

控股股东增持彰显发展信心

华泰研究

2025年4月29日 | 中国内地/中国香港

季报点评

贵金属

山东黄金发布一季报，2025年Q1实现营收259.35亿元(yoy+36.81%、qoq+67.19%)，归母净利10.26亿元(yoy+46.62%、qoq+15.86%)，扣非净利10.30亿元(yoy+45.19%)。公司加快项目建设，我们认为金价长期依旧具备上升空间，黄金股或仍具配置价值，维持增持评级。

25Q1公司销量价格齐升，业绩表现亮眼

25Q1公司自产金产/销量分别为11.87/10.99吨，分别yoy-0.31%/+7.98%，外购金产/销量分别为20.24/20.24吨，分别yoy+1.67%/+12.94%，小金条产/销量分别为3.2/2.9吨，分别yoy-55.49%/-59.21%，对业绩影响最重要的自产金虽然产量同比略有下降，但销量同比提升较多。据年报，2025年公司计划黄金产量不低于50吨。此外，得益于金价的上涨，据Wind，25Q1均价672.13元/克(yoy+37.2%)，最终公司归母净利润同比+46.62%。

控股股东及其一致行动人增持公司股票，彰显发展信心

公司公告称控股股东山东黄金集团及其一致行动人基于对公司未来持续稳定发展的信心和长期投资价值的认可，计划自2025年4月9日起12个月内拟通过上海证券交易所系统以集中竞价或者大宗交易等方式择机增持山东黄金A股股份，拟增持金额不低于人民币5亿元不超过人民币10亿元(含本数)。增持主体承诺：黄金集团及其一致行动人承诺在增持公司股票期间及法定期限内不减持其所持有的公司股票，并承诺在实施期限内完成增持。

黄金当前仍处价格上行过程中，看好相关资产配置价值

近期黄金在关税的冲击下续创历史新高。关税动摇了美元循环的根基，对“美国例外论”和美元资产地位的挑战或将明显加大，美元及美元资产的不安全性上升。虽然短期内美元储备货币的地位仍在，但关税会分流部分资产至其他货币，黄金无疑将被更加青睐。此外，在全球政治经济面临不确定性的背景下，避险情绪亦会推升黄金配置价值。重申黄金当前仍处价格上行过程中，看好黄金及黄金资产(如股票)配置价值。

盈利预测与估值

鉴于金价上涨超预期，我们上调预测，预计公司25-27年EPS分别为1.45/2.03/2.34元(较前值分别+23.9%/+18.7%/+17.6%)。可比公司25年Wind一致预期PB均值为3.82倍，给予公司25年3.82倍PB，25年BPS 9.68元，公司近3个月A/H平均溢价率63%，基于25年4月28日港元兑人民币汇率0.93，对应A/H目标价36.98元/24.4港元(前值33.81元/20.65港元，基于25年3.6倍PB，2025年BPS 9.39元，A/H平均溢价率78%)，均维持增持评级。

风险提示：金价超预期下跌，公司在建项目进展不及预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	59,275	82,518	98,027	112,036	123,206
+/-%	17.83	39.21	18.79	14.29	9.97
归属母公司净利润(人民币百万)	2,328	2,952	6,508	9,092	10,484
+/-%	86.84	26.80	120.48	39.72	15.31
EPS(人民币，最新摊薄)	0.52	0.66	1.45	2.03	2.34
ROE(%)	5.43	7.58	14.82	17.43	17.06
PE(倍)	59.29	46.76	21.21	15.18	13.16
PB(倍)	4.17	3.65	3.19	2.70	2.31
EV EBITDA(倍)	20.87	16.08	10.25	7.97	7.09

资料来源：公司公告、华泰研究预测

	1787 HK	600547 CH
投资评级:	增持(维持)	增持(维持)
目标价:	港币: 24.40	人民币: 36.98

研究员 **李斌**
 SAC No. S0570517050001 libin@htsc.com
 SFC No. BPN269 +(86) 10 6321 1166

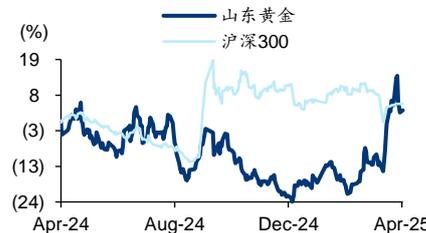
研究员 **马晓晨**
 SAC No. S0570522030001 maxiaochen@htsc.com
 +(86) 10 6321 1166

联系人 **张智杰**
 SAC No. S0570124050019 zhangzhijie@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	1787 HK	600547 CH
目标价	24.40	36.98
收盘价(截至4月28日)	22.85	30.85
市值(百万)	102,218	138,005
6个月平均日成交额(百万)	234.93	931.69
52周价格范围	12.44-27.15	22.63-33.95
BVPS	5.54	8.61

股价走势图



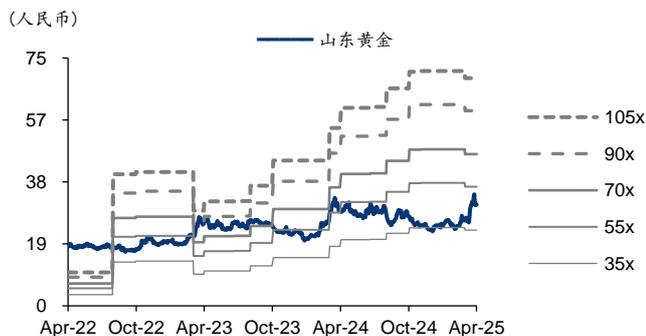
资料来源：Wind

图表1：可比公司估值表

公司代码	公司简称	PB (2025E)
600988 CH	赤峰黄金	4.63
000975 CH	山金国际	3.70
002155 CH	湖南黄金	3.13
可比公司均值		3.82

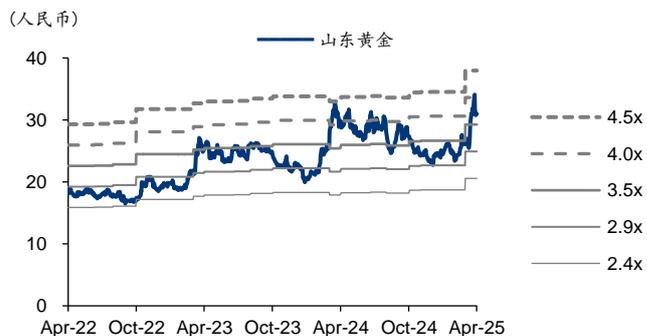
注：数据截至2025年4月28日，取自Wind一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：山东黄金 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表3：山东黄金 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,632	28,701	32,835	43,473	39,753
现金	10,224	11,077	13,175	22,470	17,094
应收账款	519.97	493.05	710.35	665.03	847.49
其他应收账款	3,158	4,941	4,862	6,342	5,979
预付账款	523.35	472.57	680.68	637.39	812.10
存货	8,848	6,820	8,380	8,407	9,951
其他流动资产	5,359	4,898	5,027	4,952	5,070
非流动资产	105,967	131,959	143,306	154,549	163,202
长期投资	2,522	2,527	2,571	2,620	2,647
固定投资	41,714	50,792	57,214	62,145	64,888
无形资产	32,522	47,348	53,087	60,164	66,936
其他非流动资产	29,210	31,292	30,433	29,619	28,731
资产总计	134,599	160,660	176,141	198,022	202,956
流动负债	49,459	62,386	64,251	71,403	72,297
短期借款	20,207	26,269	26,269	26,269	26,269
应付账款	6,635	14,100	16,300	17,275	19,442
其他流动负债	22,618	22,016	21,681	27,858	26,586
非流动负债	31,880	39,704	44,329	46,371	36,099
长期借款	23,211	26,610	31,234	33,276	23,005
其他非流动负债	8,669	13,094	13,094	13,094	13,094
负债合计	81,340	102,090	108,579	117,774	108,397
少数股东权益	20,174	20,773	24,277	29,172	34,818
股本	4,473	4,473	4,473	4,473	4,473
资本公积	3,063	3,072	3,072	3,072	3,072
留存公积	15,508	17,068	25,077	36,268	49,171
归属母公司股东权益	33,085	37,798	43,285	51,076	59,741
负债和股东权益	134,599	160,660	176,141	198,022	202,956

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	6,849	13,340	17,376	26,635	25,328
净利润	2,891	4,439	10,012	13,988	16,129
折旧摊销	4,017	4,995	5,428	6,159	6,949
财务费用	1,564	2,288	2,637	2,737	2,618
投资损失	59.76	174.99	117.38	146.18	131.78
营运资金变动	(1,859)	2,171	(1,039)	3,395	(708.27)
其他经营现金	176.92	(728.38)	221.95	209.99	208.05
投资活动现金	(20,624)	(22,801)	(17,157)	(17,806)	(15,996)
资本支出	(9,181)	(20,103)	(16,670)	(17,271)	(15,563)
长期投资	(1,089)	(409.22)	(44.36)	(48.92)	(26.64)
其他投资现金	(10,353)	(2,289)	(443.12)	(485.85)	(406.30)
筹资活动现金	14,438	11,004	1,878	466.06	(14,708)
短期借款	13,593	6,062	0.00	0.00	0.00
长期借款	9,663	3,398	4,625	2,042	(10,271)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,306)	8.99	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,512)	1,535	(2,746)	(1,576)	(4,437)
现金净增加额	599.42	1,579	2,098	9,295	(5,376)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	59,275	82,518	98,027	112,036	123,206
营业成本	49,437	68,902	76,000	83,939	91,793
营业税金及附加	1,136	1,296	1,540	1,760	1,935
营业费用	147.18	184.58	219.27	250.61	275.60
管理费用	2,506	2,855	3,392	3,876	4,263
财务费用	1,564	2,288	2,637	2,737	2,618
资产减值损失	(8.08)	(50.27)	(29.41)	(33.61)	(36.96)
公允价值变动收益	(276.35)	(252.89)	(264.62)	(258.76)	(261.69)
投资净收益	(59.76)	(174.99)	(117.38)	(146.18)	(131.78)
营业利润	3,621	5,744	12,903	17,975	20,720
营业外收入	28.62	35.95	21.01	23.84	24.09
营业外支出	86.96	98.09	108.54	93.78	98.82
利润总额	3,563	5,682	12,815	17,905	20,646
所得税	672.45	1,243	2,803	3,917	4,517
净利润	2,891	4,439	10,012	13,988	16,129
少数股东损益	562.88	1,488	3,504	4,896	5,645
归属母公司净利润	2,328	2,952	6,508	9,092	10,484
EBITDA	9,003	12,562	20,389	26,240	29,597
EPS (人民币, 基本)	0.42	0.57	1.45	2.03	2.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	17.83	39.21	18.79	14.29	9.97
营业利润	72.28	58.62	124.61	39.31	15.27
归属母公司净利润	86.84	26.80	120.48	39.72	15.31
获利能力 (%)					
毛利率	16.60	16.50	22.47	25.08	25.50
净利率	4.88	5.38	10.21	12.49	13.09
ROE	5.43	7.58	14.82	17.43	17.06
ROIC	6.09	6.98	12.50	16.26	17.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.43	63.54	61.64	59.48	53.41
净负债比率 (%)	78.62	94.30	86.84	67.14	51.80
流动比率	0.58	0.46	0.51	0.61	0.55
速动比率	0.37	0.33	0.35	0.47	0.39
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.56	0.58	0.60	0.61
应收账款周转率	179.31	162.92	162.92	162.92	162.92
应付账款周转率	9.44	6.65	5.00	5.00	5.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.66	1.45	2.03	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	2.98	3.88	5.95	5.66
每股净资产(最新摊薄)	7.40	8.45	9.68	11.42	13.35
估值比率					
PE (倍)	59.29	46.76	21.21	15.18	13.16
PB (倍)	4.17	3.65	3.19	2.70	2.31
EV EBITDA (倍)	20.87	16.08	10.25	7.97	7.09

免责声明

分析师声明

本人, 李斌、马晓晨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 山东黄金（600547 CH）、山东黄金（1787 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 山东黄金（600547 CH）、山东黄金（1787 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司