

## 赤峰黄金 (600988.SH)

## 产量与成本阶段性承压，下半年业绩弹性可期

事件：公司发布 2025 年半年度报告。上半年实现营收 52.7 亿元，同比+25.6%，归母净利润 11.1 亿元，同比+55.8%，扣非归母净利润 11.1 亿元，同比+74.0%，Q2 单季度实现营业收入 28.7 亿元，环比+19.0%，归母净利润 6.23 亿元，环比+29.0%；扣非归母净利润 6.24 亿元，环比+27.7%。

**黄金：上半年产量同比下滑，金星瓦萨成本增加幅度较大。**

**量：**上半年实现产量 6.75 吨，同比-10.6%，销量 6.76 吨，同比-10.9%，二季度实现产量 3.42 吨，同比-0.55 吨，环比+0.08 吨，实现销量 3.43 吨，同比-0.58 吨，环比+0.1 吨。全年生产目标小幅下调至 16 吨（原计划 16.7 吨），预计下半年产销量有望大幅提升。

**价：**上半年黄金销售均价 700 元/克，相比 2024 全年提升 176 元/克。

**成本：**上半年国内矿山销售成本 180 元/克，较一季度均值+10 元/克，同比+11 元/克；万象矿业销售成本 1433 美元/盎司，较一季度均值-94 美元/盎司，同比-57 美元/盎司；金星瓦萨销售成本 1703 美元/盎司，较一季度均值+74 美元/盎司，同比+412 美元/盎司。

**盈利：**上半年黄金板块实现收入 47.5 亿，同比+26.3%，占比 90%，实现毛利 25.9 亿，毛利占比 102%（因铜板块为负）。

**金星瓦萨矿产金单位成本同比上升幅度较大，主要是由于以下几方面的原因：**1) 2025H1 金价上涨带来主营业务收入的增加，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) 2025H1 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的影响，金星瓦萨产销量同比下降。

**塞班矿 SND 实现大规模增储，金星瓦萨深部钻孔施工已按计划完成。**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。金星瓦萨地采生产钻探累计完成 3.3 万米，露采品位控制钻探完成 3.5 万米，全矿施工钻探工程完成 11.9 万米，有效减少未来开发中的无效工程，显著提升资源利用率，今年深部钻孔施工已按计划完成，预计下半年完成岩心分析，并启动深部回采的可研工作。

**投资建议：**考虑公司后续降本增效以及看好后市金价，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 131.2/144.3/158.8 亿元，归母净利润分别为 29.0/34.0/38.2 亿元，对应 PE 分别为 17.0/14.5/12.9 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**投产不及预期，金属价格波动，成本控制风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,221	9,026	13,121	14,433	15,876
增长率 yoy (%)	15.2	25.0	45.4	10.0	10.0
归母净利润（百万元）	804	1,764	2,901	3,398	3,815
增长率 yoy (%)	78.2	119.5	64.4	17.1	12.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.42	0.93	1.53	1.79	2.01
净资产收益率 (%)	13.1	22.3	28.2	25.9	23.5
P/E (倍)	61.4	28.0	17.0	14.5	12.9
P/B (倍)	8.0	6.2	4.8	3.8	3.0

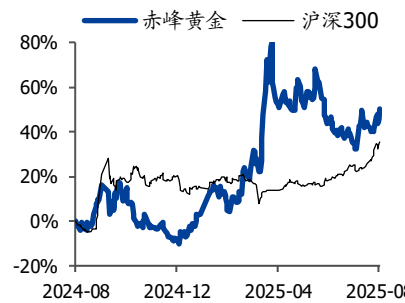
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

买入（维持）

## 股票信息

行业	贵金属
前次评级	买入
08 月 29 日收盘价（元）	25.97
总市值（百万元）	49,353.68
总股本（百万股）	1,900.41
其中自由流通股 (%)	97.14
30 日日均成交量（百万股）	61.25

## 股价走势



## 作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

分析师 王瀚晨

执业证书编号：S0680525070012

邮箱：wanghanchen@gszq.com

## 相关研究

- 《赤峰黄金 (600988.SH)：量价共振，利润超翻倍增长》 2025-03-31
- 《赤峰黄金 (600988.SH)：受益“黄金时代”量价齐升，全年业绩超预期》 2025-01-23
- 《赤峰黄金 (600988.SH)：前三季度矿产金产量稳中有增，“量价齐升”逻辑逐步兑现》 2024-11-01

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4895	6404	11764	17064	22489
现金	1662	2747	6895	11858	16843
应收票据及应收账款	513	587	893	961	1069
其他应收款	96	96	157	163	185
预付账款	84	276	246	326	319
存货	2407	2540	3417	3600	3918
其他流动资产	133	157	157	157	157
<b>非流动资产</b>	13822	13924	12626	11407	10188
长期投资	373	4	4	4	4
固定资产	5822	6400	5331	4262	3194
无形资产	6525	6319	6319	6319	6319
其他非流动资产	1102	1202	972	822	672
<b>资产总计</b>	18718	20329	24390	28471	32678
<b>流动负债</b>	3722	4051	4996	5375	5506
短期借款	850	1108	1366	1540	1430
应付票据及应付账款	552	685	853	935	998
其他流动负债	2320	2258	2777	2901	3079
<b>非流动负债</b>	6453	5554	5995	6495	6995
长期借款	1422	600	1100	1600	2100
其他非流动负债	5031	4955	4895	4895	4895
<b>负债合计</b>	10176	9605	10991	11870	12501
少数股东权益	2390	2806	3108	3498	3916
股本	1664	1664	1664	1664	1664
资本公积	928	627	627	627	627
留存收益	4015	5697	8088	10900	14058
归属母公司股东权益	6152	7917	10290	13103	16261
<b>负债和股东权益</b>	18718	20329	24390	28471	32678

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2203	3268	4067	5032	5439
净利润	871	1986	3203	3788	4233
折旧摊销	1500	1277	1069	1069	1069
财务费用	195	170	230	253	278
投资损失	-14	-79	-70	-101	-98
营运资金变动	-283	-46	-537	-131	-198
其他经营现金流	-67	-39	172	155	155
<b>投资活动现金流</b>	-1771	-958	124	96	93
资本支出	-1722	-1520	-5	-5	-5
长期投资	-18	375	0	0	0
其他投资现金流	-31	186	129	101	98
<b>筹资活动现金流</b>	-228	-1097	-34	-165	-546
短期借款	362	258	258	174	-110
长期借款	-92	-822	500	500	500
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	301	-301	0	0	0
其他筹资现金流	-799	-232	-792	-838	-936
<b>现金净增加额</b>	222	1242	4147	4963	4986

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	7221	9026	13121	14433	15876
营业成本	4869	5069	6865	7208	7857
营业税金及附加	389	473	697	762	841
营业费用	1	0	1	1	1
管理费用	461	492	656	722	794
研发费用	52	64	93	102	113
财务费用	193	155	230	253	278
资产减值损失	-4	-5	-170	-150	-150
其他收益	17	3	18	12	17
公允价值变动收益	-71	-26	0	0	0
投资净收益	14	79	70	101	98
资产处置收益	-2	0	-2	-1	-2
<b>营业利润</b>	1208	2824	4494	5348	5957
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	6	4	5	5
<b>利润总额</b>	1206	2819	4491	5344	5953
所得税	335	833	1288	1556	1720
<b>净利润</b>	871	1986	3203	3788	4233
少数股东损益	67	222	302	390	418
<b>归属母公司净利润</b>	804	1764	2901	3398	3815
EBITDA	2961	4204	5790	6666	7300
EPS (元/股)	0.42	0.93	1.53	1.79	2.01

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.2	25.0	45.4	10.0	10.0
营业利润(%)	41.7	133.8	59.1	19.0	11.4
归属母公司净利润(%)	78.2	119.5	64.4	17.1	12.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.6	43.8	47.7	50.1	50.5
净利率(%)	11.1	19.5	22.1	23.5	24.0
ROE(%)	13.1	22.3	28.2	25.9	23.5
ROIC(%)	9.3	15.8	20.5	19.5	18.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.4	47.3	45.1	41.7	38.3
净负债比率(%)	13.6	-4.3	-28.7	-49.0	-63.1
流动比率	1.3	1.6	2.4	3.2	4.1
速动比率	0.6	0.9	1.6	2.4	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	16.4	16.4	17.7	15.6	15.6
应付账款周转率	7.8	8.2	8.9	8.1	8.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.93	1.53	1.79	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.72	2.14	2.65	2.86
每股净资产(最新摊薄)	3.24	4.17	5.41	6.89	8.56
<b>估值比率</b>					
P/E	61.4	28.0	17.0	14.5	12.9
P/B	8.0	6.2	4.8	3.8	3.0
EV/EBITDA	8.3	6.1	7.9	6.2	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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“国盛证券研究所”，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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com