



香港 | 黃金礦業與黃金零售商

10 October 2025

現貨金價在週三首次突破每盎司 4,000 美元大關

現貨金價年增 53%，繼 2024 年上漲 27%後再創新高

現貨金價在週三首次突破每盎司 4,000 美元大關，延續其歷史性的漲勢，這主要受強勁的投資需求、廣泛的地緣政治與經濟不確定性，以及市場對美聯儲進一步降息的預期所推動。黃金傳統上被視為動盪時期的重要價值儲藏手段。作為 2025 年表現最佳的資產之一，現貨金價在今年以來已上漲 53%，而此前在 2024 年已錄得 27% 的漲幅。黃金在低利率環境和經濟不確定性時期表現強勁，被認為是一種具韌性的投資，並能對抗通膨，投資者押注其在物價上漲時能保持價值。

9 月全球黃金 ETF 淨流入達 173 億美元

世界黃金協會（WGC）數據顯示，9 月投資者向實物支持型黃金 ETF 持續注資，錄得有紀錄以來單月最大淨流入；單月淨流入達 173 億美元，而 2025 年第三季累計淨流入達 260 億美元。截至第三季末，全球黃金 ETF 的總管理資產規模達到 4,720 億美元，再創歷史新高，反映期內金價按年升 17%。ETF 持倉量季增 6% 至 3,838 噸，僅比 2020 年 11 月第一週創下的 3,929 噸歷史峰值低 2%。僅 9 月份就增加了 146 噸，遠高於 8 月的 53 噸。

各國央行於 2025 年上半年淨買入 415 噸黃金

黃金長期而關鍵的支撐力來自各國央行的持續龐大買盤，尤其是新興市場為分散外匯儲備、降低對美元依賴而加大配置。2024 年央行淨購買達 1,045 噸，連續第三年突破 1,000 噸，為 2010 - 2021 年年均水平的兩倍以上。WGC 指出，2025 年上半年央行共淨買入 415 噸；在 7 月暫停增持後，8 月再度淨增持 15 噸。面對市場不確定與通脹隱憂，黃金作為避險與價值儲藏的角色更受青睞，該類制度性需求形成堅實而持久的買盤，為金價提供下行緩衝並降低急跌風險。

建議布局黃金礦業與黃金零售商

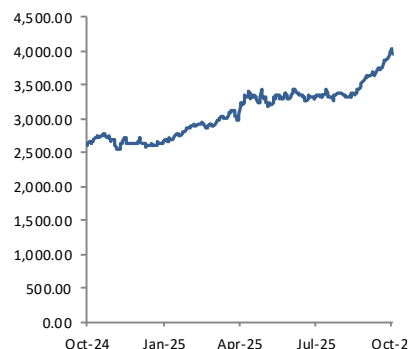
歷史高位的金價為黃金產業鏈帶來顯著正面的經營環境。對黃金礦企而言，更高的實現金價幾乎可直接轉化為利潤增長；由於單位生產成本多屬相對固定，金價每增加一美元，幾乎全數落入稅前利潤，營運槓桿效應在上行周期尤為明顯，推動盈利爆發、現金流創造加速，並強化資產負債表。

對黃金首飾零售商與金製品銷售商而言，環境更為微妙但同樣具吸引力。短期內，金價高位或抑制成交重量，因消費者需適應更高的價格，但財富效應與投資驅動的需求往往可予以對沖。更重要的是，金價上升吸引消費者將黃金產品視為不僅僅是裝飾，更是資本保值與投資的載體，零售商可強調其兼具美學與財務安全的雙重價值。此外，零售商通常持有一定存貨，存貨重估帶來的增值可形成對原材料漲價的天然對沖，從而穩定毛利與現金週轉。

我們預期金價升勢將延續

我們認為目前的動能有望延續至 2025 年底，金價在每盎司 4,000 美元之上可獲強力支持，因基本面驅動仍然穩固。主要國際機構的樂觀預測同樣指向本輪升勢仍有可觀上行空間。對投資者而言，把握此趨勢的高效方式，是透過具備對金價直接且具槓桿化敞口的精選上市公司，從而放大金價上行帶來的收益。因此，我們對黃金礦業與黃金零售板塊維持正面看法，建議分段建倉。

現貨金價 (美元/Oz)



