

浙矿股份 (300837.SZ)

“业务结构+运营模式”升级共振，并购铅银矿打造第二成长曲线

我们看好浙矿股份在砂石矿山和金属矿山、资源回收利用主业的发展前景，同时公司并购海外铅银矿有望在未来增厚业绩。公司对应 25/26/27 年的 PE 分别为 65.4、53.9、48.1，首次覆盖给予“增持”投资评级。

- 浙矿股份以大型矿山机械设备、资源再生处置利用设备等为主导产品。公司由陈利华控股，股权集中治理稳健；2003 年创立，2020 年创业板上市，2023 年发行可转债募资 3.1 亿元加码再生资源装备，2026 年拟收购哈萨克斯坦铅银矿，向“装备+资源”双轮驱动升级。公司破碎筛分设备国内领先，2024 年铁矿客户收入占比突破 20%，对冲砂石周期下行。2025Q1-3 营收 4.68 亿元 (-9.9%)，业绩承压但资产负债率仅 35.5%，现金流充裕，财务状况稳健；运营管理等高毛利业务放量，有望支撑盈利修复。
- 破碎筛分主业：千亿级市场，“业务结构+运营模式”升级路径明晰。**①产业环节：破碎筛分设备属于选矿加工环节，负责将物料加工成特定规格尺寸，下游涉及金属采矿业、建材等；②市场规模：全球矿机市场规模约 1000~1500 亿美元，其中选矿环节 200~350 亿美元（占比 40%），矿山、砂石为后者主要下游场景（占比约 70%、30%），海外、矿山是核心抓手；③竞争格局：Metso、Weir、FLsmidth 为全球选矿环节龙头矿机企业，2024 年收入合计 115.13 亿美元，CR5 达 75.13%，公司规模接近全球矿机前五十强末位，仍具充足成长空间；④发展趋势：受地产行业影响，近年国内砂石骨料需求承压；而在能源、基建持续扩张背景下，全球矿类资源品供给持续紧张；全球矿机需求有望迎来新一轮中长期景气；⑤公司逻辑：公司 2025 年上半年海外收入同比+781.49%，海外收入占比 17.71%，运营管理与矿山相关收入占比超 20%，“业务结构+运营模式”升级共振，未来有望支撑公司主业稳步向上。
- 并购哈萨克斯坦铅银矿，打造第二成长曲线。公司拟 5 亿元并购哈萨克斯坦 Alaigyr 铅银矿，铅/银金属量 139 万吨/633 吨，预计 2027 年复产。全球银矿供给收缩、印度抵押新政+ETF 囤货锁定显性库存，现货升水飙升，降息预期强化货币属性，银结构性紧缺，价格中枢上移确定性强。
- 首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 2025、2026、2027 年 EPS 分别为 0.93、1.13、1.26 元，对应 PE 分别为 65.4、53.9、48.1。
- 风险提示：客户开拓不及预期，海外矿山开发进度不及预期，银价波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	548	653	701	791	880
同比增长	-21%	19%	7%	13%	11%
营业利润(百万元)	129	97	113	137	154
同比增长	-41%	-24%	16%	21%	12%
归母净利润(百万元)	107	80	93	113	126
同比增长	-43%	-25%	16%	21%	12%
每股收益(元)	1.07	0.80	0.93	1.13	1.26
PE	56.9	76.2	65.4	53.9	48.1
PB	4.5	4.3	4.1	3.9	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (首次)

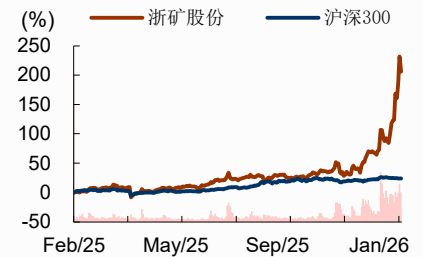
中游制造/机械
目标估值：NA
当前股价：60.87 元

基础数据

总股本 (百万股)	100
已上市流通股 (百万股)	76
总市值 (十亿元)	6.1
流通市值 (十亿元)	4.6
每股净资产 (MRQ)	14.3
ROE (TTM)	2.9
资产负债率	35.5%
主要股东	陈利华
主要股东持股比例	32.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	95	169	225
相对表现	94	155	202



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 郭倩倩 S1090525060003
guoqianqian@cmschina.com.cn
- 刘伟浩 S1090519040002
liuweihe@cmschina.com.cn
- 高杨洋 S1090525070002
gaoyangyang@cmschina.com.cn
- 张洵伊 研究助理
zhangxunyi@cmschina.com.cn
- 朱鹏丞 研究助理
zhupengcheng1@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司简介	5
1.1 股权结构稳定	5
1.2 深耕矿山机械行业，拓展海外布局	5
1.3 产品矩阵多元，产销情况有所改善	6
1.4 财务状况	9
二、破碎筛分主业：从国内到海外，从砂石到矿山	11
三、第二增长曲线：并购铅银矿实现再增长	16
3.1 并购哈萨克斯坦 Alaigyr 矿	16
3.2 白银：结构性短缺难以缓解，具备持续性上涨动能	17
3.2.1 白银矿端供应扩张弹性较小	17
3.2.2 印度白银抵押贷款新规将带来新的用银增量	18
3.2.3 库存：ETF 持仓锁定白银库存，国内外白银现货需求旺盛	20
3.2.4 特朗普政府的强烈干预下美联储仍具备大幅降息和扩表的空间，对白银价格形成持续性的宏观利多因素	21
四、盈利预测	22
五、风险提示	24

图表目录

图 1：公司股权结构	5
图 2：公司发展历程重要节点	6
图 3：公司破碎设备产销情况	6
图 4：公司筛分设备产销情况	6
图 5：公司营业收入及同比（右轴）	9
图 6：公司归母净利润及同比（右轴）	9
图 7：公司分业务收入	9
图 8：公司分业务毛利	9
图 9：公司分业务毛利率	10
图 10：公司销售净利率和毛利率	10
图 11：公司资产负债率	10

图 12: 公司速动比率.....	10
图 13: 公司的破碎筛分设备主要用于砂石骨料和金属矿山的生产和加工	11
图 14: 公司破碎筛分设备在砂石骨料和金属矿山生产加工中的工艺流程	11
图 15: 2022-2027E 全球矿山机械市场规模.....	12
图 16: 全球各类矿山装备产品份额.....	12
图 17: 2025 年全球矿山设备制造商 50 强榜单	12
图 18: 2024 年全球砂石骨料用选矿矿机市场分布及美卓份额.....	13
图 19: 2024 年美卓分应用场景矿机收入结构	13
图 20: 2024 年伟尔分应用场景矿机收入结构	13
图 21: 2024 年全球矿山用选矿矿机美卓份额排名	14
图 22: 2018-2025 年中国房地产新开工面积及同比增速.....	14
图 23: 2017-2024 年国内砂石产量及同比增速	14
图 24: 卡特预计 2024-2035 年全球矿业需求高景气.....	15
图 25: 卡特预计 2024-2030 年全球矿业 Capex+50%	15
图 26: 2016-2025H1 公司分内外销收入及海外收入占比.....	15
图 27: 白银矿产供应量 (吨) 及同比值 (%)	18
图 28: 全球白银矿产量分布 (2024 年:%)	18
图 29: 印度金银贷款价值比规定	19
图 30: 印度白银需求 (吨)	19
图 31: 印度白银进口量 (吨)	19
图 32: 白银 ETF 持仓量 (吨)	20
图 33: 白银租赁利率 (%)	20
图 34: COMEX 白银注册仓单与非注册仓单 (吨)	20
图 35: 国内现货白银升贴水 (元/千克)	21
图 36: 联邦基金目标利率 (%) 与 COMEX 银价 (右轴:美元/盎司)	21
图 37: 新任联储主席提名概率	22
图 38: 浙矿股份历史 PE Band	24
图 39: 浙矿股份历史 PB Band	24
表 1: 公司主要产品.....	7
表 2: Alaigny 公司及其矿产发展情况.....	16

表 3: JORC 标准下的储量和资源量	17
表 4: 基于统计方法计算的 Alaiyr 矿床铅矿资源量详情	17
表 5: 2025 年全球分区域白银矿产量 (吨)	18
表 6: 白银贷款新增用银量测算	19
表 7: 浙矿股份盈利预测	22
附: 财务预测表	25

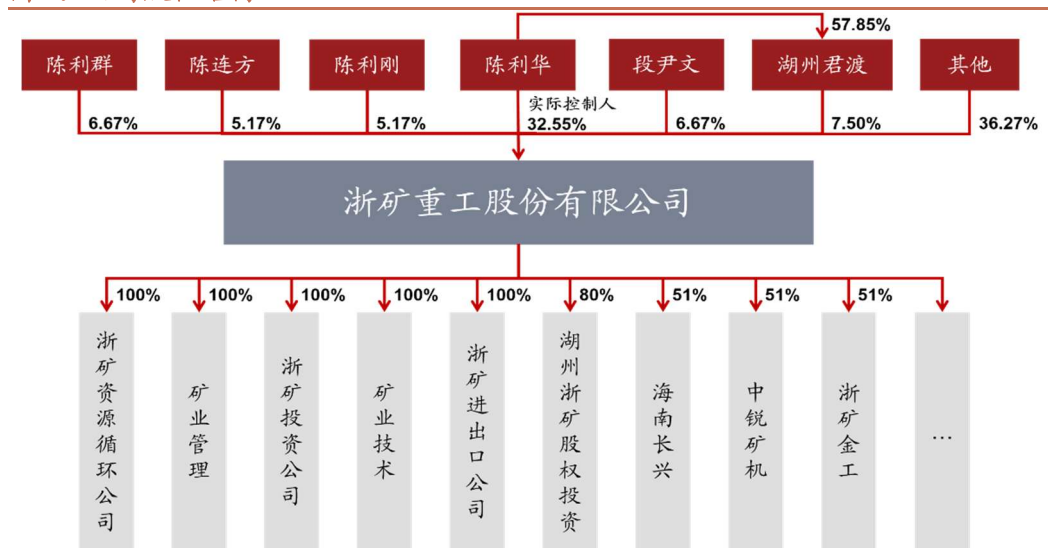
一、公司简介

1.1 股权结构稳定

公司股权集中稳定，治理架构完善。公司实际控制人为陈利华先生，截至 2025 年 6 月末，陈利华直接持有公司 32.55% 的股份，与近亲属陈利群、陈连方、陈利刚（兄弟关系）及段尹文（配偶的弟弟）构成一致行动人，合计控制公司核心股权 56.23%，保障了公司战略规划持续推进与经营决策的高效执行。湖州君渡投资管理有限公司作为核心员工持股平台，持有 7.50% 的股份，目前湖州君渡股权结构与公司上市时相同，所有股东均为公司骨干人员，股权结构稳定，通过深度利益绑定充分激发核心团队的积极性与创造力。其余股权由自然人股东及机构投资者分散持有，形成了“实际控制人家族+核心员工+外部投资者”多元且均衡的股权结构。

公司建立了完善的法人治理结构，股东大会、董事会、监事会及经营管理层各司其职、有效制衡，配合专业化的职能部门架构，确保公司治理规范透明，为业务持续健康发展奠定了坚实的制度基础。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

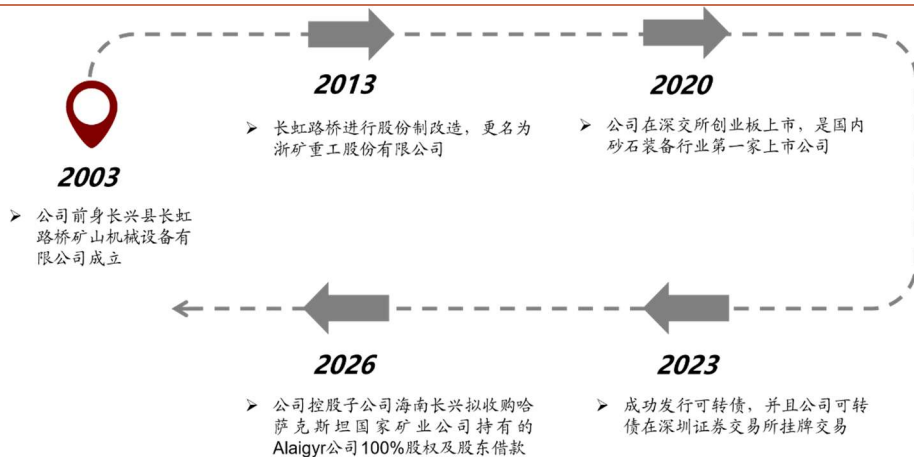
1.2 深耕矿山机械行业，拓展海外布局

深耕行业二十载，夯实上市根基。浙矿重工股份有限公司（股票代码：300837.SZ）前身为长兴县长虹路桥矿山机械设备有限公司，成立于 2003 年，正式开启矿山机械专业化经营之路；2013 年公司完成股份制改造并更名为浙矿重工股份有限公司，治理结构进一步规范。2020 年 6 月 5 日在深圳证券交易所创业板上市，成为国内砂石装备行业首家上市公司，登陆资本市场开启规范化发展新阶段，上市后公司持续拓展业务边界与全球化布局，聚焦绿色智能装备主业，构建起覆盖研发、生产、销售、运营及售后服务的全产业链服务能力。

募资赋能升级，拓展海外布局。2023 年公司成功发行可转换公司债券，实际募集资金净额 31,148.42 万元，募集资金主要用于废旧新能源电池再生利用装备制造

造示范基地建设项目与建筑垃圾资源回收利用设备生产基地建设项目（一期），为技术升级与产能扩张提供坚实支撑。截至 2025 年 6 月末，公司已使用募集资金 3,962.51 万元，剩余募集资金存放于专用账户及现金管理专用结算账户，将分别继续用于两项募集资金投资项目。2026 年公司推进控股子公司海南长兴收购哈萨克斯坦 Alaigny 公司 100% 股权及股东借款，该标的拥有卡拉干达州铅银矿资源，标志着公司向矿产资源开发领域延伸，构建“装备制造+资源开发”全产业链格局。公司已从专业设备制造商向整体解决方案服务商转型，同时依托“一带一路”沿线国家市场需求，业务遍及国内外多个市场，持续完善海外区域化服务体系，在矿山机械制造与资源循环利用领域树立了稳固的行业地位。

图 2：公司发展历程重要节点

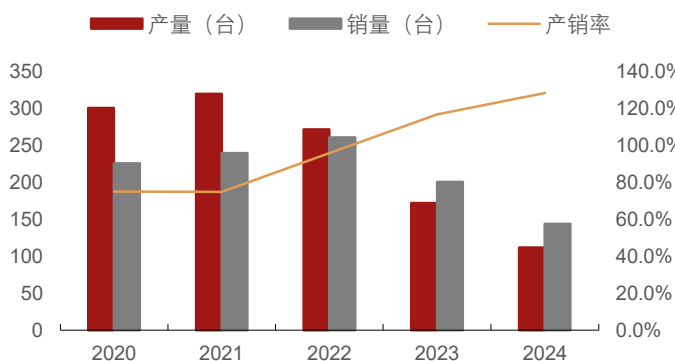


资料来源：公司公告、招商证券

1.3 产品矩阵多元，产销情况有所改善

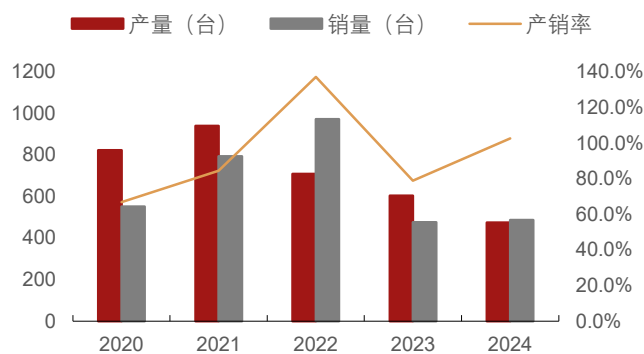
公司主要依据在手订单进行排产，从终端应用领域来看，公司产品主要应用于砂石破碎筛分环节，此外在铁矿领域市场也进行了开拓，2024 年相关客户销售占比超 20%。截至 2024 年末，核心产品产销呈现“量减效升”的特征：破碎设备 2020-2022 年产量维持 270 台以上，2023-2024 年随订单结构调整逐步回落至 112 台，但产销率持续攀升至 128.6%，反映产品需求匹配度提升；筛分设备产量从 2020 年的 823 台波动调整至 2024 年的 474 台，同期销量与产量基本同步，产销率始终保持在合理区间，体现出公司以销定产策略的有效性，库存管理随市场需求灵活适配。

图 3：公司破碎设备产销情况



资料来源：ifind、招商证券

图 4：公司筛分设备产销情况



资料来源：ifind、招商证券

聚焦核心赛道，产品矩阵多元。公司以破碎、筛分技术为核心，专注于中大型矿山机械设备及资源再生处置利用设备的研发、设计、生产、销售与服务的综合性运营。主营业务是为砂石骨料加工、金属矿山开采加工以及建筑垃圾、废旧电池等资源回收利用领域，提供绿色、智能化的成套装备及系统性整体解决方案。主要产品涵盖破碎系列、筛分系列、洗选系列、给料系列及模块化系列五大类。基于下游应用场景，公司破碎、筛分成套设备可分为两大类生产线：一是用于砂石骨料及金属矿山的砂石（矿山）生产线；二是专注于固废/危废处理及加工回收的资源回收利用生产线。公司坚持“以客户为导向，成套性供货”的原则，具备从工艺设计、核心设备制造到智能管理系统集成的全产业链服务能力。面对当前下游砂石行业的周期性调整，公司正积极拓展金属矿山装备市场并加速全球化布局，以培育新的业绩增长点。

表 1：公司主要产品

类别	产品种类	功能及特点	图示
破碎系列	颚式破碎机	颚式破碎机系列广泛用于各种矿山的一级破碎，可破碎硬度不大于 320MPa 的各种石料。结构轻巧、耐冲击性能强、高强度铸钢，可快速调整排料口、易于安装维护，运行成本低。	
	圆锥式破碎机	圆锥式破碎机广泛用于矿山的二级三级或四级破碎。坚固耐用、主轴摆动速度快使产量更大、粒型更好，自动化程度高，承载力强使运转更加平稳，易于操作维护。	
	旋回式破碎机	旋回破碎机适用于各种岩石和矿石的初级破碎。相对其他初级破碎设备，具有处理量大、破碎效率高、破碎比大、产品粒度均匀、低能耗、破碎腔内磨损均匀等特点，适合特大生产规模的条件下使用。	
	多缸圆锥式破碎机	通过先进的设计，腔型经过优化，使生产的石料级配更好，增加了通过量。该产品适用于金属和非金属矿山、建筑材料、化工原料等各个领域。	
	冲击式破碎机	立式冲击破碎机将独特的转子设计与有效精确控制的旁路给料系统的完美结合，大大提高了生产能力和产品质量，降低了生产成本和磨损件的消耗。自动控制系统与手动控制系统的完美结合，最大程度地减少设备维护保养的工作量。	
	锤式破碎机	采用全不锈钢制作，高转速、大冲程，适用于废铅酸蓄电池整体破碎。	
筛选设备	对辊式破碎机	通过电机、减速机以及万向联轴器，带动两辊轮相对旋转，相互挤压物料实现破碎工作。可广泛应用于金属/非金属矿山的制砂环节。	
	圆振动筛	圆振动筛单轴偏心激振器，单电机驱动，筛机采用电机驱动偏心轴。这种方式能在偏心轴与外置偏心块旋转后产生激振力，从而使筛机产生简谐运动。双轴圆振动筛采用双电机、同步带强迫同步方式驱动，达到同步效果。	
	椭圆振动筛	椭圆振动筛采用双电机驱动两根不平衡轴偏心激振器，使其做自同步、反击旋转时产生不平衡激振力，从而让筛机做椭圆轨迹运动。	
	三轴水平筛	水平式三轴椭圆振动筛采用单电机驱动三根轴偏心激振器，其激振器的三根轴上装有相同规格的配重块、齿轮。同步齿轮强迫各轴保持相位差稳定，实现两正一反旋转，从而产生激振力，迫使筛箱做强制连续的椭圆运动。	

香蕉式振动筛	<p>采用双电机驱动两组相同偏心质量的激振器，使其做自同步、反向旋转时产生的离心力沿振动方向的分力互相叠加，在其他方向，离心力的分力互相抵消，形成单一的沿振动方向的激振力，使筛箱作直线轨迹的往复振动。</p>		
直线振动筛	<p>采用双振动电机驱动，其偏心块所产生的激振力在平行于电机轴线的方向相互抵消，在垂直于电机轴的方向叠为一合力，因此筛机的运动轨迹为一直线，物料在筛面上被抛起跳跃式向前作直线运动，对中、细粒度物料进行干湿式筛分、脱水、脱介、脱泥。</p>		
轮式洗砂机	<p>通过液压系统驱动液压马达带动轮斗转动，砂石经由给料槽挤入洗选槽中，经过轮斗洗选脱水后，送入脱水筛中脱水，同时砂石中的杂质经洗选槽出口排出，完成砂石的清洗和脱水作业。广泛用于砂石场、矿山、建材、交通、化工、水利水电、混凝土搅拌站等行业中对物料的洗选。</p>		
洗选系列	砂石洗选机	<p>可清洗分离砂石中的泥土和杂物，其新颖的密封结构，可调式溢流堰板。可靠的传动装置确保清洗脱水的效果，适用于公路、水利、建筑等用砂单位。</p>	
细砂回收装置	<p>可以解决现有人工砂生产线中细砂（0.16mm 以下颗粒）大量流失，砂子级配不合理等问题。能够提高机制砂的产品质量，减少细砂排放从而降低环境污染，广泛应用于水电站砂石骨料加工系统、玻璃原料加工系统、人工制砂生产线、选煤厂粗煤泥的回收及环保工程（泥浆净化等）等，可有效地解决细砂回收问题。</p>		
坐式给料机	<p>根据平面音质体振动同步理论，当两台振动电机以相同的角度作反方向自同步运转时，其惯性力在振动电机旋转中心连线方向的分力，大小相等，方向相反，互相抵消，而与中心连线垂直方向的分力则方向相同，互相迭加，在该惯性力的作用下，给料槽沿合力方向作简谐振动，从而达到输送物料之目的。</p>		
给料系列	双轴振动给料机	<p>生产流程中，可把块状、颗粒状物料从贮料仓中均匀、定时、连续地给到受料装置中去，在生产线上可为破碎机械连续均匀地喂料，并对物料进行粗筛分，广泛用于冶金、煤矿、选矿、建材、化工、磨料等行业的破碎、筛分联合设备中。</p>	
振动给料机	<p>生产流程中，可把块状、颗粒状物料从贮料仓中均匀、定时、连续地给到受料装置中去，在生产线上可为破碎机械连续均匀地喂料，并对物料进行粗筛分，广泛用于冶金、煤矿、选矿、建材、化工、磨料等行业的破碎、筛分联合设备中。</p>		
模块化系列	模块化破碎筛分站	<p>模块化破碎站在保留固定式破碎料场优点的同时，兼顾一定的移动功能，可实现快速搬迁和安装，具有设计紧凑、节省空间、便于安装、运行效率高等特点，非常适合固定料场和对移动有一定要求的工程施工单位。</p>	

资料来源：公司公告、招商证券

1.4 财务状况

营收短期承压，结构优化调整。2018年至2022年，公司营业收入保持稳健增长态势，核心产品在砂石矿山、金属矿山领域的市场渗透率持续提升，支撑营收规模稳步扩大。2023年营收出现下滑，2025年Q1-3实现营业收入4.69亿元，较上年同期下降9.90%，主要受下游砂石骨料行业市场有效需求不足的行业环境影响。尽管短期承压，但公司运营管理业务等新增长极逐步发力，为营收增长注入新动能，境内核心市场需求保持稳定，业务结构正在持续优化。

净利同步调整，盈利能力稳健。2018年至2022年，公司归母净利润与营业收入保持同步增长。2023年至2025年归母净利润随营收同步调整，主要受下游行业影响。但公司整体盈利质量保持合理水平，为后续技术研发与业务扩张提供了基础财务支撑。

图 5：公司营业收入及同比（右轴）

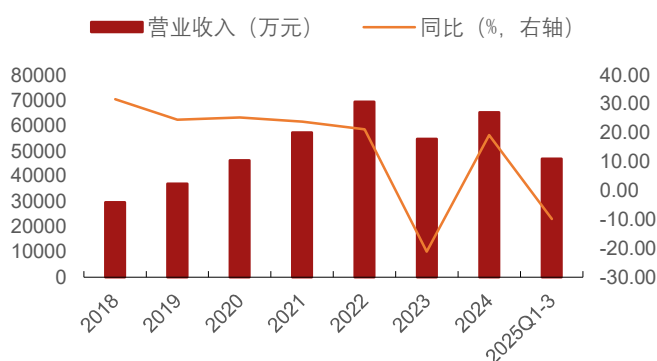
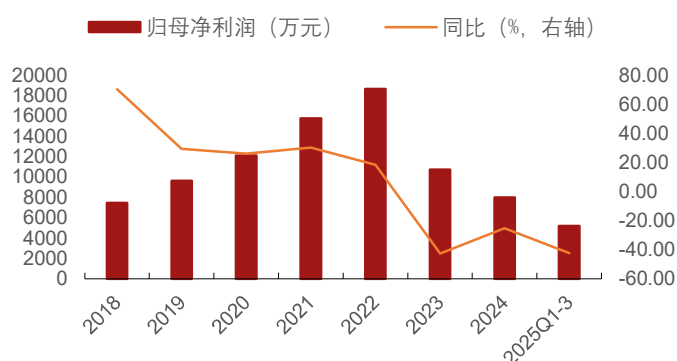


图 6：公司归母净利润及同比（右轴）

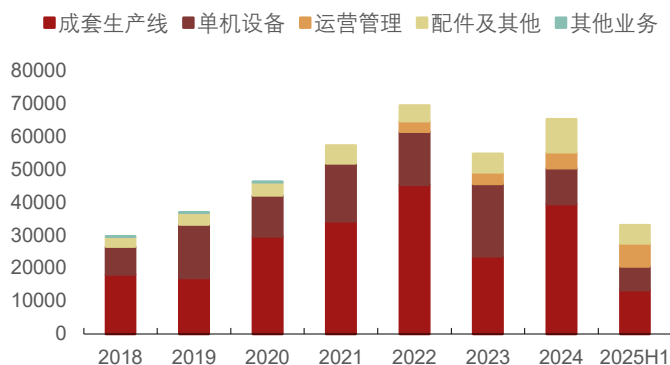


资料来源：iFinD、招商证券

资料来源：iFinD、招商证券

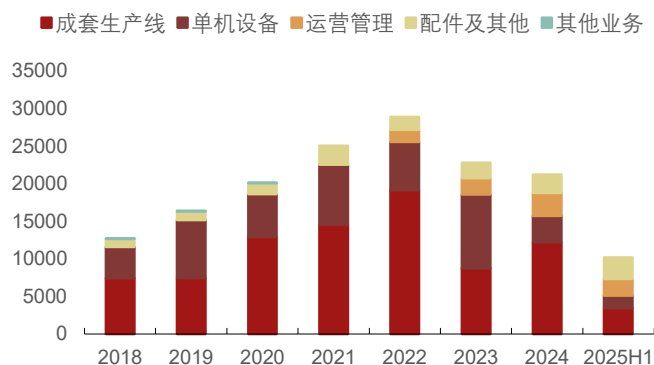
公司收入结构持续优化，新业务增长亮眼。破碎筛选成套生产线与单机设备一直是营收与毛利主力，支撑公司规模扩张。2023年后受下游需求波动影响，成套生产线收入与毛利下滑，而配件及其他业务稳步增长，新增运营管理业务表现突出。2024年至2025年上半年，成套生产线为营收与毛利的核心来源，仍为整体盈利奠定基础。

图 7：公司分业务收入（万元）



资料来源：iFinD、招商证券

图 8：公司分业务毛利（万元）



资料来源：iFinD、招商证券

公司各业务毛利率保持相对稳定，其中成套生产线与单机设备毛利率维持在20%-50%区间，2025年上半年有所下降，但仍具备竞争力。运营管理业务作为新兴板块，2025年上半年毛利率31.93%，随着规模效应释放有望持续改善。公司销售净利率与毛利率较为稳健，得益于核心业务的高盈利贡献与成本控制成效。2023年起，受下游行业需求调整、产品结构变化等因素影响，盈利指标有所回调，2023年销售净利率19.50%、毛利率41.53%，2024年分别降至12.27%、32.43%，2025年三季度小幅回升至12.48%、33.28%。尽管短期承压，但公司通过优化产品结构、拓展高毛利业务，维持了整体盈利水平。

图 9：公司分业务毛利率

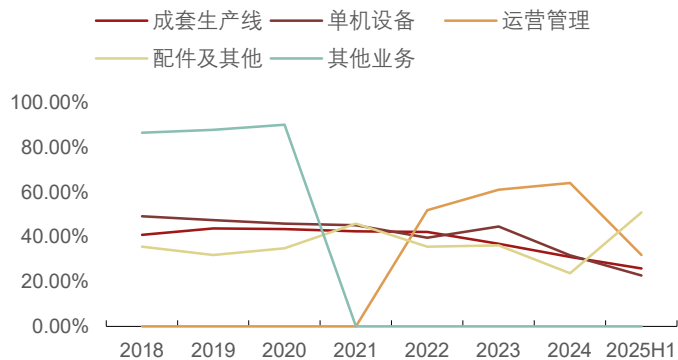
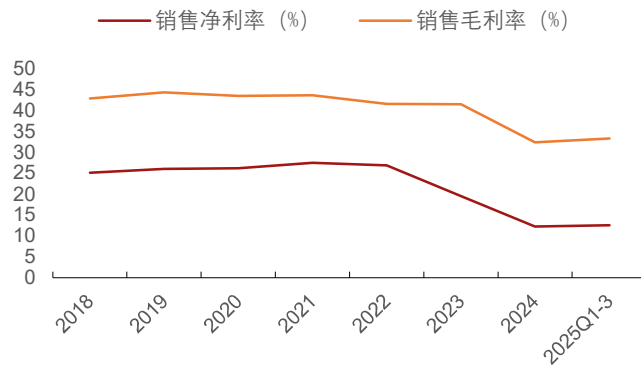


图 10：公司销售净利率和毛利率



资料来源：iFinD、招商证券

资料来源：iFinD、招商证券

财务状况稳健，抗风险与债务偿付能力坚实。2018年以来公司资产负债率维持在合理区间，2023年因发行可转债略有上升，2025年三季度末回落至35.53%，负债结构持续优化。速动比率长期处于健康水平，2025年三季度末达1.89，流动资产对流动负债覆盖充分，且经营现金流积累与流动性储备充裕。

图 11：公司资产负债率 (%)

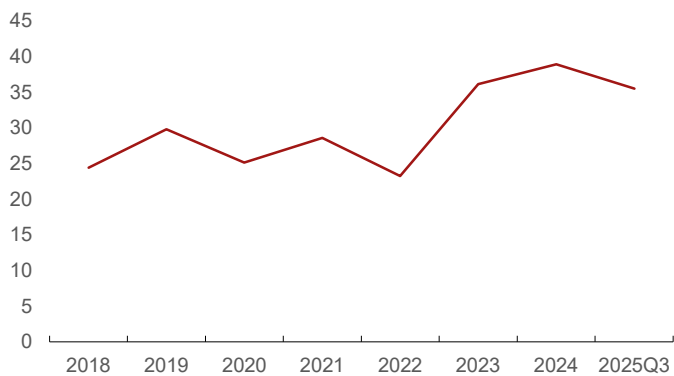
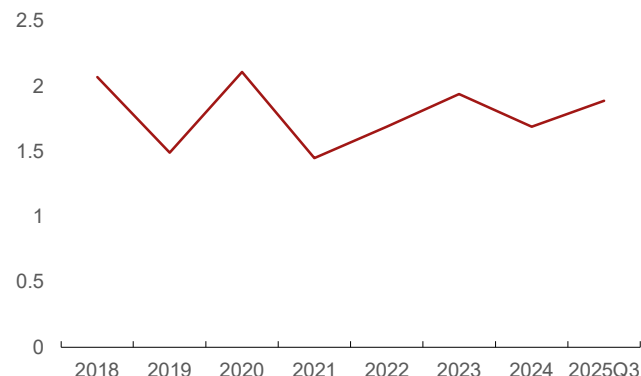


图 12：公司速动比率



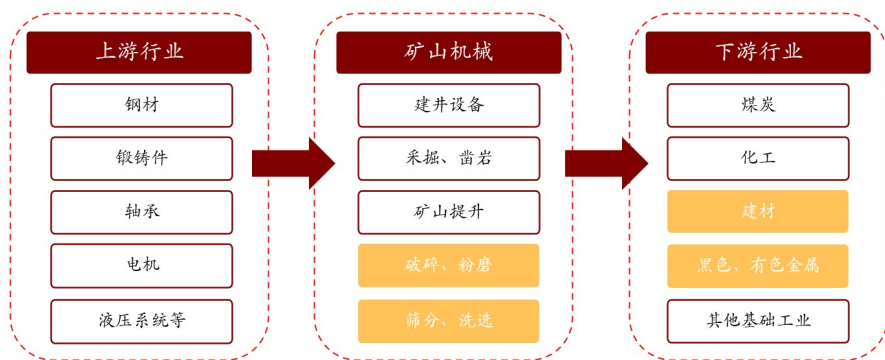
资料来源：iFinD、招商证券

资料来源：iFinD、招商证券

二、破碎筛分主业：从国内到海外，从砂石到矿山

破碎筛分设备是矿山设备中的细分品类，下游涉及众多基础工业。矿山设备主要分为 5 大类，分别为建井设备、采掘凿岩设备、矿山提升设备、破碎粉磨设备和筛分洗选设备，涉及矿山开采与选矿加工两个主要环节。上游原材料以钢材为主，主要零配件为锻铸件、轴承、电机、液压系统等，下游则涉及众多基础工业，如煤炭、化工、建材、金属采矿业等。公司破碎筛分产品主要用于砂石骨料和金属矿山的生产和加工，涉及后段选矿加工环节，生产特定规格尺寸的砂石与矿石，下游领域主要涉及建材、有色/黑色金属。

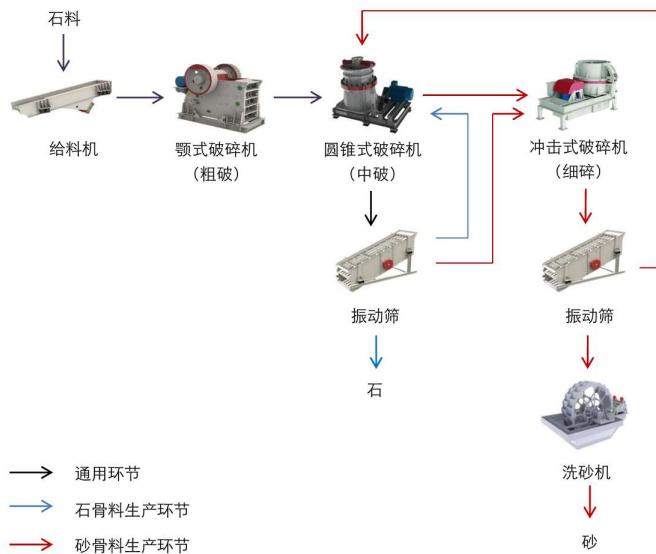
图 13：公司的破碎筛分设备主要用于砂石骨料和金属矿山的生产和加工



资料来源：公司公告、招商证券

砂石（矿山）生产线主要由给料机、各级破碎机和振动筛、输送机单元以及除尘、清洗设备等辅助设备有机组成，主要工艺流程如下：①物料由振动给料机均匀地送到一级破碎机（主要是颚式破碎机）进行粗破；②粗破后的物料由输送机送至下一级破碎设备（主要是圆锥式、冲击式破碎机）进行细破；③细破后的物料再由振动筛进行筛分，达到成品颗粒要求的物料经过洗选程序后由成品输送带输出即为成品；未达到成品颗粒要求的物料从振动筛返回细破程序重新加工，形成闭路环节多次循环，直至达到物料成品标准。

图 14：公司破碎筛分设备在砂石骨料和金属矿山生产加工中的工艺流程

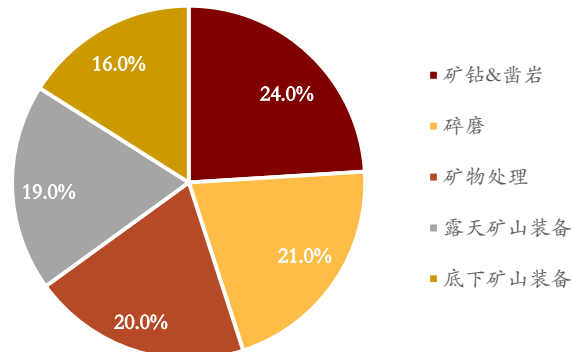
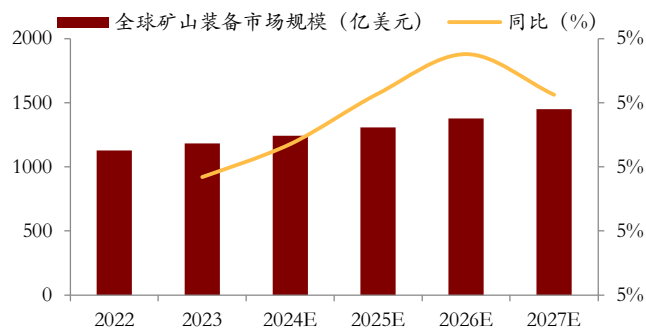


资料来源：公司公告、招商证券

全球矿山机械市场规模近万亿，选矿加工环节占比 40%。根据 precedence research，①总量层面，全球矿机市场规模为 1000~1500 亿美元，近年保持稳步增长，考虑到全球上一轮矿山设备增长高峰为 2009-2015 年，行业有望逐步进入新一轮更新替换的景气周期；②结构层面，矿机主要分为五类：矿钻&凿岩、碎磨、矿物处理、露天矿装备、地下矿装备分别占 24%、21%、20%、19%、16%，整体结构相对均衡，其中公司主营的破碎、筛分、洗选、给料设备涉及碎磨、矿物处理等选矿加工环节，市场规模约 200~350 亿美元。

图 15: 2022-2027E 全球矿山机械市场规模

图 16: 全球各类矿山装备产品份额



资料来源: precedence research、招商证券

资料来源: precedence research、招商证券

选矿格局高度集中，龙头企业强者恒强。根据雅加达全球矿机企业 50 强，选取主营破碎筛分等选矿设备的企业 (Sandvik 含较多采矿业务，不纳入统计)，2025 年全球选矿环节矿机龙头营收合计 153.13 亿美元，其中前五强为: Metso (50.6 亿美元)、Weir (22.81 亿美元)、FLSmidth (21.69 亿美元)、Terex (12.38 亿美元)、中信重工 (7.65 亿美元)，营收合计 115.13 亿美元，CR5 达 75.13%。公司 2024 年营收规模 6.53 亿元，接近上榜，但距离海外龙头企业仍具较大差距。

图 17: 2025 年全球矿山设备制造商 50 强榜单

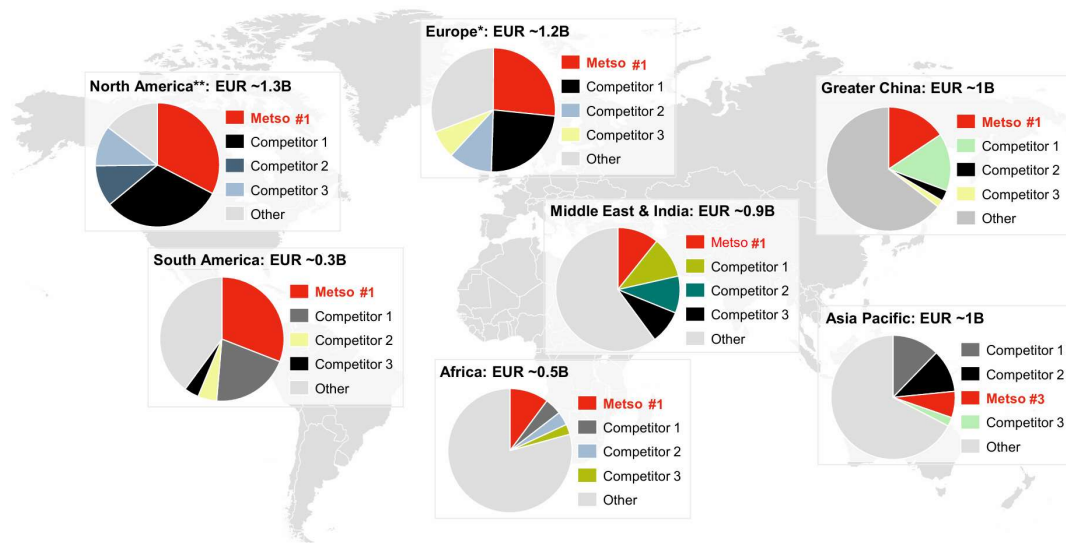
Rank	Company	Country	Revenue in Million USD
1	Caterpillar Inc.	USA	12389
2	Komatsu Ltd.	Japan	12204
3	Sandvik AB	Sweden	6738
4	Epiroc Group	Sweden	5767
5	Metso Corporation	Finland	5060
6	Tiandi Science & Technology Co., Ltd.	China	3274
7	Zhengzhou Coal Mining Machinery Group	China	2667
8	Hitachi Construction Machinery	Japan	2632
9	Weir Group	UK	2281
10	FLSmidth	Denmark	2169
11	Liebherr Mining	Germany	1737
12	XCMG	China	1615
13	SANY Heavy Equipment International	China	1537
14	China National Coal Mining Equipment	China	1521
15	Volvo Articulated Hauler	Sweden	1250
16	Terex Material Processing Equipment	USA	1238
17	LGMG	China	984
18	BELAZ Holding	Belarus	972
19	Shaanxi Tonly Heavy Industries Co., Ltd.	China	842
20	Deere & Company	USA	775
21	CITIC Heavy Industries Co., Ltd.	China	765
22	ERIEZ	USA	650
23	Bell Equipment Ltd.	South Africa	542
24	NORMET	Finland	502
25	Astec Materials Solutions	USA	468
26	Superior Industries, Inc.	USA	450
27	C-Power	China	428
28	NHL	China	400
29	Furukawa	Japan	364
30	HBT GmbH	Germany	350
31	TAKRAF Group	Germany	350
32	Shandong Mining Machinery Group	China	326
33	Keestrack N.V.	Belgium	316
34	Boart Longyear	USA	300
35	Derrick Corporation	USA	263
36	FAM Minerals & Mining GmbH	Germany	260
37	Rubble Master	Austria	260
38	ZOOMLION	China	247
39	McLanahan Corporation	USA	207
40	KGHM ZANAM	Poland	195
41	HAZEMAG & EPR GmbH	Germany	180
42	MacLean Engineering	Canada	168
43	Mitsui Miike Machinery Co., Ltd.	Japan	162
44	Syntron Material Handling	USA	136
45	MMD Group	UK	136
46	Eickhoff Group	Germany	125
47	RCR Mining Technologies	Australia	124
48	Huatae Magnet	China	119
49	General Kinematics	USA	111
50	SMT Scharf AG	Germany	99

