

藏格矿业 (000408)

2026 年中报点评：铜矿投资收益大增，钾锂盈利弹性释放

买入（维持）

2026 年 08 月 11 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

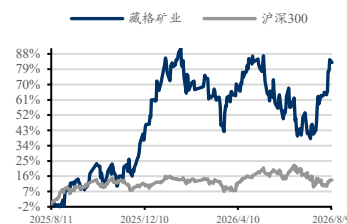
ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	3,251	3,577	4,291	4,100	4,092
同比（%）	(37.79)	10.03	19.97	(4.45)	(0.20)
归母净利润（百万元）	2,580	3,852	7,738	9,171	9,376
同比（%）	(24.56)	49.32	100.86	18.52	2.24
EPS-最新摊薄（元/股）	1.64	2.46	4.93	5.85	5.98
P/E（现价&最新摊薄）	54.24	36.33	18.09	15.26	14.93

投资要点

- **业绩位于预告中值、符合市场预期。**公司 26H1 营收 20.6 亿元，同比+23%，归母净利润 36.4 亿元，同比+102%，毛利率 66.7%，同比+10pct，归母净利率 176%，同比+69pct；其中 26Q2 营收 13.5 亿元，同环比+20%/+89%，归母净利润 20.6 亿元，同环比+96%/+31%，毛利率 68%，同环比+9/+4pct，归母净利率 153%，同环比+59.5/-67pct。业绩位于此前预告中值，符合市场预期。
- **铜矿投资收益大增、贡献核心利润。**26H1 公司确认巨龙铜业投资收益 28 亿元，同比+123%。巨龙铜业 26H1 铜产量 13.4 万吨，同比+44%，销量 13.35 万吨，同比+44%，受益铜价中枢上移及二期项目投产爬坡，26H1 巨龙铜业营收 150 亿元，同比+98%，净利润 92 亿元，同比+121%。公司持有其 31%股权，26 年全年看，巨龙铜业二期 20 万吨/日采选产能持续爬坡，全年铜销量指引 30-31 万吨，同增 57%，我们预计 26 年有望贡献 55 亿元+投资收益。
- **锂价上行弹性明显、麻米措投产贡献增量。**26H1 碳酸锂营收 5.8 亿元，同比+118%，毛利率 71%，同比+41pct；碳酸锂产量 5400 吨，同比+4.4%，销量 3990 吨，同比-10.7%；含税均价 16.5 万元/吨，同比+144%，平均销售成本 4.2 万元/吨，同比+2%。其中 26Q2 产量 3635 吨，环比+106%，销量 2700 吨，环比+109%，我们预计 26Q2 碳酸锂贡献利润 1.5-2 亿元，较 Q1 翻倍以上。碳酸锂库存增加主要系 6 月锂价波动导致下游提货观望，但 26 年全年看，察尔汗我们预计维持 1.1 万吨产量，麻米措 5 万吨产能我们预计 26Q3 投产，26 年我们预计贡献 2 万吨，对应权益销量 5000-6000 吨，按照锂价 14 万元/吨，我们预计贡献 11-12 亿元利润。
- **钾肥价格高位、贡献稳定利润。**26H1 氯化钾营收 14.7 亿元，同比+5.3%；毛利率 65%，同比+3.4pct；氯化钾产量 51.03 万吨，同比+5%，销量 52.53 万吨，同比-2%；含税均价 3055 元/吨，同比+7.4%，平均销售成本 976 元/吨，同比-2%，降本显著。其中 26Q2 产量 34.4 万吨，环比+106%，销量 33.4 万吨，环比+75%。受行业供需格局影响，26H1 氯化钾售价同比上行，带动钾肥毛利率同比提升。我们预计 26Q2 钾肥贡献利润约 4 亿元，26H1 贡献利润 6 亿元+；26 年全年销量指引 100 万吨，我们预计 26 年贡献利润 13+亿元。
- **26Q2 费控良好、资本开支增加。**26H1 期间费用 1.8 亿元，同比+16.7%，费用率 8.9%，同比-0.5pct，其中 Q2 期间费用 0.9 亿元，同环比+5.2%/+0.9%，费用率 6.8%，同环比-0.9/-5.9pct；26H1 经营性现金流 9.8 亿元，同比+18%，其中 Q2 经营性现金流 10.6 亿元，同环比+46%/+922%；26H1 资本开支 0.9 亿元，同比+158%，其中 Q2 资本开支 0.5 亿元，同环比+75%/+530%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到碳酸锂价格波动，我们下调 2026-2028 年归母净利润预期至 77/92/94 亿元（原预期 80/96/100 亿元），同比+101%/+19%/+2%，对应 PE 为 18/15/15x，考虑公司铜矿投资收益大增+钾锂盈利弹性释放，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期，产品价格波动风险，巨龙铜业投资收益不确定性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	89.20
一年最低/最高价	49.37/97.28
市净率(倍)	7.94
流通 A 股市值(百万元)	139,945.72
总市值(百万元)	139,947.20

