

# 山金国际一季报点评：量稳价升，强势金价助推盈利新高



李纵横 分析师

Email:lizongheng@lczq.com

证书:S1320524090001

## 投资要点:

### 事件概述:

2026年4月22日,山金国际发布公告,披露2026年一季度公司业绩表现。报告期内,公司实现营业收入59.38亿元,同比增长37.41%,创造归母净利润13.94亿元,同比增长100.89%。

### 事件点评:

2026年第一季度,公司矿产金产销量保持平稳,主力矿产品均呈现阶段性库存去化特征。期间矿产金产量为1.65吨,同比微降0.12吨;实现销量2.04吨,与上年同期持平。其他金属品种方面,矿产银产量24.83吨,销量33.74吨;铅精粉产量1645.95吨,销量2160.50吨;锌精粉产量2523.11吨,销量3208.56吨,主力矿产品均呈现销量大于产量的特征。

公司业绩增长主要受益于黄金价格中枢的显著抬升。2026年一季度,国际金价延续上行趋势,伦敦现货黄金均价录得4872.89美元/盎司,同比增幅高达70.4%,环比亦有明显提升。季内金价于1月末一度突破5500美元/盎司,创下历史新高,为公司盈利释放提供了有利的价格环境。受益于此,一季度公司矿产金业务毛利率达84.56%,较2025年全年均值水平继续增厚2.93个百分点。

主要矿产品成本端整体有所抬升。2026年第一季度,公司矿产金合并摊销前单位成本为148.63元/克,同比上升14.04%;合并摊销后单位成本为165.16元/克,同比上升11.69%。矿产银方面,合并摊销前单位成本为3.37元/克,同比上升72.82%;合并摊销后单位成本为3.93元/克,同比上升63.07%。

港交所上市进程持续推进。2026年3月27日,公司向香港联交所重新递交发行上市申请,并于同日在联交所网站披露相关申请资料。H股上市将有助于公司深化全球化战略布局,加快海外业务拓展,巩固行业竞争地位;同时,有利于公司充分利用国际资本市场资源,优化资本结构与股东构成,拓宽多元化融资渠道,进一步提升公司治理水平及核心竞争力。

## 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(%)	22.64
每股净资产(元)	5.85
市净率(倍)	5.10
净资产收益率(加权)	8.93
12个月内最高/最低价	42.29/17.85

注:数据更新日期截止2026年04月22日

### 市场表现



### 相关报告

山金国际年报点评:销售节奏影响产量兑现,成本护城河依然稳固

2026.03.26

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

2025.10.27

山金国际半年报点评:强势金价助力业绩再创新高

2025.08.20

2026年3月，贵金属市场经历显著回调，国际金价单月跌幅逾10%，为近十年来首次出现，并引发相关权益板块标的股价同步调整。**我们判断，本轮调整系多重因素共振所致：其一，美伊地缘冲突升级推动国际油价快速上行，引发市场对通胀预期的重估；其二，美联储降息路径面临修正，市场对政策节奏的预期明显后移；其三，过去一年贵金属持续获得资金净流入，持仓已处历史高位，风险事件触发后形成集中抛售；其四，期货与期权市场的流动性冲击进一步放大了短期价格波动。**

**短期来看，贵金属市场预计将维持高位震荡格局。**4月7日<sup>1</sup>，美伊双方达成停火并进入谈判，该事件可视为本轮地缘冲突的关键节点，标志着冲突最为激烈、对市场冲击最大的阶段已基本过去。尽管地缘局势后续演变仍存不确定性，但随着4月贵金属市场完成修复性反弹，地缘因素对金价的负面扰动有望边际缓解，市场交易主线或逐步从“事件性冲击”切换至“滞胀交易逻辑”。4月10日<sup>2</sup>公布的美国3月通胀数据显示，油价上涨已如期推升当月CPI。我们判断，高油价对核心通胀的传导效应将逐步显现。因此，短期内高通胀预期将持续扰动美联储年内降息路径，对金价构成短线流动性压制，预计金价将维持高位震荡格局。

**中期维度下，金价下方安全边际充足，上行驱动将取决于降息预期的边际变化。**美国法律授予总统可不经国会批准发动战争的60天时限即将临近，叠加年中中期选举压力渐增，特朗普政府继续无限度升级冲突烈度的空间受限。从估值与资金行为角度，当前金价经历3月回调后已具备一定性价比优势，市场承接意愿明显增强，叠加全球央行持续购金支撑，金价下方具备较强安全边际。5月美联储主席将迎来更迭，新任主席人选沃什于4月21日在参议院听证会上表示将“致力于确保货币政策的实施始终保持严格的独立性”，一定程度上强化了市场的鹰派预期。但后续若美伊双方取得实质性谈判进展，同时非农数据逐步反映就业市场边际走弱，在经济增速放缓及流动性压力渐显的背景下，不排除部分美联储官员再度释放支持二季度降息的信号。若该预期兑现，将从流动性角度助推金价走出当前区间。

长期视角下，此前支撑金价上行的核心逻辑——美元信用体系与美债定价机制的边际弱化、全球央行持续购金——尚未出现实质性逆转。与此同时，地缘冲突长期化所蕴含的风险溢价，叠加潜在的滞胀经济格局，通常构成贵金属价格长期走强的最优宏观组合。**据此，我们维持对金价长期走势的乐观判断。**

**盈利预测：**基于公司一季度业绩表现及2026年业务指引，结合我们对于国际金价走势的判断，我们预计公司2026-2028年分别实现营业收入217.09亿元、241.72亿元、281.82亿元；可实现归母净利润62.69亿元、77.88亿元、100.69亿元，对应EPS分别为2.26元/股、2.8元/股、3.63元/股，以2026年4月22日收盘价计算，对应PE分别为13.19倍、10.64倍、8.21倍，综合考虑公司经营表现及中长期金价走势，维持

<sup>1</sup> <https://www.news.cn/world/20260408/11bc26b8869a45858896eb0bed6ec57d/c.html>

<sup>2</sup> <https://www.news.cn/20260410/2832f5e7654419d9bc931b3941eb527/c.html>

对于公司的“增持”评级。

**风险提示:** 美联储货币政策超预期转向、美伊冲突超预期演变、国际油价长期维持高位、全球性关税争端再度升级、公司矿产金产量大幅不及预期、重点工程项目推进不及预期。

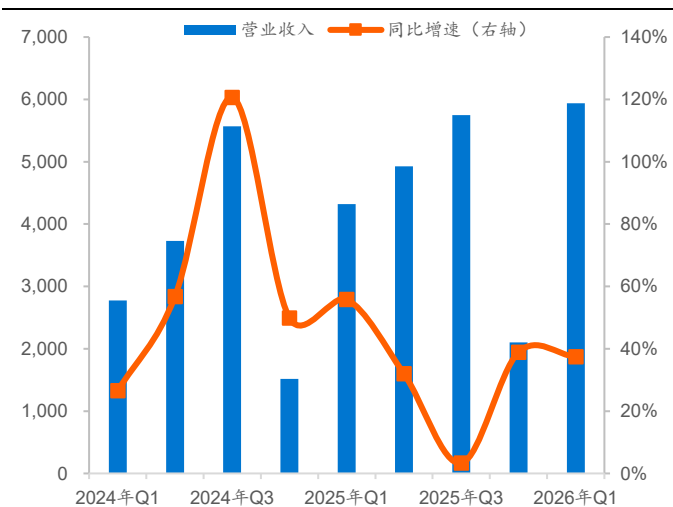
**主要财务数据及预测:**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,585	17,099	21,709	24,172	28,182
(+/-)YoY(%)	67.6%	25.9%	27.0%	11.3%	16.6%
净利润(百万元)	2,173	2,972	6,269	7,788	10,069
(+/-)YoY(%)	52.6%	36.7%	111.0%	24.2%	29.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	1.07	2.26	2.80	3.63
毛利率(%)	29.9%	31.8%	47.5%	52.2%	58.1%
净资产收益率(%)	16.7%	19.9%	34.1%	34.4%	35.7%

资料来源:公司年报(2024-2025)

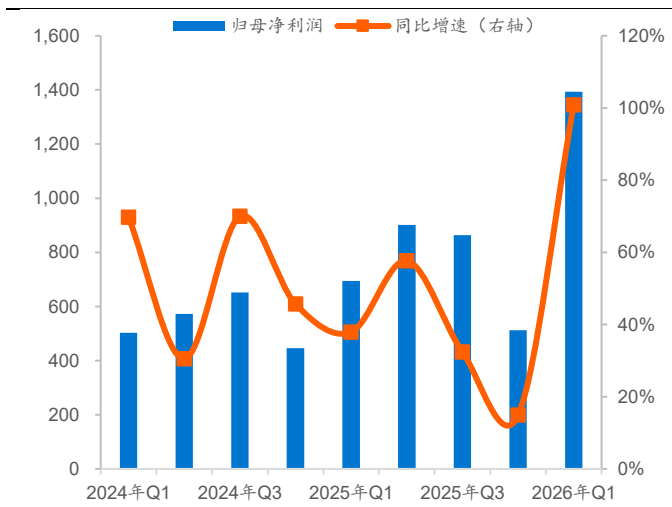
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司营业收入规模波动情况(百万元)



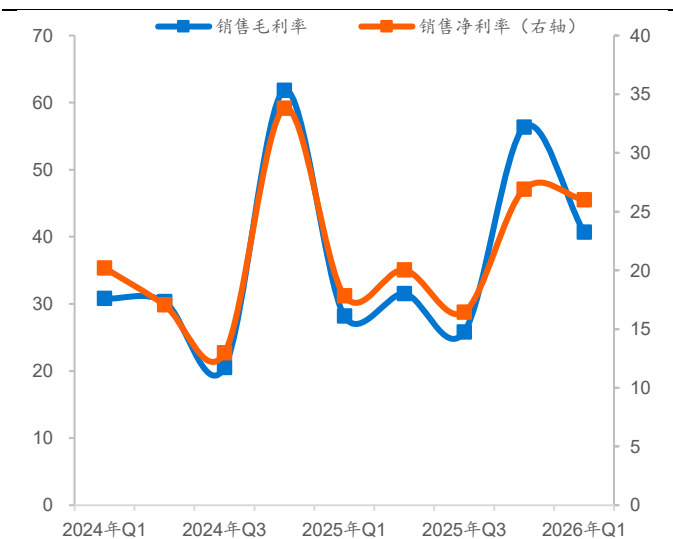
资料来源: 山金国际公司年报, 联储证券研究院

图2 公司归母净利润规模波动情况(百万元)



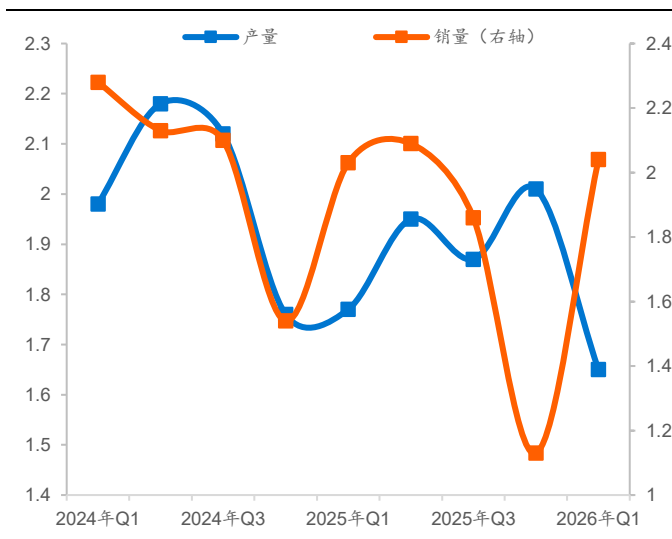
资料来源: 山金国际公司年报, 联储证券研究院

图3 公司销售毛利率、销售净利率波动情况(%)



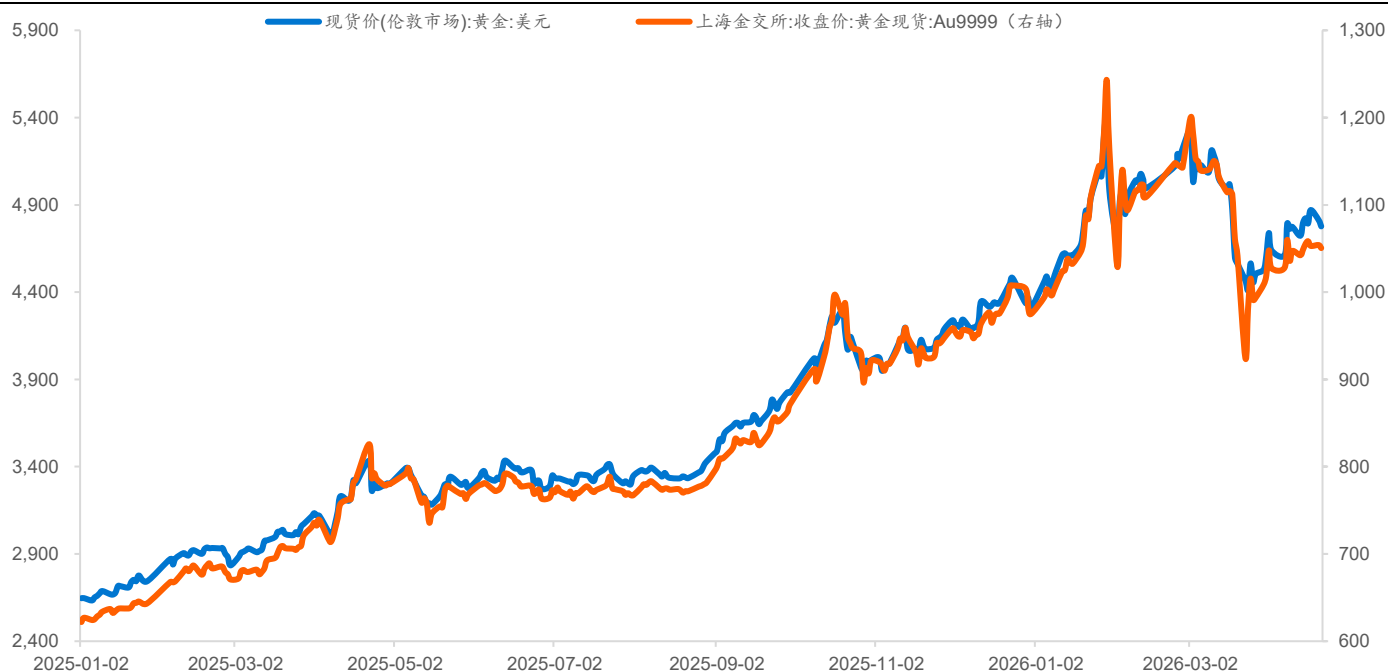
资料来源: 山金国际公司年报, 联储证券研究院

图4 公司矿产金产量、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 黄金价格波动情况<sup>3</sup> (美元/盎司、元/克)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

表1 美联储基准利率调整节点概率分布<sup>4</sup> (bps)

时间节点	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2026年4月29日							99.50%	0.50%
2026年6月17日						1.60%	97.90%	0.50%
2026年7月29日					0.10%	7.80%	91.70%	0.50%
2026年9月16日					1%	17.20%	81.40%	0.40%
2026年10月28日				0.10%	2.20%	22.20%	75.10%	0.40%
2026年12月9日				0.40%	5.10%	29.80%	64.40%	0.30%
2027年1月27日				0.60%	6.20%	31.40%	61.40%	0.30%
2027年3月17日			0.10%	0.90%	7.70%	33.20%	57.80%	0.30%
2027年4月28日			0.10%	1%	8%	33.40%	57.20%	0.30%
2027年6月9日			0.20%	2.10%	11.80%	37%	48.60%	0.30%
2027年7月28日			0.40%	2.90%	14.10%	38.10%	44.30%	0.20%
2027年9月15日		0.10%	0.90%	5.20%	18.90%	39.30%	35.50%	0.20%
2027年10月27日		0.20%	1.20%	6.30%	20.50%	39%	32.70%	0.20%
2027年12月8日	0.10%	1.10%	5.70%	18.90%	37%	33.40%	3.80%	0.20%

资料来源: CME FedWatch<sup>5</sup>, 联储证券研究院

<sup>3</sup> 金价统计时间区间: 2025年1月1日-2026年4月22日

<sup>4</sup> 数据更新日期: 2026年4月22日

<sup>5</sup> <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

**财务报表分析和预测表**

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	<b>5,524</b>	<b>7,185</b>	<b>11,401</b>	<b>15,237</b>	<b>21,646</b>	
货币资金	2,870	5,426	7,891	14,917	21,285	
应收及预付	38	63	181	195	217	
存货	1,240	1,160	3,072	0	0	
其他流动资产	1,376	536	256	125	144	
<b>非流动资产</b>	<b>12,665</b>	<b>13,441</b>	<b>14,065</b>	<b>14,671</b>	<b>15,261</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	3,171	3,162	3,172	3,165	3,141	
在建工程	258	1,020	1,020	1,020	1,020	
无形资产	8,437	8,292	8,866	9,440	10,013	
其他长期资产	800	966	1,006	1,046	1,086	
<b>资产总计</b>	<b>18,189</b>	<b>20,625</b>	<b>25,465</b>	<b>29,908</b>	<b>36,907</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,854</b>	<b>2,230</b>	<b>2,599</b>	<b>1,542</b>	<b>1,571</b>	
短期借款	0	5	5	5	5	
应付及预收	796	1,266	1,357	866	885	
其他流动负债	1,057	958	1,237	671	681	
<b>非流动负债</b>	<b>1,523</b>	<b>1,616</b>	<b>1,977</b>	<b>2,337</b>	<b>2,698</b>	
长期借款	1,006	1,188	1,548	1,907	2,267	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	517	428	429	430	431	
<b>负债合计</b>	<b>3,377</b>	<b>3,846</b>	<b>4,576</b>	<b>3,880</b>	<b>4,269</b>	
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	11,136	15,433	20,989	
归属母公司股东权益	12,981	14,918	18,361	22,658	28,214	
少数股东权益	1,831	1,862	2,528	3,370	4,424	
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,189</b>	<b>20,625</b>	<b>25,465</b>	<b>29,908</b>	<b>36,907</b>	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业收入</b>	<b>13,585</b>	<b>17,099</b>	<b>21,709</b>	<b>24,172</b>	<b>28,182</b>	
营业成本	9,521	11,657	11,401	11,551	11,802	
营业税金及附加	284	408	513	551	660	
销售费用	5	4	5	6	7	
管理费用	405	499	634	706	823	
研发费用	120	178	226	251	293	
财务费用	25	13	0	0	0	
资产减值损失	-5	0	0	0	0	
公允价值变动收益	5	-138	0	0	0	
投资净收益	-52	104	187	195	0	
<b>营业利润</b>	<b>3,181</b>	<b>4,304</b>	<b>9,133</b>	<b>11,315</b>	<b>14,596</b>	
营业外收支	-7	-33	-17	-19	-23	
<b>利润总额</b>	<b>3,174</b>	<b>4,272</b>	<b>9,116</b>	<b>11,297</b>	<b>14,573</b>	
所得税	743	1,004	2,180	2,667	3,450	
<b>净利润</b>	<b>2,430</b>	<b>3,268</b>	<b>6,936</b>	<b>8,629</b>	<b>11,123</b>	
少数股东损益	257	297	666	842	1,054	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,173</b>	<b>2,972</b>	<b>6,269</b>	<b>7,788</b>	<b>10,069</b>	
EBITDA	3,885	5,085	9,909	12,107	15,401	
EPS (元)	0.78	1.07	2.26	2.80	3.63	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,871</b>	<b>4,680</b>	<b>6,178</b>	<b>11,396</b>	<b>11,961</b>	
净利润	2,430	3,268	6,936	8,629	11,123	
折旧摊销	633	731	793	811	828	
营运资金变动	760	633	-1,381	2,133	-13	
其它	48	48	-170	-176	23	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,849</b>	<b>-838</b>	<b>-1,247</b>	<b>-1,241</b>	<b>-1,440</b>	
资本支出	-687	-1,292	-1,434	-1,436	-1,440	
投资变动	-2,227	545	0	0	0	
其他	65	-91	187	195	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-431</b>	<b>-1,535</b>	<b>-2,449</b>	<b>-3,130</b>	<b>-4,152</b>	
银行借款	732	186	360	360	360	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-1,164	-1,721	-2,809	-3,489	-4,512	
<b>现金净增加额</b>	<b>577</b>	<b>2,291</b>	<b>2,465</b>	<b>7,025</b>	<b>6,368</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>1,836</b>	<b>2,413</b>	<b>4,704</b>	<b>7,169</b>	<b>14,195</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>2,413</b>	<b>4,704</b>	<b>7,169</b>	<b>14,195</b>	<b>20,563</b>	

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	67.6%	25.9%	27.0%	11.3%	16.6%
营业利润增长	51.7%	35.3%	112.2%	23.9%	29.0%
归母净利润增长	52.6%	36.7%	111.0%	24.2%	29.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.9%	31.8%	47.5%	52.2%	58.1%
净利率	16.0%	17.4%	28.9%	32.2%	35.7%
ROE	16.7%	19.9%	34.1%	34.4%	35.7%
ROIC	15.4%	18.3%	30.6%	30.6%	31.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.6%	18.6%	18.0%	13.0%	11.6%
净负债比率	-10.0%	-23.9%	-29.3%	-49.1%	-57.6%
流动比率	2.98	3.22	4.39	9.88	13.78
速动比率	2.28	2.64	3.14	9.76	13.65
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.79	0.88	0.94	0.87	0.84
应收账款周转率	430.25	1,281.53	366.90	202.85	207.26
存货周转率	6.99	9.72	5.39	7.52	—
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.78	1.07	2.26	2.80	3.63
每股经营现金流	1.39	1.69	2.22	4.10	4.31
每股净资产	4.67	5.37	6.61	8.16	10.16
<b>估值比率</b>					
P/E	34.00	24.86	11.79	9.49	7.34
P/B	5.69	4.95	4.02	3.26	2.62
EV/EBITDA	10.60	12.50	6.84	5.05	3.58

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 2026 年 03 月 24 日

### 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五号院 13 号楼 B 座 14 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