资料来源: 雅加达全球矿机峰会、招商证券; 注释: 中国企业重点标注

在选矿环节环节中，**矿山：砂石市场规模约为 7: 3，海外+矿山是核心抓手。**

1) **砂石骨料**：根据美卓公告，2025 年全球砂石骨料矿机市场规模约 62 亿欧元（折合约 73 亿美元），其中北美、欧洲、中国、亚太、中东印度、非洲、南美分别占比 21%、19%、16%、16%、15%、8%、5%，与建筑业市场需求分布基本类似，呈现“欧美中”三足鼎立的需求格局。竞争格局方面，北美、南美、欧洲等发达/类发达市场竞争格局相对集中，其余新兴市场竞争格局相对分散，美卓在绝大部分区域市场份额稳居第一（仅亚太排名第三）。中资矿机品牌全球化如若想突围，类中国新兴市场仍是首要攻坚目标。

图 18: 2024 年全球砂石骨料用选矿矿机市场分布及美卓份额

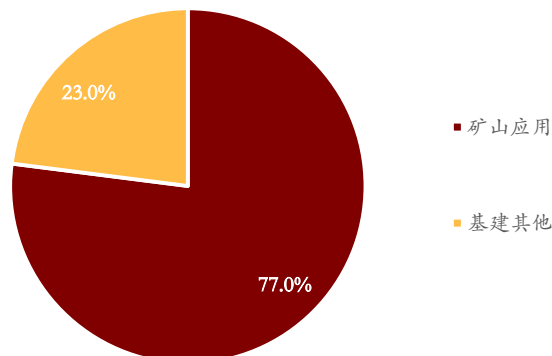
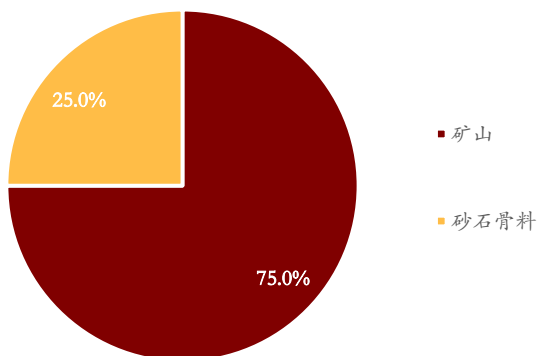


资料来源：美卓公告、招商证券；注释：*包含中亚，**包含中美

2) **金属矿山**：按照前文对选矿环节矿机市场总量 200~350 亿美元的合意估算，剔除砂石骨料后，矿山市场规模估计在 130 亿美元以上，份额估计在 70%左右，是选矿设备的核心应用场景。选矿环节矿机龙头企业收入结构同样印证以上观点：根据美卓、伟尔公告，2024 年矿机分应用场景收入构成中，美卓矿山、砂石骨料收入占比分别为 75%、25%；伟尔矿山应用、基建其他收入占比分别为 77%、23%，二者核心收入贡献来源均系矿山。考虑到全球矿山资源的区域分布，相较砂石骨料，应用在矿山的选矿环节矿机“海外市场主导、龙头份额集中”的特征预计更为突出。

图 19: 2024 年美卓分应用场景矿机收入结构

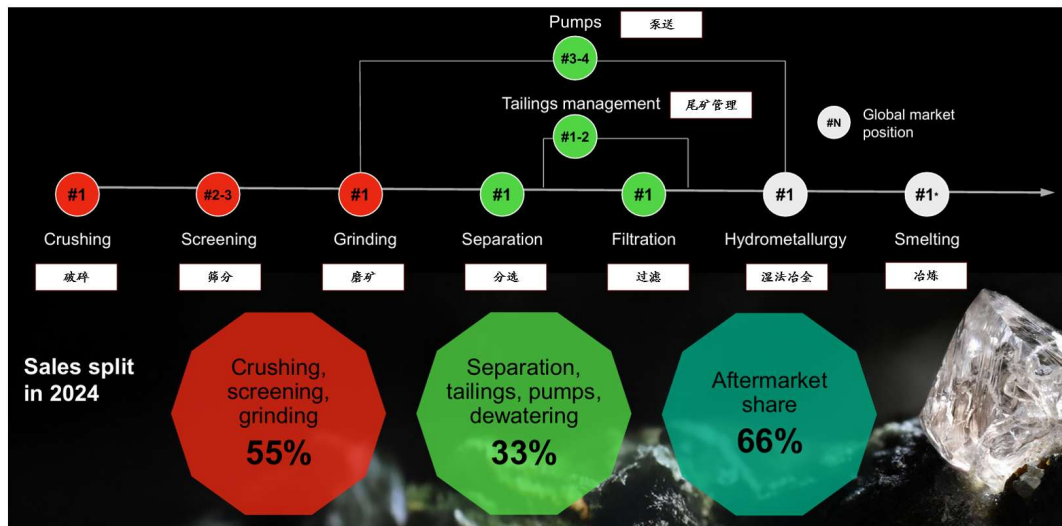
图 20: 2024 年伟尔分应用场景矿机收入结构



资料来源：美卓官网、招商证券

资料来源：伟尔官网、招商证券

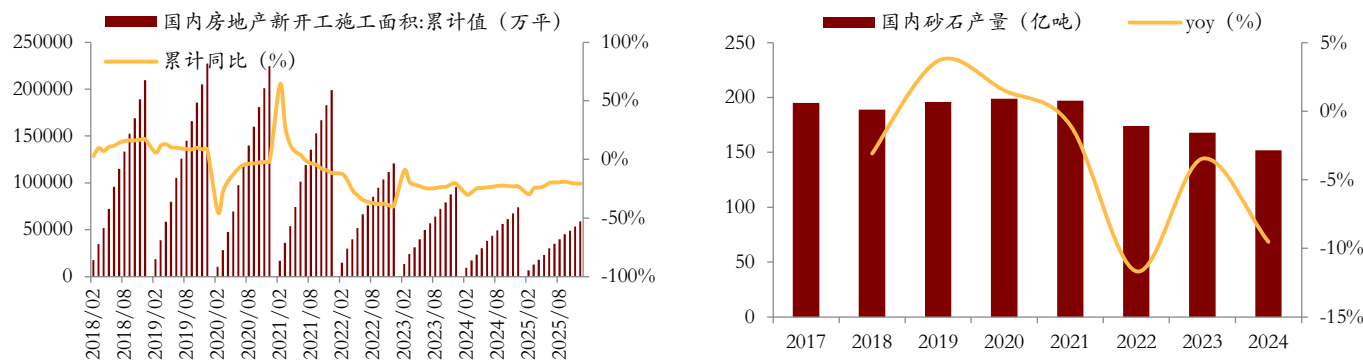
图 21: 2024 年全球矿山用选矿机美卓份额排名



资料来源: 美卓公告、招商证券; 注释: *不包含中国

砂石骨料内需承压, 国际化、矿山化是矿机企业现阶段转型重点。2021 年以来, 国内地产行业进入阶段性调整阶段, 砂石骨料作为混凝土等建筑建材的重要原材料需求同步承压。过去, 包括公司在内的国内破碎筛分矿机企业主要以砂石骨料建材为主要应用场景, 为摆脱地产内需周期的桎梏, 市场空间更大、盈利能力更强的砂石骨料国际化市场、矿山全球化市场成为国内破碎筛分矿机企业现阶段的新发力重点。

图 22: 2018-2025 年中国房地产新开工面积及同比增速 图 23: 2017-2024 年国内砂石产量及同比增速



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: 中国砂石协会、公司公告、招商证券

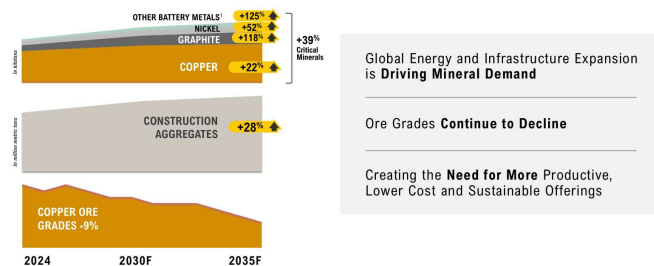
全球矿机需求 (包含矿山、砂石骨料) 有望迎来新一轮中长期景气。根据卡特彼勒公告, 全球能源及基建的持续扩张将驱动全球矿石需求中长期向上, 卡特预计 2024-2035 年全球关键矿种需求将增长 39% (包括镍、石墨、铜等电力材料及建筑砂石骨料等); 同时卡特预计铜等重要矿石品位将持续下降 (2024-2035 年下降 9%), 意味着设备投入/矿石产出比将进一步提升, 2024-2030 年全球矿业资本开支预期增长 50%, 矿山机械全球有望中长期向上。

图 24: 卡特预计 2024-2035 年全球矿业需求高景气

图 25: 卡特预计 2024-2030 年全球矿业 Capex+50%

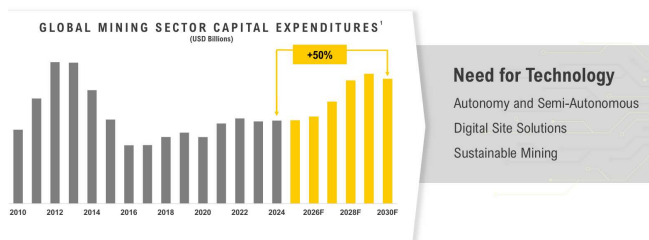
Solving for the Need for More Energy and Infrastructure Starts With Mining

Access to Fastest Growing Minerals is Becoming More Complex



The Mining Industry is Entering a New Investment Cycle

Increasing Demand and Operational Complexity are Accelerating Capital Expenditures

