

赤峰黄金（600988.SH）——年报点评

2025年业绩实现高增长，2026年将加大投入夯实基础

优于大市

核心观点

公司发布 2025 年年报：全年实现营收 126.39 亿元，同比+40.03%；实现归母净利润 30.82 亿元，同比+74.70%。公司 25Q4 实现营收 39.94 亿元，同比+42.50%；实现归母净利润 10.24 亿元，同比+55.40%。

产销量数据方面：2025 年黄金产量 14.51 吨，同比-4.27%，销量 14.45 吨，同比-5.06%；电解铜产量约 6755 吨，同比+9.07%，销量约 6870 吨，同比+9.51%。公司 2026 年产销量目标是黄金 14.7 吨，电解铜 1.1 万吨。

售价和成本方面：2025 年黄金售价为 784.78 元/克，相较于全年沪金均值为 800.46 元/克，折扣率仅 1.96%，考虑到金星瓦萨有金属流业务，黄金售价兑现度高。成本方面，黄金单位营业成本为 326.26 元/克，同比+17.33%，单位全维持成本为 372.63 元/克，同比+32.52%，矿产金单位成本上升幅度较大，主要原因是金星瓦萨矿产金单位成本同比上升幅度较大。

公司持续推进矿山重点开发建设项目：1) 五龙矿业全系列(2000 吨/日+1000 吨/日)生产线已实现正式投产。2) 吉隆矿业新建 6 万吨/年(包括阳坡西在内的一、二采区)地下开采项目于 2025 年 7 月取得采矿许可证，目前正在进行地下开采扩建项目的初步设计和安全设施设计，新建 6 万吨/年地下开采项目(五、六矿段)获核准批复。3) 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，申请自治区发改委的立项核准；五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目基建工程进展顺利。4) 锦泰矿业二期项目已于 2025 年 3 月 31 日取得采矿许可证，完成探矿权转采矿权法定程序；二期 60 万吨/年采选工程建设项目已获得发改委核准。5) 万象矿业卡农铜矿露天采矿工程已正式启动建设，计划 2027 年第二季度开始开采原生矿，设计产能 130 万吨/年。6) 金星瓦萨通过重启和优化 DMH 露天坑开采，提高配矿，增加矿石供应量，进一步夯实产量基础。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；生产成本大幅上涨。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2026-2028 年营收分别为 169.65/201.24/246.19(原预测 173.97/201.46-)亿元，同比增速分别为 34.2%/18.6%/22.3%；归母净利润分别为 52.69/62.39/76.28(原预测 47.37/55.25/-)亿元，同比增速分别为 70.9%/18.4%/22.3%；摊薄 EPS 分别为 2.77/3.28/4.01，当前股价对应 PE 为 14.4/12.1/9.9X。考虑到公司有望通过内生增长+外延并购实现黄金产量的持续快速增长，生产成本存在下降空间，对金价享有较高的利润弹性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,026	12,639	16,965	20,124	24,619
(+/-%)	25.0%	40.0%	34.2%	18.6%	22.3%
净利润(百万元)	1,764	3,082	5,269	6,239	7,628
(+/-%)	119.5%	74.7%	70.9%	18.4%	22.3%
每股收益(元)	1.06	1.62	2.77	3.28	4.01
EBIT Margin	32.4%	41.2%	53.8%	53.7%	53.6%
净资产收益率(ROE)	22.3%	23.0%	30.8%	29.1%	28.5%
市盈率(PE)	37.5	24.5	14.4	12.1	9.9
EV/EBITDA	18.2	13.2	7.9	6.8	5.7
市净率(PB)	8.36	5.64	4.42	3.52	2.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

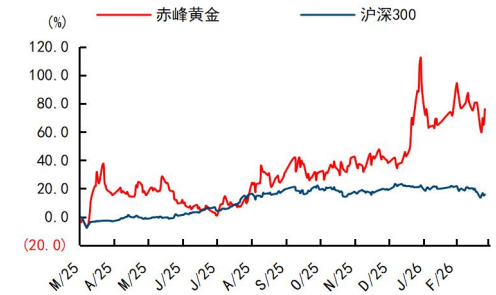
yangyao hong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	39.80 元
总市值/流通市值	75636/75636 百万元
52 周最高价/最低价	51.50/20.10 元
近 3 个月日均成交额	3072.83 百万元

市场走势



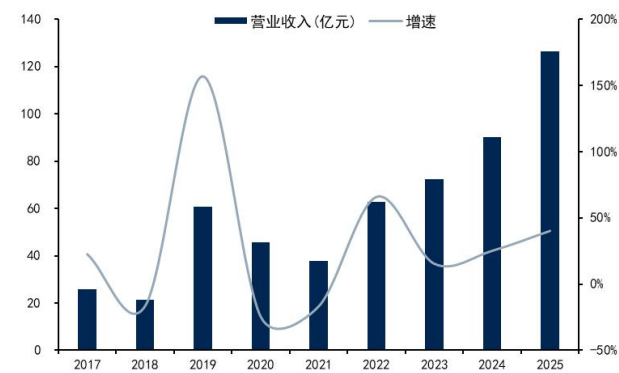
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《赤峰黄金(600988.SH) 三季报点评：三季度业绩兑现度高，四季度有望再次实现量价齐增》——2025-10-26
- 《赤峰黄金(600988.SH) 半年报点评：上半年量减价增，下半年有望迎量价齐增》——2025-08-24
- 《赤峰黄金(600988.SH) 年报点评：降本控费效果明显，量价齐增兑现高利润弹性》——2025-03-31
- 《赤峰黄金(600988.SH) 三季报点评：前三季度黄金产量持续提升，成本持续优化》——2024-10-31
- 《赤峰黄金(600988.SH) 半年报点评：二季度黄金量价齐增，兑现高利润弹性》——2024-09-02

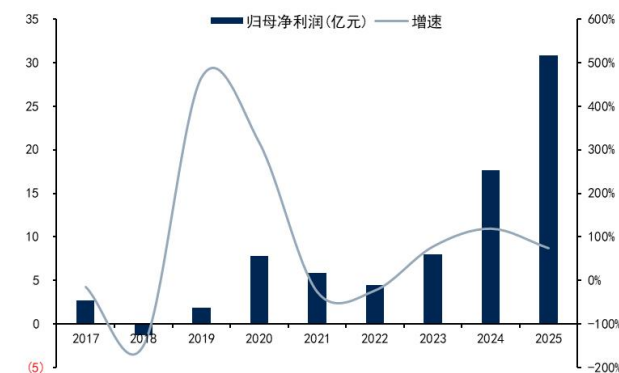
公司发布 2025 年年报：全年实现营收 126.39 亿元，同比+40.03%；实现归母净利润 30.82 亿元，同比+74.70%；实现扣非净利润 30.58 亿元，同比+79.87%；实现经营活动净现金流 55.56 亿元，同比+69.97%。公司于 25Q4 实现营收 39.94 亿元，同比+42.50%，环比+18.45%；实现归母净利润 10.24 亿元，同比+55.40%，环比+7.71%；实现扣非净利润 10.32 亿元，同比+55.93%，环比+12.94%。

图1：公司营业收入及增速



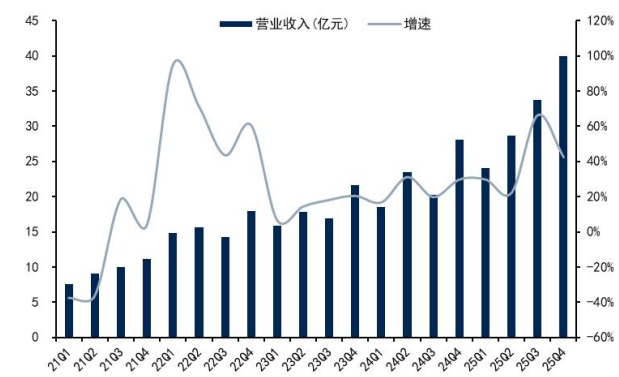
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



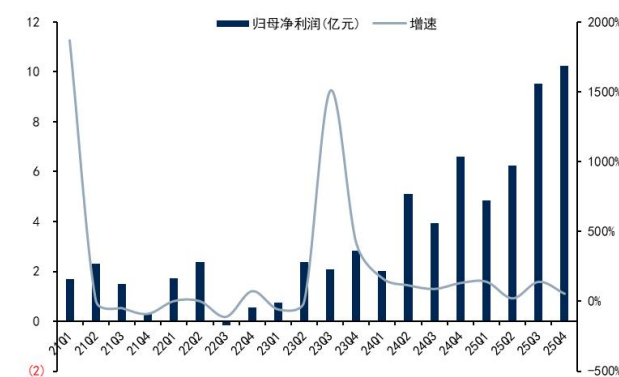
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



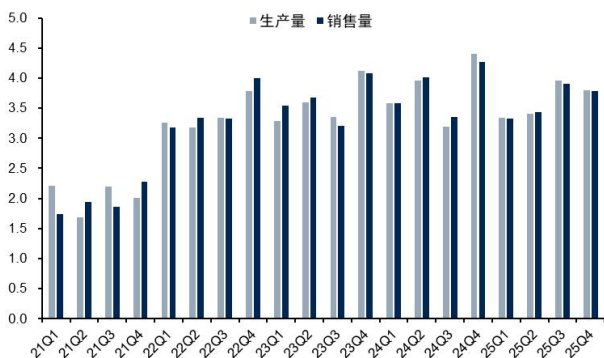
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产销量数据方面：公司于 2025 年实现黄金产量 14.51 吨，同比-4.27%，实现黄金销量 14.45 吨，同比-5.06%；其中，25Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现产量 3.34/3.41/3.96/3.80 吨，分别实现销量 3.33/3.43/3.91/3.78 吨。公司黄金产量每年有明显的季节性变化，上半年产销量不及预期，下半年产销量环比上半年有明显改善。另外，公司于 2025 年实现电解铜产量约 6755 吨，同比+9.07%，销量约 6870 吨，同比+9.51%。公司 2026 年产销量目标是黄金 14.7 吨，电解铜 1.1 万吨。

售价和成本方面：2025 年，公司黄金售价为 784.78 元/克，相较于全年沪金均值为 800.46 元/克，折扣率仅 1.96%，由于金星瓦萨有金属流业务，即金星瓦萨黄金产量 10.5%按黄金现货价格的 20%销售，考虑上这个因素之后公司黄金售价兑现度高。成本方面，公司黄金单位营业成本为 326.26 元/克，同比+17.33%，单位全维持成本为 372.63 元/克，同比+32.52%，矿产金单位成本上升幅度较大，主要原因是金星瓦萨矿产金单位成本同比上升幅度较大，影响因素有：1) 2025 年金价

上涨带来主营业务收入的增加，且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 年加纳瓦萨新增采矿作业单元，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，加纳瓦萨的产销量同比下降。

图5: 公司矿产金单季产销量(吨)



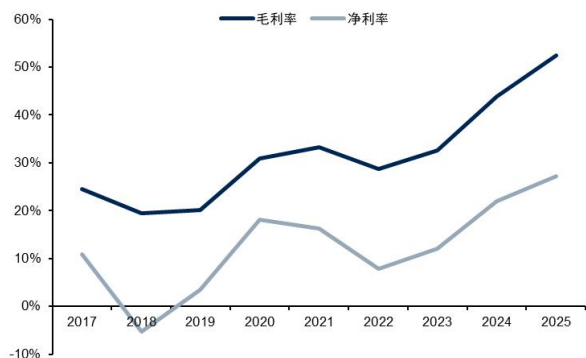
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产金单季单位销售成本(元/克)



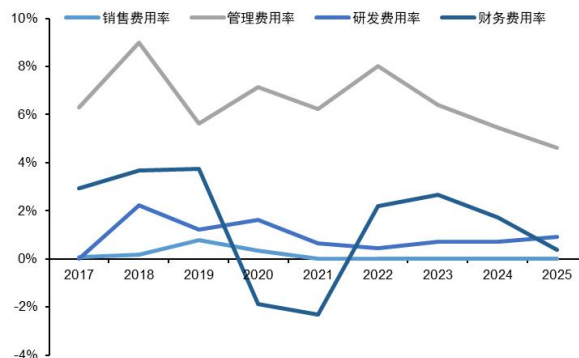
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面: ①截止至 2025 年年末，公司资产负债率为 33.91%；在手货币资金 68.21 亿元，同比+148.26%；在手存货 26.85 亿元，同比+5.71%；公司现金流充裕；②期间费用方面，公司销售费用约 25.27 万元，同比-27.55%；管理费用约 5.84 亿元，同比+18.67%，主要系集团人工费、专业咨询服务费同比增加；研发费用约 1.17 亿元，同比+84.30%，主要系吉隆矿业、五龙矿业及万象矿业加大研发投入；财务费用约 4823 万元，同比-68.96%。③现金分红方面，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.32 元(含税)，总计约 6.08 亿元，占 2025 年归母净利润的 19.73%。

公司持续推进矿山重点开发建设项目: 1) 五龙矿业 3000 吨/日选矿厂配套压滤车间技改项目提前竣工并投入运行，全系列(2000 吨/日+1000 吨/日)生产线已实现正式投产。2) 吉隆矿业新建 6 万吨/年(包括阳坡西在内的一、二采区)地下开采项目于 2025 年 7 月取得采矿许可证，目前正在进行地下开采扩建项目的初步设计和安全设施设计，新建 6 万吨/年地下开采项目(五、六矿段)获核准批复，林草地

手续进入市/自治区终审流程。3) 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, 申请自治区发改委的立项核准; 五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目基建工程进展顺利。4) 锦泰矿业二期项目已于 2025 年 3 月 31 日取得采矿许可证, 完成探矿权转采矿权法定程序; 二期 60 万吨/年采选工程建设项目已获得发改委核准。5) 万象矿业卡农铜矿露天采矿工程已正式启动建设, 计划 2027 年第二季度开始开采原生矿, 设计产能 130 万吨/年, 该项目将成为公司重要利润增长点之一。6) 金星瓦萨通过重启和优化 DMH 露天坑开采, 提高配矿, 增加矿石供应量, 进一步夯实产量基础。

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年营收分别为 169.65/201.24/246.19(原预测 173.97/201.46-) 亿元, 同比增速分别为 34.2%/18.6%/22.3%; 归母净利润分别为 52.69/62.39/76.28(原预测 47.37/55.25/-) 亿元, 同比增速分别为 70.9%/18.4%/22.3%; 摊薄 EPS 分别为 2.77/3.28/4.01, 当前股价对应 PE 为 14.4/12.1/9.9X。考虑到公司有望通过内生增长+外延并购实现黄金产量的持续快速增长, 生产成本存在下降空间, 对金价享有较高的利润弹性, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2747	6821	10786	15517	21401	营业收入	9026	12639	16965	20124	24619
应收款项	683	535	718	852	1042	营业成本	5069	6008	6052	7211	8844
存货净额	2540	2685	2755	3336	4176	营业税金及附加	473	727	984	1167	1428
其他流动资产	423	190	256	303	371	销售费用	0	0	2	2	2
流动资产合计	6404	10251	14534	20028	27009	管理费用	492	584	1203	1329	1509
固定资产	7077	7852	8668	9407	10067	研发费用	64	117	119	141	172
无形资产及其他	6319	6294	5770	5245	4721	财务费用	155	48	51	60	74
投资性房地产	524	575	575	575	575	投资收益	79	(80)	0	0	0
长期股权投资	4	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	21	(337)	60	60	60
资产总计	20329	24981	29556	35263	42380	其他收入	(6)	(447)	405	405	405
短期借款及交易性金融负债	1507	895	1000	1000	1000	营业利润	2824	4963	9020	10678	13053
应付款项	685	854	876	1061	1328	营业外净收支	(5)	(37)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	1860	1975	2134	2578	3220	利润总额	2819	4926	9010	10668	13043
流动负债合计	4051	3724	4010	4640	5548	所得税费用	833	1478	2883	3414	4174
长期借款及应付债券	600	70	70	70	70	少数股东损益	222	365	858	1016	1242
其他长期负债	4955	4677	4677	4677	4677	归属于母公司净利润	1764	3082	5269	6239	7628
长期负债合计	5554	4747	4747	4747	4747	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	9605	8470	8756	9386	10294	净利润	1764	3082	5269	6239	7628
少数股东权益	2806	3095	3696	4407	5276	资产减值准备	5	225	35	26	22
股东权益	7917	13415	17103	21470	26810	折旧摊销	1239	1186	1613	1701	1782
负债和股东权益总计	20329	24981	29556	35263	42380	公允价值变动损失	26	(112)	60	60	60
						财务费用	170	132	51	60	74
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(520)	411	(102)	(107)	(167)
每股收益	1.06	1.62	2.77	3.28	4.01	其它	754	764	565	685	848
每股红利	0.16	0.21	0.83	0.98	1.20	经营活动现金流	3268	5556	7441	8603	10172
每股净资产	4.76	7.06	9.00	11.30	14.11	资本开支	(1520)	(2327)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	18%	25%	42%	60%	71%	其它投资现金流	561	17	0	0	0
ROE	22%	23%	31%	29%	28%	投资活动现金流	(958)	(2310)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	44%	52%	64%	64%	64%	权益性融资	30	2921	0	0	0
EBIT Margin	32%	41%	54%	54%	54%	负债净变化	(822)	(530)	0	0	0
EBITDA Margin	46%	51%	63%	62%	61%	支付股利、利息	(266)	(396)	(1581)	(1872)	(2288)
收入增长	25%	40%	34%	19%	22%	其它融资现金流	(38)	(1023)	105	0	0
净利润增长率	119%	75%	71%	18%	22%	融资活动现金流	(1097)	972	(1475)	(1872)	(2288)
资产负债率	61%	46%	42%	39%	37%	现金净变动	1242	4186	3965	4731	5884
股息率	0.4%	0.5%	2.1%	2.5%	3.0%	货币资金的期初余额	1275	2517	6821	10786	15517
P/E	37.5	24.5	14.4	12.1	9.9	货币资金的期末余额	2517	6703	10786	15517	21401
P/B	8.4	5.6	4.4	3.5	2.8	企业自由现金流	1657	3668	5720	6936	8582
EV/EBITDA	18.2	13.2	7.9	6.8	5.7	权益自由现金流	1137	2549	5830	6967	8650

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032