

公司研究

业绩稳定增长，86 亿元收购茶亭铜多金属探矿权

——西部矿业（601168.SH）2025 年三季报点评

要点

事件：公司 2025 年 10 月 24 日公告，前三季度实现营业收入 484.4 亿元，同比增长 31.9%；归母净利润 29.5 亿元，同比增长 7.8%；扣非后归母净利润 29.0 亿元，同比增长 4.8%。其中，2025Q3 归母净利润 10.8 亿元，同比-3.2%，环比+1.4%；扣非后归母净利润 10.66 亿元，同比-2.2%、环比+1.3%。

点评：

量：2025Q1-Q3 矿产铜产量同比+1.3%，Q3 环比-4%。（1）量：2025Q1-Q3 矿产铜产量 13.8 万吨，同比+1.3%；矿产锌 9.5 万吨，同比+19.9%；矿产铅 5.0 万吨，同比增长 21%；矿产钼 3516 吨，同比+18.3%。其中，Q3 矿产铜产量 4.6 万吨，环比-4%；矿产锌 3.2 万吨，环比-3%；矿产铅 1.5 万吨，环比-18%；矿产钼 991 吨，环比-22%。

价：2025Q3 铜、锌、铅、钼价同比+5.7%、-5.3%、-5.9%、+15.9%。2025Q3 国内期货铜均价为 79514 元/吨，同比+5.7%，环比+2.3%；锌均价为 22311 元/吨，同比-5.3%、环比-0.1%；铅均价为 16947 元/吨，同比-5.9%，环比+0.5%；中国钼精矿均价为 4270 元/吨度，同比+15.9%、环比+19.2%。

收购：86.1 亿元收购茶亭铜多金属矿，新增 175 万吨铜、249 吨黄金资源。2025 年 10 月 23 日，公司控股子公司玉龙铜业参与竞拍安徽茶亭铜多金属矿勘查探矿权，最终以 86.09 亿元竞拍取得该探矿权。茶亭铜多金属矿的主矿产为铜，累计查明工业品级铜金属量 65.89 万 t，平均品位 0.54%，低品位铜矿金属量 109.55 万 t，平均品位 0.24%；共(伴)生金矿金属量 248.74t，平均品位 0.43g/t，为隐伏的大型斑岩型铜金矿床。茶亭铜多金属矿的收购将显著提升公司铜金资源量。

行业：供给紧张、需求改善，铜价有望继续上行。（1）宏观：短期宏观扰动减弱，中美关系缓和，国内 GDP 数据发布以及“十五五”规划公布提振市场信心。（2）供需：自由港削减 2025-2026 年铜产量，导致供给后续仍维持紧张；线缆企业开工率在铜价上涨背景下连续两周回升显示 Q4 电网需求逐步恢复；10-12 月空调排产环比持续改善；贸易冲突消化后，铜价后续有望继续上行。

盈利预测、估值与评级：考虑铜价持续上行，上调公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 40.92、48.05、59.14 亿元（较前次预测+3%、+4%、+20%），同比增长 39.6%/17.4%/23.1%，当前股价对应 PE 为 14/12/10 倍，维持对公司“增持”评级。

风险提示：铜铅锌价格下行超预期，收购项目建设不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	42,748	50,026	64,403	66,992	70,338
营业收入增长率	7.51%	17.02%	28.74%	4.02%	5.00%
净利润（百万元）	2,789	2,932	4,092	4,805	5,914
净利润增长率	-19.06%	5.10%	39.60%	17.42%	23.08%
EPS（元）	1.17	1.23	1.72	2.02	2.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.27%	17.15%	21.77%	22.47%	23.95%
P/E	21	20	14	12	10
P/B	3.8	3.4	3.1	2.7	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-24

增持（维持）

当前价：24.20 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.83
总市值(亿元):	576.69
一年最低/最高(元):	12.96/25.15
近 3 月换手率:	126.52%

股价相对走势



收益表现

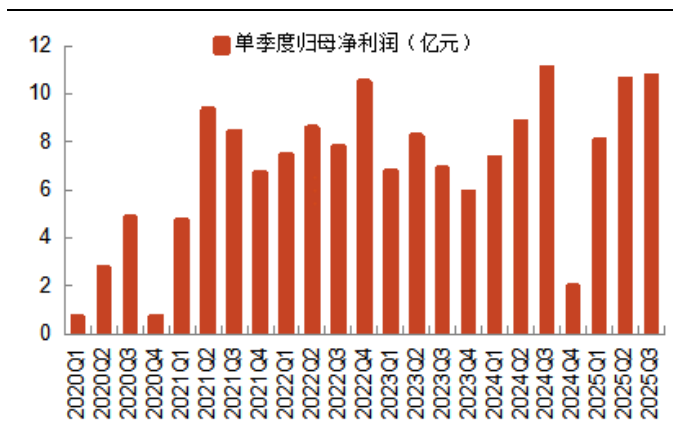
%	1M	3M	1Y
相对	23.38	24.78	23.31
绝对	25.45	37.11	41.94

资料来源：Wind

相关研报

冶炼业务拖累 Q4 业绩，玉龙铜矿扩产可期——西部矿业（601168.SH）2024 年年报点评（2025-04-15）

图 1：2025Q3 单季度归母净利润环比增长 1.4%



资料来源：Wind，光大证券研究所（2020Q1-2025Q3）

图 2：国内 SHFE 期货铜价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所（2020/1/2-2025/10/24）

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
主营业务收入	95.49	105.15	109.74	140.03	117.48	133.00	165.42	150.78	168.23
同比增长率	-11%	6%	-5%	26%	23%	26%	51%	8%	43%
毛利	23.19	16.47	20.26	32.33	29.78	17.20	28.78	34.38	32.04
毛利率	24.29%	15.66%	18.47%	23.08%	25.35%	12.93%	17.40%	22.80%	19.04%
销售费用	0.08	0.07	0.08	0.08	0.09	0.07	0.10	0.09	0.09
财务费用	1.97	2.56	1.74	1.73	1.71	2.47	1.44	1.42	1.45
管理费用	2.06	3.31	1.93	2.08	2.25	3.99	2.59	2.50	2.62
研发费用	2.48	0.84	1.32	1.66	1.39	1.85	2.08	3.84	2.60
期间费用率	6.90%	6.44%	4.62%	3.96%	4.63%	6.30%	3.75%	5.21%	4.02%
资产减值损失	-0.34	-0.44	0.06	-2.39	0.03	-3.32	0.64	-1.64	-1.64
投资净收益	0.51	1.75	0.58	-2.99	-0.05	1.33	-2.66	-1.22	-1.22
营业外收入	0.07	0.06	0.20	0.09	0.08	0.21	0.12	0.14	0.14
营业外支出	3.46	0.39	0.02	1.77	0.02	0.08	0.05	0.23	0.23
税前利润	11.75	10.46	13.43	18.16	21.48	6.86	17.95	20.85	20.84
归属母公司净利润	6.91	5.92	7.37	8.84	11.12	1.99	8.08	10.62	10.76
净利率	7.24%	5.63%	6.72%	6.31%	9.46%	1.50%	4.88%	7.04%	6.40%
同比增长率	-26%	-30%	8%	7%	61%	-66%	10%	20%	-3%
扣非净利润	8.59	2.09	7.15	9.60	10.90	1.81	7.81	10.53	10.66
期末净资产	197	203	215	210	221	228	243	224	242
ROE (摊薄)	4.70%	3.91%	4.71%	5.56%	6.82%	1.17%	4.61%	6.15%	6.28%
存货/销售收入	7.69%	7.52%	9.67%	5.83%	7.59%	9.61%	7.47%	7.94%	7.16%
带息负债	260.5	245.6	238.7	238.8	238.3	229.8	237.4	232.9	234.8
货币资金	69.6	54.4	49.0	59.8	70.0	41.2	64.1	40.1	72.6
资产负债率	63.29%	60.93%	59.45%	60.14%	59.61%	58.57%	57.57%	58.97%	57.92%
存货金额	29.4	31.6	42.5	32.6	35.6	51.1	49.4	47.9	48.2
自由现金流	20.9	(2.4)	(0.4)	38.8	21.3	(10.1)	17.3	18.0	30.7
最新总股本(亿股)	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83
摊薄 EPS (元/股)	0.290	0.248	0.309	0.371	0.467	0.084	0.339	0.445	0.452

资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,748	50,026	64,403	66,992	70,338
营业成本	35,036	40,068	51,538	53,116	54,161
折旧和摊销	2,012	2,095	2,088	2,202	2,334
税金及附加	739	945	1,216	1,265	1,328
销售费用	32	33	42	44	46
管理费用	911	1,024	1,318	1,371	1,440
研发费用	574	621	800	832	873
财务费用	822	766	550	458	346
投资收益	322	-113	-400	-100	-100
营业利润	5,085	6,123	8,419	9,860	12,103
利润总额	4,719	5,992	8,278	9,719	11,962
所得税	486	699	888	1,042	1,283
净利润	4,233	5,294	7,390	8,677	10,679
少数股东损益	1,444	2,362	3,298	3,872	4,765
归属母公司净利润	2,789	2,932	4,092	4,805	5,914
EPS(元)	1.17	1.23	1.72	2.02	2.48

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,239	8,246	9,725	11,373	13,414
净利润	2,789	2,932	4,092	4,805	5,914
折旧摊销	2,012	2,095	2,088	2,202	2,334
净营运资金增加	-483	2,111	2,024	359	420
其他	1,920	1,109	1,520	4,007	4,745
投资活动产生现金流	-3,072	-3,680	-3,523	-3,516	-3,491
净资本支出	-2,879	-3,288	-3,341	-3,341	-3,341
长期投资变化	4,369	4,207	0	0	0
其他资产变化	-4,562	-4,599	-182	-175	-150
融资活动现金流	-3,668	-5,899	-3,878	-3,439	-2,449
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,893	-531	-944	-764	500
无息负债变化	-2,428	985	879	159	120
净现金流	-499	-1,334	2,324	4,419	7,473

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.0%	19.9%	20.0%	20.7%	23.0%
EBITDA 率	17.8%	20.1%	18.5%	19.0%	21.3%
EBIT 率	13.1%	15.9%	15.2%	15.7%	18.0%
税前净利润率	11.0%	12.0%	12.9%	14.5%	17.0%
归母净利润率	6.5%	5.9%	6.4%	7.2%	8.4%
ROA	8.1%	9.6%	12.3%	13.2%	14.3%
ROE (摊薄)	18.3%	17.2%	21.8%	22.5%	23.9%
经营性 ROIC	14.1%	17.8%	20.4%	21.1%	24.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	59%	54%	48%	43%
流动比率	0.74	0.93	1.22	1.76	2.36
速动比率	0.54	0.57	0.76	1.22	1.82
归母权益/有息债务	0.69	0.79	0.91	1.08	1.21
有形资产/有息债务	2.04	2.24	2.58	2.98	3.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	52,067	54,940	59,881	65,737	74,433
货币资金	5,436	4,116	6,440	10,859	18,332
交易性金融资产	13	280	10	10	10
应收账款	290	127	157	163	171
应收票据	348	213	274	285	299
其他应收款 (合计)	248	865	1,060	1,105	1,160
存货	3,162	5,113	6,477	6,668	6,791
其他流动资产	1,707	1,849	1,849	1,849	1,849
流动资产合计	11,410	13,307	17,054	21,733	29,411
其他权益工具	1,180	1,213	1,213	1,213	1,213
长期股权投资	4,369	4,207	4,207	4,207	4,207
固定资产	22,595	26,418	25,976	25,817	25,778
在建工程	1,759	1,531	2,876	3,885	4,641
无形资产	6,421	6,141	6,063	5,991	5,921
商誉	16	16	16	16	16
其他非流动资产	2,243	1,422	1,422	1,422	1,422
非流动资产合计	40,657	41,633	42,827	44,004	45,022
总负债	31,723	32,178	32,112	31,508	32,127
短期借款	5,667	3,208	1,764	0	0
应付账款	2,249	2,802	3,604	3,714	3,787
应付票据	666	536	690	711	725
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	884	411	411	411	411
流动负债合计	15,349	14,269	13,925	12,321	12,441
长期借款	13,595	15,716	16,216	17,216	17,716
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,126	1,414	1,414	1,414	1,414
非流动负债合计	16,374	17,909	18,187	19,187	19,687
股东权益	20,344	22,762	27,769	34,229	42,305
股本	2,383	2,383	2,383	2,383	2,383
公积金	6,191	6,226	6,226	6,226	6,226
未分配利润	6,436	8,154	9,863	12,451	15,762
归属母公司权益	15,268	17,090	18,799	21,387	24,698
少数股东权益	5,075	5,672	8,970	12,842	17,607

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用率	2.13%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%
财务费用率	1.92%	1.53%	0.85%	0.68%	0.49%
研发费用率	1.34%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%
所得税率	10%	12%	11%	11%	11%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	1.00	0.93	1.09	1.34
每股经营现金流	2.62	3.46	4.08	4.77	5.63
每股净资产	6.41	7.17	7.89	8.98	10.36
每股销售收入	17.94	20.99	27.03	28.11	29.52

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	21	20	14	12	10
PB	3.8	3.4	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	11.1	8.6	7.7	7.5	6.5
股息率	2.1%	4.1%	3.8%	4.5%	5.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP