

金价上涨，公司业绩弹性释放

2025 年 12 月 29 日

核心观点

- 公司是一家快速成长的国际化黄金生产商，主要在全球范围内从事黄金的采、选和销售业务：**公司在全球范围内运营 6 座黄金矿山和 1 座多金属矿山，矿山版图主要位于中国、东南亚与西非等地区。其中、公司旗下吉隆矿业、五龙矿业、华泰矿业和锦泰矿业是国内的黄金矿山，专注于黄金采选业务；瀚丰矿业是国内的多金属矿山，聚焦锌、铅、铜、铝等多金属的采选；位于老挝的控股子公司万象矿业以金、铜矿的开采和冶炼为核心；位于加纳的控股子公司金星瓦萨主营黄金采选；位于老挝的勐康稀土矿专注于稀土资源的开发。此外，公司控股子公司广源科技属于资源综合回收利用行业，专注于废弃电器电子产品处理业务。根据公司 2024 年年报披露，公司自有矿山共计拥有黄金资源量 390.1 吨、铜资源量 10.3 万吨、铅资源量 2.5 万吨、锌资源量 55.4 万吨、铝资源量 7.9 万吨、稀土资源量 6.4 万吨 REO。
- 金价上涨驱动公司业绩大幅增长：**随着公司收购海外矿山矿产金产量的逐步释放，以及 2022 年后黄金价格进入新一轮牛市的影响，公司营业收入与归母净利润都出现了明显的增长。公司营业收入从 2020 年的 45.58 亿元增长至 2024 年的 90.26 亿元，年均复合增速达到 18.63%；公司归母净利润从 2020 年的 7.84 亿元增长至 2024 年的 17.64 亿元，年均复合增速达到 22.47%。2025 年前三季度，公司营业收入 86.44 亿元，同比增长 38.91%；归母净利润 20.58 亿元，同比增长 86.21%。虽然因公司主力金矿万象矿业与金星瓦萨为保障后续矿产，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，以及入选矿石品位的降低与资源地税率的提升，造成 2025 年前三季度公司矿产金产销量的同比下滑，且矿产金单位营业成本同比上升 16.08% 至 326.86 元/克。但 2025 年金价大幅上涨使公司 2025 年前三季度矿产金产品销售单价同比上涨 44.13% 至 729.58 元/克，仍使公司业绩大幅增长。
- 流动性盛宴与“去美元”实质化，黄金牛市有望延续：**2025 年多重利好齐聚，驱动金价加速上涨，持续创下新高。2026 年美联储大概率将继续降息，以及每月购买 400 亿美元国债变相开启“QE”，美元流动性边际宽松将带动全球黄金 ETF 基金持续购金，推升金价。此外，美国 2024 年通过“大而美”法案，以及特朗普政府任命的新任美联储主席将于 2026 年 5 月上任，美国债务的加速增长与美联储“独立性”或将动摇使美国信用问题加剧，全球“去美元”开始实质化启动，全球央行与全球私人投资机构或将增加黄金购买量以提升资产组合中黄金的配置比例，将成为黄金中期上涨逻辑。
- 投资建议：**公司聚焦黄金资源采选业务，金价上涨将直接利好公司业绩。且公司海外矿山生产正常产量恢复后，公司业绩弹性有望更好的释放。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 35.70/60.50/60.86 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 各为 16.90/9.97/9.91x。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 美联储降息不及预期的风险；2) 金价大幅下跌的风险；3) 公司矿产金产销量低于预期的风险；4) 美元强于预期的风险。

赤峰黄金（股票代码：600988）

推荐 首次评级

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

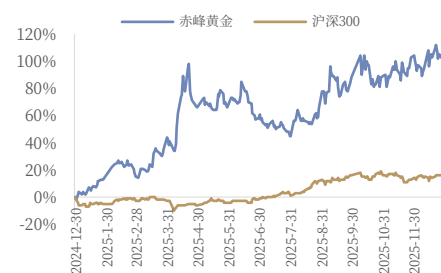
分析师登记编码：S0130516080004

市场数据

2025-12-29

股票代码	600988
A 股收盘价(元)	31.74
上证指数	3,965.28
总股本(万股)	190,041
实际流通 A 股(万股)	166,391
流通 A 股市值(亿元)	528

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

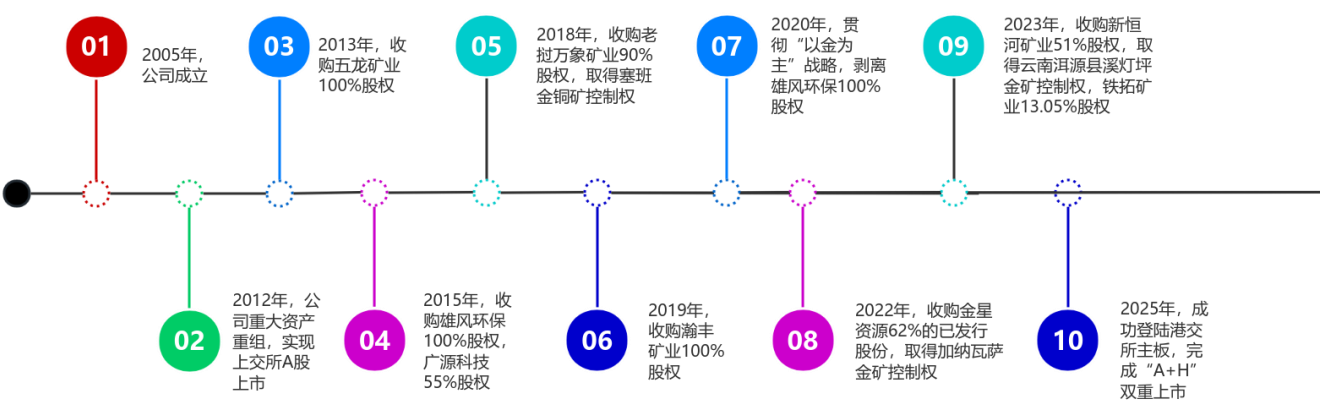
Catalog

一、 全球化布局的黄金资源生产矿企	3
二、 百年变局，黄金牛市中继	7
（一） 多重共振，金价牛市持续创出历史新高	7
（二） 美元流动性的边际宽松仍将助推金价	7
三、 盈利预测与估值	12
四、 风险提示	14

一、全球化布局的黄金资源生产矿企

公司是一家快速成长的国际化黄金生产商，主要在全球范围内从事黄金的采、选和销售业务。公司于 2012 年通过借壳 ST 宝龙实现 A 股上市，此后收购五龙矿业、瀚丰矿业、锦泰矿业等国内矿山资源，并积极推进全球化战略，收购老挝万象矿业和加纳金星资源等核心黄金矿产资产，显著提升了公司资源储备和产能规模，并使公司成为全球化的黄金开采运营企业。目前公司已拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业投资项目和 1 个资源综合回收利用项目。2024 年公司在香港联合交易所主板成功上市，成为全国第三家实现“A+H”股双重上市的黄金企业。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司在全球范围内运营 6 座黄金矿山和 1 座多金属矿山，矿山版图主要位于中国、东南亚与西非等地区。其中、公司旗下吉隆矿业、五龙矿业、华泰矿业和锦泰矿业是国内的黄金矿山，专注于黄金采选业务；瀚丰矿业是国内的多金属矿山，聚焦锌、铅、铜、铝等多金属的采选；位于老挝的控股子公司万象矿业以金、铜矿的开采和冶炼为核心；位于加纳的控股子公司金星瓦萨主营黄金采选；位于老挝的勐康稀土矿专注于稀土资源的开发。此外，公司控股子公司广源科技属于资源综合回收利用行业，专注于废弃电器电子产品处理业务。根据公司 2024 年年报披露，截至到 2024 年年底，公司自有矿山共计拥有黄金资源量 390.1 吨、铜资源量 10.3 万吨、铅资源量 2.5 万吨、锌资源量 55.4 万吨、铝资源量 7.9 万吨、稀土资源量 6.4 万吨 REO。

表1：公司自有矿山基本情况

矿山名称	主要品种	资源量			储量		
		矿石量(百万吨)	品位(g/t,%)	金属量(吨,千吨)	矿石量(百万吨)	品位(g/t,%)	金属量(吨,千吨)
五龙矿业五龙金矿	金	3.61	7.81	28.21	1.19	7.83	9.29
吉隆矿业撰山子金矿	金	1.46	12.07	17.63	0.76	7.68	5.84
华泰矿业红花沟金矿	金	3.81	7.01	26.71	1.69	6.2	10.5

锦泰矿业溪灯坪金矿	金	10.57	1.3	13.75	7.35	1.27	9.36
万象矿业塞班金铜矿	金	11.66	4.16	48.49	7.38	3.08	22.76
	铜	5.51	1.59	87.44	1.07	0.96	10.34
	稀土	90.57	352.43	31.92	-	-	-
老挝勐康稀土矿	稀土	133.79	241.44	32.3	-	-	-
金星资源瓦萨金矿	金	76.93	3.32	255.31	8.03	2.13	17.08
瀚丰矿业立山铅锌矿区	锌	19.95	2.78	553.97	3.31	2.45	81
	铜		0.08	16	-	-	-
	铅		0.125	25	-	-	-
瀚丰矿业东风钼矿区	钼	65.37	0.12	79.25	-	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：金金属量单位：吨；锌、铜、铅、钼金属量单位：千吨；稀土氧化物单位：千吨

公司主营产品为黄金，此外还生产铜、铅、锌、银、钼、稀土等其他金属矿产品。公司旗下黄金矿山生产合质金、金精粉等矿产金产品，后销往黄金精炼厂。在公司收购老挝万象矿业与加纳金星瓦萨海外金矿后，公司矿产金产销量持续增长。公司矿产金产量从 2020 年的 4.59 吨增长至 2024 年的 15.16 吨，年均复合增速达到 34.81%；矿产金销量从 2020 年的 3.9 吨增长至 2024 年的 15.22 吨，年均复合增速达到 40.55%。2025 年前三季度，公司生产矿产金 10.71 吨，同比减少 0.41%；销售矿产金 10.67 吨，同比减少 2.56%，这主要因公司主力金矿万象矿业与金星瓦萨为保障后续矿产，加大掘进力度、维护及更新部分机器设备，以及入选矿石品位的降低，导致了产量的阶段性下滑。

表2：2021-2025 年公司各矿产品产量（吨）

产品类型	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
矿产金	8.10	13.57	14.35	15.16	10.71
电解铜	5019.74	6433.19	6485.41	6192.77	4836.46
铜精粉	2932.03	2050.22	1438.74	1380.65	1810.37
铅精粉	3477.51	3313.68	2716.15	4051.09	2703.62
锌精粉	19931.49	22042.57	11287.29	14894.43	18575.73
钼精粉		41.71	206.48	686.79	511.13
矿产银	0.09	2.75	2.32	1.37	
稀土产品					622.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

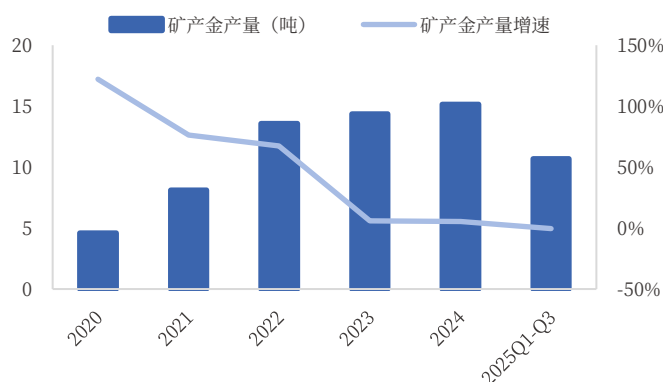
表3：2021-2025 年公司各矿产品销量（吨）

产品类型	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
矿产金	7.80	13.85	14.51	15.22	10.67
电解铜	5492.43	6592.63	6428.68	6273.30	4871.59

铜精粉	2985.73	1976.96	1468.50	1396.46	1819.72
铅精粉	3371.79	3577.39	2531.98	4109.47	2788.63
锌精粉	19932.88	21881.32	10839.13	15324.79	17238.25
钼精粉		41.71		884.37	458.67
矿产银	1.34	3.76	2.33	1.37	
稀土产品					448.88

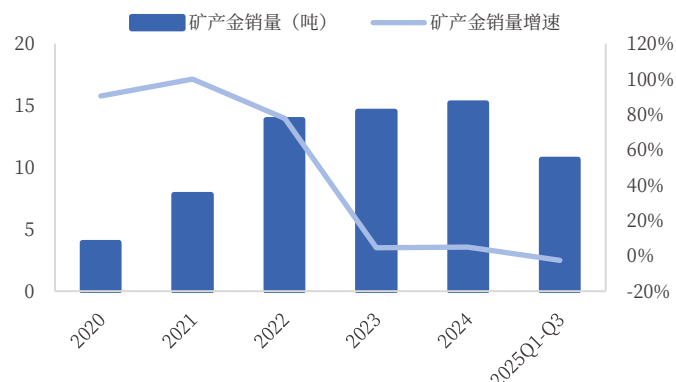
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司矿产金产量与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

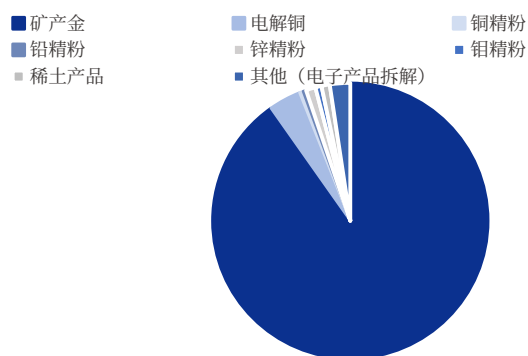
图3：公司矿产金销量与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

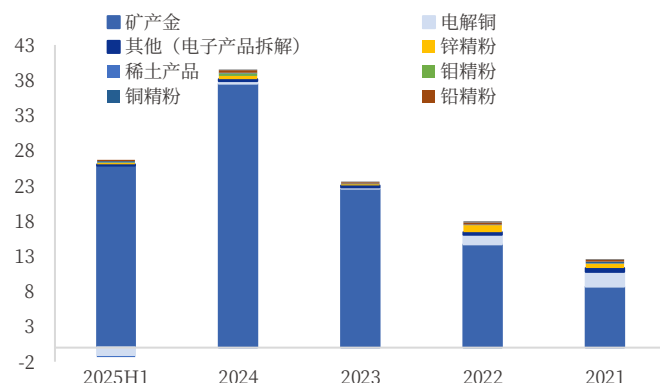
黄金为公司的核心收入与主要利润来源。公司的营业收入由矿产金、电解铜、铜精粉、铅精粉、锌精粉、钼精粉、稀土产品与电子产品拆解组成。根据公司 2025 年半年报披露，2025H1 公司矿产金、电解铜、铜精粉、铅精粉、锌精粉、钼精粉、稀土产品与其他（电子产品拆解）的营业收入占比分别为 90.22%、3.77%、0.44%、0.37%、1.13%、0.72%、0.97%、2.39%。盈利方面，2025H1 矿产金的毛利润占比更是高达 102.90%。由此可见，黄金业务决定了公司的收入与盈利水平。

图4：2025 年上半年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

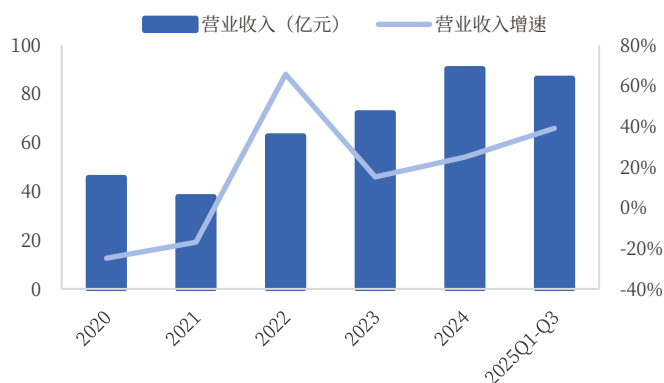
图5：2021 年-2025 年上半年公司各业务毛利润贡献（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

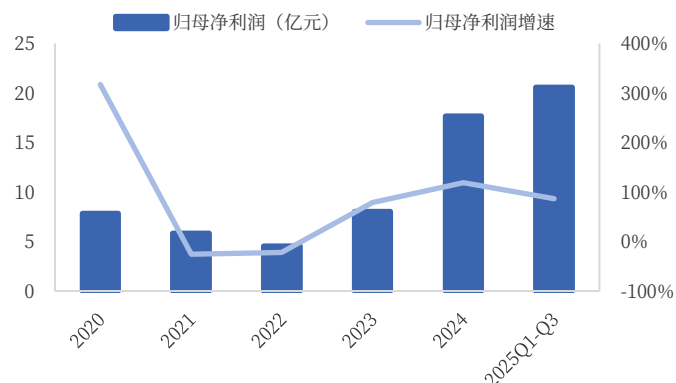
受公司矿产金产量逐步释放,以及2022年后黄金价格进入新一轮上涨的影响,公司营业收入与归母净利润都出现了明显的增长。公司营业收入从2020年的45.58亿元增长至2024年的90.26亿元,年均复合增速达到18.63%;公司归母净利润从2020年的7.84亿元增长至2024年的17.64亿元,年均复合增速达到22.47%。2025年前三季度,公司营业收入86.44亿元,同比增长38.91%;归母净利润20.58亿元,同比增长86.21%。虽然因公司主力金矿万象矿业与金星瓦萨为保障后续矿产,新增采矿作业单元,生产性钻探、掘进及采矿等运营成本相应增加,以及入选矿石品位的降低与资源地税率的提升,造成2025年前三季度公司矿产金产销量的同比下滑,且矿产金单位营业成本同比上升16.08%至326.86元/克。但2025年金价大幅上涨使公司2025年前三季度矿产金产品销售单价同比上涨44.13%至729.58元/克,仍使公司业绩大幅增长。

