

业绩续创新高， 期待万亿紫金

核心观点

1、受益于金铜量价齐升，2025Q3 公司实现营业收入 864.9 亿元，同比+8.1%；实现归母净利润 145.7 亿元，同比+57.1%，环比+11.0%。其中，矿产金产量显著释放，超过全年计划指标时序进度；受刚果（金）KK 铜矿淹井事件影响，Q3 矿产铜产量环比下降，目前公司正积极推进卡库拉矿段东区的复产工作。

2、9 月 30 日，紫金黄金国际在港交所成功上市，创下多项矿业企业 IPO 纪录，公司作为紫金黄金国际的控股股东，既共享未来高速增长带来的丰厚回报，更有望通过价值重估提升整体市值。

事件

公司发布 2025 年第三季度报告

2025Q3 公司实现营业收入 864.9 亿元，同比+8.1%；实现归母净利润 145.7 亿元，同比+57.1%，环比+11.0%。

公司发布《关于紫金黄金国际股票在香港联交所主板挂牌并上市交易的公告》

经香港联合交易所有限公司批准，公司子公司紫金黄金国际有限公司股票于 2025 年 9 月 30 日在香港联交所主板正式挂牌并上市交易。紫金黄金国际股票中文简称为“紫金黄金國際”，英文简称为“ZIJIN GOLD INTL”，股票代码为“2259”。

公司发布《关于哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目收购完成交割的公告》

公司控股子公司紫金黄金国际有限公司通过全资子公司收购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿 100%权益协议中约定的交割先决条件已全部实现或豁免，本次收购已于 2025 年 10 月 10 日完成交割，紫金黄金国际现已持有 Raygorodok 金矿 100%权益。

紫金矿业 (2899.HK)

维持

买入

覃静

qinjing@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080002

SFC 编号:BWC080

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

010-56135290

SAC 编号:S1440521110005

邵三才

shaosancai@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070004

发布日期： 2025 年 10 月 22 日

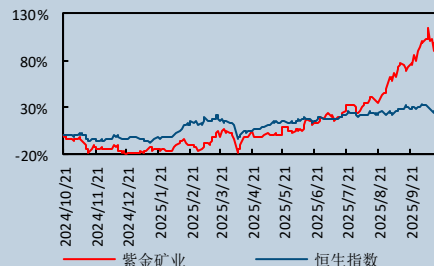
当前股价： 32.34 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.62/14.21	54.94/50.78	88.72/64.42
12 月最高/最低价 (港元)		36.14/14.06
总股本 (万股)		2,657,757.39
流通 H 股 (万股)		598,884.00
总市值 (亿港元)		8,715.85
流通市值 (亿港元)		1,943.98
近 3 月日均成交量 (万)		6978.53
主要股东		
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司		22.89%

股价表现



简评

1、金铜量价齐升，公司前三季度实现归母净利润约 379 亿元

(1) 量：2025 年前三季度公司矿产金/铜产量同增 20%/5%

2025 年 1-9 月，公司实现矿产金产量 65 吨，同比+20%（其中紫金黄金国际实现矿产金产量 32 吨）；矿产铜产量 83 万吨，同比+5%；矿产锌产量 27 万吨，同比-12%；矿产银产量 335 吨，同比+1%。

2025 年第三季度，公司实现矿产金产量 24 吨，环比+7%；矿产铜产量 26 万吨，环比-6%；矿产锌产量 9 万吨，环比持平；矿产银产量 112 吨，同比-6%。

其中，矿产金产量显著释放，超过全年计划指标时序进度；受刚果（金）KK 铜矿淹井事件影响，Q3 矿产铜产量环比下降，目前公司正积极推进卡库拉矿段东区的复产工作。

(2) 价：2025Q3 黄金/铜进入结构性牛市

2025 年前三季度，公司金锭销售单价（不含税）746 元/克，同比+44%；金精矿销售单价（不含税）685 元/克，同比+41%；

2025 年前三季度，公司铜精矿销售单价（不含税）6.09 万元/吨，同比+8%；电积铜销售单价（不含税）6.71 万元/吨，同比+5%；电解铜销售单价（不含税）6.85 万元/吨，同比+4%；

(3) 本：矿产品单位销售成本有所上升，主要系：

- 部分矿山品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升；
- 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；
- 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延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。

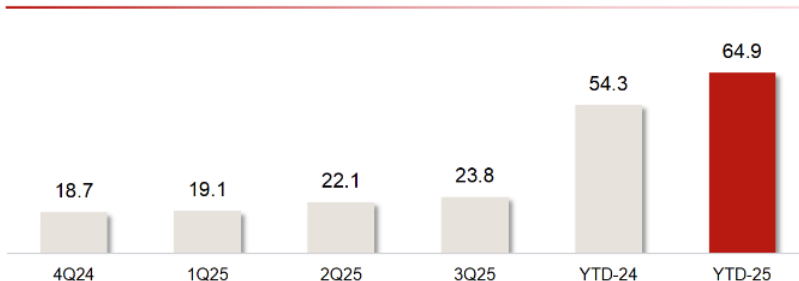
2、紫金黄金国际港股成功上市，缔造多项记录

2025 年前三季度，黄金业务占公司毛利 40.4%，公司业绩“含金量”大幅提高。2025 年 9 月 30 日，公司成功将子公司紫金黄金国际分拆至香港联交所主板上市，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，9 月 30 日上市当日紫金黄金国际市值突破 3000 亿港元。

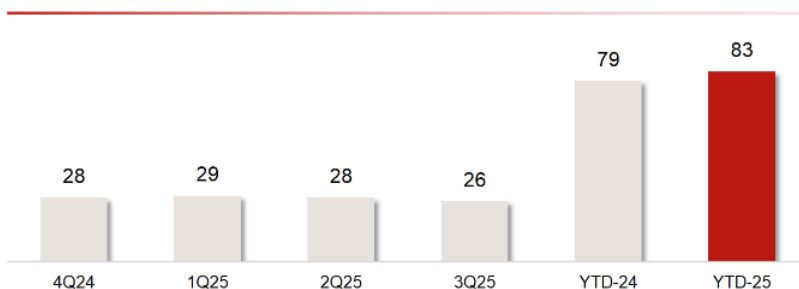
紫金矿业作为紫金黄金国际的控股股东，既共享未来高速增长带来的丰厚回报，更有望通过价值重估提升整体市值。国际资本打通参与中国顶级黄金资产直接通道，助力中国黄金企业参与全球资源配置。

图表 1: 公司金、铜产量同比增长强劲

矿产金产量 (吨) / +20%YoY



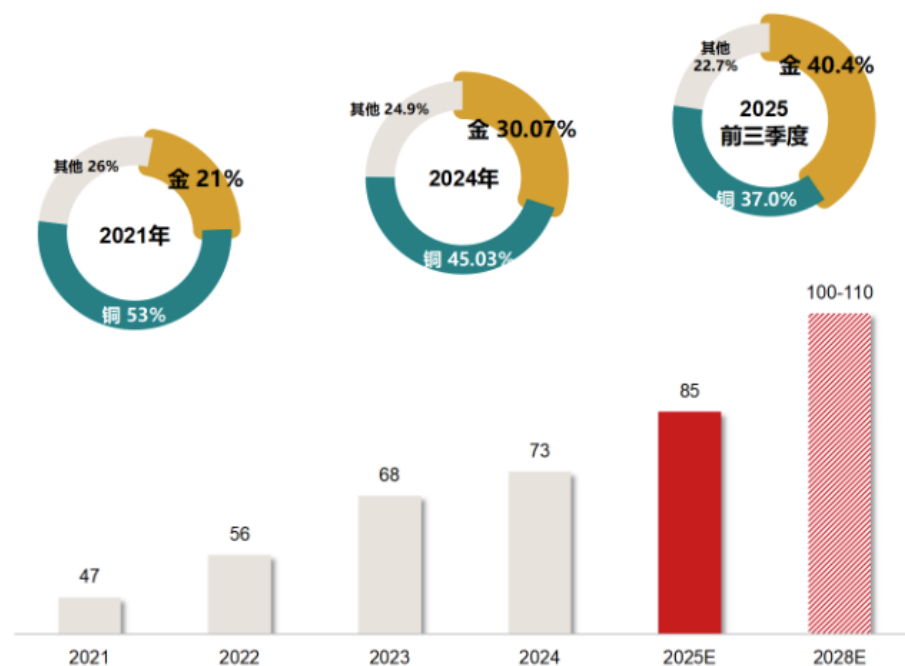
矿产铜产量 (万吨) / +5%YoY



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图表 2: 公司前三季度黄金毛利占比已超四成

各矿种毛利占比及矿产金产量规划/吨



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

投资建议：预计公司 2025 年-2027 年归母净利分别为 504 亿元、643 亿元、719 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 15.64、12.26、10.96 倍，考虑到公司行业地位、成长性及低成本优势，给予公司“买入”评级。

图表 3：公司重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	293,403.24	303,639.96	379,978.80	420,046.07	453,474.45
增长率（%）	8.54	3.49	25.14	10.54	7.96
净利润（百万元）	21,119.42	32,050.60	50,370.92	64,263.47	71,882.14
增长率（%）	5.38	51.76	57.16	27.58	11.86
ROE（%）	19.64	22.93	26.49	25.26	22.03
EPS（元/股，摊薄）	0.79	1.21	1.90	2.42	2.70
P/E（倍）	37.29	24.57	15.64	12.26	10.96
P/B（倍）	7.33	5.63	4.14	3.10	2.41

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

（1）**铜价波动风险。**矿产铜业务是公司的主要毛利来源，2024 年铜矿业务毛利占比约 45.0%；铜价受供求关系、货币政策等因素的影响。铜价的波动，将对公司的营收和利润带来一定影响。根据我们测算，若铜价下跌 5%/10%，公司归母净利润将下降 2.5%/5%。

（2）**原材料价格上涨。**若原材料、人力成本等价格上涨，将对公司盈利能力造成不利影响。

（3）**矿产开发政策收紧。**若矿产开发相关政策收紧，或将影响公司金属产品的生产。

（4）**主要项目进展不及预期。**若公司矿产铜金项目扩产进度不及预期，或将影响公司远期产量目标达成。

分析师介绍

覃静

中信建投证券金属和金属新材料研究员，一级建造师，有色期货研究 10 年，大类资产配置商品策略分析 2 年。曾任国内头部期货公司有色研究负责人，为国内多家上市企业提供风险管理指导，善于供需与宏观结合，兼顾卖方系统研究与买方战略布局，挖掘行业投资机会，曾获“上期所最佳产业分析师”。

王介超

金属新材料首席分析师，中南大学硕士，高级工程师，一级建造师，咨询师，曾主编 GB/T18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利，擅长金属新材料及建筑材料产业研究，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

邵三才

金属和金属新材料行业分析师，上海财经大学投资学学士/硕士，2022 年加入中信建投证券研究发展部，2023/2024 年新财富上榜团队成员，2023/2024 年金麒麟上榜团队成员，2023/2024 年上海证券报最佳分析师上榜团队成员，2024 年水晶球上榜团队成员，2023/2024 年 Wind “金牌分析师” 上榜团队成员，2024 年 21 世纪金牌分析师上榜团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk