

佳鑫国际资源 (03858.HK)

手握世界级钨矿资源，扬帆起航正当时

公司核心资产为巴库塔钨矿，目前已投产，未来仍有增产预期，受益钨价上行，公司利润有望高速增长。

- 公司扎根哈萨克斯坦，专注钨矿资源开发。公司核心资产为巴库塔钨矿，为全球最大露天钨矿，在单体钨矿中拥有全球最大的设计钨矿产能。2019 年完成项目可行性研究，2020 年完成项目设计和环评，2021 年全面施工，2024 年 11 月开始试生产，2025 年 4 月一期项目投产，2027Q1 预计二期项目投产。恒兆（中国香港）为公司第一大股东，持有公司 32.51% 股份，实控人为刘子嘉；江西铜业集团为公司第二大股东，间接持有公司 31.24% 股份。中铁建国投（香港）和中土香港分别持有公司 7.5% 和 3.75% 股份。
- 公司巴库塔钨矿资源丰富，项目已实现投产。截至 2025H1，巴库塔钨矿拥有资源量 107.5 百万吨钨矿石，品位 0.211%，含 22.7 万吨 WO_3 ，储量为 68.4 百万吨钨矿石，品位 0.206%，含 14.08 万吨 WO_3 。2025 年 4 月一期 330 万吨项目已实现投产，2027Q1 二期共 495 万吨项目预计投产，25H1 已处理矿石 94.5 万吨，实现钨精矿产量 1205 吨，25H2 目标产量 165 万吨，钨精矿 3638 吨。2026-2027 年预计选矿量 380/495 万吨，对应钨精矿产量 1.1/1.37 万吨。
- 项目具备成本优势，盈利能力强。项目采用露天开采方式，具备成本优势，此外公司计划透过自卸车将采出的矿石从采矿场运送到破碎站，粗碎后的矿石将透过两公里长的运输带运送到选矿厂粗矿堆，降低运输成本。此外，哈萨克斯坦的土地使用、水、电、天然气及劳工成本相比其他大型钨矿所在的国家（如中国）更低。随着项目产能爬坡，成本预计快速下降。
- 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 1.4/10.4/14.8 亿元，对应 PE 分别为 83.0、11.5、8.1 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：钨价格下行、矿山安全事故性风险、投产项目进度不达预期、汇率及政策风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	0.11	0.99	880.57	2219.78	2782.68
同比增长	-574.2	822%	89271%	152%	25%
营业利润(百万元)	(61)	(69)	262	1400	1943
同比增长	61%	13%	-478%	434%	39%
归母净利润(百万元)	(72)	(160)	145	1044	1479
同比增长	-15%	124%	-190%	621%	42%
每股收益(元)	(0.18)	(0.36)	0.33	2.38	3.37
PE	-151.58	-74.99	83.01	11.51	8.12
PB	80.1	-1770.3	87.1	10.2	4.5

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：27.347 (CNY)

基础数据

总股本(百万股)	455.7
香港股(百万股)	455.7
总市值(十亿港元)	13.2
香港股市值(十亿港元)	13.2
每股净资产(港元)	-0.07
ROE (TTM)	0.0%
资产负债率	101.3%
主要股东	恒兆国际有限公司
主要股东持股比例	32.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	175	175	175
相对表现	176	165	134

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

赖如川 S1090523060003

lairuchuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、扎根哈萨克斯坦，专注钨矿资源开发	4
1、历史沿革：扎根哈萨克斯坦，专注全球最大露天钨矿	4
2、股权结构：融合多类型优质资本	5
3、营业收入和利润	5
二、手握巨量珍稀钨矿资源	7
1、巴库塔钨矿资源丰富	7
2、步入投产期，产能快速爬坡	8
3、露天开采，成本优势显著	9
三、投资建议	12
四、风险提示	13

图表目录

图 1：公司项目历史沿革图	4
图 2：公司股权结构图	5
图 3：公司归母净利润（亿元）	6
图 4：公司巴库塔钨矿地理位置	7
图 5：公司巴库塔钨矿鸟瞰图	7
图 6：公司巴库塔钨矿采矿许可范围	8
图 7：公司选矿量和 WO ₃ 产量（右）	9
图 8：巴库塔钨矿营业成本（百万元）	10
图 9：巴库塔钨矿单位营业成本（万元/吨钨精矿）	10
图 10：巴库塔钨矿资本成本和单位资本成本（右）	11
表 1：巴库塔钨矿资源情况	7
表 2：巴库塔钨矿 2025-2039 年预计产量	9
表 3：巴库塔钨矿 2025-2039 年预计营运成本（百万元）	10
表 4：巴库塔钨矿 2025-2039 年预计单位营运成本（万元/吨钨精矿）	10
表 5：巴库塔钨矿 2025-2039 年预计资本成本（百万元）和单位资本成本（万元/吨钨精矿）	11
表 6：巴库塔钨矿 2025-2039 年预计单位资本成本（万元/吨钨精矿）	11