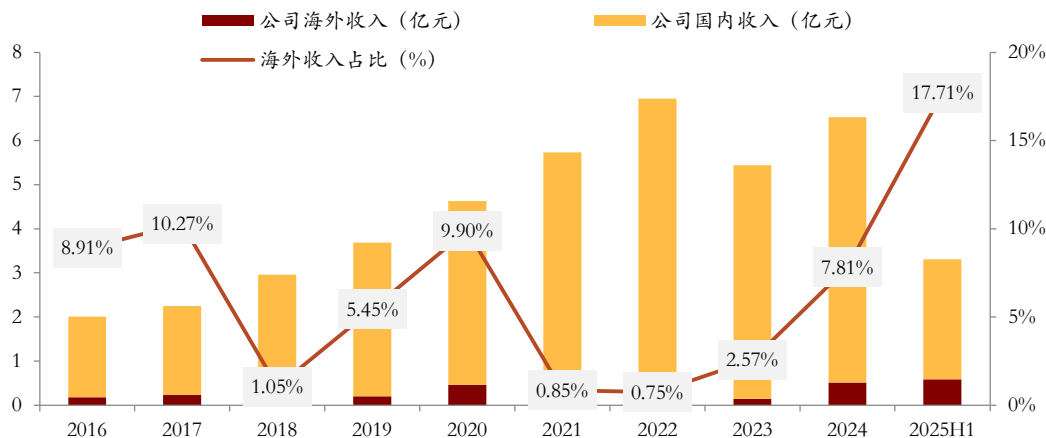


资料来源: 卡特彼勒公告、招商证券

资料来源: 卡特彼勒公告、招商证券

公司海外收入占比近年逐步提升至接近 20%，仍有较大提升空间。回顾公司在海外市场、矿山业务布局：2015 年，公司于柬埔寨成立销售全资子公司，负责开拓东南亚业务，彼时客户主要为砂石骨料加工企业，金属矿的客户资源相对较少（2017-2019 年金属矿相关收入仅 1000 万元左右）；经历十余年针对亚太、南美、非洲等海外市场，以铁矿为核心的矿山市场的业务开拓，2025 年上半年，公司实现海外收入 0.59 亿元，同比+781.49%，海外收入占比达 17.71%，呈现快速提升趋势；运营管理与矿山相关收入占比也已超过 20%。考虑到公司目前全球市占率仍处于极低水平，“业务结构+运营模式”的双重升级有望逐步成为支撑公司主业向上的新增长极。

图 26: 2016-2025H1 公司分内外销收入及海外收入占比



资料来源: Wind、招商证券

三、第二增长曲线：并购铅银矿实现再增长

3.1 并购哈萨克斯坦 Alaigyr 矿

并购海外矿山，推进“装备+资源”战略。公司近日公告，拟通过控股子公司海南长兴使用现金约 3.5 亿坚戈（约 488.53 万元）购买 TKS 公司持有的 Alaigyr 公司 100% 股权，以及 TKS 公司持有 Alaigyr 公司的股东借款，债务金额不低于 287.69 亿坚戈（约 4.02 亿元），最终收购价款将根据后续审计、评估及交割日标的公司资产负债表的情况确定。

Alaigyr 公司为哈萨克斯坦国家主权财富基金（Samruk-Kazyna）全资子公司哈萨克斯坦国家矿业公司（Tau-Kan Samruk）的全资子公司。TKS 公司是哈萨克斯坦政府主导设立的大型国有矿业公司，负责该国境内战略性矿产资源的勘探、开发与管理，在该国矿业领域占据核心地位。Alaigyr 公司的核心资产为位于哈萨克斯坦卡拉干达州的 Alaigyr 铅银矿，其地理位置处于中亚矿产资源富集带，区域矿产开发基础较好，且邻近潜在的矿产加工与运输线路，具备区位优势。Alaigyr 铅银矿基础设施建设良好，包括主降压变电站 110/6kV、110 千伏和 6 千伏架空线、交通运输设施、工业和行政建筑等，为后续生产运营奠定了基础。

表 2: Alaigyr 公司及其矿产发展情况

时间	事件
2011 年 10 月 20 日	有限责任公司合伙制企业 JV Alaigyr LLP 成立。
2012 年	JSC Tau-Ken Samruk 国家矿业公司收购了 JV Alaigyr LLP 100% 的注册资本。
2013 年 2 月 20 日	哈萨克斯坦工业与新技术部与 JSC Tau-Ken Samruk 国家矿业公司签署了在卡拉干达州 Alaigyr 多金属矿床开采多金属矿石的合同。
2013 年 5 月 16 日	根据该合同第 1 号补充协议，地下资源使用权转让给了 JV Alaigyr LLP。
2014 年	启动了项目可行性研究的编制工作，由 Karaganda Promstroiproject Institute LLP 承担。
2015 年	完成了可行性研究的编制。
2016 年	与欧亚开发银行签署了贷款协议。
2017 年	获得了银行的第一笔放款，并开始了选矿厂主厂房框架的安装施工。
2018 年	完成了项目基础工程设计。
2019 年	启动了选矿厂、尾矿库、循环水池及循环水系统等项目阶段的设计工作。
2020 年	按照 JORC-2012 标准编制了《Alaigyr 矿床矿产资源评估报告》。同年 11 月，签署了 EPC 总承包合同，涵盖项目设计预算文件、工作设计文件、设备供应及选矿厂、基础设施、尾矿库和循环水系统的建设，用于在卡拉干达州 Alaigyr 矿床开采和加工多金属矿石。
2021 年	根据已签署的 EPC 合同，开始供应选矿厂主要工艺设备，并编制了符合 JORC-2012 标准的矿产资源量可行性研究报告。
2022 年	因承包商违反合同条款，EPC 合同被终止。

资料来源：Tau-Ken Samruk、招商证券

JORC 标准下，Alaigyr 公司的铅银矿共有矿石储量 3723 万吨，资源量 1690 万吨，铅金属储量 139.2 万吨、资源量 58 万吨，银金属储量 633 吨、资源量 280 吨。截至 2025 年 10 月，Alaigyr 公司资产总额约为 3.4 亿元。因设施设备尚未全部安装完毕，Alaigyr 公司目前尚不具备生产能力。浙矿股份计划 2026 年上半年完成交割并进行复产工作，预计在 2027 年生产。

表 3: JORC 标准下的储量和资源量

类别	矿石量 (ktons)	铅品位 (Pb, %)	铅金属量 (ktons)	银品位 (Ag, g/t)	银金属量 (tons)
探明+可能 (Prov. + Prob.)	37,230	3.74	1,392	17	633
探明+控制+推断 (Meas. + Ind. + Inf.)	16,900	3.4	580	16	280

资料来源: 公司公告、招商证券

该矿位于哈萨克斯坦卡拉甘迪地区的 Karkaraly 和 Shetsky 区, 由西部、中部和东部三个矿区组成, 其中西部和东部矿区的矿体露出地表, 可以进行露天开采, 并在未来转入地下。矿石类型主要分为原生矿(硫化物矿石)、氧化矿和混合矿。

此外, 铅银矿随附的两宗探矿权——Berkara (别尔卡拉) 和 Samombet (萨蒙别特) 很有可能形成独立的资源基地, 最低预测资源总量铜 15.5 万吨, 锌 18.4 万吨, 铅 22.9 万吨。

表 4: 基于统计方法计算的 Alaigyr 矿床铅矿资源量详情

Ore type	Okrig							IDW							Discrepancies					
	ORE		OUD. WEIG HT	METAL				ORE		METAL				ORE		METAL				
	th.m ³	th. tons		Pb, %	th. tons	Ag, g/t	t	th.m ³	th. tons	Pb, %	th. tons	Ag, g/t	t	th.m ³	th. tons	Pb, %	th. tons	Ag, g/t	t	
Middle Site																				
Oxide	308	841	2.73	3.24	27.2	15.4	13	308	840	3.18	26.7	15.11	12.7	0	-0.1	-2	-2.1	-2	-2.1	
primary	551	1511	2.74	3.88	58.6	18.2	27.5	551	1510	3.86	58.3	18.09	27.3	0	0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	
mixed	31	86	2.77	3.83	3.3	19.5	1.7	31	86	3.58	3.1	18.32	1.6	0	-0.3	-6.6	-6.9	-6	-6.5	
Eastern Site																				
oxide	1316	3600	2.74	3.43	123.5	16.3	58.8	1316	3597	3.36	120.8	15.98	57.5	0	-0.1	-2.1	-2.2	-2.2	-2.3	
primary	392	1079	2.75	4.24	45.8	20.1	21.6	392	1078	4.17	45	19.7	21.2	0	-0.1	-1.6	-1.7	-1.8	-1.8	
mixed	477	1327	2.78	4.1	54.5	20.8	27.5	477	1327	4.1	54.4	20.72	27.5	0	0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	
Western Site																				
oxide	901	2498	2.77	4.68	116.9	22.4	55.9	901	2502	4.86	121.6	23.25	58.2	0	0.2	3.9	4	3.9	4.1	
primary	4814	13245	2.75	4.25	562.9	20.1	266.2	4814	13251	4.32	572.4	20.46	271.1	0	0	1.6	1.7	1.8	1.8	
mixed	644	1825	2.84	5.76	105.1	28.4	51.8	644	1828	5.94	108.6	29.24	53.5	0	0.2	3.2	3.4	3	3.2	
TOTAL	9435	26012	2.76	4.22	1097.7	20.2	524	9435	26020	4.27	1110.8	20.39	530.5	0	0	1.2	1.2	1.2	1.2	

资料来源: ECONOMY, ORGANIZATION AND MANAGEMENT、招商证券

3.2 白银: 结构性短缺难以缓解, 具备持续性上涨动能

3.2.1 白银矿端供应扩张弹性较小

白银矿端供应在近年来总体呈现收缩趋势, 世界白银协会数据显示, 2025 年全球白银矿端供应总量为 25972 吨(预测值), 其较 2024 年的 25497 吨小幅上升 1.86%, 但较 2016 年的 27996 吨降幅则达到 7.23%。

图 27: 白银矿产供应量 (吨) 及同比值 (%)

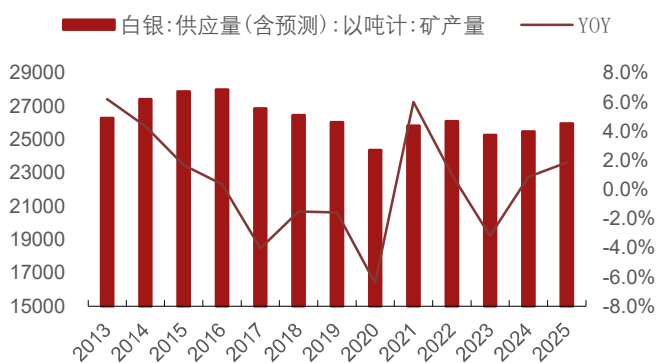
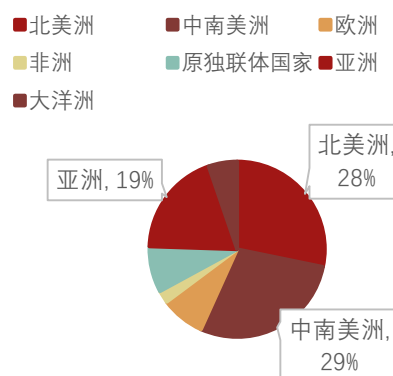


