

公司研究

氯化钾及铜价格上涨业绩大增，碳酸锂产线正式复产

——藏格矿业（000408.SZ）2025 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年第三季度报告。2025 年前三季度，公司实现营收 24.01 亿元，同比增长 3.35%；实现归母净利润 27.51 亿元，同比增长 47.26%；实现扣非后归母净利润 27.56 亿元，同比增长 49.27%。2025Q3，公司单季度实现营收 7.23 亿元，同比增长 28.71%，环比减少 35.76%；实现归母净利润 9.51 亿元，同比增长 66.49%，环比减少 9.72%。

点评：

氯化钾及铜价格上涨，公司业绩大幅增长。2025 年前三季度，公司氯化钾销量为 78.38 万吨，同比上涨 9.6%。公司氯化钾销量的提升主要来自于国储氯化钾库存约 8 万吨的释放。价格方面，由于海外多个钾肥矿关闭、维护，全球氯化钾供给收缩，全球氯化钾供需持续趋紧，氯化钾价格显著上行。2025 年前三季度，公司氯化钾销售均价约为 2920 元/吨，同比增长 26.9%。碳酸锂业务方面，2025 年前三季度公司碳酸锂销量为 4800 吨，同比减少 53.0%；对应平均销售价格为 6.73 万元/吨，同比下降 24.6%。公司碳酸锂产销量的降低主要系 2025 年 7 月公司子公司藏格锂业根据有关部门要求停产。投资收益方面，2025 年前三季度公司从参股公司巨龙铜业取得投资收益 19.5 亿元，同比增长 43.1%。2025 年前三季度巨龙铜业铜产量为 14.25 万吨，同比增长 16.8%；销量为 14.24 万吨，同比增长 18.1%；平均销售价格为 8.30 万元/吨，同比增长 8.0%；单吨净利润为 4.5 万元/吨，同比增长 22.8%。

藏格锂业正式复产，新项目建设稳步推进。9 月 30 日，藏格钾肥取得自然资源部颁发察尔汗盐湖钾镁矿的不动产权利证书（采矿权）和采矿许可证，在延续主矿种钾盐开采的基础上，同时新增矿盐、镁盐、锂矿、硼矿共伴生矿种的开采权。基于此，公司子公司藏格锂业于 10 月 11 日正式复产。公司同步调整 2025 年碳酸锂产销计划，预计 2025 年碳酸锂产销量均为 8510 吨。新项目方面，麻米措盐湖项目已完成光伏电站建设合同签订，厂房建设进度整体复合预期；国能矿业一期 3300 吨氢氧化锂产线已顺利贯通；老挝钾盐矿项目正稳步开展项目建设前的各项准备工作。

盈利预测、估值与评级：得益于氯化钾价格和铜价的上涨，公司业绩实现大幅增长。考虑到氯化钾价格和铜价的上涨，我们上调公司 2025-2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 36.45、48.45、58.28 亿元（前值分别为 30.28、43.69、51.75 亿元），维持公司“增持”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设进度不及预期，环保及安全生产风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,226	3,251	3,270	4,073	4,935
营业收入增长率	-36.22%	-37.79%	0.60%	24.54%	21.17%
归母净利润（百万元）	3,420	2,580	3,645	4,845	5,828
归母净利润增长率	-39.52%	-24.56%	41.28%	32.93%	20.27%
EPS（元）	2.16	1.63	2.32	3.09	3.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.19%	18.61%	20.77%	22.74%	22.69%
P/E	25	34	24	18	15
P/B	6.6	6.2	4.9	4.0	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-17，2024 年公司总股本为 15.80 亿股，2025 年及以后公司总股本为 15.70 亿股。

增持（维持）

当前价：54.69 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebscn.com

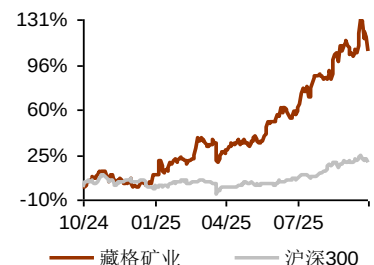
分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007
021-52523675
zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.70
总市值(亿元):	858.76
一年最低/最高(元):	26.25/62.80
近 3 月换手率:	46.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.01	14.49	88.09
绝对	0.83	24.99	102.81

