

铜矿盈利能力提升，冶炼业务短期承压

——江西铜业(600362)首次覆盖报告

报告要点：

● 铜全产业链优势凸显，助推业绩快速增长

江西铜业的业务涵盖了铜和黄金的采选、冶炼与加工；稀散金属的提取与加工；硫化工以及贸易等领域，并且在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链，是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。

2025年Q1-Q3，公司实现营业收入3960.47亿元，同比增长0.98%。2025年Q3，公司实现营业收入1390.88亿元，同比增长14.09%。受铜价变动影响，第三季度增速加快，前三季度，公司营收稳步增长。2025年Q1-Q3，公司实现归母净利润60.23亿元，同比增长20.85%。2025年Q3，公司实现归母净利润18.49亿元，同比大幅增长35.20%。前三季度，公司净利润显著增长主要因主产品价格变动驱动盈利提升。

2025年Q1-Q3，公司经营活动现金流量净额为62.88亿元，同比增长1441.78%。前三季度，公司经营性现金流大幅改善主要原因系经营活动现金流出减少，公司运营效率提升与供应链管理优化。

● 资源储备布局完善，产能优势突出

受供需格局变动影响，铜价或将持续高位震荡。截至2026年2月12日，铜现货价为10.21万元/吨，近一年价格上涨31.34%。公司为国内最大的阴极铜供应商，阴极铜产能已超200万吨/年，产能规模稳居国内同业领先地位。2024年阴极铜产量达229.19万吨（同比+9.28%），有效产能得到充分释放；2025年上半年，阴极铜产量实现119.54万吨（同比+1.74%）。在铜价高位运行以及公司规模效应的持续加持下，公司业绩有望持续增长。

● 投资建议与盈利预测

公司海外资源布局持续推进，公司是国内最大的阴极铜生产企业之一。自今年以来，供给端受全球大型铜矿不同程度的负面影响，需求端新能源汽车和传统领域的需求持续扩张，供需格局正迈入持续性短缺的新阶段，铜价或将保持高位震荡。我们预计，公司2025-2027年归母净利润分别为84.50、113.65、128.71亿元，对应PE分别为23.19、17.24和15.22倍，给予“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济风险，铜市场价格波动，供需格局变动影响。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	521892.51	520928.25	578865.94	617183.69	652140.35
收入同比(%)	8.74	-0.18	11.12	6.62	5.66
归母净利润(百万元)	6505.11	6962.20	8449.98	11365.13	12870.87
归母净利润同比(%)	8.53	7.03	21.37	34.50	13.25
ROE(%)	9.65	8.93	10.04	12.37	12.73
每股收益(元)	1.88	2.01	2.44	3.28	3.72
市盈率(P/E)	30.12	28.15	23.19	17.24	15.22

资料来源：IFind，国元证券研究所，（本报告数据更新至2026年2月12日）

增持|首次评级

当前价：56.59元

基本数据

52周最高/最低价(元)：66.66/18.27

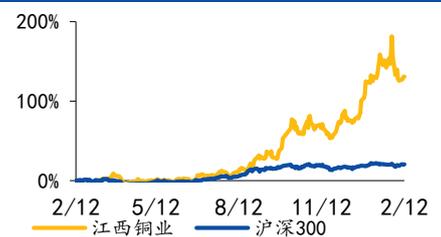
A股流通股(百万股)：2075.25

A股总股本(百万股)：3462.73

流通市值(百万元)：117438.25

总市值(百万元)：172439.32

过去一年股价走势



资料来源：IFind

相关研究报告

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gzyq.com.cn

目 录

1. 深受铜产品价格上涨，公司收入与利润实现双增	4
1.1 持续布局资源储备，中游产能优势突出	4
1.2 阴极铜贡献主要收入，冶炼端利润短期承压	7
2. 铜行业：供需关系变动影响加剧，铜价或将保持高位震荡	10
2.1 铜产业链情况	10
2.2 供给端：全球铜矿产量增长受限，精炼铜或将出现缺口	11
2.3 需求端：精炼铜消费持续增长，新兴与传统应用领域共同提振需求	14
2.3 价格端：供需格局趋紧，铜价持续上行冶炼费用短期承压	17
3. 盈利预测与估值	17
4. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司近 5 年阴极铜产量（万吨）	6
图 2：公司近 5 年铜加工产品产量（万吨）	6
图 3：公司近 5 年黄金产量（吨）	7
图 4：公司近 5 年白银产量（吨）	7
图 5：公司近 5 年营业收入	7
图 6：公司近 5 年归母净利润	7
图 7：近年来公司营收构成（亿元）	8
图 8：公司近年来主要产品收入占比（%）	8
图 9：近年来公司毛利构成（亿元）	9
图 10：公司近年来主要产品毛利占比（%）	9
图 11：近年来公司毛利率及净利率	9
图 12：近年来公司期间费用率（%）	10
图 13：近年来公司研发费用情况	10
图 14：铜产业链全景	10
图 15：近十年全球铜储量	11
图 16：2024 年各国铜储量占比	11
图 17：2015-2024 年我国铜矿储量	12
图 18：全球铜矿产量	13
图 19：国内铜矿产量	13
图 20：全球精炼铜产量	13
图 21：2024 年精炼铜产量份额	13
图 22：2021-2025 年国内铜进口情况（万吨，当月值）	14
图 23：全球精炼铜消费量	15
图 24：2024 年全球铜消费结构	15
图 25：我国精炼铜消费量走势	15
图 26：23-24 年国内铜消费结构（24 年为外圈）	15

图 27: 2020-2025 年新能源汽车产销量 (万辆)	16
图 28: 2020-2025 年电网/电力工程投资额 (亿元)	16
图 29: 近一年铜现货价走势	17
图 30: 近一年铜精矿 TC/RC 平均价走势 (美元/吨)	17
表 1: 公司近五年保有资源情况	4
表 2: 2024 年公司矿石原材料成本情况	5
表 3: 2024 年公司矿山情况	5
表 4: 全球铜供需平衡情况 (万吨)	16
表 5: 公司业务收入预测 (百万元)	18
表 6: 可比公司	20

1. 深受铜产品价格上涨，公司收入与利润实现双增

1.1 持续布局资源储备，中游产能优势突出

资源端，公司拥有五座在产矿山、五家在产冶炼厂和十家现代化铜材加工厂。截至2024年底，公司自有资源量：铜889.91万吨、金239.08吨、银8252.60吨、钼16.62万吨；按权益计算控制资源量：铜1312万吨、金96.01吨；控股子公司恒邦股份及其子公司备案金储量150.27吨。

公司拥有行业领先的铜冶炼及矿山开发技术。贵溪冶炼厂是国内首家引进全套闪速冶炼技术生产线的单位，整体生产技术和主要技术经济指标已达到国际先进水平。德兴铜矿是工艺技术水平领先的现代化铜矿山，拥有并成熟应用国际采矿设计规划优化软件和北斗定位智能卡车调度系统；恒邦股份冶炼技术实力雄厚，作为首家采用氧气底吹熔炼—还原炉粉煤底吹直接还原技术处理高铅复杂金精矿的专业工厂。

公司积极开展海外投资和合作，不断拓展资源版图。2025年3月，公司收购SolGold Plc（以下称索尔黄金）的5.24%股份，总计持股12.19%，成为索尔黄金第一大股东。2025年12月25日，公司通过全资子公司江铜香港投资，以每股28便士现金发出正式要约，拟收购索尔黄金全部已发行及将发行股份，对应全部普通股股本估值约为8.67亿英镑（约合人民币82亿元）。截至目前，公司已获得必和必拓、纽蒙特及Maxit Capital LP出具的不可撤销承诺函，连同公司已持有的股份，合计覆盖索尔黄金已发行股本的40.6%。索尔黄金控股的Cascabel项目在强化公司资源端保障及支持长期战略布局方面具有重要意义。

索尔黄金核心资产为位于厄瓜多尔的Cascabel项目100%股权，该项目主要的Alpala矿床目前拥有探明、控制及推断资源量：铜1220万吨，金3050万盎司，银10230万盎司，其中证实和概略储量：铜320万吨、金940万盎司、银2800万盎司。

表1：公司近五年保有资源情况

	2020	2021	2022	2023	2024
铜（万吨）	874.40	861.90	899.30	874.23	889.91
金（吨）	270.30	278.50	275.90	243.70	239.08
银（吨）	8326.00	8138.00	8626.00	8045.60	8252.60
钼（万吨）	20.10	20.00	21.00	16.40	16.62

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2026年1月，公司下属子公司江铜风勘与第一量子全资子公司签署《投资选择权协议》，拟投资650万美元获取哈萨克斯坦Lakeside公司14.9%股权及相关债权，Lakeside拥有巴尔喀什湖北部地区14个矿权，地处全球重要铜成矿带。第一量子全球勘探团队将提供地质建模、物探化探等核心技术支持，同时赋予第一量子哈萨克三年内收购江铜风勘所持AIFC子公司51%股权的选择权，实现风险共担、利益共享的深度绑定。这一合作不仅拓展了公司在中亚铜资源带的布局，更通过与全球顶尖矿业企业的技术协同，提升了勘探成功率与资源转化效率。