图6: 公司营业收入与增速



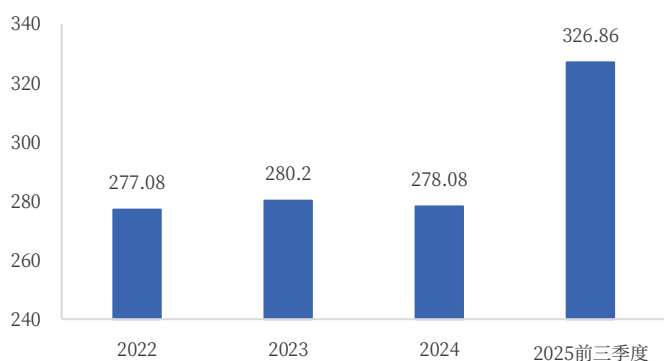
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图7: 公司归母净利润与增速



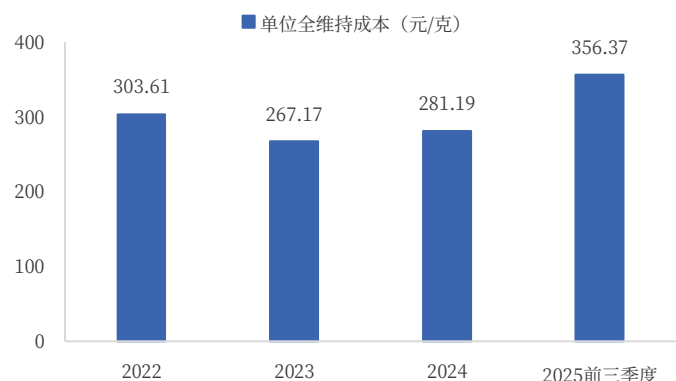
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图8: 公司矿产金单位销售成本 (元/克)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图9: 公司矿产金单位全维持成本 (元/克)



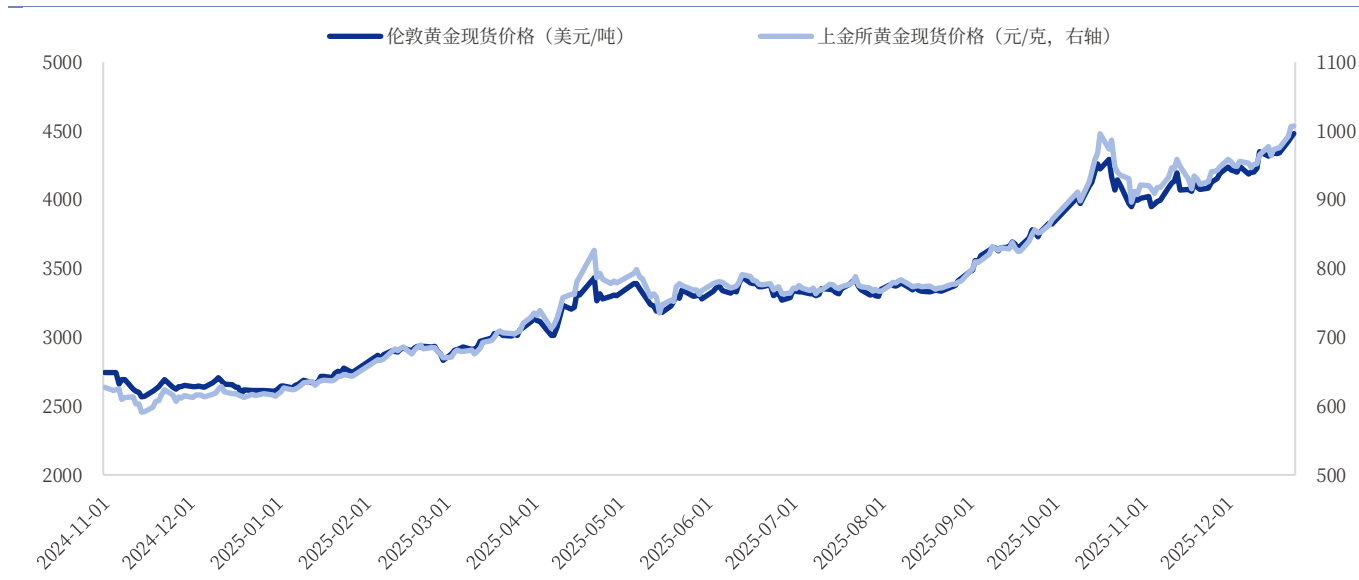
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、百年变局，黄金牛市中继

（一）多重共振，金价牛市持续创出历史新高

黄金维持强势，多重利好齐聚助推 2025 年金价上涨超 72%。2025 年在美国总统特朗普正式上台后，其施行的对外加征关税，对内减税与驱逐非法移民等一系列政策，加大了美国政策的不确定性与全球经济失速的风险，驱使资金加大了对避险资产黄金的配置，推动金价从 2025 年初的 2624 美元/盎司持续上涨至 2025Q1 末突破 3100 美元/盎司。尤其 2025 年 4 月初美国对等关税超预期，市场对全球贸易战下经济衰退的担忧，恐慌与避险情绪大幅上行，刺激金价进一步冲高至 3500 美元/盎司创下历史新高；而后在 5 月中美经贸谈判达成日内瓦协定后，中美关税贸易战风险逐步褪去，市场风险偏好修复，金价从高点回落但仍在 5-8 月维持在 3300 美元/盎司的中枢。2025 年 8 月美国就业市场出现走弱迹象，且美联储主席在全球央行年会上表态通胀与失业的风险平衡在发生转变，强调就业市场面临下行风险增加，这使市场对美联储 9 月重启降息的预期升温，金价重新开始走强，并在 9 月初形成了对此前 4 月 3500 美元/盎司高点的突破。2025 年 9 月美联储实施降息且市场对美联储年内降息次数的预期提升，以及市场在美国 7 月通过“大而美”法案后对美国未来债务与美国信用的担忧，强化了金价上涨逻辑，使金价不断攀升创下新高，形成新一轮主升浪；而 2025 年 10 月美国政府关门、中美经贸谈判再起波澜引发市场避险情绪上升，叠加伦敦白银逼仓事件下银价的外溢影响，刺激金价加速上涨，最终在 10 月下旬创下 4381 美元/盎司的历史最高价。虽然此后金价冲高回落至 3900-4000 美元/盎司附近，但 12 月美联储继续鸽派降息，并开启每月购买 400 亿美元国债的变相“QE”，且伦敦白银库存持续紧张逼仓推动白银价格加速上涨的带动下，黄金价格在 2025 年年底恢复涨势，再度创下 4550 美元/盎司的历史新高。

图10：2025 年黄金价格持续上涨，不断创下新高

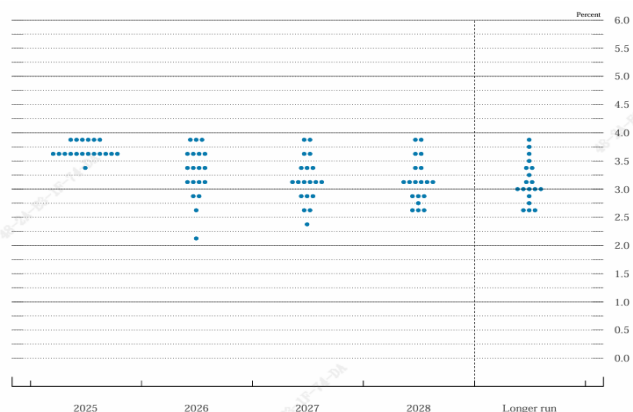


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）美元流动性的边际宽松仍将助推金价

2025 年 9 月美联储重新启动降息，在 9-12 月连续降息 3 次。2026 年在美国就业市场下滑风险加大的情况下，美联储或将继续降息。美联储在 2025 年 12 月的点阵图上给出 2026 年降息一次的预期，目前芝加哥商品交易所的美国利率期货显示市场预计美联储在 2026 年将降息两次。尤其在 2026 年 5 月中旬现任美联储主席鲍威尔任期结束，新任主席上台后，特朗普政府对美联储的影响力将得到增强，美联储的降息节奏或将加快。美元流动性的边际宽松，以及美联储的降息将压低美债名义利率与实际利率，利好于黄金价格的上涨。

图11：美联储 2025 年 12 月点阵图



资料来源：美联储，中国银河证券研究院

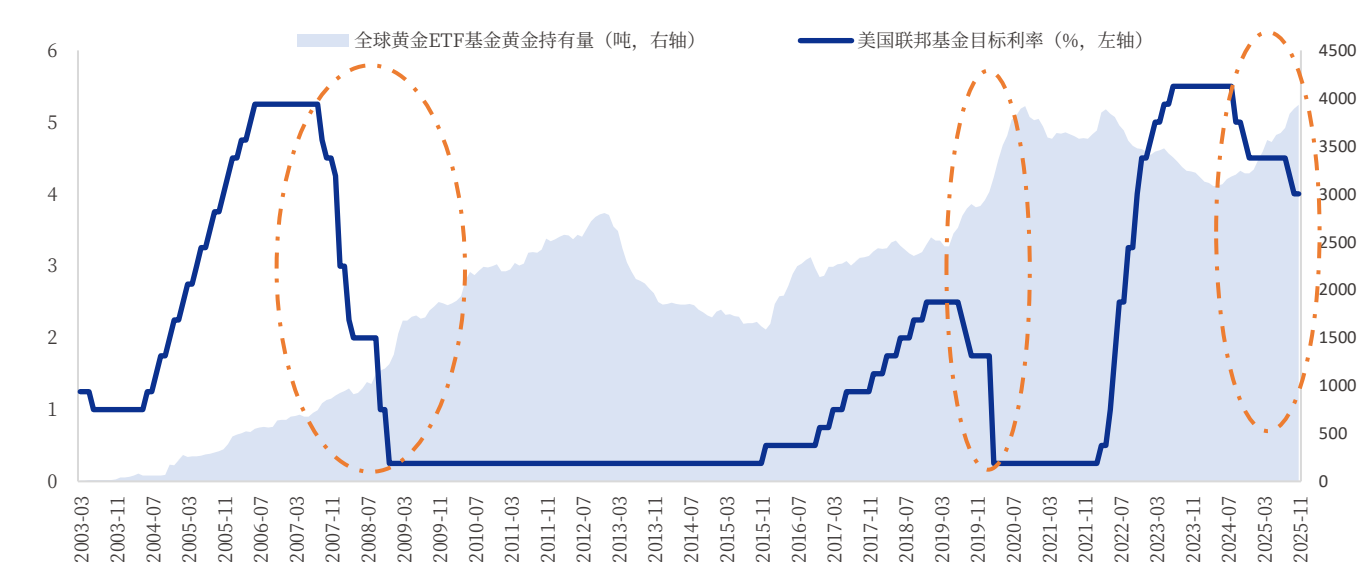
图12：市场预计 2026 年美联储将降息 2 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.8%	81.2%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	46.9%	44.7%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.9%	46.8%	44.2%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.1%	5.3%	31.4%	45.3%	18.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	2.2%	16.2%	37.2%	33.9%	10.5%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.8%	6.9%	23.2%	36.1%	26.1%	7.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.2%	2.3%	11.1%	26.5%	33.5%	21.2%	5.2%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.4%	3.1%	12.3%	27.1%	32.5%	19.9%	4.8%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.4%	3.0%	12.1%	26.7%	32.4%	20.2%	5.1%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.4%	3.2%	12.5%	26.9%	32.1%	19.8%	5.0%	0.1%	0.0%
2027/4/28	0.4%	3.0%	11.6%	25.5%	31.6%	20.9%	6.4%	0.6%	0.0%
2027/6/9	0.4%	2.8%	11.0%	24.5%	31.1%	21.7%	7.4%	1.0%	0.0%
2027/7/28	0.4%	2.8%	11.0%	24.5%	31.1%	21.7%	7.4%	1.0%	0.0%
2027/9/15	0.4%	2.7%	10.6%	23.9%	30.8%	22.1%	8.1%	1.3%	0.1%
2027/10/27	0.3%	2.5%	9.9%	22.7%	30.2%	22.9%	9.4%	1.9%	0.2%
2027/12/8	0.3%	2.3%	9.3%	21.6%	29.6%	23.5%	10.5%	2.5%	0.3%

资料来源：CME，中国银河证券研究院

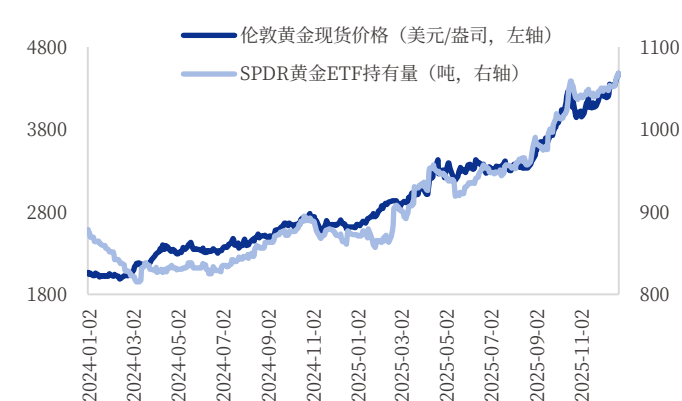
2025 年投资需求是需求侧推动金价上涨的最为主要的边际增量。全球黄金 ETF 基金是资金投资配置黄金主要的工具与风向标。历史上看全球黄金 ETF 基金跟随美联储货币政策周期配置黄金，一般在美联储降息与美元宽松期间，全球黄金 ETF 基金资金加速流入。2024 年下半年美联储正式进入降息周期后，全球黄金 ETF 基金由净流出转为净流入状态，成为金价上涨的主要边际驱动力。截止 2025 年 11 月底，全球黄金 ETF 基金的黄金持有量为 3932 吨，近一年增长近 717 吨。且考虑到近几年投资者对黄金在资产组合中配置比例的提升，本轮全球黄金 ETF 基金的黄金持有量峰值预计将远超上一轮的高点，创下新高。在 2026 年美联储持续的降息进程下，叠加美联储在 2025 年 12 月停止缩表后续或将重新转为扩表所提供的流动性边际增量，全球黄金 ETF 基金有望在 2026 年继续购金，推动黄金价格上涨。

图13: 全球黄金 ETF 基金在美联储的降息周期中加大对黄金的购买力度



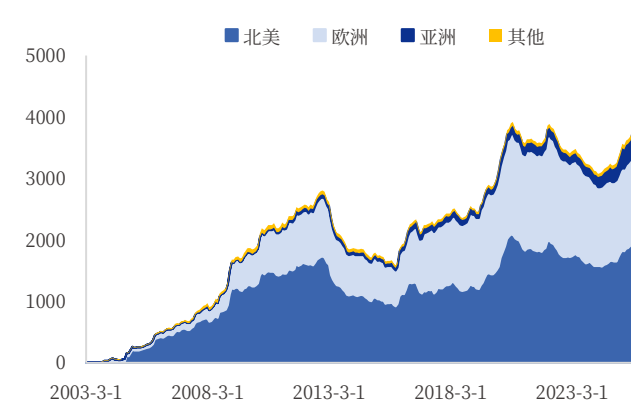
资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

图14: 2024Q1 后主力黄金 ETF 基金持仓量与金价呈现趋势相同



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 全球黄金 ETF 基金黄金总持有量（吨）

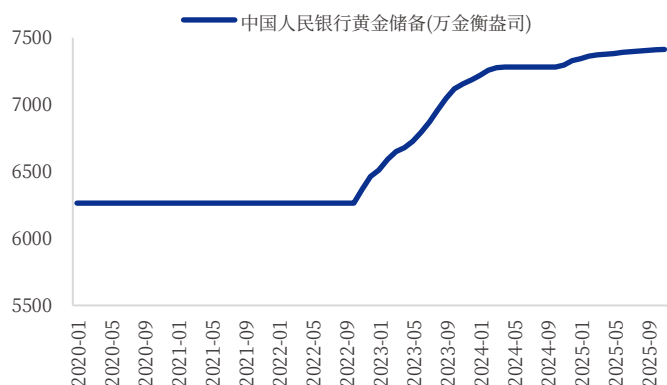


资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

（三）美国信用风险驱动央行购金与投资者增加黄金资产配置

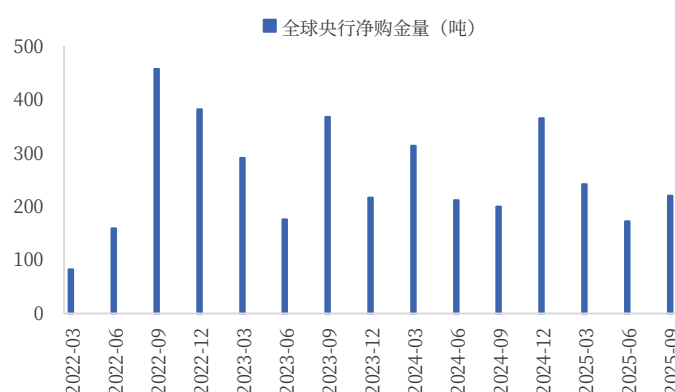
2025年7月美国总统特朗普正式批准财年预算协调法案“大而美法案”，中国银河证券宏观团队在报告《美国“大美丽法案”影响几何？》中预计，在“大美丽法案”的影响下美国债务总额、赤字率、债务利息负担、债务占GDP比重将会持续增长。特朗普2.0美国对外施行“对等关税”政策加征关税引发与其他国家的贸易冲突，对内减税增加财政赤字与利息负担，将会对美股、美债、美元等美国资产信用造成负面影响，或将增强全球央行配置黄金意向。在特朗普确定上任新一任美国总统后，2024年12月末我国央行中国人民银行时隔半年后再度净买入黄金，并随后已连续11个月增持黄金。在美国2025年7月通过“大而美”法案，确定未来美债将会进一步大幅增加的情况下，2025Q3全球央行加大了对黄金资产的配置力度，三季度全球央行购金量环比增长近48吨。

图16：在特朗普当选美国总统后中国人民银行重新开启增持黄金



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图17：美国通过“大而美法案”后，全球央行 2025Q3 加大购金力度

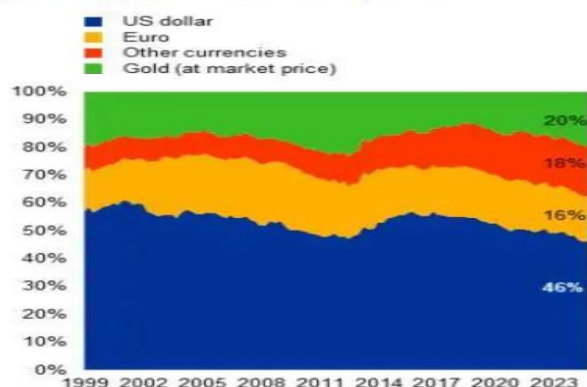


资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

欧央行在 2025 年最新发布的《欧元国际角色报告》中指出，2024 年黄金在各国官方外汇储备中的占比已提升至 20%，超过欧元区的 16%，已跃居全球储备体系的第二位，仅次于美元，而美元 2024 年在全球外汇储备中的份额中下降 2 个百分点；在央行购金中，约三分之二的央行投资黄金是为了实现资产多元化，约五分之二是为了对冲地缘政治风险。在 2025 年美元、美债信用风险加剧后，全球“去美元”开始实质化，全球央行购金多元化资产配置的逻辑或将接力地缘冲突的购金逻辑，进一步增持黄金。2025 年 6 月世界黄金协会调查，95% 的受访央行认为会在未来一年内继续增持黄金，这一比例创下近 7 年的新高。全球央行的持续购买黄金，将有力的支撑黄金价格上涨。

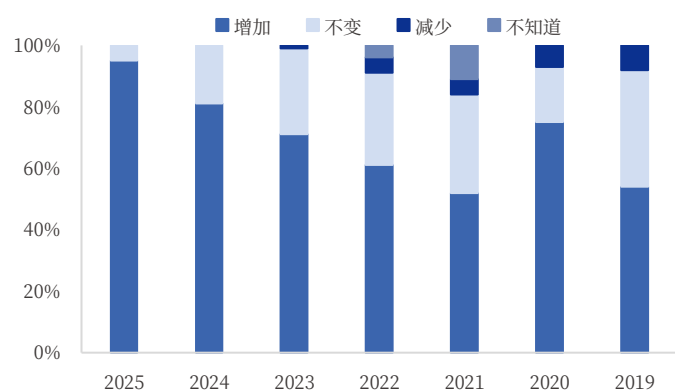
图18：在特朗普当选美国总统后中国人民银行重新开启增持黄金

(percentages, at current market prices)



资料来源：欧央行，中国银河证券研究院

图19：世界黄金协会调查 95% 受访央行会在未来一年内增持黄金



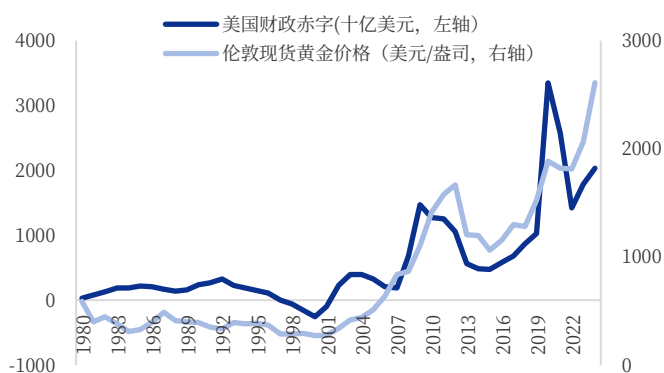
资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

除全球央行外，对美国债务与美国信用问题的担忧，或将促使全球投资者加大其长期投资组合中黄金资产的配置比例。美国不断扩张的债务总额，与特朗普政府任命新美联储主席上台后美联储独立性恐被动摇，或将进一步侵蚀投资者对美债等美国资产的信心。当前美债资产规模远大于黄金资产规模，一旦因美国信用问题一小部分投资者将投资组合中所持有的美债转为黄金资产配置（黄金 ETF 波动率与美债 ETF 相似）以作为美国信用贬值对冲，其所带来的庞大资金流入量将大幅推升

黄金价格。

2025 年市场美国信用问题加剧，全球“去美元”开始实质化启动，若 2026 年以及后续全球秩序、全球信用货币体系换锚以取代原有的美元体系持续推进，全球官方机构与全球私人投资机构或将增加黄金购买量以提升资产组合中黄金的配置比例，这有望成为推动黄金价格上涨的中期逻辑。

图20：美国财政赤字与黄金价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21：美国信用受损，美元或进入下行大周期利好中长期金价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值

公司主营业务聚焦黄金，将直接受益于金价上涨。且公司 2025 年成功实现港股上市，更利于在海外收购黄金矿山与全球布局运营黄金资产，成长空间得到进一步的开拓。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 135.38/189.08/197.78 亿元，预计实现归母净利润 35.70/60.50/60.86 亿元，当前股价对应 PE 各为 16.90/9.97/9.91x。我们选取主业为黄金的山东黄金、山金国际、中金黄金、湖南黄金作为可比公司，2025-2027 年可比公司 PE 的算术均值分别为 21.79/17.50/14.51x。考虑到公司产量逐步恢复，且金价上涨将带动公司盈利增长。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表4：公司营收成本预测（百万元）

分品种	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7221	9026	13538	18908	19778
矿产金	6322	7978	12301	17287	17640
电解铜	382	407	502	789	1130
铜精粉	16	20	55	77	88
铅精粉	30	57	50	49	49
锌精粉	65	122	160	166	166
钼精粉	0	123	86	12	98
矿产银	3	8	0	23	24
稀土产品	0	0	129	184	263
其他（电子产品拆解）	398	258	256	321	320
营业成本	4869	5069	6353	7307	8129
矿产金	4066	4232	5127	5964	6750
电解铜	359	364	726	640	600
铜精粉	7	8	12	12	12
铅精粉	12	21	20	19	19
锌精粉	52	80	120	127	127
钼精粉		88	52	57	57
矿产银	2	4	0	5	6
稀土产品	0	0	137	179	255
其他（电子产品拆解）	371	232	230	289	288
毛利润	2352	3957	7185	11601	11649

