

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.15
总股本/流通股本(亿股)	9.78 / 1.60
总市值/流通市值(亿元)	129 / 21
52周内最高/最低价	15.17 / 9.78
资产负债率(%)	43.5%
市盈率	37.57
第一大股东	甘肃亚特投资集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 王靖涵
SAC 登记编号: S1340524040002
Email: wangjinghan@cnpsec.com

金徽股份(603132)

甘肃铅锌龙头，江洛整合值得期待

● 投资要点

2023 年公司营收保持稳定，成本有所增加。2023 年公司实现营收 12.8 亿元，同比增长 3.5%，归母净利润为 3.4 亿元，同比减少 27.02%，扣非归母净利润为 4.1 亿元，同比减少 12.14%。主要原因系矿业权出让收益金征收政策的变化，重新计算后需补提权益金，同时公司生产领用材料有所增加以及收购后子公司产能释放矿石产量增加所致。

2024Q1 业绩表现亮眼，全年值得期待。2024 Q1 公司实现营收 2.99 亿元，同比增长 45.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 8082.01 万元，同比增长 96.06%。公司 1-3 月锌精矿产、销量分别为 14011.79 金属吨、13627.99 金属吨，分别增长 48.85%、38.82%；铅精矿(含银)产、销量分别为 5025.87 金属吨、5236.43 金属吨，分别增长 55.57%、57.44%。

立足自身 178 万吨采选产能，整合江洛地区建设 300 万吨选矿。公司主营业务为有色金属的采选及贸易，拥有 4 宗采矿权、3 宗探矿权，并已形成 178 万吨/年的矿石采选能力。公司坚持以资源为核心的经营策略，做优做大做强铅锌主业；以西秦岭铅锌成矿带西成铅锌矿田为主，重点对江洛矿区进行整合。目前江洛矿区铅锌矿(300 万吨/年)选矿工程项目已经开始建设，将进一步提升公司在国内铅锌矿采选行业的市场地位。

锌金属供应显现瓶颈：2023 年全球锌精矿产量 1283 万吨，同比下降 0.6%，减产原因：一是工人罢工造成的劳动力不足，二是极端天气影响，三是能源价格上涨导致矿山成本攀升。同时由于矿山寿命已到、新增项目延期等原因，Glencore 和 Teck 在 2026 年均下调锌矿的产量，2026 年锌精矿下降约 31 万吨，2027 年下降 7 万吨。

锌金属需求利好不断：2023 年全球精锌总消费 1399.3 万吨，同比增长 1.1%。2024 年政府工作报告，从 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024 年先发行 1 万亿元，叠加结转 2023 年发行的 1 万亿元国债剩余 5000 亿，基建有望再度发力。同时风光、汽车、印度、东南亚基建需求旺盛等也有望带动锌消费。**2025 年锌缺口开始打开：我们预计 2024 年全球精炼锌小幅过剩 6 万吨，2025-2027 年全球精炼锌短缺 4/24/44 万吨，缺口逐渐打开。**

● 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 5.18/9.39/10.95 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.96/1.12 元，PE 为 24.82/13.69/11.74 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示:**

原材料价格大幅波动，行业政策发生变化，项目进展不及预期，下游需求不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1283	1669	2734	3189
增长率(%)	3.50	30.12	63.76	16.65
EBITDA(百万元)	644.74	900.53	1376.24	1590.24
归属母公司净利润(百万元)	342.98	518.14	939.26	1095.29
增长率(%)	-27.02	51.07	81.27	16.61
EPS(元/股)	0.35	0.53	0.96	1.12
市盈率(P/E)	37.50	24.82	13.69	11.74
市净率(P/B)	4.04	3.71	2.92	2.34
EV/EBITDA	22.62	15.75	9.57	7.69

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 业绩稳步提升，江洛矿区整合值得期待	5
1.1 24Q1 表现亮眼，公司业绩稳步提升	5
1.2 铅锌资源丰富，江洛矿区整合值得期待	6
2 海外矿山枯竭，供应瓶颈迎来锌时代	8
2.1 矿山供应有限，TC 压制冶炼放量	8
2.2 基建、汽车、风光等需求利好不断	11
3 风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司年度营收及同比情况 (亿元)	5
图表 2: 公司年度归母净利润及同比情况 (亿元)	5
图表 3: 公司季度营收及同比情况 (亿元)	5
图表 4: 公司季度归母净利润及同比情况 (亿元)	5
图表 5: 公司毛利率、净利率情况	6
图表 6: 公司资产负债率情况	6
图表 7: 公司经营、投资、筹资等现金流情况 (亿元)	6
图表 8: 公司选厂选矿情况	7
图表 9: 公司自有矿山的基本情况	7
图表 10: 中秦岭成矿带矿产地质图	8
图表 11: 江洛矿区铅锌矿规划方案设计利用资源量汇总表	8
图表 12: 2023 年全球锌资源储量占比	9
图表 13: 全球锌矿年度产量 (千吨)	9
图表 14: 海外锌矿停复产情况 (万吨)	9
图表 15: Teck 公司预计 2024 年之后锌精矿产量不断下滑	10
图表 16: 嘉能可未来锌矿产量指引	10
图表 17: 中国锌精矿产量情况 (千吨)	10
图表 18: 国内锌矿 TC (元/吨)	10
图表 19: 全球电解锌消费情况 (千吨)	11
图表 20: 中国电解锌初端消费占比	11
图表 21: 中国电解锌终端消费占比	11
图表 22: 中国电解锌表观消费情况 (万吨)	11
图表 23: 全球光伏、海陆发电耗锌量计算 (万吨)	12
图表 24: 全球汽车耗锌量计算 (万辆, 万吨)	12
图表 25: 印度对金属的需求远高于世界平均水平	13
图表 26: 全球锌精矿及电解锌平衡情况 (万吨)	13

1 业绩稳步提升，江洛矿区整合值得期待

1.1 24Q1 表现亮眼，公司业绩稳步提升

2023 年公司实现营收 12.8 亿元，同比增长 3.5%，归母净利润为 3.4 亿元，同比减少 27.02%，扣非归母净利润为 4.1 亿元，同比减少 12.14%。

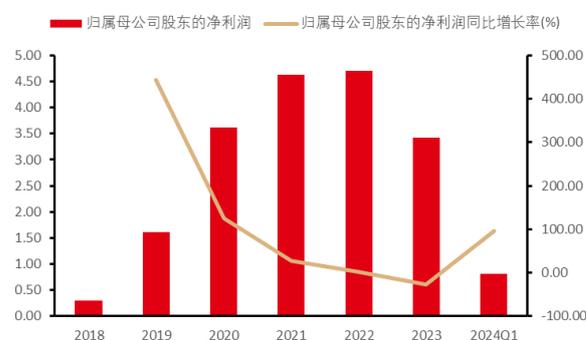
2023 年公司营收保持稳定，成本有所增加，主要原因矿业权出让收益金征收政策的变化，重新计算后需补提权益金，生产领用材料有所增加以及收购后子公司产能释放矿石产量增加所致。同时公司井下作业面扩大，原材料及能源用量增加；柴油等价格上涨。

图表1：公司年度营收及同比情况（亿元）



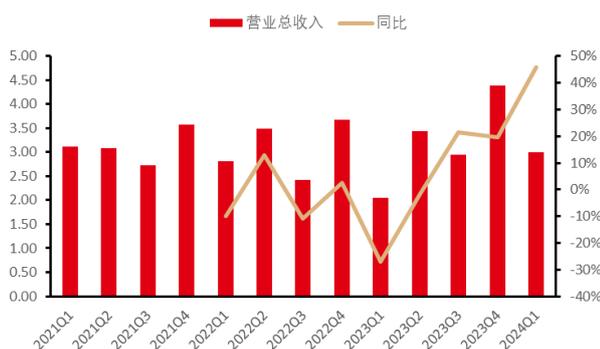
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：公司年度归母净利润及同比情况（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：公司季度营收及同比情况（亿元）



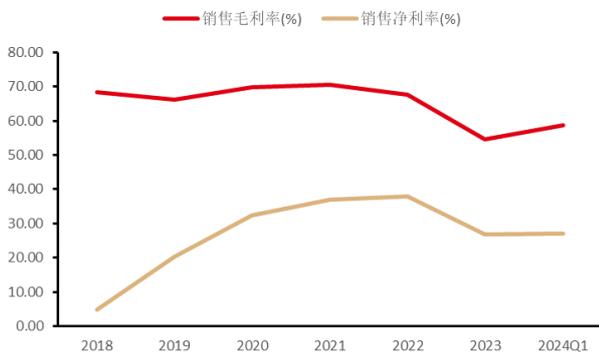
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：公司季度归母净利润及同比情况（亿元）

