

公司研究

业绩符合预期，2026年预计矿产金、铜产量增长17%、10%

——紫金矿业（601899.SH）公告点评

要点

事件：公司2025年12月30日公告，预计2025年实现归属于上市公司股东净利润约510-520亿元，同比增加约59%-62%。预计2025年实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益净利润约475-485亿元，同比增加约50%-53%。以预估业绩中值计算，2025Q4实现归母净利润约136亿元，同比+77%，环比-6.4%。

点评：

量：2025年矿产金产量同比+23%，矿产铜同比+2%。公司2025年主要矿产品产量同比增加，矿产金约90吨（2024年73吨）、矿产铜（含卡莫阿权益产量）约109万吨（2024年107万吨）、矿产银约437吨（2024年436吨）、当量碳酸锂（含藏格矿业5-12月产量）约2.5万吨（2024年261吨）。其中，2025Q4矿产金实现产量约25吨，环比+5.5%；矿产铜产量26万吨，环比-1.1%。

价：铜价、金价上行支撑业绩大增。2025/10/1-2025/12/29期间，伦敦金现货均价4164美元/盎司，较2024Q4上涨56%、较2025Q3上涨19%；LME铜均价11048美元/吨，较2024Q4上涨19%、较2025Q3上涨12%。

规划：2026年矿产金/矿产铜/矿产银/碳酸锂产量增长17%/10%/19%/380%。公司提出2026年度主要矿产品产量计划如下：矿产金105吨、矿产铜120万吨、当量碳酸锂12万吨、矿产银520吨。

行业：美元信用弱化+降息周期看好金价上行，供需偏紧支撑铜价上行。（1）金：美元信用弱化，央行增持黄金有望延续；全球不确定性叠加美国降息周期，ETF持续增持黄金，看好金价继续上行。（2）铜：宏观方面，中美关系整体朝向缓和；供需方面，2026年铜矿供应依然紧张，储能、数据中心等新领域需求有望高速增长，供需维持偏紧，继续看好铜价上行。

盈利预测、估值与评级：考虑铜、金价格持续上行，我们上调公司盈利预测，以2025-2027年金价950/950/950元/g，铜价95000/95000/95000元/吨为基础，预计公司2025/2026/2027年归母净利润为515.1、755.0、815.6亿元（较上次预测上调0%/20%/15.6%），同比增长61%/47%/8%，当前股价对应PE为17/12/11倍，维持对公司“增持”评级。

风险提示：铜金价格下行超预期，铜金等项目建设不及预期；海外运营风险。

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）	293,403	303,640	352,564	432,421	448,563
营业收入增长率	8.54%	3.49%	16.11%	22.65%	3.73%
净利润（百万元）	21,119	32,051	51,507	75,502	81,560
净利润增长率	5.38%	51.76%	60.71%	46.59%	8.02%
EPS（元）	0.80	1.21	1.94	2.84	3.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.64%	22.93%	28.02%	30.89%	26.75%
P/E	42	28	17	12	11
P/B	8.2	6.4	4.8	3.6	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-12-30

增持（维持）

当前价：33.42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

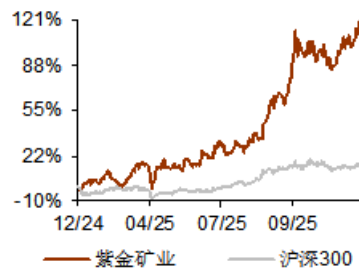
021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	265.90
总市值(亿元)	8886.29
一年最低/最高(元)	14.67/34.30
近3月换手率	69.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.54	13.29	103.57
绝对	11.18	13.52	119.88

资料来源：Wind

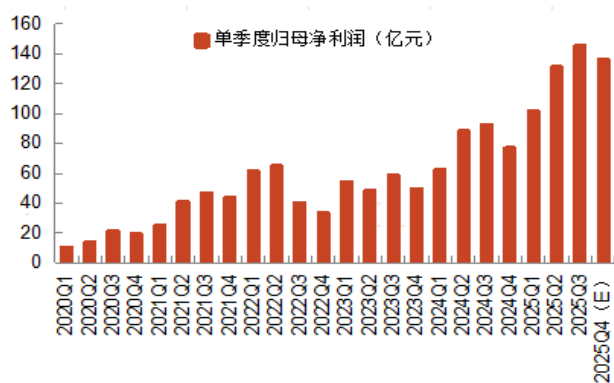
相关研报

2025Q3 单季度归母净利润续创新高，Q3 黄金业务毛利中占比升至46%——紫金矿业（601899.SH）公告点评（2025-10-19）

2025Q2 单季度归母净利润创新高，2025H1 黄金业务毛利占比升至39%——紫金矿业（601899.SH）2025年半年报点评（2025-08-27）

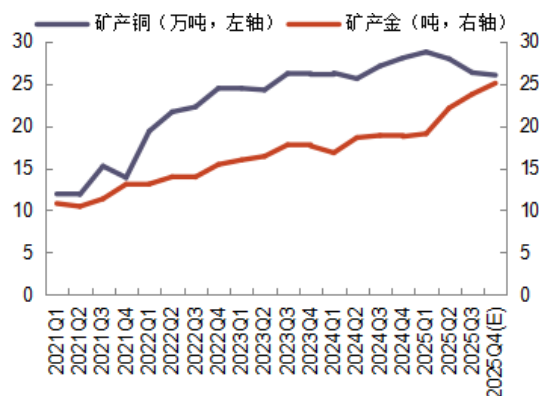
2025Q2 单季度归母净利润有望创历史新高——紫金矿业（601899.SH）公告点评（2025-07-14）

图 1：公司单季度归母净利润变化



资料来源：Wind，光大证券研究所（2020Q1-2025Q4，2025Q4 数据为公司预估归母净利润中值计算）

图 2：公司季度矿产铜和矿产金产量走势



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021Q1-2025Q4）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	293,403	303,640	352,564	432,421	448,563
营业成本	247,024	241,776	269,947	314,328	321,923
折旧和摊销	10,160	10,512	14,818	16,036	18,398
税金及附加	4,850	5,819	6,699	8,216	8,523
销售费用	766	738	705	865	897
管理费用	7,523	7,729	8,814	10,811	11,214
研发费用	1,567	1,582	1,763	2,162	2,243
财务费用	3,268	2,029	2,010	1,943	1,213
投资收益	3,491	4,020	7,035	7,387	7,756
营业利润	31,937	48,827	73,620	103,891	112,369
利润总额	31,287	48,078	72,720	102,991	111,469
所得税	4,748	8,685	13,136	18,604	20,136
净利润	26,540	39,393	59,584	84,386	91,333
少数股东损益	5,420	7,342	8,076	8,884	9,773
归属母公司净利润	21,119	32,051	51,507	75,502	81,560
EPS(元)	0.80	1.21	1.94	2.84	3.07

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36,860	48,860	48,237	79,591	96,140
净利润	21,119	32,051	51,507	75,502	81,560
折旧摊销	10,160	10,512	14,818	16,036	18,398
净营运资金增加	-1,073	298	27,251	25,381	7,984
其他	6,654	5,999	-45,339	-37,327	-11,802
投资活动产生现金流	-33,965	-32,238	-25,028	-34,929	-26,618
净资本支出	-30,329	-24,426	-26,500	-31,200	-31,000
长期投资变化	31,632	43,085	-1,000	-1,000	-1,000
其他资产变化	-35,268	-50,897	2,472	-2,729	5,382
融资活动现金流	-5,817	-4,429	-2,015	-32,683	-41,266
股本变化	0	25	1	0	0
债务净变化	17,834	7,064	5,968	-18,240	-19,441
无息负债变化	5,220	7,173	-6,362	7,122	1,343
净现金流	-1,974	11,956	21,194	11,979	28,256

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.8%	20.4%	23.4%	27.3%	28.2%
EBITDA 率	14.6%	19.0%	22.8%	26.1%	27.4%
EBIT 率	11.1%	15.6%	18.6%	22.4%	23.3%
税前净利润率	10.7%	15.8%	20.6%	23.8%	24.9%
归母净利润率	7.2%	10.6%	14.6%	17.5%	18.2%
ROA	7.7%	9.9%	13.3%	16.7%	16.3%
ROE (摊薄)	19.6%	22.9%	28.0%	30.9%	26.7%
经营性 ROIC	10.8%	14.2%	16.9%	21.8%	22.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	60%	55%	49%	41%	34%
流动比率	0.92	0.99	1.27	1.84	2.94
速动比率	0.57	0.66	0.88	1.29	2.18
归母权益/有息债务	0.76	0.94	1.19	1.79	2.60
有形资产/有息债务	1.90	2.16	2.41	3.16	4.13

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	343,006	396,611	448,360	506,732	558,871
货币资金	18,449	31,691	52,885	64,863	93,119
交易性金融资产	5,307	5,998	6,598	7,258	7,984
应收账款	7,778	6,812	9,519	13,621	16,148
应收票据	553	154	705	865	897
其他应收款 (合计)	2,834	3,559	5,236	6,486	6,728
存货	29,290	33,313	39,939	48,118	50,855
其他流动资产	8,862	10,705	13,151	17,144	17,951
流动资产合计	77,629	98,939	130,792	161,559	196,962
其他权益工具	13,719	16,160	17,160	18,160	19,160
长期股权投资	31,632	43,085	44,085	45,085	46,085
固定资产	81,466	92,307	113,183	130,566	143,819
在建工程	35,927	38,601	28,051	24,525	22,763
无形资产	67,892	68,588	68,697	68,506	68,121
商誉	692	687	687	687	687
其他非流动资产	28,394	30,130	36,490	46,872	48,970
非流动资产合计	265,377	297,672	317,568	345,174	361,909
总负债	204,643	218,880	218,486	207,368	189,270
短期借款	20,989	30,713	41,681	21,441	0
应付账款	14,428	18,423	13,497	15,716	16,096
应付票据	1,856	2,405	2,699	3,143	3,219
预收账款	87	84	98	120	125
其他流动负债	737	798	1,287	2,086	2,247
流动负债合计	84,182	99,784	103,123	87,609	67,027
长期借款	77,531	61,453	56,453	58,453	60,453
应付债券	25,287	38,700	38,700	38,700	38,700
其他非流动负债	10,091	10,769	12,237	14,632	15,117
非流动负债合计	120,460	119,096	115,363	119,759	122,243
股东权益	138,363	177,731	229,874	299,364	369,601
股本	2,633	2,658	2,659	2,659	2,659
公积金	27,233	30,080	30,080	30,080	30,080
未分配利润	69,270	93,078	137,143	197,750	258,214
归属母公司权益	107,506	139,786	183,852	244,458	304,922
少数股东权益	30,857	37,945	46,022	54,906	64,678

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.26%	0.24%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	2.56%	2.55%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	1.11%	0.67%	0.57%	0.45%	0.27%
研发费用率	0.53%	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	15%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.28	0.56	0.79	0.86
每股经营现金流	1.40	1.84	1.81	2.99	3.62
每股净资产	4.08	5.26	6.92	9.20	11.47
每股销售收入	11.14	11.42	13.26	16.27	16.88

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	42	28	17	12	11
PB	8.2	6.4	4.8	3.6	2.9
EV/EBITDA	6.5	4.8	3.5	2.5	2.1
股息率	0.6%	0.8%	1.7%	2.4%	2.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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