

金价上行，利润同比大幅增长

2025 年 04 月 28 日

► **事件：公司发布 2025 年一季报。**2025 年第一季度公司实现营业收入 24.07 亿元，同比增长 29.85%，环比下降 14.12%；归母净利润 4.83 亿元，同比增长 141.10%，环比下降 26.66%；扣非归母净利润 4.88 亿元，同比增长 138.59%，环比下降 26.25%。业绩符合我们预期。

► **点评：产量略微下降，瓦萨矿山成本上升明显。**量：2025 年一季度公司矿产金产量 3.3 吨，同比下降 6.89%，主要是海外矿山一季度入选品位下降所致；销售量 3.3 吨，同比下降 7.04%。电解铜产量 1263 吨，同比增长 0.32%；铜精粉产量 607 吨，同比增长 111.03%；铅精粉产量 722 吨，同比增长 38.61%；锌精粉产量 4223 吨，同比增长 93.18%；钼精粉产量 174 吨，同比增长 23.01%。**价：**2025 年一季度矿产金销售单价 658 元/克，同比增长 40.25%；电解铜销售单价 68703 元/吨，同比增长 15.77%；铜精粉销售单价 18856 元/吨，同比增长 93.18%；锌精粉销售单价 7145 元/吨，同比增长 11.33%；钼精粉销售单价 121795 元/吨。**成本：**公司 Q1 矿产金销售成本为 355 元/克，同比增长 11.51%。万象矿业成本为 1526 美元/盎司，同比增长 3.83%；金星瓦萨成本 1629 美元/盎司，同比增长 23.04%。国内矿山成本为 169 元/克，同比下降 6.91%。成本上升主要原因系万象矿业及金星瓦萨为保障全年及后续扩产，加大掘进力度、维护及更新部分机器设备造成运营成本增加，同时第一季度入选矿石品位相对较低，导致单位成本阶段性上升，预计后三季将逐步回归到正常水平。**费用：**2025 年一季度公司销售费用、管理费用、财务费用总计 1.43 亿元，三费占营收比重 5.96%，同比去年同期下降 1.75pct，成本把控进一步优化。**利润：**2025 年一季度公司矿产金单克毛利 303 元，整体毛利率 46.42%，同比提升 12.96pct，环比下降 1.59pct，净利率 23.46%，同比提升 10.65pct，环比下降 2.65pct。

► **核心看点：重点项目加速推进，驱动产能提升。**公司五龙矿业建设工程顺利推进，已在 2024 年底达到日处理量 2000 吨以上，计划在 2025 年达到 3000 吨/天满产能力；吉隆矿业 18 万吨金矿石扩建项目于 2024 年 6 月试生产，年末通过验收，新增 6 万吨地下开采项目已完成核准，向日处理量 1000 吨的达产目标前进；华泰矿业五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目于 11 月开工建设，预计将于 2025 年起逐步贡献增量产能；锦泰矿业二期探转采开发利用方案评审已通过；瀚丰矿业立山矿区下部采区完成建设；万象矿业远西露天金矿于 2024 年 9 月完成投产，投产首年黄金产量 1.2 吨。

► **投资建议：**考虑 2025 年贵金属价格有望持续上行，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 30.85/35.35/40.73 亿元，按照 4 月 25 日收盘价，对应 PE 为 16/14/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**金属价格大幅波动，项目进展不及预期，海外地缘风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,026	12,067	13,237	14,720
增长率 (%)	25.0	33.7	9.7	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,764	3,085	3,535	4,073
增长率 (%)	119.5	74.9	14.6	15.2
每股收益 (元)	0.94	1.65	1.89	2.18
PE	29	16	14	12
PB	6.4	4.6	3.5	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.10 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作桢

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

- 1.赤峰黄金 (600988.SH) 2024 年年报深度点评：量价共振，业绩超预期-2025/04/02
- 2.赤峰黄金 (600988.SH) 2024 年三季报点评：产量环比下滑，扩产项目持续推进-2024/11/01
- 3.赤峰黄金 (600988.SH) 2024 年半年报点评：量价齐升助推业绩，扩产项目稳步推进-2024/09/01
- 4.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年年报点评：量利齐升驱动业绩，重点项目顺利推进-2024/04/04
- 5.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年三季报点评：Q3 业绩环比下滑，海外矿山生产不及预期-2023/10/31

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	9,026	12,067	13,237	14,720
营业成本	5,069	5,460	5,803	6,292
营业税金及附加	473	627	688	765
销售费用	0	1	1	1
管理费用	492	652	715	795
研发费用	64	84	93	103
EBIT	2,927	5,244	5,938	6,765
财务费用	155	52	-13	-91
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	79	48	53	59
营业利润	2,824	5,239	6,004	6,915
营业外收支	-5	-7	-8	-8
利润总额	2,819	5,232	5,996	6,907
所得税	833	1,727	1,979	2,279
净利润	1,986	3,506	4,018	4,628
归属于母公司净利润	1,764	3,085	3,535	4,073
EBITDA	4,204	7,001	7,842	8,740

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,747	5,363	8,915	14,043
应收账款及票据	587	771	846	940
预付款项	276	273	290	315
存货	2,540	2,730	2,902	3,146
其他流动资产	253	291	304	320
流动资产合计	6,404	9,427	13,256	18,765
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	6,400	7,121	7,438	6,843
无形资产	6,319	6,119	5,919	5,719
非流动资产合计	13,924	14,190	14,145	13,230
资产合计	20,329	23,617	27,401	31,995
短期借款	1,108	1,108	1,108	1,108
应付账款及票据	685	758	806	874
其他流动负债	2,258	2,367	2,386	2,435
流动负债合计	4,051	4,234	4,300	4,417
长期借款	600	300	100	50
其他长期负债	4,955	4,935	4,915	4,895
非流动负债合计	5,554	5,234	5,014	4,944
负债合计	9,605	9,468	9,315	9,361
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
少数股东权益	2,806	3,227	3,709	4,264
股东权益合计	10,723	14,149	18,086	22,634
负债和股东权益合计	20,329	23,617	27,401	31,995

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	24.99	33.69	9.70	11.21
EBIT 增长率	100.38	79.14	13.24	13.94
净利润增长率	119.46	74.85	14.60	15.19
盈利能力 (%)				
毛利率	43.84	54.75	56.16	57.25
净利润率	19.55	25.57	26.71	27.67
总资产收益率 ROA	8.68	13.06	12.90	12.73
净资产收益率 ROE	22.29	28.25	24.59	22.17
偿债能力				
流动比率	1.58	2.23	3.08	4.25
速动比率	0.85	1.48	2.31	3.43
现金比率	0.68	1.27	2.07	3.18
资产负债率 (%)	47.25	40.09	33.99	29.26
经营效率				
应收账款周转天数	23.42	23.00	23.00	23.00
存货周转天数	180.42	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.46	0.55	0.52	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.94	1.65	1.89	2.18
每股净资产	4.23	5.84	7.69	9.83
每股经营现金流	1.75	2.78	3.13	3.46
每股股利	0.16	0.28	0.32	0.37
估值分析				
PE	29	16	14	12
PB	6.4	4.6	3.5	2.8
EV/EBITDA	11.41	6.85	6.12	5.49
股息收益率 (%)	0.59	1.03	1.18	1.36

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,986	3,506	4,018	4,628
折旧和摊销	1,277	1,757	1,904	1,975
营运资金变动	-46	-125	-111	-164
经营活动现金流	3,268	5,204	5,860	6,476
资本开支	-1,520	-2,030	-1,866	-1,069
投资	375	0	0	0
投资活动现金流	-958	-1,981	-1,814	-1,010
股权募资	167	0	0	0
债务募资	-521	-420	-320	-170
筹资活动现金流	-1,097	-607	-494	-337
现金净流量	1,242	2,616	3,552	5,129

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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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