资料来源：Wind

相关研报

巨龙铜业投资收益大幅增长，紫金国际拟控股增强矿业协同——藏格矿业（000408.SZ）2024 年年报点评（2025-03-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,226	3,251	3,270	4,073	4,935
营业成本	1,816	1,791	1,466	1,969	2,481
折旧和摊销	416	430	508	512	515
税金及附加	294	353	356	443	537
销售费用	50	51	52	64	78
管理费用	281	247	249	310	375
研发费用	24	7	7	9	10
财务费用	-19	3	-34	-91	-156
投资收益	1,263	2,070	2,697	3,761	4,585
营业利润	4,063	2,855	3,868	5,145	6,190
利润总额	3,866	2,709	3,867	5,144	6,189
所得税	454	139	232	309	371
净利润	3,412	2,569	3,635	4,835	5,818
少数股东损益	-8	-11	-10	-10	-10
归属母公司净利润	3,420	2,580	3,645	4,845	5,828
EPS(元)	2.16	1.63	2.32	3.09	3.71

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,984	919	767	1,537	1,558
净利润	3,420	2,580	3,645	4,845	5,828
折旧摊销	416	430	508	512	515
净营运资金增加	-730	-708	271	118	207
其他	-121	-1,383	-3,658	-3,938	-4,992
投资活动产生现金流	-1,407	-31	2,578	3,641	4,465
净资本支出	-324	-145	-120	-120	-120
长期投资变化	4,130	6,056	0	0	0
其他资产变化	-5,213	-5,942	2,698	3,761	4,585
融资活动现金流	-2,770	-1,621	52	-999	-1,294
股本变化	0	0	-10	0	0
债务净变化	4	20	-20	0	0
无息负债变化	-375	175	-646	164	163
净现金流	-1,193	-733	3,397	4,179	4,728

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	65.2%	44.9%	55.2%	51.7%	49.7%
EBITDA 率	61.3%	39.9%	50.6%	44.2%	40.1%
EBIT 率	53.2%	26.5%	35.1%	31.6%	29.7%
税前净利润率	74.0%	83.3%	118.2%	126.3%	125.4%
归母净利润率	65.4%	79.4%	111.5%	119.0%	118.1%
ROA	24.2%	17.0%	20.1%	22.0%	21.9%
ROE (摊薄)	26.2%	18.6%	20.8%	22.7%	22.7%
经营性 ROIC	29.8%	10.7%	14.3%	16.7%	19.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	7%	8%	3%	3%	3%
流动比率	3.36	2.54	10.12	13.87	16.93
速动比率	2.83	2.02	9.43	13.18	16.21
归母权益/有息债务	1574.90	488.74	2096.89	2545.57	3068.58
有形资产/有息债务	1646.32	502.77	2066.97	2537.09	3081.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	14,092	15,083	18,091	21,999	26,530
货币资金	1,587	888	4,285	8,464	13,192
交易性金融资产	66	159	159	159	159
应收账款	18	25	29	41	47
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	316	31	95	79	120
存货	498	427	374	487	626
其他流动资产	627	512	512	512	512
流动资产合计	3,144	2,087	5,491	9,791	14,717
其他权益工具	140	139	139	139	139
长期股权投资	4,130	6,056	6,056	6,056	6,056
固定资产	2,854	2,525	2,130	1,737	1,345
在建工程	67	87	118	141	158
无形资产	328	704	676	651	627
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,254	3,312	3,312	3,312	3,312
非流动资产合计	10,948	12,997	12,600	12,208	11,813
总负债	1,041	1,236	570	734	898
短期借款	0	20	0	0	0
应付账款	345	431	352	473	596
应付票据	11	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	13	13	13	13
流动负债合计	936	823	542	706	870
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	18	18	18	18
非流动负债合计	106	414	28	28	28
股东权益	13,050	13,847	17,520	21,265	25,632
股本	1,580	1,580	1,570	1,570	1,570
公积金	2,959	3,012	3,012	3,012	3,012
未分配利润	8,761	9,676	13,321	17,076	21,453
归属母公司权益	13,058	13,865	17,548	21,303	25,680
少数股东权益	-8	-18	-28	-38	-48

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.95%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%
管理费用率	5.38%	7.60%	7.60%	7.60%	7.60%
财务费用率	-0.36%	0.09%	-1.03%	-2.24%	-3.17%
研发费用率	0.45%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
所得税率	12%	5%	6%	6%	6%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.80	0.00	0.69	0.92	1.11
每股经营现金流	1.89	0.58	0.49	0.98	0.99
每股净资产	8.26	8.77	11.18	13.57	16.35
每股销售收入	3.31	2.06	2.08	2.59	3.14

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	25	34	24	18	15
PB	6.6	6.2	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	25.5	62.0	45.9	40.0	34.0
股息率	1.5%	0.0%	1.3%	1.7%	2.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP