

赤峰黄金三季报点评：量价齐升，业绩表现显著改善



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

投资要点:

2025 年 10 月 25 日，赤峰黄金发布公告披露三季度业绩，前三季度，公司实现营收 86.44 亿元，同比增长 38.91%，创造归母净利润 20.58 亿元，同比增长 79.26%；单季度实现营收 33.72 亿元，同比增长 66.39%，创造归母净利润 14.32 亿元，同比增长 115.45%。

单季度矿产金产量大幅增长。三季度公司矿产金生产量 3.95 吨，较二季度环比增长 15.68%，销售量 3.9 吨，环比增长 13.7%。得益于三季度矿产金产量显著提升，公司整体产销规模基本追平 2024 年同期水平，前三季度，公司矿产金生产量 10.71 吨，同比增速-0.41%，销售量 10.67 吨，同比增速-2.56%。从前三季度公司的生产节奏来看，矿产金季度产量规模呈现逐步上行的趋势，预期四季度公司将继续加大生产力度，全力完成年度产量 16 吨的目标指引。

量价齐升带动三季度业绩表现亮眼。得益于三季度国际金价的持续上行，公司前三季度矿产金销售单价提升至 729.58 元/克，较上年同期增长 44.13%，量价齐升带动三季度业绩表现亮眼，公司单季度营收 33.72 亿元，同比增长 66.39%，创造归母净利润 9.51 亿元，同比增长 140.98%。

矿产金业务成本水平有所抬升。前三季度，公司矿产金业务营业成本 326.86 元/克，相较 2024 年同期水平上涨 16.09%，全维持成本 356.37 元/克，同比上涨 24.81%。公司所属在产五座主力金矿中，加纳瓦萨金矿是整体成本上行的主因。该矿山前三季度营业成本 1840.27 美元/盎司，相较上年同期增长 43.92%，全维持成本 1827.38 美元/盎司，同比增长 47.28%。其中该矿山成本上行的主因有三：第一，矿区可持续发展税率自今年 4 月起由 1%提升至 3%；第二，矿区为新增采矿作业单元而增加资本投入；第三，矿石入选品位的降低叠加雨季提前的影响，加纳瓦萨金矿的产销量同比有所下降。

重点项目进程稳步推进，远期资源增量可期。五龙矿业完成了选厂压滤车间的改造，目前处理能力已经稳定提升至 3000 吨/天，同时 8 月公司通过探转采的方式将原耗金沟-里滚子探矿权部分区域转为采矿权，矿区面积 3.4957 平方公里，生产规模 6 万吨/年，剩余区域仍保留探矿权，原里滚子金矿探矿权面积则由 0.6112 平方公里扩大至 1.0705 平方公里；吉隆矿业完成 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；华泰矿业一采区复工项

投资评级：增持（维持）

股票信息

总股本(百万股)	1,900.41
流通 A 股/B 股(百万股)	1,663.91/0.00
资产负债率(%)	33.85
每股净资产(元)	6.59
市净率(倍)	4.52
净资产收益率(加权)	19.23
12 个月内最高/最低价	34.00/15.55

注：数据更新日期截止 2025 年 10 月 27 日

市场表现



相关报告

赤峰黄金半年报点评：量减价增，业绩延续高增

2025.08.25

赤峰黄金：厚积薄发，行稳致远

2025.07.30

目完成可研报告，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；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；金星瓦萨矿区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；万象矿业卡农铜矿露天采矿项目顺利开工，8 月完成了对矿区所属 SRK 金铜矿首次矿产资源估算，根据估算结果，矿床约有控制级别资源量 9370 万吨，黄金平均品位 0.57 克/吨、铜品位 0.27%，推断级别资源量 3780 万吨，黄金平均品位 0.46 克/吨，铜品位 0.22%，勘查报告显示，SND 矿石为斑岩型金铜矿，适合浮选，预期黄金整体选矿回收率可达 88%，铜整体选矿回收率可达 88.5%。

短期内金价面临一定回调压力。我们曾在《中美贸易摩擦升级，黄金能否再现年中牛市行情？》一文中提示，短期金价在中美贸易摩擦再起所引发的避险情绪的推动下，金价创下历史新高，但难以复刻年中的牛市行情，预期市场对于关税摩擦影响进行充分消化后，金价或将呈现高位震荡行情。当前时点，我们依旧维持 10 月中对于金价的判断。短期内，金价面临的下行压力主要有三：第一，中美贸易摩擦趋缓，特朗普政府对华表态软化，并频繁释出积极信号；第二，俄乌冲突缓和预期升温；第三，美国政府停摆进入尾声阶段。上述因素共同作用下，市场避险情绪阶段性退潮，作为避险资产的代表，同时叠加前期黄金市场看多情绪过于高涨，黄金价格短线面临一定高位止盈压力。

中长期看涨逻辑未改，四季度金价预期高位震荡。中期视角来看，10 月末美联储再次启动降息操作几成定局，12 月再次降息 25 个基点的可能性较高，基准利率水平的走低将降低持有黄金的机会成本，带动金价上行。长期视角来看，美国政府持续推行的逆全球化进程动摇美元作为全球货币的根基，膨胀的美国财政赤字规模引发市场对美债安全性的普遍担忧，黄金目前依旧是对冲债务可持续性和美元趋势性走弱首选资产，新兴市场央行 2025 年依旧持续性买入黄金，金价长线看涨逻辑未变，我们预计黄金价格四季度将呈现高位震荡行情。

综合考虑三季度金价大幅上行以及公司前三季度业绩表现，同时结合我们对四季度金价走势的判断，我们对公司的盈利预测进行了调整。2025 年-2027 年预期公司的营业收入规模为 132.20 亿元、153.20 亿元、171.02 亿元，归母净利润为 32.47 亿元、40.81 亿元、49.12 亿元，对应 EPS 为 1.71、2.15、2.59，对应 2025 年 10 月 27 日收盘价 PE 为 17.4 倍、13.84 倍、11.49 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：美联储货币政策超预期转向、俄乌冲突超预期缓和、中美贸易摩擦力度超预期、美国经济表现超预期、公司矿产金产销不及预期、重点工程建设不及预期等。

主要财务数据及预测：

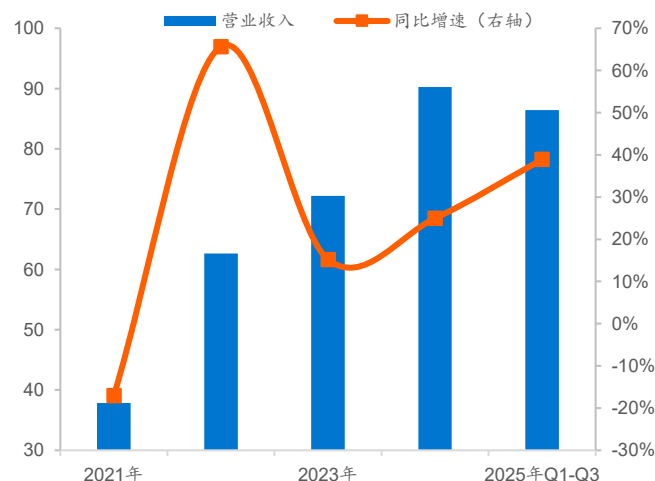
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,221	9,026	13,220	15,320	17,102

(+/-)YoY(%)	15.2%	25.0%	46.5%	15.9%	11.6%
净利润(百万元)	804	1,764	3,247	4,081	4,912
(+/-)YoY(%)	78.2%	119.5%	84.0%	25.7%	20.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.93	1.71	2.15	2.58
毛利率(%)	32.6%	43.8%	50.0%	53.3%	56.4%
净资产收益率(%)	13.1%	22.3%	30.5%	29.1%	27.2%

资料来源:公司年报(2023-2024)

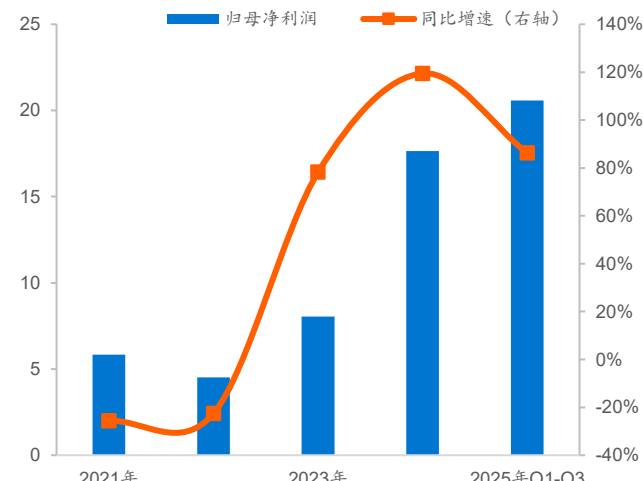
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 2021-2025 年公司营业收入规模波动情况（亿元）



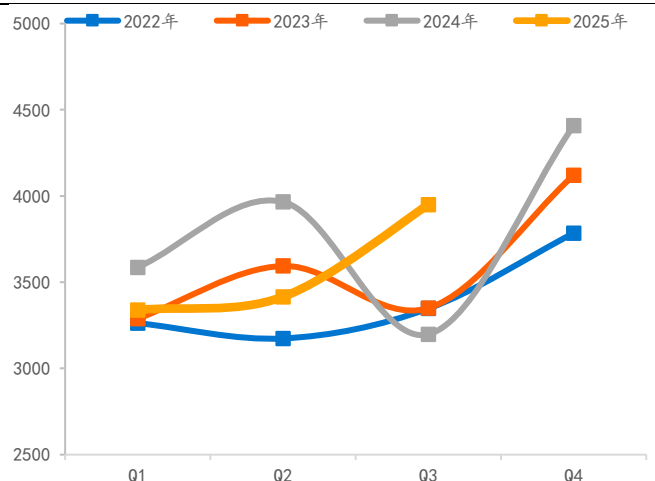
资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图2 2021-2025 年公司归母净利润波动情况（亿元）



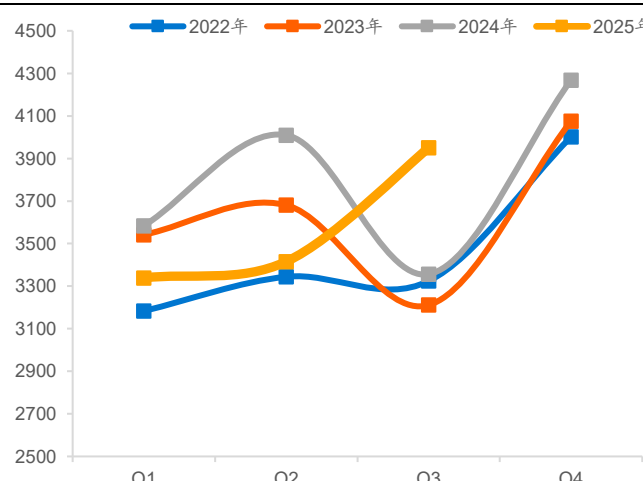
资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图3 公司矿产金季度产量规模波动情况（千克）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图4 公司矿产金季度销量规模波动情况（千克）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

表1 五龙矿业所取得新采矿权主要信息汇总

指标名称	主要信息
采矿权证号	C2100002025074110158709
采矿权人	辽宁五龙黄金矿业有限责任公司
矿山名称	辽宁五龙黄金矿业有限责任公司耗金沟金矿
有效期限	2025年7月28日-2034年8月28日
开采矿种	金矿
矿区面积	3.4957平方公里
开采方式	地下开采
生产规模	6万吨/年
发证机关	辽宁省自然资源厅

