# 关注供需结构变化，黄金长期配置价值显现

## ——黄金行业深度研究报告之供需篇

推荐|首次

**报告要点：**

- **利率与美元抬升，黄金定价需关注持有成本**

黄金本身不产生利息，持有成本是分析其配置价值的重要因素。截至 2026 年 10 月 23 日，伦敦金现货收盘价为 3995.38 美元/盎司，较 2025 年末下降 7.62%；美国 10 年期实际国债收益率为 2.66%，较 2025 年末上升 73 个基点；美元指数为 101.7520，较 2025 年末上升 3.54%。美元和利率在这一阶段均构成需要关注的约束，但黄金还受到央行配置、投资资金和风险偏好等因素影响，不能将美元变化机械地转化为金价预测。2026 年上半年央行净买入合计 345.38 吨，较 2025 年同期下降 16.52%。央行配置需求仍在，但净买入强度并非持续上升。定价分析需要进一步区分央行净买入、黄金储备存量及 ETF 投资需求，分别观察其变化。

- **黄金供给温和增长，资源转化为产量仍受约束**

2026 年前三季度，矿产金供应 2929.87 吨，同比增长 1.76%；再生金供应 1008.71 吨，同比减少 2.82%；生产商对冲为-57.14 吨，总供给为 3881.44 吨，同比减少 0.06%。矿产金和回收供应具有不同的响应机制：矿山增产取决于建设及运营，回收供应受持有者变现和回收渠道影响。资源禀赋最终需要通过可经济开采、持续生产和成本控制体现为盈利。项目从勘探到建设、试生产及稳定运营，涉及品位、回收率、资本投入、许可条件和生产组织等多项因素。

- **金饰需求承压，上半年 ETF 新增需求较弱**

金饰需求对价格和消费预算的响应，与投资需求并不相同。2026 年前三季度，珠宝首饰季度需求合计 982.94 吨，较 2025 年同期的 1208.77 吨下降 18.68%。2026 年前三季度，科技需求 247.91 吨，同比增长 2.59%，与同期金饰需求下降呈现不同走势。可确认投资需求为 1279.56 吨，较 2025 年同期的 1605.95 吨下降 20.32%。一季度、二季度和三季度 ETF 投资需求分别为 62.4 吨、-47.3 吨和 211.9 吨，合计 227 吨，低于 2025 年同期的 627.6 吨，前三季度 ETF 新增需求较弱。2026 年 9 月全球黄金 ETF 日均交易额回升至 71.2 亿美元，仍低于年初 227.8 亿美元的水平。交易额反映成交规模，资金配置方向仍需结合净流入及持仓变化判断。

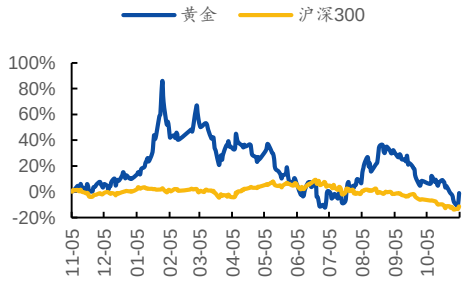
**投资建议**

建议关注资源开发能力、成本控制及项目兑现情况。紫金矿业重点跟踪全球黄金增量与并购整合；湖南黄金关注自产矿恢复、锑钨业务及重组进度；中金黄金关注金铜矿山经营与纱岭项目转化；山东黄金关注产量恢复及海内外项目建设。结合各公司矿种结构、权益口径和资本开支评估盈利弹性，并审视金价变化下的估值匹配程度。

**风险提示**

金价波动、配置需求弱于预期、矿山安全环保及运营风险、项目建设与并购整合不及预期、成本及汇率波动、境外政策变化。

**过去一年市场行情**




资料来源：同花顺 iFinD

**相关研究报告**

《国元证券行业研究-铝行业研究报告：供需持续改善，绿色转型开启价值重估》2026.10.26

《国元证券行业研究-有色金属行业双周报：钼精矿价格趋稳，钴锂持续调整》2026.09.30

**报告作者**

分析师 马捷
执业证书编号 S0020522080002
电话 021-51097188
邮箱 majie@gyzq.com.cn

分析师 许元琨
执业证书编号 S0020523020002
电话 021-51097188
邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

# 目　录

1.利率、美元与央行购金等多种因素影响黄金价格 ..... 4
1.1 黄金价格与实际利率、美元环境等因素高度关联 ..... 4
1.2 央行购金与配置需求 ..... 5
1.3 供需缺口与金价：2020-2025 年复盘 ..... 6
2. 黄金供给：矿产金、再生金与资源转化 ..... 7
2.1 矿产金与再生金的供给变化 ..... 7
2.2 资源转化为产量的约束 ..... 8
3. 黄金需求：金饰、投资与科技用金 ..... 9
3.1 金饰与其他实物需求 ..... 9
3.2 黄金 ETF 交易活跃度及投资需求 ..... 10
4. 重点公司：基本情况、业绩、特色及比较 ..... 12
4.1 紫金矿业 ..... 12
4.2 湖南黄金 ..... 13
4.3 中金黄金 ..... 14
4.4 山东黄金 ..... 15
4.5 四家黄金领域公司对比 ..... 16
5. 风险提示 ..... 16

# 图表目录

图 1：境内外黄金现货价格走势 ..... 4
图 2：美国国债收益率与 COMEX 黄金价格 ..... 5
图 3：美元指数与 COMEX 黄金期货价格（美元/盎司） ..... 5
图 4：全球央行年度净买入黄金 ..... 5
图 5：全球官方黄金储备存量 ..... 5
图 6：全球黄金供需缺口与金价（2020-2025） ..... 6
图 7：全球黄金矿产量及同比 ..... 7
图 8：全球黄金储量（单位：吨） ..... 8
图 9：2025 年全球黄金储量占比 ..... 8
图 10：中国黄金储量及同比 ..... 8
图 11：中国黄金矿产量及同比 ..... 8
图 12：全球黄金需求及同比 ..... 9
图 13：全球黄金需求结构（单位：吨） ..... 9
图 14：全球黄金珠宝首饰消费量、库存量 ..... 10
图 15：全球黄金珠宝首饰消费金额 ..... 10
图 16：技术领域黄金需求量（单位：吨） ..... 10
图 17：全球黄金 ETF 日均交易额（吨） ..... 11
图 18：最近 5 年营业收入 ..... 12
图 19：最近 5 年归母净利润 ..... 12

图 20：2025 年紫金矿业收入结构 ..... 12
图 21：近 5 年营收结构情况（单位：亿元） ..... 12
图 22：最近 5 年营业收入 ..... 13
图 23：最近 5 年归母净利润 ..... 13
图 24：2025 年湖南黄金收入结构 ..... 13
图 25：近 5 年营收结构情况（单位：亿元） ..... 13
图 26：最近 5 年营业收入 ..... 14
图 27：最近 5 年归母净利润 ..... 14
图 28：2025 年中金黄金收入结构 ..... 14
图 29：近 5 年营收结构情况（单位：亿元） ..... 14
图 30：最近 5 年营业收入 ..... 15
图 31：最近 5 年净利润 ..... 15
图 32：2025 年山东黄金收入结构 ..... 15
图 33：近 5 年营收结构情况（单位：亿元） ..... 15

