

2025 年 10 月 29 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

巨龙铜矿投资收益再进一步，归母净利润提升

—藏格矿业（000408.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fu hh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

du fei2@cfsc.com.cn

分析师：张伟保 S1050523110001

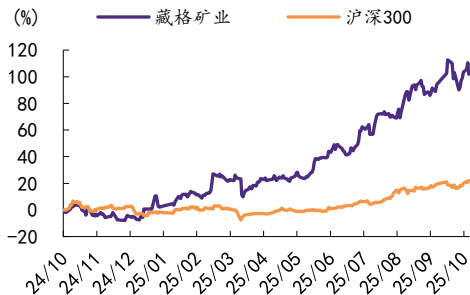
zhangwb@cfsc.com.cn

基本数据

2025-10-29

当前股价（元）	61.16
总市值（亿元）	960
总股本（百万股）	1570
流通股本（百万股）	1570
52 周价格范围（元）	26.99-61.22
日均成交额（百万元）	415.7

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《藏格矿业（000408）：巨龙铜矿投资收益持续提升，产能扩建未来仍然可期》2025-08-06
- 2、《藏格矿业（000408）：铜矿投资收益持续增长，钾锂产能可期》2025-04-07
- 3、《藏格矿业（000408）：钾锂板块仍低迷，铜矿投资收益持续增长》2024-11-01

藏格矿业发布 2025 年三季报：公司 2025 年前三季度实现营业收入 24.01 亿元，同比+3.35%；扣非净利润为 27.56 亿元，同比+49.27%。公司 2025Q3 实现营业收入 7.23 亿元，同比+28.71%；扣非净利润 9.48 亿元，同比+66.62%。

投资要点

■ 氯化钾业务表现优异，受益于钾肥价格上涨，碳酸锂业务受停产影响有所拖累

（1）氯化钾：2025 年 Q3 产量为 21.64 吨，同比-7.28%，环比-33.66%，前三季度产量达成全年产量目标的 70.16%；销量为 24.79 万吨，同比 +41.74%，环比-30.54%，上半年销量完成全年销量目标的 82.51%。为响应国家政策要求，保障市场供应，公司于 2025 年前三季度释放国储氯化钾库存约 8 万吨。因此，报告期内销售量高于生产量约 8.22 万吨。

售价及成本方面，2025 年前三季度氯化钾营业收入 21.00 亿元，同比+39.09%；平均售价(含税)同比增长 26.88%；平均销售成本同比下降 19.12%；毛利率同比增加 20.78%。

（2）碳酸锂：2025 年 Q3 产量为 851 吨，同比-75.46%，环比-71.68%，前三季度完成全年产量目标的 70.75%；销量为 330 吨，同比-87.21%，环比-88.78%，前三季度完成全年销量目标的 56.40%。

售价及成本方面，2025 年前三季度碳酸锂营业收入 2.86 亿元；受价格持续下行的影响，碳酸锂平均销售单价为 67305.97 元/吨，同比-24.59%；平均每吨销售成本为 40981.60 元，维持较为稳定的水平，同比+2.98%；毛利率同比下降 18.42%。

■ 巨龙铜矿投资收益持续亮眼，二期项目取得重大进展

2025 年 Q3，参股公司巨龙铜业实现矿产铜产量 4.97 万吨，同比+21.22%，环比+6.20%；公司取得投资收益 6.86 亿元，同比+35.04%，环比+4.89%。

2025 年第三季度，巨龙铜矿二期改扩建工程迎来重大进展。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。

■ 项目进展顺利，钾锂产能正稳步推进

（1）氯化钾：

老挝钾盐矿项目：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设计提供基础支撑。

（2）碳酸锂：

麻米错盐湖项目：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；与多家银行对接项目贷款事宜，资金保障工作稳步落实。

结则茶卡与龙木错盐湖项目：国能矿业稳步推进万吨氢氧化锂委托加工项目建设，目前一期 3300 吨产线已顺利贯通，基本建成电力配套设施并同步推进后续工作。

■ 藏格钾肥开始复产，碳酸锂全年目标有所下调

藏格钾肥于 2025 年 9 月 30 日取得察尔汗盐湖钾镁矿的《不动产权证书（采矿权）》与《采矿许可证》，在延续主矿种钾盐开采的基础上，新增矿盐、镁盐、锂矿、硼矿共伴生矿种的开采权。根据《资源储量核实报告》和《开发利用方案》，矿区保有 KCl 资源量 2309.66 万吨，设计生产规模主产品氯化钾 120 万吨/年，副产品电池级碳酸锂 1 万吨/年，副产品工业盐、镁、硼正待办理相关手续，实施有序开发。

