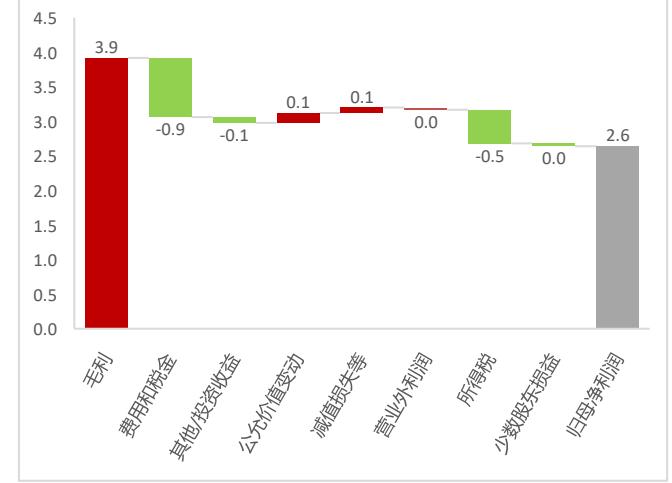
分季度环比来看，2024Q4 vs 2024Q3：2024Q4 归母净利润环比增加 2.64 亿元，核心在于毛利增加 3.9 亿元，毛利下降主要源于公司四季度金属产销量下滑，另外费用和税金 (-0.9 亿元) 和其他/投资收益 (-0.1 亿元) 有所拖累。2024 四季度主要增利项为毛利 (+3.9 亿元)。

图6：2024Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：2024Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）

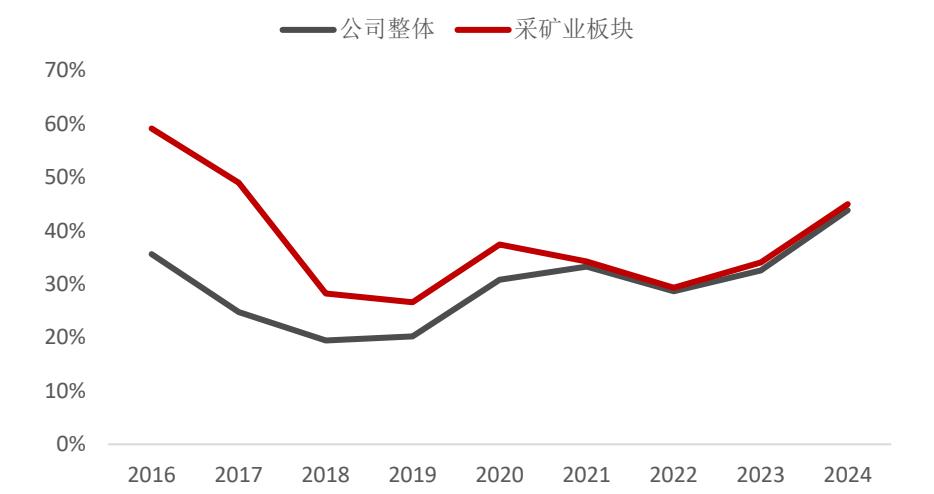


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 利润拆解：量价齐升，成本稳定

公司境内矿业子公司所属部分矿山的矿石品位较高，属于国内当前少有的高品位富矿床，相比同类黄金矿山企业，黄金生产的单位成本较低，毛利率较高。公司现有矿山成矿条件良好，大部分矿区仍有进一步勘探获取更多资源的潜力。2024年公司整体毛利润同比增长 16.05 亿元，同比增长 68.2%，毛利率 43.8%，同比增长 11.3pct；采矿业毛利润同比增长 16 亿元，实现毛利率 45.0%，同比增长 10.9pct。

图8：2024 年公司综合毛利率为 43.8%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

产销量方面：全年产销量稳健增长，2025 年金产量不低于 8 吨。

- ✓ **金板块：**2024 年公司产销量稳健增长。实现黄金产量 15.16 吨，同比增长 5.64%，实现销量 15.22 吨，同比增长 4.89%。
- ✓ **其他板块：银：**2024 年公司实现白银产量 1.37 吨，同比下降 40.95%，实现销量 1.37 吨，同比减少 41.2%。**铅锌：**2024 年公司铅/锌产量 0.41/1.4 万吨，同比增长 49.15%/31.96%，销量 0.41/1.53 万吨，同比增长 62.3%/41.38%。**铜：**2024 年公司实现电解铜产量/销量 6193/6273 吨，同比-4.51%/-2.42%，铜精粉产量/销量 1381/1396 吨，同比-4.04%/-4.91%。**钼：**公司 2024 年实现钼精粉产量/销量 687.884 吨。
- ✓ **生产计划：**2025 年公司计划实现合并范围内黄金产销量 16.70 吨，电解铜 10010 吨，铜铅锌精粉 33350 吨，钼精粉 660 吨。

表1：公司产销量数据

单位	2022年		2023年		2024年		2024年同比	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
矿产金	吨	13.57	13.85	14.35	14.51	15.16	15.22	5.64%
矿产银	吨	2.75	3.76	2.32	2.33	1.37	1.37	-40.95%
电解铜	吨	6433	6593	6485	6429	6193	6273	-4.51%
钼精粉	吨	42	42	206	—	687	884	232.6%
铅精粉	吨	3314	3577	2716	2532	4051	4109	49.15%
铜精粉	吨	2050	1977	1439	1469	1381	1396	-4.04%
锌精粉	吨	22043	21881	11287	10839	14894	15325	31.96%
								41.38%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

