

紫金矿业 (601899)

2025 年报点评: 金铜为基、锂打开成长新边界, 高业绩持续兑现

买入 (维持)

2026 年 03 月 24 日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师 米宇

执业证书: S0600524110004

miy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	303,640	349,079	458,329	541,082	638,120
同比 (%)	3.49	14.96	31.30	18.06	17.93
归母净利润 (百万元)	32,051	51,777	77,936	95,440	113,353
同比 (%)	51.76	61.55	50.52	22.46	18.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.21	1.95	2.93	3.59	4.26
P/E (现价&最新摊薄)	26.71	16.54	10.99	8.97	7.55

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2025 年年度业绩报告。2025 年全年公司实现营收 3490.8 亿元, yoy+15.0%; 实现归母净利润 517.8 亿元, yoy+61.5%, 扣非归母净利润 507.2 亿元, yoy+60.0%。单季度来看, 2025Q4 公司实现营收 948.8 亿元, yoy+29.5%, 环比+9.7%, 2025Q4 归母净利为 139.1 亿元, yoy+80.9%, 环比-4.5%, 扣非归母净利 166.0 亿元, yoy+108.9%, 环比+32.7%, 全年归母净利符合业绩预告。

■ **公司 2025 年矿产金板块量价齐升, 坐稳业绩第一增长极; 矿产铜板块受卡莫阿短期影响有限, 全年产量仍实现稳健增长, 价格持续走强; 锂业务实现从无到有突破, 打开成长新边界。**

1) **矿产金产量受益于加纳并购项目全年超额完成目标。**公司矿产金产量 2025 年达 90 吨, yoy+22.8%, 超额完成 2025 年全年 85 吨计划产量, 2025 年产量增量 17 吨来自新并购的加纳阿基姆金矿 (并表后全年贡献增量 5.1 吨)、山西紫金 (增量 2.2 吨)、塞紫铜 (增量 1.3 吨) 等项目。**矿产铜受卡莫阿卡库拉矿端淹井事件影响有限, 全年产量仍实现稳步增长。**公司矿产铜产量 2025 年达 109 万吨, yoy+1.6%, 2025 年产量主要增量来自西藏巨龙铜业 (增量 2.7 万吨)、刚果金科卢韦齐 (增量 2.3 万吨) 项目, 卡莫阿卡库拉矿受淹井事件影响, 全年产量仅下滑 2.2 万吨。此外, **2025 年公司当量碳酸锂产量达 2.55 万吨**, 锂业务有望正式成为公司核心业绩补充。

2) **金属价格高位运行, 助推公司业绩高增, 黄金品种毛利贡献稳居首位。**毛利率角度, 公司受益于金属价格高增, 成本虽略有提升, 整体毛利率表现优异。伦敦金现货、伦铜现货分别在 2025 年全年 yoy+44%/+9%, 2025 年全年矿山企业毛利率 62%, yoy+3.6pct。具体来看, 2025 年矿产金锭/金精矿毛利率为 59%/74%, yoy+13/+5pct, 矿产铜精矿/电积铜/电解铜毛利率分别为 65%/53%/49%, yoy-1/+4/+3pct。占比角度, 2025 年主营矿种毛利贡献占比为金矿/铜矿/锌 (铅)/白银 (铁矿等) 分别为 41%/34%/2%/23%, 金矿毛利贡献持续领跑。

■ **全年业绩创历史新高, 长期成长确定性十足。**业绩角度, 2025 年公司归母净利润 517.8 亿元, yoy+61.5%, 年度业绩规模再上新台阶, 归母净利率角度 2025 年公司为 14.8%, yoy+4.3pct, 显著增长。2025Q4 业绩环比略有回落主要受年末费用集中计提影响, 税金及附加、管理费用及所得税环比有所增加, 但全年来看费用率控制得当, 体现了公司精细化管理的高水平。公司核心聚焦金、铜、锂三大战略品种, 远期来看公司预计 2028 年金、铜、碳酸锂产量分别为金 130-140 吨, 铜 150-160 万吨, 碳酸锂 27-32 万吨, 伴随全球美元信用减弱、大宗商品供给端持续约束, 我们长期看好金、铜、新能源价格中枢上移, 公司量价齐升逻辑持续兑现, 未来成长空间广阔。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.20
一年最低/最高价	15.19/44.94
市净率(倍)	4.65
流通 A 股市值(百万元)	663,348.76
总市值(百万元)	856,189.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.92
资产负债率(% ,LF)	51.56
总股本(百万股)	26,589.73
流通 A 股(百万股)	20,600.89

相关研究

《紫金矿业(601899): 2025 三季报点评: 矿产金表现亮眼, 业绩再创新高》

2025-10-22

《紫金矿业(601899): 2024 年报点评: 铜金产品量价齐升, 精细化管理业绩成长可期》

2025-03-25

- **盈利预测与投资评级:** 由于金、铜、碳酸锂价格中枢上行, 我们上调公司 2026-2027 年归母净利为 779/954 亿元(前值为 590/690 亿元), 新增 2028 年归母净利为 1134 亿元, 对应 EPS 分别为 2.93/3.59/4.26 元/股, 对应 PE 分别为 11/9/8 倍, 基于公司为矿业领军者, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争格局加剧; 地缘政治风险; 金属价格不及预期。

紫金矿业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>148,204</b>	<b>191,891</b>	<b>264,778</b>	<b>355,990</b>	<b>营业总收入</b>	<b>349,079</b>	<b>458,329</b>	<b>541,082</b>	<b>638,120</b>
货币资金及交易性金融资产	75,561	106,802	163,264	236,205	营业成本(含金融类)	252,289	310,573	360,396	423,039
经营性应收款项	15,260	19,472	22,359	26,717	税金及附加	7,915	10,392	12,268	14,468
存货	39,613	42,794	51,968	61,904	销售费用	850	1,116	1,317	1,554
合同资产	1,001	1,535	1,713	1,996	管理费用	11,159	14,652	17,297	20,400
其他流动资产	16,768	21,289	25,474	29,167	研发费用	1,715	2,292	2,705	3,191
<b>非流动资产</b>	<b>363,802</b>	<b>392,545</b>	<b>422,455</b>	<b>454,173</b>	财务费用	2,083	2,735	3,229	3,808
长期股权投资	53,496	62,972	73,419	83,531	加:其他收益	563	563	563	563
固定资产及使用权资产	117,755	120,500	124,154	127,954	投资净收益	5,977	5,000	5,000	5,000
在建工程	42,049	48,599	52,714	56,889	公允价值变动	2,944	1,000	1,000	1,000
无形资产	88,167	94,980	103,648	114,386	减值损失	(427)	(566)	(582)	(525)
商誉	677	664	655	644	资产处置收益	(16)	2	8	13
长期待摊费用	4,671	5,541	6,544	7,498	<b>营业利润</b>	<b>82,110</b>	<b>122,569</b>	<b>149,858</b>	<b>177,712</b>
其他非流动资产	56,985	59,288	61,321	63,272	营业外净收支	(1,358)	(1,020)	(1,009)	(926)
<b>资产总计</b>	<b>512,005</b>	<b>584,436</b>	<b>687,233</b>	<b>810,163</b>	<b>利润总额</b>	<b>80,753</b>	<b>121,549</b>	<b>148,850</b>	<b>176,786</b>
<b>流动负债</b>	<b>129,480</b>	<b>135,918</b>	<b>157,891</b>	<b>180,588</b>	减:所得税	16,930	25,484	31,207	37,064
短期借款及一年内到期的非流动负债	58,346	61,242	65,995	69,092	<b>净利润</b>	<b>63,822</b>	<b>96,066</b>	<b>117,642</b>	<b>139,722</b>
经营性应付款项	27,599	27,157	34,049	41,085	减:少数股东损益	12,045	18,130	22,202	26,369
合同负债	6,766	9,521	11,197	12,943	<b>归属母公司净利润</b>	<b>51,777</b>	<b>77,936</b>	<b>95,440</b>	<b>113,353</b>
其他流动负债	36,769	37,998	46,649	57,468	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.95	2.93	3.59	4.26
非流动负债	134,502	131,083	123,667	119,099	EBIT	75,519	124,284	152,078	180,594
长期借款	58,504	55,066	47,578	42,953	EBITDA	92,196	145,796	176,608	208,121
应付债券	47,362	47,362	47,362	47,362	毛利率(%)	27.73	32.24	33.39	33.71
租赁负债	280	299	372	429	归母净利率(%)	14.83	17.00	17.64	17.76
其他非流动负债	28,356	28,356	28,356	28,356	收入增长率(%)	14.96	31.30	18.06	17.93
<b>负债合计</b>	<b>263,983</b>	<b>267,001</b>	<b>281,559</b>	<b>299,687</b>	归母净利润增长率(%)	61.55	50.52	22.46	18.77
归属母公司股东权益	185,542	236,824	302,862	381,294					
少数股东权益	62,481	80,610	102,812	129,181					
<b>所有者权益合计</b>	<b>248,023</b>	<b>317,435</b>	<b>405,675</b>	<b>510,476</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>512,005</b>	<b>584,436</b>	<b>687,233</b>	<b>810,163</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	75,430	107,493	141,801	166,381	每股净资产(元)	6.92	8.85	11.33	14.28
投资活动现金流	(47,393)	(48,611)	(53,359)	(58,168)	最新发行在外股份(百万股)	26,590	26,590	26,590	26,590
筹资活动现金流	5,532	(28,271)	(35,201)	(38,885)	ROIC(%)	16.15	21.98	22.93	23.07
现金净增加额	31,568	28,610	53,242	69,329	ROE-摊薄(%)	27.91	32.91	31.51	29.73
折旧和摊销	16,678	21,512	24,530	27,527	资产负债率(%)	51.56	45.69	40.97	36.99
资本开支	(30,651)	(38,589)	(41,919)	(47,041)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.54	10.99	8.97	7.55
营运资本变动	2,532	(10,029)	(213)	(440)	P/B(现价)	4.65	3.64	2.84	2.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>