

藏格矿业 (000408)

2025 年报点评: 三大产品价格高位, 利润弹性可期

买入 (维持)

2026 年 03 月 15 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

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

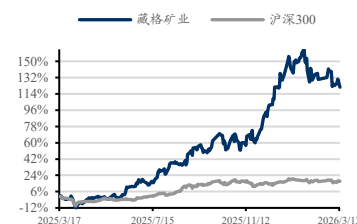
执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	3,251	3,577	4,388	4,197	4,003
同比 (%)	(37.79)	10.03	22.69	(4.35)	(4.64)
归母净利润 (百万元)	2,580	3,852	7,502	9,058	9,513
同比 (%)	(24.56)	49.32	94.75	20.73	5.03
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.64	2.45	4.78	5.77	6.06
P/E (现价&最新摊薄)	48.53	32.50	16.69	13.82	13.16

投资要点

- **业绩符合预期:** 2025 年公司实现营收 35.8 亿元, 同比+10.0%; 归母净利润 38.5 亿元, 同比+49.3%; 扣非归母净利 40.3 亿元, 同比+58.3%。其中, 25 年 Q4 公司实现营收 11.8 亿元, 同比+26.8%; 归母净利润 11.0 亿元, 同比+54.7%; 扣非归母净利润 12.7 亿元, 同比+82.0%, 业绩略高于此前预告中值, 符合预期。
- **锂: 25Q4 复产且价格提升、26 年麻米措增量可期。** 25 年全年碳酸锂产量 8808 吨, 同减 24%, 销量 8957 吨, 同减 34%。其中 25Q4 碳酸锂产量 2787 吨, 环比+227%, 销量 4157 吨, 同比+1160%。价格成本方面, 25 年公司碳酸锂含税均价 7.5 万元/吨, 同比-12%, 平均销售成本 4.3 万元/吨, 同比+5%, 毛利率 34.8%, 同比-10.6pct; 其中, 25Q4 含税均价 8.3 万元/吨, 环比+28%, 平均销售成本 4.6 万元/吨, 环比+33%。公司指引, 察尔汗 26 年产量 1.1 万吨, 麻米措 5 万吨产能 26 年 Q3 投产, 当年有望贡献 2-2.5 万吨销量, 权益 5000-6000 吨销量, 且后续持股比例有望提升。按照碳酸锂均价 15 万/吨测算, 26 年碳酸锂有望贡献 13 亿利润, 增量可期。
- **钾: 价格维持高位、产能利用率高。** 25 年氯化钾产量 103 万吨, 同减 3%, 销量 108 万吨, 同增 4%, 产销率保持高位。其中 25Q4 氯化钾产量 33.2 万吨, 环比+54%, 销量 24.8 万吨, 环比+21%。价格成本方面, 25 年氯化钾含税均价 2964 元/吨, 同比+29%, 平均销售成本 962 元/吨, 同比-18%, 毛利率 64.6%, 同比+19.8pct; 其中, 25Q4 含税均价 3080 元/吨, 环比持平, 平均销售成本 917 元/吨, 环比-3%。公司指引, 26 年氯化钾销量 100 万吨, 维持稳定, 并加快推进老挝 100 万吨产能进度。我们预计 26 年价格稳定, 我们预计可贡献 15 亿利润。
- **铜: 25Q4 铜价上涨、新增产能释放、26 年业绩弹性大。** 巨龙铜业 25 年贡献投资收益 27.8 亿元, 同比+44%, 其中 Q4 贡献 8.3 亿元, 环比+21%。巨龙铜业 25 年全年铜产量 19.4 万吨, 同比+17%, 销量 19.4 万吨, 单吨利润 4.7 万, 同比+25%; 其中, 25Q4 销量 5.1 万吨, 同比+3%, 单吨利润 5.3 万, 环比+17%。26 年二期产能释放, 指引销量 30-31 万吨, 若按照铜价 10 万元/吨测算, 对应利润近 50 亿元。
- **25Q4 经营性现金流同比提升。** 2025 年公司存货为 4.37 亿元, 较年初增长 2.26%; 经营性现金流净额 21 亿元, 同比+128.5%; 资本开支为 0.73 亿元, 同比-49.5%。其中, 25 年 Q4 公司经营活动净现金流净额为 7.6 亿元, 同比+147.7%; 资本开支 0.16 亿元, 同环比-69%/ -31%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2026-2027 年归母净利润 75.0/90.6 亿元 (原预期 74.6/90 亿元), 新增 28 年归母净利润预测 95.1 亿元, 同比+95%/+21%/+5%, 对应 PE 为 17x/14x/13x, 给与 26 年 25xPE 估值, 对应目标价 119 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求不及预期, 价格大幅波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	79.74
一年最低/最高价	31.00/97.28
市净率(倍)	7.71
流通 A 股市值(百万元)	125,208.43
总市值(百万元)	125,209.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.34
资产负债率(% ,LF)	8.35
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): 2025 年业绩预告点评: 三大产品价格均向上, 业绩弹性可期》

2026-01-13

《藏格矿业(000408): 2025 年三季度报点评: 盐湖锂复产, 巨龙二期放量在即》

2025-10-20

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,979	7,737	13,242	19,032	营业总收入	3,577	4,388	4,197	4,003
货币资金及交易性金融资产	2,286	7,048	12,561	18,360	营业成本(含金融类)	1,458	1,304	1,306	1,306
经营性应收款项	142	215	207	199	税金及附加	259	307	294	280
存货	437	357	358	358	销售费用	49	61	59	56
合同资产	0	0	0	0	管理费用	280	263	252	240
其他流动资产	114	117	117	116	研发费用	21	9	8	8
非流动资产	14,713	15,116	15,509	15,906	财务费用	6	0	(14)	(35)
长期股权投资	7,296	7,296	7,296	7,296	加:其他收益	25	8	8	7
固定资产及使用权资产	2,213	2,620	3,018	3,422	投资净收益	2,680	5,368	7,141	7,763
在建工程	70	120	170	220	公允价值变动	16	0	0	0
无形资产	649	595	540	486	减值损失	(9)	21	21	21
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	14	14	13	12	营业利润	4,216	7,841	9,462	9,938
其他非流动资产	4,470	4,470	4,470	4,470	营业外净收支	(161)	(18)	(18)	(18)
资产总计	17,692	22,853	28,751	34,939	利润总额	4,055	7,823	9,444	9,920
流动负债	851	1,027	1,019	1,010	减:所得税	218	313	378	397
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	100	100	100	净利润	3,837	7,510	9,067	9,523
经营性应付款项	362	324	325	325	减:少数股东损益	(15)	8	9	10
合同负债	248	261	261	261	归属母公司净利润	3,852	7,502	9,058	9,513
其他流动负债	237	343	334	324	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.45	4.78	5.77	6.06
非流动负债	625	725	825	925	EBIT	1,535	2,444	2,278	2,112
长期借款	230	330	430	530	EBITDA	1,989	2,486	2,328	2,157
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	59.24	70.30	68.87	67.36
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	107.71	170.96	215.79	237.67
其他非流动负债	388	388	388	388	收入增长率(%)	10.03	22.69	(4.35)	(4.64)
负债合计	1,477	1,753	1,845	1,935	归母净利润增长率(%)	49.32	94.75	20.73	5.03
归属母公司股东权益	16,244	21,121	26,917	33,006					
少数股东权益	(28)	(21)	(12)	(2)					
所有者权益合计	16,215	21,100	26,906	33,004					
负债和股东权益	17,692	22,853	28,751	34,939					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,100	2,259	1,971	1,805	每股净资产(元)	10.34	13.45	17.14	21.02
投资活动现金流	337	4,946	6,721	7,343	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	(1,322)	(2,444)	(3,180)	(3,349)	ROIC(%)	9.57	12.35	8.93	6.64
现金净增加额	1,115	4,761	5,513	5,799	ROE-摊薄(%)	23.72	35.52	33.65	28.82
折旧和摊销	454	42	50	45	资产负债率(%)	8.35	7.67	6.42	5.54
资本开支	(73)	(420)	(420)	(420)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.50	16.69	13.82	13.16
营运资本变动	322	64	(20)	(21)	P/B (现价)	7.71	5.93	4.65	3.79

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>