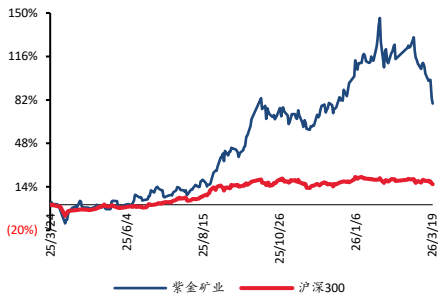


紫气凌云攀绝顶，关山跃马启新篇

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	265.9/206.01
总市值/流通(亿元)	8,415.65/6,520.18
12个月内最高/最低价(元)	44.94/15.19

相关研究报告

<<【太平洋有色】紫金矿业 2025 年业绩预告点评：矿产金目标超预期，业绩持续高增>>—2026-01-18

<<【太平洋有色】紫金矿业事件点评：Akyem 金矿完成交割，持续挖掘资源潜力>>—2025-04-17

<<【太平洋有色】紫金矿业 2025 年一季报深度点评：金流砥柱拨云诡，铜量再升定磐石>>—2025-04-12

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

报告摘要

事件：2026年3月20日，公司发布2025年年报，报告期内公司实现收入3490.8亿元，同比+15.0%；归母净利润517.8亿元，同比+61.5%；扣非净利润507.2亿元，同比+60.0%。其中，2025Q4公司实现收入948.8亿元，同比+29.5%，环比+9.7%；归母净利润139.1亿元，同比+80.9%，环比-4.5%；扣非净利润166.0亿元，同比+108.9%，环比+32.7%。得益于量价齐升，2025年公司毛利率/净利率为27.7%/18.3%，同比分别为+7.4/5.3pct；ROE/ROA为27.9%/14.0%，同比分别为+5.0/+3.4pct，盈利能力持续提升。至报告期末，公司资产负债率为51.6%，同比-3.6pct，持续下降；净负债率39.9%，同比-26.2pct，财务结构显著优化。

矿产金产量高增，多个项目稳步推进。2025年公司矿产金产量为89.5吨，同比+22.8%，增加16.6吨；2026年目标产金105吨，2028年目标产金130-140吨。阿基姆金矿、瑞果多金矿等为未来主要增量项目：**(1) 加纳阿基姆金矿：**2025年4月完成交割以来，实现矿产金5.1吨，2026年计划产金8.5吨，远期有望提升至15吨/年；**(2) 哈萨克斯坦瑞果多金矿：**2025年10月完成交割以来，实现矿产金1.2吨，2026年计划产金6.4吨，远期有望提升至10吨/年；**(3) 苏里南罗斯贝尔金矿：**2025年实现矿产金8.3吨，2026年计划产金8.7吨，项目将实施新增500万吨/年处理量的技改扩建，达产后年产量有望提升至12吨。此外，2026年1月26日，公司发布拟收购联合黄金100%股权的公告，联合黄金预计2025年产金11.7-12.4吨，依托Sadiola项目改扩建及Kurmuk项目建成投产，预计2029年产金将提升至25吨，若完成收购，公司产量有望显著增加。

矿产铜产量小幅增长，巨龙铜业等为主要增量项目。2025年公司矿产铜产量为108.5万吨，同比+1.6%，增加1.7万吨；2026年目标产铜120万吨，2028年目标产铜150-160万吨。巨龙铜业等为未来主要增量项目：**(1) 巨龙铜业：**2025年实现矿产铜19.4万吨，2026年计划产铜30万吨，远期有望提升至60万吨/年；**(2) 卡莫阿铜矿：**受矿震影响，2025年实现矿产铜38.9万吨，2026年计划产铜38-42万吨，项目正加紧推进卡库拉矿段东区的排水及复产工作。**(3) 朱诺铜矿：**该项目计划于2026年底建成投产，达产后年矿产铜7.6万吨，结合矿区周边资源探边摸底及整合，朱诺矿集区铜矿资源增长潜力显著。**(4) 雄村铜矿：**该项目预计于2026年7月份全面开工建设，2028年6月份建成投产，达产后预计年均产铜4.6万吨。

2026年目标碳酸锂产量12万吨，“两湖两矿”为主要增量项目。2025年公司碳酸锂产量2.5万吨，2026年碳酸锂目标产量12万吨，2028年目标产量27-32万吨。“两湖两矿”为碳酸锂主要增量项目：**(1) 阿根廷3Q盐湖锂矿：**2025年产当量碳酸锂0.58万吨；2026年计划产当量碳酸锂3万吨，一期技改获批达产后产量将提升到3万吨/年，二期4万吨/年碳酸

锂项目建设正有序推进；(2) **马诺诺锂矿**：2026 年计划产当量碳酸锂 3 万吨，一期 500 万吨/年采选项目有序推进，重介质选矿厂预计 2026 年 6 月底建成投产，冶炼厂计划于 2026 年底建成投产；(3) **湘源硬岩锂矿**：500 万吨/年采选项目及配套电池级碳酸锂冶炼厂于 2025 年底建成投产，达产后年产电池级碳酸锂 3 万吨，2025 年产当量碳酸锂 0.26 万吨，2026 年计划产当量碳酸锂 3 万吨；(4) **拉果措盐湖锂矿**：一期 2 万吨/年当量碳酸锂项目已于 2025 年 3 月正式投产，二期 4 万吨/年当量碳酸锂项目正加紧规划，2025 年产当量碳酸锂 1.1 万吨，2026 年计划产当量碳酸锂 2 万吨。

内生+外延增厚资源量，自主勘查成本低。至 2025 年年末，公司总资源量为：金 4610 吨、铜 10968 万吨、锂 (LCE) 1883 万吨、银 31940 吨、钼 499 万吨、锌 (铅) 1256 万吨；储量为：金 1996 吨、铜 5661 万吨、锂 (LCE) 797 万吨、银 3231 吨、锌 (铅) 782 万吨。2025 年公司共计投入权益地勘资金 4.53 亿元，年度勘查新增探明、控制和推断的权益资源量为：黄金 100 吨、铜 258 万吨、钨 1.6 万吨、钼 1.5 万吨、银 320 吨、锌 (铅) 45 万吨，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。此外，报告期内公司于境外完成加纳阿基姆金矿、哈萨克斯坦瑞果多金矿两座大型在产金矿收购及交割，合计新增权益金资源量 483 吨；境内完成藏格矿业控制权收购，新增权益铜资源量 207 万吨，及战略性矿产钾资源储量；完成安徽沙坪沟钼矿交割，新增权益钼资源量 132 万吨。

矿产金毛利占矿产品毛利过半，单位销售成本有所上升。2025 年公司矿产金/矿产铜收入分别为 228.9/225.3 亿元，同比分别为 +83.3%/+20.1%；矿产金/矿产铜毛利占矿产品总毛利分别为 51%/43%；矿产金/矿产铜毛利率分别为 64.6%/61.0%，同比分别为 +8.9/+0.3pct。矿产金、矿产铜单位销售成本分别为 275.2 元/克、2.5 万元/吨，同比分别为 +19.3%/+11.1%。公司矿产品单位销售成本有所上升，主要原因：(1) 部分矿山品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升；(2) 员工薪酬福利水平提升；(3) 因黄金价格大幅上涨，以金价为准计算的权益金同步大幅提升；(4) 新并购企业过渡期成本高。

投资建议：我们维持公司 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 681/845/1107 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，公司金、银、铜、锂产量持续提升，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

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	349,079	417,361	470,555	531,258
营业收入增长率 (%)	14.96%	19.56%	12.75%	12.90%
归母净利 (百万元)	51,777	68,085	84,478	110,722
净利润增长率 (%)	61.55%	31.50%	24.08%	31.07%
摊薄每股收益 (元)	1.95	2.56	3.18	4.16
市盈率 (PE)	16.25	12.36	9.96	7.60

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、 业绩高增，高资本开支之下现金流愈发充裕.....	6
(一) 2025 年业绩亮眼，近六年复合增长高企	6
(二) 毛利显著增长，投资收益、公允价值变动减少影响 2025Q4 利润	7
(三) 盈利能力持续提升，ROE 创新高	9
(四) 四费率保持平稳，所得税率小幅提升.....	9
(五) 高资本开支下，现金流愈发充足.....	10
(六) 流动性愈发充足，杠杆率显著下降.....	11
二、 矿产金、铜持续增长，锂提升空间大.....	12
(一) 矿产金产量实现高增，多个项目稳步推进	12
(二) 矿产铜产量小幅增长，巨龙铜业等为主要增量项目	14
(三) “两湖两矿”有望快速增产，碳酸锂目标提升空间大	16
(四) 矿产银、矿产铟产量有望持续增长.....	16
(五) 内生+外延增厚资源量，自主勘查成本低.....	17
三、 售价提升带动毛利率增加	18
(一) 矿产金收入占比提升，毛利率同比提升.....	18
(二) 矿产金销售价格显著提升，单位成本有所增加	19
四、 盈利预测与投资建议	20
五、 风险提示	20

图表目录

图表 1: 2020-2025 年收入复合增长 15.3%	6
图表 2: 2020-2025 年归母净利润复合增长 51.4%	6
图表 3: 2020-2025 年扣非净利润复合增长 51.7%	6
图表 4: 2025Q4 营收环比增长 9.7%	6
图表 5: 2025Q4 归母净利润环比-4.5%	7
图表 6: 2025Q4 扣非净利润环比增长 32.7%	7
图表 7: 2025 年公司毛利同比增加 349.3 亿元	7
图表 8: 2025Q4 公司毛利同比增加 165.4 亿元	8
图表 9: 2025Q4 公司毛利环比增加 98.6 亿元	8
图表 10: 2025 年毛利率同比+7.4pct	9
图表 11: 2025 年净利率同比+5.3pct	9
图表 12: 2025 年 ROE 为 27.9%	9
图表 13: 2025 年 ROA 为 14.0%	9
图表 14: 2025 年四费率同比+0.6pct	10
图表 15: 2025 年附加税率同比+0.4pct	10
图表 16: 2025 年所得税率为 23.5%	10
图表 17: 2025 年少数股东权益比例为 18.9%	10
图表 18: 2025 年经营现金流净额为 754.3 亿元	11
图表 19: 2025 年现金分红(含已宣告)为 159.5 亿元	11
图表 20: 经营现金流-购买资产等支出显著增加	11
图表 21: 公司高资本开支下现金流愈发充足	11
图表 22: 2025 年短期覆盖倍数为 1.1	12
图表 23: 2025 年年度有息负债覆盖比例为 45.9%	12
图表 24: 资产负债率持续下降	12
图表 25: 净负债率同比显著下降	12
图表 26: 2025 年产金 89.5 吨, 同比+22.8%	13
图表 27: 2025 年武里蒂卡金矿产金同比-12.2%	13
图表 28: 2025 年罗斯贝尔金矿产金同比+10.9%	13
图表 29: 2025 年诺顿金田产金同比-3.9%	13
图表 30: 2025 年陇南紫金产金同比+5.1%	13
图表 31: 2025 年泽拉夫尚产金同比+22.9%	13
图表 32: 2025 年产铜 108.5 万吨, 同比+1.6%	14
图表 33: 2025 年巨龙铜业产铜 19.4 万吨	14
图表 34: 2025 年卡莫阿铜矿(权益)产铜 17.3 万吨	15
图表 35: 2025 年塞尔维亚紫金矿业产铜 17.2 万吨	15
图表 36: 2025 年塞尔维亚紫金铜业产铜 12.3 万吨	15
图表 37: 2025 年科卢韦齐铜(钴)矿产铜 11.8 万吨	15
图表 38: 2025 年矿产银产量 439 吨	17
图表 39: 2025 年矿产锌(铅)产量 39.9 万吨	17
图表 40: 2025 年矿产钼产量 1.2 万吨	17
图表 41: 2025 年矿产金收入同比+83.3%	18
图表 42: 2025 年矿产铜收入同比+20.1%	18
图表 43: 矿产品分业务收入占比	19
图表 44: 矿产品分业务毛利占比	19

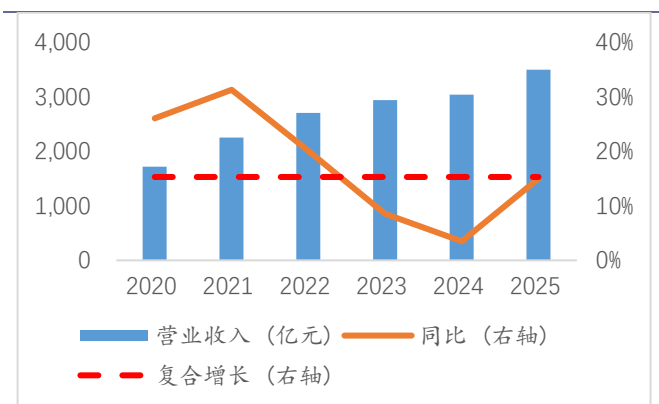
图表 45:	2025 年矿产金、矿产铜毛利率分别为 64.6%、61.0%.....	19
图表 46:	2025 年矿产金售价为 777.7 元/克.....	20
图表 47:	2025 年矿产铜售价为 6.5 万元/吨.....	20
图表 48:	2025 年矿产金单位成本为 275.2 元/克.....	20
图表 49:	2025 年矿产铜单位成本为 2.5 万元/吨.....	20

一、业绩高增，高资本开支之下现金流愈发充裕

(一) 2025 年业绩亮眼，近六年复合增长高企

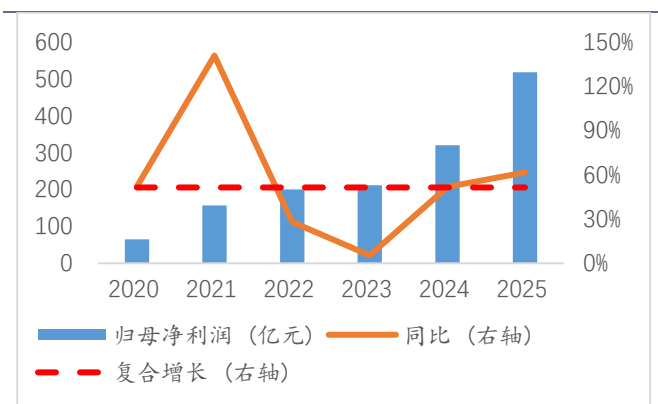
2025 年业绩高增，近六年净利润复合增长率超 50%。2026 年 3 月 20 日，公司发布 2025 年年报，报告期内公司实现收入 3490.8 亿元，同比+15.0%，2020-2025 年复合增长率为 15.3%；归母净利润 517.8 亿元，同比+61.5%，2020-2025 年复合增长率为 51.4%；扣非净利润 507.2 亿元，同比+60.0%，2020-2025 年复合增长率为 51.7%。其中，2025Q4 公司实现收入 948.8 亿元，同比+29.5%，环比+9.7%；归母净利润 139.1 亿元，同比+80.9%，环比-4.5%；扣非净利润 166.0 亿元，同比+108.9%，环比+32.7%。

图表1：2020-2025 年收入复合增长 15.3%



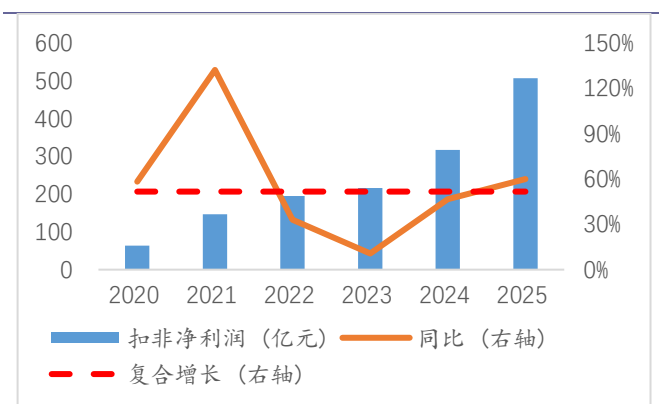
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表2：2020-2025 年归母净利润复合增长 51.4%



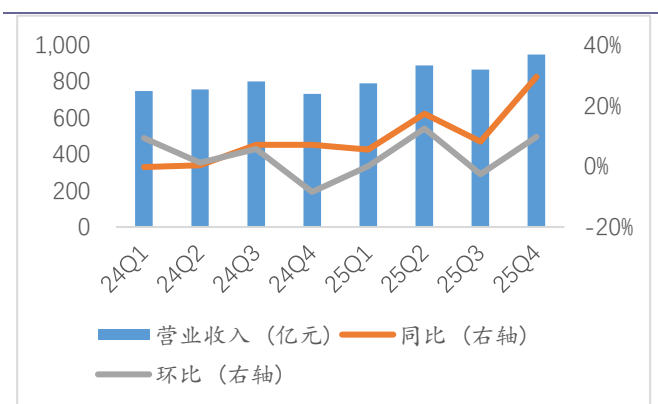
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表3：2020-2025 年扣非净利润复合增长 51.7%



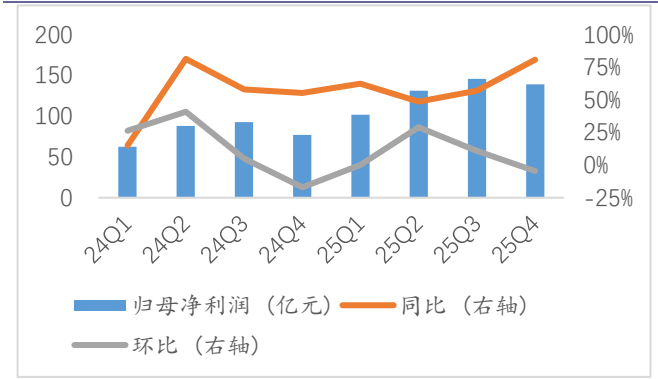
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表4：2025Q4 营收环比增长 9.7%



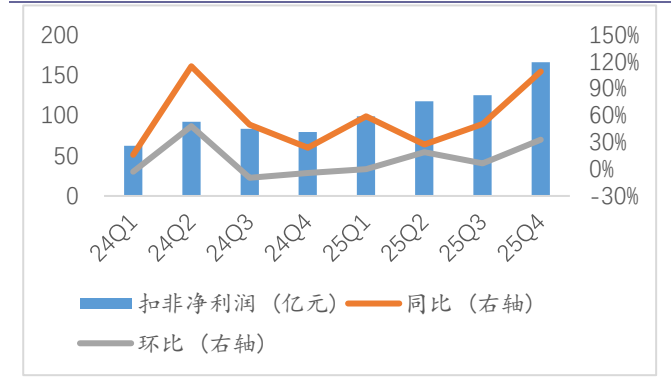
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5：2025Q4 归母净利润环比-4.5%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：2025Q4 扣非净利润环比增长 32.7%

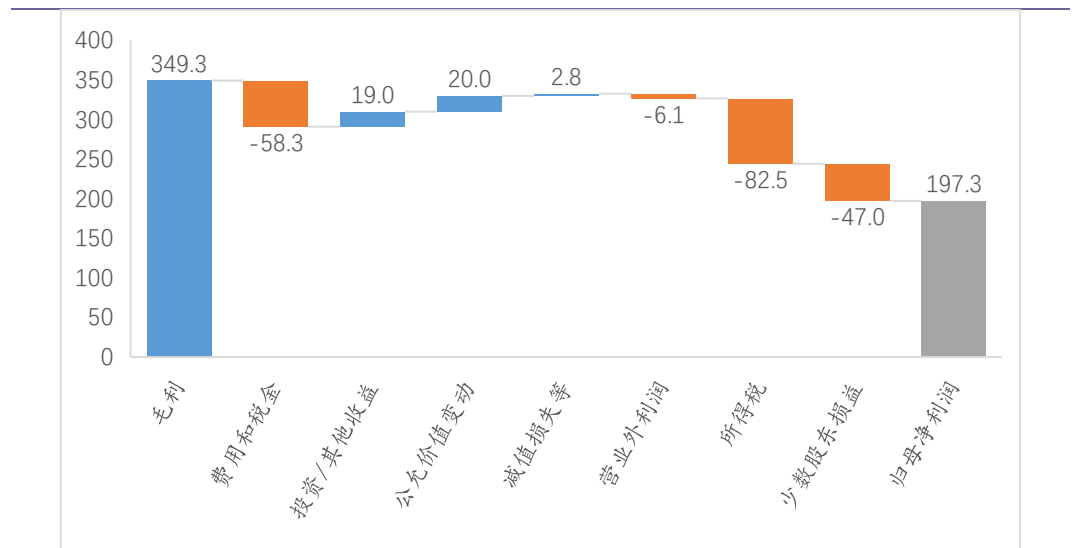


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 毛利显著增长，投资收益、公允价值变动减少影响 2025Q4 利润