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)	1,568.91
流通 A 股(百万股)	1,568.90

相关研究

《藏格矿业(000408)：26H1 业绩预告点评：铜矿贡献核心增量，钾锂盈利弹性释放》

2026-07-08

《藏格矿业(000408)：2026 年一季度报点评：铜矿贡献核心利润，碳酸锂价格弹性明显》

2026-04-18

藏格矿业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,979	6,852	11,076	15,474	营业总收入	3,577	4,291	4,100	4,092
货币资金及交易性金融资产	2,286	6,133	10,399	14,786	营业成本(含金融类)	1,458	1,419	1,306	1,348
经营性应收款项	142	213	203	203	税金及附加	259	300	287	286
存货	437	389	358	369	销售费用	49	60	57	57
合同资产	0	0	0	0	管理费用	280	257	246	246
其他流动资产	114	117	116	116	研发费用	21	9	8	8
非流动资产	14,713	16,207	17,893	19,625	财务费用	6	0	(12)	(30)
长期股权投资	7,296	8,639	10,142	11,645	加:其他收益	25	8	7	7
固定资产及使用权资产	2,213	2,368	2,556	2,792	投资净收益	2,680	5,812	7,345	7,590
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	8,086	9,580	9,794
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	23,059	28,969	35,100	利润总额	4,055	8,068	9,562	9,776
流动负债	851	1,083	1,014	1,036	减:所得税	218	323	382	391
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	7,745	9,180	9,385
经营性应付款项	362	353	325	335	减:少数股东损益	(15)	8	9	9
合同负债	248	284	261	270	归属母公司净利润	3,852	7,738	9,171	9,376
其他流动负债	237	346	329	331	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.46	4.93	5.85	5.98
非流动负债	625	725	825	925	EBIT	1,535	2,245	2,195	2,147
长期借款	230	330	430	530	EBITDA	1,989	2,540	2,455	2,360
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	59.24	66.93	68.14	67.06
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	107.71	180.32	223.67	229.14
其他非流动负债	388	388	388	388	收入增长率(%)	10.03	19.97	(4.45)	(0.20)
负债合计	1,477	1,808	1,840	1,961	归母净利润增长率(%)	49.32	100.86	18.52	2.24
归属母公司股东权益	16,244	21,271	27,140	33,141					
少数股东权益	(28)	(20)	(11)	(2)					
所有者权益合计	16,215	21,251	27,129	33,139					
负债和股东权益	17,692	23,059	28,969	35,100					

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,100	2,327	2,065	2,019	每股净资产(元)	10.34	13.55	17.28	21.11
投资活动现金流	337	4,048	5,422	5,667	最新发行在外股份(百万股)	1,569	1,569	1,569	1,569
筹资活动现金流	(1,322)	(2,529)	(3,220)	(3,299)	ROIC(%)	9.57	11.30	8.54	6.71
现金净增加额	1,115	3,846	4,267	4,386	ROE-摊薄(%)	23.72	36.38	33.79	28.29
折旧和摊销	454	294	260	213	资产负债率(%)	8.35	7.84	6.35	5.59
资本开支	(73)	(420)	(420)	(420)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.33	18.09	15.26	14.93
营运资本变动	322	89	(46)	(11)	P/B(现价)	8.62	6.58	5.16	4.23

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>