招金矿业 (1818 HK)

减值不改公司净利同比大幅增长

华泰研究 中报点评
2025 年 8 月 25 日 | 中国香港 贵金属

招金矿业发布半年报，2025 年 H1 实现营收 69.73 亿元（yoy+50.69%），净利润 17.77 亿元(yoy+144.58%)，归母净利 14.40 亿元(yoy+160.44%)。其中 Q2 实现归母净利 7.81 亿元（yoy+135.5%，qoq+18.4%）。25H1 业绩同比表现优异主要因金价上涨，据 Wind，25H1 金价均价同比上涨 38.9%至 724.29 元/克。我们重申如果联储降息落地，有望驱动美实际利率下行，对黄金是利好。中长期来看，我们认为黄金的上涨趋势或持续，且公司在建项目持续推进，维持买入评级。

矿产金产量同比提升，减值一定程度上影响业绩表现

25H1，公司共完成黄金总产量约 14.3 吨，yoy+8.42%；其中矿产黄金约 10.2 吨，yoy+13.77%，冶炼加工黄金约 4.1 吨，yoy-3.08%。上半年公司国内产金企业综合克金成本约 216.2 元/克（去年同期为 209.99 元/克），成本小幅上升的主要因折旧增加。上半年，主要由于矿山战略调整和经营计划变更，金矿业务分部一家矿山和铜矿业务分部一家冶炼厂的物业、厂房及设备和其他无形资产确认资产减值损失合计人民币 7.23 亿元。金矿主要因矿权范围涉及水源保护区，无法办理采矿许可证延续及开展后续生产经营工作，管理层决定关闭并全额计提减值损失。冶炼厂主要因管理层评估已不再具备营运能力，因此计提全额减值。在减值的影响下，公司业绩仍实现大幅增长。

公司主要项目进展显著，继续推进资源勘查开发

公司在建项目推进顺利，上半年，瑞海项目加快基建步伐，1.2 万吨/日选矿系统一次性带水试车成功，初具工业化生产能力。与此同时，夏甸金矿深部开拓等骨干矿山产能提升重点工程齐头并进、梯次接力，为本集团产能持续释放提供强劲支撑。此外，上半年本集团坚守资源优先核心策略，设立超亿元专项勘查基金，聚焦全球重点成矿带的多个重点探矿区域，探矿新增黄金金属量 25 吨。

重申降息利好黄金，中长期仍看好金价上涨趋势

据华泰宏观《联储年会：鲍威尔鸽派讲话明确 9 月降息信号》(2025.08.23)，8 月 22 日晚，美联储主席在 Jackson Hole 年会上作题为《货币政策与美联储评估框架》（Monetary Policy and the Fed’s Framework Review）的演讲，提供了 9 月再次降息的指引，我们维持年内再降息两次的预测，联储降息路径最关键的参考指标将是非农数据。我们重申降息有望驱动实际利率下行，对黄金是利好，但短期突破前高可能需要超预期的数据或事件。中长期我们认为，除非美国恢复高增长低通胀并行的经济预期，并能有效降低赤字率，否则以央行为代表的买家或延续当前购金策略，黄金的上涨趋势或持续。

盈利预测与估值

我们上调公司 25-27 年归母净利润为 28.47/40.19/64.10 亿元（分别较前值+1.8%/15.8%/17.3%，CAGR 为 64.1%），对应 EPS 为 0.80/1.13/1.81 元。上调主要是根据中报表现下调公司海外矿山成本预期，但 25 年上调幅度明显小于 26-27 年主要因减值影响。可比公司 wind 一致预期 25 年 PE 为 18.17X，考虑到公司海域项目满产后或实现 10-15 吨矿产金增量，增量显著，公司未来成长性较高，给予 25 年 29X PE，基于 2025 年 8 月 25 日港币兑人民币汇率为 0.91，上调目标价为 24.54 港元（前值 23.44 港元，对应 25 倍 27 年 PE）。

风险提示：下游需求不及预期，政策变化等。

投资评级(维持)： 买入
目标价(港币)： 24.54

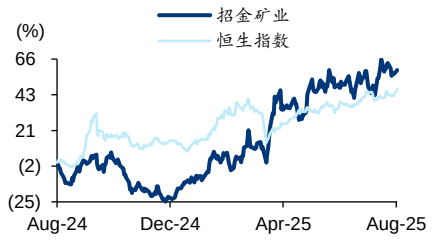
李斌 研究员
SAC No. S0570517050001 libin@htsc.com
SFC No. BPN269 +(86) 10 6321 1166

马晓晨* 研究员
SAC No. S0570522030001 maxiaochen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价 (港币)	24.54
收盘价 (港币 截至 8 月 25 日)	21.68
市值 (港币百万)	76,799
6 个月平均日成交额 (港币百万)	335.26
52 周价格范围 (港币)	10.08-22.80
BVPS (人民币)	6.63

