

# 山东黄金（600547.SH）——年报点评

## 矿产金产量稳中有升，重点项目建设提速增效

优于大市

### 核心观点

**公司发布 2025 年年报：**全年实现营收 1042.87 亿元，同比+26.38%；实现归母净利润 47.39 亿元，同比+60.57%；实现扣非净利润 49.93 亿元，同比+66.91%。25Q4 实现营收 205.04 亿元，同比+32.18%；实现归母净利润 7.83 亿元，同比-11.57%；实现扣非净利润 10.48 亿元，同比+16.73%。

**矿产金产量稳中有升：**2025 年，公司矿产金产量为 48.89 吨，同比+5.89%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 11.87/12.84/13.08/11.10 吨；矿产金销量为 48.39 吨，同比+6.95%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 10.99/12.61/13.22/11.57 吨；矿产金库存为 4.89 吨，同比+11.53%。公司 2026 年的生产经营计划是：黄金产量不低于 49 吨。

**黄金产量远期有望持续提升：**2025 年，公司重点项目建设提速增效。三山岛副井工程顺利掘砌到底。焦家矿区（整合）金矿资源开发利用工程设计的 5 条主控性竖井工程中，已有 4 条顺利掘砌到底，正在有序推进配套工程的施工。新城金矿资源整合开发工程主控性竖井工程已经完成，正在进行配套工程施工。高效推进卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿项目试生产和生产能力爬坡，整体生产情况稳中向好。纳米比亚 Osino 公司双子山金矿项目建设于 2025 年度启动，预计 2027 年上半年投产。

**利润分配方面：**公司拟每 10 股派发现金红利 1.80 元（含税），再加上半年度已派发现金红利每 10 股 1.7467 元（含税），2025 年累计每 10 股派发现金红利 3.5467 元（含税），总计约 16.35 亿元，约占公司 2025 年扣除永续债利息后归属于上市公司普通股股东净利润的 38.63%。

**风险提示：**项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

预计公司 2026-2028 年营收分别为 1245/1324/1402（原预测 1158/1219/-）亿元，同比增速 19.4%/6.3%/5.9%；归母净利润分别为 98.17/114.30/129.70（原预测 82.08/92.85/-）亿元，同比增速 107.1%/16.4%/13.5%；摊薄 EPS 分别为 2.13/2.48/2.81 元，当前股价对应 PE 分别为 19/16/14X。公司是行业龙头企业，聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	82,518	104,287	124,495	132,370	140,245
(+/-%)	39.2%	26.4%	19.4%	6.3%	5.9%
净利润(百万元)	2,952	4,739	9,817	11,430	12,970
(+/-%)	26.8%	60.6%	107.1%	16.4%	13.5%
每股收益(元)	0.66	1.03	2.13	2.48	2.81
EBIT Margin	10.3%	13.8%	19.7%	21.1%	22.2%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	10.6%	19.0%	19.1%	18.8%
市盈率 (PE)	60.7	38.9	18.8	16.1	14.2
EV/EBITDA	21.0	13.5	9.3	8.1	7.3
市净率 (PB)	4.74	4.11	3.56	3.09	2.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

#### 基础数据

投资评级	优于大市（维持）
合理估值	
收盘价	40.03 元
总市值/流通市值	184535/184535 百万元
52 周最高价/最低价	65.55/24.00 元
近 3 个月日均成交额	3172.49 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《山东黄金（600547.SH）半年报点评：二季度黄金量价齐增提升业绩，增产扩能稳步推进》——2025-08-29

《山东黄金（600547.SH）年报点评：量价齐增业绩实现高增长，黄金产量有望持续提升》——2025-03-28

《山东黄金（600547.SH）三季报点评：三季度业绩保持平稳，未来矿产金产量有望持续提升》——2024-10-31

《山东黄金（600547.SH）半年报点评：矿产金产量大幅增长，多项扩能改造工程有序推进》——2024-08-29

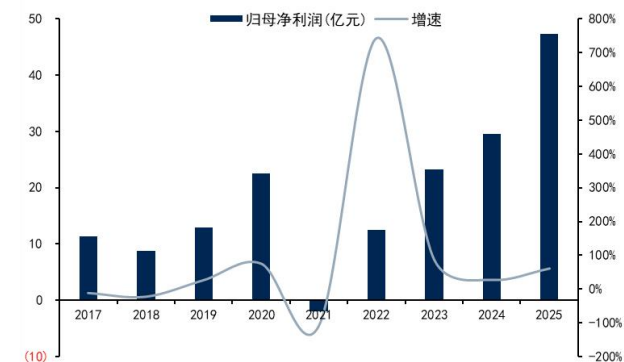
**公司发布 2025 年年报：**全年实现营收 1042.87 亿元，同比+26.38%；实现归母净利润 47.39 亿元，同比+60.57%；实现扣非净利润 49.93 亿元，同比+66.91%；实现经营活动净现金流 214.93 亿元，同比+61.12%。公司于 25Q4 实现营收 205.04 亿元，同比+32.18%；实现归母净利润 7.83 亿元，同比-11.57%；实现扣非净利润 10.48 亿元，同比+16.73%。

图1：公司营业收入及增速



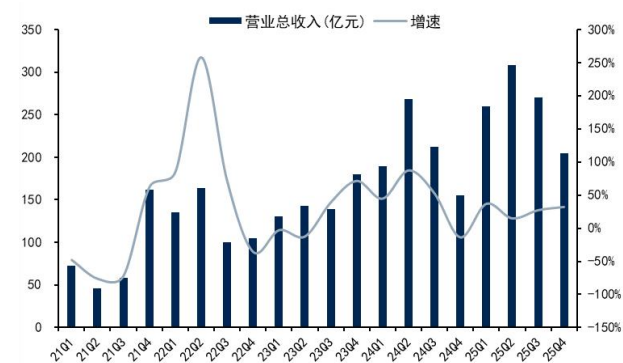
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速

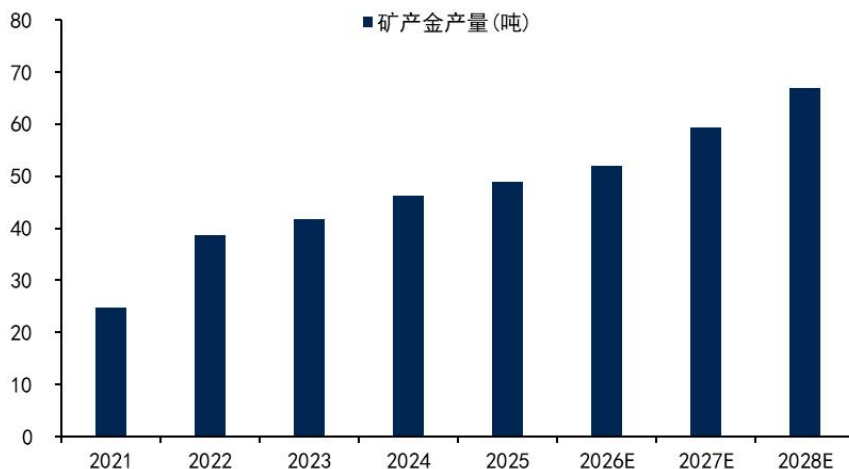


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**矿产金产量稳中有升：**2025 年，公司矿产金产量为 48.89 吨，同比+5.89%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 11.87/12.84/13.08/11.10 吨；矿产金销量为 48.39 吨，同比+6.95%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 10.99/12.61/13.22/11.57 吨；矿产金库存为 4.89 吨，同比+11.53%。2025 年，公司选矿（入堆）处理量增加 42.74%，综合选冶回收率提升 0.32 个百分点，运营效率与盈利能力同步提升。公司 2026 年的生产经营计划是：黄金产量不低于 49 吨。

**黄金产量远期有望持续提升：**2025 年，公司重点项目建设提速增效，全年取得各类权证及相关批复 76 项，累计完成基建项目形象投资约 30 亿元。三山岛副井工程顺利掘砌到底，引领我国矿业迈入 2000 米级“深地时代”。焦家矿区（整合）金矿资源开发利用工程设计的 5 条主控性竖井工程中，已有 4 条顺利掘砌到底，正在有序推进配套工程的施工。新城金矿资源整合开发工程主控性竖井工程已经完成，正在进行配套工程施工。高效推进卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿项目试生产和生产能力爬坡，整体生产情况稳中向好。纳米比亚 Osino 公司双子山金矿项目建设于 2025 年度启动，预计 2027 年上半年投产。

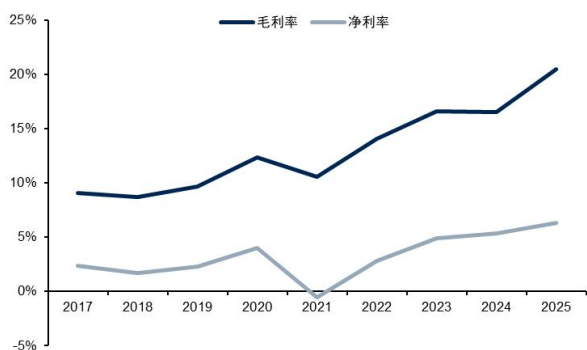
图5: 公司矿产金产量变化预测



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

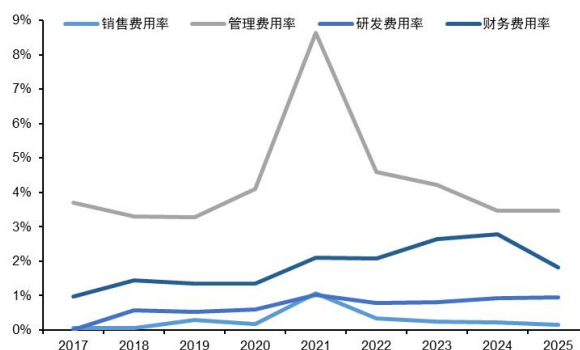
**财务数据方面:** ①截止至 2025 年年末, 公司资产负债率为 62.21%; 在手货币资金 174.91 亿元, 同比+57.90%; 在手存货 69.04 亿元, 同比+1.24%。②在期间费用方面, 公司 2025 年销售费用约 1.67 亿元, 同比-9.42%; 管理费用约 36.14 亿元, 同比+26.59%; 研发费用约 9.93 亿元, 同比+28.88%; 财务费用约 19.10 亿元, 同比-16.54%。③在利润分配方面, 公司拟每 10 股派发现金红利 1.80 元(含税), 再加上上半年度已派发现金红利每 10 股 1.7467 元(含税), 2025 年累计每 10 股派发现金红利 3.5467 元(含税), 总计约 16.35 亿元, 约占公司 2025 年扣除永续债务利息后归属于上市公司普通股股东净利润的 38.63%。

图6: 公司毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司期间费用率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 维持“优于大市”评级。** 预计公司 2026-2028 年营收分别为 1245/1324/1402(原预测 1158/1219/-) 亿元, 同比增速 19.4%/6.3%/5.9%; 归母净利润分别为 98.17/114.30/129.70(原预测 82.08/92.85/-) 亿元, 同比增速 107.1%/16.4%/13.5%; 摊薄 EPS 分别为 2.13/2.48/2.81 元, 当前股价对应 PE 分别为 19/16/14X。公司是行业龙头企业, 聚焦黄金主业, 多项扩能改造工程有序推进, 未来几年黄金产量有望大幅提升, 维持“优于大市”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11077	17491	10000	10000	16939	<b>营业收入</b>	<b>82518</b>	<b>104287</b>	<b>124495</b>	<b>132370</b>	<b>140245</b>
应收款项	5558	5583	6664	7086	7507	营业成本	68902	82950	92055	96024	100143
存货净额	6820	6904	7805	8120	8446	营业税金及附加	1296	2220	2490	2647	2805
其他流动资产	1497	1296	1547	1645	1743	销售费用	185	167	187	199	210
<b>流动资产合计</b>	<b>28701</b>	<b>33868</b>	<b>28610</b>	<b>29444</b>	<b>37230</b>	管理费用	2855	3614	5683	5943	6203
固定资产	61431	65888	74830	83297	91268	研发费用	770	993	1183	1258	1332
无形资产及其他	47348	47239	45665	44090	42515	财务费用	2288	1910	2241	2383	2524
投资性房地产	20653	20775	20775	20775	20775	投资收益	(175)	(570)	(500)	(500)	(500)
长期股权投资	2527	2604	2604	2604	2604	资产减值及公允价值变动	203	697	1700	1700	1700
<b>资产总计</b>	<b>160660</b>	<b>170374</b>	<b>172484</b>	<b>180211</b>	<b>194392</b>	其他收入	(100)	(1778)	(1825)	(1825)	(1825)
短期借款及交易性金融负债	33168	39889	27023	21127	20000	营业利润	5744	9389	20031	23292	26402
应付款项	16968	18018	20368	21190	22042	营业外净收支	(62)	(300)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	12251	14172	16385	17063	17765	<b>利润总额</b>	<b>5682</b>	<b>9089</b>	<b>19831</b>	<b>23092</b>	<b>26202</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>62386</b>	<b>72079</b>	<b>63777</b>	<b>59381</b>	<b>59807</b>	所得税费用	1243	2462	4958	5773	6550
长期借款及应付债券	30610	25556	25556	25556	25556	少数股东损益	1488	1888	5057	5888	6681
其他长期负债	9094	8360	8360	8360	8360	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2952</b>	<b>4739</b>	<b>9817</b>	<b>11430</b>	<b>12970</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>39704</b>	<b>33916</b>	<b>33916</b>	<b>33916</b>	<b>33916</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>102090</b>	<b>105995</b>	<b>97693</b>	<b>93296</b>	<b>93722</b>	净利润	2952	4739	9817	11430	12970
少数股东权益	20773	19480	23020	27142	31819	资产减值准备	50	799	110	112	109
股东权益	37798	44899	51771	59772	68851	折旧摊销	4871	7129	5812	6295	6794
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>160660</b>	<b>170374</b>	<b>172484</b>	<b>180211</b>	<b>194392</b>	公允价值变动损失	253	1496	1700	1700	1700
						财务费用	2039	1923	2241	2383	2524
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	7822	2954	2452	777	816
每股收益	0.66	1.03	2.13	2.48	2.81	其它	(2608)	4375	3430	4010	4568
每股红利	0.94	1.06	0.64	0.74	0.84	<b>经营活动现金流</b>	<b>13340</b>	<b>21493</b>	<b>23320</b>	<b>24325</b>	<b>26958</b>
每股净资产	8.45	9.74	11.23	12.97	14.94	资本开支	(20103)	(12929)	(15000)	(15000)	(15000)
ROIC	5%	9%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(2698)	(680)	0	0	0
ROE	8%	11%	19%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(22801)</b>	<b>(13609)</b>	<b>(15000)</b>	<b>(15000)</b>	<b>(15000)</b>
毛利率	17%	20%	26%	27%	29%	权益性融资	36	7548	0	0	0
EBIT Margin	10%	14%	20%	21%	22%	负债净变化	3398	(5054)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	21%	24%	26%	27%	支付股利、利息	(4191)	(4885)	(2945)	(3429)	(3891)
收入增长	39%	26%	19%	6%	6%	其它融资现金流	11761	517	(12866)	(5896)	(1127)
净利润增长率	27%	61%	107%	16%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>11004</b>	<b>(1875)</b>	<b>(15811)</b>	<b>(9325)</b>	<b>(5018)</b>
资产负债率	76%	74%	70%	67%	65%	<b>现金净变动</b>	<b>1579</b>	<b>6062</b>	<b>(7491)</b>	<b>0</b>	<b>6939</b>
股息率	2.3%	2.6%	1.6%	1.9%	2.1%	货币资金的期初余额	8353	9932	17491	10000	10000
P/E	60.7	38.9	18.8	16.1	14.2	货币资金的期末余额	9932	15994	10000	10000	16939
P/B	4.7	4.1	3.6	3.1	2.7	企业自由现金流	3933	8583	11618	12979	15956
EV/EBITDA	21.0	13.5	9.3	8.1	7.3	权益自由现金流	13345	8364	(2840)	5710	13591

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032