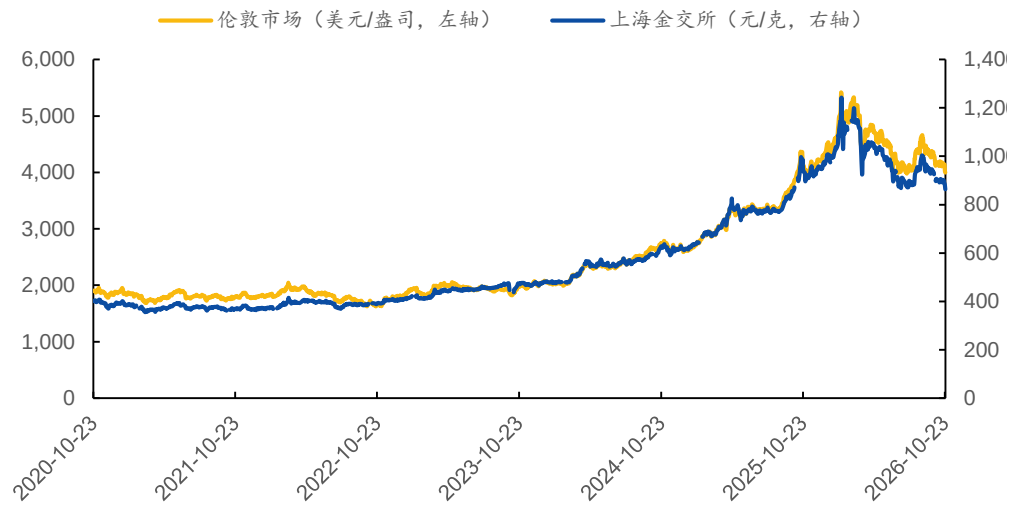
表 1：全球黄金供应构成 ..... 7
表 2：黄金需求半年对照 ..... 9
表 3：全球黄金 ETF 资产规模及持仓分布 ..... 11
表 4：四家黄金领域公司对比 ..... 16

# 1.利率、美元与央行购金等多种因素影响黄金价格

## 1.1 黄金价格与实际利率、美元环境等因素高度关联

黄金兼具商品和配置资产属性，价格判断需要建立在明确的市场、币种与观察时点上。截至 2026 年 10 月 23 日，伦敦金现货收盘价为 3995.38 美元/盎司，较 2025 年末的 4325.12 美元/盎司下降 7.62%；同期上海黄金交易所 Au9999 收盘价为 864.00 元/克，较 2025 年末的 974.90 元/克下降 11.38%。相较 2026 年 8 月 31 日，两者分别回落 9.96%和 10.19%。

**图 1：境内外黄金现货价格走势**



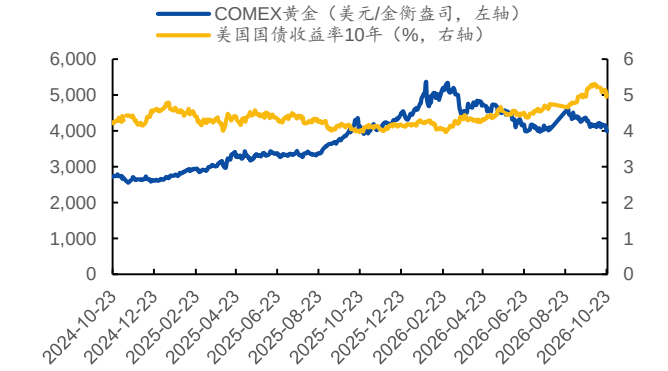

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

黄金本身不产生利息，持有成本是分析其配置价值的重要因素。名义利率、实际利率和联邦基金目标利率分别反映不同的信息，不能相互替代。名义国债收益率包含对通胀和期限等因素的定价；考察扣除通胀因素后的持有成本时，应另行观察实际收益率。截至 2026 年 10 月 23 日，美国 10 年期名义国债收益率为 5.00%，较 2025 年末的 4.18%上升 82 个基点；同期 10 年期实际国债收益率为 2.66%，较 2025 年末的 1.93%上升 73 个基点。利率抬升与这一时期黄金价格回落同时出现，但这只能说明需要重视持有成本约束，不能据此将全部价格变化归因于利率。

美元变化是观察美元计价黄金的另一项条件。2026 年 10 月 23 日，美元指数为 101.7520，较 2025 年末的 98.2721 上升 3.54%，较 8 月 31 日的 99.4033 上升 2.36%。同日 COMEX 黄金连续期货收盘价为 3990.00 美元/金衡盎司。美元和利率在这一阶段均构成需要关注的约束，但黄金还受到央行配置、投资资金和风险偏好等因素影响，不能将美元变化机械地转化为金价预测。

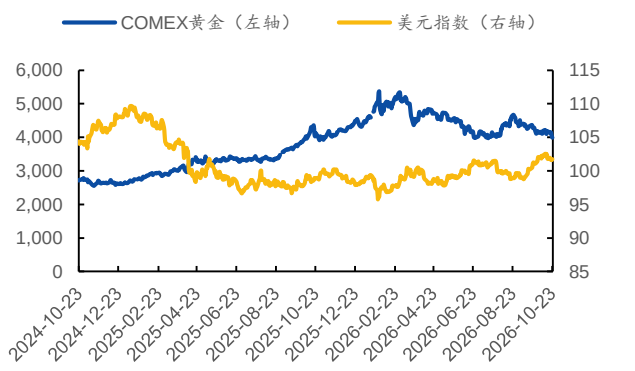
黄金价格、实际利率和美元需要共同观察，但仍不足以完整解释黄金市场。相同的利率和美元环境下，官方储备配置与投资者持仓也可能出现不同方向的变化。因而，定价分析需要进一步区分央行净买入、黄金储备存量及 ETF 投资需求，分别观察其变化，而不能用单一的“避险需求上升”概括所有配置行为。

图 2：美国国债收益率与 COMEX 黄金价格




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 3：美元指数与 COMEX 黄金期货价格（美元/盎司）



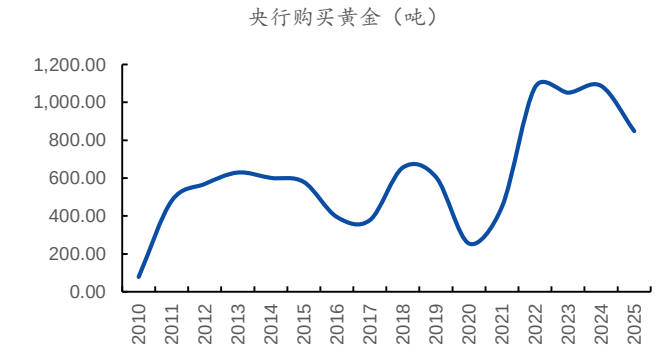

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

## 1.2 央行购金与配置需求

央行净买入体现官方部门对黄金的边际配置需求。世界黄金协会统计，2022-2024 年全球央行净买入分别为 1080.01 吨、1050.81 吨和 1086.29 吨，连续三年超过千吨；2025 年降至 848.17 吨，同比下降 21.92%。这说明央行配置需求仍在，但净买入强度并非持续上升，不能将此前较强的购金趋势直接外推为未来每年加速。

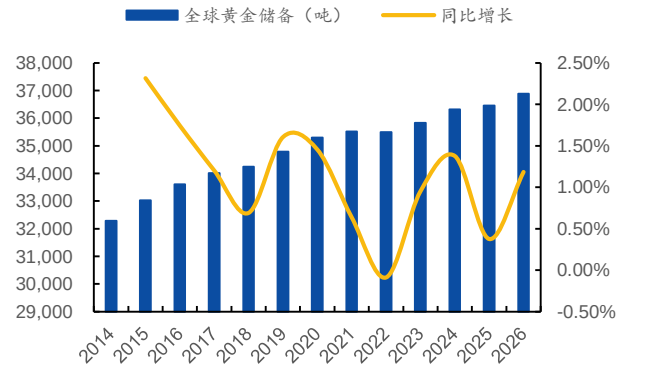
2026 年二季度全球央行净购金 288.86 吨，较一季度的 56.52 吨明显回升；但上半年累计净购金 345.38 吨，仍较 2025 年同期下降 16.52%。评价央行行为应同时说明观察期间和比较基准，避免以单季回升替代对半年趋势的判断。

图 4：全球央行年度净买入黄金




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 5：全球官方黄金储备存量




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所（注：数据截至 2026 年 7 月）

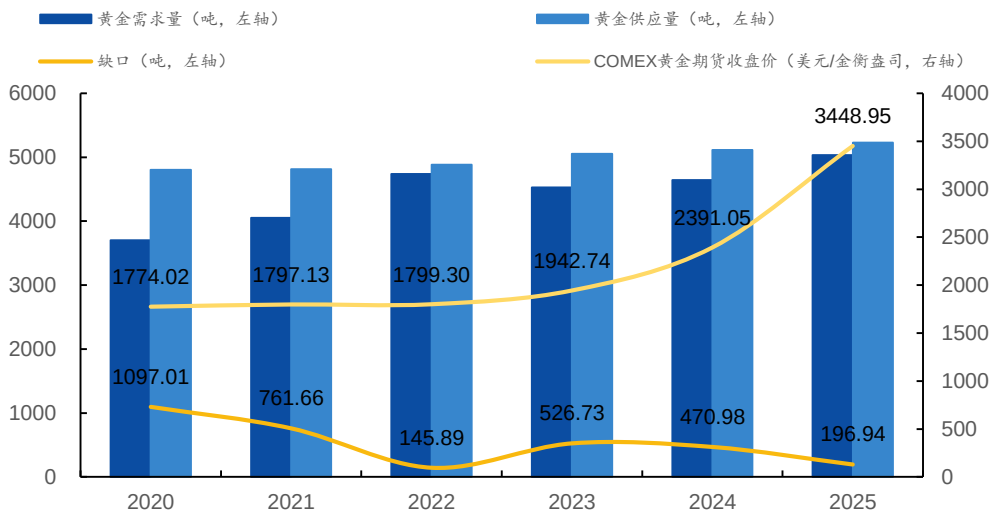
黄金储备存量与央行净买入回答的是不同问题。全球官方黄金储备在 2025 年末为 36457.39 吨，2026 年 7 月末为 36664.45 吨，较 2025 年末增加 207.06 吨。官方部门持有黄金能够反映资产配置需求，但并不意味着市场价格具有不受其他因素影响的确定底部。

## 1.3 供需缺口与金价：2020-2025 年复盘

供需缺口是金价的中期锚。2020-2025 年，全球黄金供应量由 4800.47 吨增至 5228.60 吨，累计增长 8.92%、年均 1.72%；需求量由 3703.46 吨增至 5031.66 吨，累计增长 35.86%、年均 6.32%。需求增速持续高于供给，供需缺口由 1,097.01 吨收窄至 196.94 吨，降幅 82.05%；同期 COMEX 黄金连续合约年均价由 1774.02 美元/盎司升至 3448.95 美元/盎司，累计上涨 94.41%。

分阶段看，缺口对价格的传导存在时滞与不对称。2020—2022 年缺口由 1097.01 吨降至 145.89 吨，但金价仅从 1774.02 升至 1799.30 美元/盎司（+1.43%），供给过剩的收敛尚未反映到价格，实际利率与美元主导定价。2023—2025 年缺口由 586.73 吨降至 196.94 吨，金价则由 1942.74 升至 3448.95 美元/盎司（+77.53%），缺口收窄与价格上涨方向一致。

**图 6：全球黄金供需缺口与金价（2020-2025）**




资料来源：世界黄金协会，同花顺 iFinD，国元证券研究所

缺口扩大并不必然压制价格：2023 年缺口由 145.89 吨扩大至 526.73 吨，金价仍上涨 7.97%，反映央行购金（2022-2024 年连续超千吨）与投资需求对价格的支撑强于实物供需的边际变化。2025 年缺口降至 196.94 吨、为 2022 年以来最低，同期金价上涨 44.24%，供需偏紧与配置需求形成共振。

截至 2026 年 11 月 4 日金价均价升至 4488.45 美元/盎司（+30.14%），高价对金饰消费的抑制、央行购金与 ETF 流向将决定缺口方向。总体看，供需缺口是价格的中期支撑而非短期领先指标：供给端受矿山增产约束、需求端受央行与投资支撑，缺口进一步收窄的空间有限。

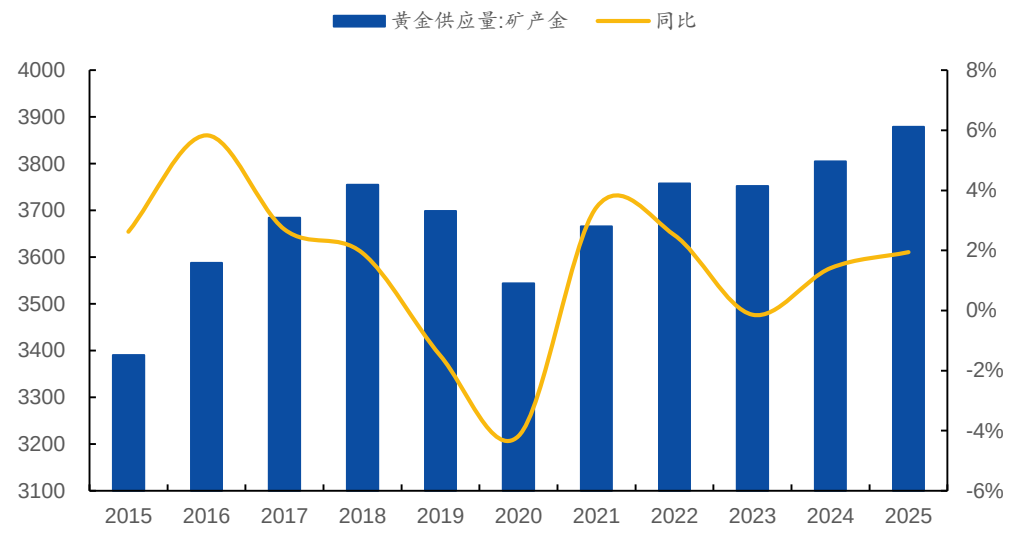
展望金价，世界银行 2026 年 4 月《大宗商品市场展望》预计，2026、2027 年黄金年均价分别为 4700、4300 美元/盎司。结合供需分析，矿产金增量有限、央行购金支撑价格，但高价抑制金饰需求，利率上行亦增加持有成本，金价或维持高位并面临回调压力，供需收紧不宜线性外推为持续上涨。

# 2. 黄金供给：矿产金、再生金与资源转化

## 2.1 矿产金与再生金的供给变化

矿产金是黄金新增供给的重要来源，但其增长并不与金价同比例变化。根据世界黄金协会统计，2025 年全球黄金矿产量为 3879.04 吨，同比增长 1.94%。从国别产量来看，根据美国地质调查局（USGS）统计，2025 年中国黄金矿产量约为 380 吨，较 2024 年的 377 吨小幅增长 0.80%。这组年度数据用于观察长期生产格局，不能直接代替覆盖再生金和生产商对冲的黄金供应总量。

**图 7：全球黄金矿产量及同比**




资料来源：世界黄金协会，国元证券研究所

分析总供给时，需要在同一套统计口径内同时考虑矿产金、再生金和生产商对冲。世界黄金协会统计，2025 年矿产金供应 3879.04 吨，同比增长 1.94%；再生金供应 1403.49 吨，同比增长 2.80%；生产商对冲为-53.93 吨，总供给为 5228.60 吨。

2026 年前三季度，矿产金供应 2929.87 吨，同比增长 1.76%；再生金供应 1008.71 吨，同比减少 2.82%；生产商对冲为-57.14 吨，总供给为 3881.44 吨，同比减少 0.06%。矿产金和回收供应具有不同的响应机制：矿山增产取决于建设及运营，回收供应受持有者变现和回收渠道影响。

**表 1：全球黄金供应构成**

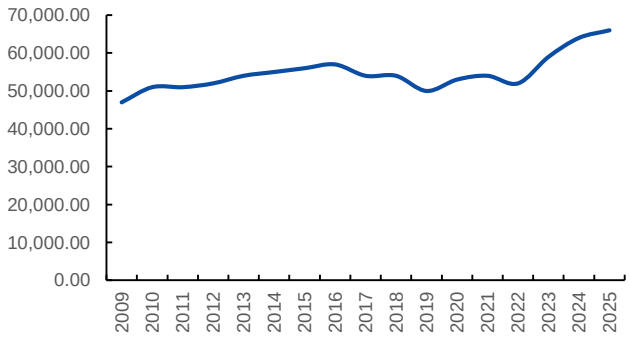
| 期间 | 矿产金供应（吨） | 再生金供应（吨） | 生产商对冲（吨） | 总供给（吨） |
|---|---|---|---|---|
| 2024 全年 | 3805.18 | 1365.30 | -56.39 | 5114.09 |
| 2025 全年 | 3879.04 | 1403.49 | -53.93 | 5228.60 |
| 2025Q1-Q3 | 2879.23 | 1038.03 | -33.68 | 3883.58 |
| 2026Q1-Q3 | 2929.87 | 1008.71 | -57.14 | 3881.44 |

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

## 2.2 资源转化为产量的约束

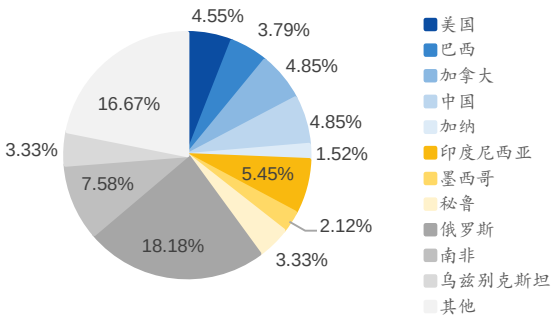
地质储量描述黄金矿业的资源基础，年度产量描述其当期生产，两者不能等同。USGS 统计，2025 年全球黄金储量为 66000 吨，较 2024 年的 64000 吨增加 3.13%；同期全球黄金矿产量为 3300 吨，与 2024 年 3300 吨产量持平。储量增加与当期产量稳定并不矛盾：储量变化还可能涉及勘查、经济性及统计估计调整，而资源要转化为实际生产，需要进一步完成开发与运营。

**图 8：全球黄金储量（单位：吨）**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

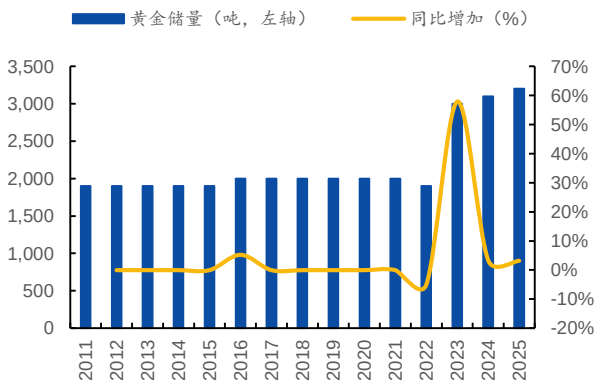
**图 9：2025 年全球黄金储量占比**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

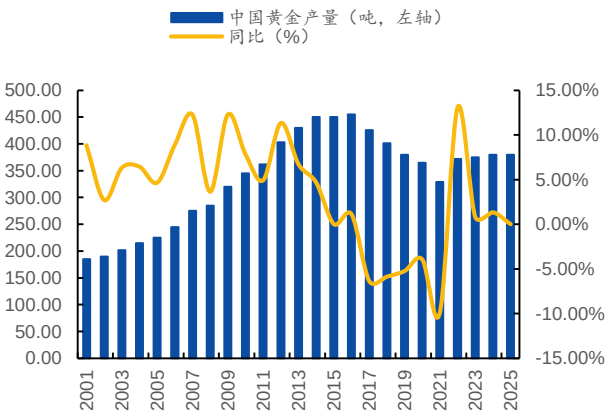
中国的资源基础与生产水平也应分别观察。按同一 USGS 口径，2025 年中国黄金储量为 3200 吨，同比增长 3.23%，全球占比约 4.85%；矿产量为 380 吨，全球占比约 11.52%。储量占比与产量占比反映不同维度，不宜据此直接判断矿山寿命，更不能把地质储量与央行持有的货币黄金储备混淆。

**图 10：中国黄金储量及同比**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**图 11：中国黄金矿产量及同比**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

资源禀赋最终需要通过可经济开采、持续生产和成本控制体现为盈利。项目从勘探到建设、试生产及稳定运营，涉及品位、回收率、资本投入、许可条件和生产组织等多项因素。资源量大并不意味着当期利润贡献大，收购完成也不意味着项目已经达产。对黄金企业的比较，应把资源基础与矿山产量、成本、项目进度及权益比例结合起来，而不以资源规模单独排序。

同时，矿产金、外购原料加工和贸易业务具有不同的经营特征。行业收入规模并不能直接代表对金价的盈利敏感度。

# 3. 黄金需求：金饰、投资与科技用金

## 3.1 金饰与其他实物需求

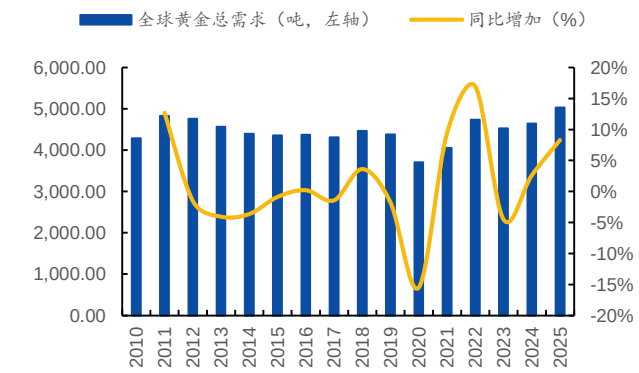
黄金需求需要区分消费、工业用途和配置需求。据世界黄金协会统计，2025 年需求为 5027.97 吨，同比增长 8.29%。其中，珠宝首饰需求 1647.67 吨、技术领域 324.12 吨、央行净买入 849.86 吨、可确认投资需求 2210.01 吨，占比分别约 32.77%、6.45%、16.90%和 43.95%。可确认投资需求同比增长 83.34%，是该口径 2025 年需求增长的主要来源；金饰和央行需求则分别下降 18.64%和 21.76%。

**表 2：黄金需求半年对照**

| 项目 | 2025Q1-Q3（吨） | 2026Q1-Q3（吨） | 同比 |
|---|---|---|---|
| 珠宝首饰需求 | 1208.77 | 982.94 | -18.68% |
| 技术领域 | 241.65 | 247.91 | 2.59% |
| 央行净买入 | 639.97 | 675.2 | 5.50% |
| 可确认投资需求 | 1605.95 | 1279.56 | -20.32% |
| 四项合计 | 3696.34 | 3185.61 | -13.82% |
| ETF 投资需求 | 627.58 | 226.27 | -63.95% |

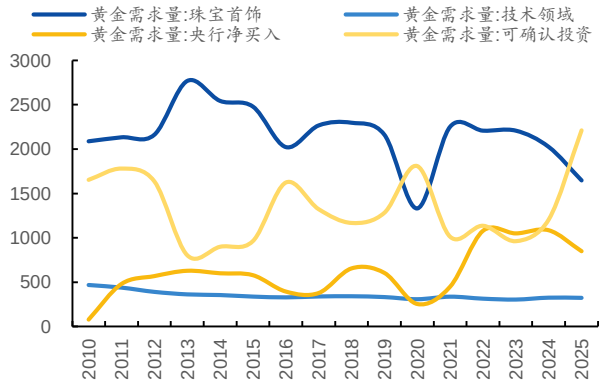
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**图 12：全球黄金需求及同比**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

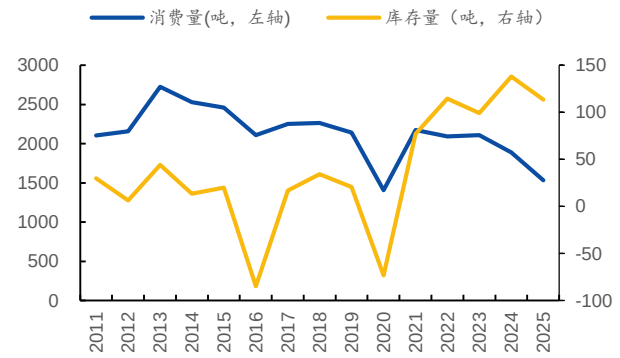
**图 13：全球黄金需求结构（单位：吨）**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

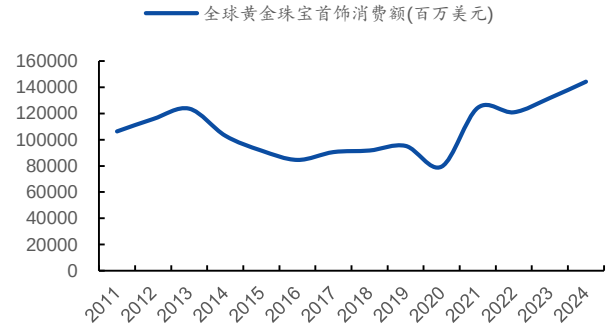
金饰需求对价格和消费预算的响应，与投资需求并不相同。2025 年珠宝首饰需求为 1647.67 吨，其中消费量 1534.32 吨，库存项 113.36 吨；消费量较 2024 年下降 18.71%。2026 年前三季度，珠宝首饰季度需求合计 982.94 吨，较 2025 年同期的 1208.77 吨下降 18.68%。这表明金饰实物需求数量承压，但不宜在缺少同口径金额数据时直接推导消费支出同比下降幅度。

图 14：全球黄金珠宝首饰消费量、库存量




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

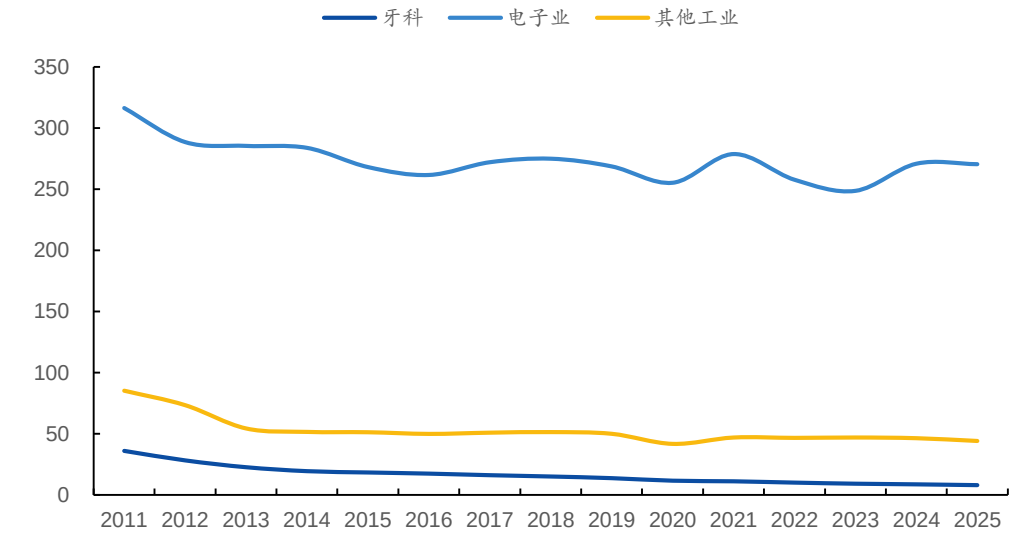
图 15：全球黄金珠宝首饰消费金额




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

科技用金提供相对稳定的工业需求，但其规模不足以替代对投资需求的分析。2025 年科技需求为 324.12 吨，同比下降 0.63%，其中电子业 274.37 吨，占科技需求约 84.65%；牙科和其他工业分别为 8.06 吨和 43.18 吨。2026 年前三季度，科技需求 247.91 吨，同比增长 2.59%，与同期金饰需求下降呈现不同走势。电子应用发展可以作为需求观察方向，但现有数据没有单独区分 AI 用金，不能把电子业全部需求归因于 AI 扩张。

图 16：技术领域黄金需求量（单位：吨）



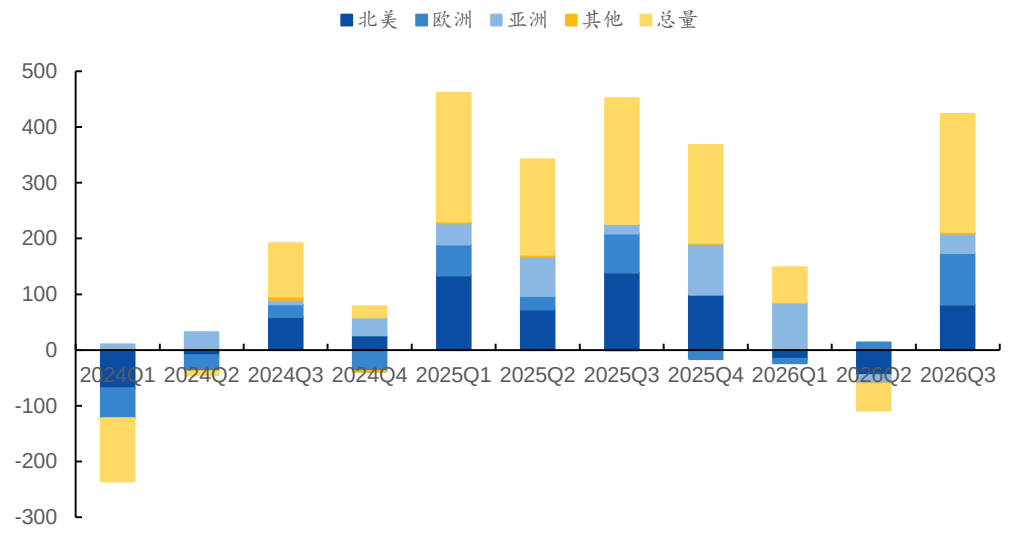

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

## 3.2 黄金 ETF 交易活跃度及投资需求

2026 年前三季度可确认投资需求为 1279.56 吨，较 2025 年同期的 1605.95 吨下降 20.32%。据世界黄金协会统计，2026 年一季度全球黄金 ETF 及类似产品净流入约 62.4 吨，二季度转为净流出约 47.3 吨，上半年合计净流入约 17.6 吨。二季度净流出抵消了大部分一季度净流入，显示黄金 ETF 配置需求较一季度有所转弱。2026 年

三季度全球黄金 ETF 及类似产品净流入约 211.9 吨，三季度黄金 ETF 净流入显著回升，反映配置需求有所修复。2026 年 9 月全球黄金 ETF 日均交易额回升至 71.2 亿美元，仍低于年初 227.8 亿美元的水平。

**图 17：全球黄金 ETF 日均交易额（吨）**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

欧美市场仍是全球黄金 ETF 配置的主体，亚洲配置需求亦较为活跃。截至 2026 年 9 月 30 日，全球黄金 ETF 资产管理规模为 5743 亿美元，持仓量达 4256.4 吨。其中，北美和欧洲持仓量分别为 2115.9 吨和 1521.4 吨，合计占全球持仓的 85.45%。从需求分布看，欧洲和北美净流入分别为 92.4 吨和 81.3 吨，合计贡献全球净流入的 81.97%，是本期黄金 ETF 需求的主要来源；亚洲净流入 35.1 吨，需求占持仓比例为 6.9%，高于欧洲的 6.5%和北美的 4.0%，显示亚洲市场相对于现有持仓规模的增配力度较强。整体来看，全球黄金 ETF 总流入 417.8 吨、总流出 205.9 吨，实现净流入 211.9 吨，各区域均呈净流入，反映黄金配置需求获得较广泛的资金支持，欧美市场的规模优势与亚洲市场的增配共同支撑黄金投资需求。

**表 3：全球黄金 ETF 资产规模及持仓分布**

| 区域 | 资产管理规模（十亿美元） | 基金流量（百万美元） | 持仓量（公吨） | 需求（吨） | 需求（占总持仓比例） |
|---|---|---|---|---|---|
| 北美 | 284.1 | 11,727.70 | 2,115.90 | 81.3 | 4.0% |
| 欧洲 | 204.3 | 13,638.3 | 1,521.40 | 92.4 | 6.5% |
| 亚洲 | 75.7 | 4,994.1 | 542.6 | 35.1 | 6.9% |
| 其它 | 10.3 | 476.2 | 76.5 | 3.1 | 4.2% |
| 总计 | 574.3 | 30,836.30 | 4,256.40 | 211.9 | 5.2% |
| 全球总流入/正需求 | | 47,223.50 | | 417.8 | 10.3% |
| 全球总流出/负需求 | | -16,387.30 | | -205.9 | -5.1% |

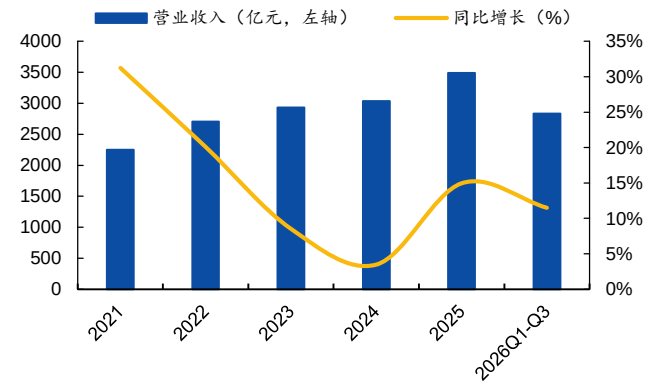
资料来源：世界黄金协会，国元证券研究所（注：资产管理规模及持仓量截至 2026 年 9 月 30 日；基金流量、需求及需求占比的统计期间为 2026 年 9 月 30 日）

# 4. 重点公司：基本情况、业绩、特色及比较

## 4.1 紫金矿业

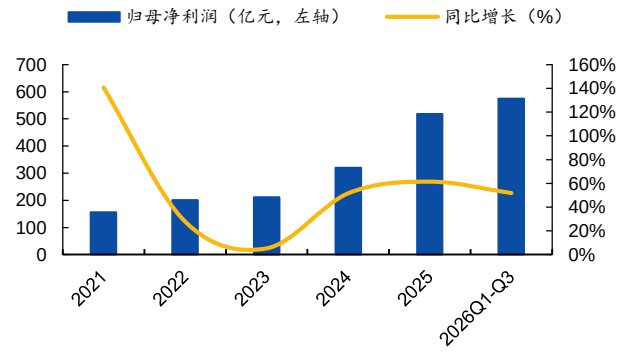
紫金矿业是一家上市的综合矿业企业，业务覆盖黄金、铜、锂等矿种，通过矿产资源勘探、开发和并购整合形成境内外矿山布局。黄金业务主要资产包括哥伦比亚武里蒂卡、加纳阿基姆、苏里南罗斯贝尔、澳大利亚诺顿金田等。2026 年上半年，抵销后黄金业务收入占集团营业收入的 41.2%，毛利占集团毛利的 41.7%，是重要利润来源。公司兼具黄金与其他矿种的盈利贡献，其金价弹性还受到铜、锂业务变化及矿山运营情况的影响。

图 18：最近 5 年营业收入




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

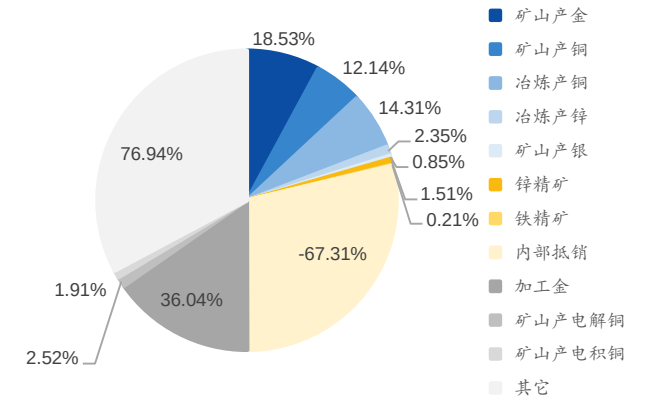
图 19：最近 5 年归母净利润




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

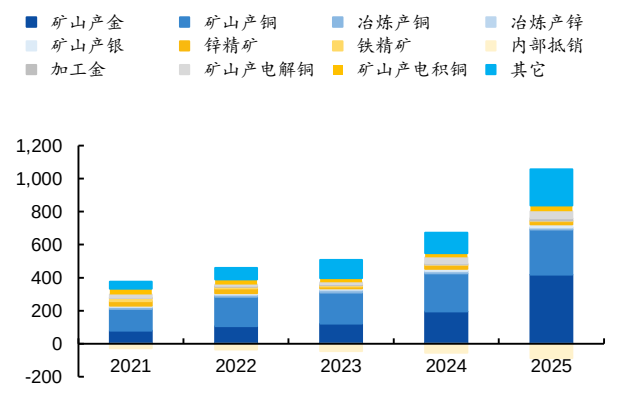
2025 年公司实现营业收入 3490.79 亿元、归母净利润 517.77 亿元，分别同比增长 14.96%、61.55%。2026 年前三季度，公司实现营业收入 2834.53 亿元、归母净利润 575.26 亿元，分别同比增长 11.51%、51.93%。资源储备为后续生产提供基础，2025 年末黄金资源量 4610.48 吨、储量 1996.25 吨，口径为控股企业全量与联营、合营企业权益量，另披露权益黄金资源量 3848.06 吨。资源规模向利润转化仍取决于项目建设、生产组织和成本控制。

图 20：2025 年紫金矿业收入结构




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 21：近 5 年营收结构情况（单位：亿元）




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

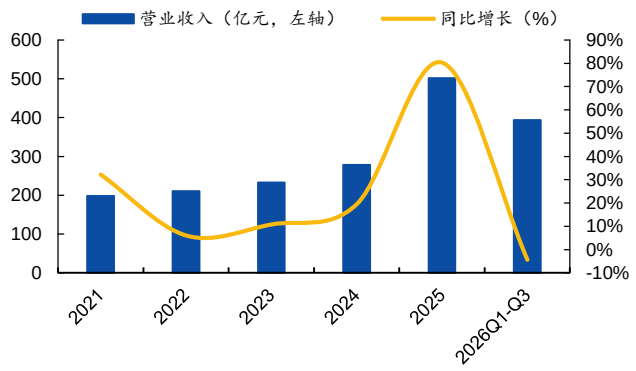
2026 年，阿基姆、瑞果多等项目持续释放产能，赤峰黄金控制权收购已于 10 月 22 日完成，黄金业务增量同时来自既有矿山和并购整合。新增资产完成交割后，其经营贡献将随整合进程及实际并表期间体现。

### 4.2 湖南黄金

湖南黄金以黄金、锑、钨为主要产品，业务覆盖矿山采选、冶炼加工及销售，主要经营主体包括辰州矿业、黄金洞矿业和新龙矿业，形成多金属资源开发与加工业务并行的经营结构。2026 年上半年，按产品口径，黄金销售收入占公司营业收入的 94.69%；按业务口径，外购非标金业务收入占公司营业收入的 88.94%。外购原料加工对收入规模影响较大，自有金矿与锑钨业务则具有不同的资源收益特征。

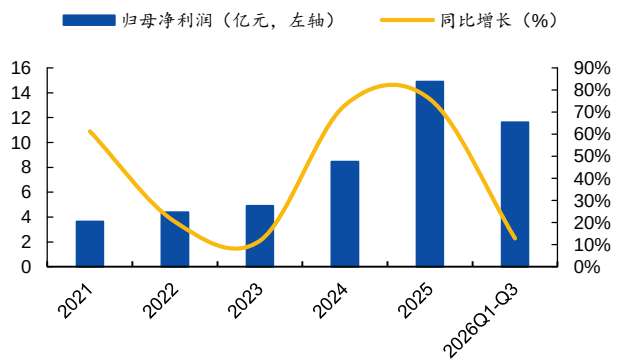
2025 年公司实现营业收入 501.81 亿元、归母净利润 14.88 亿元，分别同比增长 80.26%、75.77%。2026 年前三季度公司实现营业收入 393.71 亿元，同比下降 4.43%；归母净利润 11.61 亿元，同比增长 12.87%，其中第三季度单季归母净利润 2.04 亿元，同比下降 45.36%。资源方面，2025 年末公司保有黄金资源量 137.06 吨、锑资源量 34.72 万吨、钨资源量 10.99 万吨。2026 年上半年黄金总产量 29.614 吨，其中自产金 1.616 吨，同比下降 6.16%；同期自产锑 5782 吨、自产钨精矿 453 标吨。

**图 22：最近 5 年营业收入**



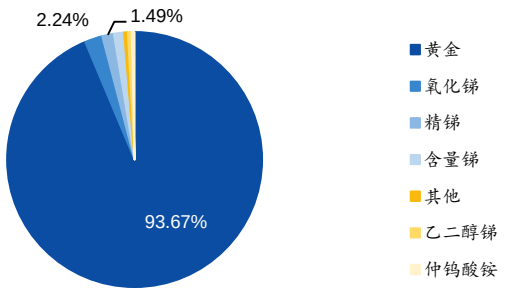

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**图 23：最近 5 年归母净利润**



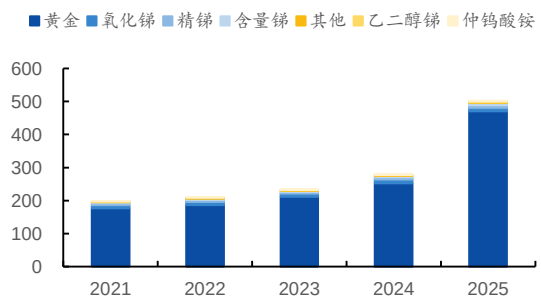

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**图 24：2025 年湖南黄金收入结构**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**图 25：近 5 年营收结构情况（单位：亿元）**

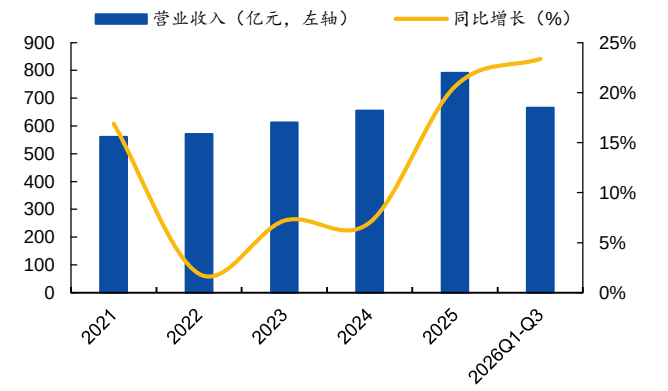



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

### 4.3 中金黄金

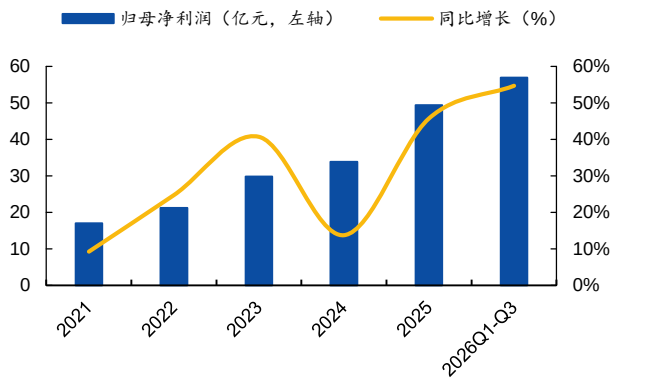
中金黄金是中国黄金集团控股的黄金上市平台，业务涵盖黄金及其他有色金属矿的采选、冶炼和销售，形成矿山开发与冶炼加工相结合的经营体系。公司既拥有矿产金业务，也经营矿山铜、电解铜及冶炼金，金铜矿山构成资源开发的重要基础。2025 年末，公司保有黄金资源量 917.35 吨，另有铜资源量 234 万吨、钼资源量 61 万吨；全年矿产金 18.40 吨、矿山铜 6.62 万吨。

**图 26：最近 5 年营业收入**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

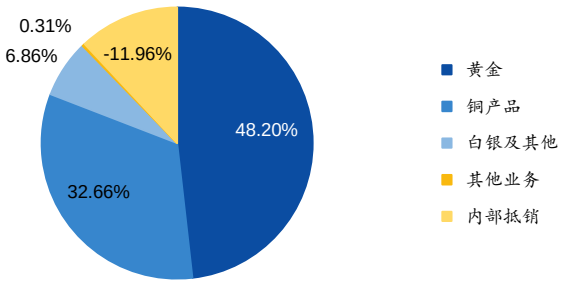
**图 27：最近 5 年归母净利润**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

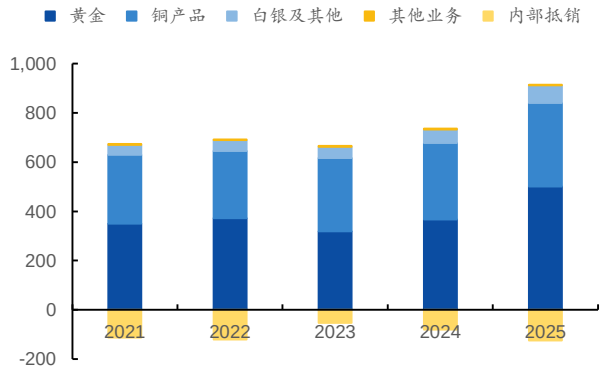
产品价格上涨与降本增效支持利润增长。2025 年，公司实现营业收入 790.75 亿元、归母净利润 49.34 亿元，同比分别增长 20.62%、45.71%；2026 年前三季度，公司实现营业收入 665.92 亿元、归母净利润 56.89 亿元，同比分别增长 23.37%、54.64%。2026 年上半年，公司生成矿产金 9.14 吨、矿山铜 3.84 万吨，同比基本稳定；冶炼金、电解铜产量下降主要受到中原冶炼厂系统性检修影响。

**图 28：2025 年中金黄金收入结构**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**图 29：近 5 年营收结构情况（单位：亿元）**



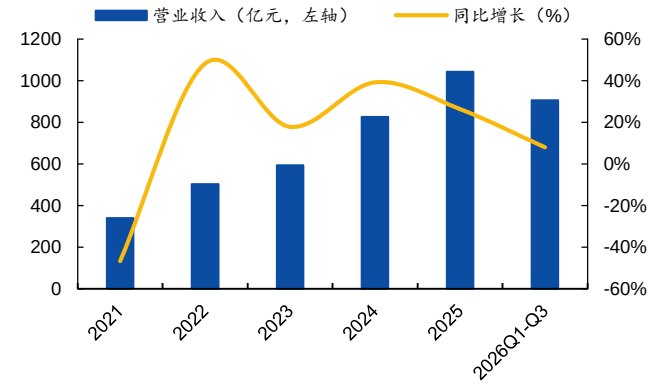

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

纱岭金矿是公司资源向产量转化的重要项目。公司持有项目主体莱州汇金 44%股权，并通过一致行动安排实现控制。2026 年半年报披露，项目尾矿库基本建成、选矿厂完成带水试车，后续关注建设验收、试生产及产能爬坡进展。大型项目建设有望增强长期资源开发能力，其产量和利润贡献仍需随工程推进及实际投产逐步兑现。