Source: Bloomberg

葉偉焯 Raymond Ip
raymond.ip@crosby.com
+852 3476 2928



圖 1 黃金礦業同行比較 (2025 年 10 月 10 日中午收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr (%)	FY1 PEG (x)	Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC Hist (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2			FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1		1-mth	3-mth	12-mth
HSI		26,448			13.0	11.6	11.5	1.13	2.9	3.1	1.43	1.38	10.7	10.3		0.9	10.1	24.4
HSCEI		9,416			12.2	10.7	13.0	0.94	2.7	2.9	1.37	1.32	11.5	10.6		0.9	8.6	23.6
CSI300		4,651			16.6	14.6	12.9	1.29	2.4	2.6	1.90	1.77	10.2	10.6		4.6	16.0	16.3
Sector Average					29.6	18.5	29.9	1.0	1.0	1.6	5.4	5.5	19.8	23.7	15.1	19.0	59.2	266.8
Sector Median					24.8	18.6	26.3	1.1	1.0	2.0	5.1	4.7	17.0	27.6	13.6	17.9	53.3	173.3
Zijin Gold Inter	2259 HK	138.20	46,602	N/A	75.6	27.7	68.2	1.11	0.3	0.5	11.16	7.81	N/A	27.6	N/A	N/A	N/A	N/A
Zijin Mining-H	2899 HK	34.48	117,043	216.2	17.9	15.4	12.6	1.41	1.6	1.9	5.91	4.74	30.0	28.6	13.6	18.9	74.1	103.5
Zhaojin Mining-H	1818 HK	33.26	15,141	47.3	30.7	24.0	26.3	1.17	0.5	0.6	4.76	4.26	9.3	14.9	N/A	15.1	72.5	153.9
Chifeng Jilong-H	6693 HK	32.94	8,243	42.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4.90	N/A	23.5	N/A	15.7	(1.3)	34.7	N/A
Wanguo Gold Grou	3939 HK	37.92	5,391	30.9	26.4	19.0	28.7	0.92	1.4	2.0	10.74	8.72	36.8	35.1	31.4	3.9	28.5	309.6
Shandong Gold -H	1787 HK	39.40	26,119	69.7	24.8	18.6	21.7	1.14	1.6	2.1	6.04	4.00	15.6	16.5	6.3	15.5	53.3	142.6
Lingbao Gold-H	3330 HK	18.99	3,141	17.2	14.9	12.2	21.2	0.70	N/A	N/A	5.38	4.67	34.6	31.4	17.7	10.2	97.2	588.0
Tongguan Gold Gr	340 HK	2.91	1,645	7.7	17.1	12.4	30.6	0.56	0.7	2.4	4.20	4.01	17.0	12.1	12.5	24.4	37.9	532.6
Gt Gold Holdings	8299 HK	0.48	522	5.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5.25	N/A	12.5	N/A	8.3	62.7	57.4	192.7
Persistence Reso	2489 HK	1.87	481	1.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.55	N/A	11.9	N/A	N/A	20.6	26.4	139.7
Dragon Mining Lt	1712 HK	8.50	207	2.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.59	N/A	27.8	N/A	31.6	21.4	149.3	377.5
Taung Gold	621 HK	0.66	154	0.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.57	N/A	(1.0)	N/A	(1.0)	17.9	20.0	127.6

來源: 彭博, Crosby Securities

圖 2 黃金零售商同行比較 (2025 年 10 月 10 日中午收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr (%)	FY1 PEG (x)	Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC Hist (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2			FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1		1-mth	3-mth	12-mth
HSI		26,448			13.0	11.6	11.5	1.13	2.9	3.1	1.43	1.38	10.7	10.3		0.9	10.1	24.4
HSCEI		9,416			12.2	10.7	13.0	0.94	2.7	2.9	1.37	1.32	11.5	10.6		0.9	8.6	23.6
CSI300		4,651			16.6	14.6	12.9	1.29	2.4	2.6	1.90	1.77	10.2	10.6		4.6	16.0	16.3
Sector Average					15.7	13.4	14.6	1.2	4.5	5.0	3.8	5.0	20.8	29.0	15.0	(6.4)	8.2	97.4
Sector Median					18.2	16.4	12.1	0.9	4.9	5.4	0.9	4.8	11.2	23.0	8.7	(7.5)	14.6	60.6
Chow Tai Fook Je	1929 HK	15.02	19,042	25.9	18.2	16.4	10.4	1.76	4.5	5.0	5.68	5.15	22.7	29.4	11.9	(8.4)	8.1	99.5
Laopu Gold Co -H	6181 HK	709.50	15,744	162.2	22.7	16.8	30.5	0.75	2.8	3.7	14.64	13.26	59.7	70.9	42.8	(6.0)	(30.2)	305.9
Zhou Liu Fu Je-H	6168 HK	43.52	2,464	11.7	20.9	18.6	12.1	1.74	N/A	N/A	N/A	4.80	29.2	23.0	24.0	(11.7)	16.4	N/A
Chow Sang Sang	116 HK	13.95	1,204	4.0	6.6	6.4	7.8	0.85	5.6	5.7	0.68	0.70	9.1	10.8	6.3	(2.6)	63.3	112.3
Emperor Watch &	887 HK	0.27	247	1.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.36	N/A	5.0	N/A	4.6	(10.2)	(42.4)	46.4
Luk Fook Hldgs I	590 HK	24.60	1,856	6.5	9.8	8.7	12.2	0.81	5.2	5.7	1.09	1.02	8.4	11.0	7.0	(9.8)	16.6	60.6
King Fook Hldgs	280 HK	0.52	61	0.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.58	N/A	11.2	N/A	8.7	4.0	20.9	40.5
3Dg Holdings Int	2882 HK	0.70	24	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(6.7)	12.9	16.7

來源: 彭博, Crosby Securities



信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)：預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)：預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)：預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)：該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議：策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)：沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)：股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。