

➤ **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025 前三季度，公司实现营业收入 2542 亿元，同比增长 10.33%，归母净利润 378.64 亿元，同比增长 55.45%。单季度看，2025Q3，公司实现营业收入 864.89 亿元，同比增长 8.1%，环比下降 2.6%，归母净利润 145.72 亿元，同比增长 57.1%，环比增长 11.0%，扣非归母净利润 125.03 亿元，同比增长 50.4%，环比增长 6.5%，业绩符合预期。

➤ **2025 前三季度归母净利润同比增长 55.5%，2025Q3 归母净利润同比增长 57.1%。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，矿产金表现最好，Q3 黄金毛利占比已经达到 45.7%，与矿产铜板块 36.2%的占比相比，矿产金板块毛利占比进一步提高，为公司利润第一大的板块。从产量来看，2025 年前三季度，公司矿产金产量 65 吨，同比增加 20%，矿产铜产量 83 万吨，同比增加 5%。矿产金持续增长，主要得益于新并购的加纳阿基姆金矿（交割后 5 个月贡献产量 3.2 吨）、新投产的新疆萨瓦亚尔顿金矿，以及处理量提升的山西义兴寨金矿、贵州水银洞金矿、塞尔维亚博尔铜金矿。单季度来看，2025Q3，公司矿产金产量 24 吨，环比增加 7%，矿产铜产量 26 万吨，环比减少 6%，铜产量下降主要是因为卡莫阿淹井事故影响。从价格来看，2025Q3，公司矿产金、矿产铜售价分别为 768 元/克，6.37 万元/吨，同比分别增长 43.0%、10.2%，环比分别增长 4.1%、2.6%。从成本来看，2025Q3，公司矿产金、矿产铜加权平均成本分别为 279.7 元/克，2.54 万元/吨，同比分别增长 19.8%、10.9%，环比分别增长 2.9%、4.0%。成本上涨主要原因：（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。非经常性损益盈利 20.7 亿元，主要为金融资产的公允价值变动及处置金融资产和金融负债产生的损益 14.9 亿元，以及处置长期股权投资取得的投资收益 7.1 亿元。**

➤ **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。**③**拆分紫金黄金国际上市，海外黄金资产迎来重估。**2025 年前三季度新设立并上市的紫金黄金国际实现矿产金 32 吨，实现归母净利润 9.05 亿美元（折合人民币 64.84 亿元）。

➤ **投资建议：**考虑到公司铜金产量持续增长，铜金价格上涨，我们上修 2025-2027 年公司归母净利分别至 519 亿元、663 亿元、708 亿元，对应 10 月 17 日收盘价的 PE 为 15x、12x 和 11x，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	354,544	421,978	445,370
增长率 (%)	3.5	16.8	19.0	5.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	32,051	51,863	66,294	70,798
增长率 (%)	51.8	61.8	27.8	6.8
每股收益 (元)	1.21	1.95	2.49	2.66
PE	25	15	12	11
PB	5.7	4.5	3.4	2.8

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
30.17 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 年半年报深度点评：铜攀千重峰，金绽万丈芒-2025/08/31
- 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

目录

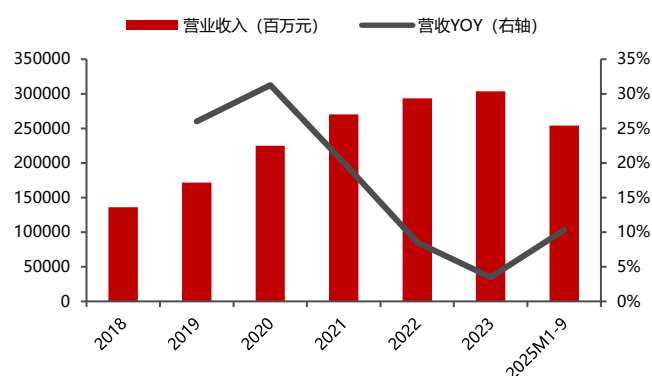
1 事件：公司发布 2025 年三季报	3
2 黄金量价齐升，季度业绩再创新高	4
3 毛利端拆解：黄金板块贡献了主要的利润环比增长	6
4 费用端：Q3 费用环比增长，负债保持稳定	9
5 Q3 非经常性利润环比增加，主要得益于公允价值变动增利	11
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加	14
7 项目进展：分拆紫金黄金国际，海外黄金业务重估	16
7.1 矿产金&银：紫金黄金国际完成分拆上市.....	16
7.2 矿产铜：巨龙建设顺利，卡莫阿矿震产生干扰.....	17
7.3 小金属板块：沙坪沟钼矿与金钼股份达成战略合作，碳酸锂稳步推进.....	18
8 盈利预测与投资建议	21
9 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 事件：公司发布 2025 年三季报

2025 年 10 月 17 日，公司发布公告。公司发布三季报，2025 前三季度，公司实现营业收入 2542 亿元，同比增长 10.33%，实现归母净利润 378.64 亿元，同比增长 55.45%。

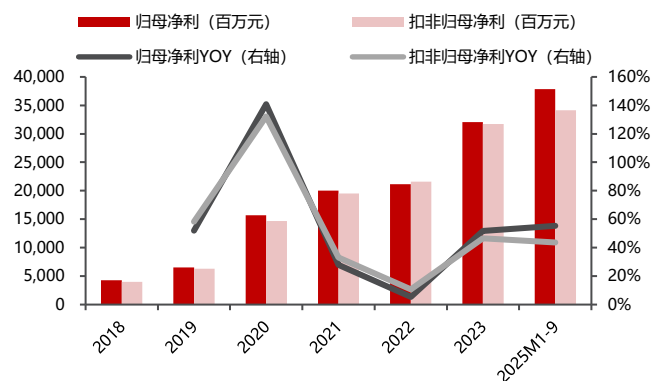
单季度看，2025Q3，公司实现营业收入 864.89 亿元，同比增长 8.1%，环比下降 2.6%，实现归母净利润 145.72 亿元，同比增长 57.1%，环比增长 11.0%，实现扣非归母净利润 125.03 亿元，同比增长 50.4%，环比增长 6.5%，业绩符合预期。

图1：2025 前三季度，公司实现营收 2542 亿元



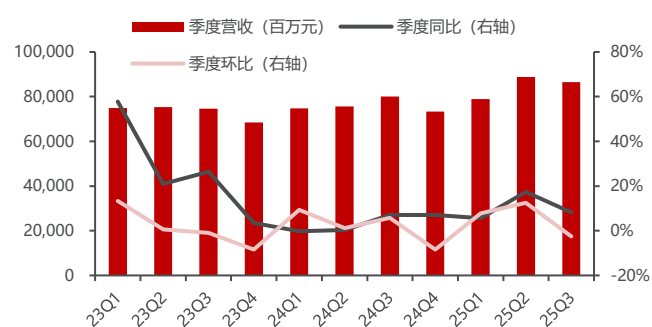
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2025 前三季度，公司实现归母净利润 378.6 亿元



