

藏格矿业 (000408.SZ)

三季度业绩符合预期，巨龙二期投产在即

公司发布 2025 年三季报。前三季度实现营收 24.0 亿元，同比+3.35%，实现归母净利 27.5 亿，同比+47.3%。Q3 实现营收 7.23 亿，同比+28.7%，环比-35.76%；实现归母净利 9.51 亿，同比+66.5%，环比-9.72%。

铜板块：巨龙产销量环比提升，运营稳定。

量：前三季度实现产量 14.25 万吨，同比+16.8%，销量 14.24 万吨，同比+18.1%，Q3 产销量均约 4.97 万吨，环比分别增长 7.1%/7.3%。

价：2025Q3 铜市场均价为 7.95 万元/吨，同比+5.7%，环比+2.3%，钼市场均价为 4270 元/吨度，同比+15.9%，环比+19.2%。

业绩：2025Q3 实现投资收益 6.86 亿元，环比+4.9%，占公司归母净利润的 72.1%。

氯化钾板块：三季度产销量季节性下滑。

量：前三季度实现产量 70.2 万吨，同比-7.2%，销量 78.4 万吨，同比+9.6%，完成全年氯化钾产销量目标的 70.16%、82.51%。Q3 单季度实现产量 21.6 万吨，环比-33.6%，销量 24.8 万吨，环比-30.6%。

价：2025Q3，氯化钾市场均价为 2941 元/吨，同比+25.1%，环比+7.7%。

锂板块：采矿证备案完成，经营有望恢复正常。

量：前三季度实现产量 6021 吨，同比-35.1%，销量 4800 吨，同比-53.0%，Q3 实现产量 851 吨，环比-71.7%，销量 330 吨，环比-88.8%。公司于 9 月 30 日取得察尔汗盐湖新的采矿证备案，新增矿盐、镁盐、锂矿、硼矿。10 月 11 日藏格锂业正式复产，年度碳酸锂产销量由原计划的 11,000 吨调整为 8,510 吨。

价：2025Q3 碳酸锂市场均价为 7.3 万元/吨，同比-8.7%，环比+11.9%。

重点项目进展：

巨龙铜矿：2025Q3 第二选矿厂精选系统已成功试车，为后续清水联动试车奠定了良好基础，有力保障了项目如期投产。同时，德庆普尾矿库主排洪隧洞下游段也已安全精准贯通，进一步为二期项目的顺利建成提供坚实支撑。

老挝钾肥：稳步开展项目建设前的各项准备工作，包括临水、临电、进场道路；持续推进充填技术攻关、降本、安全及环保，持续开展老卤固化试验；全面推进项目设计工作，有序开展地质勘查和地形测绘，为项目初步设计及施工图设计提供基础支撑。

麻米错：按计划推进，现已完成光伏电站建设合同签订，全力推进用地手续办理；厂房建设进度整体符合预期，可在气温下降前实现封闭并采取临时供暖，以保障后续施工。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 39.1/50.0/61.1 亿元，归母净利润分别为 36.1/59.1/70.6 亿元，对应 PE 分别为 24.9/15.2/12.8 倍。维持“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期，金属价格波动，测算误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,226	3,251	3,914	4,999	6,110
增长率 yoy (%)	-36.2	-37.8	20.4	27.7	22.2
归母净利润（百万元）	3,420	2,580	3,614	5,914	7,059
增长率 yoy (%)	-39.5	-24.6	40.1	63.6	19.4
EPS 最新摊薄（元/股）	2.18	1.64	2.30	3.77	4.50
净资产收益率 (%)					30.6
P/E（倍）	26.3	34.9	24.9	15.2	12.8
P/B（倍）	6.9	6.5	5.7	4.7	3.9

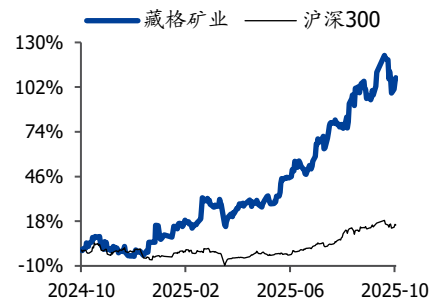
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	能源金属
前次评级	买入
10 月 22 日收盘价（元）	57.37
总市值（百万元）	90,083.85
总股本（百万股）	1,570.23
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	13.41

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

分析师 杨义韬

执业证书编号：S0680522080002

邮箱：yangyitao@gszq.com

分析师 王瀚晨

执业证书编号：S0680525070012

邮箱：wanghanchen@gszq.com

相关研究

- 1、《藏格矿业 (000408.SZ)：紫金赋能巨龙铜矿腾飞，钾锂优质资源卡位布局》 2025-10-02

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3144	2087	4441	8357	12986
现金	1587	888	2745	6495	10886
应收票据及应收账款	18	25	40	36	51
其他应收款	316	31	94	157	133
预付账款	26	44	64	57	80
存货	498	427	607	665	818
其他流动资产	699	671	891	946	1018
非流动资产	10948	12997	12642	12254	11866
长期投资	4130	6056	6056	6056	6056
固定资产	2862	2532	2144	1756	1368
无形资产	328	704	704	704	704
其他非流动资产	3628	3705	3738	3738	3738
资产总计	14092	15083	17083	20611	24852
流动负债	936	823	936	1134	1402
短期借款	0	20	20	20	20
应付票据及应付账款	355	431	421	527	670
其他流动负债	580	372	495	587	712
非流动负债	106	414	412	412	412
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	106	414	412	412	412
负债合计	1041	1236	1348	1546	1814
少数股东权益	-8	-18	-26	-42	-64
股本	1580	1580	1580	1580	1580
资本公积	2169	2221	2221	2221	2221
留存收益	9551	10466	12511	15858	19852
归属母公司股东权益	13058	13865	15761	19107	23102
负债和股东权益	14092	15083	17083	20611	24852

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2984	919	1160	1870	2105
净利润	3412	2569	3606	5897	7037
折旧摊销	436	458	388	388	388
财务费用	3	4	4	5	5
投资损失	-1263	-2070	-2599	-4610	-5500
营运资金变动	395	-125	-384	32	30
其他经营现金流	1	83	144	157	144
投资活动现金流	-1407	-31	2419	4452	5356
资本支出	-324	-145	-128	-157	-144
长期投资	-1547	-95	0	0	0
其他投资现金流	464	209	2547	4610	5500
筹资活动现金流	-2770	-1621	-1722	-2572	-3070
短期借款	0	20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	279	53	0	0	0
其他筹资现金流	-3048	-1694	-1722	-2572	-3070
现金净增加额	-1193	-733	1857	3750	4391

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5226	3251	3914	4999	6110
营业成本	1816	1791	2035	2460	3039
营业税金及附加	294	353	275	392	524
营业费用	50	51	40	59	77
管理费用	281	247	223	311	397
研发费用	24	7	12	16	17
财务费用	-19	3	4	5	5
资产减值损失	-18	-48	0	0	0
其他收益	2	11	6	8	13
公允价值变动收益	4	4	0	0	0
投资净收益	1263	2070	2599	4610	5500
资产处置收益	0	-1	0	0	-1
营业利润	4063	2855	3930	6374	7562
营业外收入	4	1	2	2	2
营业外支出	201	147	130	159	145
利润总额	3866	2709	3802	6217	7419
所得税	454	139	195	320	381
净利润	3412	2569	3606	5897	7037
少数股东损益	-8	-11	-8	-17	-21
归属母公司净利润	3420	2580	3614	5914	7059
EBITDA	3232	1290	4194	6610	7812
EPS (元/股)	2.18	1.64	2.30	3.77	4.50

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-36.2	-37.8	20.4	27.7	22.2
营业利润(%)	-38.7	-29.7	37.6	62.2	18.6
归属母公司净利润(%)	-39.5	-24.6	40.1	63.6	19.4
获利能力					
毛利率(%)	65.2	44.9	48.0	50.8	50.3
净利率(%)	65.4	79.4	92.3	118.3	115.5
ROE(%)	26.2	18.6	22.9	31.0	30.6
ROIC(%)	18.9	5.7	22.9	30.9	30.5
偿债能力					
资产负债率(%)	7.4	8.2	7.9	7.5	7.3
净负债比率(%)	-12.0	-6.2	-17.2	-33.9	-47.1
流动比率	3.4	2.5	4.7	7.4	9.3
速动比率	2.8	1.6	3.7	6.5	8.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	57.9	151.3	120.2	131.6	140.9
应付账款周转率	5.9	4.6	4.8	5.2	5.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.18	1.64	2.30	3.77	4.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	0.59	0.74	1.19	1.34
每股净资产(最新摊薄)	8.32	8.83	10.04	12.17	14.71
估值比率					
P/E	26.3	34.9	24.9	15.2	12.8
P/B	6.9	6.5	5.7	4.7	3.9
EV/EBITDA	11.9	33.3	20.8	12.7	10.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com