

赤峰黄金年报点评：金价高位运行驱动业绩再创新高



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

投资要点:

相关事件:

2026 年 3 月 21 日，赤峰黄金发布公告披露 2025 年业绩，2025 年全年，公司实现营收 126.39 亿元，同比增长 40.03%；创造归母净利润 30.82 亿元，同比增长 74.70%；

2026 年 3 月 23 日，赤峰黄金发布公告，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人与紫金矿业全资子公司紫金黄金签署了股份转让协议，拟通过协议转让方式向紫金黄金转让其持有的公司股权；同日，公司与紫金黄金签署《战略投资协议》，紫金黄金拟以 30.19 港元/股价格认购赤峰黄金定向增发的 3.11 亿股 H 股股份，认购金额共计 93.86 亿港元。

事件点评:

矿产金产量小幅下滑。2025 年，公司实现矿产金产量 14.51 吨，同比下滑 4.27%；实现销量 14.45 吨，同比减少 5.06%。从生产节奏看，全年呈现“前低后高”态势：上半年受核心矿山新增作业单元及境外矿山雨季提前等因素影响，生产进度明显滞后；下半年随着重点项目陆续落地、作业条件改善，矿产金产量实现较快回升，全年产销规模基本恢复至 2024 年同期水平。根据公司年报披露的产量指引，2026 年公司黄金产销目标为 14.7 吨，整体规模与 2025 年基本持平。

金价强势上行成为公司业绩亮眼的核心驱动力。在避险需求与资产配置多元化共同推动下，全球贵金属市场投资情绪持续升温。截至 2025 年末，伦敦现货黄金较年初上涨 62.79%，上海金交所黄金现货价格较年初上涨 56.74%，国际金价屡创新高。公司长期贯彻“以金为主”的发展战略，金价高位运行在业绩端形成显著营收增量，同时为公司稳健经营注入更强的确定性与成长空间。

矿产金单位成本有所上行。矿产金单位营业成本为 326.26 元/克，同比上涨 17.33%；全维持成本为 372.63 元/克，同比上涨 32.52%，主要受国内金矿及加纳瓦萨金矿成本上行影响。其中，国内金矿本期单位营业成本为 180.48 元/克，同比上涨 14.89%，全维持成本 277.83 元/克，同比上涨 23.73%，主要系华泰矿业技改过程中复产矿石的成本核算方式所致。加纳瓦萨金矿单位营业成本为 1,860.17 美元/盎司，同比上涨 42.66%，全维持成本 1972.98 美元/盎司，同比上涨 51.25%，涨幅较大，主要原因包

投资评级：增持（维持）

股票信息

总股本(百万股)	1,900.41
流通 A 股/B 股(百万股)	1,663.91/0.00
资产负债率(%)	33.91
每股净资产(元)	7.06
市净率(倍)	5.20
净资产收益率(加权)	27.14
12 个月内最高/最低价	51.50/20.10

注：数据更新日期截止 2026 年 03 月 23 日

市场表现



相关报告

赤峰黄金三季报点评：量价齐升，业绩表现显著改善

2025.10.28

赤峰黄金半年报点评：量减价增，业绩延续高增

2025.08.25

赤峰黄金：厚积薄发，行稳致远

2025.07.30

括：一是加纳可持续发展税率自 2025 年 4 月起由 1%上调至 3%，叠加金价上涨带来的收入规模扩大，资源税及可持续发展税同比明显增加；二是 2025 年瓦萨矿区新增采矿作业单元，生产性钻探、掘进及采矿等运营成本相应上升；三是受矿石入选品位下降及雨季提前等因素影响，瓦萨矿区矿产金产销量同比有所下滑。

探矿增储成果显著，黄金资源量实现较大幅度增长。截至 2025 年末，公司探明、控制、推断黄金金属量合计 512 吨，同比增长 31%，增量主要来自吉隆矿业及两座境外矿山。其中，吉隆矿业 2025 年 4 号、5 号、6 号、7 号采区新增 83 个钻孔、取样 899 个，资源量较 2024 年增加 22%；老挝万象矿业年内新增 5 个项目，并更新已有项目资源模型，资源量增加 19%；加纳瓦萨金矿通过降低边界品位及在 WUG 深部开展积极钻探，资源量增加 41%。此外，万象矿业首次发布 SND 金铜矿项目资源量数据，对外披露黄金金属量 70.7 吨。黄金资源量的持续增厚夯实了公司产量增长的基础，为长期业绩兑现提供了有力支撑，进一步增强了公司的核心竞争力。

重点工程项目稳步推进。公司境内外重点及技改项目按照计划稳步实施：

- 1. 五龙矿业：**新建尾矿库项目于 2025 年 10 月启动，预计 2026 年第四季度完工；三分矿盲竖井技改及延伸、副井明竖井技改等项目已于 2025 年相继启动，预计 2026 年内陆续投运；耗金沟里滚子探转采及里滚子矿权整合工作有序推进，为矿区后续发展奠定资源接续基础；
- 2. 吉隆矿业：**新建 6 万吨/年地下开采项目于 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，提升了矿区资源保障能力；
- 3. 华泰矿业：**新增 3 万吨/年地下开采扩建项目目前正在申请自治区发改委核准；
- 4. 锦泰矿业：**二期项目于 2025 年 3 月取得采矿证，完成了探转采法定程序；二期 60 万吨/年采选工程已获得发改委核准
- 5. 老挝塞班：**卡农铜矿区露天采矿工程已经正式启动建设，目前已开始进行氧化矿的开采工作，计划于 2027 年二季度开始开采原生矿，设计产能 130 万吨/年，塞班金铜矿是老挝境内最大的有色金属矿山，铜矿项目的推进将成为公司未来重要的利润增长点之一；
- 6. 加纳瓦萨：**Benso 区域新增 4 个采坑，同时在进行的 F-Shoot 区域开拓工程已进入尾声，矿石储量和开发潜力可观；FB 及 ADK 矿区资源勘查后适时启动露天转地下扩产项目，进一步夯实产量基础。

根据 2026 年 3 月 22 日公司发布公告内容，公司控制权发生变更，交易完成后，控股股东由李金阳女士变更为紫金黄金，实际控制人变更为上杭县财政局。**这次控制权的变更，对于赤峰黄金而言是一次意义深远的转**

折，总结来看，将为公司带来下述新的发展机遇：

- 1. 资金实力增强，财务结构优化。**公司通过定增募集资金 93.86 亿港元，扣除发行费用后将用于海外项目建设、优质矿业项目收购及一般公司用途，有效提升了现金储备与财务灵活性。同时，依托国内最大矿业集团的股东背景，公司未来融资渠道有望进一步拓宽，融资成本具备下降空间，为后续业务拓展及矿山开发提供充足资金保障；
- 2. 运营管理协同，技术经验赋能。**紫金矿业作为行业龙头，在成本管控与项目开发方面具备领先优势，尤其在海外矿山运营领域积累了丰富经验。公司现有两座海外矿山为远期业绩增长的核心来源，当前均面临一定成本控制压力。紫金矿业进入后，有望依托其在供应链管理、设备采购、工程建设等方面的规模优势与成熟经验，助力公司实现降本增效，提升现有矿山的运营效率；
- 3. 深度的战略协同与资源整合。**此次收购进一步强化了紫金矿业在国内黄金资源领域的布局。对赤峰黄金而言，其角色将由独立发展的民营矿企，转变为行业龙头全球化布局中的重要一环，有望更深入地融入紫金矿业庞大的全球供应链与销售网络，获取更为稳定的下游渠道支持。同时，紫金矿业在海外并购与项目执行方面的综合实力，也为赤峰黄金未来资源拓展提供了新的空间。

短线金价面临一定回调压力。2026 年 3 月美伊冲突爆发后，黄金走势呈现出与历史规律显著背离的特征：尽管军事冲突持续升级，金价并未出现经典的避险脉冲式上涨，而是在短暂冲高后逐级回落。我们认为，这一反常现象的背后是多重因素共振的结果：

- 1. 地缘风险的边际定价能力已然弱化。**年初以来，委内瑞拉、格陵兰岛及中东局势接连发酵，推动金价在 2025 年高位基础上连续突破历史新高，市场对地缘风险的计价已相对充分，冲突落地反而触发部分投机资金的获利了结；
- 2. 本轮冲突对美元体系的冲击呈现非对称性。**与以往地缘事件削弱美元信用不同，此次冲突在一定程度上强化了美元避险属性，3 月美元指数与美债收益率的同步上行，对贵金属形成了实际利率层面的直接压制；
- 3. 市场交易主线已从避险逻辑切换至流动性预期框架。**能源价格上行强化通胀预期，但市场开始定价美联储降息节点推迟的风险，黄金作为无息资产面临的持有成本上升，抑制了避险买盘的单边持续性；
- 4. 风险偏好系统性下移引发外围权益资产共振下跌，前期情绪高热的贵金属遭遇短线流动性挤兑。**

长期金价看涨逻辑未改。展望后市，我们认为短期金价将进入震荡整理阶段，以消化前期涨幅并对冲多空分歧。若美伊冲突走向长期化并推动油价持续冲高，美国通胀预期将进一步升温，强化美联储维持高利率的预期，金银或将持续承压。**中期维度上，5 月将是关键观察窗口：**届时美联储主

席面临更迭，鲍威尔任期末端大概率维持利率不变，而沃什上任后货币政策路径，特别是其反复强调的缩表节奏，将成为市场博弈焦点；进入 10 月，特朗普将面临中期选举压力，年中前后白宫稳增长诉求或将升温。**长线来看，我们坚持金价长期看涨的核心逻辑：**美元信用瓦解的宏大叙事并未逆转，全球央行购金进程持续深化；伴随美国通胀与就业数据演变，后续经济向滞胀格局切换的风险正在积聚，而在滞胀环境下，黄金依然是最为受益的核心配置资产。

盈利预测：基于公司 2025 年业绩表现及 2026 年业务指引，结合对国际金价走势的判断，我们预计公司 2026-2028 年分别实现营业收入 176.72 亿元、195.42 亿元、221.87 亿元；实现归母净利润 60.48 亿元、70.22 亿元、83.62 亿元；对应 EPS 分别为 3.18 元、3.70 元、4.40 元。以 2026 年 3 月 23 日收盘价计算，对应 PE 分别为 11.54 倍、9.94 倍、8.35 倍。综合考虑公司经营表现及中长期金价趋势，维持“**增持**”评级。

风险提示：美联储货币政策超预期转向、美伊冲突发展超预期、国际油价长期维持高位、关税争端再度升级、公司矿产金产量不及预期、重点工程项目建设进度不及预期等。

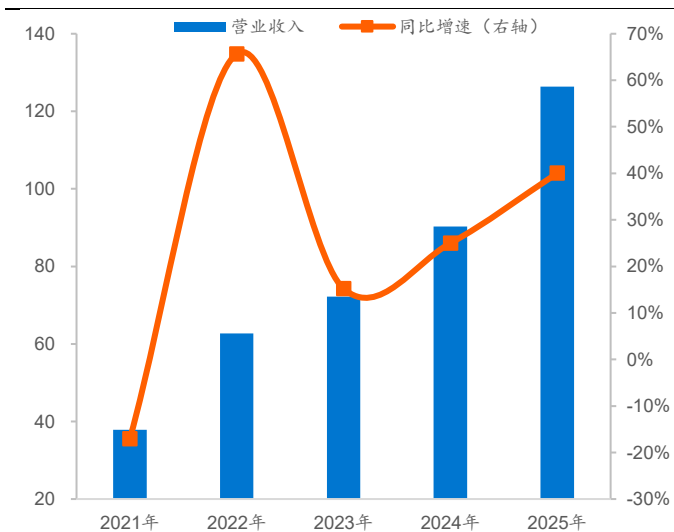
主要财务数据及预测：

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,026	12,639	17,672	19,542	22,187
(+/-)YoY(%)	25.0%	40.0%	39.8%	10.6%	13.5%
净利润(百万元)	1,764	3,082	6,048	7,022	8,362
(+/-)YoY(%)	119.5%	74.7%	96.2%	16.1%	19.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.93	1.62	3.18	3.69	4.40
毛利率(%)	43.8%	52.5%	65.4%	67.9%	70.7%
净资产收益率(%)	22.3%	23.0%	33.5%	29.7%	27.5%

资料来源:公司年报(2024-2025)

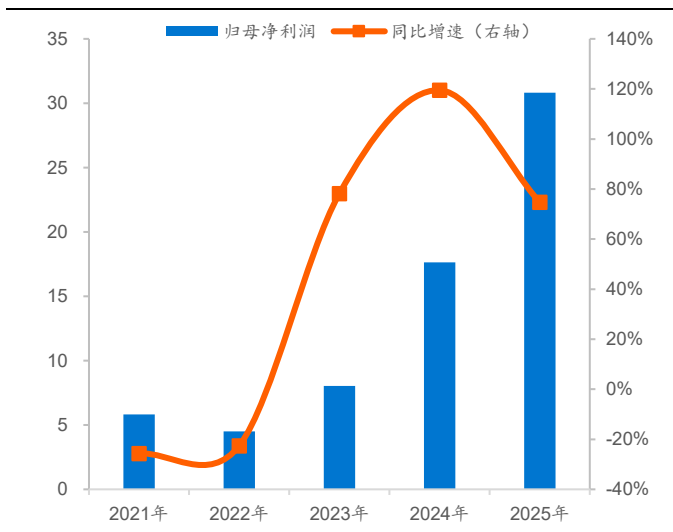
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 2021-2025 年公司营业收入规模波动情况（亿元）



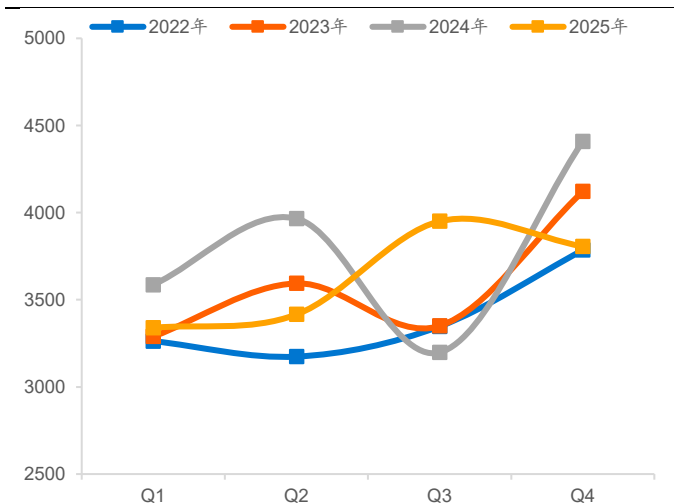
资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图2 2021-2025 年公司归母净利润波动情况（亿元）



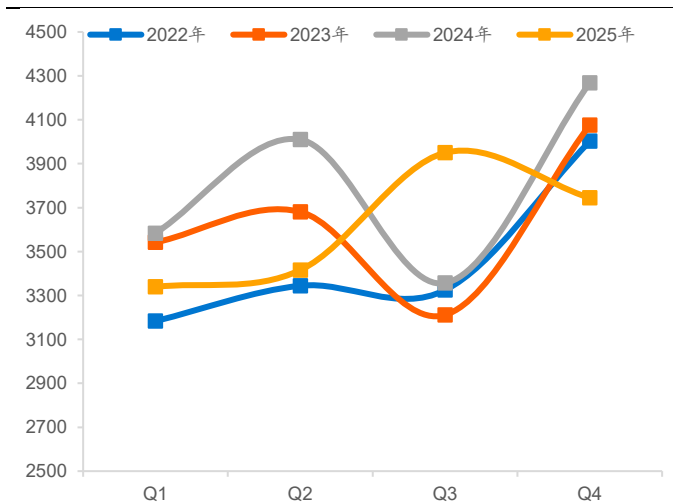
资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图3 公司矿产金产量规模波动情况（千克）