2025 年利润同比增长主要由毛利增加、投资/其他收益、公允价值变动上升贡献。2025 年公司归母净利润同比增加 197.3 亿元，其中增利项目主要为：毛利增加 349.3 亿元、投资/其他收益增加 19.0 亿元、公允价值变动增加 20.0 亿元，减利项目主要为：费用和税金增加 58.3 亿元、所得税增加 82.5 亿元、少数股东损益增加 47.0 亿元。

图表7：2025 年公司毛利同比增加 349.3 亿元

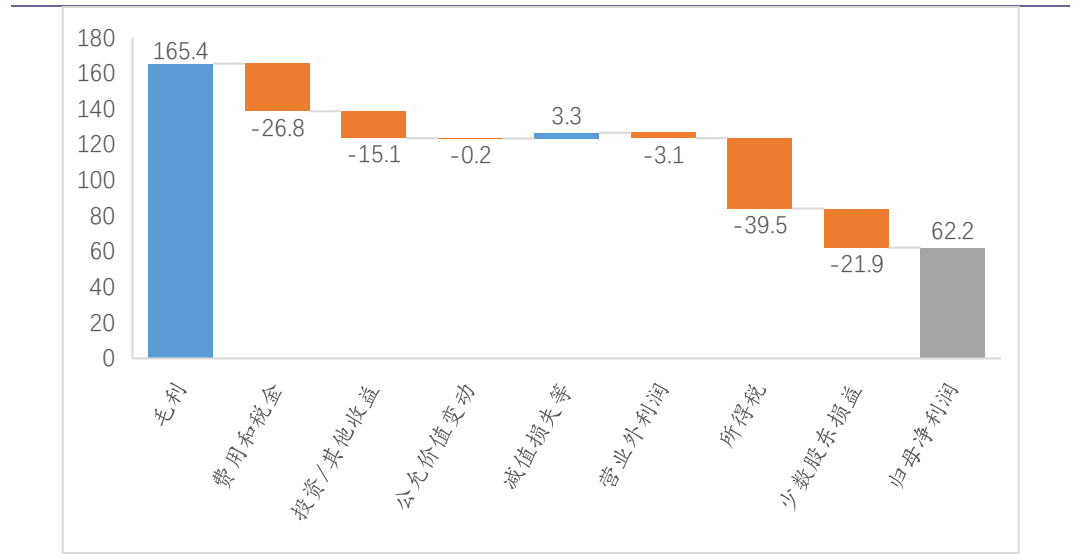


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2025Q4 利润同比增长主要由毛利增加、减值损失等减少贡献。2025Q4 公司归母净利润同比增加 62.2 亿元，其中增利项目主要为：毛利增加 165.4 亿元、减值损失等减少 3.3 亿元，减利项目主要为：费用和税金增加 26.8 亿元、投资/其他收益减少 15.1 亿元、所得税增加 39.5 亿元、少

数股东损益增加 21.9 亿元。

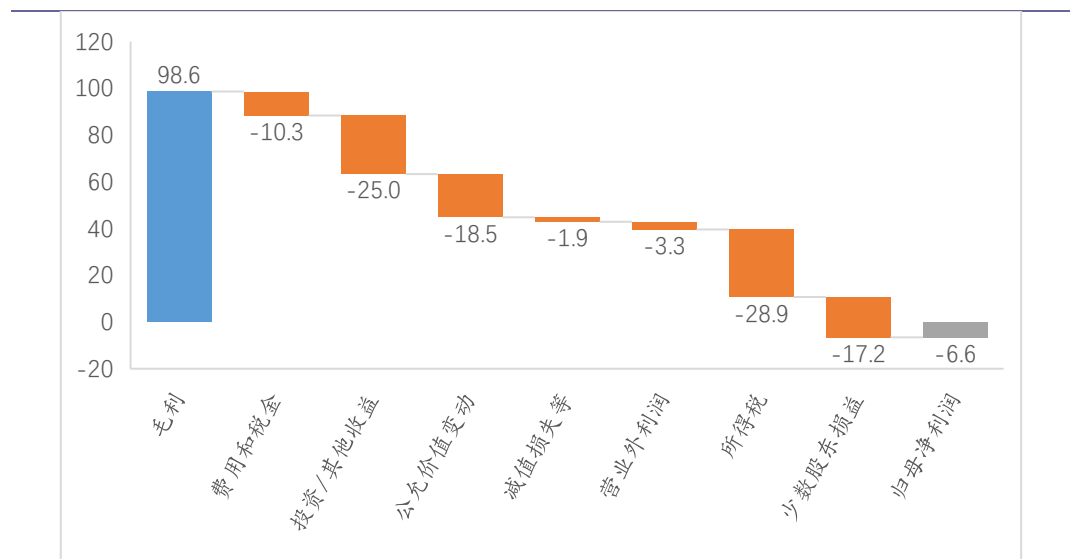
图表8：2025Q4 公司毛利同比增加 165.4 亿元



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2025Q4 利润环比略微减少主要系投资/其他收益、公允价值变动减少所致。2025Q4 公司归母净利润环比减少 6.6 亿元，其中增利项目主要为：毛利增加 98.6 亿元，减利项目主要为：费用和税金增加 10.3 亿元、投资/其他收益减少 25.0 亿元、公允价值变动减少 18.5 亿元、所得税增加 28.9 亿元、少数股东损益增加 17.2 亿元。

图表9：2025Q4 公司毛利环比增加 98.6 亿元

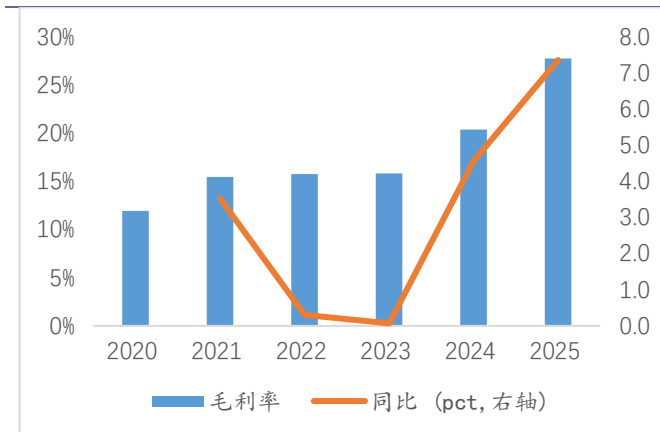


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 盈利能力持续提升，ROE创新高

净利率持续提升，ROE达27.9%。得益于量价齐升，2025年公司毛利率/净利率为27.7%/18.3%，同比分别为+7.4/5.3pct；ROE/ROA为27.9%/14.0%，同比分别为+5.0/+3.4pct，盈利能力持续提升。

图表10：2025年毛利率同比+7.4pct



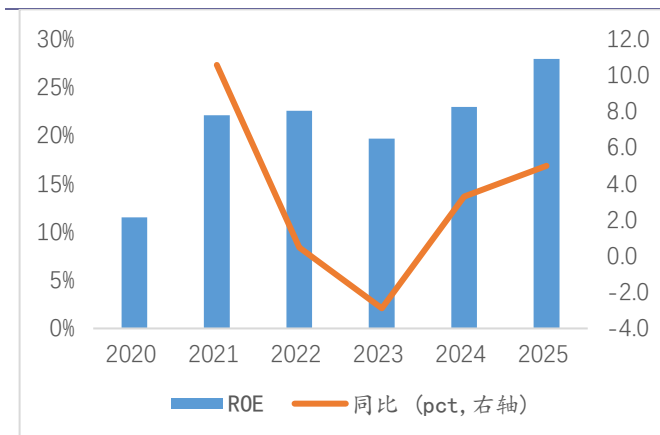
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表11：2025年净利率同比+5.3pct



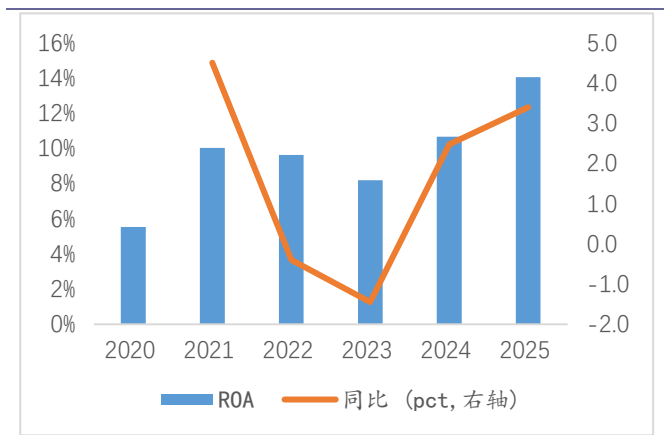
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表12：2025年ROE为27.9%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表13：2025年ROA为14.0%

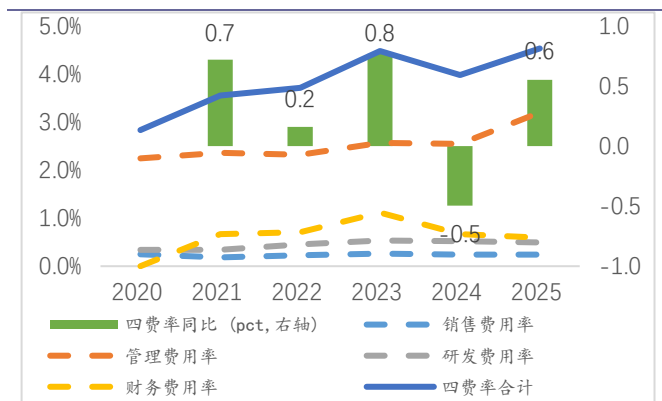


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 四费率保持平稳，所得税率小幅提升

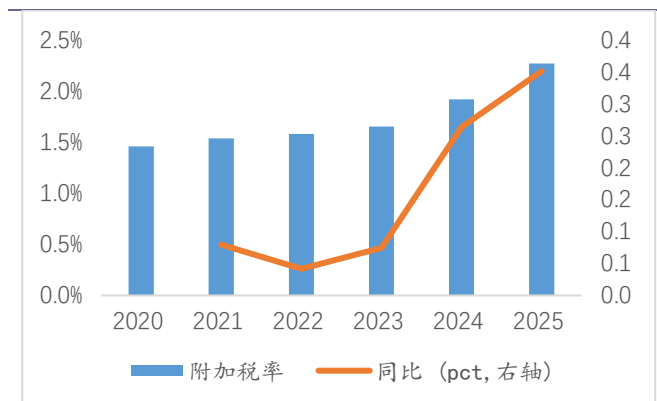
四费率维持较低水平，所得税率有所增加。2025年公司四费率为4.5%，同比+0.6pct，其中管理费用率为3.2%，同比+0.7pct，四费率维持较低水平；附加税率为2.3%，同比+0.4pct；所得税率为23.5%，同比+3.7pct，海外项目增加推动整体税率小幅提升；少数股东权益占净利润比重为18.9%，同比+0.2pct。

图表14：2025年四费率同比+0.6pct



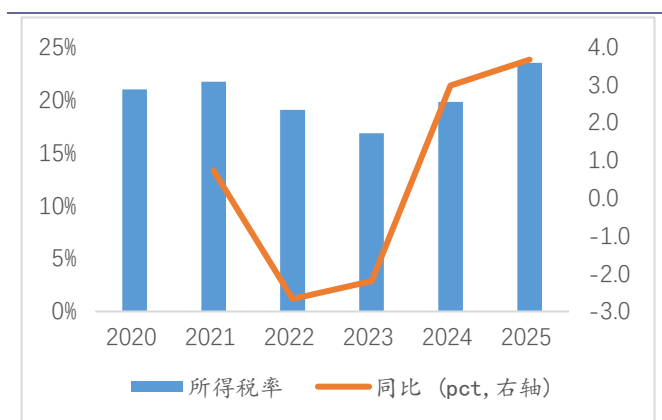
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表15：2025年附加税率同比+0.4pct



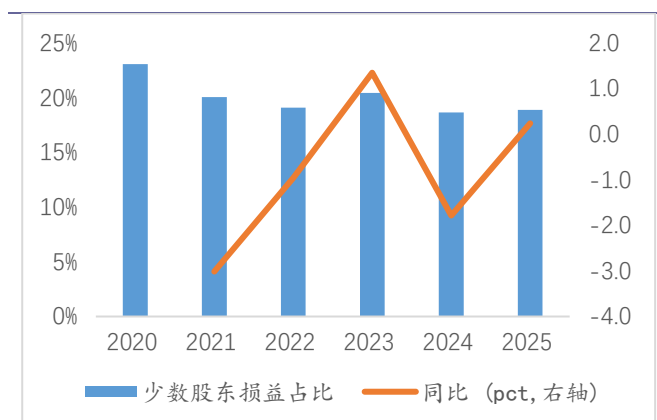
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表16：2025年所得税率为23.5%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表17：2025年少数股东权益比例为18.9%

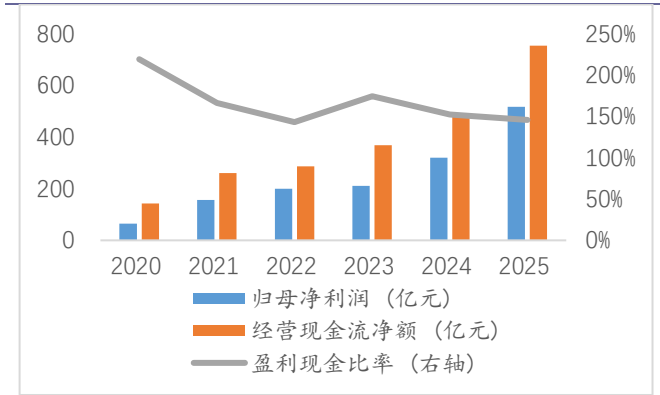


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(五) 高资本开支下，现金流愈发充足

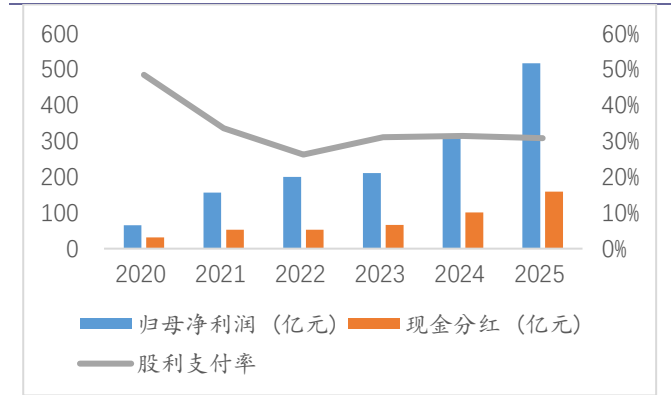
经营性现金流高增，资本开支维持较高水平。2025年公司实现经营性现金流净额754.3亿元，盈利现金比为145.7%；现金分红总额（含已宣告）为159.5亿元，股利支付率为30.8%；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为309.8亿元，经营现金流金额-购买固定资产等支出为444.5亿元，同比增加203.8亿元；投资支付的现金为144.8亿元，经营现金流金额-（购买固定资产等支出+投资支付的现金）为299.7亿元，同比增加187.6亿元。公司经营性现金流显著增长，资本开支维持较高水平之下，整体现金流更加充足。

图表18：2025 年经营现金流净额为 754.3 亿元



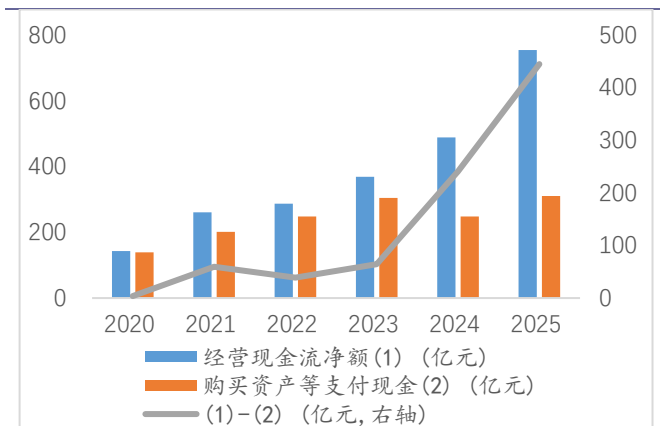
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表19：2025 年现金分红(含已宣告)为 159.5 亿元



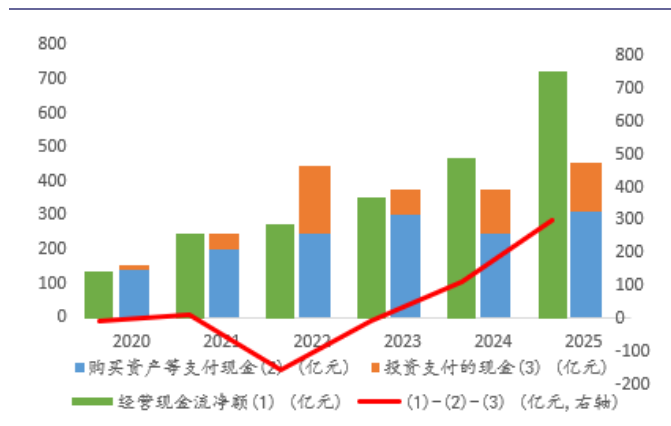
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表20：经营现金流-购买资产等支出显著增加



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表21：公司高资本开支下现金流愈发充足

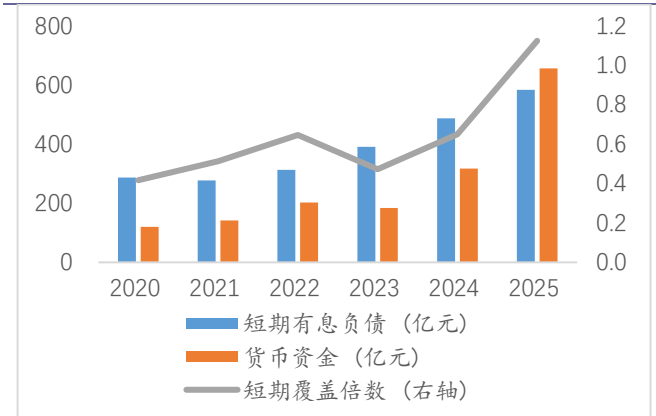


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(六) 流动性愈发充足，杠杆率显著下降

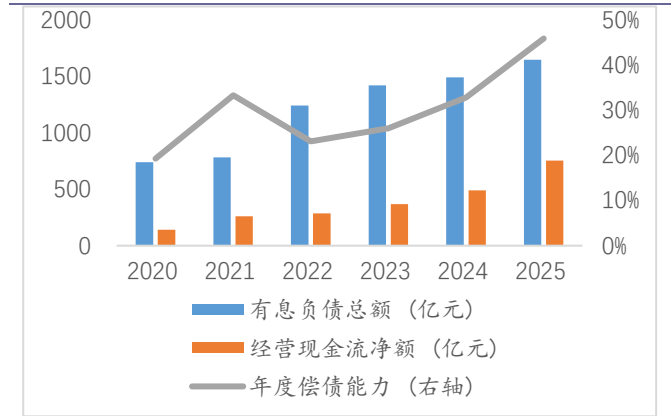
财务杠杆持续下降，抗风险能力突出。截至 2025 年 12 月 31 日，公司短期有息负债为 583.5 亿元，货币资金为 655.8 亿元，短期覆盖倍数为 1.1，同比+47.7pct，短期流动性充足；有息负债总额为 1644.9 亿元，年度有息负债覆盖比例为 45.9%，同比+13.1pct，债务消化周期短、抗风险能力突出；资产负债率为 51.6%，同比-3.6pct，持续下降；净负债率 39.9%，同比-26.2pct，财务结构显著优化。

图表22：2025年短期覆盖倍数为1.1



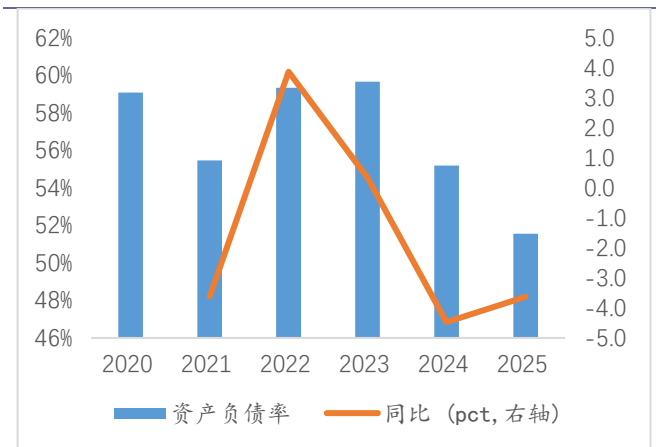
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表23：2025年年度有息负债覆盖比例为45.9%



