

有色金属

报告日期：2025 年 08 月 27 日

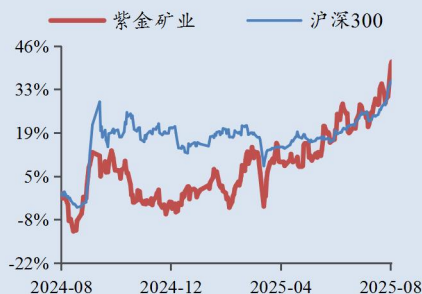
金量价齐升推动业绩增长，成本管控提升毛利率

——紫金矿业（601899.SH）2025 年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 08 月 26 日

当前价格（元）	22.39
52 周价格区间（元）	13.94-22.55
总市值（百万元）	595,071.88
流通市值（百万元）	460,963.94
总股本（万股）	2,657,757.39
流通股（万股）	2,058,793.83
近一月换手（%）	17.66

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

相关阅读

《铜、金量价齐升推动业绩增长——紫金矿业（601899.SH）2024 年年报点评报告》2025.03.26

事件：

8 月 27 日，公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年，公司实现营业收入 1677.11 亿元，同比增长 11.5%，实现归母净利润 232.92 亿元，同比增长 54.41%。

观点：

- **主要矿产品产量稳步提升，黄金价格续创新高带动业绩高增。**上半年，公司矿产铜 57 万吨，同比增长 9%；矿产金 41 吨，同比增长 16%；矿产银 224 吨，同比增长 6%；矿产锌（铅）20 万吨，当量碳酸锂 7315 吨。价格方面，上半年受全球央行增持及避险需求推动，黄金价格多次创历史新高，上半年伦金同比涨幅达 39.2%，领先于伦铜 2.6%、伦银 26.9% 的涨幅。在黄金量价齐升推动下，公司黄金业务销售收入占比 49.1%，毛利占比 38.6%，超过铜板块毛利占比 38.5%，重新成为第一大利润来源。上半年公司整体收入 1677.11 亿元，同比增长 11.5%，实现归母净利润 232.92 亿元，同比增长 54.41%。
- **运营优化毛利率提升，新增资源量保障成长动能。**在主要矿产品稳增基础上，公司持续提升运营水平，优化成本管控，上半年整体矿产品毛利率同比增长 3pct 至 60.23%。公司勘探新矿、并购双轮战略持续推进，成效持续显现。上半年公司权益口径资源量较年初新增铜资源量 204.9 万吨、储量 132.2 万吨，新增金资源量 88.8 吨、金储量 34.5 吨，新增当量碳酸锂资源量 83.4 万吨，储量 35.8 万吨，为公司持续成长不断提供动能。
- **盈利预测及投资评级：**根据公司公告，2025 年上半年公司矿产铜基本符合预期，矿产金在产量增长、金价续创新高背景下利润显著增长，超过预期。同时，公司成本管控有方，经营能力不断提高，毛利率持续提升。在此基础上，我们上调公司未来三年盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 433/491.68/567.77 亿元（原值 404.68 亿元、459.78 亿元、531.34 亿元），对应 PE 分别为 13.7/12.1/10.5 倍。我们选取洛阳钼业、西部矿业、山金国际作为可比公司，当前公司估值低于可比公司估值，维持“增持”评级。
- **风险提示：**矿产铜增长不及预期；主要矿产所在国政治、经济局势不稳定；全球宏观经济复苏不及预期；地缘政治紧张局势升级；

数据引用风险。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	293,403	303,640	362,303	383,323	404,901
增长率（%）	8.54	3.49	19.32	5.80	5.63
归母净利润（百万元）	21,119	32,051	43,300	49,168	56,777
增长率（%）	5.38	51.76	35.10	13.55	15.48
ROE（%）	19.18	22.16	23.32	20.95	19.53
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.79	1.21	1.63	1.85	2.14
市盈率（P/E）	28.2	18.6	13.7	12.1	10.5
市净率（P/B）	5.5	4.3	3.3	2.6	2.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所

