



赤峰黄金（600988.SH）：成长弹性持续优化，金铜增储推升资源潜力

2026年4月27日

推荐/维持

赤峰黄金

公司报告

事件：公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季度报告。2025 年公司实现营业收入 126.39 亿元，同比增长+40.03%；实现归母净利润 30.82 亿元，同比增长+74.70%；基本每股收益+57.94%至 1.69 元/股。2026 年一季度，公司业务规模及盈利能力在 25Q1 的高基数上进一步提升。26Q1 公司实现营业收入 35.54 亿元，同比增长+47.65%；实现归母净利润 9.88 亿元，同比增长+104.43%；基本每股收益+79.31%至 0.52 元/股。公司金、铜储量持续增长，改扩建项目顺利推进。同时，紫金矿业入主后，公司成长性及抗风险能力有望进一步提升，叠加黄金价格易涨难跌的趋势持续，公司业绩已进入稳定扩张周期。

公司金、铜储量大幅增长，资源潜力显著提升。截至 2025 年底，公司黄金储量（金属量）达 105.76 吨（同比+41%），铜储量（金属量）达 9 万吨（同比+771%），公司金、铜储量均实现大幅增长，资源潜力显著提升。分矿山观察，公司金、铜储量的增长主要来源于三个矿山的变化：吉隆矿业新增钻孔，且更新了 4~7 号采区的资源模型，黄金储量同比+66%至 10 吨；瓦萨金矿新增密钻孔、提升了部分资源级别、更新了资源模型，且金价上涨使 Benso 露天项目达到经济可采条件并纳入露采储量，ADK 地下矿完成可行性研究而新增至地采储量，共同推动瓦萨黄金储量同比+152%至 43.06 吨；万象塞班 2025 年新增了 KHN、TKM、PVN 三大项目，铜金属储量同比+771%至 9 万吨。此外，公司塞班 SND 项目选厂、尾矿库、排土场已经在选址过程中。截至 2025 年 6 月 30 日，SND 项目披露的矿石资源量达 1.315 亿吨，金当量品位 0.81 克/吨，黄金当量金属量约 106.9 吨。SND 项目的开发或持续提升公司资源潜力，推动公司增储扩产。

矿产金与电解铜产量变化趋势分化，改扩建项目顺利推进或推升远期产量弹性。2025 年公司矿产金产量为 14.51 吨（同比-4.27%），高金价背景下矿石入选品位下降及加纳瓦萨雨季提前导致黄金产量较去年同期略有下滑。其他金属产品方面，翰丰矿业立山矿区下部采区建设完成推动公司铜精粉、锌精粉产量高速增长。2025 年公司电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/钼精粉/稀土产品产量分别为 6754/3160/3680/29518/676/999 吨，同比分别+9.1%/+128.9%/-9.2%/+98.2%/-1.6%/不适用。2026 年一季度，公司矿产金产量同比-10.71%至 2981.35 千克，主因部分矿山技改、大规模检修等影响（如吉隆矿业提升机单绳改多绳、五龙矿业多条盲竖井改造，以及老挝塞班金铜矿选厂一年一次的例行大规模检修等）。其他金属产品方面，26Q1 公司电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/钼精粉/稀土产品产量分别为 2546/569/234/4736/30/64 吨，同比分别+101.6%/-6.2%/-67.6%/+12.1%/-82.6%/不适用。其中，副产品硫酸季度价格同比+124.3%、环比+25.9%，或推动电解铜产量快速增长（环比+32.7%）。从改扩建项目观察，公司重点新建及技改项目均稳步实施，远期产量仍有较强弹性：（1）五龙矿业新建尾矿库项目预计 2026 年第四季度完成，三分矿盲竖井技改及延伸、副井明竖井技改等项目预计 2026 年陆续完工，耗金沟里滚子探转采、里滚子矿权整合等顺利推进。（2）吉隆矿业新建 6 万吨/年地下开采扩建项目的初步设计和安全设施设计正在进行，冶炼室改造等项目有序推进。（3）华泰矿业新增 3 万吨/年地下开采扩建项目稳步推进。（4）锦泰矿业二期建设项目已完成探转采。（5）瀚丰矿业选厂改扩建、立山尾矿库扩容、矿区整合等项目按计划实施。（6）塞班卡农铜矿区

公司简介：

公司主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合回收利用业务，主要通过下属子公司开展，贯彻“以金为主”的发展战略。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的金星瓦萨主要从事金矿开采业务。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无。

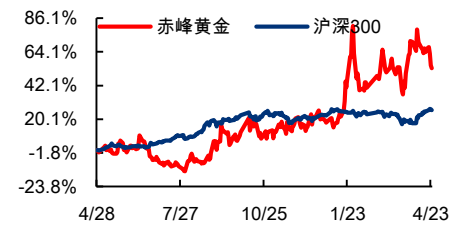
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	48.0-22.85
总市值（亿元）	773.28
流通市值（亿元）	677.05
总股本/流通 A 股（万股）	190,041/166,391
流通 B 股/H 股（万股）	-/23,650
52 周日均换手率	4.83

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

已开始氧化矿开采, 计划于 2027 年第二季度开始开采原生矿, 设计产能 130 万吨/年, 天空南铜矿区新建 120 万吨/年磨机顺利投产, 矿石处理能力进一步提升。综合公司改扩建项目的规划以及海外矿山的产能释放预测, 至 2028 年公司矿金产能或达 23 吨, 较 25 年产量或增长+59%, 公司矿金产量仍具有强远期增长弹性。

矿金业务规模及利润流高增, 生产成本上行。公司深度受益于黄金价格上涨, 矿产金营收规模及盈利水平持续高速增长。2025 年公司矿产金营收同比+42.12%至 113.39 亿元, 毛利同比+77.09%至 66.35 亿元, 毛利率同比增加 11.55PCT 至 58.51%。从成本观察, 25 年及 26Q1, 公司矿产金成本持续上升。2025 年公司矿产金营业成本同比+17.33%至 326.26 元/克, 全维持成本同比+32.52%至 372.63 元/克。其中, 国内金矿 AISC 同比+23.73%至 277.83 元/克, 塞班 AISC 同比+20.58%至 1596.22 美元/盎司, 加纳 AISC 同比+51.25%至 1972.98 美元/盎司。26Q1, 公司矿产金营业成本同比+15.01%至 408.4 元/克(较 25 年+25.2%), AISC 同比+38.61%至 483.87 元/克(较 25 年+29.9%)。其中, 国内金矿 AISC 同比+46.89%至 370.73 元/克(较 25 年+33.4%), 塞班 AISC 同比+37.61%至 2108.77 美元/盎司(较 25 年+32.1%), 加纳 AISC 同比+44.7%至 2509.33 美元/盎司(较 25 年+27.2%)。一方面, 金价上涨导致资源税增长, 叠加加纳可持续发展税率上升(25 年 4 月由 1%升至 3%), 提高了公司税务成本。另一方面, 改扩建项目的持续进行, 入选品位下降, 以及 25 年加纳雨季提前, 使得公司 25 年及 26Q1 矿金产量下降, 固定成本分摊增加, 导致单位成本上升。此外, 25 及 26Q1 中, 华泰矿业技改项目产生的副产矿石未计入国内金矿单位成本, 考虑到副产品抵免, 国内金矿实际成本或较报告偏低。

