

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)	24.81
总股本/流通股本(亿股)	19.00 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	471 / 413
52周内最高/最低价	31.30 / 15.61
资产负债率(%)	47.3%
市盈率	23.19
第一大股东	李金阳

研究所

分析师: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340525070002
Email: yangfengyuan@cnpsec.com
分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

赤峰黄金(600988)

产销量阶段性承压，看好 25H2 业绩继续释放

● 25H1 实现归母净利润 11.07 亿元，Q2 业绩表现亮眼

2025H1 公司实现营收 52.72 亿元，同比增长 25.6%；实现归母净利润 11.07 亿元，同比增长 55.8%；扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润 11.12 亿元，同比增长约 74.0%。其中，2025 年 Q2 实现营收 28.65 亿元，同比增加约 22.3%，与 2025 年 Q1 的 24.07 亿元相比，环比增加 19%；Q2 归母净利润 6.23 亿元，同比增加 22.3%，环比增加 29.0%；扣非归母净利润 6.24 亿元，同比增加 43.6%，环比增加 27.7%。

● 产销量暂时承压，金价上行助力业绩释放

2025H1，公司实现矿产金产量 6.75 吨，同比-10.56%，实现矿产金销量 6.76 吨，同比-10.91%。主要系上半年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，同时雨季提前影响境外矿山采矿量。同时，公司更新 2025 年全年黄金产销量目标为 16.0 吨，2025H1 完成了全年产量的 42%，全年销量的 42%。

2025 H1，公司黄金销售单价为 699.95 元/克，同比增加 41.42%。公司业绩增长主要得益于黄金产品价格同比上升。2025H1，黄金价格强势上涨，不断刷新历史新高。6 月末，伦敦现货黄金定盘价较年初上涨 24.31%，上海黄金交易所 Au9999 黄金收盘价较年初开盘价上涨 24.50%。

● 产销量下降，成本暂时偏高，25H2 有望下行

2025H1 公司营业成本为 27.36 亿元，与上年同期 25.39 亿元相比，同比增加 7.8%。其中矿产金的营业成本为 21.6 亿元，同比-0.32%；毛利率为 54.52%，同比增加 12.14%。

单位成本略有提升：矿产金单位销售成本为 319.06 元/克，与上年同期 285.17 元/克相比，同比增长 11.78%；全维持成本为 355.41 元/克，同比增长 34.28%。2025H1，金星瓦萨矿产金单位成本同比上升幅度较大，全维持成本同比增长 51.82%，主要系公司矿产金产销量下滑导致。预计 2025H2 产销量提升后出现改善。

● 矿山项目建设持续推进，万象矿业助力利润增长

吉隆矿业：新增 6 万吨/年地下开采项目完成初步设计与安全设施设计修订稿报审；新建 6 万吨/年地下开采项目获核准批复。

五龙矿业：五龙选厂全系列（2,000 吨/日+1,000 吨/日）生产线已实现正式投产。

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；五采区基建工程进展顺利。

万象矿业：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；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的利润增长点之一。

● 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 31.01/36.79/41.99 亿元，YOY 为 76%/19%/14%，对应 PE 为 15.21/12.81/11.23。25H2 公司产销量有望恢复，利润环比预计好转。综上，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	12362	13787	15025
增长率(%)	24.99	36.96	11.54	8.97
EBITDA（百万元）	4204.28	6757.68	7776.59	8683.98
归属母公司净利润（百万元）	1764.34	3100.64	3679.42	4198.53
增长率(%)	119.46	75.74	18.67	14.11
EPS(元/股)	0.93	1.63	1.94	2.21
市盈率（P/E）	26.72	15.21	12.81	11.23
市净率（P/B）	5.96	4.39	3.42	2.73
EV/EBITDA	6.07	6.39	5.02	3.95

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)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	9026	12362	13787	15025	营业收入	25.0%	37.0%	11.5%	9.0%
营业成本	5069	5787	6161	6477	营业利润	133.8%	86.6%	18.2%	13.8%
税金及附加	473	655	731	796	归属于母公司净利润	119.5%	75.7%	18.7%	14.1%
销售费用	0	1	1	2	获利能力				
管理费用	492	618	689	751	毛利率	43.8%	53.2%	55.3%	56.9%
研发费用	64	99	110	120	净利率	19.5%	25.1%	26.7%	27.9%
财务费用	155	33	-17	-82	ROE	22.3%	28.9%	26.7%	24.3%
资产减值损失	-5	-4	-4	-4	ROIC	15.8%	21.6%	20.0%	18.3%
营业利润	2824	5272	6229	7088	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	47.3%	44.0%	40.8%	37.9%
营业外支出	6	5	5	5	流动比率	1.58	2.31	2.95	3.56
利润总额	2819	5268	6225	7084	营运能力				
所得税	833	1580	1867	2125	应收账款周转率	16.40	17.13	15.24	15.09
净利润	1986	3687	4357	4959	存货周转率	2.05	2.13	2.06	2.05
归母净利润	1764	3101	3679	4199	总资产周转率	0.46	0.54	0.50	0.46
每股收益(元)	0.93	1.63	1.94	2.21	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.93	1.63	1.94	2.21
货币资金	2747	6999	11949	17545	每股净资产	4.17	5.65	7.25	9.09
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	888	986	1070	PE	26.72	15.21	12.81	11.23
预付款项	276	347	370	389	PB	5.96	4.39	3.42	2.73
存货	2540	2893	3079	3236	现金流量表				
流动资产合计	6404	11589	16920	22848	净利润	1986	3687	4357	4959
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	-398	-173	-152
无形资产	6319	5798	5277	4756	其他	52	-15	14	38
非流动资产合计	13924	13623	13254	12773	经营活动现金流净额	3268	4732	5768	6526
资产总计	20329	25212	30175	35621	资本开支	-1520	-1205	-1205	-1206
短期借款	1108	1408	1708	2008	其他	561	163	114	125
应付票据及应付账款	685	804	856	900	投资活动现金流净额	-958	-1043	-1092	-1081
其他流动负债	2258	2810	3168	3504	股权融资	167	236	0	0
流动负债合计	4051	5022	5732	6412	债务融资	-521	955	1020	1020
其他	5554	6066	6586	7106	其他	-743	-640	-746	-869
非流动负债合计	5554	6066	6586	7106	筹资活动现金流净额	-1097	552	274	151
负债合计	9605	11088	12318	13518	现金及现金等价物净增加额	1242	4251	4950	5596
股本	1664	1900	1900	1900					
资本公积金	627	627	627	627					
未分配利润	5427		10051	12908					
少数股东权益	2806	3393	4071	4831					
其他	199	656	1208	1838					
所有者权益合计	10723	14124	17857	22104					
负债和所有者权益总计	20329	25212	30175	35621					

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信息，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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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