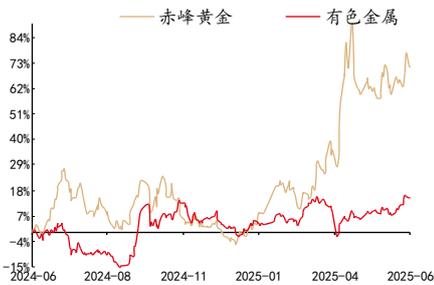




股票投资评级

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)	28.19
总股本/流通股本(亿股)	19.00 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	536 / 469
52周内最高/最低价	31.30 / 15.61
资产负债率(%)	47.3%
市盈率	26.35
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)

国际化布局的黄金矿石提供商，业绩有望快速释放

● 投资要点

赤峰黄金发展历程经历了从多元化战略到“以金为主”的战略转型。公司于2005年成立，于2012年完成重组上市。2013年公司收购五龙矿业扩充黄金资源储备。2018年收购老挝万象矿业90%股权，取得Sepon金铜矿控制权；2022年收购金星资源62%股权，取得加纳Wassa金矿控制权；2023年收购新恒河矿业51%股权，取得云南洱源溪灯坪金矿控制权；2025年3月，公司在港交所上市，H股发售价13.72港元/股，考虑超额配发股份后，共计发股236,499,800股，募资32.45亿港元。

**业绩释放优异，彰显投资价值。**2024年，受益黄金量价齐升，公司创造历史最好业绩，公司营业收入90.26亿元，同比增长25%，归母净利润17.64亿元，同比增长119%，自由现金流17.49亿元，同比增长279%；经营性现金流净额达32.68亿元，同比增长48%。与此同时，公司积极回馈股东，预计2024年末期股息派发总额为人民币2.99亿元（含税），现金分红比例约为17%。**2025年Q1，公司业绩继续释放。**归母净利润4.83亿元，同比增长141%。

**成本控制初见成效。**成本控制是矿山竞争能力的重要体现。2024年，公司矿产金单位销售成本为278.08元/g，同比2023年的280.20元/g下降了0.76%，取得了一定的降本成效。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，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年后第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。

**2025年公司业绩释放有望再加速。**公司25Q1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，叠加黄金价格 Q2 开始大幅上涨，公司业绩释放有望再加速。

**黄金大时代来临，上行趋势可能延续。**2025 年黄金虽然已经录得较大的涨幅，但是我们认为本轮的上涨还未结束，影响黄金价格的本质是美国政府的赤字率，以及逆全球化带来的美债配置需求。详细行业观点见我们之前发布的《黄金：继续看涨至 3500 美金以上》。和美债相似的波动率、相似的流动性以及无信用风险特征给予了黄金替代美债的基础。中美关系的变化以及特朗普关税政策给予了黄金替代美债的动力。我们认为黄金作为大类资产配置中的重要品种，在地缘政治持续扰动，关税政策起伏的时代背景下，走牛仍存在较大的可能性。

**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 33.64/39.15/43.06 亿元，YOY 为 90.64%/16.39%/9.98%，对应 PE 为 15.93/13.68/12.44，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

公司项目进度不及预期，公司生产成本超预期上行，黄金价格大幅下跌等。

■ **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	13002	14030	15025
增长率(%)	24.99	44.05	7.91	7.09
EBITDA（百万元）	4204.28	7204.67	8171.37	8852.51
归属母公司净利润（百万元）	1764.34	3363.56	3914.95	4305.76
增长率(%)	119.46	90.64	16.39	9.98
EPS（元/股）	0.93	1.77	2.06	2.27
市盈率（P/E）	30.36	15.93	13.68	12.44
市净率（P/B）	6.77	4.89	3.77	3.01
EV/EBITDA	6.07	6.86	5.50	4.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1	高速发展的国际化黄金公司.....	5
1.1	专注黄金采选，港交所成功上市.....	5
1.2	大力推进资源并购，全球化布局徐徐展开.....	6
2	金价上行利润释放优异，降本增产仍可期.....	8
2.1	公司营收与利润实现稳定双增长.....	8
2.2	降本初见成效，有望保持稳定.....	8
2.3	港股上市融资助力增储扩产，公司仍具有成长性.....	9
3	上行趋势不改，黄金大时代来临.....	11
3.1	2022年至今，黄金市场最重要的变动是边际交易者的变化.....	11
3.2	赤字率和黄金的关系在2025年依然存在.....	13
3.3	供给压力：黄金远小于美债，且需求端更稳健.....	14
4	盈利预测与投资建议.....	16
5	风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1: 赤峰黄金发展历程 .....	5
图表 2: 赤峰黄金主营收入构成(单位: 亿元) .....	6
图表 3: 赤峰黄金毛利构成(单位: 亿元) .....	6
图表 4: 公司自有矿山基本情况 .....	6
图表 5: 赤峰黄金营业总收入(亿元) .....	8
图表 6: 赤峰黄金归母净利润(亿元) .....	8
图表 7: 矿产金成本(单位: 元/g) .....	9
图表 8: 公司矿产金产量 .....	10
图表 9: 黄金某种意义上可以看作新兴市场的低贝塔投资品 .....	11
图表 10: ETF 持有量和金价的关系 2022 年后开始脱节 .....	12
图表 11: ETF 持仓量依然跟随美国实际利率 .....	12
图表 12: 赤字率与黄金的关系依然稳固 .....	13
图表 13: 黄金和长期国债具有相当类似的波动率 .....	14
图表 14: 供给而言, 黄金相比美债具备相对优势(万亿美元) .....	15