紫金入主, 公司成长性及抗风险能力有望提升。2026 年 3 月 23 日, 公司控股股东李金阳及其一致行动人浙江瀚丰与紫金矿业全资子公司紫金黄金签订《股份转让协议》, 拟以 41.36 元/股向紫金黄金转让其合计持有的 241,925,746 股公司 A 股股票; 同日, 公司与紫金黄金签署《战略投资协议》, 公司拟以 30.19 港元/股向紫金黄金定向增发 310,902,731 股公司 H 股股票。一方面, 紫金入主赤峰后, 其资金、技术、管理优势或提升公司成长性及抗风险能力, 并有望实现公司黄金、铜储量向产量的顺利转化。另一方面, 紫金(中亚、南美等)与赤峰(东南亚老挝、西非加纳)的海外资源布局形成高度互补, 或有助于双方实现海外资源协同、供应链共享、渠道互通, 完善全球黄金资源布局。

公司盈利能力大幅优化, 资产负债率显著降低。受益于黄金价格上行, 公司盈利能力明显优化: 25 年销售毛利率同比+8.62PCT 至 52.46%, 26Q1 同比+12.85PCT 至 59.27%; 25 年销售净利率同比+5.28PCT 至 27.28%, 26Q1 同比+9.05PCT 至 32.51%。金价上行亦强化了公司销售期间成本控制能力, 25 年销售期间费用率同比减少 1.95PCT 至 5.93%。其中, 管理费用率同比减少 0.83PCT 至 4.62%, 财务费用率同比减少 1.34PCT 至 0.38%, 研发费用率同比增加 0.23PCT 至 0.93%。吉隆矿业、五龙矿业及万象矿业加大研发投入, 推动 25 年公司研发费用同比+84.3%至 1.17 亿元。从回报能力观察, 公司 25 年 ROE 同比+3.82PCT 至 28.90%, 股东回报能力提升; ROA 同比+5.05PCT 至 15.22%, 运营能力优化。此外, 受益于业绩增长以及港股上市的资产规模提升, 公司 25 年资产负债率同比-13.34PCT 至 33.91%, 26Q1 同比-9.27PCT 至 29.36%, 有助公司未来资本开支计划顺利实施。

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入分别为 164.05 亿元、194.89 亿元、231.97 亿元; 归母净利润分别为 50.80 亿元、63.17 亿元和

78.73 亿元; EPS 分别为 2.67 元、3.32 元和 4.14 元, 对应 PE 分别为 15.22x、12.24x 和 9.82x, 维持“推荐”评级。

风险提示: 金属价格下滑及矿石品位下降, 项目投建进度不及预期, 矿山实际开工率受政策影响下滑风险, 资源国政治风险及汇率风险。

财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	9,025.82	12,638.51	16,404.78	19,488.88	23,196.64
增长率 (%)	24.99%	40.03%	29.80%	18.80%	19.03%
归母净利润 (百万元)	1,764.34		5,079.53	6,316.61	7,873.21
增长率 (%)	119.46%	74.70%	64.79%	24.35%	24.64%
净资产收益率 (%)	22.29%	22.98%	28.84%	27.76%	26.95%
每股收益 (元)	1.07	1.69	2.67	3.32	4.14
PE	38.03	24.08	15.22	12.24	9.82
PB	8.55	5.76	4.39	3.40	2.65

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	6404	10251	14131	19240	27328	营业收入	9026	12639	16405	19489	23197
货币资金	2747	6821	9843	14777	24499	营业成本	5069	6008	7066	8006	9206
应收账款	587	467	836	857	1101	营业税金及附加	473	727	943	1121	1334
其他应收款	96	68	89	105	126	营业费用	0	0	0	0	1
预付款项	276	126	-50	-250	-480	管理费用	492	584	827	941	1145
存货	2540	2685	3350	3686	2018	财务费用	155	48	-87	-187	-372
其他流动资产	141	64	64	64	64	研发费用	64	117	134	170	196
非流动资产合计	13924	14730	14473	13335	12159	资产减值损失	4.90	224.59	77.67	102.38	134.88
长期股权投资	4	9	9	9	9	公允价值变动收益	-26.35	112.24	112.24	112.24	112.24
固定资产	6400	7075	6929	6339	5514	投资净收益	78.89	-79.79	-0.45	-40.12	-20.29
无形资产	6319	6294	6082	5883	5707	加:其他收益	2.65	3.64	4.73	5.61	6.68
其他非流动资产	207	253	253	253	253	营业利润	2824	4963	7560	9413	11651
资产总计	20329	24981	28604	32574	39487	营业外收入	1.04	0.40	0.86	0.77	0.68
流动负债合计	4051	3724	4694	3284	3453	营业外支出	5.94	37.67	15.53	19.71	24.30
短期借款	1108	708	1541	0	0	利润总额	2819	4926	7545	9394	11627
应付账款	685	854	991	1122	1291	所得税	833	1478	2247	2809	3470
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	1986	3447	5297	6585	8157
一年内到期的非流动负债	398	187	187	187	187	少数股东损益	222	365	218	268	284
非流动负债合计	5554	4747	2987	2954	2958	归属母公司净利润	1764	3082	5080	6317	7873
长期借款	600	70	70	70	70	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
负债合计	9605	8470	7680	6239	6411	成长能力					
少数股东权益	2806	3095	3313	3582	3865	营业收入增长	24.99%	40.03%	29.80%	18.80%	19.03%
实收资本(或股本)	1664	1900	1900	1900	1900	营业利润增长	133.79%	75.73%	52.31%	24.51%	23.78%
资本公积	627	3263	3263	3263	3263	归属于母公司净利润增长	119.46%	74.70%	64.79%	24.35%	24.64%
未分配利润	5427	8206	12306	17390	23737	获利能力					
归属母公司股东权益合计	7917	13415	17610	22754	29211	毛利率(%)	43.84%	52.46%	56.93%	58.92%	60.31%
负债和所有者权益	20329	24981	28604	32574	39487	净利率(%)	22.00%	27.28%	32.29%	33.79%	35.16%
现金流量表						总资产净利润(%)	8.68%	12.34%	17.76%	19.39%	19.94%
单位:百万元						ROE(%)	22.29%	22.98%	28.84%	27.76%	26.95%
经营活动现金流	3268	5556	5768	7748	11075	偿债能力					
净利润	1986	3447	5297	6585	8157	资产负债率(%)	47%	34%	27%	19%	16%
折旧摊销	1277.10	1232.61	1293.77	1380.89	1434.55	流动比率	1.58	2.75	3.01	5.86	7.91
财务费用	155	48	-87	-187	-372	速动比率	0.95	2.03	2.30	4.74	7.33
应收账款减少	-74	121	-370	-20	-245	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.56	0.61	0.64	0.64
投资活动现金流	3268	-2310	-1131	-273	-302	应收账款周转率	16	24	25	23	24
公允价值变动收益	-26	112	112	112	112	应付账款周转率	14.59	16.43	17.79	18.45	19.23
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	79	-80	0	-40	-20	每股收益(最新摊薄)	1.07	1.69	2.67	3.32	4.14
筹资活动现金流	-1097	972	-1615	-2540	-1051	每股净现金流(最新摊薄)	0.73	2.22	1.59	2.60	5.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.76	7.06	9.27	11.97	15.37
长期借款增加	-822	-530	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	236	0	0	0	P/E	38.03	24.08	15.22	12.24	9.82
资本公积增加	-301	2637	0	0	0	P/B	8.55	5.76	4.39	3.40	2.65
现金净增加额	5439	4218	3022	4934	9722	EV/EBITDA	15.75	11.47	6.81	5.93	4.18

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

研究总监, 周期组组长, 金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十五年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖及三等奖; 曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师, Wind 金牌分析师及 iFinD 卓越金属产业研究, 中国东方资产估值专家库成员, 中国东方资产股票专家组投票委员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员, 对有色金属各个二级子行业均进行跟踪覆盖。美国哥伦比亚大学生物统计硕士, 专攻数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校, 应用数学与经济双专业。曾获得同花顺 iFinD “2025 年度卓越金属产业研究” 奖项。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526