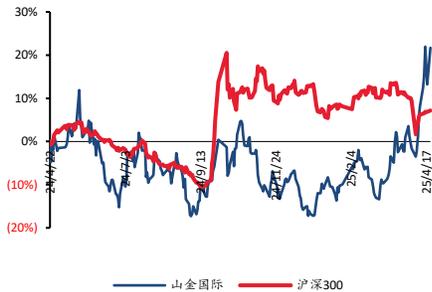


## 成本端表现优异，一季度业绩高增

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 27.77/24.87  
总市值/流通(亿元) 626.15/560.84  
12个月内最高/最低价(元) 23.55/15.07

### 相关研究报告

证券分析师: 刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

证券分析师: 梁必果

电话:

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524010001

**事件:** 2025年4月22日, 公司发布2025年一季度报, 报告期内公司实现收入43.21亿元, 同比+55.84%; 归母净利润6.94亿元, 同比+37.91%, 环比+55.66%; 扣非净利润7.04亿元, 同比+40.87%, 环比+64.99%。

**矿产金产量环比持平, 一季度产量完成情况良好。** 2025年Q1公司矿产金/矿产银产量分别为1.77/22.05吨, 同比分别为-10.61%/+5.60%, 矿产金产量环比+0.57%; 铅精粉/锌精粉产量分别为1312/1395吨, 同比分别为+20.73%/+0.84%。公司2025年计划黄金产量不低于8吨, 其他金属不低于2024年产量, 一季度完成情况良好。

**成本端表现优异, 降本增价之下毛利率提升显著。** 2025年Q1公司矿产金/矿产银单位成本(合并摊销后)分别为147.87/2.41元/克, 同比分别为-5.41%/-15.73%; 铅精粉/锌精粉单位成本(合并摊销后)分别为5392/7902元/吨, 同比分别为-40.94%/-20.33%, 成本端表现优异。根据纽交所数据, 2025年Q1 Comex金均价为2868美元/盎司, 同比+38.5%; 2025年Q1公司矿产金/矿产银毛利率分别为77.57%/61.54%, 同比分别为+9.59%/+23.18pct; 铅精粉/锌精粉毛利率分别为63.58%/52.56%, 同比分别为+31.47%/+25.34pct, 降本增价之下毛利率提升显著。

**期间费用率维持稳定, 资产负债率保持较低水平。** 2025年Q1公司销售、管理、研发、财务费用率合计为2.71%, 同比+0.11pct, 期间费用率维持稳定。至2025年Q1, 公司长短期借款分别为9.95/0亿元, 环比分别为-0.11/+0亿元; 资产负债率为18.18%, 环比-0.39pct, 保持较低水平。

**投资建议:** 我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为30.30/41.31/51.29亿元, 公司金矿成本控制能力强, 长期黄金产量目标较高, 有望充分受益行业景气, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 价格大幅波动风险, 供应端超预期释放, 产量不及预期

### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,585	16,316	18,762	21,000
营业收入增长率(%)	67.60%	20.10%	14.99%	11.93%
归母净利(百万元)	2,173	3,030	4,131	5,129
净利润增长率(%)	52.57%	39.45%	36.32%	24.18%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.09	1.49	1.85
市盈率(PE)	19.64	20.66	15.16	12.21

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,031	2,870	5,739	8,794	12,517
应收和预付款项	75	38	102	108	98
存货	1,485	1,240	2,150	2,231	2,075
其他流动资产	1,418	1,376	1,402	1,416	1,429
流动资产合计	6,008	5,524	9,393	12,550	16,119
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,713	3,171	2,769	2,373	1,979
在建工程	388	258	258	258	258
无形资产开发支出	6,447	8,437	8,437	8,437	8,437
长期待摊费用	24	25	25	25	25
其他非流动资产	6,727	6,299	10,164	13,321	16,890
资产总计	16,299	18,189	21,653	24,413	27,588
短期借款	210	0	0	0	0
应付和预收款项	1,517	796	2,105	2,066	1,820
长期借款	64	1,006	1,006	1,006	1,006
其他负债	1,139	1,574	1,738	1,823	1,843
负债合计	2,930	3,377	4,850	4,895	4,670
股本	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777
资本公积	4,431	4,431	4,431	4,431	4,431
留存收益	4,339	5,735	7,344	9,548	12,286
归母公司股东权益	11,561	12,981	14,598	16,802	19,539
少数股东权益	1,808	1,831	2,205	2,716	3,379
股东权益合计	13,369	14,812	16,803	19,518	22,918
负债和股东权益	16,299	18,189	21,653	24,413	27,588

**现金流量表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,180	3,871	4,424	5,099	6,228
投资性现金流	480	-2,849	-82	-117	-113
融资性现金流	-1,626	-431	-1,466	-1,927	-2,392
现金增加额	1,046	577	2,869	3,055	3,723

**利润表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,106	13,585	16,316	18,762	21,000
营业成本	5,508	9,521	10,482	11,067	11,591
营业税金及附加	212	284	359	413	462
销售费用	2	5	7	8	8
管理费用	366	405	653	750	840
财务费用	5	25	0	0	0
资产减值损失	0	-5	0	0	0
投资收益	92	-52	5	6	2
公允价值变动	-7	5	0	0	0
营业利润	2,097	3,181	4,580	6,240	7,785
其他非经营损益	-11	-7	-10	-10	-10
利润总额	2,086	3,174	4,570	6,230	7,775
所得税	517	743	1,165	1,589	1,983
净利润	1,568	2,430	3,405	4,641	5,793
少数股东损益	144	257	375	511	663
归母股东净利润	1,424	2,173	3,030	4,131	5,129

**预测指标**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.05%	29.92%	35.75%	41.02%	44.80%
销售净利率	17.57%	16.00%	18.57%	22.02%	24.43%
销售收入增长率	-3.29%	67.60%	20.10%	14.99%	11.93%
EBIT 增长率	31.57%	61.17%	40.53%	36.32%	24.81%
净利润增长率	26.79%	52.57%	39.45%	36.32%	24.18%
ROE	12.32%	16.74%	20.76%	24.59%	26.25%
ROA	9.66%	14.09%	17.09%	20.15%	22.28%
ROIC	11.01%	15.37%	18.77%	22.26%	23.89%
EPS (X)	0.51	0.78	1.09	1.49	1.85
PE (X)	29.25	19.64	20.66	15.16	12.21
PB (X)	3.60	3.29	4.29	3.73	3.20
PS (X)	5.14	3.14	3.84	3.34	2.98
EV/EBITDA (X)	13.11	10.60	11.71	8.32	6.30

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。