

巨龙腾飞，业绩超预期

2025 年 08 月 03 日

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。** 1) **业绩：**2025H1 公司实现营收 16.8 亿元，同比-4.7%，归母净利 18.0 亿元，同比+38.8%，扣非归母净利 18.1 亿元，同比+41.6%。**单季度看，**25Q2 实现营收 11.3 亿元，同比-1.9%，环比+103.9%，归母净利 10.5 亿元，同比+37.2%，环比+40.9%，扣非归母净利 10.6 亿元，同比+51.3%，环比+41.1%。业绩符合前期业绩预告；2) **分红：**2025H1 拟每 10 股派发现金红利 10 元，现金分红 15.7 亿元，分红率 87.1%，同比大幅提升。

➤ **锂：Q2 销量环比增加，成本优势显著。** 1) **量：**25H1 碳酸锂产量 0.52 万吨，销量 0.45 万吨，分别完成全年目标的 47.0%、40.6%。其中 Q2 产量 0.30 万吨，环比增加 0.08 万吨，销量 0.30 万吨，环比增加 0.15 万吨；2) **价：**25H1 国内电池级碳酸锂均价 7.0 万元，其中 Q2 均价 6.5 万元，环比-13.0%。25H1 公司碳酸锂含税售价 6.7 万元，折扣系数约 96%；3) **本&利：**25H1 单吨营业成本 4.1 万元，同比基本持平，成本优势显著，锂板块贡献净利润 0.49 亿元。

➤ **钾：Q2 销量大幅提升+价增本降，业绩超预期。** 1) **量：**25H1 氯化钾产量 48.5 万吨，销量 53.6 万吨，分别完成全年目标的 48.5%、56.4%。其中 Q2 产量 32.6 万吨，环比增加 16.6 万吨，销量 35.7 万吨，环比增加 17.9 万吨，Q2 销售大幅恢复；2) **价：**25H1 两俄减产叠加国内大合同价落地，钾肥价格保持强势，公司氯化钾平均含税售价 2845 元，同比增加 25.6%；3) **本&利：**25H1 单吨营业成本 996 元，同比下降 7.4%，我们预计主要由于绿色矿山投入同比下降，毛利率 61.8%，同比增加 13.6pct。

➤ **铜：产量增加成本下降，单位盈利再创新高。** 1) **量：**25H1 巨龙铜业矿产铜产量 9.3 万吨，同比增加 1.2 万吨，销量 9.3 万吨，其中 Q2 产销均 4.6 万吨，环比基本持平；2) **价：**25Q2 LME 铜价 9464 美元/吨，环比+0.5%，钼精矿价格 35.8 万元/吨，环比+1.9%；3) **利：**25H1 巨龙实现净利润 41.1 亿元，单吨铜净利 4.4 万元，其中 Q2 净利润 21.3 亿，单吨铜净利 4.6 万元，环比增加 0.3 万元，盈利水平再创新高，我们预计主要由于矿山铜钼收率持续提升，降本效果明显；4) **投资收益：**25H1 巨龙贡献投资收益 12.6 亿元，其中 Q2 为 6.5 亿元，环比增加 0.4 亿元。

➤ **碳酸锂停产事件：**2025 年 7 月 16 日，海西州政府因公司察尔汗盐湖采矿权开发矿种中只含钾、不含锂，责令公司碳酸锂产线停产。公司钾肥生产产生的尾卤氯化锂浓度 120-260mg/L，明显低于氯化锂最低工业品位 300mg/L，按照《矿产资源综合勘查评价规范》，公司察尔汗矿区锂资源不能单独圈定矿体，可以综合利用。2017 年公司启动超低浓度含锂卤水提锂研发工作，2021 年获得成功。根据《中华人民共和国矿产资源法》，采矿权人在开采主矿种的同时，对具有工业价值的共生和伴生矿产应当综合开采，综合利用，防止浪费。公司正有序推进采矿证变更与续期，并积极与监管部门沟通矿权事件。

➤ **投资建议：**钾锂铜三轮驱动，成长空间大，盐湖提锂成本优势显著，巨龙二三期扩产项目如期推进，紫金入主，项目进度或超预期，我们预计公司 2025-2027 年归母净利 35.6、60.8、79.3 亿元，对应 8 月 1 日收盘价的 PE 为 20、12 和 9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锂价超预期下跌，项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,251	3,243	5,394	7,790
增长率 (%)	-37.8	-0.2	66.3	44.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,580	3,563	6,083	7,933
增长率 (%)	-24.6	38.1	70.7	30.4
每股收益 (元)	1.64	2.27	3.87	5.05
PE	28	20	12	9
PB	5.2	4.6	3.6	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

