

潼关黄金 (00340.HK)

高品金脉，紫金赋能步入高速成长期

公司 2017 年成功转型为黄金采选冶公司，从潼关出发，2023 年成功布局甘肃黄金资源，资源禀赋优异，增储增产潜力突出，2025 年引入紫金战略入股，有望进入高速成长期，充分享受高金价红利。

- **潼关起基，甘肃拓局，紫金赋能。** 2017 起，公司启动战略转型，通过相继收购多家黄金矿业公司，正式切入黄金采选领域，并更名为潼关黄金集团有限公司。2017-2018 年公司陆续收购潼关县 4 家黄金矿业公司，2023 年，公司布局甘肃矿产资源，收购肃北县霍勒扎德盖北东矿业。2025 年公司引入紫金矿业战略入股，并与紫金金属达成金属流协议，发展迈入新阶段。
- **资源禀赋优异，增储潜力突出。** 截至 2024 年底，公司黄金资源量达 55 吨，平均品位高达 8.27g/t，处于行业前列。公司两矿场均具备显著增储潜力，2024 年公司完成坑探工程约 2.1 万米，坑内钻探及地表钻探工程约 6.3 万米，勘探及开发工程费用达 1.67 亿港元。2025 年 3 月，肃北矿区并购再下一城公司拟全资收购荣昌投资，获得肃北县北东金矿及 460 金矿探矿权 100% 权益，为未来肃北矿区扩产奠定了坚实基础。
- **黄金产销稳健攀升，成长动能强劲。** 2017 年至 2024 年，公司自产矿山金产量由 0.7 吨增加至 2.5 吨。潼关矿区探转采持续推进，未来增量可期。截至 2024 年底，潼关矿区主要有四家矿业子公司，其中，祥顺矿业已在产，潼鑫矿业探矿权已成功转换为采矿权，目前正在进行安全设施方案中相关工程的施工，德兴矿业正在进行探矿权转采矿权工作，开发利用方案已评审完成及目前正编制环境恢复与治理方案及采矿与安全设施设计。随着潼关与肃北矿区产能提升，未来产量释放值得期待。公司矿产金单位收入与金价趋势总体一致，单位成本整体保持平稳。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。** 预计 2025-2027 公司归母净利润分别为 5.6/8.0/9.7 亿元，对应 PE 分别为 11.7/8.3/6.8 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：贵金属价格下行、矿山安全事故性风险、投产项目进度不达预期、成本控制不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1358	1486	2270	2889	3375
同比增长	22%	9%	53%	27%	17%
营业利润(百万元)	84	327	806	1142	1381
同比增长	18%	290%	146%	42%	21%
归母净利润(百万元)	47	196	561	797	965
同比增长	4%	319%	187%	42%	21%
每股收益(元)	0.01	0.05	0.13	0.18	0.22
PE	130.5	31.1	11.7	8.3	6.8
PB	2.9	2.6	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

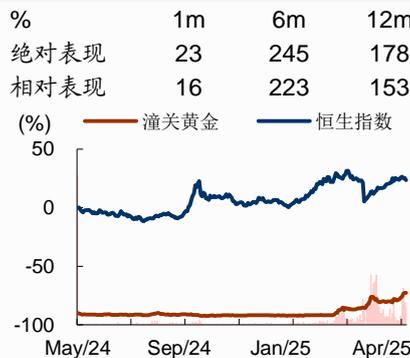
强烈推荐 (首次)

周期/金属及材料
当前股价：1.63 港元

基础数据

总股本(百万股)	4398
香港股(百万股)	4398
总市值(十亿港元)	7.2
香港股市值(十亿港元)	7.2
每股净资产(港元)	0.6
ROE(TTM)	8.5
资产负债率	43.0%
主要股东	蒋薇
主要股东持股比例	26.98%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 刘伟浩 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
赖如川 S1090523060003
lairuchuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 潼关起基，甘肃拓局，紫金赋能.....	4
1、 历史沿革.....	4
2、 股权结构.....	5
3、 经营指标持续向好，盈利水平再创新高.....	6
4、 紫金矿业战略入股，并达成金属流协议.....	7
二、 矿产资源禀赋优异，增量可期.....	9
1、 两大矿区主力支撑，矿产资源储量丰富.....	9
2、 肃北矿区并购再下一城.....	11
3、 产能逐渐释放，增量可期.....	12
三、 投资建议.....	13
四、 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 公司历史沿革图.....	5
图 2: 公司股权架构图.....	6
图 3: 公司归母净利润（亿港元）.....	7
图 4: 公司各业务板块营业收入（亿元）.....	7
图 5: 公司各业务板块毛利润总额（亿元）.....	7
图 6: 紫金矿业与潼关黄金持股关系图.....	8
图 7: 公司资源总金属量（吨）.....	10
图 8: 公司各矿场资源总金属量（吨）.....	10
图 9: 黄金上市公司平均资源品位对比（克/吨）.....	10
图 10: 小秦岭地区金矿床分布地质图.....	10
图 11: 甘肃金矿成矿带分布图.....	10
图 12: 潼关黄金收购荣昌投资后预计股权变动.....	11
图 13: 公司矿产金产量（吨）.....	12
表 1: 公司黄金资源情况.....	9
表 2: 荣昌投资持有探矿许可证权益信息.....	11

表 3: 公司主要经营数据预测.....	13
附: 财务预测表.....	15

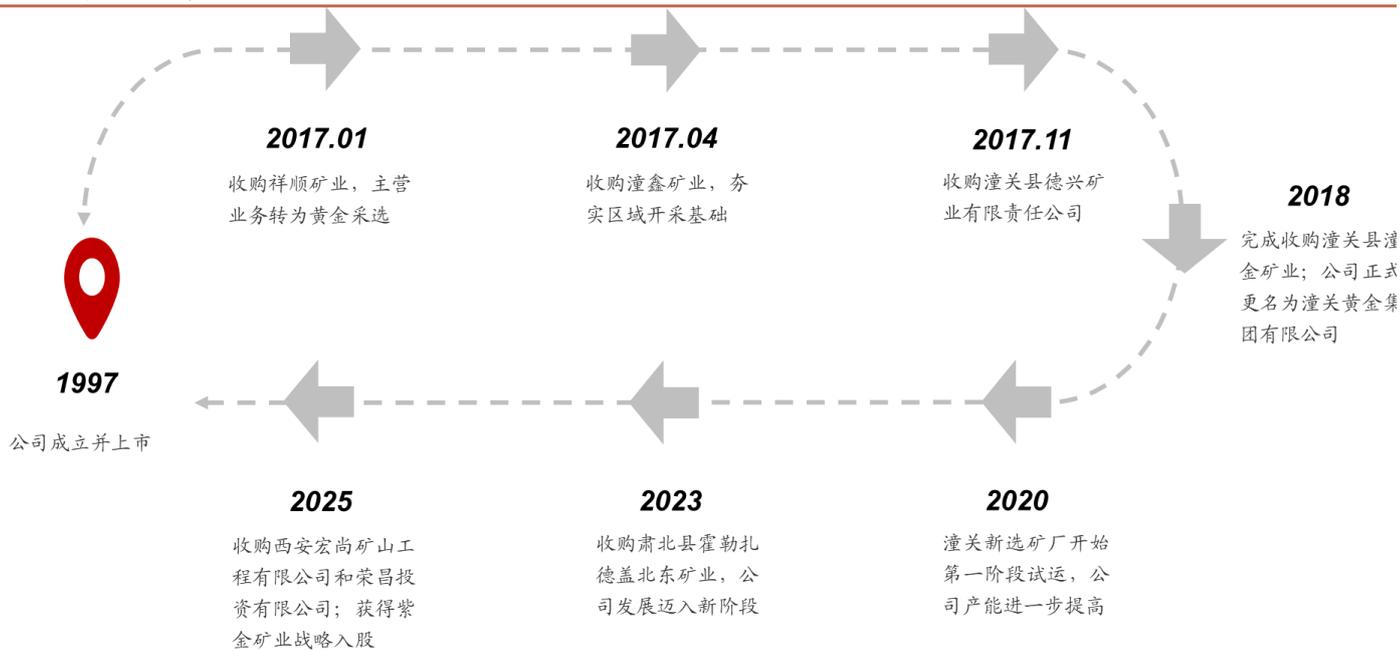
一、潼关起基，甘肃拓局，紫金赋能

1、历史沿革

公司成立于 1997 年，原名为创富生物科技，主营提供脐带血储存库等相关业务，2007 年 2 月，转型为矿业公司，更名为中国矿业资源集团有限公司，2009 年后公司主要从事茶叶产品生产及销售。2017-2018 年期间，公司相继收购潼关县潼金矿业有限责任公司等多家公司，主营业务转为黄金采选，并正式更名为潼关黄金集团有限公司。

- ▶2017 年 1 月，公司收购潼关县祥顺矿业发展有限公司，正式开展黄金开采业务，向实体矿产开采转型，迈出区域资源布局第一步。
- ▶2017 年 4 月，公司收购陕西潼鑫矿业有限公司，进一步扩大潼关地区黄金资源储备。
- ▶2017 年 11 月，公司收购潼关县德兴矿业有限责任公司。2017 年累计收购 3 家矿业公司，控制黄金矿产资源量超 450 万吨，夯实潼关及周边区域开采基础。
- ▶2018 年，公司收购潼关县潼金矿业有限责任公司，巩固潼关区域黄金龙头地位。
- ▶2020 年，公司潼关新选矿厂投入试生产，日最高处理矿石量达 1500 吨。从资源收购转向产能落地，为盈利增长提供支撑。
- ▶2023 年，公司收购肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司，跨出陕西区域，布局甘肃矿产资源，公司盈利水平迈上新台阶。
- ▶2025 年 1 月，公司收购西安宏尚矿山工程有限公司，实现协同效应，支撑集团多元化及可持续发展。
- ▶2025 年 3 月，公司旗下全资子公司宏勇投资有限公司拟收购荣昌投资有限公司 100% 的股权，进一步夯实资源储备基础。
- ▶2025 年 4 月，紫金矿业战略入股公司。公司与行业龙头合作并行，参与全球矿业竞争，为集团进一步发展打开空间。

图 1: 公司历史沿革图

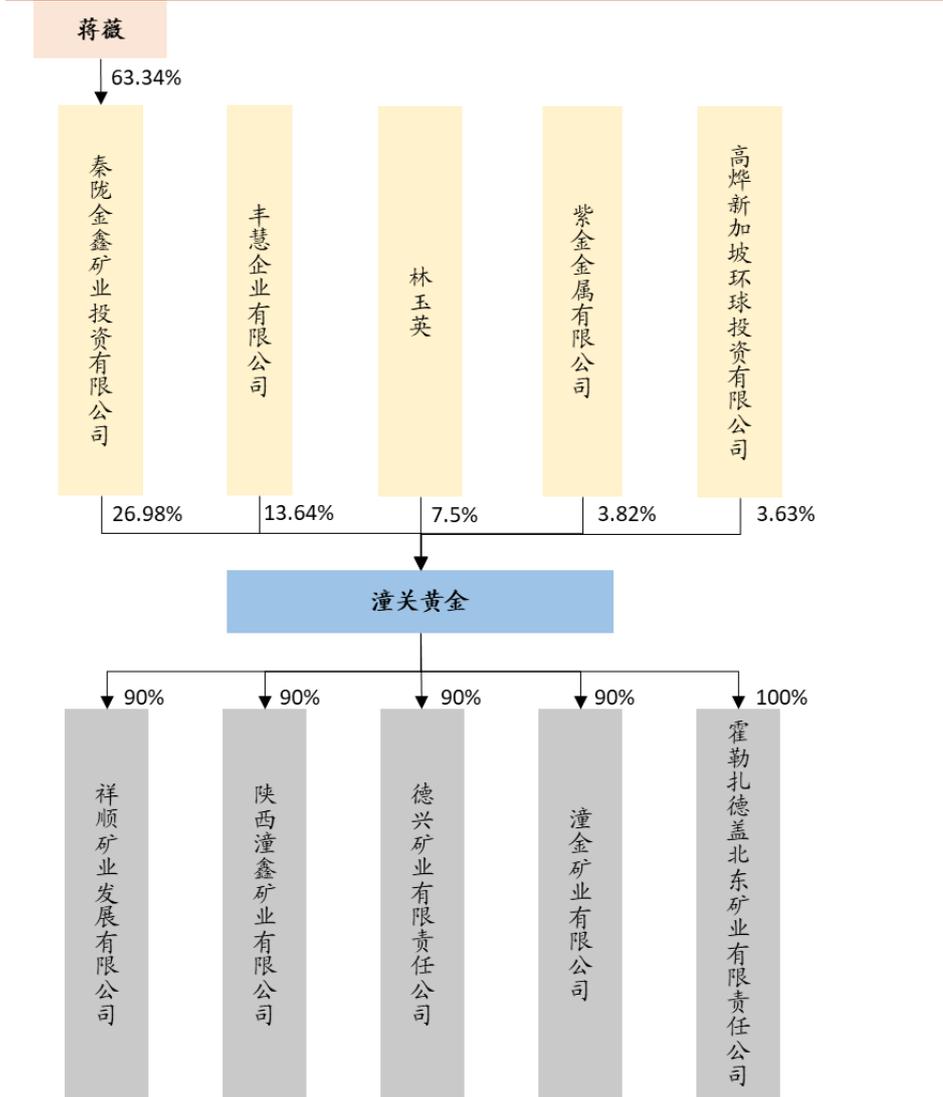


资料来源: 公司公告、招商证券

2、 股权结构

截至 2025 年 4 月 30 日, 秦陇金鑫矿业投资有限公司为公司第一大股东, 持有公司 26.98% 股份, 蒋薇女士持有秦陇金鑫 63.34% 股权, 公司董事会主席蒋智勇先生为蒋薇女士之父亲; 丰慧企业有限公司为公司第二大股东, 持有公司 13.64% 股份; 林玉英持有公司 7.50% 股份; 紫金金属有限公司持有公司 3.82% 股份; 高焯新加坡环球投资有限公司持有公司 3.63% 股份。公司共拥有 32 家附属公司, 主要从事生产及销售黄金产品业务, 包括潼关县祥顺矿业发展有限公司、陕西潼鑫矿业有限公司、潼关县德兴矿业有限责任公司、潼关县潼鑫矿业有限责任公司、肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司等。

图 2: 公司股权架构图



资料来源: 公司公告、招商证券

3、 经营指标持续向好，盈利水平再创新高

公司从事黄金勘探、开采和冶炼等业务。集团的黄金开采业务以销售矿产金（包括金精矿、金锭及相关产品）为核心，具体涵盖黄金勘探、开采、加工及冶炼等业务。公司黄金业务主要分布在潼关整合区和甘肃整合区，两地资源禀赋丰富，区位优势明显。

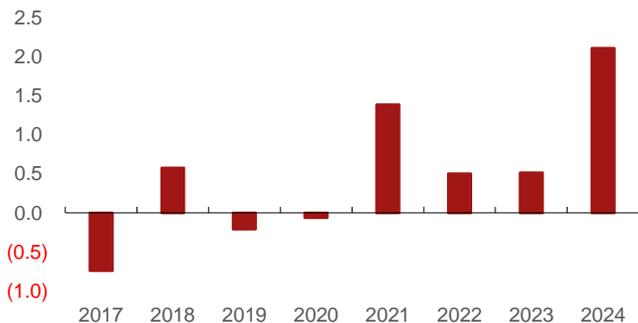
2024 年公司创业务转型以来历史最好业绩。公司历史业绩波动较大，业务转型初期面临短暂阵痛。2017/2019/2020 公司净利润出现一定亏损。2021 年至今，公司业绩稳中向好，2024 年实现归母净利润 2.11 亿港元，同比增幅达到 310%。

- 2017 年公司亏损 0.74 亿港元，主要由于收购潼关祥顺矿业产生的一次性减值亏损，以及转型前茶叶产品生产销售业务的亏损。公司旗下从事茶叶业务的 KingGold 集团（主要经营中国茶叶产品种植、研究、生产及销售，其产品以“武夷”及“武夷星”品牌销售，分销网络覆盖全国）2017 年亏损 0.46 亿港元，主因是高端茶叶产品市场竞争激烈，导致营业额和毛利率下降。
- 2019 年公司亏损 0.21 亿港元，同比由盈转亏。主要原因是 2018 年出售茶叶业务产生的一次性收益已确认完毕。值得注意的是，黄金开采业务亏损同

比收窄，从 2018 年的 0.54 亿港元至 0.21 亿港元，这得益于黄金价格上行趋势及销量增加带动毛利率改善。

- 2020 年公司亏损 0.06 亿港元，亏损幅度进一步收窄，公司黄金开采业务营收能力逐步增强。
- 2021 年公司业务扭亏为盈，主要得益于公司黄金产量大幅提升，自 2020 年的 0.9 吨提升至 1.4 吨，2022 年受国内加强疾病控制措施及其他政策影响，公司当年不同时期停产导致产量和业绩下滑。

图 3: 公司归母净利润 (亿港元)

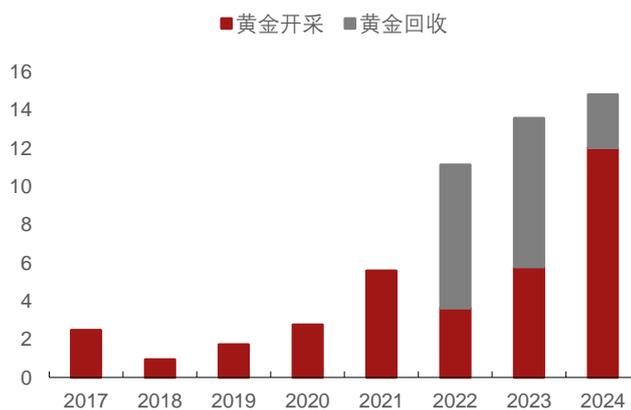


资料来源: 公司公告、招商证券

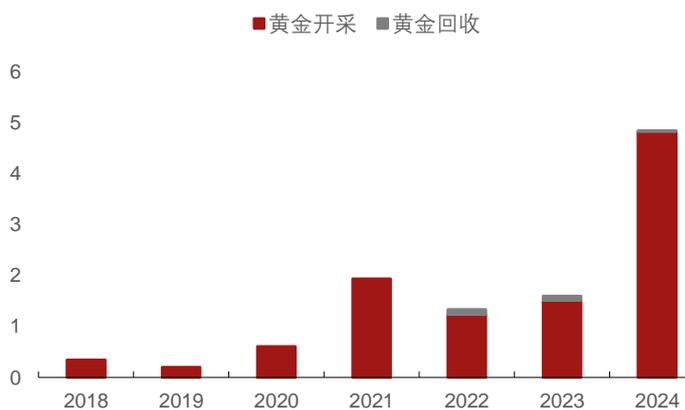
回收业务支撑营收规模，开采业务贡献主要利润。营收上看，2024 年公司黄金开采业务实现营业收入 12 亿元，同比增长约 105%；黄金回收业务实现营业收入 2.7 亿元；利润上看，公司利润主要由黄金开采业务贡献，2024 年黄金开采业务实现毛利润总额 4.8 亿元，黄金回收业务受限于金价上涨趋势，毛利润贡献较少。

图 4: 公司各业务板块营业收入 (亿元)

图 5: 公司各业务板块毛利润总额 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

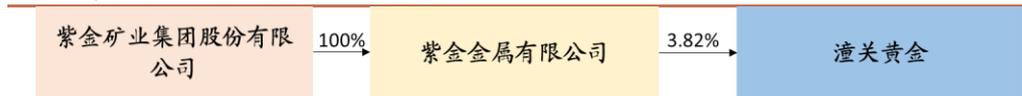
4、紫金矿业战略入股，并达成金属流协议

2025 年 4 月 8 日，潼关黄金宣布获得紫金矿业战略入股。潼关黄金宣布以每股 0.69 港元向紫金金属有限公司（紫金矿业全资子公司）配售 1.68 亿股股份，向高煊新加坡环球投资有限公司配售 1.59 亿股份，合计募资约 2.25 亿港元。紫金矿业作为全球矿业公司龙头，其入股后有望通过管理经验与技术输出，助力潼关

黄金提升运营效率。此次募资将主要用于建设日处理量 450 吨的金矿生产线（8000 万港元）、矿山钻探（5000 万港元）及绿色矿山建设（1300 万港元），有效促进公司产能增长。

紫金矿业此次入股无疑提升了潼关黄金的市场关注度。尽管配售价格较公告前收盘价存在 19.8% 的折让，但紫金矿业的行业标杆地位为潼关黄金提供了强有力的背书，为其未来在海外并购、产业链延伸等领域争取更多资金支持奠定基础。随着紫金矿业的技术赋能与资源协同效应逐步释放，潼关黄金的产能边界与价值空间正迎来实质性突破。

图 6：紫金矿业与潼关黄金持股关系图



资料来源：公司公告、招商证券

与紫金金属达成金属流协议。2025 年 4 月 8 日，除股权投资外，潼关黄金与紫金金属有限公司达成金属流协议。紫金金属向潼关黄金预付 2500 万美元，潼关黄金将在未来 9 年内分阶段交付黄金：一阶段每季度交付 17.6 公斤直至交付 123.2 公斤；二阶段每季度交付 17.0 公斤直至交付 276.2 公斤；三阶段每季度交付 7.7 公斤（最后一次为 7.2 公斤）直至交付 422.0 公斤；若潼关甘肃矿区某年黄金产量超 2.5 吨，紫金金属可获超额部分的 1%。此外，该协议含可回购条款，潼关黄金可在 2030 年四季度末或已交付 330.1 公斤黄金（以较晚时间点为准）时，支付 700 万美元回购剩余金属流。我们认为虽然该协议隐含的黄金对价为 1843 美元/盎司，明显低于当前金价，但一方面总体交付量较少，占公司总产量比例非常低，另一方面公司通过该形式，在不增加借贷的基础上获得了一笔长期资金来源，同时于公司更大意义在于与全球矿业龙头紫金矿业建立长期合作关系，有利于未来双方进一步探索合作机遇。

二、矿产资源禀赋优异，增量可期

1、两大矿区主力支撑，矿产资源储量丰富

目前公司黄金业务主要有潼关和甘肃两大整合区。

潼关矿区：2017年起，公司启动战略转型，切入黄金采选领域：当年1月收购潼关县祥顺矿业，正式开启黄金开采业务；4月收购陕西潼鑫矿业扩大资源储备；11月收购潼关县德兴矿业，全年累计收购3家矿业公司，控制黄金资源量超450万吨，奠定潼关区域布局基础。2018年，公司进一步收购潼关县潼金矿业，巩固区域龙头地位。2023年，陕西省发改委在《全力推进县域经济高质量发展典型案例之五十四：渭南潼关县》中指出，近年来潼关县加大黄金资源整合和中深部探矿力度，整合黄金企业5家，减少矿业权24个，形成了以中金、潼金、汇能为龙头企业带动产业链发展新模式。潼关黄金在潼关地区的整合成效显著，资源集中度显著提升。

甘肃矿区：2023年，公司跨出陕西，收购肃北县霍勒扎德盖北东矿业，布局甘肃矿产资源，盈利水平迈上新台阶。2025年，公司持续深化产业链协同，1月收购西安宏尚矿山工程有限公司以实现业务协同；至此公司已从茶企彻底转型为集资源勘探、矿山开发、跨区域布局于一体的综合性黄金矿业集团，未来增长空间随资本赋能与技术协同进一步打开。

截至2024年12月31日，公司矿产项目具体情况如下所示。

表 1：公司黄金资源情况

序号	矿山(项目)名称	类型	矿石量(万吨)	品位(g/t)	金属量(吨)
1	潼关县矿场	探明+控制	379.66	7.50	28.50
		推断	91.52	7.31	6.70
		小计	471.18	7.46	35.20
2	肃北县矿场	探明+控制	128.25	10.59	13.60
		推断	65.25	9.46	6.20
		小计	193.50	10.21	19.80
合计		探明+控制	507.91	8.29	42.10
		推断	156.77	8.23	12.90
		合计	664.68	8.27	55.00

资料来源：公司公告、招商证券

公司黄金资源量**55.0吨**，平均品位**8.27g/t**。截至2024年底，公司探明+控制资源量**42.1吨**（占比76.5%），推断资源量**12.9吨**，合计**55.0吨**，平均品位高达**8.27g/t**，在国内上市公司中居首位。其中：潼关县矿场拥有探明+控制资源量28.50吨、推断资源量6.70吨，金属量合计35.20吨（占公司总资源量64%），平均品位7.46g/t；肃北县矿场拥有探明+控制资源量13.60吨、推断资源量6.20吨，金属量合计19.80吨（占公司总资源量36%），平均品位为10.21g/t。

图 7: 公司资源总金属量 (吨)

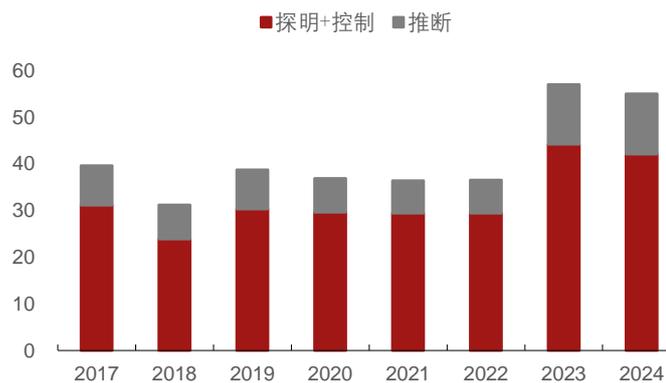
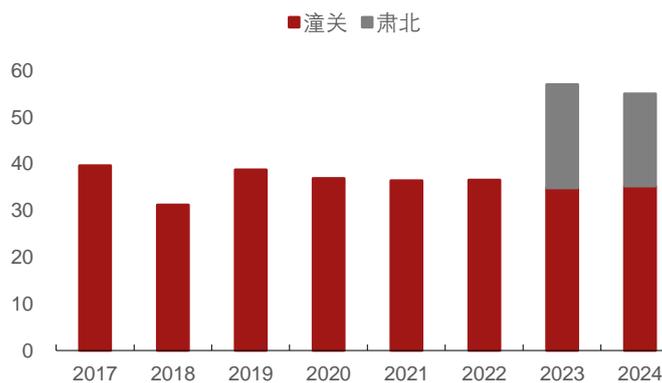


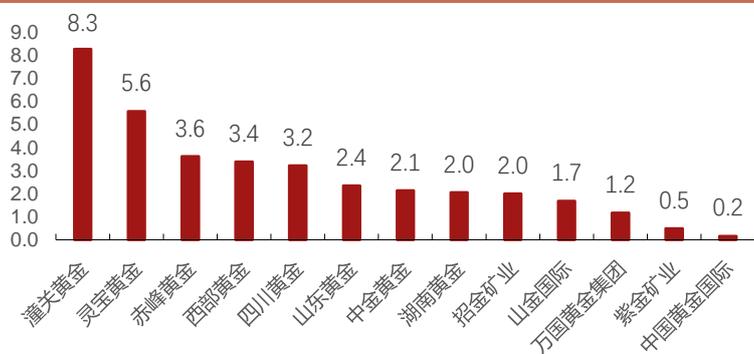
图 8: 公司各矿场资源总金属量 (吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 黄金上市公司平均资源品位对比 (克/吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 小秦岭地区金矿床分布地质图

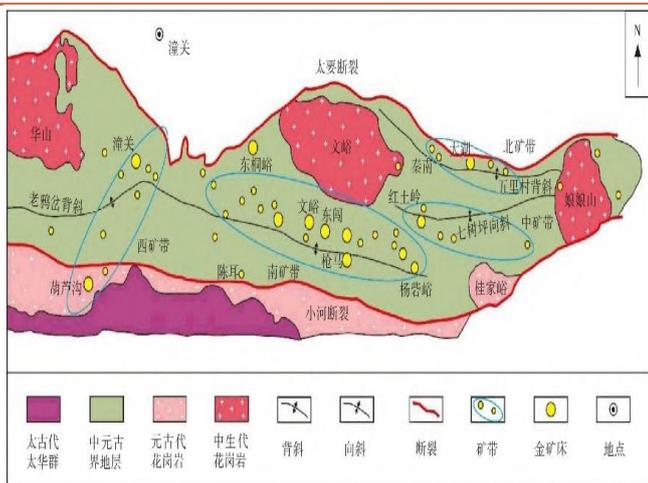
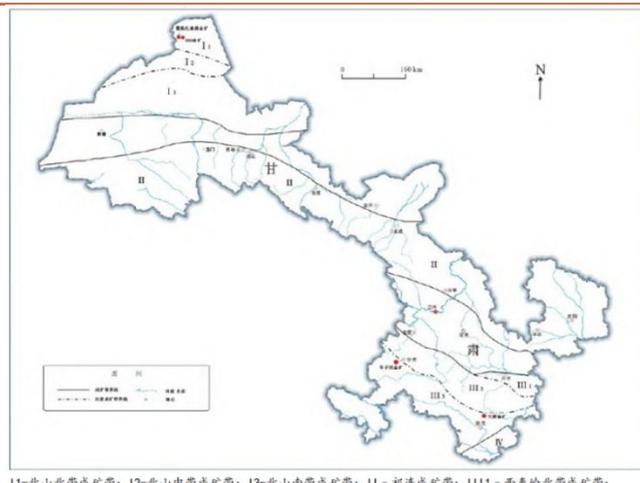


图 11: 甘肃金矿成矿带分布图



资料来源: 《小秦岭金矿田金成矿规律分析》郑远方、招商证券

资料来源: 《甘肃金矿地质特征及其启示》史志刚等、招商证券

公司矿场矿脉储量大, 具备强劲勘探潜力。公司潼关矿场矿脉隶属于小秦岭地区矿脉。该区域已发现含金石英脉 1200 余条, 已探明金矿床 50 余处, 累计探明储量超过 800 吨, 是我国核心黄金产地之一。甘肃整合区作为公司新增长点, 勘探前景同样优越。霍勒扎德盖金矿床是北山成矿带中重要的含金石英脉型金矿床, 位于肃北县马鬃山镇 300° 方向约 120 公里处, 划分为北东矿段和 460 矿段, 目前矿区圈定 100 余条金矿体。肃北矿场资源潜力尚未完全释放, 将为公司未来黄

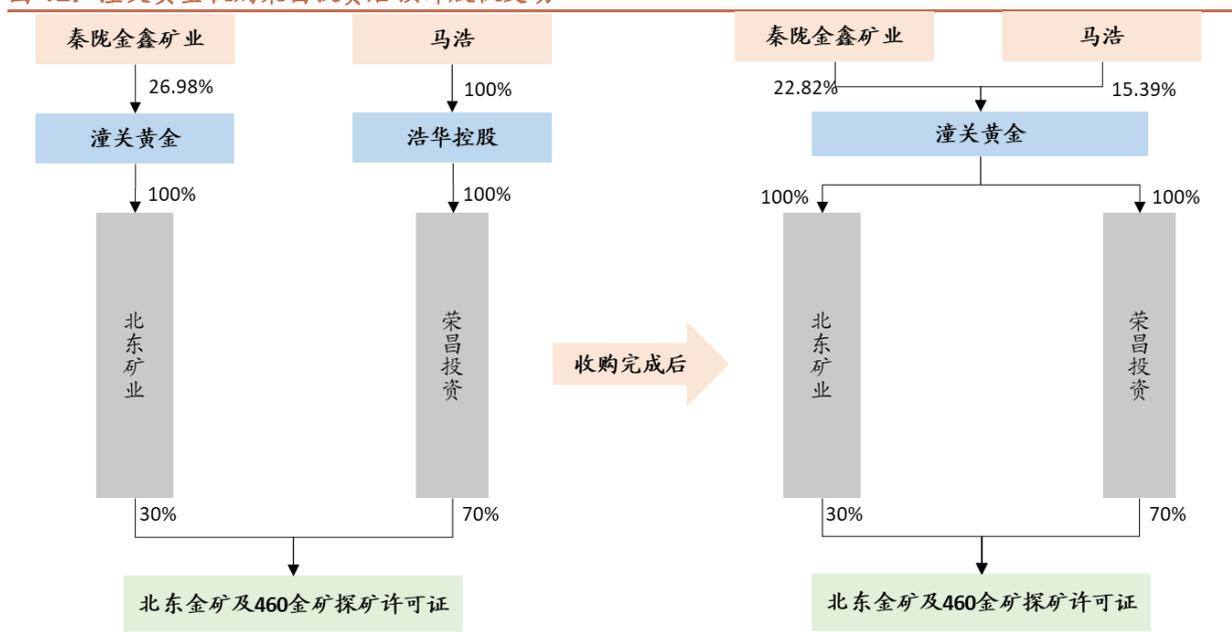
敬请阅读末页的重要说明

金储量增长提供坚实支撑。公司持续强化勘探投入。2024 年完成坑探工程约 2.1 万米、坑内钻探及地表钻探工程约 6.3 万米，勘探及开发工程费用达 1.67 亿港元。公司基于金价上行周期红利及现金流改善，计划进一步加大钻探投入力度，推进潼关与肃北矿场勘探工程，为公司中长期储量跃升筑牢基础。

2、肃北矿区并购再下一城

公司拟全资收购荣昌投资，100% 掌控肃北县北东金矿及 460 金矿探矿权。2025 年 3 月 7 日，公司全资子公司宏勇投资有限公司与卖方浩华控股订立协议，有条件同意以不超过 4 亿港元的代价，通过发行代价股份的方式购买荣昌投资有限公司 100% 股本。本次收购代价不超过 4 亿港元，将以每股代价股份 0.5 港元发行最多 8 亿股代价股份支付。收购完成后，荣昌投资将成为潼关黄金全资子公司，卖方实控人马浩将成为公司第二大股东，其余股东持股比例将相应稀释。目前，荣昌投资通过项目公司持有肃北县三份探矿许可证（合计覆盖面积 35.5 平方公里）的 70% 经济利益，剩余 30% 经济利益由公司全资子公司北东矿业持有。通过本次收购，公司将实现对上述探矿许可证 100% 经济利益的掌控，进一步强化对肃北县北东金矿及 460 金矿的资源控制，并大幅扩大自有矿产组合，为公司在黄金勘探开发业务的增长潜力与盈利可持续性提供支撑。

图 12: 潼关黄金收购荣昌投资后预计股权变动



资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 荣昌投资持有探矿许可证权益信息

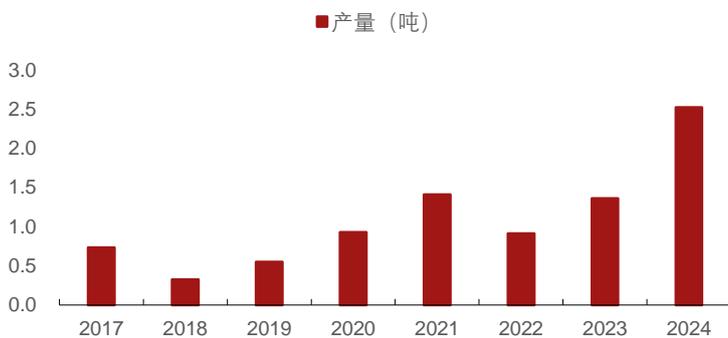
勘察项目名称	探矿许可证号码	面积 (平方公里)	有效期
北东金矿深部	T6200002022014050056664	3.63	2022 年 1 月-2027 年 1 月
460 金矿二采区深部	T6200002022014050056665	1.22	2022 年 1 月-2027 年 1 月
460 金矿一采区深部	T6200002022014050056666	30.65	2022 年 1 月-2027 年 1 月

资料来源：公司公告、自然资源部、招商证券

3、 产能逐渐释放，增量可期

2024 年公司黄金年产量达 2.5 吨，同比增长 85%。公司 2017-2024 年矿产金产量自 0.7 吨增长至 2.5 吨，2017 年业务转型时产量 0.7 吨，2018 年下滑至 0.3 吨，主要由于当地部门对矿场环境开展监察、维修及升级工作，潼关矿区停产两个月时间，对产能造成一定影响。随着整合企业陆续完成基建，产量从 2018 年的 0.3 吨提升至 2021 年的 1.4 吨。2022 年，受国内加强疾病控制措施及其他政策影响，公司于 2022 年不同时期停产及产量下降。2023 年恢复至 1.4 吨，2024 年随着肃北矿区并表，公司矿产金产量突破 2.5 吨，销量为 2.22 吨。2024 年矿山金单位销售收入为 541 元/克，与当年黄金均价比值为 97%，单位销售成本分别 324 元/克。

图 13: 公司矿产金产量 (吨)



资料来源：公司公告、招商证券

潼关矿区探转采持续推进，未来增量可期。截至 2024 年底，潼关矿区主要有四家矿业子公司，其中，祥顺矿业已在产，潼鑫矿业探矿权已成功转换为采矿权，目前正在进行安全设施相关建筑项目的设计，德兴矿业正在进行探矿权转采矿权工作，开发利用方案已评审完成及目前正编制环境恢复与治理方案及采矿与安全设施设计。

三、投资建议

矿山金产销量：考虑到公司现有子矿山产能提升，预计 2025-2027 年矿山金产销量分别为 2.8/3.4/4.1 吨；

金价：2025 年至今上金所黄金现货均价为 708 元/克，最新价为 777 元/克，考虑到在全球贸易摩擦、地缘政治不确定性、全球央行持续购金、美国再通胀风险的背景下，黄金中枢有望继续抬升，我们保守假设 2025-2027 年均价分别为 710/750/750 元/克；

毛利率：假设 2025-2027 年公司黄金开采分部单位销售成本为 330/335/340 元/克，毛利率水平分别达到 52.2%/54.0%/53.3%。

预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.6/8.0/9.7 亿元，对应 PE 分别为 11.7/8.3/6.8 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

表 3：公司主要经营数据预测

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
黄金开采分部					
产量（吨）	1.4	2.5	2.8	3.4	4.1
销量（吨）	1.3	2.2	2.8	3.5	4.1
单位销售成本	335	324	330	335	340
毛利率	26.2%	40.1%	52.2%	54.0%	53.3%
净利润（亿元）	0.5	2.0	5.6	8.0	9.7

资料来源：公司公告、招商证券

四、风险提示

1、贵金属价格下行

公司主营产品为黄金，黄金价格将大幅影响公司利润。若美联储降息不及预期，或避险情绪消退等，都将对贵金属价格形成较大压力，从而对公司盈利造成较大负面影响。

2、矿山安全事故性风险

作为矿产资源开发上游企业，企业性质决定了存在安全性事故风险。若发生安全生产事故，将会对公司生产、经营及公司声誉造成较大影响。

3、投产项目进度不达预期

公司多个规划或在建项目具有较大不确定性，若投产进度和经营情况等不及预期，将影响公司未来盈利。

4、成本控制不及预期

公司目前在产项目未来均有产量扩张预期，投产后成本具有较大不确定性，若成本控制不及预期，将对公司盈利能力带来负面影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	330	428	750	1212	1812
现金及现金等价物	143	160	392	775	1306
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	13	13	13	13
应收账款及票据	10	0	0	0	0
其它应收款	97	81	124	158	185
存货	80	174	221	266	308
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	3798	3826	4220	4587	4931
长期投资	6	3	3	3	3
固定资产	1592	1617	2011	2378	2722
无形资产	2199	2193	2193	2193	2193
其他	0	13	13	13	13
资产总计	4128	4254	4970	5799	6743
流动负债	934	1187	1375	1519	1654
应付账款	0	0	0	0	0
应交税金	143	170	170	170	170
短期借款	403	461	500	500	500
其他	389	556	705	849	984
长期负债	963	642	642	642	642
长期借款	108	30	30	30	30
其他	855	612	612	612	612
负债合计	1897	1829	2017	2161	2296
股本	369	377	377	377	377
储备	1730	1920	2437	3093	3858
少数股东权益	131	128	140	168	211
归属于母公司所有者权益	2099	2297	2813	3470	4235
负债及权益合计	4128	4254	4970	5799	6743

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(32)	471	781	1064	1268
净利润	47	196	561	797	965
折旧与摊销	58	105	106	132	156
营运资本变动	(166)	90	60	65	66
其他非现金调整	30	80	54	70	81
投资活动现金流	0	(234)	(512)	(510)	(506)
资本性支出	(56)	(125)	(500)	(500)	(500)
出售资产获得的现金	2	0	0	0	0
投资增减	0	0	0	0	0
其它	55	(109)	(12)	(10)	(6)
筹资活动现金流	46	(223)	(37)	(172)	(231)
债务增减	72	(29)	39	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	45	140	199
其它筹资	(26)	(194)	(31)	(32)	(32)
其它调整	0	0	(90)	(281)	(398)
现金净增加额	13	13	232	383	531

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1358	1486	2270	2889	3375
主营业务收入	1357	1486	2270	2889	3375
营业成本	1205	1002	1271	1531	1774
毛利	152	484	999	1359	1601
营业支出	69	157	193	217	219
营业利润	84	327	806	1142	1381
利息支出	20	29	31	32	32
利息收入	2	0	2	5	8
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	1	(14)	(14)	(14)	(14)
非经常项目损益	1	0	0	0	0
除税前利润	68	284	763	1101	1343
所得税	13	90	191	275	336
少数股东损益	8	(1)	12	29	43
归属普通股股东净利润	47	196	561	797	965
EPS(元)	0.01	0.05	0.13	0.18	0.22

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	22%	9%	53%	27%	17%
营业利润	18%	290%	146%	42%	21%
净利润	4%	319%	187%	42%	21%
获利能力					
毛利率	11.2%	32.6%	44.0%	47.0%	47.4%
净利率	3.4%	13.2%	24.7%	27.6%	28.6%
ROE	2.2%	8.5%	19.9%	23.0%	22.8%
ROIC	2.5%	7.3%	17.1%	20.4%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	43.0%	40.6%	37.3%	34.1%
净负债比率	12.4%	11.6%	10.7%	9.1%	7.9%
流动比率	0.4	0.4	0.5	0.8	1.1
速动比率	0.3	0.2	0.4	0.6	0.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	23.6	7.9	6.4	6.3	6.2
应收帐款周转率	18.7	15.8	22.1	20.5	19.7
应付帐款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股资料(元)					
每股收益	0.01	0.05	0.13	0.18	0.22
每股经营现金	-0.01	0.12	0.18	0.24	0.29
每股净资产	0.52	0.56	0.64	0.79	0.96
每股股利	0.00	0.01	0.03	0.05	0.05
估值比率					
PE	130.5	31.1	11.7	8.3	6.8
PB	2.9	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	55.1	19.1	8.9	6.3	5.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。