

# 藏格矿业 (000408.SZ)

## 买入 (维持评级)

### 2025 中报点评：巨龙铜矿量价齐升，二期放量值得期待

#### 投资要点：

##### 事件

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 16.78 亿元，同比-4.74%，归母净利润 18 亿元，同比+38.8%，扣非后归母净利润 18.08 亿元，同比+41.55%。其中，25Q2 实现营业收入 11.26 亿元，环比+21%，归母净利润 10.53 亿元，环比+48%，扣非后归母净利润 10.58 亿元，环比+51%。

##### 锂业务：碳酸锂价跌，利润下降

1) 量：2025H1 年公司实现碳酸锂产量 5170 吨，销量 4470 吨，分别完成全年产量目标的 47.00% 和销量目标的 40.64%。2) 价：公司碳酸锂平均售价 (含税) 6.74 万元/吨，2025 上半年碳酸锂市场均价 7.03 万元/吨，同比-32%。3) 利：2025H1 单吨销售成本约 4.15 万元，毛利率 30.53%，同比降低 19.75%。

##### 钾业务：钾肥价格提升成本下降

1) 量：2025H1 年公司实现氯化钾产量 48.52 万吨，销量 53.59 万吨，分别完成全年目标的 49% 和 56%。2) 价：受今年上半年钾肥大合同签订及海外大型厂商联合减产影响，国内氯化钾价格同比明显上涨。2025 上半年氯化钾平均售价 2845 元/吨，同比+25.57%。3) 利：2025H1 平均销售成本 996 元/吨，同比-7.36%。价格提升成本下降双因素作用下，公司氯化钾业务毛利率 61.84%，同比+13.56%。

##### 巨龙铜矿：25H1 投资收益 12.64 亿元

2025H1 年巨龙铜业产铜 9.28 万吨，销量 9.27 万吨，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，同比+48%，占公司归母净利润 70.22%，成为公司重要收益来源。

##### 锂钾铜三业务扩展持续推进

1) 锂：麻米措：2025 年 7 月获得采矿权证，计划 25Q3 建设一期工程，周期 9-12 个月。结则茶卡：国能矿业预计年内形成 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。2) 钾：老挝钾盐矿项目：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) 铜：巨龙铜矿二期采选改扩建工程已完成项目立项核准、环评批复等关键证照手续办理，预计将于 2025 年底建成投产。

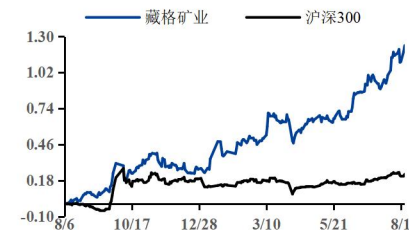
##### 盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 33.6/44.9/64.3 亿元 (此前 25-27 年为 30.13/41.33/61.59 亿元)，主因上调了氯化钾价格、铜价格，下调了氯化钾成本。对应 PE 分别为 23、18、12 倍，考虑到公司成本优势显著以及铜业务稳步增长，维持“买入”评级。

#### 基本数据

日期	2025-08-05
收盘价:	48.80 元
总股本/流通股本(百万股)	1,570.23/1,570.21
流通 A 股市值(百万元)	76,626.21
每股净资产(元)	10.01
资产负债率(%)	7.03
一年内最高/最低价(元)	48.85/21.82

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师：王保庆(S0210522090001)  
 WBQ3918@hfzq.com.cn  
 研究助理：曹钰涵(S0210124050059)  
 cyh30565@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、巨龙二期有望带来业绩弹性，资源储备夯实长期竞争力——2025.04.03
- 2、2024 年半年报点评：锂钾售价下滑盈利承压，巨龙投资收益丰厚——2024.09.10
- 3、2023 年年报及 2024 年一季报点评：锂钾售价下滑拖累公司业绩，巨龙铜业投资收益丰厚——2024.05.18



## ➤ 风险提示

产品价格波动，环保风险，规划项目不及预期

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,226	3,251	2,879	3,851	6,627
增长率	-36%	-38%	-11%	34%	72%
净利润（百万元）	3,420	2,580	3,364	4,492	6,427
增长率	-40%	-25%	30%	34%	43%
EPS（元/股）	2.18	1.64	2.14	2.86	4.09
市盈率（P/E）	23.0	30.4	23.3	17.5	12.2
市净率（P/B）	6.0	5.7	4.5	3.7	3.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	888	5,660	3,086	6,268	营业收入	3,251	2,879	3,851	6,627
应收票据及账款	25	42	31	65	营业成本	1,791	1,174	1,604	3,164
预付账款	44	37	37	84	税金及附加	353	204	273	471
存货	427	351	434	852	销售费用	51	43	58	99
合同资产	0	0	0	0	管理费用	247	207	270	431
其他流动资产	703	574	769	1,239	研发费用	7	16	15	20
流动资产合计	2,087	6,663	4,356	8,509	财务费用	3	-48	-64	-68
长期股权投资	6,056	4,485	4,890	5,144	信用减值损失	22	12	22	19
固定资产	2,525	3,081	6,948	10,517	资产减值损失	-48	-15	-10	-5
在建工程	87	187	1,574	-601	公允价值变动收益	4	2	3	3
无形资产	704	775	882	1,039	投资收益	2,070	2,510	3,269	4,695
商誉	0	0	0	0	其他收益	11	10	10	10
其他非流动资产	3,625	3,025	3,410	3,358	<b>营业利润</b>	<b>2,855</b>	<b>3,800</b>	<b>4,989</b>	<b>7,231</b>
非流动资产合计	12,997	11,553	17,704	19,456	营业外收入	1	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>15,083</b>	<b>18,216</b>	<b>22,060</b>	<b>27,964</b>	营业外支出	147	50	50	50
短期借款	20	7	9	12	<b>利润总额</b>	<b>2,709</b>	<b>3,751</b>	<b>4,940</b>	<b>7,182</b>
应付票据及账款	431	243	344	698	所得税	140	387	448	587
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>2,569</b>	<b>3,364</b>	<b>4,492</b>	<b>6,595</b>
合同负债	174	140	164	320	少数股东损益	-11	0	0	168
其他应付款	20	22	24	22	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,580</b>	<b>3,364</b>	<b>4,492</b>	<b>6,427</b>
其他流动负债	177	361	324	344	EPS (按最新股本摊薄)	1.64	2.14	2.86	4.09
流动负债合计	823	773	865	1,396					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	414	184	234	277					
非流动负债合计	414	184	234	277					
<b>负债合计</b>	<b>1,236</b>	<b>957</b>	<b>1,100</b>	<b>1,673</b>					
归属母公司所有者权益	13,865	17,277	20,979	26,141					
少数股东权益	-18	-18	-18	150					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,847</b>	<b>17,259</b>	<b>20,961</b>	<b>26,291</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,083</b>	<b>18,216</b>	<b>22,060</b>	<b>27,964</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>919</b>	<b>1,426</b>	<b>1,649</b>	<b>2,641</b>
现金收益	3,010	3,766	4,969	7,654
存货影响	71	76	-83	-418
经营性应收影响	24	5	20	-76
经营性应付影响	65	-186	103	352
其他影响	-2,251	-2,237	-3,360	-4,872
<b>投资活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>3,542</b>	<b>-3,551</b>	<b>1,692</b>
资本支出	-504	-1,178	-5,902	-2,678
股权投资	-1,926	1,571	-406	-253
其他长期资产变化	2,399	3,149	2,757	4,623
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,621</b>	<b>-196</b>	<b>-672</b>	<b>-1,151</b>
借款增加	20	-15	3	3
股利及利息支付	-1,668	-791	-1,265	-1,622
股东融资	0	0	0	0
其他影响	27	610	590	468

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-37.8%	-11.5%	33.8%	72.1%
EBIT 增长率	-29.5%	36.6%	31.7%	45.9%
归母公司净利润增长率	-24.6%	30.4%	33.5%	43.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.9%	59.2%	58.4%	52.3%
净利率	79.0%	116.8%	116.6%	99.5%
ROE	18.6%	19.5%	21.4%	24.4%
ROIC	65.1%	38.3%	39.0%	40.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.2%	5.3%	5.0%	6.0%
流动比率	2.5	8.6	5.0	6.1
速动比率	2.0	8.2	4.5	5.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	2	4	3	3
存货周转天数	93	119	88	73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.64	2.14	2.86	4.09
每股经营现金流	0.59	0.91	1.05	1.68
每股净资产	8.83	11.00	13.36	16.65
<b>估值比率</b>				
P/E	30	23	17	12
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	42	32	25	16

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn