

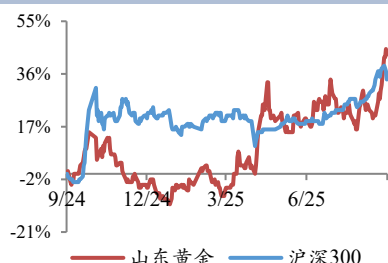
金价持续上行，上半年归母净利同增 103%

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-05

收盘价（元） 37.69
近 12 个月最高/最低（元） 38.38/22.62
总股本（百万股） 4,473
流通股本（百万股） 3,614
流通股比例（%） 80.80
总市值（亿元） 1,686
流通市值（亿元） 1,362

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyq@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

- 金价上行支撑业绩，持续推进扩产增储 2025-04-07
- 矿金产量符合预期，金价上行支撑业绩 2024-11-02

主要观点：

● 山东黄金发布 2025 年半年报

公司 2025 年上半年实现营收 567.66 亿元，同比+24.01%；实现归母净利润 28.08 亿元，同比+102.98%。单 Q2 实现营收 308.30 亿元，同比+14.97%，环比+18.87%；实现归母净利润 17.82 亿元，同比+160.68%，环比+73.64%。

● 金价上行支撑业绩，矿山产金收入同增 55%

公司 2025 上半年自产金收入 170.06 亿元，同比+55.31%；黄金产量为 24.71 吨，与 24H1 基本持平。价格方面，黄金价格持续上行，25H1 上海黄金交易所平均收盘价为 722.13 元/克，较上年同期+38.6%；分季度来看，Q2 均价 770.46 元/克，同比+39.4%，较 Q1 环比+14.8%。美联储降息预期及全球地缘政治不确定性下金价持续上行，截至 2025 年 9 月 4 日黄金收盘价已经达到 809.19 元/克。

● 半年度利润分配回馈股东

公司发布 2025 年半年度利润分配公告，预计每股派发现金红利人民币 0.18 元（含税），半年度现金分红金额占扣除永续债利息后归母净利润的 31.45%，高分红回馈股东。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 66.63/81.82/92.55 亿元（前值为 55.9/64.6/70.2 亿元，考虑金价上行上调），对应 PE 分别为 25.30/20.61/18.22 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格大幅波动；项目建设不及预期；矿山安全和环保风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	82518	117414	128423	136322
收入同比（%）	39.2%	42.3%	9.4%	6.2%
归属母公司净利润	2952	6663	8182	9255
净利润同比（%）	26.8%	125.7%	22.8%	13.1%
毛利率（%）	16.5%	18.5%	19.4%	20.1%
ROE（%）	7.8%	14.4%	15.3%	15.0%
每股收益（元）	0.57	1.49	1.83	2.07
P/E	39.70	25.30	20.61	18.22
P/B	2.68	3.65	3.16	2.74
EV/EBITDA	11.41	9.98	8.33	7.06

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28701	39734	45256	57859	营业收入	82518	117414	128423	136322
现金	11077	15184	18700	30360	营业成本	68902	95726	103455	108964
应收账款	493	749	853	878	营业税金及附加	1296	1879	2110	2204
其他应收款	4941	6650	7340	7830	销售费用	185	297	311	331
预付账款	473	970	943	990	管理费用	2855	3992	4569	4756
存货	6820	11959	12962	13161	财务费用	2288	2174	1973	1784
其他流动资产	4898	4222	4458	4640	资产减值损失	-50	-80	-68	-70
非流动资产	131959	142103	146666	147826	公允价值变动收益	-253	-93	19	16
长期投资	2527	2527	2527	2527	投资净收益	-175	-134	-185	-198
固定资产	50826	58264	61545	62528	营业利润	5744	12274	14805	17020
无形资产	47348	48285	49059	49331	营业外收入	36	35	50	40
其他非流动资产	31258	33027	33536	33440	营业外支出	98	97	94	96
资产总计	160660	181837	191922	205685	利润总额	5682	12212	14761	16964
流动负债	62386	73323	74850	76360	所得税	1243	2693	3168	3686
短期借款	26269	27098	24684	24138	净利润	4439	9519	11592	13278
应付账款	14100	15495	17744	18940	少数股东损益	1488	2856	3410	4022
其他流动负债	22016	30730	32421	33281	归属母公司净利润	2952	6663	8182	9255
非流动负债	39704	38662	36617	36711	EBITDA	13500	21845	25231	28056
长期借款	26610	25820	23774	23868	EPS (元)	0.57	1.49	1.83	2.07
其他非流动负债	13094	12842	12842	12842					
负债合计	102090	111985	111466	113070					
少数股东权益	20773	23628	27038	31060					
股本	4473	4473	4473	4473					
资本公积	3072	3072	3072	3072					
留存收益	30252	38679	45872	54009					
归属母公司股东权益	37798	46224	53418	61555					
负债和股东权益	160660	181837	191922	205685					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	13340	21310	24866	26439	成长能力				
净利润	4439	9519	11592	13278	营业收入	39.2%	42.3%	9.4%	6.2%
折旧摊销	4995	7460	8498	9308	营业利润	58.6%	113.7%	20.6%	15.0%
财务费用	2039	2451	2352	2252	归属于母公司净利	26.8%	125.7%	22.8%	13.1%
投资损失	-35	134	185	198	获利能力				
营运资金变动	2171	1649	2145	1293	毛利率 (%)	16.5%	18.5%	19.4%	20.1%
其他经营现金流	2000	7967	9540	12094	净利率 (%)	3.6%	5.7%	6.4%	6.8%
投资活动现金流	-22801	-17078	-13550	-10956	ROE (%)	7.8%	14.4%	15.3%	15.0%
资本支出	-20099	-17260	-13025	-10911	ROIC (%)	5.4%	8.3%	9.3%	9.6%
长期投资	-2679	416	-339	153	偿债能力				
其他投资现金流	-22	-234	-185	-198	资产负债率 (%)	63.5%	61.6%	58.1%	55.0%
筹资活动现金流	11004	-117	-7800	-3822	净负债比率 (%)	174.3%	160.3%	138.5%	122.1%
短期借款	6062	829	-2414	-546	流动比率	0.46	0.54	0.60	0.76
长期借款	3398	-790	-2045	94	速动比率	0.33	0.35	0.40	0.56
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	9	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.69	0.69	0.69
其他筹资现金流	1535	-156	-3341	-3370	应收账款周转率	162.92	189.06	160.31	157.45
现金净增加额	1579	4107	3516	11660	应付账款周转率	6.65	6.47	6.22	5.94

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
每股收益	0.57	1.49	1.83	2.07	P/E	39.70	25.30	20.61	18.22
每股经营现金流	2.98	4.76	5.56	5.91	P/B	2.68	3.65	3.16	2.74
每股净资产	8.45	10.33	11.94	13.76	EV/EBITDA	11.41	9.98	8.33	7.06

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。