

单季利润创新高，真金不怕火炼

➤ **事件：公司发布 2025 年一季报。**2025Q1 公司实现营业收入 789.3 亿元，同比增长 5.55%，环比增长 7.76%，归母净利润 101.7 亿元，同比增长 62.39%，环比增长 32.15%，实现扣非归母净利润 98.81 亿元，同比增长 58.76%，环比增长 24.37%。业绩符合我们预期。

➤ **同比来看，公司 Q1 归母净利润同比增长 39.06 亿元。**主要是由于毛利同比增长 56.5 亿元，主要是得益于铜金量价齐升，矿产金和矿产铜板块毛利同比分别增长 32.9/17.9 亿元，此外其他业务板块（除主要矿产品和冶炼端之外业务）毛利同比增长 7.2 亿。其他增利项还有投资收益同比增长 7.4 亿，主要或也是由于参股铜金公司受益于铜金量价齐升。

➤ **环比来看，公司 Q1 归母净利润环比增长 24.74 亿元。主要是由于毛利环比增长 12 亿元，主要得益于铜金量价齐升，价格影响更大。**销量：2025Q1，矿产金铜环比分别增长 6.92%、7.33%。主要得益于产量增长，矿产金产量环比增长主要得益于山西紫金、陇南紫金、诺顿金田、波格拉等项目产能爬坡，以及 24 年 12 月新并表秘鲁 La Arena 贡献环比增量。价格：2025Q1，矿产金铜价格环比分别增长 11.98%、5.05%。成本：2025Q1，矿产金铜成本环比分别增长 6.82%、0.43%。矿产铜成本环比基本持平，矿产金成本增长一方面反映通胀成本抬升，另一方面或由于金价抬升，适当降低了入选品位。其他利润影响项：此外增利项还有所得税环比增利 8.15 亿元（Q4 额外预提塞尔维亚受全球反税基侵蚀规则立法模板影响的所得税），资产减值损失环比减少 5.9 亿元（Q4 年底计提部分资产减值损失造成低基数），公允价值变动环比增利 5.38 亿元，其中主要的 4.6 亿为金融资产公允价值变动收益，这部分为非经常性收益，被营业外支出的 4.5 亿所抵消。

➤ **核心看点：**①铜金产量内生性增长。铜板块，塞尔维亚 Timok+Bor、刚果金卡莫阿、西藏的巨龙、朱诺、雄村，三大世界级铜矿业集群 2025-2028 年均将持续贡献增量；金板块，多项目齐头并进，波格拉复产、海域金矿、Rosebel、萨瓦亚尔顿构成新生增量，黄金产量持续增长。②外延并购硕果累累。2024 年以来，公司接连并购多项资产。其中有以较小的代价参股项目的，例如参股 Solaris Resources、蒙太奇黄金、万国黄金集团，也有收购控股权，例如收购 La Arena 铜金矿、Akyem 金矿（还未完成交割）。③估值历史最低位附近，短期超跌，公司真金白银斥资 10 亿底部闪电回购 6432 万股。

➤ **投资建议：**考虑到公司铜金产量持续增长，铜金价格上涨，我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利 418 亿元、461 亿元、482 亿元，对应 4 月 11 日收盘价的 PE 为 11x、10x 和 9x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，铜金锂等金属价格下跌，地缘政治风险，汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	303,640	328,211	355,567	372,207
增长率（%）	3.5	8.1	8.3	4.7
归属母公司股东净利润（百万元）	32,051	41,811	46,130	48,156
增长率（%）	51.8	30.5	10.3	4.4
每股收益（元）	1.21	1.57	1.74	1.81
PE	14	11	10	9
PB	3.3	2.7	2.3	1.9

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
17.15 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhang.yiqing@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

1. 紫金矿业 (601899.SH) 2024 年年报深度点评：笃守宏猷，再攀万重峰-2025/03/23

2. 紫金矿业 (601899.SH) 2024 年业绩预告点评：行稳致远，再创佳绩-2025/01/22

3. 紫金矿业 (601899.SH) 2024 年三季报深度点评：历史最佳业绩，成长不止-2024/10/20

4. 紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：收购加纳 Akyem 金矿，优质资产再下一城-2024/1/11

5. 紫金矿业 (601899.SH) 2024 年半年报深度点评：降本增效见成效，三大铜矿产业集群齐绽放-2024/08/26

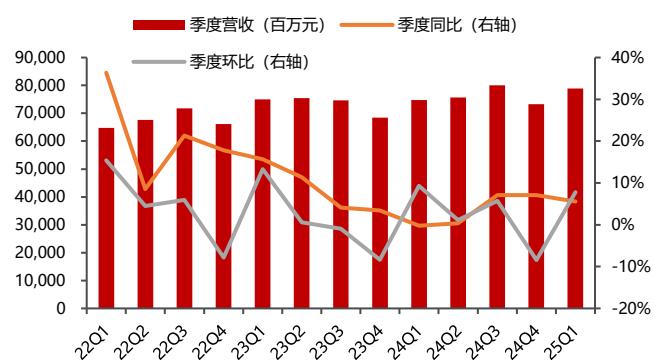
目录

1 事件：公司发布 2025 年一季报	3
2 铜金共振，季度业绩再创新高	4
3 毛利端拆解：量价齐升，真金不怕火炼	5
4 费用端：负债率进一步降低，财务费用同比下降	8
5 Q1 非经常性利润环比增加，主要得益于公允价值变动净收益	10
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加	13
7 盈利预测与投资建议	15
8 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 事件：公司发布 2025 年一季报

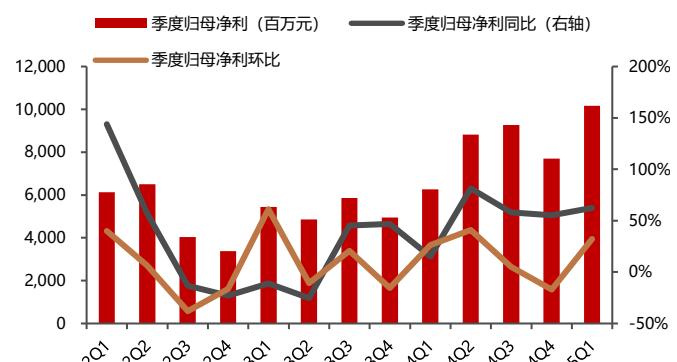
2025 年 4 月 11 日，公司披露 2025 年一季报。2025 年 Q1 实现营业收入 789.3 亿元，同比增长 5.55%，环比增长 7.76%，归母净利润 101.7 亿元，同比增长 62.39%，环比增长 32.15%，实现扣非归母净利润 98.81 亿元，同比增长 58.76%，环比增长 24.37%。业绩符合我们预期。

图1：2025Q1，公司实现营收 789.3 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2025Q1，公司实现归母净利润 101.7 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

底部闪电回购，彰显公司对市值的信心。2025 年 4 月 8 日，公司首次实施回购股份，仅同时 3 天，截至 2025 年 4 月 10 日，公司完成回购，回购公司股份 6432 万股，占公司总股份数的 0.24%，回购最高价格 16.7 元/股，最低价格 15.2 元/股，回购均价 15.55 元/股，共使用资金 10 亿元（不含交易费用）。

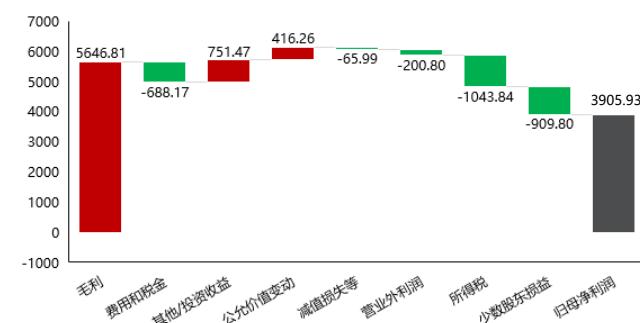
2 铜金共振，季度业绩再创新高

公司是大型跨国矿业集团，主要在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等，致力为人类提供低碳矿物原料。受益于主要产品铜金量价齐升，公司 2025 年一季度单季度归母净利润创新高。

同比来看，2025Q1 vs 2024Q1：2025Q1 归母净利润同比增长 39.06 亿元，主要是由于毛利同比增长 56.5 亿元，主要是得益于铜金量价齐升，矿产金和矿产铜板块毛利同比分别增长 32.9/17.9 亿元，此外其他业务板块（除主要矿产品和冶炼端之外业务）毛利同比增长 7.2 亿。其他增利项还有投资收益同比增长 7.4 亿，主要或也是由于参股铜金公司受益于铜金量价齐升。

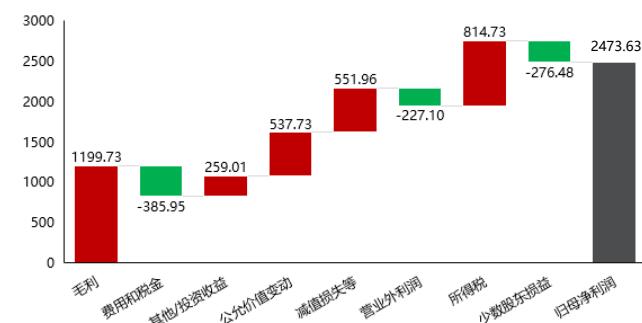
环比来看，2025Q1 vs 2024Q4：2025Q1 归母净利润环比增长 24.74 亿元。主要是由于毛利环比增长 12 亿元，主要得益于铜金量价齐升，价格影响更大。此外增利项还有所得税环比增利 8.15 亿元（Q4 额外预提塞尔维亚受全球反税基侵蚀规则立法模板影响的所得税），资产减值损失环比减少 5.9 亿元（Q4 年底计提部分资产减值损失造成低基数），公允价值变动环比增利 5.38 亿元，其中主要的 4.6 亿为金融资产公允价值变动收益，这部分为非经常性收益，被营业外支出的 4.5 亿所抵消。

图3：2025Q1 业绩同比变化拆分 (单位：百万元)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2025Q1 业绩环比变化拆分 (单位：百万元)

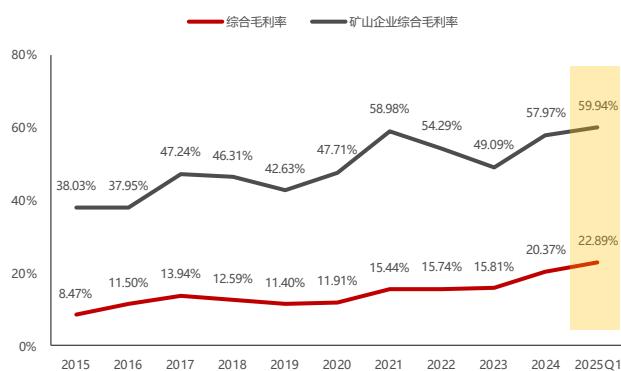


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 毛利端拆解：量价齐升，真金不怕火炼

整体来看，2025Q1 公司单季度毛利润同比增 45.5%、环比增 7.1%至 180.63 亿元，毛利率同比增 6.3pct、环比下降 0.1pct 至 22.9%。我们认为，公司 2025Q1 毛利润同比大幅增长主要得益于铜金产品量价齐升，尽管部分被成本抬升抵消，单位毛利持续增长。2025Q1 综合毛利率同比增长 6.3pct，主要是由于主要金属产品铜金量价齐升，毛利率均有所抬升。

图5：公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：公司分季度毛利润及毛利率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

环比角度，从详细分产品的毛利来看，矿产金表现较好。

- ✓ 2025Q1 矿产品及冶炼端毛利环比增长 22.96 亿元，其中，矿产金铜 Q1 毛利环比分别增长 13.42/11.59 亿元，贡献了主要的毛利增长。拖累项主要是矿产锌/冶炼产锌毛利环比分别减少 2.64 和 0.26 亿元。
- ✓ 其他非主营产品（主要包括贸易物流，冶炼加工金银，铁精矿，钼精矿，黄金制品，铜管/铜板带，贵金属贸易，服务业务等其他业务，通过合计毛利值与主营业务产品之差计算得到）毛利环比减少 10.97 亿元，部分抵消了 2025Q1 总毛利的环比增长。

表1：公司分季度毛利变化 (亿元)

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2025Q1	2025Q1
							毛利占比 (%)	毛利占比 (%)	同比 (%)	环比 (%)
矿山产金	31.5	37.6	49.4	52.7	57.0	70.4	33.8%	39.0%	87.5%	23.6%
矿山产银	1.8	1.9	3.3	3.6	3.5	3.7	2.1%	2.0%	94.9%	6.1%
矿山产铜	50.5	65.5	83.6	71.9	71.8	83.4	42.6%	46.2%	27.4%	16.1%
冶炼产铜	2.5	3.1	3.3	3.1	0.7	1.3	0.4%	0.7%	-57.5%	96.5%
矿山产锌	2.4	2.8	6.1	8.0	7.0	4.3	4.1%	2.4%	52.3%	-38.0%
冶炼产锌	1.2	1.0	1.5	1.1	0.0	-0.3	0.0%	-0.2%	-130.8%	744.4%
矿产品和冶炼端	90.91	113.51	147.43	140.30	139.82	162.78	82.9%	90.1%	43.4%	16.4%

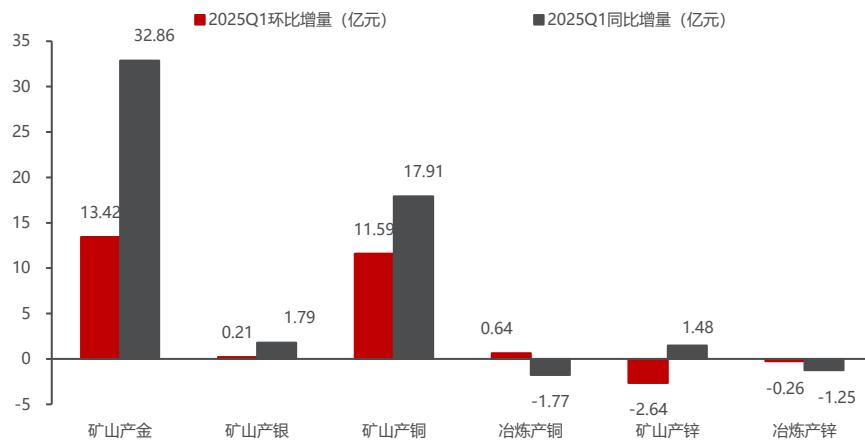
其他产品等	31.81	10.66	16.50	21.61	28.82	17.85	17.1%	9.9%	67.5%	-38.1%
合计	122.72	124.17	163.92	161.91	168.64	180.63	100.0%	100.0%	45.5%	7.1%

注 1、其他产品（含内部抵消）为通过合计毛利值与主营业务产品之差计算所得；

注 2、其它产品主要包括贸易物流，冶炼加工金银，铁精矿，钼精矿，黄金制品，钢管/铜板带，贵金属贸易，服务业务等其他业务。

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图7：2025Q1 分产品毛利变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

销量端：2025Q1，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别增长 6.92%、1.67%、7.33%、1.67%。其中金铜产量环比增长主要得益于产量环比增长。矿产金产量环比增长主要得益于山西紫金、陇南紫金、诺顿金田、波格拉等项目产能爬坡，以及 24 年 12 月新并表秘鲁 La Arena 贡献环比增量。2025Q1，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌同比分别增长 12.87%、13.04%、3.27%、12.87%。矿产金产量同比增长主要得益于控股的山西紫金（去年同期受停产影响）、陇南紫金、诺顿金田等项目产能爬坡，参股的招金产量爬坡和波格拉复产同比分别增长 0.2/0.7 吨，以及新并表秘鲁 La Arena，按照年产 3 吨测算，单季度贡献 0.75 吨增量。矿产铜同比增长主要得益于两个参股企业卡莫阿和玉龙铜矿权益产量分别同比增长 2/0.12 万吨。

价格端：2025Q1，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别变化 +11.98%、+5.67%、+5.05%、-11.90%。

成本端：2025Q1，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别增长 6.82%、8.11%、0.43%、11.04%。矿产锌销售成本增长较多主要或由于矿产锌产量环比下降较多。矿产铜成本环比基本持平。矿产金银成本增长一方面反映通胀成本抬升，另一方面或由于金价抬升，考虑中长期收益适当降低了入选品位。

表2：公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2025Q1 环比 2024Q4)

	单位	2024Q4			2025Q1			2025Q1 环比 (%)			单价	单位成本	
		产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量		
矿产金	千克, 元/克	18,673	16,868	573	235	19,065	18,035	642	251	2.10%	6.92%	11.98%	6.82%
矿产银	千克, 元/克	104,690	103,492	5.20	1.85	104,209	105,220	5.50	2.00	-0.46%	1.67%	5.67%	8.11%
矿产铜	吨, 元/吨	278,996	204,822	59,048	24,004	287,571	219,826	62,030	24,107	3.07%	7.33%	5.05%	0.43%
冶炼产铜	吨, 元/吨	172,798	170,882	66,997	66,607	185,105	186,603	67,896	67,194	7.12%	9.20%	1.34%	0.88%
矿产锌	吨, 元/吨	106,466	88,984	17,047	9,236	86,420	90,466	15,018	10,256	-18.83%	1.67%	-11.90%	11.04%
冶炼产锌	吨, 元/吨	97,972	99,289	22,617	22,652	100,526	99,081	21,390	21,687	2.61%	-0.21%	-5.43%	-4.26%

资料来源：ifind, 公司公告, 民生证券研究院

表3：公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2025Q1 同比 2024Q1)

	单位	2024Q1			2025Q1			2025Q1 同比 (%)			单价	单位成本	
		产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量		
矿产金	千克, 元/克	16,805	15,978	458	223	19,065	18,035	642	251	13.45%	12.87%	40.07%	12.61%
矿产银	千克, 元/克	102,014	93,079	3.93	1.90	104,209	105,220	5.50	2.00	2.15%	13.04%	39.95%	5.26%
矿产铜	吨, 元/吨	262,649	212,875	53,156	22,410	287,571	219,826	62,030	24,107	9.49%	3.27%	16.69%	7.58%
冶炼产铜	吨, 元/吨	190,805	188,622	61,129	59,495	185,105	186,603	67,896	67,194	-2.99%	-1.07%	11.07%	12.94%
矿产锌	吨, 元/吨	95,555	80,152	12,218	8,689	86,420	90,466	15,018	10,256	-9.56%	12.87%	22.92%	18.03%
冶炼产锌	吨, 元/吨	92,536	91,712	18,567	17,525	100,526	99,081	21,390	21,687	8.63%	8.03%	15.20%	23.75%

资料来源：ifind, 公司公告, 民生证券研究院

从单位毛利数据来看，2025Q1 矿山产品除锌外单位毛利环比均增长，冶炼产品单位毛利环比变化分化。矿产金/银/铜单位毛利分别环比增长 15.56%、4.33%、8.22%，主要得益于价格抬升超过成本上涨幅度。冶炼产铜单位毛利环比底部抬升，冶炼产锌单位毛利环比亏损扩大，考虑到公司矿山产能大于冶炼产能，冶炼单位盈利下滑带来的影响有限。

表4：公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2024Q1	2024Q4	2025Q1	2025Q1	2025Q1
				同比	环比
矿产金	235	338	390	66.11%	15.56%
矿产银	2.03	3.35	3.50	72.41%	4.33%
矿山铜	30746	35043	37922	23.34%	8.22%
冶炼产铜	1634	390	702.0	-57.04%	79.90%
矿产锌	3529	7811	4762.0	34.94%	-39.03%
冶炼产锌	1042	-35	-297.0	盈利转亏损	亏损扩大

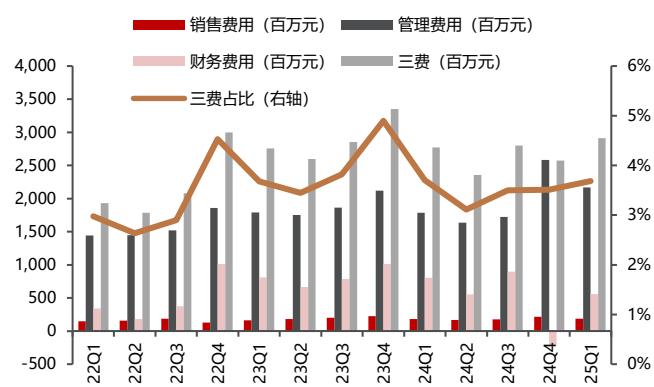
注：矿产金、矿产银单位均为元/克；矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌单位均为元/吨；

资料来源：ifind, 公司公告, 民生证券研究院

4 费用端：负债率进一步降低，财务费用同比下降

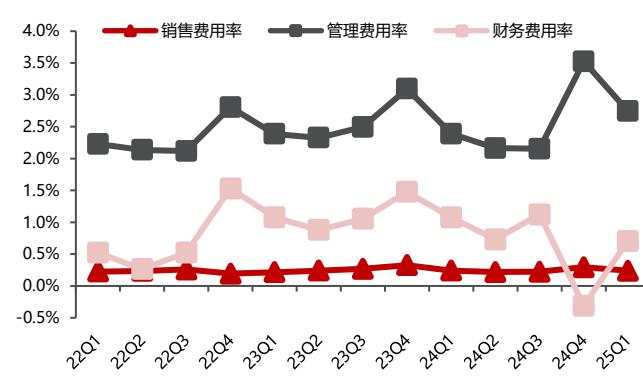
从期间费用的变化来看，2024Q4 公司期间费用环比增长 2.37 亿元，主要是由于财务费用环比增长 7.8 亿元，部分被管理费用和研发费用的环比减少抵消。2025Q1 期间费用（含研发费用）合计 32.39 亿元，环比增加 2.37 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化 -0.28 亿元、+4.16 亿元、+7.82 亿元、-1.02 亿元。其中管理费用环比减少主要是由于 Q4 年底人员奖金等增加造成高基数，Q1 恢恢复正常，财务费用环比增加主要或由于 Q4 汇兑收益较高，Q1 恢恢复正常，值得注意的是财务费用同比减少 2.5 亿元，或主要由于公司致力于偿还债款，降低负债。

图8：公司三费情况



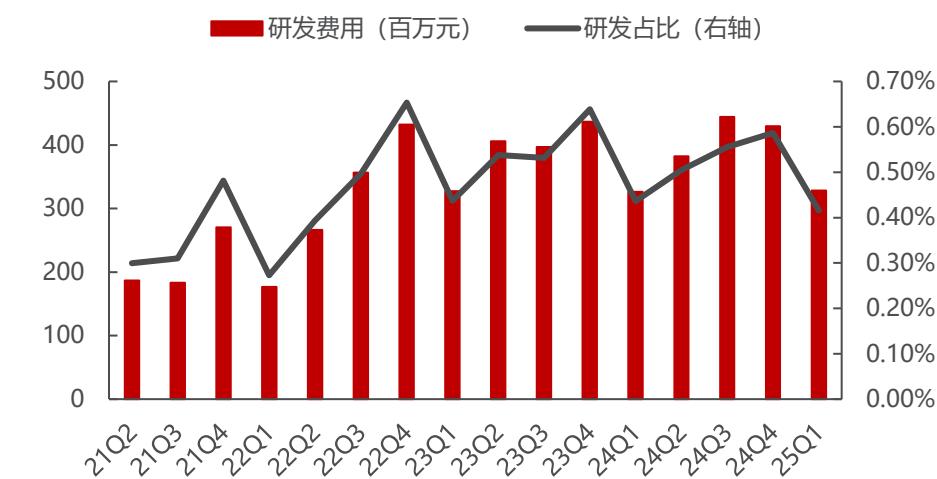
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：公司费用率变化



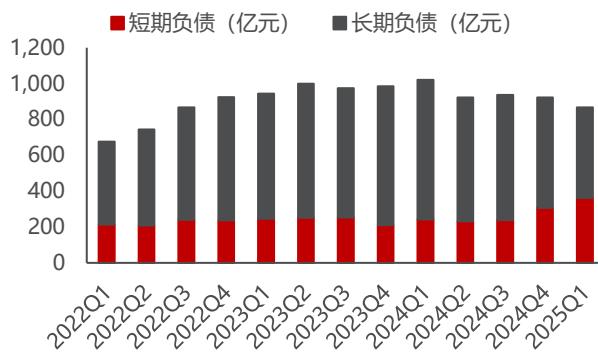
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：公司研发费用情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

2024年公司港股闪电再融资，主要用途为偿还高息美元债，25Q1延续降低债务方向，2025一季度末资产负债率较起初下降0.3pct至54.9%。2025Q1末公司借款总额环比减少55亿元至866.33亿元，其中短期借款361.22亿元，同比增加54.09亿，长期借款505.12亿元，环比减少109.41亿；公司2025一季度末资产负债率为54.9%，债务压力持续缓解。

图11：公司短期借款和长期借款情况（单位：亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

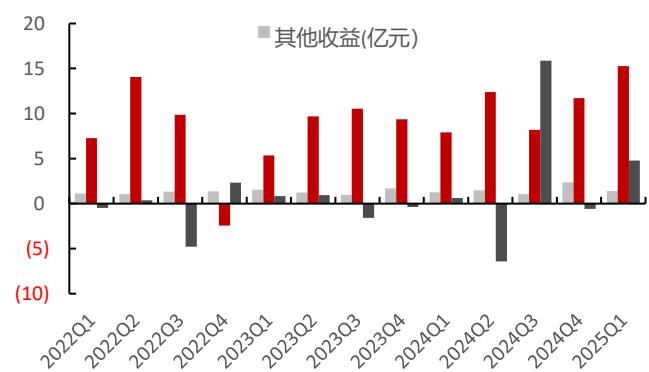
图12：公司资产负债率变化


资料来源：ifind，民生证券研究院

5 Q1 非经常性利润环比增加, 主要得益于公允价值变动净收益

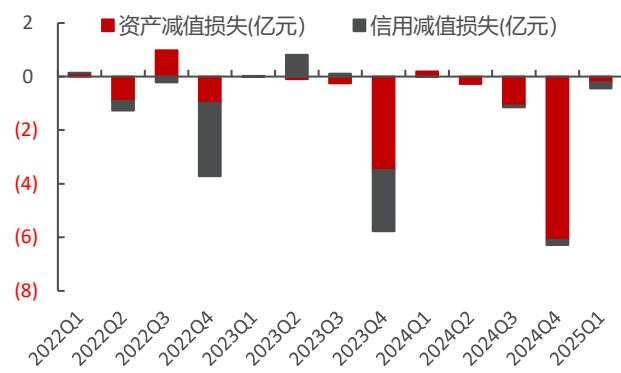
2025Q1 公司非经常性利润 (其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益) 环比增加 7.97 亿元 (主要系投资净收益环比增加 3.56 亿元, 公允价值变动净收益环比增加 5.38 亿元), 资产/信用减值损失环比增利 5.84 亿元, 此外, 营业外收支环比减利 2.27 亿元。综合来看, 环比增利 11.53 亿元。

图13: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益环比变化 (单位: 亿元)



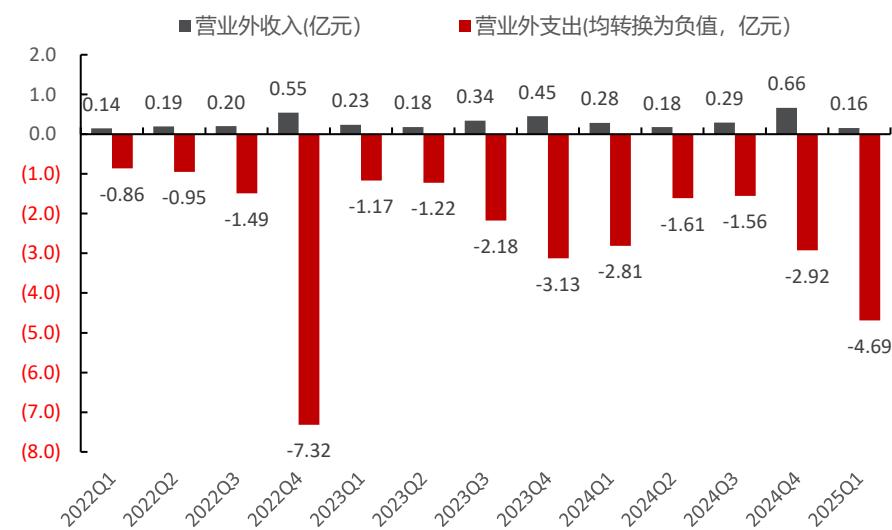
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图14: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图15: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

详细来看，2025Q1 非经常性损益项目环比减量主要体现在：计入当期损益的政府补助（-0.18 亿元），除上述各项之外的其他营业外收入和支出（-4.30 亿元），其他符合非经常性损益定义的损益（-0.54 亿元），所得税影响额（-1.66 亿元）；2025Q1 环比的增量体现在：非流动资产处置损益（+1.71 亿元），除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益（+7.17 亿元），单独进行减值测试的应收款项减值准备转回（+0.06 亿元），少数股东权益影响（+3.12 亿元）。

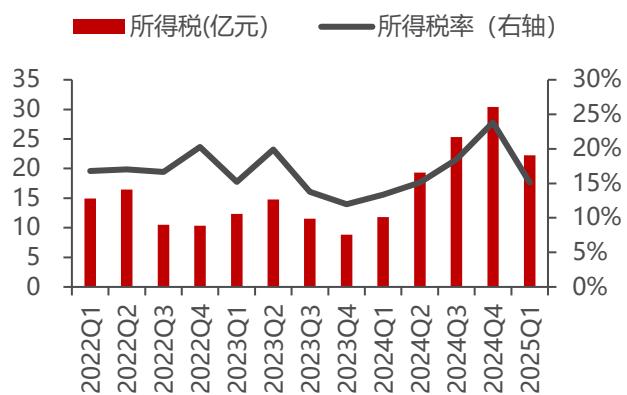
表5：非经常性损益项目环比比较（单位：百万元）

非经常性损益项目	2024Q4	2025Q1	环比增减
非流动资产处置损益	-185.52	-14.21	171.31
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	158.18	140.44	-17.73
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	9.37	9.09	-0.28
债务重组损益	0.07	-0.38	-0.45
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-254.34	462.84	717.19
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	-4.79	1.04	5.83
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-19.21	-449.40	-430.19
其他符合非经常性损益定义的损益项目	64.03	10.23	-53.81
少数股东权益影响额（税后）	173.16	-138.63	-311.79
所得税影响额	-153.40	12.82	166.22
合计	-251.96	285.48	537.44

资料来源：公司公告，民生证券研究院

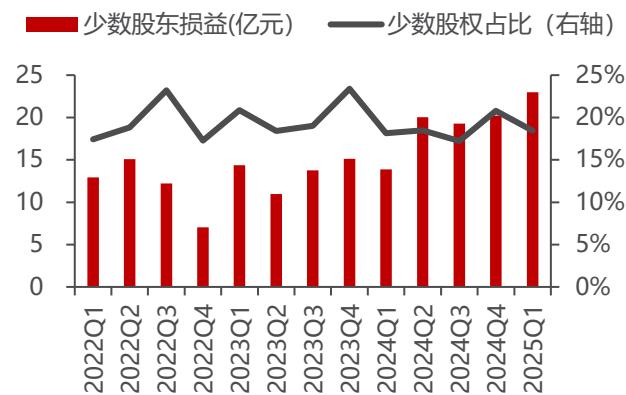
2025Q1 所得税率环比下降，少数股权占比小幅下降。2025Q1 公司所得税率环比下降 8.70pct 至 15.14%。另外，公司 25Q1 少数股东损益环比增加 2.76 亿元，少数股东损益占比下降 2.37pct 至 18.43%。2025Q1 年少数股东损益环比下降，主要因为 25Q1 铜价和金价环比走强，公司母公司盈利增长快于部分子公司盈利增长。

图16：公司分季度所得税及所得税率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：公司分季度少数股东损益及少数股权占比



资料来源：ifind，民生证券研究院

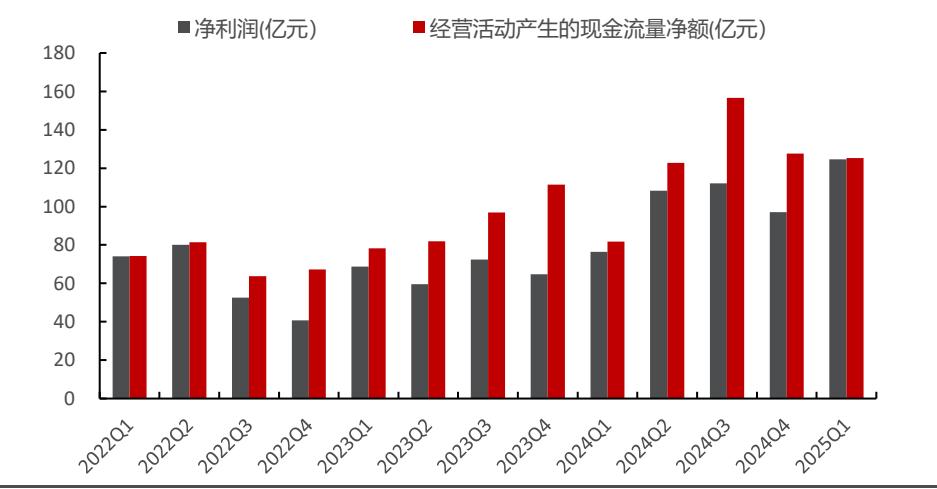
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

2025Q1 公司实现经营活动现金净流入 125.28 亿元，同比增加流入 43.56 亿元。目前铜金价格有望维持高位，随着卡莫阿系列项目、巨龙铜矿等项目的投产，公司铜金产量将得到进一步提升，公司经营性现金流情况有望持续改善。

2025Q1 公司筹资活动产生的现金净流入额为 30.25 亿元，上年同期为现金净流入额 24.03 亿元。根据公司未到期债务情况，预计 2025 年无债券债务偿还需求，基于公司的现金流情况，我们认为公司的资金压力较小。

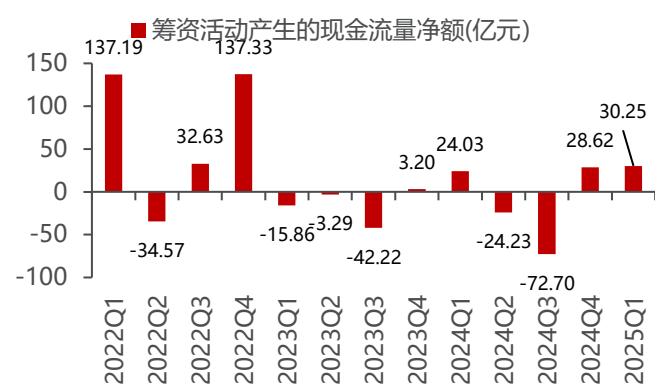
2025Q1 公司投资活动产生的现金净流出为 77.91 亿元，上年同期为现金净流出 78.91 亿元，主要系正常项目投建资金需求。

图18：公司单季度净利润及经营活动净现金流



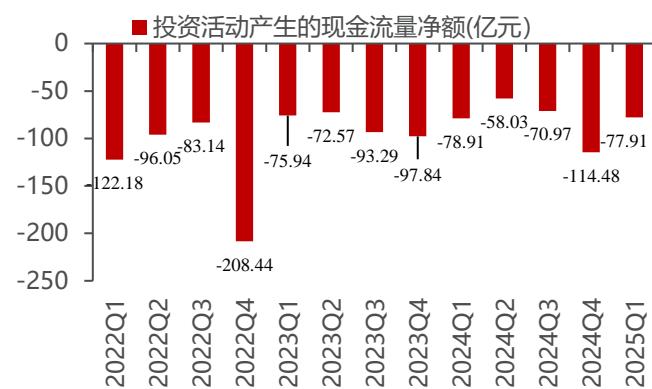
资料来源：ifind，民生证券研究院

图19：公司单季度筹资活动净现金流



资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：公司单季度投资活动净现金流



资料来源：ifind，民生证券研究院

表6：公司未到期债券情况 (单位：亿元)

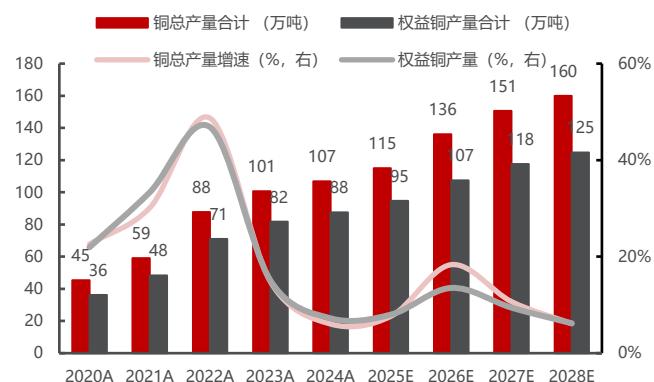
债券代码	债券类型	利率类型	起息日	到期日	剩余期限 (年)	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	票面利率 (%)
242659.SH	一般公司债	累进利率	2025-03-26	2030-03-26	2.96Y+2Y	20.00	20.00	2.07
102581166.IB	一般中期票据	累进利率	2025-03-18	2030-03-18	2.93Y+2Y	15.00	15.00	2.16
102580507.IB	一般中期票据	累进利率	2025-02-11	2030-02-11	2.84Y+2Y	20.00	20.00	1.80
102580203.IB	一般中期票据	累进利率	2025-01-14	2030-01-14	2.76Y+2Y	15.00	15.00	1.89
102485485.IB	一般中期票据	累进利率	2024-12-19	2029-12-19	2.69Y+2Y	10.00	10.00	1.85
102485053.IB	一般中期票据	累进利率	2024-11-21	2029-11-21	2.61Y+2Y	15.00	15.00	2.18
102483761.IB	一般中期票据	累进利率	2024-08-26	2029-08-26	2.38Y+2Y	15.00	15.00	2.20
241356.SH	一般公司债	累进利率	2024-07-31	2029-07-31	2.30Y+2Y	20.00	20.00	1.99
5034.HK	海外债	固定利率	2024-06-25	2029-06-25	4.21Y	20.00	20.00	1.00
240996.SH	一般公司债	累进利率	2024-05-16	2029-05-16	2.10Y+2Y	20.00	20.00	2.30
102382995.IB	一般中期票据	累进利率	2023-11-06	2028-11-06	1.57Y+2Y	20.00	20.00	3.08
115808.SH	一般公司债	累进利率	2023-08-18	2028-08-18	1.35Y+2Y	20.00	20.00	2.83
102381477.IB	一般中期票据	固定利率	2023-06-21	2030-06-21	5.19Y	7.50	7.50	3.67
115350.SH	一般公司债	累进利率	2023-05-11	2028-05-11	1.08Y+2Y	10.00	10.00	2.96
102381003.IB	一般中期票据	累进利率	2023-04-21	2028-04-21	1.03Y+2Y	10.00	10.00	3.10
102282287.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-19	2027-10-19	192D+2Y	15.00	15.00	2.79
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	2.51Y+2Y	15.00	15.00	3.20
102281888.IB	一般中期票据	固定利率	2022-08-24	2032-08-24	7.37Y	7.00	7.00	3.80
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	45D+2Y	35.00	35.00	2.94
102280542.IB	一般中期票据	累进利率	2022-04-22	2027-04-22	11D+2Y	20.00	20.00	3.15
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	1.91Y	15.00	15.00	3.60
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	1.31Y	20.00	0.07	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	1.15Y	5.00	5.00	3.87

资料来源：wind, 公司公告, 民生证券研究院

7 盈利预测与投资建议

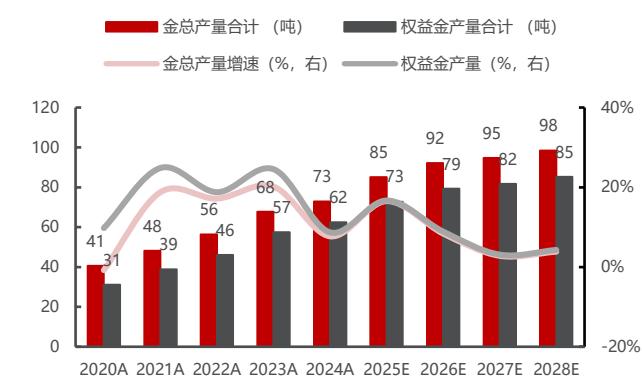
考虑到公司铜金产量持续增长，铜金价格上涨，我们预计 2025-2027 年公司
将实现归母净利 418 亿元、461 亿元、482 亿元，对应 4 月 11 日收盘价的 PE 为
11x、10x 和 9x，维持“推荐”评级。

图21：紫金矿业铜产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图22：紫金矿业金产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

8 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在建设中，项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2) 铜金等价格下跌。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、金、锌、银、铁矿石等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济增速承压，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 海外地缘政治风险。公司投资项目分布在全球各国。若当地政府市场政策方向变化，或是提高矿业公司税赋，颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能损害公司的利益，对公司的盈利能力产生影响。

4) 汇率风险。公司矿山遍布全球，涉及外币计价的资产较多，虽然采用汇率套保规避风险，但是也可能存在套保失误或是汇率波动较大带来的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	303,640	328,211	355,567	372,207
营业成本	241,776	248,318	263,366	274,057
营业税金及附加	5,819	7,221	8,178	8,933
销售费用	738	788	853	893
管理费用	7,729	8,354	9,051	9,474
研发费用	1,582	1,313	1,422	1,489
EBIT	46,231	62,816	73,345	78,048
财务费用	2,029	2,284	1,796	1,243
资产减值损失	-727	-342	-363	-378
投资收益	4,020	5,908	6,400	6,700
营业利润	48,827	66,140	77,632	83,175
营业外收支	-749	-800	-800	-800
利润总额	48,078	65,340	76,832	82,375
所得税	8,685	12,415	16,135	17,299
净利润	39,393	52,925	60,697	65,076
归属于母公司净利润	32,051	41,811	46,130	48,156
EBITDA	56,848	74,177	86,118	92,113

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,691	57,365	92,809	132,646
应收账款及票据	6,966	7,522	8,149	8,539
预付款项	4,201	4,315	4,576	4,762
存货	33,313	33,872	35,925	37,383
其他流动资产	22,768	22,871	23,099	23,237
流动资产合计	98,939	125,945	164,558	206,567
长期股权投资	43,085	43,085	43,085	43,085
固定资产	92,307	111,992	129,449	145,420
无形资产	68,588	71,588	74,588	77,588
非流动资产合计	297,672	314,349	330,295	346,237
资产合计	396,611	440,295	494,853	552,804
短期借款	30,713	33,713	36,713	41,713
应付账款及票据	20,828	21,391	22,687	23,608
其他流动负债	48,243	50,812	52,921	53,713
流动负债合计	99,784	105,917	112,321	119,035
长期借款	61,453	61,453	61,453	61,453
其他长期负债	57,643	57,473	57,473	57,473
非流动负债合计	119,096	118,925	118,925	118,925
负债合计	218,880	224,842	231,247	237,960
股本	2,658	2,683	2,683	2,683
少数股东权益	37,945	49,060	63,627	80,547
股东权益合计	177,731	215,453	263,607	314,844
负债和股东权益合计	396,611	440,295	494,853	552,804

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.49	8.09	8.33	4.68
EBIT 增长率	44.53	35.88	16.76	6.41
净利润增长率	51.76	30.45	10.33	4.39
盈利能力 (%)				
毛利率	20.37	24.34	25.93	26.37
净利润率	10.56	12.74	12.97	12.94
总资产收益率 ROA	8.08	9.50	9.32	8.71
净资产收益率 ROE	22.93	25.13	23.07	20.55
偿债能力				
流动比率	0.99	1.19	1.47	1.74
速动比率	0.48	0.70	0.98	1.27
现金比率	0.32	0.54	0.83	1.11
资产负债率 (%)	55.19	51.07	46.73	43.05
经营效率				
应收账款周转天数	8.65	7.77	7.76	7.89
存货周转天数	46.61	48.70	47.70	48.15
总资产周转率	0.82	0.78	0.76	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.57	1.74	1.81
每股净资产	5.26	6.26	7.52	8.82
每股经营现金流	1.84	2.39	2.68	2.86
每股股利	0.38	0.47	0.52	0.54
估值分析				
PE	14	11	10	9
PB	3.3	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	10.02	7.68	6.61	6.18
股息收益率 (%)	2.22	2.75	3.04	3.17
现金流量表 (百万元)				
净利润	39,393	52,925	60,697	65,076
折旧和摊销	10,617	11,360	12,772	14,065
营运资金变动	294	1,349	-135	-836
经营活动现金流	48,860	63,532	71,327	76,113
资本开支	-24,426	-27,903	-29,284	-30,570
投资	-9,553	0	0	0
投资活动现金流	-32,238	-22,159	-22,884	-23,870
股权募资	5,821	0	0	0
债务募资	6,866	2,877	3,000	5,000
筹资活动现金流	-4,429	-15,699	-13,000	-12,405
现金净流量	11,956	25,674	35,444	39,837

插图目录

图 1: 2025Q1, 公司实现营收 789.3 亿元.....	3
图 2: 2025Q1, 公司实现归母净利润 101.7 亿元	3
图 3: 2025Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 4: 2025Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 5: 公司公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化.....	5
图 6: 公司分季度毛利润及毛利率变化.....	5
图 7: 2025Q1 分产品毛利变化.....	6
图 8: 公司三费情况.....	8
图 9: 公司费用率变化.....	8
图 10: 公司研发费用情况	8
图 11: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	9
图 12: 公司资产负债率变化.....	9
图 13: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益环比变化 (单位: 亿元)	10
图 14: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)	10
图 15: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)	10
图 16: 公司分季度所得税及所得税率	12
图 17: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	12
图 18: 公司单季度净利润及经营活动净现金流.....	13
图 19: 公司单季度筹资活动净现金流	13
图 20: 公司单季度投资活动净现金流	13
图 21: 紫金矿业铜产量预测.....	15
图 22: 紫金矿业金产量预测.....	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司分季度毛利变化 (亿元)	5
表 2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2025Q1 环比 2024Q4)	7
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2025Q1 同比 2024Q1)	7
表 4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化	7
表 5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)	11
表 6: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)	14
公司财务报表数据预测汇总	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048