

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。 2024 年公司实现营业收入 20.13 亿元，同比减少 10.66%，归母净利润 3.90 亿元，同比增长 163.56%，扣非归母净利润 2.60 亿元，同比增长 85.74%；单季度看，2024 年第四季度公司实现营业收入 6.16 亿元，同比减少 17.84%，环比增长 13.12%，归母净利润 1.91 亿元，同比增长 1258%，环比增长 63.52%，扣非归母净利润 0.67 亿元，同比增长 550.77%，环比减少 41.69%。2025 年第一季度公司实现营业收入 3.53 亿元，同比增长 33.92%，环比减少 42.79%，归母净利润 0.08 亿元，同比增长 194.37%，环比减少 95.66%，扣非归母净利润 0.07 亿元，同比增长 196.59%，环比减少 89.80%。业绩符合预期。

点评：价格上行，盈利水平大幅增长。 量：2024 年公司银产量 138.6 吨，同比减少 4.48%，铅锌产量同比减少 0.42%、1.84%。2024 年产量略有下滑主要系金山矿业技改影响，公司部分矿山于 3-4 月份开始集中生产。**价：**2024 年白银均价 28 美元/盎司，同比增长 21.0%，25 年一季度均价 31.7 美元/盎司，同比增长 39.1%；2024 年铅/锌均价同比增长 10.3%/9.8%，25 年一季度铅/锌均价同比增长 4.9%/15.3%，环比变动+0.1%/-5.8%。**成本：**经测算 2024 年公司含银铅精粉/锌精粉单吨成本 9569/2751 元，同比变动+34.2%/-28.3%，银成本 3135 元/千克，同比增长 13.6%，金成本 194 元/克，同比下降 22.3%。**利润：**2024 年公司含银铅精粉/锌精粉单吨毛利 19727/5446 元，同比增长 39.0%/127.4%，毛利率 67.34%/66.44%，同比增长 0.79/28.01pct；银锭毛利 3323 元/千克，同比增长 30.6%，毛利率 51.45%，同比增长 3.48pct；黄金毛利 356 元/克，同比增长 60.5%，毛利率 64.71%，同比+17.69pct。公司 24 年整体毛利/净利率 48.49%/23.57%，同比+16.53%/14.53pct。**其他：**公司 2024 年财务费用 0.87 亿，同比增长系利息支出增加所致；2024 年营业外收入 1.4 亿元，同比增长系收回股权收购定金延期支付利息及违约金、子公司项目改造拆除部分资产所致；另外公司 2024 年资产减值约 0.6 亿元，主要系公司计提商誉及存货减值损失所致。

核心看点：新建矿山进展顺利，菜园子金矿投产在即。 东晟矿业目前正在进行矿山建设工作，矿区建成后将由银都矿业代加工后进行销售，生产规模 25 万吨/年；德运矿业已取得采矿证，生产规模为 90 万吨/年，目前正在开展探矿和相关手续办理工作；鸿林矿业正在进行矿山建设工作，预计 2025 年 7-9 月试生产，满产后对应黄金年产量约 1 吨。

投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.49/8.01/12.93 亿元，根据 4 月 29 日股价对应 PE 18/12/8 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：价格波动风险、矿山安全生产风险，项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,013	2,564	3,312	4,419
增长率 (%)	-10.7	27.4	29.2	33.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	390	549	801	1,293
增长率 (%)	163.6	40.9	45.9	61.3
每股收益 (元)	0.57	0.80	1.16	1.87
PE	25	18	12	8
PB	3.2	2.8	2.3	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
14.25 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作葵

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

- 盛达资源 (000603.SZ) 深度报告：厚积薄发-2025/03/07
- 盛达资源 (000603.SZ) 2024 年三季报点评：业绩符合预期，未来成长可期-2024/11/03
- 盛达资源 (000603.SZ) 2024 年半年报点评：Q2 业绩回归，产能增长潜力大-2024/09/03
- 盛达资源 (000603.SZ) 2023 年年报点评：产量下滑拖累业绩，后续产能增长潜力充足-2024/04/28

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	2,013	2,564	3,312	4,419
营业成本	1,037	1,279	1,412	1,612
营业税金及附加	169	215	281	376
销售费用	1	2	2	3
管理费用	268	333	431	574
研发费用	14	17	21	28
EBIT	515	718	1,164	1,826
财务费用	87	101	105	100
资产减值损失	-60	-5	-7	-9
投资收益	68	72	79	88
营业利润	438	718	1,136	1,810
营业外收支	123	70	0	0
利润总额	561	788	1,136	1,810
所得税	87	126	182	290
净利润	474	662	954	1,521
归属于母公司净利润	390	549	801	1,293
EBITDA	744	950	1,403	2,065

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	965	1,165	2,167	3,905
应收账款及票据	24	38	56	64
预付款项	31	30	35	42
存货	334	327	348	443
其他流动资产	441	978	1,013	1,059
流动资产合计	1,795	2,537	3,618	5,513
长期股权投资	600	500	500	500
固定资产	2,005	2,125	2,116	1,994
无形资产	1,686	1,753	1,819	1,885
非流动资产合计	4,812	4,689	4,588	4,394
资产合计	6,607	7,226	8,205	9,907
短期借款	931	931	931	931
应付账款及票据	425	485	516	620
其他流动负债	880	844	912	1,079
流动负债合计	2,236	2,259	2,359	2,630
长期借款	249	249	249	249
其他长期负债	554	554	554	554
非流动负债合计	803	803	803	803
负债合计	3,040	3,062	3,162	3,433
股本	129	129	129	129
少数股东权益	524	637	789	1,017
股东权益合计	3,567	4,164	5,043	6,474
负债和股东权益合计	6,607	7,226	8,205	9,907

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	-10.66	27.36	29.15	33.44
EBIT 增长率	83.14	39.52	62.01	56.90
净利润增长率	163.56	40.87	45.87	61.26
盈利能力 (%)				
毛利率	48.49	50.13	57.35	63.52
净利润率	23.57	25.82	28.81	34.41
总资产收益率 ROA	5.90	7.60	9.77	13.05
净资产收益率 ROE	12.82	15.58	18.84	23.69
偿债能力				
流动比率	0.80	1.12	1.53	2.10
速动比率	0.64	0.97	1.37	1.91
现金比率	0.43	0.52	0.92	1.48
资产负债率 (%)	46.01	42.38	38.54	34.65
经营效率				
应收账款周转天数	3.25	4.61	5.30	4.39
存货周转天数	117.58	93.36	89.83	100.26
总资产周转率	0.30	0.35	0.40	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.80	1.16	1.87
每股净资产	4.41	5.11	6.17	7.91
每股经营现金流	1.06	0.43	1.76	2.70
每股股利	0.10	0.14	0.21	0.33
估值分析				
PE	25	18	12	8
PB	3.2	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA	14.01	10.76	6.57	3.62
股息收益率 (%)	0.70	0.99	1.44	2.33

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	474	662	954	1,521
折旧和摊销	229	232	239	239
营运资金变动	-62	-500	21	114
经营活动现金流	731	297	1,212	1,865
资本开支	-547	-151	-145	-55
投资	162	80	0	0
投资活动现金流	304	38	-65	34
股权募资	0	0	0	0
债务募资	280	0	0	0
筹资活动现金流	-507	-135	-145	-160
现金净流量	528	200	1,002	1,738

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收到任何形式的补偿。

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