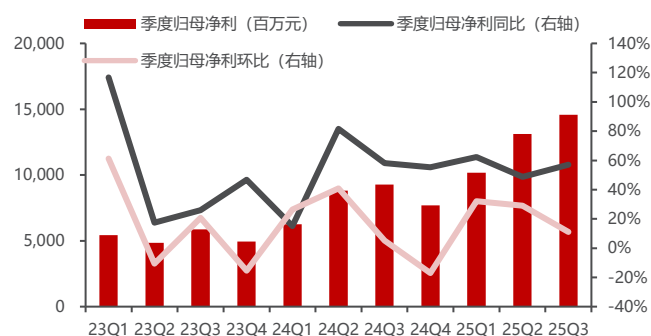
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2025Q3，公司实现营收 865 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2025Q3，公司实现归母净利润 145.7 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

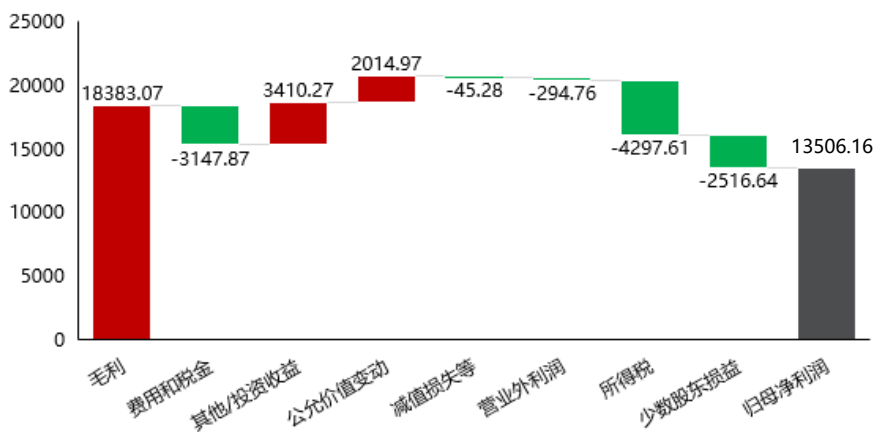
紫金黄金国际上市。公司于 2025 年 9 月 30 日成功将子公司紫金黄金国际分拆至香港联交所主板挂牌上市，以 71.59 港元/股的价格发行 4.01 亿股（含超额配售授权），募资总额约 287 亿港元，创下迄今为止全球黄金开采行业规模最大 IPO、中国矿业企业境外最大 IPO 以及 2025 年全球第二大 IPO 的纪录。

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、铂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。

2025 前三季度归母净利润同比增长 135.06 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 183.83 亿元，其他增利项还有其他/投资收益同比增长 34.10 亿元，公允价值变动同比增利 20.15 亿元。减利项主要是费用和税金同比增长 31.48 亿元，所得税同比增长 42.98 亿元，少数股东损益同比增长 25.17 亿元。

图5：2025 前三季度归母净利润同比增长 135.06 亿元（单位：百万元）

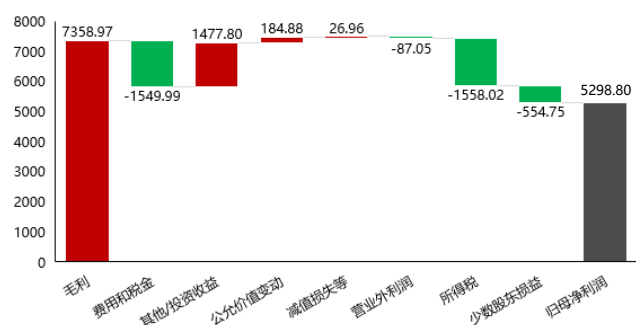


资料来源：公司公告，民生证券研究院

同比来看，2025Q3 vs 2024Q3：2025Q3 归母净利润同比增长 52.99 亿元，主要是由于毛利同比增长 73.59 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 55.03 亿元，整体矿产品和冶炼端毛利同比增长 63.65 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 9.94 亿元。其他增利项还有投资收益同比增长 14.78 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。

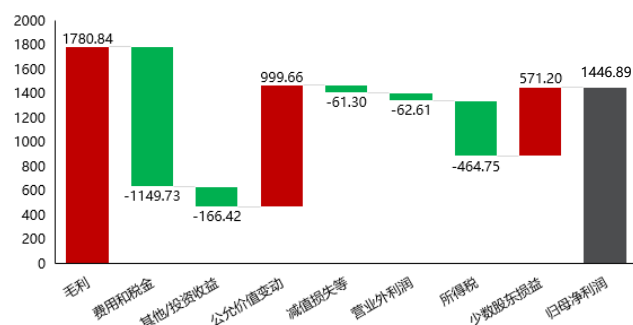
环比来看，2025Q3 vs 2025Q2：2025Q3 归母净利润环比增长 14.47 亿元。主要是由于毛利环比增长 17.81 亿元，主要得益于黄金板块量价齐升，黄金板块毛利环比增长 13.66 亿元。此外增利项还有公允价值变动环比增利 10 亿元。

图6：2025Q3 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7：2025Q3 业绩环比变化拆分 (单位：百万元)

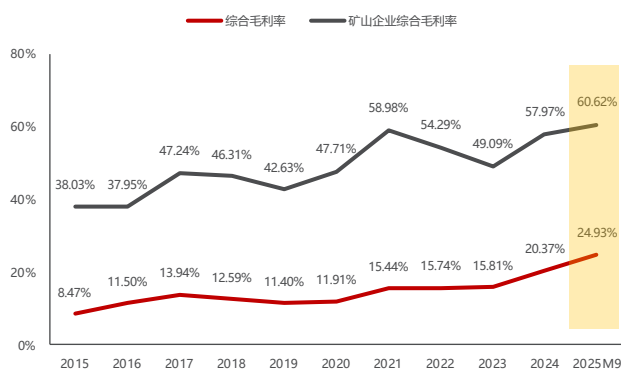


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 毛利端拆解：黄金板块贡献了主要的利润环比增长

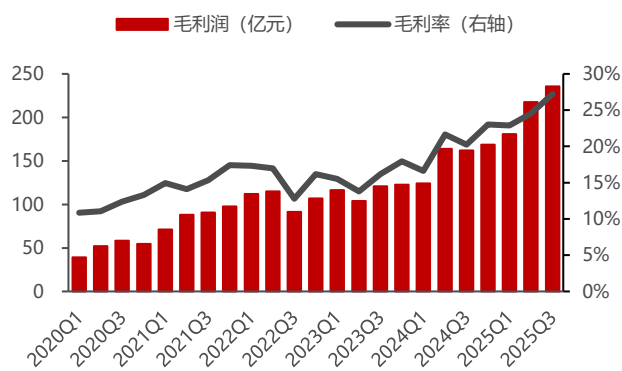
2025 前三季度综合毛利率相比于 24 年增长 4.56pct 至 24.93%，主要是由主要金属产品价格上涨。单季度来看，2025Q3 公司单季度毛利润同比增 45.5%、环比增 8.2%至 235.50 亿元，毛利率同比增 6.99pct、环比增 2.71pct 至 27.23%。我们认为，公司 2025Q3 毛利润同比大幅增长主要得益于黄金产品量价齐升以及铜价增长。

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，Q3 黄金毛利占比已经达到 45.7%，与矿产铜板块 36.2%的占比相比，矿产金板块毛利占比进一步提高，为公司利润第一大的板块。

- ✓ 2025Q3 矿产品及冶炼端毛利环比增长 17.05 亿元，其中，矿产金/铜 Q3 毛利环比分别增长 13.66/2.52 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 0.75 亿元。

表1：公司分季度毛利变化 (亿元)

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q2 毛利占比 (%)	2025Q3 毛利占比 (%)	2025Q3 同比 (%)	2025Q3 环比 (%)
矿产金	49.4	52.7	57.0	70.4	94.0	107.7	43.2%	45.7%	104.5%	14.5%
矿产银	3.3	3.6	3.5	3.7	4.6	4.8	2.1%	2.1%	35.2%	5.3%
矿产铜	83.6	71.9	71.8	83.4	82.7	85.2	38.0%	36.2%	18.6%	3.0%
冶炼产铜	3.3	3.1	0.7	1.3	1.6	1.7	0.7%	0.7%	-44.3%	8.5%
矿产产锌	6.1	8.0	7.0	4.3	3.9	4.8	1.8%	2.0%	-40.1%	22.5%
冶炼产锌	1.5	1.1	0.0	-0.3	0.0	-0.3	0.0%	-0.1%	-131.1%	-1060.3%

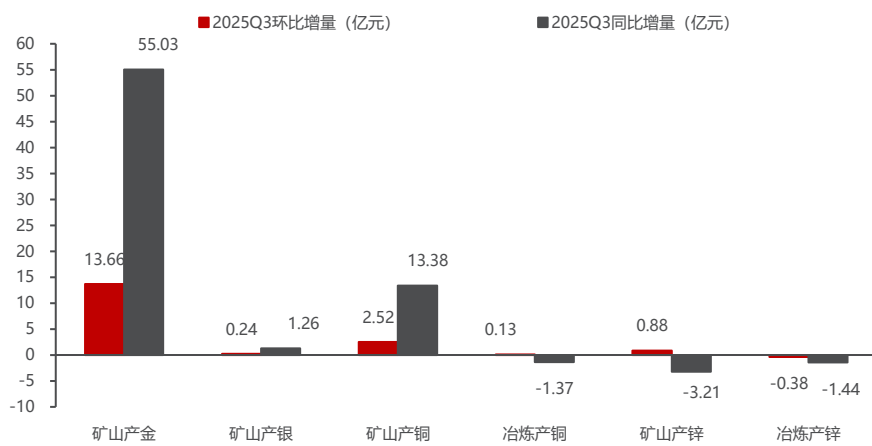
矿产品和冶炼端	147.43	140.30	139.82	162.78	186.90	203.95	85.9%	86.6%	45.4%	9.1%
其他产品等	16.50	21.61	28.82	17.85	30.80	31.55	14.1%	13.4%	46.0%	2.4%
合计	163.92	161.91	168.64	180.63	217.69	235.50	100.0%	100.0%	45.5%	8.2%

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10：2025Q3 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：2025Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别变化+9.26%、-9.18%、+1.40%、-4.56%。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：2025Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别变化+4.13%、+13.90%、+2.56%、+9.19%。由于降息预期提升以及行业供给收缩，金属价格环比均增长。

成本端：2025Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别变化+2.94%、+9.83%、+4.01%、+0.90%。公司矿产品单位销售成本有所上升，主要原因：(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：如，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 (2025Q3 环比 2025Q2)

	单位	2025Q2				2025Q3				2025Q3 环比 (%)			
		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	22,121	20,171	738	272	23,759	22,039	768	280	7.40%	9.26%	4.13%	2.94%
矿产银	千克, 元/克	119,350	116,529	5.92	1.98	111,788	105,831	6.74	2.18	-6.34%	-9.18%	13.90%	9.83%
矿产铜	吨, 元/吨	279,282	219,314	62,128	24,406	263,050	222,377	63,718	25,385	-5.81%	1.40%	2.56%	4.01%
冶炼产铜	吨, 元/吨	195,359	195,089	68,747	67,934	152,789	152,220	71,600	70,469	-21.79%	-21.97%	4.15%	3.73%
矿产锌	吨, 元/吨	93,226	90,622	14,291	9,970	91,481	86,491	15,604	10,060	-1.87%	-4.56%	9.19%	0.90%
冶炼产锌	吨, 元/吨	103,607	106,184	20,120	20,086	94,796	96,663	19,733	20,087	-8.50%	-8.97%	-1.92%	0.01%

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 (2025Q3 同比 2024Q3)

	单位	2024Q3				2025Q3				2025Q3 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	18,859	17,339	537	233	23,759	22,039	768	280	25.98%	27.11%	43.04%	19.83%
矿产银	千克, 元/克	120,862	117,048	4.87	1.82	111,788	105,831	6.74	2.18	-7.51%	-9.58%	38.48%	19.86%
矿产铜	吨, 元/吨	271,459	205,777	57,806	22,885	263,050	222,377	63,718	25,385	-3.10%	8.07%	10.23%	10.92%
冶炼产铜	吨, 元/吨	183,257	185,489	66,363	64,696	152,789	152,220	71,600	70,469	-16.63%	-17.94%	7.89%	8.92%
矿产锌	吨, 元/吨	106,470	110,926	15,154	7,939	91,481	86,491	15,604	10,060	-14.08%	-22.03%	2.97%	26.72%
冶炼产锌	吨, 元/吨	92,473	92,993	20,957	19,774	94,796	96,663	19,733	20,087	2.51%	3.95%	-5.84%	1.58%

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, 2025Q3 除冶炼产锌外单位毛利环比均增长。矿产金/铜/银/锌单位毛利分别环比增长 4.82%、15.95%、1.62%、28.31%, 主要得益于价格抬升。冶炼产铜单位毛利环比增长 39%, 冶炼产锌单位毛利环比减少 1155%。

表4：公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3 同比	2025Q3 环比
矿产金	304	466	489	60.87%	4.82%
矿产银	3.05	3.94	4.57	49.54%	15.95%
矿山铜	34922	37722	38333	9.77%	1.62%
冶炼产铜	1667	814	1130.8	-32.17%	39.00%
矿产锌	7215	4320	5543.4	-23.17%	28.31%
冶炼产锌	1183	34	-354.0	-129.94%	-1154.84%

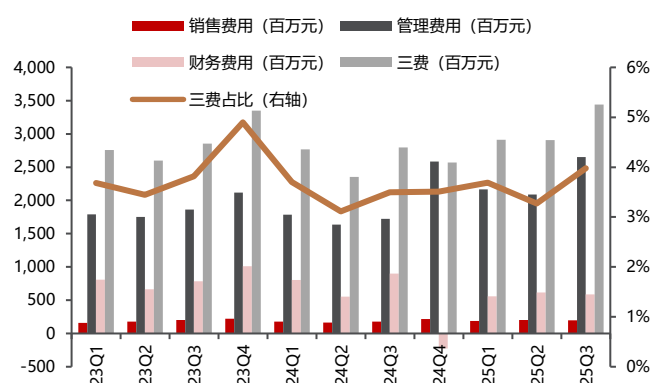
注: 矿产金、矿产银单位均为元/克; 矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌单位均为元/吨;

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

4 费用端：Q3 费用环比增长，负债保持稳定

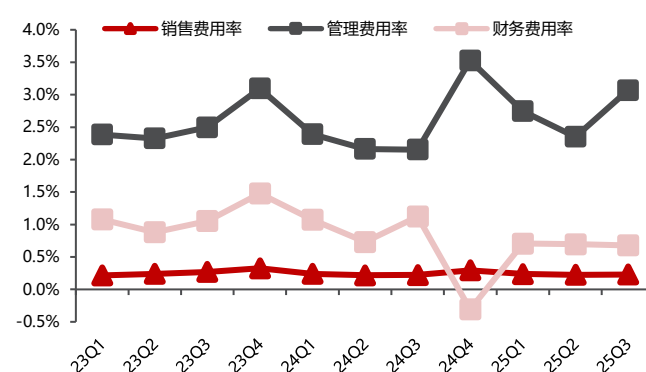
从期间费用的变化来看，2025Q3 公司三费环比增长 5.35 亿元，研发费用环比减少 0.11 亿元。2025Q3 期间费用（含研发费用）合计 38.51 亿元，环比增加 5.24 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化-0.86 亿元、+5.66 亿元、-0.30 亿元、-0.11 亿元。

图11：公司三费情况



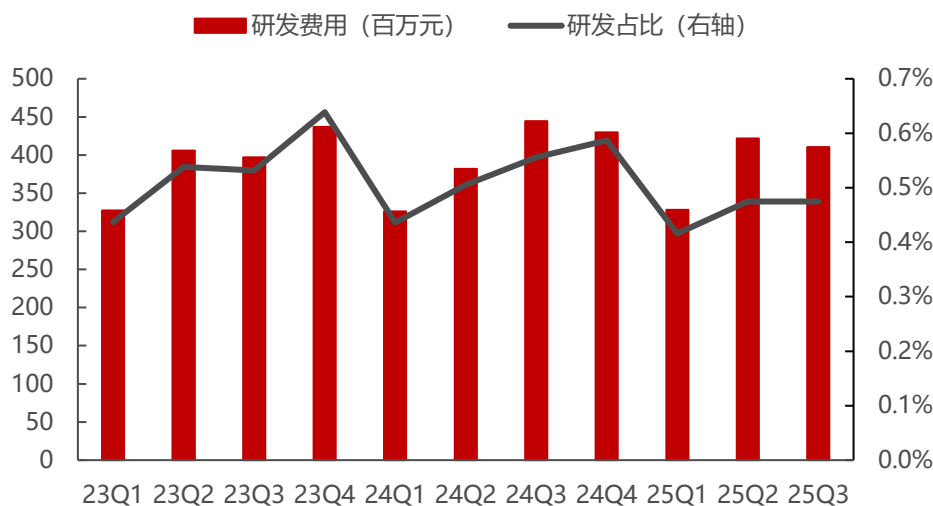
资料来源：ifind，民生证券研究院

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

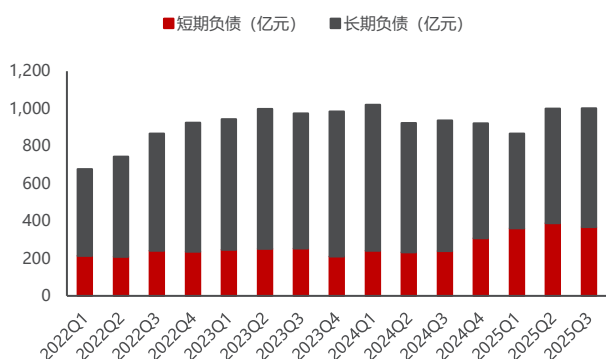


资料来源：ifind，民生证券研究院

2025 年公司项目建设持续推进，但借款相对克制，整体资产负债表健康。

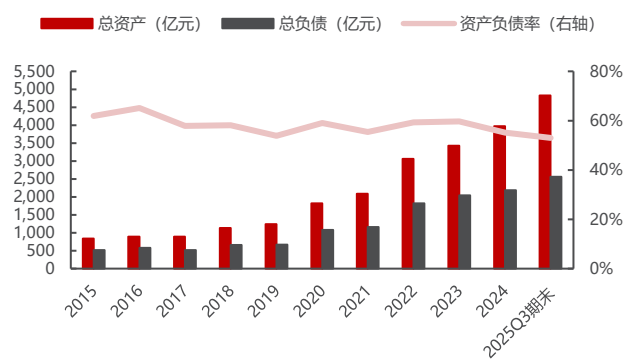
2025Q3 期末公司借款总额环比仅增长 1.24 亿元至 1002.3 亿元，其中短期借款 368.25 亿元，环比减少 19.47 亿元，长期借款 634.04 亿元，环比增加 20.71 亿元；公司 2025Q3 期末资产负债率为 53%，相比于 24 年底下降 2.2pct。

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）

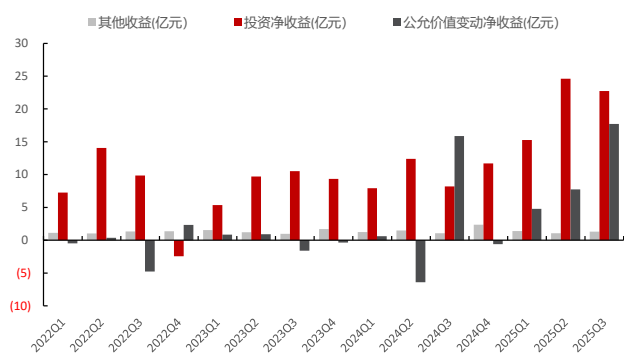


资料来源：ifind，民生证券研究院

5 Q3 非经常性利润环比增加, 主要得益于公允价值变动增利

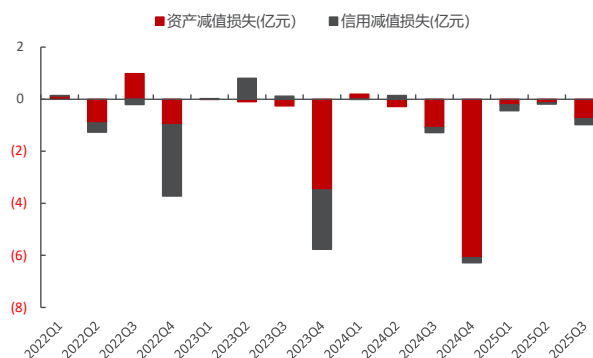
2025Q3 公司非经常性利润 (其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益) 环比增加 6.91 亿元 (其中投资净收益环比减少 1.89 亿元, 公允价值变动净收益环比增加 10.00 亿元, 主要系处置资产、套保等产生部分收益), 资产/信用减值损失环比减利 0.79 亿元, 此外, 营业外收支环比减利 0.63 亿元。综合来看, 环比增利 6.91 亿元。

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)



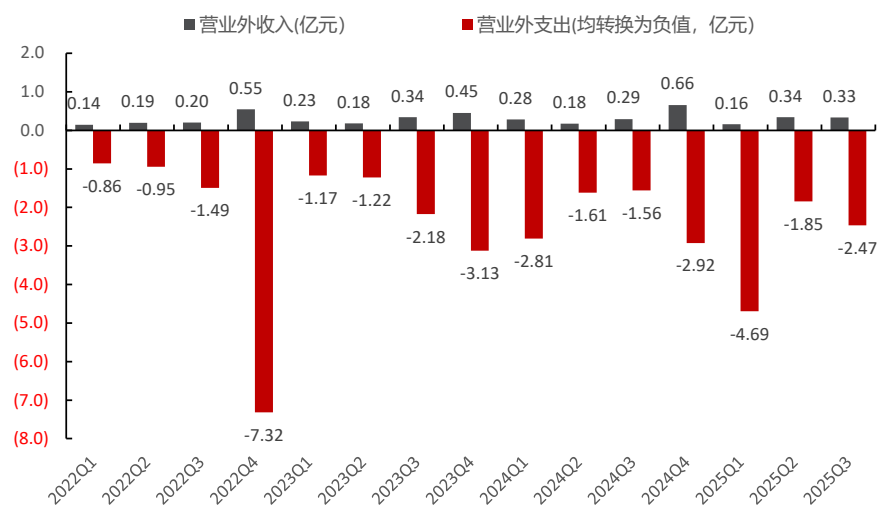
资料来源: ifind, 民生证券研究院

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，2025Q3 非经常性损益项目环比增量主要体现在：非流动资产处置损益 (+0.28 亿元)，计入当期损益的政府补助 (+0.23 亿元)，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 (+4.14 亿元)，单独进行减值测试的应收款项减值准备转回 (+0.08 亿元)，其他符合非经常性损益定义的损益 (+1.36 亿元，处置长期股权投资取得的投资收益)，少数股东权益影响 (+0.31 亿元)，所得税影响额 (+1.19 亿元)；**2025Q3 环比的减量体现在：**，除上述各项之外的其他营业外收入和支出 (-0.72 亿元)。

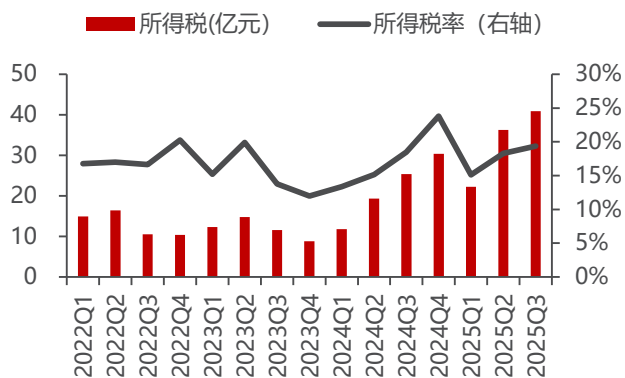
表5：非经常性损益项目环比较（单位：百万元）

非经常性损益项目	2025Q2	2025Q3	环比增减
非流动资产处置损益	-58.67	-31.08	27.59
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	106.87	129.52	22.64
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	9.16	9.10	-0.06
债务重组损益	0.12	-0.61	-0.72
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	1076.45	1490.85	414.39
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	-0.54	7.54	8.08
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-96.99	-169.08	-72.09
其他符合非经常性损益定义的损益项目	575.32	711.63	136.31
少数股东权益影响额（税后）	20.26	-11.10	-31.36
所得税影响额	209.18	89.76	-119.41
合计	1382.29	2069.20	686.91

资料来源：公司公告，民生证券研究院

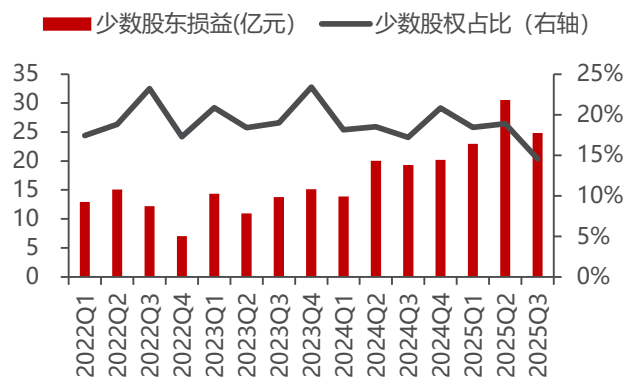
2025Q3 所得税率环比提升，少数股权占比环比下降。2025Q3 公司所得税率环比提升 1.04pct 至 19.35%。另外，公司 25Q3 少数股东损益环比减少 5.71 亿元，少数股东损益占比下降 4.32pct 至 14.57%。

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

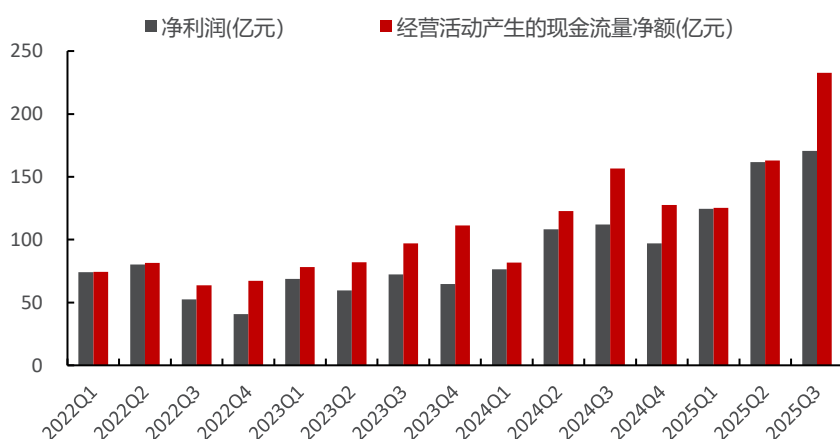
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

2025Q3 公司实现经营活动现金净流入 232.78 亿元，同比增加流入 76.15 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。

2025Q3 公司筹资活动产生的现金净流入额为 145.45 亿元，上年同期为现金净流出 72.70 亿元。根据公司未到期债务情况，预计 2025 年或存在债券债务预计兑付约 15 亿元偿还需求，基于公司的现金流情况，我们认为公司的资金压力较小。

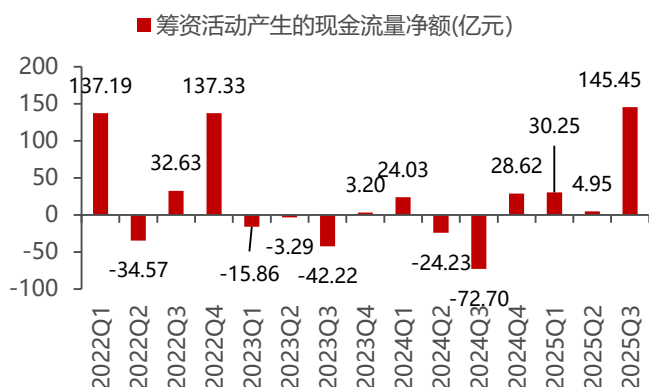
2025Q3 公司投资活动产生的现金净流出为 87.58 亿元，上年同期为现金净流出 70.97 亿元，主要系正常项目投建资金需求。

图21：公司单季度净利润及经营活动净现金流



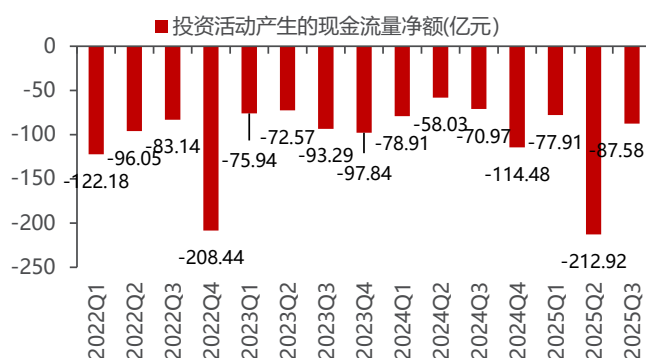
资料来源：ifind，民生证券研究院

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 (%)
102582745.IB	一般中期票据	固定利率	2025-07-04	2030-07-04	2.71Y+2Y	15.00	15.00	1.70
102582616.IB	一般中期票据	固定利率	2025-06-25	2030-06-25	2.69Y+2Y	15.00	15.00	1.74
243009.SH	一般公司债	固定利率	2025-05-20	2030-05-20	2.59Y+2Y	20.00	20.00	1.88
102582048.IB	一般中期票据	固定利率	2025-05-12	2030-05-12	2.57Y+2Y	15.00	15.00	1.90
242830.SH	一般公司债	固定利率	2025-04-18	2030-04-18	2.5Y+2Y	20.00	20.00	2.00
242659.SH	一般公司债	固定利率	2025-03-26	2030-03-26	2.44Y+2Y	20.00	20.00	2.07
102581166.IB	一般中期票据	固定利率	2025-03-18	2030-03-18	2.42Y+2Y	15.00	15.00	2.16
102580507.IB	一般中期票据	固定利率	2025-02-11	2030-02-11	2.32Y+2Y	20.00	20.00	1.80
102580203.IB	一般中期票据	固定利率	2025-01-14	2030-01-14	2.24Y+2Y	15.00	15.00	1.89
102485485.IB	一般中期票据	固定利率	2024-12-19	2029-12-19	2.17Y+2Y	10.00	10.00	1.85
102485053.IB	一般中期票据	固定利率	2024-11-21	2029-11-21	2.09Y+2Y	15.00	15.00	2.18
102483761.IB	一般中期票据	固定利率	2024-08-26	2029-08-26	1.85Y+2Y	15.00	15.00	2.20
241356.SH	一般公司债	固定利率	2024-07-31	2029-07-31	1.78Y+2Y	20.00	20.00	1.99
5034.HK	海外债	固定利率	2024-06-25	2029-06-25	3.68Y	20.00	20.00	1.00
240996.SH	一般公司债	固定利率	2024-05-16	2029-05-16	1.58Y+2Y	20.00	20.00	2.30
102382995.IB	一般中期票据	固定利率	2023-11-06	2028-11-06	1.05Y+2Y	20.00	20.00	3.08
115808.SH	一般公司债	固定利率	2023-08-18	2028-08-18	304D+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	4.67Y	7.50	7.50	3.67
115350.SH	一般公司债	固定利率	2023-05-11	2028-05-11	205D+2Y	10.00	10.00	2.96
102381003.IB	一般中期票据	固定利率	2023-04-21	2028-04-21	185D+2Y	10.00	10.00	3.10
102282287.IB	一般中期票据	固定利率	2022-10-19	2027-10-19	2D	15.00	15.00	2.79
102282230.IB	一般中期票据	固定利率	2022-10-13	2029-10-13	1.99Y+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	6.85Y	7.00	7.00	3.80
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	1.39Y	15.00	15.00	3.60
188495.SH	一般公司债	固定利率	2021-08-03	2026-08-03	289D	20.00	0.07	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	228D	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&银：紫金黄金国际完成分拆上市

2025 年前三季度，公司矿产金产量 65 吨，同比增加 20%，其中，第三季度公司矿产金产量 24 吨，环比第二季度增加 7%。伴随金价上涨，黄金板块已成为公司利润增长的重要引擎。

2025 年前三季度，集团主产黄金矿山中，新设立并上市的紫金黄金国际实现矿产金 32 吨，实现归母净利润 9.05 亿美元（以 2025 年 1-9 月美元兑人民币中间价平均汇率 7.1642，折合人民币 64.84 亿元）；集团其他主产黄金矿山实现矿产金 20 吨（未考虑主产铜、锌等矿山的副产金），实现归母净利润 50.13 亿元。

表7：集团矿产金银拆分

矿产品名称	序号	企业名称	单位	2025 年 1-6 月	2025 年 7-9 月	2025 年 1-9 月	2024 年 1-9 月
矿山产金	1	紫金黄金国际	千克	19,003	13,073	32,076	28,879
	1.1	其中：波格拉权益	千克	-	767	767	-
	2	其他黄金矿山	千克	13,686	6,231	19,916	14,316
	2.1	其中：波格拉权益	千克	1,357	-	1,357	1,059
	2.2	招金矿业权益	千克	1,833	904	2,737	2,472
		合计	千克	32,689	19,304	51,993	43,195
矿山产银	1	紫金黄金国际	千克	16,370	9,862	26,233	24,288
	2	其他黄金矿山	千克	31,369	15,168	46,537	44,782
		合计	千克	47,740	25,030	72,769	69,070

资料来源：公司公告，民生证券研究院

内生性增长+外延性并购，紫金黄金国际黄金产量持续增长。公司于 2025 年 9 月 30 日成功将子公司紫金黄金国际分拆至香港联交所主板挂牌上市，以 71.59 港元/股的价格发行 4.01 亿股（含超额配授权），募资总额约 287 亿港元，创下迄今为止全球黄金开采行业规模最大 IPO、中国矿业企业境外最大 IPO 以及 2025 年全球第二大 IPO 的纪录。

表8：公司 2022-2024 年历史产量与 2025-2027 年产量预测（单位：吨）

矿山名称	权益	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
哥伦比亚武里蒂卡金矿	68.8%	7.7	8.3	10.0	9.6	8.9	9.0
澳大利亚诺顿金田	100.0%	5.5	6.7	8.3	5.8	8.2	7.0
吉尔吉斯斯坦左岸金矿	60.0%	4.1	4.0	3.7	3.3	3.0	2.8
圭亚那奥罗拉金矿	100.0%	2.8	3.0	4.1	4.4	4.7	5.8
塔吉克斯坦吉劳塔罗金矿	70.0%	6.3	6.3	5.4	5.4	6.2	7.6
苏里南罗斯贝尔金矿-23 年并表	95.0%	7.5	7.5	7.5	9.5	10.1	9.1
加纳阿基姆金矿-25 年并表	100.0%	12.8	9.0	6.3	4.0	8.7	10.5
哈萨克斯坦 RG 金矿-25 年并表	100.0%	-	-	-	6.4	6.4	6.4
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

产量合计	26.4	35.8	40.4	46.0	59.9	63.1
yoy		35.7%	12.8%	13.8%	30.3%	5.4%
权益产量	20.5	29.3	33.8	39.5	53.5	56.4
yoy		43.3%	15.1%	17.1%	35.4%	5.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注 1：其中产量合计为控股企业总量+参股企业权益量

注 2：哈萨克斯坦 RG 金矿 2025 年按照并表的 3 个月计算产量

7.2 矿产铜：巨龙建设顺利，卡莫阿矿震产生干扰

中国西藏：报告期内，公司旗下巨龙铜矿、朱诺铜矿等项目建设进展顺利，其中巨龙铜矿二期工程预计将于 2025 年底建成投产。

刚果金卡莫阿铜矿：二季度矿震影响生产，Q3 入选品位和回收率下降，产量环比减少。根据艾芬豪公众号，2025 年第三季度，卡莫阿-卡库拉 (Kamoa-Kakula) I 期、II 期和 III 期选厂共处理 346 万吨矿石（入选品位下降至 2.47%，环比减少 1.11pct，铜回收率环比下降 2.7pct 至 82.7%），产铜 7.1 万吨，2025 年至今共产铜 31.6 万吨。生产指导目标（37 万-42 万吨铜）将保持不变，预计于 11 月中旬开始在卡库拉 (Kakula) 矿山西区较高品位采区进行开采作业。

图24：卡莫阿-卡库拉季度产量摘要

	2024年 第三季度	2024年 第四季度	2025年 第一季度	2025年 第二季度	2025年 第三季度
I 期和 II 期					
矿石处理量 (千吨)	2,215	2,329	2,211	1,991*	1,838
处理矿石铜品位 (%)	4.86%	5.08%	5.01%	4.12%*	2.50%
铜回收率 (%)	86.6%	87.0%	88.3%	85.4%*	81.3%
生产精矿含铜 (吨)	94,214	102,042	97,575	71,401*	37,744
III 期					
矿石处理量 (千吨)	1,050	1,326	1,512	1,631	1,618
处理矿石铜品位 (%)	2.64%	2.82%	2.76%	2.92%	2.44%
铜回收率 (%)	79.9%	85.1%	85.1%	85.5%	84.2%
生产精矿含铜 (吨)	22,099	31,777	35,545	40,608	33,522
I 期、II 期和 III 期					
矿石处理量 (千吨)	3,266	3,655	3,723	3,622	3,456
处理矿石铜品位 (%)	4.14%	4.26%	4.10%	3.58%	2.47%
铜回收率 (%)	85.3%	86.6%	87.4%	85.4%	82.7%
生产精矿含铜 (吨)	116,313	133,819	133,120	112,009	71,266

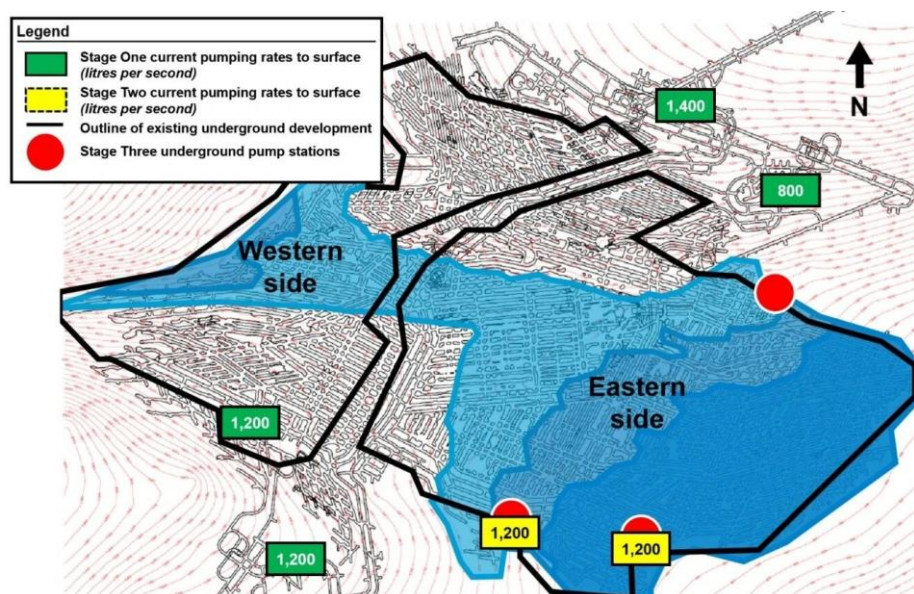
资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

2025 年 6 月 11 日，公司宣布卡库拉矿山西区于 2025 年 6 月 7 日重启采矿作业。到 6 月中旬，采矿量已提升至月均 35 万吨（年化 420 万吨/年）。卡库拉矿山西区将采矿边界品位从含铜 2.0% 下调至 1.5%，以实现更高的开采速率。卡库拉矿山西区的采矿作业，集中在北部和西南部位置较高的采区，与目前在水位以下的高品位采区相比，铜品位较低。2025 年 11 月中旬起，采矿班组计划深入卡库拉矿山西区，预计铜品位将提升至约 3.5% 至 4.5% 之间。**I 期和 II 期选厂将继续处理来自卡库拉矿山西区及地表矿堆的矿石，直到 2026 年第一季度用尽为止。**

此后，将在卡库拉矿山东区的现有采区开展部分开采作业，以补充卡库拉山西区较高品位采区的产量，从而提高地下采矿进度。

卡库拉矿山第二阶段的排水工作已完成 20%以上，预计将于 2025 年 11 月底完工。届时地下水位将降至第二阶段两条竖井的底部。矿山规划和排产的工作进展顺利，将为卡库拉和卡莫阿矿山井下采矿作业的产量爬坡提供支持，中期目标旨在将矿石处理能力恢复至 1,700 万吨/年，最终目标将铜年产量恢复至 55 万吨以上。公司将在卡库拉矿山完成井下排水的区域进行详实的现场考察后，再公布 2026 年和 2027 年的铜产量指导目标，预计将于 2026 年第一季度发表全新的矿山服务年限开发方案。

图25：卡库拉矿山从 2025 年 9 月底（浅蓝色）到 11 月底（蓝色）地下水位下降预测示意图。预计卡库拉矿山的所有排水工作将于 2026 年 2 月完成



资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

冶炼厂将于 11 月初开始运行。60 兆瓦工业级不间断电源（UPS）系统的安装工作正顺利推进，即将完成。UPS 系统将保障冶炼厂设施在产能爬坡期间不会受到电力中断的影响。

7.3 小金属板块：沙坪沟钼矿与金钼股份达成战略合作，碳酸锂稳步推进

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。

2025年8月30日，公司与金钼股份签订《合作意向书》，拟以成本价转让24%金沙钼业股份给金钼股份。转让完成后，紫金矿业持股金沙钼业60%，金钼股份持股34%，沙坪沟钼矿的开发建设仍由紫金主导。同时计划由金沙钼业和金钼股份共同出资建设冶炼公司，金钼股份直接持股冶炼公司51%股份，剩下49%股份由金沙钼业持有，穿透来看，金钼股份合计持股冶炼公司67.66%股份。

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。

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9：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 ，对应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10：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

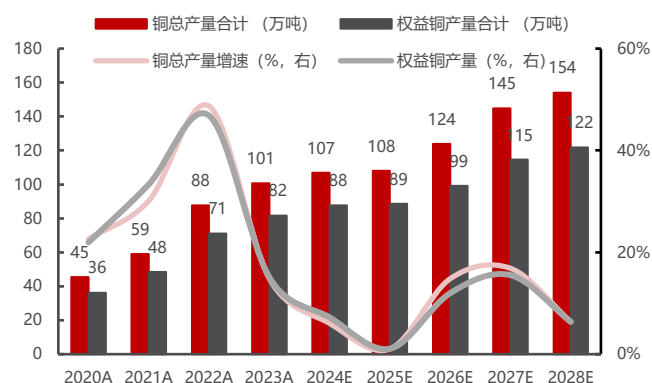
资料来源：公司公告，民生证券研究院

锂板块：稳扎稳打，降本增效。公司碳酸锂板块业务有序推进，前三季度产碳酸锂 1.1 万吨（包含藏格矿业 2025 年 5 月以来的产量 0.37 万吨），旗下阿根廷 3Q 锂矿一期年产 2 万吨碳酸锂项目已于三季度末投产，湖南湘源锂矿 500 万吨/年采选系统也将于四季度试生产。

8 盈利预测与投资建议

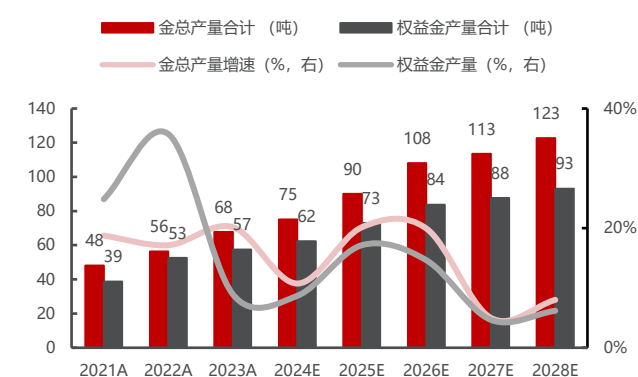
考虑到公司铜金产量持续增长，铜金价格上涨，我们上修 2025-2027 年公司归母净利润分别至 519 亿元、663 亿元、708 亿元，对应 10 月 17 日收盘价的 PE 为 15x、12x 和 11x，维持“推荐”评级。

图26：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27：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	354,544	421,978	445,370
营业成本	241,776	263,760	303,577	319,045
营业税金及附加	5,819	7,800	9,705	10,689
销售费用	738	851	1,013	1,069
管理费用	7,729	9,218	10,971	11,580
研发费用	1,582	1,773	2,110	2,227
EBIT	46,231	71,757	95,371	101,583
财务费用	2,029	2,334	2,503	2,382
资产减值损失	-727	-363	-439	-479
投资收益	4,020	7,091	5,908	6,235
营业利润	48,827	76,195	98,391	105,015
营业外收支	-749	-900	-900	-900
利润总额	48,078	75,295	97,491	104,115
所得税	8,685	13,553	19,498	20,823
净利润	39,393	61,742	77,993	83,292
归属于母公司净利润	32,051	51,863	66,294	70,798
EBITDA	56,848	83,308	108,508	116,051

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,691	56,601	108,052	151,001
应收账款及票据	6,966	8,094	9,671	10,217
预付款项	4,201	4,583	5,275	5,544
存货	33,313	35,979	43,412	47,378
其他流动资产	22,768	29,343	29,904	30,098
流动资产合计	98,939	134,600	196,313	244,239
长期股权投资	43,085	51,085	51,085	51,085
固定资产	92,307	108,318	125,127	142,574
无形资产	68,588	83,588	86,588	89,588
非流动资产合计	297,672	345,078	367,946	390,877
资产合计	396,611	479,677	564,259	635,116
短期借款	30,713	37,213	42,213	47,213
应付账款及票据	20,828	22,721	26,151	27,484
其他流动负债	48,243	55,954	59,960	61,081
流动负债合计	99,784	115,889	128,325	135,778
长期借款	61,453	63,453	63,453	63,453
其他长期负债	57,643	74,729	74,729	74,729
非流动负债合计	119,096	138,181	138,181	138,181
负债合计	218,880	254,070	266,506	273,959
股本	2,658	2,658	2,658	2,658
少数股东权益	37,945	47,824	59,523	72,017
股东权益合计	177,731	225,607	297,753	361,156
负债和股东权益合计	396,611	479,677	564,259	635,116

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	16.76	19.02	5.54
EBIT 增长率	44.53	55.22	32.91	6.51
净利润增长率	51.76	61.82	27.82	6.79
盈利能力 (%)				
毛利率	20.37	25.61	28.06	28.36
净利润率	10.56	14.63	15.71	15.90
总资产收益率 ROA	8.08	10.81	11.75	11.15
净资产收益率 ROE	22.93	29.17	27.83	24.49
偿债能力				
流动比率	0.99	1.16	1.53	1.80
速动比率	0.48	0.68	1.02	1.29
现金比率	0.32	0.49	0.84	1.11
资产负债率 (%)	55.19	52.97	47.23	43.14
经营效率				
应收账款周转天数	8.65	7.48	7.41	7.86
存货周转天数	46.61	47.29	47.07	51.22
总资产周转率	0.82	0.81	0.81	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.95	2.49	2.66
每股净资产	5.26	6.69	8.96	10.88
每股经营现金流	1.84	2.76	3.30	3.55
每股股利	0.38	0.22	0.75	0.80
估值分析				
PE	25	15	12	11
PB	5.7	4.5	3.4	2.8
EV/EBITDA	15.90	10.85	8.33	7.79
股息收益率 (%)	1.26	0.73	2.48	2.65

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	39,393	61,742	77,993	83,292
折旧和摊销	10,617	11,551	13,137	14,468
营运资金变动	294	-1,698	-3,275	-3,002
经营活动现金流	48,860	73,302	87,742	94,418
资本开支	-24,426	-49,384	-36,662	-38,053
投资	-9,553	-10,950	0	0
投资活动现金流	-32,238	-55,754	-30,755	-31,818
股权募资	5,821	0	0	0
债务募资	6,866	22,254	5,000	5,000
筹资活动现金流	-4,429	7,362	-5,537	-19,651
现金净流量	11,956	24,910	51,451	42,950

插图目录

图 1: 2025 前三季度, 公司实现营收 2542 亿元	3
图 2: 2025 前三季度, 公司实现归母净利润 378.6 亿元	3
图 3: 2025Q3, 公司实现营收 865 亿元	3
图 4: 2025Q3, 公司实现归母净利润 145.7 亿元	3
图 5: 2025 前三季度归母净利润同比增长 135.06 亿元 (单位: 百万元)	4
图 6: 2025Q3 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 7: 2025Q3 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: 2025Q3 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: 卡莫阿-卡库拉季度产量摘要	17
图 25: 卡库拉矿山从 2025 年 9 月底 (浅蓝色)到 11 月底 (蓝色) 地下水位下降预测示意图。预计卡库拉矿山的所有排水工作将于 2026 年 2 月完成	18
图 26: 紫金矿业铜产量预测	21
图 27: 紫金矿业金产量预测	21

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 (2025Q3 环比 2025Q2)	8
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2025Q3 同比 2024Q3)	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: 集团矿产金银拆分	16
表 8: 公司 2022-2024 年历史产量与 2025-2027 年产量预测 (单位: 吨)	16
表 9: 沙坪沟钨矿概况	19
表 10: 沙坪沟钨矿资源量情况	19
公司财务报表数据预测汇总	23

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