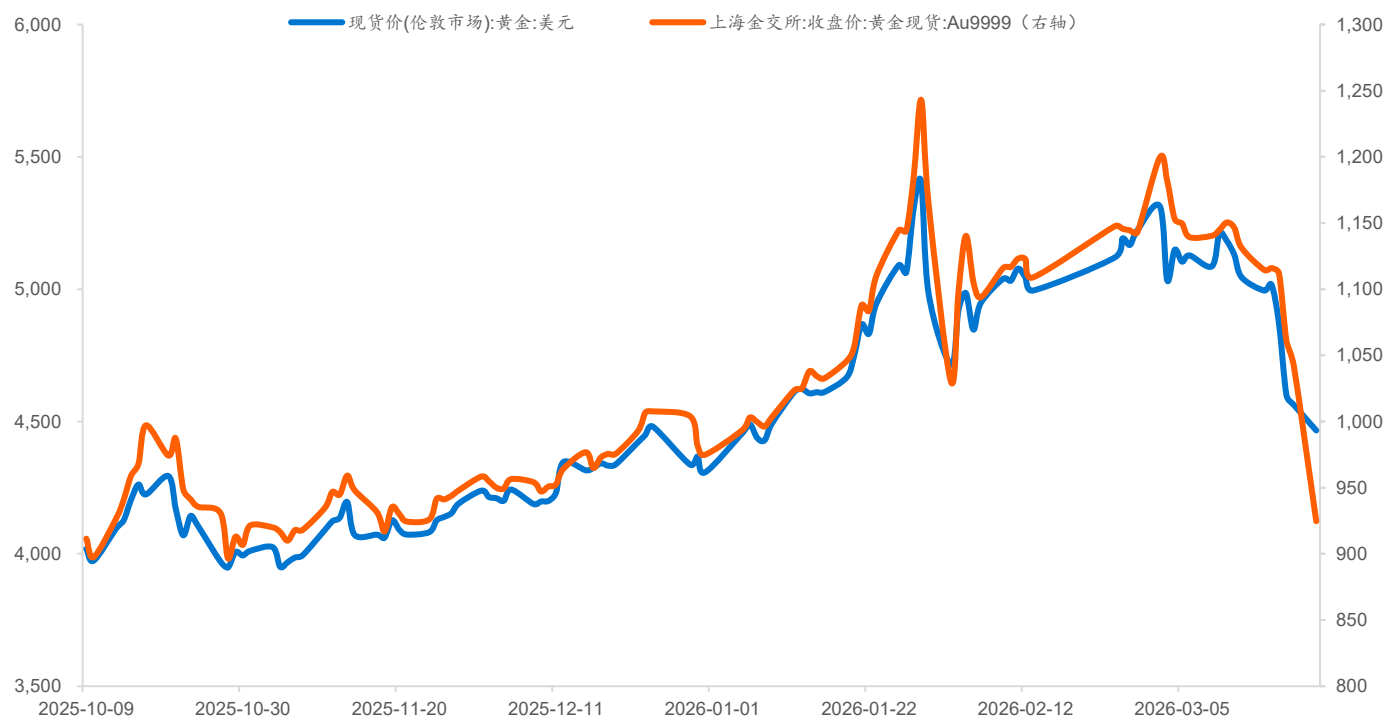
资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图4 公司矿产金销量规模波动情况（千克）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图5 2025 年四季度至今国内外金价走势（美元/盎司、元/克）



资料来源：Wind，联储证券研究院

财务报表分析和预测表

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	6,404	10,251	15,622	21,941	29,944	
货币资金	2,747	6,821	11,757	17,891	25,629	
应收及预付	864	593	842	915	1,020	
存货	2,540	2,685	2,736	2,800	2,904	
其他流动资产	253	152	286	335	392	
非流动资产	13,924	14,730	15,645	16,393	16,808	
长期股权投资	4	9	10	11	11	
固定资产	6,400	7,075	7,423	7,809	8,033	
在建工程	678	777	1,277	1,577	1,777	
无形资产	6,319	6,294	6,353	6,409	6,403	
其他长期资产	524	575	581	586	583	
资产总计	20,329	24,981	31,267	38,334	46,752	
流动负债	4,051	3,724	4,560	5,036	5,618	
短期借款	1,108	708	943	1,179	1,415	
应付及预收	685	854	870	890	923	
其他流动负债	2,258	2,162	2,746	2,966	3,279	
非流动负债	5,554	4,747	4,819	4,892	4,965	
长期借款	600	70	93	116	139	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	4,955	4,677	4,726	4,776	4,825	
负债合计	9,605	8,470	9,379	9,927	10,583	
股本	1,664	1,900	1,900	1,900	1,900	
资本公积	627	3,263	3,057	3,057	3,057	
留存收益	5,843	8,471	13,295	18,931	25,644	
归属母公司股东权益	7,917	13,415	18,033	23,669	30,382	
少数股东权益	2,806	3,095	3,855	4,737	5,788	
负债和股东权益	20,329	24,981	31,267	38,334	46,752	

利润表	单位：百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,026	12,639	17,672	19,542	22,187
营业成本	5,069	6,008	6,123	6,265	6,497
营业税金及附加	473	727	924	1,011	1,143
销售费用	0	0	1	1	1
管理费用	492	584	964	1,066	1,210
研发费用	64	117	125	139	158
财务费用	155	48	25	12	12
资产减值损失	-5	-225	0	0	0
公允价值变动收益	-26	112	0	0	0
投资净收益	79	-80	154	171	194
营业利润	2,824	4,963	9,669	11,225	13,367
营业外收支	-5	-37	-4	-4	-3
利润总额	2,819	4,926	9,665	11,221	13,363
所得税	833	1,478	2,857	3,317	3,950
净利润	1,986	3,447	6,808	7,904	9,413
少数股东损益	222	365	760	882	1,050
归属母公司净利润	1,764	3,082	6,048	7,022	8,362
EBITDA	4,204	6,291	10,848	12,557	14,860
EPS（元）	0.93	1.62	3.18	3.69	4.40

资料来源：Wind，联储证券研究院

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2026 年 03 月 23 日

现金流量表			单位：百万元		
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,268	5,556	8,015	9,136	10,811
净利润	1,986	3,447	6,808	7,904	9,413
折旧摊销	1,277	1,233	1,157	1,324	1,485
营运资金变动	-46	585	175	63	91
其它	52	291	-125	-155	-178
投资活动现金流	-958	-2,310	-1,931	-1,914	-1,719
资本支出	-1,520	-2,327	-2,075	-2,074	-1,903
投资变动	375	-182	-11	-11	-9
其他	186	198	154	171	194
筹资活动现金流	-1,097	972	-1,116	-1,089	-1,353
银行借款	-564	-930	259	259	259
股权融资	167	2,921	-206	0	0
其他	-700	-1,018	-1,169	-1,348	-1,612
现金净增加额	1,242	4,186	4,937	6,133	7,739
期初现金余额	1,275	2,517	6,703	11,639	17,773
期末现金余额	2,517	6,703	11,639	17,773	25,511

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	25.0%	40.0%	39.8%	10.6%	13.5%
营业利润增长	133.8%	75.7%	94.8%	16.1%	19.1%
归母净利润增长	119.5%	74.7%	96.2%	16.1%	19.1%
获利能力					
毛利率	43.8%	52.5%	65.4%	67.9%	70.7%
净利率	19.5%	24.4%	34.2%	35.9%	37.7%
ROE	22.3%	23.0%	33.5%	29.7%	27.5%
ROIC	15.8%	20.1%	29.3%	26.3%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	33.9%	30.0%	25.9%	22.6%
净负债比率	-4.3%	-34.6%	-47.2%	-56.9%	-65.2%
流动比率	1.58	2.75	3.43	4.36	5.33
速动比率	0.85	1.98	2.77	3.74	4.75
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.56	0.63	0.56	0.52
应收账款周转率	16.40	23.99	31.59	28.45	28.80
存货周转率	2.05	2.30	2.26	2.26	2.28
每股指标 (元)					
每股收益	0.93	1.62	3.18	3.69	4.40
每股经营现金流	1.72	2.92	4.22	4.81	5.69
每股净资产	4.17	7.06	9.49	12.45	15.99
估值比率					
P/E	39.57	22.65	11.54	9.94	8.35
P/B	8.82	5.20	3.87	2.95	2.30
EV/EBITDA	6.07	8.53	5.48	4.27	3.11

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院 13 号楼 B 座 14 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000