



赤峰黄金（600988.SH）：供应链管理 能力强化，公司业绩弹性显现

2025 年 3 月 31 日

推荐/维持

赤峰黄金

公司报告

事件：公司发布 2024 年年度报告。公司年内实现营业收入 90.26 亿元，同比增长 24.99%；实现归母净利润 17.64 亿元，同比增长 119.46%；基本每股收益+118.37%至 1.07 元。公司选矿能力持续提升、改扩建项目稳步推进，以黄金为主的多金属产量均维持增长，叠加公司生产效率的优化与黄金价格的中枢上行，公司业绩处于快速优化周期。

矿金单位生产成本维持稳定。报告期内，公司矿金生产成本维持稳定。受海外通胀黏性及矿石品位下滑等因素制约，全球矿金生产成本持续攀升；至 24H1，全球矿金生产平均全维持成本+6%至 1388 美元/盎司。而公司 2024 年矿金平均销售成本为 278.08 元/克，平均全维持成本+5.25%至 281.19 元/克，较全球平均成本低 13%。公司国内矿山成本优势明显，但海外矿山成本优化显著。国内方面，矿石品位下降及掘进开采等工作量增加，导致单位生产成本被迫提升。报告期内，公司国内矿山销售成本同比增长 2.88%至 157.09 元/克，全维持成本同比增长 12.94%至 224.54 元/克（依然较全球平均水平低 31%）。海外矿山方面，公司展现出优秀的销售费用控制能力。万象矿业销售成本同比仅增加 0.48%至 1497.05 美元/盎司，全维持成本同比减少 0.47%至 1323.75 美元/盎司；金星瓦萨销售成本同比减少 0.88%至 1303.89 美元/盎司，但全维持成本同比增长 8.97%至 1304.46 美元/盎司。

矿选技术创新及流程优化持续提升出矿效率。公司从技术创新与流程优化入手，切实提升生产效率。万象矿业选矿与回收流程不断优化，选矿回收率较投产之初提升了近 20%；通过对顽石破碎线路的改造升级，其设备运行效率提升了 15%，年矿石处理量增加 12 万吨；通过设备改造和监测优化，设备停机次数减少、单次运行时间增加，预计带来额外收益 52.5 万美元。金星瓦萨方面，井下采矿团队的引进帮助矿山井下出矿能力提升了 40%至 7000 吨/天，其选厂处理能力提升了 25%至 10000 吨/天，回收率则稳定在约 95.5%的水平。

公司成本控制能力及供应链管理已明显强化。从财务数据观察，在产销量双提升的背景下，公司年内销售费用同比下降 49.39%至 34.9 万元，销售费用率接近 0%；年内财务费用同比下降 19.56%至 1.55 亿元，财务费用率由 23 年的 2.67%降至 1.72%；年内管理费用同比上升 6.7%至 4.92 亿，管理费用率由 23 年的 6.39%降至 5.45%。数据综合显示公司在生产经营流程中成本控制能力的有效优化及盈利能力的系统性提升。此外，公司深化供应链管理，在采购环节增强成本控制能力。通过成立全球供应链中心，推进集中采购战略，2024 年公司国内矿山预计节约采购成本 1119 万元；金星瓦萨采购和服务合同实现 20%-30%的降本；万象矿业钻探成本降低 10.6%，西尾矿库土方工程项目、石灰采购项目、柴油采购项目总计节约 1200 余万美元，远西区域采矿服务节省约 124 万美元，而该项目（含采矿及矿石转运）预估总节省 830 万美元。2025 年，万象矿业计划在卡农、天空等区域继续推行工程及采矿外包，进一步降低成本。我们预计公司黄金业务将受益于规模效应的提升与各项降本增效举措的不断推进而进入毛利持续优化阶段，至 2026 年毛利率或升至 50%以上。

改扩建项目按计划推进，矿金产量进入释放期。2021-2024 年期间，公司矿产

公司简介：

公司主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合利用业务，主要通过下属子公司开展，贯彻“以金为主”的发展战略。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的金星瓦萨主要从事金矿开采业务。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无。

