

藏格矿业 (000408.SZ)

氯化钾价格上行推动公司业绩增长，看好巨龙铜矿二期项目落成

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,226	3,251	3,348	4,129	5,481
增长率 yoy (%)	-36.2	-37.8	3.0	23.3	32.8
归母净利润 (百万元)	3,420	2,580	3,616	5,140	6,491
增长率 yoy (%)	-39.5	-24.6	40.1	42.2	26.3
ROE (%)	26.1	18.6	20.7	23.4	23.5
EPS 最新摊薄 (元)	2.18	1.64	2.30	3.27	4.13
P/E (倍)	27.0	35.8	25.6	18.0	14.2
P/B (倍)	7.1	6.7	5.3	4.2	3.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 10 月 16 日，藏格矿业发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度收入为 24.01 亿元，同比上升 3.35%；归母净利润为 27.51 亿元，同比上升 47.26%；扣非归母净利润为 27.56 亿元，同比上升 49.27%。对应公司 25Q3 营业收入为 7.23 亿元，环比下降 35.76%；归母净利润为 9.51 亿元，环比下降 9.72%。

点评：氯化钾量价齐升，叠加巨龙铜矿收益提升，公司业绩稳步增长。公司 2025 年前三季度氯化钾/碳酸锂收入分别为 21.00/2.86 亿元，同比变化分别为 39.09%/-64.55%，毛利率分别为 63.46%/31.20%，同比变化分别为 20.78/-18.42pcts。

产销量方面，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，因此销售量高于生产量。公司 2025 年前三季度氯化钾产量为 70.16 万吨，同比下降 7.22%，完成本年目标的 70.16%；销量为 78.38 万吨，同比上升 9.62%，完成本年目标的 82.51%。

碳酸锂受藏格锂业临时停产影响，产销量同比下滑。2025 年 7 月 16 日，藏格钾肥收到海西州自然资源局、海西州盐湖管理局下发的《关于责令立即停止锂资源开发利用活动的通知》，藏格锂业临时停产。2025 年 9 月 30 日藏格钾肥取得自然资源部颁发的不动产权利证书(采矿权)和采矿许可证，在延续主矿种钾盐的基础上，新增矿盐、镁盐、锂矿、硼矿共生伴生矿种，藏格锂业于 2025 年 10 月 11 日正式复产。2025 年前三季度公司碳酸锂产量为 0.60 万吨，同比下降 35.10%，销量为 0.48 万吨，同比下降 52.99%。此外公司对年度碳酸锂产销计划进行调整，产量调整为 8510 吨、减少 2490 吨，销量调整为 8510 吨、减少 2490 吨。

产品价格方面，氯化钾价格受海外供给收缩影响同比上行。2025 年前三季度公司氯化钾销售均价为 2919.81 元/吨，同比上升 26.88%；碳酸锂价格虽环比有所回升，但均价仍低于 2024 年同期水平，2025 年前三季度公司碳酸锂销售均价为 67305.97 元/吨，同比下降 24.59%。

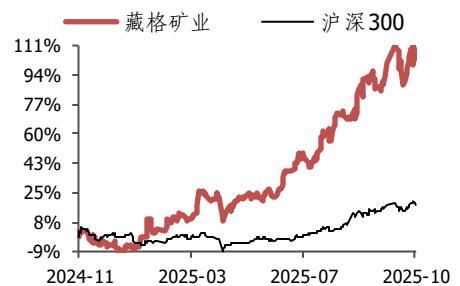
巨龙铜矿量价齐升，增厚公司利润。2025 年前三季度参股公司巨龙铜业实现矿产铜产量为 14.25 万吨，同比增长 16.80%，销量为 14.24 万吨，同比增长

买入 (维持评级)

股票信息

行业	基础化工
2025 年 10 月 31 日收盘价 (元)	58.86
总市值 (百万元)	92,423.49
流通市值 (百万元)	92,422.52
总股本 (百万股)	1,570.23
流通股本 (百万股)	1,570.21
近 3 月日均成交额 (百万元)	686.03

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

分析师 林森

执业证书编号：S1070525070002

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《氯化钾与铜矿价格上行推动公司业绩增长，看好巨龙铜矿二期稳步推进》2025-08-08
- 《主要产品价格下跌，公司 2024 年业绩短期承压，看好巨龙二期投产 - 藏格矿业 2024 年报及 2025 年一季报点评》2025-04-25

18.08%，实现营业收入 118.21 亿元，同比增长 27.49%，净利润 64.21 亿元，同比增长 45.01%，公司取得投资收益 19.50 亿元，同比增长 43.09%，归母净利润占比为 70.89%，为公司利润主要来源。铜价方面，根据 LME 数据显示，3Q25 LME 铜价为 9796.55 美元/吨，同比上升 6.37%。

公司各项活动产生的现金流净额波动较大。2025 年前三季度公司经营性活动产生的现金流净额为 13.40 亿元，同比上升 118.88%；投资活动产生的现金流净额为 12.97 亿元，同比上升 914.19%；筹资活动产生的现金流净额为 -13.10 亿元，同比上升 15.85%。期末现金及等价物余额为 21.80 亿元，同比上升 183.27%。应收账款同比下降 40.78%，应收账款周转率有所上升，从 2024 年同期的 64.25 次上升到 84.49 次；存货同比上升 0.88%，存货周转率有所上升，从 2024 年同期的 2.65 次下降到 2.18 次。

察尔汗盐湖开采矿种矩阵持续丰富，多项目进展顺利看好公司多维度布局增厚利润。根据公司 2025 年三季报披露，2025 年 9 月 30 日，公司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。目前，矿区保有氯化钾资源量 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。麻米错盐湖项目方面，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；结则茶卡与龙木错盐湖方面，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；老挝钾盐矿项目方面，公司稳步开展项目建设前的各项准备工作，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。我们看好公司原有项目开采产品矩阵的持续丰富以及新项目的建设，产能的不断扩张将增强公司整体竞争力。

巨龙铜矿二期项目稳步推进，有望年底进入试生产阶段。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。根据公司 2025 年 8 月 22 日投资者交流纪要披露，巨龙二期原则上计划于今年年底建成试生产，待其达产后，巨龙铜业的年矿产铜将达到 30 万-35 万吨。我们看好巨龙二期项目落成，铜产量有望进一步提升，为公司利润增长打开空间。

投资建议：我们预计藏格矿业 2025-2027 年收入分别为 33.48/41.29/54.81 亿元，同比增长 3.0%/23.3%/32.8%，归母净利润分别为 36.16/51.40/64.91 亿元，同比增长 40.1%/42.2%/26.3%，对应 EPS 分别为 2.30/3.27/4.13 元。结合公司 10 月 31 日收盘价，对应 PE 分别为 26/18/14 倍。我们基于以下两个方面：1）我们看好公司原有项目开采产品矩阵的持续丰富以及新项目的建设，产能的不断扩张将增强公司整体竞争力；2）我们看好巨龙二期项目落成，铜产量有望进一步提升，为公司利润增长打开空间，维持“买入”评级。

风险提示：安全生产风险、钾锂产品市场经营变化风险、矿山资源勘查储量低于预期的风险、新项目建设不及预期的风险、环境保护风险

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	2919	3337	3437
现金	1587	888	1509	1841	1497
应收票据及应收账款	18	25	19	35	37
其他应收款	316	31	326	115	471
预付账款	26	44	28	61	57
存货	498	427	365	614	702
其他流动资产	699	671	671	671	671
非流动资产	10948	12997	15583	19952	25580
长期股权投资	4130	6056	8819	12919	18007
固定资产	2870	2532	2351	2586	3083
无形资产	328	704	727	763	795
其他非流动资产	3620	3705	3686	3684	3695
资产总计	14092	15083	18503	23289	29017
流动负债	936	823	632	984	1105
短期借款	0	20	20	20	187
应付票据及应付账款	355	431	243	589	529
其他流动负债	580	372	369	374	389
非流动负债	106	414	414	414	414
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	106	414	414	414	414
负债合计	1041	1236	1046	1398	1519
少数股东权益	-8	-18	-24	-34	-50
股本	1580	1580	1580	1580	1580
资本公积	2169	2221	2221	2221	2221
留存收益	9551	10466	13501	17608	22904
归属母公司股东权益	13058	13865	17481	21925	27548
负债和股东权益	14092	15083	18503	23289	29017

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	718	1580	1263
净利润	3412	2569	3610	5130	6475
折旧摊销	420	438	347	392	481
财务费用	-19	3	-30	-43	-35
投资损失	-1263	-2070	-2814	-4163	-5168
营运资金变动	338	-132	-374	272	-469
其他经营现金流	95	111	-21	-7	-22
投资活动现金流	-1407	-31	-119	-596	-939
资本支出	324	148	170	661	1021
长期投资	-1547	-95	-2763	-4100	-5088
其他投资现金流	464	211	2814	4165	5170
筹资活动现金流	-2770	-1621	22	-652	-834
短期借款	0	20	0	0	167
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	22	-652	-1002
现金净增加额	-1193	-733	621	332	-511

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5226	3251	3348	4129	5481
营业成本	1816	1791	1534	1896	2549
营业税金及附加	294	353	227	288	414
销售费用	50	51	36	43	64
管理费用	281	247	199	238	338
研发费用	24	7	12	13	18
财务费用	-19	3	-30	-43	-35
资产和信用减值损失	14	-26	20	6	20
其他收益	2	11	6	6	6
公允价值变动收益	4	4	0.7	1.7	2
投资净收益	1263	2070	2814	4163	5168
资产处置收益	0.08	-1	-0.15	-0.16	-0.20
营业利润	4063	2855	4210	5871	7329
营业外收入	4	1	3	2	2
营业外支出	201	147	124	128	150
利润总额	3866	2709	4089	5745	7181
所得税	454	139	479	615	706
净利润	3412	2569	3610	5130	6475
少数股东损益	-8	-11	-6	-10	-16
归属母公司净利润	3420	2580	3616	5140	6491
EBITDA	4262	3138	4403	6089	7620
EPS (元/股)	2.18	1.64	2.30	3.27	4.13

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	3.0	23.3	32.8
营业利润 (%)	-38.7	-29.7	47.5	39.4	24.8
归属母公司净利润 (%)	-39.5	-24.6	40.1	42.2	26.3
获利能力					
毛利率 (%)	65.2	44.9	54.2	54.1	53.5
净利率 (%)	65.3	79.0	107.8	124.2	118.1
ROE (%)	26.1	18.6	20.7	23.4	23.5
ROIC (%)	25.9	18.4	20.4	23.2	23.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.4	8.2	5.7	6.0	5.2
净负债比率 (%)	-12.0	-6.1	-8.4	-8.2	-4.7
流动比率	3.4	2.5	4.6	3.4	3.1
速动比率	2.8	1.6	3.5	2.4	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	57.9	151.3	151.3	151.3	151.3
应付账款周转率	5.9	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.18	1.64	2.30	3.27	4.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.90	0.59	0.46	1.01	0.80
每股净资产 (最新摊薄)	8.32	8.83	11.13	13.96	17.54
估值比率					
P/E	27.0	35.8	25.6	18.0	14.2
P/B	7.1	6.7	5.3	4.2	3.4
EV/EBITDA	21.4	29.3	20.8	14.9	12.0

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686