

公司研究

2025Q3 单季度归母净利润续创新高，Q3 黄金业务毛利占比升至 46%

——紫金矿业（601899.SH）2025 年三季报点评

要点

事件：公司 2025 年 10 月 17 日公告，前三季度实现营业收入 2542 亿元，同比增长 10.3%；归母净利润 378.6 亿元，同比增长 55.5%；扣非后归母净利润 341.3 亿元，同比增长 43.7%。其中，2025Q3 归母净利润 145.7 亿元，同比+57%、环比+11%；扣非后归母净利润 125 亿元，同比+50%、环比+6.5%。

点评：

量：2025Q3 矿产金产量环比+7%、矿产铜产量环比-6%。（1）量：2025Q1-Q3 矿产金 65 吨，同比+20%，2025Q3 矿产金产量 24 吨，环比+7%，主要系新并购阿基姆金矿（交割后 5 个月贡献产量 3.2 吨）、萨瓦亚尔顿金矿投产，义兴寨金矿、水银洞金矿、博尔铜金矿处理量提升。Q1-Q3 矿产铜 83 万吨，同比+5%，2025Q3 矿产铜产量 26 万吨，环比-6%，主要受卡莫阿-卡库拉铜矿淹井事件影响。Q1-Q3 碳酸锂当量 1.1 万吨（含藏格矿业 2025 年 5 月以来产量 0.37 万吨）。

价：2025Q3 金价、铜价同比上涨 40%、6%，Q3 黄金业务毛利占比升至 46%。2025Q3 伦敦金现货均价 3492 美元/盎司，同比+40%、环比+6%；LME 铜均价 9864 美元/吨，同比+6%、环比+4%。2025Q3 矿产金实现毛利 108 亿元，占公司三季度毛利 235.5 亿元的 46%（2024 年占比为 30%）。

成本：品位下降、新并购企业过渡等因素导致矿产铜金成本上升。2025Q3 金精矿销售成本 195 元/克（环比+10 元/克）；2025Q3 铜精矿成本 22128 元/吨（同比+952 元/吨）、电积铜 33100 元/吨（环比+527 元/吨）、电解铜 36544 元/吨（同比+1261 元/吨）。成本上涨主要原因：（1）部分矿山品位下降、运距增加及露天矿山剥采比上升；（2）金价上涨导致以金价为基准计算的权益金大幅提升；（3）新并购企业过渡期仍采用原矿山生命周期模型计算折旧导致成本高。

行业：美元信用弱化、美国降息周期开启，看好金、铜价格继续上行。（1）金：美元信用弱化，央行增持黄金有望延续；全球不确定性叠加美国降息周期，ETF 持续增持黄金，看好金价继续上行。（2）铜：宏观：短期或压制铜价，但自由港削减 2025-2026 年铜产量，导致供给后续仍维持紧张，电网、空调等下游需求有望 2025Q4 环比回升，在消化贸易冲突后，看好铜价继续上行。

盈利预测、估值与评级：考虑铜、金价格持续上行，上调公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 514.9、627.8、705.5 亿元（较上次预测上调 9%/15%/13%），同比增长 61%/22%/12%，当前股价对应 PE 为 16/13/11 倍，维持对公司“增持”评级。

风险提示：铜金价格下行超预期，铜金等项目建设不及预期；海外运营风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	293,403	303,640	354,974	396,255	421,840
营业收入增长率	8.54%	3.49%	16.91%	11.63%	6.46%
净利润（百万元）	21,119	32,051	51,489	62,781	70,552
净利润增长率	5.38%	51.76%	60.65%	21.93%	12.38%
EPS（元）	0.80	1.21	1.94	2.36	2.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.64%	22.93%	28.01%	27.09%	24.81%
P/E	38	25	16	13	11
P/B	7.4	5.7	4.4	3.5	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-17

增持（维持）

当前价：30.17 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebcn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

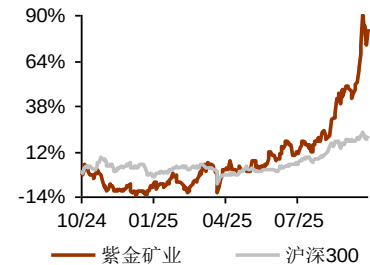
021-52523823

fangyutao@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	265.78
总市值(亿元):	8018.45
一年最低/最高(元):	14.67/32.65
近 3 月换手率:	54.92%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	21.24	43.13	54.58
绝对	21.51	53.63	69.30

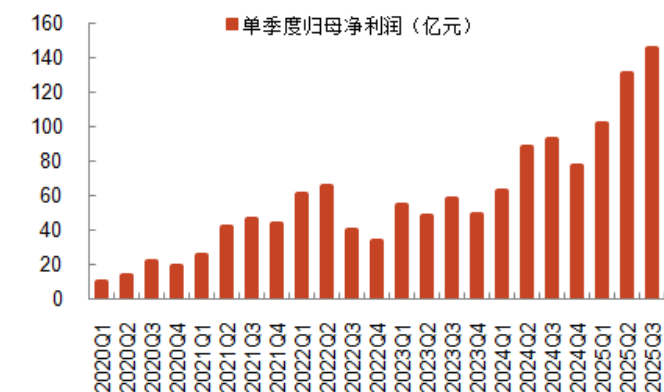
资料来源：Wind

相关研报

2025Q2 单季度归母净利润创新高，2025H1 黄金业务毛利占比升至 39%——紫金矿业（601899.SH）2025 年半年报点评

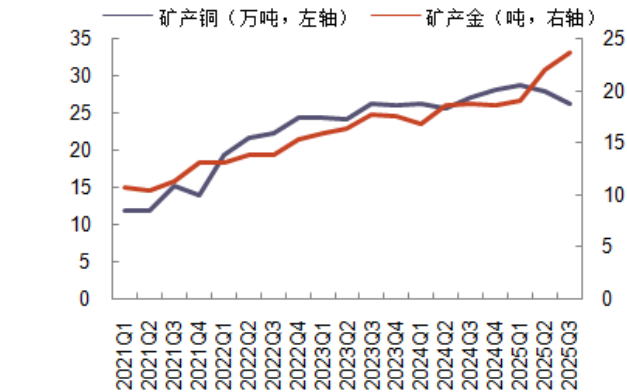
2025Q2 单季度归母净利润有望创历史新高——紫金矿业（601899.SH）公告点评（2025-07-14）
单季度归母净利润创历史新高，矿产铜量价齐升——紫金矿业（601899.SH）2025 年一季度报点评（2025-04-13）

图 1：2025Q3 单季度归母净利润续创历史新高



资料来源：Wind，光大证券研究所（2020Q1-2025Q3）

图 2：公司季度矿产铜和矿产金产量走势



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021Q1-2025Q3）

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
主营业务收入	746.74	683.95	747.77	756.40	799.80	732.43	789.28	887.83	864.89
同比增长率	20%	16%	0%	0%	7%	7%	6%	17%	8%
毛利	120.82	122.72	124.17	163.92	161.91	168.64	180.64	217.69	235.50
毛利率	16.18%	17.94%	16.61%	21.67%	20.24%	23.02%	22.89%	24.52%	27.23%
销售费用	2.01	2.23	1.79	1.65	1.79	2.15	1.87	2.00	1.99
财务费用	7.87	10.10	8.03	5.54	8.98	-2.26	5.56	6.18	5.88
管理费用	18.64	21.17	17.87	16.37	17.22	25.83	21.67	20.88	26.54
研发费用	3.97	4.37	3.26	3.82	4.44	4.30	3.28	4.22	4.11
期间费用率	4.35%	5.54%	4.14%	3.62%	4.05%	4.10%	4.10%	3.75%	4.45%
资产减值损失	-0.25	-3.49	0.19	-0.28	-1.09	-6.09	-0.22	-0.14	-0.75
投资净收益	10.53	9.35	7.91	12.40	8.19	11.71	15.27	24.62	22.73
营业外收入	0.34	0.45	0.28	0.18	0.29	0.66	0.16	0.34	0.33
营业外支出	2.18	3.13	2.81	1.61	1.56	2.92	4.69	1.85	2.47
税前利润	83.95	73.48	88.28	127.59	137.37	127.53	146.88	198.09	211.49
归属母公司净利润	58.63	49.54	62.61	88.24	92.73	76.93	101.67	131.25	145.72
净利率	7.85%	7.24%	8.37%	11.67%	11.59%	10.50%	12.88%	14.78%	16.85%
同比增长率	42%	6%	15%	82%	58%	55%	62%	49%	57%
扣非净利润	55.52	64.09	62.24	92.09	83.14	79.45	98.81	117.43	125.03
期末净资产	1355	1384	1484	1599	1687	1777	1857	1919	2270
ROE (摊薄)	5.80%	4.70%	5.59%	7.26%	7.12%	5.62%	7.12%	9.11%	9.36%
存货/销售收入	10.86%	10.71%	10.22%	11.14%	10.26%	11.37%	11.31%	10.01%	9.61%
带息负债	1361.9	1436.2	1482.8	1490.3	1466.0	1491.0	1539.3	1671.1	1698.6
货币资金	172.4	184.5	211.5	251.9	261.8	316.9	402.2	357.3	680.9
资产负债率	59.02%	59.66%	58.30%	56.65%	55.38%	55.19%	54.89%	56.36%	53.01%
存货金额	324.3	292.9	305.7	337.0	328.3	333.1	357.0	355.6	332.4
自由现金流	30.6	(0.1)	18.9	64.1	99.7	57.9	74.3	112.5	182.5
最新总股本(亿股)	265.78	265.78	265.78	265.78	265.78	265.78	265.78	265.78	265.78
摊薄 EPS (元/股)	0.221	0.186	0.236	0.332	0.349	0.289	0.383	0.494	0.548

资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	293,403	303,640	354,974	396,255	421,840
营业成本	247,024	241,776	271,552	294,886	309,140
折旧和摊销	10,160	10,512	14,818	16,036	18,398
税金及附加	4,850	5,819	6,745	7,529	8,015
销售费用	766	738	710	793	844
管理费用	7,523	7,729	8,874	9,906	10,546
研发费用	1,567	1,582	1,775	1,981	2,109
财务费用	3,268	2,029	2,011	1,939	1,276
投资收益	3,491	4,020	6,834	7,176	7,535
营业利润	31,937	48,827	74,098	88,865	99,433
利润总额	31,287	48,078	72,698	87,465	98,033
所得税	4,748	8,685	13,132	15,800	17,709
净利润	26,540	39,393	59,565	71,665	80,324
少数股东损益	5,420	7,342	8,076	8,884	9,773
归属母公司净利润	21,119	32,051	51,489	62,781	70,552
EPS(元)	0.80	1.21	1.94	2.36	2.65

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36,860	48,860	48,099	72,075	84,229
净利润	21,119	32,051	51,489	62,781	70,552
折旧摊销	10,160	10,512	14,818	16,036	18,398
净营运资金增加	-1,073	298	27,934	14,596	10,587
其他	6,654	5,999	-46,142	-21,338	-15,308
投资活动产生现金流	-33,965	-32,238	-25,542	-30,125	-28,067
净资本支出	-30,329	-24,426	-26,500	-31,200	-31,000
长期投资变化	31,632	43,085	-1,000	-1,000	-1,000
其他资产变化	-35,268	-50,897	1,958	2,075	3,933
融资活动现金流	-5,817	-4,429	-1,001	-35,757	-36,884
股本变化	0	25	0	0	0
债务净变化	17,834	7,064	6,912	-20,165	-18,460
无息负债变化	5,220	7,173	-6,128	3,709	2,284
净现金流	-1,974	11,956	21,555	6,192	19,278

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.8%	20.4%	23.5%	25.6%	26.7%
EBITDA 率	14.6%	19.0%	22.8%	24.7%	26.2%
EBIT 率	11.1%	15.6%	18.6%	20.7%	21.8%
税前净利润率	10.7%	15.8%	20.5%	22.1%	23.2%
归母净利润率	7.2%	10.6%	14.5%	15.8%	16.7%
ROA	7.7%	9.9%	13.3%	14.6%	15.0%
ROE (摊薄)	19.6%	22.9%	28.0%	27.1%	24.8%
经营性 ROIC	10.8%	14.2%	17.1%	19.1%	20.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	60%	55%	49%	41%	35%
流动比率	0.92	0.99	1.26	1.77	2.71
速动比率	0.57	0.66	0.88	1.23	1.96
归母权益/有息债务	0.76	0.94	1.18	1.71	2.43
有形资产/有息债务	1.90	2.16	2.40	3.06	3.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	343,006	396,611	449,518	489,836	536,068
货币资金	18,449	31,691	53,246	59,438	78,716
交易性金融资产	5,307	5,998	6,598	7,258	7,984
应收账款	7,778	6,812	9,584	12,482	15,186
应收票据	553	154	710	793	844
其他应收款 (合计)	2,834	3,559	5,271	5,944	6,328
存货	29,290	33,313	40,180	45,104	48,809
其他流动资产	8,862	10,705	13,272	15,336	16,615
流动资产合计	77,629	98,939	131,637	149,363	177,633
其他权益工具	13,719	16,160	17,160	18,160	19,160
长期股权投资	31,632	43,085	44,085	45,085	46,085
固定资产	81,466	92,307	113,183	130,566	143,819
在建工程	35,927	38,601	28,051	24,525	22,763
无形资产	67,892	68,588	68,697	68,506	68,121
商誉	692	687	687	687	687
其他非流动资产	28,394	30,130	36,804	42,170	45,496
非流动资产合计	265,377	297,672	317,881	340,472	358,435
总负债	204,643	218,880	219,664	203,208	187,032
短期借款	20,989	30,713	42,625	20,460	0
应付账款	14,428	18,423	13,578	14,744	15,457
应付票据	1,856	2,405	2,716	2,949	3,091
预收账款	87	84	99	110	117
其他流动负债	737	798	1,311	1,724	1,980
流动负债合计	84,182	99,784	104,228	84,534	65,590
长期借款	77,531	61,453	56,453	58,453	60,453
应付债券	25,287	38,700	38,700	38,700	38,700
其他非流动负债	10,091	10,769	12,309	13,547	14,315
非流动负债合计	120,460	119,096	115,435	118,674	121,441
股东权益	138,363	177,731	229,854	286,628	349,036
股本	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658
公积金	27,233	30,080	30,080	30,080	30,080
未分配利润	69,270	93,078	137,125	185,015	237,650
归属母公司权益	107,506	139,786	183,833	231,722	284,358
少数股东权益	30,857	37,945	46,022	54,906	64,678

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.26%	0.24%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	2.56%	2.55%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	1.11%	0.67%	0.57%	0.49%	0.30%
研发费用率	0.53%	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	15%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.28	0.56	0.67	0.76
每股经营现金流	1.40	1.84	1.81	2.71	3.17
每股净资产	4.08	5.26	6.92	8.72	10.70
每股销售收入	11.14	11.42	13.36	14.91	15.87

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	38	25	16	13	11
PB	7.4	5.7	4.4	3.5	2.8
EV/EBITDA	6.3	4.7	3.4	2.8	2.3
股息率	0.7%	0.9%	1.9%	2.2%	2.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP