

事件：公司发布 2025 年半年报。 2025H1 公司实现营收/归母净利润 1677/232.9 亿元，同比增长 11.5%和 54.4%，实现扣非归母净利润 216.2 亿元，同比增长 40.1%。单季度看，2025Q2，公司实现营收/归母净利润 888/131.2 亿元，同比增长 17.4%和 48.8%，环比增长 12.5%和 29.1%，实现扣非归母净利润 117.4 亿元，同比增长 27.5%，环比增长 18.8%。业绩符合业绩预告。

2025H1 归母净利润同比增长 54.4%，2025Q2 归母净利润同比增长 48.8%。利润增长主要得益于黄金量价齐升，公司黄金板块盈利大幅增长。从利润占比来看，得益于金价大幅上涨，公司黄金板块毛利超过铜板块，成为利润贡献最大板块。2025H1，金/铜/铅锌/白银/碳酸锂/其他板块（铁钼钨钴硫酸等）毛利占比分别为 38.6%/38.5%/2.1%/2.1%/0.2%/18.5%。**从产量来看，**2025H1 公司矿产铜、矿产金分别为 57 万吨、41 吨，分别同比变化+10%、+17%。单季度看，公司矿产铜、矿产金产量分别为 28.2 万吨、21.9 吨，分别同比增长 10.6%、17.9%，环比变化-1.8%、+15.1%。矿产金环比增长 3 吨，主要或来自于加纳阿基姆金矿 4 月并表、波格拉复产爬坡、贵州水银洞金矿爬坡等项目增长。**从价格来看，**2025Q2，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌售价环比分别变化+15.03%、+7.61%、+0.16%、-4.84%。**从成本来看，**2025H1 公司矿产金的金锭销售成本同比增长 14.5%，矿产铜的铜精矿销售成本同比增长 13.6%，2025Q2，矿产金、矿产铜环比分别增长 8.21%、1.24%。主要是由于（1）部分矿山品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升；（2）因黄金价格大幅上涨，以金价为基准计算的权益金同步大幅提升；（3）新并购企业过渡期成本高。

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、阿基姆构成新生增量，黄金产量持续增长。**②持续勘探增储。**公司坚持矿产资源勘查、并购双轮驱动，2025H1，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。**③拆分紫金黄金国际上市。海外黄金资产有望迎来重估。**

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润 449 亿元、494 亿元、532 亿元，对应 8 月 29 日收盘价的 PE 为 14x、12x 和 12x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期，铜金等价格下跌，海外地缘政治风险，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	335,848	367,605	390,388
增长率 (%)	3.5	10.6	9.5	6.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	32,051	44,889	49,434	53,179
增长率 (%)	51.8	40.1	10.1	7.6
每股收益 (元)	1.21	1.69	1.86	2.00
PE	19	14	12	12
PB	4.4	3.6	2.9	2.5

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
23.08 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@glms.com.cn

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：lting@glms.com.cn

相关研究

- 紫金矿业 (601899.SH) 2025 年一季报深度点评：单季利润创新高，真金不怕火炼-2025/04/12
- 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
- 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
- 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
- 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-2024/10/11

目录

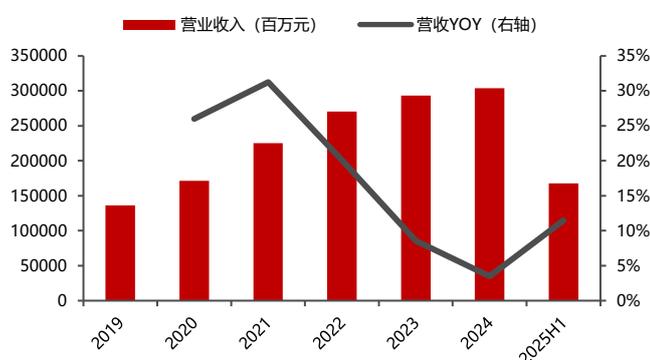
1 事件：公司发布 2025 年半年报	3
2 黄金量价齐升，季度业绩再创新高	4
3 毛利端拆解：黄金成为利润贡献最多板块	6
4 费用端：Q2 费用环比持稳，负债环比略有增长	9
5 Q2 非经常性利润环比增加，主要得益于投资收益和公允价值变动增利	11
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加	14
7 项目进展：分拆紫金黄金国际，海外黄金业务重估	16
7.1 矿产金：山西紫金复产，产量同比增长	16
7.2 矿产铜：卡莫阿矿震产生干扰，整体产量持续增长	16
7.3 铅锌矿：产量同比下滑，努力朝规划目标推进	17
7.4 矿产银：项目产能扩充，产量有望持续提升	18
7.5 小金属板块：沙坪沟钼矿获取环评，碳酸锂稳步推进	18
7.6 海外金矿主体港股 IPO，海外黄金板块迎来重估	20
8 盈利预测与投资建议	22
9 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 事件：公司发布 2025 年半年报

2025 年 8 月 26 日，公司发布公告。2025H1 公司实现营收/归母净利润 1677/232.9 亿元，同比增长 11.5%和 54.4%，实现扣非归母净利润 216.2 亿元，同比增长 40.1%。

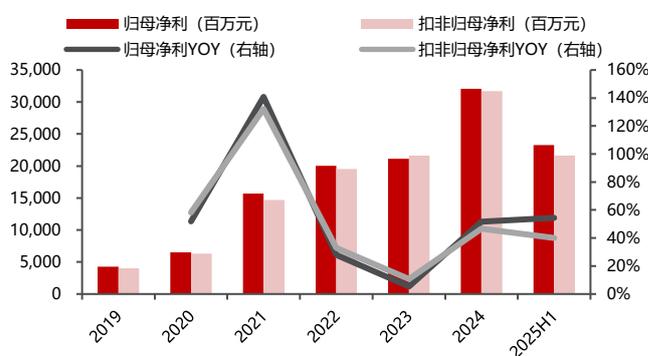
单季度看，2025Q2，公司实现营收/归母净利润 888/131.2 亿元，同比增长 17.4%和 48.8%，环比增长 12.5%和 29.1%，实现扣非归母净利润 117.4 亿元，同比增长 27.5%，环比增长 18.8%。业绩符合业绩预告。

图1：2025H1，公司实现营收 1677 亿元



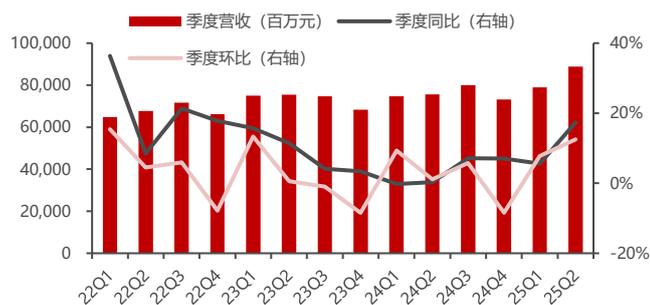
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2025H1，公司实现归母净利润 232.9 亿元



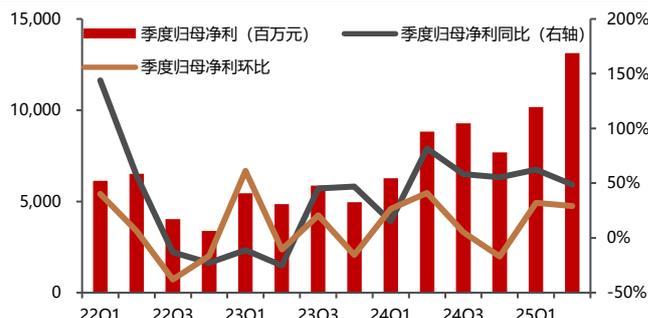
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2025Q2，公司实现营收 888 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2025Q2，公司实现归母净利润 131.2 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

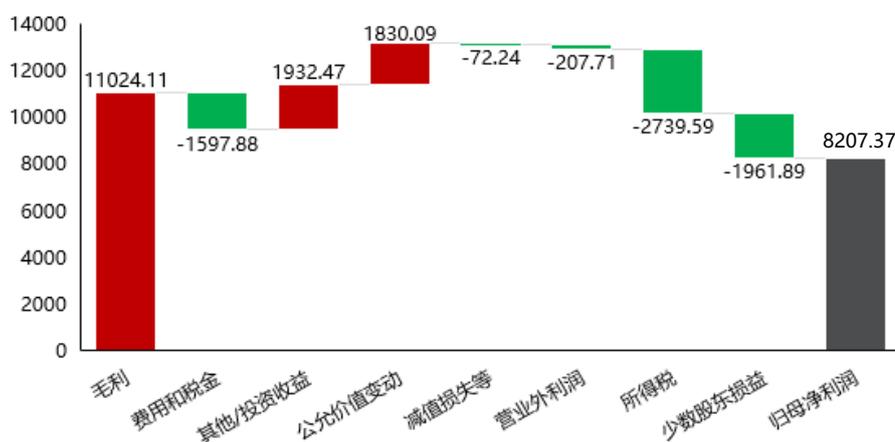
持续分红，提升投资者回报。公司 2024 年度分红 74 亿，叠加中期分红 27 亿元，年度分红首超百亿规模，位居 A 股 2025 年上市公司现金分红榜第 38 位。公司董事会同意实施 2025 年中期每股分红 0.22 元（含税），拟分红总额 58.5 亿元，占 2025 年半年度归母净利润的 25%，进一步提升投资者回报，公司股息率在股价连年大幅上涨的背景下仍实现较大幅度提升。

2 黄金量价齐升，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。

2025H1 归母净利润同比增长 82.07 亿元。 主要得益于黄金/铜等主要金属量价齐升，毛利同比增长 110.24 亿元，其他增利项还有其他/投资收益同比增长 19.32 亿元，公允价值变动同比增利 18.30 亿元。减利项主要是费用和税金同比增长 15.98 亿元，所得税同比增长 27.40 亿元，少数股东损益同比增长 19.62 亿元。

图5：2025H1 归母净利润同比增长 82.07 亿元（单位：百万元）

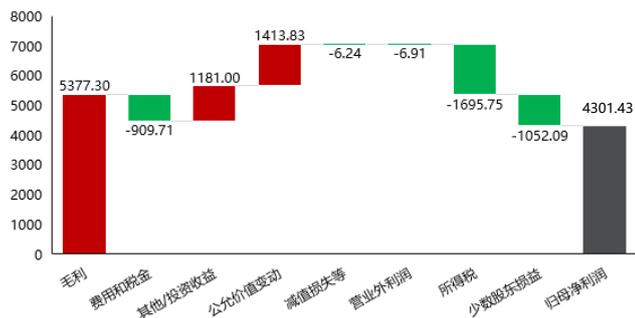


资料来源：公司公告，民生证券研究院

同比来看，2025Q2 vs 2024Q2：2025Q2 归母净利润同比增长 43.01 亿元， 主要是由于毛利同比增长 53.77 亿元，主要是得益于黄金板块量价齐升，矿产金板块毛利同比增长 44.67 亿元，整体矿产品和冶炼端毛利同比增长 39.47 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 14.30 亿元。其他增利项还有投资收益同比增长 12.21 亿元，主要是处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债取得的投资收益同比增利，及联合营公司盈利能力提升所致。

环比来看，2025Q2 vs 2025Q1：2025Q2 归母净利润环比增长 29.58 亿元。 主要是由于毛利环比增长 37.06 亿元，主要得益于黄金板块量价齐升，黄金板块毛利环比增长 23.63 亿元。此外增利项还有投资收益环比增长 9.35 亿元，营业外利润同比增长 3.03 亿元，公允价值变动同比增利 2.95 亿元。

图6: 2025Q2 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7: 2025Q2 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：黄金成为利润贡献最多板块

2025H1 综合毛利率相比于 24 年增长 3.38pct 至 23.75%，主要是由于主要金属产品价格上涨。单季度来看，2025Q2 公司单季度毛利润同比增 32.8%、环比增 20.5%至 217.69 亿元，毛利率同比增 2.85pct、环比增 1.63pct 至 24.52%。我们认为，公司 2025Q2 毛利润同比大幅增长主要得益于黄金产品量价齐升以及小金属盈利增长。

图8：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9：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，矿产金表现最好，值得注意的是，Q2 黄金毛利占比已经达到 43.2%，超过矿产铜板块的 38%的占比，成为公司利润第一大的板块。

- ✓ 2025Q2 矿产品及冶炼端毛利环比增长 24.12 亿元，其中，矿产金 Q2 毛利环比增长 23.63 亿元，贡献了主要的毛利增长。其他几个板块毛利环比变化较小。
- ✓ 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）毛利环比增长 12.95 亿元。主要或得益于小金属价格多有提升。

表1：公司分季度毛利变化 (亿元)

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q1 毛利占比 (%)	2025Q2 毛利占比 (%)	2025Q2 同比 (%)	2025Q2 环比 (%)
矿产金	37.6	49.4	52.7	57.0	70.4	94.0	39.0%	43.2%	90.5%	33.6%
矿产银	1.9	3.3	3.6	3.5	3.7	4.6	2.0%	2.1%	38.1%	24.6%
矿产铜	65.5	83.6	71.9	71.8	83.4	82.7	46.2%	38.0%	-1.1%	-0.8%
冶炼产铜	3.1	3.3	3.1	0.7	1.3	1.6	0.7%	0.7%	-51.3%	21.2%
矿产锌	2.8	6.1	8.0	7.0	4.3	3.9	2.4%	1.8%	-36.1%	-9.1%
冶炼产锌	1.0	1.5	1.1	0.0	-0.3	0.0	-0.2%	0.0%	-97.6%	-112.1%

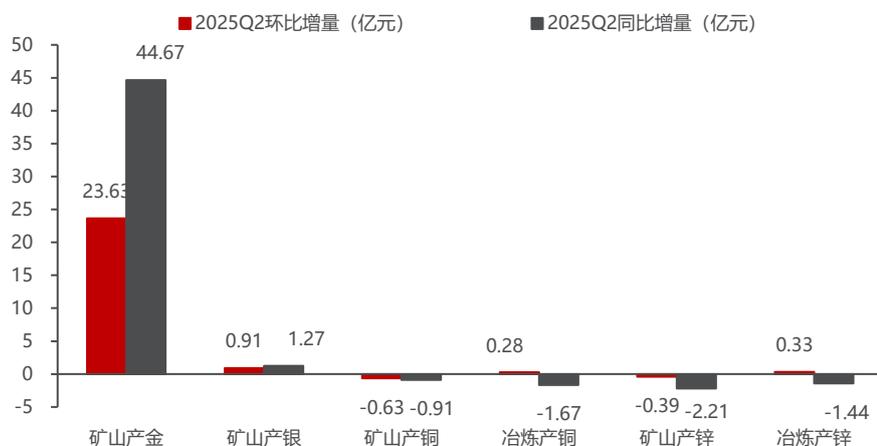
矿产品和冶炼端	113.51	147.43	140.30	139.82	162.78	186.90	90.1%	85.9%	26.8%	14.8%
其他产品等	10.66	16.50	21.61	28.82	17.85	30.80	9.9%	14.1%	86.7%	72.5%
合计	124.17	163.92	161.91	168.64	180.63	217.69	100.0%	100.0%	32.8%	20.5%

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，铜管/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10：2025Q2 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：2025Q2，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别变化+11.84%、+10.75%、-0.23%、+0.17%。其中金铜产量环比增长主要得益于产量环比增长。铜产量增长主要或来自于科卢韦齐、巨龙等项目增长，黄金产量增长主要或来自于加纳阿基姆金矿 4 月并表、波格拉复产爬坡、贵州水银洞金矿爬坡等项目增长。

价格端：2025Q2，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别变化+15.03%、+7.61%、+0.16%、-4.84%。

成本端：2025Q2，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别变化+8.21%、-0.95%、+1.24%、-2.79%。矿产金销售成本增长较多。主要或由于新并购企业过渡期成本高：如，秘鲁阿瑞那铜金矿交割后因筹备采购电动矿卡替代原租赁设备，过渡期内仅依靠少量租赁矿卡维持基本运营，选厂产能暂时未得到充分利用，导致其单位分摊固定成本畸高；加纳阿基姆金矿交割后暂时仍沿用收购前的矿山生命周期模型（至 2027 年结束）计算资产折旧，导致折旧摊销成本较大。

表2：公司分产品销量、单价和单位成本变化（2025Q2 环比 2025Q1）

	2025Q1					2025Q2				2025Q2 环比 (%)			
	单位	产量	销量	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
矿产金	千克, 元/克	19,065	18,035	642	251	22,121	20,171	738	272	16.03%	11.84%	15.03%	8.21%

矿产银	千克, 元/克	104,209	105,220	5.50	2.00	119,350	116,529	5.92	1.98	14.53%	10.75%	7.61%	-0.95%
矿产铜	吨, 元/吨	287,571	219,826	62,030	24,107	279,282	219,314	62,128	24,406	-2.88%	-0.23%	0.16%	1.24%
冶炼产铜	吨, 元/吨	185,105	186,603	67,896	67,194	195,359	195,089	68,747	67,934	5.54%	4.55%	1.25%	1.10%
矿产锌	吨, 元/吨	86,420	90,466	15,018	10,256	93,226	90,622	14,291	9,970	7.88%	0.17%	-4.84%	-2.79%
冶炼产锌	吨, 元/吨	100,526	99,081	21,390	21,687	103,607	106,184	20,120	20,086	3.06%	7.17%	-5.94%	-7.38%

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 (2025Q2 同比 2024Q2)

	单位	2024Q2				2025Q2				2025Q2 同比 (%)			
		产量	销量	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
矿产金	千克, 元/克	18,601	17,601	511	231	22,121	20,171	738	272	18.92%	14.60%	44.36%	17.79%
矿产银	千克, 元/克	108,238	110,526	4.85	1.84	119,350	116,529	5.92	1.98	10.27%	5.43%	22.01%	7.39%
矿产铜	吨, 元/吨	255,351	200,843	64,064	22,422	279,282	219,314	62,128	24,406	9.37%	9.20%	-3.02%	8.85%
冶炼产铜	吨, 元/吨	200,710	200,333	70,245	68,618	195,359	195,089	68,747	67,934	-2.67%	-2.62%	-2.13%	-1.00%
矿产锌	吨, 元/吨	98,586	106,382	14,936	9,180	93,226	90,622	14,291	9,970	-5.44%	-14.81%	-4.32%	8.61%
冶炼产锌	吨, 元/吨	88,076	79,298	20,855	18,996	103,607	106,184	20,120	20,086	17.63%	33.91%	-3.53%	5.74%

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, 2025Q2 矿山产品除铜锌外单位毛利环比均增长, 冶炼产品单位毛利环比均增长。矿产金/银单位毛利分别环比增长 19.41%、12.51%, 主要得益于价格抬升。冶炼产铜/锌单位毛利环比均有改善, 主要是由于 Q1 基数较低。

表4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2 同比	2025Q2 环比
矿产金	280	390	466	66.21%	19.41%
矿产银	3.01	3.50	3.94	30.98%	12.51%
矿山铜	41642	37922	37722	-9.41%	-0.53%
冶炼产铜	1626	702	813.5	-49.98%	15.89%
矿产锌	5756	4762	4320.4	-24.94%	-9.27%
冶炼产锌	1859	-297	33.6	-98.19%	扭亏为盈

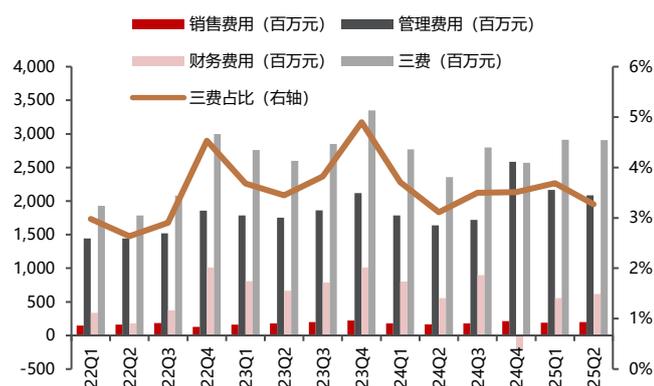
注: 矿产金、矿产银单位均为元/克; 矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌单位均为元/吨;

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

4 费用端：Q2 费用环比持稳，负债环比略有增长

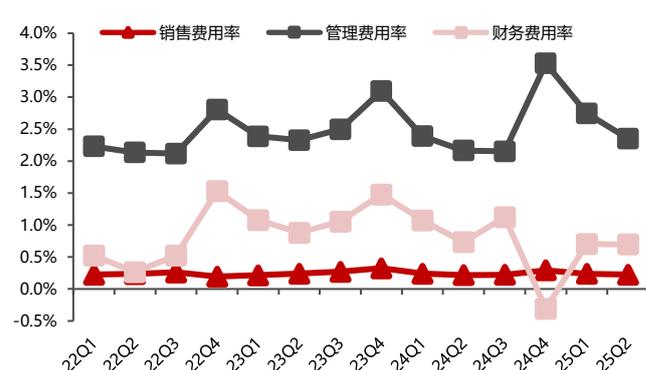
从期间费用的变化来看，2025Q2 公司三费环比基本持平，研发费用环比增长 0.9 亿元。2025Q2 期间费用（含研发费用）合计 33.27 亿元，环比增加 0.88 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化+0.13 亿元、-0.79 亿元、+0.61 亿元、-0.05 亿元。