## 1 高速发展的国际化黄金公司

### 1.1 专注黄金采选，港交所成功上市

截至 2025Q1，公司控股股东及实际控制人李金阳女士直接持有公司 10.18% 股份，同时李金阳女士通过烟台瀚丰中兴管理咨询中心间接持有公司股份；董事长王建华先生持有公司 3.97% 股份。

**赤峰黄金发展历程经历了从多元化战略到“以金为主”的战略转型。**

公司于 2005 年成立，于 2012 年完成重组上市。2013 年公司收购五龙矿业扩充黄金资源储备。2015 年，公司收购雄风环保及广源科技进一步增加有色回收业务。2018 年收购老挝万象矿业 90% 股权，取得 Sepon 金铜矿控制权；2019 年收购瀚丰矿业 100% 股权；2020 年公司剥离了雄风环保，聚焦黄金主业；2022 年收购金星资源 62% 股权，取得加纳 Wassa 金矿控制权，2023 年收购新恒河矿业 51% 股权，取得云南洱源溪灯坪金矿控制权。同时，公司逐步布局稀土行业，2024 年收购了老挝勐康稀土矿。

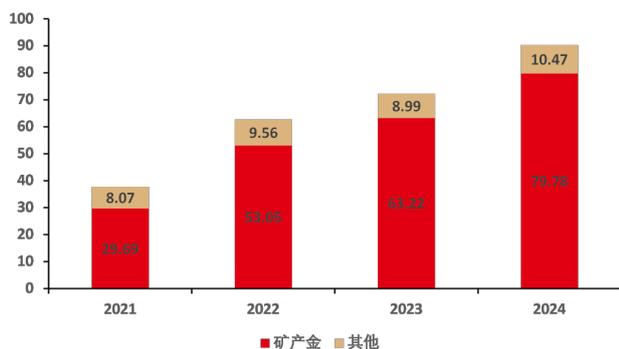
总体来看，2012-2014 年公司主要依靠国内自有金矿稳步发展，2015-2018 年公司转向多元化战略，为“采矿业与资源综合回收利用业务双轮驱动”，但 2020 年后公司回归“以金为主”战略，聚焦黄金主业，并开始推动资源全球化布局，目前赤峰黄金主营收入以矿产金为主。2025 年 3 月，公司在港交所上市，H 股发售价 13.72 港元/股，考虑超额配发股份后，共计发股 236,499,800 股，募资 32.45 亿港元。

**图表1：赤峰黄金发展历程**

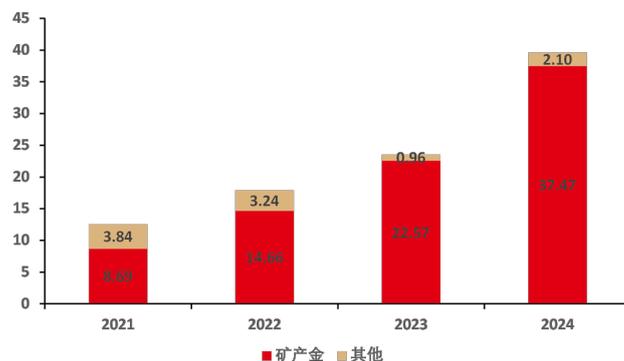
时间	事件
2005 年	赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司成立
2013 年	收购五龙矿业
2015 年	收购雄风环保
2015 年	收购广源科技
2018 年	收购老挝万象矿业 90% 股权，取得 Sepon 金铜矿控制权
2019 年	收购瀚丰矿业 100% 股权
2020 年	剥离了雄风环保，聚焦黄金主业
2022 年	收购金星资源 62% 股权，取得加纳 Wassa 金矿控制权
2023 年	收购新恒河矿业 51% 股权，取得云南洱源溪灯坪金矿控制权
2024 年	收购了老挝勐康稀土矿
2025 年	港交所上市，总计募资募资 32.45 亿港元

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表2：赤峰黄金主营收入构成(单位：亿元)



图表3：赤峰黄金毛利构成(单位：亿元)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

公司“含金量”不断提升。2021年公司矿产金收入占比为79%，毛利占比为70%。2024年矿产金收入占比已攀升至88%，毛利为37.37亿元，占比达到了95%。

## 1.2 大力推进资源并购，全球化布局徐徐展开

赤峰黄金通过以下六个金矿开展黄金开采业务，分别是中国的三大全资子公司吉隆矿业（撰山子金矿）、华泰矿业（红花沟金矿）、五龙矿业（五龙金矿），以及锦泰矿业（溪灯坪金矿46%股权）。海外矿山由两大矿业业务构成，分别是位于老挝的万象矿业（塞班金铜矿90%股权），以及位于非洲加纳的金星资源（瓦萨金矿56%股权）。此外，公司还通过中国的瀚丰矿业（天宝山锌铅铜钼多金属矿100%股权）开展其他金属采选业务，主要产品为锌精粉、铅精粉以及铜精粉和钼精粉。

根据公司2024年年报，公司合计黄金储量为75吨，资源量为390吨，仍具备较高的增储能力。

图表4：公司自有矿山基本情况

矿山名称	矿种	资源量			储量			年开采(设计)能力(万吨)	资源剩余可开采年限
		矿石量(百万吨)	品位(g/t,%)	金属量(吨,千吨)	矿石量(百万吨)	品位(g/t,%)	金属量(吨,千吨)		
五龙矿业五龙金矿	金	3.61	7.81	28.21	1.19	7.83	9.29	10	30
吉隆矿业撰山子金矿	金	1.46	12.07	17.63	0.76	7.68	5.84	24	6(注3)
华泰矿业红花沟金矿	金	3.81	7.01	26.71	1.69	6.2	10.5	27	(注4)
锦泰矿业溪灯坪金矿	金	10.57	1.3	13.75	7.35	1.27	9.36	74(注5)	14
万象矿业塞班金铜矿	金	11.66	4.16	48.49	7.38	3.08	22.76	300	6
	铜	5.51	1.59	87.44	1.07	0.96	10.34	150	3
	稀土	90.57	352.43	31.92	-	-	-	不适用	不适用
老挝勐康稀土矿	稀土	133.79	241.44	32.3	-	-	-	不适用	8

金星资源瓦萨金矿	金	76.93	3.32	255.31	8.03	2.13	17.08	270	25
瀚丰矿业立山铅锌矿区	锌	19.95	2.78	553.97	3.31	2.45	81	60	33
	铜		0.08	16	-	-	-		
	铅		0.125	25	-	-	-		
瀚丰矿业东风钨矿区	钨	65.37	0.12	79.25	-	-	-	174.9(注6)	33

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：1. 金金属量单位：吨；锌、铜、铅、钨金属量单位：千吨；稀土氧化物单位：千吨。2. 金品位单位：克/吨；锌、铜、铅、钨品位单位：%；万象矿业塞班稀土矿品位单位：克/吨 总稀土氧化物；老挝勐康稀土矿品位单位：克/吨 可溶稀土氧化物。3. 吉隆矿业拥有两宗有效采矿权，涉及的四、五、六、七采区当前处于基建阶段尚未投产，本次未将该区域资源量纳入剩余可采年限计算。4. 华泰矿业拥有六宗有效采矿权，当前矿山处于技术改造工程施工阶段，其所属矿区资源量暂未参与本次剩余可采年限计算。5. 锦泰矿业现运营一期采选工程生产规模为14万吨/年，二期工程开发利用方案设计开采能力为60万吨/年，待建设投产后生产规模可达74万吨/年。6. 瀚丰矿业东风钨矿区（250m标高以上）生产规模9.9万吨/年，其深部（250m标高以下）钨矿区尚未建设投产，可研报告中设计开采能力为165万吨/年。

**公司全面加强勘探力度，推动资源量与储量双提升。**国内各子公司在2024年持续秉持“**勘探并举，掘进先行**”的理念，加大地质探矿工作力度，在矿区地下及外围等找矿工作中成效显著。全年共完成坑探工程量4.4万米；施工钻探工程量9.1万米。万象矿业实施“**勘探—开发**”一体化策略，积极推进远西露天金矿、卡农原生铜矿、天空铜矿、PVN露天加地下矿以及发现西地下矿等多个资源增长项目。万象矿业全年完成勘探工程72,000米，超过预算22,000米，资源延伸钻探工程43,129米。在塞班矿区，SND勘探区取得新的勘探发现，初步判断为较大的斑岩型矿体。公司计划加速钻探，力争在2025年内完成初期资源量评估。金星瓦萨2024年共计完成资本性钻探20,949米，其中在B-Shoot南区16,533米，在B-Shoot南区深部4,417米。2024年引入3家新的钻探承包商，现有共计4家钻探承包商，分别在井下和露天多个区域同时开展勘探。金星瓦萨在2024年下半年已启动B-Shoot南区深部扩建项目的加密钻探，预计在2025年将进一步加速加大整体钻探工作，以提高资源级别并增加黄金储量，增强未来产能保障。此外，由于金价上行，公司已在瓦萨金矿矿区内对历史上已闭坑的老采坑开展了新的经济评估，其中部分区域预计将在2025年投入生产，成为当年产量增长的部分来源。同时，瓦萨矿区南部的勘探工作也将在2025年持续推进。自2024年第四季度起，公司已在旗下所有矿山全面加大勘探力度，并启动了制作全公司探矿增储三年计划，将之作为公司重点工作，旨在加速提高资源量的级别和储量水平，同时加大风险勘探投入，充分挖掘公司矿区的潜在资源。

**除黄金储备之外，公司还存在一定稀土资源储备，目前资源量共计6.42万吨。**

2021年3月，老挝勘探团队在SEPON矿区北部发现稀土元素异常，6月份经澳大利亚澳实矿物实验室化验，部分土壤样品和露头样品的稀土含量达到工业品位，并且重稀土比轻稀土富集；紧接着又在南部发现了更具价值的离子型的稀土品种。2022年在塞班矿区探矿权内南部西区的10平方公里范围内完成稀土普查工作，共查明稀土矿体2个，矿床成因类型属风化石离子吸附型稀土矿床，经估算共获得全相稀土氧化物经济资源量共3.2万吨，平均品位0.045%，且从配分类型上看属于中重型稀土。

2022年8月赤峰黄金和厦门钨业签署了《资源开发战略合作框架协议》，双方同意设立合资公司，其中厦门钨业占49%股权，赤峰黄金占51%股权。两者在老挝开展稀土资源业务领域

互为唯一战略合作伙伴，合资公司作为未来双方在老挝运营稀土资源开发的唯一平台（除了塞班矿区内南部西区花岗岩地区 35.8 平方公里范围内的稀土资源，该区域赤峰黄金可进行自主开发或与其他合作方开发）。双方优势互补，有望推动老挝稀土资源开发加速。

2024 年 3 月，公司子公司赤金厦钨及其全资子公司 CHIXIA Laos Holdings Limited（简称“CHIXIA Laos”）与中国投资（置业）有限公司（简称“中投置业”）签署《股权转让协议》，CHIXIA Laos 拟以现金及承债式收购中投置业持有的 China Investment Mining (Laos) Sole Co., Ltd 90% 股权，交易对价合计 1,896.30 万美元，获取了老挝勐康稀土矿。

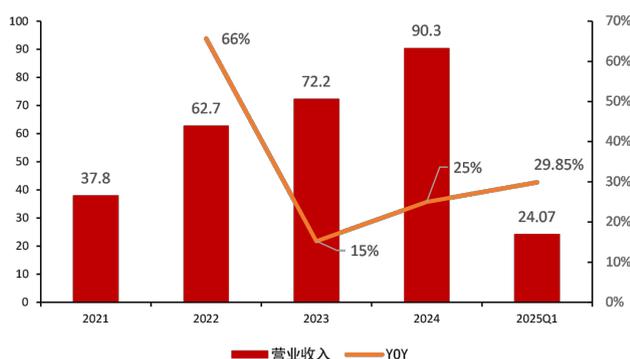
## 2 金价上行利润释放优异，降本增产仍可期

### 2.1 公司营收与利润实现稳定双增长

**2024 年，受益黄金量价齐升，公司创造历史最好业绩：**营业收入 90.26 亿元，同比增长 25%，归母净利润 17.64 亿元，同比增长 119%，自由现金流 17.49 亿元，同比增长 279%；经营性现金流净额达 32.68 亿元，同比增长 48%。与此同时，公司积极回馈股东，预计 2024 年末期股息派发总额为人民币 2.99 亿元（含税），现金分红比例约为 17%。

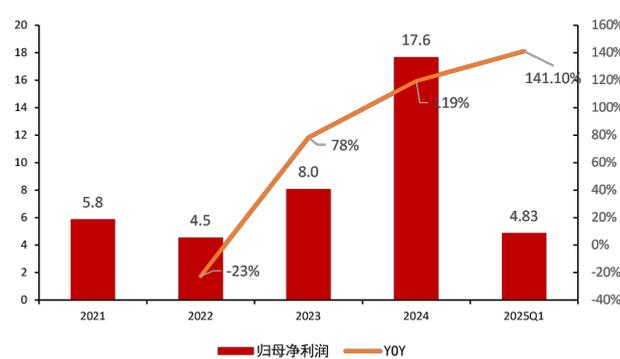
2025 年 Q1，受益黄金价格同比大幅上行，公司业绩释放出色：营业收入 24.07 亿元，同比增长 30%，归母净利润 4.83 亿元，同比增长 141%，资产负债率 38.62%，同比下降 8.63 个百分点。公司黄金产销量同比下降，产量 3.34 吨，同比下降 7%，销量 3.33 吨，同比下降 7%，主要系公司主力矿山万象矿业及金星瓦萨为保障全年及后续扩产，Q1 集中力量加大掘进力度，叠加入选矿石品位相对较低，导致产销量同比出现下滑，系正常现象。公司在 2024 年年报中规划，2025 年预算合并范围内黄金产销量 16.70 吨，目前该指引并未下调，公司在 25Q1 掘进工作推进后，有望在 25 年 Q2-Q4 完成剩余产销量目标。

图表5：赤峰黄金营业总收入（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：赤峰黄金归母净利润（亿元）



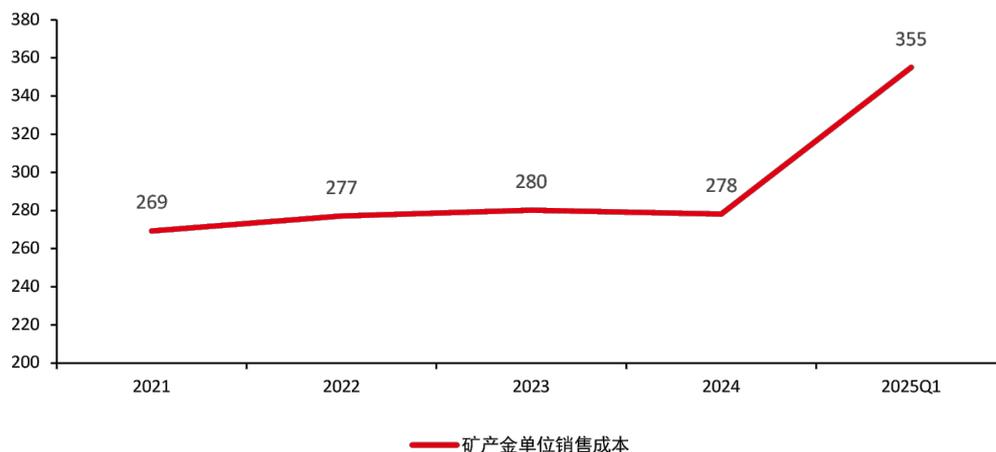
资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 2.2 降本初见成效，有望保持稳定

成本控制是矿山竞争能力的重要体现。2024 年，公司矿产金单位销售成本为 278.08 元/g，同比 2023 年的 280.20 元/g 下降了 0.76%，取得了一定的降本成效。

公司成本控制来自于两个途径：一是精进技术创新与流程优化，提高生产效率。国内矿山全面推进数字化智能化矿山改造，实现对生产过程的智能优化调度，促进矿山资源的高效配置，海外矿山采取技改等途径，实现了选矿成本的降低及选矿回收率的提升。二是深化供应链管理，加强采购环节成本控制。公司成立全球供应链中心，全面推进集中采购战略。提升了供应链效率、优化资源配置、降低采购成本，并确保全球运营的一致性与可持续性。

**图表7：矿产金成本（单位：元/g）**



资料来源：Wind，中邮证券研究所

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。

### 2.3 港股上市融资助力增储扩产，公司仍具有成长性

**港股上市融资助力内生发展。**公司于 2025 年 3 月在港交所上市，H 股发售价 13.72 港元/股，考虑超额配发股份后，共计发股 236,499,800 股，募资 32.45 亿港元。据公司 H 股招股说明书，本次 H 股发行募资所得款项净额约 50% 预期将于未来五年用于现有矿场的升级及勘探，以充分实现公司的增长潜质。其中约 30% 投入国内矿山建设，其余 20% 资金分配于加纳和老挝的业务。公司将进一步加强地质勘探工作，扩大现有矿山的勘探活动，同时在矿区外围勘探新矿山。

公司境内矿业子公司所属部分矿山的矿石品位较高，属于国内当前少有的高品位富矿床，相比同类黄金矿山企业，黄金生产的单位成本较低，毛利率较高。公司现有矿山成矿条件良好，

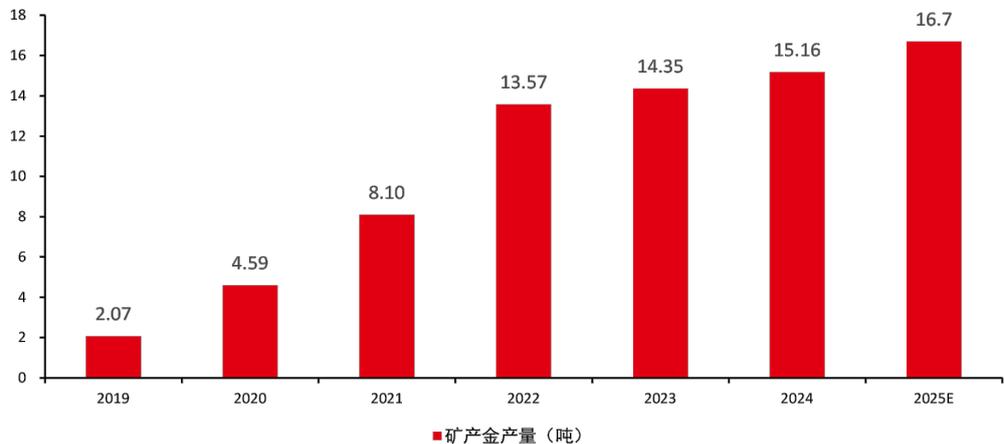
大部分矿区仍有进一步勘探获取更多资源的潜力。公司控股子公司万象矿业运营的塞班铜金矿是老挝最大的有色金属矿山，享有包括塞班矿区在内的合计 1,000 余平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利，探矿前景广阔。公司控股子公司金星资源核心资产为位于加纳的瓦萨金矿，瓦萨金矿位于著名的阿散蒂金矿带上的成矿有利地段，矿区及外围找矿潜力仍然巨大，瓦萨金矿的矿权范围在阿散蒂金矿成带南部的东缘，走向长约 70 公里，是加纳拥有矿权面积最大的大型黄金企业。公司全资子公司瀚丰矿业为锌铅铜钼多金属矿业企业，瀚丰矿业所在的“吉林天宝山—开山屯”区域为重要矿产资源重点勘查区，该区域成矿地质条件优越，是多金属矿化集中区。

公司各个矿山均制定了资源勘探、产能和产量提升的计划，矿山扩产计划具有较高的可见性和确定性，并通过勘探活动持续实现资源储备增量。另一方面，公司同时将资源提升的重点放在寻找和收购合适、优质的资产方面，以保持持续增长。公司具备丰富的海外并购经验，在识别具有协同效应的并购目标、执行交易以及整合全球业务方面拥有良好的记录，并已经形成了一套成熟的决策及执行体系。

公司同样着眼于矿山并购，持续通过高质量黄金资产的境内外并购，增加资源量和储量并提升产量，实现持续稳定增长。港股上市所得款项净额约 40% 预期将于未来三年用于在采矿业发展成熟、采矿业政策环境稳定的国家（优先选择大洋洲、西非、东欧及北欧、中亚等政治经济环境稳定、相对较低风险的国家或地区）优先收购具有一定规模及优质的矿业资产（最好拥有露天矿山，主要关注露天矿生产资产或接近投产的棕地项目）。

2025 年 3 月 31 日，公司控股子公司洱源锦泰矿业开发有限责任公司取得由云南省自然资源厅颁发的溪灯坪金矿采矿许可证，生产规模为 60 万吨/年，该采矿许可证的取得有利于进一步增强公司黄金资源保障能力和开采规模。

图表8：公司矿产金产量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3 上行趋势不改，黄金大时代来临

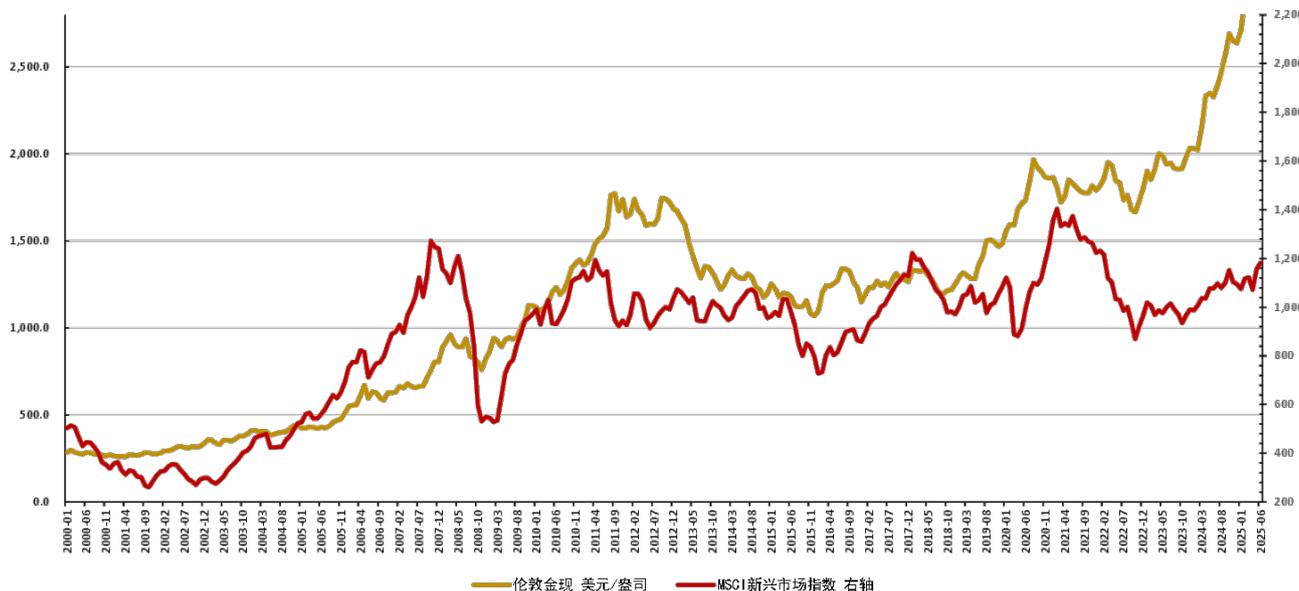
黄金大时代来临，上行趋势可能延续。2025 年黄金虽然已经录得较大的涨幅，但是我们认为本轮的上涨还未结束，影响黄金价格的本质是美国政府的赤字率，以及逆全球化带来的美债配置需求。详细行业观点见我们之前发布的《黄金：继续看涨至 3500 美金以上》。

和美债相似的波动率、相似的流动性以及无信用风险特征给予了黄金替代美债的基础。中美关系的变化以及特朗普关税政策给予了黄金替代美债的动力，这也造就了目前黄金市场中边际交易者发生了巨大的变化。

#### 3.1 2022 年至今，黄金市场最重要的变动是边际交易者的变化

黄金某种意义上可以看作新兴市场的低贝塔投资品。过去十年，新兴市场创造了全球三分之二的 GDP 增长。国家层面而言，金砖国家作为重要的制造国以及资源国，对西方国家有着相当可观的贸易顺差，贸易顺差获得美元之后部分转换为黄金，产生了对黄金的需求，同时国家经济的发展推动了发展中国家民间对黄金的需求。因此如下图可以看到，黄金价格和新兴市场发展的高度相关性。

图表9：黄金某种意义上可以看作新兴市场的低贝塔投资品



资料来源：Wind，中邮证券研究所

西方发达国家与新兴市场完全不同，投资的影响力在趋弱甚至失效。西方投资者的需求与金价之间曾经存在的紧密联系——实际利率框架，在 2022 年之后已经消失不见。在黄金不断新高的局面下，黄金 ETF 的持有量反而在下降：尽管 2024 年 9 月之后，黄金 ETF 出现一定的净流入，但自 2022 年 4 月-2024 年 7 月，ETF 黄金净流出量达到 730 吨左右，持仓量下降了

19%。简单根据 ETF 持仓量进行推导，如果市场还停留在过去的实际利率框架，目前的伦敦金价应该在 1600 美元/盎司左右。

2025 年，随着金价继续上行至 3000 美金以上，黄金 ETF 开始了净流入，根据世界黄金协会，从 2024 年 12 月至 2025 年 4 月，全球黄金 ETF 净流入了超过 340 吨，同比提升了 10.6%，但如果关注美国实际利率，其依然在 2% 左右徘徊，没有出现下行趋势。这是因为在黄金价格不断新高的局面之下，以往根据实际利率来投资黄金的交易者框架同样出现了动摇，ETF 资金买入黄金也成为了金价在 2025 年 4 月出现高点强大助力。

**图表10：ETF 持有量和金价的关系 2022 年后开始脱节**    **图表11：ETF 持仓量依然跟随美国实际利率**



资料来源：世界黄金协会，Wind，中邮证券研究所

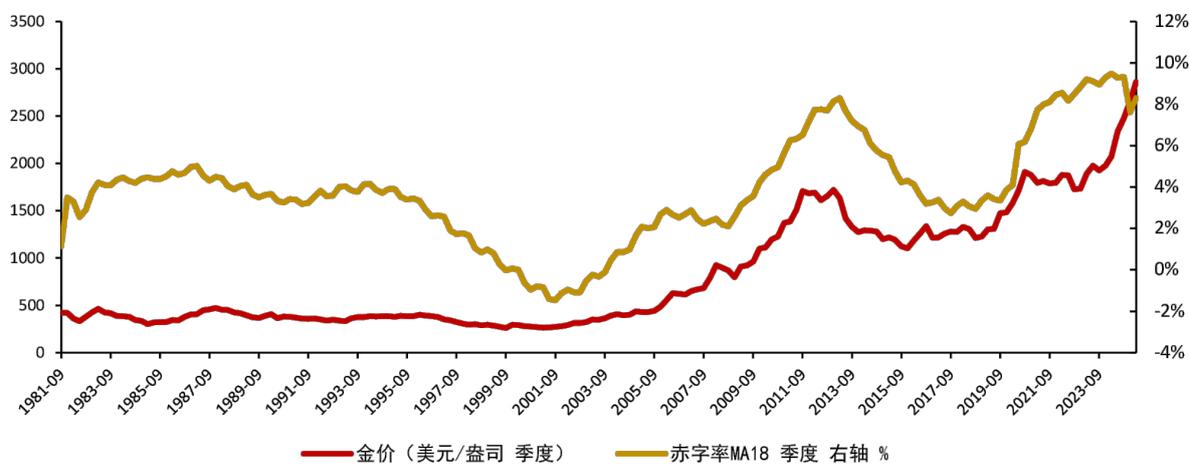
资料来源：世界黄金协会，Wind，中邮证券研究所

### 3.2 赤字率和黄金的关系在 2025 年依然存在

黄金的本质之一是对货币信用的定价。

我们在之前的报告中一直用赤字率对货币信用进行衡量。这个逻辑目前仍不会变，尽管市场中部分投资者认为 2025 年美国赤字率不会再有继续上升的空间，原因是由于 DOGE 的成立，亦或是特朗普结束地缘政治的预期。但我们认为只要减税政策实质发生，美国的赤字率不会有太大的下降空间。而赤字率只要不下降，美债的供给就不会下降，这是黄金对美债进行替代的逻辑中非常重要的一环。

图表12：赤字率与黄金的关系依然稳固



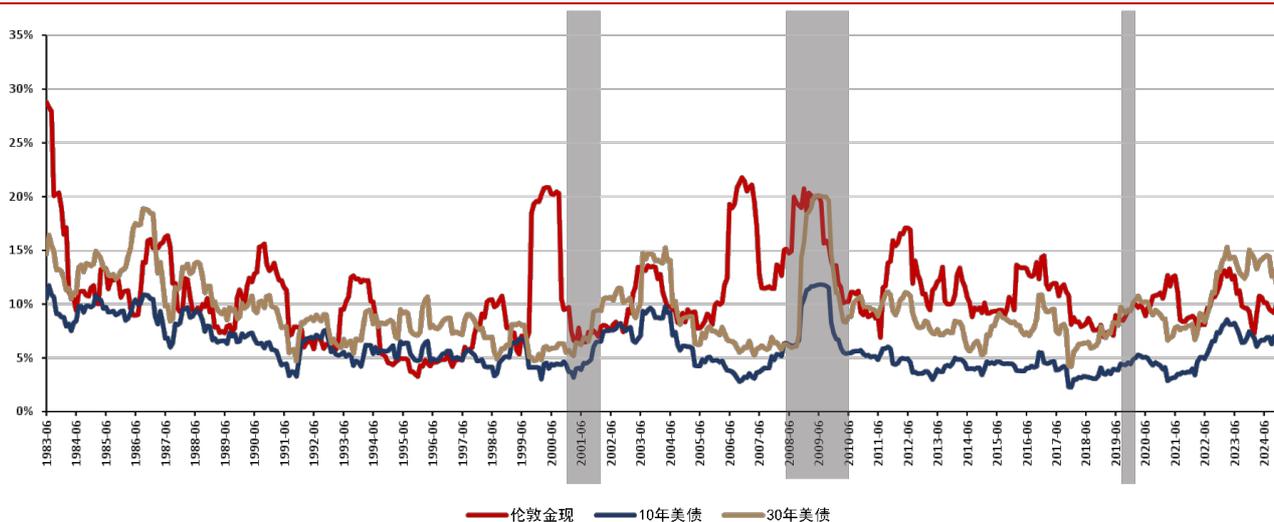
资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 3.3 供给压力：黄金远小于美债，且需求端更稳健

黄金在一定程度上和债券类似（波动性类似、流动性足够且没有任何信用风险），是美国长期国债的潜在替代品，最近 2 年的波动率介于十年美债和三十年美债之间。

下图为黄金、美国十年期国债、美国三十年期国债的滚动年化波动率，1983 年 6 月-2024 年 12 月。

图表13：黄金和长期国债具有相当类似的波动率



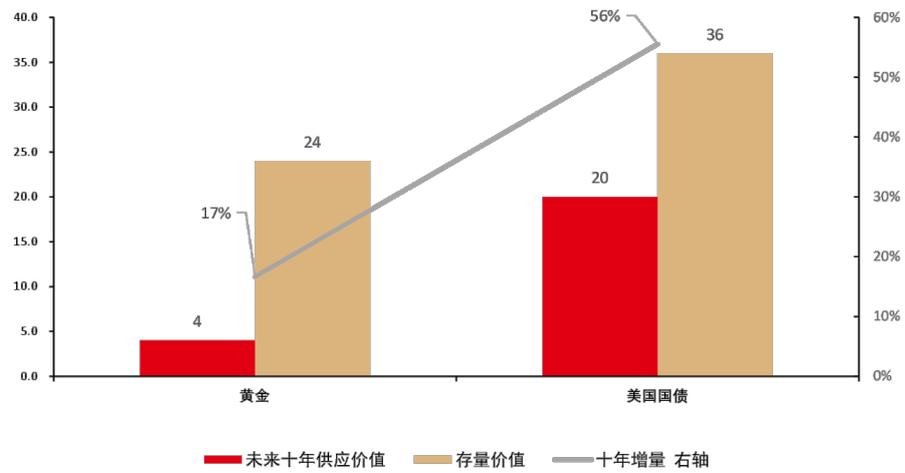
资料来源：标普，Wind，中邮证券研究所

黄金对美债的替代来源于本质还是来源于信用，部分是来自于上文的赤字率，同时也来源于地缘政治不稳局面下的大类资产配置多元化，比如俄罗斯资产被冻结以及存在被没收的风险。

信用的角度而言，在财政主导的时代，美国的赤字率难以下降，那么美债的供给就会持续存在压力。2023 年，美国财政赤字为 1.78 万亿，2024 年美国财政赤字超过了 2 万亿。赤字需要发行债券来为其融资。因此未来十年内，假设赤字不再增长（最极端保守的情况），那么除了到期的美国国债外，美国还将额外发行约 20 万亿美元的新国债。以上，美债的供给端存在巨大的刚性，平均每年 2 万亿美元的缺口需要其进行弥补；而需求端，在特朗普“以邻为壑”的关税政策之下，可能造成未来中日欧等经济体的逆差化，从而在美债的边际需求端造成负面的影响。

黄金每年同样在被不断开采，但在供给压力上会小一些。黄金年产量在 3600 吨左右，按照目前 3400 美元/盎司的价格计算，每年矿产金的价值在 3935 亿美元左右。根据世界黄金协会，截至 2023 年末，世界开采的黄金不到 22 万吨，价值总量大约 24 万亿美元。假设产量稳定，未来 10 年开采的黄金价值预计仅有不足 4 万亿美元，未来十年的增量在 17% 左右。相比于 20 万亿美元左右的国债——50% 以上增量而言，供给端压力较小。

图表14: 供给而言, 黄金相比美债具备相对优势 (万亿美元)



资料来源: Wind, 世界黄金协会, 中邮证券研究所

综上, 我们认为黄金作为大类资产配置中的重要品种, 其和美债具有相似的波动率、流动性以及低信用风险, 同时在供应端具备刚性, 黄金替代美债的大逻辑下, 黄金走牛仍存在较大的可能性。

## 4 盈利预测与投资建议

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 33.64/39.15/43.06 亿元，YOY 为 90.64%/16.39%/9.98%，对应 PE 为 15.93/13.68/12.44，维持“买入”评级。

## 5 风险提示

公司项目进度不及预期，公司生产成本超预期上行，黄金价格大幅下跌等。

**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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	9026	13002	14030	15025	营业收入	25.0%	44.0%	7.9%	7.1%
营业成本	5069	5915	5984	6309	营业利润	133.8%	102.5%	15.9%	9.7%
税金及附加	473	689	744	796	归属于母公司净利润	119.5%	90.6%	16.4%	10.0%
销售费用	0	1	1	2	<b>获利能力</b>				
管理费用	492	650	702	751	毛利率	43.8%	54.5%	57.3%	58.0%
研发费用	64	104	112	120	净利率	19.5%	25.9%	27.9%	28.7%
财务费用	155	33	-22	-93	ROE	22.3%	30.7%	27.6%	24.2%
资产减值损失	-5	-4	-4	-4	ROIC	15.8%	23.1%	20.8%	18.3%
<b>营业利润</b>	<b>2824</b>	<b>5719</b>	<b>6628</b>	<b>7267</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	47.3%	43.7%	40.1%	37.2%
营业外支出	6	5	5	5	流动比率	1.58	2.34	3.05	3.67
<b>利润总额</b>	<b>2819</b>	<b>5715</b>	<b>6624</b>	<b>7263</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	833	1714	1987	2179	应收账款周转率	16.40	17.47	15.00	14.97
<b>净利润</b>	<b>1986</b>	<b>4000</b>	<b>4637</b>	<b>5084</b>	存货周转率	2.05	2.15	2.01	2.05
归母净利润	1764	3364	3915	4306	总资产周转率	0.46	0.57	0.50	0.45
每股收益(元)	0.93	1.77	2.06	2.27	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.93	1.77	2.06	2.27
货币资金	2747	7221	12516	18218	每股净资产	4.17	5.76	7.47	9.35
交易性金融资产	10	15	20	25	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	587	934	1003	1070	PE	30.36	15.93	13.68	12.44
预付款项	276	355	359	379	PB	6.77	4.89	3.77	3.01
存货	2540	2957	2990	3151	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>6404</b>	<b>11943</b>	<b>17412</b>	<b>23427</b>	净利润	1986	4000	4637	5084
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	-444	-67	-154
无形资产	6319	5798	5277	4756	其他	52	-21	12	38
<b>非流动资产合计</b>	<b>13924</b>	<b>13623</b>	<b>13254</b>	<b>12773</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3268</b>	<b>4993</b>	<b>6151</b>	<b>6650</b>
<b>资产总计</b>	<b>20329</b>	<b>25565</b>	<b>30666</b>	<b>36200</b>	资本开支	-1520	-1205	-1205	-1206
短期借款	1108	1408	1708	2008	其他	561	168	116	125
应付票据及应付账款	685	822	831	876	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-958</b>	<b>-1037</b>	<b>-1090</b>	<b>-1081</b>
其他流动负债	2258	2878	3176	3491	股权融资	167	236	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>4051</b>	<b>5108</b>	<b>5715</b>	<b>6375</b>	债务融资	-521	955	1020	1020
其他	5554	6066	6586	7106	其他	-743	-685	-786	-887
<b>非流动负债合计</b>	<b>5554</b>	<b>6066</b>	<b>6586</b>	<b>7106</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1097</b>	<b>507</b>	<b>234</b>	<b>133</b>
<b>负债合计</b>	<b>9605</b>	<b>11173</b>	<b>12301</b>	<b>13481</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1242</b>	<b>4474</b>	<b>5295</b>	<b>5702</b>
股本	1664	1900	1900	1900					
资本公积金	627	627	627	627					
未分配利润	5427	7726	10390	13320					
少数股东权益	2806	3443	4165	4943					
其他	199	696	1283	1929					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10723</b>	<b>14392</b>	<b>18365</b>	<b>22719</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>20329</b>	<b>25565</b>	<b>30666</b>	<b>36200</b>					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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