

铜金业务有望延续量价齐升，分拆上市或将推动价值重估

——紫金矿业 2025 年半年报点评

核心观点

- 铜金业务量价齐升，助力业绩显著增长。**公司 25H1 实现归母净利润 232.9 亿元，yoy+54.41%，Q2 单季度实现归母净利润 131.25 亿元，qoq+29.1%。25H1 公司铜金业务实现量价齐升，成为业绩增长推动力。矿产铜、矿产金、矿产银分别同比增长 9%、16%、6%，得益于 25H1 贵金属以及铜价格持续上涨，公司整体矿产品毛利率同比上升 3PCT。目前，公司矿产铜、矿产金和矿产银已经分别完成 2025 年指引产量的 53%、48%、50%，我们预测，特别是在矿产金产量方面，公司 25H2 有望持续发力，加大生产力度，延续业绩增长。此外，美国就业数据持续走低引发市场对于美国经济下行风险提升的担忧，25 年 9 月美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点，市场预计连续降息周期或开启。降息周期的开启有助于黄金、铜等金属迎来上涨行情，我们看好公司铜金业务实现量价齐升，业绩有望继续向上。
- 资源勘查+并购双轮驱动，持续推进增储扩产。**公司作为矿业龙头企业，持续锚定增储扩产战略，不断夯实资源基础。一方面，公司坚持矿产资源勘查，针对旗下塞尔维亚玛格铜金矿、苏里南罗斯贝尔金矿持续进行勘探和补勘，另一方面，公司积极实行并购策略，收购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目，并通过对上市公司藏格矿业的控制权收购，新增战略性矿产钾资源储量，进一步增厚公司铜、锂金属资源储量。据公司披露，25H1 公司权益口径资源量已经较年初，在铜、金、碳酸锂方面分别提升约 5%、7%、14%，为公司中长期发展打下坚实的资源基础。
- 境外黄金板块拟分拆上市，资本产业有力协同，有望推动价值重估。**公司拟将八座境外黄金矿山资产重组至紫金黄金国际，并于 2025 年 6 月 30 日向联交所正式递交上市申请，深刻体现了公司对黄金板块的长期投资信心。境外黄金板块的分拆上市一方面有助于公司在海外继续拓展黄金业务，另一方面或将使得公司黄金板块在资本市场获得价值重估，有望推动公司整体的估值提升。

盈利预测与投资建议

- 我们调整了金、铜等相关产品的售价和销量，上调了费用率等，预测公司 2025-2027 年每股收益为 1.87、2.35、2.79 元（2025-2027 年原预测值 1.49、1.82、2.20 元），根据可比公司 25 年 17X 的 PE 估值，对应目标价 31.79 元，维持买入评级。

风险提示

公司矿产铜、矿产金产品的量、价、利润率不及预期；海外并购当地政局不稳定风险；投资收益波动风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	293,403	303,640	393,072	429,112	461,850
同比增长(%)	8.5%	3.5%	29.5%	9.2%	7.6%
营业利润(百万元)	31,937	48,827	74,127	94,003	112,701
同比增长(%)	3.2%	52.9%	51.8%	26.8%	19.9%
归属母公司净利润(百万元)	21,119	32,051	49,712	62,435	74,188
同比增长(%)	5.4%	51.8%	55.1%	25.6%	18.8%
每股收益(元)	0.79	1.21	1.87	2.35	2.79
毛利率(%)	15.8%	20.4%	22.9%	25.5%	27.8%
净利率(%)	7.2%	10.6%	12.6%	14.5%	16.1%
净资产收益率(%)	21.5%	25.9%	31.6%	31.2%	28.9%
市盈率	30.7	20.2	13.1	10.4	8.7
市净率	6.0	4.6	3.7	2.9	2.3

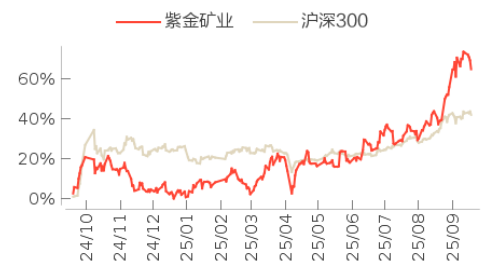
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年09月18日）	24.42 元
目标价格	31.79 元
52 周最高价/最低价	26.35/14.56 元
总股本/流通 A 股（万股）	2,657,757/2,657,678
A 股市值（百万元）	649,024
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025 年 09 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.02	17.4	30.03	64.74
相对表现%	-3.92	11.3	13.95	22.89
沪深 300%	-1.1	6.1	16.08	41.85



证券分析师

刘洋 021-63326320
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

联系人

黄雨韵 021-63326320
huangyuyun@orientsec.com.cn

相关报告

扩产增储降本增效，矿业龙头迈向巅峰： 2025-04-12
——紫金矿业 2024 年报点评
穿越周期，向世界级一流矿企持续迈进： 2024-02-05
——紫金矿业首次覆盖

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2025/9/18	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
山东黄金	600547	36.10	0.64	1.38	1.70	1.97	56.38	26.15	21.18	18.29
山金国际	000975	20.36	0.78	1.20	1.43	1.83	26.02	16.91	14.28	11.13
赤峰黄金	600988	27.40	0.93	1.52	1.80	2.05	29.51	18.02	15.25	13.36
洛阳钼业	603993	12.38	0.63	0.76	0.85	0.93	19.57	16.30	14.55	13.38
金诚信	603979	62.00	2.54	3.64	4.17	4.85	24.42	17.03	14.86	12.78
	调整后平均						26.65	17.32	14.89	13.18

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

矿产铜、矿产金产品的量、价、利润率不及预期。由于市场环境复杂多变，公司产量指引为指导性指标，存在不确定性。并且由于宏观经济的不确定性，铜、金价格也存在不确定性。

海外并购当地政局不稳定风险。公司目前一半以上矿产资源位于海外，由于当今世界形式多变复杂，多处海外当地政局出现不稳定情况，可能对投资并购造成风险。

投资收益波动风险。公司除拥有大量矿产资源外，还投资了多家拥有相关资源布局的企业。由于宏观经济形势与企业经营状况变化，可能导致并表收益波动的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,449	31,691	47,968	83,834	134,365	营业收入	293,403	303,640	393,072	429,112	461,850
应收票据、账款及款项融资	11,130	8,495	16,352	18,001	19,612	营业成本	247,024	241,776	303,010	319,594	333,465
预付账款	2,677	4,201	5,740	6,278	6,775	销售费用	766	738	1,260	1,386	1,512
存货	29,290	33,313	46,782	49,718	52,363	管理费用	7,523	7,729	10,840	11,859	12,839
其他	16,083	21,239	22,512	23,201	23,861	研发费用	1,567	1,582	2,048	2,236	2,407
流动资产合计	77,629	98,939	139,354	181,033	236,976	财务费用	3,268	2,029	3,537	2,712	1,302
长期股权投资	31,632	43,085	51,355	62,333	74,823	资产、信用减值损失	519	753	450	450	450
固定资产	81,466	92,307	112,539	130,635	147,166	公允价值变动收益	(19)	948	948	948	948
在建工程	35,716	38,601	43,735	44,002	43,597	投资净收益	3,491	4,020	8,271	10,977	12,491
无形资产	67,892	68,588	65,731	62,873	60,015	其他	(4,271)	(5,175)	(7,018)	(8,797)	(10,613)
其他	48,671	55,090	54,561	54,032	53,503	营业利润	31,937	48,827	74,127	94,003	112,701
非流动资产合计	265,377	297,672	327,921	353,875	379,105	营业外收入	120	141	141	141	141
资产总计	343,006	396,611	467,275	534,907	616,081	营业外支出	769	890	890	890	890
短期借款	20,989	30,713	30,713	30,713	30,713	利润总额	31,287	48,078	73,378	93,254	111,952
应付票据及应付账款	16,284	20,828	37,568	40,480	43,346	所得税	4,748	8,685	13,021	16,455	19,892
其他	46,909	48,243	56,524	58,951	61,702	净利润	26,540	39,393	60,357	76,798	92,060
流动负债合计	84,182	99,784	124,805	130,143	135,761	少数股东损益	5,420	7,342	10,645	14,363	17,871
长期借款	77,531	61,453	61,453	58,453	53,453	归属于母公司净利润	21,119	32,051	49,712	62,435	74,188
应付债券	25,287	38,700	38,700	38,700	38,700	每股收益(元)	0.79	1.21	1.87	2.35	2.79
其他	17,643	18,943	18,943	18,943	18,943						
非流动负债合计	120,460	119,096	119,096	116,096	111,096	主要财务比率					
负债合计	204,643	218,880	243,901	246,239	246,857		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	30,857	37,945	48,590	62,953	80,824	成长能力					
实收资本(或股本)	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658	营业收入	8.5%	3.5%	29.5%	9.2%	7.6%
资本公积	25,088	28,243	28,713	28,713	28,713	营业利润	3.2%	52.9%	51.8%	26.8%	19.9%
留存收益	70,637	94,445	143,413	194,345	257,029	归属于母公司净利润	5.4%	51.8%	55.1%	25.6%	18.8%
其他	9,148	14,440	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	138,363	177,731	223,374	288,668	369,224	毛利率	15.8%	20.4%	22.9%	25.5%	27.8%
负债和股东权益总计	343,006	396,611	467,275	534,907	616,081	净利率	7.2%	10.6%	12.6%	14.5%	16.1%
						ROE	21.5%	25.9%	31.6%	31.2%	28.9%
						ROIC	11.3%	13.7%	18.3%	19.7%	19.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	59.7%	55.2%	52.2%	46.0%	40.1%
净利润	26,540	39,393	60,357	76,798	92,060	净负债率	89.2%	65.9%	45.2%	21.5%	1.8%
折旧摊销	5,912	9,669	10,535	12,265	14,071	流动比率	0.92	0.99	1.12	1.39	1.75
财务费用	3,268	2,029	3,537	2,712	1,302	速动比率	0.57	0.66	0.74	1.01	1.36
投资损失	(3,491)	(4,020)	(8,271)	(10,977)	(12,491)	营运能力					
营运资金变动	4,529	(324)	883	(474)	205	应收账款周转率	37.4	41.6	41.6	33.8	33.2
其它	102	2,113	(16,239)	(948)	(948)	存货周转率	8.6	7.7	7.6	6.6	6.5
经营活动现金流	36,860	48,860	50,802	79,375	94,199	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
资本支出	(25,413)	(23,560)	(30,057)	(27,242)	(26,811)	每股指标(元)					
长期投资	(6,502)	(11,294)	(8,271)	(10,977)	(12,491)	每股收益	0.79	1.21	1.87	2.35	2.79
其他	(2,050)	2,615	7,614	11,926	13,439	每股经营现金流	14.00	18.38	19.11	29.87	35.44
投资活动现金流	(33,965)	(32,238)	(30,714)	(26,294)	(25,862)	每股净资产	4.04	5.26	6.58	8.49	10.85
债权融资	22,059	(3,638)	0	(3,000)	(5,000)	估值比率					
股权融资	25	3,180	470	0	0	市盈率	30.7	20.2	13.1	10.4	8.7
其他	(27,901)	(3,971)	(4,281)	(14,216)	(12,806)	市净率	6.0	4.6	3.7	2.9	2.3
筹资活动现金流	(5,817)	(4,429)	(3,811)	(17,216)	(17,806)	EV/EBITDA	18.8	12.8	8.8	7.1	6.0
汇率变动影响	947	(237)	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.9	15.2	9.9	8.0	6.8
现金净增加额	(1,974)	11,956	16,277	35,866	50,531						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。