

赤峰黄金（600988.SH）——半年报点评

上半年量减价增，下半年有望迎量价齐增

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 52.72 亿元，同比+25.64%；实现归母净利润 11.07 亿元，同比+55.79%。公司 25Q2 实现营收 28.65 亿元，同比+22.31%，环比+19.01%；实现归母净利润 6.23 亿元，同比+22.25%，环比+28.97%。

产销量数据方面：上半年，公司实现黄金产量 6.75 吨，同比-10.56%，实现黄金销量 6.76 吨，同比-10.91%。其中 25Q1/Q2 分别实现产量 3.34/3.41 吨，Q2 环比+2.10%，25Q1/Q2 分别实现销量 3.33/3.43 吨，Q2 环比+3.00%。公司调整了全年黄金产量目标为 16.0 吨（+5.54%），上半年完成了全年产量指引 42%，意味着下半年将加大生产力度，争取追回全年产量目标。公司下半年黄金业务有望迎来量价齐增，业绩值得期待。

售价和成本方面：上半年，公司黄金售价为 699.95 元/克，同比+41.42%。成本方面，上半年，公司黄金单位营业成本 319.06 元/克，同比+11.88%，单位全维持成本 355.41 元/克，同比+34.28，矿产金单位成本上升幅度较大主要原因是金星瓦萨矿产金单位成本同比上升幅度较大。

公司持续推进矿山重点开发建设项目：1) 五龙矿业全系列(2000 吨/日+1000 吨/日)生产线已实现正式投产。2) 吉隆矿业新增 6 万吨/年地下开采项目(一、二采区)完成初步设计与安全设施设计修订稿报审，新建 6 万吨/年地下开采项目(五、六矿段)获核准批复。3) 华泰矿业一采区新增 3 万吨/年产能建设项目正在准备申报材料；五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目于 2024 年 11 月开工建设。4) 锦泰矿业二期项目完成探矿权转采矿权法定程序；二期 78 万吨/年建设项目正在准备申报材料。5) 万象矿业卡农铜矿露天采矿工程已正式启动建设。6) 金星瓦萨通过重启和优化 DMH 露天坑开采，提高配矿，增加矿石供应量，进一步夯实产量基础。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；生产成本大幅上涨；资产减值超预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 128.85/147.36/170.67(原预测 120.31/135.76/151.20)亿元，同比分别为 42.8%/14.4%/15.8%；归母净利润分别为 30.94/36.02/42.14(原预测 29.43/32.71/36.00)亿元，同比增速分别为 75.4%/16.4%/17.0%；摊薄 EPS 分别为 1.63/1.90/2.22，当前股价对应 PE 为 14.9/12.8/11.0X。考虑到公司坚定国际化发展步伐，黄金产量有望持续增长，对金价享有较高的利润弹性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,221	9,026	12,885	14,736	17,067
(+/-%)	15.2%	25.0%	42.8%	14.4%	15.8%
净利润(百万元)	804	1,764	3,094	3,602	4,214
(+/-%)	78.2%	119.5%	75.4%	16.4%	17.0%
每股收益(元)	0.48	1.06	1.63	1.90	2.22
EBIT Margin	20.1%	32.4%	41.0%	41.6%	42.0%
净资产收益率(ROE)	13.1%	22.3%	30.7%	28.6%	27.1%
市盈率(PE)	50.3	22.9	14.9	12.8	11.0
EV/EBITDA	17.4	12.0	8.3	7.4	6.5
市净率(PB)	6.58	5.11	4.58	3.67	2.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.32 元
总市值/流通市值	46218/44898 百万元
52 周最高价/最低价	32.66/15.55 元
近 3 个月日均成交额	1414.36 百万元

市场走势



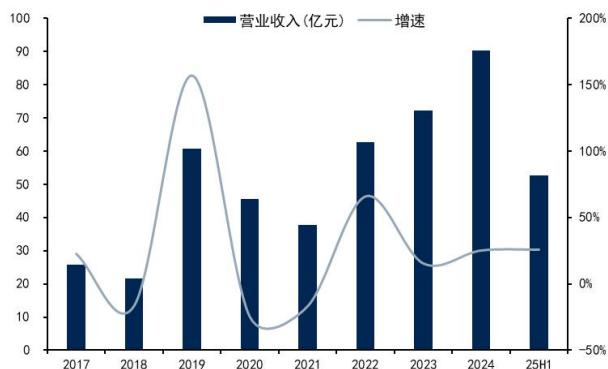
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《赤峰黄金（600988.SH）年报点评：降本控费效果明显，量价齐增兑现高利润弹性》——2025-03-31
《赤峰黄金（600988.SH）三季报点评：前三季度黄金产量持续提升，成本持续优化》——2024-10-31
《赤峰黄金（600988.SH）半年报点评：二季度黄金量价齐增，兑现高利润弹性》——2024-09-02
《赤峰黄金（600988.SH）-产量持续提升，成本稳步下降》——2024-03-31
《赤峰黄金（600988.SH）—2023 年三季报点评-受恶劣天气影响，三季度业绩小幅下滑》——2023-10-30

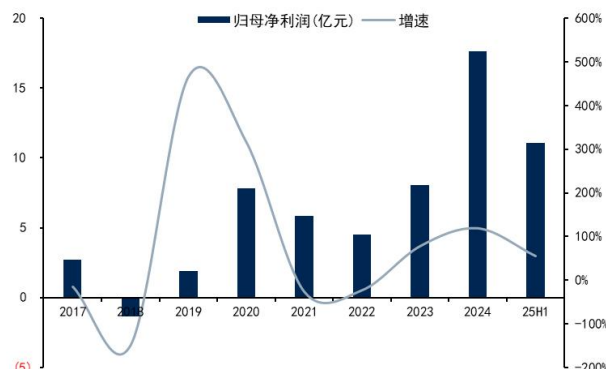
公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 52.72 亿元，同比+25.64%；实现归母净利润 11.07 亿元，同比+55.79%；实现扣非净利润 11.12 亿元，同比+73.98%；实现经营活动净现金流 16.13 亿元，同比+12.39%。公司 25Q2 实现营收 28.65 亿元，同比+22.31%，环比+19.01%；实现归母净利润 6.23 亿元，同比+22.25%，环比+28.97%；实现扣非净利润 6.24 亿元，同比+43.55%，环比+27.73%；公司此前已发布业绩预告，实际业绩居于预告的中间值。

图1：公司营业收入及增速



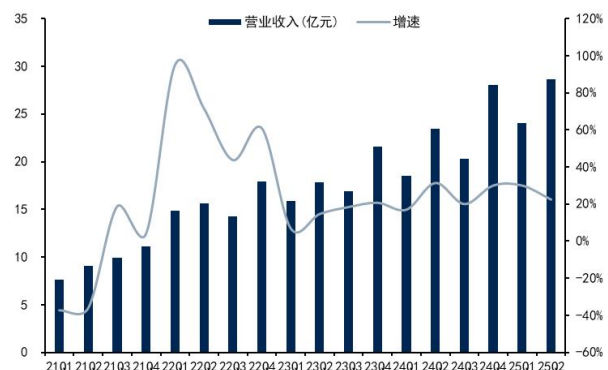
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



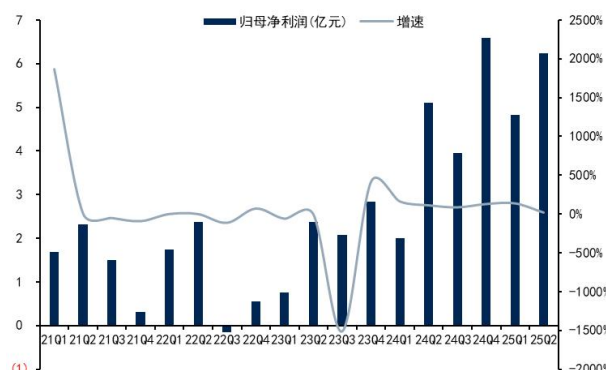
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



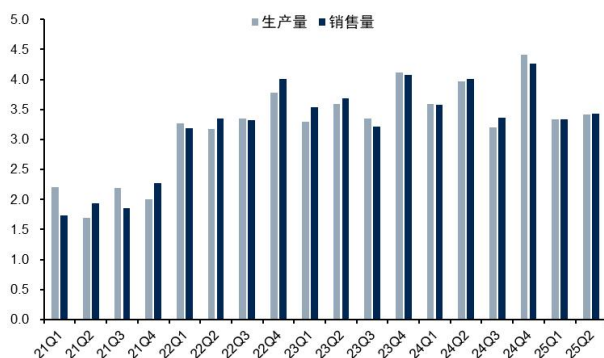
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产销量数据方面：上半年，公司实现黄金产量 6.75 吨，同比-10.56%，实现黄金销量 6.76 吨，同比-10.91%。其中 25Q1/Q2 分别实现产量 3.34/3.41 吨，Q2 环比+2.10%，25Q1/Q2 分别实现销量 3.33/3.43 吨，Q2 环比+3.00%。公司黄金产量每年有明显季节性变化，通常二季度是生产旺季，但是受掘进工程项目和低品位矿石处理量增加导致入选品位有所降低及雨季提前影响境外矿山采矿量等因素，Q2 产量仍略微不及预期。基于此，公司调整了全年黄金的产量目标，由年初的 16.7 吨(+10.16%)调整为 16.0 吨(+5.54%)，上半年完成了全年产量指引 42%，意味着下半年将加大生产力度，争取追回全年产量目标。公司下半年黄金业务有望迎来量价齐增，业绩值得期待。

售价和成本方面：上半年，公司黄金售价为 699.95 元/克，同比+41.42%，相较于上半年沪金均值为 723.94 元/克，折扣率仅 3%，由于金星瓦萨有金属流业务，即

金星瓦萨黄金产量的 10.5%按黄金现货价格的 20%销售,考虑上这个因素之后公司上半年黄金售价兑现度高。成本方面,上半年,公司黄金单位营业成本 319.06 元/克,同比+11.88%,单位全维持成本 355.41 元/克,同比+34.28,上半年矿产金单位成本上升幅度较大主要原因是金星瓦萨矿产金单位成本同比上升幅度较大,主要原因:1) 金价上涨带来主营业务收入增加,且可持续发展税税率自 2025 年 4 月起从 1%增至 3%,计税基础的增加及税率的上升综合导致资源税及可持续发展税同比增加;2) 金星瓦萨新增采矿作业单位,为保证全年的出矿量及后续生产增加了前期投入,生产性钻探、掘进及采矿等运营成本相应增加;3) 矿石入选品位的降低叠加雨季提前的影响,金星瓦萨产销量同比下降。

图5: 公司矿产金单季产销量(吨)



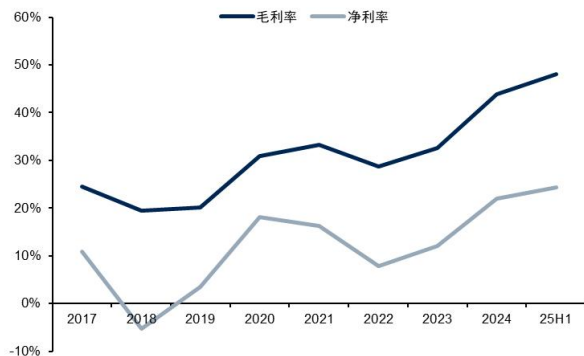
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产金单季单位销售成本(元/克)



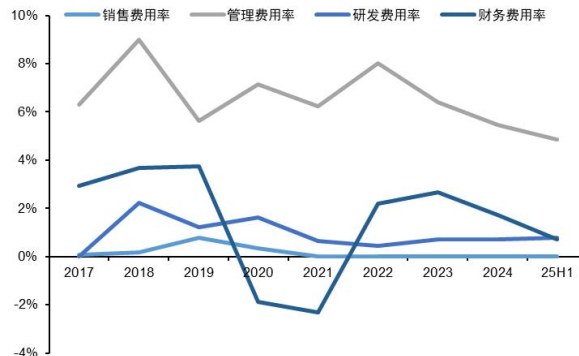
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面: ①截止至 2025 年半年度,公司资产负债率为 37.19%;在手货币资金 51.25 亿元,同比+95.86%;在手存货 27.62 亿元,同比+15.75%;公司现金流充裕;②期间费用方面,公司 2025 年上半年销售费用约 19.04 万元,同比-23.76%;管理费用约 2.55 亿元,同比+17.12%;研发费用约 4102 万元,同比+21.93%;财务费用约 3742 万元,同比-51.19%。

公司持续推进矿山重点开发建设项目: 1) 五龙矿业全系列(2000 吨/日+1000 吨/日)生产线已实现正式投产,预计年内达到满产能力。2) 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/年地下开采项目(包

括阳坡西在内的一、二采区)完成初步设计与安全设施设计修订稿报审,新建6万吨/年地下开采项目(五、六矿段)获核准批复,林草地手续进入市/自治区终审流程。3)华泰矿业一采区新增3万吨/年产能建设项目正在准备申报材料,申请自治区发改委的立项核准;五采区新增3万吨/年地下开采扩建项目于2024年11月开工建设,预计将于今年起逐步贡献增量产能。4)锦泰矿业二期项目已于2025年3月31日取得采矿许可证,完成探矿权转采矿权法定程序;二期78万吨/年建设项目正在准备申报材料,申请省发改委的立项核准。5)万象矿业卡农铜矿露天采矿工程已正式启动建设,该项目将成为公司重要利润增长点之一。6)金星瓦萨通过重启和优化 DMH 露天坑开采,提高配矿,增加矿石供应量,进一步夯实产量基础。

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司2025-2027年营收分别为128.85/147.36/170.67(原预测120.31/135.76/151.20)亿元,同比分别为42.8%/14.4%/15.8%;归母净利润分别为30.94/36.02/42.14(原预测29.43/32.71/36.00)亿元,同比增速分别为75.4%/16.4%/17.0%;摊薄EPS分别为1.63/1.90/2.22,当前股价对应PE为14.9/12.8/11.0X。考虑到公司坚定国际化发展步伐,黄金产量有望持续增长,生产成本存在下降空间,对金价享有较高的利润弹性,维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1662	2747	4379	7074	10173	营业收入	7221	9026	12885	14736	17067
应收款项	609	683	976	1116	1292	营业成本	4869	5069	6285	7098	8155
存货净额	2407	2540	3347	3817	4439	营业税金及附加	389	473	709	810	939
其他流动资产	187	423	604	691	800	销售费用	1	0	1	1	2
流动资产合计	4895	6404	9315	12707	16714	管理费用	461	492	1042	1116	1209
固定资产	6414	7077	7706	8157	8546	研发费用	52	64	90	103	119
无形资产及其他	6525	6319	5792	5266	4739	财务费用	193	155	103	118	137
投资性房地产	509	524	524	524	524	投资收益	14	79	(120)	0	0
长期股权投资	373	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	68	21	(80)	30	30
资产总计	18718	20329	23341	26657	30527	其他收入	6	(6)	687	467	467
短期借款及交易性金融负债	1192	1507	1100	1000	800	营业利润	1208	2824	5141	5985	7002
应付款项	552	685	902	1028	1196	营业外净收支	(2)	(5)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	1978	1860	2543	2901	3373	利润总额	1206	2819	5139	5983	7000
流动负债合计	3722	4051	4545	4930	5369	所得税费用	335	833	1542	1795	2100
长期借款及应付债券	1422	600	600	600	600	少数股东损益	67	222	504	586	686
其他长期负债	5031	4955	4955	4955	4955	归属于母公司净利润	804	1764	3094	3602	4214
长期负债合计	6453	5554	5554	5554	5554	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10176	9605	10100	10484	10924	净利润	804	1764	3094	3602	4214
少数股东权益	2390	2806	3159	3569	4050	资产减值准备	4	5	1	0	0
股东权益	6152	7917	10083	12604	15554	折旧摊销	1465	1239	1478	1545	1607
负债和股东权益总计	18718	20329	23341	26657	30527	公允价值变动损失	71	26	(80)	30	30
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	195	170	103	118	137
每股收益	0.48	1.06	1.63	1.90	2.22	营运资本变动	(721)	(520)	(378)	(212)	(268)
每股红利	0.09	0.16	0.49	0.57	0.67	其它	581	754	352	410	480
每股净资产	3.70	4.76	5.31	6.63	8.18	经营活动现金流	2203	3268	4466	5375	6063
ROIC	13%	18%	30%	37%	43%	资本开支	(1742)	(1520)	(1500)	(1500)	(1500)
ROE	13%	22%	31%	29%	27%	其它投资现金流	(29)	561	0	0	0
毛利率	33%	44%	51%	52%	52%	投资活动现金流	(1771)	(958)	(1500)	(1500)	(1500)
EBIT Margin	20%	32%	41%	42%	42%	权益性融资	18	167	0	0	0
EBITDA Margin	40%	46%	52%	52%	51%	负债净变化	(92)	(822)	0	0	0
收入增长	15%	25%	43%	14%	16%	支付股利、利息	(146)	(266)	(928)	(1081)	(1264)
净利润增长率	78%	119%	75%	16%	17%	其它融资现金流	(8)	(175)	(407)	(100)	(200)
资产负债率	67%	61%	57%	53%	49%	融资活动现金流	(228)	(1097)	(1335)	(1181)	(1464)
股息率	0.4%	0.7%	2.3%	2.7%	3.1%	现金净变动	222	1242	1632	2695	3099
P/E	50.3	22.9	14.9	12.8	11.0	货币资金的期初余额	1053	1275	2747	4379	7074
P/B	6.6	5.1	4.6	3.7	3.0	货币资金的期末余额	1275	2517	4379	7074	10173
EV/EBITDA	17.4	12.0	8.3	7.4	6.5	企业自由现金流	582	1387	3299	4126	4857
						权益自由现金流	720	866	2811	3974	4633

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032