图11：公司三费情况



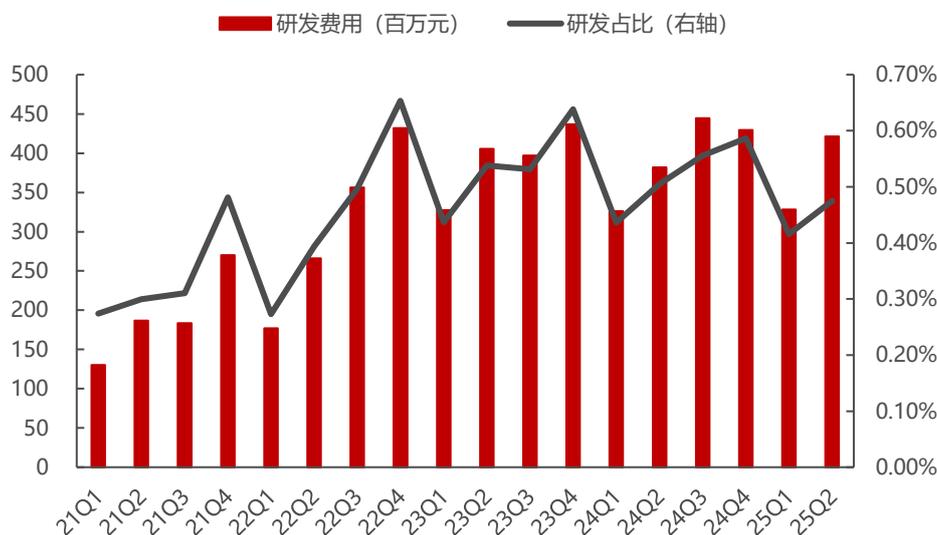
资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：公司费用率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：公司研发费用情况

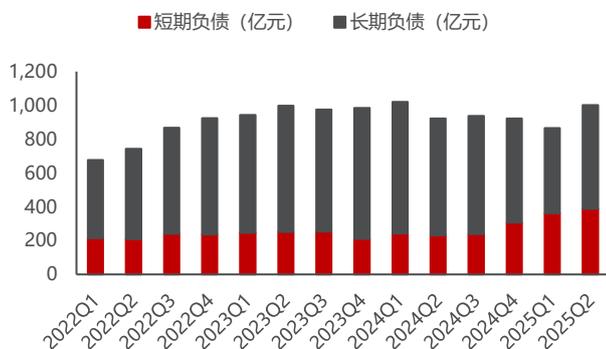


资料来源：ifind，民生证券研究院

2024 年公司港股闪电再融资，主要用途为偿还高息美元债，但由于并购项目增加以及在在建工程持续推进，公司二季度资产负债率有所增长。2025Q2 末公司借款总额环比增长 134.7 亿元至 1001.1 亿元，其中短期借款 387.72 亿元，环比增加 26.5 亿，长期借款 613.34 亿元，环比增加 108.22 亿；公司 2025H1 末资产

负债率为 56.4%，保持在 60%以下。

图14：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15：公司资产负债率变化（单位：亿元）

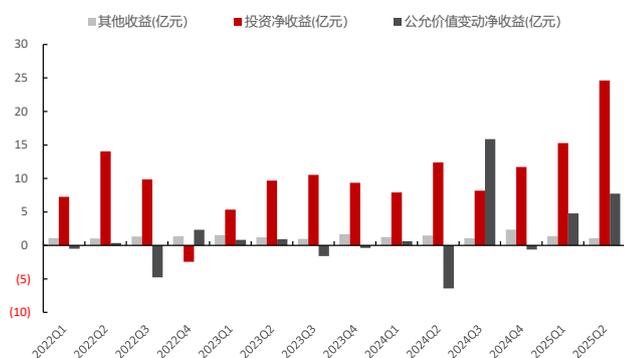


资料来源：ifind，民生证券研究院

5 Q2 非经常性利润环比增加, 主要得益于投资收益和公允价值变动增利

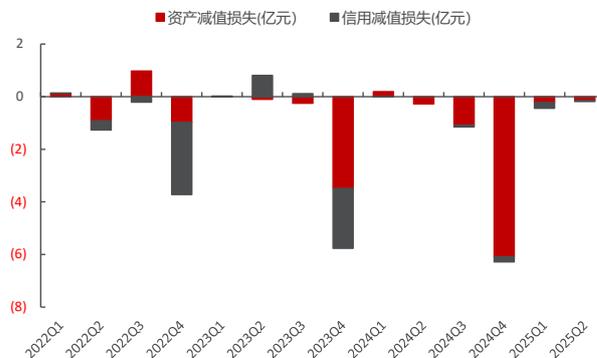
2025Q2 公司非经常性利润 (其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益) 环比增加 11.96 亿元 (其中投资净收益环比增加 9.35 亿元, 公允价值变动净收益环比增加 2.95 亿元, 主要系处置资产、套保以及股票投资产生部分收益), 资产/信用减值损失环比增利 0.26 亿元, 此外, 营业外收支环比增利 3.03 亿元。综合来看, 环比增利 15.25 亿元。

图16: 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)



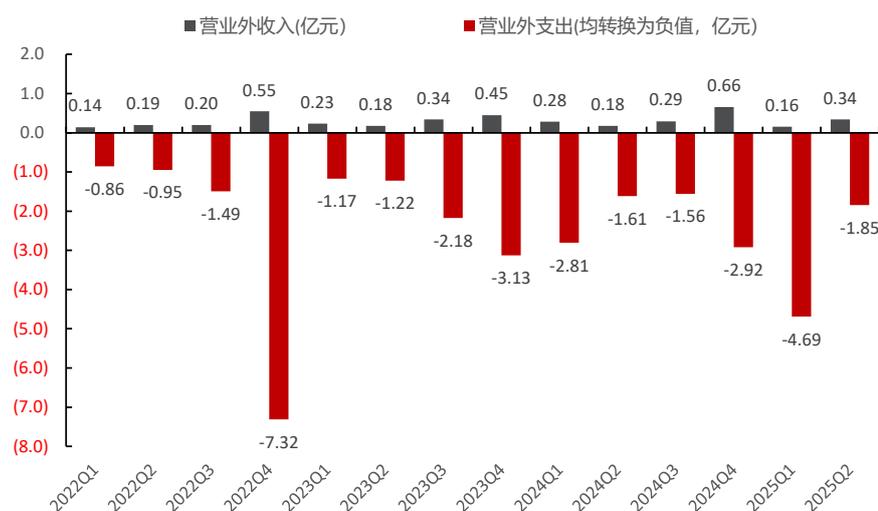
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 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18: 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，2025Q2 非经常性损益项目环比增量主要体现在：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（+6.14 亿元），除上述各项之外的其他营业外收入和支出（+3.52 亿元），处置长期股权投资取得的投资收益（+5.86 亿元）；2025Q2 环比的减量体现在：非流动资产处置损益（-0.44 亿元），计入当期损益的政府补助（-0.34 亿元），单独进行减值测试的应收款项减值准备转回（-0.02 亿元），其他符合非经常性损益定义的损益（-0.20 亿元），少数股东权益影响（-1.59 亿元），所得税影响额（-1.96 亿元）。

