

2025年一季报点评：业绩亮眼，增长可期



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

投资要点:

2025年4月22日，山金国际发布2025年一季度公司财报，报告期内公司实现营收43.21亿元，同比增长55.84%；实现营业利润10.08亿元，同比增长38.27%；归母净利润6.94亿元，同比增长37.91%。

矿产金产销量略有下滑，但受益于公司生产运营管理能力稳步提升以及矿产品价格上行带动，毛利率水平显著抬升。报告期内公司矿产金产量1.77吨，同比增速-10.61%，销量2.03吨，同比增速-10.96%，产销率为114.69%，相较去年同期水平下滑0.46个百分点。但受公司生产运营管理能力的稳步提升以及矿产品价格上行的带动，成本控制能力以及业务毛利率均有一定增长。一季度矿产金合并摊销前单位销售成本147.87元/克，相较2024年同期水平下调8.45元/克；业务毛利率77.57%，相较2024年同期水平大幅提升9.59个百分点。其余矿产品中，矿山银产量22.05吨，销量23.39吨；铅精粉产量1312.19吨，销量1226.28吨；锌精粉产量1395.27吨，销量1642.98吨。

云南芒市华盛项目稳步推进。2025年1月，公司与芒市海华开发有限公司签订协议，收购其持有的云南西部矿业公司52.07%的股权，核心资产为云南省泸西市大岗坝地区的金矿勘探探矿权；同月，公司继续与该公司签订协议，收购其持有的云南省泸西市勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权。

黄金价格再创新高。2025年一季度，伦敦现货黄金季度均价2859.62美元/盎司，较去年同期抬升38.16%，环比增长7.43%；季度峰值3115.1美元/盎司。伦敦现货白银季度均价31.88美元/盎司，环比近似持平略有抬升，季度峰值价格34.4美元/盎司。

特朗普关税战动摇美元作为世界货币的根基，新一轮国际货币及贸易体系形成过程中，看好金价中长期走势。2025年4月2日特朗普政府公布所谓“对等关税”政策后，美元、美债并未如历史规律般表现其避险资产属性，相反美元指数持续走弱，十年期美国国债收益率中枢抬升。其本质在于在布雷顿森林体系瓦解后，美元锚定物并非单一特种商品，而变为一揽子与国际贸易密切相关的商品与服务的组合。而在特朗普以所谓缩减贸易逆差规模为借口对于全球发动贸易战之后，美元作为世界货币的地位受到冲击，在一个去全球化的贸易体系之下，作为交易手段的美元对于各国的持有必要性受到广泛质疑，同时叠加美国政府当前高企的债务水平，形成

投资评级：买入（维持）

股票信息

总股本(百万股)	2,776.72
流通A股/B股(百万股)	2,487.10/0.00
资产负债率(%)	18.18
每股净资产(元)	4.93
市净率(倍)	4.09
净资产收益率(加权)	5.20
12个月内最高/最低价	23.55/15.07

注：数据更新日期截止2025年04月28日

市场表现



相关报告

2024年年报点评：量价齐升，利润大幅增长

2025.03.19

山金国际：黄金新贵，整装待发

2024.11.11

了本轮极为特殊的美元资产行情。在新一轮国际货币体系形成的过程中，必然伴随着市场的强烈波动，更加有利于黄金体现其避险价值，预期新兴市场国家将会再次开启购金增储周期以对冲潜在金融风险对于本国金融安全的冲击，同时稳定本国汇率，且本轮增储行情所波及范围预计将超过中、印、俄、新加坡等传统增储主力，对于金价的拉动效应可能将更为明显。

盈利预测：黄金价格中枢上移的背景下，我们看好 2025 年公司业绩前景，预计 2025-2027 年营收规模分别为 156.33/168.76/179.37 亿元，归母净利润分别为 34.72/40.29/44.2 亿元，维持公司买入评级。

风险提示：特朗普政府关税政策大幅转向、美联储货币政策调整不及预期、中美贸易战持续升级、金价大幅下跌、公司项目扩产不及预期。

主要财务数据及预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,106	13,585	15,633	16,876	17,937
(+/-)YoY(%)	-3.3%	67.6%	15.1%	7.9%	6.3%
净利润(百万元)	1,424	2,173	3,472	4,029	4,420
(+/-)YoY(%)	26.8%	52.6%	59.8%	16.1%	9.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.78	1.25	1.45	1.59
毛利率(%)	32.0%	29.9%	37.4%	40.0%	42.0%
净资产收益率(%)	12.3%	16.7%	23.4%	23.7%	22.9%

资料来源:公司年报(2023-2024)

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测表

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,008	5,524	10,158	13,111	15,383	
货币资金	3,031	2,870	5,981	8,828	13,938	
应收及预付	75	38	140	148	156	
存货	1,485	1,240	2,639	2,728	0	
其他流动资产	1,418	1,376	1,398	1,406	1,290	
非流动资产	10,291	12,665	12,442	12,198	11,932	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,713	3,171	3,029	2,867	2,684	
在建工程	388	258	320	383	446	
无形资产	6,447	8,437	8,299	8,162	8,024	
其他长期资产	743	800	793	786	779	
资产总计	16,299	18,189	22,600	25,309	27,315	
流动负债	2,406	1,854	4,048	4,165	3,318	
短期借款	210	0	-20	-40	-60	
应付及预收	1,517	796	2,685	2,776	2,395	
其他流动负债	679	1,057	1,382	1,429	982	
非流动负债	524	1,523	1,523	1,523	1,523	
长期借款	64	1,006	1,006	1,006	1,006	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	460	517	517	517	517	
负债合计	2,930	3,377	5,571	5,689	4,841	
股本	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777	
资本公积	4,431	4,431	4,431	4,431	4,431	
留存收益	4,339	5,735	7,574	9,724	12,083	
归属母公司股东权益	11,561	12,981	14,820	16,970	19,329	
少数股东权益	1,808	1,831	2,209	2,650	3,145	
负债和股东权益	16,299	18,189	22,600	25,309	27,315	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	8,106	13,585	15,633	16,876	17,937	
营业成本	5,508	9,521	9,793	10,124	10,407	
营业税金及附加	212	284	391	422	448	
销售费用	2	5	6	6	7	
管理费用	366	405	584	632	625	
研发费用	6	120	13	14	0	
财务费用	5	25	0	0	0	
资产减值损失	0	-5	0	0	0	
公允价值变动收益	-7	5	0	0	0	
投资净收益	92	-52	187	195	0	
营业利润	2,097	3,181	5,050	5,888	6,449	
营业外收支	-11	-7	-9	-9	-8	
利润总额	2,086	3,174	5,041	5,879	6,441	
所得税	517	743	1,192	1,408	1,525	
净利润	1,568	2,430	3,850	4,470	4,916	
少数股东损益	144	257	378	441	496	
归属母公司净利润	1,424	2,173	3,472	4,029	4,420	
EBITDA	2,977	3,885	6,105	6,963	7,546	
EPS (元)	0.51	0.78	1.25	1.45	1.59	

资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 03 月 17 日

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	2,180	3,871	5,425	5,400	8,039	
净利润	1,568	2,430	3,850	4,470	4,916	
折旧摊销	959	633	1,063	1,084	1,105	
营运资金变动	-258	760	691	32	2,010	
其它	-90	48	-179	-186	8	
投资活动现金流	480	-2,849	-661	-654	-848	
资本支出	-615	-687	-849	-849	-848	
投资变动	1,005	-2,227	0	0	0	
其他	90	65	187	195	0	
筹资活动现金流	-1,626	-431	-1,639	-1,899	-2,081	
银行借款	-675	732	-20	-20	-20	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-951	-1,164	-1,619	-1,879	-2,061	
现金净增加额	1,046	577	3,111	2,847	5,110	
期初现金余额	790	1,836	2,413	5,525	8,371	
期末现金余额	1,836	2,413	5,525	8,371	13,481	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-3.3%	67.6%	15.1%	7.9%	6.3%
营业利润增长	29.8%	51.7%	58.8%	16.6%	9.5%
归母净利润增长	26.8%	52.6%	59.8%	16.1%	9.7%
获利能力					
毛利率	32.0%	29.9%	37.4%	40.0%	42.0%
净利率	17.6%	16.0%	22.2%	23.9%	24.6%
ROE	12.3%	16.7%	23.4%	23.7%	22.9%
ROIC	11.0%	15.4%	20.9%	21.3%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	18.0%	18.6%	24.7%	22.5%	17.7%
净负债比率	-19.6%	-10.0%	-27.1%	-38.1%	-56.1%
流动比率	2.50	2.98	2.51	3.15	4.64
速动比率	1.84	2.28	1.84	2.47	4.61
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.79	0.77	0.70	0.68
应收账款周转率	198.06	430.25	305.58	199.87	198.38
存货周转率	3.87	6.99	5.05	3.77	7.63
每股指标 (元)					
每股收益	0.51	0.78	1.25	1.45	1.59
每股经营现金流	0.79	1.39	1.95	1.94	2.90
每股净资产	4.16	4.67	5.34	6.11	6.96
估值比率					
P/E	34.37	22.53	14.10	12.15	11.08
P/B	4.23	3.77	3.30	2.88	2.53
EV/EBITDA	13.11	10.60	7.26	5.96	4.82

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000