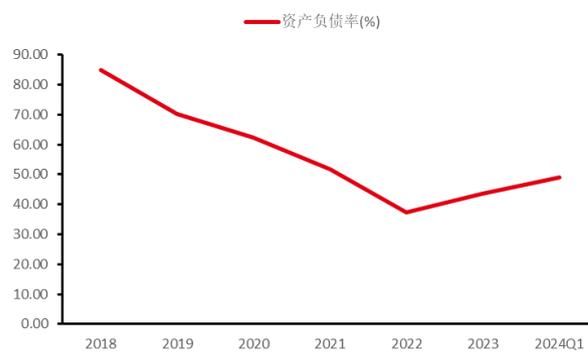


资料来源：iFind，中邮证券研究所

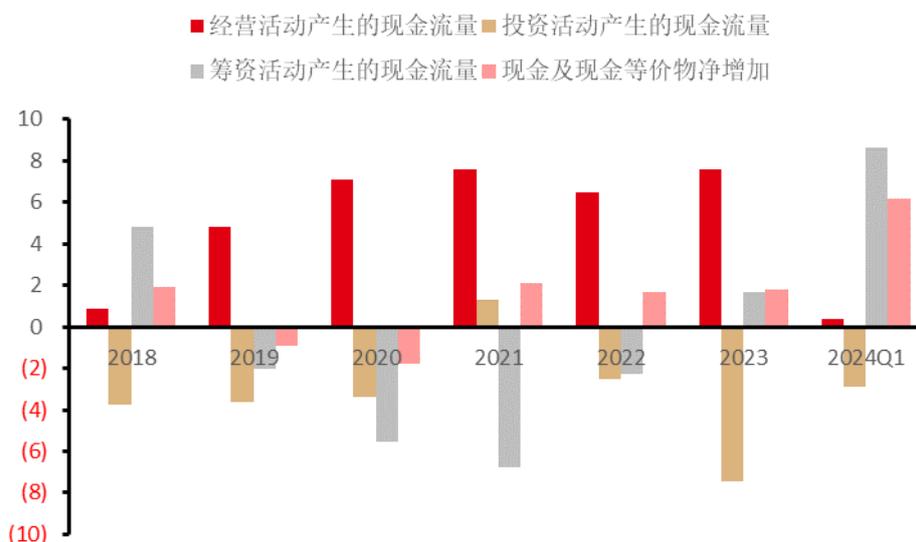
2024 年第一季度，公司实现营收 2.99 亿元，同比增长 45.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.81 亿元，同比增长 96.06%。公司 1-3 月锌精矿产、销量分别为 14011.79 金属吨、13627.99 金属吨，分别增长 48.85%、38.82%；铅精矿(含银)产、销量分别为 5025.87 金属吨、5236.43 金属吨，分别增长 55.57%、57.44%。

图表5：公司毛利率、净利率情况


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：公司资产负债率情况


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：公司经营、投资、筹资等现金流情况（亿元）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 铅锌资源丰富，江洛矿区整合值得期待

公司主营业务为有色金属的采选及贸易，拥有4宗采矿权，分别为金徽矿业股份有限公司徽县郭家沟矿区南矿带北矿带东段铅锌矿、金徽矿业股份有限公司徽县郭家沟铅锌矿、徽县向阳山矿业有限责任公司向阳山铅锌矿及徽县谢家沟铅锌矿矿业有限责任公司；3宗探矿权分别为甘肃省徽县郭家沟铅锌矿详查、甘肃省徽县江口一带铅锌矿详查及甘肃省天水市秦州区火麦地铜矿详查；并形成178万吨/年的矿石采选能力，成为甘肃省内生产规模较大和效益较好的绿色矿山企业。公司将立足甘肃，面向全国，进一步做好有色金属资源开发整合，做大做强主业，为区域经济社会发展和生态文明建设做出更大贡献。

图表8：公司选厂选矿情况

项目	选矿产能（万吨/年）	选矿厂产能利用率（%）
李家沟选矿厂	150.00	98.23
谢家沟选矿厂	6.00	
明昊选矿厂	15.00	55.10
宏泰选矿厂	6.00	41.63
隆江选矿厂	6.00	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

