

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	39.55
总股本/流通股本(亿股)	44.73 / 36.14
总市值/流通市值(亿元)	1,769 / 1,430
52周内最高/最低价	39.55 / 22.63
资产负债率(%)	63.5%
市盈率	69.39
第一大股东	山东黄金集团有限公司

研究所

分析师: 杨丰源  
SAC 登记编号: S1340525070002  
Email: yangfengyuan@cnpsec.com  
分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com

山东黄金(600547)

金价上行带动公司业绩充分释放

● 25H1 实现归母净利润 28.08 亿元，Q2 业绩表现亮眼

2025H1，公司实现营业收入 567.66 亿元，同比增加 109.92 亿元，YOY 24.01%；实现利润总额 54.83 亿元，同比增加 26.75 亿元，YOY 95.23%；归属于上市公司股东的净利润 28.08 亿元，同比增加 14.25 亿元，YOY 102.98%；加权平均净资产收益率 9.81%，同比增加 4.80 个百分点。

单季度看，25Q2 公司实现营收 308.3 亿元，同比增长 14.97%，环比增长 18.87%，归母净利润 17.82 亿元，同比增长 160.53%，环比增长 73.68，业绩同环比均实现大幅增长。

● 产销基本平衡，助力业绩顺利释放

2025H1，公司矿产金产量 24.71 吨，相当于国内矿山企业矿产金产量的 17.72%，其中公司海外矿山产金 5.67 吨。根据中国黄金协会数据显示，公司焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿连续多年入选“中国黄金生产十大矿山”和“中国黄金经济效益十佳矿山”。2024 年，公司年产黄金 1 吨以上的矿山达到 12 座，2025 年预计达到 13 座，持续巩固公司在黄金行业的优势地位。

2025H1 销量为 23.60 吨，产销量基本维持平衡，叠加金价提升，助力公司业绩顺利释放。

● 增量项目持续推进，助力公司远期产量目标实现

2025H1 公司完成工程量 37.48 万立方米，各增量项目持续推进。

三山岛金矿副井工程施工至-1900 米标高、刷新国内深井纪录，同时，平行推进采选 15000 吨/日扩建工程建设项目核准、安设审查等手续办理，争取项目尽早具备全面建设条件。

焦家金矿资源整合项目、新城金矿资源整合项目均按施工进度计划有序推进。焦家金矿资源整合项目设计的 5 条主控性竖井工程中，已有 4 条顺利掘砌到底，正在有序推进配套装卸载、排水配电、运输平巷等工程的施工，全力保障施工进度。

新城金矿资源整合项目 4 条主要竖井工程均已掘砌到底，正在进行井下排水配电系统、粉矿回收系统建设，同步推进回风石门巷道、主要运输巷道掘砌施工。

持续推进卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿项目生产系统联调联试试生产和生产能力爬坡，整体生产情况稳中向好。

山金国际 2024 年完成收购的纳米比亚 Osino 公司项目高效推进，选厂建设计划今年第四季度全面开始，预计 2027 年上半年投产。

### ● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，随着金价中枢稳健上移，公司黄金产销量稳中有升，预计归母净利润为 69.35/88.75/103.13 亿元，YOY 为 135%/28%/16%，对应 PE 为 25.51/19.93/17.16。综上，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

金价格超预期下跌，成本超预期上行等。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	82518	105729	112360	116280
增长率(%)	39.21	28.13	6.27	3.49
EBITDA(百万元)	13500.25	22658.45	26739.74	30121.85
归属母公司净利润(百万元)	2951.55	6934.52	8875.14	10312.59
增长率(%)	26.80	134.95	27.98	16.20
EPS(元/股)	0.66	1.55	1.98	2.31
市盈率(P/E)	59.94	25.51	19.93	17.16
市净率(P/B)	4.68	3.81	3.26	2.79
EV/EBITDA	11.41	9.75	8.08	6.93