46.06 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 1.藏格矿业 (000408.SZ) 2024 年年报点评：铜矿业绩贡献再创新高，期待巨龙扩产落地-2025/03/30
- 2.藏格矿业 (000408.SZ) 事件点评：紫金赋能，发展提速-2025/01/18
- 3.藏格矿业 (000408.SZ) 2024 年三季报点评：巨龙持续降本盈利亮眼，三轮驱动成长可期-2024/10/27
- 4.藏格矿业 (000408.SZ) 深度报告：钾锂铜三轮驱动，成长空间大-2024/10/11
- 5.藏格矿业 (000408.SZ) 2024 年半年报点评：铜+钾肥业务驱动业绩超预期，三轮驱动值得期待-2024/08/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,251	3,243	5,394	7,790
营业成本	1,791	1,425	2,475	3,186
营业税金及附加	353	243	405	662
销售费用	51	39	65	93
管理费用	247	233	388	717
研发费用	7	6	11	16
EBIT	832	1,305	2,066	3,139
财务费用	3	-5	-15	-34
资产减值损失	-48	0	0	0
投资收益	2,070	2,441	4,339	5,205
营业利润	2,855	3,750	6,420	8,378
营业外收支	-147	0	0	0
利润总额	2,709	3,750	6,420	8,378
所得税	139	188	334	436
净利润	2,569	3,563	6,086	7,943
归属于母公司净利润	2,580	3,563	6,083	7,933
EBITDA	1,290	1,806	2,585	3,695

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	888	2,201	3,818	5,329
应收账款及票据	25	25	41	59
预付款项	44	35	61	78
存货	427	390	678	873
其他流动资产	703	489	654	837
流动资产合计	2,087	3,140	5,252	7,177
长期股权投资	6,056	6,910	9,947	13,591
固定资产	2,532	2,558	2,549	2,539
无形资产	704	703	701	698
非流动资产合计	12,997	14,125	17,144	20,750
资产合计	15,083	17,266	22,396	27,927
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	431	343	595	766
其他流动负债	372	712	1,221	1,600
流动负债合计	823	1,075	1,836	2,386
长期借款	0	225	225	225
其他长期负债	414	412	430	429
非流动负债合计	414	637	655	654
负债合计	1,236	1,712	2,490	3,040
股本	1,580	1,570	1,570	1,570
少数股东权益	-18	-18	-15	-5
股东权益合计	13,847	15,554	19,906	24,888
负债和股东权益合计	15,083	17,266	22,396	27,927

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-37.79	-0.25	66.33	44.42
EBIT 增长率	-70.23	56.82	58.32	51.90
净利润增长率	-24.56	38.10	70.73	30.42
盈利能力 (%)				
毛利率	44.91	56.05	54.11	59.10
净利率	79.36	109.87	112.77	101.84
总资产收益率 ROA	17.10	20.64	27.16	28.41
净资产收益率 ROE	18.61	22.88	30.54	31.87
偿债能力				
流动比率	2.54	2.92	2.86	3.01
速动比率	1.61	2.45	2.41	2.58
现金比率	1.08	2.05	2.08	2.23
资产负债率 (%)	8.20	9.91	11.12	10.88
经营效率				
应收账款周转天数	2.78	2.78	2.78	2.78
存货周转天数	87.06	100.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.22	0.20	0.27	0.31
每股指标 (元)				
每股收益	1.64	2.27	3.87	5.05
每股净资产	8.83	9.92	12.69	15.85
每股经营现金流	0.59	1.24	1.62	2.19
每股股利	0.26	1.10	1.89	2.46
估值分析				
PE	28	20	12	9
PB	5.2	4.6	3.6	2.9
EV/EBITDA	53.70	38.36	26.80	18.74
股息收益率 (%)	0.56	2.40	4.09	5.34

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,569	3,563	6,086	7,943
折旧和摊销	458	501	518	556
营运资金变动	-125	299	266	136
经营活动现金流	919	1,944	2,544	3,442
资本开支	-145	-486	-481	-517
投资	-95	-236	0	0
投资活动现金流	-31	1,025	821	1,045
股权募资	0	-300	0	0
债务募资	20	225	0	0
筹资活动现金流	-1,621	-1,656	-1,747	-2,975
现金净流量	-733	1,313	1,617	1,511

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048