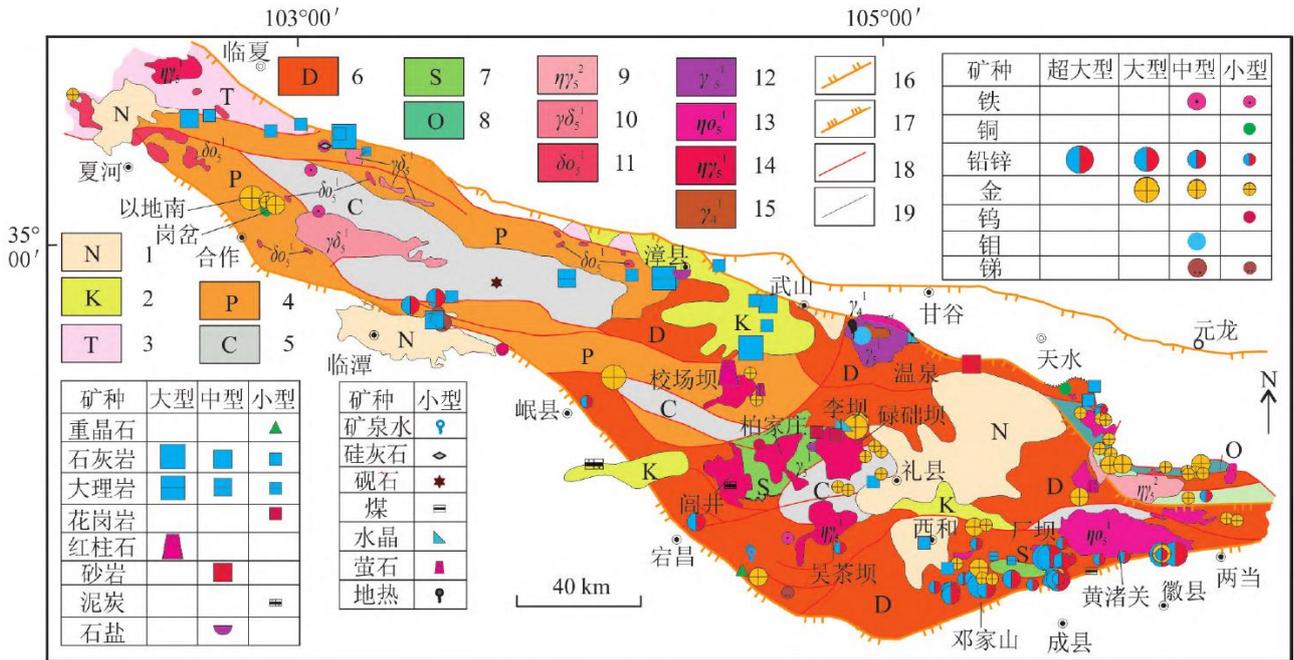
图表9：公司自有矿山的基本情况

矿山名称	主要品种	资源量	保有储量	品位（Pb+Zn）	年产量	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
徽县郭家沟铅锌矿	铅 锌 银	5680.60 万吨	3266.94 万吨	3.96%	150 万吨	24 年	C62000020121 13210127665 2021 年 3 月 23 日-2034 年 8 月 5 日
徽县郭家沟铅锌矿矿区南矿带北矿带东段铅锌矿							C60000201605 3210141927 2021 年 3 月 23 日-2036 年 5 月 9 日
徽县谢家沟铅锌矿	铅 锌 银	218.67 万吨	145.13 万吨	5.12%	18 万吨	9 年	C62000020221 2322015440820 22 年 4 月 8 日-2033 年 11 月 7 日
徽县向阳山矿业有限责任公司向阳山铅锌矿	铅 锌 银	80 万吨	56.77 万吨	4.01%	10 万吨	6 年	C62000020100 83220079157 2022 年 07 月 11 日至 2029 年 12 月 20 日

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司坚持以资源为核心的经营策略，做优做大做强铅锌主业；以西秦岭铅锌成矿带西成铅锌矿田为主，重点对江洛矿区进行整合，在立足本公司所处地域基础资源优势之上，通过收购兼并和勘探的发展模式，不断增厚优质资源储备，确保铅锌矿产资源可持续增长，以及延长矿山服务年限。目前江洛矿区铅锌矿（300 万吨/年）选矿工程项目已经开始建设，将进一步提升公司在国内铅锌矿采选行业的市场地位。

图表10：中秦岭成矿带矿产地质图



资料来源：《甘肃中秦岭成矿带成矿规律及找矿远景》（何进忠），中邮证券研究所

图表11：江洛矿区铅锌矿规划方案设计利用资源量汇总表

资源划分	矿区范围	矿石量 (t)	平均品位 (%)				金属量 (t)			
			Pb	Zn	Cd	Ag(g/t)	Pb	Zn	Cd	Ag(kg)
保有	向阳山	652398	0.89	3.11		10.60	5795	20280		6916
	杨家山	3505458	1.58	4.25	0.0127	16.82	55318	149039	445	58962
	谢家沟	1863598	1.57	3.50	0.04	16.47	29280	65268	745	30693
	分计	6021454	1.50	3.90	0.020	16.04	90393	234587	1191	96571
预估资源	探矿权内	45000000	1.50	3.89	0.02	16.04	675966	1752465	8898	721700
总计	合计	51021454	1.50	3.89	0.020	16.04	766359	1987052	10089	818271

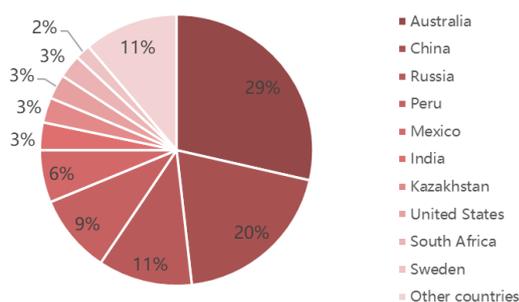
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 海外矿山枯竭，供应瓶颈迎来锌时代

