

赤峰黄金半年报点评：量减价增，业绩延续高增



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

投资要点:

2025年8月23日，赤峰黄金发布半年报，披露上半年经营业绩。得益于上半年金价的强势表现，公司业绩延续亮眼表现。2025年H1，公司实现营业收入52.72亿元，同比增长25.64%；实现归属于上市公司股东的净利润11.07亿元，同比增长55.79%；经营活动产生的现金流量净额16.13亿元，同比增长12.39%。

上半年黄金产销表现不及预期。上半年公司矿产金产量6.75吨，较2024年同期水平下滑10.56%；矿产金销量6.76吨，同比下滑10.91%。Q2季度矿产金产量3.42吨，环比增长2.28%。黄金产量不及预期原因主要为以下几点：第一，核心矿山新增作业单元，掘进工程项目推进扰动黄金产出；第二，雨季提前来临影响境外矿山产量；第三，低品位矿石处理量增加导致入选品位有所降低。参考上年产出，公司小幅下调全年黄金产销目标至16吨。随着各矿区结合外部条件动态优化入选矿石品位，叠加作业条件改善及技改项目逐批落地，下半年预期为公司矿产金产量追赶周期，业绩表现依旧值得期待。

矿产金成本有所上行。矿产金业务销售成本319.06元/克，同比上涨11.78%，全维持成本355.41元/克，同比上涨34.28%。拆解来看，国内矿山成本抬升水平整体可控，销售成本179.92元/克、全维持成本271.42元/克，同比增速分别为6.49%、19.06%；万象矿业是公司降本重点发力矿区，销售成本1432.58美元/盎司，同比下降3.84%，全维持成本1527.67美元/盎司，同比增长24.62%；公司单位成本抬升主要系金星瓦萨矿区成本升幅较大，销售成本1702.61美元/盎司，同比上行31.9%，全维持成本1788.09美元/盎司，同比上行51.82%，主要原因为以下三点：第一，受矿石入选品位的降低叠加雨季提前的影响，矿山黄金产量下滑；第二，上半年金星瓦萨新增采矿作业单元，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；第三，加纳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。

探矿增储工作成效显著。万象矿业于6月底完成的第一阶段资源勘探工作取得重大突破，SND项目首次发现大规模斑岩型金铜矿体，初步探明资源量为1.315亿吨，金当量品位0.81克/吨，含金当量金属量106.9吨，为后续规模化开发奠定基础。国内矿山方面，吉隆矿业完成一宗采矿权深部扩界，将在既有勘查成果和基础上，继续开展外围及井下深部勘查；五

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

投资评级：增持（下调）

股票信息

总股本(百万股)	1,900.41
流通A股/B股(百万股)	1,663.91/0.00
资产负债率(%)	37.19
每股净资产(元)	6.11
市净率(倍)	3.98
净资产收益率(加权)	11.23
12个月内最高/最低价	32.66/15.55

注：数据更新日期截止2025年08月22日

市场表现



相关报告

赤峰黄金：厚积薄发，行稳致远

2025.07.30

龙矿业持续加快矿权整合，所取得新证勘查面积为 1.0705 平方公里，矿权面积一步扩展。

重点工程稳步推进。吉隆矿业 27 号箕斗井提升改造已完成，其余项目已按计划陆续启动；五龙矿业完成选厂压滤车间改造，处理能力稳定提升至 3000 吨/天，新尾矿库建设工作同步推进；华泰矿业一采区复工项目完成可研报告，五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目基建工程有序开展；锦泰矿业一期工程顺利推进，预计年底完成回采，二期工程已完成项目勘查和探转采工作，待前期手续完成后可进入开发建设阶段；万象矿业的卡农铜矿露天采矿项目顺利开工，难选冶金矿处理领域自主研发的一项新提金工艺获国家知识产权局发明专利授权，矿区资源利用率有望进一步提升；金星矿业矿区中段 Benso 区新增 4 个露天采坑，充填系统恢复顺利，预计三季度可达满负荷运行，布朗神父项目露天转地采的可行性研究更新及排水方案设计工作完成，下半年可启动排水与地表基础设施恢复工程，预期在年底前进入地采开拓阶段。

