

► **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025 年上半年公司实现营收 9.06 亿元，同比增长 6.34%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比减少 15.03%，扣非归母净利润 0.74 亿元，同比减少 4.75%；单季度看，25Q2 公司实现营收 5.54 亿元，同比减少 5.99%，环比增长 57.01%，归母净利润 0.62 亿元，同比减少 32.28%，环比增长 646.15%，扣非归母净利润 0.67 亿元，同比减少 20.82%，环比增长 878.32%。

► **金属价格上行，毛利率抬升但净利率下降。金属价格：白银：**2025 年上半年白银均价 8144 元/千克，同比增长 21%，第二季度白银均价 8345 元/千克，同比增长 11%，环比增长 5%；**铅锌：**2025 年上半年铅/锌均价 17040/23312 元/吨，同比变动-0.4%/+5%，第二季度铅/锌均价 16929/22650 元/吨，同比降低 6%/3%，环比降低 1%/6%；**利润：**从利润率水平看，公司上半年含银铅精粉/含银锌精粉实现毛利 2.63/1.15 亿元，同比增长 49.34%/34.27%，毛利率 63.09%/61.99%，同比增长 0.98/2.79pct。上半年公司整体毛利率 44.02%，同比增长 8.04pct，净利率 11.39%，同比减少 1.14pct。

► **利润拆解：税金为影响净利核心原因。**25Q2 公司归母净利润同比减少 0.29 亿元，其中核心增利项源于毛利 (+0.38 亿元) 以及少数股东损益 (+0.05 亿元)，减利项主要源于费用及税金 (-0.44 亿元)、所得税 (-0.17 亿元) 以及其他/投资收益 (-0.1 亿元)；环比来看，25Q2 公司归母净利环比增长 0.54 亿元，其中增利项源于毛利 (+1.95 亿元)，减利项主要源于费用及税金 (-0.62 亿元)、所得税 (-0.39 亿元) 以及少数股东损益 (-0.27 亿元)。**综上**，从利润绝对值水平看，公司上半年实现利润总额 1.56 亿，同比增长 18.12%，但归母净利润同比为负增长，主要系公司上半年税金及附加同比增加约 119% (约 4600 万元)，其中矿业权出让收益同比增加约 3400 万，资源税同比增加约 1100 万元。

► **现有矿山进展顺利，菜园子即将投产：**在产矿山中，公司于 24 年完成金山矿业技改工作提高银、金回收率，降低选矿成本；东晟矿业生产规模 25 万吨/年，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，预计于 2026 年投产；德运矿业于 2024 年 2 月取得采矿证，证载生产规模为 90 万吨/年，目前正在进一步开展探矿和相关手续办理工作；另外公司鸿林矿业菜园子铜金矿生产规模为 39.6 万吨/年，预计于 2025 年 7 月-9 月进入试生产阶段，满产后对应黄金年产量约 1 吨。

► **投资建议：**考虑当前贵金属价格持续上行，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.96、8.70、14.15 亿元，对应 8 月 22 日收盘价 PE 分别为 23/13/8X，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，海外地缘风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,013	2,648	3,555	4,836
增长率 (%)	-10.7	31.5	34.3	36.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	390	496	870	1,415
增长率 (%)	163.6	27.3	75.1	62.7
每股收益 (元)	0.57	0.72	1.26	2.05
PE	29	23	13	8
PB	3.7	3.3	2.7	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.48 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作桢

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

1. 盛达资源 (000603.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：矿山恢复正常运营，盈利水平大幅增长-2025/04/30
2. 盛达资源 (000603.SZ) 深度报告：厚积薄发-2025/03/07
3. 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
4. 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
5. 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	2,648	3,555	4,836
营业成本	1,037	1,266	1,412	1,612
营业税金及附加	169	233	295	401
销售费用	1	2	2	3
管理费用	268	371	498	677
研发费用	14	14	18	24
EBIT	515	762	1,329	2,118
财务费用	87	101	107	102
资产减值损失	-60	-5	-7	-9
投资收益	68	79	107	145
营业利润	438	768	1,325	2,156
营业外收支	123	70	0	0
利润总额	561	838	1,325	2,156
所得税	87	176	239	388
净利润	474	662	1,087	1,768
归属于母公司净利润	390	496	870	1,415
EBITDA	744	1,009	1,580	2,365

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	965	759	1,733	3,600
应收账款及票据	24	39	60	70
预付款项	31	30	35	42
存货	334	324	348	443
其他流动资产	441	996	1,057	1,120
流动资产合计	1,795	2,148	3,232	5,275
长期股权投资	600	600	600	600
固定资产	2,005	2,396	2,508	2,399
无形资产	1,686	1,753	1,819	1,885
非流动资产合计	4,812	5,074	5,115	5,029
资产合计	6,607	7,221	8,347	10,304
短期借款	931	931	931	931
应付账款及票据	425	480	516	620
其他流动负债	880	843	920	1,095
流动负债合计	2,236	2,254	2,368	2,646
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	3,057	3,171	3,449
股本	129	129	129	129
少数股东权益	524	689	907	1,261
股东权益合计	3,567	4,164	5,176	6,854
负债和股东权益合计	6,607	7,221	8,347	10,304

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	31.52	34.28	36.01
EBIT 增长率	83.14	47.95	74.46	59.34
净利润增长率	163.56	27.29	75.14	62.68
盈利能力 (%)				
毛利率	48.49	52.18	60.27	66.66
净利润率	23.57	25.00	30.57	36.56
总资产收益率 ROA	5.90	6.87	10.42	13.73
净资产收益率 ROE	12.82	14.29	20.37	25.29
偿债能力				
流动比率	0.80	0.95	1.37	1.99
速动比率	0.64	0.80	1.20	1.81
现金比率	0.43	0.34	0.73	1.36
资产负债率 (%)	46.01	42.34	37.99	33.48
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	0.37	0.43	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.72	1.26	2.05
每股净资产	4.41	5.04	6.19	8.11
每股经营现金流	1.06	0.41	1.90	2.98
每股股利	0.10	0.13	0.22	0.36
估值分析				
PE	29	23	13	8
PB	3.7	3.3	2.7	2.0
EV/EBITDA	16.08	12.06	7.08	3.94
股息收益率 (%)	0.61	0.77	1.35	2.20

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	474	662	1,087	1,768
折旧和摊销	229	247	251	247
营运资金变动	-62	-522	3	103
经营活动现金流	731	284	1,312	2,053
资本开支	-547	-451	-299	-170
投资	162	-20	0	0
投资活动现金流	304	-354	-193	-25
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	-206	973	1,867

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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