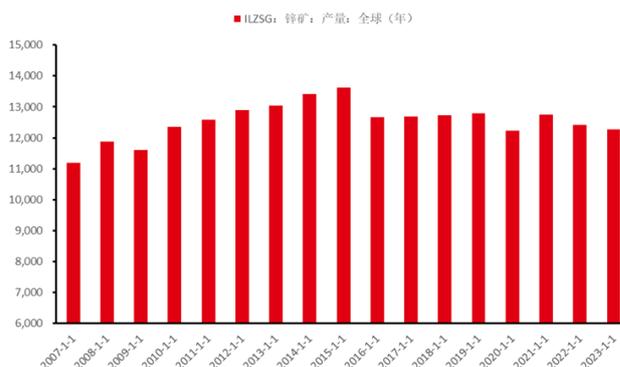
2.1 矿山供应有限，TC压制冶炼放量

据安泰科统计，2023 年全球锌精矿产量 1283 万吨，同比下降 8.1 万吨或 0.6%。其中，海外产量 877 万吨，同比下降 10 万吨或 1.1%。减产原因：一是工人罢工造成的劳动力不足，二是极端天气影响，三是能源价格上涨导致矿山成本攀升。

美国地质调查局 (USGS) 数据显示，2023 年全球锌储量 (经济可采储量) 2.2 亿吨，主要分布在澳大利亚、中国、墨西哥、俄罗斯等国。

图表12：2023 年全球锌资源储量占比


资料来源：USGS，中邮证券研究所

图表13：全球锌矿年度产量 (千吨)


资料来源：ILZSG，中邮证券研究所

2024 年海外锌矿的生产面临诸多不确定性。Tara 矿计划 2024 年二季度复产，如果届时锌价处于低位，复产进度或将推后；对于其他高成本锌矿而言，2023 年低锌价造成的风险将延续至 2024 年。Ozernoye 矿山和 Southern Copper 旗下的 Buenavista Zinc 项目 2023 投产的计划被推迟至 2024 年，Aripuanã 矿山爬产进度缓慢，因此投产爬产项目的进度存在不及预期的可能性。

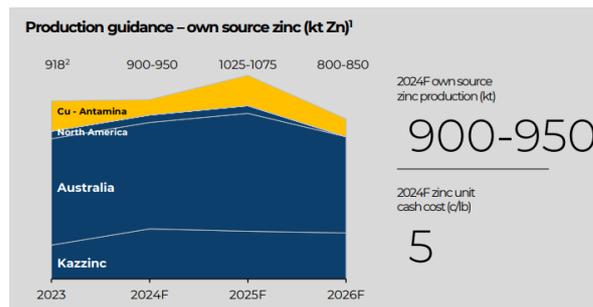
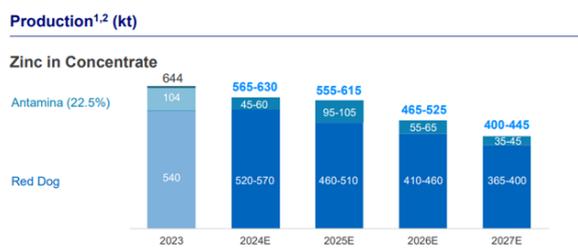
图表14：海外锌矿停复产情况 (万吨)

公司	矿山	国家	年产量	2023年同比	2024年同比	备注
Adriatic Metals	Vares	波斯尼亚			4.5	新投产
Aeris Resources	Jaquar	澳大利亚	2.25	-0.94	-1.31	停产
Almina	Aljustrel	葡萄牙	9.9	-2.48	-7.42	停产
Boliden	Tara	爱尔兰	10.3	-5.15		停产
Glencore	Kidd	加拿大	3.92		-1.5	停产
	Matagmsi	加拿大	4.74	-1.73		停产
BHP/Glencore/Teck/Mitsubishi	Antamina	秘鲁	43.3	3.38	-14	减产
Hudbay	777	加拿大	4	-2		停产
Lundia	Neves-Corvo	葡萄牙	8.24	2.41	2.5	增产
	Zinkgruvan	瑞典	7.65	0.35	0.75	增产
Ozernoye LLC	Ozernoye	俄罗斯			15	新投产
Polymetals	Endeavor	澳大利亚			6	复产
Newmont	Peñasquito	墨西哥	17.1	-7	7	增产
Nexa	Aripuanã	巴西	0.03	2.15	3.1	增产
Nyrstar	Cumberland/Tennessee	美国	5	-0.42	-4.58	停产
Silver Mines	Bowdens Silver	澳大利亚				新投产
Southern Copper	Buenavista	墨西哥	6		7	新投产
Teck	Red dog	美国	55.3	0.7	-3.5	减产
Volcan	Islay	秘鲁	0.8	-0.4	-0.4	停产
合计			178.53	-11.13	13.14	

资料来源：钢联，中邮证券研究所

远期有部分矿山面临品位下降的困境甚至开采寿命达到尽头。因品位下降，预计 Antamina 矿山产量在 2023 年超预期增长后将在 2024 年大幅减少，减量可能达到 14 万吨，Red dog 矿山也因品位下降而小幅减产；Glencore 旗下 Kidd 矿山和 Kazzinc 矿山的部分矿区计划于 2024 年末因寿命而结束开采计划。Glencore 和 Teck 在 2026 年均下调锌矿的产量，2026 年锌精矿下降约 31 万吨，2027 年下降 7 万吨。

