

有色金属

报告日期：2026年03月31日

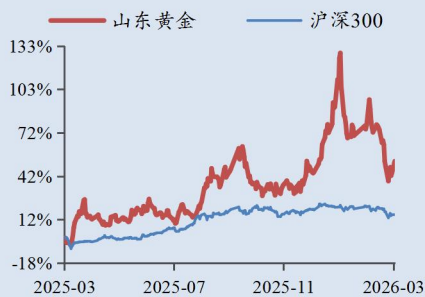
## 业绩稳增，重点项目推进保障增长前景

### ——山东黄金（600547.SH）2025 年报点评报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：买入（首次覆盖）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2026年03月30日

当前价格（元）	40.69
52周价格区间（元）	24.00-65.55
总市值（百万元）	187,578.03
流通市值（百万元）	147,071.70
总股本（万股）	460,992.95
流通股（万股）	361,444.33
近一月换手（%）	38.09

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

#### 相关阅读

#### 事件：

3月27日，公司发布2025年报：2025年，公司实现营业收入1042.87亿元，同比增长26.38%，实现归母净利润47.39亿元，同比增长60.57%。

#### 观点：

- **黄金价格新高叠加自产金稳健增长，量价双升推动业绩高增。**报告期内，受全球局势变动等多重因素推动，黄金价格大幅上涨，国际现货金价与上海黄金交易所年末价较2024年分别上涨65%、58%。公司矿产金48.89吨，同比增加2.72吨，增速5.89%。其中境内矿山合计产金36.31吨，同比持平，境外矿山合计产金12.58吨，同比增长60.2%。自产金价格与销量双向大幅增长，叠加外购金业务规模的稳健扩张，量价齐升下，公司业绩显著增长，实现营业收入1042.87亿元，同比增长26.38%。利润方面，黄金行业整体毛利率提升至22.48%（同比增加4.43个百分点），自产金毛利率高达50.57%，充分消化矿井开采深度增加带来的克金成本压力，归母净利润录得47.39亿元，同比增长长达60.57%。
- **境外矿山产金高增，重点项目持续推进。**境外矿山矿产金产量达12.58吨，同比增长60.2%，占比持续提升，有效对冲国内部分老旧矿山品位衰减风险；同时，三山岛金矿2000米级深副井工程的顺利贯通，标志着公司在深地采选技术领域已具备全球顶尖竞争力。在特朗普政府冲击传统国际秩序、美元资产信用边际削弱及全球“去美元化”交易升温的共振下，黄金的战略价值与超主权属性正被重新定义，长期走势有望持续向上。受益于金价上行，公司现金流质量显著改善，2025年期末经营活动现金流净额214.93亿元，同比增长61.12%，为后续资本开支提供有力支撑。公司已启动“十五五”规划编制，确立2026年产量不低于49吨的目标，并计划通过并购全球高品位金矿项目及深部探矿（如纳穆蒂尼金矿产能爬坡、纳米比亚双子山项目建设）来巩固资源储备池，为公司长期稳健增长提供支撑。
- **盈利预测及投资评级：**公司自产金产销稳步增长，其中境外矿山产量高增。展望2026年，公司计划产金不少于49吨，较2025年小幅增长，关注到公司库存金量仍较大，且2025年由于金价高位、公司资产金销售量高于生产量，因此2026年公司自产金销售量依然有望高于生产量，我们预计维持在5%增速；此外，公司

积极推进在建项目进程，并通过机械化、规模化方式提升销量。金价方面，公司判断黄金实物需求依然旺盛，黄金价格依然中枢向上，相较于 2025 年黄金价格大幅上涨，2026 年增速将放缓，但由于金价中枢较 2025 年仍有明显上抬，我们预计仍有望实现 10% 价格增幅。整体来看，自产金量价齐升逻辑仍在，我们预计收入增速达 50%，毛利率维持高位，带动整体业绩实现高增。我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 89.19/119.01/133.09 亿元，对应 PE 分别为 21.0/15.8/14.1 倍。考虑到量价齐升逻辑下公司成长性及龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**地缘冲突升级；在建项目进度存在不确定性；矿产金增长不及预期；海外矿产所在国政治、经济局势不稳定；数据引用风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	82,518	104,287	128,898	144,594	154,809
增长率（%）	39.21	26.38	23.60	12.18	7.06
归母净利润（百万元）	2,952	4,739	8,919	11,901	13,309
增长率（%）	26.80	60.57	88.20	33.43	11.83
ROE（%）	7.58	10.29	13.07	15.41	15.08
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.66	1.03	1.93	2.58	2.89
市盈率（P/E）	43.5	60.5	21.0	15.8	14.1
市净率（P/B）	4.2	6.0	4.8	3.7	3.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	28,701	33,868	44,825	41,837	51,631
现金	11,077	17,491	20,283	22,695	24,597
应收票据及应收账款	617	509	1,146	658	1,243
其他应收款	4,941	5,073	7,453	6,565	8,431
预付账款	473	412	961	485	1,049
存货	6,820	6,904	11,436	7,898	12,782
其他流动资产	4,774	3,478	3,546	3,536	3,530
<b>非流动资产</b>	131,959	136,507	156,920	168,746	176,820
长期股权投资	2,527	2,604	2,633	2,660	2,690
固定资产	50,826	59,245	72,943	79,435	81,734
无形资产	47,366	47,277	52,332	57,304	63,392
其他非流动资产	31,240	27,380	29,013	29,347	29,004
<b>资产总计</b>	160,660	170,374	201,745	210,583	228,451
<b>流动负债</b>	62,386	72,079	80,467	77,630	82,752
短期借款	26,269	28,855	33,532	32,912	30,822
应付票据及应付账款	16,968	18,018	22,550	22,263	25,187
其他流动负债	19,149	25,206	24,385	22,456	26,742
<b>非流动负债</b>	39,704	33,916	32,071	28,231	23,205
长期借款	30,610	25,556	23,711	19,871	14,845
其他非流动负债	9,094	8,360	8,360	8,360	8,360
<b>负债合计</b>	102,090	105,995	112,538	105,861	105,957
少数股东权益	20,773	19,480	22,219	26,452	31,610
股本	4,473	4,610	4,610	4,610	4,610
资本公积	3,072	6,474	6,474	6,474	6,474
留存收益	17,068	19,832	28,810	41,321	55,846
归属母公司股东权益	37,798	44,899	52,989	64,270	76,884
<b>负债和股东权益</b>	160,660	170,374	201,745	210,583	228,451