根据《关于同意恢复锂资源开发利用活动的批复》，藏格钾肥获准恢复锂资源开发利用活动，藏格锂业于 2025 年 10 月 11 日正式复产。结合 2025 年剩余有效生产时间，公司对年度碳酸锂产销计划进行调整，产量由原计划 11000 吨调整为 8510 吨、减少 2490 吨，销量由原计划 11000 吨调整为 8510 吨、减少 2490 吨。

■ 盈利预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 37.37、52.60、66.60 亿元，归母净利润分别为 38.20、49.20、62.61 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25.1、19.5、15.3 倍。

考虑到公司盐湖提锂成本优势显著，盐湖锂盐和钾肥未来放量可期。巨龙铜矿持续扩大产能，且铜价中枢开始上移。预计公司远期业绩将继续增长，因此维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 全球锂盐湖及锂矿投产超预期；2) 锂电池需求不及预期；3) 公司盐湖、钾矿开采进度不及预期；4) 巨龙铜业盈利不及预期；5) 氯化钾价格大幅波动；6) 钾肥需求不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	3,251	3,737	5,260	6,660
增长率（%）	-37.8%	14.9%	40.8%	26.6%
归母净利润（百万元）	2,580	3,820	4,920	6,261
增长率（%）	-24.6%	48.1%	28.8%	27.3%
摊薄每股收益（元）	1.63	2.43	3.13	3.99
ROE（%）	18.6%	25.2%	29.1%	32.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	3,251	3,737	5,260	6,660
现金及现金等价物	888	1,064	1,744	2,986	营业成本	1,791	1,468	2,348	3,168
应收款	56	235	331	420	营业税金及附加	353	181	261	334
存货	427	479	700	892	销售费用	51	21	33	43
其他流动资产	715	811	1,080	1,335	管理费用	247	154	224	286
流动资产合计	2,087	2,588	3,856	5,632	财务费用	3	-29	-48	-83
非流动资产：					研发费用	7	10	16	21
金融类资产	159	171	180	195	费用合计	308	157	224	266
固定资产	2,525	2,461	2,539	2,637	资产减值损失	-48	-48	-48	-48
在建工程	87	292	353	272	公允价值变动	4	3	3	3
无形资产	704	732	760	781	投资收益	2,070	2,600	3,400	4,500
长期股权投资	6,056	6,528	7,044	7,616	营业利润	2,855	4,525	5,823	7,390
其他非流动资产	3,625	3,625	3,625	3,625	加：营业外收入	1	3	6	7
非流动资产合计	12,997	13,637	14,320	14,931	减：营业外支出	147	53	65	61
资产总计	15,083	16,226	18,176	20,563	利润总额	2,709	4,475	5,764	7,336
流动负债：					所得税费用	139	671	865	1,101
短期借款	20	20	20	20	净利润	2,569	3,804	4,900	6,235
应付账款、票据	431	321	500	662	少数股东损益	-11	-16	-20	-26
其他流动负债	198	198	198	198	归母净利润	2,580	3,820	4,920	6,261
流动负债合计	823	630	862	1,062					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	414	414	414	414	营业收入增长率	-37.8%	14.9%	40.8%	26.6%
非流动负债合计	414	414	414	414	归母净利润增长率	-24.6%	48.1%	28.8%	27.3%
负债合计	1,236	1,044	1,276	1,476	盈利能力				
所有者权益					毛利率	44.9%	60.7%	55.4%	52.4%
股本	1,580	1,570	1,570	1,570	四项费用/营收	9.5%	4.2%	4.3%	4.0%
股东权益	13,847	15,181	16,900	19,088	净利率	79.0%	101.8%	93.2%	93.6%
负债和所有者权益	15,083	16,226	18,176	20,563	ROE	18.6%	25.2%	29.1%	32.8%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	8.2%	6.4%	7.0%	7.2%
净利润	2569	3804	4900	6235	营运能力				
少数股东权益	-11	-16	-20	-26	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
折旧摊销	430	204	201	207	应收账款周转率	58.1	15.9	15.9	15.9
公允价值变动	4	3	3	3	存货周转率	4.2	3.4	3.7	3.9
营运资金变动	-2073	-506	-346	-320	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	919	3488	4736	6100	EPS	1.63	2.43	3.13	3.99
投资活动现金净流量	-31	-625	-664	-605	P/E	7.3	25.1	19.5	15.3
筹资活动现金净流量	-712	-2469	-3181	-4048	P/S	29.7	25.7	18.3	14.4
现金流量净额	176	394	892	1,447	P/B	7.0	6.3	5.7	5.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 化工、有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

张伟保：华南理工大学化工硕士，13年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 证券分析师承诺

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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。