➤ 可比公司估值表

简称	代码	最新价 （元）	EPS（元）					PE（倍）				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
603993.SH	洛阳钼业	12.03	0.38	0.63	0.74	0.82	0.89	31.7	19.1	16.3	14.7	13.5
601168.SH	西部矿业	18.57	1.17	1.54	1.72	1.98	1.94	15.9	15.9	12.1	10.8	9.4
000975.SZ	山金国际	19.07	0.51	0.78	1.18	1.41	1.82	37.4	24.4	16.2	13.5	10.5
平均值			0.78	0.86	1.15	1.32	1.56	27.3	19.8	14.8	13.0	11.1
601899.SH	紫金矿业	22.39	0.79	1.21	1.63	1.85	2.14	28.2	18.6	13.7	12.1	10.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所（最新价为 2025 年 8 月 26 日股价，其中紫金矿业、西部矿业 2025-2026 年盈利预测来自华龙证券研究所，其他盈利预测来自万得一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	77,629	98,939	112,312	149,687	191,935
现金	18,449	31,691	41,289	76,783	116,275
应收票据及应收账款	8,331	6,966	11,149	8,017	11,264
其他应收款	2,834	3,559	3,889	4,251	4,230
预付账款	2,677	4,201	4,006	4,677	4,495
存货	29,290	33,313	31,574	36,284	35,272
其他流动资产	16,048	19,209	20,405	19,675	20,398
非流动资产	265,377	297,672	333,124	349,373	365,803
长期股权投资	31,632	43,085	57,548	71,719	86,241
固定资产	81,466	92,307	109,615	113,753	116,132
无形资产	67,892	68,588	74,360	77,142	80,708
其他非流动资产	84,387	93,691	91,602	86,758	82,722
资产总计	343,006	396,611	445,436	499,060	557,738
流动负债	84,182	99,784	97,597	100,874	99,832
短期借款	20,989	30,713	32,000	31,000	26,570
应付票据及应付账款	16,284	20,828	19,263	27,423	25,769
其他流动负债	46,909	48,243	46,334	42,451	47,493
非流动负债	120,460	119,096	117,035	106,948	96,731
长期借款	102,818	100,153	98,092	88,005	77,788
其他非流动负债	17,643	18,943	18,943	18,943	18,943
负债合计	204,643	218,880	214,632	207,822	196,563
少数股东权益	30,857	37,945	48,463	60,313	74,072
股本	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658
资本公积	25,866	28,713	28,713	28,713	28,713
留存收益	70,637	94,445	146,809	206,280	275,043
归属母公司股东权益	107,506	139,786	182,341	230,924	287,103
负债和股东权益	343,006	396,611	445,436	499,060	557,738

现金流量表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36,860	48,860	63,258	75,482	85,132
净利润	26,540	39,393	53,818	61,018	70,536
折旧摊销	10,153	10,428	12,318	14,273	15,787
财务费用	3,268	2,029	1,028	1,715	2,354
投资损失	-3,491	-4,020	-3,668	-3,616	-3,757
营运资金变动	237	-64	-799	1,530	-293
其他经营现金流	152	1,094	562	562	505
投资活动现金流	-33,965	-32,238	-43,979	-26,691	-28,128
资本支出	30,429	24,798	33,308	16,350	17,695
长期投资	-4,468	-7,001	-14,463	-14,172	-14,522
其他投资现金流	932	-440	3,792	3,831	4,090
筹资活动现金流	-5,817	-4,429	-9,681	-13,297	-17,513
短期借款	-2,677	9,724	1,287	-1,000	-4,430
长期借款	10,127	-2,665	-2,061	-10,087	-10,217
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	315	2,847	0	0	0
其他筹资现金流	-13,582	-14,360	-8,907	-2,210	-2,866
现金净增加额	-1,974	11,956	9,598	35,494	39,491

利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	293,403	303,640	362,303	383,323	404,901
营业成本	247,024	241,776	280,637	291,789	300,536
税金及附加	4,850	5,819	5,978	6,287	6,600
销售费用	766	738	902	947	1,003
管理费用	7,523	7,729	9,245	9,773	10,326
研发费用	1,567	1,582	1,904	2,009	2,124
财务费用	3,268	2,029	1,028	1,715	2,354
资产和信用减值损失	-519	-753	-685	-776	-838
资产和信用减值损失	542	616	498	535	548
公允价值变动收益	-19	948	111	196	309
投资净收益	3,491	4,020	3,668	3,616	3,757
资产处置收益	37	27	13	18	24
营业利润	31,937	48,827	66,215	74,394	85,758
营业外收入	120	141	137	127	131
营业外支出	769	890	798	880	834
利润总额	31,287	48,078	65,554	73,641	85,055
所得税	4,748	8,685	11,736	12,623	14,520
净利润	26,540	39,393	53,818	61,018	70,536
少数股东损益	5,420	7,342	10,518	11,850	13,759
归属母公司净利润	21,119	32,051	43,300	49,168	56,777
EBITDA	48,307	65,631	79,624	88,863	100,362
EPS（元）	0.79	1.21	1.63	1.85	2.14

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	8.54	3.49	19.32	5.80	5.63
营业利润同比增速(%)	3.20	52.89	35.61	12.35	15.28
归属于母公司净利润同比增速(%)	5.38	51.76	35.10	13.55	15.48
获利能力					
毛利率(%)	15.81	20.37	22.54	23.88	25.78
净利率(%)	9.05	12.97	14.85	15.92	17.42
ROE(%)	19.18	22.16	23.32	20.95	19.53
ROIC(%)	12.69	15.36	16.79	16.86	17.18
偿债能力					
资产负债率(%)	59.66	55.19	48.18	41.64	35.24
净负债比率(%)	93.36	69.15	45.67	20.23	1.35
流动比率	0.92	0.99	1.15	1.48	1.92
速动比率	0.46	0.52	0.69	0.98	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.82	0.86	0.81	0.77
应收账款周转率	37.39	41.62	35.00	36.00	37.00
应付账款周转率	18.87	14.72	14.00	14.50	14.70
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.21	1.63	1.85	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	14.00	18.38	2.38	2.84	3.20
每股净资产(最新摊薄)	4.04	5.20	6.80	8.63	10.74
估值比率					
P/E	28.2	18.6	13.7	12.1	10.5
P/B	5.5	4.3	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	4.44	3.27	2.60	1.94	1.32

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046