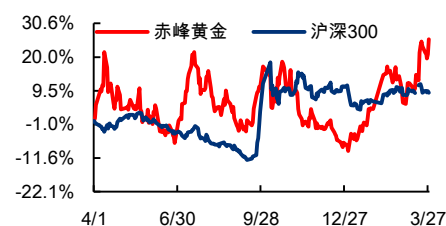
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	21.64-15.61
总市值（亿元）	404.57
流通市值（亿元）	360.07
总股本/流通 A 股（万股）	186,956/166,391
流通 B 股/H 股（万股）	-/20,565
52 周日均换手率	3.94

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

金产量 CAGR 达 23%，由 21 年的 8.1 吨增至 24 年的 15.2 吨，累计增幅 87%。公司选矿能力持续提升，产能扩建逐步释放，矿产金产量仍有预期增长空间。其中，五龙矿业技改项目持续推进，至 24 年底已达到 2000 吨/天的处理能力，计划于 2025 年达到 3000 吨/天的满产能力；吉隆矿业年 18 万吨选矿扩建项目于 6 月试生产，年末已通过验收，预计选矿处理能力增长 150%；华泰矿业 3 万吨/年地下开采扩建项目已于 11 月开工建设，预计将于 2025 年期逐步贡献增量产能；锦泰矿业二期探转采方案已通过评审，前置手续稳步推进中；万象矿业远西露天金矿于 9 月投产，年内贡献黄金产量 1.2 吨，改扩建工程仍在按计划建设中；金星瓦萨矿掘进效率和生产效率提高，DMH 露天坑开采得到优化且井下出矿能力已经提升至 7,000 吨/天。此外，翰丰矿业立山矿区下部采区完成建设，并启动采矿外包，采矿整体效率进一步提升，推动公司 24 年铅、锌、钼精粉产量同比分别增长 49%、32%、233%至 4051 吨、14894 吨及 687 吨。根据公司扩产规划，我们预计 2025-2027 年公司矿产金权益产量或分别达到 17.01 吨、19.52 吨及 20.89 吨，2024-2027 年期间 CAGR 或为 11.3%。

公司成长性将受益于：考虑到黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌格局。黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价仍在发酵。考虑到公司具有的强成长优势（矿产产量预计由 24 年 15.16 吨增至 27 年 20.89 吨）、资源优势（国内高品位黄金矿床）与增储弹性（探矿增储预期），公司将受益于黄金定价中枢的趋势性抬升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 117.5 亿元、138.2 亿元、158.4 亿元；归母净利润分别为 26.04 亿元、32.57 亿元和 39.76 亿元；EPS 分别为 1.39 元、1.74 元和 2.13 元，对应 PE 分别为 15.54x、12.42x 和 10.17x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响下滑风险，资源国政治风险及汇率风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万 元）	7,220.95	9,025.82	11,751.19	13,819.90	15,840.12
增长率（%）	15.23%	24.99%	30.20%	17.60%	14.62%
归母净利润（百万 元）	803.93	1,764.34	2,603.57	3,256.74	3,976.44
增长率（%）	78.21%	119.46%	47.57%	25.09%	22.10%
净资产收益率 （%）	13.07%	22.29%	25.12%	24.85%	24.20%
每股收益(元)	0.49	1.07	1.39	1.74	2.13
PE	44.16	20.22	15.54	12.42	10.17
PB	5.85	4.55	3.90	3.09	2.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
	2023A	2024A	2025E	单位：百万元			2023A	2024A	2025E	单位：百万元	
				2026E	2027E					2026E	2027E
流动资产合计	4895	6404	7980	11001	15541	营业收入	7221	9026	11751	13820	15840
货币资金	1662	2747	3141	5263	8996	营业成本	4869	5069	6565	7514	8292
应收账款	513	587	800	920	1066	营业税金及附加	389	473	624	729	661
其他应收款	96	96	125	147	169	营业费用	1	0	1	1	52
预付款项	84	276	391	599	786	管理费用	461	492	696	786	1131
存货	2407	2540	3268	3753	4135	财务费用	193	155	201	203	184
其他流动资产	103	141	250	314	385	资产减值损失	-3.52	-4.90	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	13822	13924	12815	11791	10801	公允价值变动收益	-71.34	-26.35	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	373	4	0	0	0	投资净收益	13.50	78.89	0.00	0.00	0.00
固定资产	5822	6400	6249	5931	5533	营业利润	1208	2824	3664	4586	5520
无形资产	6525	6319	5687	5118	4607	营业外收入	1.15	1.04	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	209	207	208	207	207	营业外支出	2.97	5.94	0.00	0.00	0.00
资产总计	18718	20329	20795	22792	26342	利润总额	1206	2819	3664	4586	5520
流动负债合计	3722	4051	2768	1841	1907	所得税	335	833	916	1147	1380
短期借款	850	1108	1392	0	0	净利润	871	1986	2748	3440	4140
应付账款	552	685	805	921	1016	少数股东损益	67	222	144	183	164
预收款项	0	0	12	26	41	归属母公司净利润	804	1764	2604	3257	3976
一年内到期的非流动负债	342	398	62	62	62	EBITDA	2282	3937	4947	5826	6688
非流动负债合计	6453	5554	4713	4713	4703	EPS（元）	0.49	1.07	1.39	1.74	2.13
长期借款	1422	600	600	600	600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	10176	9605	7481	6554	6610	成长能力					
少数股东权益	2390	2806	2951	3134	3297	营业收入增长	15.23%	24.99%	30.20%	17.60%	14.62%
实收资本（或股本）	1664	1664	1870	1870	1870	营业利润增长	41.75%	133.79%	29.73%	25.18%	20.36%
资本公积	928	627	627	627	627	归属于母公司净利润增长	78.21%	119.46%	47.57%	25.09%	22.10%
未分配利润	3811	5427	7069	9229	11801	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6152	7917	10364	13104	16434	毛利率(%)	32.58%	43.84%	44.13%	45.63%	47.65%
负债和所有者权益	18718	20329	20795	22792	26342	净利率(%)	12.06%	22.00%	23.38%	24.89%	26.14%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.30%	8.68%	12.52%	14.29%	15.10%
	2023A	2024A	2025E	单位：百万元		ROE(%)	13.07%	22.29%	25.12%	24.85%	24.20%
				2026E	2027E	偿债能力					
经营活动现金流	2203	3268	2340	4233	4573	资产负债率(%)	54%	47%	36%	29%	25%
净利润	871	1986	2748	3440	4140	流动比率	1.32	1.58	2.88	5.98	8.15
折旧摊销	881	957	1082	1036	984	速动比率	0.67	0.95	1.70	3.94	5.98
财务费用	193	155	201	203	184	营运能力					
应收账款减少	0	-74	-213	-120	-146	总资产周转率	0.40	0.46	0.57	0.63	0.64
预收账款增加	0	0	12	14	16	应收账款周转率	16	16	17	16	16
投资活动现金流	-1771	-958	13	1	0	应付账款周转率	11.59	14.59	15.78	16.02	16.35
公允价值变动收益	-71	-26	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	371	4	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	1.07	1.39	1.74	2.13
投资收益	14	79	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.12	0.73	0.21	1.14	2.00
筹资活动现金流	-228	-1097	-1959	-2111	-840	每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.76	5.54	7.01	8.79
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	-822	0	0	0	P/E	44.16	20.22	15.54	12.42	10.17
普通股增加	0	0	206	0	0	P/B	5.85	4.55	3.90	3.09	2.46
资本公积增加	301	-301	0	0	0	EV/EBITDA	16.20	8.98	7.06	6.15	4.80
现金净增加额	204	1213	394	2122	3733						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526