图表15: Teck 公司预计 2024 年之后锌精矿产量不断下滑 图表16: 嘉能可未来锌矿产量指引

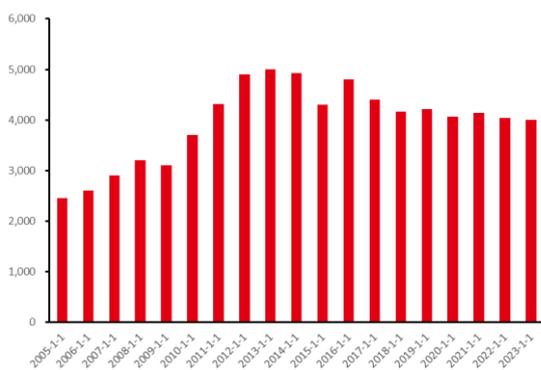


资料来源: Teck 公告, 中邮证券研究所

资料来源: 嘉能可公告, 中邮证券研究所

根据安泰科统计, 2023 年全国锌精矿产量为 406.0 万吨, 同比增加 1.9 万吨或 0.5%。2024 年, 国内锌矿供应弹性相对较小, 预计增量 7 万吨, 可预见的主要增量来自于新疆的火烧云项目。新疆火烧云铅锌矿床锌和铅金属量 1881 万吨, 矿床平均品位铅 4.60%、锌 23.37%, 为世界级铅锌矿床中罕见的高品位矿床。新疆地矿投资集团规划在新疆和田形成一座产锌锭 56 万吨/年、铅锭 11 万吨/年的铅锌冶炼生产基地。

图表17: 中国锌精矿产量情况 (千吨)



资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

图表18: 国内锌矿 TC (元/吨)



资料来源: 钢联, 中邮证券研究所

海外锌矿的减产以及一季度锌矿停产的消息加剧了市场对矿端供应收紧的预期, TC 延续下滑趋势。当前进口矿加工费平均报价为 80 美元/千吨, 但多有价无市, 现货市场实际仅有少量成交且低于报价, 听闻国内现货最新已有低于 50 美元/千吨的报价, 但买方并不接受。从实际供需情况看加工费并不应低至于此。国产矿加工费为 3850 元/吨, 分地区来看, 各地均有不

同程度的降幅，但也多数有价无市。冶炼端，部分地区冶炼厂调整生产计划，精锌产量或将环比下降。

2.2 基建、汽车、风光等需求利好不断

安泰科数据，2023 年全球精锌总消费 1399.3 万吨，同比增加 16.5 万吨或 1.1%。其中海外地区消费 701.3 万吨，减少 30 万吨或 4.1%。国内精锌表观消费为 698.0 万吨，同比增加 46.5 万吨，增长 7.1%。

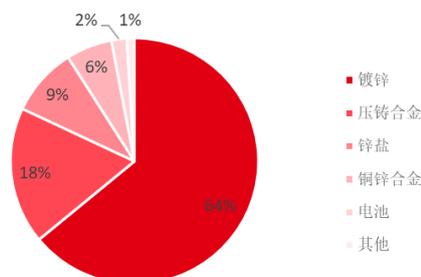
从锌锭各初端消费来看，各个领域同比都有一定回升，其中镀锌领域增量显著。2023 年，全国累计生产镀锌板约 7454 万吨，同比增长 10.8%；镀锌板（带）累计净出口 977.56 万吨，同比增 39.2%；镀锌板表观消费 6751 万吨，同比增长 15.2%。虽然房地产领域表现偏弱，但基建、机械制造、汽车在 2023 年快速增长，带动镀锌板的国内需求。

图表19：全球电解锌消费情况（千吨）



资料来源：ILZSG，中邮证券研究所

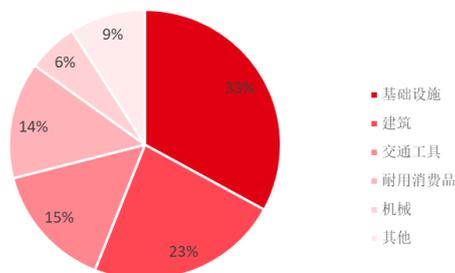
图表20：中国电解锌初端消费占比



资料来源：共研产业咨询，中邮证券研究所

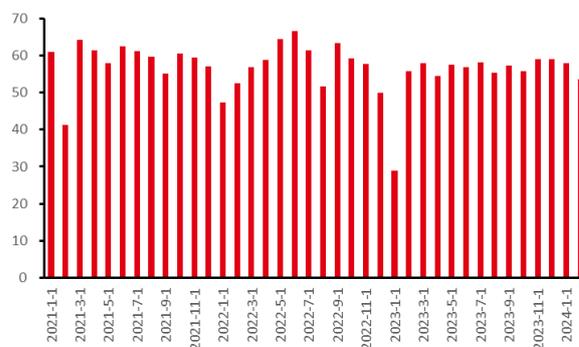
锌用途较为分散，主要用于基础设施建设、建筑、汽车、日用消费品等领域。其中基础设施建设领域占国内锌消费 1/3，铁塔、电器设备、板房、钢结构、公路护栏、桥梁等需要大量镀锌管、板、线材和结构件。此外建筑领域占比 23%，交通领域占比 15%，耐用消费品占比 14%。

图表21：中国电解锌终端消费占比



资料来源：共研产业咨询，中邮证券研究所

图表22：中国电解锌表观消费情况（万吨）



资料来源：钢联，中邮证券研究所

锌在风电和光伏行业中主要功能在于以镀锌或富锌底漆的形式附着在钢材外表面以防腐，在光伏行业中主要运用于碳钢光伏支架上的防腐，而在风电行业中耗锌主要在风电塔筒及螺栓两大部分。根据中国有色金属报，一个 1GW 的太阳能电站大约需要 2400 吨锌。

未来五年全球风电装机 CAGR 将达 15%，24 年开始陆风装机规模将超 100GW。根据全球风能理事会 (GWEC) 发布的 Global Wind Report 2023，预计到 2027 年全球装机将达到 157GW，CAGR 15%，其中陆风装机将在 23-24 年迎来显著修复，预计 24 年装机达到 106GW，首次突破 100GW。

图表23：全球光伏、海陆发电耗锌量计算（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球光伏新增装机 (GWh)	115	135	170	230	350	440	520
中国光伏新增装机 (GWh)	30	49	53	87	160	220	260
耗锌增量 (万吨)		5	1	8	17	14	10
海外光伏新增装机 (GWh)	86	86	117	143	190	220	260
耗锌增量 (万吨)		0	7	6	11	7	10
全球海风装机 (GWh)	7	7	21	9	18	18	26
全球陆风装机 (GWh)	54	88	72	69	97	106	109
耗锌增量 (万吨)		8.4	1.4	-5.3	10.4	2.2	3.8
全球耗锌增量 (万吨)		13.0	9.8	9.1	39.2	23.8	23.0

资料来源：GWEC, iFind, CPIA, 中邮证券研究所

新能源汽车轻量化发展是新能源汽车发展的主要方向。目前，适用于未来汽车发展的超高强度镀锌汽车板。新能源汽车的单车用锌量 20 公斤，传统汽车单车锌镀层用量约为 8 公斤。近年来，为适应轻量化需求，镀锌行业内积极推广镀锌薄板，钢板的镀锌化率持续提高。综合来看，新能源整车锌用量只多不少。

图表24：全球汽车耗锌量计算（万辆，万吨）

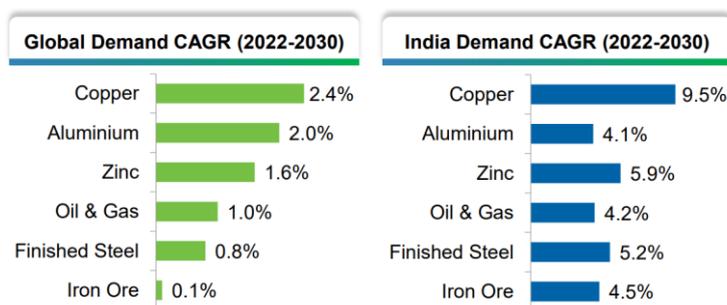
	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球乘用车销量(万辆)	5644	5749	6309	6562	6815
国内乘用车销量(万辆)	2152	2356	2700	2850	3000
海外乘用车销量(万辆)	3492	3392	3609	3712	3815
全球燃油车销量(万辆)	5021	4684	5009	4912	4615
国内燃油车销量(万辆)	1802	1669	1809	1612	1515
海外燃油车销量(万辆)	3219	3005	3200	3300	3100
全球新能源汽车销量(万辆)	623	1065	1300	1650	2200
国内产量(万辆)	350	687	891	1128	1421
yoy	156.0%	96.3%	29.7%	26.6%	26.0%
海外产量(万辆)	273	387	532	730	1071
yoy	46.5%	41.8%	37.5%	37.2%	46.7%
燃油车耗锌量 (kg/辆)	8	8	8	8	8
新能源汽车耗锌量 (kg/辆)	20	20	20	20	20
国内汽车耗锌量 (万吨)	21	27	32	35	41
国内汽车耗锌增量 (万吨)	4	6	5	3	5
海外汽车耗锌量 (万吨)	31	32	36	41	46
海外汽车耗锌增量 (万吨)	2	1	4	5	5
全球汽车耗锌增量 (万吨)	6	6	10	8	10

资料来源：中汽协, Marklines, IAI, 钢联, 中邮证券研究所

近年来，东亚、东南亚、南亚等国家，凭借较低生产成本和较强配套能力，形成了完整的产业链供应链体系、及国际生产网络。东南亚主要国家都将完善交通基础设施，列为未来 5-10 年重点发展领域，预计未来市场空间仍然充沛。

