太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2026 年 10 月 29 日

公司深度研究

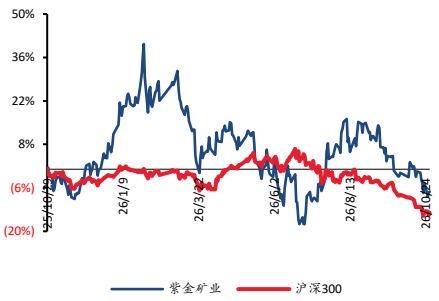
买入/维持

紫金矿业(601899)

昨收盘:27.95

价格上涨提振业绩，金铜锂持续成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	265.91/206.02
总市值/流通(亿元)	7,432.13/5,758.2
12 个月内最高/最低价(元)	44.94/24.42

相关研究报告

<<【太平洋有色】紫金矿业 2026 年一季报深度点评：金铜持续成长，锂业开始放量>>--2026-04-27

<<【太平洋有色】2025 年紫金矿业年报深度点评：紫气凌云攀绝顶，关山跃马启新篇>>--2026-03-25

<<【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

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：2026Q1-Q3 公司实现收入 2835 亿元，同比+12%；归母净利润 575 亿元，同比+52%；扣非净利润 558 亿元，同比+64%。其中 2026Q3 公司收入 893 亿元，同比+3%，环比-7%；归母净利润 184 亿元，同比+26%，环比-4%；扣非净利润 178 亿元，同比+42%，环比-9%。

矿产金量增价升，单位成本小幅增长。2026Q1-Q3 公司矿产金产量为 70.1 吨，同比+8%，完成全年目标的 67%；其中 2026Q3 产量为 23.4 吨，同比-1%，环比+1%。2026Q1-Q3 金锭/金精矿销量分别为 40.7/26.1 吨，同比+18%/+1%；其中 2026Q3 销量分别为 13.2/9.4 吨，同比+0%/+7%，环比-6%/+19%。2026Q1-Q3 金锭/金精矿销售均价分别为 996/903 元/克，同比+33%/+32%；其中 2026Q3 销售均价分别为 916/799 元/克，同比+15%/+10%，环比-7%/-12%。2026Q1-Q3 金锭/金精矿单位销售成本分别为 357/208 元/克，同比+8%/+11%；其中 2026Q3 单位销售成本分别为 377/223 元/克，同比+12%/+14%，环比+4%/+8%。报告期内，公司阿基姆金矿、瑞果多金矿等增量项目产能持续释放；赤峰黄金控制权收购已于 2026 年 10 月 22 日顺利完成，通过取得赤峰黄金控制权，公司成功获取一批成矿条件好、资源禀赋优异的在产黄金矿山。

矿产铜量稳价升，单位成本有所增长。2026Q1-Q3 公司矿产铜产量为 81.6 万吨，同比-2%，完成全年目标的 68%；其中 2026Q3 产量为 28.1 万吨，同比+7%，环比+2%；剔除卡莫阿后，前三季度实现矿产铜 73 万吨，较去年同期同口径增加 6%。2026Q1-Q3 铜精矿/电积铜/电解铜销量分别为 54.8/7.0/8.7 万吨，同比+10%/-3%/-5%；其中 2026Q3 销量分别为 19.4/2.3/2.8 万吨，同比+17%/-7%/-10%，环比+6%/+1%/-9%。2026Q1-Q3 铜精矿/电积铜/电解铜销售均价分别为 8.5/9.2/9.2 万元/吨，同比+39%/+37%/+35%；其中 2026Q3 销售均价分别为 8.8/9.4/9.6 万元/吨，同比+42%/+39%/+37%，环比+5%/+3%/+6%。2026Q1-Q3 公司铜精矿/电积铜/电解铜单位销售成本分别为 2.5/3.8/3.9 万元/吨，同比+17%/+19%/+7%；其中 2026Q3 单位销售成本分别为 2.6/4.1/4.0 万元/吨，同比+18%/+22%/+8%，环比+4%/+5%/+6%。报告期内朱诺铜矿新增备案铜金属量 275 万吨，累计查明铜金属量 569 万吨，相当于“再造一个朱诺铜矿”，目前项目建设正有序推进，预计 2026 年底投产；雄村铜矿的主要工程已陆续开工建设，预计将于 2028 年底投产。

碳酸锂价格表现较好，产量快速提升。2026Q1-Q3 公司碳酸锂产量 7.9 万吨，同比+548%，完成全年目标的 66%；其中 2026Q3 产量 3.6 万吨，同比+627%，环比+30%，逐季快速提升。2026Q1-Q3 公司锂盐/锂精矿销量分别为 3.4/2.9 万吨，其中 2026Q3 销量分别为 1.2/1.5 万吨，环比-13%/+56%。2026Q1-Q3 锂盐/锂精矿销售均价分别为 12.8/6.9 万元/吨，其中 2026Q3 销售均价分别为 12.2/6.2 万元/吨，环比-11%/-26%。2026Q1-Q3 锂盐/锂精矿单位销售成本分别为 4.8/1.5 万元/吨，其中 2026Q3 单位

销售成本分别为 4.6/1.4 万元/吨，环比-8%/-13%。报告期内，公司 3Q 盐湖锂矿、拉果措盐湖锂矿及湘源硬岩锂矿产能稳步爬坡；马诺诺锂矿已于 2026 年 7 月份完成浮选系统投料试车，基戈马港口启动升级改造，预计于 2027 年下半年建成，有望全面打通非洲东部运输通道。

盈利能力提升，费用率维持较低水平。（1）盈利能力：2026Q1-Q3 公司综合毛利率/净利率为 38%/26%，同比分别+13.5pct/+8.0pct；2026Q1-Q3 公司 ROE（加权）为 28%，同比+2.9pct，盈利能力持续提升。**（2）费用率：**2026Q1-Q3 公司期间费用率为 4.1%，同比持平，期间费用率维持较低水平；2026Q1-Q3 公司有效税率为 21%，同比持平。**（3）现金流/负债率：**2026Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 843 亿元，同比+62%；至 2026Q3 末，公司资产负债率 50%，同比-3.1pct，稳步下降。

投资建议：基于 2026 年金、铜销量预期下调、以及金属价格波动，我们下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 762/911/1101 亿元（前值 801/1012/1275 亿元），对应 PE 分别 15/13/11X，维持"买入"评级。

风险提示：

项目进度不及预期：公司重点增量项目建设进度低于预期；

美联储紧缩超预期：美联储收紧货币政策导致金属价格大幅回调；

矿山减停产风险：在运营矿山遭遇不可抗力等因素导致减停产。

■ **盈利预测和财务指标**

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	349,079	419,883	475,677	554,048
营业收入增长率(%)	14.96%	20.28%	13.29%	16.48%
归母净利（百万元）	51,777	76,249	91,135	110,115
净利润增长率(%)	61.55%	47.26%	19.52%	20.83%
摊薄每股收益（元）	1.95	2.87	3.43	4.14
市盈率（PE）	14.35	9.75	8.16	6.75

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，盈利能力稳步提升 6
(一) 2026 前三季度业绩同比绩高增 6
(二) 前三季度毛利显著增长 7
(三) 盈利能力持续提升 9
(四) 期间费用率维持较低水平 9
(五) 经营现金流净额高增 9
二、 矿产金量增价升，单位成本小幅增长 10
(一) 矿产金产量小幅增长 10
(二) 金锭销量同比增长较为明显 10
(三) 矿产金收入高增，毛利率走高 11
(四) 矿产金价格提升，单位成本小幅增长 12
三、 矿产铜量稳价升，单位成本有所增长 13
(一) 矿产铜产量逐季提升 13
(二) 铜精矿销量小幅增长 13
(三) 矿产铜收入高增，毛利率提升 14
(四) 矿产铜价格提升，单位成本有所增加 15
四、 碳酸锂价格表现较好，产量快速提升 16
(一) 碳酸锂产量逐季快速提升 16
(二) 碳酸锂价格表现较好 16
五、 矿产银产销平稳，价格显著上涨 17
(一) 矿产银产销同比维稳 17
(二) 矿产银收入显著增长 18
(三) 矿产银价格上升显著 18
六、 盈利预测与投资建议 19
七、 风险提示 21

图表目录

图表 1： 2026Q1-Q3 公司营收同比+12% 6
图表 2： 2026Q1-Q3 公司归母净利润同比+52% 6
图表 3： 2026Q1-Q3 公司扣非净利润同比+64% 6
图表 4： 2026Q3 营收同比+3% 6
图表 5： 2026Q3 归母净利润同比+26% 7
图表 6： 2026Q3 扣非净利润同比+42% 7
图表 7： 2026Q1-Q3 归母净利润同比增加 197 亿元 7
图表 8： 2026Q3 归母净利润同比增加 38 亿元 8
图表 9： 2026Q3 归母净利润环比减少 7 亿元 8
图表 10： 2026Q1-Q3 毛利率/净利率为 38%/26% 9
图表 11： 2026Q1-Q3 公司 ROE（加权）为 28% 9
图表 12： 2026Q1-Q3 期间费用率为 4.1% 9
图表 13： 2026Q1-Q3 有效税率为 21% 9
图表 14： 2026Q1-Q3 经营净现金流同比+62% 10
图表 15： 至 2026Q3 末资产负债率为 50% 10
图表 16： 2026Q1-Q3 矿产金产量 70.1 吨 10
图表 17： 2026Q3 矿产金产量 23.4 吨 10
图表 18： 2026Q1-Q3 金锭/金精矿销量 41/26 吨 11
图表 19： 2026Q3 金锭/金精矿销量 13/9 吨 11
图表 20： 2026Q1-Q3 金锭/金精矿收入 405/236 亿元 11
图表 21： 2026Q3 金锭/金精矿收入 121/75 亿元 11
图表 22： 2026Q1-Q3 金锭/金精矿毛利率 64%/77% 12
图表 23： 2026Q3 金锭/金精矿毛利率 59%/72% 12
图表 24： 2026Q1-Q3 金锭/金精矿售价同比增长 12
图表 25： 2026Q3 金锭/金精矿售价环比减少 12
图表 26： 2026Q1-Q3 金锭/金精矿单位成本略增 13
图表 27： 2026Q3 金锭/金精矿单位成本小幅增长 13
图表 28： 2026Q1-Q3 矿产金产量 70.1 吨 13
图表 29： 2026Q3 矿产金产量 23.4 吨 13
图表 30： 2026Q1-Q3 铜精矿销量 54.8 万吨 14
图表 31： 2026Q3 铜精矿销量 19.4 万吨 14
图表 32： 2026Q1-Q3 铜精矿收入 463 亿元 14
图表 33： 2026Q3 铜精矿收入 171 亿元 14
图表 34： 2026Q1-Q3 铜精矿毛利率 70% 15
图表 35： 2026Q3 铜精矿毛利率 70% 15
图表 36： 2026Q1-Q3 铜精矿售价 8.5 万元/吨 15
图表 37： 2026Q3 铜精矿售价 8.8 万元/吨 15
图表 38： 2026Q1-Q3 铜精矿单位成本 2.5 万元/吨 16
图表 39： 2026Q3 铜精矿单位成本 2.6 万元/吨 16
图表 40： 2026Q1-Q3 碳酸锂产量 7.9 万吨 16
图表 41： 2026Q3 碳酸锂产量 3.6 万吨 16
图表 42： 2026Q1-Q3 矿产银销量 343 吨 17
图表 43： 2026Q1-Q3 矿产银产量 348 吨 17
图表 44： 2026Q3 矿产银销量 118 吨 17

