

紫金矿业 (601899)

2025 三季报点评：矿产金表现亮眼，业绩再创新高

买入（维持）

2025 年 10 月 21 日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师 米宇

执业证书：S0600524110004

miy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	293,403	303,640	398,622	484,923	534,653
同比（%）	8.54	3.49	31.28	21.65	10.26
归母净利润（百万元）	21,119	32,051	50,359	59,017	68,999
同比（%）	5.38	51.76	57.12	17.19	16.91
EPS-最新摊薄（元/股）	0.79	1.21	1.89	2.22	2.60
P/E（现价&最新摊薄）	37.82	24.92	15.86	13.53	11.57

投资要点

■ **事件：**2025 年 10 月 18 日，公司发布 2025Q3 业绩报告。2025 年 1-9 月公司实现营收 2542 亿元，yoy+10.3%；实现归母净利润 378.6 亿元，yoy+55.4%，扣非归母净利 341.3 亿元，yoy+43.7%。单季度来看，2025Q3 公司实现营收 864.9 亿元，yoy+8.1%，环比-2.6%，2025Q3 归母净利为 145.7 亿元，yoy+57.1%，环比+11%，扣非归母净利 125 亿元，yoy+50.4%，环比+6.5%，业绩符合预期。

■ **公司 2025Q3 矿产金板块量价齐升，成为公司业绩贡献重要增长极；矿产铜板块产量主要受卡莫阿影响环比略有下降，价格稳中有升。**

1) **矿产金产量同环比均有明显增长**，公司矿产金产量 2025 年 1-9 月 65 吨，yoy+20%，2025Q3 产量 24 吨，环比+7%，已经超过 2025 年全年 85 吨计划进度，2025 年 1-9 月公司产金主要增量来自新并购的加纳阿基姆金矿（3.2 吨）、山西紫金（2.3 吨）、塞紫铜（1.2 吨）等。**矿产铜主要受到卡莫阿卡库拉矿端东部淹井事件影响，产量环比略有下降**，公司矿产铜产量 2025 年 1-9 月 83 万吨，yoy+5%，2025Q3 产量 26 万吨，yoy-6%，2025 年 1-9 月公司产铜主要增量来自西藏巨龙铜业（2.1 万吨）、刚果金科卢韦齐（1.9 万吨）、西藏玉龙（权益 1.4 万吨）等。

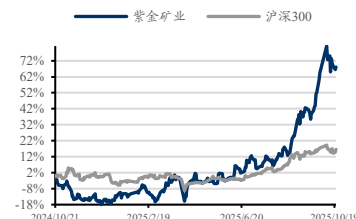
2) **金属价增贡献公司高增业绩，分品种看黄金品种贡献最多，2025 年前三季度矿山企业毛利率同比提升，2025Q3 矿山企业毛利率环比提升，体现公司业绩优异兑现能力。**分品种来看，2025 年 1-9 月主营矿种毛利贡献占比为金矿/铜矿/其他分别为 40.4%/37.0%/22.7%，金矿毛利贡献已经成为公司最主要业绩贡献来源。毛利率角度，2025 年 1-9 月矿山企业毛利率 60.62%，yoy+2.91pct，2025Q3 矿山企业毛利率为 61.27%，环比+0.78pct。具体来看，2025 年 1-9 月矿产金中，金锭/金精矿毛利率为 55.79%/72.80%，yoy+11.22/+4.71pct，矿产铜中，铜精矿/电积铜/电解铜毛利率分别为 64.77%/52.62%/47.21%，yoy-1.81/+4.04/+1.56pct，2025Q3 单季度矿产金的金锭/金精矿 57.80%/73.18%，环比+2.3/-0.66pct，矿产铜中，铜精矿/电积铜/电解铜毛利率分别为 64.26%/50.98%/47.97%，环比-0.76/+0.66/-0.1pct，公司矿产金、铜部分产品毛利率降低，主要原因为部分矿山品味下降、运距增加、权益金提升、以及新并购企业折旧摊销较大导致，但伦敦金、LME 铜价分别在 2025 年 1-9 月 yoy+40%/+4%，2025Q3 环比增长 6%/4%，充分体现公司业绩优异兑现能力。

■ **Q3 业绩再创新高，未来成长可期。**业绩角度，2025 年公司前三季度归母净利 378.6 亿元，yoy+55.4%，单 Q3 归母净利 145.7 亿元，yoy+57.1%，环比再创新高，2025Q3 业绩拆分来看，毛利/公允价值变动分别环比增加 13/10 亿元，费用端由于矿山产品业务扩张，税金及附加/管理费用/所得税环比分别增加 6/6/5 亿元，充分体现了公司精细化管理较高水平。公司核心聚焦金、铜品种，远期来看 2028E 金、铜产量分别为金 100-110 吨，铜 150-160 万吨，伴随降息周期、供给约束等条件，我们长期看好金、铜价格中枢上移，公司未来成长可期。

■ **盈利预测与投资评级：**由于金、铜价格不断上涨，我们调整公司 2025-2027 年归母净利为 504/590/690 亿元（前值为 390/463/551 亿元），对应 EPS 分别为 1.9/2.2/2.6 元/股，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，基于公司为金、铜矿业领军者，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争格局加剧；地缘政治风险；金属价格不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.05
一年最低/最高价	15.00/32.65
市净率(倍)	4.76
流通 A 股市值(百万元)	618,667.55
总市值(百万元)	798,656.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.31
资产负债率(% ,LF)	53.01
总股本(百万股)	26,577.57
流通 A 股(百万股)	20,587.94

相关研究

《紫金矿业(601899)：2024 年报点评：铜金产品量价齐升，精细化管理业绩成长可期》

2025-03-25

《紫金矿业(601899)：铜金矿山龙头笃行不辍，初心如磐再扬帆》

2024-06-26

紫金矿业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	98,939	145,214	206,015	262,955	营业总收入	303,640	398,622	484,923	534,653
货币资金及交易性金融资产	37,689	68,034	114,351	160,225	营业成本(含金融类)	241,776	307,838	370,511	402,383
经营性应收款项	12,696	18,920	21,586	23,430	税金及附加	5,819	7,639	9,293	10,246
存货	33,313	38,966	47,294	52,579	销售费用	738	968	1,178	1,299
合同资产	996	1,557	1,792	1,940	管理费用	7,729	10,364	12,608	13,901
其他流动资产	14,244	17,737	20,993	24,781	研发费用	1,582	1,993	2,425	2,673
非流动资产	297,672	332,384	355,684	378,614	财务费用	2,029	2,790	3,394	3,743
长期股权投资	43,085	54,237	63,960	74,736	加:其他收益	616	616	616	616
固定资产及使用权资产	92,595	95,381	94,580	93,536	投资净收益	4,020	6,000	4,000	4,000
在建工程	40,055	47,044	55,318	61,733	公允价值变动	948	3,000	(250)	(250)
无形资产	68,588	76,276	78,970	82,373	减值损失	(753)	(560)	(611)	(641)
商誉	687	811	842	893	资产处置收益	27	19	14	23
长期待摊费用	3,682	4,334	5,092	5,945	营业利润	48,827	76,104	89,283	104,157
其他非流动资产	48,980	54,300	56,922	59,399	营业外净收支	(749)	(564)	(755)	(656)
资产总计	396,611	477,598	561,699	641,569	利润总额	48,078	75,541	88,528	103,501
流动负债	99,784	113,666	131,730	143,654	减:所得税	8,685	13,646	15,992	18,697
短期借款及一年内到期的非流动负债	48,748	55,372	59,108	63,108	净利润	39,393	61,895	72,536	84,805
经营性应付款项	20,912	21,802	27,621	31,104	减:少数股东损益	7,342	11,536	13,520	15,806
合同负债	6,658	9,348	10,731	12,031	归属母公司净利润	32,051	50,359	59,017	68,999
其他流动负债	23,467	27,143	34,271	37,410	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.21	1.89	2.22	2.60
非流动负债	119,096	134,420	134,773	125,926	EBIT	46,231	78,331	91,923	107,244
长期借款	61,453	69,895	70,253	61,366	EBITDA	56,848	95,741	111,007	128,227
应付债券	38,700	38,700	38,700	38,700	毛利率(%)	20.37	22.77	23.59	24.74
租赁负债	200	206	200	240	归母净利率(%)	10.56	12.63	12.17	12.91
其他非流动负债	18,743	25,620	25,620	25,620	收入增长率(%)	3.49	31.28	21.65	10.26
负债合计	218,880	248,086	266,504	269,580	归母净利润增长率(%)	51.76	57.12	17.19	16.91
归属母公司股东权益	139,786	180,030	232,195	293,182					
少数股东权益	37,945	49,481	63,001	78,807					
所有者权益合计	177,731	229,512	295,196	371,989					
负债和股东权益	396,611	477,598	561,699	641,569					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	48,860	70,627	94,101	105,614	每股净资产(元)	5.20	6.71	8.68	10.97
投资活动现金流	(32,238)	(48,015)	(40,817)	(42,600)	最新发行在外股份(百万股)	26,578	26,578	26,578	26,578
筹资活动现金流	(4,429)	4,195	(7,360)	(17,792)	ROIC(%)	12.48	17.82	17.57	17.59
现金净增加额	11,956	26,324	45,924	45,222	ROE-摊薄(%)	22.93	27.97	25.42	23.53
折旧和摊销	10,617	17,409	19,085	20,983	资产负债率(%)	55.19	51.94	47.45	42.02
资本开支	(24,426)	(35,484)	(30,047)	(30,477)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.92	15.86	13.53	11.57
营运资本变动	294	(8,896)	(279)	(2,816)	P/B(现价)	5.78	4.48	3.46	2.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>