

克金成本下降，增量项目稳步推进

—— 2025 年三季报点评

2025 年 10 月 24 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年三季报：报告期内公司实现营业收入 149.96 亿元，同比增长 24.23%；归母净利润 24.60 亿元，同比增长 42.39%；扣非归母净利润为 24.46 亿元，同比增长 36.96%。2025Q3 单季营业收入 57.5 亿元，同比+3.3%，环比+16.77%；归母净利润 8.64 亿元，同比+32.43%，环比-4.22%；扣非归母净利润 8.47 亿元，同比+28.56%，环比-5.26%。
- 黄金产销小幅下滑：**公司 2025Q3 单季矿产金、矿产银、铅精粉、锌精粉产量分别为 1.87、56.39、3548.77、8042.13 吨，同比-11.8%、+39.0%、+22.7%、+48.7%，环比-4.1%、+41.8%、+16.7%、+23.3%；销量分别为 1.86、51.39、3367.29、5100.38 吨，同比-11.4%、+7.2%、-1.1%、-1.0%，环比-11.0%、-11.55%、-19.2%、-31.9%。
- 三季度克金成本环比下降：**报告期内，公司矿产、矿产银、铅精粉、锌精粉单位销售成本（合并摊销后）分别为 145.19 元/克、3.08 元/克、7381 元/克、9335 元/克；测算 2025Q3 单季的单位成本分别为 132 元/克、3.5 元/克、8207 元/克、8552 元/克，季度同比-1.8%、+22.8%、-3.7%、-17.5%，环比-14%、+15.9%、+12.4%、-16%。
- 金矿资源接续性强，远期增量明确：**2025 年 1 月，公司收购云南省泸西市大岗坝地区金矿勘探探矿权，勘查面积 35.6 平方公里；子公司收购云南省泸西市勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权勐稳地区探矿权，勘查面积为 20.38 平方公里（金矿）。2025 年上半年，公司青海大柴旦青龙沟金矿深部和东安金矿外围探矿新增金属量 3.85 吨、品位 5.79 克/吨。海外方面，纳米比亚 Osino 项目选厂建设计划今年第四季度全面开始，预计 2027 年上半年投产，投产后预计年均黄金产量 5 吨。公司金矿资源接续性较强，远期矿产金增量较为明确。
- 启动 H 股上市，深化全球化战略布局：**公司于 2025 年 9 月 24 日向香港联交所提交 H 股上市申请，募集资金主要用于 Osino 矿山建设及勘探、境内矿山建设及勘探、兼并收购等用途。根据港股申请资料，募资主要用途包括：未来五年用于持续建设及勘探位于中国及海外的矿山，以及收购规模较大的优质矿业资产。潜在收购目标的黄金年产量为 2-5 吨，资源量大于 30 吨；区域优先位于南部、西部以及中亚、东南亚等，国内优先关注东北和西南地区。H 股上市有望进一步深化公司全球化战略布局，并强化公司未来成长性。
- 投资建议：**美联储再度开启降息，美国债务持续提升下全球央行继续购金，有望推动金价持续上涨。公司金矿资源接续性较强，成长性确定性高，且公司成本管控较好，可充分受益于金价上涨。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 33.96/43.94/57.76 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 15x/11x/9x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 贵金属价格大幅下跌的风险；2) 美联储降息不及预期的风险；3) 海外地缘政治变化的风险；4) 中美加征关税影响超出预期的风险；5) 公司项目投产不及预期的风险。

山金国际（股票代码：000975）

推荐 维持评级

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

阎予露

☎：010-80927659

✉：yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040004

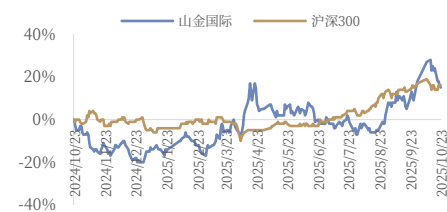
市场数据

2025 年 10 月 23 日

股票代码	000975
A 股收盘价(元)	22.19
上证指数	3,922.41
总股本(万股)	277,672
实际流通 A 股(万股)	252,743
流通 A 股市值(亿元)	561

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 23 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河有色】公司点评_山金国际：金价上涨业绩高增，金矿资源接续性强 20250819
- 2.【银河有色】公司点评_山金国际：业绩符合预期，成本管控稳定 20250421

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	135.85	160.93	242.62	271.15
收入增长率%	67.60	18.46	50.77	11.76
归母净利润(亿元)	21.73	33.96	43.94	57.76
利润增长率%	52.57	56.28	29.37	31.45
毛利率%	29.92	37.24	32.74	37.52
摊薄 EPS(元)	0.78	1.22	1.58	2.08
PE	23.13	14.80	11.44	8.70
PB	3.87	3.40	2.94	2.49
PS	4.54	3.83	2.54	2.27

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55.24	83.94	129.76	176.44
现金	28.70	56.44	93.41	139.05
应收账款	0.21	0.25	0.38	0.42
其它应收款	0.86	1.02	1.53	1.71
预付账款	0.17	0.18	0.29	0.30
存货	12.40	13.15	21.25	22.07
其他	12.90	12.90	12.90	12.90
非流动资产	126.65	119.07	111.60	104.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	31.71	28.12	24.54	20.95
无形资产	84.37	80.65	76.94	73.22
其他	10.58	10.30	10.12	10.05
资产总计	181.89	203.01	241.35	280.67
流动负债	18.54	18.06	27.52	28.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2.82	2.99	4.83	5.01
其他	15.72	15.07	22.69	23.87
非流动负债	15.23	14.71	14.71	14.71
长期借款	10.06	10.06	10.06	10.06
其他	5.17	4.64	4.64	4.64
负债总计	33.77	32.76	42.23	43.59
少数股东权益	18.31	22.51	27.94	35.08
归属母公司股东权益	129.81	147.74	171.19	202.01
负债和股东权益	181.89	203.01	241.35	280.67

现金流量表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	38.71	45.89	57.53	72.65
净利润	24.30	38.16	49.37	64.90
折旧摊销	6.33	7.47	7.47	7.37
财务费用	0.64	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.52	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	7.60	0.27	0.61	0.31
其他	-0.68	-0.02	0.07	0.07
投资活动现金流	-28.49	-0.06	-0.07	-0.07
资本支出	-6.87	-0.07	-0.07	-0.07
长期投资	-22.27	0.00	0.00	0.00
其他	0.65	0.01	0.00	0.00
筹资活动现金流	-4.31	-17.95	-20.49	-26.94
短期借款	-2.10	0.00	0.00	0.00
长期借款	9.42	0.00	0.00	0.00
其他	-11.64	-17.95	-20.49	-26.94
现金净增加额	5.77	27.74	36.96	45.64

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	135.85	160.93	242.62	271.15
营业成本	95.21	100.99	163.18	169.41
税金及附加	2.84	3.37	5.08	5.67
销售费用	0.05	0.06	0.09	0.10
管理费用	4.05	4.79	7.22	8.07
财务费用	0.25	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.05	0.00	0.00	0.00
投资收益及其他	-0.52	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.81	50.95	65.89	86.60
营业外收入	0.02	0.02	0.02	0.02
营业外支出	0.09	0.09	0.09	0.09
利润总额	31.74	50.88	65.82	86.53
所得税	7.43	12.72	16.46	21.63
净利润	24.30	38.16	49.37	64.90
少数股东损益	2.57	4.20	5.43	7.14
归属母公司净利润	21.73	33.96	43.94	57.76
EBITDA	38.85	58.35	73.30	93.90
EPS（元）	0.78	1.22	1.58	2.08

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	67.60%	18.46%	50.77%	11.76%
营业利润增长率	51.67%	60.19%	29.33%	31.42%
归母净利润增长率	52.57%	56.28%	29.37%	31.45%
毛利率	29.92%	37.24%	32.74%	37.52%
净利率	16.00%	21.10%	18.11%	21.30%
ROE	16.74%	22.99%	25.67%	28.59%
ROIC	15.37%	20.91%	23.36%	26.03%
资产负债率	18.57%	16.14%	17.50%	15.53%
净资产负债率	-9.98%	-25.99%	-40.78%	-53.50%
流动比率	2.98	4.65	4.71	6.11
速动比率	2.28	3.89	3.92	5.32
总资产周转率	0.79	0.84	1.09	1.04
应收账款周转率	430.25	697.85	773.76	679.23
应付账款周转率	36.30	34.78	41.74	34.42
每股收益	0.78	1.22	1.58	2.08
每股经营现金流	1.39	1.65	2.07	2.62
每股净资产	4.67	5.32	6.17	7.28
P/E	23.13	14.80	11.44	8.70
P/B	3.87	3.40	2.94	2.49
EV/EBITDA	10.60	9.80	7.30	5.21
PS	4.54	3.83	2.54	2.27

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。阎予露，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		