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	11,551	15,941	18,529	26,924
+/-%	37.13	38.00	16.24	45.31
归属母公司净利润 (百万)	1,451	2,847	4,019	6,410
+/-%	111.38	96.20	41.17	59.51
EPS (最新摊薄)	0.43	0.80	1.13	1.81
ROE (%)	7.25	12.65	15.71	21.25
PE (倍)	47.28	24.55	17.39	10.90
PB (倍)	3.24	2.93	2.56	2.12
EV EBITDA (倍)	23.42	16.14	12.01	6.87
股息率 (%)	0.26	0.50	0.70	1.11

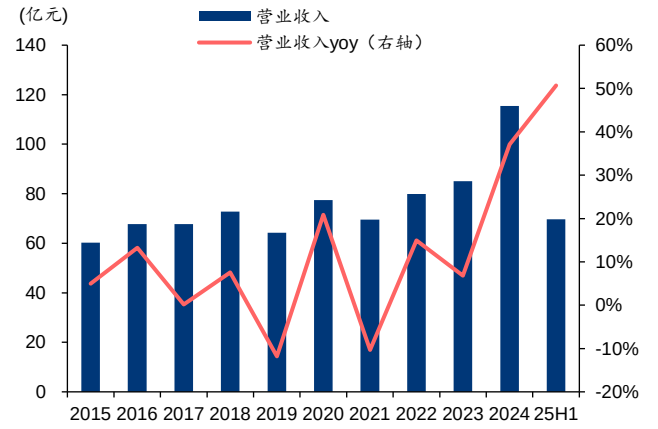
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1： 可比公司估值表

公司代码	公司简称	PE（2025E）
000975 CH	山金国际	16.08
600489 CH	中金黄金	15.56
600547 CH	山东黄金	24.21
600988 CH	赤峰黄金	16.84
	可比公司均值	18.17

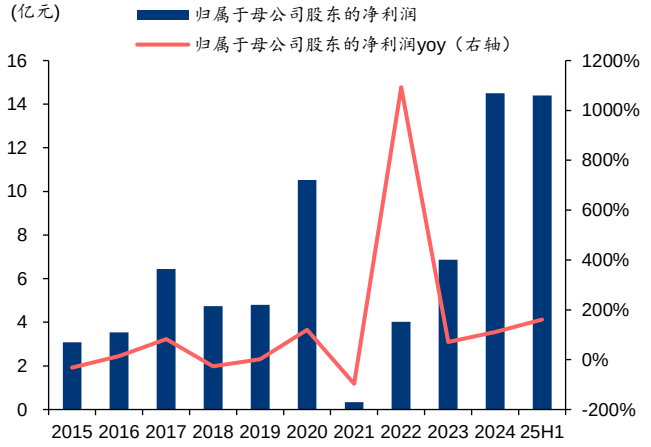
注：数据截至 2025 年 08 月 25 日，取自 Wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

图表2： 公司营收及增速



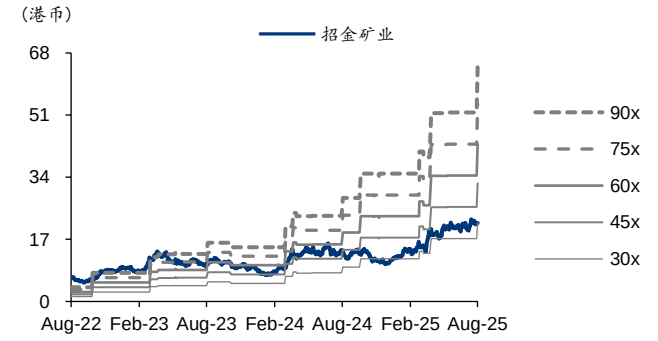
资料来源：Wind，华泰研究

图表3： 公司归母净利润及增速



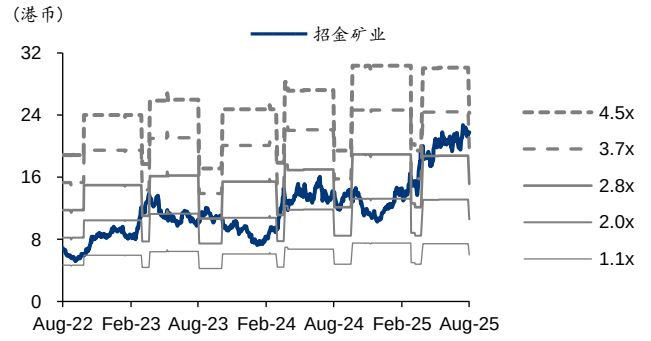
资料来源：Wind，华泰研究

图表4： 招金矿业 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表5： 招金矿业 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,424	11,551	15,941	18,529	26,924
销售成本	(5,053)	(7,029)	(8,585)	(9,685)	(11,649)
毛利润	3,370	4,522	7,355	8,843	15,275
销售及分销成本	(31.40)	(48.00)	(63.76)	(74.11)	(107.70)
管理费用	(1,302)	(1,474)	(1,500)	(1,800)	(2,160)
其他收入/支出	(567.21)	(237.00)	(1,000)	(400.00)	(400.00)
财务成本净额	(344.07)	(545.00)	(610.96)	(587.41)	(563.86)
应占联营公司利润及亏损	1.00	11.00	12.00	12.00	12.00
税前利润	1,127	2,230	4,194	5,995	12,057
税费开支	(288.11)	(378.00)	(710.85)	(1,016)	(2,044)
少数股东损益	151.99	401.00	635.95	959.69	3,603
归母净利润	686.43	1,451	2,847	4,019	6,410
折旧和摊销	(996.22)	(1,355)	(1,246)	(1,305)	(1,363)
EBITDA	2,467	4,130	6,051	7,887	13,984
EPS (人民币，基本)	0.21	0.43	0.80	1.13	1.81

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	5,155	6,246	7,679	8,030	10,863
应收账款和票据	806.51	1,549	1,702	2,077	3,414
现金及现金等价物	2,916	2,234	1,402	4,847	6,590
其他流动资产	4,160	3,862	5,121	4,506	7,211
总流动资产	13,037	13,891	15,903	19,460	28,078
固定资产	16,495	18,456	18,754	19,022	19,261
无形资产	12,551	16,545	17,266	17,962	18,633
其他长期资产	4,785	4,675	4,909	4,870	5,325
总长期资产	33,831	39,676	40,929	41,855	43,218
总资产	46,867	53,567	56,832	61,315	71,296
应付账款	2,652	3,541	4,024	4,510	5,754
短期借款	4,824	7,574	6,574	5,574	4,574
其他负债	4,767	3,321	3,321	3,321	3,321
总流动负债	12,244	14,436	13,919	13,405	13,649
长期债务	4,962	5,469	5,976	6,482	6,989
其他长期债务	7,417	8,470	8,470	8,470	8,470
总长期负债	12,379	13,939	14,446	14,952	15,459
股本	3,270	3,402	3,542	3,542	3,542
储备/其他项目	15,592	17,781	20,281	23,810	29,439
股东权益	18,862	21,183	23,823	27,352	32,981
少数股东权益	3,382	4,009	4,645	5,605	9,207
总权益	22,244	25,192	28,468	32,957	42,188

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	96.06	47.28	24.55	17.39	10.90
PB	3.50	3.24	2.93	2.56	2.12
EV EBITDA	37.51	23.42	16.14	12.01	6.87
股息率 (%)	0.21	0.26	0.50	0.70	1.11
自由现金流收益率 (%)	0.30	(5.49)	3.20	10.15	11.74

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,467	4,130	6,051	7,887	13,984
融资成本	344.07	545.00	610.96	587.41	563.86
营运资本变动	(944.00)	(1,325)	(2,323)	413.88	(5,593)
税费	(288.11)	(378.00)	(710.85)	(1,016)	(2,044)
其他	253.72	(8,268)	(808.17)	(515.72)	(988.84)
经营活动现金流	1,833	(5,296)	2,820	7,357	5,923
CAPEX	(1,688)	(7,124)	(2,302)	(2,302)	(2,302)
其他投资活动	(272.38)	1,828	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,960)	(5,296)	(2,302)	(2,302)	(2,302)
债务增加量	(1,709)	3,256	(532.05)	(532.05)	(532.05)
权益增加量	0.00	131.61	140.39	0.00	0.00
派发股息	(136.27)	(176.91)	(347.10)	(490.00)	(781.58)
其他融资活动现金流	1,294	(1,396)	(610.96)	(587.41)	(563.86)
融资活动现金流	(551.68)	1,815	(1,350)	(1,609)	(1,877)
现金变动	(679.12)	(883.84)	(832.24)	3,445	1,743
年初现金	3,583	2,916	2,030	1,198	4,642
汇率波动影响	12.01	(2.44)	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,916	2,030	1,198	4,642	6,386

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	6.82	37.13	38.00	16.24	45.31
毛利润	26.90	34.17	62.66	20.23	72.73
营业利润	38.36	88.01	73.42	37.10	91.92
净利润	70.77	111.38	96.20	41.17	59.51
EPS	70.77	103.18	88.44	41.17	59.51
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	40.01	39.15	46.14	47.73	56.73
EBITDA	29.28	35.75	37.96	42.57	51.94
净利润率	8.15	12.56	17.86	21.69	23.81
ROE	3.87	7.25	12.65	15.71	21.25
ROA	1.48	2.89	5.16	6.80	9.67
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	36.42	51.03	46.79	26.36	15.08
流动比率	1.06	0.96	1.14	1.45	2.06
速动比率	0.64	0.53	0.59	0.85	1.26
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.18	0.23	0.29	0.31	0.41
应收账款周转天数	33.90	36.71	36.71	36.71	36.71
应付账款周转天数	202.46	158.60	158.60	158.60	158.60
存货周转天数	349.98	291.95	291.95	291.95	291.95
现金转换周期	181.42	170.05	170.05	170.05	170.05
每股指标 (人民币)					
EPS	0.21	0.43	0.80	1.13	1.81
每股净资产	5.77	6.23	6.73	7.72	9.31

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，李斌、马晓晨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 招金矿业（1818 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 招金矿业（1818 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 招金矿业（1818 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司