表5：非经常性损益项目环比较（单位：百万元）

非经常性损益项目	2025Q1	2025Q2	环比增减
非流动资产处置损益	-14.21	-58.67	-44.46
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	140.44	106.87	-33.57
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	9.09	9.16	0.07
债务重组损益	-0.38	0.12	0.50
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	462.84	1076.45	613.61
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	1.04	-0.54	-1.58
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-449.40	-96.99	352.41
处置长期股权投资取得的投资收益	0.00	585.55	585.55
其他符合非经常性损益定义的损益项目	10.23	-10.23	-20.45
少数股东权益影响额（税后）	-138.63	20.26	158.89
所得税影响额	12.82	209.18	196.36
合计	285.48	1382.29	1096.81

资料来源：公司公告，民生证券研究院

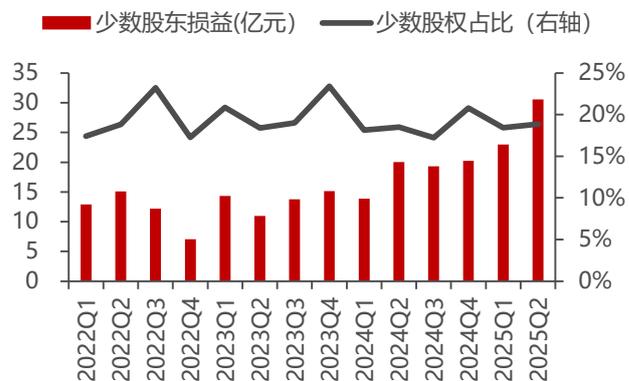
2025Q2 所得税率环比提升，少数股权占比环比小幅提升。2025Q2 公司所得税率环比提升 3.18pct 至 18.32%。另外，公司 25Q2 少数股东损益环比增加 7.58 亿元，少数股东损益占比提升 0.45pct 至 18.88%。2025Q2 年少数股东损益环比提升，主要因为 25Q2 金价环比走强，部分子公司盈利快速增长。

图19: 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20: 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

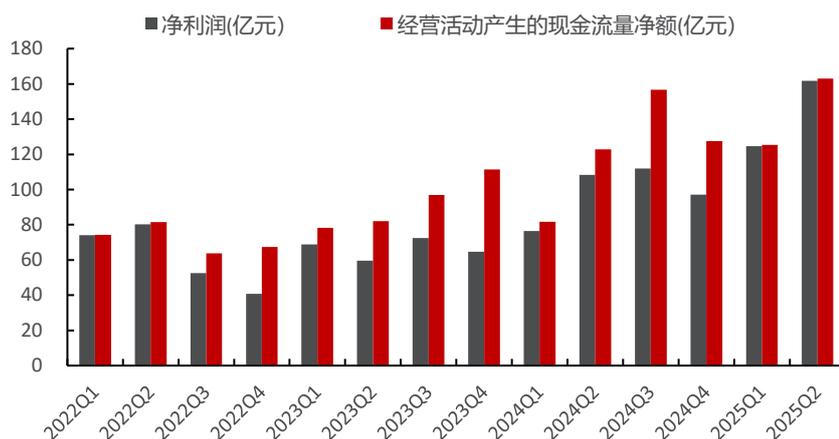
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

2025Q2 公司实现经营活动现金净流入 163.02 亿元，同比增加流入 40.27 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。

2025Q2 公司筹资活动产生的现金净流入额为 4.95 亿元，上年同期为现金净流出额 24.23 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。

2025Q2 公司投资活动产生的现金净流出为 212.92 亿元，上年同期为现金净流出 58.03 亿元，主要系正常项目投建资金需求。

图21：公司单季度净利润及经营活动净现金流



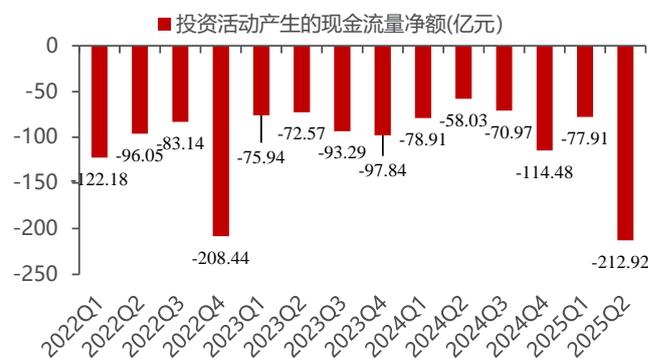
资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：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23：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 项目进展：分拆紫金黄金国际，海外黄金业务重估

7.1 矿产金：山西紫金复产，产量同比增长

2025H1 矿产金产量 41.19 吨，同比增长 16.32%，25 年公司矿产金年度目标是 85 吨，25H1 完成年度规划目标的 48.46%。2025H1，塞尔维亚紫金矿业 (-0.28 吨)、哥伦比亚武里蒂卡 (-1.11 吨)、苏里南罗斯贝尔金矿 (-0.46 吨) 同比减量，泽拉夫尚 (+0.37 吨)、诺顿金田 (+0.08 吨)、陇南紫金 (+0.25 吨)、圭亚那奥罗拉 (+0.09 吨) 等其他矿山贡献增量。具体来看主要金矿的生产进度，罗斯贝尔项目 2025 年计划矿产金 8 吨，25H1 完成年度目标的 41%；武里蒂卡金矿 2025 年计划矿产金 9 吨，25H1 完成年度目标的 43%；奥罗拉金矿 2025 年计划矿产金 4 吨，25H1 完成年度目标的 51%；诺顿金田 2025 年计划矿产金 7 吨，25H1 完成年度目标的约 56%；塔吉克斯坦泽拉夫尚 2025 年计划矿产金 6 吨，25H1 完成年度目标的 50%。

表7：2025H1 矿产金产量同比+16.32% (单位：千克)

主要企业或矿山	权益	2024H1	2025H1	2025H1 同比
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	2,625	2,990	13.90%
澳洲诺顿金田黄金公司	100%	3,817	3,895	2.04%
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	5,002	3,886	-22.31%
山西紫金	100%	/	3,136	/
甘肃陇南紫金	84.22%	3,530	3,782	7.14%
塞尔维亚紫金矿业	100%	2,894	2,627	-9.23%
圭亚那奥罗拉	100%	1,949	2,039	4.62%
苏里南罗斯贝尔	95%	3,741	3,285	-12.19%
集团其他黄金企业合计		11,848	15,546	31.21%
总计		35,406	41,186	16.32%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.2 矿产铜：卡莫阿矿震产生干扰，整体产量持续增长

2025H1 矿产铜产量 56.69 万吨，同比+9.31%，25 年矿产铜年度目标是 115 万吨，25H1 完成年度规划目标的 49.30%。2025H1，刚果（金）科卢韦齐铜矿、紫金山金铜矿、塞尔维亚紫金铜业、西藏巨龙、卡莫阿铜业（权益）等优质项目持续增量增效，分别同比增长 21.47%、2.28%、2.47%、14.87%、30.32%。具体来看主要铜矿的生产进度，塞尔维亚的丘卡卢-佩吉铜金矿和博尔铜矿计划 25 年生产矿产铜 29 万吨，25H1 塞尔维亚完成年度目标的 51.4%；卡莫阿 2025 年计划矿产铜 58 万吨（100%权益），25H1 完成年度目标的 42.3%；科卢韦齐铜矿 2025 年计划矿产铜 11 万吨，25H1 完成年度目标的 49.7%；巨龙铜业 2025 年计划矿产铜 17 万吨，25H1 完成年度目标的 54.6%。跟踪项目进展，刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿的卡库拉矿段接连发生多次矿震，致使卡库拉矿段东区大面积

被淹，井下采矿作业暂停，恢复时间尚不确定；受本次淹井事件影响，该项目全年产量计划将从 52-58 万吨下调为 37-42 万吨，公司 2025 年矿产铜权益产量将相应减少 4.4-9.3 万吨，预计对公司全年矿产铜产量不会带来重要影响。

表8：2025H1 矿产铜产量同比+9.31% (单位：吨)

主要企业或矿山	权益	2024H1	2025H1	2025H1 同比
刚果（金）科卢韦齐铜矿	67%	45,047	54,720	21.47%
黑龙江多宝山铜业	100%	57,242	57,122	-0.21%
福建紫金山金铜矿	100%	44,331	45,343	2.28%
塞尔维亚紫金铜业(紫金波尔铜业有限公司)	63%	59,454	60,925	2.47%
西藏巨龙	58.16%	80,758	92,768	14.87%
卡莫阿铜业（权益）	44.44%	83,593	108,939	30.32%
塞尔维亚紫金矿业	100%	90,008	88,086	-2.14%
其他矿山合计		58,137	58,950	1.40%
总计		518,570	566,853	9.31%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.3 铅锌矿：产量同比下滑，努力朝规划目标推进

2025H1 矿产锌产量 17.96 万吨，同比减少 10.21%，矿产铅产量 2.05 万吨，同比减少 6.21%。2025 年公司矿产锌铅目标是 44 万吨，25H1 公司矿产锌铅产量完成年度规划的 45.5%。矿产锌方面，2025H1 新疆紫金锌业和碧沙矿业矿产锌产量分别变化-2.31%和-29.30%。具体来看主要铅锌矿的生产进度，碧沙锌（铜）矿 2025 年计划生产矿产锌 11 万吨，25H1 完成年度目标的 36.4%；紫金锌业乌拉根锌（铅）矿 2025 年计划生产矿产锌 14 万吨、铅 2.2 万吨，25H1 完成年度目标的 48.7%、44.4%。

表9：2025H1 矿产锌产量同比-10.21%，矿产铅产量同比-6.21% (单位：吨)

主要企业或矿山	权益	2024H1			2025H1			2025H1 同比		
		矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 %	矿产铅 %	矿产锌+ 铅合计 %
碧沙矿业	55%	56,559	/	56,559	39,986	/	39,986	-29.30%	/	-29.30%
新疆紫金锌业	100%	69,849	12,563	82,412	68,232	9,759	77,991	-2.31%	-22.32%	-5.36%
乌拉特后旗紫金	95%	26,212	5,728	31,940	/	/	/	/	/	/
俄罗斯图瓦龙兴	70%	/	/	/	35,703	2,996	38,699	/	/	/
其他矿山合计		47,463	3,571	51,034	35,725	7,749	43,474	/	/	/
总计		200,083	21,862	221,945	179,646	20,504	200,150	-10.21%	-6.21%	-9.82%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.4 矿产银：项目产能扩充，产量有望持续提升

2025H1 矿产银产量 223.56 吨，同比上升 6.33%，25 年矿产银年度规划是 450 吨，24H1 公司完成年度规划目标的 49.68%。2025H1 公司共产银 501.01 吨，同比提升 1.56%，其中：冶炼副产银 277.45 吨，同比下降 2%；矿山产银 223.56 吨，同比上升 6.3%。随着巨龙铜矿、多宝山铜山铜矿等加速扩能投产，伴生矿产银产量将全面提升。

表10：2025H1 矿产银产量同比+6.33% (单位：千克)

名称	权益	2024H1	2025H1	2025H1 同比
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	29,240	31,517	7.79%
黑龙江多宝山铜业	100%	19,609	20,058	2.29%
福建紫金山金铜矿	100%	14,486	/	/
洛阳坤宇矿业有限公司	70%	20,309	20,492	0.90%
西藏巨龙铜业	58.16%	56,415	51,602	-8.53%
俄罗斯龙兴	70%	/	20,021	/
其他矿山合计		70,193	79,869	/
总计		210,252	223,559	6.33%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.5 小金属板块：沙坪沟钼矿获取环评，碳酸锂稳步推进

2025H1，公司铁/钼/钨/钴等小金属板块盈利积极向好。2025H1 公司生产铁精矿 139 万吨，同比上升 58.0%(上年同期：88 万吨)。公司矿山产钼 5,879 吨、钨 2,137 吨、钴 30 吨。公司铜、锌及金冶炼副产硫酸 192 万吨，同比上升 3.2% (上年同期：186 万吨)。铁、钼、钨、钴、硫酸等其他产品销售收入占报告期内营业收入的 18.1% (抵销后)，产品毛利占集团毛利的 18.5%。

钼板块：2022 年底，公司曾发布公告计划收购安徽沙坪沟钼矿 84%权益，据 2025 年半年报披露，安徽沙坪沟钼矿已获得环评批复，项目交割工作加快推进，开发条件日趋成熟。

根据 2013 年经安徽省国土资源厅备案的《安徽省金寨县沙坪沟钼矿勘探地质报告》显示，探矿权内沙坪沟钼矿估算的资源量为矿石量 16.30 亿吨，钼金属量 233.78 万吨，平均品位 0.143%。当 Mo 边界品位为 0.30%时，沙坪沟钼矿矿石量 1.65 亿吨，钼金属量 63 万吨，平均品位 0.38%。中国 65%的钼资源品位低于 0.1%，因此该矿山具有很强的成本优势和市场竞争力。此次交易完成后，紫金矿业权益钼资源量将从 92 万吨大幅提升至 290 万吨，相当于中国总量的三分之一，未来有望成为全球最大钼生产企业之一。

该项目建设期 4.5 年，总投资预计 72 亿元，其中建设投资 64 亿元，建成达

产后年均产钼精矿含钼 2.72 万吨。产品销售价格按照钼精矿含钼 15 万元/吨(含税)计, 年均利润总额 10 亿元, 项目投资内部收益率 12.48%, 投资回收期为 10.4 年 (含 4.5 年建设期)。

表11: 沙坪沟钼矿概况

项目	介绍
矿种	以辉钼矿为主, 产品为钼精矿 (含钼品味 57%)。
收购对价	人民币 59.1 亿元 , 获得安徽金沙钼业有限公司 84% 股权。
建设规模	设计采选矿石生产能力为 1,000 万吨/年 。金沙钼业拥有沙坪沟钼矿探矿权, 目前正在办理探转采的手续, 已通过安徽省自然资源管理部门审核, 尚待自然资源部的最终审批。
开发方案	沙坪沟钼矿矿体资源量大, 品位较高, 矿体的赋存条件和水文地质条件简单, 适合于采用 大规模地下开采 。根据矿体的赋存状态, 采用主、副竖井+斜坡道开拓, 采矿方法为大直径深孔空场嗣后充填法; 选矿工艺为粗碎+半自磨+球磨+浮选+精矿浓缩过滤。
建设期	预计建设期 4.5 年。
生产期	采用“贫富兼采, 择优首采”的原则, 首采中段确定为-450 米中段, 将矿体以-450 米为界分为上下两部分, 前期开采-450 米以上的矿体, 服务年限约 57 年, 后期延伸开拓系统进行深部开采, 服务年限约 37 年, 矿山总服务年限可达 94 年 (不含基建期) 。
项目投资	总投资预计 72 亿元, 其中建设投资 64 亿元。
年产量	钼精矿含钼 2.72 万吨。
成本	根据可研测算倒推, 该项目完全成本不含税为单吨钼精矿含钼 9.6 万元/吨 。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理及测算

表12: 沙坪沟钼矿资源量情况

矿石品级	资源级别	矿石量 万吨	钼品位 %	钼金属量 万吨
工业矿	探明	22,206.44	0.265	58.87
	控制	32,906.32	0.182	59.96
	推断	56,930.34	0.16	91.18
	小计	112,043.10	0.187	210.02
低品位矿	探明	1,618.39	0.044	0.7
	控制	7,710.42	0.047	3.64
	推断	41,659.99	0.047	19.42
	小计	50,988.80	0.047	23.76
合计 (工业+低品位矿)		163,031.90	0.143	233.78

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

锂板块: 稳扎稳打, 降本增效。2025H1 全球碳酸锂市场继续低迷, 公司放缓矿山的建设和投产进度, 不以完成年初设定的锂产品产量计划为目标, 进一步开展技改降本等措施, 夯实成本基础。公司矿山产当量碳酸锂 7,315 吨, 同比增长 2961% (上年同期: 239 吨)。碳酸锂业务销售收入占报告期内营业收入的 0.2% (抵销后), 毛利占集团毛利的 0.2%。

表13：公司在建锂项目进展更新

项目名称	项目金额	项目进展	2025H1 投入金额 (亿元)	累积实际投入金额 (亿元)	项目收益情况
3Q 一期工程	6.2 亿美元	预计 2025 年 9 月正式投料投产	2.01	42.77	碳酸锂约 2 万吨/年
湘源锂矿采选工程	26.57 亿元	预计 2025 年 9 月前具备带料试车条件	4.25	16.56	铁锂云母 65.68 万吨/年
湖南资金新材料工程	24.12 亿元	碳酸锂项目土建完成 80%，安装完成 70%；配套 220KV 输变电项目已完成竣工验收，5000 方 LNG 项目土建完成 85%、安装完成 80%。	5.82	14.56	加工生产电池级碳酸锂 3 万吨/年

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.6 海外金矿主体港股 IPO，海外黄金板块迎来重估

紫金黄金国际是紫金矿业的所有黄金矿山（除中国之外）整合而成的全球领先黄金开采公司，紫金矿业计划分拆紫金黄金国际赴港股 IPO。紫金黄金国际共有 7 座控股金矿以及 1 座参股金矿，分布在四大洲八大国家。从资源禀赋来看，截至 2024 年底，公司合并矿产金权益资源量为 1614 吨，平均品位为 1.4g/t，公司合并矿产金权益储量为 856 吨，平均品位为 1.4g/t。从产量来看，2024 年公司合计黄金产量 46.7 吨（包括阿基姆金矿和波格拉金矿的权益量），权益量为 40 吨。根据公司披露的产量指引，仅靠内生性增长，2025-2026 年公司黄金权益产量分别增长 19.9%和 31.2%至 40.5 和 53.1 吨（未考虑拟并购的哈萨克斯坦金矿），后续随着公司对内持续挖潜，对外积极并购，我们预计公司增长潜力的持续性较强，或将超过当前规划产能。从成本来看，近两年公司成本有所增加。2022-2024 年公司合计全维持成本从 1046 美元/盎司提升至 1458 美元/盎司，但成本涨势 2024 年得到了较好控制，2024 年公司全维持成本仅同比增长 0.6%。

内生性增长+外延性并购，紫金黄金国际成长性十足，价值或迎来重估。根据招股说明书披露的产量指引，仅靠内生性增长，2025-2026 年紫金黄金国际黄金权益产量分别增长 19.9%和 31.2%至 40.5 和 53.1 吨（未考虑拟并购的哈萨克斯坦金矿），后续随着公司对内持续挖潜，对外积极并购，参考母公司紫金矿业过去产量指引持续上调，我们预计公司增长潜力的持续性较强，或将超过当前规划产能。

表14：2022-2030 年公司历史产量以及规划产量（单位：吨）

矿山名称	权益	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
哥伦比亚武里蒂卡金矿	68.8%	7.7	8.3	10.0	9.6	8.9	9.0	9.4	10.2	8.8
澳大利亚诺顿金田	100%	5.5	6.7	8.3	6.5	10.7	7.3	7.2	4.8	6.9
吉尔吉斯斯坦左岸金矿	60%	4.1	4.0	3.7	3.3	3.0	2.8	2.7	2.8	2.9
圭亚那奥罗拉金矿	100%	2.8	3.0	4.1	5.7	6.8	6.4	4.0	4.4	7.0
塔吉克斯坦吉劳塔罗金矿	70%	6.3	6.3	5.4	6.2	8.1	9.5	8.4	8.7	5.9
苏里南罗斯贝尔金矿-23 年并表	95%	7.5	7.5	7.5	9.5	10.1	9.1	9.1	9.0	8.2
加纳阿基姆金矿-25 年并表	100%	12.8	9.0	6.3	4.0	8.7	10.5	13.4	14.4	17.1

巴布亚新几内亚波格拉金矿-权益量	24.5%	0.0	0.0	1.4	2.5	3.7	4.9	4.9	4.9	4.9
产量合计 (控股企业总量+参股企业权益量)		26.4	35.8	40.4	47.2	60.0	59.4	59.0	59.2	61.7
<i>yoy</i>			35.7%	12.8%	16.8%	27.3%	-1.0%	-0.7%	0.3%	4.2%
权益产量		20.5	29.3	33.8	40.5	53.1	52.2	52.0	51.8	55.6
<i>yoy</i>			43.3%	15.1%	19.9%	31.2%	-1.8%	-0.3%	-0.4%	7.3%

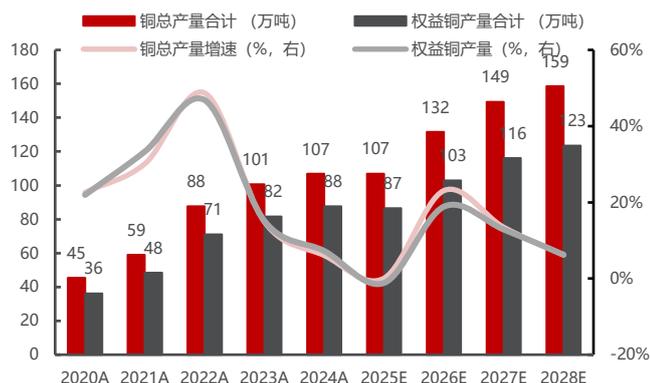
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：波格拉金矿 25-30 年产量为我们预测数据，其他均为公司招股说明书中可研报告规划数据；未考虑即将交割的哈萨克斯坦金矿

