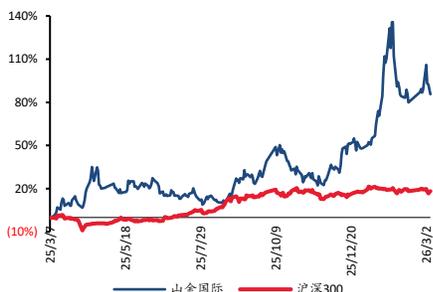


成本优势显著，业绩实现高增

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|----------------|---------------|
| 总股本/流通(亿股) | 27.77/25.27 |
| 总市值/流通(亿元) | 846.62/770.61 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 42.29/16.46 |

相关研究报告

<<山金国际 2025 年中报点评: Q2 业绩环增, 矿产金成本持续表现优异>>—2025-08-26

<<【太平洋有色】山金国际 2025 年一季报点评: 成本端表现优异, 一季度业绩高增>>—2025-04-22

<<聚焦黄金, 业内新贵势不可挡>>—2022-05-10

证券分析师: 梁必果

电话:

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524010001

证券分析师: 刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

事件: 2026年3月6日, 公司发布2025年年报, 报告期内公司实现收入171.0亿元, 同比+25.9%; 归母净利润29.7亿元, 同比+36.7%; 扣非净利润30.3亿元, 同比+37.0%。其中, 2025年Q4公司实现收入21.0亿元, 同比+38.9%, 环比-63.4%; 归母净利润5.1亿元, 同比+14.9%, 环比-40.7%; 扣非净利润5.9亿元, 同比+37.3%, 环比-30.9%。

2025Q4 矿产金产量实现增长, 销量环降影响四季度利润。(1) **产量:** 2025年公司矿产金/矿产银产量分别为7.6/164.1吨, 同比分别为-5.5%/-16.3%, 较2024年分别减少0.4/32.0吨, 矿产银产量下滑较多主要系品位下降所致。其中, 2025年Q4公司矿产金/矿产银产量分别为2.0/45.9吨, 同比分别为+14.2%/-37.3%, 环比分别为+7.5%/-18.6%, 2025Q4矿产金产量实现增长。(2) **销量:** 2025年公司矿产金/矿产银销量分别为7.1/164.9吨, 同比分别为-11.7%/-6.3%, 较2024年分别减少0.9/11.2吨。其中, 2025年Q4公司矿产金/矿产银销量分别为1.1/32.0吨, 同比分别为-26.6%/-40.7%, 环比分别为-39.2%/-37.7%, 2025Q4矿产金销量环比减少0.7吨, 是公司四季度利润环比减少的主要原因。(3) **库存:** 2025年末, 公司矿产金库存为1.0吨, 较2024年末增加0.5吨, 主要系2025Q4矿产金产量大于销量所致。公司适度控制销售节奏, 随着金价持续上涨, 有望进一步增厚盈利。(4) **目标:** 2026年, 公司目标实现黄金产量7-8吨, 其他金属不低于2025年产量。

勘探成效显著, 公司金、银资源量丰富。2025年公司勘探投资1.2亿元, 年度探矿合计新增资源量: 黄金16.6吨、白银296.6吨、铅锌3.8万吨。其中, 黑河洛克地质勘查工作主要集中于东安金矿外围探矿权, 新增资源量: 黄金3.2吨、白银44.4吨; 青海大柴旦勘查工作主要集中于青龙沟金矿及其深部矿段加密钻探和二次圈矿, 新增黄金资源量9.4吨; Osino金矿勘查工作主要集中于Twin Hills矿区和Ondundu、Eureka等重点区域勘查靶区, 新增黄金资源量4.0吨; 玉龙矿业地质勘查工作主要集中于花教包特银铅矿深部普查、花教包特银铅矿外围(II)区勘探和1118高地铅锌矿勘探等探矿权勘查靶区, 新增资源量: 白银252.2吨、铅锌3.8万吨。至2025年年末, 公司拥有金属资源量: 黄金280.9吨、白银8021.4吨、铅63.6万吨、锌124.1万吨、铜13.8万吨, 拥有金属储量: 黄金149.5吨、白银2791.7吨、铅21.7万吨、锌41.8万吨。

矿产金成本控制能力突出, 金、银价格不断上涨推动公司业绩高增。

(1) **成本:** 2025年公司矿产金/矿产银单位销售成本为142.2/3.3元/克, 同比分别为-2.2%/+24.5%。公司矿产金成本控制能力突出, 具备显著行业优势; 矿产银单位销售成本上升主要系品位下滑、产量下降所致。(2) **售价:** 2025年公司矿产金/矿产银销售均价为774.2/7.0元/克, 同比分别为+40.9%/+25.5%; 美元信用走弱等因素不断推动金价上涨, 2026年以来, 沪金/沪银价格最高涨至约1258.7/32.4元/克, 有望推动公司业绩持续高增。

投资建议: 我们上调公司2026-2027年盈利预测, 并新增2028年预

测,预计2026-2028年公司归母净利润分别为52.5/65.7/84.7亿元(2026-2027年前值为41.3/51.3亿元)。公司成本控制能力优异,随着未来Osino金矿投产,公司产量增长弹性较大,维持“买入”评级。

