

藏格矿业(000408)

报告日期: 2025年08月04日

巨龙投资收益持续超预期

——藏格矿业 2025 中报点评报告

投资要点

- ❑ **公司发布 2025 年半年报, 2025H1 公司实现营收 16.8 亿元, 同比-4.7%, 归母净利润 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%, 归母净利润 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%。2025H1 拟每 10 股派发现金红利 10 元, 现金分红 15.7 亿元, 占归母净利润比例达 87.1%。**
- ❑ **钾肥售价同比大增, 毛利率大幅提升**
公司上半年实现氯化钾产量 48.52 万吨、销量 53.59 万吨, 分别完成全年产量目标的 48.52%和销量目标的 56.41%。公司氯化钾平均售价(含税) 2,845 元/吨, 同比增长 25.57%。平均销售成本 996 元/吨, 同比下降 7.36%。在价升和降本的情况下, 公司钾业务毛利率 61.84%, 同比增加 13.56pct。
- ❑ **锂价震荡寻底, 毛利率同比下降**
2025 上半年公司实现碳酸锂产量 5,170 吨、销量 4,470 吨, 分别完成全年产量目标的 47.00%和销量目标的 40.64%。2025 上半年公司碳酸锂平均售价(含税) 67,470 元/吨; 平均销售成本 41,478 元/吨。公司碳酸锂实现营业收入 2.67 亿元, 同比降低 57.90%; 毛利率 30.53%, 同比下降 19.75 pct。虽然公司于 2025 年 7 月收到海西州自然资源局通知, 藏格锂业先行停产, 但公司积极配合, 且公司稳步推进察尔汗盐湖矿证变更与续期。
- ❑ **巨龙铜业业绩持续超预期, 二期有望于 2025 年底建成投产**
2025 年上半年巨龙铜业实现矿产铜产量 9.28 万吨, 销量 9.27 万吨。巨龙铜业实现营收 75.62 亿元, 净利润 41.66 亿元, 单吨铜净利润达 4.5 万。公司持有巨龙铜业 30.78%的股权, 报告期内公司取得投资收益 12.64 亿元, 巨龙铜业投资收益同比增加 4.09 亿元, 增幅 47.82%。巨龙铜矿二期有望于 2025 年底建成投产, 达产后巨龙铜业年矿产铜将达 30 万-35 万吨, 为未来业绩增长奠定良好的资源储备与产能基础。
- ❑ **公司多个项目稳步推进**
 - 1) 公司麻米错盐湖项目于 2025 年 7 月取得采矿许可证, 公司计划于 2025 年三季度启动项目一期工程建设, 并同步开展设备采购和施工团队进场工作。公司将全力以赴保障项目建设高效推进, 经初步测算项目建设周期预计为 9-12 个月
 - 2) 老挝钾盐矿项目: 项目权证办理稳步推进。报告期内, 老挝发展的《可研报告》通过首轮技术评审; 老挝塞塔尼的《勘探报告》通过评审, 现等待《资源储量证》下发。
 - 3) 结则茶卡与龙木错盐湖: 国能矿业一方面加快委托加工 1 万吨氢氧化锂生产线的产线建设及各项配套建设, 年内形成 1 万吨的产能并产出产品; 另一方面加快推进结则茶卡盐湖及龙木错盐湖的自建线项目落地, 同步落实配电单位跟进相应电力配套建设。
- ❑ **控制权完成变更, 公司治理再度优化**
2025 年 4 月 30 日, 公司完成控制权变更, 公司控股股东变更为紫金矿业全资子公司紫金国控, 实际控制人变更为上杭县财政局。公司依托紫金矿业在资源储备、开发技术、管理体系、并购重组、国际化运营等方面的领先优势与深度赋能, 加快实现建成国际一流矿业集团的战略目标。
- ❑ **盈利预测与估值**
由于公司中报业绩超预期, 我们上调公司业绩, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 34.6 亿元、49.1 亿元、58.9 亿元, 分别同比+34%、+42%、+20%, 对

投资评级: 买入(维持)

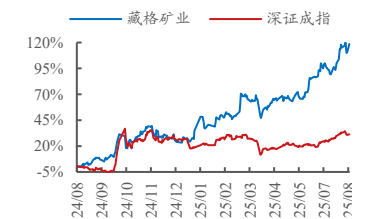
分析师: 沈皓俊
执业证书号: S1230523080011
shenhaojun@stocke.com.cn

分析师: 王南清
执业证书号: S1230523100001
wangnanqing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥47.82
总市值(百万元)	75,088.20
总股本(百万股)	1,570.23

股票走势图



相关报告

- 1 《巨龙投资收益再创新高, 二期投产可期》2025.03.31
- 2 《巨龙铜业收益亮眼, 项目稳步推进》2024.10.29
- 3 《钾锂业绩触底, 巨龙收益亮眼》2024.03.25