8 盈利预测与投资建议

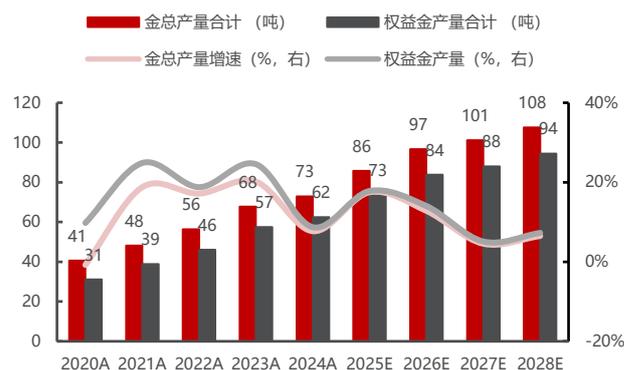
考虑到公司铜金产量持续增长，铜金价格上涨，我们预计 2025-2027 年公司
将实现归母净利 449 亿元、494 亿元、532 亿元，对应 8 月 29 日收盘价的 PE 为
14x、12x 和 12x，维持“推荐”评级。

图24：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25：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

9 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，若宏观经济增长承压，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	335,848	367,605	390,388
营业成本	241,776	254,364	272,082	285,675
营业税金及附加	5,819	7,389	8,455	9,369
销售费用	738	806	882	937
管理费用	7,729	8,549	9,357	9,937
研发费用	1,582	1,343	1,470	1,562
EBIT	46,231	63,980	76,030	83,629
财务费用	2,029	2,284	2,279	2,011
资产减值损失	-727	-350	-393	-429
投资收益	4,020	6,045	6,617	7,027
营业利润	48,827	68,383	80,021	88,266
营业外收支	-749	-800	-800	-800
利润总额	48,078	67,583	79,221	87,466
所得税	8,685	12,165	15,844	17,493
净利润	39,393	55,418	63,377	69,973
归属于母公司净利润	32,051	44,889	49,434	53,179
EBITDA	56,848	75,706	89,830	99,397

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,691	41,259	67,196	92,175
应收账款及票据	6,966	7,667	8,425	8,956
预付款项	4,201	4,420	4,728	4,964
存货	33,313	34,697	38,908	42,423
其他流动资产	22,768	23,987	24,251	24,441
流动资产合计	98,939	112,030	143,507	172,958
长期股权投资	43,085	43,085	43,085	43,085
固定资产	92,307	117,321	143,581	170,777
无形资产	68,588	78,588	81,588	84,588
非流动资产合计	297,672	337,990	370,885	403,820
资产合计	396,611	450,021	514,393	576,778
短期借款	30,713	33,713	36,713	41,713
应付账款及票据	20,828	21,912	23,438	24,609
其他流动负债	48,243	51,241	53,557	54,628
流动负债合计	99,784	106,866	113,709	120,951
长期借款	61,453	61,453	61,453	61,453
其他长期负债	57,643	64,992	64,992	64,992
非流动负债合计	119,096	126,445	126,445	126,445
负债合计	218,880	233,311	240,153	247,396
股本	2,658	2,683	2,683	2,683
少数股东权益	37,945	48,475	62,418	79,211
股东权益合计	177,731	216,710	274,239	329,382
负债和股东权益合计	396,611	450,021	514,393	576,778

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	10.61	9.46	6.20
EBIT 增长率	44.53	38.39	18.83	10.00
净利润增长率	51.76	40.06	10.12	7.58
盈利能力 (%)				
毛利率	20.37	24.26	25.99	26.82
净利润率	10.56	13.37	13.45	13.62
总资产收益率 ROA	8.08	9.97	9.61	9.22
净资产收益率 ROE	22.93	26.68	23.34	21.26
偿债能力				
流动比率	0.99	1.05	1.26	1.43
速动比率	0.48	0.56	0.76	0.93
现金比率	0.32	0.39	0.59	0.76
资产负债率 (%)	55.19	51.84	46.69	42.89
经营效率				
应收账款周转天数	8.65	7.67	7.70	7.84
存货周转天数	46.61	48.13	48.69	51.25
总资产周转率	0.82	0.79	0.76	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.69	1.86	2.00
每股净资产	5.26	6.33	7.97	9.41
每股经营现金流	1.84	2.68	2.74	3.03
每股股利	0.38	0.22	0.56	0.60
估值分析				
PE	19	14	12	12
PB	4.4	3.6	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.10	9.84	8.29	7.49
股息收益率 (%)	1.65	0.95	2.42	2.60

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	39,393	55,418	63,377	69,973
折旧和摊销	10,617	11,726	13,801	15,768
营运资金变动	294	3,172	-2,099	-2,658
经营活动现金流	48,860	71,105	72,883	80,612
资本开支	-24,426	-53,987	-47,260	-49,264
投资	-9,553	5,750	0	0
投资活动现金流	-32,238	-47,972	-40,643	-42,237
股权募资	5,821	0	0	0
债务募资	6,866	2,920	3,000	5,000
筹资活动现金流	-4,429	-13,564	-6,303	-13,396
现金净流量	11,956	9,568	25,937	24,979

插图目录

图 1: 2025H1, 公司实现营收 1677 亿元.....	3
图 2: 2025H1, 公司实现归母净利润 232.9 亿元.....	3
图 3: 2025Q2, 公司实现营收 888 亿元.....	3
图 4: 2025Q2, 公司实现归母净利润 131.2 亿元.....	3
图 5: 2025H1 归母净利润同比增长 82.07 亿元 (单位: 百万元)	4
图 6: 2025Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 7: 2025Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 8: 公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化.....	6
图 9: 公司分季度毛利润及毛利率变化.....	6
图 10: 2025Q2 分产品毛利变化.....	7
图 11: 公司三费情况	9
图 12: 公司费用率变化	9
图 13: 公司研发费用情况.....	9
图 14: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	10
图 15: 公司资产负债率变化 (单位: 亿元)	10
图 16: 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)	11
图 17: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)	11
图 18: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)	11
图 19: 公司分季度所得税及所得税率.....	13
图 20: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	13
图 21: 公司单季度净利润及经营活动净现金流.....	14
图 22: 公司单季度筹资活动净现金流	14
图 23: 公司单季度投资活动净现金流	14
图 24: 紫金矿业铜产量预测.....	22
图 25: 紫金矿业金产量预测.....	22

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)	6
表 2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2025Q2 环比 2025Q1)	7
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2025Q2 同比 2024Q2)	8
表 4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化.....	8
表 5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)	12
表 6: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)	15
表 7: 2025H1 矿产金产量同比+16.32% (单位: 千克)	16
表 8: 2025H1 矿产铜产量同比+9.31% (单位: 吨)	17
表 9: 2025H1 矿产锌产量同比-10.21%, 矿产铅产量同比-6.21% (单位: 吨)	17
表 10: 2025H1 矿产银产量同比+6.33% (单位: 千克)	18
表 11: 沙坪沟钨矿概况	19
表 12: 沙坪沟钨矿资源量情况.....	19
表 13: 公司在建锂项目进展更新.....	20
表 14: 2022-2030 年公司历史产量以及规划产量 (单位: 吨)	20
公司财务报表数据预测汇总.....	24

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。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

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。	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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