风险提示: 价格超预期下跌;项目进度不及预期;美联储紧缩超预期

■ 盈利预测和财务指标

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 17,099 | 20,604 | 23,317 | 30,283 |
| 营业收入增长率(%) | 25.86% | 20.50% | 13.16% | 29.87% |
| 归母净利(百万元) | 2,972 | 5,247 | 6,572 | 8,467 |
| 净利润增长率(%) | 36.75% | 76.55% | 25.26% | 28.83% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.07 | 1.89 | 2.37 | 3.05 |
| 市盈率(PE) | 28.49 | 16.14 | 12.88 | 10.00 |

资料来源:携宁,太平洋证券,注:摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,870 | 5,426 | 9,237 | 13,819 | 19,956 |
| 应收和预付款项 | 38 | 63 | 81 | 78 | 95 |
| 存货 | 1,240 | 1,160 | 1,677 | 1,612 | 1,803 |
| 其他流动资产 | 1,376 | 536 | 425 | 506 | 657 |
| 流动资产合计 | 5,524 | 7,185 | 11,420 | 16,016 | 22,510 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 3,171 | 3,162 | 2,822 | 2,483 | 2,143 |
| 在建工程 | 258 | 1,020 | 1,020 | 1,020 | 1,020 |
| 无形资产开发支出 | 8,437 | 8,294 | 8,294 | 8,294 | 8,294 |
| 长期待摊费用 | 25 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 其他非流动资产 | 6,299 | 8,126 | 12,361 | 16,957 | 23,452 |
| 资产总计 | 18,189 | 20,625 | 24,521 | 28,777 | 34,932 |
| 短期借款 | 0 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 应付和预收款项 | 796 | 1,266 | 1,556 | 1,486 | 1,707 |
| 长期借款 | 1,006 | 1,188 | 1,188 | 1,188 | 1,188 |
| 其他负债 | 1,574 | 1,386 | 1,592 | 1,640 | 1,834 |
| 负债合计 | 3,377 | 3,846 | 4,340 | 4,319 | 4,734 |
| 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 | 5,735 | 7,693 | 10,572 | 14,198 | 18,870 |
| 归母公司股东权益 | 12,981 | 14,918 | 17,797 | 21,423 | 26,095 |
| 少数股东权益 | 1,831 | 1,862 | 2,384 | 3,035 | 4,103 |
| 股东权益合计 | 14,812 | 16,780 | 20,181 | 24,458 | 30,198 |
| 负债和股东权益 | 18,189 | 20,625 | 24,521 | 28,777 | 34,932 |

现金流量表 (百万)

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金流 | 3,871 | 4,680 | 6,125 | 7,476 | 9,887 |
| 投资性现金流 | -2,849 | -838 | 54 | 51 | 44 |
| 融资性现金流 | -431 | -1,535 | -2,352 | -2,946 | -3,795 |
| 现金增加额 | 577 | 2,291 | 3,811 | 4,582 | 6,136 |

利润表 (百万)

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 13,585 | 17,099 | 20,604 | 23,317 | 30,283 |
| 营业成本 | 9,521 | 11,657 | 12,145 | 13,012 | 14,477 |
| 营业税金及附加 | 284 | 408 | 425 | 475 | 777 |
| 销售费用 | 5 | 4 | 6 | 7 | 9 |
| 管理费用 | 405 | 499 | 441 | 487 | 812 |
| 财务费用 | 25 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -52 | 104 | 76 | 75 | 70 |
| 公允价值变动 | 5 | -138 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3,181 | 4,304 | 7,498 | 9,239 | 14,035 |
| 其他非经营损益 | -7 | -33 | -21 | -22 | -23 |
| 利润总额 | 3,174 | 4,272 | 7,477 | 9,217 | 14,011 |
| 所得税 | 743 | 1,004 | 1,709 | 1,994 | 4,477 |
| 净利润 | 2,430 | 3,268 | 5,769 | 7,223 | 9,535 |
| 少数股东损益 | 257 | 297 | 522 | 651 | 1,068 |
| 归母股东净利润 | 2,173 | 2,972 | 5,247 | 6,572 | 8,467 |

预测指标

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 29.92% | 31.82% | 41.05% | 44.20% | 52.20% |
| 销售净利率 | 16.00% | 17.38% | 25.46% | 28.19% | 27.96% |
| 销售收入增长率 | 67.60% | 25.86% | 20.50% | 13.16% | 29.87% |
| EBIT 增长率 | 61.17% | 33.87% | 71.74% | 23.26% | 52.02% |
| 净利润增长率 | 52.57% | 36.75% | 76.55% | 25.26% | 28.83% |
| ROE | 16.74% | 19.92% | 29.48% | 30.68% | 32.45% |
| ROA | 14.09% | 16.84% | 25.56% | 27.10% | 29.93% |
| ROIC | 15.37% | 18.31% | 26.71% | 27.92% | 30.16% |
| EPS (X) | 0.78 | 1.07 | 1.89 | 2.37 | 3.05 |
| PE (X) | 38.96 | 28.49 | 16.14 | 12.88 | 10.00 |
| PB (X) | 6.52 | 5.68 | 4.76 | 3.95 | 3.24 |
| PS (X) | 6.23 | 4.95 | 4.11 | 3.63 | 2.80 |
| EV/EBITDA (X) | 10.60 | 12.50 | 9.83 | 7.56 | 4.61 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。