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	82518	105729	112360	116280	营业收入	39.2%	28.1%	6.3%	3.5%
营业成本	68902	83835	87216	88779	营业利润	58.6%	112.8%	21.6%	12.8%
税金及附加	1296	2009	2135	2209	归属于母公司净利润	26.8%	134.9%	28.0%	16.2%
销售费用	185	264	281	291	<b>获利能力</b>				
管理费用	2855	4229	4494	4651	毛利率	16.5%	20.7%	22.4%	23.7%
研发费用	770	1057	1124	1163	净利率	3.6%	6.6%	7.9%	8.9%
财务费用	2288	2044	2175	2350	ROE	7.8%	14.9%	16.3%	16.3%
资产减值损失	-50	5	5	5	ROIC	5.4%	7.6%	7.9%	7.8%
<b>营业利润</b>	<b>5744</b>	<b>12224</b>	<b>14866</b>	<b>16766</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	36	20	20	20	资产负债率	63.5%	63.6%	62.8%	61.6%
营业外支出	98	80	80	80	流动比率	0.46	0.66	0.79	0.92
<b>利润总额</b>	<b>5682</b>	<b>12164</b>	<b>14806</b>	<b>16706</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1243	2676	3257	3675	应收账款周转率	162.92	196.63	187.80	186.76
<b>净利润</b>	<b>4439</b>	<b>9488</b>	<b>11549</b>	<b>13030</b>	存货周转率	8.80	11.20	10.50	10.39
归母净利润	2952	6935	8875	10313	总资产周转率	0.56	0.60	0.55	0.51
每股收益(元)	0.66	1.55	1.98	2.31	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.66	1.55	1.98	2.31
货币资金	11077	32063	48611	67352	每股净资产	8.45	10.39	12.15	14.18
交易性金融资产	3749	3849	3949	4049	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	617	868	910	930	PE	59.94	25.51	19.93	17.16
预付款项	473	587	611	621	PB	4.68	3.81	3.26	2.79
存货	6820	8146	8469	8616	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>28701</b>	<b>52563</b>	<b>70119</b>	<b>89505</b>	净利润	4439	9488	11549	13030
固定资产	50826	56754	61606	65387	折旧和摊销	4995	8450	9759	11066
在建工程	10604	10444	10300	10170	营运资本变动	2171	5448	773	344
无形资产	47348	49171	50744	52067	其他	1735	2197	2681	3026
<b>非流动资产合计</b>	<b>131959</b>	<b>139508</b>	<b>145649</b>	<b>150483</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>13340</b>	<b>25584</b>	<b>24761</b>	<b>27466</b>
<b>资产总计</b>	<b>160660</b>	<b>192070</b>	<b>215767</b>	<b>239988</b>	资本开支	-20099	-16114	-16110	-16110
短期借款	26269	34269	42269	50269	其他	-2701	-251	-157	-161
应付票据及应付账款	16968	20959	21804	22195	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-22801</b>	<b>-16366</b>	<b>-16267</b>	<b>-16271</b>
其他流动负债	19149	24048	24862	25339	股权融资	3000	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>62386</b>	<b>79277</b>	<b>88935</b>	<b>97803</b>	债务融资	9412	12178	11580	11580
其他	39704	42972	46492	50012	其他	-1408	-402	-3526	-4034
<b>非流动负债合计</b>	<b>39704</b>	<b>42972</b>	<b>46492</b>	<b>50012</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>11004</b>	<b>11776</b>	<b>8054</b>	<b>7546</b>
<b>负债合计</b>	<b>102090</b>	<b>122249</b>	<b>135427</b>	<b>147815</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1579</b>	<b>20986</b>	<b>16548</b>	<b>18741</b>
股本	4473	4473	4473	4473					
资本公积金	3072	3072	3072	3072					
未分配利润	15598	20680	27193	34761					
少数股东权益	20773	23326	26000	28717					
其他	14654	18271	19602	21149					
<b>所有者权益合计</b>	<b>58570</b>	<b>69822</b>	<b>80340</b>	<b>92173</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>160660</b>	<b>192070</b>	<b>215767</b>	<b>239988</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048