

金岭金矿成本持续下降，业绩表现亮眼

2025 年 08 月 18 日

➤ **事件：公司发布 2025 年中期业绩公告。**2025 年上半年，公司实现营业收入 12.40 亿元，同比增加 33.67%，归母净利润 6.01 亿元，同比增加 136.27%。分产品营收来看，公司黄金收入占比进一步提升至 77.7%，第二大产品收入来源为铜，营收占比为 8.6%。**公司宣布派发中期股息，持续回馈股东。**公司计划派付人民币 0.185 元/股中期股息，派发总额人民币约 2.01 亿元，派付比例 33.4%。

➤ **金岭金矿：采矿量大幅提升，成本继续下降。运营持续优化：**采矿方面，公司采矿量大幅增长，2025 年上半年完成采矿量 197.59 万吨，同比超 3 倍增长。主要是由于 2024 年上半年降雨频繁对公司采矿作业造成极大影响，2025 年公司增加了采矿机器设备，同时改善矿区道路条件，提升了运输能力和效率，公司的采矿量得到大幅提升。而下半年以旱季为主，预计公司采矿量有望进一步增长。**选矿方面，**2025 年上半年金岭金矿完成选矿量 127.2 万吨，选矿处理量持续提升。截至 25 年 6 月底，公司选矿产能已经达到 1 万吨/天，回收率稳定在 80%。公司计划年底前新安装 500 立方米浮选机组，日处理能力将提升到 1.2-1.3 万吨/天，预计下半年平均达到 1.2 万吨/天。同时公司尾矿干堆设施第三期工程也已动工，预计于 2025 年底完成。随着公司选矿能力提升，公司黄金产量预计将加速释放。**成本方面，**公司采选成本均有不同程度下降，2025 年 H1 销售成本为 168g/t，完全成本为 240g/t，运营进一步优化，成本持续下降。**持续勘探&紫金赋能扩建，黄金产量将大幅增长：**金岭金矿勘探仍在持续，2025 年上半年，金共钻探 367 个孔，共计 42,555.7 米，在矿体向南及东延伸方向均发现高品位凝灰岩层，未来资源量有望进一步提升。公司与紫金订立金岭矿新建 1000 万吨/年的扩建可行性研究合同。待扩建完成后，金岭金矿成为具有全球影响力的世界级黄金矿山。根据储量品位 1.3g/t、整体回收率 80%估算，**远期金岭金矿有望实现 15 吨黄金的年产量。**

➤ **新庄宜丰矿：保持稳定，上半年技改影响部分产量。**2025 年上半年新庄矿完成选矿量 45.05 万吨，同比下降 14.1%。实现营收 2.77 亿元，毛利率 51.8%。主要是上半年新庄矿的铜铁加工厂为进行技术改造而暂停生产 67 天，影响了部分产量。成本方面，新庄矿整体成本控制较好，保持稳定，上升幅度不高，2025 年上半年单位矿石成本为 296.1 元/吨，单位矿石毛利同样稳中有升。

➤ **投资建议：**公司未来成长空间广阔，当前产能爬坡预计提速，同时未来还有进一步扩产，叠加金价景气，看好公司后续黄金产量持续增长，迎来量价齐升。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 12.63/15.93/19.45 亿元，EPS 分别为 1.17/1.47/1.79 元，对应 8 月 15 日收盘价 PE 分别为 28X、22X、18X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铜金等产品价格下跌的风险，项目投产进度不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,876	3,462	4,147	4,888
增长率 (%)	42.6	84.6	19.8	17.9
归母净利润	575	1,263	1,593	1,945
增长率 (%)	71.6	119.5	26.1	22.1
EPS	0.53	1.17	1.47	1.79
P/E	61	28	22	18
P/B	11.2	8.6	6.9	5.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 08 月 15 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

35.20 港元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

- 1.万国黄金集团 (3939.HK) 动态报告：金岭扩产正当时，世界级金矿冉冉升起-2025/08/09
- 2.万国黄金集团 (3939.HK) 事件点评报告：紫金赋能，世界级金矿开发加速-2025/05/12
- 3.万国黄金集团 (3939.HK) 2024 年年报深度点评：金岭金矿绽放，开启世界一流黄金矿企征程-2025/03/23
- 4.万国黄金集团 (3939.HK) 动态报告：世界级金矿冉冉升起-2024/12/29
- 5.万国黄金集团 (3939.HK) 深度报告：新庄矿业铸基石，金岭坚守终绽放-2024/09/21

