

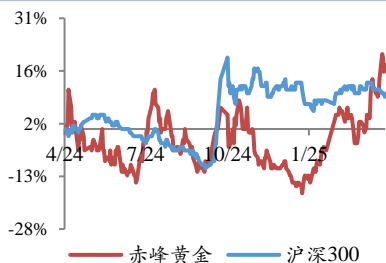
量价齐升+降本，2024 年归母净利润同增 119%

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-07

收盘价(元)	21.20
近 12 个月最高/最低(元)	23.42/15.55
总股本(百万股)	1,870
流通股本(百万股)	1,664
流通股比例(%)	89.00
总市值(亿元)	396
流通市值(亿元)	353

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1.2024 年黄金量价齐增，业绩预告超预期 2025-01-21

2.矿产金量价齐增，降本控费显成效 2024-09-04

3.矿金产量提升，降本增效持续推进 2024-06-17

主要观点：

● 赤峰黄金发布 2024 年年报

公司 2024 年实现营收 90.26 亿元，同比+24.99%；实现归母净利润 17.64 亿元，同比+119.46%。单 24Q4 实现营收 28.03 亿元，同比+29.85%，环比+38.3%；实现归母净利润 6.59 亿元，同比+132.05%，环比+67.02%。

● 黄金量价齐增带动业绩增长

2024 年公司黄金收入 79.78 亿元，同比+26.2%；黄金板块实现毛利率 46.96%，同比+11.27pcts。量方面，2024 年吉隆矿业 18 万吨金矿石扩建项目和万象矿业远西露天金矿投产贡献增量，公司全年黄金产量 15.16 吨，同比+5.6%，其中国内矿山产量 3.91 吨，同比+14.6%。2025 年公司产能进一步爬坡，计划生产黄金 16.7 吨。价格方面，2024 年伦敦现货黄金均价 2386.2 美元/盎司，较 2023 年均价+22.97%，地缘政治冲突加剧全球避险情绪，降息通道仍未关闭，黄金配置价值凸显，价格仍有空间。成本方面，公司 2024 年矿产金销售成本 278.08 元/克，同比-0.76%，降本增效成果凸显。公司矿产金全维持成本有所上涨，我们认为随着黄金价格上涨加大了矿山开发和资本性支出。

● 公司具备持续扩产增储潜力

五龙矿业已在 2024 年底达到日处理量 2000 吨以上，计划在 2025 年达到 3000 吨/天的满产能力；吉隆矿业 18 万吨金矿石扩建项目于 2024 年 6 月试生产，新增 6 万吨地下开采项目已完成核准，采矿能力进一步增强；华泰矿业五采区新增 3 万吨地下开采扩建项目 2024 年 11 月开工建设，预计 2025 年起将逐步贡献增量产能；万象矿业远西露天金矿 2024 年 9 月投产，首年贡献黄金产量 1.2 吨，后续产能有望进一步爬坡；金星瓦萨进一步加速钻探工作，公司基于金价上涨重新评估老采坑，部分区域将在 2025 年贡献增量。公司在所有矿山全面加大勘探力度，并启动制作探矿增储三年计划，资源量和储量有望进一步提升。

● 投资建议

公司黄金产量持续提升，金价上涨释放业绩弹性，今年 3 月 H 股挂牌上市有望进一步推进国际化战略。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.57/29.03/31.95 亿元(前值为 2025-2026 年分别为 21.7/24.9 亿元)，对应 PE 分别为 15/14/12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

美国政策不确定性导致黄金价格大幅波动；项目建设不及预期；矿山安全和环保风险等

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9026	11356	12559	14242
收入同比 (%)	25.0%	25.8%	10.6%	13.4%
归属母公司净利润	1764	2657	2903	3195
净利润同比 (%)	119.5%	50.6%	9.3%	10.1%
毛利率 (%)	43.8%	49.0%	47.5%	46.1%
ROE (%)	22.3%	25.6%	22.7%	20.7%
每股收益 (元)	1.07	1.42	1.55	1.71
P/E	14.59	14.92	13.65	12.41
P/B	3.28	3.83	3.10	2.57
EV/EBITDA	6.07	6.28	5.40	4.48

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6404	9800	12952	16797	
现金	2747	5679	8278	11402	
应收账款	587	750	836	942	
其他应收款	96	127	142	159	
预付账款	276	213	260	315	
存货	2540	2876	3280	3822	
其他流动资产	157	157	157	157	
非流动资产	13924	14087	13638	12986	
长期投资	4	4	4	4	
固定资产	6400	6940	6867	6590	
无形资产	6319	6006	5694	5381	
其他非流动资产	1202	1137	1073	1011	
资产总计	20329	23888	26590	29783	
流动负债	4051	4687	4782	4975	
短期借款	1108	1478	1313	1065	
应付账款	685	761	854	1006	
其他流动负债	2258	2449	2615	2903	
非流动负债	5554	5754	5635	5635	
长期借款	600	799	680	680	
其他非流动负债	4955	4955	4955	4955	
负债合计	9605	10441	10417	10610	
少数股东权益	2806	3088	3404	3751	
股本	1664	1870	1870	1870	
资本公积	627	627	627	627	
留存收益	5626	7862	10273	12926	
归属母公司股东权	7917	10358	12769	15422	
负债和股东权益	20329	23888	26590	29783	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	3268	4463	4646	5031	
净利润	1986	2939	3218	3542	
折旧摊销	1277	1599	1723	1838	
财务费用	170	80	86	76	
投资损失	-79	-75	-82	-99	
营运资金变动	-46	-93	-306	-334	
其他经营现金流	1993	3046	3532	3883	
投资活动现金流	-958	-1700	-1199	-1095	
资本支出	-1520	-1775	-1281	-1194	
长期投资	375	0	0	0	
其他投资现金流	186	75	82	99	
筹资活动现金流	-1097	139	-848	-811	
短期借款	258	369	-165	-248	
长期借款	-822	200	-119	0	
普通股增加	0	206	0	0	
资本公积增加	-301	0	0	0	
其他筹资现金流	-232	-636	-565	-563	
现金净增加额	1242	2931	2599	3124	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	9026	11356	12559	14242	
营业成本	5069	5797	6593	7681	
营业税金及附加	473	587	657	742	
销售费用	0	1	1	1	
管理费用	492	703	751	849	
财务费用	155	25	-28	-90	
资产减值损失	-5	0	0	0	
公允价值变动收益	-26	0	0	0	
投资净收益	79	75	82	99	
营业利润	2824	4252	4593	5071	
营业外收入	1	3	2	2	
营业外支出	6	16	8	8	
利润总额	2819	4240	4586	5065	
所得税	833	1302	1368	1523	
净利润	1986	2939	3218	3542	
少数股东损益	222	282	315	347	
归属母公司净利润	1764	2657	2903	3195	
EBITDA	4204	5864	6281	6814	
EPS (元)	1.07	1.42	1.55	1.71	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	25.0%	25.8%	10.6%	13.4%
营业利润	133.8%	50.6%	8.0%	10.4%
归属于母公司净利	119.5%	50.6%	9.3%	10.1%
获利能力				
毛利率 (%)	43.8%	49.0%	47.5%	46.1%
净利率 (%)	19.5%	23.4%	23.1%	22.4%
ROE (%)	22.3%	25.6%	22.7%	20.7%
ROIC (%)	15.8%	18.1%	17.1%	16.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	47.3%	43.7%	39.2%	35.6%
净负债比率 (%)	89.6%	77.6%	64.4%	55.3%
流动比率	1.58	2.09	2.71	3.38
速动比率	0.85	1.40	1.94	2.52
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.51	0.50	0.51
应收账款周转率	16.40	16.99	15.84	16.03
应付账款周转率	8.20	8.02	8.17	8.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.07	1.42	1.55	1.71
每股经营现金流薄)	1.75	2.39	2.49	2.69
每股净资产	4.76	5.54	6.83	8.25
估值比率				
P/E	14.59	14.92	13.65	12.41
P/B	3.28	3.83	3.10	2.57
EV/EBITDA	6.07	6.28	5.40	4.48

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。