



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	26.68
总股本/流通股本(亿股)	19.00 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	507 / 444
52周内最高/最低价	31.30 / 15.61
资产负债率(%)	47.3%
市盈率	24.93
第一大股东	李金阳

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

赤峰黄金(600988)

25 年一季报点评：静待瓦萨成本企稳，金价上行
公司业绩释放有望加速

● 25 年 Q1 归母净利润 4.83 亿元，同比+141%

公司发布 2025 年一季报，受益黄金价格同比大幅上行，公司业绩释放出色：营业收入 24.07 亿元，同比增长 30%，归母净利润 4.83 亿元，同比增长 141%，资产负债率 38.62%，同比下降 8.63 个百分点。

● 产量：Q1 产销量同比下降，全年指引不变

2025 年 Q1，公司黄金产销量同比下降，产量 3.34 吨，同比下降 7%，销量 3.33 吨，同比下降 7%，主要系公司主力矿山万象矿业及金星瓦萨为保障全年及后续扩产，Q1 集中力量加大掘进力度，叠加入选矿石品位相对较低，导致产销量同比出现下滑，系正常现象。公司在 2024 年年报中规划，2025 年预算合并范围内黄金产销量 16.70 吨，目前该指引并未下调，公司在 25Q1 掘进工作推进后，有望在 25 年 Q2-Q4 完成剩余产销量目标。

● 成本：销售成本同比上行，静待瓦萨成本企稳

25Q1，公司矿产金销售成本为 355.09 元/g，同比 24Q1 的 300.51 元/g 上行较多。

分具体项目来看，公司国内矿山成本控制良好，总成本提升主要系金星瓦萨成本上行幅度较大导致。25Q1，国内矿产成本为 169.47 元/g，同比下降 7%，万象矿业成本为 1,526.18 美元/盎司，同比提升 4%，金星瓦萨成本为 1,628.53 美元/盎司，同比提升了 23%，拉动总体销售成本提升明显。

2025 年 Q1 成本提升主要系金星瓦萨和万象矿业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，固定成本分摊提升导致的单位成本阶段性上升，公司预计 25 年后三季将逐步回归到正常水平。我们预计 Q2 开始，公司产销量恢复正常，有望带动成本回归正常。

● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，随着金价中枢稳健上移，公司黄金产销量稳中有升，预计归母净利润为 32.82/38.71/42.58 亿元，YOY 为 86.02%/17.94%/10.01%，对应 PE 为 15.20/12.89/11.71，维持“买入”评级。

● 风险提示

金价超预期下跌，公司项目进度不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9026	12847	13949	14939
增长率(%)	24.99	42.34	8.58	7.09
EBITDA（百万元）	4204.28	7065.97	8098.69	8775.51
归属母公司净利润（百万元）	1764.34	3281.95	3870.60	4258.23
增长率(%)	119.46	86.02	17.94	10.01
EPS（元/股）	0.94	1.76	2.07	2.28
市盈率（P/E）	28.27	15.20	12.89	11.71
市净率（P/B）	6.30	4.60	3.55	2.83
EV/EBITDA	6.07	6.48	5.11	4.16

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	9026	12847	13949	14939	营业收入	25.0%	42.3%	8.6%	7.1%
营业成本	5069	5915	5984	6309	营业利润	133.8%	97.6%	17.4%	9.7%
税金及附加	473	681	739	792	归属于母公司净利润	119.5%	86.0%	17.9%	10.0%
销售费用	0	1	1	1	获利能力				
管理费用	492	642	697	747	毛利率	43.8%	54.0%	57.1%	57.8%
研发费用	64	103	112	120	净利率	19.5%	25.5%	27.7%	28.5%
财务费用	155	33	-20	-90	ROE	22.3%	30.2%	27.5%	24.2%
资产减值损失	-5	-4	-4	-4	ROIC	15.8%	22.7%	20.7%	18.3%
营业利润	2824	5580	6553	7187	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	47.3%	43.9%	40.3%	37.4%
营业外支出	6	5	5	5	流动比率	1.58	2.32	3.02	3.65
利润总额	2819	5576	6549	7183	营运能力				
所得税	833	1673	1965	2155	应收账款周转率	16.40	17.39	15.04	14.97
净利润	1986	3903	4584	5028	存货周转率	2.05	2.15	2.01	2.05
归母净利润	1764	3282	3871	4258	总资产周转率	0.46	0.56	0.50	0.45
每股收益(元)	0.94	1.76	2.07	2.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.94	1.76	2.07	2.28
货币资金	2747	7108	12357	18011	每股净资产	4.23	5.80	7.52	9.41
交易性金融资产	10	15	20	25	估值比率				
应收票据及应收账款	587	923	997	1064	PE	28.27	15.20	12.89	11.71
预付款项	276	355	359	379	PB	6.30	4.60	3.55	2.83
存货	2540	2957	2990	3151	现金流量表				
流动资产合计	6404	11815	17245	23212	净利润	1986	3903	4584	5028
固定资产	6400	6654	6802	6841	折旧和摊销	1277	1457	1569	1682
在建工程	678	702	722	737	营运资本变动	-46	-443	-67	-154
无形资产	6319	5798	5277	4756	其他	52	-19	13	39
非流动资产合计	13924	13623	13254	12773	经营活动现金流净额	3268	4898	6099	6595
资产总计	20329	25437	30500	35986	资本开支	-1520	-1205	-1205	-1205
短期借款	1108	1408	1708	2008	其他	561	167	115	124
应付票据及应付账款	685	822	831	876	投资活动现金流净额	-958	-1038	-1090	-1082
其他流动负债	2258	2864	3169	3483	股权融资	167	206	0	0
流动负债合计	4051	5094	5708	6368	债务融资	-521	955	1020	1020
其他	5554	6066	6586	7106	其他	-743	-671	-779	-879
非流动负债合计	5554	6066	6586	7106	筹资活动现金流净额	-1097	490	241	141
负债合计	9605	11159	12294	13473	现金及现金等价物净增加额	1242	4360	5250	5654
股本	1664	1870	1870	1870					
资本公积金	627	627	627	627					
未分配利润	5427	7671	10305	13202					
少数股东权益	2806	3427	4141	4911					
其他	199	683	1264	1903					
所有者权益合计	10723	14278	18206	22512					
负债和所有者权益总计	20329	25437	30500	35986					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048