

低品位矿利用大幅提升，Q3 利润不及预期

2025 年 10 月 31 日

► **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025 年前三季度公司实现营收 837.83 亿元，同比增长 25.04%，归母净利润 39.56 亿元，同比增长 91.51%，扣非归母净利润 39.45 亿元，同比增长 88.43%；单季度看，25Q3 公司实现营收 270.17 亿元，同比增长 27.25%，环比下滑 12.37%，归母净利润 11.48 亿元，同比增长 68.24%，环比下降 35.58%，扣非归母净利润 11.35 亿元，同比增长 66.98%，环比下降 36.19%，业绩不及预期。

► **点评：金融类费用大幅增加，业绩承压。**量：2025 前三季度公司实现矿产金产量 37.8 吨，同比增长 6.64%，销量 36.8 吨，维持产大于销；Q3 单季度矿产金产量 13.1 吨，同比增长 19.81%，环比增长 1.89%。结合 2024 年年报，公司自产金库存已达 5.4 吨。**生产目标：**根据 2024 年年报规划，公司 2025 年生产目标为黄金产量不低于 50 吨。**价：**2025 年前三季度黄金均价 3203 美元/盎司，同比增长 39.6%；Q3 单季度金均价为 3459 美元/盎司，同比增长 39.9%、环比增长 5.4%；**利：**2025 年前三季度公司毛利率/净利率 18.01%/6.47%，同比增长 3.13/1.53pct，Q3 单季度毛利率/净利率 19.18%/5.71%，同比增长 2.75/0.31pct，环比变动+0.13/-2.12pct，毛利率低于预期主要是随着价格上行，公司加大了低品位矿的开发利用，生产成本上升导致毛利率上行不及预期。**其他：**公司前三季度投资收益/公允价值变动损益科目 -4.67/-8.62 亿元，同比-3.1/-4.65 亿元，Q3 单季度投资收益/公允价值变动损益 -1.04/-6.25 亿元，同比-1.37/-3.37 亿元，环比+1.04/-5.47 亿元。

► **行业龙头，规模优势显著：**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。

► **勘探工程及远期项目持续推进。**公司上半年累计完成探矿工程量 29.3 万米，探矿新增金金属量 18.8 吨。三山岛副井施工至-1900 米标高、同时平行推进扩建工程建设项目核准、安设审查等手续办理；焦家金矿资源整合项目、新城金矿资源整合项目有序推进；卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿生产能力爬坡，整体生产情况稳中向好；山金国际纳米比亚 Osino 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。我们预计公司 2030 年产量有望达到 80 吨。

► **投资建议：**考虑 2025 年贵金属价格同比增幅明显，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 65.46/83.29/93.77 亿元，按照 10 月 31 日收盘价，对应 PE 为 25/20/18 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格波动风险，安全环保管理风险，项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	82,518	103,012	117,973	131,667
增长率 (%)	39.2	24.8	14.5	11.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,952	6,546	8,329	9,377
增长率 (%)	26.8	121.8	27.2	12.6
每股收益 (元)	0.64	1.42	1.81	2.03
PE	56	25	20	18
PB	4.4	3.5	3.0	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

36.04 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

研究助理 王作桢

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@glms.com.cn

相关研究

1. 山东黄金 (600547.SH) 2025 年半年报点评：金价上行助推利润大幅增长，期待远期项目投产-2025/08/28
2. 山东黄金 (600547.SH) 2025 年一季报点评：金价上行，利润稳健增长-2025/04/29
3. 山东黄金 (600547.SH) 2024 年年报点评：产量符合预期，期待业绩释放-2025/03/30
4. 山东黄金 (600547.SH) 2024 年三季报点评：产量环比下滑，业绩低于预期-2024/10/30
5. 山东黄金 (600547.SH) 2024 年半年报点评：业绩低于预期，资源持续扩张-2024/08/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,518	103,012	117,973	131,667
营业成本	68,902	80,032	90,319	100,961
营业税金及附加	1,296	1,648	1,888	2,107
销售费用	185	206	248	290
管理费用	2,855	3,605	4,129	4,608
研发费用	770	824	885	988
EBIT	8,505	16,697	20,505	22,713
财务费用	2,288	2,924	3,029	3,048
资产减值损失	-50	0	0	0
投资收益	-175	-412	-472	-527
营业利润	5,744	13,400	17,038	19,176
营业外收支	-62	-40	-40	-40
利润总额	5,682	13,360	16,998	19,136
所得税	1,243	4,008	5,100	5,741
净利润	4,439	9,352	11,899	13,395
归属于母公司净利润	2,952	6,546	8,329	9,377
EBITDA	13,500	22,859	26,806	29,411

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,077	12,136	15,628	26,463
应收账款及票据	617	786	889	992
预付款项	473	800	903	1,010
存货	6,820	8,771	9,898	11,064
其他流动资产	9,715	10,244	11,064	11,815
流动资产合计	28,701	32,737	38,382	51,344
长期股权投资	2,527	2,527	2,527	2,527
固定资产	50,826	53,889	55,546	55,848
无形资产	47,348	58,448	67,498	71,498
非流动资产合计	131,959	147,596	159,795	165,298
资产合计	160,660	180,333	198,178	216,642
短期借款	26,269	26,269	26,269	26,269
应付账款及票据	16,968	18,638	21,033	23,512
其他流动负债	19,149	21,424	23,198	25,012
流动负债合计	62,386	66,331	70,501	74,793
长期借款	26,610	29,610	31,610	32,610
其他长期负债	13,094	13,104	13,104	13,104
非流动负债合计	39,704	42,714	44,714	45,714
负债合计	102,090	109,045	115,215	120,507
股本	4,473	4,610	4,610	4,610
少数股东权益	20,773	23,578	27,148	31,166
股东权益合计	58,570	71,287	82,963	96,134
负债和股东权益合计	160,660	180,333	198,178	216,642

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.21	24.84	14.52	11.61
EBIT 增长率	53.93	96.31	22.81	10.77
净利润增长率	26.80	121.79	27.23	12.58
盈利能力 (%)				
毛利率	16.50	22.31	23.44	23.32
净利润率	5.38	9.08	10.09	10.17
总资产收益率 ROA	1.84	3.63	4.20	4.33
净资产收益率 ROE	7.81	13.72	14.92	14.43
偿债能力				
流动比率	0.46	0.49	0.54	0.69
速动比率	0.34	0.35	0.39	0.53
现金比率	0.18	0.18	0.22	0.35
资产负债率 (%)	63.54	60.47	58.14	55.63
经营效率				
应收账款周转天数	2.18	2.20	2.20	2.20
存货周转天数	36.13	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	0.51	0.57	0.60	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	1.42	1.81	2.03
每股净资产	8.20	10.35	12.11	14.09
每股经营现金流	2.89	5.43	5.19	5.66
每股股利	0.23	0.51	0.64	0.72
估值分析				
PE	56	25	20	18
PB	4.4	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	16.22	9.66	8.19	7.13
股息收益率 (%)	0.63	1.40	1.79	2.01

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,439	9,352	11,899	13,395
折旧和摊销	4,995	6,163	6,301	6,698
营运资金变动	2,171	6,004	2,016	2,165
经营活动现金流	13,340	25,052	23,940	26,109
资本开支	-20,099	-21,841	-18,541	-12,241
投资	-2,679	180	0	0
投资活动现金流	-22,801	-22,073	-19,013	-12,768
股权募资	3,000	3,589	0	0
债务募资	9,412	3,005	2,000	1,000
筹资活动现金流	11,004	-1,920	-1,434	-2,506
现金净流量	1,579	1,059	3,492	10,835

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048