### 4.4 山东黄金

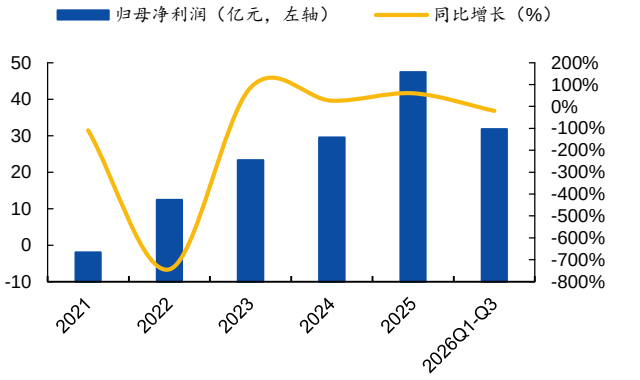
山东黄金是同时在 A 股和 H 股上市的黄金矿业企业，围绕黄金资源勘探、矿山开采及选冶开展经营。境内核心矿山包括三山岛、焦家、新城和玲珑，并通过海外项目布局扩大资源与产量来源。2025 年末，公司黄金权益资源量 2054.33 吨、权益储量 776.44 吨，全年矿产金 48.89 吨。

**图 30：最近 5 年营业收入**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

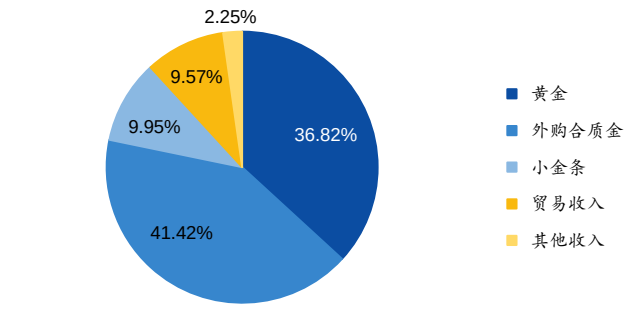
**图 31：最近 5 年净利润**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

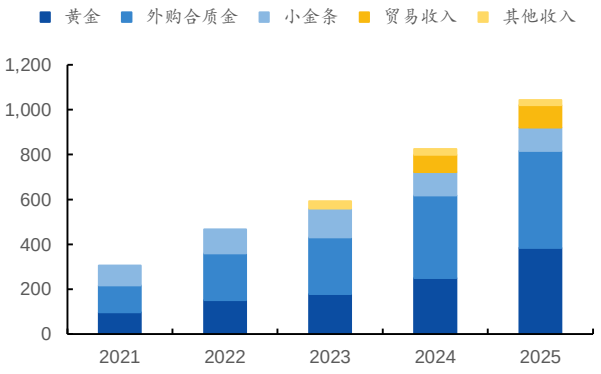
2026 年前三季度，公司实现营业收入 905.01 亿元，同比增长 8.02%；归母净利润 31.81 亿元，同比下降 19.60%。2026 年上半年，公司生成矿产金 19.10 吨，同比下降 22.70%，其中海外矿山产金 6.69 吨，同比增长 18.03%，境内外生产表现存在差异。纳穆蒂尼金矿通过优化采剥和选冶工艺，产量同比增长超过 50%，对海外产量形成支撑。

**图 32：2025 年山东黄金收入结构**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**图 33：近 5 年营收结构情况（单位：亿元）**




资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

短期产量恢复与中长期项目建设是公司的两条观察主线。2026 年 9 月 25 日公告将全年矿产金计划由不低于 49 吨下调至 36-38 吨，并预计全年归母净利润同比下降，主要涉及安全自查及资源整合建设对生产作业面的影响。与此同时，公司推进境内重点矿山整合与海外项目建设；半年报披露，双子山金矿正开展设备安装和露天剥离施工，计划 2027 年上半年投产。

### 4.5 四家黄金领域公司对比

**表 4：四家黄金领域公司对比**

| 比较维度 | 紫金矿业 | 湖南黄金 | 中金黄金 | 山东黄金 |
|---|---|---|---|---|
| 股票代码 | 601899.SH | 002155.SZ | 600489.SH | 600547.SH |
| 业务定位 | 金铜锂等综合矿业 | 金锑钨采选及外购金加工 | 金铜采选与冶炼 | 黄金矿山开发与资源整合 |
| 总市值（亿元，2026-10-23） | 7443.24 | 324.09 | 1011.1494 | 1088.53 |
| 2025 年营业收入（亿元） | 3490.79 | 501.81 | 790.75 | 1042.87 |
| 2025 年归母净利润（亿元） | 517.77 | 14.88 | 49.34 | 47.39 |
| 2026Q1-Q3 营业收入（亿元） | 2834.53 | 393.71 | 665.92 | 905.01 |
| 2026Q1-Q3 营业收入同比 | 11.51% | -4.43% | 23.37% | 8.02% |
| 2026Q1-Q3 归母净利润（亿元） | 575.26 | 11.61 | 56.89 | 31.81 |
| 2026Q1-Q3 归母净利润同比 | 51.93% | 12.87% | 54.64% | -19.60% |
| 2026Q1-Q3 经营现金流净额（亿元） | 842.76 | 5.16 | 13.48 | 93.26 |
| 2025 年矿产金/自产金（吨） | 89.544 | 3.431 | 18.400 | 48.890 |
| 2026H1 矿产金/自产金（吨） | 46.702 | 1.616 | 9.140 | 19.100 |
| 2026H1 矿产金/自产金同比 | 13.40% | -6.16% | 0.07% | -22.70% |
| 2025 年末黄金资源量（吨） | 4610.48 | 137.06 | 917.35 | 2054.33 |
| 2025 年末黄金储量（吨） | 1996.25 | - | - | 776.44 |
| 核心资产或经营主体 | 武里蒂卡、阿基姆、罗斯贝尔、诺顿金田等 | 辰州矿业、黄金洞矿业、新龙矿业 | 金铜矿山、中原冶炼厂、莱州汇金 | 三山岛、焦家、新城、玲珑及海外矿山 |
| 公司重点关注方向 | 阿基姆、瑞果多技改及产能释放；赤峰黄金整合。金铜等价格、海外运营、技改爬坡与并购整合 | 自产矿恢复、资源项目建设及拟收购资产。自产矿产量、锑钨价格、加工收益及重组实施 | 纱岭建设：带水试车完成，后续关注投产爬坡。金铜价格、冶炼检修恢复、纱岭进度 | 境内矿山整合、纳穆蒂尼运营、双子山建设。安全生产、矿山产量恢复、单位成本和建设投入 |

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

## 5. 风险提示

金价波动风险：实际利率、美元及投资配置行为变化可能使金价出现较大波动，历史相关关系不保证持续成立。

需求变化风险：央行购金、黄金 ETF 及金条金币配置可能弱于预期，金饰需求也可能受到价格和消费预算变化影响。

矿山运营与项目进度风险：资源转化、许可、建设、生产爬坡及安全环保因素可能影响矿山产量与经营成本。

成本与汇率风险：能源、人工、耗材及汇率变化可能影响黄金企业利润，金价变化不一定等比例传导至归母利润。

## 投资评级说明

| （1）公司评级定义 | | （2）行业评级定义 | |
|---|---|---|---|
| 买入 | 股价涨幅优于基准指数 15%以上 | 推荐 | 行业指数表现优于基准指数 10%以上 |
| 增持 | 股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间 | 中性 | 行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间 |
| 持有 | 股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间 | 回避 | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上 |
| 卖出 | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上 | | |

备注：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 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

## 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

## 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn


## 国元证券研究所

| 合肥 | 上海 | 北京 |
|---|---|---|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 | 地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 | 邮编：100029 |