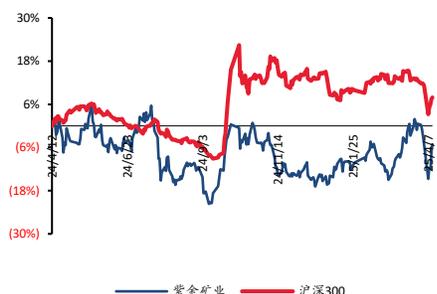


## 金流砥柱拨云诡，铜量再升定磐石

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	265.78/205.88
总市值/流通(亿元)	4,558.05/3,530.83
12个月内最高/最低价(元)	19.87/13.94

### 相关研究报告

<<【太平洋有色】紫金矿业深度报告：笃守初心与宏猷，敢上青云摘斗牛>>—2025-03-25

<<【太平洋有色】紫金矿业深度报告：铜金量价齐升，精益管理成效显著>>—2024-10-28

<<【太平洋有色】紫金矿业深度报告：降本增量成果显著，高质量成长利于长远>>—2024-09-25

### 证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

### 证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

## 报告摘要

**事件：**2025年4月11日，公司发布2025年一季度报。报告期内公司实现收入789.3亿元，同比+5.6%，环比+7.8%；归母净利润101.7亿元，同比+62.4%，环比+32.2%；扣非净利润98.8亿元，同比+58.8%，+24.4%；毛利率为22.89%，同比+6.28pct，环比-0.14pct；净利率为12.88%，同比+4.51%，环比+2.38%。

**铜、金产量明显增长，为实现全年目标顶下扎实基础。**2025年Q1公司实现矿产铜28.8万吨，同比+9.5%，环比+3.1%，完成全年目标的25%；实现矿产金19.1吨，同比+13.4%，环比+2.1%，完成全年目标的22%；实现矿产锌8.8万吨，同比-10.4%；实现矿产银104.2吨，同比+2.2%，环比-0.5%，完成全年目标的23%。铜矿方面，公司持续推进塞紫金下部矿带、塞紫铜JM矿、西藏巨龙铜矿二期等重点项目的扩产；金矿方面，公司加速罗斯贝尔金矿、奥罗拉金矿等项目的技改，加快加纳Akyem金矿、海域金矿等项目的建设，为实现全年目标奠定扎实基础。

**2025Q1铜价同比上升，看好铜长期价格中枢上行。**2025年Q1，在下游需求季节性回暖，以及受川普关税影响，美国国内铜价走高拉动全球铜价上行，根据LME数据，2025年Q1 LME铜现货结算均价为9352美元/吨，同比+10.8%，环比+1.7%；进入4月，由于对等关税加码幅度超预期，引发全球衰退预期，LME铜现货结算价快速下跌至8539美元/吨；此后，由于75个国家获得90天关税暂缓，以及宏观政策预期提升，至4月11日，LME铜现货结算价修复至9180美元/吨；从供需两端来看，我们看好铜长期价格中枢上行。

**2025年Q1金价同比显著上升，短期、长期逻辑均支撑金价上涨。**根据纽交所数据，2025年Q1 Comex金期货结算均价为2868美元/盎司，同比+38.5%，环比+7.7%；至4月11日，Comex金期货结算价达3155美元/盎司，持续上涨。从短期来看，受川普关税政策、全球地缘问题，金价避险属性突显，带动价格提升；从长期来看，受美元信用弱化及地缘政治频发影响，我们继续看好黄金价格长牛趋势。

**2025年Q1公司主要矿山品种毛利率均实现同比提升。**2025年Q1公司金锭/金精矿毛利率分别为52.9%/71.1%，同比分别为+11.4%/+4.3pct，环比分别为+2.4%/+1.0pct；铜精矿/电积铜/电解铜毛利率分别为65.1%/56.3%/45.4%，同比分别为+1.3%/+11.6%/+6.7pct，环比分别为+0.7%/+8.4%/+1.1pct；矿山产锌毛利率为31.7%，同比+2.8pct，环比-14.1pct；矿山产银毛利率为63.7%，同比+12.0pct，环比-0.7pct。公司核心矿产品种毛利率普遍提升显著，主要系产品价格上升，以及成本维持在较低水平所致。

**费用端维持低水平，杠杆下降同时ROE明显提升。**2025年Q1公司销售/管理/财务费用率为3.69%，同比-0.02pct，环比+0.23pct，公司费

用率保持低水平。2025 年 Q1 末公司资产负债率为 54.89%，同比-3.71pct，环比-0.30pct，继 2023Q4 以来持续下降；2025 年 Q1 末公司长期/短期借款为 505.1/361.2 亿元，同比分别-274.4/+119.6 亿元，环比分别-109.4/+54.1 亿元；2025 年 Q1 公司经营性现金流量净额为 125.3 亿元，同比+43.6 亿元，环比-2.2 亿元。公司杠杆率下降，ROE 明显提升，2025 年 Q1 末 ROE 为 7.0%，同比+1.60pct，经营呈现高质量发展态势。

**投资建议：**我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 390/430/467 亿元，我们认为公司作为全球矿业龙头企业，全球化能力突出、成长确定性强、成本控制能力优异；公司铜、金产量稳步提升奠定发展基石，同时黄金在地缘动荡中扮演中流砥柱角色，价值愈发突显，公司有望充分受益于行业高景气度，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求不及预期；供给超预期释放；美联储紧缩超预期

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	303,640	336,738	352,812	368,545
营业收入增长率(%)	3.49%	10.90%	4.77%	4.46%
归母净利（百万元）	32,051	39,042	42,965	46,718
净利润增长率(%)	51.76%	21.81%	10.05%	8.73%
摊薄每股收益（元）	1.21	1.47	1.62	1.76
市盈率（PE）	12.50	11.67	10.61	9.76

