


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2025 年 08 月 28 日

基础数据

08 月 27 日收盘价（元）	24.81
总市值（亿元）	471.49
总股本（亿股）	19.00

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】赤峰黄金年报点评：金价上行打开业绩空间，弹性可期-2025.04.03

【兴证金属】赤峰黄金半年报点评：量价齐升叠加成本下降，Q2 业绩环比增长-2024.09.02

分析师：李怡然

 S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

研究助理：陈权

chenquan1@xyzq.com.cn

赤峰黄金(600988.SH)
老挝铜金资源大量增储，未来增量可期
投资要点：

- 业绩概要：** 公司发布 2025 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 52.72 亿元，同比增长 25.64%；实现归母净利润 11.07 亿元，同比增长 55.79%，扣非归母净利润 11.12 亿元，同比增长 73.98%；其中，2025Q2 公司实现营业收入 28.65 亿元，同比+22.31%，环比+19.01%，归母净利润 6.23 亿元，同比+22.25%，环比+28.97%，扣非归母净利润 6.24 亿元，同比+43.55%，环比+27.73%。
- 自产金产量同比下滑，境外矿山成本上升较快。**（1）量：上半年矿产金产量 6.75 吨，同比下降 10.56%，其中 2025Q1 /Q2 产量分别为 3.34/3.42 吨，产量不及预期主因：金星瓦萨加纳矿品位降低叠加雨季提前，导致采矿量减少；国内五龙矿业低品位矿石处理量增加，稀释入选品位。基于此，公司将全年黄金产量目标由 16.7 吨下修至 16.0 吨。（2）价：根据 wind 数据，2025H1 上海黄金现货均价为 722 元/克，同比+38.6%，其中 Q2 均价为 770 元/克，环比+14.8%，公司上半年矿产金销售均价 699.95 元/克，低于现货价格。（3）成本：2025 年上半年公司金矿销售成本为 319.06 元/克，同比+11.78%，其中国内矿山销售成本为 179.92 元/克，同比+6.49%；万象矿业销售成本为 1432.58 美元/盎司，同比-3.84%；金星瓦萨销售成本为 1,702.61 美元/盎司，同比+31.9%。2024 年公司全维持成本为 355.41 元/克，同比+34.28%，其中国内矿山全维持成本为 271.42 元/克，同比+19.06%；万象矿业全维持成本为 1527.67 美元/盎司，同比+24.62%；金星瓦萨全维持成本为 1788.09 美元/盎司，同比+51.82%。2025 年上半年，金星瓦萨矿产金单位成本同比上升幅度较大，主要原因如下：（1）非洲加纳将可持续发展税率自 2025 年 4 月起从 1%增至 3%；（2）2025 年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；（3）矿石入选品位的降低叠加雨季提前使得产销受到量影响。
- 万象矿业大量增储，资源接续可期。**项目建设方面，（1）五龙矿业：多个掌子面单月进尺突破 200 米，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；（2）吉隆矿业：27 号箕斗井提升改造已完成，其余盲井及兴隆矿一期工程、选矿工艺优化，冶炼室改造等项目已按计划陆续启动；（3）华泰矿业：一采区（三采分区）复工项目完成可研报告；采矿权延续工作按计划推进；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；（4）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，待前期手续完成后进入开发建设阶段；（5）万象矿业：卡农铜矿露天采矿项目开工，浮选柱技改项目成功投产；（6）金星瓦萨：加速推进地采主采区 F-Shoot 新区开拓，同时在矿区中段 Benso 区新增 4 个露天采坑；充填系统恢复顺利，预计第三季度可达满负荷运行，完成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，计划下半年启动排水与地表基础设施恢复工程，目标在年底前进入地采开拓阶段。（7）瀚丰矿业：东风钼矿现有选厂改扩建项目已启动设计；立山尾矿库扩容、充填系统建设、变电站及输电线路建设等项目按计划推进。探矿增储方面，公司全面加强勘探力度，推动资源量与储量双提升，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。金星瓦萨、吉隆矿业、五龙矿业均取得一定成果，进一步增强可持续发展能力与核心竞争力。
- 公司于香港联交所上市，募集资金净额约 31 亿港元。**2024 年 8 月底，公司向联交所提交上市申请；2025 年上半年，公司重点推进香港上市工作，并于 2025 年 3 月 10 日

成功在主板挂牌。本次 H 股全球发售约占发行总量的 90%，吸引了亚洲、欧洲及澳洲等地区的知名机构投资者，募集资金净额约 31 亿港元（含超额配售股份），显著提升公司在国际市场的知名度和信誉度，为未来海外资源配置、国际合作及全球化战略实施奠定基础。

- **美联储降息周期，黄金或将充分受益。**长期看涨逻辑未变，大而美法案通过后将进一步增加美国政府赤字与债务，美元信用将受到削弱，长期通胀抬升，为对冲美元弱化与地缘风险，央行持续购金稳定黄金需求。中期来看，2025H2 黄金仍有较好的上涨逻辑，（1）美联储降息带来流动性，黄金或将同时受益资产增配与黄金 ETF 资金净流入的支撑（2）美国关税扰动，抬升通胀预期，黄金抗通胀属性激发（3）美国关税反复与地缘风险扰动，使得避险需求支撑黄金买盘（4）美联储新联储主席提名，或导致后续降息加速。（5）美国经济有走向滞胀的可能性，黄金或为最佳受益品种之一。
- **盈利预测与投资建议：**2025H2 美联储降息预期不断加强，金价中枢有望不断抬升，随着公司五龙/吉隆扩建落地、云南锦泰逐步投产、万象矿业远西露天金矿投产以及金星瓦萨工程建设，现有矿山项目持续推进预计将打开公司黄金产量增量空间，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 28.77/34.48/38.20 亿元，EPS 分别为 1.54/1.84/2.04 元，2025 年 8 月 27 日收盘价对应 PE 为 16.1/13.5/12.1 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：联储货币政策收紧超预期、在建项目进度不及预期、成本控制不及预期等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	9026	12642	14437	15314
同比增长	25.0%	40.1%	14.2%	6.1%
归母净利润（百万元）	1764	2877	3448	3820
同比增长	119.5%	63.1%	19.8%	10.8%
毛利率	43.8%	51.5%	54.3%	56.1%
ROE	22.3%	21.1%	20.9%	19.4%
每股收益（元）	0.94	1.54	1.84	2.04
市盈率	26.3	16.1	13.5	12.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6404	13107	17048	21453
货币资金	2747	8706	12212	16481
交易性金融资产	10	10	10	10
应收票据及应收账款	587	835	961	1013
预付款项	276	225	260	276
存货	2540	3039	3285	3342
其他	243	293	320	333
非流动资产	13924	14362	14584	14595
长期股权投资	4	9	14	19
固定资产	6400	7420	8079	8459
在建工程	678	379	229	155
无形资产	6319	6063	5805	5543
商誉	42	42	42	42
其他	482	449	414	377
资产总计	20329	27470	31632	36049
流动负债	4051	4986	5598	6090
短期借款	1108	1408	1708	2008
应付票据及应付账款	685	840	875	903
其他	2258	2738	3015	3179
非流动负债	5554	5624	5694	5764
长期借款	600	700	800	900
其他	4955	4925	4895	4865
负债合计	9605	10610	11293	11854
股本	1664	1870	1870	1870
未分配利润	5427	7425	9779	12387
少数股东权益	2806	3236	3845	4519
股东权益合计	10723	16860	20339	24194
负债及权益合计	20329	27470	31632	36049

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1764	2877	3448	3820
折旧和摊销	1277	1717	1934	2143
营运资金的变动	-46	-199	-213	-32
经营活动产生现金流量	3268	4910	5871	6709
资本支出	-1520	-2159	-2157	-2157
长期投资	375	-5	-5	-5
投资活动产生现金流量	-958	-2110	-2106	-2103
债权融资	-521	420	420	420
股权融资	167	3277	0	0
融资活动产生现金流量	-1097	3129	-259	-337
现金净变动	1242	5959	3506	4269

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9026	12642	14437	15314
营业成本	5069	6126	6603	6716
税金及附加	473	670	765	812
销售费用	0	1	1	2
管理费用	492	759	895	949
研发费用	64	101	115	123
财务费用	155	265	271	305
投资收益	79	54	56	59
公允价值变动收益	-26	-39	-40	-37
信用减值损失	2	0	0	0
资产减值损失	-5	-11	-8	-8
营业利润	2824	4733	5801	6427
营业外收支	-5	-8	-6	-7
利润总额	2819	4724	5795	6421
所得税	833	1417	1739	1926
净利润	1986	3307	4057	4495
少数股东损益	222	430	608	674
归属母公司净利润	1764	2877	3448	3820
EPS(元)	0.94	1.54	1.84	2.04

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	25.0%	40.1%	14.2%	6.1%
营业利润增长率	133.8%	67.6%	22.6%	10.8%
归母净利润增长率	119.5%	63.1%	19.8%	10.8%
盈利能力				
毛利率	43.8%	51.5%	54.3%	56.1%
归母净利率	19.5%	22.8%	23.9%	24.9%
ROE	22.3%	21.1%	20.9%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	47.3%	38.6%	35.7%	32.9%
流动比率	1.58	2.63	3.05	3.52
速动比率	0.85	1.95	2.38	2.90
营运能力				
资产周转率	46.2%	52.9%	48.9%	45.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.94	1.54	1.84	2.04
每股经营现金	1.75	2.63	3.14	3.59
估值比率(倍)				
PE	26.3	16.1	13.5	12.1
PB	5.9	3.4	2.8	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn