

## 量价齐升，盈利能力改善

➤ **事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年公司实现营收 42.70 亿元，同比增长 15.23%，归母净利润 15.30 亿元，同比增长 57.82%，扣非归母净利 15.39 亿元，同比增长 50.23%。单季度看，2024Q4 公司实现营收 9.74 亿元，同比减少 23.99%，环比减少 11.31%，归母净利 2.3 亿元，同比减少 46.05%，环比减少 44.76%，扣非归母净利 2.34 亿元，同比减少 49.02%，环比减少 42.85%；2025Q1 实现营收 11.49 亿元，同比增长 50.37%，环比增长 18.00%，归母净利 3.74 亿元，同比增长 63.22%，环比增长 62.75%，扣非归母净利 3.74 亿元，同比增长 64.08%，环比增长 59.86%。

➤ **点评：量价齐升，盈利能力改善。**量：2024 年公司矿产锡产量 8902 吨，同比增长 14.58%，矿产银 229 吨，同比增长 14.68%；矿产锌 59741 吨，同比增长 8.67%；矿产铅 16959 吨，同比增长 8.05%；矿产铜 2906 吨，同比增长 4.94%；矿产锑 1352 吨，同比增长 32.58%；矿产铁 33.91 万吨，同比减少 3.74%。金属产量变化幅度不同原因在于银漫 24 年铅锌矿石选矿处理量同比增加，铜锡矿石选矿处理量同比减少所致。价：24 年白银均价 28 美元/盎司，同比+21.0%，25Q1 均价 31.7 美元/盎司，同比增长 39.1%，环比增长 1.0%；24 年锡均价 24.8 万元/吨，同比+16.9%，25Q1 均价为 26.1 万元/吨，同比+20.2%，环比+3.9%；24 年锑均价 13.0 万元/吨，同比增长 59.33%，25Q1 锑均价 15.6 万元，同比增长 73.69%，环比增长 8.54%；24 年铅/锌均价 1.73/2.33 万元/吨，同比+10.3%/+9.8%，25Q1 铅/锌均价 1.7/2.4 万元/吨，同比增长 4.9%/15.3%，环比变动+0.1%/-5.8%。利：受益于金属价格上行，2024 年公司锌/锡/银板块毛利率率 51.29%/72.50%/65.98%，同比+10.5/+7.9/13.8pct，矿产板块毛利率 62.98%，同比+10.1pct，公司整体毛利率/净利率 62.95%/35.17%，同比+10.13/+9.45pct。25Q1 公司整体毛利率/净利率水平 55.57%/31.86%，同比-0.34/+2.44pct，环比-2.79/+9.09pct。

➤ **核心看点：白银龙头，资源雄厚：**公司 2025 年收购宇邦矿业后，白银保有储量增至 24537 吨，占国内总储量 34.56%，占全球白银储量 4.46%；截至 2023 年底，公司在白银公司中排名位列亚洲第一位，全球第八位。**银漫二期建设持续推进：**公司银漫二期项目于 2025 年 1 月获得立项批复。根据可研，银漫二期属于改扩建项目，建设期约两年，计划在 2026 年下半年完成，目前银漫一期日处理能力为 5000 吨，二期项目建成投产后，银漫采选产能将由 165 万吨/年提升至 297 万吨/年，进一步增强公司盈利能力。

➤ **投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 20.17、23.32、29.72 亿元，对应 4 月 28 日收盘价 PE 分别为 11/9/7X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**金属价格大幅波动，项目进展不及预期，生产安全风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,270	5,424	6,032	9,290
增长率（%）	15.2	27.0	11.2	54.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,530	2,017	2,332	2,972
增长率（%）	57.8	31.9	15.6	27.5
每股收益（元）	0.86	1.14	1.31	1.67
PE	14	11	9	7
PB	2.8	2.3	1.9	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**12.42 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzechu@mszq.com

**研究助理 王作燊**

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>4,270</b>	<b>5,424</b>	<b>6,032</b>	<b>9,290</b>
营业成本	1,582	2,028	2,185	4,125
营业税金及附加	256	331	368	567
销售费用	4	7	9	14
管理费用	376	494	549	845
研发费用	94	122	139	218
EBIT	1,961	2,447	2,787	3,527
财务费用	119	36	6	-9
资产减值损失	-48	-49	-50	-53
投资收益	-10	-11	-12	-19
<b>营业利润</b>	<b>1,787</b>	<b>2,352</b>	<b>2,719</b>	<b>3,465</b>
营业外收支	-21	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,765</b>	<b>2,352</b>	<b>2,719</b>	<b>3,465</b>
所得税	263	365	421	537
<b>净利润</b>	<b>1,502</b>	<b>1,988</b>	<b>2,298</b>	<b>2,928</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,530</b>	<b>2,017</b>	<b>2,332</b>	<b>2,972</b>
EBITDA	2,516	3,015	3,354	4,081

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,139	4,180	5,452	9,536
应收账款及票据	4	367	408	629
预付款项	5	6	7	12
存货	506	601	650	1,269
其他流动资产	51	78	87	130
<b>流动资产合计</b>	<b>1,705</b>	<b>5,233</b>	<b>6,603</b>	<b>11,577</b>
长期股权投资	219	208	196	178
固定资产	4,326	4,318	4,318	4,318
无形资产	4,124	4,118	4,118	4,118
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,460</b>	<b>10,230</b>	<b>10,218</b>	<b>10,213</b>
<b>资产合计</b>	<b>12,165</b>	<b>15,463</b>	<b>16,821</b>	<b>21,790</b>
短期借款	304	304	304	304
应付账款及票据	948	1,217	1,311	2,475
其他流动负债	1,781	2,254	1,469	2,619
<b>流动负债合计</b>	<b>3,033</b>	<b>3,775</b>	<b>3,084</b>	<b>5,398</b>
长期借款	740	1,038	1,038	1,038
其他长期负债	410	867	867	880
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,150</b>	<b>1,904</b>	<b>1,904</b>	<b>1,918</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,183</b>	<b>5,679</b>	<b>4,988</b>	<b>7,316</b>
股本	1,776	1,776	1,776	1,776
少数股东权益	82	52	17	-27
<b>股东权益合计</b>	<b>7,982</b>	<b>9,783</b>	<b>11,832</b>	<b>14,473</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12,165</b>	<b>15,463</b>	<b>16,821</b>	<b>21,790</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	15.23	27.02	11.20	54.01
EBIT 增长率	47.12	24.81	13.87	26.55
净利润增长率	57.82	31.87	15.59	27.45
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	62.95	62.62	63.78	55.59
净利润率	35.82	37.19	38.66	32.00
总资产收益率 ROA	12.58	13.05	13.86	13.64
净资产收益率 ROE	19.36	20.73	19.74	20.50
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.56	1.39	2.14	2.14
速动比率	0.39	1.22	1.93	1.91
现金比率	0.38	1.11	1.77	1.77
资产负债率 (%)	34.39	36.73	29.66	33.58
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.38	0.64	0.64	0.64
存货周转天数	116.75	117.00	117.00	117.00
总资产周转率	0.37	0.39	0.37	0.48
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.86	1.14	1.31	1.67
每股净资产	4.45	5.48	6.65	8.17
每股经营现金流	1.02	1.52	1.71	2.81
每股股利	0.07	0.14	0.16	0.21
<b>估值分析</b>				
PE	14	11	9	7
PB	2.8	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	9.60	8.01	7.20	5.92
股息收益率 (%)	0.56	1.13	1.30	1.66
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
<b>净利润</b>	<b>1,502</b>	<b>1,988</b>	<b>2,298</b>	<b>2,928</b>
折旧和摊销	555	567	568	554
营运资金变动	-402	117	52	1,373
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,815</b>	<b>2,707</b>	<b>3,034</b>	<b>4,981</b>
资本开支	-662	-540	-553	-553
投资	-46	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,004</b>	<b>-264</b>	<b>-553</b>	<b>-553</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	259	816	-890	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-23</b>	<b>598</b>	<b>-1,209</b>	<b>-344</b>
<b>现金净流量</b>	<b>788</b>	<b>3,041</b>	<b>1,272</b>	<b>4,084</b>

## 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人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。	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
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	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