

山金国际 (000975.SZ)

Q3 黄金产量环比小幅下滑，港股 IPO 稳步推进

公司发布 2025 年三季报。前三季度实现营业收入 150.0 亿元，同比增长 24.2%，归母净利润 24.6 亿元，同比增长 42.4%，扣非归母净利润 24.5 亿元，同比增长 37.0%；Q3 实现营业收入 57.5 亿元，环比增长 16.8%，归母净利润 8.64 亿元，环比下滑 4.2%，扣非归母净利润 8.5 亿元，环比下滑 5.3%。

黄金：前三季度实现产量 5.59 吨，同比下滑 11%。

产销量：前三季度实现产量 5.59 吨，同比下滑 11%，销量 5.98 吨，同比下滑 8.1%；三季度实现产量 1.87 吨，同比下滑 0.25 吨，环比下滑 0.08 吨，销量 1.86 吨，同比下滑 0.24 吨，环比下滑 0.23 吨。

价格：三季度黄金均价 791 元/克，相比市场价价格系数为 99%，环比增长 4.3 元/克，单位成本 132 元/克，环比下滑 21.6 元/克，单位毛利 659 元/克，环比增长 25.9 元/克。

业绩：三季度实现收入 14.7 亿元，环比下滑 11%，毛利 12.25 亿元，环比下滑 7%。

白银：前三季度实现产量 118 吨，同比下滑 3.7%。

产销量：前三季度实现产量 118 吨，同比下滑 3.7%，销量 132.9 吨，同比增长 8.8%；三季度实现产量 56.4 吨，同比增长 15.8 吨，环比增长 16.6 吨，销量 51.4 吨，同比增长 3.44 吨，环比下滑 6.7 吨。

价格：三季度均价 7.1 元/克，相比市场价价格系数为 75%，环比增长 0.8 元/克，单位成本 3.5 元/克，环比增长 0.5 元/克，单位毛利 3.6 元/克，环比增长 0.3 元/克。

业绩：三季度实现收入 3.65 亿元，环比下滑 1%，毛利 1.87 亿元，环比下滑 4%。

启动发行 H 股股票并上市。为进一步深化公司全球化战略布局，加快海外业务发展，巩固行业地位，同时更好地利用国际资本市场优势，优化资本结构和股东组成，拓展多元化融资渠道，提升公司治理水平和核心竞争力，公司发行境外上市外资股（H 股）股票并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。6 月 19 日，审议通过了《关于授权公司管理层启动公司境外发行股份（H 股）并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作的议案》，公司董事会授权管理层启动本次发行 H 股并上市的前期筹备工作。9 月 24 日，公司向香港联合交易所有限公司递交了发行境外上市股份（H 股）并在香港联交所主板挂牌上市的应用，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行上市的应用资料。

投资建议：考虑公司黄金生产成本稳定，海外金矿项目增量可期。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 200/236/307 亿元，归母净利润分别为 34.9/43.4/56.8 亿元，对应 PE 分别为 17.7/14.2/10.8 倍。维持“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期，金属价格波动，测算误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,106	13,585	20,000	23,600	30,680
增长率 yoy（%）	-3.3	67.6	47.2	18.0	30.0
归母净利润（百万元）	1,424	2,173	3,489	4,344	5,683
增长率 yoy（%）	26.8	52.6	60.6	24.5	30.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.51	0.78	1.26	1.56	2.05
净资产收益率（%）	12.3	16.7	23.5	25.3	28.2
P/E（倍）	43.3	28.4	17.7	14.2	10.8
P/B（倍）	5.3	4.7	4.2	3.6	3.1

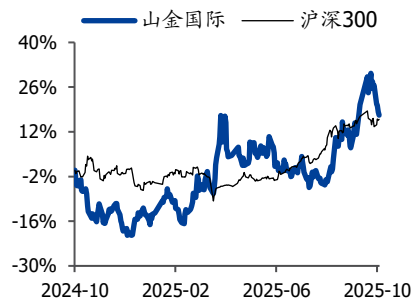
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 23 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	贵金属
前次评级	买入
10 月 23 日收盘价（元）	22.19
总市值（百万元）	61,615.47
总股本（百万股）	2,776.72
其中自由流通股（%）	91.02
30 日日均成交量（百万股）	41.33

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

分析师 王瀚晨

执业证书编号：S0680525070012

邮箱：wanghanchen@gszq.com

相关研究

- 《山金国际 (000975.SZ)：金矿成本稳定，上半年业绩稳定增长》 2025 下滑 08 下滑 20
- 《山金国际 (000975.SZ)：金价攀升降本显效，驱动公司 Q1 利润跃升》 2025 下滑 04 下滑 23
- 《山金国际 (000975.SZ)：充分受益金价高位，稳步兑现低成本增长量增利润增厚逻辑》 2025 下滑 03 下滑 19

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6008	5524	11530	16250	21564
现金	3031	2870	7145	11461	16226
应收票据及应收账款	42	21	77	83	91
其他应收款	56	86	138	158	204
预付账款	33	17	52	61	64
存货	1485	1240	2828	3197	3690
其他流动资产	1361	1290	1290	1290	1290
非流动资产	10291	12665	11678	10700	9722
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2713	3171	2815	2458	2102
无形资产	6447	8437	7818	7198	6579
其他非流动资产	1131	1058	1046	1043	1041
资产总计	16299	18189	23208	26950	31286
流动负债	2406	1854	4248	4732	5421
短期借款	210	0	100	200	300
应付票据及应付账款	1517	796	2766	2958	3235
其他流动负债	679	1057	1382	1573	1885
非流动负债	524	1523	1917	2382	2359
长期借款	64	1006	1455	1920	1897
其他非流动负债	460	517	462	462	462
负债合计	2930	3377	6165	7114	7780
少数股东权益	1808	1831	2211	2686	3323
股本	2777	2777	2777	2777	2777
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431
留存收益	4339	5735	7589	9907	12939
归属母公司股东权益	11561	12981	14832	17150	20183
负债和股东权益	16299	18189	23208	26950	31286

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2180	3871	5485	5743	7348
净利润	1568	2430	3869	4819	6321
折旧摊销	959	633	978	978	978
财务费用	50	64	50	71	81
投资损失	-92	52	-136	-112	-79
营运资金变动	-258	760	734	-21	39
其他经营现金流	-49	-68	-11	8	7
投资活动现金流	480	-2849	133	104	72
资本支出	-615	-687	-8	-8	-7
长期投资	1005	-2227	0	0	0
其他投资现金流	90	65	141	112	79
筹资活动现金流	-1626	-431	-1335	-1531	-2655
短期借款	-629	-210	100	100	100
长期借款	-45	942	449	465	-23
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-951	-1164	-1883	-2096	-2732
现金净增加额	1046	577	4275	4316	4765

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8106	13585	20000	23600	30680
营业成本	5508	9521	13787	15855	20612
营业税金及附加	212	284	455	549	685
营业费用	2	5	7	8	11
管理费用	366	405	747	883	1069
研发费用	6	120	64	100	166
财务费用	5	25	16	-15	-56
资产减值损失	0	-5	0	0	0
其他收益	6	3	15	14	16
公允价值变动收益	-7	5	0	0	0
投资净收益	92	-52	136	112	79
资产处置收益	0	0	1	0	1
营业利润	2097	3181	5076	6346	8290
营业外收入	1	2	1	2	2
营业外支出	12	9	10	10	10
利润总额	2086	3174	5067	6337	8281
所得税	517	743	1198	1518	1961
净利润	1568	2430	3869	4819	6321
少数股东损益	144	257	380	475	637
归属母公司净利润	1424	2173	3489	4344	5683
EBITDA	2977	3885	6061	7300	9204
EPS (元/股)	0.51	0.78	1.26	1.56	2.05

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.3	67.6	47.2	18.0	30.0
营业利润(%)	29.8	51.7	59.6	25.0	30.6
归属母公司净利润(%)		52.6	60.6	24.5	30.8
获利能力					
毛利率(%)	32.0	29.9	31.1	32.8	32.8
净利率(%)	17.6	16.0	17.4	18.4	18.5
ROE(%)	12.3	16.7	23.5	25.3	28.2
ROIC(%)	11.0	15.4	20.6	21.7	24.2
偿债能力					
资产负债率(%)	18.0	18.6	26.6	26.4	24.9
净负债比率(%)	-19.6	-10.0	-31.5	-46.0	-58.8
流动比率	2.5	3.0	2.7	3.4	4.0
速动比率	1.8	2.3	2.0	2.7	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.8	1.0	0.9	1.1
应收账款周转率	198.1	430.2	409.4	295.4	352.1
应付账款周转率	23.0	36.3	34.8	28.9	31.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.78	1.26	1.56	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.39	1.98	2.07	2.65
每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.67	5.34	6.18	7.27
估值比率					
P/E	43.3	28.4	17.7	14.2	10.8
P/B	5.3	4.7	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	13.1	10.6	9.3	7.2	5.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在下滑 5%~增长 5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在下滑 10%~增长 10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com