图 28: 全球白银矿产量分布 (2024 年:%)



资料来源: iFinD、世界白银协会、招商证券

资料来源: iFinD、世界白银协会、招商证券

表 5: 2025 年全球分区域白银矿产量 (吨)

	2024 年	2025 年	同比 YOY
北美洲	7197	7714	7.2%
中南美洲	7272	7079	-2.7%
亚洲	4889	4958	1.4%
独联体国家	2162	2277	5.3%
欧洲	2056	2071	0.8%
大洋洲	1344	1188	-11.6%
非洲	575	684	18.9%
全球总计	25496	25971	1.9%

资料来源: 世界白银协会、招商证券

分大洲来看, 白银的矿端供应主要集中在北美及中南美洲, 其分别占全球白银总矿产量的 28% 及 29%, 紧随其后的是亚洲, 占全球白银矿端产量的 19.2%。2025 年大洋洲及中南美洲银矿产量降幅明显, 大洋洲白银矿产量下降 11.6% 至 1188 吨, 中南美洲矿产量下降 2.7% 至 7079 吨, 被北美洲产量所反超。即使非洲和北美洲银矿产量分别录得 18.9% 以及 7.2% 的上涨, 全球矿端供给量的增幅也十分有限。

3.2.2 印度白银抵押贷款新规将带来新的用银增量

印度储备银行在 2026 年 6 月 6 日公布的《印度储备银行关于黄金和白银抵押指引》(后称“《指引》”)中, 首次将白银纳入银行的机构的贷款担保体系, 这意味着白银在印度抵押贷款体系中被赋予了与黄金并列的地位。《指引》规定, 借款人所能进行抵押的白银饰品重量不得超过 10 公斤, 黄金饰品重量不得超过 1 公斤。若用贵金属硬币进行抵押, 则银币抵押总重量不得超过 500 克, 金币总重量不得超过 50 克。

而在贷款价值比 (LTV) 方面, 贷款总额小于 25 万印度卢比时, 借款人所能贷出的金额不能超过抵押物价值的 85%, 若贷款总额处于 25 万印度卢比和 50 万印度卢比之间, 则贷款金额不得超过抵押物价值的 80%。若贷款总额超过 50 万卢比, 则贷款金额不得超过抵押物的 75%。

图 29: 印度金银贷款价值比规定

Loan to Value Ratio (LTV)

19. The maximum LTV ratio in respect of consumption loans against the eligible collateral shall not exceed LTV ratios as provided in the table below:

Total consumption loan amount ² per borrower	Maximum LTV ratio
≤₹2.5 lakh	85 per cent
> ₹2.5 lakh & ≤ ₹5 lakh	80 per cent
> ₹5 lakh	75 per cent

资料来源: 印度储备银行 (RBI)、招商证券

印度 Blueweaveconsulting 数据显示, 2024 年印度黄金贷款市场的总规模达到 837 亿美元, 且将以 16.5% 的速度增长, 以此推算 2026 年印度黄金抵押贷款总规模将达到 1136 亿美元。在抵押贷款新规的影响下, 假定印度黄金贷款中的 10% 转变为银制品贷款, 则所需抵押品价值为 142 亿美元, 以 2026 年 120 美元/盎司的国际银价计算, 印度新增白银贷款需求将达到 3680 吨, 为白银需求端形成客观增量。

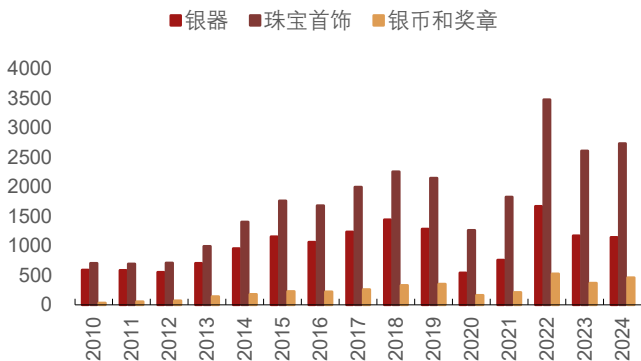
表 6: 白银贷款新增用银量测算

	印度黄金抵押贷款规模: 亿美元	假定 80%LTV 所需黄金抵押物价值: 亿美元	10% 黄金贷款价值: 亿美元	伦敦银价 (美元: 盎司) 年平均值: 含预测)	所需白银量: 吨
2024 年	837	1046	105	28	/
2025 年	975	1219	122	40	/
2026 年	1136	1420	142	120	3680
2027 年	1323	1654	165	150	3430

资料来源: Blueweaveconsulting、印度储备银行、WIND、招商证券

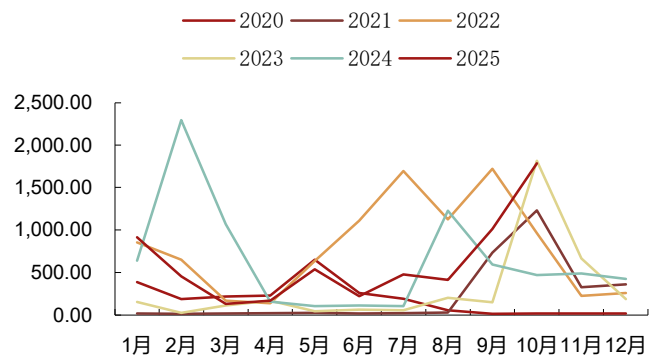
印度是白银需求大国, 银饰消费和银条/银币投资需求居高不下, 且在特定节日 (如 10 月份排灯节) 会出现明显增加。2024 年印度白银珠宝首饰用银需求达到 2734 吨, 银器制造用银需求达到 1143 吨, 银币及奖章用银需求为 459 吨。这也令印度白银进口量呈现较强季节性, 印度商务部数据显示, 2025 年 10 月印度白银单月进口量为 1785 吨, 2025 年截至 10 月累计值则达到 6100 吨。印度贵金属抵押贷款新规将于今年 4 月 1 日正式生效, 印度白银的进口量有望同比 2025 年出现较大幅度上升。

图 30: 印度白银需求 (吨)



资料来源: iFinD、世界白银协会、招商证券

图 31: 印度白银进口量 (吨)



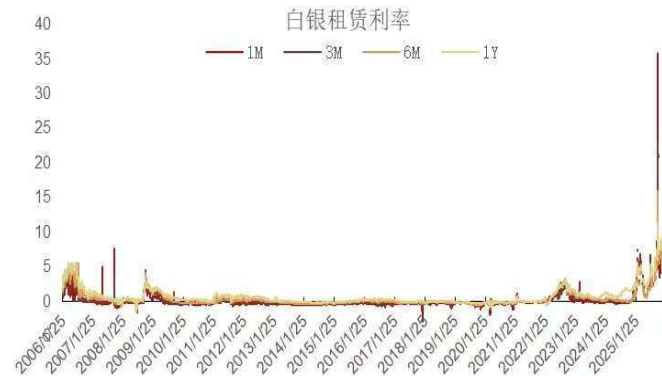
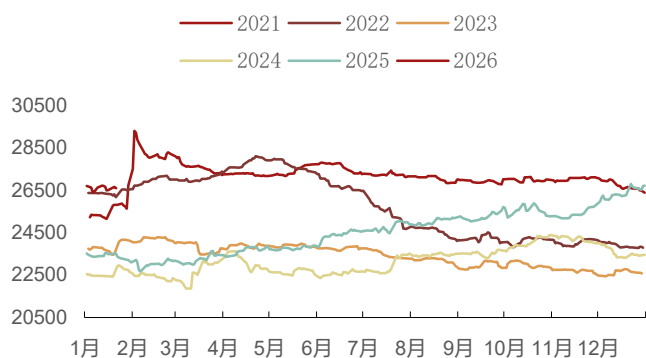
资料来源: 印度商务部、招商证券

3.2.3 库存：ETF 持仓锁定白银库存，国内外白银现货需求旺盛

随着国际银价的强势上涨，锚定现货白银的白银 ETF 愈发成为资产配置中的重要工具，海外主要白银 ETF（SLV、PHAG、ETPMAG、PSLV 及 CEF）持仓总量由 2025 年 1 月初的 23502 吨上升至今年 1 月 21 日的 26591 吨，共计上升 3089 吨，增幅达到 13.14%。在美联储独立性持续受挫的背景下，作为货币金属的白银在资产配置中的价值愈发重要，2026 年白银 ETF 的总持仓量将会出现进一步上升。相关白银 ETF 的审计报告和产品介绍显示，77% 的 SLV 白银 ETF 持仓量以及 PHAG、ETPMAG 的全部持仓量存放于 LBMA 仓库。ETF 持仓量的上升将会锁定更多白银库存，在白银需求增加的情况下造成现货的持续紧缺，去年十月份，白银一月期现货租赁利率抬升至 30% 之上。

图 32: 白银 ETF 持仓量 (吨)

图 33: 白银租赁利率 (%)



资料来源：WIND、招商证券

资料来源：彭博、招商证券

同时，我们可以观察到 COMEX 白银注册仓单相对于非注册仓单的显著降低，其由 2025 年 9 月初的 6248 吨下降至 1 月 21 日的 3608 吨。这显示纽约期货白银市场参与者实物需求的显著上升，而不再仅仅满足于纸面库存的转移。

图 34: COMEX 白银注册仓单与非注册仓单 (吨)



资料来源：WIND、招商证券

而在我国最大的贵金属珠宝交易中心——深圳水贝，2025 年下半年以来的白银实物需求也呈现火热态势，银价的上涨令具备投资属性的银条、银板呈现供不应求的情况。SMM 统计数据显示，中国白银现货升水由 2025 年国庆节后的 9 元/千克上升至 2026 年 1 月 22 日的 105 元/千克。

图 35: 国内现货白银升贴水 (元/千克)



资料来源: SMM、招商证券

不论是中国还是海外, 白银的需求均呈现“由虚向实”的局面, 市场参与者逐步从期货、纸白银等不直接涉及白银实物的投资工具, 转变为对实物银条、银币的需求。而现有 ETF 持仓量锁定大量白银显性库存, 矿端供给偏刚性的情况下新增实物需求难以得到满足, 全球白银的结构性紧缺无法得到彻底缓解。

3.2.4 特朗普政府的强烈干预下美联储仍具备大幅降息和扩表的空间, 对白银价格形成持续性的宏观利多因素

白银是重要的货币金属, 美联储降息和扩表对银价形成持续的利多因素。回顾 2000 年以来的每一轮联储降息周期中, 白银价格都出现了强势的价格上涨。

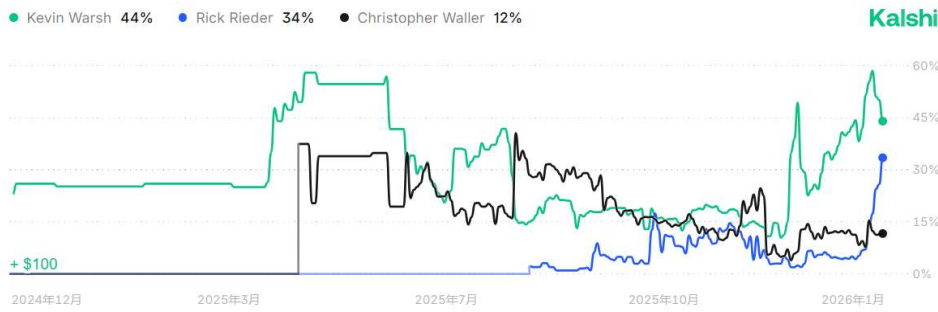
当前, 美联储的货币政策范式正面临数十年未见的重大变化, 特朗普政府利用新任联储主席的任命权直接干预货币政策, 多次抨击现任联储主席鲍威尔降息步伐迟缓。鲍威尔的任期将于 2026 年 5 月份结束, 当前 Kalshi 数据显示, 市场预期前任美联储理事凯文沃什被提名为新任联储主席的概率最大, 达到 44%。在特朗普掌握美联储主席提名权的情况下, 新联储主席在上任后将大概率遵从特朗普政府的意愿施行进一步的降息和扩表操作, 对国际银价形成持续性的宏观利多因素。

图 36: 联邦基金目标利率 (%) 与 COMEX 银价 (右轴:美元/盎司)



资料来源: WIND、招商证券

图 37: 新任联储主席提名概率



资料来源: Kalshi、招商证券

四、盈利预测

根据公司 2025 年 H1 分业务数据以及各板块最新的市场情况, 我们假设:

成套生产线: 2025 年明显下降, 预计后期逐步复苏, 预计 2025、2026、2027 收入分别同比-30%、+10%、+10%, 毛利率约为 27-28%。

单机设备: 历史波动较大, 我们根据 25H1 的收入预计 2025 收入同比+50%, 并谨慎预测 2026、2027 收入分别+5%、+5%, 毛利率约为 24%-25%。

运营管理: 在公司大力拓展下, 2025 年该业务较 2024 年有大幅增长, 我们预计该业务 2025 年同比增长 189%, 毛利率 33%; 假设 2026-2027 年分别增长 30%、20%, 毛利率小幅增至 35%。

配件及其他: 预计 2025、2026、2027 年分别增长 20%、10%、10%, 毛利率与 25H1 持平, 约 51%。

预计浙矿股份 2025、2026、2027 年营业收入分别为 7.01、7.91、8.80 亿元, 同比+7.3%、12.8%、11.2%; 毛利率分别为 31.6%、32.8%、32.9%; 归母净利润分别为 0.93、1.13、1.26 亿元, 同比+16.5%、21.3%、12.1%。

预计公司 2025、2026、2027 年 EPS 分别为 0.93、1.13、1.26 元, 对应 PE 分别为 65.4、53.9、48.1。

表 7: 浙矿股份盈利预测 (万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54,796.55	65,310.55	70,100.01	79,085.60	87,950.12
成套生产线	23,607.27	39,459.96	27,621.97	30,384.17	33,422.59
单机设备	21,981.67	10,939.05	16,408.58	17,229.01	18,090.46
运营管理	3,563.51	4,837.06	13,980.09	18,174.12	21,808.94
配件及其他	5,644.10	10,074.47	12,089.36	13,298.30	14,628.13
营业成本	32,040.74	44,131.45	47,925.01	53,127.70	58,975.70
成套生产线	14,884.22	27,251.21	20,164.04	21,876.60	24,064.26
单机设备	12,166.26	7,465.52	12,470.52	12,921.76	13,567.85
运营管理	1,384.91	1,733.95	9,366.66	11,813.18	14,175.81
配件及其他	3,605.35	7,680.76	5,923.79	6,516.17	7,167.78
毛利	22,755.81	21,179.10	22,175.00	25,957.89	28,974.41
成套生产线	8,723.04	12,208.75	7,457.93	8,507.57	9,358.32
单机设备	9,815.41	3,473.54	3,938.06	4,307.25	4,522.62

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
运营管理	2,178.60	3,103.11	4,613.43	6,360.94	7,633.13
配件及其他	2,038.76	2,393.71	6,165.58	6,782.13	7,460.35
毛利率	41.5%	32.4%	31.6%	32.8%	32.9%
成套生产线	37.0%	30.9%	27.0%	28.0%	28.0%
单机设备	44.7%	31.8%	24.0%	25.0%	25.0%
运营管理	61.1%	64.2%	33.0%	35.0%	35.0%
配件及其他	36.1%	23.8%	51.0%	51.0%	51.0%

资料来源：公司公告、招商证券

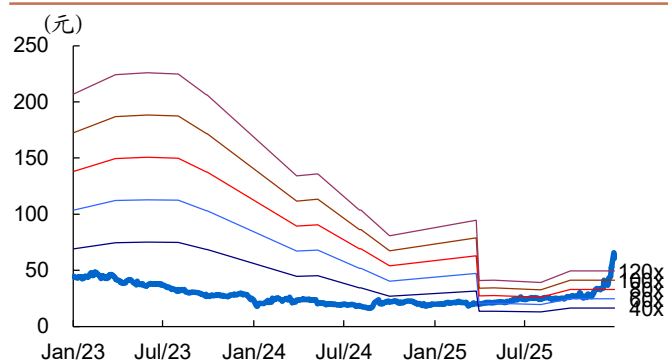
五、风险提示

客户开拓不及预期: 下游砂石需求增长乏力甚至出现萎缩, 而公司在金属矿及海外市场开拓尚未有显著的成效, 可能导致经营业绩持续承压。

海外矿山开发进度不及预期: 公司在哈萨克斯坦并购铅银矿, 矿山开发进度可能受到当地政策、社区关系、地质条件等因素影响, 存在一定风险。

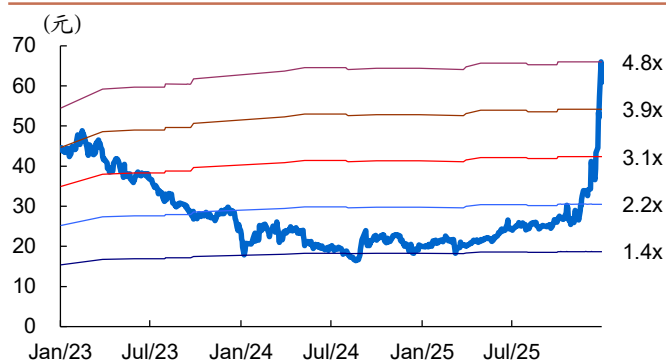
银价波动风险: 目前白银价格处于历史高位, 波动较大, 若未来回调, 可能影响矿山盈利能力, 进一步影响公司业绩。

图 38: 浙矿股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 39: 浙矿股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

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	1566	1729	1864	2089	2321
现金	658	657	705	795	884
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	7	7	8	9
应收款项	236	307	330	372	414
其它应收款	12	14	15	17	19
存货	601	660	717	794	882
其他	55	84	90	101	113
非流动资产	612	635	620	607	595
长期股权投资	83	93	93	93	93
固定资产	345	340	336	332	328
无形资产商誉	101	100	90	81	73
其他	84	101	101	101	101
资产总计	2177	2364	2484	2696	2916
流动负债	490	626	683	811	935
短期借款	0	3	29	90	137
应付账款	240	322	350	388	431
预收账款	198	223	242	268	298
其他	52	78	62	66	70
长期负债	297	295	295	295	295
长期借款	15	0	0	0	0
其他	282	295	295	295	295
负债合计	787	921	978	1106	1230
股本	100	100	100	100	100
资本公积金	435	435	435	435	435
留存收益	818	870	933	1016	1113
少数股东权益	38	38	38	39	39
归属于母公司所有者权益	1352	1405	1468	1551	1647
负债及权益合计	2177	2364	2484	2696	2916

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	27	52	87	75	86
净利润	107	80	93	113	127
折旧摊销	35	37	45	43	42
财务费用	8	(8)	(5)	(6)	(7)
投资收益	(0)	(0)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(119)	(51)	(38)	(67)	(67)
其它	(4)	(6)	0	0	0
投资活动现金流	(75)	(27)	(22)	(22)	(22)
资本支出	(47)	(24)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(28)	(3)	9	9	9
筹资活动现金流	299	(39)	(17)	37	24
借款变动	1	(27)	8	61	48
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	49	0	0	0	0
股利分配	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
其他	280	18	5	6	7
现金净增加额	251	(15)	48	90	89

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	548	653	701	791	880
营业成本	320	441	479	531	590
营业税金及附加	7	6	7	8	9
营业费用	28	33	36	40	45
管理费用	40	44	47	53	59
研发费用	20	21	22	25	28
财务费用	(4)	(5)	(5)	(6)	(7)
资产减值损失	(13)	(23)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	5	9	9	9	9
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	129	97	113	137	154
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	128	97	113	137	154
所得税	21	17	20	24	27
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	107	80	93	113	126

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-21%	19%	7%	13%	11%
营业利润	-41%	-24%	16%	21%	12%
归母净利润	-43%	-25%	16%	21%	12%
获利能力					
毛利率	41.5%	32.4%	31.6%	32.8%	32.9%
净利率	19.5%	12.2%	13.3%	14.3%	14.4%
ROE	8.3%	5.8%	6.5%	7.5%	7.9%
ROIC	7.9%	5.3%	5.9%	6.7%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	36.1%	38.9%	39.4%	41.0%	42.2%
净负债比率	0.8%	0.9%	1.2%	3.3%	4.7%
流动比率	3.2	2.8	2.7	2.6	2.5
速动比率	2.0	1.7	1.7	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	2.7	2.4	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	1.4	1.6	1.4	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.07	0.80	0.93	1.13	1.26
每股经营净现金	0.27	0.52	0.87	0.75	0.86
每股净资产	13.52	14.05	14.68	15.51	16.47
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
估值比率					
PE	56.9	76.2	65.4	53.9	48.1
PB	4.5	4.3	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA	40.6	50.3	41.9	36.6	33.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。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。