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	13,340	21,493	21,735	29,535	28,906
净利润	4,439	6,627	11,658	16,134	18,467
折旧摊销	4,888	7,168	6,346	7,588	8,523
财务费用	2,288	1,910	2,019	1,923	1,629
投资损失	175	570	182	247	293
营运资金变动	2,171	4,644	74	1,910	-1,863
其他经营现金流	-622	574	1,456	1,734	1,858
<b>投资活动现金流</b>	-22,801	-13,609	-27,820	-20,641	-17,922
资本支出	20,103	12,929	26,731	19,386	16,566
长期投资	-409	501	-29	-27	-30
其他投资现金流	-2,289	-1,182	-1,060	-1,227	-1,326
<b>筹资活动现金流</b>	11,004	-1,875	3,338	-5,574	-7,088
短期借款	6,062	2,586	4,677	-621	-2,089
长期借款	7,398	-5,054	-1,845	-3,840	-5,026
普通股增加	0	137	0	0	0
资本公积增加	9	3,401	0	0	0
其他筹资现金流	-2,465	-2,944	505	-1,113	27
<b>现金净增加额</b>	1,579	6,062	-2,747	3,320	3,895

利润表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	82,518	104,287	128,898	144,594	154,809
营业成本	68,902	82,950	100,786	109,781	116,166
税金及附加	1,296	2,220	2,459	2,783	3,024
销售费用	185	167	317	317	329
管理费用	2,855	3,614	5,078	5,456	5,665
研发费用	770	993	1,128	1,295	1,415
财务费用	2,288	1,910	2,019	1,923	1,629
资产和信用减值损失	-86	-1,021	-578	-753	-825
其他收益	37	44	34	36	37
公允价值变动收益	-253	-1,496	-878	-980	-1,032
投资净收益	-175	-570	-182	-247	-293
资产处置收益	0	-2	-0	-1	-1
<b>营业利润</b>	5,744	9,389	15,507	21,093	24,469
营业外收入	36	74	37	44	48
营业外支出	98	374	167	181	205
<b>利润总额</b>	5,682	9,089	15,378	20,956	24,312
所得税	1,243	2,462	3,721	4,821	5,845
<b>净利润</b>	4,439	6,627	11,658	16,134	18,467
少数股东损益	1,488	1,888	2,738	4,233	5,158
<b>归属母公司净利润</b>	2,952	4,739	8,919	11,901	13,309
EBITDA	12,835	18,341	23,875	30,645	34,643
EPS (元)	0.66	1.03	1.93	2.58	2.89

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入同比增速(%)	39.21	26.38	23.60	12.18	7.06
营业利润同比增速(%)	58.62	63.44	65.17	36.02	16.00
归属于母公司净利润同比增速(%)	26.80	60.57	88.20	33.43	11.83
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.50	20.46	21.81	24.08	24.96
净利率(%)	5.38	6.35	9.04	11.16	11.93
ROE(%)	7.58	10.29	13.07	15.41	15.08
ROIC(%)	6.01	7.29	11.30	14.21	15.17
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.54	62.21	55.78	50.27	46.38
净负债比率(%)	92.82	76.74	49.70	36.27	23.94
流动比率	0.46	0.47	0.56	0.54	0.62
速动比率	0.33	0.36	0.39	0.42	0.45
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.56	0.63	0.69	0.70	0.71
应收账款周转率	162.92	239.79	241.00	245.00	244.00
应付账款周转率	6.65	6.38	6.76	6.84	6.90
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.03	1.93	2.58	2.89
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	4.66	4.71	6.41	6.27
每股净资产(最新摊薄)	5.56	6.72	8.47	10.92	13.65
<b>估值比率</b>					
P/E	43.5	60.5	21.0	15.8	14.1
P/B	4.2	6.0	4.8	3.7	3.0
EV/EBITDA	20.18	13.84	10.54	8.14	7.10

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

华龙证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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，本公司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，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。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。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。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。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046