美联储降息路径逐步清晰。7 月美国就业数据超预期下行是美联储货币政策调整的重要事件节点，当月非农就业人数新增 7.3 万，远低于市场预期值 11 万人，同时大幅下修了 5 月、6 月就业数据，其中 5 月下修 12.5 万人至 1.9 万人，6 月下修 13.3 万人至 1.4 万人。显示在特朗普政府关税、移民、政府裁员等一系列激进政策的影响下，美国劳动力市场正在迅速降温，经济基本面正在转入低速挡。2025 年 8 月 22 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔经济研讨会发表演讲，再次重点强调了经济前景尤其就业市场风险，同时表达关税水平抬升对于通胀影响有限。综合通胀及就业数据表现，预期美联储 9 月再次启动降息，年内兑现 2-3 次降息操作的可能性较高。

作为金融属性最强的大宗商品之一，降息预期升温、流动性边际转宽将使金价重获上行驱动。且参考历史规律，其价格拐点通常领先于美联储货币政策调整节点形成，在预防式降息周期中，领先幅度通常为 1-2 个月。伴随 9 月降息节点临近，短期内美联储货币政策调整将接棒关税，成为黄金市场交易主逻辑，金价预计震荡上行。

虽然 7 月非农就业数据预冷，但是关税对于经济基本面的影响尚属有限，美联储进行降息更多为前置性操作，即预防式降息操作，参考过去数轮预防式降息周期中黄金市场表现，受限于降息幅度及周期跨度，金价区间涨幅通常有限。**提示在关税与地缘风险边际缓和、避险需求退潮的背景下，黄金市场缺乏其余上行推动力，我们判断年内金价很难突破前期高点。**

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 119.71 亿元、141.04 亿元、152.79 亿元；归母净利润分别为 28.14 亿元、36.26 亿元、41.28 亿元，当前公司股价对应 PE 分别为 17.04 倍、13.23 倍、11.62 倍，参考可比公司并结合公司业绩表现，我们给予公司增持评级。

风险提示：重点工程进度不及预期、金价超预期调整等

主要财务数据及预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,221	9,026	11,971	14,104	15,279
(+/-)YoY(%)	15.2%	25.0%	32.6%	17.8%	8.3%
净利润(百万元)	804	1,764	2,814	3,626	4,128
(+/-)YoY(%)	78.2%	119.5%	59.5%	28.9%	13.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.93	1.48	1.91	2.17
毛利率(%)	32.6%	43.8%	48.3%	51.8%	53.7%
净资产收益率(%)	13.1%	22.3%	27.4%	27.3%	24.7%

资料来源:公司年报(2023-2024)

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测表

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	4,895	6,404	9,238	12,744	16,664	
货币资金	1,662	2,747	4,829	7,792	11,432	
应收及预付	597	864	972	1,130	1,215	
存货	2,407	2,540	3,099	3,408	3,544	
其他流动资产	229	253	338	414	473	
非流动资产	13,822	13,924	14,366	14,688	14,848	
长期股权投资	373	4	5	7	8	
固定资产	5,822	6,400	6,819	7,080	7,183	
在建工程	592	678	678	678	678	
无形资产	6,525	6,319	6,378	6,434	6,487	
其他长期资产	509	524	486	490	492	
资产总计	18,718	20,329	23,604	27,432	31,512	
流动负债	3,722	4,051	4,120	4,291	4,337	
短期借款	850	1,108	508	258	108	
应付及预收	552	685	832	915	951	
其他流动负债	2,320	2,258	2,780	3,118	3,277	
非流动负债	6,453	5,554	6,046	6,246	6,346	
长期借款	1,422	600	1,100	1,300	1,400	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	5,031	4,955	4,946	4,946	4,946	
负债合计	10,176	9,605	10,166	10,537	10,682	
股本	1,664	1,664	1,900	1,900	1,900	
资本公积	928	627	421	421	421	
留存收益	4,015	5,697	8,036	11,038	14,454	
归属母公司股东权益	6,152	7,917	10,279	13,280	16,696	
少数股东权益	2,390	2,806	3,160	3,615	4,134	
负债和股东权益	18,718	20,329	23,604	27,432	31,512	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	7,221	9,026	11,971	14,104	15,279	
营业成本	4,869	5,069	6,184	6,800	7,072	
营业税金及附加	389	473	605	737	791	
销售费用	1	0	1	1	1	
管理费用	461	492	653	769	833	
研发费用	52	64	85	100	108	
财务费用	193	155	52	25	12	
资产减值损失	-4	-5	0	0	0	
公允价值变动收益	-71	-26	0	0	0	
投资净收益	14	79	105	123	134	
营业利润	1,208	2,824	4,500	5,799	6,600	
营业外收支	-2	-5	-3	-4	-4	
利润总额	1,206	2,819	4,496	5,795	6,596	
所得税	335	833	1,329	1,713	1,950	
净利润	871	1,986	3,167	4,082	4,646	
少数股东损益	67	222	353	456	518	
归属母公司净利润	804	1,764	2,814	3,626	4,128	
EBITDA	2,961	4,204	5,799	7,234	8,185	
EPS (元)	0.42	0.93	1.48	1.91	2.17	

资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 07 月 25 日

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	2,203	3,268	4,113	5,179	5,986	
净利润	871	1,986	3,167	4,082	4,646	
折旧摊销	1,500	1,277	1,251	1,414	1,577	
营运资金变动	-283	-46	-249	-223	-120	
其它	115	52	-56	-94	-118	
投资活动现金流	-1,771	-958	-1,580	-1,623	-1,609	
资本支出	-1,722	-1,520	-1,739	-1,740	-1,740	
投资变动	-18	375	-7	-6	-3	
其他	-31	186	166	123	134	
筹资活动现金流	-228	-1,097	-462	-592	-737	
银行借款	270	-564	-100	-50	-50	
股权融资	0	167	30	0	0	
其他	-498	-700	-393	-542	-687	
现金净增加额	222	1,242	2,082	2,963	3,640	
期初现金余额	1,053	1,275	2,517	4,598	7,562	
期末现金余额	1,275	2,517	4,598	7,562	11,202	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	15.2%	25.0%	32.6%	17.8%	8.3%
营业利润增长	41.7%	133.8%	59.3%	28.9%	13.8%
归母净利润增长	78.2%	119.5%	59.5%	28.9%	13.8%
获利能力					
毛利率	32.6%	43.8%	48.3%	51.8%	53.7%
净利率	11.1%	19.5%	23.5%	25.7%	27.0%
ROE	13.1%	22.3%	27.4%	27.3%	24.7%
ROIC	9.3%	15.8%	20.6%	21.6%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	54.4%	47.3%	43.1%	38.4%	33.9%
净负债比率	13.6%	-4.3%	-20.2%	-33.9%	-45.2%
流动比率	1.32	1.58	2.24	2.97	3.84
速动比率	0.62	0.85	1.40	2.07	2.91
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.46	0.54	0.55	0.52
应收账款周转率	16.37	16.40	17.54	16.64	16.00
存货周转率	2.13	2.05	2.19	2.09	2.03
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.93	1.48	1.91	2.17
每股经营现金流	1.16	1.72	2.16	2.73	3.15
每股净资产	3.24	4.17	5.41	6.99	8.79
估值比率					
P/E	56.14	25.58	16.04	12.45	10.93
P/B	7.34	5.70	4.39	3.40	2.70
EV/EBITDA	8.26	6.07	7.32	5.45	4.36

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000