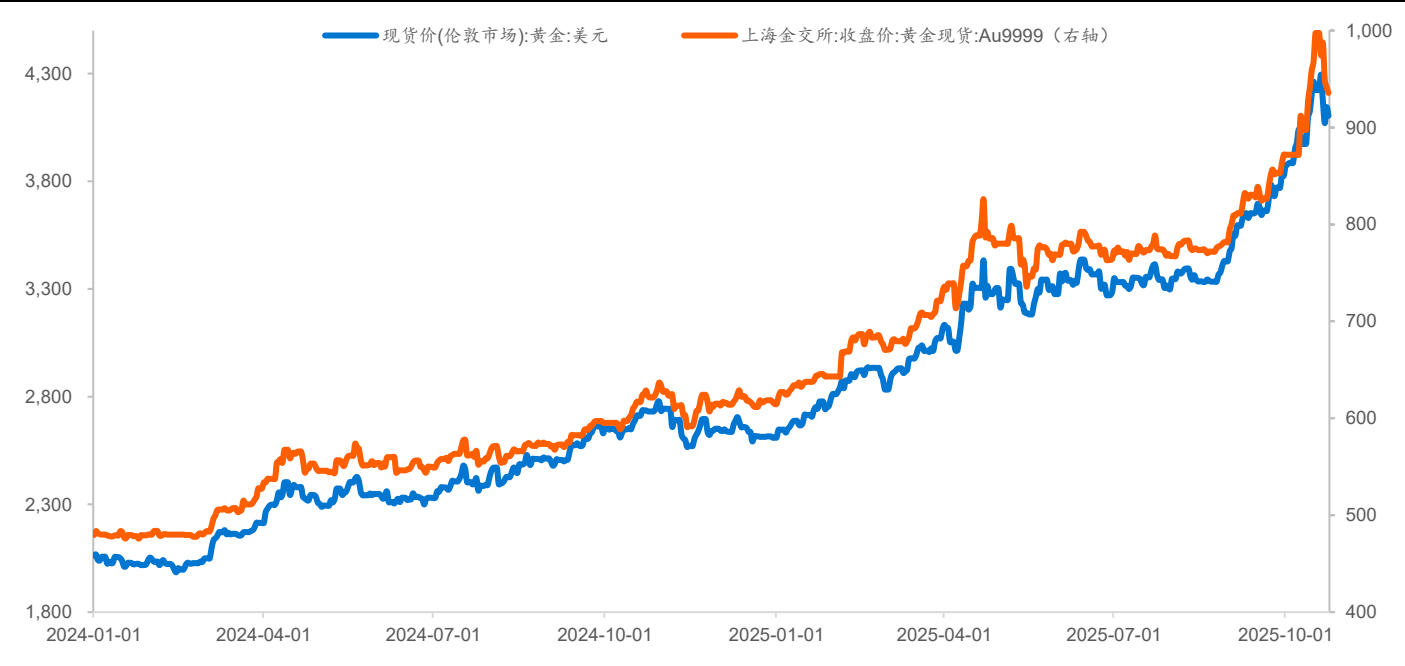
资料来源：赤峰黄金关于子公司取得新采矿权及变更采矿权、探矿权的公告，联储证券研究院

表2 塞班金铜矿 SND 项目勘探资源估算情况汇总（百万吨、克/吨、吨）

资源类别	吨数	平均品位			金属量		
		黄金当量	黄金	铜	黄金当量	黄金	铜
控制	93.7	0.86	0.57	0.27%	80.4	53.2	250000
推断	37.8	0.7	0.46	0.22%	26.5	17.5	83000
总计	131.5	0.81	0.54	0.25%	106.9	70.7	332000

资料来源：赤峰黄金关于老挝塞班金铜矿 SND 项目首次资源估算的公告，联储证券研究院

图5 三季度国内外黄金价格再创新高（美元/盎司、元/克）



资料来源：Wind，联储证券研究院

财务报表分析和预测表

资产负债表			单位：百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,895	6,404	9,849	13,771	18,496
货币资金	1,662	2,747	5,117	8,535	12,924
应收及预付	597	864	1,066	1,220	1,345
存货	2,407	2,540	3,313	3,589	3,734
其他流动资产	229	253	352	427	492
非流动资产	13,822	13,924	14,366	14,688	14,848
长期股权投资	373	4	5	7	8
固定资产	5,822	6,400	6,819	7,080	7,183
在建工程	592	678	678	678	678
无形资产	6,525	6,319	6,378	6,434	6,487
其他长期资产	509	524	486	490	492
资产总计	18,718	20,329	24,214	28,460	33,344
流动负债	3,722	4,051	4,318	4,472	4,574
短期借款	850	1,108	508	258	108
应付及预收	552	685	889	963	1,002
其他流动负债	2,320	2,258	2,920	3,251	3,463
非流动负债	6,453	5,554	6,046	6,246	6,346
长期借款	1,422	600	1,100	1,300	1,400
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5,031	4,955	4,946	4,946	4,946
负债合计	10,176	9,605	10,363	10,718	10,919
股本	1,664	1,664	1,900	1,900	1,900
资本公积	928	627	421	421	421
留存收益	4,015	5,697	8,395	11,773	15,838
归属母公司股东权益	6,152	7,917	10,637	14,015	18,081
少数股东权益	2,390	2,806	3,214	3,727	4,344
负债和股东权益	18,718	20,329	24,214	28,460	33,344

