

2025 年 10 月 21 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
陈婉婷
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 10 月 20 日

收盘价（元）	29.75
一年内最高/最低（元）	32.65/15.00
总市值（百万元）	790,682.82
流通市值（百万元）	790,659.16
总股本（百万股）	26,577.57
资产负债率（%）	53.01
每股净资产（元/股）	6.31

资料来源：聚源数据

紫金矿业 (601899. SH)

——业绩持续创新高，降息背景下，金铜有望持续上涨

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025 年 Q1-Q3 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 Q3 看，实现营业收入 864.89 亿元，同比增长 8.14%，环比减少 2.58%；实现归母净利润 145.72 亿元，同比增长 57.14%，环比增长 11.02%，基本符合预期。
- **铜：量价齐升。1) 量升：**25 年 Q1-Q3 矿产铜产量 83 万吨，同增 5%；销量 66.15 万吨，同增 7%。单 Q3 矿山铜产量 26 万吨，环减 6%；销量 22.24 万吨，环增 1%。矿产铜产量环比下降，主要原因是受刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿淹井事件影响，公司正与股东方积极推进卡库拉矿段东区的复产工作。**2) 价涨：**25 年 Q1-Q3 矿产铜均价 6.26 万元/吨，同增 7%；单 Q3 均价 6.37 万元/吨，环增 3%，主要受铜矿供应短缺、美联储货币宽松预期推动。**3) 本微增：**25 年 Q1-Q3 矿产铜单位成本为 2.46 万元/吨，同增 9%，单 Q3 平均成本 2.54 万元/吨，环增 4%。受益于铜价上涨，Q1-Q3 平均吨毛利上涨 6%至 3.80 万元/吨。
- **金：量价齐升且成本稳定。1) 量增：**25 年 Q1-Q3 矿产金产量 65 吨，同增 20%；销量 60.25 吨，同增 18%。单 Q3 矿山金产量 24 吨，环减 7%；销量 22 吨，环增 9%。增量主要来自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。**2) 价涨：**25 年 Q1-Q3 矿产金均价 716 元/克，同增 43%；单 Q3 均价 768 元/克，环增 4%，受降息周期以及央行购金等多重催化，金价持续上行。**3) 本微增：**25 年 Q1-Q3 矿产金克金成本 267 元/克，同增 17%；单 Q3 克金成本 279 元/克，环增 3%。成本上升主要受加纳阿基姆金矿并购过渡成本以及金价上涨带来的权益金上升导致。受益于金价上涨，Q1-Q3 平均克金毛利上涨 64%至 448 元/克。
- **锂：碳酸锂项目稳步推进，有望供给业绩增量。**前三季度产碳酸锂 1.1 万吨（包含藏格矿业 25 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。
- **盈利预测与评级：**公司通过内生外延持续扩大资源禀赋，铜金产量有望持续提升，在铜金价格持续上涨背景下，公司业绩有望持续量价齐升。上调公司 2025-2027 年归母净利润分别为 511/621/729 亿元，EPS 分别为 1.92/2.34/2.74 元/股，对应 PE 为 15.5/12.7/10.9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**铜价大幅下跌风险；金价大幅下跌风险；铜金项目进展不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	293,403	303,640	389,393	417,815	478,078
同比增长率（%）	8.54%	3.49%	28.24%	7.30%	14.42%
归母净利润（百万元）	21,119	32,051	51,120	62,080	72,904
同比增长率（%）	5.38%	51.76%	59.50%	21.44%	17.44%
每股收益（元/股）	0.79	1.21	1.92	2.34	2.74
ROE（%）	19.64%	22.93%	28.54%	27.37%	25.77%
市盈率（P/E）	37.44	24.67	15.47	12.74	10.85

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,691	37,330	61,772	99,687
应收票据及账款	9,491	15,664	16,807	19,231
预付账款	4,201	4,803	5,153	5,896
其他应收款	3,559	4,531	4,861	5,562
存货	33,313	37,221	38,621	43,889
其他流动资产	16,684	17,102	17,823	19,352
流动资产总计	98,939	116,650	145,038	193,618
长期股权投资	43,085	46,977	50,870	54,763
固定资产	92,595	98,218	110,790	131,419
在建工程	40,055	62,219	72,666	70,136
无形资产	68,588	65,820	63,063	60,306
长期待摊费用	3,682	3,498	3,314	3,129
其他非流动资产	49,667	49,606	49,533	49,461
非流动资产合计	297,672	326,337	350,236	369,215
资产总计	396,611	442,987	495,274	562,833
短期借款	30,713	33,038	35,680	38,653
应付票据及账款	20,828	20,711	21,490	24,422
其他流动负债	48,243	53,521	55,842	63,372
流动负债合计	99,784	107,270	113,013	126,447
长期借款	100,353	87,637	71,510	52,036
其他非流动负债	18,743	18,743	18,743	18,743
非流动负债合计	119,096	106,380	90,253	70,779
负债合计	218,880	213,650	203,266	197,226
股本	2,658	2,658	2,658	2,658
资本公积	28,713	28,713	28,713	28,713
留存收益	108,415	147,733	195,481	251,554
归属母公司权益	139,786	179,104	226,852	282,925
少数股东权益	37,945	50,234	65,157	82,682
股东权益合计	177,731	229,338	292,008	365,607
负债和股东权益合计	396,611	442,987	495,274	562,833

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	39,393	59,883	73,436	86,819
折旧与摊销	10,565	11,300	12,463	14,140
财务费用	2,029	3,307	2,902	2,351
投资损失	-4,020	-3,462	-3,462	-3,462
营运资金变动	-64	-6,911	-845	-204
其他经营现金流	905	3,226	3,226	3,226
经营性现金净流量	48,808	67,343	87,720	102,870
投资性现金净流量	-32,238	-36,204	-32,559	-29,272
筹资性现金净流量	-4,429	-25,500	-30,719	-35,683
现金流量净额	11,903	5,639	24,442	37,915

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	303,640	389,393	417,815	478,078
营业成本	241,776	294,052	305,115	346,733
税金及附加	5,819	6,682	7,170	8,204
销售费用	738	952	1,022	1,169
管理费用	7,729	9,640	10,344	11,836
研发费用	1,582	1,961	2,104	2,408
财务费用	2,029	3,307	2,902	2,351
资产减值损失	-727	-519	-557	-637
信用减值损失	-25	-228	-245	-280
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,020	3,462	3,462	3,462
公允价值变动损益	948	996	1,046	1,098
资产处置收益	27	20	20	20
其他收益	616	548	548	548
营业利润	48,827	77,076	93,432	109,587
营业外收入	141	123	123	123
营业外支出	890	907	907	907
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	48,078	76,292	92,649	108,803
所得税	8,685	12,884	15,646	18,374
净利润	39,393	63,408	77,003	90,429
少数股东损益	7,342	12,289	14,923	17,525
归属母公司股东净利润	32,051	51,120	62,080	72,904
EPS(元)	1.21	1.92	2.34	2.74

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	3.49%	28.24%	7.30%	14.42%
营业利润增长率	52.89%	57.86%	21.22%	17.29%
归母净利润增长率	51.76%	59.50%	21.44%	17.44%
经营现金流增长率	32.61%	37.98%	30.26%	17.27%
盈利能力				
毛利率	20.37%	24.48%	26.97%	27.47%
净利率	12.97%	16.28%	18.43%	18.92%
ROE	22.93%	28.54%	27.37%	25.77%
ROA	8.08%	11.54%	12.53%	12.95%
ROIC	16.79%	23.13%	24.16%	25.81%
估值倍数				
P/E	24.67	15.47	12.74	10.85
P/S	2.60	2.03	1.89	1.65
P/B	5.72	4.45	3.51	2.81
股息率	0.99%	1.49%	1.81%	2.13%
EV/EBITDA	3	10	9	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。