

行业展望

2026年2月

中国黄金行业

中国黄金行业展望，2026年2月

目录

核心观点	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	9
结论	12
附表	14

联络人

作者

企业评级部

陈田田 010-66428877
ttchen@ccxi.com.cn

任嘉琦 010-66428877
jqren@ccxi.com.cn

其他联络人

王梦莹 010-66428877
mywang01@ccxi.com.cn

预计2026年，在地缘政治风险加剧、美元信用走弱、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存的背景下，黄金避险需求对价格的影响更为显著，黄金价格有望进一步上升。黄金企业盈利及获现能力亦将随金价的提升而增强，收并购及探矿增储带来的资金需求及存货对资金的占用可能进一步推升债务规模，但考虑到黄金金融属性，行业信用风险处于很低水平。

中国黄金行业展望由稳定调整为稳定提升，中诚信国际认为未来12~18个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平。

核心观点

- 中诚信国际观察到，2025年以来，关税摩擦、美元信用走弱、地缘政治局势紧张等因素令黄金价格持续攀升，年内金价涨幅超60%，此背景下的上游矿山利润增厚或将使得黄金企业盈利水平进一步提升，且得益于黄金的金融属性，行业经营表现整体向好。黄金行业景气度持续提升，行业内企业扩产项目推进及资源收并购推升资金需求，总债务规模扩大。但行业内企业在金价高企时持续推进收并购项目，可能加大其财务压力。
- 中诚信国际预计，在地缘政治风险加剧、美元信用走弱、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存的背景下，黄金金融属性将更加凸显，2026年黄金价格有望进一步上升。在行业利润及经营活动净现金流持续向好的背景下，多数黄金企业实现很好的经营积累，黄金企业偿债能力增强，整体信用水平有所提升。

一、 分析思路

黄金行业的信用基本面分析，主要是通过分析黄金价格走势以及影响黄金供应和需求的相关因素，并对价格走势进行判断，进而分析价格走势对企业盈利能力和杠杆水平等信用基本面的变化情况。本文指出黄金供需对价格影响有限，在经济不确定性因素增加的大背景下，黄金避险和保值需求及实际利率对价格的影响更为显著。受益于黄金价格大幅上涨及产销量提升，黄金企业盈利及经营获现能力显著提升，黄金企业资本结构较优且杠杆水平相对稳定，且得益于黄金特殊性，整体信用水平将稳定提升。

二、 行业基本面

黄金价格与金融属性

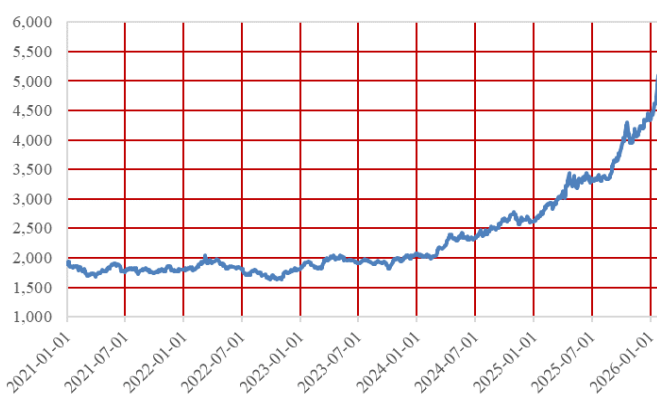
2025年以来，关税摩擦、美元信用走弱、地缘政治局势紧张等不确定性因素带动避险需求扩大，令黄金价格持续攀升，年内金价涨幅超60%。短期来看，地缘政治风险加剧、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存，或进一步提振黄金价格，预计2026年金价仍将偏向上行。

受美国关税政策加码、美元信用走弱、地缘政治紧张局势持续升级等因素影响，且多国央行持续增持黄金，黄金的避险需求与资产配置需求较为旺盛，2025年以来黄金价格节节攀升。具体来看，2025年年初，特朗普正式就职后实施贸易保护、能源与移民管控、推动“大而美”财税改革法案等一系列新政，对等关税政策成为金价上涨催化剂，加之中东局势动荡、俄乌冲突扰动升级，避险情绪推动黄金价格走高，COMEX金价从年初2,600美元/盎司附近持续上涨，到4月22日攀升至超3,400美元/盎司，上涨幅度超30%。随着中美关税谈判取得实质进展，地缘政治紧张局势暂时缓和，叠加美联储政策立场趋于鹰派导致美元走强，4月下旬至8月下旬黄金价格高位震荡。9月、10月美联储分别降息25个基点，降息预期持续；同时，特朗普对美联储的干预不断增加，美国政府债务问题持续恶化，美元信用走弱等因素共同推动黄金价格加速上涨。中美展开经贸谈判使得避险情绪有所缓和，叠加黄金价格冲高后带来回调压力，10月下旬至12月初金价在4,000美元/盎司附近横盘波动。12月11日美联储继续降息25个基点，叠加地缘冲突不确定性增加，12月下旬黄金价格震荡上行，年末COMEX黄金期货结算价收于4,368美元/盎司，较年初上涨超60%。全年均价为3,435.97美元/盎司，同比增长约44%。2026年1月，在美伊核对抗升级、美国拟对欧加征关税、委内瑞拉局势动荡等地缘政治风险升温、美联储降息预期强化及投机资金集中涌入等多重因素共振下金价一路冲高，1月29日COMEX金价盘中触及历史最高点5,598美元/盎司。1月30日偏鹰派人选凯文·沃什获美联储主席提名，叠加高位获利盘集中了结、杠杆资金强制平仓踩踏，1月31日创下近40年最大单日跌幅，COMEX金价盘中最大跌幅超12%，1月31日至2月2日3天累计跌幅约20%，价格一度回落至4,500美元/盎司下方。但多重不确定性因素对金价起到支撑作用，全年金价或仍有上涨预期。

国内方面，2025年以来，国内金价紧跟国际金价走势，上海期货交易所（SHFE）黄金期货结

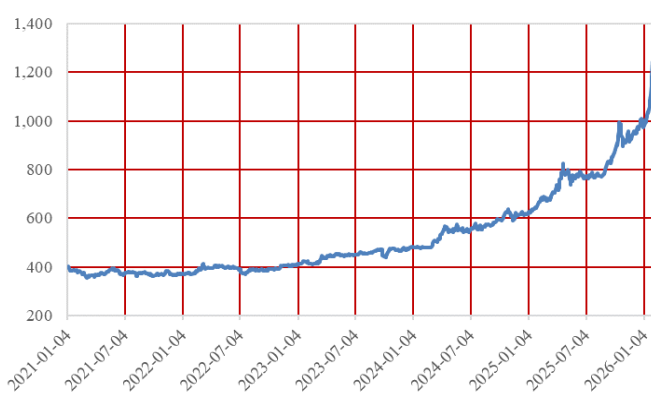
算价1~4月持续上涨，于4月22日触及上半年最高价826.67元/克后开始回落，在775元/克附近震荡。8月下旬以来黄金价格加速上涨，10月21日创历史新高达到986.89元/克，随后有所回落。2025年10月末，财政部与国家税务总局联合发布《关于黄金有关税收政策的公告》，国内黄金市场的增值税政策按照“投资/非投资+场内/场外”差异化调整增值税¹，推动黄金交易向场内集中，将使得国内金价与国际金价联动更加紧密。四季度国内金价保持高位震荡，12月美联储再次降息后黄金价格进一步走高，年末SHFE黄金结算价达到974.39元/克，较年初大幅上涨约57%。全年均价为797.43元/克，同比增长43.15%。

图 1: COMEX 黄金期货结算价走势图 (单位: 美元/盎司)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

图 2: 上海期货交易所黄金主力期货结算价走势图 (单位: 元/克)



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性，需求因素对商品属性形成一定影响，但其金融属性影响更大，金融属性下的黄金本质上可以被视为长久期的抗通胀付息债券，其对冲货币贬值和政治经济风险的避险及保值需求较为旺盛，因此在金融属性下驱动黄金价格的核心因素为实际利率。传统黄金定价中金价通常与美债利率及美元反向变动，如用10年期美国国债收益率代表无风险利率，当无风险利率下降时，投资者持有黄金的机会成本降低，大幅买入黄金会使得黄金价格上升；2025年内美联储三次降息均伴随着黄金价格冲高。从与美元关系来看，黄金价格与美元呈现一定的负相关性，一方面来自美元是黄金的基础定价工具，美元的弱势则对应了定价对象价格的相对上升；另一方面来自黄金作为一般货币等价物，与美元资产存在一定的替代关系。2025年以来美元指数整体趋于弱势，对黄金价格形成支撑。

美元信用危机和地缘政治风险等因素亦对金价扰动明显，2025年地缘政治冲突和动荡较多，年内俄乌冲突升级、中东局部摩擦加剧等多次地缘政治冲突事件均伴随着黄金价格上涨，避险情绪对黄金价格提振作用明显。近年来美国联邦政府长期“高支出、低税收”的结构性收支失衡使其面临严峻的财政压力，2025财年美国联邦政府财政收入约5.2万亿美元，社保、医疗、国防等刚性支出长期维持高位。随着债务负担加重，总利息支出已超越国防支出达1.2万亿美元，财政总赤字约1.8万亿美元。美国已连续24年处于财政赤字状态，且财政赤字已连续6年超1万亿美元，赤字水平震荡上升。持续的财政赤字是债务扩张的核心引擎，形成了“赤

¹ 2025年11月1日起，黄金税收新政将黄金交易按“投资/非投资”分类，投资金条继续享受增值税“即征即退”，非投资用途（首饰、工业）进项抵扣率从13%降至6%，同时，在上海黄金交易所和上海期货交易所内交易且用于投资（如金条）的黄金享有税收优惠，未通过交易所的场外黄金交易按6%抵扣并全额纳税。

字→发债→利息升高→赤字扩大”的恶性循环,美国联邦政府债务与财政赤字呈螺旋式上升,债务规模已突破38万亿美元,占GDP比例超过120%。2025年7月生效的“大而美”法案或将进一步推升财政赤字,财政结构失衡引发了市场对美国债务可持续性的担忧,美元信用被削弱,避险需求激增,各国央行及投资机构等减持美债、增持黄金等替代资产以对冲美元信用风险。展望2026年,在全球地缘政治风险及经济增长不确定性增强的背景下,全球安全资产的稀缺使得黄金避险需求显著提升,黄金价格有望震荡上行,但若地缘局势缓和,黄金价格短期内存在回调可能性。此外,2026年美联储降息预期犹存,或成为推升黄金价格的重要因素,美元信用受损背景下黄金替代美债进行资产配置长期逻辑依然有效,各国央行增持黄金对金价形成支撑,在全球货币信用体系重构的背景下这一趋势或将得以延续甚至强化。但随着基准利率接近中性利率,降息周期进入到中后期可能对金价形成一定抑制。整体看,地缘政治风险加剧、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存、全球经济暂未显著恢复及逆全球化交易逻辑持续等因素或使得2026年黄金价格仍将偏向上行。

图3: 黄金价格与美国国债收益率



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

图4: 黄金价格与美元指数



数据来源: iFind, 中诚信国际整理

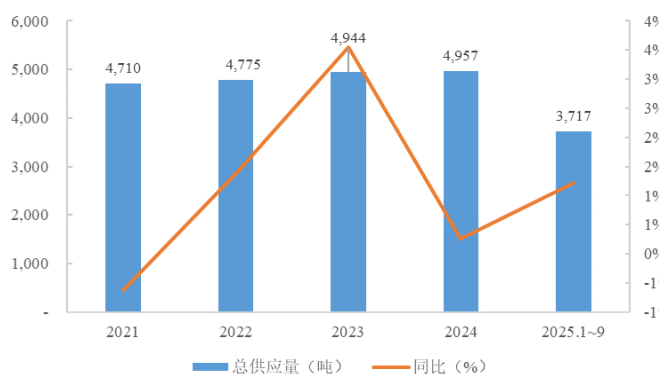
黄金供应

2025年以来矿产金供给增量有限,金价上行刺激回收金投放量升高但增速放缓,全球黄金供应整体较为稳定,不过黄金供应弹性相对较低,对金价影响不大。

全球黄金供应主要来源于金矿产金和回收金再加工生产以及少量生产商净套保,总供应量变化不大且供应结构较为稳定。矿产金方面,黄金属不可再生资源,根据美国地质调查局(USGS)的数据,截至2024年末,全球黄金地下储量约64,000吨²。矿产金量约占全球黄金总供应量的75%,受资源储量及开采技术等影响,整体增产空间仍不足。回收金的投放主要受黄金价格走势的影响,黄金价格接连突破历史新高令黄金回收经济性有所提升,但因业内普遍预期金价上涨一定程度抑制黄金抛售意愿,2025年以来回收金供应增速放缓。从供应弹性来看,在黄金价格上涨的背景下,矿产金增量有限,回收金投放有所增长,但整体黄金供给增幅有限,供应弹性较低。

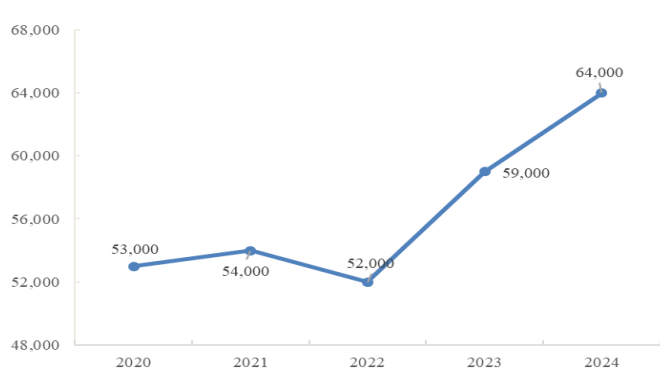
² 2024年增长主要归因于美国地质调查局统计范围的扩大以及在储量定义中纳入了更多推断资源和控制资源。

图 5: 近年来全球黄金供应情况变化



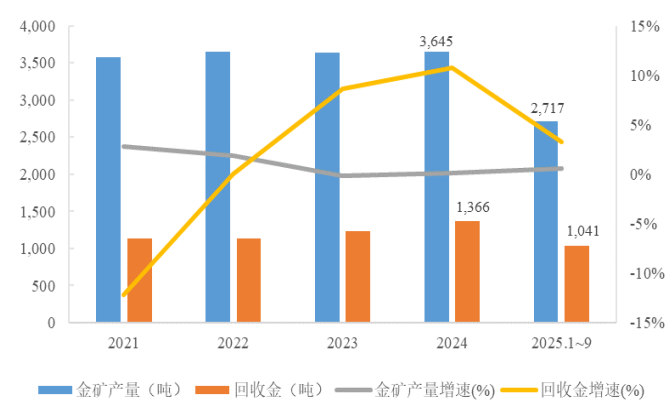
数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

图 6: 全球黄金储量情况 (单位: 吨)



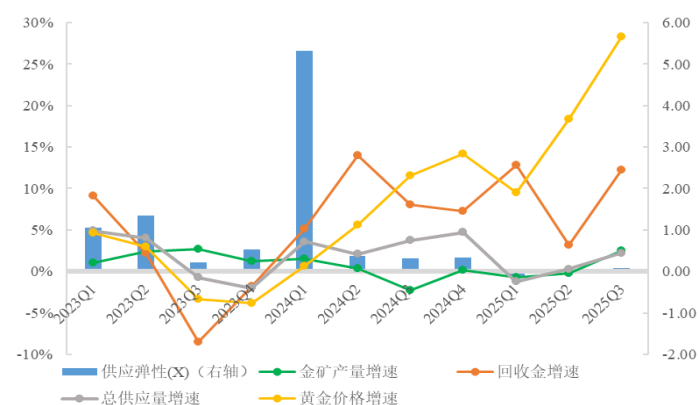
数据来源: iFind, 美国地质调查局, 中诚信国际整理

图 7: 近年来全球矿产金及回收金供应情况



数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

图 8: 黄金供应结构及供应弹性情况



数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

从区域分布来看, 各区域黄金生产趋势性变化不同, 非洲及北美洲的黄金增量对拉丁美洲黄金产量的下降形成弥补。具体来看, 非洲黄金矿产资源丰富且分布较广, 近年来产量长期位于全球黄金产量首位, 且随着多座矿山开发进程的加快, 非洲矿山产量增长较快, 2024年非洲矿产金产量突破1,000吨。我国为黄金生产第一大国, 2024年以来在黄金价格大幅上涨的背景下各黄金企业加速推进增储上产, 2025年前三季度国内原料产金为271.78吨, 同比增长1.39%。其他国家方面, 加纳、加拿大、澳大利亚及俄罗斯新项目及改扩建项目推进亦带来一定的矿产金增量。

图 9: 近年来全球黄金产量占比情况

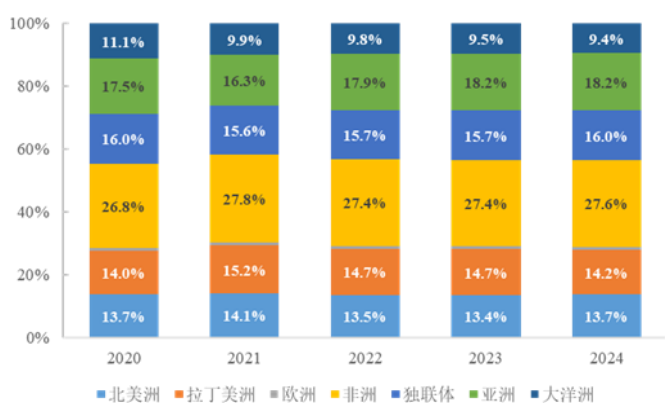
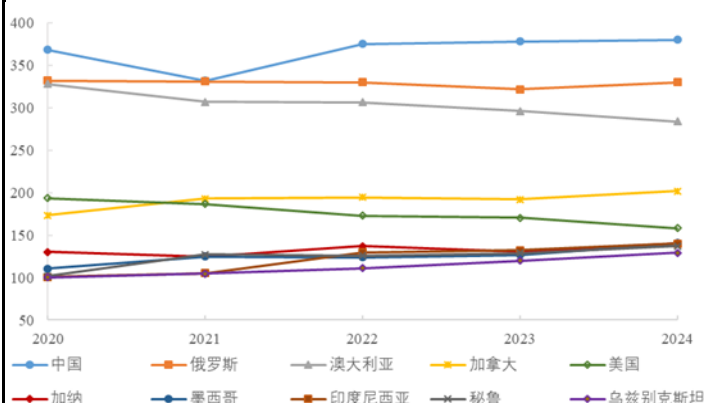


图 10: 主要产金国黄金产量情况 (单位: 吨)



数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

国内方面,根据《中国矿产资源报告2025》,截至2024年末,我国金矿查明资源量为1.2万吨。从分布来看,我国金矿的分布不均,主要集中在山东、河南、江西、内蒙古、云南、甘肃等省份。探矿增储方面,2025年国内新一轮金矿找矿突破战略取得新进展,辽宁省大东沟金矿初步评审金资源量近1,500吨,有望成为继山东胶东金矿之后我国又一个世界级金矿。超深矿井建设技术实现里程碑式突破,三山岛金矿副井井筒工程安全顺利落底,最终深度锁定2,005米,目前处于关键建设阶段,预计2027年试生产,可增加年产黄金超30吨。

资源并购方面,2025年以来国内主要黄金企业海外并购取得新进展,为突破国内资源约束、增厚资源储备奠定基础,其中,紫金矿业完成加纳Akyem金矿³和哈萨克斯坦Raygorodok金矿⁴交割,并于2026年1月公告称拟以约280亿元收购加拿大联合黄金⁵;洛阳钼业收购加拿大上市公司Equinox Gold旗下4座在产金矿⁶已完成协议签订。随着“走出去”战略持续推进,近年来中国重点黄金企业境外矿山实现矿产金产量持续提升,2024年及2025年前三季度国内大型黄金企业境外矿山分别实现矿产金产量71.94吨、61.44吨,同比分别增长19.14%、18.39%。值得关注的是,国内企业加大国外资源整合力度,且在黄金价格持续攀升的背景下,持续收并购或令相关企业面临一定资金压力,且收购的部分项目需要一定的建设期及爬产期,对业绩影响或有一定滞后。同时,海外矿产资产较多的企业面临因当地政治经济形势变动影响矿权控制力的风险及一定社区风险,汇率及政策风险亦为海外业务的发展带来很大挑战。