价格端：金银锌价格大涨，铅板块基本持平。

- ✓ **金板块：**2024年COMEX黄金均价2382美元/盎司，同比增长22.6%，公司售价约524.28元/克，同比增长20.32%。
- ✓ **其他板块：银：**2024年白银均价28.3美元/盎司，同比增长21%；公司24年销售价格6.15元/克，同比增长14.87%。**铅锌：**2024年铅/锌锭均价1.74/2.35万元/吨，同比增长10.3%/9.8%。公司24年铅/锌精矿销售价格1.4/0.80万元/吨，同比增长18.94%/32.21%。**铜：**2024年公司电解铜/铜精粉销售价格64932/14579，同比增长9.40%/34.13%。**钼：**2024年公司钼精粉销售价格13.94万元/吨。

表2：公司年度销售价格

单位	2023	2024	2024年同比
矿产金	元/克	435.74	524.28
矿产银	元/克	5.35	6.15
电解铜	元/吨	59352	64932
钼精粉	元/吨	—	139405
铅精粉	元/吨	11748	13973
铜精粉	元/吨	10870	14579
锌精粉	元/吨	6031	7974

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

成本端：把控严格，黄金成本同比下降，白银略有上涨

- ✓ **金板块：**2024年公司销售成本为292元/克，同比减少0.77%。
- ✓ **其他板块：银：**2024年销售成本为1.77元/克，同比增长303.09%。**铅锌：**2024年铅精矿销售成本为5113.72元/吨，同比增加6.66%；锌精矿销售成本为5194.24元/吨，同比增加9.31%。**铜：**2024年电解铜/铜精粉销售成本58907/5489元/吨，同比+4.16/14.49%

表3：公司年度销售成本

单位	2022	2023	2024	2024年同比
矿产金	元/克	277.16	283.32	291.65
矿产银	元/克	1.35	0.75	1.77
电解铜	元/吨	39268	55775	58097
钼精粉	元/吨	734	—	99050
铅精粉	元/吨	3419	4795	5114
铜精粉	元/吨	6698	4794	5489
锌精粉	元/吨	3695	4752	5194

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

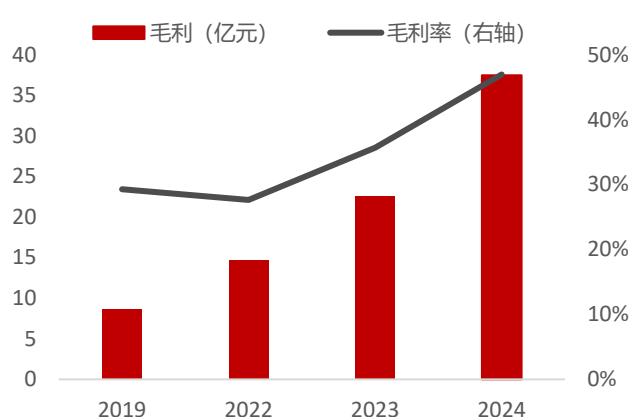
利润端：价量齐升增厚产品毛利

- ✓ **金板块：金**: 2024 年公司矿产金毛利 246.2 元/克，同比增长 58.28%，毛利率为 46.96%，同比提升 11.3pct。
- ✓ **其他板块：银**: 2024 年公司矿产银毛利为 3.13 元/克，同比增长 435.6%，毛利率为 50.94%，同比提升 7.1pct。**铅锌**: 2024 年公司铅精矿毛利为 8859 元/吨，同比增长 27.42%，毛利率 63.4%，同比提升 4.2pct；锌精矿毛利 2779 元/吨，同比增长 117.32%，毛利率 34.86%，同比提升 13.7pct。**铜**: 2024 年公司电解铜/铜精粉单吨毛利 6834/9091 元/吨，同比增长 90.96%/49.62%，毛利率 10.53%/62.35%，同比提升 4.5/6.5pct。**钼**: 2024 年公司钼精粉单吨毛利 40355 元，毛利率 28.95%。

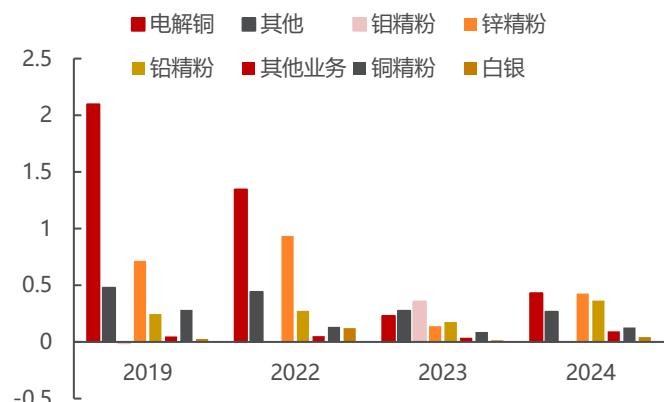
表4：公司年度毛利水平

单位	2022年		2023年		2024年		2024年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利同比	毛利率同比
矿产金	元/克	105.9	27.64%	155.5	35.69%	246.2	46.96%	58.28%
矿产银	元/克	3.27	70.78%	0.58	43.87%	3.13	50.94%	435.6%
电解铜	元/吨	20396	34.18%	3579	6.03%	6834	10.53%	90.96%
钼精粉	元/吨	-27817	-31.52%	—	—	40355	28.95%	—
铅精粉	元/吨	7687	69.21%	6953	59.19%	8859	63.40%	27.42%
铜精粉	元/吨	68014	60.87%	6076	55.90%	9091	62.35%	49.62%
锌精粉	元/吨	4271	53.62%	1279	21.21%	2779	34.86%	117.32%

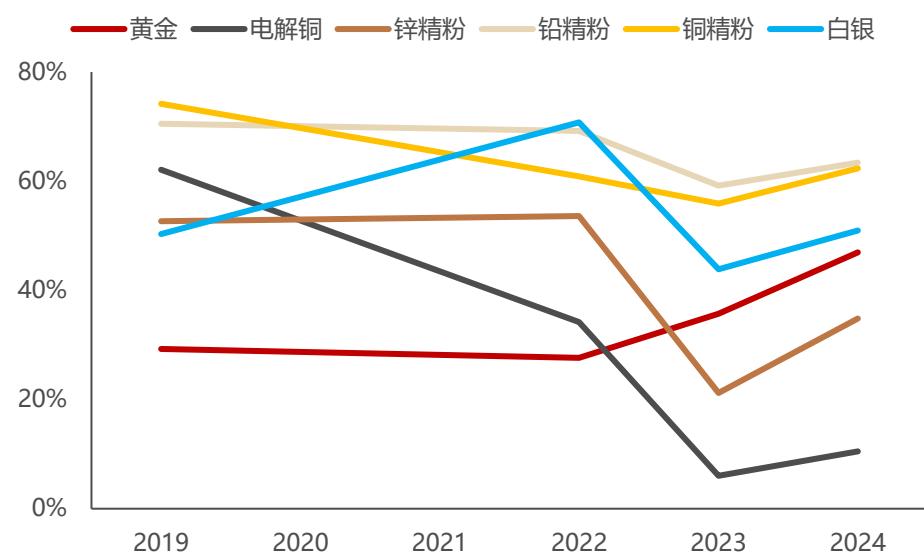
资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图9：矿产金毛利（单位：亿元）及毛利率


资料来源：ifind, 民生证券研究院

图10：公司其他产品毛利（单位：亿元）


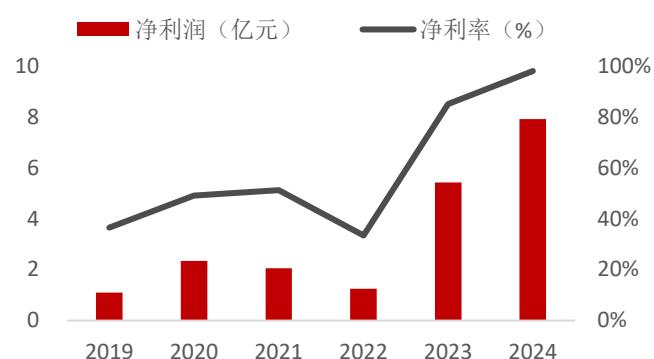
资料来源：ifind, 民生证券研究院

图11：公司主要产品毛利率


资料来源：公司公告, 民生证券研究院

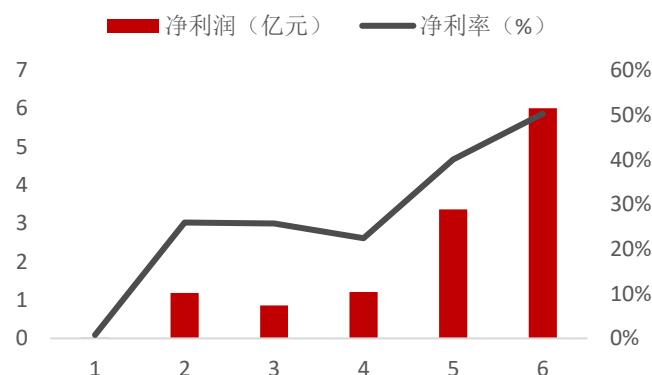
矿业板块子公司业绩大涨。2024 年吉隆矿业实现净利润 7.92 亿元，同比增长 46%，净利率为 98%（含五龙矿业 4 亿元分红）；五龙矿业实现净利润 6.01 亿元，同比增长 78%，净利率为 50%；瀚丰矿业实现净利润 0.75 亿元，同比增长 838%，净利率为 23%；万象矿业实现净利润 5.4 亿元，较上一年度同比增加 88%，净利率为 16%；金星资源实现净利润 2.31 亿元，同比增加 1825%，净利率为 8%；新增子公司新恒河矿业实现净利润 0.73 亿元，净利率为 47%。

图12：吉隆矿业年度净利润以及净利率



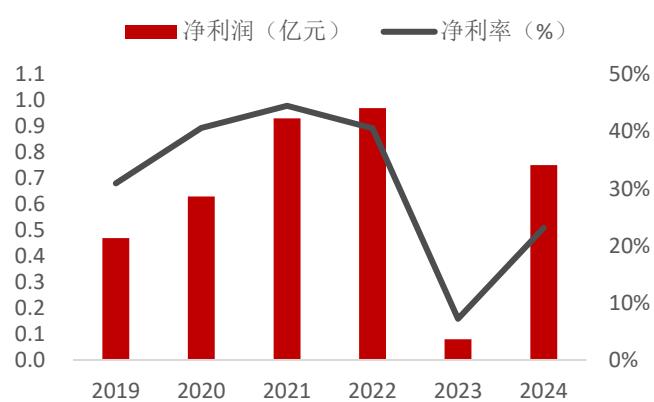
资料来源：ifind，民生证券研究院；注：吉隆矿业 2024 年净利润含五龙矿业 4 亿元的分红。

图13：五龙矿山年度净利润以及净利率



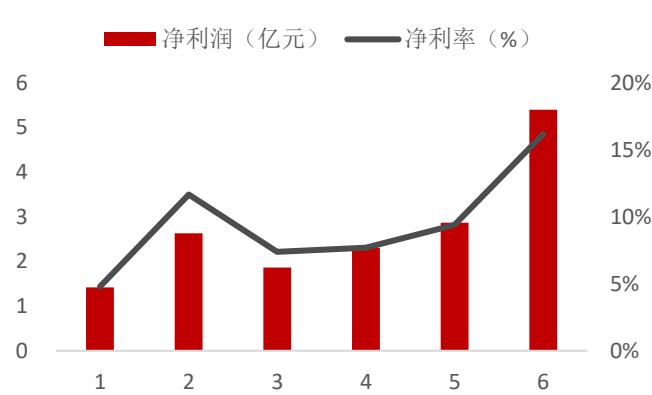
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：瀚丰矿业年度净利润以及净利率



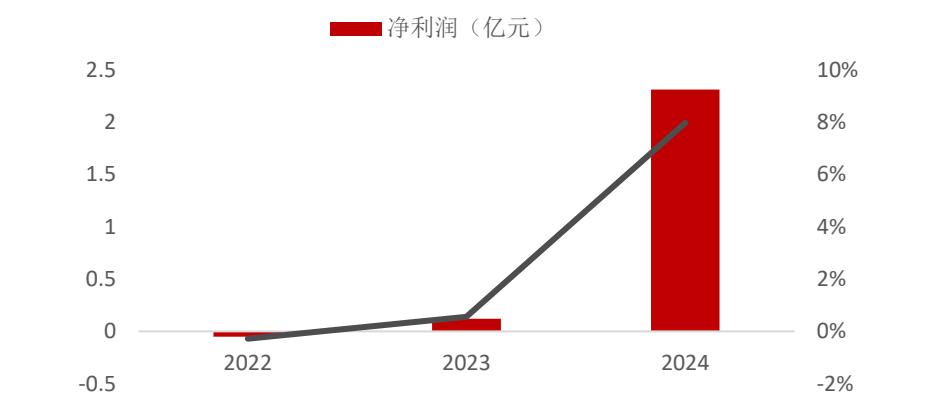
资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：万象矿业年度净利润以及净利率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：金星资源年度净利润以及净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

海外矿产资源净利润水平相对有限除生产成本差异外还有税率原因。具体而言，加纳增值税与所得税税率较高，另外还有1%可持续发展税，而老挝地区除所得税率略高外还有矿产资源税影响。

表5：公司主要税种及税率

税种	计税依据	税率
		境内公司：0%-13%
增值税	销售额和适用税率计算的销项税额，抵扣准予抵扣的进项税后的差额	老挝：10% 加纳：15%
城市维护建设税	实际缴纳的流转税	1%-7%
企业所得税	应纳税所得额	0%-35%
资源税	从价征收	中国黄金产品：4%、4.5% 老挝黄金矿及电解铜：5% 瀚丰矿业主矿锌按 5% 钼：按 8%
城镇土地使用税	实际占用的土地面积的每平方米年税额	按标准计缴
可持续发展税	总收入	加纳：1%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

表6：非按 25% 税率计缴的纳税主体企业所得税税率

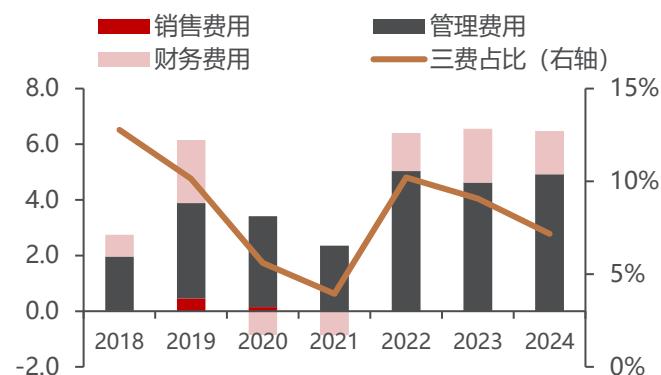
公司名称	2024 年所得税税率 (%)
金星资源	26.5
金星瓦萨	35
万象矿业	33.33
赤金香港	16.5
瀚丰矿业	15
五龙矿业	15
吉隆矿业	15
锦泰矿业	15
广源环保	0

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

4 期间费用严格把控，资产负债率大幅改善

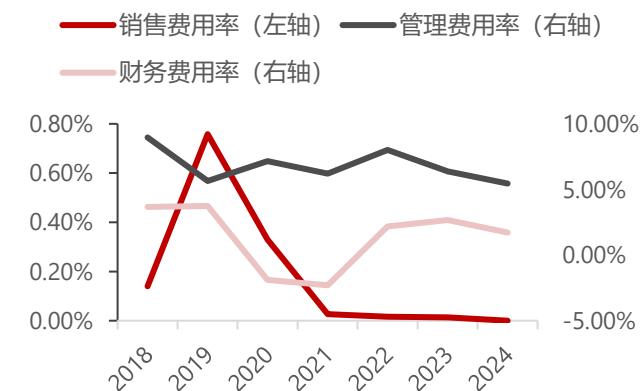
2024年期间费用同比减少，费用率有所下降。2024年公司销售费用、管理费用、财务费用分别为34.87万元、4.92亿元、1.55亿元，三费共计6.47亿元，占营业收入比重7.2%，同比减少1.9pct，研发费用0.64亿元。其中销售费用同比减少0.01亿元，主要系人工费、差旅费同比减少所致；管理费用同比增加0.31亿元，主要系集团人工费、专业机构服务费支出增加所致；财务费用同比减少0.38亿元，主要系集团自有资金增加，相应利息收入同比增加所致；研发费用同比增加0.12亿元，系吉隆矿业、五龙矿业加大研发投入所致。分季度看，2024Q1-Q4三费（不含研发）分别1.42亿元、1.52亿元、1.51亿元、2.01亿元，占营业收入比重分别为7.7%、6.5%、7.4%、7.2%。公司费用把控十分稳健。

图17：公司年度三费情况（亿元）



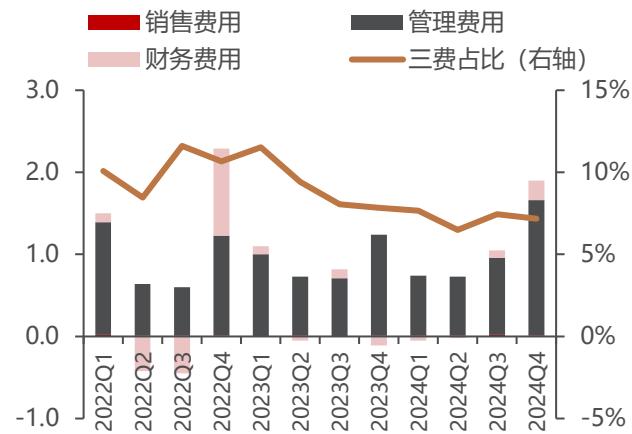
资料来源：ifind，民生证券研究院

图18：公司年度费用率变化



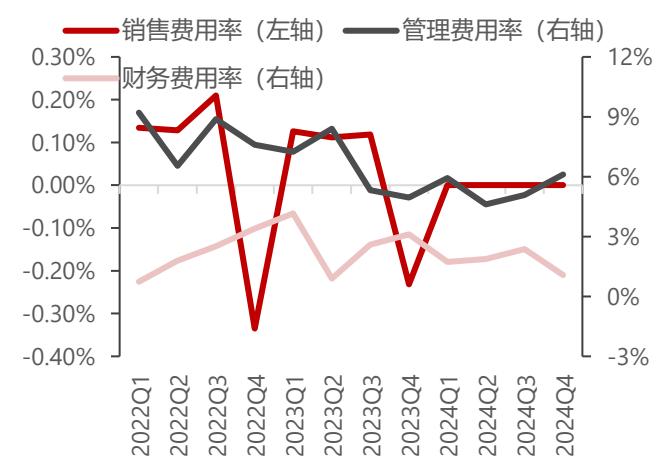
资料来源：ifind，民生证券研究院

图19：公司分季度三费（亿元）



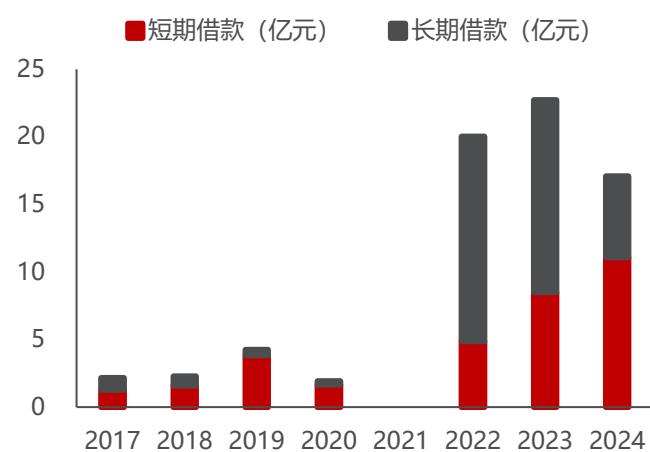
资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：公司季度费用率变化

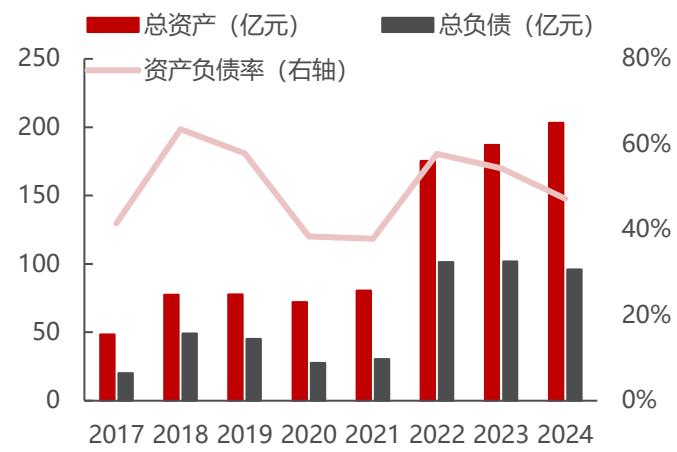


资料来源：ifind，民生证券研究院

长期借款减少，短期借款增加：2024 年资产负债率较 2023 年下降 7.11pct 至 47.25%，主要由于公司债务规模同比下降。2022 公司资本支出增加主要系并购金星资源、万象矿业露天转井下采矿工程建设及金星资源金矿扩能支出增加所致。2024 年公司借款总额同比减少 5.64 亿元至 17.08 亿元，其中短期借款 11.08 亿元，同比增加 2.58 亿元，长期借款 6.00 亿元，同比减少 8.22 亿元。2024 年公司资产负债率为 47.25%，较 2023 年显著下降，债务负担总体可控。

