

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)	29.79
总股本/流通股本(亿股)	19.00 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	566 / 496
52周内最高/最低价	32.10 / 15.61
资产负债率(%)	47.3%
市盈率	27.84
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

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

赤峰黄金(600988)

Q3 产销环比改善，金价上涨 Q4 业绩值得期待

● 25Q3 实现归母净利润 9.51 亿元，创历史新高

2025 年 Q1-Q3，公司实现营收 86.44 亿元，同比提升 38.91%，归母净利润 20.58 亿元，同比增加 86.21%；单季度看，25Q3 公司实现营收 33.72 亿元，同比提升 66.39%，归母净利润 9.51 亿元，同比增长 140.98%，扣非归母净利润 9.14 亿元，同比增长 129.01%，单季度利润创造历史最好成绩。

● 产销量环比提升助力业绩释放

2025 年 Q1-Q3，公司矿产金产量为 10.71 吨，同比下降 0.41%，销量约 10.67 吨，同比下降 56%，产销基本平衡。

2025Q3 单季度来看，公司矿产金产量 3.95 吨，环比上升 15.68%，销量约 3.90 吨，环比上升 13.70%。产销量环比提升带动公司业绩迅速释放。

● 成本：瓦萨金矿成本提升，其他矿山成本控制优异

2025 年 Q1-Q3，公司黄金销售成本约 327 元/克，同比增长 16%，其中国内成本约 169 元/克，同比下降 1.17%，塞班金铜矿成本 1494.5 美元/盎司，同比增长 0.78%，金星瓦萨 1840.27 美元/盎司，同比增长 43.92%。

金星瓦萨成本上行主要：1、金价上行导致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、2025 年前三季度加纳瓦萨金矿新增采矿作业单元，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，加纳瓦萨金矿的产销量同比下降。

● 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；五采区计划于 2025 年下半年启动勘查工程。

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 34.28/55.34/59.64 亿元，YOY 为 94.28%/61.46%/7.75%，对应 PE 为 16.52/10.23/9.49，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	12882	17326	18345
增长率(%)	24.99	42.72	34.50	5.88
EBITDA（百万元）	4204.28	7225.08	10954.15	11665.50
归属母公司净利润（百万元）	1764.34	3427.82	5534.44	5963.55
增长率(%)	119.46	94.28	61.46	7.75
EPS(元/股)	0.93	1.80	2.91	3.14
市盈率（P/E）	32.09	16.52	10.23	9.49
市净率（P/B）	7.15	5.16	3.64	2.76
EV/EBITDA	6.07	7.26	4.24	3.42

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	12882	17326	18345	营业收入	25.0%	42.7%	34.5%	5.9%
营业成本	5069	5787	6161	6477	营业利润	133.8%	103.2%	64.0%	7.4%
税金及附加	473	683	918	972	归属于母公司净利润	119.5%	94.3%	61.5%	7.8%
销售费用	0	1	2	2	获利能力				
管理费用	492	644	866	917	毛利率	43.8%	55.1%	64.4%	64.7%
研发费用	64	103	139	147	净利率	19.5%	26.6%	31.9%	32.5%
财务费用	155	33	-23	-125	ROE	22.3%	31.3%	35.6%	29.1%
资产减值损失	-5	-4	-4	-4	ROIC	15.8%	23.1%	27.5%	22.7%
营业利润	2824	5739	9412	10112	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	47.3%	43.7%	38.8%	34.7%
营业外支出	6	5	5	5	流动比率	1.58	2.31	3.17	4.00
利润总额	2819	5735	9408	10108	营运能力				
所得税	833	1720	2822	3032	应收账款周转率	16.40	17.41	16.57	14.87
净利润	1986	4014	6585	7076	存货周转率	2.05	2.13	2.06	2.05
归母净利润	1764	3428	5534	5964	总资产周转率	0.46	0.56	0.60	0.51
每股收益(元)	0.93	1.80	2.91	3.14	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.93	1.80	2.91	3.14
货币资金	2747	7269	14107	21506	每股净资产	4.17	5.77	8.18	10.78
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	925	1241	1310	PE	32.09	16.52	10.23	9.49
预付款项	276	347	370	389	PB	7.15	5.16	3.64	2.76
存货	2540	2893	3079	3236	现金流量表				
流动资产合计	6404	11908	19409	27119	净利润	1986	4014	6585	7076
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	-399	-183	-152
无形资产	6319	5798	5277	4756	其他	52	-16	-17	9
非流动资产合计	13924	13608	13240	12759	经营活动现金流净额	3268	5056	7955	8615
资产总计	20329	25516	32649	39877	资本开支	-1520	-1205	-1206	-1206
短期借款	1108	1408	1708	2008	其他	561	165	145	154
应付票据及应付账款	685	804	856	900	投资活动现金流净额	-958	-1040	-1061	-1052
其他流动负债	2258	2933	3563	3879	股权融资	167	236	0	0
流动负债合计	4051	5145	6127	6787	债务融资	-521	1030	1020	1020
其他	5554	6015	6535	7055	其他	-743	-751	-1076	-1185
非流动负债合计	5554	6015	6535	7055	筹资活动现金流净额	-1097	516	-56	-165
负债合计	9605	11160	12661	13842	现金及现金等价物净增加额	1242	4522	6838	7398
股本	1664	1900	1900	1900					
资本公积金	627	627	627	627					
未分配利润	5427	7740	11490	15532					
少数股东权益	2806	3393	4444	5556					
其他	199	696	1526	2421					
所有者权益合计	10723	14356	19987	26035					
负债和所有者权益总计	20329	25516	32649	39877					

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资料，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