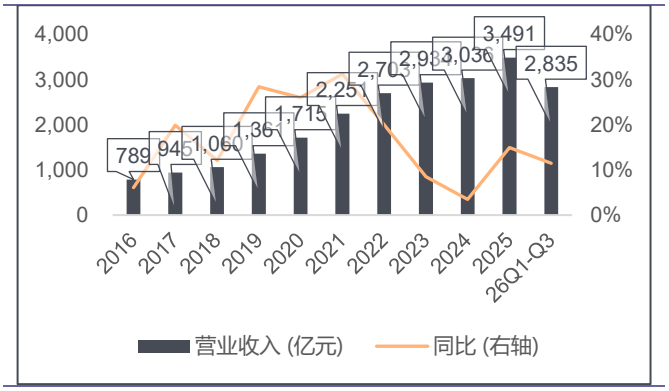
图表 45： 2026Q3 矿产银产量 119 吨 17
图表 46： 2026Q1-Q3 矿产银收入同比+122%..... 18
图表 47： 2026Q3 矿产银收入同比+76% 18
图表 48： 2026Q1-Q3 矿产银毛利率 82%..... 18
图表 49： 2026Q3 矿产银毛利率 77%..... 18
图表 50： 2026Q1-Q3 矿产银销售均价 12.8 元/克..... 19
图表 51： 2026Q3 矿产银销售均价 10.6 元/克..... 19
图表 52： 2026Q1-Q3 矿产银单位成本 2.3 元/克..... 19
图表 53： 2026Q3 矿产银单位成本 2.4 元/克..... 19
图表 54： 分业务收入、成本预测 20

一、 业绩高增，盈利能力稳步提升

(一)2026 前三季度业绩同比高增

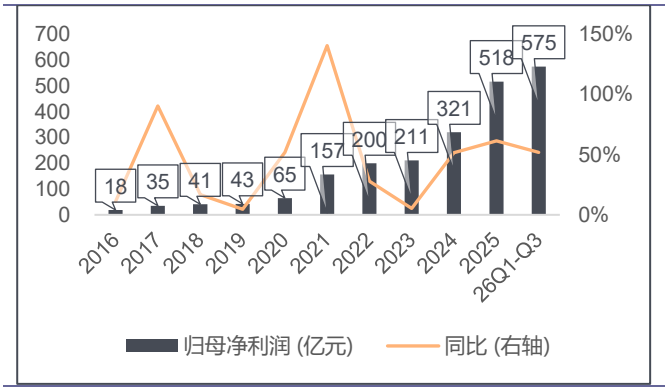
2026Q1-Q3 业绩实现高增。2026Q1-Q3 公司实现收入 2835 亿元，同比+12%；归母净利润 575 亿元，同比+52%；扣非净利润 558 亿元，同比+64%。其中 2026Q3 公司收入 893 亿元，同比+3%，环比-7%；归母净利润 184 亿元，同比+26%，环比-4%；扣非净利润 178 亿元，同比+42%，环比-9%。

图表1：2026Q1-Q3 公司营收同比+12%



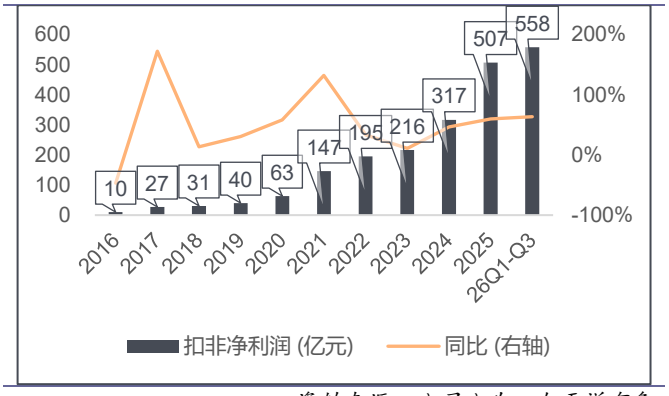
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表2：2026Q1-Q3 公司归母净利润同比+52%



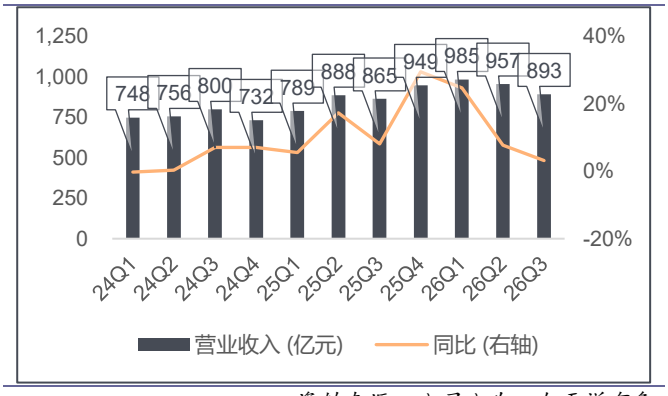
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表3：2026Q1-Q3 公司扣非净利润同比+64%



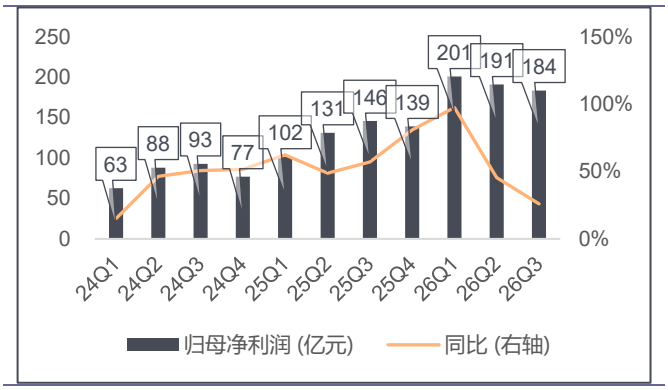
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表4：2026Q3 营收同比+3%



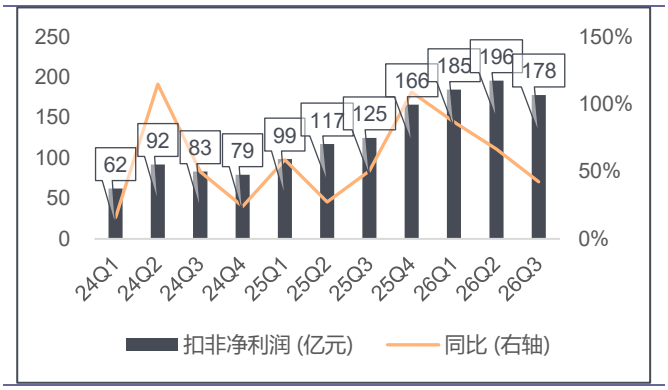
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表5：2026Q3 归母净利润同比+26%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表6：2026Q3 扣非净利润同比+42%

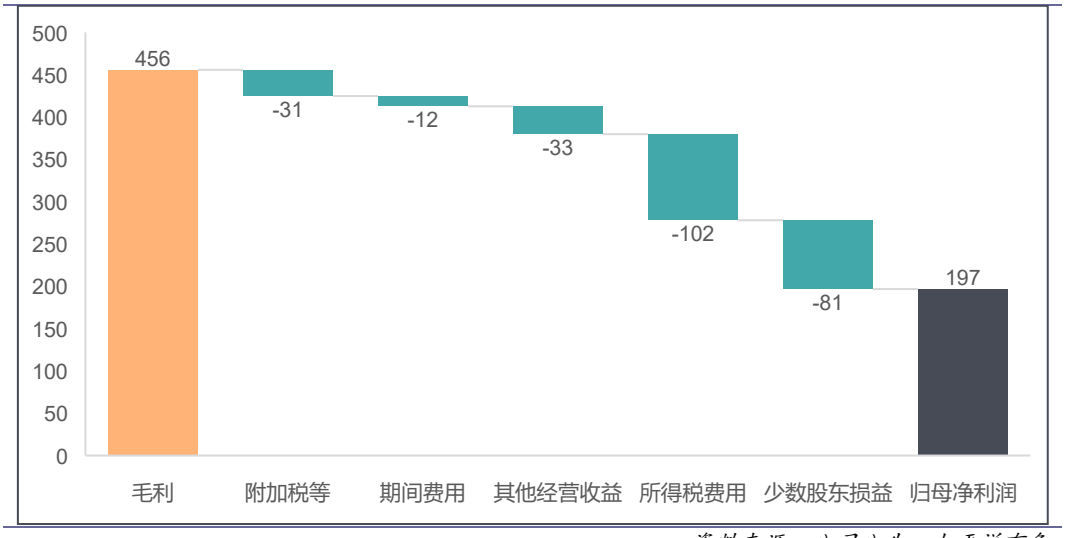


资料来源：公司公告，太平洋有色

(二)前三季度毛利显著增长

2026Q1-Q3 利润同比增长主要由毛利增加贡献。2026Q1-Q3 公司归母净利润同比增加 197 亿元，其中增利项目主要为：毛利增加 456 亿元；减利项目主要为：其他经营收益减少 33 亿元、所得税费用增加 102 亿元、少数股东损益增加 81 亿元。

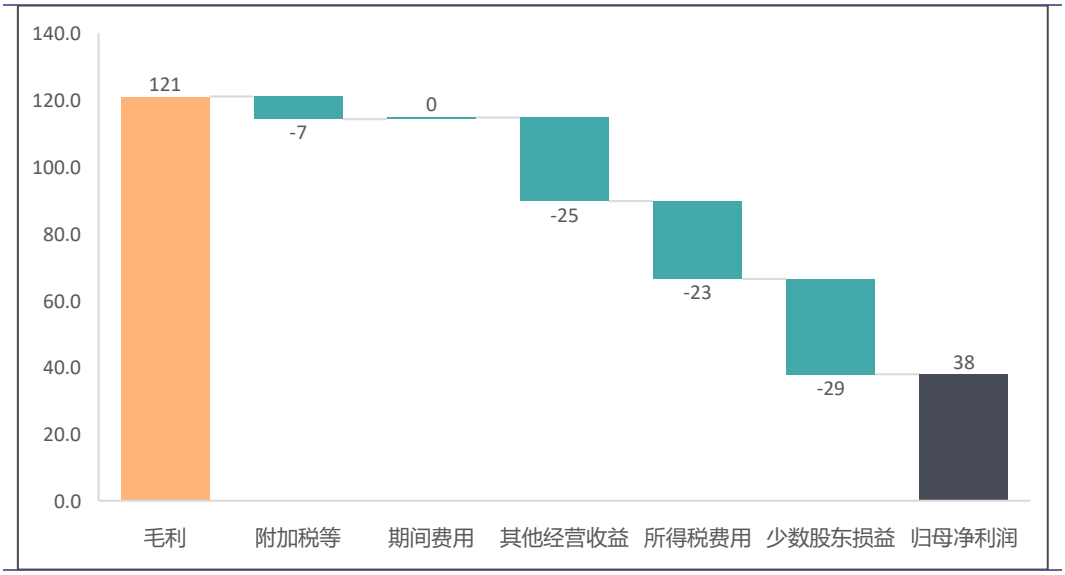
图表7：2026Q1-Q3 归母净利润同比增加 197 亿元



资料来源：公司公告，太平洋有色

2026Q3 利润同比增加 38 亿元。2026Q3 公司归母净利润同比增加 38 亿元，其中增利项目主要为：毛利增加 121 亿元；减利项目主要为：其他经营收益减少 25 亿元、所得税费用增加 23 亿元、少数股东损益增加 29 亿元。

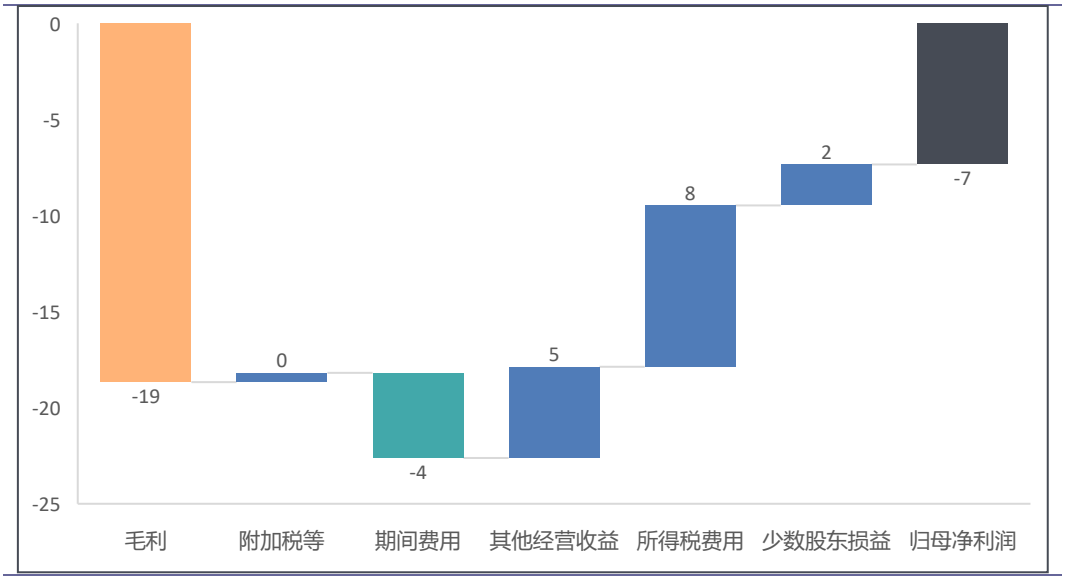
图表8：2026Q3 归母净利润同比增加 38 亿元



资料来源：公司公告，太平洋有色

2026Q3 利润环比减少 7 亿元。2026Q3 公司归母净利润同比减少 7 亿元，其中增利项目主要为：其他经营收益增加 5 亿元、所得税费用减少 8 亿元；减利项目主要为：毛利减少 19 亿元、期间费用增加 4 亿元。

图表9：2026Q3 归母净利润环比减少 7 亿元

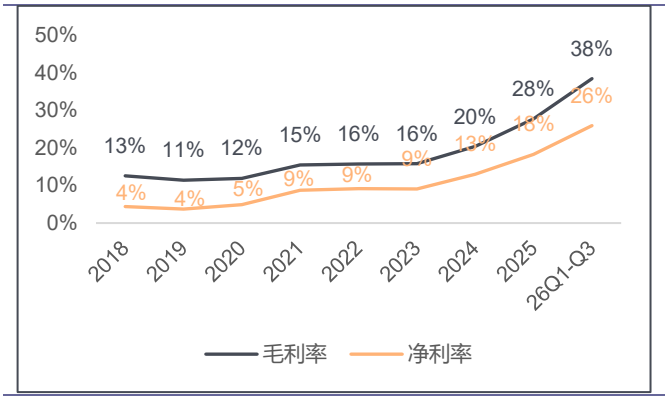


资料来源：公司公告，太平洋有色

（三）盈利能力持续提升

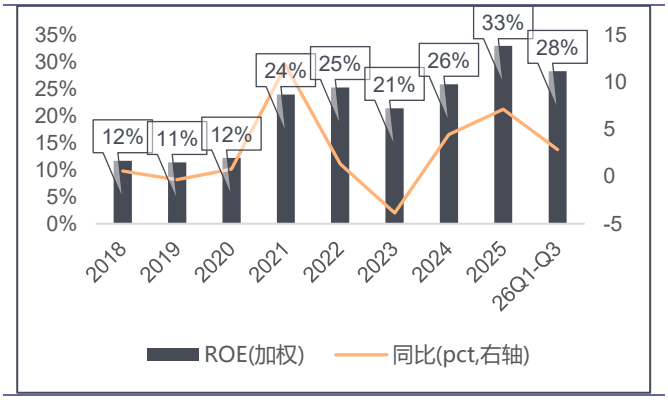
毛利率、净利率、ROE 持续提升。2026Q1-Q3 公司综合毛利率/净利率为 38%/26%，同比分别+13.5pct/+8.0pct；2026Q1-Q3 公司 ROE（加权）为 28%，同比+2.9pct，盈利能力持续提升。

图表10：2026Q1-Q3 毛利率/净利率为 38%/26%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表11：2026Q1-Q3 公司 ROE（加权）为 28%

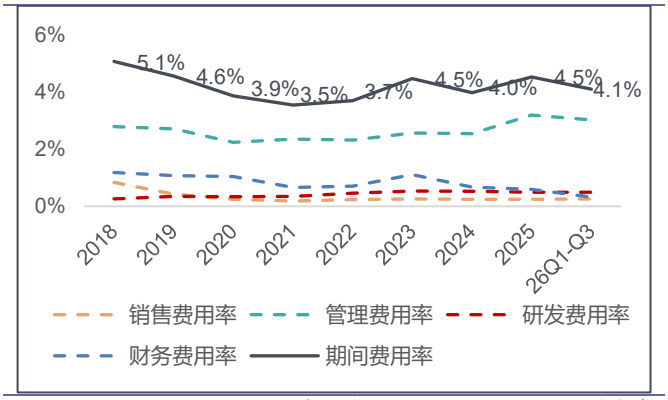


资料来源：公司公告，太平洋有色

（四）期间费用率维持较低水平

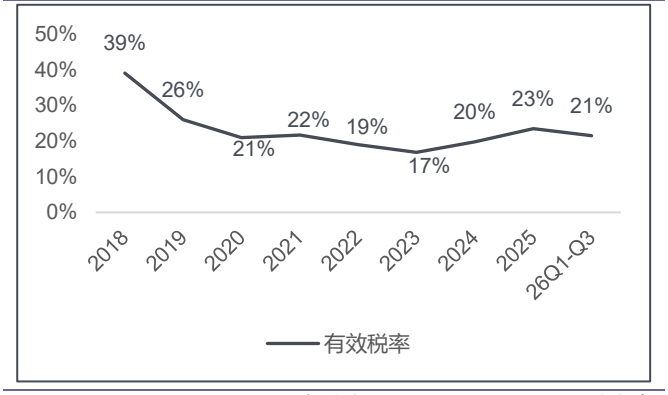
期间费用率同比持平。2026Q1-Q3 公司期间费用率为 4.1%，同比持平，期间费用率维持较低水平；2026Q1-Q3 公司有效税率为 21%，同比持平。

图表12：2026Q1-Q3 期间费用率为 4.1%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表13：2026Q1-Q3 有效税率为 21%

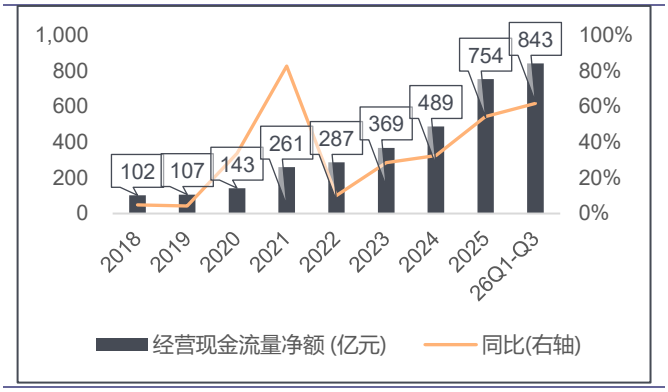


资料来源：公司公告，太平洋有色

（五）经营现金流净额高增

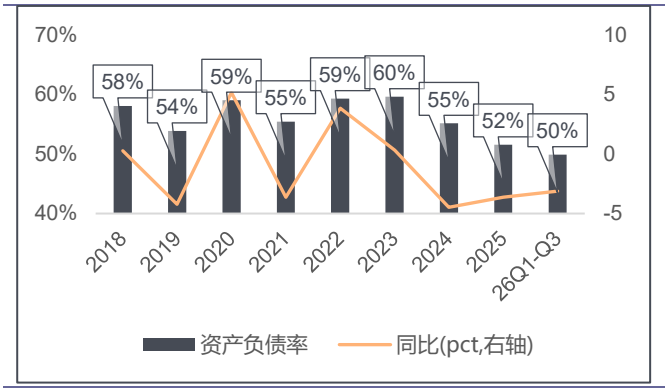
经营性现金流净额同比增长显著，资产负债率持续下降。2026Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 843 亿元，同比+62%；至 2026Q3 末，公司资产负债率 50%，同比-3.1pct，稳步下降。

图表14：2026Q1-Q3 经营净现金流同比+62%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表15：至 2026Q3 末资产负债率为 50%



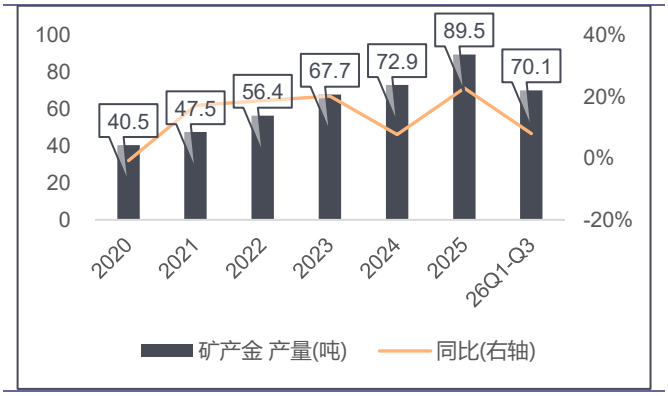
资料来源：公司公告，太平洋有色

二、 矿产金量增价升，单位成本小幅增长

(一) 矿产金产量小幅增长

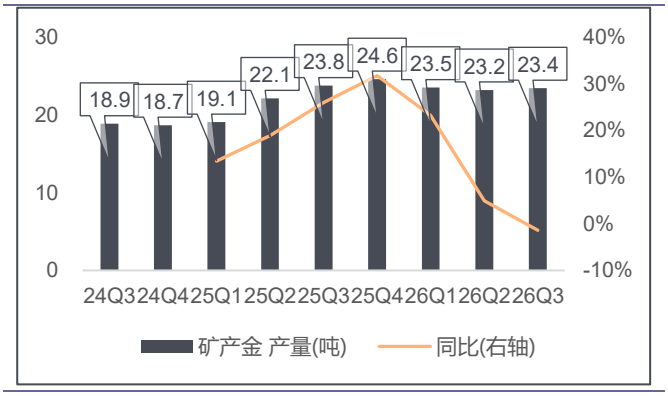
2026Q1-Q3 矿产金产量小幅增长。2026Q1-Q3 公司矿产金产量为 70.1 吨，同比+8%，完成全年目标的 67%；其中 2026Q3 产量为 23.4 吨，同比-1%，环比+1%。报告期内，公司阿基姆金矿、瑞果多金矿等增量项目产能持续释放；赤峰黄金控制权收购已于 2026 年 10 月 22 日顺利完成，通过取得赤峰黄金控制权，公司成功获取一批成矿条件好、资源禀赋优异的在产黄金矿山。

图表16：2026Q1-Q3 矿产金产量 70.1 吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表17：2026Q3 矿产金产量 23.4 吨

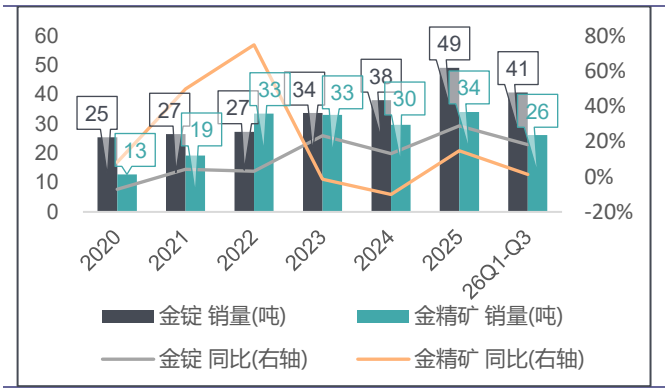


资料来源：公司公告，太平洋有色

(二) 金锭销量同比增长较为明显

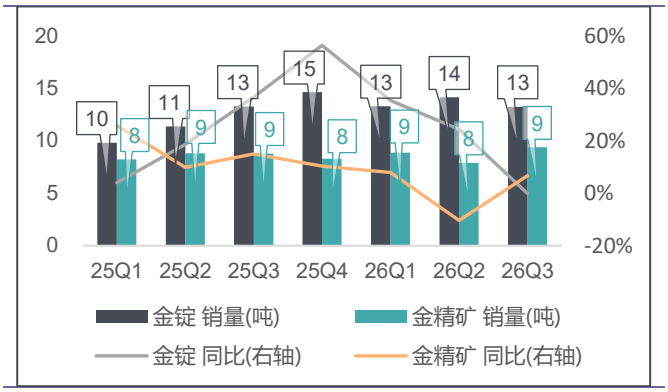
2026Q1-Q3 金锭销量同比增长较为明显。2026Q1-Q3 公司金锭/金精矿销量分别为 40.7/26.1 吨，同比+18%/+1%；其中 2026Q3 销量分别为 13.2/9.4 吨，同比+0%/+7%，环比-6%/+19%。

图表18：2026Q1-Q3 金锭/金精矿销量 41/26 吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表19：2026Q3 金锭/金精矿销量 13/9 吨

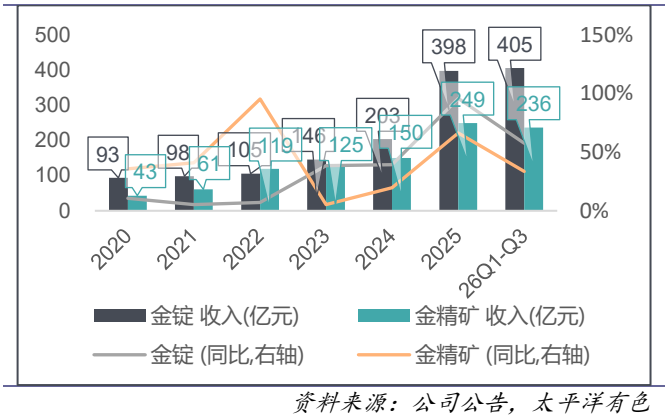


资料来源：公司公告，太平洋有色

(三)矿产金收入高增，毛利率走高

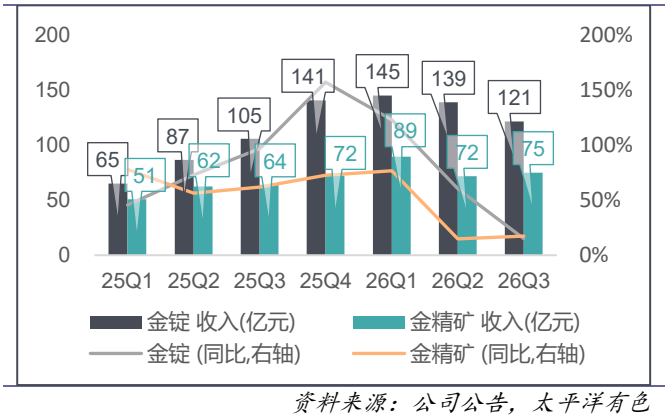
2026Q1-Q3 金锭/金精矿收入高增，毛利率走高。2026Q1-Q3 公司金锭/金精矿收入分别为 405/236 亿元，同比+58%/+33%；其中 2026Q3 收入分别为 121/75 亿元，同比+15%/+17%，环比-13%/+5%。2026Q1-Q3 金锭/金精矿毛利率分别为 64%/77%，同比+8.4/+4.2pct；其中 2026Q3 毛利率分别为 59%/72%，同比+1.1/-1.0pct，环比-4.2/-5.1pct。

图表20：2026Q1-Q3 金锭/金精矿收入 405/236 亿元



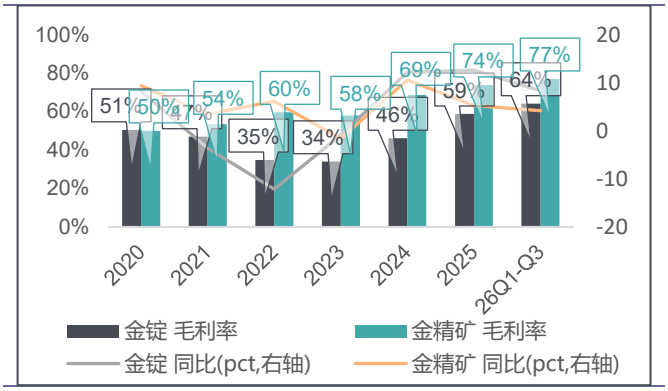
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表21：2026Q3 金锭/金精矿收入 121/75 亿元



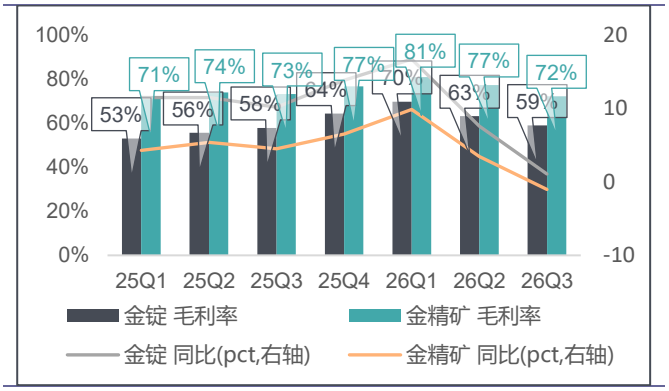
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表22：2026Q1-Q3 金锭/金精矿毛利率 64%/77%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表23：2026Q3 金锭/金精矿毛利率 59%/72%

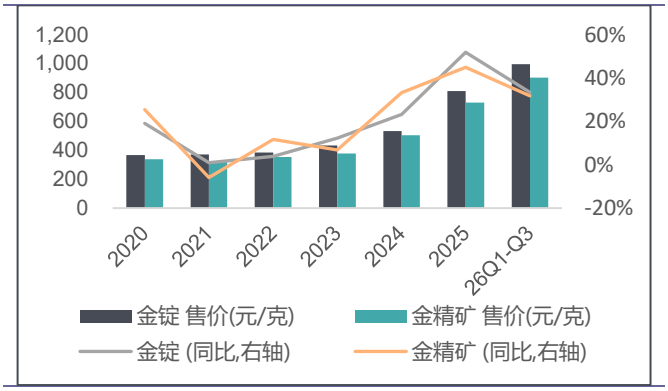


资料来源：公司公告，太平洋有色

（四）矿产金价格提升，单位成本小幅增长

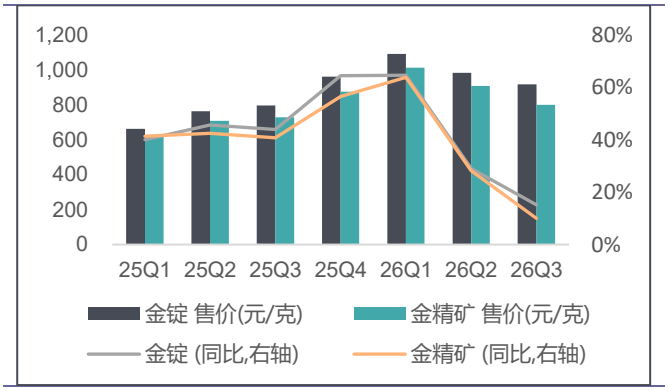
2026Q1-Q3 金锭/金精矿售价高增，单位成本小幅上升。2026Q1-Q3 公司金锭/金精矿销售均价分别为 996/903 元/克，同比+33%/+32%；其中 2026Q3 销售均价分别为 916/799 元/克，同比+15%/+10%，环比-7%/-12%。2026Q1-Q3 金锭/金精矿单位销售成本分别为 357/208 元/克，同比+8%/+11%；其中 2026Q3 单位销售成本分别为 377/223 元/克，同比+12%/+14%，环比+4%/+8%。

图表24：2026Q1-Q3 金锭/金精矿售价同比增长



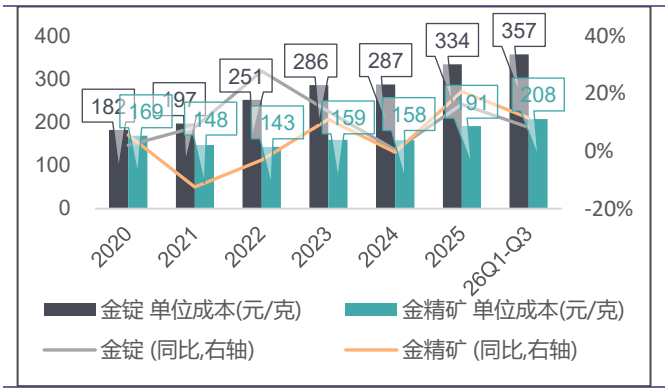
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表25：2026Q3 金锭/金精矿售价环比减少



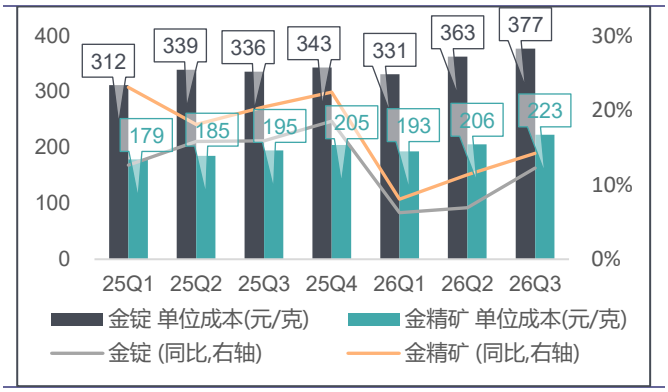
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表26：2026Q1-Q3 金锭/金精矿单位成本略增



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表27：2026Q3 金锭/金精矿单位成本小幅增长



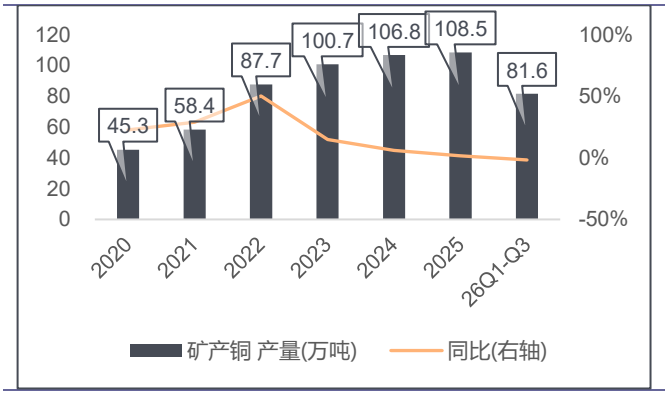
资料来源：公司公告，太平洋有色

三、 矿产铜量稳价升，单位成本有所增长

(一) 矿产铜产量逐季提升

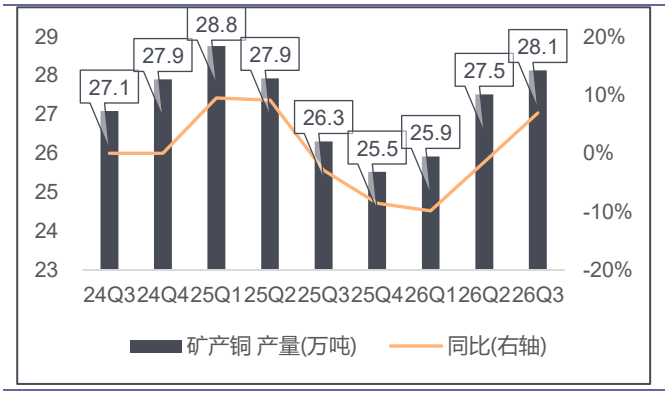
2026Q1-Q3 矿产铜产量维稳，三季度同比提升。2026Q1-Q3 公司矿产铜产量为 81.6 万吨，同比-2%，完成全年目标的 68%；其中 2026Q3 产量为 28.1 万吨，同比+7%，环比+2%；剔除卡莫阿后，前三季度实现矿产铜 73 万吨，较去年同期同口径增加 6%。报告期内朱诺铜矿新增备案铜金属量 275 万吨，累计查明铜金属量 569 万吨，相当于“再造一个朱诺铜矿”，目前项目建设正有序推进，预计 2026 年底投产；雄村铜矿的主要工程已陆续开工建设，预计将于 2028 年底投产。

图表28：2026Q1-Q3 矿产金产量 70.1 吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表29：2026Q3 矿产金产量 23.4 吨



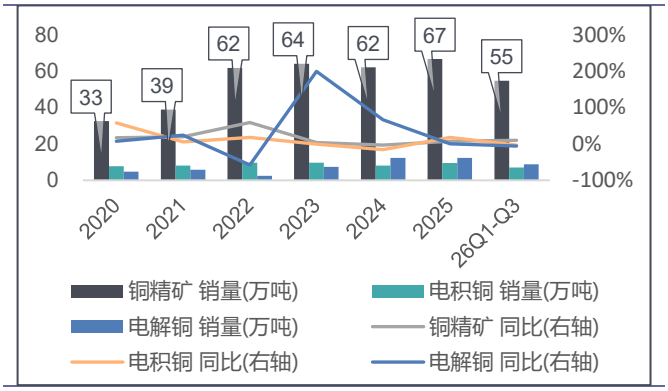
资料来源：公司公告，太平洋有色

(二) 铜精矿销量小幅增长

2026Q1-Q3 铜精矿销量同比小幅增长。2026Q1-Q3 公司铜精矿/电积铜/电解铜销量分别为

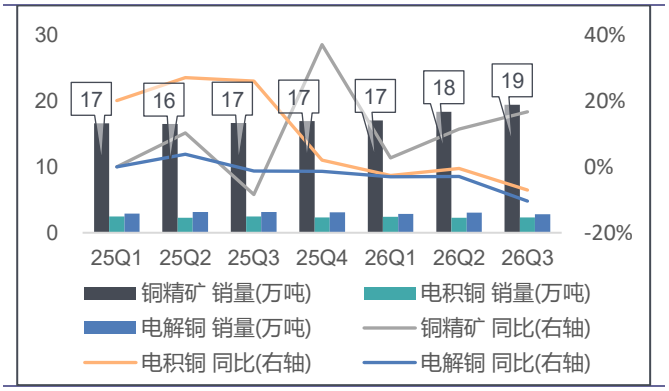
54.8/7.0/8.7 万吨，同比+10%/-3%/-5%；其中 2026Q3 销量分别为 19.4/2.3/2.8 万吨，同比+17%/-7%/-10%，环比+6%/+1%/-9%。

图表30：2026Q1-Q3 铜精矿销量 54.8 万吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表31：2026Q3 铜精矿销量 19.4 万吨

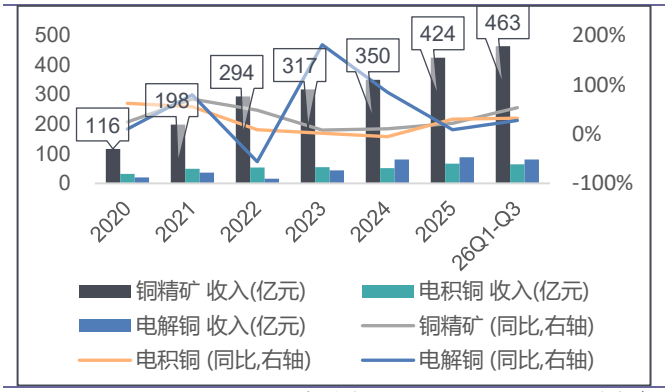


资料来源：公司公告，太平洋有色

（三）矿产铜收入高增，毛利率提升

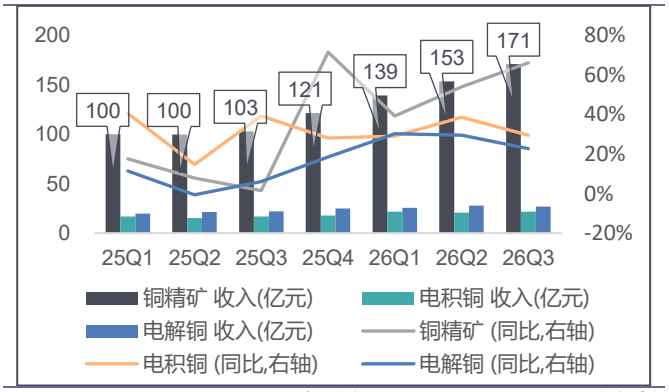
2026Q1-Q3 矿产铜收入高增，毛利率同比提升。2026Q1-Q3 公司铜精矿/电积铜/电解铜收入分别为 463/64/81 亿元，同比+53%/+32%/+27%；其中 2026Q3 收入分别为 171/22/27 亿元，同比+66%/+29%/+23%，环比+11%/+4%/-3%。2026Q1-Q3 公司铜精矿/电积铜/电解铜毛利率分别为 70%/59%/58%，同比+5.6/+6.1/+10.7pct；其中 2026Q3 毛利率分别为 70%/57%/59%，同比+6.0/+5.9/+10.8pct，环比+0.3/-0.7/+0.2pct。

图表32：2026Q1-Q3 铜精矿收入 463 亿元



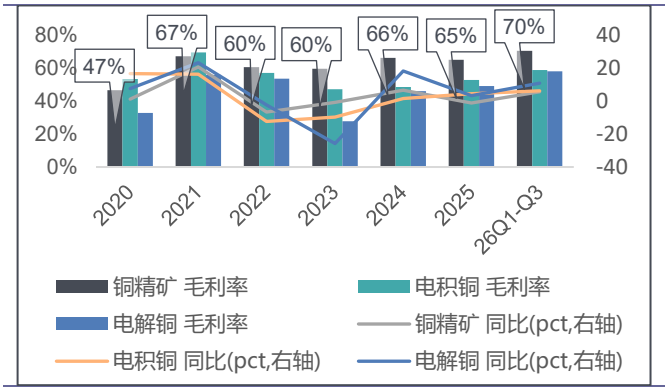
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表33：2026Q3 铜精矿收入 171 亿元



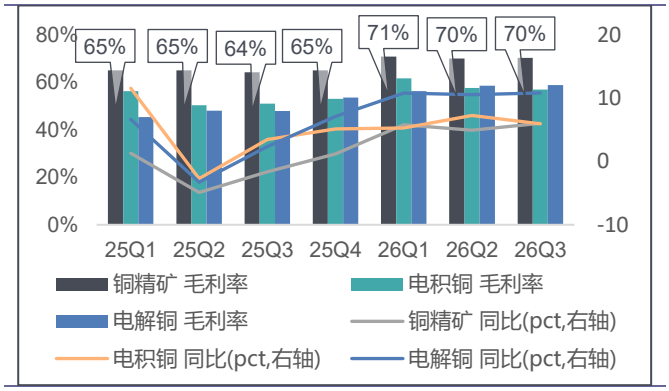
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表34：2026Q1-Q3 铜精矿毛利率 70%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表35：2026Q3 铜精矿毛利率 70%

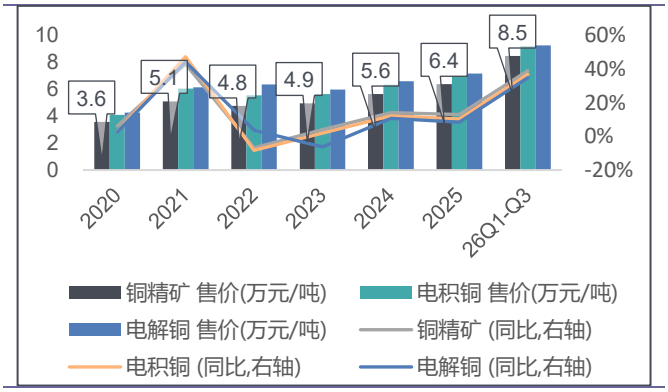


资料来源：公司公告，太平洋有色

（四）矿产铜价格提升，单位成本有所增加

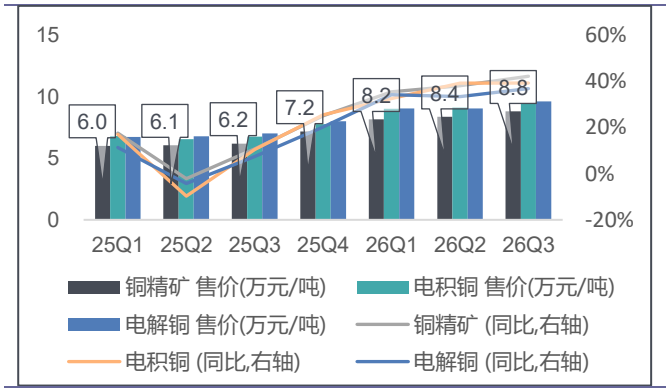
2026Q1-Q3 矿产铜售价上升，单位成本有所增加。2026Q1-Q3 公司铜精矿/电积铜/电解铜销售均价分别为 8.5/9.2/9.2 万元/吨，同比+39%/+37%/+35%；其中 2026Q3 销售均价分别为 8.8/9.4/9.6 万元/吨，同比+42%/+39%/+37%，环比+5%/+3%/+6%。2026Q1-Q3 公司铜精矿/电积铜/电解铜单位销售成本分别为 2.5/3.8/3.9 万元/吨，同比+17%/+19%/+7%；其中 2026Q3 单位销售成本分别为 2.6/4.1/4.0 万元/吨，同比+18%/+22%/+8%，环比+4%/+5%/+6%。

图表36：2026Q1-Q3 铜精矿售价 8.5 万元/吨



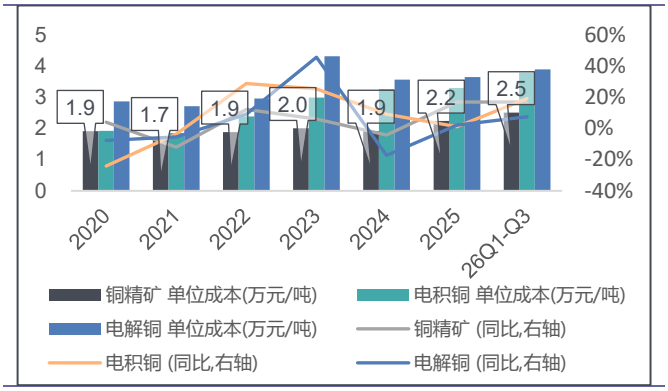
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表37：2026Q3 铜精矿售价 8.8 万元/吨



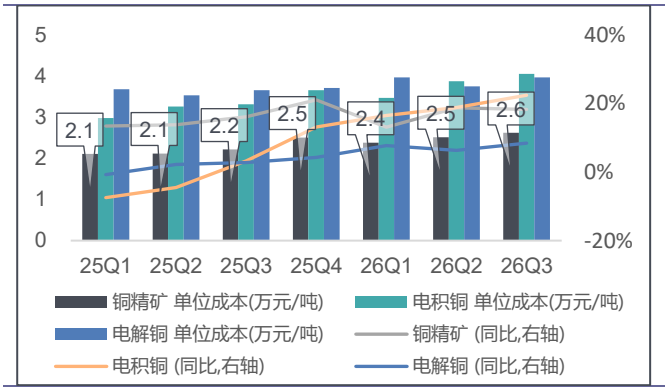
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表38：2026Q1-Q3 铜精矿单位成本 2.5 万元/吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表39：2026Q3 铜精矿单位成本 2.6 万元/吨



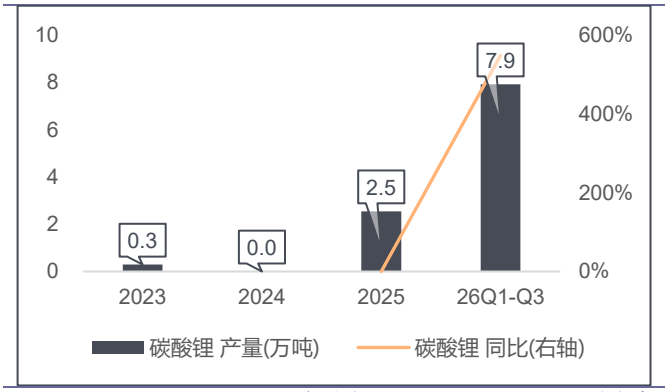
资料来源：公司公告，太平洋有色

四、 碳酸锂价格表现较好，产量快速提升

(一)碳酸锂产量逐季快速提升

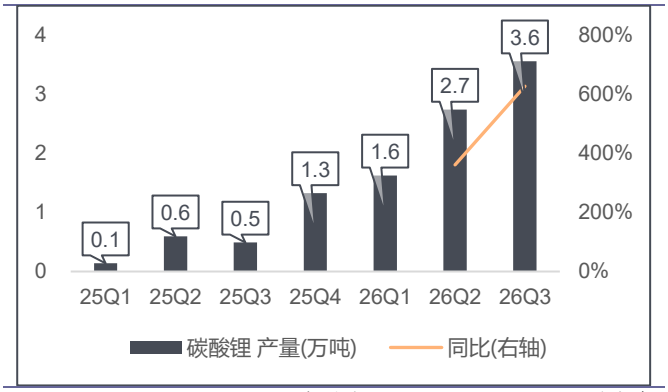
2026Q1-Q3 碳酸锂产量快速提升。2026Q1-Q3 公司碳酸锂产量 7.9 万吨，同比+548%，完成全年目标的 66%；其中 2026Q3 产量 3.6 万吨，同比+627%，环比+30%，逐季快速提升。报告期内，公司 3Q 盐湖锂矿、拉果措盐湖锂矿及湘源硬岩锂矿产能稳步爬坡；马诺诺锂矿已于 2026 年 7 月份完成浮选系统投料试车，基戈马港口启动升级改造，预计于 2027 年下半年建成，有望全面打通非洲东部运输通道。

图表40：2026Q1-Q3 碳酸锂产量 7.9 万吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表41：2026Q3 碳酸锂产量 3.6 万吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

(二)碳酸锂价格表现较好

2026Q1-Q3 碳酸锂价格表现较好，三季度价格环比回落。2026Q1-Q3 公司锂盐/锂精矿销量分别为 3.4/2.9 万吨，其中 2026Q3 销量分别为 1.2/1.5 万吨，环比-13%/+56%。2026Q1-Q3 锂盐/锂

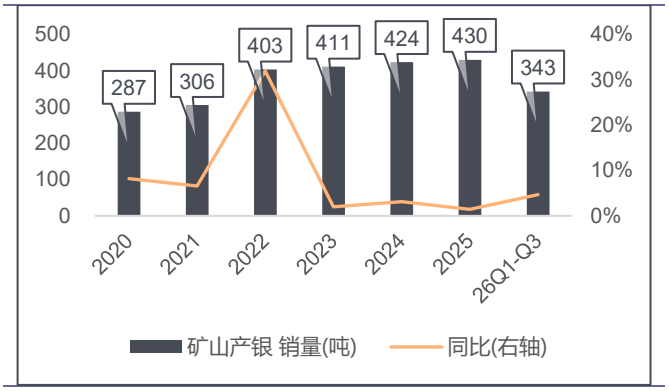
精矿销售均价分别为 12.8/6.9 万元/吨，其中 2026Q3 销售均价分别为 12.2/6.2 万元/吨，环比-11%/-26%。2026Q1-Q3 锂盐/锂精矿单位销售成本分别为 4.8/1.5 万元/吨，其中 2026Q3 单位销售成本分别为 4.6/1.4 万元/吨，环比-8%/-13%。

五、 矿产银产销平稳，价格显著上涨

(一)矿产银产销同比维稳

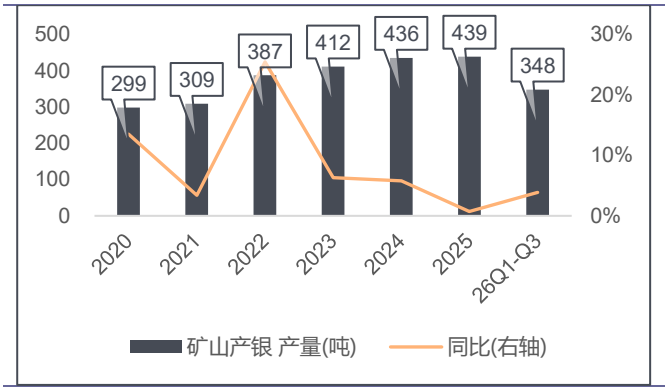
2026Q1-Q3 矿产银产销较为平稳。2026Q1-Q3 公司矿产银销量/产量分别为 343/348 吨，同比+5%/+4%，产量实现全年目标的 66%；其中 2026Q3 销量/产量分别为 118/119 吨，同比+11%/+7%，环比-3%/-5%。

图表42：2026Q1-Q3 矿产银销量 343 吨



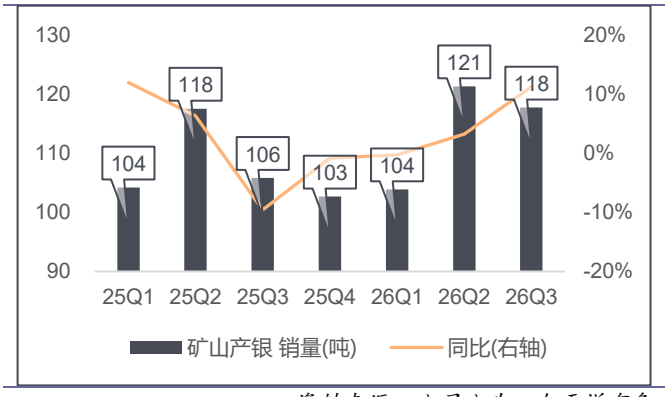
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表43：2026Q1-Q3 矿产银产量 348 吨



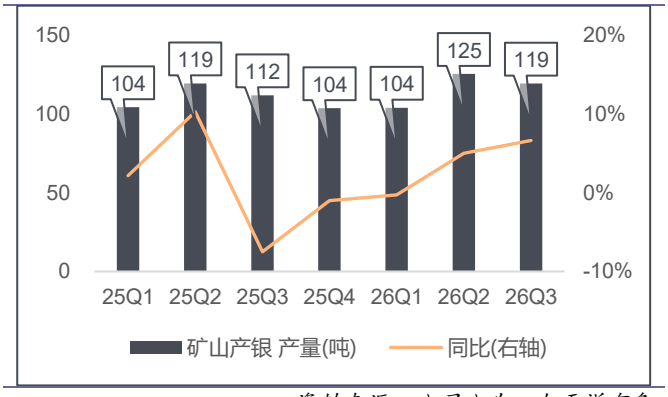
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表44：2026Q3 矿产银销量 118 吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表45：2026Q3 矿产银产量 119 吨

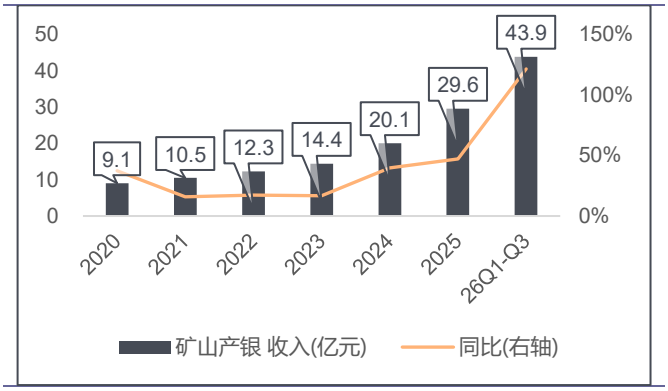


资料来源：公司公告，太平洋有色

(二)矿产银收入显著增长

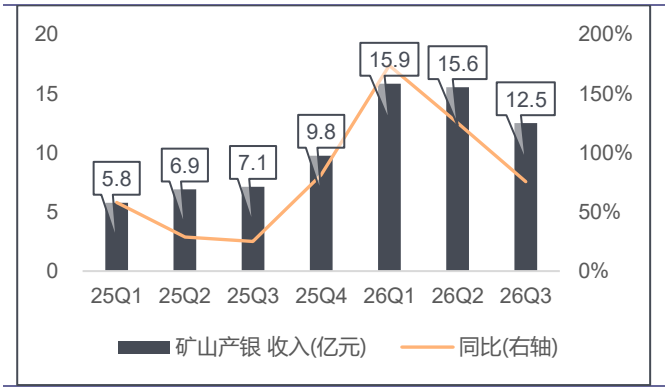
2026Q1-Q3 矿产银收入高增，毛利率提升明显。2026Q1-Q3 公司矿产银收入 43.9 亿元，同比+122%；其中 2026Q3 收入 12.5 亿元，同比+76%，环比-20%。2026Q1-Q3 矿产银毛利率 82%，同比+15.6pct；其中 2026Q3 毛利率 77%，同比+9.2pct，环比-4.8pct。

图表46：2026Q1-Q3 矿产银收入同比+122%



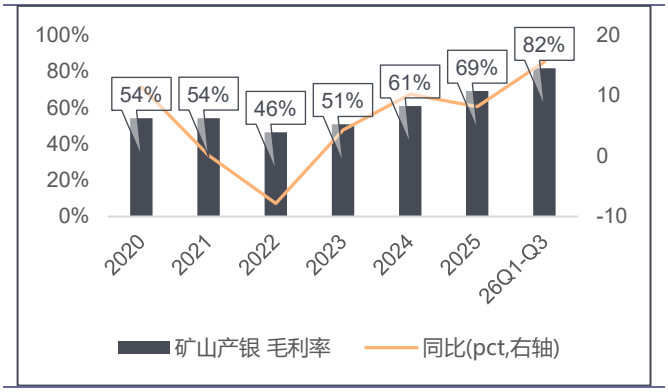
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表47：2026Q3 矿产银收入同比+76%



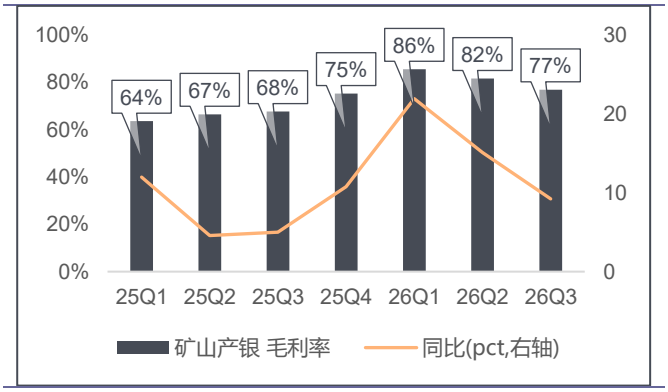
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表48：2026Q1-Q3 矿产银毛利率 82%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表49：2026Q3 矿产银毛利率 77%

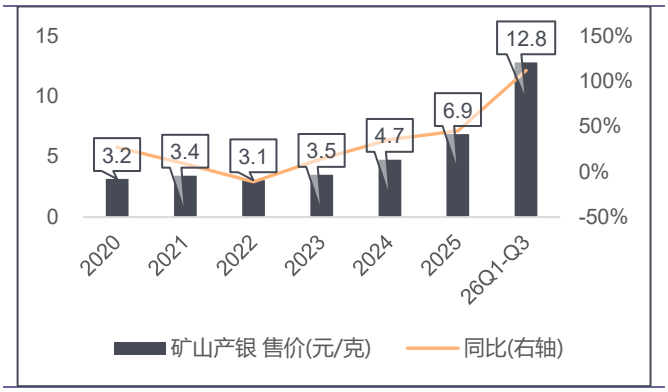


资料来源：公司公告，太平洋有色

(三)矿产银价格上升显著

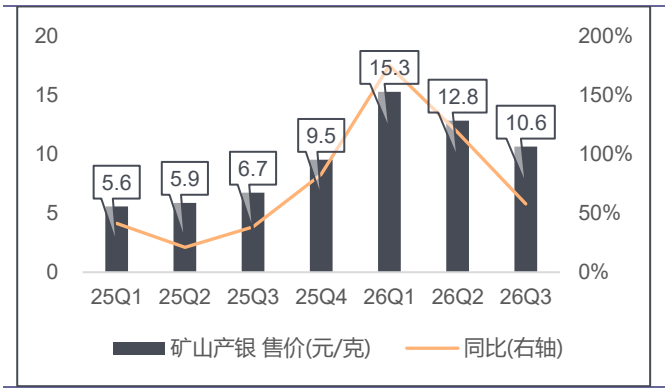
2026Q1-Q3 矿产银价格上升显著。2026Q1-Q3 公司矿产银销售均价为 12.8 元/克，同比+112%；其中 2026Q3 销售均价为 10.6 元/克，同比+58%，环比-17%。2026Q1-Q3 矿产银单位销售成本为 2.3 元/克，同比+14%；其中 2026Q3 单位成本为 2.4 元/克，同比+12%，环比+4%。

图表50：2026Q1-Q3 矿产银销售均价 12.8 元/克



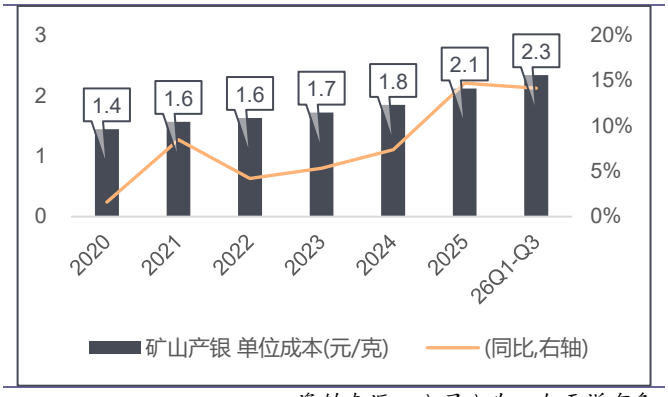
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表51：2026Q3 矿产银销售均价 10.6 元/克



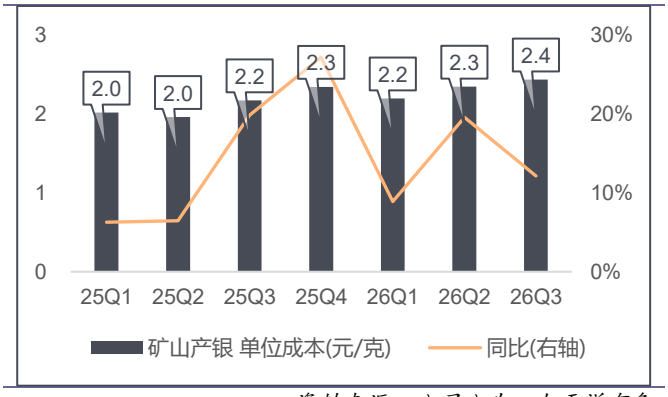
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表52：2026Q1-Q3 矿产银单位成本 2.3 元/克



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表53：2026Q3 矿产银单位成本 2.4 元/克



资料来源：公司公告，太平洋有色

六、 盈利预测与投资建议

关键假设：

1、产量（含参股权益）：2026-2028 年公司矿产金产量分别为 96/122/143 吨，矿产铜产量分别为 112/131/158 万吨；

2、销量：2026-2028 年公司矿产金销量分别为 89/113/133 吨，矿产铜销量分别为 91/107/129 万吨；

3、销售均价：2026-2028 年公司矿产金销售均价分别为 975/1024/1228 元/克，矿产铜销售均价分别为 8.8/9.8/8.9 万元/吨；

4、单位销售成本：2026-2028 年公司矿产金单位销售成本分别为 303/327/354 元/克，矿产

铜单位销售成本分别为 2.8/3.0/3.1 万元/吨.

图表54：分业务收入、成本预测

营业收入		2026E	2027E	2028E
金锭	（百万元）	45,052	66,725	99,050
金精矿	（百万元）	44,197	52,030	68,801
铜精矿	（百万元）	77,659	96,602	106,597
电积铜	（百万元）	11,633	12,600	15,281
电解铜	（百万元）	8,948	19,151	19,728
锂盐	（百万元）	5,475	5,741	9,456
锂精矿	（百万元）	4,799	4,157	7,430
矿山产锌	（百万元）	5,098	5,046	5,098
矿山产银	（百万元）	5,514	4,785	6,254
铁精矿	（百万元）	744	725	740
冶炼加工金	（百万元）	120,078	123,158	124,679
冶炼产铜	（百万元）	48,274	48,940	47,787
冶炼产锌	（百万元）	8,003	8,192	7,975
贸易精炼等其他销售收入	（百万元）	271,880	268,221	271,079
内部销售抵消数	（百万元）	-237,473	-240,393	-235,908
合计	**（百万元）**	**419,883**	**475,677**	**554,048**
营业成本	**亿元**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
金锭	（百万元）	14,679	22,340	29,910
金精矿	（百万元）	14,400	17,420	20,775
铜精矿	（百万元）	25,142	29,093	37,273
电积铜	（百万元）	3,766	3,795	5,343
电解铜	（百万元）	2,897	5,767	6,898
锂盐	（百万元）	4,039	6,590	11,572
锂精矿	（百万元）	2,152	3,822	6,481
矿山产锌	（百万元）	3,442	3,485	3,554
矿山产银	（百万元）	1,108	1,247	1,501
铁精矿	（百万元）	288	281	286
冶炼加工金	（百万元）	119,133	121,888	123,330
冶炼产铜	（百万元）	47,443	48,052	46,968
冶炼产锌	（百万元）	8,169	8,361	8,140
贸易精炼等其他销售收入	（百万元）	249,919	246,633	249,412
内部销售抵消数	（百万元）	-228,852	-231,857	-227,676
合计	**（百万元）**	**267,726**	**286,916**	**323,769**

资料来源：公司公告，太平洋有色

基于 2026 年金、铜销量预期下调、以及金属价格波动，我们下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 762/911/1101 亿元（前值 801/1012/1275 亿元），对应 PE 分别 15/13/11X，维持“买入”评级。

七、 风险提示

项目进度不及预期：公司重点增量项目建设进度低于预期；
美联储紧缩超预期：美联储收紧货币政策导致金属价格大幅回调；
矿山减停产风险：在运营矿山遭遇不可抗力等因素导致减停产。

资产负债表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	31,691	65,577	125,860	219,799	334,840
应收和预付款项	11,167	13,107	14,925	16,691	19,593
存货	33,313	39,613	34,174	37,491	41,539
其他流动资产	22,768	29,908	33,344	34,485	36,619
流动资产合计	98,939	148,204	208,303	308,467	432,590
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	264,320	364,195	488,182
资产总计	396,611	512,005	566,820	663,052	783,232
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	19,979	22,206	24,069
长期借款	61,453	58,504	58,504	58,504	58,504
其他负债	105,802	145,526	139,614	143,248	148,079
负债合计	218,880	263,983	250,451	256,312	263,006
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	184,783	247,842	324,033
归母公司股东权益	139,786	185,542	231,216	294,274	370,466
少数股东权益	37,945	62,481	85,153	112,466	149,760
股东权益合计	177,731	248,023	316,369	406,740	520,226
负债和股东权益	396,611	512,005	566,820	663,052	783,232

现金流量表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	48,860	75,430	81,075	121,655	147,680
投资性现金流	-32,238	-47,393	9,585	360	1,284
融资性现金流	-4,429	5,532	-29,478	-28,076	-33,923
现金增加额	11,956	31,568	60,283	93,939	115,041

利润表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	303,640	349,079	419,883	475,677	554,048
营业成本	241,776	252,289	267,726	286,916	323,769
营业税金及附加	5,819	7,915	10,770	10,156	12,876
销售费用	738	850	1,048	1,169	1,366
管理费用	7,729	11,159	13,673	15,012	17,987
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	8,398	8,990	8,865
公允价值变动	948	2,944	0	0	0
营业利润	48,827	82,110	133,647	159,881	196,517
其他非经营损益	-749	-1,358	-727	-753	-755
利润总额	48,078	80,753	132,920	159,128	195,762
所得税	8,685	16,930	33,998	40,681	48,353
净利润	39,393	63,822	98,922	118,447	147,409
少数股东损益	7,342	12,045	22,673	27,312	37,294
归母股东净利润	32,051	51,777	76,249	91,135	110,115

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	20.37%	27.73%	36.24%	39.68%	41.56%
销售净利率	10.56%	14.83%	18.16%	19.16%	19.87%
销售收入增长率	3.49%	14.96%	20.28%	13.29%	16.48%
EBIT 增长率	44.53%	63.35%	76.01%	19.72%	23.02%
净利润增长率	51.76%	61.55%	47.26%	19.52%	20.83%
ROE	22.93%	27.91%	32.98%	30.97%	29.72%
ROA	10.65%	14.05%	18.34%	19.26%	20.38%
ROIC	11.59%	14.47%	20.58%	20.74%	21.53%
EPS(X)	1.21	1.95	2.87	3.43	4.14
PE(X)	23.19	14.35	9.75	8.16	6.75
PB(X)	5.32	4.01	3.21	2.53	2.01
PS(X)	2.45	2.13	1.77	1.56	1.34
EV/EBITDA(X)	9.13	11.01	5.72	4.22	2.87

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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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

面许可任何机构和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。