

Q3 业绩低于预期，期待海域早日投产

2025 年 10 月 12 日

➤ **事件：公司发布 2025 年三季度报。**2025 年前三季度公司实现营收 120.52 亿元，同比增长 54.10%，实现净利润 21.17 亿元，同比增长 140.43%；单季度看，2025 年第三季度公司实现营收 50.79 亿元，同比增长 59.03%，环比增长 25.73%，实现净利润 6.78 亿元，同比增长 106.69%，环比减少 13.18%。业绩低于我们预期。

➤ **点评：金价上行，减值等因素影响业绩。价格：**2025 年前三季度黄金均价 3203 美元/盎司，同比增长 39.64%，Q3 单季度均价 3459 美元/盎司，同比增长 39.88%，环比增长 5.43%。**成本：**公司上半年国内矿产金克金综合成本人民币 216.20 元人民币/克（2024 上半年约 209.99 元人民币/克），同比略有上升 2.96%；**费用：**公司前三季度销售/管理/财务费用 0.22/10.68/2.73 亿元，同比变动+0.01/+1.01/-0.65 亿元；**利润：**公司前三季度实现毛利率 38.58%，同比降低 4.36pct，净利率 23.11%，同比增长 7.40pct。**减值及其他：**公司一家金矿山由于涉及水源保护区，无法办理采矿许可证延续等工作，决定关闭并全额计提减值损失；另有一家铜冶炼厂，管理层认为该冶炼厂已不再具备营运能力。在考虑预期出售的估计可回收残值后，对该冶炼厂的物业、厂房及设备全额确认减值。公司前三季度确认资产减值损失约 7.2 亿元，同比增长约 73.6%（3.1 亿元）；此外，公司上半年因套保业务带来商品期货合约平仓亏损约 1.07 亿元，考虑 9 月金价大幅上行，预计会对公司业绩产生一定不利影响；另外，公司第三季度归属少数股东利润为 3.3 亿元，环比大幅增加 98.8%（1.64 亿元）。

➤ **加强资源扩张，勘探并购实现新突破。**投资并购方面，集团 2024 年投资并购德拉罗泊矿业及塞拉利昂西金等两个海外项目，加快国际化步伐。另外 2024 年 10 月 9 日与集团联手紫金和宁波甬盛通成立招金瑞宁，招金瑞宁进一步持有中润资源 20% 股权，扩大业务版图。勘探方面，公司加大现有矿山探矿找矿投入，金资源量取得重大突破。24 年集团新增金资源量 261.16 吨，2025 上半年又新增金资源量 25 吨。

➤ **海域金矿未来贡献可期。**公司持有海域金矿 70% 股权，海域金矿目前已全面进入建设快车道，项目有序推进。截至 2025 年上半年，1.2 万吨/日选矿系统已经一次性带水试车成功，初步具备了工业化的生产能力，达产后可贡献黄金年产量 15-20 吨。根据可研报告，克金完全成本仅为 120 元/克，矿山盈利能力优越，海域金矿作为亚洲最大的单体金矿，未来利润贡献可期。

➤ **投资建议：**公司产量稳健增长，黄金价格上行有望进一步提升盈利空间，我们预计公司 2025-2027 年公司归母净利润为 32.67、43.47、56.54 亿元，对应 10 月 10 日收盘价 PE 分别为 32/24/19X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**金属价格大幅波动，在建项目不及预期，海外地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	11,551	20,068	23,508	26,940
增长率 (%)	37.1	73.7	17.1	14.6
归属母公司股东净利润 (百万)	1,451	3,267	4,347	5,654
增长率 (%)	111.4	125.2	33.0	30.1
每股收益 (元)	0.43	0.92	1.23	1.60
PE	70	32	24	19
PB	4.0	3.6	3.0	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 10 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

32.14 港元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

研究助理 王作葵

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@glms.com.cn

相关研究

- 1.招金矿业 (01818.HK) 2025 年半年度业绩点评：量价齐升，利润持续增长-2025/08/26
- 2.招金矿业 (01818.HK) 2025 年一季度业绩点评：受益金价上行，利润大幅增长-2025/04/23
- 3.招金矿业 (01818.HK) 2024 年度业绩点评：业绩超预期，期待海域投产-2025/03/25
- 4.招金矿业 (01818.HK) 2024 年三季度报点评：金价驱动业绩，期待海域金矿投产-2024/10/12
- 5.招金矿业 (01818.HK) 2024 年半年报点评：量价共振驱动盈利，海域投产指日可待-2024/08/25

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	13,891	21,294	28,356	36,815
现金及现金等价物	2,030	3,788	9,183	16,152
应收账款及票据	176	717	811	922
存货	6,246	10,148	11,086	11,979
其他	5,439	6,641	7,276	7,762
非流动资产合计	39,677	39,309	38,827	38,507
固定资产	18,456	18,414	18,179	18,054
商誉及无形资产	17,180	16,809	16,492	16,227
其他	4,041	4,086	4,156	4,226
资产总计	53,568	60,602	67,182	75,322
流动负债合计	14,435	17,093	18,029	18,786
短期借款	10,433	10,283	10,133	9,833
应付账款及票据	826	1,227	1,381	1,477
其他	3,177	5,584	6,516	7,477
非流动负债合计	13,940	14,108	14,108	14,108
长期借贷	10,908	10,908	10,908	10,908
其他	3,033	3,200	3,200	3,200
负债合计	28,376	31,201	32,137	32,894
普通股股本	3,402	3,402	3,402	3,402
储备	17,793	20,913	25,108	30,606
归属母公司股东权益	21,184	24,304	28,499	33,997
少数股东权益	4,009	5,098	6,547	8,431
股东权益合计	25,192	29,401	35,046	42,428
负债和股东权益合计	53,568	60,602	67,182	75,322

现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,597	3,376	7,034	8,890
净利润	1,451	3,267	4,347	5,654
少数股东权益	401	1,089	1,449	1,885
折旧摊销	986	1,213	1,202	1,189
营运资金变动及其他	-240	-2,194	37	163
投资活动现金流	-5,296	-682	-705	-839
资本支出	-2,762	-800	-650	-800
其他投资	-2,534	118	-55	-39
筹资活动现金流	1,815	-935	-935	-1,083
借款增加	2,246	-150	-150	-300
普通股增加	1,568	0	0	0
已付股利	-311	-785	-785	-783
其他	-1,687	0	0	0
现金净增加额	-886	1,758	5,395	6,969

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,551	20,068	23,508	26,940
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,029	10,929	12,118	13,029
销售费用	48	81	95	108
管理费用	1,474	2,468	2,821	3,152
研发费用	0	0	0	0
财务费用	545	577	543	395
权益性投资损益	10	11	10	10
其他损益	-237	-215	-215	-215
除税前利润	2,229	5,809	7,727	10,051
所得税	378	1,452	1,932	2,513
净利润	1,851	4,357	5,795	7,539
少数股东损益	401	1,089	1,449	1,885
归属母公司净利润	1,451	3,267	4,347	5,654
EBIT	2,773	6,386	8,270	10,447
EBITDA	3,759	7,599	9,472	11,636
EPS (元)	0.43	0.92	1.23	1.60

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	37.12	73.74	17.14	14.60
归属母公司净利润	111.35	125.22	33.02	30.08
盈利能力(%)				
毛利率	39.15	45.54	48.45	51.64
销售净利率	12.56	16.28	18.49	20.99
ROE	6.85	13.44	15.25	16.63
ROIC	4.95	9.47	11.06	12.41
偿债能力				
资产负债率(%)	52.97	51.48	47.84	43.67
净负债比率(%)	76.65	59.19	33.83	10.81
流动比率	0.96	1.25	1.57	1.96
速动比率	0.34	0.47	0.78	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.35	0.37	0.38
应收账款周转率	57.21	44.96	30.78	31.10
应付账款周转率	10.44	10.65	9.30	9.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.92	1.23	1.60
每股经营现金流	0.76	0.95	1.99	2.51
每股净资产	6.23	6.86	8.05	9.60
估值比率				
P/E	70	32	24	19
P/B	4.0	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	33.13	16.39	13.15	10.70

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