从人口、制造业和基建发展来看，印度正接力中国，成为金属需求增量的主战场。根据 Vedanta 公司的预测，2022-2030 全球对锌金属需求 CAGR 为 1.6%，印度对锌金属需求 CAGR 为 5.9%，仅次于铜的 CAGR。

图表25：印度对金属的需求远高于世界平均水平



资料来源：Vedanta 公司公告，中邮证券研究所

Glencore 和 Teck 在 2026 年均下调锌矿的产量，2026 年锌精矿下降约 31 万吨，2027 年下降 7 万吨。需求方面，国内基建、汽车、风光等需求持续增长，海外印度、东南亚等基建需求也带动锌金属消费。因此我们预计 2024 年全球精炼锌小幅过剩 6 万吨，2025-2027 年全球精炼锌短缺 4/24/44 万吨，缺口逐渐打开。

图表26：全球锌精矿及电解锌平衡情况（万吨）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
锌精矿	产量	1315.8	1291.1	1286	1307	1325	1301	1301
	—海外	902.2	887	880	895	906.15	874.95	867.7
	—中国	413.6	404.1	406	412	419	426	433
	需求	1300.5	1258	1298.3	1315.2	1325.2	1335.2	1345.2
	平衡	15.3	33.1	-12.3	-8.2	-0.05	-34.25	-44.5
精锌	产量	1399	1359	1407	1428	1438	1448	1458
	需求	1414.4	1382.8	1399.3	1422	1442	1472	1502
	—海外	729.4	731.3	701.3	710	725	740	755
	—中国	685	651.5	698	712	717	732	747
	平衡	-15.4	-23.8	7.7	6	-4	-24	-44

资料来源：安泰科，钢联，ILZSG，中邮证券研究所

3 风险提示

原材料价格大幅波动，行业政策发生变化，项目进展不及预期，下游需求不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1283	1669	2734	3189	营业收入	3.5%	30.1%	63.8%	16.6%
营业成本	581	749	1122	1309	营业利润	-25.6%	48.8%	80.8%	16.8%
税金及附加	58	75	123	144	归属于母公司净利润	-27.0%	51.1%	81.3%	16.6%
销售费用	1	1	2	2	获利能力				
管理费用	154	195	323	375	毛利率	54.7%	55.1%	58.9%	58.9%
研发费用	42	56	91	107	净利率	26.7%	31.0%	34.4%	34.3%
财务费用	55	0	0	0	ROE	10.8%	14.9%	21.3%	19.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	7.8%	9.6%	14.4%	14.1%
营业利润	402	598	1081	1263	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	43.5%	41.0%	39.5%	35.6%
营业外支出	8	0	0	0	流动比率	0.38	0.36	0.79	1.16
利润总额	394	598	1081	1263	营运能力				
所得税	51	80	142	168	应收账款周转率	44.85	84.97	77.14	72.45
净利润	343	518	939	1095	存货周转率	30.14	32.49	35.44	32.80
归母净利润	343	518	939	1095	总资产周转率	0.24	0.29	0.42	0.40
每股收益(元)	0.35	0.53	0.96	1.12	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.35	0.53	0.96	1.12
货币资金	720	590	1811	2873	每股净资产	3.26	3.55	4.51	5.63
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1	39	32	56	PE	37.50	24.82	13.69	11.74
预付款项	3	5	7	9	PB	4.04	3.71	2.92	2.34
存货	33	70	84	110	现金流量表				
流动资产合计	773	721	1951	3065	净利润	343	518	939	1095
固定资产	3673	3755	3866	3934	折旧和摊销	188	302	295	328
在建工程	149	221	329	419	营运资本变动	180	-107	252	-13
无形资产	785	713	558	445	其他	47	-3	-1	-2
非流动资产合计	4866	5162	5337	5480	经营活动现金流净额	758	711	1485	1408
资产总计	5639	5883	7289	8545	资本开支	-257	-470	-469	-469
短期借款	891	931	1136	1258	其他	-487	-127	0	0
应付票据及应付账款	65	63	111	120	投资活动现金流净额	-744	-597	-469	-469
其他流动负债	1093	1014	1229	1258	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2049	2008	2475	2636	债务融资	601	-10	205	122
其他	405	406	406	406	其他	-434	-234	0	0
非流动负债合计	405	406	406	406	筹资活动现金流净额	168	-244	205	122
负债合计	2455	2414	2881	3042	现金及现金等价物净增加额	182	-130	1221	1061
股本	978	978	978	978					
资本公积金	1693	1693	1693	1693					
未分配利润	378	584	1382	2313					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	135	214	355	519					
所有者权益合计	3184	3468	4407	5503					
负债和所有者权益总计	5639	5883	7289	8545					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048