

# 藏格矿业 (000408)

## 2026 年一季报点评: 铜矿贡献核心利润, 碳酸锂价格弹性明显

买入 (维持)

2026 年 04 月 18 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

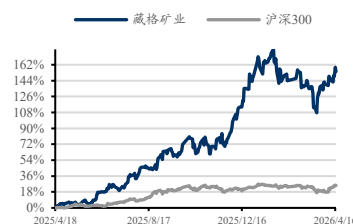
执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	3,251	3,577	4,437	4,295	4,238
同比 (%)	(37.79)	10.03	24.06	(3.21)	(1.33)
归母净利润 (百万元)	2,580	3,852	8,040	9,550	10,013
同比 (%)	(24.56)	49.32	108.70	18.78	4.85
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.64	2.45	5.12	6.08	6.38
P/E (现价&最新摊薄)	48.53	32.50	15.57	13.11	12.50

### 投资要点

- **Q1 业绩亮眼、略好于预期:** 26Q1 营收 7.2 亿元, 同环比 30%/-39%, 归母净利 15.7 亿元, 同环比 111%/43%, 扣非净利 15.8 亿元, 同环比 110%/24%, 毛利率 64.2%, 同环比 12/5.4pct, 其中投资收益 13 亿, 同比+118%, 主要为巨龙矿业贡献。
- **锂价上行 Q1 价格弹性大、麻米措进展顺利。** 26Q1 碳酸锂产量 1765 吨, 销量 1290 吨, 同比-16%; 碳酸锂均价 14.9 万元 / 吨, 同比 +103%; 成本 4.9 万元 / 吨, 同比 +4%; 毛利率 62.6%, 单吨毛利 8.3 万元, 我们预计 Q1 碳酸锂贡献利润 0.8 亿+。全年看, 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 10+亿利润, 增量可期。
- **钾肥价格高位、贡献稳定利润。** Q1 氯化钾产量 16.7 万吨、销量 19.1 万吨, 同环比+7%/-23%, 均价 3082 元 / 吨, 同比 +14%, 环比持平, 成本 987 元 / 吨, 同环比-6%/+7%; 毛利率 65.1%, 同比+7pct, 我们预计 Q1 钾肥贡献 2.5 亿利润。26 年销量指引 100 万吨, 价格中枢稳定, 我们预计全年钾肥贡献利润 13~15 亿元。
- **铜: 新增产能释放、26 年业绩弹性大。** 26Q1 巨龙铜业铜线 13.1 亿投资收益, 同环比增+115%/+55%。Q1 铜产销 6 万吨, 同环比+30%/+19%, 二期 20 万吨/日采选产能已投产爬坡, 指引全年铜销量 30-31 万吨, 同比增 57%, 我们预计贡献 55 亿+利润。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 Q1 业绩好于预期, 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润 80.4/95.5/100.1 亿元 (原预期 75/90.6/95.1 亿元), 同比+109%/+19%/+5%, 对应 PE 为 16x/13x/13x, 给予 26 年 25x 估值, 对应目标价 128 元, 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)	84.85
一年最低/最高价	34.55/97.28
市净率(倍)	7.55
流通 A 股市值(百万元)	133,232.25
总市值(百万元)	133,233.65

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.24
资产负债率(% ,LF)	7.06
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 年报点评: 三大产品价格高位, 利润弹性可期》

2026-03-15

《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
<b>流动资产</b>	<b>2,979</b>	<b>8,084</b>	<b>13,907</b>	<b>20,046</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,577</b>	<b>4,437</b>	<b>4,295</b>	<b>4,238</b>
货币资金及交易性金融资产	2,286	7,392	13,221	19,351	营业成本(含金融类)	1,458	1,304	1,306	1,348
经营性应收款项	142	217	211	210	税金及附加	259	311	301	297
存货	437	357	358	369	销售费用	49	62	60	59
合同资产	0	0	0	0	管理费用	280	266	258	254
其他流动资产	114	117	117	117	研发费用	21	9	9	8
<b>非流动资产</b>	<b>14,713</b>	<b>15,116</b>	<b>15,509</b>	<b>15,906</b>	财务费用	6	0	(15)	(37)
长期股权投资	7,296	7,296	7,296	7,296	加:其他收益	25	8	8	8
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	5,887	7,570	8,122
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	<b>营业利润</b>	<b>4,216</b>	<b>8,401</b>	<b>9,976</b>	<b>10,459</b>
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)
<b>资产总计</b>	<b>17,692</b>	<b>23,200</b>	<b>29,415</b>	<b>35,953</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,055</b>	<b>8,383</b>	<b>9,958</b>	<b>10,441</b>
<b>流动负债</b>	<b>851</b>	<b>1,030</b>	<b>1,024</b>	<b>1,043</b>	减:所得税	218	335	398	418
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>3,837</b>	<b>8,048</b>	<b>9,559</b>	<b>10,023</b>
经营性应付款项	362	324	325	335	减:少数股东损益	(15)	8	10	10
合同负债	248	261	261	270	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,852</b>	<b>8,040</b>	<b>9,550</b>	<b>10,013</b>
其他流动负债	237	345	339	339	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.45	5.12	6.08	6.38
<b>非流动负债</b>	<b>625</b>	<b>725</b>	<b>825</b>	<b>925</b>	EBIT	1,535	2,486	2,361	2,271
长期借款	230	330	430	530	EBITDA	1,989	2,528	2,411	2,316
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	59.24	70.62	69.58	68.20
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	107.71	181.19	222.36	236.29
其他非流动负债	388	388	388	388	收入增长率(%)	10.03	24.06	(3.21)	(1.33)
<b>负债合计</b>	<b>1,477</b>	<b>1,755</b>	<b>1,850</b>	<b>1,968</b>	归母净利润增长率(%)	49.32	108.70	18.78	4.85
归属母公司股东权益	16,244	21,465	27,576	33,985					
少数股东权益	(28)	(20)	(11)	(1)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,215</b>	<b>21,444</b>	<b>27,566</b>	<b>33,984</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,692</b>	<b>23,200</b>	<b>29,415</b>	<b>35,953</b>					

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	2,278	2,035	1,956	每股净资产(元)	10.34	13.67	17.56	21.64
投资活动现金流	337	5,465	7,151	7,702	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)	(2,637)	(3,357)	(3,529)	ROIC(%)	9.57	12.45	9.07	6.95
现金净增加额	1,115	5,106	5,829	6,130	ROE-摊薄(%)	23.72	37.46	34.63	29.46
折旧和摊销	454	42	50	45	资产负债率(%)	8.35	7.57	6.29	5.47
资本开支	(73)	(420)	(420)	(420)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.50	15.57	13.11	12.50
营运资本变动	322	64	(20)	(11)	P/B(现价)	7.71	5.83	4.54	3.68

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>