产能/产量：2025年上半年，公司自产铜精矿（含铜）产量为9.93万吨，同比减少1.68%；公司黄金产量为49.97吨，同比减少30.66%；公司白银产量为703.71吨，同比增长11.14%。**冶炼端**，公司阴极铜产能超200万吨/年。2024年，公司阴极铜产

量 229.19 万吨，同比+9.28%；2025 年上半年，公司阴极铜产量 119.54 万吨，同比+1.74%。与国内其他主要铜企的阴极铜产能相比，云南铜业（161 万吨/年）、铜陵有色（170 万吨/年），公司在产能规模上具有明显优势。**加工端**，公司加工铜产品超过 200 万吨/年，是国内最大的铜加工生产商。2025 年上半年，公司铜加工产品产量为 95.65 万吨，同比增长 9.72%；其中，公司铜杆产量为 84.14 万吨，同比增长 6.63%。整体来看，公司核心优势集中在冶炼端和加工端，铜精矿自给率偏低，持续强化全球资源布局，或将推动公司长期业绩增长。

表 2：2024 年公司矿石原材料成本情况

矿石原材料类型及来源	原材料总成本（万元）	占比（%）	原材料总成本比上年增减（%）
自有矿石	577,836.28	20.97	-1.14
国内采购	324,079.02	11.76	1.08
境外采购	1,853,984.37	67.27	3.98
合计	2,755,899.67	/	2.52

资料来源：公司公告，国元证券研究所

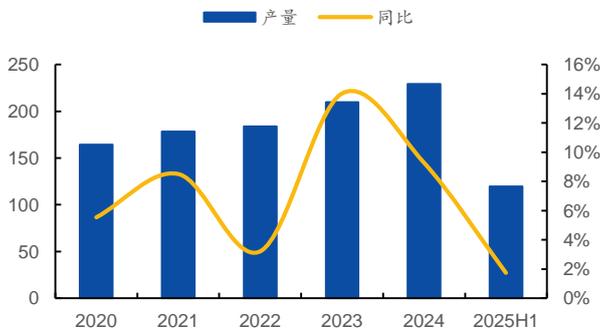
表 3：2024 年公司矿山情况

	主要品种	资源量	储量	品位	产量	铜精矿产能	铜精矿产量	剩余可开采年限
德兴铜矿 (江西省上饶市)	主矿产铜（工业铜矿石）	27,117.1（万吨） 127.9（万吨）	19,628（万吨） 93.68（万吨）	0.47%	铜：15.4766 万吨 金：3,686 千克 银：32,236 千克	14.24 万吨	15.48 万吨	21
	主矿产铜（低品位铜矿石）	57,896.6（万吨） 146.33（万吨）	/	0.25%				
	伴生金（工业铜矿石）	26,205（万吨） 42.93（吨）	/	0.164g/t				
	伴生银（工业铜矿石）	26,544（万吨） 348（吨）	/	1.31g/t				
	伴生钼（工业铜矿石）	20,396（万吨） 2.43（万吨）	/	0.012%				
德兴铜矿富家坞矿区 (江西省上饶市)	主矿产铜（铜矿石）	31,371.9（万吨） 147.07（万吨）	23,181.5（万吨） 115.24（万吨）	0.47%				
	伴生银（铜矿石）	31,371.9 万吨 916.61 吨	/	2.92g/t				
	伴生钼（铜、钼矿石）	31,371.9 万吨 9.95 万吨	/	0.03%				
永平铜矿 (江西省上饶市)	主矿产铜	6,497.735 万吨 38.13 万吨	2478.23 万吨 15.50 万吨	0.63%	铜：6,620 吨 金：16 千克 银：6,034 千克	0.76 万吨	0.66 万吨	21
	伴生金	6,376.86 万吨 7.49 吨	/	0.117g/t				
	伴生银	856.44 吨 6,735.1 万吨	/	13.43g/t				

银山矿业 (江西省上饶市)	主矿产铜	15,281.2 万吨 91.32 万吨	6261 万吨 41.48 万吨	0.598%	铜: 13,609 吨 金: 1,317 公斤 银: 10,785 公斤	1.98 万吨	1.36 万吨	45
	伴生金	16,293.7 万吨 109.47 吨	6710.6 万吨 46.32 吨	0.672g/t				
	伴生银	16,293.7 万吨 1,435.68 吨	6,710.5 万吨 676.63 吨	8.81g/t				
武山铜矿 (江西省九江市)	主矿产铜	11,407.636 万吨 125.66 万吨	6,837.62 万吨 79.16 万吨	1.10%	铜: 12,213 吨 金: 146 千克 银: 7,445 千克	1.00 万吨	1.22 万吨	30
	伴生金	10,572.75 万吨 18.53 吨	/	0.175g/t				
	伴生银	10,625.55 万吨 1,152 吨	/	10.84g/t				
城门山铜矿 (江西省九江市)	主矿产铜	24,838.72 万吨 175.77 万吨	11,422.93 万吨 96.20 万吨	0.71%	铜: 12,508 吨 金: 135 千克 银: 11,030 千克	1.62 万吨	1.25 万吨	17
	伴生金	20,247.7 万吨 53.20 吨	/	0.263g/t				
	伴生银	21,290.34 万吨 2,551.17 吨	/	11.98g/t				

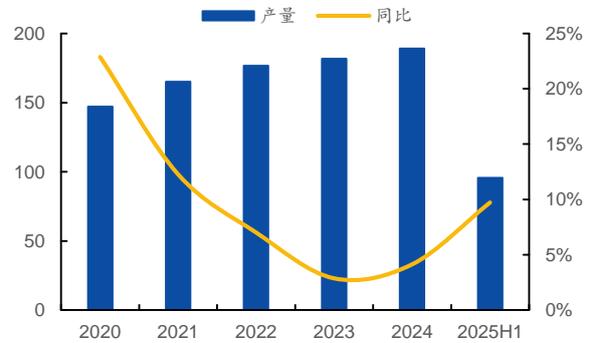
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 1: 公司近 5 年阴极铜产量 (万吨)



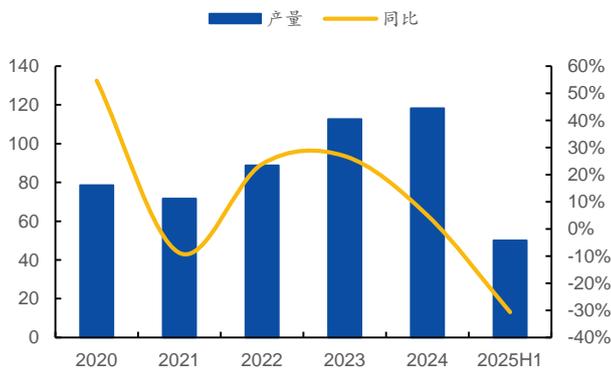
资料来源: IFind, 国元证券研究所

图 2: 公司近 5 年铜加工产品产量 (万吨)



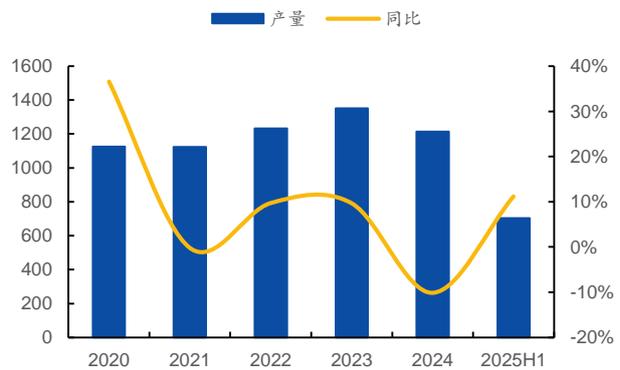
资料来源: IFind, 国元证券研究所 (注: 铜加工产品含自产铜精矿和铜杆)

图 3：公司近 5 年黄金产量（吨）



资料来源：IFind，国元证券研究所

图 4：公司近 5 年白银产量（吨）



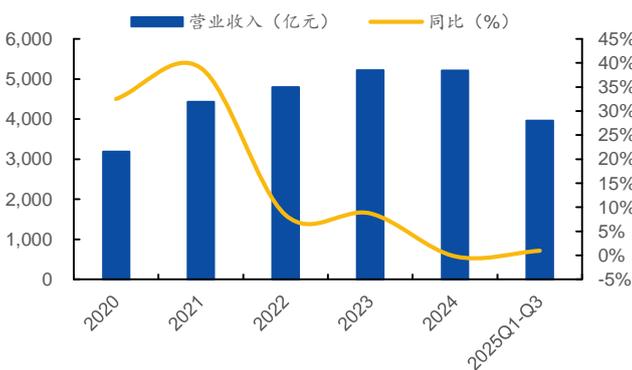
资料来源：IFind，国元证券研究所

公司重点项目推进，已投产项目涵盖上游资源（银山矿业尾矿库扩容，保障日产 1.3 万吨规模稳定）及下游加工（哈萨克斯坦巴库塔钨矿投产，江西电缆 500KV 超高压扩产，填补区域空白并提升品牌影响力）。同时，公司一批重点项目正紧锣密鼓推进：武山铜矿三期预计 2025 年内年底建成，产能由年产铜 1.2 万吨扩产至 2.5 万吨；永平铜矿深部资源开发方案已完成，正加速推进；此外，废石光电分选技术工业试验正全速推进，以实现资源利用的最大化。

1.2 阴极铜贡献主要收入，冶炼端利润短期承压

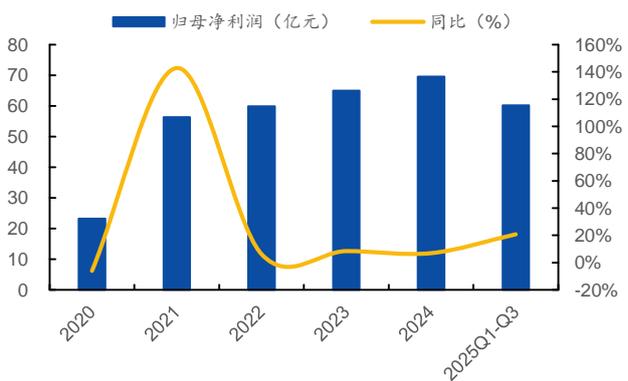
2025 年 Q1-Q3，公司实现营业收入 3960.47 亿元，同比增长 0.98%。2025 年 Q3，公司实现营业收入 1390.88 亿元，同比增长 14.09%。受铜价变动影响，第三季度增速加快，前三季度，公司营收稳步增长。2025 年 Q1-Q3，公司实现归母净利润 60.23 亿元，同比增长 20.85%。2025 年 Q3，公司实现归母净利润 18.49 亿元，同比大幅增长 35.20%。前三季度，公司净利润显著增长主要因主产品价格变动驱动盈利提升。

图 5：公司近 5 年营业收入



资料来源：IFind，国元证券研究所

图 6：公司近 5 年归母净利润



资料来源：IFind，国元证券研究所

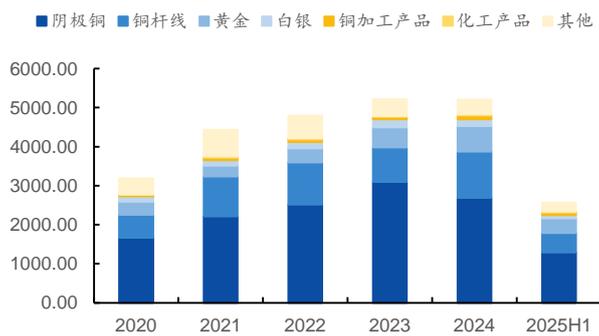
分产品结构来看，公司为国内最大的阴极铜供应商，阴极铜仍为公司最主要的收入来源。

铜产品方面，2025H1 公司阴极铜实现营收 1290.22 亿元，同比下降 9.83%，收入占比为 50.21%，同比下降 2.19pct；铜杆线实现营收 502.37 亿元，同比下降 11.92%，收入占比为 19.55%，同比下降 1.33pct。铜加工产品方面，2025H1 实现营收 68.47 亿元，同比大幅增长 54.11%，收入占比提升至 2.66%，主要受益于铜价中枢显著抬升带来的产品单价提升。公司计划 2025 年分别生产阴极铜和铜加工产品 237 万吨和 201 万吨，同比增幅分别为 3.41%和 6.19%，整体产量保持稳步增长。

贵金属业务方面，2025H1 公司黄金实现营收 372.46 亿元，同比增长 5.62%，收入占比提升至 14.50%，同比上升 1.59pct，主要受益于 2025 年以来黄金价格中枢持续上移。截至 2026 年 2 月 9 日，COMEX 黄金结算价为 5071.60 美元/盎司，近一年涨幅达 74.13%。在金价高位运行背景下，公司计划 2025 年黄金产量达 139 吨，同比大幅增长 17.54%，量价齐升有望进一步强化黄金业务的盈利贡献。白银方面，2025H1 公司白银实现营收 82.57 亿元，同比下降 4.92%，收入占比为 3.21%，同比基本保持稳定 (+0.03pct)，整体表现较为平稳。

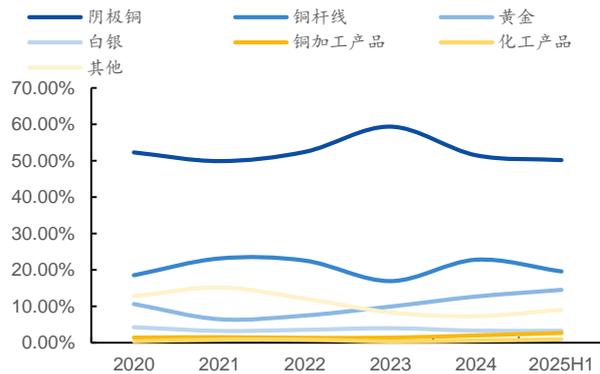
主要附属产品方面，化工业务增长显著。2025H1 公司化工产品实现营收 21.75 亿元，同比增长 99.27%，收入占比提升至 0.85%，同比增加 0.45pct。

图 7：近年来公司营收构成（亿元）



资料来源：IFind，国元证券研究所

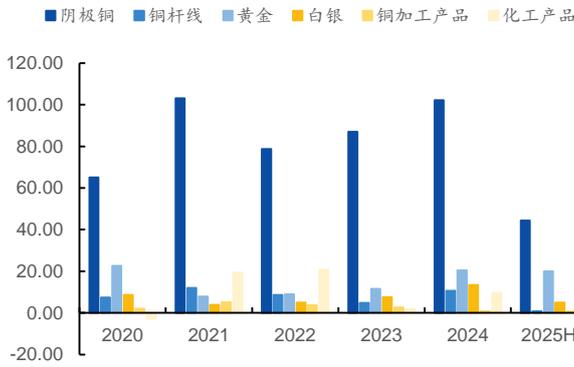
图 8：公司近年来主要产品收入占比（%）



资料来源：IFind，国元证券研究所

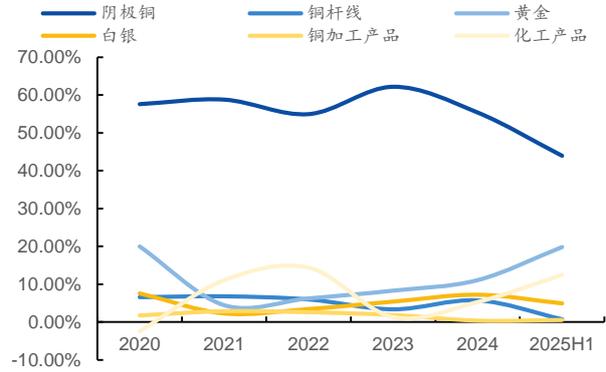
毛利方面，公司毛利主要来源于阴极铜和黄金。**铜产品方面**，2025H1，公司阴极铜、铜杆线、铜加工产品毛利分别为 44.32 亿元(同比-28.00%)、0.76 亿元(同比-92.91%)、0.57 亿元（同比-48.94%）。铜产品毛利的集体下降主要系铜冶炼加工费（TC/RC）显著下行所致，对冶炼端利润构成较大挤压。**贵金属方面**，2025H1，公司黄金和白银的毛利分别为 19.98 亿元（同比+132.69%）和 4.95 亿元（同比-40.39%）。**主要附属产品方面**，2025H1，公司化工产品的毛利为 12.53 亿元（同比+268.00%）。

图 9：近年来公司毛利构成（亿元）



资料来源：IFind，国元证券研究所

图 10：公司近年来主要产品毛利占比（%）

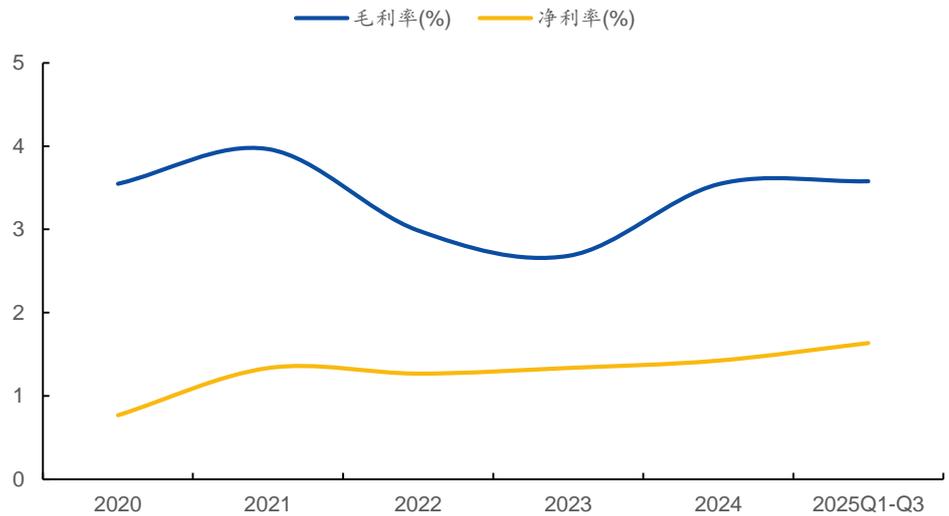


资料来源：IFind，国元证券研究所

盈利能力，公司毛利率在 2024 年以来整体保持稳定，2024 年和 2025Q1-Q3 的毛利率分别为 3.54%（同比+0.86pct）和 3.58%（同比-0.08pct）；公司净利率分别为 1.43%（同比+0.09pct）和 1.64%（同比+0.25pct）。

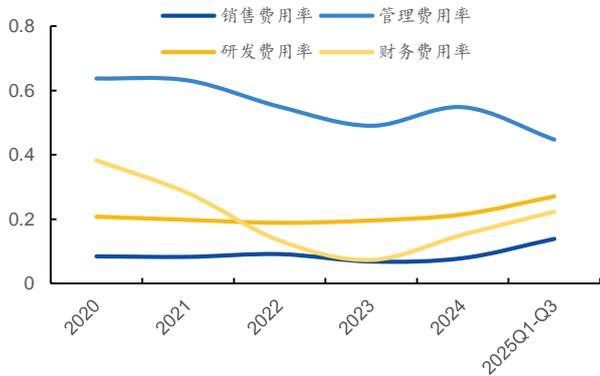
费用端，2025Q1-Q3，公司费用管控维持平稳，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.14%（同比-0.001pct）、0.45%（同比 0.01pct）、0.22%（同比 0.03pct）。2025Q1-Q3，公司研发费用为 10.74 亿元，同比增长 19.18%。2025 年上半年，公司共获得专利授权 986 项，其中发明专利 233 项，助力公司前瞻布局科技创新攻关。整体来看，公司盈利能力保持平稳，费用端运行稳健，研发投入持续提升，有助于增强未来利润增长动力。

图 11：近年来公司毛利率及净利率



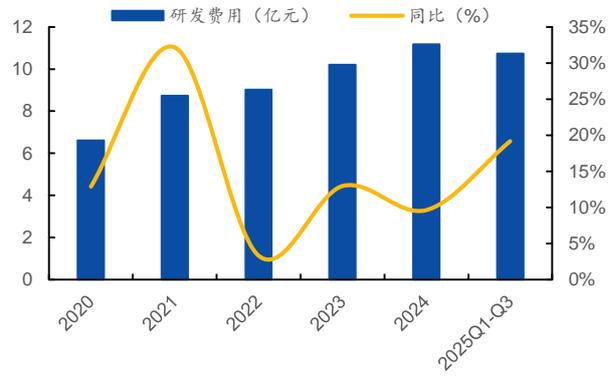
资料来源：IFind，国元证券研究所

图 12: 近年来公司期间费用率 (%)



资料来源: IFind, 国元证券研究所

图 13: 近年来公司研发费用情况



资料来源: IFind, 国元证券研究所

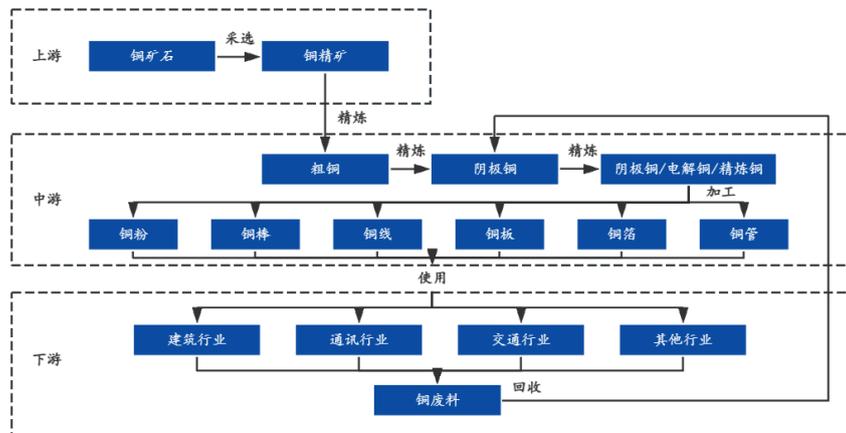
2. 铜行业: 供需关系变动影响加剧, 铜价或将保持高位震荡

2.1 铜产业链情况

铜是一种存在于地壳和海洋中的金属, 是最早使用的金属之一, 自然界中的铜, 多数以化合物即铜矿石存在。铜被广泛地应用于电气、轻工、机械制造、建筑业、国防工业等领域, 是现代工业、农业、国防和科学技术必需的金属材料。

上游主要指铜矿石的采矿和分选过程, 相应的铜产品包括铜矿石和铜精矿。中游主要包括冶炼和加工过程, 通过火法冶炼或湿法冶炼将粗铜冶炼成精炼铜, 进而加工成各种半成品的过程, 中游产品主要包括粗铜、精炼铜以及各种型材等。下游主要包括产品终端的应用以及废料管理过程, 产品主要应用于电力行业、建筑行业、电子通信等行业。

图 14: 铜产业链全景



资料来源: 《铜产业链研究现状综述》卢煜等, 国元证券研究所

行业政策方面及竞争格局方面，政策预期推动行业高质量发展。2024 年，工信部等十一部门联合印发的《铜产业高质量发展实施方案（2025-2027 年）》，方案总体要求提升铜原料保障能力，规范产业发展秩序，加强上下游协同，促进产业高端化、绿色化、智能化转型，为 2025 年及未来几年行业发展指明了方向；行业竞争加剧，分化持续。大型铜企凭借资源优势、技术实力和品牌影响力，在市场竞争中进一步巩固优势地位。中小铜企为求生存与发展，将在细分市场、特色产品领域深入挖掘，通过差异化竞争获取市场份额。但行业整体面临产能过剩、市场竞争激烈问题，部分竞争力较弱企业经营压力将持续增大，行业分化将进一步加剧。

2025 年工信部提出《有色金属等重点行业稳增长工作方案》，铜冶炼环节上，有助于优化产能结构，提升冶炼环节议价能力。铜加工环节上，鼓励高端铜材（如高端铜箔、高精度铜管等）发展，减少低端同质化竞争，推动行业向高附加值转型。

2.2 供给端：全球铜矿产储量增长受限，精炼铜或将出现缺口

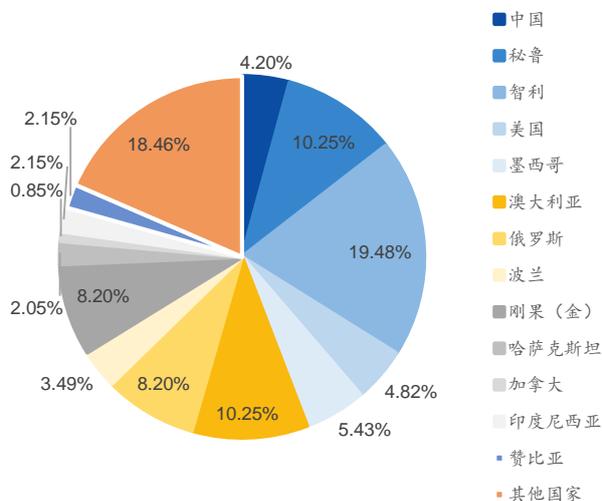
全球铜储量增速下降，资源集中在少数国家。2024 年，世界铜储量 98000 万吨，同比下降 2%，近五年复合增长率为 3.02%，整体处于低速增长水平。相较于 2015-2019 年，年均复合增长率下降了 1.82 个百分点，增速明显放缓。资源分布上，铜储量主要分布在南美洲和大洋洲，地域集中度高，前五大资源国控制了全球约 57% 的铜矿资源量。其中，智利铜储量占全球 19.48%，稳居第一；澳大利亚和秘鲁并列第二，占比 10.25%。

图 15：近十年全球铜储量



资料来源：IFind，国元证券研究所

图 16：2024 年各国铜储量占比

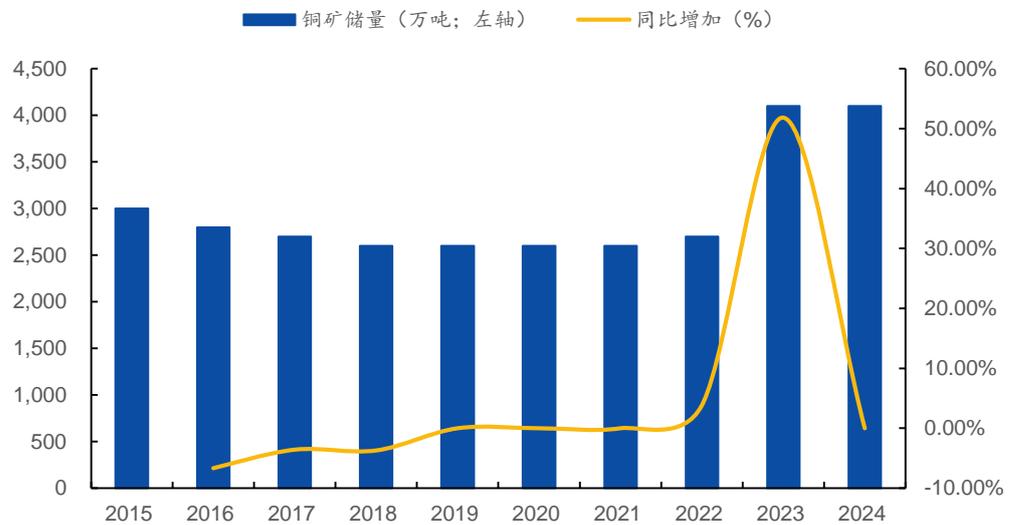


资料来源：IFind，国元证券研究所

我国铜矿资源占比不足 5%，西藏、江西、云南为核心分布区。2024 年，我国探明铜储量共 4100 万吨，仅占世界总储量的 4.18%。而在资源分布上，我国铜矿石主要集中在西藏、云南、江西等地，三省铜矿资源合计占全国 60% 以上，集中度较高。但从矿产情况上看，我国铜矿资源存在品位偏低、资源禀赋薄弱的结构性特征，现有探明储量中高品位富矿占比不足，优质接续资源储备相对匮乏。总的来说，我国铜矿石资

源储量少，且矿品位较低，和我国铜生产、消费结构无法匹配，严重依赖进口。

图 17：2015-2024 年我国铜矿储量



资料来源：Wind，国元证券研究所

全球铜矿产量增速放缓，非洲成为新增长极。2024 年全球铜矿产量达到 2299.9 万吨，同比增长 2.75%，五年内年均复合增长率 2.61%。从分布来看，拉丁美洲是最大产区，其次是非洲和亚太地区；智利、秘鲁、刚果（金）为前三大生产国。其中，刚果（金），贡献了主要的铜矿产能增长点，同比提升约 14%，主要系金桑富的投产以及 Tenke 和 Kamoa-Kakula 矿山的扩建，以及其他较小矿山的新建或扩建产能。而智利略微提升，同比提升 5%；秘鲁产量下跌 1%。

世界第二大铜矿事故停产，全球铜矿供给遭遇长期冲击。2025 年 9 月 24 日晚，美国矿业巨头 FreeportMcMoRan 印尼子公司 Grasberg 矿山（全球第二大铜矿）因发生致命泥石流事故而宣布停产，全球铜供给遭遇长期冲击。这一供应中断可能加剧全球铜供应紧张局面，推高铜价并改善铜业公司的盈利前景。

受环保政策与矿山开采难度增大影响，我国铜矿产量近三年出现了下滑。短期来看，我国产量连续两年下跌，2022 年-2024 年，铜矿石产量从 194 万吨下跌至 180 万吨，总跌幅达到了 7.22%。但从长期来看，《铜产业高质量发展实施方案(2025—2027 年)》提出推动绿色智能开采、提升资源利用率，并通过技术突破（如低品位矿利用）缓解资源约束，将有望改善我国铜矿产量。

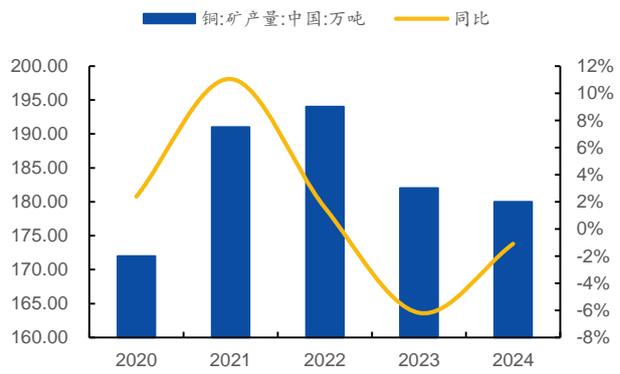
ICSG 预测，2025 年全球铜矿产量增长预期从 2025 年 4 月预测的 2.3% 下调至 1.4%，主要原因是格拉斯伯格（印尼）和卡莫阿（刚果民主共和国）矿场发生重大事故导致产量受挫。全球铜矿产量增长主要源于卡莫阿矿（事故前）产能提升、蒙古奥尤陶勒盖矿扩建项目以及俄罗斯马尔米兹新矿投产带来的增量。2026 年预计实现 2.3% 的更高增长，支撑因素包括：多国新增/扩建产能持续提升，智利、秘鲁和赞比亚产量预期改善，以及印尼运营率恢复。

图 18: 全球铜矿产量



资料来源: USGS, 国元证券研究所

图 19: 国内铜矿产量



资料来源: USGS, 国元证券研究所

精炼铜方面, 2024 年全球精炼铜产量为 2739.90 万吨。ICSG 预测, 2025 年全球精炼铜产量约为 2832.10 万吨, 同比增加约 3.37%; 2026 年全球精炼铜产量约为 2857.90 万吨, 同比增加 0.91%。2025 年全球精炼铜产量增加主要得益于中国产能持续扩张、刚果民主共和国、印度和印度尼西亚等国新增产能投产, 以及赞比亚产能利用率提升。整体来看, 一次精炼铜产量 (来自精矿和萃取电解法) 预计增长 3%, 二次精炼铜产量 (来自废铜) 预计增长 4.5%。2026 年全球精炼铜产量预计温和增长 0.9%。

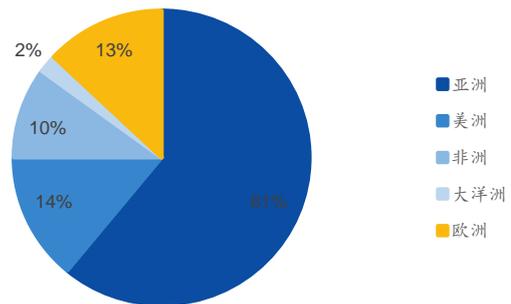
我国是世界第一铜冶炼国, 铜冶炼产能与增速均领跑全球。铜冶炼产业需要完成的上下游工业基础, 冶炼副产品硫酸, 需要下游化肥生产等企业进行消耗。我国拥有完整的工业体系, 在铜冶炼业具备天然优势。2024 年, 全球铜冶炼产能 3311.5 万吨, 同比增长 3%。而其中, 我国以绝对优势领跑, 全年产量为 1135.3 万吨, 同比增加 2.91%, 占全球精炼铜生产的 41%。

图 20: 全球精炼铜产量



资料来源: ICSG, 国元证券研究所

图 21: 2024 年精炼铜产量份额



资料来源: ICSG, 国元证券研究所

我国以绝对优势领跑铜冶炼产业。全球铜冶炼厂前 20 名中占据 10 席, 南科铜业 (67.5 万吨) 和贵溪冶炼厂 (52 万吨) 分列前两位, 充分反映我国铜冶炼规模与国内需求相匹配; 国企及混合所有制企业 (如江西铜业、中铝) 通过资源整合强化市场地位。

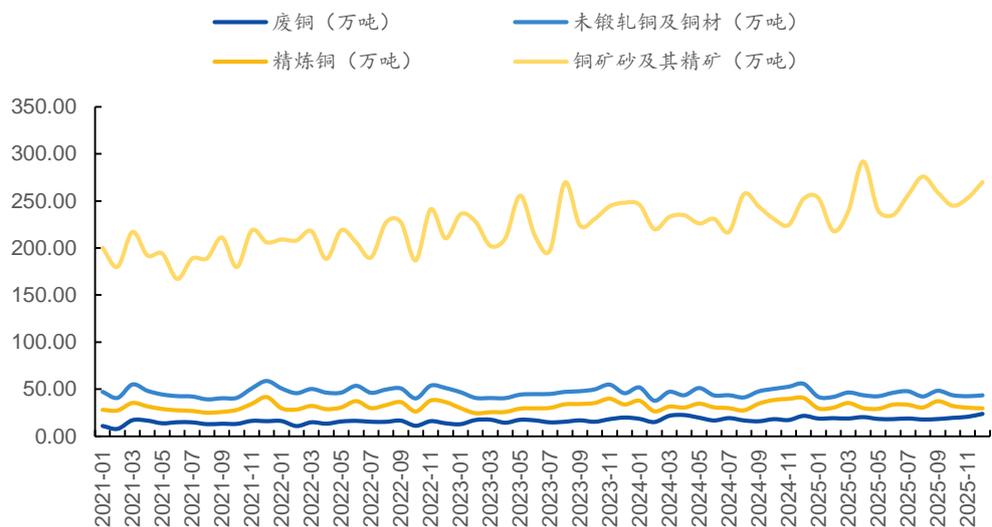
印度等地区快速崛起。阿达尼 (50 万吨) 与比拉铜业 (42 万吨) 依托私企扩张跻身

前十，成为新兴力量。传统资源国智利凭借国家铜业公司旗下冶炼厂（40-45 万吨）维持影响力，但产能规模不及中国头部企业。日本与德国以 45 万吨产能并列第五，技术优势或支撑其高端市场定位。

工艺技术上，“闪速熔炼+闪速吹炼”（“双闪”）与“奥托昆普工艺”（奥炉）为世界主流改进方向。“双闪”铜冶炼工艺技术具有环境指标优越、综合能耗低、自动化程度高等优势。奥托昆普工艺规避了含铜较高的炉渣对于炉子耐火材料内衬的腐蚀，适配复杂矿料。中国侧吹炉技术则可能受益于本土化成本优势。

我国铜产业严重依赖海外进口。2024 年，我国精炼铜与铜精矿含铜产能存在差额 955.3 万吨，巨大的差额严重依赖海外进口，全年进口铜矿砂及精矿 2816.80 万吨，同比增加 2.08%。2025 年国内铜矿砂及精矿、精炼铜、废铜、未锻轧铜及铜材进口量分别为 3035.94 万吨、382.96 万吨、234.25 万吨和 532.85 万吨，分别同比+7.78%、-5.22%、+4.23%和-6.30%，铜矿砂及精矿和废铜进口额增长明显。

图 22：2021-2025 年国内铜进口情况（万吨，当月值）



资料来源：Wind，国元证券研究所

2.3 需求端：精炼铜消费持续增长，新兴与传统应用领域共同提振需求

全球精炼铜消费量持续增长。2024 年，全球精炼铜消费共 2732.8 万吨，同比增加 2.91%。地区差异上，虽然欧洲、美国与日本等发达地区消费疲软，但亚洲、中东与北非地区铜消费增长明显，支撑全球铜消费。而我国精炼铜消费呈现增速放缓趋势，2021-2023 年，我国铜消费出现快速增长，从年消费 1387.85 万吨增长至 1613.13 万吨，年均复合增速 7.84%，2024 年略有回落，年消费 1594.95 万吨。

我国铜消费结构上，电力与新能源产业为主力增长点。2024 年，中国精炼铜消费总量为 1594.95 万吨，电力设备投资占比最高，达 46%，同比增长 11 个百分点；建筑铜消费占比变化最大，24 年占比 8%，同比大降 20 个百分点；交通和家电分别占比 13%和 14%。我国铜消费结构正在经历从传统领域向新兴领域的转变，新能源和电力行业或将成为未来铜消费的主要驱动力。

2024 年全球铜消费结构呈现传统领域韧性支撑、新兴领域加速渗透的特征。建筑建设（26%）仍是最大需求端；建筑需求层面，虽然国内建筑行业用铜需求缩小，但在全球范围内，随着第三世界建设加速，仍然是主要铜需求点之一；消费及通用产品、制冷与电子占比 23%；交通运输与工业设备分别占比 13%与 12%，增量主要来自于新能源汽车与服务器建设。

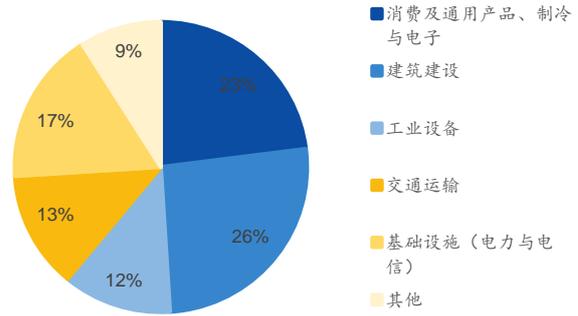
根据 ICSG 预测，2025 年全球精炼铜消费量约为 2814.30 万吨，同比增长 3.00%；2026 年全球精炼铜消费量预计达到 2872.90 万吨，同比增长 2.10%。

图 23：全球精炼铜消费量



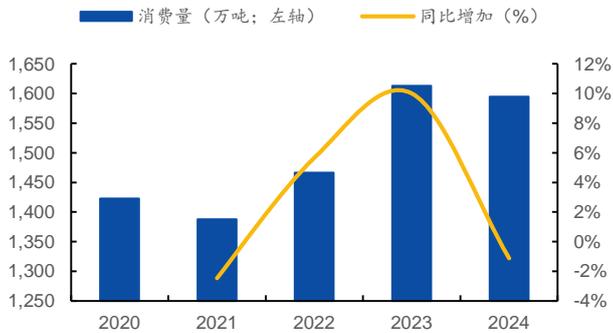
资料来源：ICSG，国元证券研究所

图 24：2024 年全球铜消费结构



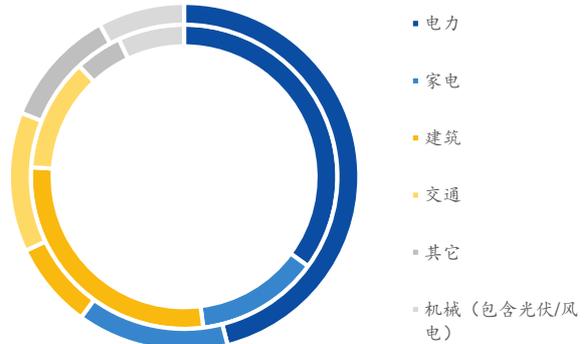
资料来源：SMM，国元证券研究所

图 25：我国精炼铜消费量走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 26：23-24 年国内铜消费结构（24 年为外圈）

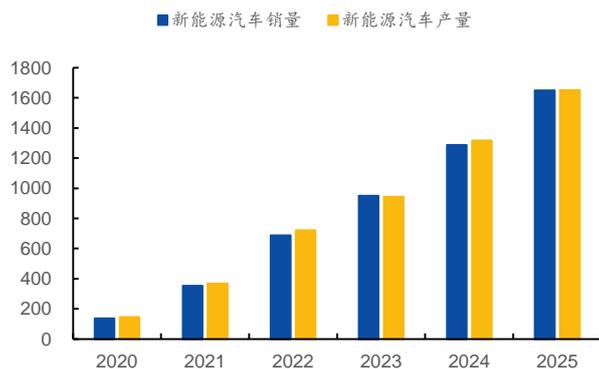


资料来源：SMM，国元证券研究所

国内新能源领域需求增长与传统领域政策拉动共同释放韧性。新能源转型加速，新能源汽车产销规模扩大。2024年，国内新能源汽车产销量分别为1316.80万辆、1286.60万辆，分别同比增长39.45%、35.50%；截至2025年底，国内新能源汽车产销量分别为1652.40万辆、1649.00万辆，分别同比增长46.72%、43.53%。根据《新能源汽车产业发展（2021-2035年）》目标，在2025年，新能源汽车在中国新车销售中的渗透率目标约20%以上；到2035年新能源汽车将成为新车销售的主流。根据《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026年）》中提出，2025年，力争实现全年汽车销量3230万辆左右，同比增长约3%，其中新能源汽车销量1550万辆左右，同比增长约20%；汽车出口保持稳定增长；汽车制造业增加值同比增长6%左右。2026年，行业运行保持稳中向好发展态势，产业规模和质量效益进一步提升。

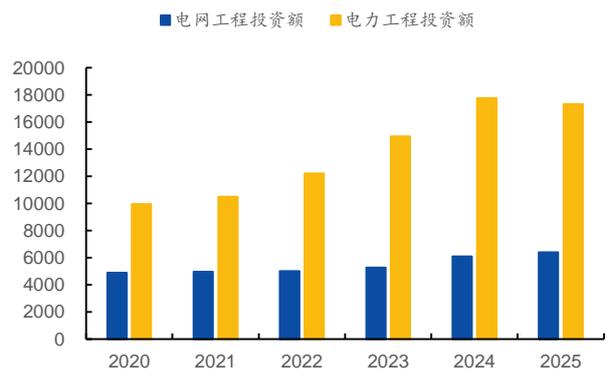
传统领域中，截至2025年底，国内电力工程投资完成额为17322.53亿元，同比降低2.52%；同期，国内电网工程投资完成额为6395.02亿元，同比增长5.13%。“十五五”是实现碳达峰、建设新型电力系统的战略关键期。根据国家提出的2035年能源转型远景目标，到2035年非化石能源消费在能源消费总量中占比将超过30%，并力争实现风电与太阳能装机容量达到约36亿千瓦（相当于2020年的约6倍）。

图 27：2020-2025 年新能源汽车产销量（万辆）



资料来源：IFind，国元证券研究所

图 28：2020-2025 年电网/电力工程投资额（亿元）



资料来源：IFind，国元证券研究所

全球铜供需平衡情况，根据 ICSG 预测，2024-2026 年全球铜矿产量分别为 2299.90 万吨、2331.70 万吨、2386.00 万吨，分别同比+2.82%、+1.38%、+2.33%；2024-2026 年全球精炼铜产量分别为 2739.90 万吨、2832.10 万吨、2857.90 万吨，分别同比+3.38%、+3.37%、+0.91%；2024-2026 年全球精炼铜需求量分别为 2732.80 万吨、2814.3 万吨、2872.90 万吨，分别同比+2.72%、+2.98%、+2.08%。展望 2026 年，精炼铜产量出现约 15 万吨缺口。缺口的转变主要源于精炼铜产量低于预期，铜矿供应减少将制约其产量增长。

表 4：全球铜供需平衡情况（万吨）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
铜矿产量	2074.00	2122.30	2191.10	2236.80	2299.90	2331.70	2386.00
精炼铜产量	2462.10	2490.00	2527.20	2650.20	2739.90	2832.10	2857.90
精炼铜使用量	2495.30	2525.90	2585.70	2660.40	2732.80	2814.30	2872.90
全球精炼铜平衡	-33.20	-35.90	-58.50	-10.20	7.10	17.80	-15.00

