

## 藏格矿业 (000408)

# 2025 年三季报点评：盐湖锂复产，巨龙二期放量在即

买入（维持）

2025 年 10 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡锦芸

执业证书：S0600525090004

hujinyun@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A   | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）    | 5,226   | 3,251   | 3,372 | 4,433 | 6,766 |
| 同比（%）         | (36.22) | (37.79) | 3.73  | 31.47 | 52.60 |
| 归母净利润（百万元）    | 3,420   | 2,580   | 3,821 | 5,730 | 8,637 |
| 同比（%）         | (39.52) | (24.56) | 48.11 | 49.97 | 50.73 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 2.18    | 1.64    | 2.43  | 3.65  | 5.50  |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 25.11   | 33.29   | 22.47 | 14.99 | 9.94  |

### 投资要点

■ **Q3 业绩符合预期。**公司 25Q1-3 营收 24 亿元，同+3.3%，归母净利润 27.5 亿元，同+47.3%，毛利率 59.4%，同+14.2pct，归母净利率 114.5%，同+34.2pct；其中 25Q3 营收 7.2 亿元，同环比+28.7%/-35.8%，归母净利润 9.5 亿元，同环比+66.5%/-9.7%，毛利率 65.8%，同环比+32.8/+7pct，归母净利率 131.4%，同环比+29.8/+37.9pct。

■ **锂：藏格锂业正式复产，全年产销计划下调 2490 吨，锂价底部支撑强。**25Q1-3 碳酸锂产量 6021 吨，同减 35%，销量 4800 吨，同减 53%，其中 Q3 产量 851 吨，销量 330 吨。公司于 9 月 30 日取得察尔汗盐湖采矿许可证，藏格锂业于 10 月 11 日正式复产，并对今年产销计划进行调整，产销量由原计划 1.1 万吨调整为 8510 吨。此外，麻米错项目建设进度符合预期，有望于 26 年中投产。价格成本方面，25Q1-3 碳酸锂含税均价 6.7 万元/吨，同减 25%，平均销售成本 4.1 万元/吨，同增 3%，单吨利润 1.9 万元；我们预计当前锂价底部 7.3 万支撑力强，展望明年供需格局有望大幅好转，锂业务将持续贡献利润增量。

■ **钾：Q3 价格进一步上涨，单位成本持续下降。**25Q1-3 氯化钾产量 70 万吨，同减 7%，销量 78 万吨，同增 10%，释放国储氯化钾库存 8 万吨；其中 Q3 产量 21.6 万吨，同环比-7%/-34%，销量 24.8 万吨，同环比+42%/-31%，我们预计全年保持 100 万吨以上产销量。价格成本方面，25Q1-3 氯化钾含税均价 2920 元/吨，同增 27%，平均销售成本 979 元/吨，同减 19%；其中 Q3 含税均价 3082 元/吨，同增 28%，平均销售成本 942 元/吨，同减 42%。

■ **铜：Q3 产销环比增长，投资收益持续提升。**参股公司巨龙铜业 25Q1-3 铜产量 14.25 万吨，同增 17%，销量 14.24 万吨，同增 18%，含税均价 9.4 万元/吨，同增 8%，单吨净利润 4.5 万元，同增 23%，确认投资收益 19.5 亿元，同增 43%；其中 Q3 产销量 5 万吨，环增 7%，含税均价 9.7 万元/吨，单吨净利润 4.5 万元，贡献投资收益 6.9 亿元，同环比+35%/+5%。巨龙二期改扩建项目将于 25 年底投产，达产后年矿产铜将达 30-35 万吨，公司权益产量将达 9.2-10.8 万吨/年。

■ **Q3 经营性现金流同比提升。**公司 25Q1-3 期间费用率 10.2%，同+1.7pct，其中 Q3 费用率 12.2%，同环比-0.2/+4.4pct；25Q1-3 经营性净现金流 13.4 亿元，同+118.9%，其中 Q3 经营性现金流 5.1 亿元，同环比+94.2%/-30.6%；25Q1-3 资本开支 0.6 亿元，同-38%，其中 Q3 资本开支 0.2 亿元，同环比-9.7%/-8.6%；25Q3 末存货 4.7 亿元，较年初+9.1%。

■ **盈利预测与投资评级：**锂价底部反弹，铜价稳健上涨，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 38.2/57.3/86.4 亿元（原预期为 27.3/35.0/54.3 亿元），同比+48%/+50%/+51%，对应 PE 为 22x/15x/10x，公司碳酸锂成本优势显著，钾锂铜扩产同步推进，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产能释放不及预期，需求不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 54.69       |
| 一年最低/最高价      | 26.75/62.80 |
| 市净率(倍)        | 5.68        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 85,874.74   |
| 总市值(百万元)      | 85,875.65   |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 9.62     |
| 资产负债率(% ,LF) | 7.79     |
| 总股本(百万股)     | 1,570.23 |
| 流通 A 股(百万股)  | 1,570.21 |

