

持续锚定资源增储，黄金业务或迎量价齐升

——赤峰黄金 2025 年半年报点评

核心观点

- **受益于黄金价格强势上涨，公司业绩增长显著。**公司 25H1 实现营业收入 52.72 亿元，同比增长 25.64%，归母净利润 11.07 亿元，同比增长 55.79%。业绩同比明显增长，主要原因在于黄金价格强势上涨，25H1 公司矿产金产量同比下降 10.56%，但矿产金单吨售价较 24 年上涨近 34%，25H1 矿产金毛利率为 54.52%，较 24 年提升 7.56PCT。公司在半年报中调整黄金产销目标至 16 万吨，25H1 已完成全年产量指引的 42%，我们预计 25H2 公司将加大矿产金生产力度，延续业绩增长。
- **聚焦资源储备提升，持续看好公司扩能潜力。**公司不断加大探矿投入与勘查力度，夯实资源保障能力。子公司万象矿业于 2025 年 6 月末完成了 SND 金铜矿项目第一阶段资源勘探工作并编制了首次矿产资源估算报告，据估算可使公司控制的黄金金属总量较 2024 年底增长 15%，缓解市场对公司中期成长性的担忧。此外，公司持续推进采矿、选矿等环节的重点新建或技改项目，例如锦泰矿业二期工程已完成项目勘查和探转采工作；万象矿业卡农铜矿露天采矿项目工程已正式启动建设等。公司持续锚定资源增储核心，产能有望进一步提升，我们持续看好公司扩能潜力。
- **降息预期进一步升温，黄金涨势或将持续，公司盈利有望延续增长。**当地时间 8 月 22 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上指出，尽管通胀仍受关注，但就业市场风险上升可能使美联储在 9 月降息。此前，美国 7 月新增非农就业人数不及预期，5、6 月就业人数也大幅下修，引发市场对美国陷入经济衰退的担忧。根据 Fedwatch Tool 显示，9 月降息概率已提升至 87.2%。降息预期的增长、无风险利率水平的下行预期有利于黄金等贵金属开启新一波上涨行情。我们认为，在黄金涨势中期有望持续、公司继续资源增储产能有望提升的预期下，矿产金板块利润或继续增厚，盈利有望延续增长。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2025 年半年报，我们做出上调矿产金等相关产品销量和售价等调整，预测公司 2025-2027 年每股收益为 1.47、1.72、2.04 元（2025-2026 年原预测值为 1.17、1.26 元），根据可比公司 2025 年 22X 的 PE 估值，对应目标价 32.34 元，维持买入评级。

风险提示

公司矿产金产品的量、价、利润率不及预期的风险、美国二次通胀风险、商品价格波动风险、安全生产和环保风险、境外投资国别风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,221	9,026	11,747	12,928	14,675
同比增长(%)	15.2%	25.0%	30.1%	10.1%	13.5%
营业利润(百万元)	1,208	2,824	4,399	5,147	6,100
同比增长(%)	41.7%	133.8%	55.8%	17.0%	18.5%
归属母公司净利润(百万元)	804	1,764	2,789	3,264	3,870
同比增长(%)	78.2%	119.5%	58.1%	17.0%	18.6%
每股收益(元)	0.42	0.93	1.47	1.72	2.04
毛利率(%)	32.6%	43.8%	49.7%	51.5%	52.9%
净利率(%)	11.1%	19.5%	23.7%	25.3%	26.4%
净资产收益率(%)	14.2%	25.1%	26.1%	21.9%	21.3%
市盈率	59.8	27.3	17.2	14.7	12.4
市净率	7.8	6.1	3.6	2.9	2.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月25日）	25.3元
目标价格	32.34元
52周最高价/最低价	32.45/15.45元
总股本/流通A股（万股）	190,041/184,612
A股市值（百万元）	48,080
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025年08月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	3.56	6.53	-10.22	38.75
相对表现%	-1.86	-1.76	-25.34	4.43
沪深300%	5.42	8.29	15.12	34.32



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
 liuyang3@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860520010002
 香港证监会牌照：BTB487

联系人

黄雨韵 huangyuyun@orientsec.com.cn

相关报告

降本增效显著，国际矿企长坡厚雪：—— 2024-07-11
 赤峰黄金首次覆盖

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2025/8/25	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
紫金矿业	601899	22.21	1.21	1.57	1.79	2.00	18.42	14.15	12.43	11.09	
中金黄金	600489	15.15	0.70	0.97	1.15	1.30	21.69	15.56	13.19	11.64	
山东黄金	600547	31.96	0.66	1.32	1.64	1.88	48.44	24.21	19.53	17.00	
山金国际	000975	18.92	0.78	1.18	1.41	1.82	24.18	16.08	13.39	10.42	
湖南黄金	002155	21.15	0.54	1.35	1.56	1.78	39.04	15.65	13.52	11.86	
西部黄金	601069	19.29	0.32	0.49	0.77	0.94	60.70	39.40	25.03	20.53	
华钰矿业	601020	25.00	0.31	0.62	1.30	2.09	80.93	40.53	19.19	11.95	
	调整后平均						38.81	22.18	15.77	12.71	

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

公司矿产产品的量、价、利润率不及预期的风险。公司相关产品市场若出现大幅波动，则对应的量、价、利润率或不及预期，或造成公司业绩不及预期风险。

美国二次通胀风险。若美国就业数据、通胀数据持续强劲，造成降息预期不断降温，或对贵金属价格产生负面影响，贵金属价格下行或对公司净利润产生负面影响。

商品价格波动风险。公司的盈利水平与商品价格密切相关，影响商品价格波动的因素包括全球供给及需求、远期交易及其它宏观政治经济因素（如地缘政治、局部战争、通货膨胀、利率、汇率、全球经济状况预测等），在这些因素的综合作用下，国际大宗商品市场供求及价格会产生较大波动，由于上述因素具有不可控性，其变化可能对公司的经营构成不利影响。

安全生产和环保风险。由于公司采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡，上述事项的发生可能对公司的业务前景、财务状况及经营业绩造成不利影响。

境外投资国别风险。公司境外投资规模不断增加，境外项目国别政治、经济、文化发展水平差异较大，存在一定的国别政治、政策风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,662	2,747	6,733	9,504	12,797	营业收入	7,221	9,026	11,747	12,928	14,675
应收票据、账款及款项融资	513	587	800	880	999	营业成本	4,869	5,069	5,912	6,276	6,909
预付账款	84	276	228	251	284	销售费用	1	0	0	0	1
存货	2,407	2,540	2,916	3,095	3,408	管理费用	461	492	778	796	892
其他	229	253	285	298	316	研发费用	52	64	73	88	98
流动资产合计	4,895	6,404	10,961	14,028	17,804	财务费用	193	155	20	(18)	(46)
长期股权投资	373	4	4	4	4	资产、信用减值损失	6	3	5	5	5
固定资产	5,822	6,400	7,258	7,979	8,567	公允价值变动收益	(71)	(26)	(20)	(20)	(20)
在建工程	592	678	1,140	1,119	1,101	投资净收益	14	79	51	51	51
无形资产	6,525	6,319	6,107	5,863	5,589	其他	(374)	(470)	(591)	(665)	(747)
其他	509	524	498	495	503	营业利润	1,208	2,824	4,399	5,147	6,100
非流动资产合计	13,822	13,924	15,007	15,460	15,764	营业外收入	1	1	3	3	3
资产总计	18,718	20,329	25,968	29,487	33,569	营业外支出	3	6	16	16	16
短期借款	850	1,108	816	925	949	利润总额	1,206	2,819	4,387	5,135	6,088
应付票据及应付账款	552	685	798	848	933	所得税	335	833	1,316	1,541	1,826
其他	2,320	2,258	2,211	2,256	2,290	净利润	871	1,986	3,071	3,595	4,262
流动负债合计	3,722	4,051	3,825	4,028	4,173	少数股东损益	67	222	282	330	391
长期借款	1,422	600	600	600	600	归属于母公司净利润	804	1,764	2,789	3,264	3,870
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.42	0.93	1.47	1.72	2.04
其他	5,031	4,955	5,032	5,033	5,033						
非流动负债合计	6,453	5,554	5,632	5,632	5,633	主要财务比率					
负债合计	10,176	9,605	9,456	9,660	9,806		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2,390	2,806	3,088	3,418	3,810	成长能力					
实收资本(或股本)	1,664	1,664	1,900	1,900	1,900	营业收入	15.2%	25.0%	30.1%	10.1%	13.5%
资本公积	407	407	3,155	3,155	3,155	营业利润	41.7%	133.8%	55.8%	17.0%	18.5%
留存收益	4,015	5,697	8,220	11,205	14,749	归属于母公司净利润	78.2%	119.5%	58.1%	17.0%	18.6%
其他	66	149	148	148	148	获利能力					
股东权益合计	8,542	10,723	16,512	19,828	23,763	毛利率	32.6%	43.8%	49.7%	51.5%	52.9%
负债和股东权益总计	18,718	20,329	25,968	29,487	33,569	净利率	11.1%	19.5%	23.7%	25.3%	26.4%
						ROE	14.2%	25.1%	26.1%	21.9%	21.3%
						ROIC	9.7%	17.5%	19.9%	17.9%	17.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	54.4%	47.3%	36.4%	32.8%	29.2%
净利润	871	1,986	3,071	3,595	4,262	净负债率	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,567	1,418	1,134	1,282	1,427	流动比率	1.32	1.58	2.87	3.48	4.27
财务费用	193	155	20	(18)	(46)	速动比率	0.62	0.95	2.10	2.71	3.45
投资损失	(14)	(79)	(51)	(51)	(51)	营运能力					
营运资金变动	(619)	7	(590)	(201)	(364)	应收账款周转率	16.4	16.4	16.9	15.4	15.6
其它	204	(219)	119	24	13	存货周转率	1.9	2.0	2.2	2.1	2.1
经营活动现金流	2,203	3,268	3,704	4,629	5,241	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(1,327)	(1,591)	(2,243)	(1,737)	(1,723)	每股指标(元)					
长期投资	(16)	370	0	0	0	每股收益	0.42	0.93	1.47	1.72	2.04
其他	(429)	263	144	31	31	每股经营现金流	1.32	1.96	1.95	2.44	2.76
投资活动现金流	(1,771)	(958)	(2,099)	(1,706)	(1,692)	每股净资产	3.24	4.17	7.06	8.63	10.50
债权融资	(135)	(769)	(26)	0	0	估值比率					
股权融资	81	0	2,985	0	0	市盈率	59.8	27.3	17.2	14.7	12.4
其他	(174)	(329)	(579)	(152)	(256)	市净率	7.8	6.1	3.6	2.9	2.4
筹资活动现金流	(228)	(1,097)	2,380	(152)	(256)	EV/EBITDA	15.1	10.2	8.0	7.0	6.0
汇率变动影响	18	30	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.9	15.0	10.1	8.7	7.4
现金净增加额	222	1,242	3,985	2,771	3,293						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。