表1: 2025年以来国内黄金企业境外收并购项目情况

公司名称	收购项目	交易对价	黄金资源量	矿产金产量(吨)
紫金矿业集团股份有限公司	加纳 Akyem 金矿	71 亿元	黄金资源量 89 吨及额外 83 吨地采资源储备	6.4
	哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿	12 亿美元	金金属量 242.1 吨	6.0
	加拿大联合黄金	280 亿元	金资源量 533 吨	11.1
洛阳栾川钼业集团股份有限公司	Equinox Gold 旗下 4 座在产金矿	10 亿美元	黄金资源量 155.9 吨、黄金储量 120.5 吨	7.7

注: 矿产金产量为 2024 年数据

资料来源: 企业年度报告, 中诚信国际整理

整体来看,2025年以来矿产金增量有限,回收金供应在金价上涨背景下仍保持增长态势,但金价上涨的预期一定程度上抑制了回收金的交易活动,供应增速有所放缓,全球黄金供应整体保持稳定。预计2026年矿产金产量维持在一定水平,回收金在供应端起到重要补充作用,全球黄金供给将保持相对稳定。考虑到黄金供应弹性相对较低,且黄金价格持续高于生产成本,供应端变化对金价影响不大。

³ Akyem 金矿拥有黄金资源量 89 吨及额外 83 吨地采资源储备,是加纳最大金矿之一,2024 年黄金产量 6.4 吨,总投资金额为 70.71 亿元,上述收购已于 2025 年 4 月 16 日交割完成。

⁴ 2025 年 6 月,紫金矿业下属金哈(新加坡)矿业有限公司与 Cantech S.à.r.l. 签署协议,拟以 12 亿美元取得哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目 100% 权益;截至 2023 年末,该金矿项目保有控制+推断级别矿石量 2.41 亿吨,金平均品位 1.01 克/吨,金金属量 242.1 吨,资源量较大且综合成本较低,项目已于 2025 年 10 月完成交割。

⁵ 2026 年 1 月,紫金矿业下属紫金黄金国际与联合黄金签署《安排协议》,拟收购联合黄金全部已发行的普通股,收购对价共计约 280 亿元。联合黄金核心资产为非洲三座大型金矿,及将于 2026 年下半年建成投产的埃塞俄比亚 Kurmuk 金矿。截至 2024 年末,联合黄金拥有金资源量 533 吨,平均品位 1.48 克/吨,2023、2024 年分别产金 10.7 吨、11.1 吨;预计 2025 年产金 11.7~12.4 吨;预计 2029 年产金将提升至 25 吨。本次交易进入股东大会、法院审批与多国监管审查阶段,尚未交割。

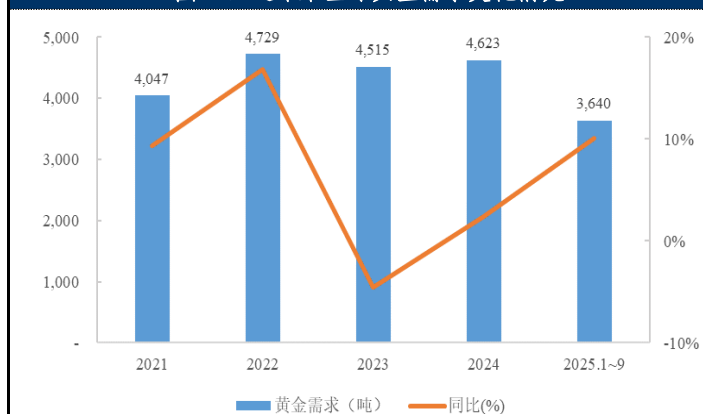
⁶ 本次交易对价为 10.15 亿美元,收购资产合计包含黄金资源量 501.3 万盎司,平均品位为 1.88g/t;黄金储量 387.3 万盎司,平均品位为 1.45g/t。

黄金需求

2025年以来，金价飙升持续抑制金饰消费需求，黄金投资及央行购金需求增加推动黄金需求量有所上涨，黄金需求结构出现变化。考虑到地缘政治、全球经济等不确定性犹存，或对2026年黄金需求提供支撑，预计2026年仍将延续黄金投资主导的需求结构。

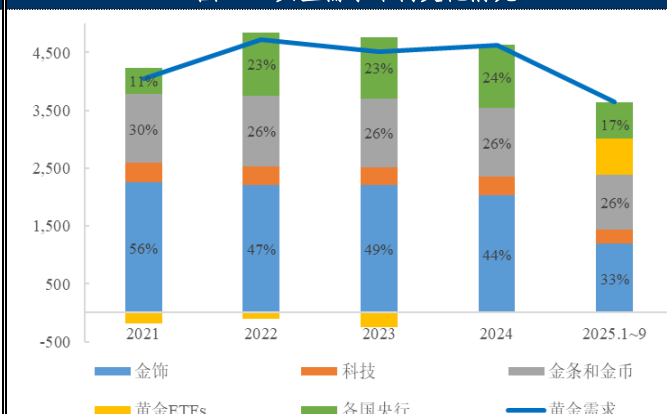
黄金需求主要来源于金饰消费、科技制造、金条金币投资和黄金ETFs投资产生的持仓量需求及各国央行储备需求。2024年及2025年前三季度黄金需求量（不含场外交易，图中数据均不含场外交易量）分别为4,623.0吨、3,640.0吨，同比分别增长2.39%、-21.81%，2025年前三季度黄金需求增速显著回落。需求结构方面，金价上涨推动金饰消费向金条投资转变，此外，黄金ETFs及央行购金增长较快，黄金需求开始显现结构性变化趋势。

图 11：近年来全球黄金需求变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 12：黄金需求结构变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

具体来看，金价飙升使得2025年以来金饰需求加速下滑，前三季度全球金饰消费量为1,199.2吨，同比下降20.18%，金饰消费占黄金总需求的比例亦进一步下降。分国家来看，中国和印度仍为世界两大主要金饰消费国，受金价高企和消费者信心低迷的双重拖累，2024年中国金饰消费降幅超过印度，当年金饰消费量下降24.97%至479.1吨。此外，2025年11月起中国执行的黄金税收新政显著抬升黄金首饰等非投资性黄金的税负成本，首饰加工企业采购黄金原料的进项抵扣率从13%降至6%，税收成本增加最终会向消费终端传导，或将导致部分投资者倾向于投资性黄金，金饰消费将进一步承压。科技用金在全球黄金需求结构中占比不大，受人工智能应用持续增长的影响，2024年科技用金同比增加21吨至326.2吨，但随着金价大幅上涨对科技用金需求形成抑制，2025年前三季度科技用金需求同比有所回落。

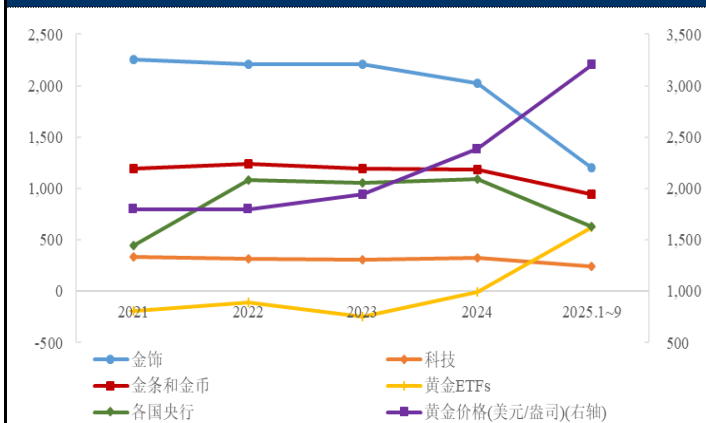
实物黄金投资与黄金ETFs共同构成了黄金投资需求，实物黄金投资主要涵盖金条与金币投资，2024年金条和金币投资量同比略降7.8吨至1,187.2吨。分地域来看，亚洲市场的增长部分抵消了西方市场的下降，其中，中国市场在国债收益率下降、股市波动加剧及房地产市场依然低迷的背景下，黄金风险对冲作用凸显，全年金条和金币投资量同比增长20.28%至345.7吨，占全球投资总量的比重近30%。2025年前三季度，对地缘政治担忧引发避险需求激增，全球

主要金条与金币投资市场同比均实现增长，金条和金币投资量同比增长9.85%达到947.4吨。

黄金ETFs因其具有大部分交易性金融工具属性，且与一般证券投资工具收益率呈一定负相关关系，在大类资产配置中扮演较为重要的角色。相比于实物黄金投资市场，以中国为主的亚洲市场在全球黄金ETFs持仓规模中占比较低，全球黄金ETFs持仓由欧美市场主导。2024年全年黄金ETFs流出规模大幅下降至6.4吨，黄金ETFs需求有所改善。2025年前三季度，全球货币体系重构、地缘与金融风险对冲、货币政策转向宽松、储备结构优化等因素推升了黄金配置价值，黄金ETFs投资者增持黄金近620吨，9月末黄金ETFs全球持仓量为3,837.7吨，接近2020年历史峰值。

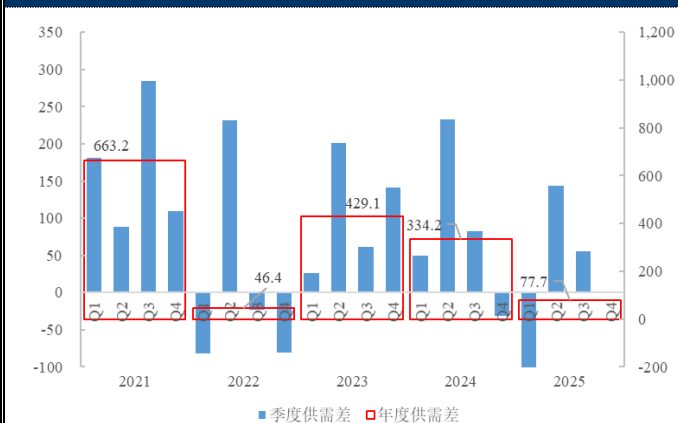
央行储备方面，黄金在各国央行资产配置中占有重要地位，截至2024年末全球央行已连续三年购金量超过1,000吨，购金交易仍多发于新兴市场央行。2025年前三季度各国央行进一步增加黄金储备，但受金价持续上涨影响，增持步伐有所放缓，净买入黄金量为633.6吨，同比减少约90吨。2025年以来我国央行连续增持黄金，全年增持黄金26.75吨，12月末黄金储备为2,306.32吨，位居全球第6位，黄金在中国央行外汇储备中占比提升至约9%，但与世界主要国家黄金占外汇储备的比例有一定差距⁷。在全球地缘政治不确定性持续和全球货币体系重构的背景下，持续性的央行购金对黄金消费韧性提供有力支撑。

图 13：各类黄金需求变化情况（单位：吨）



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 14：近年来黄金供需平衡情况（单位：吨）



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

综合来看，2025年以来，黄金价格持续走高令金饰消费需求显著下降，但投资需求的扩大令央行购金及黄金ETFs投资保持一定韧性，黄金投资需求占黄金总需求的比重有所提升，黄金需求端开始出现结构性变化。在地缘政治、全球经济等不确定性犹存的背景下，预计2026年仍将延续投资主导的黄金需求结构。2025年前三季度供需关系有所改善，且若需求端进一步好转，黄金或将迎来相对供需平衡。考虑到黄金具有金融工具属性，供需相对失衡对黄金定价影响不大。

⁷ 根据世界黄金协会数据，截至2025年10月末，全球黄金储备占比最高的国家是玻利维亚为91.8%，美国为78.7%、德国为78.6%、俄罗斯为38.0%、英国为17.1%、澳大利亚为13.5%。世界黄金协会公布的95家央行（除香港和台湾）黄金储备比例的平均值为25.9%，其中有65家央行储备比例低于这个数值。

三、行业财务表现

2025 年以来，在黄金行业景气度较高的背景下，黄金企业扩产项目推进及资源收并购推升资金需求，总债务规模扩大，但黄金价格大幅上涨令利润及经营活动净现金流持续向好，样本企业偿债能力有所增强，短期流动性压力不大，且受益于黄金特殊性，整体信用水平将稳定提升。

样本企业概述

中诚信国际通过申万行业分类选取 A 股所有上市黄金企业，同时添加发债企业紫金矿业集团股份有限公司⁸及招金矿业股份有限公司作为样本企业，样本企业共计 10 家⁹，基本覆盖国内大型黄金生产企业，具有一定的代表性。

除赤峰黄金、四川黄金和招金黄金无黄金精炼业务，主要为向黄金冶炼企业销售合质金、金精粉和金精矿外，其余样本企业均实现黄金产业全产业链覆盖。由于各企业的黄金产业链完整度及矿产金、冶炼金板块收入权重有所差异，且部分企业电解铜、白银等业务收入亦占一定比重，故在不同金属品种价格市场变化幅度差异较大以及各企业主要所处产业链上中下游不同的情况下，财务表现略有分化。

表 2: 样本企业 2024 年情况 (单位: 吨)

公司名称	公司简称	业务构成情况	黄金业务占比	矿产金产量
湖南黄金股份有限公司	湖南黄金 (002155.SZ)	矿产金和大量的对外采购合质金的冶炼	90.42%	3.71
山东恒邦冶炼股份有限公司 ¹⁰	恒邦股份 (002237.SZ)	少量矿产金，以外采原材料冶炼为主，有电解铜和硫酸等业务	70.35%	--
中金黄金股份有限公司 ¹¹	中金黄金 (600489.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，矿产铜及电解铜的加工销售	56.09%	18.35
山东黄金矿业股份有限公司	山东黄金 (600547.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售	89.93%	46.17
赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	赤峰黄金 (600988.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，电解铜和白银等	88.89%	15.16
西部黄金股份有限公司	西部黄金 (601069.SH)	矿产金、外购合质金及冶炼金的加工销售	78.96%	0.44 ¹²
紫金矿业集团股份有限公司 ¹³	紫金矿业 (601899.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，矿产铜及电解铜的加工销售	52.96%	73.00
招金矿业股份有限公司	招金矿业 (01818.HK)	矿产金及冶炼金的加工销售	89.77%	18.34
四川黄金股份有限公司	四川黄金 (001337.SZ)	金矿采选、金精矿及合质金销售	99.86%	1.47
招金国际黄金股份有限公司	招金黄金 (000506.SZ)	金矿采选、合质金销售	98.54%	0.45

资料来源：企业年度报告，中诚信国际整理

⁸ 紫金矿业是国内拥有金资源储量最多的企业，矿产金排名第一，作为样本企业代表性高。

⁹ 2023 年，山东黄金收购银泰黄金股份有限公司（证券简称“银泰黄金”，000975.SZ）28.89% 股份，成为银泰黄金控股股东，并于当年将其纳入合并报表范围，2024 年 7 月银泰黄金更名为山金国际黄金股份有限公司，证券简称变更为“山金国际”。为避免重复计算，中诚信国际未将山金国际纳入数据统计范围；此外，北京晓程科技股份有限公司（300139.SZ）亦属于申万行业分类黄金企业，但因其产量规模很低，且主业围绕“黄金开采及销售+光伏发电+集成电路设计”三大业务板块，不具有代表性，中诚信国际未将其纳入数据统计范围。

¹⁰ 恒邦股份未披露 2024 年矿产金产量。

¹¹ 黄金业务占比未考虑板块间抵消部分。

¹² 该数据为西部黄金 2024 年标准金产量与外购合质金生产的标准金产量差值。

¹³ 黄金业务占比未考虑板块间抵消部分。

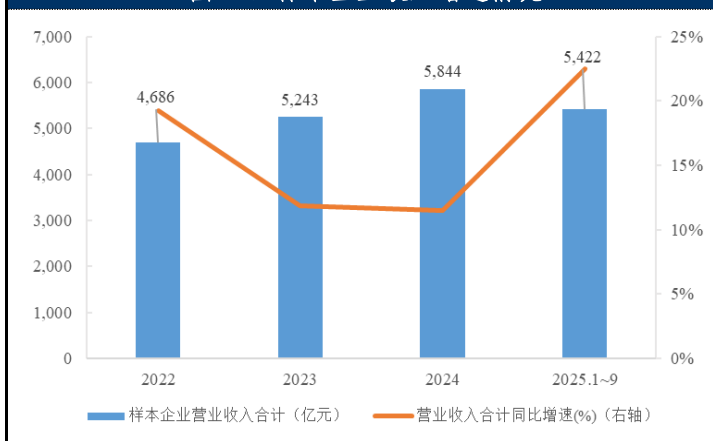
盈利能力

2025 年以来，受益于黄金价格持续攀升以及产销量提高等因素，样本企业收入规模同比提升，拥有资源的企业盈利稳定性更高，利润水平进一步增厚。非黄金业务板块盈利能力整体弱于黄金业务，但仍对整体盈利能力有所补充。

营业总收入方面，2024 年以来，受益于黄金价格攀升及产销量提升，样本企业营业总收入实现增长，2024 年及 2025 年 1~9 月营业收入分别为 5,844.38 亿元和 5,422.03 亿元，同比增长 11.48% 及 22.49%，2025 年以来价格提升对利润表的影响更为显著，预计全年收入规模及增幅仍有较大突破。

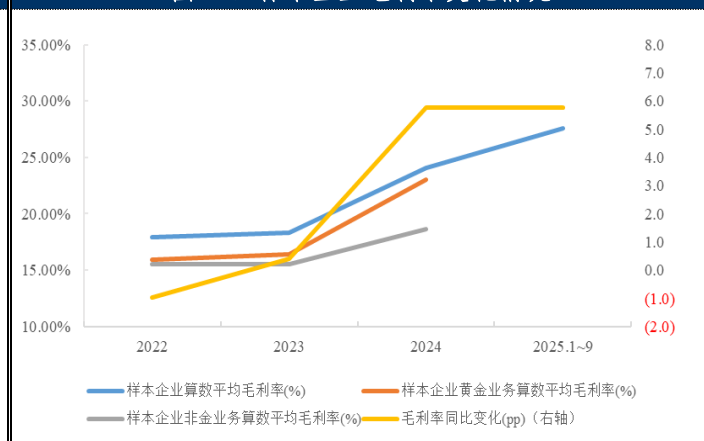
毛利率方面¹⁴，黄金价格上行使得黄金企业整体盈利水平有所提升，2024 年及 2025 年前三季度样本企业营业毛利率算术平均值分别为 24.10%、27.55%，同比持续上升，但所处产业链位置不同及产品结构不同使得毛利率表现有所分化。具体来看，以上游黄金开采为主的招金黄金以及赤峰黄金等企业毛利率显著提升，但黄金冶炼占比较高的恒邦股份及湖南黄金毛利率有所下降。2024 年样本企业黄金板块营业毛利率中枢有所提升，非黄金业务毛利率表现整体弱于黄金业务，但在有色金属行业景气度较高背景下，非黄金业务毛利率同比亦有所提升，对整体盈利能力提供补充。

图 15：样本企业收入增速情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

图 16：样本企业毛利率变化情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

净利润方面，2024 年及 2025 年前三季度样本企业净利润合计分别为 536.34 亿元、632.82 亿元，同比分别增长 50.39%、57.89%，净利润水平持续提升，且前三季度利润规模已超去年全年规模。黄金企业矿山开采成本较为固定，在黄金价格大幅上涨的背景下偏上游的黄金企业得以释放更多的边际利润，利润增幅显著高于收入增幅，样本企业盈利能力持续增强。若 2026 年金价仍偏向上行，拥有资源的企业盈利稳定性更高，利润水平或将进一步增厚。

¹⁴ 各企业统计口径不尽相同。部分企业如紫金矿业、山东黄金等将矿山产金与外购合质金（加工金）分开计算毛利率，部分企业如中金黄金、湖南黄金等则将自产黄金和外购原材料冶炼黄金整体作为终端产品计算毛利率。

