

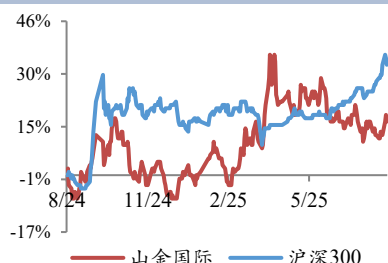
金价上行支撑业绩，25H1 净利润创新高

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

收盘价(元) 19.00
近12个月最高/最低(元) 23.55/15.07
总股本(百万股) 2,777
流通股本(百万股) 2,527
流通股比例(%) 91.02
总市值(亿元) 528
流通市值(亿元) 480

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1.2024 年业绩符合预期，量价齐增趋势延续 2025-03-19

2.山金国际：金价上行+降本增效，24Q3 归母净利同增 70% 2024-10-23

3.山金国际(000975)：矿金业务增长，海外征程启航 2024-09-13

主要观点：

● 公司发布 2025 年半年报

山金国际 2025 上半年实现营业收入 92.46 亿元，同比+42.14%；实现归母净利润 15.96 亿元，同比+48.43%。单 25Q2 公司实现营业收入 49.24 亿元，同比+31.95%，环比+13.95%；实现归母净利润 9.02 亿元，同比+57.67%，环比+29.99%。

● 金价上行支撑业绩

2025 年上半年公司合质金板块贡献营业收入 29.86 亿元（同比+29.85%），贡献毛利 23.64 亿元（同比+42.97%），占公司上半年总毛利的 85.3%。**量方面：**公司 2025 年上半年矿产金产/销量分别为 3.72/4.12 吨，同比分别-10.58%/-6.58%。**价格方面：**2025 年 6 月 30 日上海黄金交易所的收盘价为 764.43 元/克，较年初的 621.99 元/克增长 22.9%。2025 年上半年黄金均价为 722.13 元/克，较上年同期的 520.88 元/克同比+38.6%。近期美联储释放鸽派信号提升降息预期，黄金价格有望进一步上涨。

● 国际化战略稳步推进

公司 2025 年 6 月启动 H 股上市筹备工作，海外融资有利于扩展国际资源版图。公司收购的纳米比亚 Osino 金矿项目计划于 25Q4 启动选厂建设，预计 2027 年上半年投产，海外资源增长贡献业绩弹性。

● 投资建议

金价仍处上行周期，公司内生+外延推进，业绩弹性有望持续释放。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.15/40.49/49.57 亿元(前值为 33.07/40.79/49.77 亿元)，对应 PE 分别为 15.91/13.03/10.64 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格大幅波动；安全生产及环保风险；项目投产不及预期；海外经营风险等

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13585	17562	19667	22159
收入同比(%)	67.6%	29.3%	12.0%	12.7%
归属母公司净利润	2173	3315	4049	4957
净利润同比(%)	52.6%	52.6%	22.1%	22.4%
毛利率(%)	29.9%	33.8%	36.2%	38.6%
ROE(%)	16.7%	22.5%	24.0%	25.4%
每股收益(元)	0.78	1.19	1.46	1.79
P/E	19.64	15.91	13.03	10.64
P/B	3.29	3.58	3.12	2.70
EV/EBITDA	10.60	8.74	6.86	5.27

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5524	9650	12974	16984	营业收入	13585	17562	19667	22159
现金	2870	5686	8818	12571	营业成本	9521	11622	12545	13605
应收账款	21	58	60	64	营业税金及附加	284	399	446	496
其他应收款	86	118	130	146	销售费用	5	6	7	8
预付账款	17	40	41	42	管理费用	405	634	699	770
存货	1240	2219	2306	2411	财务费用	25	16	-19	-60
其他流动资产	1290	1530	1619	1750	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	12665	12072	11417	10718	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-52	70	52	45
固定资产	3171	2986	2729	2427	营业利润	3181	4817	5907	7220
无形资产	8437	8065	7694	7322	营业外收入	2	2	1	2
其他非流动资产	1058	1020	994	969	营业外支出	9	10	13	10
资产总计	18189	21722	24390	27702	利润总额	3174	4809	5896	7212
流动负债	1854	3426	3514	3657	所得税	743	1143	1405	1712
短期借款	0	216	232	232	净利润	2430	3667	4491	5500
应付账款	282	415	440	468	少数股东损益	257	351	442	543
其他流动负债	1572	2795	2843	2957	归属母公司净利润	2173	3315	4049	4957
非流动负债	1523	1383	1360	1341	EBITDA	3885	5540	6600	7878
长期借款	1006	919	896	876	EPS（元）	0.78	1.19	1.46	1.79
其他非流动负债	517	464	464	464	主要财务比率				
负债合计	3377	4809	4874	4997	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1831	2182	2624	3168	成长能力				
股本	2777	2777	2777	2777	营业收入	67.6%	29.3%	12.0%	12.7%
资本公积	4431	4431	4431	4431	营业利润	51.7%	51.4%	22.6%	22.2%
留存收益	5773	7523	9684	12329	归属于母公司净利	52.6%	52.6%	22.1%	22.4%
归属母公司股东权	12981	14731	16892	19537	获利能力				
负债和股东权益	18189	21722	24390	27702	毛利率（%）	29.9%	33.8%	36.2%	38.6%
现金流量表					净利率（%）	16.0%	18.9%	20.6%	22.4%
单位:百万元					ROE（%）	16.7%	22.5%	24.0%	25.4%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC（%）	15.4%	20.1%	21.5%	22.7%
经营活动现金流	3871	4819	5198	6258	偿债能力				
净利润	2430	3667	4491	5500	资产负债率（%）	18.6%	22.1%	20.0%	18.0%
折旧摊销	633	715	722	726	净负债比率（%）	22.8%	28.4%	25.0%	22.0%
财务费用	64	53	55	54	流动比率	2.98	2.82	3.69	4.64
投资损失	52	-70	-52	-45	速动比率	2.28	2.15	3.01	3.97
营运资金变动	760	457	-30	16	营运能力				
其他经营现金流	1602	3207	4532	5491	总资产周转率	0.79	0.88	0.85	0.85
投资活动现金流	-2849	-307	-115	-121	应收账款周转率	430.25	444.48	334.70	359.45
资本支出	-687	-139	-78	-34	应付账款周转率	36.30	33.35	29.34	29.98
长期投资	-2227	-240	-89	-131	每股指标（元）				
其他投资现金流	65	72	52	45	每股收益	0.78	1.19	1.46	1.79
筹资活动现金流	-431	-1682	-1951	-2385	每股经营现金流薄）	1.39	1.74	1.87	2.25
短期借款	-210	216	16	0	每股净资产	4.67	5.31	6.08	7.04
长期借款	942	-87	-23	-19	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	19.64	15.91	13.03	10.64
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.29	3.58	3.12	2.70
其他筹资现金流	-1164	-1810	-1943	-2366	EV/EBITDA	10.60	8.74	6.86	5.27
现金净增加额	577	2816	3132	3753					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。