图21：公司短期借款和长期借款情况（单位：亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：公司资产负债率


资料来源：ifind，民生证券研究院

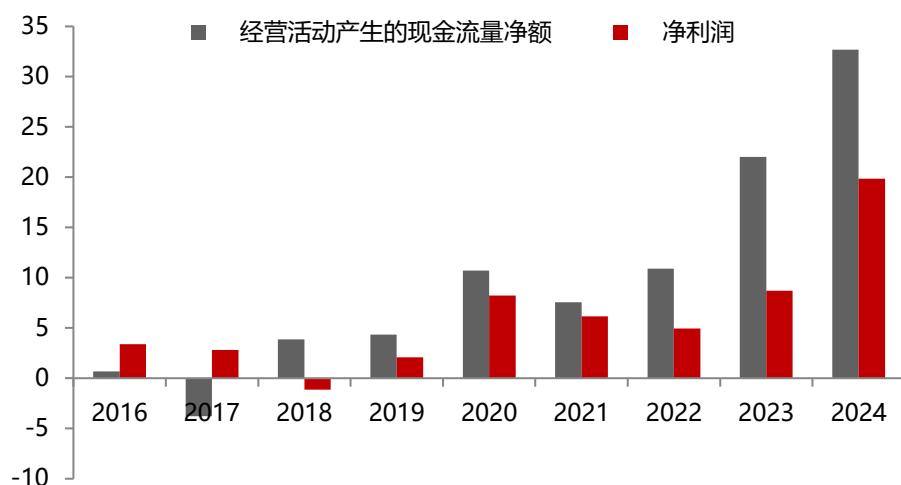
5 现金流充裕，未来有望持续改善

2024年公司实现经营活动现金净流入32.68亿元，同比增加10.65亿元。目前黄金价格有望维持高位，主要系本期矿产金销售量及销售价格上升收到销售款增加所致，伴随公司黄金产量将得到进一步提升，公司经营性现金流情况有望持续改善。

筹资活动产生的现金净流出额为10.97亿元，较2023年增加现金净流出8.69亿元，主要系本期净增债务同比大幅减少所致。

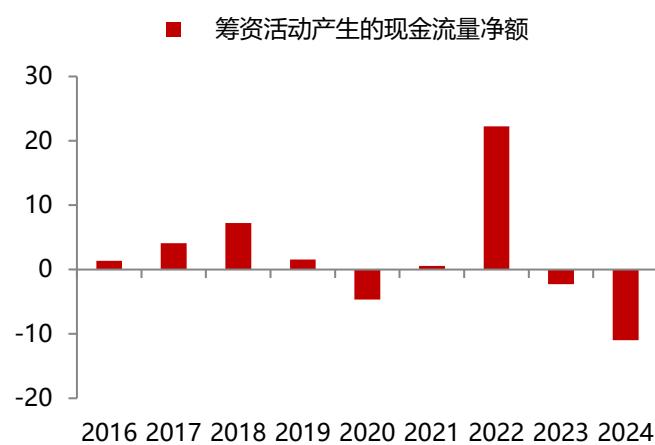
投资活动产生的现金净流出额为9.58亿元，较2023年减少现金净流出8.12亿元，主要系本期赤金香港处置铁拓矿业股权收回投资款及资本开支同比减少所致。

图23：公司年度净利润及经营活动净现金流（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图24：公司年度筹资活动净现金流（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图25：公司年度投资活动净现金流（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

6 勘探投入持续，项目有序开展

勘探工作继续开展，资源开采可持续。公司 2024 年度勘探投资 6854.63 万元。其中国内矿山完成坑探工程量 4.4 万米，钻探工程量 9.1 万米，万象矿业完成勘探工程 72,000 米，资源延伸钻探 43,129 米，并在塞班矿区发现新的斑岩型矿体，计划 2025 年完成初期资源量评估。金星瓦萨完成资本性钻探 20,949 米，启动 B-Shoot 南区深部扩建项目加密钻探。公司 2024 年现有金金属资源量 390.1 吨，金金属储量 74.83 吨，2025 年公司将加速勘探以提高资源级别和储量。

表7：公司各板块资源情况

矿山名称	主要品种	矿石资源量 (百万吨)	品位 (g/t, %)	金属资源量 (吨, 千吨)	矿石储量 (百万吨)	品位 (g/t, %)	金属储量 (吨, 千 吨)	年开采 (设 计) 能力 (万吨)	资源剩余可 开采年限
五龙矿业五 龙金矿	金	3.61	7.81	28.21	1.19	7.83	9.29	10	30
吉隆矿业撰 山子金矿	金	1.46	12.07	17.63	0.76	7.68	5.84	24	6
华泰矿业红 花沟金矿	金	3.81	7.01	26.71	1.69	6.2	10.5	27	-
锦泰矿业溪 灯坪金矿	金	10.57	1.3	13.75	7.35	1.27	9.36	74	14
万象矿业塞 班金铜矿	金 铜 稀土	11.66 5.51 90.57	4.16 1.59 352.43	48.49 87.44 31.92	7.38 1.07 -	3.08 0.96 -	22.76 10.34 -	300 150 不适用	6 3 不适用
老挝勐康稀 土矿	稀土	133.79	241.44	32.3	-	-	-	不适用	8
金星资源瓦 萨金矿	金	76.93	3.32	255.31	8.03	2.13	17.08	270	25
瀚丰矿业立 山铅锌矿区	锌 铜 铅	/ 19.95 /	2.78 0.08 0.125	553.97 16 25	3.31 - -	2.45 - -	81 - -	60 / /	33 / /
瀚丰矿业东 风钼矿区	钼	65.37	0.12	79.25	-	-	-	174.9	33

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.金金属量单位：吨；锌、铜、铅、钼金属量单位：千吨；稀土氧化物单位：千吨。2.金品位单位：克/吨；锌、铜、铅、钼品位单位：%；万象矿业塞班稀土矿品位单位：克/吨总稀土氧化物；老挝勐康稀土矿品位单位：克/吨可溶稀土氧化物。3.吉隆矿业拥有两宗有效采矿权，涉及的四、五、六、七采区当前处于基建阶段尚未投产，本次未将该区域资源量纳入剩余可采年限计算。4.华泰矿业拥有六宗有效采矿权，当前矿山处于技术改造工程实施阶段，其所属矿区资源量暂未参与本次剩余可开采年限计算。5.锦泰矿业现运营一期采选工程生产规模为 14 万吨/年，二期开发利用方案设计开采能力为 60 万吨/年，待建设投产后生产规模可达 74 万吨/年。6.瀚丰矿业东风矿区（250m 标高以上）生产规模 9.9 万吨/年，其深部（250m 标高以下）钼矿区尚未建设投产，可研报告中设计开采能力为 165 万吨/年

现有项目持续推进，其中：

- ✓ **五龙矿业**副井盲竖井延深工程、通风井工程、副井盲竖井提升机安装工程及竖井联通巷工程均顺利推进，已在 2024 年底达到日处理量 2,000 吨以上，计划在 2025 年达到 3000 吨/天的满产能力。
- ✓ **吉隆矿业**18 万吨金矿石扩建项目于 2024 年 6 月试生产，年末通过验收；新增 6 万吨地下开采项目已完成核准，向日处理量 1000 吨的达产目标前进；三采区技改工程通过验收，采矿能力进一步增强。
- ✓ **华泰矿业**五采区新增 3 万吨/年地下开采矿建项目于 11 月开工建设，预计将于 2025 年起逐步贡献增量产能。锦泰矿业二期探转采开发利用方案评审已通过，前置手续稳步推进。瀚丰矿业立山矿区下部采区完成建设，并启动采矿外包，采矿整体效率进一步提升。
- ✓ **万象矿业**远西露天金矿于 2024 年 9 月完成投产，投产首年即贡献黄金产量 1.2 吨。西尾矿库延伸扩建、地下泵站、地下产能扩建及顽石破碎线路等重要工程均按计划推进。
- ✓ **金星瓦萨**通过重启和优化 DMH 露天坑开采，提高配矿，增加矿石供给量，进一步夯实产量基础。

表8：公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	期末余额	资金来源	工程投入占预算比例
吉隆矿业新落凤毛竖井掘下	0.36	0.22	0.11	0.34	自筹	94%
吉隆矿业新选厂扩建	1.66	0.39	1.27	0.01	自筹	99%
瀚丰矿业天宝山铅锌矿立山矿区开采 60 万吨/年扩建项目	2.19	1.00	0.93	0.36	自筹	88%
华泰矿业八采区掘进工程	0.39	0.38	-	0.38	自筹	98%
万象矿业西尾矿库延伸区提高	1.42	0.19	0.71	0.48	自筹	64%
万象矿业远西项目	1.62	-	1.31	0.61	自筹	81%
万象矿业第一阶段地下排水泵站建设项目	0.24	0.16	0.07	0.23	自筹	96%
万象矿业再磨机项目	0.51	0.16	0.32	0.49	自筹	96%
万象矿业树脂浸出项目	0.68	-	0.38	0.38	自筹	57%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源

7 盈利预测与投资建议

考虑 2025 年贵金属价格有望持续上行，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 29.24/33.47/38.15 亿元，按照 4 月 1 日收盘价，对应 PE 为 15/13/11 倍，维持“推荐”评级。

表9：盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,026	11,759	12,824	14,179
增长率（%）	25.0	30.3	9.1	10.6
归属母公司股东净利润（百万元）	1,764	2,924	3,347	3,815
增长率（%）	119.5	65.7	14.5	14.0
每股收益（元）	0.94	1.56	1.79	2.04
PE	24	15	13	11
PB	5.4	3.2	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 1 日收盘价）

