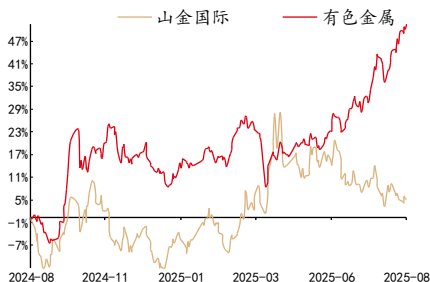




股票投资评级

买入 | 维持

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)	18.24
总股本/流通股本(亿股)	27.77 / 25.27
总市值/流通市值(亿元)	506 / 461
52周内最高/最低价	22.60 / 15.33
资产负债率(%)	18.6%
市盈率	23.31
第一大股东	山东黄金矿业股份有限公司

研究所

分析师: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340525070002
Email: yangfengyuan@cnpsec.com
分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

山金国际(000975)

黄金价格提升带动公司业绩高增

● 25H1 实现归母净利润 15.96 亿元，Q2 业绩表现亮眼

2025H1 公司实现营收 92.46 亿元，与 24 年同期 65.05 亿元相比，同比增长约 42.1%；实现归母净利润 15.96 亿元，与 24 年同期 10.75 亿元相比，同比增长约 48.4%；扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润 15.98 亿元，同比增长约 41.9%。其中，2025 年 Q2 实现营收 49.24 亿元，同比增加约 32%，环比增加 13.9%；Q2 归母净利润 9.02 亿元，同比增加 57.7%，环比增加 30%，再创历史新高；扣非归母净利润 8.95 亿元，同比增加 42.7%，环比增加 27.1%。

● 黄金价格持续攀升，支撑公司利润增长

2025H1，全球黄金市场表现强劲，黄金价格持续攀升并创下新高。伦敦现货黄金价格于 6 月 30 日报收于 3302.16 美元/盎司，上半年累计涨幅达 25.84%，创下自 2008 年以来的最大半年涨幅，并在 4 月下旬一度触及 3500 美元/盎司的历史高位。国内市场黄金价格持续高位运行，根据上海黄金交易所（SGE）数据显示，截止 6 月末，Au9999 黄金收盘价为 764.43 元/克，较年初上涨 24.50%；上半年加权平均价格为 725.28 元/克，同比上涨 41.07%。黄金价格大幅增长是公司业绩高增的主要原因。

● 成本控制优异，矿产金毛利率接近 80%

2025H1 公司营业成本为 64.74 亿元，与上年同期 45.19 亿元相比，同比增加 43.26%，主要原因为金属贸易增加相应的贸易成本增加。其中合质金的营业成本为 6.2 亿元，同比减少 3.69%。

2025H1，公司实现矿产金产量 3.72 吨，销量 4.12 吨，合并摊销后单位销售成本为 150.96 元/克，毛利率为 79.15%，矿产金毛利率接近 80%。

● 探矿增储成效显著，整合潞西市金矿资源

2025H1 公司加强探矿增储力度，青海大柴旦青龙沟金矿深部和东安金矿外围探矿探矿权勘查成效显著，地质探矿实现新增金金属量 3.85 吨、品位 5.79 克/吨，为公司高质量发展夯实资源基础。

2025 年 1 月，公司收购云南西部矿业有限公司 52.0709% 股权，从而获得其持有的云南省潞西市大岗坝地区金矿勘探探矿权，勘查矿种为金，勘查面积 35.6 平方公里；同月，公司控股子公司芒市华盛金矿开发有限公司收购了云南省潞西市勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权勐稳地区探矿权，勘查面积为 20.38 平方公里，勘查矿种为金，现已正式取得上述探矿权。

海外方面，公司 24 年完成收购的纳米比亚 Osino 公司项目高效推进，选厂建设计划今年第四季度全面开始，预计 2027 年上半年投产，将成为公司的重要增长极。

● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，随着金价中枢稳健上移，公司归母净利润为 33.62/38.34/46.54 亿元，YOY 为 55%/14%/21%，对应 PE 为 15.07/13.21/10.88。维持“买入”评级。

