

# 盛达资源 (000603.SZ)

优于大市

## 25Q1 归母净利润同比扭亏，鸿林矿业投产在即

### 核心观点

**公司 2024 年归母净利润同比增长 164%**。公司 2024 年实现营收 20.13 亿元，同比-10.66%；实现归母净利润 3.90 亿元，同比+163.56%。2024 年公司业绩同比高增主要由于：1) 商品价格抬升，2024 年白银现货均价为 7,197 元/kg，同比+29.56%；2) 金山矿业技改完成，生产经营恢复正常。分红方面，公司 2024 年向全体股东每 10 股派发现金红利 1.0 元，现金分红总额 0.69 亿元，分红比例 17.69%。2025Q1，公司实现营收 3.53 亿元，同比+33.92%，环比-42.79%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比扭亏，环比-95.66%。

**公司盈利情况存在季节性**。2024 年，公司毛利率为 48.49%，同比+16.53pct；净利率 23.57%，同比+14.53pct。2025 年一季度，公司毛利率 28.91%，同比+13.06pct，环比-30.96pct；净利率 3.15%，同比+10.74pct，环比-31.83pct。一季度业绩环比下滑幅度较大，主要由于公司大部分核心矿产资源位于内蒙，一季度气候寒冷，不适宜进行采矿活动，往年一季度公司业绩均低于全年均值。

**金山矿业技改完成，2025 年产量将不再受此影响**。2024 年公司银金属产量 138.59 吨，同比-4.48%；铅金属产量 1.34 万吨，同比-0.42%；锌金属产量 2.44 万吨，同比-1.84%；金金属产量 125.25 千克，同比-15.38%。2024 年产量下降主要由于金山矿业自 2023 年 10 月开始对采矿工程和选厂进行技改，生产经营受到一定影响，此次技改于 2024 年 9 月完成。此外，公司在 2024 年 12 月收购了对金山矿业剩余 33% 股权，金山矿业成为全资子公司。

**公司具备明显的资源优势，菜园子投产后黄金产量有望大幅提升**。公司目前拥有 7 家矿业子公司，经评审备案的累计查明银金属量约 1.2 万吨、金金属量约 34 吨，资源优势明显。待产矿山中，东晟矿业证载生产规模 25 万吨/年，正在进行矿山建设工作；鸿林矿业证载生产规模 39.6 万吨/年，预计 2025Q3 投产。鸿林矿业下属菜园子铜金矿黄金平均品位 2.8 克/吨，达产后可年产黄金 1.1 吨左右，为公司带来增量空间。

**风险提示：**项目进度不及预期，金属价格大幅波动的风险。

**投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级**。随着公司各项产能逐步投产，业绩有望得到释放。预计公司 2025-2027 年营收为 32.41/39.52/46.38 亿元，同比增速 61.00%/21.94%/17.34%；归母净利润 6.21/8.48/11.00 亿元，同比增速 59.30%/36.50%/29.69%；摊薄 EPS 分别为 0.90/1.23/1.59 元，当前股价对应 PE 分别为 14.9/11.0/8.4x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,254	2,013	3,241	3,952	4,638
(+/-%)	19.9%	-10.7%	61.0%	21.9%	17.3%
归母净利润(百万元)	148	390	621	848	1100
(+/-%)	-59.4%	163.6%	59.3%	36.5%	29.7%
每股收益(元)	1.15	3.03	4.83	6.59	8.55
EBIT Margin	12.5%	26.1%	31.2%	34.0%	36.4%
净资产收益率(ROE)	4.7%	12.8%	18.5%	22.4%	25.4%
市盈率(PE)	11.7	4.4	2.8	2.0	1.6
EV/EBITDA	9.2	6.5	3.9	2.9	2.4
市净率(PB)	0.55	0.57	0.52	0.46	0.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：马可远

010-88005007

makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.46 元
总市值/流通市值	9287/8974 百万元
52 周最高价/最低价	16.88/9.69 元
近 3 个月日均成交额	205.76 百万元

#### 市场走势



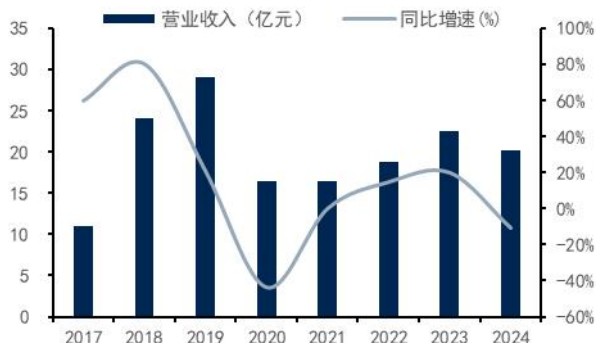
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《盛达资源(000603.SZ)-银矿为基，金矿为翼》——2025-01-21

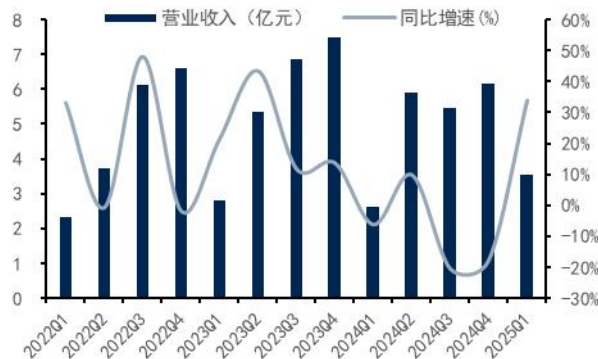
公司 2024 年归母净利润同比增长 164%。公司 2024 年实现营收 20.13 亿元，同比-10.66%；实现归母净利润 3.90 亿元，同比+163.56%；实现扣非归母净利润 2.60 亿元，同比+85.74%。2024 年公司业绩同比高增主要由于：1) 商品价格抬升，2024 年白银现货均价为 7,197 元/kg，同比+29.56%；2) 金山矿业技改完成，生产经营恢复正常。**2024Q4**，公司实现营收 6.16 亿元，同比-17.84%，环比+13.12%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比+1257.59%，环比+63.52%；实现扣非归母净利润 0.67 亿元，同比+550.77%，环比-41.69%。分红方面，公司 2024 年向全体股东每 10 股派发现金红利 1.0 元，现金分红总额 0.69 亿元，分红比例 17.69%。**2025Q1**，公司实现营收 3.53 亿元，同比+33.92%，环比-42.79%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比扭亏，环比-95.66%；实现扣非归母净利润 0.07 亿元，同比扭亏，环比-89.80%。

图1：盛达资源营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：盛达资源单季营业收入及同比增速（亿元、%）



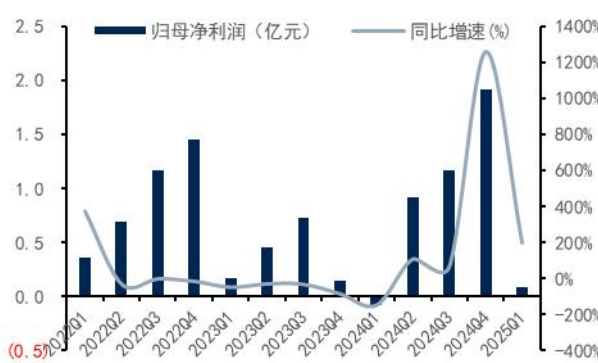
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：盛达资源归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：盛达资源单季归母净利润及同比增速（亿元、%）

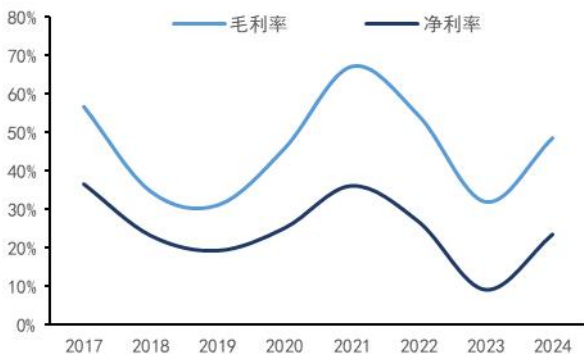


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司盈利情况存在季节性。2024 年，公司毛利率为 48.49%，同比+16.53pct；净利率 23.57%，同比+14.53pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.06%/13.30%/0.69%/4.33%，期间费用率相较于 2023 年上升 2.99pct。单四季度来看，公司毛利率 59.87%，同比+24.95pct，环比+3.58pct；净利率 34.98%，同比+32.42pct，环比+7.06pct。2025 年一季度，公司毛利率 28.91%，同比+13.06pct，环比-30.96pct；净利率 3.15%，同比+10.74pct，环比-31.83pct。一季度业绩环比下

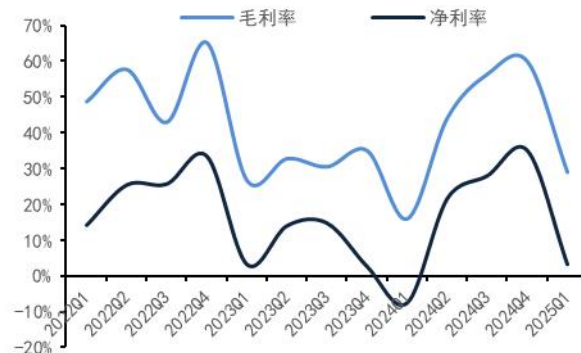
滑幅度较大，主要由于公司大部分核心矿产资源位于内蒙，一季度气候寒冷，不适宜进行采矿活动，往年一季度公司业绩均低于全年均值。公司的资产负债率截至 2024 年末为 46.01%，较 2023 年末上升 5.68pct。

图5：盛达资源毛利率、净利率变化情况（%）



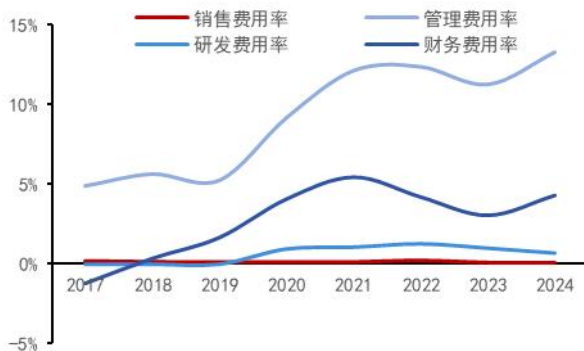
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：盛达资源单季度毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：盛达资源期间费用率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：盛达资源资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**金山矿业技改完成，2025 年产量将不再受此影响。**产销情况方面，2024 年公司银金属产量 138.59 吨，同比-4.48%；铅金属产量 1.34 万吨，同比-0.42%；锌金属产量 2.44 万吨，同比-1.84%；金金属产量 125.25 千克，同比-15.38%。2024 年整体产量下降主要是由于重要子公司之一金山矿业自 2023 年 10 月开始对采矿工程和选厂进行技改，此次技改于 2024 年 9 月完成，生产经营受到一定影响。此外，公司在 2024 年 12 月完成了对金山矿业剩余 33%股权的收购，金山矿业成为公司的全资子公司。

**公司具备明显的资源优势，菜园子投产后黄金产量有望大幅提升。**公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、鸿林矿业、德运矿业 7 家矿业子公司，经评审备案的累计查明银金属量约 1.2 万吨、金金属量约 34 吨，资源优势明显。待产矿山中，东晟矿业证载生产规模 25 万吨/年，正在进行矿山建设工作；鸿林矿业证载生产规模 39.6 万吨/年，预计 2025Q3 投产。鸿林矿业下属菜园子铜金矿黄金平均品位 2.8 克/吨，达产后可年产黄金 1.1 吨左右，为公司

带来增量空间。

**投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。**随着公司各项产能逐步投产，业绩有望得到释放。预计公司 2025-2027 年营收为 32.41/39.52/46.38 亿元，同比增速 61.00%/21.94%/17.34%；归母净利润 6.21/8.48/11.00 亿元，同比增速 59.30%/36.50%/29.69%；摊薄 EPS 分别为 0.90/1.23/1.59 元，当前股价对应 PE 分别为 14.9/11.0/8.4x，维持“优于大市”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	447	965	400	400	906	营业收入	2254	2013	3241	3952	4638
应收款项	694	99	1066	1299	1525	营业成本	1533	1037	1551	1781	1975
存货净额	246	334	660	767	862	营业税金及附加	161	169	178	217	255
其他流动资产	46	53	65	79	93	销售费用	1	1	2	3	3
<b>流动资产合计</b>	<b>1778</b>	<b>1795</b>	<b>2534</b>	<b>2889</b>	<b>3729</b>	管理费用	254	268	470	573	672
固定资产	2540	2395	2363	2316	2254	研发费用	22	14	29	36	42
无形资产及其他	1347	1686	1619	1552	1484	财务费用	69	87	97	96	73
投资性房地产	172	131	131	131	131	投资收益	55	68	0	0	0
长期股权投资	712	600	630	660	690	资产减值及公允价值变动	(19)	(73)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6550</b>	<b>6607</b>	<b>7276</b>	<b>7546</b>	<b>8288</b>	其他收入	(20)	(7)	(29)	(36)	(42)
短期借款及交易性金融负债	1012	1304	1590	1130	1000	营业利润	250	438	914	1247	1618
应付款项	472	425	495	575	647	营业外净收支	6	123	0	0	0
其他流动负债	361	508	382	452	515	<b>利润总额</b>	<b>256</b>	<b>561</b>	<b>914</b>	<b>1247</b>	<b>1618</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1845</b>	<b>2236</b>	<b>2467</b>	<b>2157</b>	<b>2162</b>	所得税费用	52	87	137	187	243
长期借款及应付债券	144	249	249	249	249	少数股东损益	56	84	155	212	275
其他长期负债	653	554	604	654	704	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>148</b>	<b>390</b>	<b>621</b>	<b>848</b>	<b>1100</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>797</b>	<b>803</b>	<b>853</b>	<b>903</b>	<b>953</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2641</b>	<b>3040</b>	<b>3321</b>	<b>3061</b>	<b>3115</b>	净利润	148	390	621	848	1100
少数股东权益	783	524	602	708	845	资产减值准备	1	40	8	(1)	(2)
股东权益	3126	3043	3354	3778	4328	折旧摊销	194	204	291	316	330
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6550</b>	<b>6607</b>	<b>7276</b>	<b>7546</b>	<b>8288</b>	公允价值变动损失	19	73	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	69	87	97	96	73
每股收益	1.15	3.03	4.83	6.59	8.55	营运资本变动	479	582	(1301)	(156)	(151)
每股红利	1.51	1.95	2.41	3.30	4.27	其它	(19)	(10)	70	107	139
每股净资产	24.29	23.65	26.06	29.36	33.63	<b>经营活动现金流</b>	<b>823</b>	<b>1280</b>	<b>(311)</b>	<b>1114</b>	<b>1417</b>
ROIC	5.28%	9.78%	18%	23%	29%	资本开支	0	10	(200)	(200)	(200)
ROE	4.73%	12.82%	19%	22%	25%	其它投资现金流	9	2	0	0	0
毛利率	32%	48%	52%	55%	57%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>124</b>	<b>(230)</b>	<b>(230)</b>	<b>(230)</b>
EBIT Margin	12%	26%	31%	34%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	36%	40%	42%	44%	负债净变化	14	106	0	0	0
收入增长	20%	-11%	61%	22%	17%	支付股利、利息	(194)	(251)	(311)	(424)	(550)
净利润增长率	-59%	164%	59%	36%	30%	其它融资现金流	(270)	(595)	287	(460)	(130)
资产负债率	52%	54%	54%	50%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(631)</b>	<b>(886)</b>	<b>(24)</b>	<b>(884)</b>	<b>(680)</b>
股息率	11.2%	14.5%	17.9%	24.5%	31.8%	<b>现金净变动</b>	<b>169</b>	<b>518</b>	<b>(565)</b>	<b>0</b>	<b>506</b>
P/E	11.7	4.4	2.8	2.0	1.6	货币资金的期初余额	278	447	965	400	400
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	货币资金的期末余额	447	965	400	400	906
EV/EBITDA	9.2	6.5	3.9	2.9	2.4	企业自由现金流	0	1240	(351)	1101	1416
						权益自由现金流	0	751	(147)	560	1224

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032