

Q2 业绩环增，矿产金成本持续表现优异

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	27.77/25.27
总市值/流通(亿元)	506.47/461
12 个月内最高/最低价(元)	23.55/15.07

相关研究报告

<<【太平洋有色】山金国际 2025 年一季报点评：成本端表现优异，一季度业绩高增>>—2025-04-22

<<聚焦黄金，业内新贵势不可挡>>—2022-05-10

<<银泰黄金跟踪点评：利润再创新高，提升目标价至 21 元>>—2020-08-31

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524010001

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

事件：2025 年 8 月 19 日，公司发布 2025 年半年报，报告期内公司实现收入 92.46 亿元，同比+42.14%；归母净利润 15.96 亿元，同比+48.43%；扣非净利润 15.98 亿元，同比+41.87%。其中第二季度实现收入 49.24 亿元，同比+31.95%，环比+13.95%；归母净利润 9.02 亿元，同比+57.67%，环比+29.99%；扣非净利润 8.95 亿元，同比+42.66%，环比+27.12%。

矿产金产量环比略增，成本管控持续处于行业领先水平。(1)**量：**2025 年上半年，公司矿产金/矿产银/铅精粉/锌精粉产量分别为 3.72/61.83/4354/7917 吨，同比分别为 -10.58%/-24.82%/-14.00%/+40.90%；其中第二季度矿产金/矿产银/铅精粉/锌精粉产量分别为 1.95/39.78/3042/6521 吨，同比分别为 -10.55%/-35.17%/-23.49%/+53.99%，环比分别为+10.17%/+80.41%/+131.84%/+367.39%。矿产金产量同比略下滑，主要系入选品位下降所致，公司采取多项增产措施，力争完成全年矿产金 8 吨目标。(2)**价：**根据生意社数据，2025 年 Q2 现货黄金均价为 770 元/克，同比+39.4%，环比+15.0%；现货白银均价为 8.33 元/克，同比+10.5%，环比+4.5%。(3)**成本：**2025 年上半年公司矿产金/矿产银生产成本（合并摊销后）分别为 150.96/2.83 元/克，同比分别为 +3.02%/+4.81%，基本持平，成本控制继续处于行业领先水平。(4)**盈利：**2025 年上半年公司矿产金/矿产银毛利率分别为 79.15%/55.20%，同比分别为+7.26%/+6.03pct。

资源禀赋优异，纳米比亚 Osino 为未来重要增长极。公司资源禀赋优异，黑河洛克是国内入选品位较高的金矿，吉林板庙子是国内生产管理水平较为先进的矿山，青海大柴旦探矿增储潜力大，玉龙矿业是目前国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一。公司积极拓展国际化资源版图，旗下 Osino 在纳米比亚拥有丰富的采矿开发和勘查项目，选厂建设将于 2025 年第四季度开始，计划于 2027 年上半年投产，投产后预计年均黄金产量 5 吨，将成为公司重要的增长极。

净利率、ROE 同比提升，费用率、负债率保持较低水平。(1)**毛利率：**2025 年上半年公司整体毛利率为 29.98%，同比-0.55pct；其中第二季度毛利率为 31.54%，同比+1.20pct，环比+3.33pct。(2)**净利率：**2025 年上半年公司净利率为 19.00%，同比+0.61pct；其中第二季度净利率为 20.03%，同比+2.98pct，环比+2.19pct。(3)**费用率：**2025 年上半年公司销售、管理、研发、财务费用率合计为 2.80%，同比+0.30pct；其中第二季度费用率为 2.88%，同比+0.45pct，环比+0.16pct。(4)**负债率：**至 2025 年上半年末，公司资产负债率为 20.09%，同比+4.62pct，环比+1.92pct。(5)**净资产收益率：**至 2025 年上半年末，公司 ROE 为 11.76%，同比+2.69pct。

投资建议：考虑黄金价格持续上行，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 33.61/41.31/51.29 亿元（前值 30.30/41.31/51.29 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：价格大幅波动风险，项目进度不及预期，产销不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,585	19,218	20,676	23,280
营业收入增长率(%)	67.60%	41.46%	7.59%	12.59%
归母净利（百万元）	2,173	3,361	4,131	5,129
净利润增长率(%)	52.57%	54.68%	22.90%	24.14%
摊薄每股收益（元）	0.78	1.21	1.49	1.85
市盈率（PE）	19.64	15.07	12.26	9.88

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,031	2,870	5,922	8,878	12,486
应收和预付款项	75	38	124	126	115
存货	1,485	1,240	2,781	2,802	2,624
其他流动资产	1,418	1,376	1,422	1,429	1,444
流动资产合计	6,008	5,524	10,249	13,235	16,670
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,713	3,171	2,769	2,373	1,979
在建工程	388	258	258	258	258
无形资产开发支出	6,447	8,437	8,437	8,437	8,437
长期待摊费用	24	25	25	25	25
其他非流动资产	6,727	6,299	11,014	14,000	17,434
资产总计	16,299	18,189	22,503	25,092	28,132
短期借款	210	0	0	0	0
应付和预收款项	1,517	796	2,722	2,594	2,302
长期借款	64	1,006	1,006	1,006	1,006
其他负债	1,139	1,574	1,814	1,868	1,893
负债合计	2,930	3,377	5,543	5,469	5,202
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	7,514	9,719	12,455
归母公司股东权益	11,561	12,981	14,756	16,960	19,697
少数股东权益	1,808	1,831	2,204	2,663	3,233
股东权益合计	13,369	14,812	16,960	19,623	22,930
负债和股东权益	16,299	18,189	22,503	25,092	28,132

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,180	3,871	4,849	4,888	6,010
投资性现金流	480	-2,849	-5	-6	-10
融资性现金流	-1,626	-431	-1,778	-1,927	-2,392
现金增加额	1,046	577	3,052	2,956	3,608

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,106	13,585	19,218	20,676	23,280
营业成本	5,508	9,521	13,554	13,898	14,661
营业税金及附加	212	284	359	383	480
销售费用	2	5	8	8	9
管理费用	366	405	480	483	698
财务费用	5	25	0	0	0
资产减值损失	0	-5	0	0	0
投资收益	92	-52	6	6	2
公允价值变动	-7	5	0	0	0
营业利润	2,097	3,181	4,768	5,857	7,315
其他非经营损益	-11	-7	-10	-10	-10
利润总额	2,086	3,174	4,758	5,847	7,306
所得税	517	743	1,023	1,257	1,607
净利润	1,568	2,430	3,735	4,590	5,698
少数股东损益	144	257	373	459	570
归母股东净利润	1,424	2,173	3,361	4,131	5,129

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.05%	29.92%	29.47%	32.78%	37.02%
销售净利率	17.57%	16.00%	17.49%	19.98%	22.03%
销售收入增长率	-3.29%	67.60%	41.46%	7.59%	12.59%
EBIT 增长率	31.57%	61.17%	46.29%	22.90%	24.94%
净利润增长率	26.79%	52.57%	54.68%	22.90%	24.14%
ROE	12.32%	16.74%	22.78%	24.36%	26.04%
ROA	9.66%	14.09%	18.36%	19.29%	21.41%
ROIC	11.01%	15.37%	20.54%	22.02%	23.60%
EPS (X)	0.51	0.78	1.21	1.49	1.85
PE (X)	29.25	19.64	15.07	12.26	9.88
PB (X)	3.60	3.29	3.43	2.99	2.57
PS (X)	5.14	3.14	2.64	2.45	2.18
EV/EBITDA (X)	13.11	10.60	8.91	6.89	5.11

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。