表 7：公司主要经营数据预测	12
附：财务预测表	14

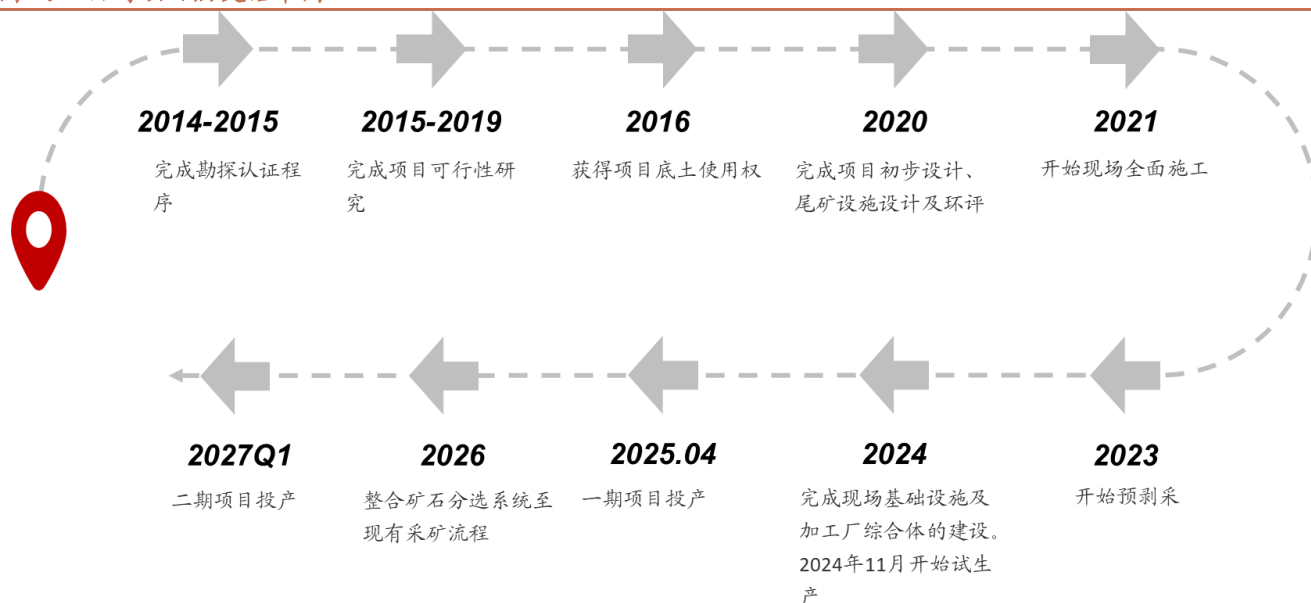
一、扎根哈萨克斯坦，专注钨矿资源开发

1、历史沿革：扎根哈萨克斯坦，专注全球最大露天钨矿

佳鑫国际资源是一家扎根于哈萨克斯坦的钨矿公司，专注开发巴库塔钨矿（“巴库塔钨矿项目”）。根据弗若斯特沙利文资料，截至 2024 年 12 月 31 日，按三氧化钨（WO₃）矿产资源量计，巴库塔为全球最大露天钨矿；同时按 WO₃ 矿产资源量计（涵盖露天与地下），位列全球第四，并在单体钨矿中拥有全球最大的设计钨矿产能。近年公司主要聚焦于项目商业化生产的筹备，并于 2024 年 11 月开展试产，以测试并微调加工流程。2025 年 4 月开始一期项目投产，2025 年目标年度采矿及矿物加工能力为 3.3 百万吨钨矿石。

- 2014 年 8 月：佳鑫国际资源在香港注册成立。
- 2014-2015 年：公司完成勘探认证程序。
- 2015-2019 年：公司完成项目一系列可行性研究。
- 2016 年：公司获得项目底土使用权。
- 2020 年：公司完成项目初步设计、尾矿设施设计以及环境影响评估。
- 2021 年：公司开始现场全面施工。
- 2023 年：公司完成预剥采。
- 2024 年：公司完成现场基础设施建设及加工厂建设，11 月底试生产
- 2025 年 4 月：公司开始一期项目投产
- 2026 年：公司整合矿石分选系统至现有采矿流程
- 2027Q1：公司进行二期项目投产

图 1：公司项目历史沿革图

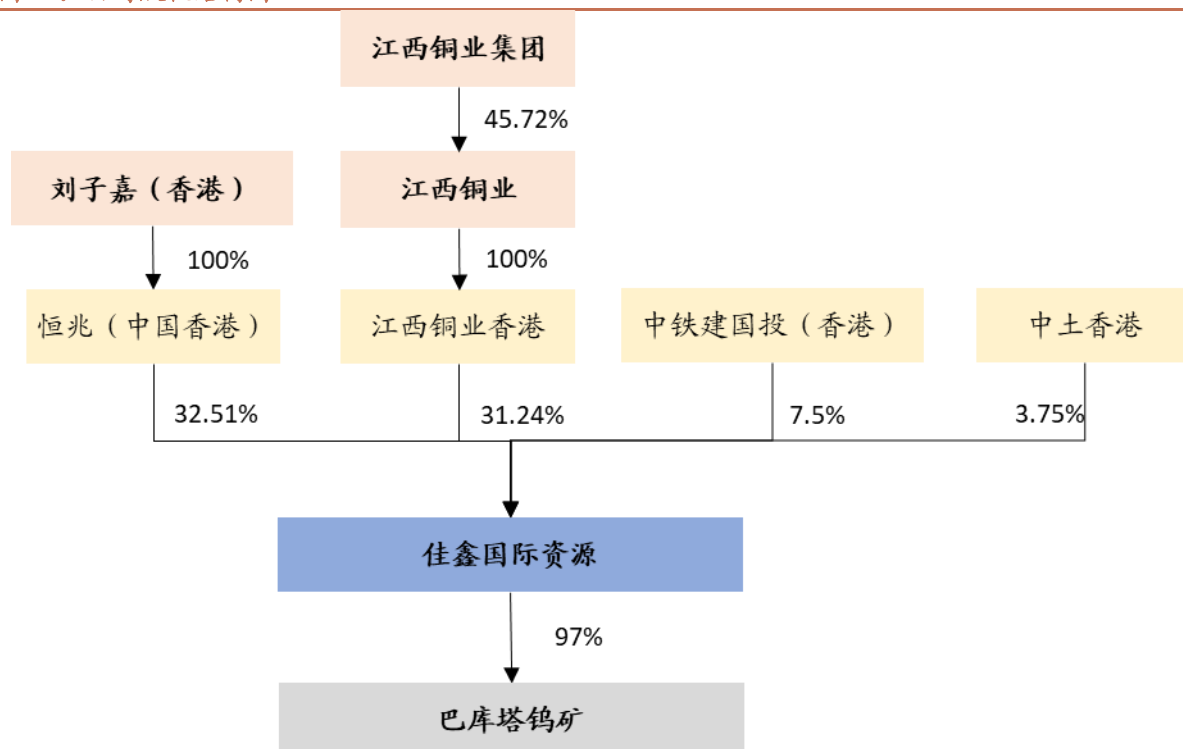


资料来源：公司公告、招商证券

2、股权结构：融合多类型优质资本

截至 2025 年 8 月 28 日，佳鑫国际资源的实际控制人为刘子嘉。恒兆（中国香港）为公司第一大股东，持有公司 32.51% 股份；江西铜业集团为公司第二大股东，间接持有公司 31.24% 股份；中铁建国投（香港）为公司第三大股东，持有公司 7.5% 股份；中土香港为公司第四大股东，持有公司 3.75% 股份。前两大股东合计持有公司 63.75% 股份，前四大股东合计持有公司 75% 股份，股东结构较为集中。公司共拥有若干附属公司，主要从事钨矿开采、加工和销售业务，其中包括巴库塔钨矿等重要项目，巴库塔钨矿公司持有 97% 股权。

