

2025 年 10 月 22 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

金铜销售价格不同程度上涨，助力业绩高增长

—紫金矿业（601899.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

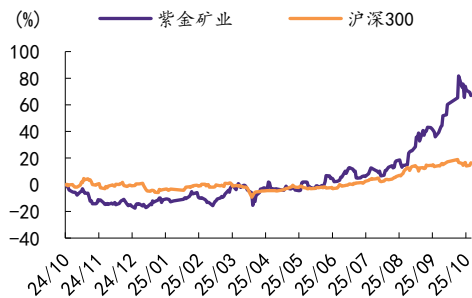
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-10-21

当前股价(元)	30.05
总市值(亿元)	7987
总股本(百万股)	26578
流通股本(百万股)	20588
52 周价格范围(元)	15.02-32.38
日均成交额(百万元)	3785.91

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《紫金矿业（601899）：业绩保持高增，金价上涨强势助力》2025-08-28
- 2、《紫金矿业（601899）：矿产铜金产销稳步增长带动业绩大幅提升，远期产能仍然可期》2025-03-29
- 3、《紫金矿业（601899）：矿产铜金量价同比均有提升，三季度业绩大幅增长》2024-10-24

紫金矿业发布 2025 年三季报：2025 年 Q3 实现营业收入 864.89 亿元，同比+8.14%；归母净利润 145.72 亿元，同比增长+57.14%；经营活动产生的现金流量净额 232.78 亿元，同比+48.62%。2025 年前三季度实现营业收入 2542.00 亿元，同比+10.33%；归母净利润 378.64 亿元，同比增长+55.45%；经营活动产生的现金流量净额 521.07 亿元，同比+44.31%。

投资要点

■ 矿产金业务增长强势，主要受益于金价高涨

铜产量受卡莫拉铜矿影响有所下降，矿山金产量稳步提升。2025Q3 公司实现矿产铜 26.31 万吨，同比-2.89%，环比-5.81%，其中卡莫阿权益产铜 3.17 万吨，同比-38.74%，环比-36.37%，西藏玉龙矿业权益产铜 0.97 万吨，同比-6.35%，环比-1.03%；矿产金 23.76 吨，同比增长 25.98%，环比+7.40%；矿产银 111.79 吨，同比-7.51%，环比-6.34%；矿产锌（铅）9.15 万吨，同比-16.57%，环比+0.05%。

矿产铜业务方面，总营收 141.69 亿元，同比+19.12%，环比+3.99%，总销量 22.24 万吨，同比+8.07%，环比+1.40%，总毛利 85.24 亿元，同比+18.62%，环比+3.03%，总毛利率 60.16%，总毛利率同比环比差别均不大。细分产品来看，铜精矿、电积铜、电解铜营收分别为 102.90、16.77、22.02 亿元，同比+19.45%、+39.22%、+6.06%，环比+3.22%、+11.37%、+2.39%。铜精矿、电积铜、电解铜销量分别为 16.62、2.48、3.14 万吨，同比+7.71%、+25.95%、-1.31%，环比+0.91%、+8.12%、-0.94%。铜精矿、电积铜、电解铜不含税销售单价分别为 6.19、6.75、7.02 万元/吨，同比+10.90%、+10.54%、+7.47%，环比+2.29%、+3.00%、+3.36%。铜精矿、电积铜、电解铜单位销售成本分别为 2.21、3.31、3.65 万元/吨，同比+15.82%、+3.25%、+2.80%，环比+4.50%、+1.62%、+3.57%。铜精矿、电积铜、电解铜 2025Q3 毛利率分别为 64.26%、50.98%、47.97%，2025Q2 毛利率分别为 65.02%、50.32%、48.07%，2024Q3 毛利率分别为 65.78%、47.52%、45.60%。

矿产金业务方面，总营收 169.34 亿元，同比+81.81%，环比

+13.76%，总销量为 22.04 吨，同比+27.11%，环比+9.25%，总毛利 107.70 亿元，同比+104.46%，环比+14.51%，总毛利率 63.60%略有提升，2025Q2 为 63.18%，2024Q3 为 56.55%。**细分产品来看**，金锭、金精矿营收分别为 105.48/63.86 亿元，同比+96.52%、+61.81%，环比+21.91%、+2.45%。金锭、金精矿销量分别为 13.25、8.79 万吨，同比+36.64%、+15.02%，环比+16.69%、-0.34%。金锭、金精矿不含税销售单价分别为 795.91、726.85 元/克，同比+43.82%、+40.69%，环比+4.47%、+2.80%。金锭、金精矿单位销售成本分别为 335.88、194.96 元/克，同比+15.92%、+20.46%，环比-0.93%、5.41%。金锭、金精矿 2025Q3 毛利率分别为 57.8%、73.18%，2025Q2 毛利率为 55.5%、73.84%，2024Q3 毛利率为 47.64%、68.67%。

■ 业绩期内完成紫金黄金国际分拆上市

2025Q3 报告期内，公司资本运作成果显著，子公司紫金黄金国际于 9 月 30 日成功在香港联交所主板上市，以 71.59 港元/股发行 4.01 亿股，募资 287 亿港元，创下全球黄金开采行业最大 IPO、中国矿业企业境外最大 IPO 及 2025 年全球第二大 IPO 纪录。此次发行获 26 家全球顶级机构作为基石投资者认购 16 亿美元（占基础发行 50%）。

■ 盈利预测

由于 Q3 金价铜价有不同程度上涨，上调盈利预测，预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 3526.83、3879.77、4066.42 亿元，归母净利润分别为 534.41、632.85、710.34 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.9、12.6、11.2 倍。维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 产品大幅降价风险；2) 铜矿扩建及爬产不及预期；3) 卡莫阿铜矿恢复不及预期；4) 金矿扩建及爬产进度不及预期；5) 海外开矿政治风险；6) 汇率波动导致成本上升风险等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	303,640	352,683	387,977	406,642
增长率（%）	3.5%	16.2%	10.0%	4.8%
归母净利润（百万元）	32,051	53,441	63,285	71,034
增长率（%）	51.8%	66.7%	18.4%	12.2%
摊薄每股收益（元）	1.21	2.01	2.38	2.67
ROE（%）	18.0%	24.7%	24.1%	22.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	31,691	69,207	122,854	184,295
应收款	10,508	12,205	13,426	14,072
存货	33,313	35,788	38,515	39,465
其他流动资产	23,427	26,197	28,190	29,244
流动资产合计	98,939	143,396	202,985	267,075
非流动资产：				
金融类资产	6,281	6,281	6,281	6,281
固定资产	92,307	109,315	111,291	107,578
在建工程	38,601	15,441	6,176	2,470
无形资产	68,588	65,159	61,730	58,472
长期股权投资	43,085	43,085	43,085	43,085
其他非流动资产	55,090	55,090	55,090	55,090
非流动资产合计	297,672	288,088	277,371	266,694
资产总计	396,611	431,485	480,356	533,769
流动负债：				
短期借款	30,713	31,713	32,713	33,713
应付账款、票据	20,828	22,375	24,080	24,674
其他流动负债	41,585	41,585	41,585	41,585
流动负债合计	99,784	95,674	98,378	99,973
非流动负债：				
长期借款	100,153	100,153	100,153	100,153
其他非流动负债	18,943	18,943	18,943	18,943
非流动负债合计	119,096	119,096	119,096	119,096
负债合计	218,880	214,769	217,474	219,068
所有者权益				
股本	26,578	26,578	26,578	26,578
股东权益	177,731	216,716	262,882	314,701
负债和所有者权益	396,611	431,485	480,356	533,769

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	39393	65683	77783	87307
少数股东权益	7342	12242	14498	16273
折旧摊销	9899	9583	10546	10506
公允价值变动	948	948	948	948
营运资金变动	-8723	-12052	-4236	-2056
经营活动现金净流量	48860	76405	99538	112978
投资活动现金净流量	-32238	6154	7288	7419
筹资活动现金净流量	20894	-25698	-30617	-34488
现金流量净额	37,516	56,861	76,209	85,909

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	303,640	352,683	387,977	406,642
营业成本	241,776	252,977	272,091	278,631
营业税金及附加	5,819	6,759	7,435	7,793
销售费用	738	857	943	988
管理费用	7,729	8,977	9,876	10,351
财务费用	2,029	5,222	4,833	4,381
研发费用	1,582	1,811	1,952	2,027
费用合计	12,078	16,866	17,603	17,746
资产减值损失	-727	-727	-727	-727
公允价值变动	948	948	948	948
投资收益	4,020	4,020	4,020	4,020
营业利润	48,827	80,913	95,681	107,304
加：营业外收入	141	141	141	141
减：营业外支出	890	890	890	890
利润总额	48,078	80,165	94,932	106,555
所得税费用	8,685	14,481	17,149	19,248
净利润	39,393	65,683	77,783	87,307
少数股东损益	7,342	12,242	14,498	16,273
归母净利润	32,051	53,441	63,285	71,034

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	3.5%	16.2%	10.0%	4.8%
归母净利润增长率	51.8%	66.7%	18.4%	12.2%
盈利能力				
毛利率	20.4%	28.3%	29.9%	31.5%
四项费用/营收	4.0%	4.8%	4.5%	4.4%
净利率	13.0%	18.6%	20.0%	21.5%
ROE	18.0%	24.7%	24.1%	22.6%
偿债能力				
资产负债率	55.2%	49.8%	45.3%	41.0%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	28.9	28.9	28.9	28.9
存货周转率	7.3	7.3	7.3	7.3
每股数据(元/股)				
EPS	1.21	2.01	2.38	2.67
P/E	24.9	14.9	12.6	11.2
P/S	2.6	2.3	2.1	2.0
P/B	5.7	4.8	4.0	3.4

■ 有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。