应的 PE 分别为 22/ 15/13 倍。公司铜钾锂三项业务未来均有增量，且成本优势明显，巨龙二期有望年底投产，为公司带来新的业绩增量，维持公司买入评级。

□ 风险提示

钾肥需求不及预期，新能源汽车销量不及预期，公司项目推进不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,251	3,285	3,810	4,520
(+/-) (%)	-37.79%	1.05%	15.98%	18.64%
归母净利润	2,580	3,456	4,914	5,890
(+/-) (%)	-24.56%	33.95%	42.20%	19.85%
每股收益(元)	1.64	2.20	3.13	3.75
P/E	29.10	21.73	15.28	12.75

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,087	3,523	5,950	8,805
现金	888	2,312	4,490	7,064
交易性金融资产	159	179	199	219
应收账款	25	220	263	319
其它应收款	31	32	37	44
预付账款	44	41	50	60
存货	427	344	416	504
其他	512	394	494	594
非流动资产	12,997	12,886	12,690	12,487
金融资产类	141	142	143	144
长期投资	6,056	6,156	6,256	6,356
固定资产	2,532	2,244	1,946	1,638
无形资产	704	704	703	698
在建工程	106	149	151	153
其他	3,458	3,491	3,492	3,499
资产总计	15,083	16,409	18,640	21,292
流动负债	823	778	918	1,094
短期借款	20	20	20	20
应付款项	431	332	402	487
预收账款	0	0	0	0
其他	372	426	496	587
非流动负债	414	412	412	412
长期借款	0	0	0	0
其他	414	412	412	412
负债合计	1,236	1,190	1,330	1,505
少数股东权益	(18)	(28)	98	218
归属母公司股东权益	13,865	15,247	17,213	19,568
负债和股东权益	15,083	16,409	18,640	21,292

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	919	1,477	1,385	1,587
净利润	2,569	3,446	5,040	6,010
折旧摊销	458	451	463	470
财务费用	4	0	0	0
投资损失	(2,070)	(2,562)	(4,191)	(4,972)
营运资金变动	(125)	(26)	(80)	(74)
其它	83	168	153	154
投资活动现金流	(31)	2,021	3,741	4,521
资本支出	(145)	(357)	(318)	(319)
长期投资	(95)	(131)	(131)	(131)
其他	209	2,509	4,190	4,971
筹资活动现金流	(1,621)	(2,073)	(2,948)	(3,534)
短期借款	20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1,641)	(2,073)	(2,948)	(3,534)
现金净增加额	(733)	1,424	2,177	2,574

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,251	3,285	3,810	4,520
营业成本	1,791	1,375	1,665	2,015
营业税金及附加	353	263	305	362
营业费用	51	53	61	72
管理费用	247	263	343	362
研发费用	7	16	19	23
财务费用	3	0	0	0
资产减值损失	(48)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	4	0	0	0
投资净收益	2,070	2,562	4,191	4,972
其他经营收益	11	20	23	27
营业利润	2,855	3,894	5,627	6,681
营业外收支	(147)	(149)	(149)	(149)
利润总额	2,709	3,745	5,478	6,532
所得税	139	300	438	523
净利润	2,569	3,446	5,040	6,010
少数股东损益	(11)	(10)	126	120
归属母公司净利润	2,580	3,456	4,914	5,890
EBITDA	1,290	4,196	5,941	7,002
EPS (最新摊薄)	1.64	2.20	3.13	3.75

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-37.79%	1.05%	15.98%	18.64%
营业利润	-29.72%	36.37%	44.51%	18.73%
归属母公司净利润	-24.56%	33.95%	42.20%	19.85%
获利能力				
毛利率	44.91%	58.14%	56.30%	55.42%
净利率	79.36%	105.20%	128.98%	130.30%
ROE	18.61%	22.67%	28.55%	30.10%
ROIC	5.69%	22.59%	29.06%	30.32%
偿债能力				
资产负债率	8.20%	7.25%	7.13%	7.07%
净负债比率	-6.16%	-14.97%	-25.74%	-35.53%
流动比率	2.54	4.53	6.48	8.05
速动比率	1.61	3.52	5.44	6.99
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.21	0.22	0.23
应收账款周转率	151.30	81.71	59.28	54.56
应付账款周转率	4.62	3.60	4.53	4.53
每股指标(元)				
每股收益	1.64	2.20	3.13	3.75
每股经营现金	0.59	0.94	0.88	1.01
每股净资产	8.83	9.71	10.96	12.46
估值比率				
P/E	29.10	21.73	15.28	12.75
P/B	5.42	4.92	4.36	3.84
EV/EBITDA	33.31	17.35	11.89	9.72

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>