利润表	单位：百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,221	9,026	13,220	15,320	17,102
营业成本	4,869	5,069	6,611	7,161	7,451
营业税金及附加	389	473	668	801	885
销售费用	1	0	1	1	1
管理费用	461	492	721	836	933
研发费用	52	64	94	109	121
财务费用	193	155	52	25	12
资产减值损失	-4	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-71	-26	0	0	0
投资净收益	14	79	116	134	149
营业利润	1,208	2,824	5,192	6,526	7,853
营业外收支	-2	-5	-3	-4	-4
利润总额	1,206	2,819	5,188	6,522	7,850
所得税	335	833	1,534	1,928	2,320
净利润	871	1,986	3,655	4,594	5,529
少数股东损益	67	222	408	513	617
归属母公司净利润	804	1,764	3,247	4,081	4,912
EBITDA	2,961	4,204	6,491	7,961	9,439
EPS（元）	0.42	0.93	1.71	2.15	2.58

资料来源：Wind，联储证券研究院

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 07 月 25 日

现金流量表			单位：百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,203	3,268	4,465	5,701	6,854
净利润	871	1,986	3,655	4,594	5,529
折旧摊销	1,500	1,277	1,251	1,414	1,577
营运资金变动	-283	-46	-373	-202	-119
其它	115	52	-67	-105	-134
投资活动现金流	-1,771	-958	-1,569	-1,613	-1,593
资本支出	-1,722	-1,520	-1,739	-1,740	-1,740
投资变动	-18	375	-7	-6	-3
其他	-31	186	177	134	149
筹资活动现金流	-228	-1,097	-537	-671	-872
银行借款	270	-564	-100	-50	-50
股权融资	0	167	30	0	0
其他	-498	-700	-467	-621	-822
现金净增加额	222	1,242	2,370	3,418	4,389
期初现金余额	1,053	1,275	2,517	4,887	8,305
期末现金余额	1,275	2,517	4,887	8,305	12,693

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	15.2%	25.0%	46.5%	15.9%	11.6%
营业利润增长	41.7%	133.8%	83.8%	25.7%	20.3%
归母净利润增长	78.2%	119.5%	84.0%	25.7%	20.4%
获利能力					
毛利率	32.6%	43.8%	50.0%	53.3%	56.4%
净利率	11.1%	19.5%	24.6%	26.6%	28.7%
ROE	13.1%	22.3%	30.5%	29.1%	27.2%
ROIC	9.3%	15.8%	23.1%	23.3%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	54.4%	47.3%	42.8%	37.7%	32.7%
净负债比率	13.6%	-4.3%	-21.6%	-36.4%	-48.6%
流动比率	1.32	1.58	2.28	3.08	4.04
速动比率	0.62	0.85	1.42	2.17	3.12
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.46	0.59	0.58	0.55
应收账款周转率	16.37	16.40	18.28	16.52	16.23
存货周转率	2.13	2.05	2.26	2.07	2.03
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.93	1.71	2.15	2.58
每股经营现金流	1.16	1.72	2.35	3.00	3.61
每股净资产	3.24	4.17	5.60	7.37	9.51
估值比率					
P/E	56.14	25.58	13.90	11.06	9.19
P/B	7.34	5.70	4.24	3.22	2.50
EV/EBITDA	8.26	6.07	6.49	4.86	3.63

免责声明

联储证券股份有限公司（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所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“联储证券股份有限公司”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“联储证券研究院”，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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000