

赤峰黄金（600988.SH）：矿金采选方案持续优化，公司业绩加速上行

2025 年 10 月 27 日

推荐/维持

赤峰黄金

公司报告

事件：公司发布 2025 年三季度报告。报告期内，公司实现营业收入 86.44 亿元，同比增长 38.91%；实现归母净利润 20.58 亿元，同比增长 86.21%；基本每股收益+70.15%至 1.14 元/股。从单季度业绩表现观察，公司第三季度单季度实现营业收入 33.72 亿元（同比+66.39%），实现归母净利润 9.51 亿元（同比+140.98%），业绩规模与盈利能力在 25H1 的高水平基础上加速提升。公司矿金产量弹性持续释放，多金属产量稳定提升，叠加黄金价格的中枢上行，公司业绩弹性加速释放。

第三季度矿产金产量明显提升，公司黄金产量弹性或持续释放。受 25H1 雨季提前叠加瓦萨矿石入选品位降低影响，公司前三季度矿产金合计产量为 10705.28 千克（同比-0.41%），合计销量为 10669.23 千克（同比-2.56%），产销率为 99.7%。从单季度产量观察，公司第三季度矿产金产量为 3951 千克，同比提升+23.55%。由于公司五龙矿业 3000 吨/日生产线逐渐稳定达产，瓦萨金矿新增采矿作业单元，雨季矿石选矿调配方案优化，以及矿山排水能力加强，公司第三季度矿产金产量明显提升，黄金产量弹性或进一步释放。根据公司扩产规划，我们预计 2025—2027 年公司矿产金权益产量或分别达到 17.01 吨、19.52 吨及 20.89 吨，2024—2027 年期间 CAGR 或为 11.3%。从多金属产出观察，公司前三季度电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/钼精粉/稀土产品产量分别为 4836 吨/1810 吨/2704 吨/18576 吨/511 吨/623 吨，同比分别变化 +20.16%/+52.80%/+2.95%/+82.5%/+4.16%/不适用，翰丰矿业立山矿区下部采区建设完成推动公司多金属产量增长。

黄金生产成本上升，海内外成本变动分化。从销售单价观察，公司矿产金销售单价同比增长+44.13%，结合成本变化分析，公司黄金毛利率受产品价格上行影响明显提升。公司整体销售毛利率由 24Q3 的 41.96%升至 25Q3 的 49.89%。从成本观察，至 25Q3，公司年内矿产金全维持成本为 356.37 元/克，同比增加+24.81%，较 25H1 环比增加+0.27%。其中，国内金矿全维持成本为 256.88 元/克，同比增加+11.44%，环比减少-5.36%，生产成本较 25H1 有所改善。塞班金矿全维持成本为 1583.2 美元/盎司，同比增加+12.42%，环比增加+3.63%；瓦萨金矿全维持成本为 1827.38 美元/盎司，同比增加+47.28%，环比增加+2.20%。金星瓦萨成本变化较大，主要受以下三方面影响：1）可持续发展税率自 25 年 4 月起由 1%增至 3%，叠加金价上涨带动主营业务收入增加，公司资源税及可持续发展税同比增加；2）生产性钻探、掘进及采矿等前期投入运营成本增加；3）矿石入选品位降低，雨季提前导致产销量同比下降。

公司盈利能力优化，资产负债率显著降低。受益于黄金价格上行，公司盈利能力明显优化，销售毛利率由 24Q3 的 41.96%升至 25Q3 的 49.89%（+7.93PCT），同期销售净利率由 20.15%升至 26.73%（+6.58PCT）。同时，公司成本控制能力增强，同期销售费用率由 0.01%降至 0.00%，管理费用率由 5.17%降至 4.66%，财务费用率由 2.01%降至 0.56%，研发费用率由 0.77%降至 0.76%。同期公司 ROE 由 16.66%升至 20.14%，股东回报能力提升；公司 ROA 由 6.50%升至 10.55%，运营能力优化。此外，受益于业绩增长以及港股

公司简介：

公司主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合利用业务，主要通过下属子公司开展，贯彻“以金为主”的发展战略。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的金星瓦萨主要从事金矿开采业务。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无。

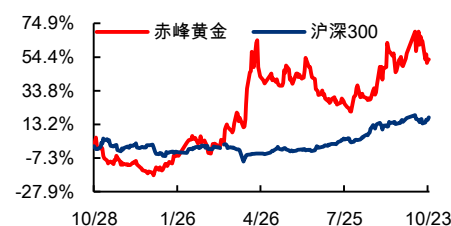
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	32.1-15.61
总市值（亿元）	548.84
流通市值（亿元）	480.54
总股本/流通 A 股（万股）	190,041/166,391
流通 B 股/H 股（万股）	-/23,650
52 周日均换手率	4.7

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

上市的资产规模提升，同期公司资产负债率由 50.74% 降至 33.85%，有助公司未来资本开支计划顺利实施。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025—2027 年实现营业收入分别为 133.19 亿元、156.31 亿元、176.54 亿元；归母净利润分别为 32.44 亿元、39.69 亿元和 47.01 亿元；EPS 分别为 1.95 元、2.39 元和 2.83 元，对应 PE 分别为 14.81x、12.11x 和 10.22x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响下滑风险，资源国政治风险及汇率风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万 元）	7,220.95	9,025.82	13,319.41	15,631.30	17,653.87
增长率（%）	15.23%	24.99%	47.57%	17.36%	12.94%
归母净利润（百万 元）	803.93	1,764.34	3,244.05	3,969.15	4,700.70
增长率（%）	78.21%	119.46%	83.87%	22.35%	18.43%
净资产收益率 （%）	13.07%	22.29%	30.19%	28.03%	25.78%
每股收益（元）	0.49	1.07	1.95	2.39	2.83
PE	58.94	26.99	14.81	12.11	10.22
PB	7.81	6.07	4.47	3.39	2.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表		单位:百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	4895	6404	8763	16334	17875	营业收入	7221	9026	13319	15631	17654
货币资金	1662	2747	3560	10160	13240	营业成本	4869	5069	6964	7962	8821
应收账款	513	587	907	1040	1188	营业税金及附加	389	473	698	819	925
其他应收款	96	96	142	167	188	营业费用	1	0	1	1	1
预付款项	84	276	541	843	1179	管理费用	461	492	789	889	1025
存货	2407	2540	3467	3977	1933	财务费用	193	155	63	87	-58
其他流动资产	103	141	141	141	141	研发费用	52	64	95	111	125
非流动资产合计	13822	13924	12657	11368	10085	资产减值损失	3.52	4.90	16.71	8.37	9.99
长期股权投资	373	4	4	4	4	公允价值变动收益	-71.34	-26.35	-26.35	-26.35	-26.35
固定资产	5822	6400	5718	4828	3833	投资净收益	13.50	78.89	46.20	62.55	54.37
无形资产	6525	6319	6071	5839	5632	加:其他收益	17.26	2.65	3.91	4.59	5.18
其他非流动资产	209	207	207	207	207	营业利润	1208	2824	4716	5794	6837
资产总计	18718	20329	21420	27702	27961	营业外收入	1.15	1.04	3.44	1.87	2.12
流动负债合计	3722	4051	4217	6943	2984	营业外支出	2.97	5.94	15.73	8.21	9.96
短期借款	850	1108	1738	4332	258	利润总额	1206	2819	4703	5787	6829
应付账款	552	685	928	1061	1175	所得税	335	833	1349	1685	1973
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	871	1986	3355	4102	4856
一年内到期的非流动负债	342	398	398	398	398	少数股东损益	67	222	111	133	155
非流动负债合计	6453	5554	3538	3544	3531	归属母公司净利润	804	1764	3244	3969	4701
长期借款	1422	600	600	600	600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	10176	9605	7755	10487	6515	成长能力					
少数股东权益	2390	2806	2917	3050	3205	营业收入增长	15.23%	24.99%	47.57%	17.36%	12.94%
实收资本(或股本)	1664	1664	1664	1664	1664	营业利润增长	41.75%	133.79%	66.96%	22.86%	18.01%
资本公积	928	627	627	627	627	归属于母公司净利润增长	78.21%	119.46%	83.87%	22.35%	18.43%
未分配利润	3811	5427	8054	11271	15079	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6152	7917	10745	14162	18237	毛利率(%)	32.58%	43.84%	47.71%	49.06%	50.03%
负债和所有者权益	18718	20329	21420	27702	27961	净利率(%)	12.06%	22.00%	25.19%	26.24%	27.51%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润率(%)	4.30%	8.68%	15.14%	14.33%	16.81%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	13.07%	22.29%	30.19%	28.03%	25.78%
经营活动现金流	2203	3268	3395	4660	7772	偿债能力					
净利润	871	1986	3355	4102	4856	资产负债率(%)	54%	47%	36%	38%	23%
折旧摊销	1500.21	1277.10	1303.42	1331.93	1341.67	流动比率	1.32	1.58	2.08	2.35	5.99
财务费用	193	155	63	87	-58	速动比率	0.67	0.95	1.26	1.78	5.34
应收账款减少	-144	-74	-319	-134	-148	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.40	0.46	0.64	0.64	0.63
投资活动现金流	2203	-958	-203	-15	-41	应收账款周转率	16	16	18	16	16
公允价值变动收益	-71	-26	-26	-26	-26	应付账款周转率	11.59	14.59	16.52	15.72	15.79
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	14	79	46	63	54	每股收益(最新摊薄)	0.49	1.07	1.95	2.39	2.83
筹资活动现金流	-228	-1097	-2380	1955	-4651	每股净现金流(最新摊薄)	0.12	0.73	0.49	3.97	1.85
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.76	6.46	8.51	10.96
长期借款增加	-92	-822	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	58.94	26.99	14.81	12.11	10.22
资本公积增加	301	-301	0	0	0	P/B	7.81	6.07	4.47	3.39	2.63
现金净增加额	4178	1213	813	6600	3080	EV/EBITDA	16.89	11.14	6.64	5.99	4.44

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526