● 风险提示

金价格超预期下跌，成本超预期上行等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13585	15885	16762	18416
增长率(%)	67.60	16.93	5.52	9.87
EBITDA（百万元）	3885.18	5581.92	6321.88	7560.87
归属母公司净利润（百万元）	2173.11	3361.55	3834.06	4653.84
增长率(%)	52.57	54.69	14.06	21.38
EPS(元/股)	0.78	1.21	1.38	1.68
市盈率（P/E）	23.31	15.07	13.21	10.88
市净率（P/B）	3.90	3.43	3.01	2.63
EV/EBITDA	10.60	8.62	7.34	5.84

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	13585	15885	16762	18416	营业收入	67.6%	16.9%	5.5%	9.9%
营业成本	9521	9988	10198	10563	营业利润	51.7%	54.7%	14.0%	21.4%
税金及附加	284	318	335	368	归属于母公司净利润	52.6%	54.7%	14.1%	21.4%
销售费用	5	6	7	7	获利能力				
管理费用	405	477	419	460	毛利率	29.9%	37.1%	39.2%	42.6%
研发费用	120	159	168	184	净利率	16.0%	21.2%	22.9%	25.3%
财务费用	25	23	31	30	ROE	16.7%	22.8%	22.8%	24.1%
资产减值损失	-5	-5	-5	-5	ROIC	15.4%	20.0%	19.6%	20.4%
营业利润	3181	4920	5610	6809	偿债能力				
营业外收入	2	3	3	3	资产负债率	18.6%	18.9%	19.2%	19.2%
营业外支出	9	8	8	8	流动比率	2.98	3.85	4.75	5.70
利润总额	3174	4915	5605	6804	营运能力				
所得税	743	1179	1345	1633	应收账款周转率	430.25	667.63	616.12	628.20
净利润	2430	3735	4260	5171	存货周转率	6.99	6.89	6.09	6.15
归母净利润	2173	3362	3834	4654	总资产周转率	0.79	0.81	0.75	0.71
每股收益(元)	0.78	1.21	1.38	1.68	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.78	1.21	1.38	1.68
货币资金	2870	4345	6654	9539	每股净资产	4.67	5.32	6.05	6.95
交易性金融资产	1257	1357	1457	1557	估值比率				
应收票据及应收账款	21	26	28	31	PE	23.31	15.07	13.21	10.88
预付款项	17	20	20	21	PB	3.90	3.43	3.01	2.63
存货	1240	1660	1690	1746	现金流量表				
流动资产合计	5524	7599	10115	13238	净利润	2430	3735	4260	5171
固定资产	3171	3583	3943	4254	折旧和摊销	633	644	686	727
在建工程	258	206	165	132	营运资本变动	760	-274	-15	-11
无形资产	8437	8737	9037	9337	其他	48	48	79	101
非流动资产合计	12665	13318	13941	14521	经营活动现金流净额	3871	4153	5010	5988
资产总计	18189	20917	24056	27759	资本开支	-687	-1306	-1306	-1306
短期借款	0	100	200	300	其他	-2162	-151	-152	-151
应付票据及应付账款	796	832	850	880	投资活动现金流净额	-2849	-1457	-1458	-1457
其他流动负债	1057	1041	1080	1142	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1854	1974	2130	2323	债务融资	820	412	620	620
其他	1523	1981	2491	3001	其他	-1251	-1619	-1862	-2267
非流动负债合计	1523	1981	2491	3001	筹资活动现金流净额	-431	-1207	-1242	-1647
负债合计	3377	3954	4621	5324	现金及现金等价物净增加额	577	1474	2310	2884
股本	2777	2777	2777	2777					
资本公积金	4431	4431	4431	4431					
未分配利润	4987	6262	7733	9518					
少数股东权益	1831	2204	2630	3147					
其他	787	1289	1864	2562					
所有者权益合计	14812	16963	19435	22436					
负债和所有者权益总计	18189	20917	24056	27759					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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