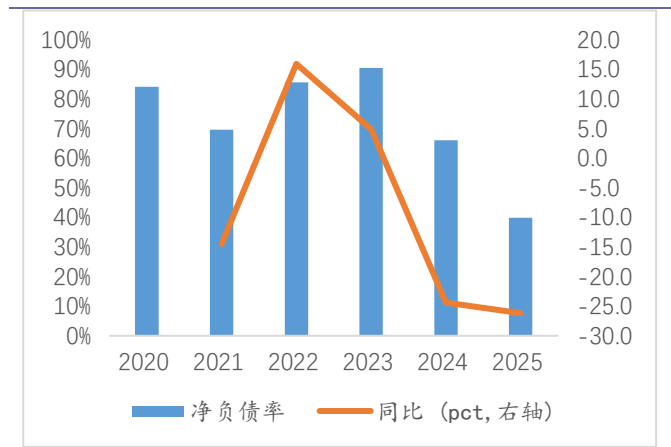
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表24：资产负债率持续下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：净负债率同比显著下降



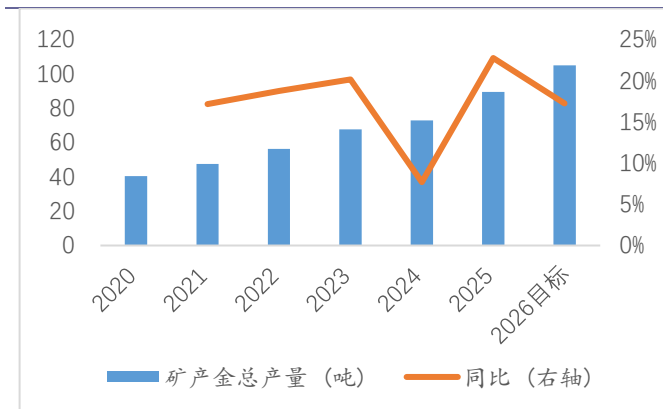
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、 矿产金、铜持续增长，锂提升空间大

(一) 矿产金产量实现高增，多个项目稳步推进

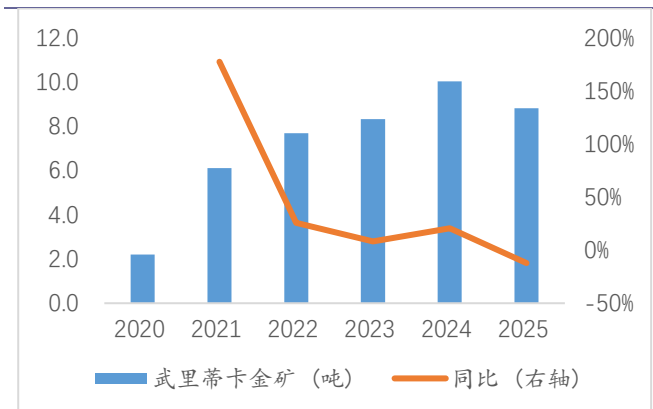
矿产金产量高增，2026年目标产金105吨。2025年公司矿产金产量为89.5吨，同比+22.8%，增加16.6吨；2026年目标产金105吨，2028年目标产金130-140吨；2025年主要增量项目为：阿基姆金矿/山西紫金/阿瑞那/瑞果多金矿同比分别增加5.1/2.2/1.3/1.2吨。分矿山来看，2025年武里蒂卡金矿/罗斯贝尔金矿/诺顿金田/陇南紫金/泽拉夫尚分别产金8.8/8.3/7.9/7.4/6.1吨，同比分别为-12.2%/+10.9%/-3.9%/+5.1%/+22.9%。

图表26：2025年产金89.5吨，同比+22.8%



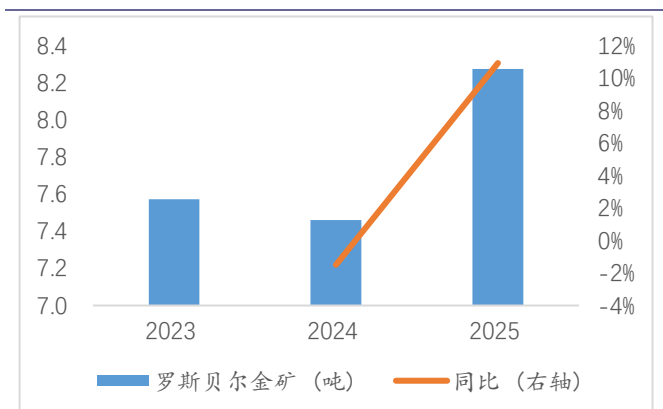
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表27：2025年武里蒂卡金矿产金同比-12.2%



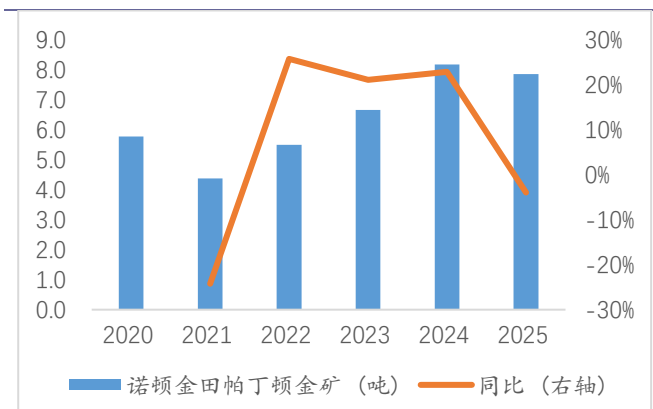
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表28：2025年罗斯贝尔金矿产金同比+10.9%



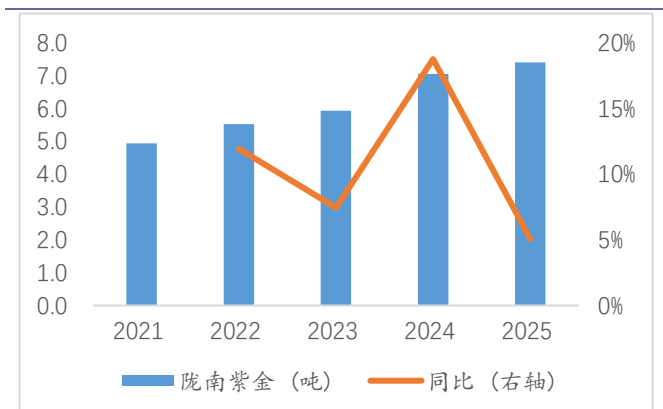
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表29：2025年诺顿金田产金同比-3.9%



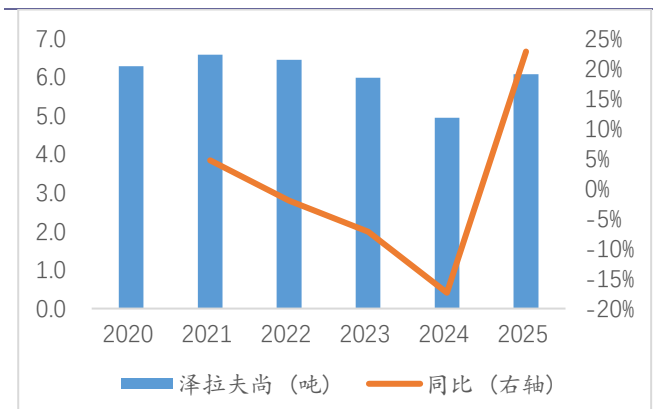
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表30：2025年陇南紫金产金同比+5.1%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表31：2025年泽拉夫尚产金同比+22.9%



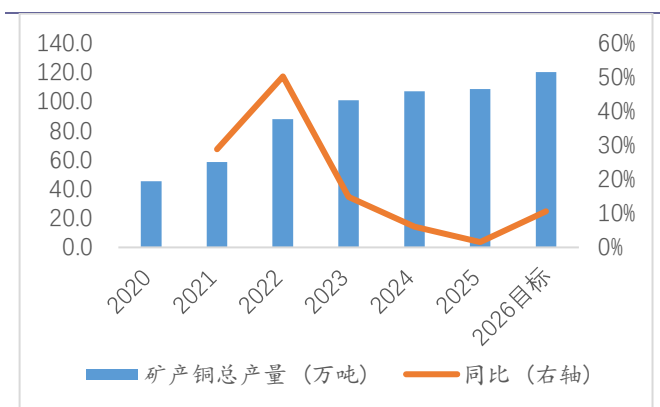
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

阿基姆金矿、瑞果多金矿等为未来主要增量项目。(1) 加纳阿基姆金矿：阿基姆金矿拥有金资源量 289 吨，公司于 2025 年 4 月完成交割以来，实现矿产金 5.1 吨，2026 年计划产金 8.5 吨，项目正就新增 300 万吨/年处理量技改工程进行论证研究，若实施，整体采选规模有望提高至 1300 万吨/年，达产后年产金量有望提升至 15 吨。(2) 哈萨克斯坦瑞果多金矿：瑞果多金矿拥有金资源量 194 吨，公司于 2025 年 10 月完成交割以来，实现矿产金 1.2 吨，2026 年计划产金 6.4 吨，项目正就新增 1000 万吨/年处理量技改工程进行论证研究，若实施，整体采选规模有望提高至 1600 万吨/年，达产后年产金量有望提升至 10 吨。(3) 苏里南罗斯贝尔金矿：罗斯贝尔金矿拥有金资源量 360 吨，2025 年实现矿产金 8.3 吨，2026 年计划矿产金 8.7 吨，项目将实施新增 500 万吨/年处理量的技改扩建，达产后年产金量有望提升至 12 吨。此外，2026 年 1 月 26 日，公司发布拟收购联合黄金 100% 股权的公告，联合黄金预计 2025 年产金 11.7-12.4 吨，依托 Sadiola 项目改扩建及 Kurmuk 项目建成投产，预计 2029 年产金将提升至 25 吨，若完成收购，公司产量有望显著增加。

(二) 矿产铜产量小幅增长，巨龙铜业等为主要增量项目

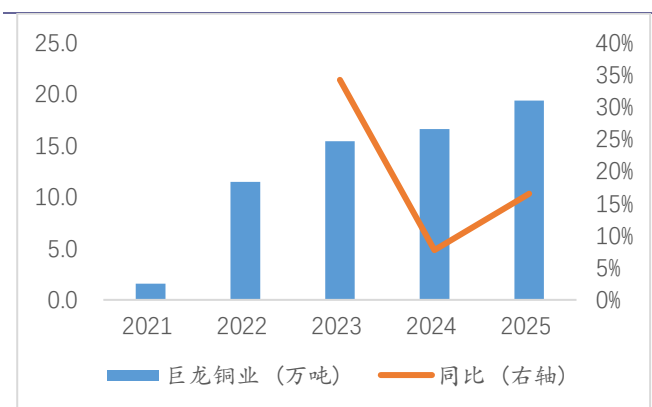
矿产铜产量小幅增长，2026 年目标产铜 120 万吨。2025 年公司矿产铜产量为 108.5 万吨，同比+1.6%，增加 1.7 万吨；2026 年目标产铜 120 万吨，2028 年目标产铜 150-160 万吨；2025 年主要增量项目为：巨龙铜业/科卢韦齐铜（钴）矿同比分别增加 2.7/2.3 万吨，主要减量项目为：受矿震影响，卡莫阿铜矿（权益）同比减少 2.2 万吨。分矿山来看，2025 年巨龙铜业/卡莫阿铜矿（权益）/塞尔维亚紫金矿业/塞尔维亚紫金铜业/科卢韦齐铜（钴）矿分别产铜 19.4/17.3/17.2/12.3/11.8 万吨，同比分别为+16.5%/-11.4%/+1.2%/+0.5%/+24.8%。

图表32：2025 年产铜 108.5 万吨，同比+1.6%



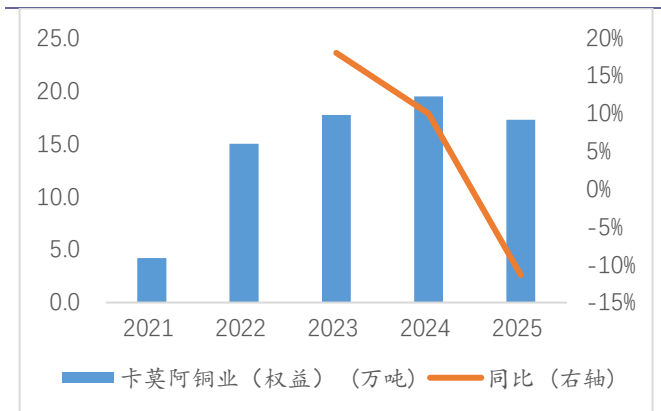
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表33：2025 年巨龙铜业产铜 19.4 万吨



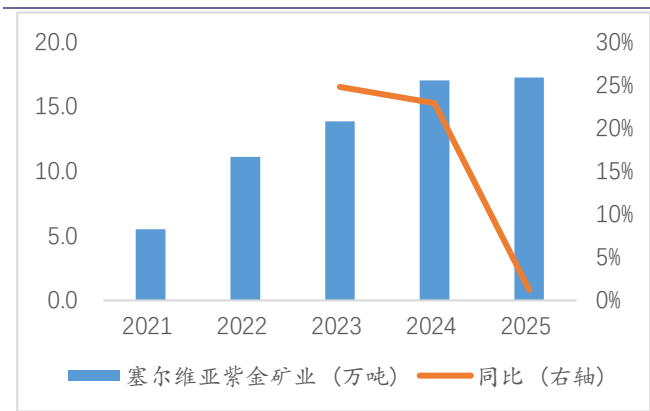
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表34：2025年卡莫阿铜矿（权益）产铜 17.3 万吨



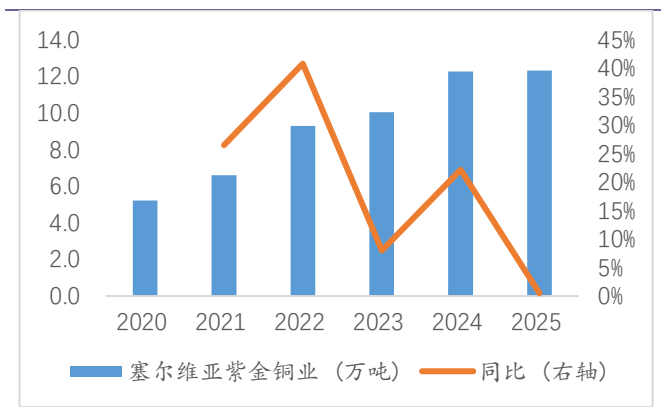
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表35：2025年塞尔维亚紫金矿业产铜 17.2 万吨



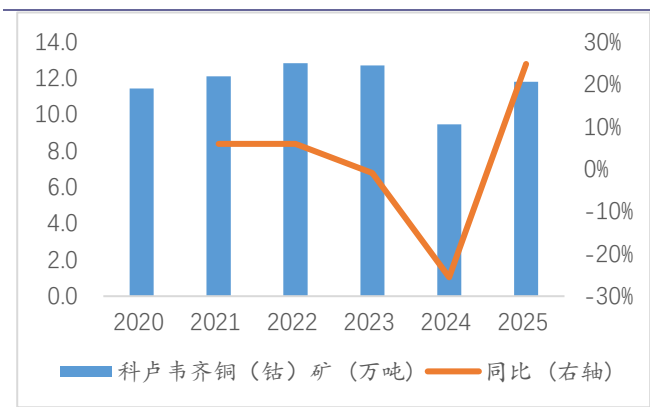
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表36：2025年塞尔维亚紫金铜业产铜 12.3 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表37：2025年科卢韦齐铜（钴）矿产铜 11.8 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

巨龙铜业等为未来主要增量项目。（1）**巨龙铜业（含巨龙铜矿及知不拉铜矿）**：巨龙铜业拥有资源量铜 2568 万吨、银 1.5 万吨、钼 168 万吨；2025 年实现矿产铜 19.4 万吨、钼 0.8 万吨、金 355 千克、银 110 吨；2026 年计划矿产铜 30 万吨。巨龙铜矿二期改扩建工程于 2026 年 1 月 23 日建成投产，达产后年矿石采选规模达 1.05 亿吨、年矿产铜达 30-35 万吨，将成为中国最大的铜矿；项目加快推进三期工程规划，若获得批准，最终可望实现年采选矿石量约 2 亿吨、年矿产铜 60 万吨规模，成为全球采选规模最大、品位低、海拔最高的铜矿山。（2）**卡莫阿铜矿**：卡莫阿铜矿拥有铜资源量 3985 万吨；受矿震影响，2025 年实现矿产铜 38.9 万吨，2026 年计划矿产铜 38-42 万吨，项目正加紧推进卡库拉矿段东区的排水及复产工作；矿山配套的 50 万吨/年铜冶炼厂已于 2026 年 1 月初生产出首批阳极铜，随着冶炼厂产能爬坡，预计物流成本将减半，铜冶炼厂的硫酸副产品也将推动项目利润提升。（3）**朱诺铜矿**：朱诺铜矿拥有铜资源量 294 万吨；2025 年全面

开工建设，计划 2026 年底建成投产，规划达产后采选规模为 1800 万吨/年，年矿产铜 7.6 万吨；结合矿区周边资源探边摸底及整合，朱诺矿集区铜矿资源增长潜力显著。(4) **雄村铜矿**：雄村铜矿拥有铜资源量 208 万吨，伴生金 202 吨、伴生银 1042 吨；预计 2026 年 7 月份全面开工建设，2028 年 6 月份建成投产，规划建成 1200 万吨/年采选规模，达产后预计年均产铜 4.6 万吨。

(三) “两湖两矿”有望快速增产，碳酸锂目标提升空间大

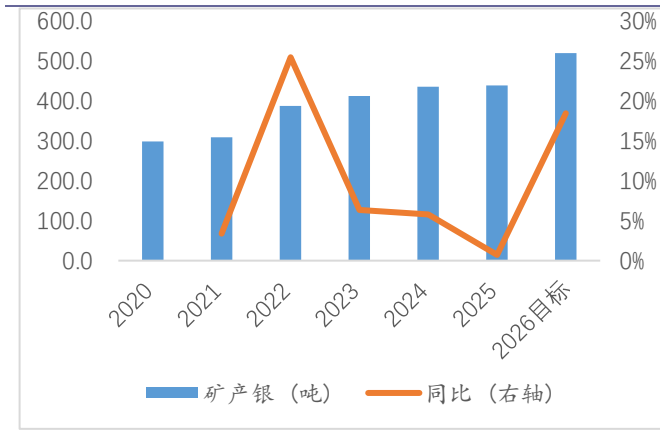
2025 年碳酸锂产量 2.5 万吨，2026 年目标产量 12 万吨。2025 年公司碳酸锂产量为 2.5 万吨，其中拉果措盐湖/3Q 盐湖/湘源硬岩锂矿/藏格矿业（2025 年 4 月 30 日交割）分别产量为 1.1/0.6/0.3/0.6 万吨；2026 年碳酸锂目标产量 12 万吨，2028 年目标产量 27-32 万吨。

“两湖两矿”为碳酸锂主要增量项目。(1) **阿根廷 3Q 盐湖锂矿**：3Q 盐湖锂矿拥有当量碳酸锂 842 万吨；一期 2 万吨/年碳酸锂项目于 2025 年 9 月投产，若技改获批达产后产量将提升到 3 万吨/年，二期 4 万吨/年碳酸锂项目建设正有序推进；2025 年产当量碳酸锂 0.58 万吨；2026 年计划产当量碳酸锂 3 万吨。(2) **马诺诺锂矿**：马诺诺锂矿东北部项目拥有当量碳酸锂 647 万吨；一期 500 万吨/年采选项目有序推进，重介质选矿厂预计 2026 年 6 月底建成投产，冶炼厂计划于 2026 年底建成投产，项目毗邻的 Mpiana-Mwanga 水电站一阶段修复工程已完成，实现装机容量约 37.5MW。2026 年计划产当量碳酸锂 3 万吨。(3) **湘源硬岩锂矿**：湘源硬岩锂矿拥有当量碳酸锂 143 万吨，伴生铷、铯、钨、锡等多种金属，500 万吨/年采选项目及配套电池级碳酸锂冶炼厂于 2025 年底建成投产，达产后年产电池级碳酸锂 3 万吨。2025 年产当量碳酸锂 0.26 万吨；2026 年计划产当量碳酸锂 3 万吨。(4) **拉果措盐湖锂矿**：拉果措盐湖锂矿拥有当量碳酸锂 215 万吨；一期 2 万吨/年当量碳酸锂项目已于 2025 年 3 月正式投产，二期 4 万吨/年当量碳酸锂项目正加紧规划。一期项目由龙净环保配套建成 200MW 光伏+540MWh 储能“零碳提锂”源网荷储项目，满足一期项目全时绿色用电；2025 年产当量碳酸锂 1.1 万吨；2026 年计划产当量碳酸锂 2 万吨。

(四) 矿产银、矿产钨产量有望持续增长

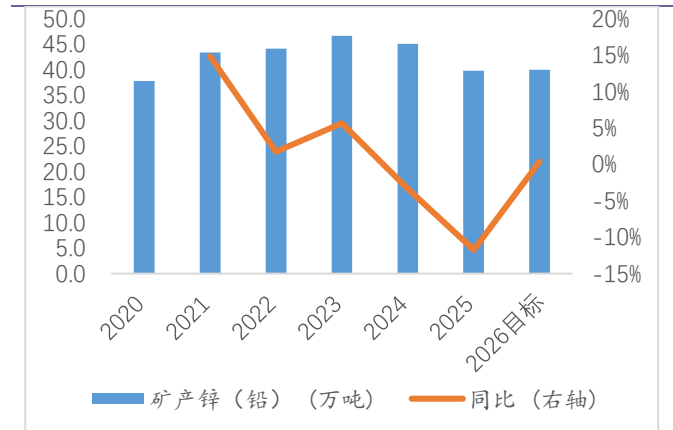
矿产银产量小幅增长，矿产钨 2028 年目标产量 2.5-3.5 万吨。公司是国内最大的矿产银生产企业，2025 年矿产银产量 439.0 吨，同比+0.7%，2026 年目标产银 520 吨，2028 年目标产银 600-700 吨。公司是中国第一、全球第四的矿产锌生产企业，2025 年矿产锌（铅）产量 39.9 万吨，同比-11.7%，2026 年目标产量为 40 万吨，2028 年目标为 40-45 万吨。公司致力成为全球最大的钨矿生产企业之一，2025 年矿产钨产量 1.2 万吨，同比+23.7%，2026 年目标产量为 1.5 万吨，2028 年目标为 2.5-3.5 万吨。

图表38：2025年矿产银产量439吨



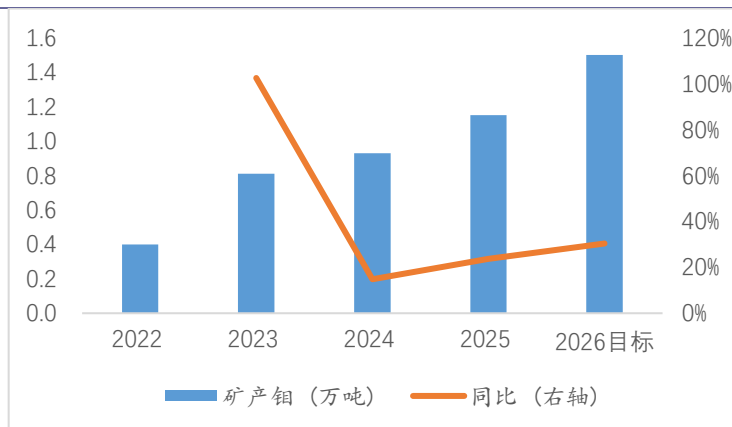
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表39：2025年矿产锌（铅）产量39.9万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表40：2025年矿产钼产量1.2万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

沙坪沟钼矿为钼矿主要增量项目，锌、铅项目产量维持平稳。(1) 安徽沙坪沟钼矿：报告期内安徽沙坪沟钼矿交割完成，关键证照审批陆续落地，其1000万吨/年采选工程已于2025年10月获得政府核准；(2) 碧沙锌（铜）矿：碧沙锌（铜）矿为厄立特里亚最大的在产锌矿项目，2025年实现矿产锌8.3万吨、铜2.3万吨；2026年计划矿产锌9.1万吨、铜3.0万吨；报告期内阿谢利地采和汉博克露采陆续建成投产，哈瑞纳地采项目计划于2026年启动实施。(3) 紫金矿业乌拉根锌（铅）矿：乌拉根锌（铅）矿为中国境内产品产量最大的在产单体铅锌矿山，该项目拥有资源量锌573万吨、铅92万吨；2025年实现矿产锌13.6万吨、矿产铅2.0万吨；2026年计划矿产锌13.4万吨、矿产铅1.8万吨。

(五) 内生+外延增厚资源量，自主勘查成本低

公司金金属资源量达4610吨，铜金属资源量达10968万吨。按控股企业100%口径及联合合

营企业权益口径计算，至 2025 年年末，公司保有探明、控制及推断的总资源量为：金 4610 吨、铜 10968 万吨、锂（LCE）1883 万吨、银 31940 吨、钼 499 万吨、锌（铅）1256 万吨；其中，保有证实储量和可信储量：金 1996 吨、铜 5661 万吨、锂（LCE）797 万吨、银 3231 吨、锌（铅）782 万吨。按权益口径计算，报告期末，公司资源量较期初增加金 364 吨、铜 103 万吨。

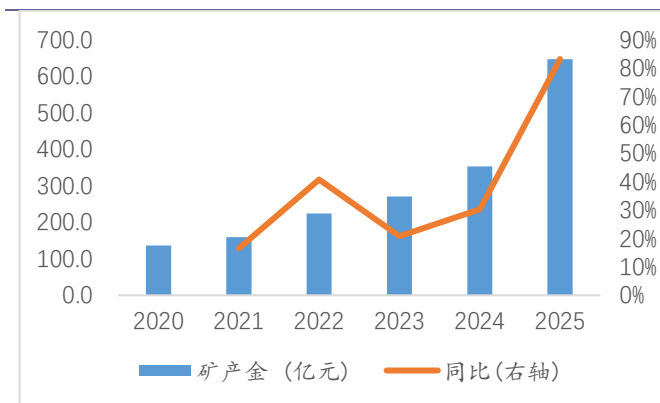
公司自主地质找矿贡献金、铜金属资源量近半，收并购进一步增厚资源量。公司历年自主勘查新增资源量：金金属 1835 吨、铜金属 4269 万吨，分别占对应权益资源量总量的 48%、50%；2025 年公司共计投入权益地勘资金 4.53 亿元，年度勘查新增探明、控制和推断的权益资源量为：黄金 100 吨、铜 258 万吨、钨 1.6 万吨、钼 1.5 万吨、银 320 吨、锌（铅）45 万吨，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。此外，报告期内公司于境外完成加纳阿基姆金矿、哈萨克斯坦瑞果多金矿两座大型在产金矿收购及交割，合计新增权益金资源量 483 吨；境内完成藏格矿业控制权收购，新增权益铜资源量 207 万吨，及战略性矿产钾资源储量；完成安徽沙坪沟钼矿交割，新增权益钼资源量 132 万吨。

三、 售价提升带动毛利率增加

（一）矿产金收入占比提升，毛利率同比提升

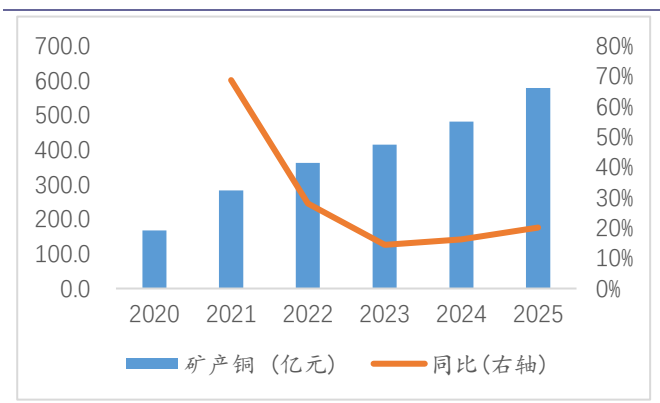
矿产金毛利占矿产品毛利过半，毛利率显著提升。分矿产品业务来看，2025 年公司矿产金/矿产铜收入分别为 228.9/225.3 亿元，同比分别为+83.3%/+20.1%；矿产金/矿产铜收入占矿产品总收入分别为 49%/44%，矿产金/矿产铜毛利占矿产品总毛利分别为 51%/43%；矿产金/矿产铜毛利率分别为 64.6%/61.0%，同比分别为+8.9/+0.3pct。

图表41：2025 年矿产金收入同比+83.3%



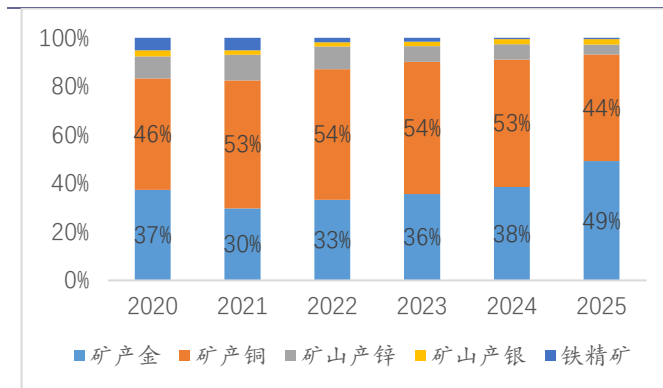
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表42：2025 年矿产铜收入同比+20.1%



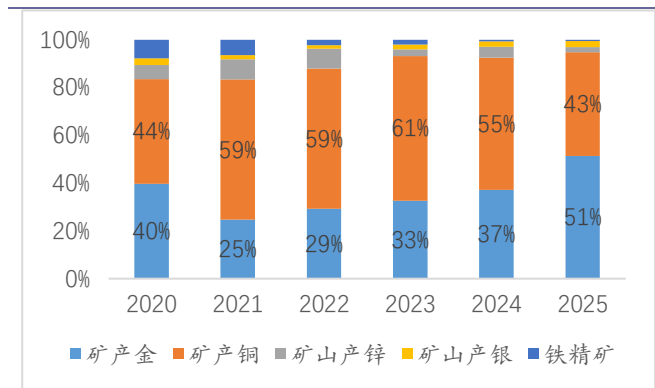
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表43：矿产品分业务收入占比



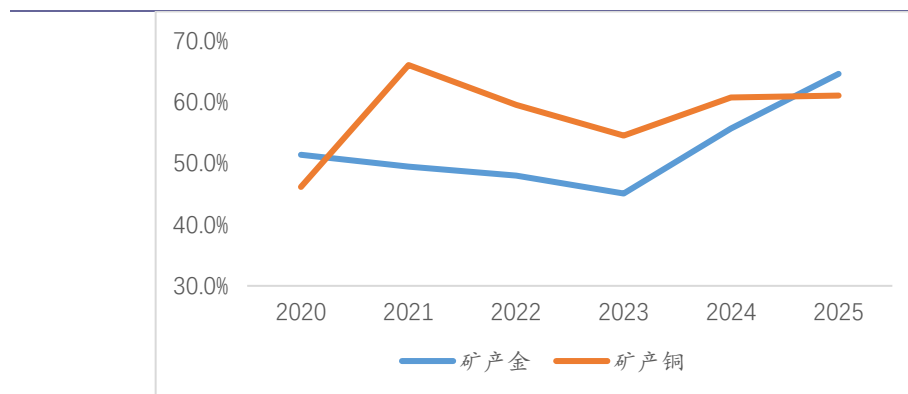
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表44：矿产品分业务毛利占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表45：2025年矿产金、矿产铜毛利率分别为64.6%、61.0%

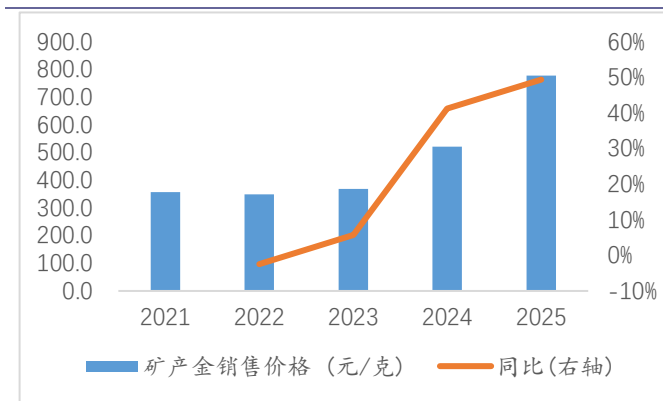


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 矿产金销售价格显著提升，单位成本有所增加

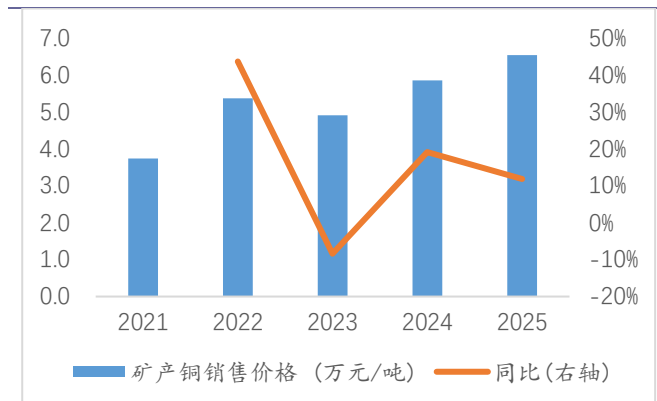
矿产金销售价格大增，受品位下降等因素单位销售成本有所增加。2025年公司矿产金、矿产铜销售均价分别为777.7元/克、6.5万元/吨，同比分别为+49.4%/+11.8%；矿产金、矿产铜单位销售成本分别为275.2元/克、2.5万元/吨，同比分别为+19.3%/+11.1%。公司矿产品单位销售成本有所上升，主要原因：(1)部分矿山品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升；(2)员工薪酬福利水平提升；(3)因黄金价格大幅上涨，以金价为基准计算的权益金同步大幅提升；(4)新并购企业过渡期成本高：阿瑞那铜金矿交割后因筹备采购电动矿卡替代原租赁设备，过渡期内仅依靠少量租赁矿卡维持基本运营，选厂产能暂时未得到充分利用，导致其单位分摊固定成本畸高；阿基姆金矿交割后暂时仍沿用收购前的矿山生命周期模型（至2027年结束）计算资产折旧，导致折旧摊销成本较大。

图表46：2025年矿产金售价为777.7元/克



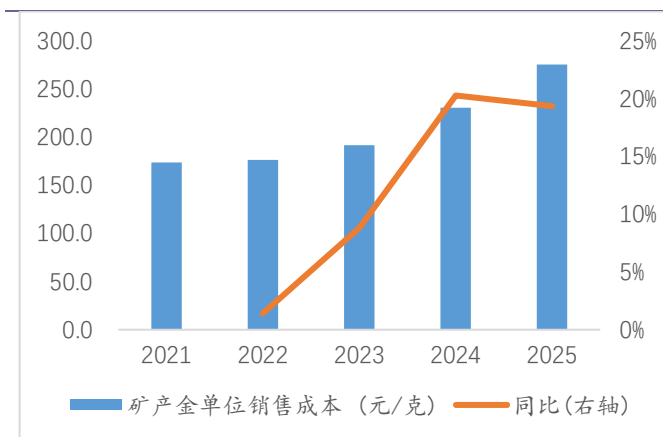
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表47：2025年矿产铜售价为6.5万元/吨



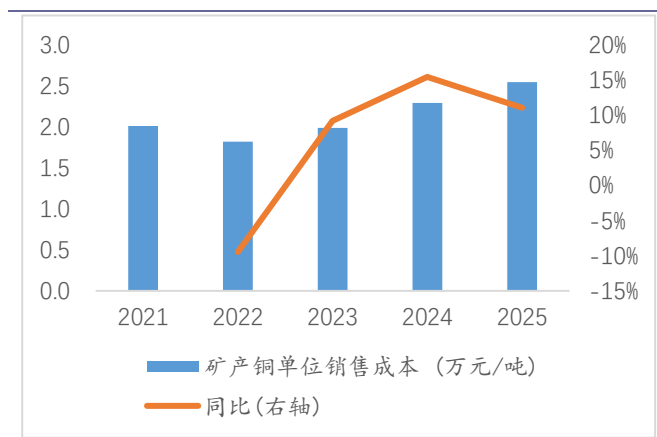
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表48：2025年矿产金单位成本为275.2元/克



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表49：2025年矿产铜单位成本为2.5万元/吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

四、盈利预测与投资建议

我们维持公司2026-2027年盈利预测，并新增2028年预测，预计2026-2028年公司归母净利润分别为681/845/1107亿元。我们认为公司作为全球矿业龙头企业，全球化能力突出、成长确定性高、成本控制能力优异，公司金、银、铜、锂产量持续提升，公司有望充分受益于行业高景气度，维持“买入”评级。

五、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)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	31,691	65,577	119,688	207,760	317,901
应收和预付款项	11,167	13,107	15,025	16,707	18,810
存货	33,313	39,613	35,646	38,729	40,024
其他流动资产	22,768	29,908	33,319	34,403	36,128
流动资产合计	98,939	148,204	203,678	297,599	412,863
长期股权投资	43,085	53,496	53,496	53,496	53,496
投资性房地产	367	546	546	546	546
固定资产	92,307	117,042	118,764	120,219	121,420
在建工程	40,055	42,049	40,147	38,339	36,622
无形资产开发支出	68,588	88,167	84,876	81,585	78,294
长期待摊费用	3,682	4,671	4,671	4,671	4,671
其他非流动资产	148,526	206,033	261,219	354,852	469,979
资产总计	396,611	512,005	563,719	653,708	765,029
短期借款	30,713	32,354	32,354	32,354	32,354
应付和预收款项	20,912	27,599	20,834	22,933	23,191
长期借款	61,453	58,504	58,504	58,504	58,504
其他负债	105,802	145,526	140,290	143,683	146,482
负债合计	218,880	263,983	251,982	257,474	260,530
股本	2,658	2,659	2,659	2,659	2,659
资本公积	28,713	38,356	38,356	38,356	38,356
留存收益	94,445	132,922	178,030	236,483	313,094
归母公司股东权益	139,786	185,542	230,650	289,103	365,714
少数股东权益	37,945	62,481	81,087	107,132	138,785
股东权益合计	177,731	248,023	311,737	396,234	504,499
负债和股东权益	396,611	512,005	563,719	653,708	765,029

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	48,860	75,430	72,619	108,927	138,450
投资性现金流	-32,238	-47,393	4,468	5,171	5,802
融资性现金流	-4,429	5,532	-20,975	-26,025	-34,110
现金增加额	11,956	31,568	54,111	88,072	110,141

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	303,640	349,079	417,361	470,555	531,258
营业成本	241,776	252,289	279,261	296,389	311,960
营业税金及附加	5,819	7,915	9,599	10,823	12,219
销售费用	738	850	1,042	1,156	1,310
管理费用	7,729	11,159	14,608	16,469	18,594
财务费用	2,029	2,083	0	0	0
资产减值损失	-727	-297	0	0	0
投资收益	4,020	5,977	5,156	5,885	6,514
公允价值变动	948	2,944	0	0	0
营业利润	48,827	82,110	116,680	150,136	192,029
其他非经营损益	-749	-1,358	-727	-753	-755
利润总额	48,078	80,753	115,953	149,383	191,274
所得税	8,685	16,930	29,262	38,860	48,899
净利润	39,393	63,822	86,691	110,522	142,375
少数股东损益	7,342	12,045	18,607	26,045	31,653
归母股东净利润	32,051	51,777	68,085	84,478	110,722

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	20.37%	27.73%	33.09%	37.01%	41.28%
销售净利率	10.56%	14.83%	16.31%	17.95%	20.84%
销售收入增长率	3.49%	14.96%	19.56%	12.75%	12.90%
EBIT 增长率	44.53%	79.18%	39.98%	28.83%	28.04%
净利润增长率	51.76%	61.55%	31.50%	24.08%	31.07%
ROE	22.93%	27.91%	29.52%	29.22%	30.28%
ROA	10.65%	14.05%	16.12%	18.16%	20.07%
ROIC	11.59%	15.87%	18.20%	19.71%	21.28%
EPS (X)	1.21	1.95	2.56	3.18	4.16
PE (X)	26.26	16.25	12.36	9.96	7.60
PB (X)	6.02	4.54	3.65	2.91	2.30
PS (X)	2.77	2.41	2.02	1.79	1.58
EV/EBITDA (X)	9.13	10.20	7.40	5.21	3.53

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面许可任何机构和任何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。