

紫金矿业 (601899.SH) ——财报点评

矿产金量价齐增，单季度归母净利润首次突破 100 亿元

优于大市

核心观点

公司发布 2025 年一季报：实现营收 789.28 亿元，同比+5.55%；实现归母净利润 101.67 亿元，同比+62.39%。公司 Q1 业绩表现优异，得益于：1) 公司矿产金、矿产铜产量提升，其中矿产金产量实现高增长；2) 金、铜价格迎共振行情，其中 Comex 黄金 Q1 均价同比增长约 38%，环比增长约 8%，LME 铜 Q1 均价同比增长约 10%，环比增长约 2%。

核心矿产品产量：今年一季度，公司矿产金产量为 19.07 吨，同比+13.45%，环比+2.10%，完成全年产量目标 22.43%；矿产铜产量为 28.76 万吨，同比+9.49%，环比+3.07%，完成全年产量目标 25.01%。金价持续创造历史新高的同时，公司矿产金产量实现高增长，主要是得益于公司前几年在金矿领域有多项非常成功的并购，另外公司矿产铜产量保持稳定增长。

核心矿产品成本：今年一季度，公司矿产金单位营业成本为 251.08 元/克，同比+12.61%，环比+6.82%；矿产铜单位营业成本为 24107 元/吨，同比+7.57%，环比+0.43%。综合来看公司今年一季度成本压力有所提升。公司将严格管控成本，继续发挥公司在成本端的优势，提升精细化管理的水平。

新项目建设有序推进，新质生产力不断构建——

铜：刚果(金)卡莫阿三期选厂达产后年产铜将提升至 60 万吨；塞尔维亚两项目正加快推进年总产铜 45 万吨改扩建工程；西藏巨龙铜矿项目二期改扩建工程计划 2025 年底建成投产，届时年矿产铜将达 30-35 万吨；西藏朱诺铜矿项目计划 2026 年底建成投产，年矿产铜 7.6 万吨。

金：苏里南罗斯贝尔金矿技改达产后将形成 10 吨/年产金能力；波格拉金矿复产达产后平均年矿产金 21 吨，归属公司权益年矿产金约 5 吨；山西紫金智能化采选改扩建工程达产后将年新增矿产金 3-4 吨；新疆萨瓦亚尔顿金矿达产后年产金约 3.3 吨；公司参股的山东海域金矿计划 2025 年投产，整体达产后年矿产黄金约 15-20 吨；秘鲁 La Arena 项目年产金约 3 吨；公司拟出资收购加纳 Akyem 金矿项目 100% 权益。

风险提示：项目建设进度不达预期，矿产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑到黄金价格上涨，上调公司的盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收为 3699/3864/4042 (原预测 3543/3704/3883) 亿元，同比增速 21.8%/4.5%/4.6%；归母净利润为 397.58/455.30/506.74 (原预测 371.21/425.22/474.94) 亿元，同比增速 24.0%/14.5%/11.3%；摊薄 EPS 为 1.50/1.71/1.91 元，当前股价对应 PE 为 11.5/10.0/9.0X。公司国际化进程不断加快，核心矿种实现多元化布局，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	293,403	303,640	369,894	386,406	404,220
(+/-%)	8.5%	3.5%	21.8%	4.5%	4.6%
净利润(百万元)	21,119	32,051	39,758	45,530	50,674
(+/-%)	5.4%	51.8%	24.0%	14.5%	11.3%
每股收益(元)	0.80	1.21	1.50	1.71	1.91
EBIT Margin	10.8%	15.1%	14.0%	15.5%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	19.6%	22.9%	23.7%	22.8%	21.6%
市盈率 (PE)	21.4	14.2	11.5	10.0	9.0
EV/EBITDA	15.8	12.1	10.0	8.6	7.7
市净率 (PB)	4.20	3.26	2.72	2.28	1.94

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 财报点评

有色金属 · 工业金属

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

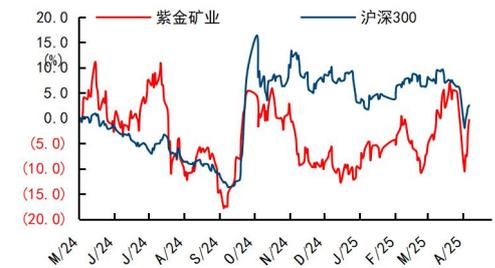
yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.15 元
总市值/流通市值	353097/353097 百万元
52 周最高价/最低价	19.87/13.94 元
近 3 个月日均成交额	3468.13 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