### 相关研究

《藏格矿业(000408): 2024 年年报点评: Q4 钾锂销量双升，铜矿盈利维持高位》

2025-03-31

《藏格矿业(000408): 2024 年三季报点评: 碳酸锂成本优势显著，铜矿盈利维持高位》

2024-10-28

藏格矿业三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               | 利润表 (百万元)       |              |              |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |                 | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>2,087</b>  | <b>4,434</b>  | <b>8,149</b>  | <b>14,018</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>3,251</b> | <b>3,372</b> | <b>4,433</b> | <b>6,766</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,047         | 3,407         | 6,852         | 12,191        | 营业成本(含金融类)      | 1,791        | 1,374        | 1,935        | 2,964        |
| 经营性应收款项          | 287           | 324           | 430           | 656           | 税金及附加           | 353          | 337          | 443          | 677          |
| 存货               | 427           | 377           | 530           | 812           | 销售费用            | 51           | 47           | 62           | 95           |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 247          | 219          | 288          | 440          |
| 其他流动资产           | 326           | 327           | 337           | 359           | 研发费用            | 7            | 7            | 9            | 14           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>12,997</b> | <b>13,381</b> | <b>13,735</b> | <b>14,073</b> | 财务费用            | 3            | (8)          | (17)         | (34)         |
| 长期股权投资           | 6,056         | 6,056         | 6,056         | 6,056         | 加:其他收益          | 11           | 6            | 8            | 12           |
| 固定资产及使用权资产       | 2,551         | 2,510         | 2,439         | 2,352         | 投资净收益           | 2,070        | 2,757        | 4,432        | 6,568        |
| 在建工程             | 106           | 156           | 206           | 256           | 公允价值变动          | 4            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 704           | 1,080         | 1,456         | 1,831         | 减值损失            | (26)         | (67)         | (67)         | (67)         |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | (1)          | 0            | 0            | 1            |
| 长期待摊费用           | 22            | 22            | 21            | 20            | <b>营业利润</b>     | <b>2,855</b> | <b>4,092</b> | <b>6,087</b> | <b>9,125</b> |
| 其他非流动资产          | 3,558         | 3,558         | 3,557         | 3,557         | 营业外净收支          | (147)        | (98)         | (98)         | (98)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>15,083</b> | <b>17,815</b> | <b>21,884</b> | <b>28,091</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,709</b> | <b>3,994</b> | <b>5,989</b> | <b>9,027</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>823</b>    | <b>955</b>    | <b>1,278</b>  | <b>1,892</b>  | 减:所得税           | 139          | 188          | 281          | 424          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 28            | 100           | 100           | 100           | <b>净利润</b>      | <b>2,569</b> | <b>3,806</b> | <b>5,708</b> | <b>8,603</b> |
| 经营性应付款项          | 431           | 330           | 465           | 713           | 减:少数股东损益        | (11)         | (15)         | (23)         | (34)         |
| 合同负债             | 174           | 275           | 387           | 593           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,580</b> | <b>3,821</b> | <b>5,730</b> | <b>8,637</b> |
| 其他流动负债           | 189           | 250           | 326           | 487           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.64         | 2.43         | 3.65         | 5.50         |
| <b>非流动负债</b>     | <b>414</b>    | <b>514</b>    | <b>614</b>    | <b>714</b>    | EBIT            | 832          | 1,387        | 1,696        | 2,577        |
| 长期借款             | 0             | 100           | 200           | 300           | EBITDA          | 1,290        | 1,757        | 2,095        | 2,991        |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 44.91        | 59.24        | 56.37        | 56.19        |
| 租赁负债             | 7             | 7             | 7             | 7             | 归母净利率(%)        | 79.36        | 113.32       | 129.25       | 127.66       |
| 其他非流动负债          | 407           | 407           | 407           | 407           | 收入增长率(%)        | (37.79)      | 3.73         | 31.47        | 52.60        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,236</b>  | <b>1,468</b>  | <b>1,892</b>  | <b>2,605</b>  | 归母净利润增长率(%)     | (24.56)      | 48.11        | 49.97        | 50.73        |
| 归属母公司股东权益        | 13,865        | 16,380        | 20,048        | 25,576        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | (18)          | (33)          | (56)          | (91)          |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>13,847</b> | <b>16,347</b> | <b>19,992</b> | <b>25,485</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>15,083</b> | <b>17,815</b> | <b>21,884</b> | <b>28,091</b> |                 |              |              |              |              |

  

| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |         | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | 919     | 1,638   | 1,881   | 2,689   | 每股净资产(元)        | 8.77  | 10.36 | 12.69 | 16.18 |
| 投资活动现金流     | (31)    | 1,858   | 3,535   | 5,671   | 最新发行在外股份(百万股)   | 1,570 | 1,570 | 1,570 | 1,570 |
| 筹资活动现金流     | (1,621) | (1,137) | (1,970) | (3,022) | ROIC(%)         | 5.86  | 8.69  | 8.77  | 10.63 |
| 现金净增加额      | (733)   | 2,360   | 3,446   | 5,338   | ROE-摊薄(%)       | 18.61 | 23.33 | 28.58 | 33.77 |
| 折旧和摊销       | 458     | 370     | 398     | 414     | 资产负债率(%)        | 8.20  | 8.24  | 8.65  | 9.28  |
| 资本开支        | (145)   | (897)   | (897)   | (896)   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 33.29 | 22.47 | 14.99 | 9.94  |
| 营运资本变动      | (125)   | 52      | 35      | 63      | P/B (现价)        | 6.23  | 5.28  | 4.31  | 3.38  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>