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表5：可比公司估值（2025 年 12 月 29 日）

可比公司	总市值（亿元）	EPS（元）				市盈率 PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
山东黄金	1714	0.66	1.44	1.78	2.09	34.30	26.84	21.69	18.49
山金国际	675	0.78	1.24	1.49	1.96	19.64	19.59	16.30	12.41
中金黄金	1109	0.70	1.09	1.44	1.69	17.22	21.02	15.91	13.54
湖南黄金	332	0.70	1.08	1.32	1.57	22.34	19.70	16.08	13.58
平均值						23.38	21.79	17.50	14.51
赤峰黄金	593	0.93	1.88	3.18	3.20	34.19	16.90	9.97	9.91

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、风险提示

1) 美联储降息不及预期的风险；2) 金价大幅下跌的风险；3) 公司矿产金产销量低于预期的风险；4) 美元强于预期的风险。

图表目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司矿产金产量与增速	5
图 3: 公司矿产金销量与增速	5
图 4: 2025 年上半年公司各业务收入占比	5
图 5: 2021 年-2025 年上半年公司各业务毛利润贡献（亿元）	5
图 6: 公司营业收入与增速	6
图 7: 公司归母净利润与增速	6
图 8: 公司矿产金单位销售成本（元/克）	6
图 9: 公司矿产金单位全维持成本（元/克）	6
图 10: 2025 年黄金价格持续上涨，不断创下新高	7
图 11: 美联储 2025 年 12 月点阵图	8
图 12: 市场预计 2026 年美联储将降息 2 次	8
图 13: 全球黄金 ETF 基金在美联储的降息周期中加大对黄金的购买力度	9
图 14: 2024Q1 后主力黄金 ETF 基金持仓量与金价呈现趋势相同	9
图 15: 全球黄金 ETF 基金黄金总持有量（吨）	9
图 16: 在特朗普当选美国总统后中国人民银行重新开启增持黄金	10
图 17: 美国通过“大而美法案”后，全球央行 2025Q3 加大购金力度	10
图 18: 在特朗普当选美国总统后中国人民银行重新开启增持黄金	10
图 19: 世界黄金协会调查 95% 受访央行会在未来一年内增持黄金	10
图 20: 美国财政赤字与黄金价格	11
图 21: 美国信用受损，美元或进入下行大周期利好中长期金价	11
表 1: 公司自有矿山基本情况	3
表 2: 2021-2025 年公司各矿产品产量（吨）	4
表 3: 2021-2025 年公司各矿产品销量（吨）	4
表 4: 公司营收成本预测（百万元）	12
表 5: 可比公司估值（2025 年 12 月 29 日）	13

附录:

公司财务预测表 (单位: 百万元)

报表预测						
利润表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6266.79	7220.95	9025.82	13538.37	18908.10	19778.04
减: 营业成本	4471.73	4868.62	5068.77	6353.42	7306.61	8129.11
营业税金及附加	283.98	389.02	473.04	709.54	990.97	1036.56
营业费用	0.72	0.69	0.35	0.52	0.73	0.76
管理费用	502.38	461.37	492.29	896.25	1251.73	1309.32
研发费用	27.65	51.75	63.62	95.42	133.27	139.40
财务费用	137.30	193.14	155.36	161.94	161.94	161.94
减值损失	-42.37	-5.96	-3.23	-30.00	-50.00	0.00
加: 投资收益	61.56	13.50	78.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-11.91	-71.34	-26.35	50.00	50.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	850.29	1192.57	2821.71	5371.28	9112.86	9100.95
加: 其他非经营损益	-28.14	13.69	-2.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	822.15	1206.26	2819.40	5371.28	9112.86	9100.95
减: 所得税	328.13	335.21	833.44	1322.82	2253.21	2250.24
净利润	494.02	871.05	1985.96	4048.46	6859.64	6850.71
减: 少数股东损益	42.91	67.11	221.62	448.44	759.93	764.51
归属母公司股东净利	451.12	803.93	1764.34	3570.01	6049.72	6086.20
资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1285.11	1662.28	2747.44	4109.98	3397.91	4825.20
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	521.88	692.70	959.84	856.03	1613.38	990.34
其他应收款 (合计)	53.45	95.54	96.19	0.00	0.00	0.00
存货	2164.63	2406.91	2540.32	3166.72	3396.53	3905.54
其他流动资产	0.89	1.03	1.41	141.33	141.33	141.33
长期股权投资	357.82	373.48	3.96	3.96	3.96	3.96
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5861.74	6414.23	7077.38	8750.71	15173.26	21030.43
无形资产和开发支出	6775.06	6567.33	6360.96	5319.09	4277.23	3235.36
其他非流动资产	798.03	840.86	486.04	11243.66	16394.36	20700.65
资产总计	17544.29	18717.79	20328.57	22844.98	28500.58	34629.14
短期借款	488.41	850.01	1108.20	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1785.56	1589.58	1836.66	2269.92	2170.20	2505.71
长期借款	1513.78	1421.97	599.50	99.50	-400.50	-900.50
其他负债	6836.65	7164.03	7169.29	6061.09	6061.09	6061.09
负债合计	10135.99	10175.58	9605.45	8430.51	7830.79	7666.30
股本	1663.91	1663.91	1663.91	1663.91	1663.91	1663.91
资本公积	325.83	406.72	406.72	406.72	406.72	406.72
留存收益	3197.83	4081.36	5846.18	9089.08	14584.48	20113.03
归属母公司股东权益	5187.57	6151.99	7916.81	11159.72	16655.12	22183.66
少数股东权益	2220.73	2390.22	2806.30	3254.75	4014.67	4779.18
股东权益合计	7408.30	8542.21	10723.12	14414.46	20669.79	26962.84
负债和股东权益合计	17544.29	18717.79	20328.57	22844.98	28500.58	34629.14
现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流量	1090.13	2203.08	3268.48	6409.78	8454.18	10546.89
投资性现金流量	-3984.05	-1771.12	-958.41	-2950.00	-7950.00	-7900.00
筹资性现金流量	2225.14	-228.12	-1097.46	-2097.24	-1216.25	-1219.60
现金流量净额	-655.32	222.09	1242.26	1362.54	-712.07	1427.29

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn