

金铜价格或迎上行周期，资源放量奠定业绩增长基础

——紫金矿业 25 年三季报点评

核心观点

- 黄金板块与铜板块毛利贡献持续提升，公司盈利能力稳定增长。**公司发布 25Q3 报告，Q3 单季度实现归母净利润 1.46 亿元，同比大幅增长 57.14%，环比继续增长 11.02%。公司盈利能力保持稳定增长，主要受益于黄金与铜板块利润贡献突出，两个板块共计毛利贡献占比超过 82%。尽管由于部分矿山品位下降、新并购企业过渡期成本高等原因导致矿产品单位销售成本上行，但公司矿产金售价持续增长，同时受益于新并购投产的加纳阿基姆金矿、新疆萨瓦亚尔顿金矿等矿山开始放量，矿产金产量单季度环比增长 7%，使得公司矿产金板块毛利环比提升 14.5%；公司由于卡莫阿-卡库拉淹井事件矿产铜产量环比下滑，但受益于铜价持续上涨，矿产铜板块毛利仍然环比提升超过 3%。我们看好在中期黄金与铜价格保持上行趋势背景下，公司黄金与铜板块继续迎来量价齐升，业绩增长可期。
- 美元信用恶化或助推黄金价格中期上行，公司矿产金资源持续放量奠定业绩增长基础。**截至 2024 年美国支付的国债净利息支出已占比财政收入达 18%，攀升至近 30 年来的高峰，高额的利息支出或直接导致美债信用受损，连锁反应使得美元信用恶化、逐渐丧失全球储备货币地位，而与之对应的替代品黄金则有望在中期迎来价格上行。在美元信用恶化助推金价中期上行的逻辑下，公司新收购的加纳阿基姆金矿、Raygorodok 金矿等有望逐渐放量，目标在 2028 年生产矿产金 100-110 吨，同比 2025 年经营目标增长 23.5%，为公司业绩中期增长奠定坚实基础。
- 矿端扰动、供给趋紧基本面对铜价仍有上行潜力，卡莫阿-卡库拉铜矿复产有望继续提升铜板块盈利空间。**25 年以来全球铜矿供给扰动频繁，据统计已导致全球铜矿产量指引在 2025 年累计下调约 47.5 万吨。频繁矿端扰动或加剧铜矿供给的紧缺程度，中期推动铜价上行。我们认为，在卡莫阿-卡库拉铜矿复产后有望继续增加公司矿产铜产量预期下，公司铜板块盈利能力或将保持稳定增长，持续增益公司利润。

盈利预测与投资建议

- 我们调整了金、铜等相关产品的成本和销量等，预测公司 2025-2027 年每股收益为 1.84、2.57、3.01 元（2025-2027 年原预测值 1.87、2.35、2.79 元），根据可比公司 26 年 17X 的 PE 估值，对应目标价 43.69 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	396,103	468,920	504,583
同比增长(%)	8.5%	3.5%	30.5%	18.4%	7.6%
营业利润(百万元)	31,937	48,827	73,287	103,328	122,352
同比增长(%)	3.2%	52.9%	50.1%	41.0%	18.4%
归属母公司净利润(百万元)	21,119	32,051	48,860	68,199	80,073
同比增长(%)	5.4%	51.8%	52.4%	39.6%	17.4%
每股收益（元）	0.79	1.21	1.84	2.57	3.01
毛利率(%)	15.8%	20.4%	22.5%	25.6%	27.7%
净利率(%)	7.2%	10.6%	12.3%	14.5%	15.9%
净资产收益率(%)	21.5%	25.9%	29.8%	32.2%	30.6%
市盈率	38.0	25.0	16.4	11.8	10.0
市净率	7.5	5.7	4.3	3.4	2.8

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。

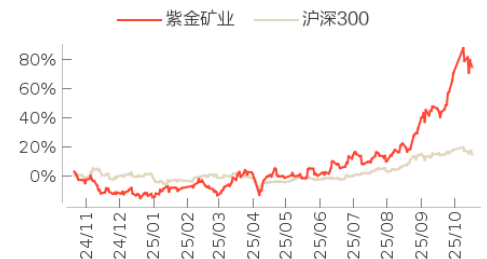
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入	
股价（2025 年 10 月 17 日）	30.17 元
目标价格	43.69 元
52 周最高价/最低价	32.65/14.67 元
总股本/流通 A 股（万股）	2,657,757/2,657,678
A 股市值（百万元）	801,845
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025 年 10 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.27	21.27	59.43	79.97
相对表现%	-0.05	22.08	47.54	60.8
沪深 300%	-2.22	-0.81	11.89	19.17



证券分析师

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

联系人

黄雨韵	执业证书编号：S0860125070019
	huangyuyun@orientsec.com.cn
	021-63326320

相关报告

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	2025-09-21
扩产增储降本增效，矿业龙头迈向巅峰：——紫金矿业 2024 年报点评	2025-04-12
穿越周期，向世界级一流矿企持续迈进：——紫金矿业首次覆盖	2024-02-05

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			
		2025/10/17	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
山东黄金	600547	40.51	0.64	1.41	1.74	2.02	63.27	28.63	23.28	20.01	
山金国际	000975	23.96	0.78	1.21	1.44	1.85	30.62	19.72	16.68	12.92	
赤峰黄金	600988	31.00	0.93	1.54	1.83	2.09	33.39	20.18	16.97	14.83	
洛阳钼业	603993	15.04	0.63	0.78	0.88	0.95	23.78	19.37	17.12	15.79	
金诚信	603979	62.32	2.54	3.65	4.18	4.85	24.54	17.07	14.92	12.84	
	调整后平均						29.52	19.76	16.92	14.51	

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	64,116	95,243	136,294	营业收入	293,403	303,640	396,103	468,920	504,583
应收票据、账款及款项融资	11,130	8,495	13,062	15,248	16,647	营业成本	247,024	241,776	306,855	349,001	364,913
预付账款	2,677	4,201	5,782	6,829	7,367	销售费用	766	738	1,268	1,493	1,627
存货	29,290	33,313	47,312	53,770	56,696	管理费用	7,523	7,729	10,926	12,982	14,044
其他	16,083	21,239	22,557	23,797	24,500	研发费用	1,567	1,582	2,064	2,444	2,629
流动资产合计	77,629	98,939	152,829	194,886	241,503	财务费用	3,268	2,029	3,295	2,299	1,102
长期股权投资	31,632	43,085	51,355	63,153	76,296	资产、信用减值损失	519	753	423	423	423
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	11,797	13,144
无形资产	67,892	68,588	65,731	62,873	60,015	其他	(4,271)	(5,175)	(7,205)	(9,697)	(11,585)
其他	48,671	55,090	54,561	54,032	53,503	营业利润	31,937	48,827	73,287	103,328	122,352
非流动资产合计	265,377	297,672	327,921	354,695	380,578	营业外收入	120	141	141	141	141
资产总计	343,006	396,611	480,750	549,581	622,081	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	72,538	102,579	121,603
应付票据及应付账款	16,284	20,828	37,900	43,013	46,055	所得税	4,748	8,685	12,853	18,156	21,692
其他	46,909	48,243	56,485	58,970	61,698	净利润	26,540	39,393	59,685	84,423	99,911
流动负债合计	84,182	99,784	125,097	132,696	138,466	少数股东损益	5,420	7,342	10,824	16,224	19,838
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	48,860	68,199	80,073
应付债券	25,287	38,700	38,700	38,700	38,700	每股收益（元）	0.79	1.21	1.84	2.57	3.01
其他	17,643	18,943	18,943	18,943	18,943	主要财务比率					
非流动负债合计	120,460	119,096	119,096	116,096	111,096		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	204,643	218,880	244,193	248,792	249,562	成长能力					
少数股东权益	30,857	37,945	48,770	64,994	84,832	营业收入	8.5%	3.5%	30.5%	18.4%	7.6%
实收资本（或股本）	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658	营业利润	3.2%	52.9%	50.1%	41.0%	18.4%
资本公积	25,088	28,243	28,713	28,713	28,713	归属于母公司净利润	5.4%	51.8%	52.4%	39.6%	17.4%
留存收益	70,637	94,445	141,977	189,985	241,876	获利能力					
其他	9,148	14,440	14,440	14,440	14,440	毛利率	15.8%	20.4%	22.5%	25.6%	27.7%
股东权益合计	138,363	177,731	236,557	300,789	372,519	净利率	7.2%	10.6%	12.3%	14.5%	15.9%
负债和股东权益总计	343,006	396,611	480,750	549,581	622,081	ROE	21.5%	25.9%	29.8%	32.2%	30.6%
现金流量表						ROIC	11.3%	13.7%	17.7%	20.9%	21.1%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	26,540	39,393	59,685	84,423	99,911	资产负债率	59.7%	55.2%	50.8%	45.3%	40.1%
折旧摊销	5,912	9,669	10,535	12,265	14,071	净负债率	89.2%	65.9%	35.8%	16.8%	1.2%
财务费用	3,268	2,029	3,295	2,299	1,102	流动比率	0.92	0.99	1.22	1.47	1.74
投资损失	(3,491)	(4,020)	(8,271)	(11,797)	(13,144)	速动比率	0.57	0.66	0.84	1.06	1.33
营运资金变动	4,529	(324)	3,848	(3,331)	205	营运能力					
其它	102	2,113	(3,405)	(948)	(948)	应收账款周转率	37.4	41.6	41.8	35.6	34.0
经营活动现金流	36,860	48,860	65,687	82,910	101,197	存货周转率	8.6	7.7	7.6	6.9	6.6
资本支出	(25,413)	(23,560)	(30,057)	(27,242)	(26,811)	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
长期投资	(6,502)	(11,294)	(8,271)	(11,797)	(13,144)	每股指标（元）					
其他	(2,050)	2,615	9,219	12,746	14,092	每股收益	0.79	1.21	1.84	2.57	3.01
投资活动现金流	(33,965)	(32,238)	(29,108)	(26,294)	(25,862)	每股经营现金流	14.00	18.38	24.72	31.20	38.08
债权融资	22,059	(3,638)	0	(3,000)	(5,000)	每股净资产	4.04	5.26	7.07	8.87	10.82
股权融资	25	3,180	470	0	0	估值比率					
其他	(27,901)	(3,971)	(4,624)	(22,489)	(29,283)	市盈率	38.0	25.0	16.4	11.8	10.0
筹资活动现金流	(5,817)	(4,429)	(4,153)	(25,489)	(34,283)	市净率	7.5	5.7	4.3	3.4	2.8
汇率变动影响	947	(237)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	21.7	14.8	10.3	7.6	6.5
现金净增加额	(1,974)	11,956	32,425	31,127	41,051	EV/EBIT	25.4	17.6	11.7	8.5	7.2

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。