

金价上行，利润稳健增长

2025 年 04 月 29 日

➤ **事件：公司发布 2025 年一季报。**2025 年第一季度公司实现营收 259.35 亿元，同比增长 36.81%，环比增长 67.19%，归母净利润 10.26 亿元，同比增长 46.62%，环比增长 15.86%，扣非归母净利 10.30 亿元，同比增长 45.19%，环比增长 14.74%。

➤ **点评：金价上行驱动公司业绩。**量：公司 2025 年第一季度自产金产量 11.87 吨，同比减少 0.31%，销量 10.99 吨，同比增长 7.98%。外购金产量 20.24 吨，同比增长 1.67%，销量 20.24 吨，同比增长 12.94%，小金条产量 3.18 吨，同比减少 55.49%，销量 2.85 吨，同比减少 59.21%。**价：**2025 年第一季度黄金均价 2807 美元/盎司，同比增长 38.3%，环比增长 5.5%。**利：**公司 25 年第一季度毛利/净利率水平 15.57%/5.63%，同比 +1.01/+0.06pct，环比 -7.94/+1.66pct。

➤ **业绩拆分：**2025 年一季度公司归母净利同比增长 3.3 亿元，主要增利项包括毛利 (+12.8 亿元)、营业外利润 (+0.1 亿元)、减值损失等 (+0.2 亿元)，减利项包括费用及税金 (-2.0 亿元)、其他/投资收益 (-1.4 亿元)，公允价值变动 (-1.7 亿元)，所得税 (-3.9 亿元) 以及少数股东损益 (-0.8 亿元)；2025 年一季度归母环比增长 1.4 亿元，主要增利项包括毛利 (+3.9 亿元)，费用及税金 (+8.0 亿元)、减值损失等 (+0.9 亿元) 以及营业外利润 (+0.3 亿元)，减利项主要包括其他/投资收益 (-1.4 亿元)、公允价值变动 (-3.0 亿元)、所得税 (-5.2 亿元) 以及少数股东损益 (-1.9 亿元)。毛利增长系金价上涨、投资收益及公允价值变动系过往公司进行套期保值业务所致。

➤ **资源增储，业务持续扩张：**公司 24 全年累计完成探矿投入 5.9 亿元，实现探矿新增金资源量 58.8 吨，其中加纳卡蒂诺/焦家金矿/三山岛金矿/金洲公司新增金金属量 11.2/7.75/7.7/7.47 吨。另外公司成功竞得大桥金矿外围探矿权，完成包头昶泰矿业 70% 股权并购；西岭金矿探矿权成功注入公司，并与三山岛金矿采矿权实现整合；山金国际完成 Osino 股权并购，获得纳米比亚 Twin Hills 金矿项目。截至 2024 年底，公司保有资源储量金权益金属量 2058 吨。

➤ **远期项目持续推进。**公司三山岛金矿取得整合后的 495 万吨/年采矿证，目前正在办理建设项目核准、安设审查等手续，已经批复开工的三山岛金矿副井筒掘进突破-1750 米；卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿项目建设工程按计划顺利进行，2024 年 11 月初启动选厂项目带料试车，目前该金矿项目正处于试生产阶段。

➤ **投资建议：**考虑 2025 年贵金属价格同比增幅明显，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 61.49/67.44/77.22 亿元，按照 4 月 28 日收盘价，对应 PE 为 22/20/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格波动风险，安全环保管理风险，项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	82,518	97,511	108,722	121,565
增长率 (%)	39.2	18.2	11.5	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,952	6,149	6,744	7,722
增长率 (%)	26.8	108.3	9.7	14.5
每股收益 (元)	0.66	1.37	1.51	1.73
PE	47	22	20	18
PB	3.7	3.2	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

30.85 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作葵

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

1. 山东黄金 (600547.SH) 2024 年年报点评：产量符合预期，期待业绩释放-2025/03/30
2. 山东黄金 (600547.SH) 2024 年三季报点评：产量环比下滑，业绩低于预期-2024/10/30
3. 山东黄金 (600547.SH) 2024 年半年报点评：业绩低于预期，资源持续扩张-2024/08/29
4. 山东黄金 (600547.SH) 2023 年年报点评：业绩大幅增长，黄金龙头兼具成长-2024/04/02
5. 山东黄金 (600547.SH) 动态报告：世界级金矿注入，黄金龙头加速成长-2024/01/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,518	97,511	108,722	121,565
营业成本	68,902	76,635	85,518	95,625
营业税金及附加	1,296	1,560	1,740	1,945
销售费用	185	224	261	304
管理费用	2,855	3,413	3,805	4,255
研发费用	770	780	815	912
EBIT	8,505	14,898	16,583	18,525
财务费用	2,288	2,924	3,090	3,136
资产减值损失	-50	0	0	0
投资收益	-175	-195	-163	-122
营业利润	5,744	12,179	13,351	15,280
营业外收支	-62	-50	-50	-50
利润总额	5,682	12,129	13,301	15,230
所得税	1,243	2,668	2,926	3,351
净利润	4,439	9,461	10,375	11,879
归属于母公司净利润	2,952	6,149	6,744	7,722
EBITDA	13,500	21,061	22,883	25,223

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,077	8,022	9,802	19,020
应收账款及票据	617	745	819	916
预付款项	473	766	855	956
存货	6,820	8,398	9,372	10,479
其他流动资产	9,715	9,942	10,557	11,261
流动资产合计	28,701	27,873	31,405	42,632
长期股权投资	2,527	2,527	2,527	2,527
固定资产	50,826	53,889	55,546	55,848
无形资产	47,348	58,448	67,498	71,498
非流动资产合计	131,959	147,596	159,795	165,298
资产合计	160,660	175,469	191,200	207,930
短期借款	26,269	26,269	26,269	26,269
应付账款及票据	16,968	17,846	19,915	22,269
其他流动负债	19,149	20,832	22,343	24,064
流动负债合计	62,386	64,948	68,528	72,602
长期借款	26,610	29,610	31,610	32,610
其他长期负债	13,094	13,104	13,104	13,104
非流动负债合计	39,704	42,714	44,714	45,714
负债合计	102,090	107,662	113,242	118,316
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
少数股东权益	20,773	24,084	27,715	31,873
股东权益合计	58,570	67,807	77,958	89,614
负债和股东权益合计	160,660	175,469	191,200	207,930

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.21	18.17	11.50	11.81
EBIT 增长率	53.93	75.17	11.31	11.71
净利润增长率	26.80	108.34	9.66	14.50
盈利能力 (%)				
毛利率	16.50	21.41	21.34	21.34
净利润率	5.38	9.70	9.54	9.77
总资产收益率 ROA	1.84	3.50	3.53	3.71
净资产收益率 ROE	7.81	14.06	13.42	13.37
偿债能力				
流动比率	0.46	0.43	0.46	0.59
速动比率	0.34	0.29	0.31	0.43
现金比率	0.18	0.12	0.14	0.26
资产负债率 (%)	63.54	61.36	59.23	56.90
经营效率				
应收账款周转天数	2.18	2.20	2.20	2.20
存货周转天数	36.13	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	0.51	0.56	0.57	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	1.37	1.51	1.73
每股净资产	8.45	9.77	11.23	12.91
每股经营现金流	2.98	5.44	4.90	5.39
每股股利	0.23	0.48	0.52	0.60
估值分析				
PE	47	22	20	18
PB	3.7	3.2	2.7	2.4
EV/EBITDA	14.14	9.35	8.61	7.49
股息收益率 (%)	0.74	1.54	1.69	1.93

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,439	9,461	10,375	11,879
折旧和摊销	4,995	6,163	6,301	6,698
营运资金变动	2,171	5,370	1,829	2,064
经营活动现金流	13,340	24,319	21,928	24,096
资本开支	-20,099	-21,850	-18,550	-12,250
投资	-2,679	180	0	0
投资活动现金流	-22,801	-21,865	-18,713	-12,372
股权募资	3,000	0	0	0
债务募资	9,412	3,005	2,000	1,000
筹资活动现金流	11,004	-5,509	-1,434	-2,506
现金净流量	1,579	-3,056	1,780	9,218

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048