

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	30.17
总股本/流通股本(亿股)	265.78 / 205.88
总市值/流通市值(亿元)	8,018 / 6,211
52周内最高/最低价	32.38 / 15.02
资产负债率(%)	55.2%
市盈率	24.93
第一大股东	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司

研究所

分析师: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340525070002
Email: yangfengyuan@cnpsec.com
分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

紫金矿业(601899)

Q3 表现亮眼，静待 Q4 业绩更上一层楼

● 公司发布 25 年三季报，Q3 实现归母净利润 146 亿元

公司发布三季报，Q1-Q3，公司实现营业收入 2542 亿元，同比增长 10.3%；实现归母净利润 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%；扣非后归母净利润 125 亿元，同比+50%。

● 产量：矿产铜产量环比下行，矿产金产量环比提升

2025 年 Q1-Q3，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%，矿产银产量 335 吨，同比增加 1%，矿产锌产量 27 万吨，同比下降 12%；矿山企业毛利率为 60.62%，同比增加 2.91 个百分点；综合毛利率为 24.93%，同比增加 5.40 个百分点。

2025 年 Q3，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%，矿产银产量 112 吨，环比减少 6%，矿产锌产量 9 万吨，环比基本持平。

● 成本：主要矿产成本略有提升

公司矿产品单位销售成本有所上升，25Q3 金精矿和铜精矿的单位销售成本为 194.96 元/g 和 22128 元/吨，环比 Q2 的 184.96 元/g 和 21176 元/吨有所提升，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。

● 紫金黄金国际顺利上市，矿山并购效果显著

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。

2025 年以来，公司矿山并购效果显著。公司相继完成加纳阿基姆金矿、藏格矿业控制权、安徽沙坪沟钼矿、哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿等四项重大项目的收购和交割，公司黄金、铜、锂、钼资源储量再上新台阶，并新增战略性矿产钾资源储量。除沙坪沟钼矿尚未启动建设外，两座金矿已开始贡献产量和利润。公司业绩有望随着新并购的资产释放利润而更上一层楼。

● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，随着铜金价格中枢稳健上移，公司铜金产销量稳中有升，预计归母净利润为 535/684/749 亿元，YOY 为 67%/28%/9%，对应 PE 为 14.99/11.71/10.71。2025Q4，铜金价格再度上行，公司业绩有望继续快速释放。同时，紫金黄金国际成功上市，有望重塑公司黄金业务估值。综上，维持“买入”评级。

● 风险提示

金铜价格超预期下跌。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	303640	458050	525603	542923
增长率(%)	3.49	50.85	14.75	3.30
EBITDA（百万元）	56848.01	92879.34	119098.17	132174.83
归属母公司净利润（百万元）	32050.60	53497.38	68447.12	74884.58
增长率(%)	51.76	66.92	27.94	9.41
EPS(元/股)	1.21	2.01	2.58	2.82
市盈率（P/E）	25.02	14.99	11.71	10.71
市净率（P/B）	5.74	4.55	3.59	2.92
EV/EBITDA	9.13	9.64	7.17	6.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	303640	458050	525603	542923	营业收入	3.5%	50.9%	14.7%	3.3%
营业成本	241776	360570	402614	407824	营业利润	52.9%	59.5%	31.9%	11.8%
税金及附加	5819	9161	10512	10858	归属于母公司净利润	51.8%	66.9%	27.9%	9.4%
销售费用	738	1099	1261	1303	获利能力				
管理费用	7729	10077	11563	11944	毛利率	20.4%	21.3%	23.4%	24.9%
研发费用	1582	2290	2628	2715	净利率	10.6%	11.7%	13.0%	13.8%
财务费用	2029	5439	5417	5201	ROE	22.9%	30.3%	30.7%	27.3%
资产减值损失	-727	-550	-550	-550	ROIC	11.6%	17.2%	18.4%	17.0%
营业利润	48827	77871	102701	114776	偿债能力				
营业外收入	141	120	120	120	资产负债率	55.2%	52.9%	49.3%	46.3%
营业外支出	890	800	800	800	流动比率	0.99	1.44	1.98	2.53
利润总额	48078	77191	102021	114096	营运能力				
所得税	8685	13123	18364	20537	应收账款周转率	41.62	48.55	40.64	38.71
净利润	39393	64069	83657	93559	存货周转率	7.72	9.90	9.67	9.32
归母净利润	32051	53497	68447	74885	总资产周转率	0.82	1.05	1.01	0.88
每股收益(元)	1.21	2.01	2.58	2.82	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.21	2.01	2.58	2.82
货币资金	31691	80580	140632	216872	每股净资产	5.26	6.63	8.40	10.33
交易性金融资产	5998	6098	6598	7398	估值比率				
应收票据及应收账款	6966	12884	14759	15217	PE	25.02	14.99	11.71	10.71
预付款项	4201	3606	4026	4078	PB	5.74	4.55	3.59	2.92
存货	33313	39563	43735	43814	现金流量表				
流动资产合计	98939	163761	233477	313439	净利润	39393	64069	83657	93559
固定资产	92307	105392	120743	134584	折旧和摊销	10617	10249	11660	12877
在建工程	40055	36821	33911	31292	营运资本变动	294	-8002	-1822	-1319
无形资产	68588	69538	70488	71438	其他	-1444	-1379	-3053	-3005
非流动资产合计	297672	314003	332923	351676	经营活动现金流净额	48860	64936	90441	102112
资产总计	396611	477764	566401	665115	资本开支	-24426	-21683	-25682	-25710
短期借款	30713	35713	31713	34713	其他	-7813	2905	4991	4449
应付票据及应付账款	20828	22536	25163	25489	投资活动现金流净额	-32238	-18778	-20692	-21261
其他流动负债	48243	55416	61336	63563	股权融资	5821	0	0	0
流动负债合计	99784	113665	118213	123765	债务融资	6866	25900	18900	27000
其他	119096	139296	161196	184296	其他	-17116	-22932	-28597	-31611
非流动负债合计	119096	139296	161196	184296	筹资活动现金流净额	-4429	2968	-9697	-4611
负债合计	218880	252961	279408	308061	现金及现金等价物净增加额	11956	48889	60052	76240
股本	2658	2658	2658	2658					
资本公积金	28713	28713	28713	28713					
未分配利润	93078	121556	158268	198422					
少数股东权益	37945	48517	63727	82401					
其他	15337	23360	33627	44860					
所有者权益合计	177731	224803	286992	357054					
负债和所有者权益总计	396611	477764	566401	665115					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048