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、	2025 年 Q1 业绩实现高增.....	5
二、	2025 年 Q1 铜、金、银产量实现增长.....	6
三、	毛利分析：各项指标表现优异.....	8
(一)	价格分析：铜、金价同比上升.....	8
(二)	成本分析：成本管控能力优异.....	8
(三)	毛利率分析：售价提升及成本管控助力毛利率同比提升.....	10
(四)	业务分析：多项业务取得优异成绩.....	11
四、	费用及负债分析：负债率下降同时 ROE 提升.....	12
(一)	费用分析：期间费用率下降.....	12
(二)	财务分析：杠杆下降同时 ROE 明显提升.....	12
五、	盈利预测与投资建议.....	13
六、	风险提示.....	13

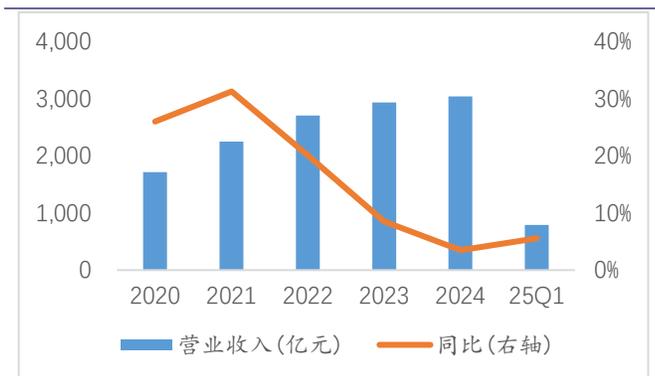
## 图表目录

图表 1: 2025 年 Q1 公司实现收入 789.3 亿元.....	5
图表 2: 2025 年 Q1 公司实现归母净利润 321 亿元.....	5
图表 3: 2025 年 Q1 公司实现扣非净利润 98.8 亿元.....	5
图表 4: 2025 年 Q1 毛利率/净利率分别为 23%/13%.....	5
图表 5: 2025 年 Q1 公司收入环比+7.8%.....	6
图表 6: 2025 年 Q1 公司归母净利润环比+32.2%.....	6
图表 7: 2025 年 Q1 公司扣非净利润环比+24.4%.....	6
图表 8: 2025 年 Q1 毛/净利率环比-0.14/+2.38pct.....	6
图表 9: 2025 年 Q1 公司实现矿产铜产量 28.8 万吨.....	7
图表 10: 2025 年 Q1 公司实现矿产金产量 19.1 吨.....	7
图表 11: 2025 年 Q1 公司实现矿产银产量 104.2 吨.....	7
图表 12: 2025 年 Q1 公司矿产铜产量环比+3.1%.....	7
图表 13: 2025 年 Q1 公司矿产金产量环比+2.1%.....	7
图表 14: 2025 年 Q1 公司矿产银产量环比-0.5%.....	7
图表 15: 2025 年 Q1 LME 铜均价为 9352 美元/吨.....	8
图表 16: 2025 年 Q1 Comex 金均价为 2868 元/盎司.....	8
图表 17: 2025 年 Q1 公司主要业务成本情况.....	9
图表 18: 2025 年 Q1 公司矿山产金生产成本.....	9
图表 19: 2025 年 Q1 公司矿山产铜生产成本.....	9
图表 20: 2025 年 Q1 公司矿山产锌生产成本.....	9
图表 21: 2025 年 Q1 公司矿山产银生产成本.....	9
图表 22: 2025 年 Q1 公司主要业务毛利率情况.....	10
图表 23: 2025 年 Q1 公司主要售价、成本、毛利率对比.....	10
图表 24: 2025 年 Q1 公司矿山产金毛利率提升.....	11
图表 25: 2025 年 Q1 公司矿山产铜毛利率同比提升.....	11
图表 26: 2025 年 Q1 公司矿山产锌毛利率同比提升.....	11
图表 27: 2025 年 Q1 公司矿山产银毛利率提升.....	11
图表 28: 2025 年 Q1 公司业务收入分析.....	11
图表 29: 2025 年 Q1 公司费用率保持低水平.....	12
图表 30: 2025 年 Q1 公司费用率同比下降.....	12
图表 31: 2025 年 Q1 公司长+短期借款同比减少.....	13
图表 32: 2025 年 Q1 公司经营现金流(亿元)同比增加.....	13
图表 33: 2025 年 Q1 公司资产负债率持续下降.....	13

## 一、2025 年 Q1 业绩实现高增

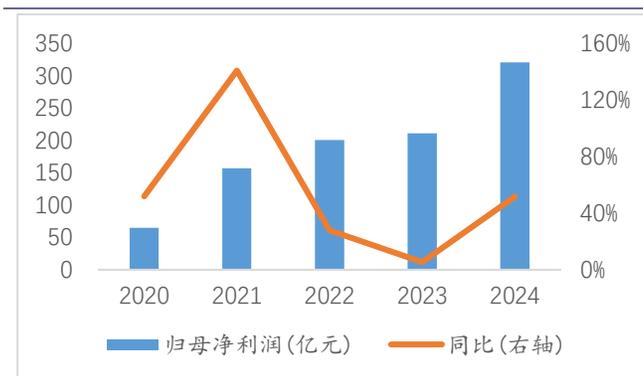
2025 年 4 月 11 日，公司发布 2025 年一季报。报告期内公司实现收入 789.3 亿元，同比+5.6%，环比+7.8%；归母净利润 101.7 亿元，同比+62.4%，环比+32.2%；扣非净利润 98.8 亿元，同比+58.8%，+24.4%；毛利率为 22.89%，同比+6.28pct，环比-0.14pct；净利率为 12.88%，同比+4.51%，环比+2.38%。

图表1：2025 年 Q1 公司实现收入 789.3 亿元



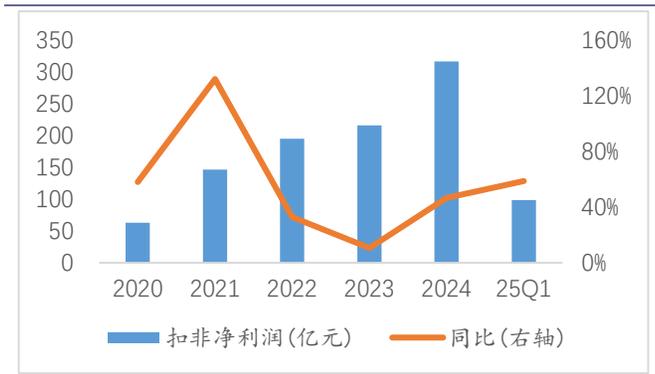
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表2：2025 年 Q1 公司实现归母净利润 321 亿元



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表3：2025 年 Q1 公司实现扣非净利润 98.8 亿元



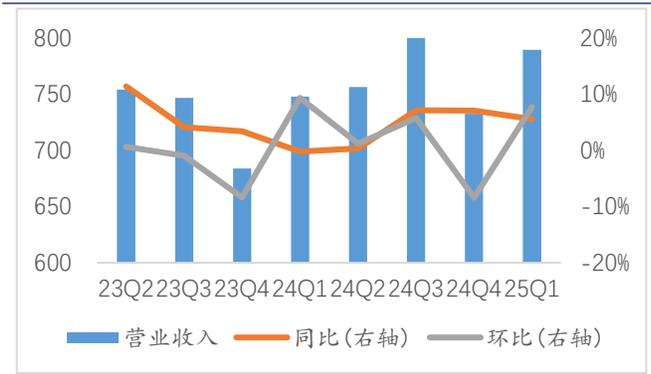
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表4：2025 年 Q1 毛利率/净利率分别为 23%/13%



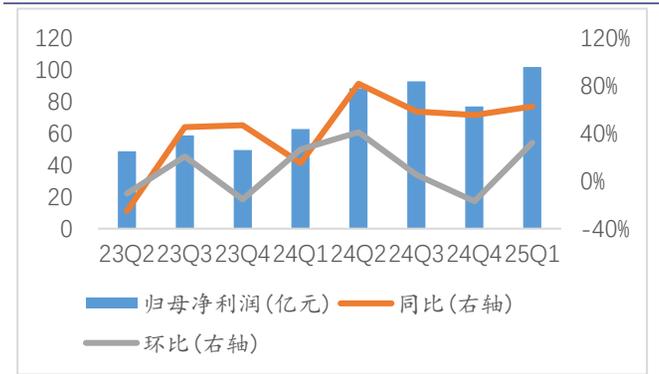
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5: 2025 年 Q1 公司收入环比+7.8%



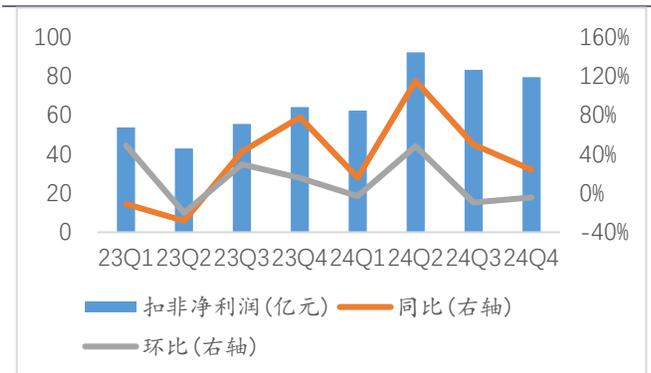
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表6: 2025 年 Q1 公司归母净利润环比+32.2%



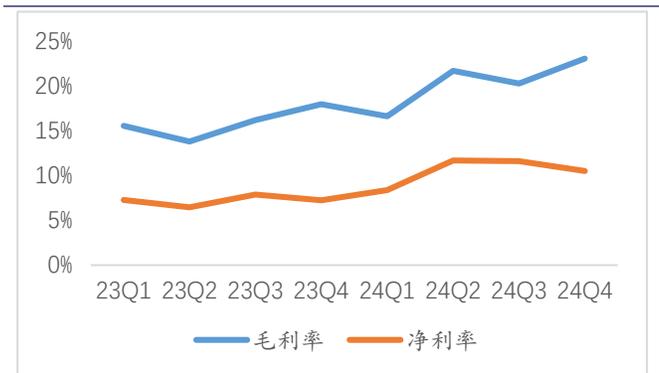
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表7: 2025 年 Q1 公司扣非净利润环比+24.4%



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表8: 2025 年 Q1 毛/净利率环比-0.14/+2.38pct



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

## 二、 2025 年 Q1 铜、金产量实现增长

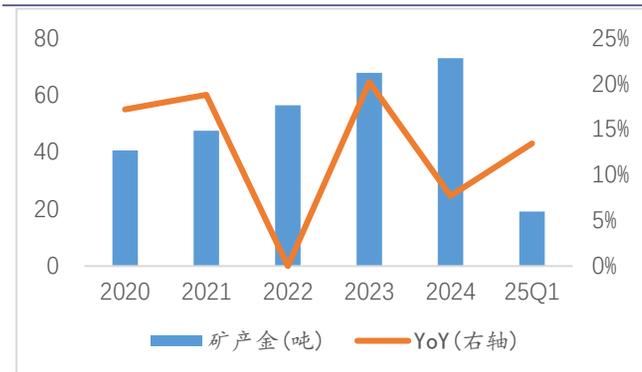
2025 年 Q1 公司矿产铜、金增长明显。2025 年 Q1 公司实现矿产铜 28.8 万吨, 同比+9.5%, 环比+3.1%, 完成全年目标的 25%; 实现矿产金 19.1 吨, 同比+13.4%, 环比+2.1%, 完成全年目标的 22%; 实现矿产锌 8.8 万吨, 同比-10.4%; 实现矿产银 104.2 吨, 同比+2.2%, 环比-0.5%, 完成全年目标的 23%。铜矿方面, 公司持续推进塞紫金下部矿带、塞紫铜 JM 矿、西藏巨龙铜矿二期等重点项目的扩产; 金矿方面, 公司加速罗斯贝尔金矿、奥罗拉金矿等项目的技改, 加快加纳 Akyem 金矿、海域金矿等项目的建设, 为实现全年目标奠定扎实基础。

图表9：2025年Q1公司实现矿产铜产量28.8万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：2025年Q1公司实现矿产金产量19.1吨



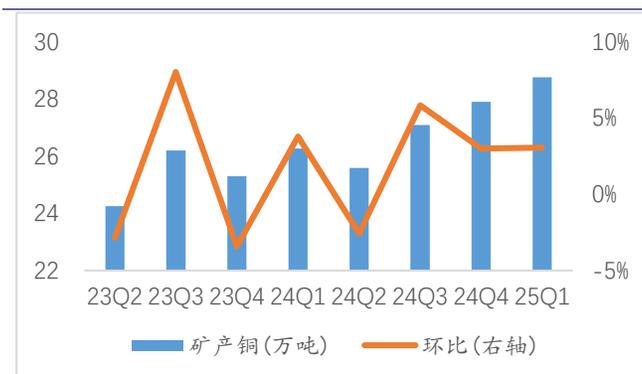
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表11：2025年Q1公司实现矿产银产量104.2吨



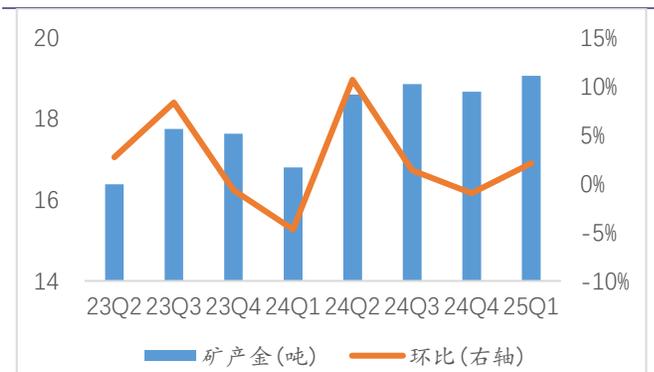
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表12：2025年Q1公司矿产铜产量环比+3.1%



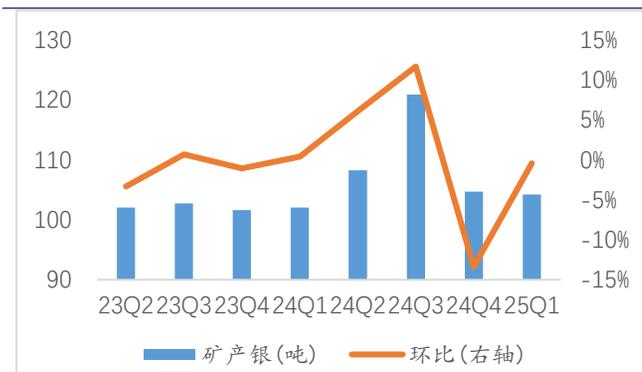
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表13：2025年Q1公司矿产金产量环比+2.1%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表14：2025年Q1公司矿产银产量环比-0.5%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

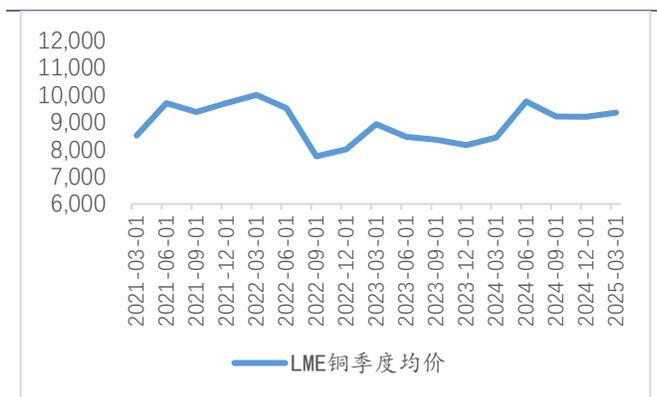
### 三、毛利分析：各项指标表现优异

#### (一) 价格分析：铜、金价同比上升

2025 年 Q1 铜价同比上升，看好铜长期价格中枢上行。2025 年 Q1，在下游需求季节性回暖，以及受川普关税影响，美国国内铜价走高拉动全球铜价上行，根据 LME 数据，2025 年 Q1 LME 铜现货结算均价为 9352 美元/吨，同比+10.8%，环比+1.7%；进入 4 月，由于对等关税加码幅度超预期，引发全球衰退预期，LME 铜现货结算价快速下跌至 8539 美元/吨；此后，由于 75 个国家获得 90 天关税暂缓，以及宏观政策预期提升，至 4 月 11 日，LME 铜现货结算价修复至 9180 美元/吨；从供需两端来看，我们看好铜长期价格中枢上行。

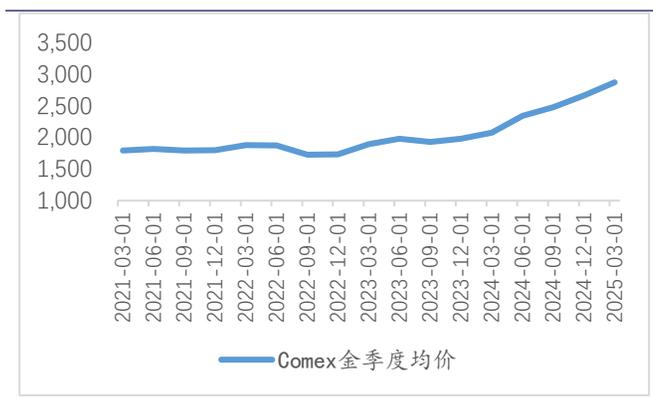
2025 年 Q1 金价同比显著上升，短期、长期逻辑均支撑金价上涨。根据纽交所数据，2025 年 Q1 Comex 金期货结算均价为 2868 美元/盎司，同比+38.5%，环比+7.7%；至 4 月 11 日，Comex 金期货结算价达 3155 美元/盎司，持续上涨。从短期来看，受川普关税政策、全球地缘问题，金价避险属性突显，带动价格提升；从长期来看，受美元信用弱化及地缘政治频发影响，我们继续看好黄金价格长牛趋势。

图表 15：2025 年 Q1 LME 铜均价为 9352 美元/吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 16：2025 年 Q1 Comex 金均价为 2868 元/盎司



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### (二) 成本分析：成本管控能力优异

2025 年 Q1 公司主要矿山品种单位成本环比略增。公司产品的销售成本主要包括采矿、选矿、冶炼、矿产品精矿采购、矿石运输成本、原材料消耗、动力、薪金及固定资产折旧等。2025 年 Q1，公司金锭/金精矿单位成本分别为 311.6/178.7 元/克，同比分别为+12.6%/+23.1%，环比分别为+7.7%/+6.8%；铜精矿/电积铜/电解铜单位成本分别为 2.10/2.98/3.68 万元/吨，同比分别为+13.4%/-7.5%/-0.8%，环比分别为+3.4%/-7.8%/+3.3%；矿山产锌单位成本为 1.03 万元/吨，同比

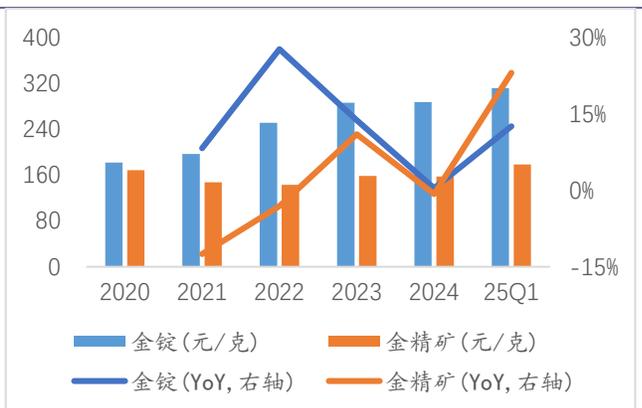
+18.0%，环比+11.0%；矿山产银单位成本为 2.00 元/克，同比+5.3%，环比+7.5%；公司成本端受通胀影响略增，继续保持全球低成本水准，成本管控成效显著。

图表17：2025 年 Q1 公司主要业务成本情况

产品名称	单位	2025 年 Q1	同比	环比	
矿山产金	金锭	元/克	311.63	12.6%	7.7%
	金精矿	元/克	178.67	23.1%	6.8%
矿产产铜	铜精矿	元/吨	21,032	13.4%	3.4%
	电积铜	元/吨	29,752	-7.5%	-7.8%
	电解铜	元/吨	36,784	-0.8%	3.3%
矿山产锌	元/吨	10,256	18.0%	11.0%	
矿山产银	元/克	2.00	5.3%	7.5%	

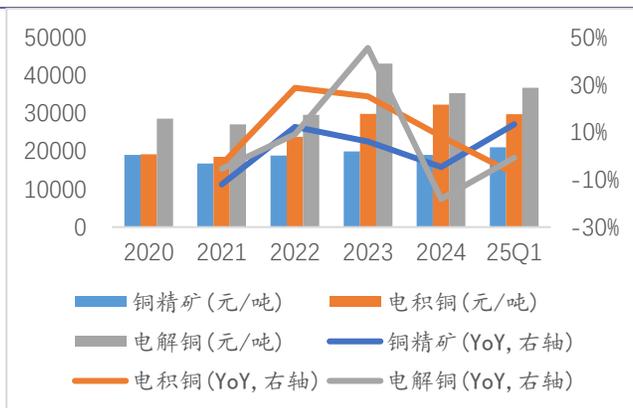
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表18：2025 年 Q1 公司矿山产金生产成本



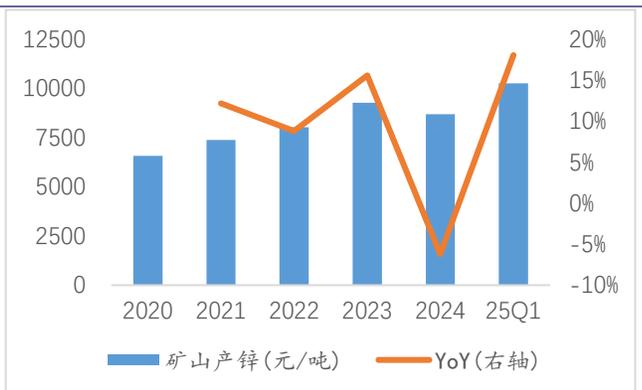
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表19：2025 年 Q1 公司矿山产铜生产成本



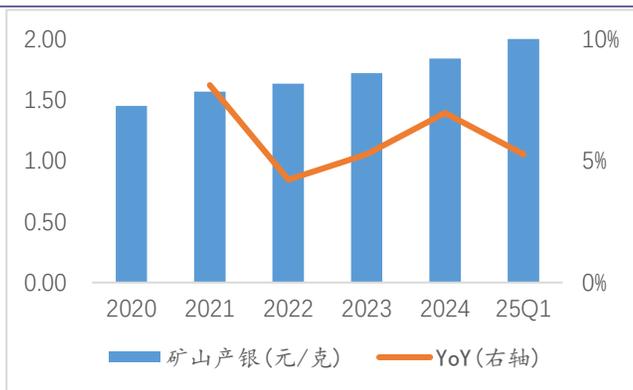
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表20：2025 年 Q1 公司矿山产锌生产成本



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表21：2025 年 Q1 公司矿山产银生产成本



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) 毛利率分析：售价提升及成本管控助力毛利率同比提升

2025年Q1公司主要矿山品种毛利率均实现同比提升。2025年Q1公司金锭/金精矿毛利率分别为52.9%/71.1%，同比分别为+11.4/+4.3pct，环比分别为+2.4/+1.0pct；铜精矿/电积铜/电解铜毛利率分别为65.1%/56.3%/45.4%，同比分别为+1.3/+11.6/+6.7pct，环比分别为+0.7/+8.4/-1.1pct；矿山产锌毛利率为31.7%，同比+2.8pct，环比-14.1pct；矿山产银毛利率为63.7%，同比+12.0pct，环比-0.7pct。公司核心矿产品种毛利率普遍提升显著，主要系产品价格上升，以及成本维持在较低水平所致。

图表22：2025年Q1公司主要业务毛利率情况

产品名称		2025年Q1	同比变化(pct)	环比变化(pct)
矿山产金	金锭	52.91%	11.44	2.44
	金精矿	71.05%	4.30	0.98
矿产产铜	铜精矿	65.05%	1.28	0.71
	电积铜	56.33%	11.56	8.42
	电解铜	45.41%	6.66	-1.07
矿山产锌		31.71%	2.82	-14.12
矿山产银		63.68%	12.03	-0.72

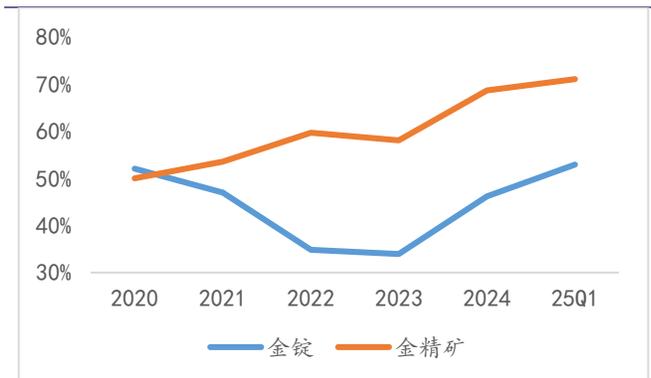
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表23：2025年Q1公司主要售价、成本、毛利率对比

25Q1	售价变化		单位成本变化		毛利率变化(pct)	
	同比	环比	同比	环比	同比	环比
金锭	40.0%	13.3%	12.6%	7.7%	11.4	2.4
金精矿	41.3%	10.5%	23.1%	6.8%	4.3	1.0
铜精矿	17.6%	5.5%	13.4%	3.4%	1.3	0.7
电积铜	17.0%	10.0%	-7.5%	-7.8%	11.6	8.4
电解铜	11.4%	1.3%	-0.8%	3.3%	6.7	-1.1
矿山产锌	22.9%	-11.9%	18.0%	11.0%	2.8	-14.1
矿山产银	40.1%	5.4%	5.2%	7.5%	12.0	-0.7
冶炼产铜	11.1%	1.3%	12.9%	0.9%	-1.6	0.5
冶炼产锌	15.2%	-5.4%	23.7%	-4.3%	-7.0	-1.2

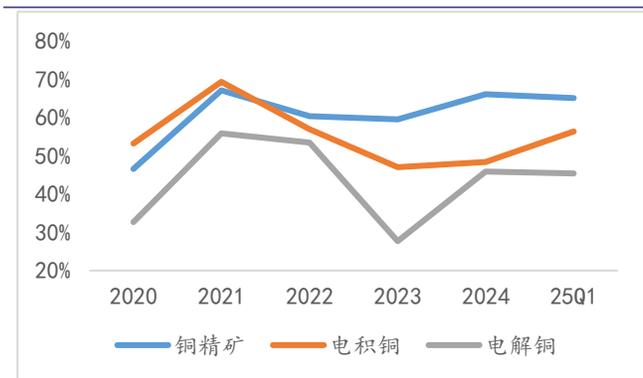
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表24：2025年Q1公司矿山产金毛利率提升



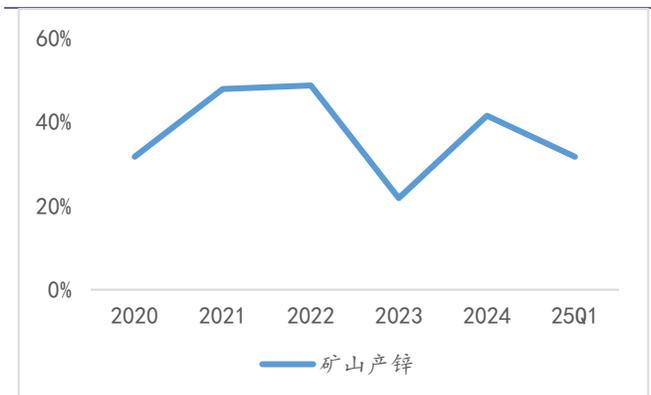
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：2025年Q1公司矿山产铜毛利率同比提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表26：2025年Q1公司矿山产锌毛利率同比提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表27：2025年Q1公司矿山产银毛利率提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### (四) 业务分析：多项业务取得优异成绩

2025年Q1公司多项业务全面提升。得益于公司铜、金产销提升，以及多项业务毛利率提升，2025年Q1公司业务取得优异成绩。

图表28：2025年Q1公司业务收入分析

产品名称		价格单位	销量单位	售价(不含税)	销售数量	销售收入(亿元)	单位成本	销售成本(亿元)	毛利率
矿山产金	金锭	元/克	千克	661.8	9,822	65.0	311.6	30.6	52.9%
	金精矿	元/克	千克	617.2	8,213	50.7	178.7	14.7	71.1%
矿山产铜	铜精矿	万元/吨	万吨	6.02	16.59	99.8	2.10	34.9	65.1%

	电积铜	万元/吨	万吨	6.81	2.46	16.8	2.98	7.3	56.3%
	电解铜	万元/吨	万吨	6.74	2.93	19.7	3.68	10.8	45.4%
矿山产锌		万元/吨	万吨	1.50	9.05	13.6	1.03	9.3	31.7%
矿山产银		元/克	千克	5.50	105,220	5.8	2.00	2.1	63.7%
冶炼产铜		万元/吨	万吨	6.79	18.66	126.7	6.72	125.4	1.0%
冶炼产锌		万元/吨	万吨	2.14	9.91	21.2	2.17	21.5	-1.4%

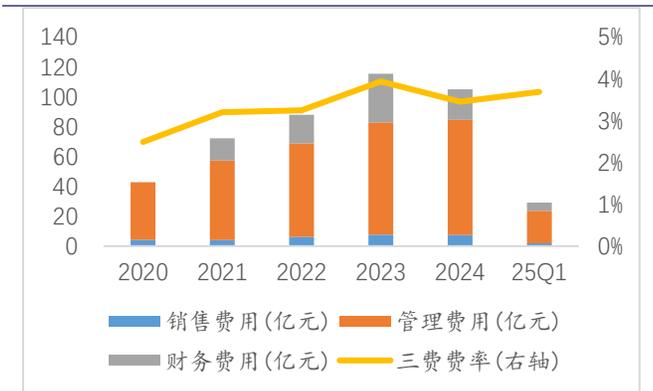
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### 四、费用及负债分析：负债率下降同时 ROE 提升

##### (一) 费用分析：期间费用率维持低水平

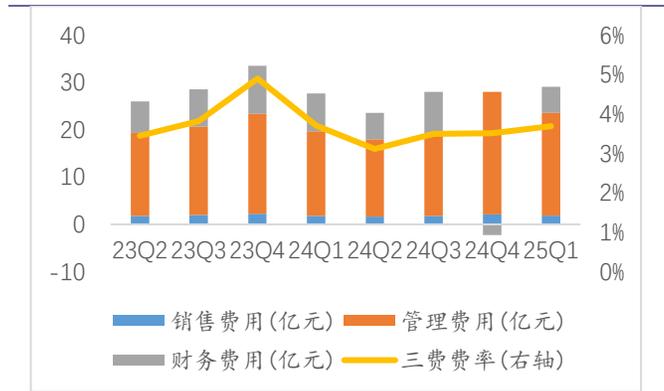
期间费用率维持低水平。2025 年 Q1 公司销售/管理/财务费用率为 3.69%，同比-0.02pct，环比+0.23pct，公司费用率保持低水平。

图表29：2025 年 Q1 公司费用率保持低水平



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表30：2025 年 Q1 公司费用率同比下降

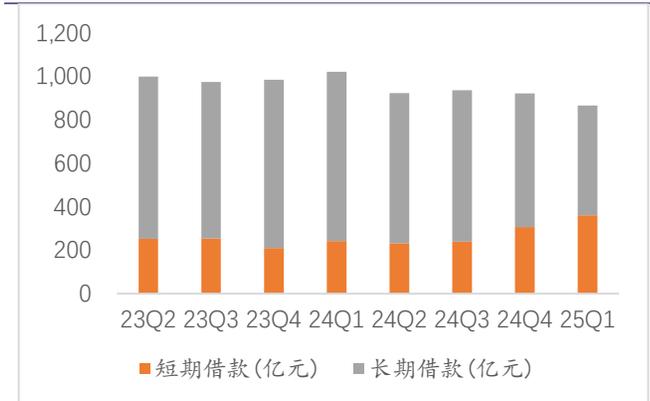


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

##### (二) 财务分析：杠杆下降同时 ROE 明显提升

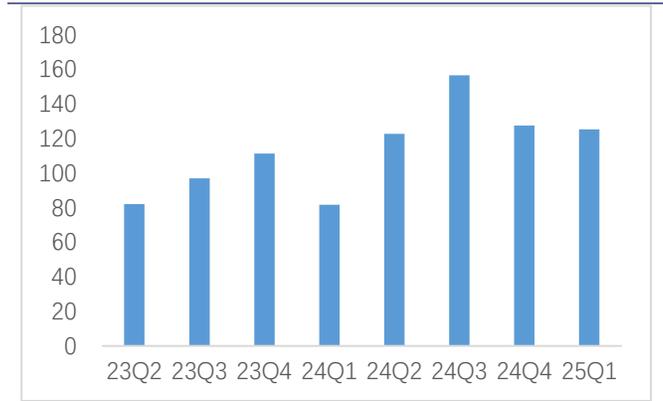
杠杆下降同时 ROE 明显提升，经营呈现高质量发展。2025 年 Q1 末公司资产负债率为 54.89%，同比-3.71pct，环比-0.30pct，继 2023Q4 以来持续下降；2025 年 Q1 末公司长期/短期借款为 505.1/361.2 亿元，同比分别-274.4/+119.6 亿元，环比分别-109.4/+54.1 亿元；2025 年 Q1 公司经营性现金流量净额为 125.3 亿元，同比+43.6 亿元，环比-2.2 亿元。公司杠杆率下降，ROE 明显提升，2025 年 Q1 末 ROE 为 7.0%，同比+1.60pct，经营呈现高质量发展态势。

图表31：2025年Q1公司长+短期借款同比减少



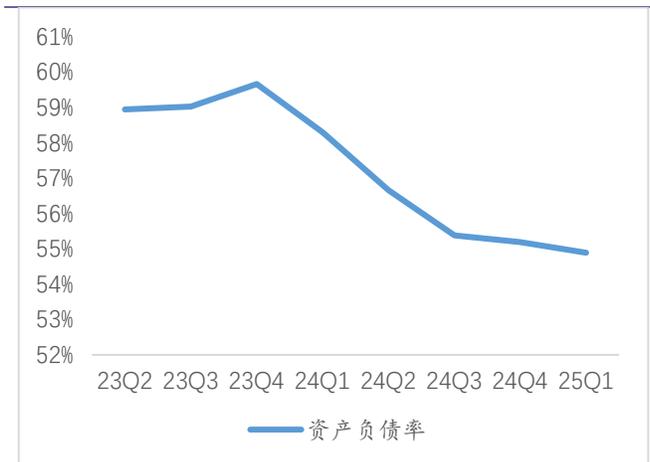
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表32：2025年Q1公司经营现金流(亿元)同比增加



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表33：2025年Q1公司资产负债率持续下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、盈利预测与投资建议

我们维持公司2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为390/430/467亿元，我们认为公司作为全球矿业龙头企业，全球化能力突出、成长确定性强、成本控制能力优异；公司铜、金产量稳步提升奠定发展基石，同时黄金在地缘动荡中扮演中流砥柱角色，价值愈发突显，公司有望充分受益于行业高景气度，维持“买入”评级。

## 六、风险提示

需求不及预期；供给超预期释放；美联储紧缩超预期。

**资产负债表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,449	31,691	68,013	118,633	170,682
应收和预付款项	11,008	11,167	13,242	13,176	13,801
存货	29,290	33,313	32,910	34,344	36,333
其他流动资产	18,882	22,768	24,694	24,488	24,756
流动资产合计	77,629	98,939	138,859	190,641	245,572
长期股权投资	31,632	43,085	43,085	43,085	43,085
投资性房地产	327	367	367	367	367
固定资产	81,466	92,307	84,343	76,479	68,657
在建工程	35,927	40,055	40,055	40,055	40,055
无形资产开发支出	67,892	68,588	68,588	68,588	68,588
长期待摊费用	2,534	3,682	3,682	3,682	3,682
其他非流动资产	123,227	148,526	189,150	240,932	295,864
资产总计	343,006	396,611	429,271	473,188	520,297
短期借款	20,989	30,713	30,713	30,713	30,713
应付和预收款项	16,371	20,912	18,414	20,058	21,494
长期借款	77,531	61,453	61,453	61,453	61,453
其他负债	89,751	105,802	109,608	111,375	112,783
负债合计	204,643	218,880	220,188	223,599	226,442
股本	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658
资本公积	25,866	28,713	28,713	28,713	28,713
留存收益	70,637	94,445	121,079	150,506	182,503
归母公司股东权益	107,506	139,786	161,316	190,743	222,739
少数股东权益	30,857	37,945	47,767	58,846	71,115
股东权益合计	138,363	177,731	209,083	249,589	293,855
负债和股东权益	343,006	396,611	429,271	473,188	520,297

**现金流量表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	36,860	48,860	50,496	63,439	66,078
投资性现金流	-33,965	-32,238	147	720	693
融资性现金流	-5,817	-4,429	-14,215	-13,539	-14,721
现金增加额	-1,974	11,956	36,323	50,620	52,049

**利润表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	293,403	303,640	336,738	352,812	368,545
营业成本	247,024	241,776	259,997	269,060	278,057
营业税金及附加	4,850	5,819	6,566	6,845	7,223
销售费用	766	738	823	880	905
管理费用	7,523	7,729	8,336	8,920	9,274
财务费用	3,268	2,029	0	0	0
资产减值损失	-385	-727	0	0	0
投资收益	3,491	4,020	345	755	730
公允价值变动	-19	948	0	0	0
营业利润	31,937	48,827	60,177	66,639	72,556
其他非经营损益	-649	-749	0	0	0
利润总额	31,287	48,078	60,177	66,639	72,556
所得税	4,748	8,685	11,313	12,595	13,568
净利润	26,540	39,393	48,864	54,045	58,988
少数股东损益	5,420	7,342	9,822	11,079	12,269
归母股东净利润	21,119	32,051	39,042	42,965	46,718

**预测指标**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.81%	20.37%	22.79%	23.74%	24.55%
销售净利率	7.20%	10.56%	11.59%	12.18%	12.68%
销售收入增长率	8.54%	3.49%	10.90%	4.77%	4.46%
EBIT 增长率	5.45%	44.53%	30.17%	10.74%	8.88%
净利润增长率	5.38%	51.76%	21.81%	10.05%	8.73%
ROE	19.64%	22.93%	24.20%	22.53%	20.97%
ROA	8.18%	10.65%	11.83%	11.98%	11.87%
ROIC	9.68%	11.59%	13.52%	13.44%	13.22%
EPS (X)	0.80	1.21	1.47	1.62	1.76
PE (X)	15.58	12.50	11.67	10.61	9.76
PB (X)	3.05	2.87	2.83	2.39	2.05
PS (X)	1.12	1.32	1.35	1.29	1.24
EV/EBITDA (X)	10.69	9.13	7.93	6.57	5.44

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。