目录

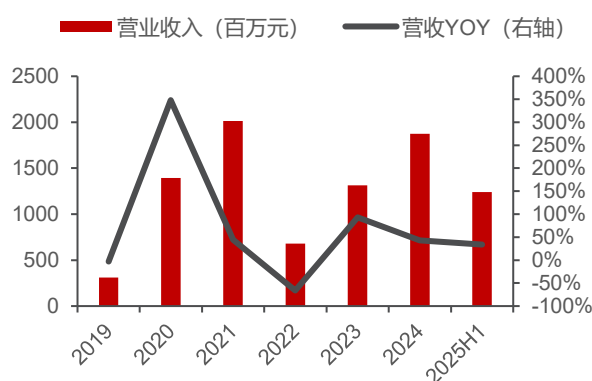
1 事件：公司发布 2025 年中期业绩公告	3
2 金岭金矿：采矿量大幅提升，成本继续下降	4
2.1 运营持续优化，成本继续下降	4
2.2 持续勘探&紫金赋能扩建，黄金产量将大幅增长	5
3 新庄宜丰矿：保持稳定，上半年技改影响部分产量	7
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 事件：公司发布 2025 年中期业绩公告

公司发布 2025 年中期业绩公告。2025 年上半年，公司实现营业收入 12.40 亿元，同比增加 33.67%，归母净利润 6.01 亿元，同比增加 136.27%。分产品营收来看，公司黄金收入占比进一步提升至 77.7%，第二大产品收入来源为铜，营收占比为 8.6%。

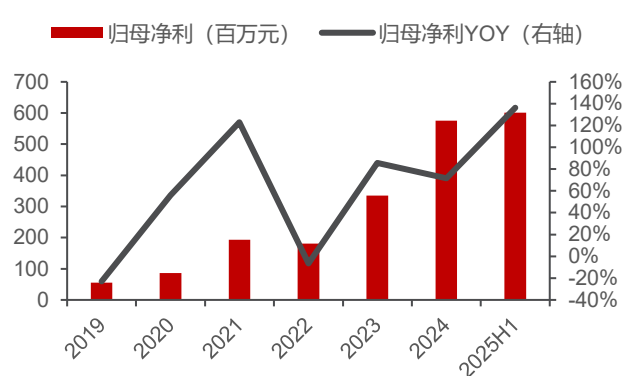
公司宣布派发中期股息，持续回馈股东。公司计划派付人民币 0.185 元/股中期股息，派发总额人民币约 2.01 亿元，派付比例 33.4%。

图1：公司营收及增速



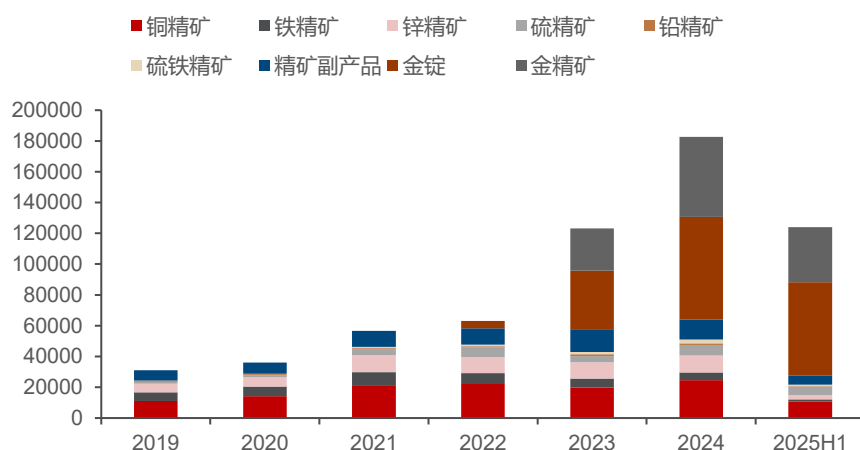
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：公司业务分产品营收情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 金岭金矿：采矿量大幅提升，成本继续下降

2.1 运营持续优化，成本继续下降

2025 年上半年，实现黄金产量 1.47 吨，同比增长 17.1%。2025 年上半年公司实现黄金产量 1.47 吨，同比增长 17.1%，其中金锭和金精矿黄金产量分别为 0.84 吨、0.63 吨，金锭的产量占比为 57.3%。

公司采矿量大幅增长，选厂产能继续提升，黄金产量预计将加速释放。采矿方面，2025 年上半年金岭金矿完成采矿量 197.59 万吨，相较于 2024 年上半年采矿量大幅超 3 倍增长。主要是由于 2024 年上半年降雨频繁对公司采矿作业造成极大影响，针对上半年雨季影响采矿的问题，2025 年公司增加了采矿机器设备，同时改善矿区道路条件，提升了运输能力和效率，公司的采矿量得到大幅提升。而下半年以旱季为主，预计公司采矿量有望进一步增长。选矿方面，2025 年上半年金岭金矿完成选矿量 127.2 万吨，选矿处理量持续提升。截至 25 年 6 月底，公司选矿产能已经达到 1 万吨/天，回收率稳定在 80%。公司计划年底前新安装 500 立方米浮选机组，日处理能力将提升到 1.2-1.3 万吨/天，预计下半年平均达到 1.2 万吨/天。同时公司尾矿干堆设施第三期工程也已动工，预计于 2025 年底完成。随着公司选矿能力提升，公司黄金产量预计将加速释放。

表1：金岭金矿半年度维度数据对比

项目	单位	2024H1	2024H2	2025H1
采矿量	万吨	44.2	227.1	197.6
选矿量	万吨	113.7	114.4	127.2
采矿成本	元/吨	119.5	78.0	66.6
选矿成本	元/吨	107.3	118.6	78.4
产量				
金锭	千克	746	453	1046
金精矿	吨	26388	19803	26307
黄金产量	金属吨	1.3	0.8	1.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2025H1 金精矿品位采用公司 24 年的数据

公司采选成本均有不同程度下降，2025 年 H1 销售成本为 168g/t，完全成本为 240g/t，运营进一步优化，成本持续下降。2025 年上半年，公司采选成本继续下降。同 2024 年相比，公司单位采矿成本从 84.8 元/吨下降到 66.6 元/吨，降幅 21.5%；单位选矿成本从 113 元/吨下降到 78.4 元/吨，降幅 30.6%，从而实现黄金完全成本的下降，从 273 元/g 下降到 240 元/g，降幅 12.1%。公司单位销售成本也从 227 元/g 下降到 168 元/g，降幅 26.0%。

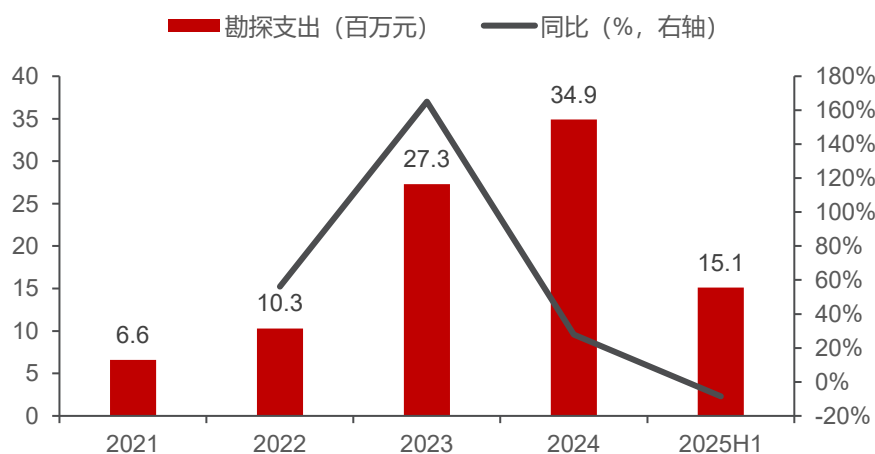
表2：金岭金矿经营数据一览

项目	2023	2024	2025H1
收入 (千元)	658318	1187927	963243
营业成本 (千元)	324632	526937	239014
毛利率 (%)	50.7%	54.6%	75.2%
税前溢利 (千元)	210841	556073	621031
黄金销量 (金属吨)	1.484	2.318	1.425
产品单位收入 (元/g)	443.7	512.5	675.9
单位采矿成本 (元/g)	109.9	84.8	66.6
单位选矿成本 (元/g)	133.3	113	78.4
单位销售成本 (元/g)	219	227	168
单位完全成本 (元/g)	302	273	240

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 持续勘探&紫金赋能扩建，黄金产量将大幅增长

金岭金矿勘探潜力较大，公司已将资源量更新至 232 吨，但勘探仍在继续，未来有望进一步提升资源量。金岭金矿有 5 个已知矿床组成，2025 年上半年，金岭矿 Valehaichichi 矿床、Charivunga 矿床、Kupers 及 Dawsons 矿床共钻探 367 个孔，共计 42,555.7 米。包括：1、33 个岩心钻孔，共 18396.3 米；2、334 个反循环钻孔，共 24159.4 米。在矿体向南及东延伸方向均发现高品位凝灰岩层，海拔高度约 0-100 米

图4：金岭金矿勘探支出


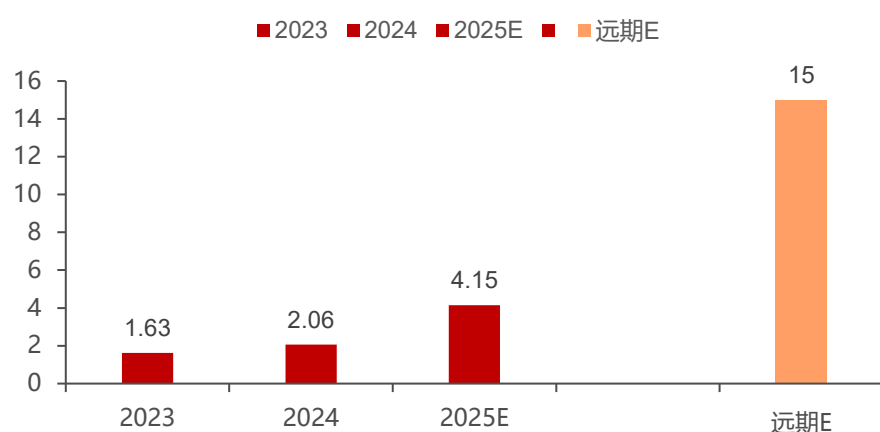
资料来源：公司公告，民生证券研究院

紫金赋能金岭金矿 1000 万吨扩建。公司于 2025 年 5 月 1 日与紫金工程订立金岭矿新建 1000 万吨/年的扩建可行性研究合同，扩建可行性研究包括设计主要生产设施如探选工程、尾矿池、低品位矿石破碎、堆浸垫、吸收等，以及相关的

供水、供电、厂区道路、实验室及生活辅助设施等，产品为金锭（金品位 80%）及浮选金精矿（金品位 25 克/吨）。紫金矿冶和紫金工程均为紫金矿业所控制实体。

待扩建 1000 万吨工程完成后，将建成 1400 万吨/年的采选规模，金岭金矿成为具有全球影响力的世界级黄金矿山。根据储量品位 1.3g/t、整体回收率 80% 估算，远期金岭金矿有望实现 15 吨黄金的年产量。同时，我们认为随着扩建带来的规模优势的体现，水电站等基础设施建设带来的能源成本下降，公司克金完全成本仍有下降空间；再叠加金价持续景气向上，公司未来将量价齐升，弹性十足。

图5：金岭金矿产量（单位：金属吨）

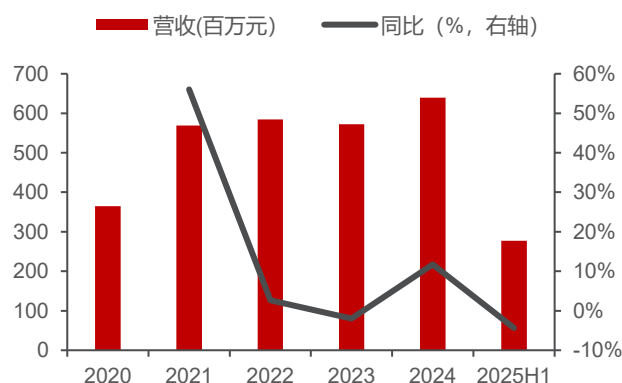


资料来源：公司公告，公司公众号，民生证券研究院预测

3 新庄宜丰矿：保持稳定，上半年技改影响部分产量

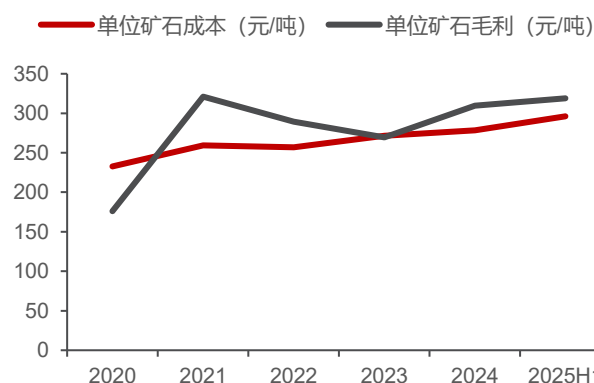
新庄矿经过多次扩建，目前实际年选矿总量可超 100 万吨，已是一座成熟矿山，生产经营表现稳定。2025 年上半年新庄矿完成选矿量 45.05 万吨，同比下降 14.1%。实现营收 2.77 亿元，毛利率 51.8%。其中，新庄矿铜精矿销量为 1622 吨，营收占比为 38.55%。将其他矿产按营收折算为铜，2025 年上半年新庄矿生产的铜当量为 4207 吨。上半年新庄矿的铜铁加工厂为进行技术改造而暂停生产 67 天，影响了部分产量。改造后实现了高效、节能、自动化及智能化水平的提升，铜铁加工厂产能已达 800,000 吨/年。成本方面，新庄矿整体成本控制较好，保持稳定，上升幅度不高，2025 年上半年单位矿石成本为 296.1 元/吨，单位矿石毛利同样稳中有升。

图6：新庄矿营收情况



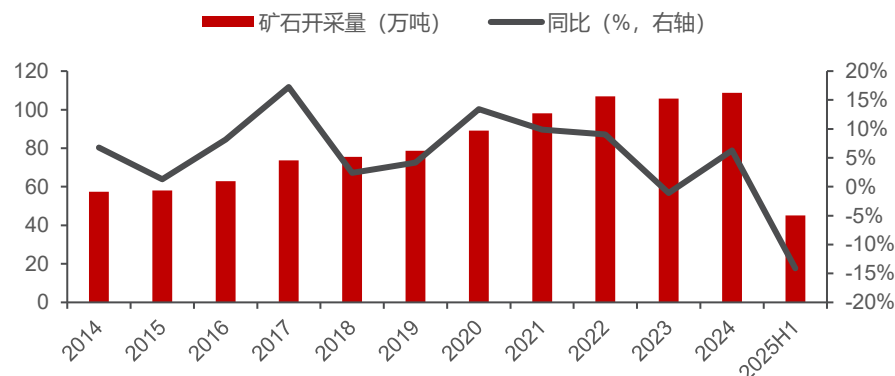
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：新庄矿单位矿石成本及毛利



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：新庄矿开采矿石量变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表3：新庄矿产产品对外销售情况

矿产类别	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
精矿所含铜	吨	3139	3808	3839	4109	3709	3990	1622
铁精矿	万吨	11	10	10	10	8	8	3
锌精矿所含锌	吨	5691	5429	7386	6356	8390	6480	1731
铅精矿所含铅	吨	690	822	1113	1165	1721	1309	529
硫精矿	万吨	16	19	19	25	24	25	12
硫铁精矿	万吨	0	1	2	4	5	7	3
精矿所含金	公斤	106	154	213	219	241	178	64
精矿所含银	公斤	6587	8110	12068	12432	12403	9002	3225

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司未来成长空间广阔,当前产能爬坡预计提速,同时未来还有进一步扩产,叠加金价景气,看好公司后续黄金产量持续增长,迎来量价齐升。我们预计公司2025-2027 年分别实现归母净利润 12.63/15.93/19.45 亿元, EPS 分别为 1.17/1.47/1.79 元,对应 8 月 15 日收盘价 PE 分别为 28X、22X、18X,维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 铜金等产品价格下跌的风险。公司目前的主力矿山新庄矿和金岭金矿产品为有色金属矿石，若相关金属价格下跌，会对公司盈利产生不利影响。

2) 项目投产进度不及预期的风险。金岭金矿投产后还未满产，且未来还有大规模的扩建计划，若后续出现不可抗力导致项目进度延缓，公司盈利将受到不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	2,358	3,624	4,734	6,250
现金及现金等价物	514	1,155	2,075	3,382
应收账款及票据	165	183	219	258
存货	175	313	340	373
其他	1,505	1,974	2,100	2,236
非流动资产合计	1,777	1,887	2,156	2,303
固定资产	919	1,065	1,309	1,454
商誉及无形资产	769	770	795	798
其他	90	52	52	52
资产合计	4,135	5,511	6,890	8,553
流动负债合计	494	855	980	1,116
短期借贷	183	196	208	221
应付账款及票据	93	161	175	192
其他	218	498	597	704
非流动负债合计	188	78	78	78
长期借贷	78	78	78	78
其他	111	0	0	0
负债合计	682	932	1,058	1,194
普通股股本	91	91	91	91
储备	3,043	3,980	4,996	6,232
归属母公司股东权益	3,135	4,071	5,087	6,323
少数股东权益	319	507	746	1,036
股东权益合计	3,453	4,578	5,833	7,360
负债和股东权益合计	4,135	5,511	6,890	8,553

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	843	1,287	1,868	2,263
净利润	575	1,263	1,593	1,945
少数股东权益	116	189	238	291
折旧摊销	98	103	105	103
营运资金变动及其他	55	-267	-68	-75
投资活动现金流	-1,556	-323	-375	-250
资本支出	-199	-250	-375	-250
其他投资	-1,357	-73	0	0
筹资活动现金流	1,051	-323	-574	-706
借款增加	57	12	12	12
普通股增加	1,262	0	0	0
已付股利	-252	-327	-577	-709
其他	-17	-9	-9	-10
现金净增加额	342	642	920	1,308

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,876	3,462	4,147	4,888
其他收入	0	0	0	0
营业成本	879	1,088	1,184	1,298
销售费用	55	104	124	147
管理费用	134	260	311	367
研发费用	25	17	21	24
财务费用	12	4	-2	-11
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	9	0	-1	-1
除税前利润	806	1,989	2,509	3,063
所得税	115	537	677	827
净利润	691	1,452	1,831	2,236
少数股东损益	116	189	238	291
归属母公司净利润	575	1,263	1,593	1,945
EBIT	818	1,992	2,506	3,051
EBITDA	916	2,095	2,611	3,154
EPS (元)	0.53	1.17	1.47	1.79

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	42.60	84.59	19.79	17.86
归属母公司净利润	71.56	119.52	26.14	22.08
盈利能力(%)				
毛利率	53.16	68.56	71.44	73.44
净利率	30.68	36.48	38.42	39.79
ROE	18.36	31.03	31.32	30.76
ROIC	18.89	29.98	29.90	29.09
偿债能力				
资产负债率(%)	16.49	16.92	15.35	13.95
净负债比率(%)	-7.33	-19.27	-30.68	-41.91
流动比率	4.78	4.24	4.83	5.60
速动比率	4.42	3.87	4.48	5.27
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.72	0.67	0.63
应收账款周转率	16.02	19.93	20.67	20.51
应付账款周转率	8.98	8.58	7.06	7.08
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	1.17	1.47	1.79
每股经营现金流	0.78	1.19	1.72	2.09
每股净资产	2.89	3.76	4.69	5.83
估值比率				
P/E	61	28	22	18
P/B	11.2	8.6	6.9	5.6
EV/EBITDA	38.34	16.75	13.44	11.13

插图目录

图 1: 公司营收及增速.....	3
图 2: 公司归母净利润及增速	3
图 3: 公司业务分产品营收情况 (单位: 万元)	3
图 4: 金岭金矿勘探支出.....	5
图 5: 金岭金矿产量 (单位: 金属吨)	6
图 6: 新庄矿营收情况.....	7
图 7: 新庄矿单位矿石成本及毛利	7
图 8: 新庄矿开采矿石量变化	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 金岭金矿半年度维度数据对比.....	4
表 2: 金岭金矿经营数据一览	5
表 3: 新庄矿产产品对外销售情况	8
公司财务报表数据预测汇总	11

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。	公司评级	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