8 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在建设中，项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2) 金属价格大幅波动。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，金银等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济增速承压，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 海外地缘政治风险。公司现有海外矿山项目。若当地政府相关政策调整超预期，或是提高矿业公司税赋，颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能损害公司的利益，对公司的盈利能力产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,026	11,759	12,824	14,179
营业成本	5,069	5,460	5,803	6,292
营业税金及附加	473	611	667	737
销售费用	0	1	1	1
管理费用	492	635	692	766
研发费用	64	82	90	99
EBIT	2,927	4,971	5,572	6,285
财务费用	155	52	-62	-136
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	79	47	51	57
营业利润	2,824	4,966	5,685	6,478
营业外收支	-5	-7	-8	-8
利润总额	2,819	4,959	5,677	6,470
所得税	833	1,636	1,874	2,135
净利润	1,986	3,322	3,804	4,335
归属于母公司净利润	1,764	2,924	3,347	3,815
EBITDA	4,204	6,433	7,156	7,944

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,747	7,804	11,153	15,713
应收账款及票据	587	751	819	906
预付款项	276	273	290	315
存货	2,540	2,730	2,902	3,146
其他流动资产	253	287	299	314
流动资产合计	6,404	11,846	15,463	20,394
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	6,400	6,866	6,952	6,424
无形资产	6,319	6,359	6,379	6,389
非流动资产合计	13,924	14,174	14,119	13,482
资产合计	20,329	26,020	29,583	33,875
短期借款	1,108	1,108	1,108	1,108
应付账款及票据	685	758	806	874
其他流动负债	2,258	2,346	2,357	2,397
流动负债合计	4,051	4,212	4,271	4,379
长期借款	600	300	100	50
其他长期负债	4,955	4,935	4,915	4,895
非流动负债合计	5,554	5,234	5,014	4,944
负债合计	9,605	9,447	9,286	9,323
股本	1,664	1,870	1,870	1,870
少数股东权益	2,806	3,205	3,661	4,182
股东权益合计	10,723	16,573	20,297	24,552
负债和股东权益合计	20,329	26,020	29,583	33,875

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.99	30.29	9.05	10.57
EBIT 增长率	100.38	69.83	12.08	12.81
净利润增长率	119.46	65.70	14.49	13.96
盈利能力 (%)				
毛利率	43.84	53.57	54.74	55.62
净利润率	19.55	24.86	26.10	26.90
总资产收益率 ROA	8.68	11.24	11.32	11.26
净资产收益率 ROE	22.29	21.87	20.12	18.73
偿债能力				
流动比率	1.58	2.81	3.62	4.66
速动比率	0.85	2.07	2.84	3.83
现金比率	0.68	1.85	2.61	3.59
资产负债率 (%)	47.25	36.31	31.39	27.52
经营效率				
应收账款周转天数	23.42	23.00	23.00	23.00
存货周转天数	180.42	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.46	0.51	0.46	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	0.94	1.56	1.79	2.04
每股净资产	4.23	7.15	8.90	10.90
每股经营现金流	1.75	2.53	2.85	3.14
每股股利	0.16	0.27	0.30	0.35
估值分析				
PE	24	15	13	11
PB	5.4	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	10.01	6.54	5.88	5.30
股息收益率 (%)	0.70	1.17	1.33	1.52
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,986	3,322	3,804	4,335
折旧和摊销	1,277	1,462	1,584	1,658
营运资金变动	-46	-123	-110	-163
经营活动现金流	3,268	4,729	5,328	5,869
资本开支	-1,520	-1,720	-1,536	-1,029
投资	375	0	0	0
投资活动现金流	-958	-1,673	-1,485	-972
股权募资	167	2,608	0	0
债务募资	-521	-420	-320	-170
筹资活动现金流	-1,097	2,001	-494	-337
现金净流量	1,242	5,057	3,349	4,560

插图目录

图 1: 2024 年公司实现营收 90.26 亿元 (单位: 亿元)	3
图 2: 2024 年公司实现归母净利润 17.64 亿元 (单位: 亿元)	3
图 3: 2024Q4 公司实现营收 28.03 亿元	3
图 4: 2024Q4 公司实现归母净利 6.59 亿元	3
图 5: 2024 年公司毛利同比增加 16 亿元 (单位: 亿元)	5
图 6: 2024Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	6
图 7: 2024Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	6
图 8: 2024 年公司综合毛利率为 43.8%	7
图 9: 矿产金毛利 (单位: 亿元) 及毛利率	10
图 10: 公司其他产品毛利 (单位: 亿元)	10
图 11: 公司主要产品毛利率	10
图 12: 吉隆矿业年度净利润以及净利率	11
图 13: 五龙矿山年度净利润以及净利率	11
图 14: 瀚丰矿业年度净利润以及净利率	11
图 15: 万象矿业年度净利润以及净利率	11
图 16: 金星资源年度净利润以及净利率	11
图 17: 公司年度三费情况 (亿元)	13
图 18: 公司年度费用率变化	13
图 19: 公司分季度三费 (亿元)	13
图 20: 公司季度费用率变化	13
图 21: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	14
图 22: 公司资产负债率	14
图 23: 公司年度净利润及经营活动净现金流 (亿元)	15
图 24: 公司年度筹资活动净现金流 (亿元)	15
图 25: 公司年度投资活动净现金流 (亿元)	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司产销量数据	8
表 2: 公司年度销售价格	8
表 3: 公司年度销售成本	9
表 4: 公司年度毛利水平	9
表 5: 公司主要税种及税率	12
表 6: 非按 25% 税率计缴的纳税主体企业所得税税率	12
表 7: 公司各板块资源情况	16
表 8: 公司主要在建工程 (单位: 亿元)	17
表 9: 盈利预测与财务指标	18
公司财务报表数据预测汇总	20

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048