

买入

2026年4月23日

一季度业绩翻倍，铜、金、锂持续保持高增长

► **利润增速领跑营收，盈利质量显著提升：**公司2026年一季度实现营业收入985亿元，同比增长24.8%；归母净利润200.8亿元，同比增长97.5%；扣非归母净利润184.6亿元，同比增长86.8%；经营活动现金流净额278.3亿元，同比增长122.2%。公司核心财务指标均创历史新高，受益于大宗商品价格的全面上涨，公司营收与利润实现了同步高增。

► **三驾马车拉动业绩增长，产能扩张进入收获期：**分品种来看，公司黄金与锂矿表现亮眼，铜矿受阶段性因素影响略有波动。2026年一季度公司实现矿产金/铜/锂分别为23.5吨/25.9万吨/1.62万吨，分别同比+23%/-9.8%/+1079%。黄金板块主要得益于新并购的加纳阿基姆金矿以及哈萨克斯坦瑞果多金矿开始逐步贡献增量，这两大优质金矿的并入，极大地增厚了公司的黄金资源储量与产量。铜板块的下滑主要是由于卡莫阿铜矿的权益产量受矿山阶段性的技改与产能调整影响同比减少。剔除卡莫阿的影响，公司其余铜矿产能均在稳步推进。特别是巨龙铜矿二期，展现出极强的增长后劲。随着巨龙二期产能的逐步释放，预计下半年铜产量将重回增长轨道。公司锂板块正式进入大规模量产阶段。公司规划2026年全年当量碳酸锂产量12万吨，并规划至2028年提升至27-32万吨。届时公司将一跃成为全球最大的锂矿生产商之一，成为公司未来的核心增长引擎。此外，受益于产品价格的上涨与成本端的有效控制，公司一季度综合毛利率达到36.33%，较去年同期大幅提升了13.44个百分点。矿山企业毛利率高达71.01%，同比提升了11个百分点。

► **目标价 48.50 港币，维持买入评级：**我们认为，一季度业绩验证了公司在资源牛市下的极强业绩弹性。紫金矿业正处于从周期属性向成长性转型的关键节点，公司正进入由“金铜锂”三驾马车并驾齐驱的高增长周期。随着全球地缘政治不确定性增加及绿色能源转型对金、铜、锂需求的拉动，紫金矿业作为全球综合性矿业巨头资源禀赋优异，成长逻辑清晰，α属性日益凸显。我们预测公司2026-2028年归母净利润为835亿/1023亿/1240亿元，上调目标价至48.50港币，对应2026年15倍PE，维持买入评级。

李羚玮

+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	有色金属
股价	38.20 港元
目标价	48.50 港元 (+27%)
股票代码	2899
已发行H股股本	59.89 亿股
H股市值	10158 亿港元
52周高/低	46.98 / 16.27 港元
每股净资产	7.54 元
主要股东	闽西兴杭国有资产 投资经营有限公司 22.89%

盈利摘要

股价表现

截止12月31日财政年度	2024实际	2025实际	2026预测	2027预测	2028预测
收入(百万元)	303,640	349,079	455,899	507,375	566,524
变动(%)	3%	15%	31%	11%	12%
归母净利润(百万元)	32,051	51,777	83,471	102,281	123,998
变动(%)	51.8%	61.5%	61.2%	22.5%	21.2%
每股盈利(元)	1.21	1.95	3.14	3.85	4.66
变动(%)	51.3%	60.9%	61.2%	22.5%	21.2%
市盈率@38.2港元(倍)	32.5	20.2	12.5	10.2	8.4
每股股息(元)	0.38	0.38	1.10	1.35	1.63
息率(%)	1.0%	1.0%	2.8%	3.4%	4.1%