图 2：公司股权结构图



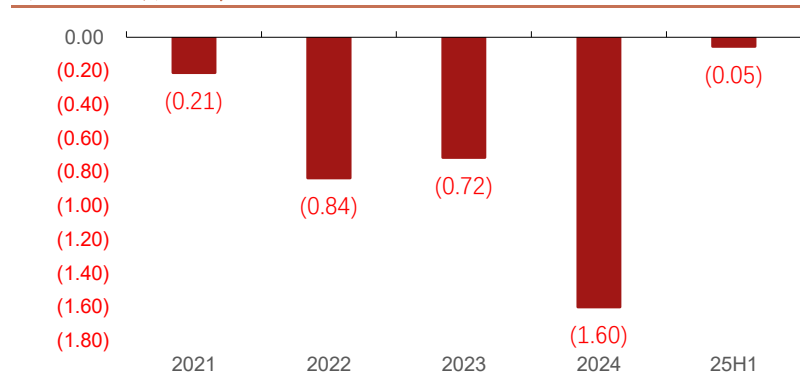
资料来源：公司公告、招商证券

3、营业收入和利润

公司在项目投产前未形成主营收入，费用化投入导致历史净利润为负。2025 年上半年随着一期商业化生产启动，公司实现营业收入约 1.15 亿元，毛利约 1639.8 万元，毛利率约 14.2%。受行政开支、财务费用影响，经营层面仍亏损，但因递延税项确认，归母净亏损收窄至约 547 万元，较上年同期显著改善。盈利拐点反映产能爬坡与固定费用摊薄开始兑现，为全年盈利弹性奠定基础。

25H1 项目投产后亏损收窄。公司在项目 2025 年上半年启动一期商业化后确认营业收入 1.15 亿元。归母净利润方面，2021-2024 年分别为-0.21/-0.84/-0.72/-1.6 亿元，2025H1 为-0.05 亿元，亏损显著收窄，体现出产能爬坡与费用摊薄的效果。资产负债表显示，截至 2025 年 6 月 30 日，公司净负债-0.30 亿元，处于净现金状态，为后续产能释放与资本开支提供了财务缓冲。

图 3：公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

二、手握巨量珍稀钨矿资源

1、巴库塔钨矿资源丰富

公司拥有巴库塔钨矿勘探及开采权。合同期限自 2015 年 6 月 2 日至 2040 年 6 月 2 日，共 25 年。采矿合同约定的矿区范围为 1.16 平方公里，许可自地表以下最大开采深度 300 米。该矿床位于哈萨克斯坦阿拉木图州，是一处露天矿，最早发现于 1941 年。该矿权最初由“Zhetysu”National Company Joint Stock Company（现更名为“地区发展机构”社会企业公司“Zhetisu”Joint Stock Company，以下简称“SPC”）根据 2015 年 6 月 2 日签署的底土使用合同取得，合同期限为 25 年。2015 年 11 月，公司通过收购 Aral-Kegen LLP 从而间接控制其附属公司 ZV，并根据 2016 年 3 月 1 日的第一号补充协议，将 SPC 的采矿权及相关责任转移至 ZV。

图 4：公司巴库塔钨矿地理位置



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：公司巴库塔钨矿鸟瞰图



资料来源：公司公告、招商证券

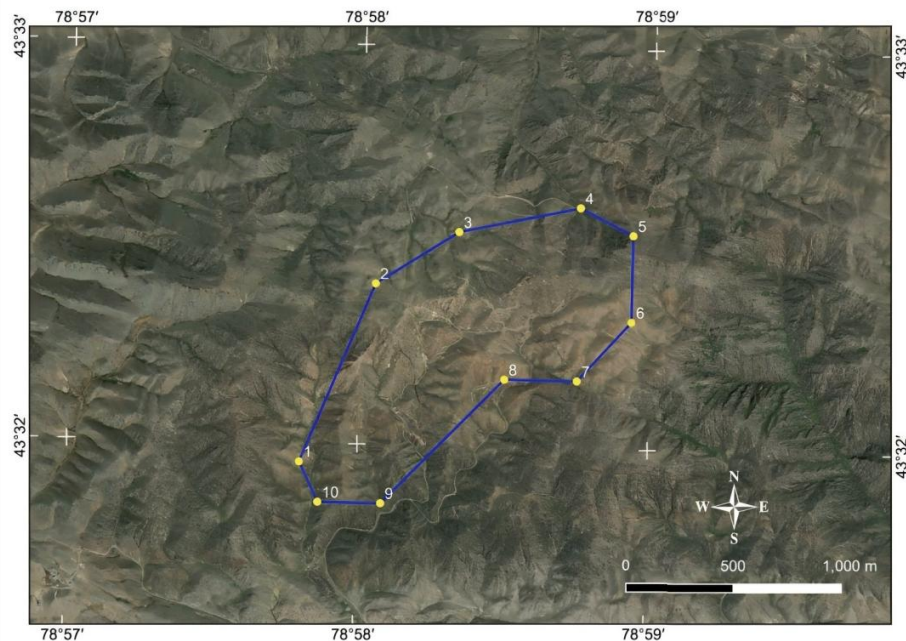
巴库塔钨矿拥有资源量 22.7 万吨 WO_3 ，平均品位 0.211%。截至 2025 年 6 月 30 日，根据《JORC 规则》，巴库塔钨矿估算矿产资源量约为 107.5 百万吨钨矿石，品位 0.211%，相当于 22.7 万吨 WO_3 ，其中包含 95.6 百万吨品位 0.209% WO_3 的控制矿源及 11.9 百万吨品位 0.228% WO_3 的推断矿源，拥有的可报告钨矿石储量为 68.4 百万吨，平均品位为 0.206% WO_3 ，相当于 14.08 万吨 WO_3 。巴库塔钨矿位于哈萨克斯坦境内，自 2014 年 5 月 20 日获得 SPC 的采矿许可后，矿区范围为 1.16 平方公里，可开采最大深度达 300 米。相关管线设施及 SPC 于 2015 年签订的一份探矿协议，有效期为 25 年。

表 1：巴库塔钨矿资源情况

资源量	矿石量（百万吨）	品位	WO_3 含量（万吨）
控制	95.6	0.21%	20.0
推断	11.9	0.23%	2.7
合计	107.5	0.21%	22.7
储量	矿石量（百万吨）	品位	WO_3 含量（万吨）
可信	68.4	0.21%	14.1

资料来源：公司数据、招商证券

图 6：公司巴库塔钨矿采矿许可范围



资料来源：公司公告、招商证券

政策友好，项目市场通道清晰。公司短期销售重心面向中国市场，受益于中哈通道及“一带一路”框架下的基础设施与贸易便利，产品外运路径与资金回流效率具备可操作性；在中国钨供给受配额与环保约束、消费端稳步扩张的背景下，项目投产窗口匹配度高。

2、步入投产期，产能快速爬坡

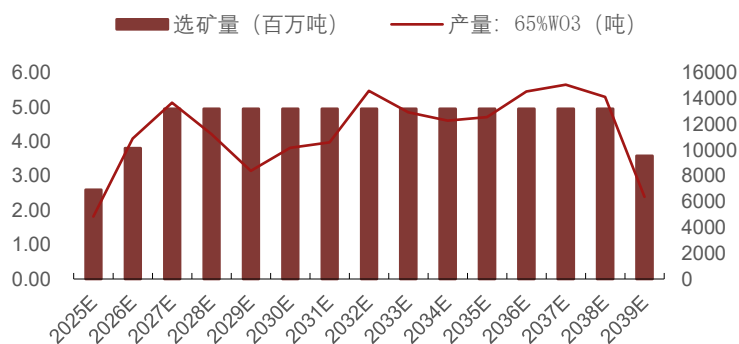
项目由建设转向投产，产能释放节奏清晰。2025 年上半年是巴库塔钨矿商业化生产后的首个完整业绩期，公司的经营重心已由矿建投入转为产能兑现。具体来看：2024 年完成现场基础设施、加工厂与尾矿库一期建设并于 11 月试产；2025 年 4 月一期正式商业化生产；规划上，2026 年完成整合矿石分选系统以提升入选品位与回收率，2027 年一季度启动二期商业化生产。公司明确了“试产—爬坡—扩产”的节奏，为之后两到三年的量增和成本曲线下移奠定基础。

产能快速爬坡后进入长期稳定期。2025 年上半年公司已加工处理 94.47 万吨矿石，钨精矿产量（65%WO₃吨，下同）1205 吨，下半年公司预计选矿量 165 万吨，品位 0.19%，回收率 75%，对应钨精矿产量 3638 吨，**2025 年全年产量预计 4843 吨**；2026 年选矿量提升至 380 万吨，自 2027 年起二期项目投产，产能完全释放进入稳态区间，选矿量稳定在 495 万吨。回收率长期稳定在约 79%，品位在 0.14%-0.24%WO₃含量区间波动，**钨精矿产量预计由 2026 年 1.09 万吨，提升至 2027 年 1.37 万吨**，其后产量随着品位波动而有所波动，**2025-2039 年均生产钨精矿 1.15 万吨。**

表 2：巴库塔钨矿 2025-2039 年预计产量

产能	25H1	25H2E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
选矿量 (百万吨)	0.94	1.65	2.59	3.80	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	3.58
品位	--	0.19%	--	0.23%	0.23%	0.19%	0.14%	0.17%	0.18%	0.24%	0.22%	0.20%	0.21%	0.24%	0.25%	0.24%	0.15%
回收率	--	75%	--	83%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
钨精矿产量 (65%WO ₃ 吨)	1205	3638	4843	10900	13665	11228	8382	10172	10596	14578	12936	12276	12549	14527	15065	14119	6371

资料来源：公司公告、招商证券

图 7：公司选矿量和 WO₃ 产量（右）

资料来源：公司公告、招商证券

3、露天开采，成本优势显著

巴库塔钨矿具有较高成本优势。项目采用露天开采方式，因成本效益、高生产率、安全及减轻环境影响等多方面因素，生产成本较地下开采方式通常更低，此外公司计划透过自卸车将采出的矿石从采矿场运送到破碎站，粗碎后的矿石将透过两公里长的运输带进一步运送到选矿厂的粗矿堆，预计可使公司运营不易受到极端天气情况影响，与传统卡车运输方式相比，可降低运输成本并提升运送安全。此外，根据弗若斯特沙利文的资料，哈萨克斯坦的土地使用、水、电、天然气及劳工成本相比其他大型钨矿所在的国家（如中国）更实惠且相对更低。

随着规模提升以及矿石分选系统上线，单位营运成本预计大幅下降。公司矿石分选试验厂的开发正按计划进行，计划 2025 年下半年至 2026 年上半年完成建设及设备安装，工业规模的试验计划于 2026 年下半年进行，2027 年初全面安装矿石分选系统，并计划进行调试，将有效增加产出、减少能源和水消耗以及降低作业成本。预计公司总营运成本由 2025 年 4.5 亿元提升至 2029 年 6.58 亿元的高点，全生命周期基本维持在 5-7 亿/年；单位成本方面，以钨精矿为口径，单位营运成本由 2025 年 9.3 万元/吨降至 2026 年的 5.7 万元/吨与 2027 年的 4.4 万元/吨，受品位与产量的扰动有所波动。

表 3：巴库塔钨矿 2025-2039 年预计营运成本（百万元）

	25H1	25H2E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
采矿	40.8	71.9	112.7	158.2	132.7	180.3	195.9	189.1	153.5	164.6	101.0	99.4	88.2	83.8	75.7	83.2	23.2
加工	34.9	144.6	179.5	312.5	311.6	311.6	311.6	311.6	311.6	311.6	311.6	311.6	311.6	311.6	311.6	311.6	225.2
费用+资源税	42.7	114.5	157.2	145.9	161.8	156.4	150.1	154.1	155.1	163.8	160.2	158.8	159.4	163.7	164.9	162.8	109.3
合计	118	331	449	617	606	648	658	655	620	640	573	570	559	559	552	558	358

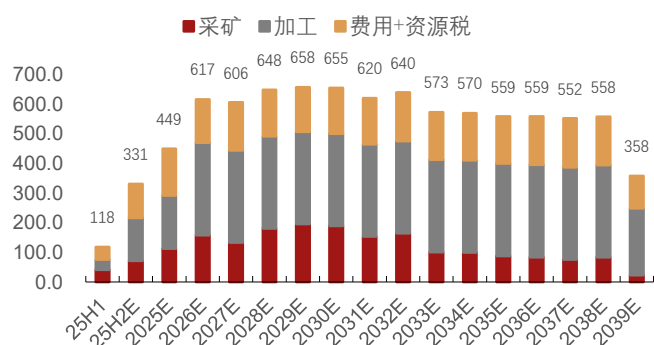
资料来源：公司公告、招商证券

表 4：巴库塔钨矿 2025-2039 年预计单位营运成本（万元/吨钨精矿）

	25H1	25H2E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
采矿	3.4	2.0	2.3	1.5	1.0	1.6	2.3	1.9	1.4	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6	0.4
加工	2.9	4.0	3.7	2.9	2.3	2.8	3.7	3.1	2.9	2.1	2.4	2.5	2.5	2.1	2.1	2.2	3.5
费用+资源税	3.5	3.1	3.2	1.3	1.2	1.4	1.8	1.5	1.5	1.1	1.2	1.3	1.3	1.1	1.1	1.2	1.7
合计	9.8	9.1	9.3	5.7	4.4	5.8	7.8	6.4	5.9	4.4	4.4	4.6	4.5	3.8	3.7	3.9	5.6

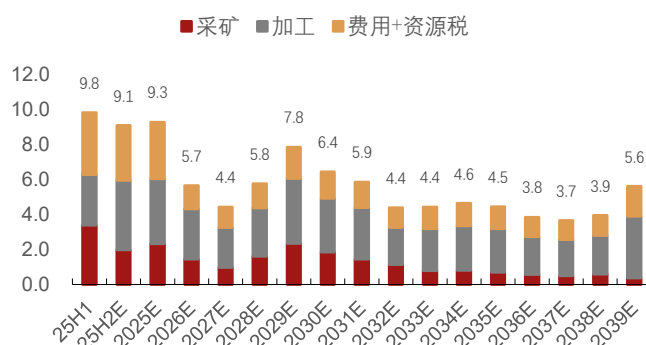
资料来源：公司公告、招商证券

图 8：巴库塔钨矿营运成本（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：巴库塔钨矿单位营运成本（万元/吨钨精矿）



资料来源：公司公告、招商证券

2020 年起产生资本成本，项目投产后预计快速下行。资本成本 2020-2024 年分别约 0.25/1.3/2.7/6.9/5.7 亿元，项目转入商业化运行后，2025-2026 年分别降至 3.4 亿元和 3.1 亿元，大额建设性投资阶段基本完成；2027-2033 年进入维持性周期，约 1.3 亿元/年，主要覆盖尾矿储存设施；2034-2040 年约增至 2.5 亿元/年，主要覆盖尾矿储存设施、闭矿等环节。

表 5: 巴库塔钨矿 2025-2039 年预计资本成本（百万元）和单位资本成本（万元/吨钨精矿）

	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	25H2E	2025E	2026E	2027-2033E	2034-2040E
矿山剥采	0.0	0.0	16.7	40.0	4.7	0.0	1.2	1.2	3.0	0.0	0.0
加工厂系统	1.0	31.0	132.6	274.2	3.8	21.0	45.9	66.9	101.3	0.0	0.0
尾矿储存设施	0.0	50.6	34.4	96.6	114.5	0.0	50.4	50.4	100.1	121.2	211.7
加工设备	0.0	16.1	56.4	134.5	135.6	0.0	18.9	18.9	16.4	0.0	0.0
供电	0.0	1.6	3.1	40.6	48.6	0.0	2.2	2.2	1.7	0.0	0.0
供热系统	0.0	0.0	0.0	5.0	41.2	0.0	0.6	0.6	0.5	0.0	0.0
电信系统	0.0	0.0	0.0	5.0	3.5	0.0	0.3	0.3	0.2	0.0	0.0
供水及网状系统	0.0	6.0	0.0	17.7	39.0	0.0	17.7	17.7	1.8	0.0	0.0
道路及其他附属设施	0.0	11.7	10.0	20.8	60.2	0.0	37.5	37.5	3.0	0.0	0.0
办公室、营地及其他	0.0	0.0	0.0	0.0	36.7	0.0	1.4	1.4	1.1	0.0	0.0
矿石分选系统	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	73.7	73.7	52.1	0.0	0.0
其他	24.2	16.4	17.4	58.7	80.8	0.0	38.3	38.3	0.0	0.0	0.0
闭矿	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.9
预借费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.0	27.0	28.0	12.1	21.1
合计	25	133	271	693	569	21.0	315.1	336.1	309.3	133.2	249.7

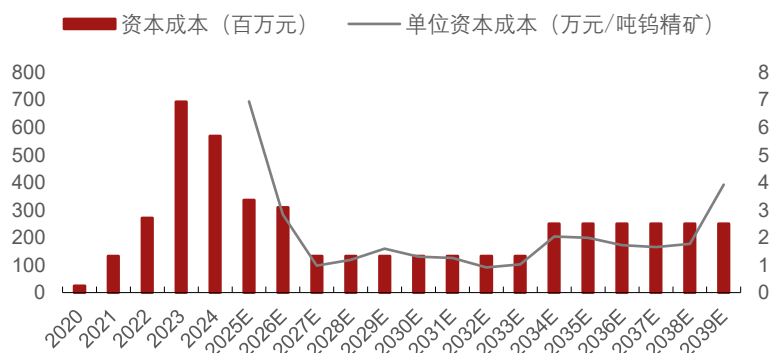
资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 巴库塔钨矿 2025-2039 年预计单位资本成本（万元/吨钨精矿）

	25H1	25H2E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
单位资本成本	1.7	8.7	6.9	2.8	1.0	1.2	1.6	1.3	1.3	0.9	1.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.8	3.9

资料来源：公司公告、招商证券

图 10：巴库塔钨矿资本成本 and 单位资本成本（右）



资料来源：公司公告、招商证券

三、投资建议

基本假设:

钨精矿价格: 假设 2025-2027 年钨精矿均价为 20.5/23/23 万元/吨;

产销量: 假设 2025-2027 年分别为 0.5/1.1/1.4 万吨;

单位营业成本: 假设 2025-2027 年分别为 9.5/6.2/5.0 万元/吨。

预计 2025-2027 公司归母净利润分别为 1.4/10.4/14.8 亿元, 对应 PE 分别为 83.0、11.5、8.1 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐”投资评级。

表 7: 公司主要经营数据预测

单位: 亿元	2025E	2026E	2027E
营业收入	8.8	22.2	27.8
营业成本	4.6	6.7	6.8
毛利润	4.2	15.5	21.0
产销量 (万吨)	0.5	1.1	1.4
归母净利润	1.4	10.4	14.8

资料来源: 公司公告、招商证券

四、风险提示

1、钨价格下行风险

钨价波动、全球经济周期及下游需求变化将直接影响公司收入和盈利。尽管供给集中和中国出口控制对钨价形成支撑，但短期市场不确定性仍需警惕。

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风险

一期产线尚处爬坡阶段，设备稳定性和运营效率将决定毛利率。整合分选系统及二期投产建设可能面临工程延迟和投资超支风险。

4、汇率及政策风险

公司资产主要位于哈萨克斯坦，港元财务报表受到坚戈汇率波动影响。哈萨克斯坦矿业政策稳定性、中国对外投资监管及“一带一路”合作框架亦是潜在风险。

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	442	85	339	459	1288
现金及现金等价物	432	38	100	100	921
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	0	0	4	11	14
其它应收款	10	35	4	11	14
存货	0	12	231	337	339
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1281	1642	2140	2637	3133
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	908	1384	1882	2379	2876
无形资产	11	9	9	9	9
其他	362	248	248	248	248
资产总计	1723	1727	2479	3096	4421
流动负债	61	334	937	478	278
应付账款	0	0	23	34	34
应交税金	8	9	9	9	9
短期借款	3	171	813	301	100
其他	50	155	92	135	136
长期负债	1529	1405	1405	1405	1405
长期借款	1465	1362	1362	1362	1362
其他	64	43	43	43	43
负债合计	1590	1739	2342	1883	1683
股本	422	431	431	431	431
储备	(287)	(438)	(293)	750	2230
少数股东权益	(3)	(5)	(1)	31	77
归属于母公司所有者权益	135	(7)	138	1182	2661
负债及权益合计	1723	1727	2479	3096	4421

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(57)	(58)	(5)	1068	1558
净利润	(72)	(160)	145	1044	1479
折旧与摊销	2	2	2	3	4
营运资本变动	3	9	(232)	(66)	(7)
其他非现金调整	10	91	80	88	82
投资活动现金流	(685)	(414)	(520)	(498)	(490)
资本性支出	(687)	(414)	(500)	(500)	(500)
出售资产和现金	0	0	0	0	0
投资增减	0	0	0	0	0
其它	2	0	(20)	2	10
筹资活动现金流	1076	82	587	(570)	(248)
债务增减	1082	128	642	(512)	(201)
股本增减	27	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	(33)	(46)	(56)	(58)	(47)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	342	(403)	62	0	821

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	0.11	0.99	880.57	2219.78	2782.68
主营收入	0	0	879	2219	2781
营业成本	0	0	461	673	678
毛利	0	0	418	1545	2103
营业支出	61	70	157	146	162
营业利润	(61)	(69)	262	1400	1943
利息支出	36	80	56	58	47
利息收入	46	167	100	2	10
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(21)	(180)	(120)	0	0
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	(73)	(163)	186	1345	1906
所得税	0	0	37	269	381
少数股东损益	(1)	(3)	4	32	46
归属普通股股东净利润	(72)	(160)	145	1044	1479
EPS(元)	(0.18)	(0.36)	0.33	2.38	3.37

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-574.2	822%	89271%	152%	25%
营业利润	61%	13%	-478%	434%	39%
净利润	-15%	124%	-190%	621%	42%
获利能力					
毛利率	0.0%	0.0%	47.5%	69.6%	75.6%
净利率	-66902.7	-16256.7	16.43%	47.02%	53.16%
ROE	-52.9%	2360.7	104.92	88.33%	55.59%
ROIC	-2.3%	-5.5%	10.5%	48.8%	46.5%
偿债能力					
资产负债率	92.3%	100.7%	94.5%	60.8%	38.1%
净负债比率	85.2%	88.7%	87.7%	53.7%	33.1%
流动比率	7.2	0.3	0.4	1.0	4.6
速动比率	7.2	0.2	0.1	0.3	3.4
营运能力					
资产周转率	0.0	0.0	0.4	0.7	0.6
存货周转率	0.0	0.0	3.8	2.4	2.0
应收帐款周转率	0.0	0.0	40.5	143.3	111.3
应付帐款周转率	0.0	0.0	40.0	23.7	20.1
每股资料(元)					
每股收益	-0.18	-0.36	0.33	2.38	3.37
每股经营现金	-0.14	-0.13	-0.01	2.43	3.55
每股净资产	0.34	-0.02	0.31	2.69	6.06
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-151.58	-74.99	83.01	11.51	8.12
PB	80.1	-1770.3	87.1	10.2	4.5
EV/EBITDA	-346.3	-147.3	49.1	8.5	6.1

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。