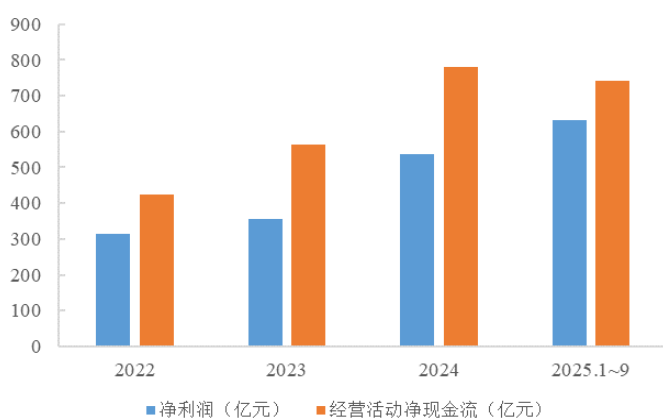
获现能力及偿债能力

2025年以来，样本企业经营获现能力随黄金价格的上涨而大幅提升，对投资所需资金覆盖程度较高。

2024年以及2025年1~9月样本企业经营活动净现金流分别为779.91亿元以及742.30亿元，分别同比增长38.30%和38.45%，样本企业经营获现能力大幅提升。影响经营获现能力的因素主要为盈利水平以及资金占用情况，黄金企业矿山开采成本较为固定，营业成本的变化主要由外采原料的价格以及规模决定，偏行业上游的黄金企业在黄金价格向好的背景下盈利能力大幅提升；资金占用方面，除赤峰黄金、四川黄金和招金黄金对黄金产业链下游企业销售合质金等产品外，其他黄金企业终端产品均销售至黄金交易所，黄金业务板块实际产生的应收账款及相应的坏账损失并不多，应收账款对于企业现金流占用普遍较小；随着黄金价格上涨，2024年以来样本企业存货规模有所升高，但由于其具备极强的可变现能力，风险可控。

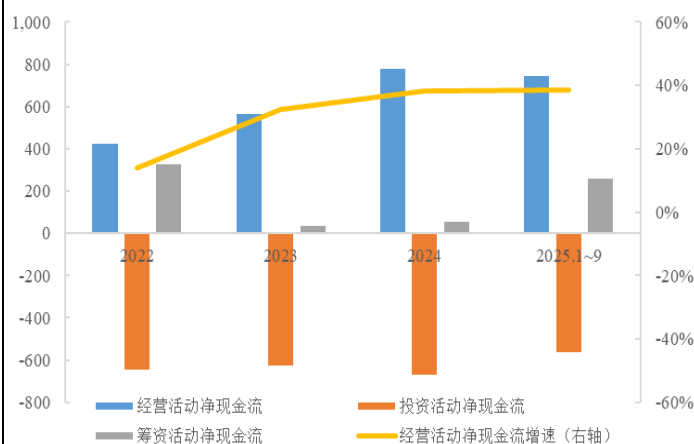
投资活动方面，多家黄金企业推进收并购、金矿建设及项目改扩建等使得投资活动现金保持大幅净流出态势。2024年及2025年前三季度多数样本企业自由现金流充足，大幅增长的经营净现金流对投资所需资金覆盖程度提高，整体融资需求有所收缩，但部分企业对样本数据扰动较大¹⁵。

图 17：样本企业净利润及经营活动净现金流情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

图 18：样本企业现金流量净额情况（单位：亿元）



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

2025年以来，在黄金行业景气度较高的背景下，多家企业均进行了不同程度的规模扩张，总债务规模虽有所升高，但整体资本结构较优且杠杆水平相对稳定；样本企业偿债能力有所增强，短期流动性压力不大，整体信用水平将稳定提升。

2024及2025年9月末样本企业平均资产负债率分别为45.72%以及47.56%，部分企业扩产项目推进及对外收并购带来的资金需求较高¹⁶，使得样本企业整体资产负债率略有升高；但受益于盈利能力的提升，资本实力增强带动多家样本企业资产负债率有所下降，实现了从利润表到

¹⁵ 2024年，剔除山东黄金的样本企业筹资活动现金呈净流出态势；2025年前三季度，剔除紫金矿业的样本企业整体净融资规模同比有所下降。

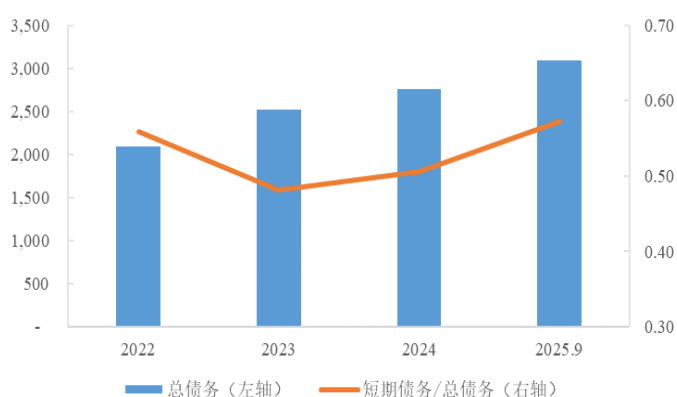
¹⁶ 2025年8月西部黄金收购卡特巴拉苏金铜矿，杠杆驱动下的收购令其9月末资产负债率较上年末大幅升高29.31个百分点至68.49%。

资产负债表的修复，整体资本结构较优。

在黄金行业景气度较高的背景下，多家企业均进行了不同程度的规模扩张，叠加黄金价格持续上涨，外购原料增加亦使得企业对运营资金需求有所扩大，2024年末及2025年9月末样本企业总债务均有所增加。2024年末，样本企业总债务合计为2,756.63亿元，同比增长9.21%，剔除扰动较大的样本企业后¹⁷，平均短期债务占比为50.59%，同比上升2.46个百分点；2025年9月末，样本企业总债务增至3,088.15亿元，较上年末进一步扩大，平均短期债务占比为57.25%，债务结构有待优化。不过受益于良好的经营性现金回流对投资支出的覆盖程度升高，债务规模增速有所放缓。

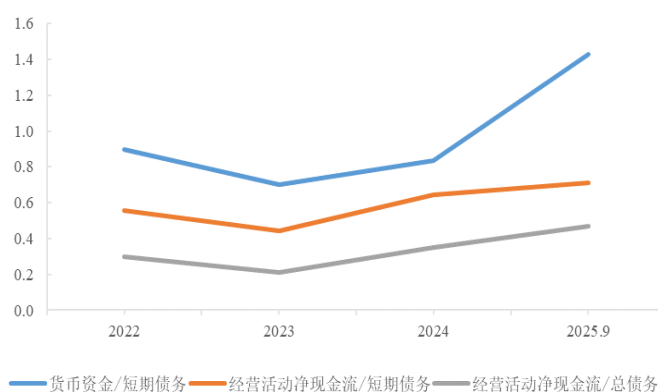
偿债指标方面¹⁸，剔除扰动较大的样本企业后，得益于黄金价格上升带来的资金沉淀，货币资金及经营活动净现金流对短期债务的平均覆盖倍数均持续提升，2025年9月末货币资金对短期债务平均覆盖倍数分别为1.43，黄金企业短期流动性压力不大。2024年以及2025年1~9月，经营活动净现金流对总债务平均覆盖倍数分别为0.35倍及0.47倍，同比亦有所提升。总债务规模增速低于经营活动净现金流增速，使得相关偿债指标有所优化。整体来看，黄金价格上涨的背景下多数黄金企业实现较好的经营积累，且黄金的特殊性使得黄金企业的经营性资产可变现能力极强，亦可通过较低成本的黄金租赁提升流动性，整体信用水平将稳定提升。

图 19：样本企业债务结构变化情况（亿元、X）



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

图 20：样本企业偿债指标变化情况(X)



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

四、 结论

2025年，关税摩擦、美元信用走弱、地缘政治局势紧张等不确定性因素带动避险需求扩大，令黄金价格持续攀升，年内金价涨幅超60%。黄金供应整体较为稳定，金价上涨对金饰消费形成抑制，黄金需求结构向投资主导的方向进行转变。随着黄金价格的快速上涨，黄金企业盈利和经营获现能力显著提升，对外部融资依赖减弱，资本结构较优且杠杆水平相对稳定，整体偿债能力有所提升，但行业内企业在金价高企时持续推进收并购项目，可能加大其财务压力。考虑到地缘政治风险加剧、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存、全球经济暂未

¹⁷ 湖南黄金、四川黄金、招金黄金等几家企业债务结构波动大，对样本的扰动较大。

¹⁸ 湖南黄金、四川黄金、招金黄金等几家企业总体债务规模小且债务结构波动大，货币资金、经营活动净现金流等对债务覆盖倍数波动很大，对样本的扰动较大。

显著恢复以及逆全球化交易持续等因素对黄金价格形成支撑，预计2026年金价仍将偏向上行，此背景下的上游矿山利润增厚或将使得黄金企业盈利水平进一步提升，且得益于黄金的金融属性，黄金企业的经营性资产可变现能力极强，行业信用基本面将稳定提升。

附表一：样本企业财务数据

公司名称	营业总收入（亿元）				营业毛利率(%)			
	2022	2023	2024	2025.1~9	2022	2023	2024	2025.1~9
湖南黄金	210.41	233.03	278.39	411.94	7.62	7.12	7.86	5.29
恒邦股份	500.47	655.77	758.01	764.44	3.76	2.72	2.46	2.09
中金黄金	571.51	612.64	655.56	539.76	11.71	13.28	15.25	17.44
山东黄金	503.06	592.75	825.18	837.83	14.10	16.60	16.50	18.01
赤峰黄金	62.67	72.21	90.26	86.44	28.64	32.58	43.84	49.89
西部黄金	44.08	44.68	70.01	104.04	17.23	5.03	11.42	8.12
紫金矿业	2,703.29	2,934.03	3,036.40	2,542.00	15.74	15.81	20.37	24.93
招金矿业	83.12	88.53	120.84	124.30	35.36	41.90	40.83	40.45
四川黄金	4.72	6.29	6.40	7.88	51.31	51.19	56.61	64.11
招金黄金	2.77	2.84	3.33	3.40	-6.19	-3.08	25.84	45.13
合计/算术平均值	4,686.10	5,242.77	5,844.38	5,422.03	17.93	18.32	24.10	27.55
同比	19.23%	11.88%	11.48%	22.49%	-0.97pp	0.39pp	5.78pp	5.76pp
公司名称	净利润（亿元）				经营活动净现金流（亿元）			
	2022	2023	2024	2025.1~9	2022	2023	2024	2025.1~9
湖南黄金	4.33	4.94	8.58	10.50	12.36	9.97	8.89	7.68
恒邦股份	4.66	4.87	5.18	5.53	15.64	10.32	4.12	-5.77
中金黄金	25.01	36.17	42.04	47.00	56.77	64.23	78.90	14.63
山东黄金	14.23	28.91	44.39	54.17	29.72	68.49	133.40	151.96
赤峰黄金	4.94	8.71	19.86	23.11	10.90	22.03	32.68	30.36
西部黄金	2.41	-2.74	2.90	2.87	3.57	-0.93	3.64	-20.39
紫金矿业	247.67	265.40	393.93	457.01	286.79	368.60	488.60	521.07
招金矿业	5.49	8.34	18.35	27.85	6.93	18.33	25.97	38.00
四川黄金	1.99	2.11	2.48	3.69	3.83	3.06	3.33	4.02
招金黄金	2.23	-0.07	-1.37	1.09	-1.17	-0.16	0.38	0.74
合计	312.96	356.64	536.34	632.82	425.34	563.94	779.91	742.30
同比	35.80%	13.96%	50.39%	57.89%	14.08%	32.59%	38.30%	38.45%
公司名称	总债务（亿元）				资产负债率(%)			
	2022	2023	2024	2025.9	2022	2023	2024	2025.9
湖南黄金	3.46	1.09	0.59	0.34	19.31	17.06	14.93	15.16
恒邦股份	86.57	98.37	117.36	160.12	58.78	58.10	60.63	67.48
中金黄金	139.81	153.91	157.63	199.13	42.43	41.66	41.46	45.19
山东黄金	333.81	521.52	664.01	674.18	59.55	60.43	63.54	62.93
赤峰黄金	33.01	38.23	30.52	10.58	57.77	54.36	47.25	33.85
西部黄金	4.40	13.42	17.65	70.41	23.42	35.00	39.18	68.49
紫金矿业	1,247.65	1,436.06	1,491.01	1,698.63	59.33	59.66	55.19	53.01
招金矿业	241.50	258.14	274.85	270.75	56.37	52.59	53.02	50.94
四川黄金	2.15	1.56	1.19	0.44	38.13	26.72	27.19	23.98
招金黄金	3.57	1.77	1.82	3.57	60.87	43.44	54.76	54.54
合计/算术平均值	2,095.93	2,524.07	2,756.63	3,088.15	47.60	44.90	45.72	47.56
同比	40.58%	20.43%	9.21%	12.03%	-1.52pp	-2.69pp	0.81pp	1.84pp

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人做出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
陈田田	企业评级部	高级分析师
任嘉琦	企业评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
 地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号
 银河 SOHO 5 号楼
 邮编：100010
 电话：(86010) 66428877
 传真：(86010) 66426100
 网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
 CO.,LTD
 ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
 Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District, Beijing
 PRC,100010Beijing,PRC.100010
 TEL: (86010) 66428877
 FAX: (86010) 66426100
 SITE: <http://www.ccxi.com.cn>