

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	48.80
总股本/流通股本(亿股)	15.70 / 15.70
总市值/流通市值(亿元)	766 / 766
52周内最高/最低价	48.80 / 22.08
资产负债率(%)	8.2%
市盈率	29.76
第一大股东	紫金国际控股有限公司

研究所

分析师: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340525070002
Email: yangfengyuan@cnpsec.com
分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

藏格矿业(000408)

氯化钾盈利稳健，巨龙铜矿表现亮眼

● 公司发布 25H1 业绩报告，Q2 归母净利润 10.53 亿元

2025H1 公司实现营收 16.78 亿元，与上年同期 17.62 亿元相比，同比减少约 4.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 18.0 亿元，与上年同期 12.97 亿元相比，同比增长约 38.8%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 18.1 亿元，同比增长约 41.6%。其中，2025 年 Q2 实现营收 11.26 亿元，同比减少约 1.8%，与 2025 年 Q1 的 5.52 亿元相比，环比增加 103.9%；归属于上市公司股东的净利润 10.53 亿元，同比增加 37.2%，环比增加 40.9%；扣非归母净利 10.58 亿元，同比增加 51.3%，环比增加 41.1%；投资净收益 6.42 亿元，与 2025 年第一季度 5.98 亿元相比，环比增加 7.3%。

● 氯化钾量价齐升，支撑业绩高增

公司 2025H1 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%；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%。同时，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，公司氯化钾平均含税售价 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%。受供需错配影响，2025H1 碳酸锂价格在 6 万-8 万元/吨区间震荡运行，公司碳酸锂平均含税售价 67,470 元/吨，平均销售成本 41,478 元/吨，依然保持了稳健的盈利能力。

● 营业成本下降，公司盈利能力增强

2025H1 公司营业成本 7.19 亿元，同比减少 19.73%。其中氯化钾的营业成本为 5.34 亿元，同比减少 8.08%；碳酸锂的营业成本为 1.85 亿元，同比减少 41.18%。公司以“控本、提质、增效”为工作总方针，积极从成本控制、资源开发等方面入手，完成公司的年度生产经营目标和各项工作任务。

● 巨龙铜业二期建设，推动未来业绩增长

参股公司巨龙铜业实现矿产铜产量 9.28 万吨，销量 9.27 万吨。公司持有巨龙铜业 30.78% 的股权，取得投资收益 12.64 亿元，占公司归母净利润的 70.22%，巨龙铜业投资收益同比增加 4.09 亿元，增幅 47.82%。巨龙铜业正全力推进改扩建二期项目的建设，目前已完成关键证照手续办理，预计将于 2025 年底建成投产。二期项目建成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。

● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，随着碳酸锂价格企稳，铜价高位震荡，巨龙铜业扩产顺利，预计公司归母净利润为 37.11/54.77/59.58 亿元，YOY 为 44%/48%/9%，对应 PE 为 20.65/13.99/12.86。综上，给予“买入”评级。

● 风险提示

主要产品价格超预期下跌，项目建设不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3251	3206	3267	3326
增长率(%)	-37.79	-1.37	1.89	1.80
EBITDA（百万元）	1290.00	4277.06	6124.18	6603.74
归属母公司净利润（百万元）	2579.99	3710.92	5476.67	5957.68
增长率(%)	-24.56	43.84	47.58	8.78
EPS（元/股）	1.64	2.36	3.49	3.79
市盈率（P/E）	29.70	20.65	13.99	12.86
市净率（P/B）	5.53	4.89	4.07	3.44
EV/EBITDA	33.31	17.32	11.58	10.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	3251	3206	3267	3326	营业收入	-37.8%	-1.4%	1.9%	1.8%
营业成本	1791	1400	1470	1520	营业利润	-29.7%	37.2%	47.5%	8.8%
税金及附加	353	321	327	333	归属于母公司净利润	-24.6%	43.8%	47.6%	8.8%
销售费用	51	42	42	43	获利能力				
管理费用	247	224	229	233	毛利率	44.9%	56.3%	55.0%	54.3%
研发费用	7	10	10	10	净利率	79.4%	115.7%	167.6%	179.1%
财务费用	3	-8	-25	-57	ROE	18.6%	23.7%	29.1%	26.8%
资产减值损失	-48	-10	-10	-10	ROIC	5.7%	23.6%	28.9%	26.5%
营业利润	2855	3916	5775	6281	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	8.2%	6.6%	5.6%	4.9%
营业外支出	147	10	10	10	流动比率	2.54	5.66	10.21	14.94
利润总额	2709	3907	5766	6272	营运能力				
所得税	139	195	288	314	应收账款周转率	151.30	150.55	181.68	181.61
净利润	2569	3712	5478	5959	存货周转率	3.87	3.70	4.34	4.31
归母净利润	2580	3711	5477	5958	总资产周转率	0.22	0.20	0.18	0.15
每股收益(元)	1.64	2.36	3.49	3.79	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.64	2.36	3.49	3.79
货币资金	888	2568	5767	9249	每股净资产	8.83	9.97	11.99	14.18
交易性金融资产	159	209	259	309	估值比率				
应收票据及应收账款	25	18	18	18	PE	29.70	20.65	13.99	12.86
预付款项	44	28	29	30	PB	5.53	4.89	4.07	3.44
存货	427	331	347	359	现金流量表				
流动资产合计	2087	3896	7270	10921	净利润	2569	3712	5478	5959
固定资产	2532	2304	2071	1833	折旧和摊销	458	378	383	388
在建工程	106	101	96	91	营运资本变动	-125	-213	-100	-101
无形资产	704	769	834	899	其他	-1983	-2669	-4548	-5024
非流动资产合计	12997	12847	12660	12468	经营活动现金流净额	919	1207	1212	1222
资产总计	15083	16743	19930	23389	资本开支	-145	-214	-214	-214
短期借款	20	20	20	20	其他	114	2602	4517	4993
应付票据及应付账款	431	334	351	363	投资活动现金流净额	-31	2388	4303	4779
其他流动负债	372	333	341	348	股权融资	0	-346	0	0
流动负债合计	823	688	712	731	债务融资	20	0	0	0
其他	414	412	412	412	其他	-1641	-1568	-2316	-2519
非流动负债合计	414	412	412	412	筹资活动现金流净额	-1621	-1915	-2316	-2519
负债合计	1236	1100	1124	1143	现金及现金等价物净增加额	-733	1680	3199	3482
股本	1580	1570	1570	1570					
资本公积金	2221	1885	1885	1885					
未分配利润	9676	11261	13602	16147					
少数股东权益	-18	-17	-16	-15					
其他	387	944	1765	2659					
所有者权益合计	13847	15643	18806	22246					
负债和所有者权益总计	15083	16743	19930	23389					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048