

业绩稳健，资源储备取得重大突破

2025 年 10 月 26 日

➤ **事件：**公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司营收 484.42 亿元，同比+31.90%，归母净利 29.45 亿元，同比+7.80%；扣非归母净利 29.00 亿元，同比+4.83%。其中，2025Q3 公司营收 168.23 亿元，同比+43.2%，环比+11.58%；季度归母净利 10.76 亿元，同比-3.2%，环比+1.4%；季度扣非归母净利 10.66 亿元，同比-2.22%，环比+1.28%。

➤ **前三季度铅锌产量增长明显，Q3 环比略有下降。**①**矿产铜：**25Q1-3 为 13.8 万吨，同比+1.3%；其中 25Q3 为 4.6 万吨，同比-9.3%、环比-3.7%。②**矿产铅锌产量：**25Q1-3 锌为 9.5 万吨，铅为 5.0 万吨，同比分别+20%/+21%；其中 25Q3 锌为 3.2 万吨，铅为 1.5 万吨，同比分别+23%/13%、环比分别-2.9%/-18.2%。③**冶炼铜产量：**25Q1-3 冶炼铜产量 26.3 万吨，同比 43.4%，其中 25Q3 为 8.0 万吨，同比+30%，环比-12.9%。

➤ **业绩拆解：**环比来看，公司 Q3 主要减利项为毛利（-2.35 亿），主要是矿产量环比略有下滑；同比来看，公司 Q3 主要增利项为毛利（+2.25 亿），主要是矿产铅锌同比增长较为明显，业绩同比减少主要是本期研发费用上涨较多以及发生减值所致。

➤ **新竞拍取得茶亭铜多金属矿勘查探矿权，资源储备取得重大突破。**公司控股子公司玉龙铜业以 86 亿元价格竞拍取得茶亭铜多金属矿勘查探矿权。根据洪大军等《安徽宣城茶亭铜金矿区外围找矿潜力分析》显示，在面积不足 1.5km²的狭小范围内，探获了铜金属量 165 万吨和金金属近 250 吨。拟出让的勘查区范围 10.4470 平方千米，勘查矿种为铜、金、银、铅、锌、硫矿，尚有多物探异常待验证，深部找矿前景广阔。

➤ **核心看点：**①**分红高，**2024 年分红比例为 81%，共分配 23.83 亿元。②**各矿山项目扩产持续推进，**期待玉龙三期投产。矿山方面，玉龙铜业三期稳步推进，顺利获得自治区批复。铁矿方面，双利矿业改扩建工程预计年底投产，它温查汉正在办理探转采手续，鑫源、肃北博伦、双利二号三大选厂升级改造工程已开工建设，持续扩大产量规模。铅锌方面，取得四川白玉县有热铅锌矿采矿许可证，证载规模 60 万吨/年。③**矿山均在国**内，地缘政治风险相对较低。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司多个扩建项目持续推进中。随着公司新建项目的逐步投产，我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利 37.17、40.79、47.81 亿元，对应 10 月 24 日收盘价的 PE 为 16x、14x 和 12x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，分红比例下调，铜铅锌锂等金属价格下跌等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	50,026	57,019	58,858	60,678
增长率 (%)	17.0	14.0	3.2	3.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,932	3,717	4,079	4,781
增长率 (%)	5.1	26.8	9.7	17.2
每股收益 (元)	1.23	1.56	1.71	2.01
PE	20	16	14	12
PB	3.4	3.1	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

24.20 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 袁浩

执业证书：S0100525090001

邮箱：yuanhao@glms.com.cn

相关研究

- 1.西部矿业 (601168.SH) 2025 年中报点评：主要矿产品产量稳中有升，业绩稳健增长-2025/07/27
- 2.西部矿业 (601168.SH) 2024 年年报点评：冶炼拖累 Q4 业绩，期待玉龙扩产-2025/04/13
- 3.西部矿业 (601168.SH) 2024 年三季报点评：业绩充分释放，项目扩建持续推进-2024/10/19
- 4.西部矿业 (601168.SH) 动态报告：业绩稳健增长，期待玉龙三期扩产-2024/07/28
- 5.西部矿业 (601168.SH) 2024 年一季报点评：业绩稳步释放，期待玉龙技改项目满产-2024/04/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	50,026	57,019	58,858	60,678
营业成本	40,068	46,420	47,607	48,099
营业税金及附加	945	1,049	1,083	1,116
销售费用	33	39	41	42
管理费用	1,024	1,174	1,212	1,249
研发费用	621	1,026	1,001	1,032
EBIT	7,270	7,405	8,014	9,242
财务费用	766	835	800	777
资产减值损失	-562	0	0	0
投资收益	-113	57	59	61
营业利润	6,123	6,628	7,272	8,525
营业外收支	-130	0	0	0
利润总额	5,992	6,628	7,272	8,525
所得税	699	728	798	936
净利润	5,294	5,900	6,474	7,589
归属于母公司净利润	2,932	3,717	4,079	4,781
EBITDA	9,452	9,627	10,317	11,633

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,116	6,974	8,907	9,222
应收账款及票据	339	678	700	721
预付款项	155	167	171	173
存货	5,113	5,196	5,329	5,384
其他流动资产	3,583	3,660	3,677	3,330
流动资产合计	13,307	16,675	18,783	18,830
长期股权投资	4,207	4,207	4,207	4,207
固定资产	26,428	27,605	28,890	30,246
无形资产	6,141	6,141	6,141	6,141
非流动资产合计	41,633	42,923	44,423	45,923
资产合计	54,940	59,598	63,206	64,752
短期借款	3,208	3,208	3,208	3,208
应付账款及票据	3,338	4,126	4,231	4,275
其他流动负债	7,723	8,069	8,119	5,348
流动负债合计	14,269	15,402	15,558	12,831
长期借款	15,716	15,716	15,716	15,716
其他长期负债	2,192	2,168	2,168	2,168
非流动负债合计	17,909	17,884	17,884	17,884
负债合计	32,178	33,287	33,443	30,715
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	5,672	7,855	10,251	13,059
股东权益合计	22,762	26,311	29,763	34,037
负债和股东权益合计	54,940	59,598	63,206	64,752

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.02	13.98	3.23	3.09
EBIT 增长率	31.87	1.87	8.21	15.32
净利润增长率	5.10	26.80	9.72	17.23
盈利能力 (%)				
毛利率	19.90	18.59	19.12	20.73
净利率	5.86	6.52	6.93	7.88
总资产收益率 ROA	5.34	6.24	6.45	7.38
净资产收益率 ROE	17.15	20.14	20.90	22.79
偿债能力				
流动比率	0.93	1.08	1.21	1.47
速动比率	0.39	0.54	0.66	0.80
现金比率	0.29	0.45	0.57	0.72
资产负债率 (%)	58.57	55.85	52.91	47.43
经营效率				
应收账款周转天数	1.50	1.18	1.54	1.54
存货周转天数	37.17	39.97	39.79	40.09
总资产周转率	0.94	1.00	0.96	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.56	1.71	2.01
每股净资产	7.17	7.74	8.19	8.80
每股经营现金流	3.46	4.21	4.02	3.50
每股股利	1.00	1.27	1.39	1.63
估值分析				
PE	20	16	14	12
PB	3.4	3.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	7.71	7.57	7.07	6.27
股息收益率 (%)	4.13	5.24	5.75	6.74

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,294	5,900	6,474	7,589
折旧和摊销	2,182	2,221	2,303	2,391
营运资金变动	-666	1,025	-19	-2,459
经营活动现金流	8,246	10,026	9,583	8,345
资本开支	-3,288	-4,135	-3,717	-3,805
投资	-17	0	0	0
投资活动现金流	-3,680	-3,837	-3,658	-3,744
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-968	-12	0	0
筹资活动现金流	-5,899	-3,331	-3,992	-4,286
现金净流量	-1,334	2,858	1,933	315

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048