

山金国际三季报点评：黄金产量小幅下滑，H 股上市即将落地



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

投资要点:

2025 年 10 月 24 日，山金国际披露财报。前三季度公司实现营收 149.96 亿元，同比增长 24.23%，创造归母净利润 24.6 亿元，同比增长 42.39%；单季度实现营收 57.5 亿元，同比增长 3.3%，创造归母净利润 8.64 亿元。

黄金产量小幅下滑。前三季度，公司矿产金产量 5.59 吨，同比下滑 10.99%，销量 5.98 吨，同比下滑 8.14%。矿产金销量 5.98 吨，同比下滑 8.14%。单季度矿产金产量 1.87 吨，相较第二季度环比降幅 0.08 吨，销量 1.86 吨，环比降幅 0.23 吨。

克金成本小幅上行，整体依旧处于行业头部水平。前三季度，公司矿产金合并摊销后销售成本 145.19 元/克，同比小幅上行 1.67%；矿产银销售成本 3.08 元/克，同比上行 12%。

贵金属价格上行带动业务盈利再创新高。前三季度，公司矿产金产品毛利率 80.51%，相较 2024 年同期水平增幅 7.41%；矿产银产品毛利率 53.5%，相较 2024 年同期水平增幅 5.78%。

云南芒市金矿矿权整合进程稳步推进。2025 年公司收购云南西部矿业 52.07% 股权并与其母公司芒市海华开发公司签订协议，获取了大岗坝地区金矿探矿权及勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权，两宗矿权勘查面积分别为 35.6 平方公里及 20.38 平方公里，地点均位于公司所属芒市金矿周边，矿权整合逐步完成推动矿区复产工作进一步加速。

H 股上市进程即将落地。2025 年 7 月、9 月先后召开的董事会、监事会、临时股东会，审议通过了港交所上市相关议案；9 月 24 日，公司向港交所递交了上市申请。H 股上市有益于公司进一步深化全球化战略布局，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，是提升公司治理水平和核心竞争力重要一步。

短期内金价面临一定回调压力。我们曾在《中美贸易摩擦升级，黄金能否再现年中牛市行情？》一文中提示，短期金价在中美贸易摩擦再起所引发的避险情绪的推动下，金价创下历史新高，但难以复刻年中的牛市行情，

投资评级：增持（维持）

股票信息

总股本(百万股)	2,776.72
流通 A 股/B 股(百万股)	2,527.43/0.00
资产负债率(%)	19.16
每股净资产(元)	5.19
市净率(倍)	4.19
净资产收益率(加权)	17.87
12 个月内最高/最低价	25.89/15.22

注：数据更新日期截止 2025 年 10 月 24 日

市场表现



相关报告

山金国际半年报点评：强势金价助力业绩再创新高

2025.08.20

2025 年一季报点评：业绩亮眼，增长可期

2025.04.29

2024 年年报点评：量价齐升，利润大幅增长

2025.03.19

预期市场对于关税摩擦影响进行充分消化后，金价或将呈现高位震荡行情。当前时点，我们依旧维持 10 月中对于金价的判断。短期内，金价面临的下行压力主要有三：第一，中美贸易摩擦趋缓，特朗普政府对华表态软化，并频繁释出积极信号；第二，俄乌冲突缓和预期升温；第三，美国政府停摆进入尾声阶段。上述因素共同作用下，市场避险情绪阶段性退潮，作为避险资产的代表，同时叠加前期黄金市场看多情绪过于高涨，黄金价格短线面临一定高位止盈压力。

中长期看涨逻辑未改，四季度金价预期高位震荡。中期视角来看，10 月末美联储再次启动降息操作几成定局，12 月再次降息 25 个基点的可能性较高，基准利率水平的走低将降低持有黄金的机会成本，带动金价上行。长期视角来看，美国政府持续推行的逆全球化进程动摇美元作为全球货币的根基，膨胀的美国财政赤字规模引发市场对美债安全性的普遍担忧，黄金目前依旧是对冲债务可持续性和美元趋势性走弱首选资产，新兴市场央行 2025 年依旧持续性买入黄金，金价长线看涨逻辑未变，我们预计黄金价格四季度将呈现高位震荡行情。

综合考虑三季度金价大幅上行以及公司前三季度业绩表现，同时结合我们对四季度金价走势的判断，我们对公司的盈利预测进行了调整。2025 年-2027 年预期公司的营业收入规模为 168.3 亿元、181.33 亿元、227.38 亿元，归母净利润为 34.98 亿元、41.95 亿元、65.28 亿元，对应 EPS 为 1.26、1.51、2.35，对应 2025 年 10 月 24 日收盘价 PE 为 17.29、14.42、9.27 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：美联储货币政策超预期转向、俄乌冲突超预期缓和、中美贸易摩擦力度超预期、美国经济表现超预期、公司矿产金产销不及预期、重点工程建设不及预期等。

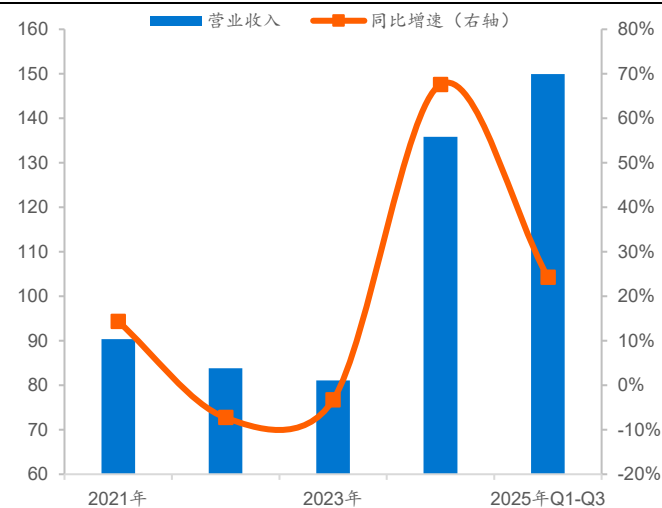
主要财务数据及预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,106	13,585	16,830	18,133	22,738
(+/-)YoY(%)	-3.3%	67.6%	23.9%	7.7%	25.4%
净利润(百万元)	1,424	2,173	3,498	4,195	6,528
(+/-)YoY(%)	26.8%	52.6%	61.0%	19.9%	55.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.78	1.26	1.51	2.35
毛利率(%)	32.0%	29.9%	33.1%	36.8%	45.9%
净资产收益率(%)	12.3%	16.7%	23.5%	24.5%	31.7%

资料来源:公司年报(2023-2024)

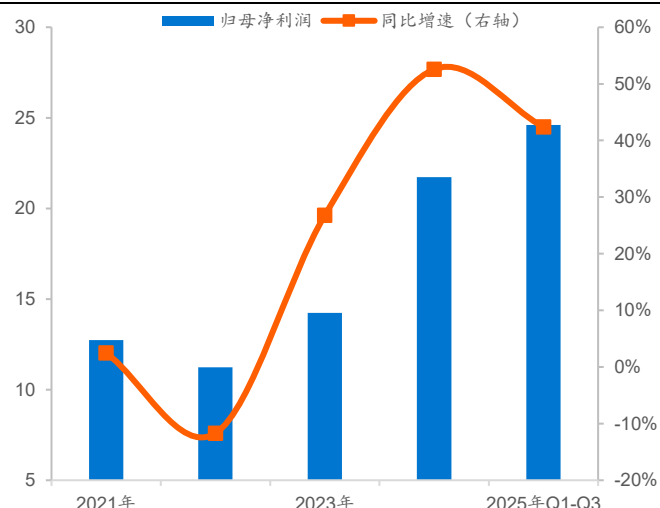
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 2021-2025 年公司营业收入规模波动情况（亿元）



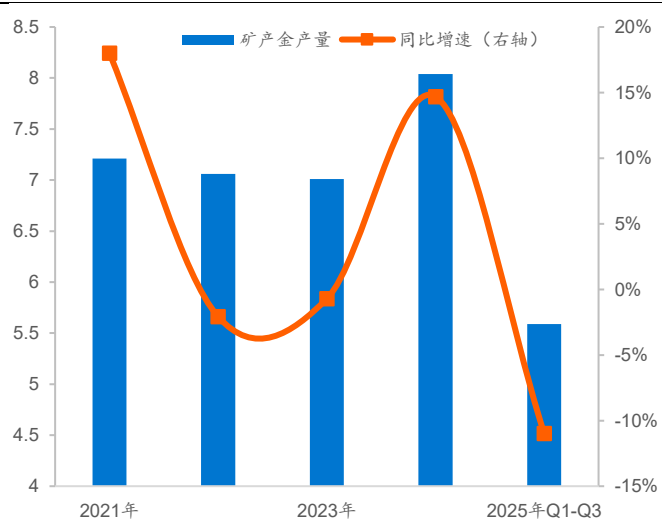
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图2 2021年-2025 年公司归母净利润波动情况（亿元）



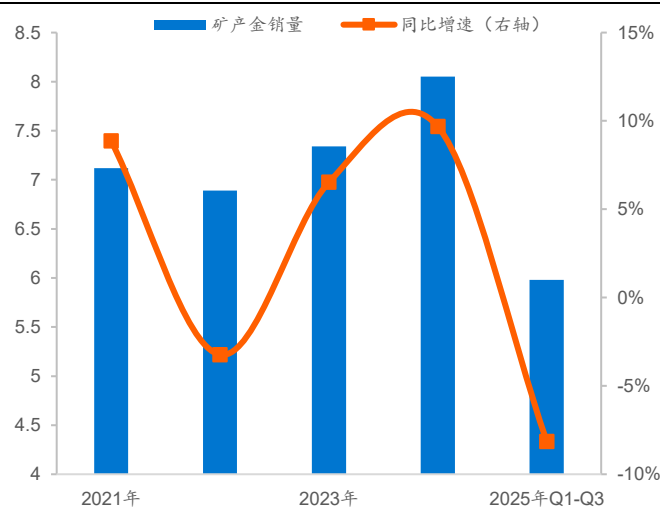
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图3 公司矿产金产量规模波动情况（吨）



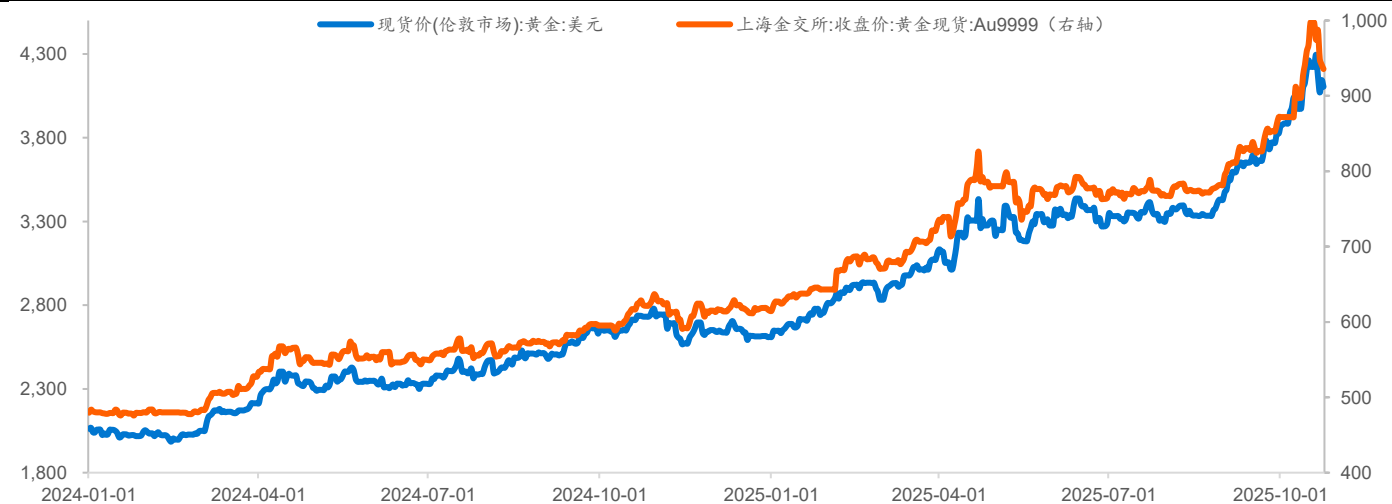
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图4 公司矿产金销量规模波动情况（吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图5 三季度国内外黄金价格再创新高（美元/盎司、元/克）



资料来源：Wind，联储证券研究院

财务报表分析和预测表

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,008	5,524	10,523	13,543	17,232	
货币资金	3,031	2,870	5,930	8,875	15,750	
应收及预付	75	38	155	163	192	
存货	1,485	1,240	3,032	3,089	0	
其他流动资产	1,418	1,376	1,406	1,415	1,290	
非流动资产	10,291	12,665	12,433	12,188	11,923	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,713	3,171	3,029	2,867	2,684	
在建工程	388	258	320	383	446	
无形资产	6,447	8,437	8,299	8,162	8,024	
其他长期资产	743	800	784	777	770	
资产总计	16,299	18,189	22,955	25,731	29,155	
流动负债	2,406	1,854	4,404	4,483	3,691	
短期借款	210	0	-20	-40	-60	
应付及预收	1,517	796	3,085	3,144	2,831	
其他流动负债	679	1,057	1,339	1,378	920	
非流动负债	524	1,523	1,468	1,468	1,468	
长期借款	64	1,006	1,006	1,006	1,006	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	460	517	462	462	462	
负债合计	2,930	3,377	5,873	5,951	5,160	
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	7,593	9,832	13,315	
归属母公司股东权益	11,561	12,981	14,871	17,109	20,593	
少数股东权益	1,808	1,831	2,212	2,671	3,403	
负债和股东权益	16,299	18,189	22,955	25,731	29,155	

利润表	单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,106	13,585	16,830	18,133	22,738
营业成本	5,508	9,521	11,251	11,466	12,300
营业税金及附加	212	284	337	363	455
销售费用	2	5	6	7	9
管理费用	366	405	337	363	455
研发费用	6	120	13	15	0
财务费用	5	25	0	0	0
资产减值损失	0	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-7	5	0	0	0
投资净收益	92	-52	187	195	0
营业利润	2,097	3,181	5,089	6,129	9,520
营业外收支	-11	-7	-9	-9	-8
利润总额	2,086	3,174	5,080	6,120	9,512
所得税	517	743	1,201	1,466	2,252
净利润	1,568	2,430	3,879	4,654	7,260
少数股东损益	144	257	381	459	732
归属母公司净利润	1,424	2,173	3,498	4,195	6,528
EBITDA	2,977	3,885	6,143	7,205	10,617
EPS (元)	0.51	0.78	1.26	1.51	2.35

资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 10 月 24 日

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	2,180	3,871	5,547	5,576	10,788	
净利润	1,568	2,430	3,879	4,654	7,260	
折旧摊销	959	633	1,063	1,084	1,105	
营运资金变动	-258	760	802	24	2,414	
其它	-90	48	-198	-186	8	
投资活动现金流	480	-2,849	-656	-654	-848	
资本支出	-615	-687	-849	-849	-848	
投资变动	1,005	-2,227	0	0	0	
其他	90	65	192	195	0	
筹资活动现金流	-1,626	-431	-1,823	-1,976	-3,064	
银行借款	-675	732	-20	-20	-20	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-951	-1,164	-1,803	-1,956	-3,044	
现金净增加额	1,046	577	3,060	2,945	6,875	
期初现金余额	790	1,836	2,413	5,473	8,418	
期末现金余额	1,836	2,413	5,473	8,418	15,294	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-3.3%	67.6%	23.9%	7.7%	25.4%
营业利润增长	29.8%	51.7%	60.0%	20.5%	55.3%
归母净利润增长	26.8%	52.6%	61.0%	19.9%	55.6%
获利能力					
毛利率	32.0%	29.9%	33.1%	36.8%	45.9%
净利率	17.6%	16.0%	20.8%	23.1%	28.7%
ROE	12.3%	16.7%	23.5%	24.5%	31.7%
ROIC	11.0%	15.4%	21.2%	22.2%	28.9%
偿债能力					
资产负债率	18.0%	18.6%	25.6%	23.1%	17.7%
净负债比率	-19.6%	-10.0%	-27.7%	-38.9%	-60.8%
流动比率	2.50	2.98	2.39	3.02	4.67
速动比率	1.84	2.28	1.68	2.31	4.64
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.79	0.82	0.74	0.83
应收账款周转率	198.06	430.25	310.13	199.68	214.21
存货周转率	3.87	6.99	5.27	3.75	7.96
每股指标 (元)					
每股收益	0.51	0.78	1.26	1.51	2.35
每股经营现金流	0.79	1.39	2.00	2.01	3.89
每股净资产	4.16	4.67	5.36	6.16	7.42
估值比率					
P/E	42.46	27.83	17.29	14.42	9.26
P/B	5.23	4.66	4.07	3.53	2.94
EV/EBITDA	13.11	10.60	9.07	7.33	4.32

免责声明

联储证券股份有限公司（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“联储证券股份有限公司”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“联储证券研究院”，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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000