资料来源：ICSG，国元证券研究所

2.3 价格端：供需格局趋紧，铜价持续上行冶炼费用短期承压

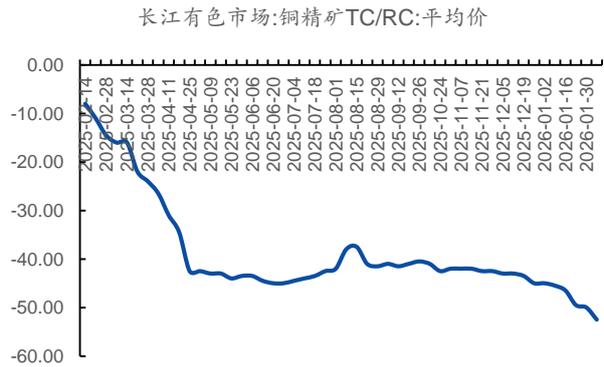
价格端，自 2025 年以来，受供需格局变动影响，铜价或将持续高位震荡。截至 2026 年 2 月 12 日，铜现货价为 10.21 万元/吨，近一年内价格上涨 31.34%。由于多个大型矿山均有产量扰动，冶炼业务出现短期承压。2025 年以来，铜精矿 TC/RC 均价持续处于负值区间，近一年内铜精矿 TC/RC 均价从-8.00 美元/吨降至 2026 年 2 月 6 日 -52.50 美元/吨，跌幅明显。自 2025 年以来，全球铜精矿供给持续紧张，冶炼产能扩张加剧了原料竞争，冶炼环节短期承压明显。

图 29：近一年铜现货价走势

图 30：近一年铜精矿 TC/RC 均价走势（美元/吨）



资料来源：IFind，国元证券研究所（注：数据截至 2026 年 2 月 12 日）



资料来源：Choice，国元证券研究所（注：数据截至 2026 年 2 月 6 日）

3. 盈利预测与估值

2024 年，公司收入主要来自阴极铜、铜杆和黄金，合计占总收入的 86.19%。公司受铜冶炼加工费用（TC/RC）持续下行影响，并且冶炼业务在原料采购端成本压力加大，短期利润空间有所承压。随着工信部发布《有色金属等重点行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，推动铜冶炼环节优化产能结构、提升行业议价能力，预计公司在冶炼加工端的核心优势有望率先受益。

阴极铜

量：2024 年公司阴极铜产量 229.19 万吨、销量 228.97 万吨，产销率达 99.90%。2025 年上半年产量为 119.54 万吨，占全年 236.77 万吨计划产量的约 50%。公司计划 2025 年阴极铜产量提升至 237 万吨，根据 2024 年的产品结构推算，预计 2025 年全年销量 236.76 万吨；2026 - 2027 年在稳定产能基础上假设保持 2% 的年增速。

价：预计公司 2025 年全年阴极铜均价增长约 2%；2026 - 2027 年预测公司阴极铜均价分别以 4%、3% 的增速平稳上涨。

预测 2025-2027 年，公司阴极铜业务营业收入分别为 2832.30 亿元、3004.51 亿元、3156.53 亿元；同期公司阴极铜业务毛利率分别为 3.93%、4.54%、4.33%。

铜杆

量：2024 年公司铜加工产品产量为 189.28 万吨，其中铜杆产量 168.90 万吨，占比 89.20%。铜加工产品销量为 188.99 万吨，产销率达 99.85%。公司计划 2025 年铜加工产品产量提升至 201 万吨，根据 2024 年的产品结构推算，2025 年公司铜杆产量预计为 176.81 万吨，销量预计为 176.54 万吨。2026 - 2027 年在稳定产能和产品结构

的基础上，预计公司铜杆业务分别以 3%和 2%的增速增长。

价：预计公司 2025 年铜杆全年均价增速约为 1.50%；2026 - 2027 年公司铜杆均价预计将在产业链需求改善推动下分别以 4%和 3%的增速小幅回升。

预测 2025-2027 年，公司铜杆业务营业收入分别为 1261.62 亿元、1351.44 亿元、1419.83 亿元；同期公司铜杆业务毛利率分别为 0.95%、1.18%、1.48%。

黄金

量：2024 年公司黄金产量为 118.26 吨，销量 119.09 吨，产销率达到 100.70%。公司计划 2025 年黄金产量为 139 吨，结合 2024 年产销率推算，预计 2025 年全年黄金销量约为 139.98 吨。2026 - 2027 年在公司资源布局的不断推进，预计公司黄金销量将保持 5%的年均增速。

价：预计公司 2025 年黄金均价增速约为 20.62%。考虑黄金价格处在历史高位，2026-2027 年价格或将高位波动，预计保持 3%的增速增长。

预测 2025-2027 年，公司黄金业务营业收入分别为 934.25 亿元、1010.39 亿元、1092.74 亿元；同期公司黄金业务毛利率分别为 3.84%、3.97%、4.90%。

截至 2025 年 6 月 30 日，公司的阴极铜、铜杆及黄金业务合计贡献公司总营收的 84.26%；同期，公司稀散及其他有色金属、白银及铜加工产品的营收占比分别为 6.91%、3.21%和 2.66%。其中，受白银价格和铜价上涨带动，公司白银及铜加工产品业务在 2025 年全年分别实现约 23.51%和 11.59%的同比增长。

表 5：公司业务收入预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
阴极铜	166680.15	221113.21	251802.92	309923.79	268526.29	283230.27	300450.67	315653.48
增长率		32.66%	13.88%	23.08%	-13.36%	5.48%	6.08%	5.06%
营业成本	160173.98	210798.50	243929.80	301223.00	258311.69	272105.53	286799.23	301999.59
毛利	6506.17	10314.71	7873.12	8700.78	10214.61	11124.74	13651.44	13653.89
毛利率	3.90%	4.66%	3.13%	2.81%	3.80%	3.93%	4.54%	4.33%
铜杆线	58894.73	102444.25	108259.14	88052.38	118734.73	126161.76	135144.48	141982.79
增长率		73.94%	5.68%	-18.67%	34.85%	6.26%	7.12%	5.06%
营业成本	58147.54	101246.25	107399.49	87578.28	117672.48	124968.18	133553.49	139883.93
毛利	747.19	1198.00	859.65	474.10	1062.24	1193.58	1590.99	2098.86
毛利率	1.27%	1.17%	0.79%	0.54%	0.89%	0.95%	1.18%	1.48%
黄金	33712.41	28242.12	35532.93	51544.64	65896.99	93424.72	101038.84	109273.50
增长率		-16.23%	25.82%	45.06%	27.84%	41.77%	8.15%	8.15%
营业成本	31455.90	27457.04	34635.56	50383.75	63852.95	89841.10	97028.39	103917.40
毛利	2256.51	785.08	897.36	1160.89	2044.04	3583.62	4010.45	5356.10
毛利率	6.69%	2.78%	2.53%	2.25%	3.10%	3.84%	3.97%	4.90%
稀散及其他有色金属	13504.11	31454.25	19988.08	11134.55	26647.05	27712.93	29375.71	31138.25
增长率		132.92%	-36.45%	-44.29%	139.32%	4.00%	6.00%	6.00%
营业成本	12996.75	31051.73	19819.87	11216.91	25985.64	27291.69	28647.19	30366.02
毛利	507.35	402.52	168.20	-82.36	661.41	421.24	728.52	772.23
毛利率	3.76%	1.28%	0.84%	-0.74%	2.48%	1.52%	2.48%	2.48%

白银	13333.37	14015.44	16669.89	20438.01	16906.50	20881.86	22342.84	23906.03
增长率		5.12%	18.94%	22.60%	-17.28%	23.51%	7.00%	7.00%
营业成本	12478.67	13623.19	16181.64	19685.47	15575.84	19211.31	20510.73	21897.93
毛利	854.70	392.25	488.26	752.53	1330.66	1670.55	1832.11	2008.11
毛利率	6.41%	2.80%	2.93%	3.68%	7.87%	8.00%	8.20%	8.40%
铜加工产品	4291.36	6441.99	6119.07	6856.06	10163.64	11341.61	11908.69	12504.13
增长率		50.12%	-5.01%	12.04%	48.24%	11.59%	5.00%	5.00%
营业成本	4091.65	5932.02	5741.59	6590.62	10090.12	11255.53	11705.75	12173.98
毛利	199.71	509.98	377.48	265.44	73.52	86.08	202.94	330.14
毛利率	4.65%	7.92%	6.17%	3.87%	0.72%	0.76%	1.70%	2.64%
其他	8220.48	6366.88	6345.42	8372.44	8863.04	9193.63	9536.56	9892.27
增长率		-22.55%	-0.34%	31.94%	5.86%	3.73%	3.73%	3.73%
营业成本	8329.83	5846.61	5694.88	6638.42	7128.40	8138.20	8441.76	8756.64
毛利	-109.35	520.27	650.54	1734.01	1734.64	1055.43	1094.80	1135.63
毛利率	-1.33%	8.17%	10.25%	20.71%	19.57%	11.48%	11.48%	11.48%
化工产品	1116.48	3375.20	3553.98	1675.96	2828.12	4408.47	4717.06	4952.91
增长率		202.31%	5.30%	-52.84%	68.75%	55.88%	7.00%	5.00%
营业成本	1396.38	1440.07	1482.47	1498.02	1856.95	2894.60	3097.22	3252.08
毛利	-279.90	1935.13	2071.51	177.94	971.17	1513.87	1619.84	1700.83
毛利率	-25.07%	57.33%	58.29%	10.62%	34.34%	34.34%	34.34%	34.34%
其它业务收入	1037.79	1575.38	1609.65	2221.84	2361.88	2510.68	2668.85	2836.99
增长率		51.80%	2.18%	38.03%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%
营业成本	956.15	1188.93	1265.67	1701.62	2010.15	2136.84	2271.46	2414.56
毛利	81.64	386.45	343.99	520.23	351.74	373.84	397.39	422.43
毛利率	7.87%	24.53%	21.37%	23.41%	14.89%	14.89%	14.89%	14.89%
其他有色金属	15427.77	24727.80	26940.68	19435.46				
增长率		60.28%	8.95%	-27.86%				
营业成本	15100.15	24188.56	26806.96	19289.11				
毛利	327.62	539.24	133.71	146.35				
毛利率	2.12%	2.18%	0.50%	0.75%				
稀散金属	2344.53	3011.15	3116.29	2237.39				
增长率		28.43%	3.49%	-28.20%				
营业成本	2138.63	2449.70	2651.53	2094.26				
毛利	205.91	561.45	464.76	143.12				
毛利率	8.78%	18.65%	14.91%	6.40%				
营业收入合计	318563.17	442767.67	479938.05	521892.51	520928.25	578865.94	617183.70	652140.35
增长率		38.99%	8.40%	8.74%	-0.18%	11.12%	6.62%	5.66%
毛利率	3.55%	3.96%	2.99%	2.68%	3.54%	3.63%	4.07%	4.21%

公司作为国内最大的阴极铜供应商。我们选取了国内最大的阴极铜生产企业之一的铜陵有色和在铜领域建立了较为完善产业链的云南铜业作为对比。2025 年两家企业 PE 均值为 28.08, 江西铜业 PE 值低于行业平均水平, 具备投资价值。

我们预计 2025–2027 年，公司总营收为 5788.66、6171.84、6521.40 亿元，对应毛利率 3.63%、4.07%、4.21%，归母净利润分别为：84.50、113.65、128.71 亿元，按照最新股本测算，当前股价对应 PE 估值分别为 23.19、17.24 和 15.22 倍，给予公司“增持”的投资评级。

表 6：可比公司

股票名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
云南铜业	519.98	0.63	0.94	1.00	1.31	19.31	27.58	24.28	18.16
铜陵有色	968.16	0.22	0.26	0.40	0.45	14.71	28.57	18.96	16.75
平均值						17.01	28.08	21.62	17.46
江西铜业	1724.39	2.01	2.44	3.28	3.72	28.19	23.19	17.24	15.22

资料来源：IFind，国元证券研究所（注：可比公司数据采用 IFind 一致预期，截至 2026 年 2 月 12 日）

4. 风险提示

宏观经济风险，铜市场价格波动，供需格局变动影响

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	102015.81	114995.10	119019.45	126878.07	132580.64
现金	35620.03	30375.76	36499.80	38474.74	40371.44
应收账款	3971.11	6233.41	6052.01	6658.92	7011.61
其他应收款	4147.46	4874.41	4984.13	5439.44	5746.06
预付账款	946.81	3840.32	2696.23	3123.04	3449.60
存货	40538.38	44853.33	47350.16	50624.27	53674.82
其他流动资产	16792.03	24817.87	21437.11	22557.66	22327.11
非流动资产	66135.09	78132.74	83456.76	87189.66	89686.58
长期投资	4807.84	19486.51	14593.62	16224.58	15680.93
固定资产	25778.57	28677.14	36364.47	41735.06	46226.57
无形资产	7409.31	7337.86	7253.70	7182.46	7106.88
其他非流动资产	28139.38	22631.22	25244.97	22047.55	20672.19
资产总计	168150.91	193127.83	202476.21	214067.73	222267.22
流动负债	70296.03	86207.32	86155.52	87186.79	83633.29
短期借款	36062.26	44827.56	45848.68	45225.18	41211.69
应付账款	10449.98	7464.04	9350.09	9547.21	10205.36
其他流动负债	23783.79	33915.71	30956.74	32414.40	32216.25
非流动负债	21106.21	19118.46	21712.98	23787.60	25383.01
长期借款	13589.19	13915.13	15589.05	17756.73	19452.87
其他非流动负债	7517.02	5203.32	6123.94	6030.87	5930.14
负债合计	91402.24	105325.78	107868.50	110974.39	109016.30
少数股东权益	9326.62	9856.63	10460.48	11236.25	12126.20
股本	3462.73	3462.73	3462.73	3462.73	3462.73
资本公积	11149.31	11337.59	11337.59	11337.59	11337.59
留存收益	52208.98	62131.51	66772.48	75360.27	84439.49
归属母公司股东权益	67422.05	77945.43	84147.22	91857.09	101124.71
负债和股东权益	168150.91	193127.83	202476.21	214067.73	222267.22

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10931.17	2507.85	13539.05	12630.60	15698.32
净利润	6975.50	7423.56	9053.83	12140.89	13760.83
折旧摊销	2672.30	2817.46	2075.13	2468.66	2828.33
财务费用	384.11	791.07	1198.69	1134.80	1069.15
投资损失	-315.06	2147.09	773.92	1050.15	1140.90
营运资金变动	-1042.28	-11094.55	-153.79	-4554.79	-3853.53
其他经营现金流	2256.59	423.22	591.26	390.88	752.64
投资活动现金流	-8228.22	-12303.08	-6139.44	-7771.59	-6588.21
资本支出	6811.37	6590.55	5727.43	5697.11	5706.91
长期投资	1948.24	6111.73	743.87	90.64	-712.95
其他投资现金流	531.39	399.20	331.86	-1983.84	-1594.26
筹资活动现金流	1932.73	5732.64	-1275.57	-2884.07	-7213.41
短期借款	391.06	8765.30	1021.12	-623.50	-4013.50
长期借款	7332.47	325.95	1673.91	2167.68	1696.14
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-9.00	188.28	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-5781.81	-3546.89	-3970.60	-4428.25	-4896.05
现金净增加额	4756.90	-3981.94	6124.04	1974.94	1896.70

资料来源: IFind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	521892.51	520928.25	578865.94	617183.69	652140.35
营业成本	507899.46	502484.22	557842.99	592055.21	624662.13
营业税金及附加	1554.01	1680.01	1866.86	1990.44	2103.18
营业费用	358.09	411.40	449.27	472.55	504.21
管理费用	2558.70	2855.81	3173.44	3383.50	3575.14
研发费用	1020.17	1118.43	1242.83	1325.10	1400.15
财务费用	384.11	791.07	1198.69	1134.80	1069.15
资产减值损失	-881.40	-961.08	-925.26	-929.89	-933.55
公允价值变动收益	400.19	144.93	-218.64	-135.94	-121.21
投资净收益	315.06	-2147.09	-773.92	-1050.15	-1140.90
营业利润	8418.95	8779.41	11183.97	14746.50	16705.36
营业外收入	64.84	434.75	253.87	282.66	298.41
营业外支出	103.97	104.92	127.72	116.16	118.14
利润总额	8379.82	9109.24	11310.12	14912.99	16885.63
所得税	1404.32	1685.68	2256.29	2772.10	3124.80
净利润	6975.50	7423.56	9053.83	12140.89	13760.83
少数股东损益	470.39	461.36	603.86	775.76	889.96
归属母公司净利润	6505.11	6962.20	8449.98	11365.13	12870.87
EBITDA	11475.36	12387.94	14457.79	18349.97	20602.84
EPS (元)	1.88	2.01	2.44	3.28	3.72

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.74	-0.18	11.12	6.62	5.66
营业利润(%)	10.11	4.28	27.39	31.85	13.28
归属母公司净利润(%)	8.53	7.03	21.37	34.50	13.25
获利能力					
毛利率(%)	2.68	3.54	3.63	4.07	4.21
净利率(%)	1.25	1.34	1.46	1.84	1.97
ROE(%)	9.65	8.93	10.04	12.37	12.73
ROIC(%)	11.96	9.96	11.84	14.14	14.81
偿债能力					
资产负债率(%)	54.36	54.54	53.27	51.84	49.05
净负债比率(%)	56.73	61.20	61.17	61.20	60.05
流动比率	1.45	1.33	1.38	1.46	1.59
速动比率	0.87	0.81	0.83	0.87	0.94
营运能力					
总资产周转率	3.11	2.88	2.93	2.96	2.99
应收账款周转率	51.93	50.10	50.54	50.53	50.15
应付账款周转率	49.87	56.10	66.35	62.66	63.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.88	2.01	2.44	3.28	3.72
每股经营现金流(最新摊薄)	3.16	0.72	3.91	3.65	4.53
每股净资产(最新摊薄)	19.47	22.51	24.30	26.53	29.20
估值比率					
P/E	30.12	28.15	23.19	17.24	15.22
P/B	2.91	2.51	2.33	2.13	1.94
EV/EBITDA	17.92	16.60	14.22	11.20	9.98

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 邮编：100029