

2026年04月07日

紫金矿业 (601899.SH)

——铜金量价齐升，公司业绩持续创新高

投资评级：买入（维持）

投资要点：

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
陈婉婷
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com
陈轩
SAC: S1350525120001
chenxuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年04月03日

收盘价(元)	32.91
一年内最高/最低(元)	44.94/15.19
总市值(百万元)	875,100.42
流通市值(百万元)	875,100.42
总股本(百万股)	26,590.71
资产负债率(%)	51.56
每股净资产(元/股)	6.92

资料来源：聚源数据

- 事件：公司发布 2025 年年报。**2025 年公司实现营业收入 3490.8 亿元，同比增长 15.0%；实现归母净利润 517.8 亿元，同比增长 61.5%；**单 Q4 看**，实现营业收入 948.8 亿元，同比增长 29.5%，环比增加 9.7%；实现归母净利润 139.1 亿元，同比增长 80.9%，环比减少 4.5%。
- 铜：量价齐升。1) 量升：**25 年矿产铜产量 109 万吨，同增 1.9%；26 年公司预计产量 120 万吨，同比增长 10.1%，28 年矿产铜产量规划 150-160 万吨；25 年矿产铜销量 88.5 万吨，同增 7.4%。卡莫阿铜矿受矿震影响，2025 年实现矿产铜 38.9 万吨，相较 24 年报指引 58 万吨减少 19.1 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，其配套的 50 万吨/年铜冶炼项目已于 2026 年 1 月投产。**2) 价涨：**25 年矿产铜销售均价 6.5 万元/吨，同增 11.8%。在全球流动性宽松、矿端供应扰动以及全球贸易流向结构性扭曲的共同驱动下，25 年铜价进入加速上行期。**3) 本增：**25 年矿产铜单位成本 2.5 万元/吨，同增 11.1%。2025 年矿产铜毛利率 61.0%，同比提升 0.27pcts。
- 金：量价齐升且成本相对稳定。1) 量增：**25 年矿产金产量 90 吨，同增 23.3%，26 年公司预计产量 105 吨，同增 16.7%，28 年规划产金 130-140 吨；25 年矿产金销量 83.2 吨，同增 22.7%。增量主要来源于新并购加纳阿基姆金矿和哈萨克斯坦瑞果多金矿，后续各项目技改扩建后产量也有望提升。**2) 价涨：**25 年矿产金销售均价 778 元/克，同增 49.4%。美国关税政策加速全球贸易壁垒重构、全球宽松周期延续以及地缘政治风险持续等多重因素共振驱动，金价在 25 年大幅上行。**3) 本微增：**25 年矿产金克金成本 275 元/克，同增 19%。受益于金价上涨，25 年平均克金毛利上涨 73%至 502 元/克，毛利率上涨 8.9pcts 至 64.6%。
- 锂：碳酸锂项目稳步推进，26-28 年有望加速放量。**25 年公司实现碳酸锂产量 2.55 万吨，预计 26 年生产 12 万吨，公司规划至 2028 年形成 27-32 万吨当量碳酸锂产能，成为全球最重要锂生产商之一。增量主要来源：1) 3Q 盐湖锂矿一期项目投产，技改获批达产后产量提升至 3 万吨/年；二期 4 万吨/年项目建设正有序推进。2) 拉果措盐湖锂矿一期 2 万吨/年项目投产，二期 4 万吨/年项目正加紧规划。3) 湘源硬岩锂矿 500 万吨/年采选项目及配套冶炼厂投产，达产后年产电池级碳酸锂 3 万吨。4) 马诺诺锂矿东北部项目计划 2026 年 6 月底投产。
- 盈利预测与评级：**公司通过内生增长和外延并购持续扩大资源禀赋，铜金锂产量有望持续提升，在金铜锂价格或持续上涨背景下，公司业绩有望持续创新高。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 824/973/1116 亿元，EPS 分别为 3.10/3.66/4.20 元/股，对应 PE 为 10.6/9.0/7.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示。铜价大幅下跌风险；金价大幅下跌风险；铜金项目进展不及预期。

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	303,640	349,079	515,148	580,553	645,987
同比增长率(%)	3.49%	14.96%	47.57%	12.70%	11.27%
归母净利润(百万元)	32,051	51,777	82,363	97,265	111,585
同比增长率(%)	51.76%	61.55%	59.07%	18.09%	14.72%
每股收益(元/股)	1.21	1.95	3.10	3.66	4.20
ROE(%)	22.93%	27.91%	32.67%	29.41%	26.51%
市盈率(P/E)	27.30	16.90	10.62	9.00	7.84

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	65,577	117,186	196,829	296,596
应收票据及账款	12,592	18,745	21,125	23,506
预付账款	3,669	5,748	6,478	7,208
其他应收款	2,786	5,042	5,682	6,322
存货	39,613	50,251	55,724	61,297
其他流动资产	23,967	26,554	28,567	30,580
流动资产总计	148,204	223,524	314,403	425,509
长期股权投资	53,496	58,612	63,795	69,050
固定资产	117,755	121,848	132,873	151,937
在建工程	42,049	63,881	73,996	71,133
无形资产	88,167	84,669	81,182	77,696
长期待摊费用	4,671	4,438	4,204	3,970
其他非流动资产	57,663	57,569	57,464	57,359
非流动资产合计	363,802	391,017	413,514	431,147
资产总计	512,005	614,541	727,917	856,656
短期借款	32,354	34,679	37,320	40,294
应付票据及账款	27,517	31,745	35,202	38,723
其他流动负债	69,610	82,567	91,369	100,305
流动负债合计	129,480	148,991	163,892	179,321
长期借款	106,147	102,874	99,437	95,828
其他非流动负债	28,356	28,356	28,356	28,356
非流动负债合计	134,502	131,229	127,793	124,184
负债合计	263,983	280,220	291,684	303,505
股本	2,659	2,659	2,659	2,659
资本公积	38,356	38,356	38,356	38,356
留存收益	144,527	211,113	289,747	379,958
归属母公司权益	185,542	252,128	330,762	420,973
少数股东权益	62,481	82,193	105,471	132,177
股东权益合计	248,023	334,321	436,233	553,151
负债和股东权益合计	512,005	614,541	727,917	856,656

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	63,822	97,602	115,713	133,248
折旧与摊销	16,617	13,974	15,154	16,849
财务费用	2,083	2,164	2,043	1,925
投资损失	-5,977	-4,496	-4,496	-4,496
营运资金变动	1,666	-6,527	1,024	1,118
其他经营现金流	-2,842	4,151	4,151	4,151
经营性现金净流量	75,369	106,868	133,589	152,794
投资性现金净流量	-47,393	-36,371	-32,476	-29,093
筹资性现金净流量	5,532	-18,888	-21,469	-23,934
现金流量净额	31,508	51,609	79,644	99,767

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	349,079	515,148	580,553	645,987
营业成本	252,289	364,693	404,412	444,858
税金及附加	7,915	10,023	11,295	12,568
销售费用	850	1,284	1,447	1,610
管理费用	11,159	14,263	16,074	17,886
研发费用	1,715	2,655	2,993	3,330
财务费用	2,083	2,164	2,043	1,925
资产减值损失	-297	-783	-882	-981
信用减值损失	-131	-157	-177	-197
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5,977	4,496	4,496	4,496
公允价值变动损益	2,944	1,291	1,728	1,988
资产处置收益	-16	16	16	16
其他收益	563	574	574	574
营业利润	82,110	125,504	148,045	169,707
营业外收入	207	156	156	156
营业外支出	1,565	1,075	1,075	1,075
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	80,753	124,586	147,127	168,789
所得税	16,930	22,510	26,583	30,497
净利润	63,822	102,075	120,543	138,291
少数股东损益	12,045	19,712	23,279	26,706
归属母公司股东净利润	51,777	82,363	97,265	111,585
EPS(元)	1.95	3.10	3.66	4.20

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	14.96%	47.57%	12.70%	11.27%
营业利润增长率	68.17%	52.85%	17.96%	14.63%
归母净利润增长率	61.55%	59.07%	18.09%	14.72%
经营现金流增长率	54.42%	41.79%	25.00%	14.38%
盈利能力				
毛利率	27.73%	29.21%	30.34%	31.14%
净利率	18.28%	19.81%	20.76%	21.41%
ROE	27.91%	32.67%	29.41%	26.51%
ROA	10.11%	13.40%	13.36%	13.03%
ROIC	22.96%	31.25%	31.85%	33.93%
估值倍数				
P/E	16.90	10.62	9.00	7.84
P/S	2.51	1.70	1.51	1.35
P/B	4.76	3.49	2.66	2.09
股息率	0.52%	1.80%	2.13%	2.44%
EV/EBITDA	2	7	6	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。