

► **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025 上半年公司实现营收 92.46 亿元，同比增长 42.14%，归母净利 15.96 亿元，同比增长 48.43%，扣非归母净利 15.98 亿元，同比增长 41.87%；单季度看，2025Q2 公司实现营收 49.24 亿元，同比增长 31.95%，环比增长 13.95%，归母净利润 9.02 亿元，同比上升 57.67%，环比上升 29.99%，扣非归母净利 8.95 亿元，同比上升 42.66，环比上升 27.12%。业绩符合我们预期。

► **点评：价格上行提升盈利空间。**量：公司上半年矿产金/矿产银/铅精粉/锌精粉产量 3.7/61.8/4354/7917 吨，同比-11%/-25%/-14%/+41%，产量略少但上半年销大于产，同比基本持平；2025Q2 矿产金/矿产银/铅精粉/锌精粉产量 2.0/39.8/3042/6521 吨，同比 -11%/-35%/-23%/+54%，环比 +10%/+80%/+132%/+367%；**目标：**根据 2024 年年报，公司计划 2025 年黄金产量不低于 8 吨，其他金属不低于 2024 年产量，上半年产销数据整体符合预期；**价：**Q2 黄金均价 3281 美元/盎司，同比增长 40.3%，环比增长 14.3%；白银均价 33.68 美元/盎司，同比增长 16.8%，环比增长 5.6%；**成本：**公司上半年矿产金/矿产银成本（合并摊销后）为 150.96/2.83 元/克，同比+3.1%/+4.8%，成本基本持平；**利润：**受益于金属价格上行，公司上半年矿产金/矿产银板块毛利率 79.15%/55.20%，同比增长 7.26/6.03pct，上半年整体毛利率 29.98%，同比下降 0.55pct，净利率 19.0%，同比上升 0.6pct。

► **港股 IPO 上市在即：**为进一步深化公司全球化战略布局，加快海外业务发展，巩固行业地位，同时更好地利用国际资本市场优势，优化资本结构和股东组成，拓展多元化融资渠道，提升公司治理水平和核心竞争力，公司拟计划于港股上市。发行时机将在股东大会决议有效期内（24 个月）择机推进。

► **云南地区进展顺利：**公司 2025 年收购芒市海华持有的云南西部矿业约 52% 股权以及云南路西市勐稳、大岗坝地区探矿权，芒市复产工作持续推进。

► **纳米比亚金矿远期贡献增量：**公司于 2024 年 8 月 29 日完成 Osino 股权交割，其核心资源 Twin Hills 金矿拥有黄金资源量 99 吨，平均品位 1.09 克/吨，储量 67 吨，平均品位 1.04 克/吨，项目计划于 2027 年初投产。根据可研报告，选厂设计产能约为 500 万吨/年，预计年产黄金可达 5 吨，达产后克金完全维持成本为 1011 美元/盎司。此外 Osino 旗下 Ondundu 金矿探矿权范围内拥有推断黄金资源量 28 吨左右，品位 1.13 克/吨。

► **投资建议：**考虑当前金属价格持续上行，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 36.46、41.73、55.02 亿元，对应 8 月 18 日收盘价 PE 分别为 14/12/9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**金属价格大幅波动，项目进展不及预期，海外地缘风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,585	16,442	17,974	21,417
增长率（%）	67.6	21.0	9.3	19.2
归属母公司股东净利润（百万元）	2,173	3,646	4,173	5,502
增长率（%）	52.6	67.8	14.4	31.9
每股收益（元）	0.78	1.31	1.50	1.98
PE	23	14	12	9
PB	3.9	3.2	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.10 元

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作葵

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

1.山金国际 (000975.SZ) 2025 年一季报点评：价格驱动业绩上行，芒市进展顺利-2025/04/22

2.山金国际 (000975.SZ) 2024 年年报深度点评：量价共振，业绩再创新高-2025/03/20

3.山金国际 (000975.SZ) 2024 年三季报点评：业绩创新高，战略规划持续落地-2024/10/22

4.山金国际 (000975.SZ) 2024 年半年报点评：量价齐升，期待战略规划落地-2024/08/22

5.银泰黄金 (000975.SZ) 2023 年年报点评：利润同比大幅增长，期待战略规划逐步落地-2024/03/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,585	16,442	17,974	21,417
营业成本	9,521	10,183	10,894	12,262
营业税金及附加	284	329	324	385
销售费用	5	7	9	11
管理费用	405	493	539	642
研发费用	120	148	162	193
EBIT	3,252	5,282	6,046	7,923
财务费用	25	18	26	-16
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	-52	-5	-4	-2
营业利润	3,181	5,261	6,021	7,940
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	3,174	5,261	6,021	7,940
所得税	743	1,210	1,385	1,826
净利润	2,430	4,051	4,636	6,114
归属于母公司净利润	2,173	3,646	4,173	5,502
EBITDA	3,885	6,309	7,180	9,162

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,870	6,325	10,428	14,917
应收账款及票据	21	71	73	87
预付款项	17	31	33	37
存货	1,240	1,395	1,492	1,680
其他流动资产	1,376	1,393	1,403	1,425
流动资产合计	5,524	9,215	13,429	18,146
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,171	3,186	3,432	3,714
无形资产	8,437	9,887	9,887	9,937
非流动资产合计	12,665	14,118	14,365	14,706
资产合计	18,189	23,333	27,794	32,851
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	796	1,534	1,642	1,848
其他流动负债	1,057	1,224	1,291	1,429
流动负债合计	1,854	2,759	2,932	3,276
长期借款	1,006	2,006	2,506	2,006
其他长期负债	517	505	505	505
非流动负债合计	1,523	2,512	3,012	2,512
负债合计	3,377	5,270	5,944	5,788
股本	2,777	2,777	2,777	2,777
少数股东权益	1,831	2,236	2,700	3,311
股东权益合计	14,812	18,063	21,849	27,063
负债和股东权益合计	18,189	23,333	27,794	32,851

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	67.60	21.02	9.32	19.15
EBIT 增长率	61.17	62.42	14.47	31.04
净利润增长率	52.57	67.78	14.45	31.87
盈利能力 (%)				
毛利率	29.92	38.07	39.39	42.74
净利润率	17.89	24.64	25.79	28.55
总资产收益率 ROA	11.95	15.63	15.01	16.75
净资产收益率 ROE	16.74	23.04	21.79	23.17
偿债能力				
流动比率	2.98	3.34	4.58	5.54
速动比率	2.30	2.82	4.06	5.01
现金比率	1.55	2.29	3.56	4.55
资产负债率 (%)	18.57	22.59	21.39	17.62
经营效率				
应收账款周转天数	0.57	1.60	1.50	1.50
存货周转天数	47.54	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.75	0.70	0.65	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	1.31	1.50	1.98
每股净资产	4.67	5.70	6.90	8.55
每股经营现金流	1.39	2.10	2.14	2.73
每股股利	0.37	0.61	0.70	0.92
估值分析				
PE	23	14	12	9
PB	3.9	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	12.56	7.34	5.95	4.12
股息收益率 (%)	2.02	3.38	3.87	5.11

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,430	4,051	4,636	6,114
折旧和摊销	633	1,027	1,134	1,239
营运资金变动	760	668	62	116
经营活动现金流	3,871	5,827	5,949	7,585
资本开支	-687	-2,450	-1,350	-1,550
投资	-2,227	-30	-30	-30
投资活动现金流	-2,849	-2,485	-1,384	-1,582
股权募资	0	0	0	0
债务募资	820	988	500	-500
筹资活动现金流	-431	112	-463	-1,513
现金净流量	577	3,455	4,103	4,490

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