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：Bloomberg

主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
收入	303,640	349,079	455,899	507,375	566,524	盈利能力					
销售成本	(241,776)	(252,289)	(297,921)	(315,995)	(336,280)	毛利率 (%)	20.4%	27.7%	34.7%	37.7%	40.6%
毛利	61,864	96,790	157,978	191,380	230,245	EBITDA 利率 (%)	19.7%	28.3%	34.0%	37.2%	40.1%
税金及附加	(5,819)	(7,915)	(10,337)	(11,504)	(12,845)	净利率 (%)	10.6%	14.8%	18.3%	20.2%	21.9%
销售开支	(738)	(850)	(1,824)	(2,029)	(2,266)	营运表现					
行政开支	(9,311)	(12,874)	(16,950)	(18,712)	(21,063)	SG&A/收入 (%)	3.3%	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%
财务费用	(2,029)	(2,083)	(4,559)	(5,074)	(5,665)	实际税率 (%)	18.1%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
其他损失	(753)	(427)	(427)	(427)	(427)	库存周转	49.6	56.5	56.9	56.9	56.9
其他收入	5,612	9,469	9,493	9,492	9,495	应付账款天数	27.4	34.5	26.8	26.8	26.8
经营利润	48,827	82,110	133,374	163,125	197,473	应收账款天数	14.5	15.0	14.4	14.0	13.6
营业外收支	(749)	(1,358)	(1,358)	(1,358)	(1,358)	财务状况					
除税前利润	48,078	80,753	132,017	161,767	196,115	净负债/权益	1.57	1.42	1.05	0.79	0.61
所得税	(8,685)	(16,930)	(27,678)	(33,916)	(41,117)	收入/总资产	0.77	0.68	0.78	0.75	0.71
年度利润	39,393	63,822	104,338	127,852	154,998	总资产/股本	2.84	2.76	2.40	2.13	1.95
股东利润	32,051	51,777	83,471	102,281	123,998	回报率 (%)					
少数股东利润	7,342	12,045	20,868	25,570	31,000	ROE	25.9%	31.8%	39.0%	36.4%	34.1%
折旧及摊销	(9,847)	(15,944)	(18,594)	(21,977)	(25,335)	ROA	8.7%	11.4%	15.3%	16.2%	16.8%
EBITDA	59,954	98,779	155,170	188,818	227,115	20% 股息支付率	31.5%	30.8%	35.0%	35.0%	35.0%
增长											
总收入 (%)	3%	15%	31%	11%	12%						
EBITDA (%)	35%	65%	57%	22%	20%						
每股收益 (%)	51%	61%	61%	23%	21%						

资产负债表

<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
现金	31,691	65,577	85,052	142,561	218,935	税前盈利	48,078	80,753	132,017	161,767	196,115
应收账款	12,054	14,376	17,942	19,410	21,097	折旧和摊销	9,847	15,944	18,594	21,977	25,335
存货	33,313	39,613	47,118	49,977	53,185	营运资金变化	540	813	(13,077)	(2,983)	(3,387)
其他流动资产	21,881	28,638	29,761	30,302	30,924	其他	(9,604)	(22,079)	(31,932)	(37,073)	(43,764)
总流动资产	98,939	148,204	179,872	242,249	324,141	营运活动现金流	48,860	75,430	105,601	143,688	174,299
固定资产	92,307	117,042	139,322	159,622	177,340	资本开支	(24,426)	(30,651)	(35,000)	(35,000)	(35,000)
无形资产	68,588	88,167	103,891	120,238	136,029	其他投资活动	(7,813)	(16,742)	0	0	0
长期投资	43,085	53,496	53,496	53,496	53,496	投资活动现金流	(32,238)	(47,393)	(35,000)	(35,000)	(35,000)
其他长期资产	93,691	105,097	105,097	105,097	105,097	借款变化	(5,159)	5,790	(67,813)	4,019	(2,010)
总资产	396,611	512,005	581,678	680,702	796,103	其他融资活动	731	(257)	21,047	(55,198)	(60,915)
应付账款	18,423	24,156	22,149	23,493	25,001	融资活动现金流	(4,429)	5,532	(46,766)	(51,179)	(62,924)
短期银行贷款	30,713	32,354	31,533	31,944	31,738	现金变化	11,956	31,568	23,836	57,509	76,375
其他短期负债	69,960	77,993	72,293	64,803	56,368	汇兑损益	(237)	(2,001)	0	0	0
总短期负债	119,096	134,502	125,976	120,239	113,108	期初持有现金	17,692	29,648	61,216	85,052	142,561
长期借款	61,453	58,504	49,978	44,241	37,110	期末持有现金	29,648	61,216	85,052	142,561	218,935
其他负债	38,332	70,976	79,566	88,450	98,485						
总负债	218,880	263,983	255,521	252,931	248,703						
少数股东权益	37,945	62,481	83,348	108,919	139,918						
股东权益	139,786	185,542	242,809	318,853	407,482						
负债权益合计	396,611	512,005	581,678	680,702	796,103						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供予阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。