- 《紫金矿业 (601899.SH) 年报点评：经营业绩显著提升，全力争取规模实力再上新台阶》——2025-03-23
- 《紫金矿业 (601899.SH) 三季报点评：量价齐增持续兑现高利润弹性，新项目建设有序推进》——2024-10-20
- 《紫金矿业 (601899.SH) 半年报点评：成本控制卓有成效，量价齐增兑现高利润弹性》——2024-08-25
- 《紫金矿业 (601899.SH) 年报点评：新项目建设有序推进，公司力争规模实力再上新台阶》——2024-03-24
- 《紫金矿业 (601899.SH) -铜矿年产量首次超百万吨，成长性仍值得期待》——2024-03-11

◆ 单季度归母净利润首次突破 100 亿元

公司发布 2025 年一季报：实现营收 789.28 亿元，同比+5.55%；实现归母净利润 101.67 亿元，同比+62.39%；实现扣非净利润 98.81 亿元，同比+58.76%；实现经营活动产生的现金流量净额 125.28 亿元，同比+53.31%。公司 Q1 业绩表现优异，得益于：1) 公司矿产金、矿产铜产量提升，其中矿产金产量实现高增长；2) 金、铜价格迎共振行情，其中 Comex 黄金 Q1 均价约为 2884 美元/盎司，同比增长约 38%，环比增长约 8%，LME 铜 Q1 均价约为 9454 美元/吨，同比增长约 10%，环比增长约 2%。

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

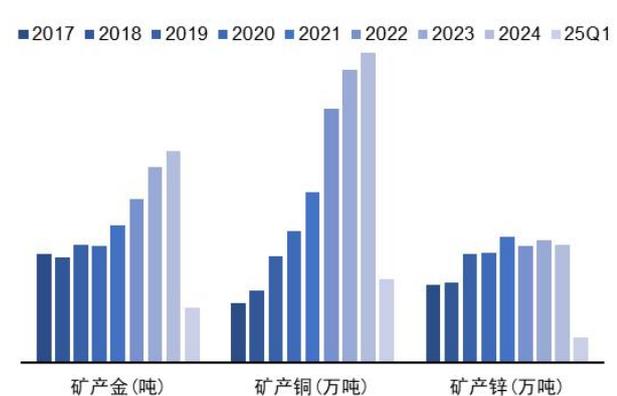


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心矿产品产量方面：今年一季度，公司矿产金产量为 19.07 吨，同比+13.45%，环比+2.10%，完成全年产量目标 22.43%；矿产铜产量为 28.76 万吨，同比+9.49%，环比+3.07%，完成全年产量目标的 25.01%；矿产锌产量为 8.82 万吨，同比-10.40%，环比-9.38%。在金价持续创造历史新高的同时，公司矿产金产量实现高增长，主要是得益于公司前几年在金矿领域有多项非常成功的并购，另外公司矿产铜产量保持稳定增长。

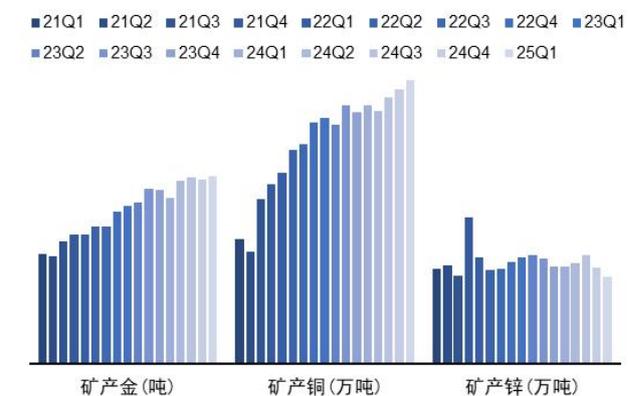
公司 2025 年核心矿产品产量计划：矿产铜 115 万吨，矿产金 85 吨，矿产锌（铅）44 万吨，当量碳酸锂 4 万吨，矿产银 450 吨，矿产钼 1 万吨。

图3：公司核心矿产品产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司核心矿产品分季度产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

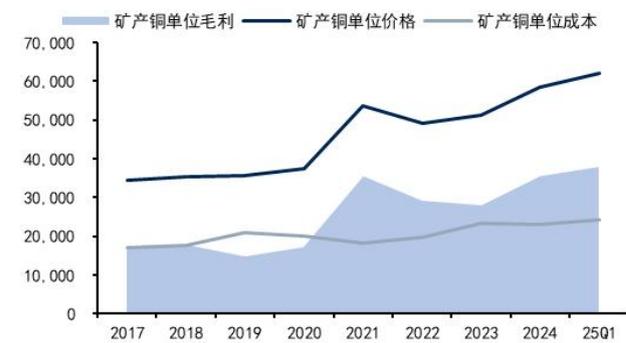
核心矿产品成本方面：今年一季度，公司矿产金单位营业成本为 251.08 元/克，同比+12.61%，环比+6.82%；矿产铜单位营业成本为 24107 元/吨，同比+7.57%，环比+0.43%，其中铜精矿成本 21032 元/吨，同比+13.40%，环比+3.36%，电积铜成本 29752 元/吨，同比-7.47%，环比-7.81%，电解铜成本 36784 元/吨，同比-0.77%，环比+3.33%；矿产锌单位营业成本为 10256 元/吨，同比+18.03%，环比+11.04%；矿产银单位营业成本为 2 元/克，同比+5.26%，环比+7.53%。综合来看，公司今年一季度成本压力有所提升，根据此前在 2024 年年报业绩说明会的展望，预计 2025 年成本压力较大：1) 部分矿山的入选品位在下降；2) 部分刚性成本上升，比如露采和井采的运输距离增加、海外人工成本上升等。公司将严格管控成本，继续发挥公司在成本端的优势，提升精细化管理的水平。

图5: 公司矿产金单位销售价格、成本、毛利 (元/克)



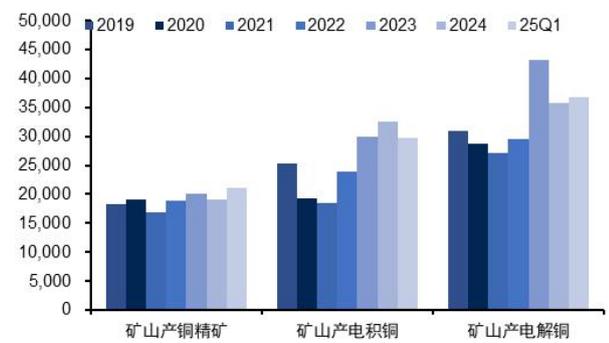
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产铜单位销售价格、成本、毛利 (元/吨)



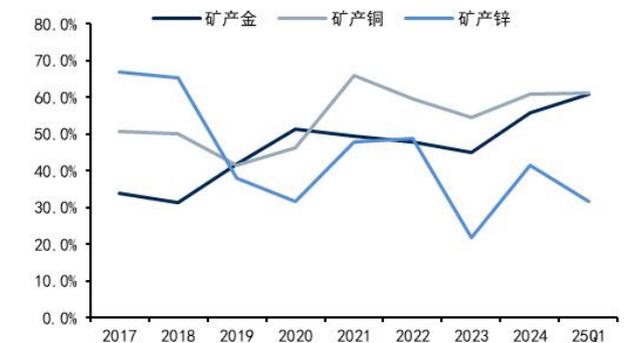
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司矿产铜单位销售成本拆分 (元/吨)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司核心矿产品毛利率变化情况

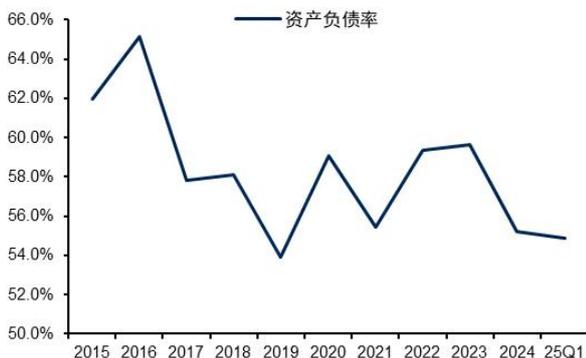


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从毛利率角度来看：今年一季度，公司综合毛利率为 22.89%，同比增加 6.28 个百分点；若剔除冶炼加工产品，矿产品毛利率为 59.94%，同比增加 5.44 个百分点；其中，矿产金毛利率 60.86%，同比增加 9.54 个百分点，矿产铜毛利率 61.14%，同比增加 3.30 个百分点，矿产锌毛利率 31.71%，同比增加 2.82 个百分点。

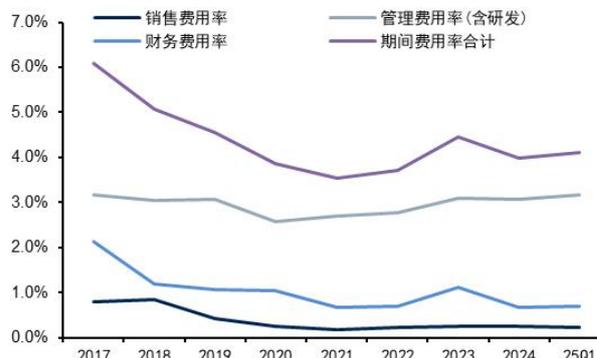
财务数据方面：①截止至今年一季度末，公司资产负债率降至 54.89%，相比于 2024 年末下降 0.3 个百分点。②回购方面，公司于今年 4 月 8 日披露：拟回购股份用于实施公司员工持股计划或股权激励，预计回购金额 6-10 亿元，占总股份数比例 0.13-0.22%，回购价格上限为 17 元/股；截至 4 月 10 日，公司已完成回购，使用资金总额约 10 亿元，回购均价为 15.55 元/股。

图9：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 公司全力争取规模实力再上新台阶

作为全球矿业市场重要参与者，公司聚焦绿色金属矿产、新能源矿产，以大型超大型矿产的逆周期并购和自主地质勘探增储为重点，为公司持续发展提供了坚实的资源基础。逆周期并购考验的是公司面向全球配置资产，依托系统工程和矿业经济思维及专业分析决策的能力，自主地质勘探考验的是公司找探矿能力，公司勘查找矿成本远低于行业平均，且公司总资源量约 50%为自主勘查。

表1：主营矿种历年自主勘查新增资源量

矿种	自主勘查探获资源量	权益资源量	占比(%)
铜/万吨	4039	8518	47
金/吨	1739	3484	50
锌(铅)/万吨	969	1132	86

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司新项目建设有序推进，新质生产力不断构建——

铜：刚果(金)卡莫阿三期选厂达产后年产铜将提升至 60 万吨，晋升为非洲最大、全球第三大铜矿，年产 50 万吨阳极铜冶炼厂将建成并形成新的利润增长点，项目最终将建成 80 万吨铜以上规模，将有望成为全球第二大产铜矿山；塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿两项目联合为欧洲第二大矿产铜企业，正加快推进年总产铜 45 万吨改扩建工程，有望联合晋升为欧洲第一大矿产铜企业；西藏巨龙铜矿项目二期改扩建工程计划 2025 年底建成投产，届时年矿产铜将达 30-35 万吨，且项目还有三期规划，未来将建成年产铜 60 万吨规模；西藏朱诺铜矿项目有望快速推进，计划 2026 年底建成投产，年矿产铜 7.6 万吨。

金：苏里南罗斯贝尔金矿技改达产后将形成 10 吨/年产金能力；巴布亚新几内亚波格拉金矿于 2023 年 12 月 22 日全面复产，根据项目最新规划，复产达产后平均年矿产金 21 吨，归属公司权益年矿产金约 5 吨；山西紫金智能化采选改扩建工程建成投产，达产后将年新增矿产金 3-4 吨；新疆萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目如期建成投产，达产后年产金约 3.3 吨；公司参股的山东海域金矿，12000 吨/日采选工程有序推进，计划 2025 年投产，整体投产达产后年矿产黄金约 15-20 吨，有望晋升为中国最大黄金矿山之一；公司于 2024 年年底完成秘鲁 La Arena 项目的收购，项目年产金约 3 吨；公司拟出资 10 亿美元收购纽蒙特所持有的 Newmont Golden Ridge Ltd 100% 股权，进而拥有加纳 Akyem 金矿项目 100% 权益，该项目 2021-2023 年黄金产量分别为 11.9/13.1/9.2 吨。

锂：公司规划至 2025 年形成 4 万吨当量碳酸锂产能。其中，阿根廷 3Q 盐湖锂矿一期 2 万吨/年碳酸锂项目预计 2025 年第三季度投产，二期 3 万吨/年碳酸锂项目建设有序推进；西藏拉果错盐湖锂矿一期 2 万吨/年电池级碳酸锂项目计划 2025 年第一季度末正式投产，一期、二期全部投产达产后将形成 6 万吨/年当量碳酸锂产能；湖南湘源硬岩锂矿 500 万吨/年采选项目及配套电池级碳酸锂冶炼厂规划 2025 年三季度同步建成投产，达产后形成 3 万吨/年电池级碳酸锂产能；刚果（金）马诺诺锂矿东北部探获超大规模优质锂辉石资源。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到黄金价格上涨，上调公司的盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收为 3699/3864/4042 (原预测 3543/3704/3883) 亿元，同比增速 21.8%/4.5%/4.6%；归母净利润为 397.58/455.30/506.74 (原预测 371.21/425.22/474.94) 亿元，同比增速 24.0%/14.5%/11.3%；摊薄 EPS 为 1.50/1.71/1.91 元，当前股价对应 PE 为 11.5/10.0/9.0X。公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型，核心矿种实现多元化布局，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	18449	31691	25319	55696	92264	营业收入	293403	303640	369894	386406	404220
应收款项	11129	10508	12801	13372	13988	营业成本	247024	241776	299268	307155	316728
存货净额	29290	33313	40868	41625	42760	营业税金及附加	4850	5819	6843	7149	7478
其他流动资产	12746	17146	20888	21820	22826	销售费用	766	738	925	966	1011
流动资产合计	77629	98939	106156	138793	178119	管理费用	7523	7729	11991	12404	12849
固定资产	117393	132362	145247	155658	164374	研发费用	1567	1582	1665	1739	1819
无形资产及其他	67892	68588	65845	63101	60358	财务费用	3268	2029	2774	2898	3032
投资性房地产	48460	53636	53636	53636	53636	投资收益	3491	4020	9551	10364	10627
长期股权投资	31632	43085	43085	43085	43085	资产减值及公允价值变动	367	1676	(600)	(600)	(600)
资产总计	343006	396611	413969	454273	499572	其他收入	(1892)	(2418)	1579	1505	1425
短期借款及交易性金融负债	39018	48748	20000	20000	20000	营业利润	31937	48827	58623	67104	74574
应付款项	16284	20828	25551	26024	26734	营业外净收支	(649)	(749)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	28880	30209	37443	38169	39235	利润总额	31287	48078	58423	66904	74374
流动负债合计	84182	99784	82994	84194	85969	所得税费用	4748	8685	9640	11039	12197
长期借款及应付债券	102818	100153	100153	100153	100153	少数股东损益	5420	7342	9025	10335	11503
其他长期负债	17643	18943	18943	18943	18943	归属于母公司净利润	21119	32051	39758	45530	50674
长期负债合计	120460	119096	119096	119096	119096	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	204643	218880	202090	203289	205064	净利润	21119	32051	39758	45530	50674
少数股东权益	30857	37945	44263	51497	59549	资产减值准备	519	208	346	89	72
股东权益	107506	139786	167616	199487	234959	折旧摊销	9794	9899	13913	16643	18355
负债和股东权益总计	343006	396611	413969	454273	499572	公允价值变动损失	(367)	(1676)	600	600	600
						财务费用	3268	2029	2774	2898	3032
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(3832)	(5598)	(1285)	(972)	(910)
每股收益	0.80	1.21	1.50	1.71	1.91	其它	1007	3466	5972	7145	7980
每股红利	0.58	0.60	0.45	0.51	0.57	经营活动现金流	28240	38350	59304	69035	76770
每股净资产	4.08	5.26	6.31	7.51	8.84	资本开支	(30550)	(24029)	(25000)	(25000)	(25000)
ROIC	12%	15%	15%	18%	19%	其它投资现金流	(228)	(265)	0	0	0
ROE	20%	23%	24%	23%	22%	投资活动现金流	(37343)	(35747)	(25000)	(25000)	(25000)
毛利率	16%	20%	19%	21%	22%	权益性融资	235	5821	0	0	0
EBIT Margin	11%	15%	14%	15%	17%	负债净变化	8711	(16078)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	18%	18%	20%	21%	支付股利、利息	(15175)	(16012)	(11927)	(13659)	(15202)
收入增长	9%	3%	22%	4%	5%	其它融资现金流	19999	68998	(28748)	0	0
净利润增长率	5%	52%	24%	15%	11%	融资活动现金流	7308	10638	(40675)	(13659)	(15202)
资产负债率	69%	65%	60%	56%	53%	现金净变动	(1795)	13242	(6372)	30376	36568
股息率	3.3%	3.5%	2.6%	3.0%	3.3%	货币资金的期初余额	20244	18449	31691	25319	55696
P/E	21.4	14.2	11.5	10.0	9.0	货币资金的期末余额	18449	31691	25319	55696	92264
P/B	4.2	3.3	2.7	2.3	1.9	企业自由现金流	2278	17960	31003	40552	48522
EV/EBITDA	15.8	12.1	10.0	8.6	7.7	权益自由现金流	30989	70879	(2292)	36795	45461

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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