开源证券

盐湖股份（000792.SZ）

2025 年 02 月 12 日

钾锂双擎驱动，五矿入主打造世界级盐湖产业基地

——公司首次覆盖报告

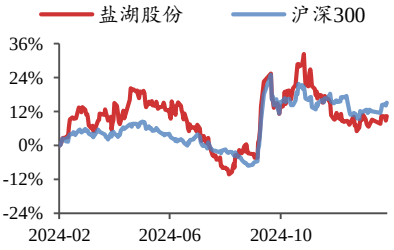
投资评级：买入（首次）

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

徐正凤（分析师）
xuzhengfeng@kysec.cn
证书编号：S0790524070005

日期	2025/2/12
当前股价(元)	16.72
一年最高最低(元)	20.75/13.58
总市值(亿元)	884.75
流通市值(亿元)	884.74
总股本(亿股)	52.92
流通股本(亿股)	52.91
近 3 个月换手率(%)	46.99

股价走势图



数据来源：聚源

● **钾锂双擎驱动，分红潜力雄厚，中国五矿入主打造世界级盐湖产业基地**

公司依托优质的察尔汗盐湖资源，聚焦钾、锂双主业，目前拥有 500 万吨/年氯化钾、3 万吨/年碳酸锂产能，是国内钾、锂龙头企业，规划 4+3 万吨/年碳酸锂，成长可期。新公司法下，公司资本公积金弥补后的期末未分配利润为 288.4 亿元（截至 2024 三季报），分红潜力雄厚。**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 43.29、52.48、57.74 亿元，EPS 分别为 0.82、0.99、1.09 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 20.4、16.9、15.3 倍。**我们看好公司不断巩固国内氯化钾龙头、碳酸锂低成本典范的优势地位，当前钾锂处于景气底部、静待反转。随着中国五矿成为公司实控人，我们看好双方共建世界级盐湖产业基地、打造世界级盐湖产业集团，助力公司全面迈向高质量发展，首次覆盖给予“买入”评级。

● **钾肥：供给集中、需求稳增，公司是资源、规模、技术兼备的国产钾肥龙头**

全球：钾肥行业呈现寡头垄断，由于钾资源分布不均、钾矿投资强度大且新建项目投产周期长，以及龙头公司生产节奏等因素，预计全球钾肥新增产能保持温和扩张；粮食稳产增收支撑全球钾肥需求保持增长。**国内：**我国氯化钾进口依赖度保持在 50%以上，价格走势与进口大合同价趋同。**盐湖股份：**公司地处察尔汗盐湖，拥有 500 万吨/年氯化钾产能，产能规模位居国内第一，是世界上唯一掌握 5 种氯化钾加工技术的企业，产销量规模、生产成本、盈利能力优势明显。

● **碳酸锂：当前价格低位，国内产需高增，公司资源+技术打造低成本核心优势**

碳酸锂：盐湖锂是目前提锂成本最低的锂矿类型，全球需求增长主要来自于新能源汽车与储能，2014-2024 年国内碳酸锂产量、表观消费量复合增速均超过 30%，当前产品价格处于历史低位。**盐湖股份：**公司以提钾后的老卤水为原材料、采用吸附+膜法工艺进行提锂。子公司蓝科锂业现有碳酸锂产能 3 万吨/年，属于国内最大的盐湖卤水提锂产能规模，生产成本处于行业低位；公司稳步推进 4 万吨基础锂盐项目建设，项目投资、生产成本不断优化，未来成长可期。

● **风险提示：**钾锂价格波动、项目投产不及预期、新能源需求不及预期、其他风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,739	21,579	14,913	16,182	17,234
YOY(%)	108.0	-29.8	-30.9	8.5	6.5
归母净利润(百万元)	15,568	7,914	4,329	5,248	5,774
YOY(%)	247.6	-49.2	-45.3	21.2	10.0
毛利率(%)	79.1	56.0	51.1	54.0	54.6
净利率(%)	50.6	36.7	29.0	32.4	33.5
ROE(%)	69.0	27.0	12.5	12.8	12.3
EPS(摊薄/元)	2.94	1.50	0.82	0.99	1.09
P/E(倍)	5.7	11.2	20.4	16.9	15.3
P/B(倍)	3.5	2.8	2.4	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目　录

1、 钾锂双擎驱动，五矿入主打造世界级盐湖产业基地 4
1.1、 治理结构：聚焦钾锂主业轻装再上阵，中国五矿入主成实控人 4
1.2、 经营情况：钾肥为基、碳酸锂逐步发力，景气底部静待反转 6
2、 钾肥：供给集中且温和扩张、需求稳增，公司为国产钾肥龙头 8
2.1、 供给端：全球供给呈现寡头垄断，总体产能预计保持温和扩张 9
2.2、 需求端：粮食稳产增收、提升作物品质，推动钾肥需求保持增长 12
2.3、 我国氯化钾产能分布集中、进口依赖度高，价格走势与进口大合同价趋同 13
2.4、 盐湖股份：国产钾肥龙头，资源、规模、技术优势兼备 15
3、 碳酸锂：价格回落至历史低位，公司资源+技术加持，具备低成本优势 18
3.1、 新能源汽车、储能支撑碳酸锂需求增长，当前价格回落至历史低位 20
3.2、 盐湖股份：盐湖锂资源丰富、吸附+膜法提锂技术先进，打造低成本核心优势 22
4、 盈利预测与投资建议 24
5、 风险提示 26
附：财务预测摘要 27

图表目录

图 1： 依托察尔汗盐湖，盐湖股份聚焦优质钾、锂资源，打造“氯化钾+碳酸锂”双擎驱动的业务格局 5
图 2： 截至 2025 年 1 月 15 日，公司控股股东变更为中国盐湖工业，实控人变更为五矿集团 6
图 3： 2024 年前三季度，公司营收同比-33.8% 7
图 4： 2024 年前三季度，公司归母净利润同比-43.9% 7
图 5： 2020-2023 年，公司氯化钾营收占比在 55%以上 7
图 6： 2020-2022 年，公司碳酸锂业务毛利率稳步提升 7
图 7： 2020 年以来，公司资产负债率明显降低 8
图 8： 截至 2024 三季报，公司资本公积金弥补后的期末未分配利润为 288.4 亿元，分红潜力雄厚 8
图 9： 全球钾盐资源主要在加拿大、白俄罗斯、俄罗斯 9
图 10： 钾盐资源储量丰富的国家其钾肥产量同样居前 9
图 11： Nutrien 预计全球钾肥产能将保持扩张 11
图 12： 预计钾肥供应的短期、长期边际成本均在提升 11
图 13： 2013-2023 年全球氯化钾（实物量）表观消费量 CAGR 达到 2.18% 12
图 14： 预计全球氯化钾需求 2025 年达到 7000-7400 万吨 12
图 15： 受耕地增加、提升作物产量和品质需求等因素推动，预计全球氯化钾需求量将保持增长趋势 13
图 16： 2017-2024 年，我国氯化钾进口依赖度超过 50% 14
图 17： 我国氯化钾主要进口自白俄、俄罗斯和加拿大 14
图 18： 国内钾肥现货价与进口大合同价格走势趋同 15
图 19： 2024 年，国产及进口钾肥价格同比下跌 15
图 20： 盐湖股份聚焦钾、锂主业，同时积极推进钠、镁等盐湖资源的梯级开发和综合利用 16
图 21： 锂资源主要包括矿山锂和盐湖锂，锂化合物主要包括碳酸锂、氢氧化锂等 19
图 22： 全球锂资源主要分布在玻利维亚、阿根廷等 19
图 23： 2023 年电池行业对锂资源需求占比提升至 87% 19
图 24： 2024 年国内碳酸锂产能、产量保持增长 20
图 25： 2024 年国内碳酸锂表观消费量同比增长 50% 20
图 26： 预计全球锂离子电池出货量保持增长 20

图 27： 2023 年，全球锂电池出货以动力、储能电池为主 20
图 28： 2023 年以来国内碳酸锂价格总体呈现下行趋势 21
图 29： 上市以来，碳酸锂期货价格总体呈现下行趋势 21
图 30： 国内高镁锂比盐湖的工业化提锂工艺有纳滤法、电渗析法、萃取法、吸附法等 22
图 31： 盐湖股份采用以铝系吸附剂为核心的吸附+膜法工艺进行盐湖提锂 22

表 1： 目前盐湖股份拥有氯化钾产能 500 万吨、碳酸锂产能 3 万吨，规划在建 3+4 万吨碳酸锂项目 4
表 2： 钾肥包括含氯钾肥（氯化钾）和不含氯钾肥（硫酸钾、硝酸钾、磷酸二氢钾等）两大类 8
表 3： 2022 年全球钾肥进出口：俄罗斯、白俄罗斯出口量同比下降较多，巴西、中国、美国等进口量位居前列 10
表 4： 全球氯化钾生产企业寡头垄断明显，前 10 大企业产能占全球总产能的 92% 10
表 5： 国内氯化钾生产企业主要是盐湖股份、藏格矿业 13
表 6： 2024 年国内钾肥大合同定价 CFR 273 美元/吨，继续保持世界钾肥进口“价格洼地” 14
表 7： 盐湖股份拥有 5 种氯化钾技术工艺，是目前世界上唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业 16
表 8： 国内钾肥企业产销数据对比：盐湖股份产销量规模、毛利率居于行业前列，单位成本处于低位 17
表 9： 国内钾肥企业产能/总市值弹性表：东方铁塔弹性最大 18
表 10： 碳酸锂业务成本对比：2020 年-2024H1，盐湖股份碳酸锂单位营业成本低于藏格矿业（2023 年除外） 23
表 11： 蓝科锂业经营情况：2024 年上半年补缴资源税等拖累净利率水平明显下降 24
表 12： 公司主营业务拆分与盈利预测 25
表 13： 可比公司盈利预测与估值：盐湖股份 2025 年 PE 低于可比公司平均 PE（截至 2025 年 2 月 12 日） 25

1、 钾锂双擎驱动，五矿入主打造世界级盐湖产业基地

依托察尔汗盐湖资源，打造钾肥、碳酸锂双龙头。青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”）位于青海省格尔木市，依托优质的察尔汗盐湖资源，公司聚焦钾、锂主业，打造国内钾肥、碳酸锂双龙头。**氯化钾方面，**目前公司氯化钾产能达到 500 万吨/年，产能规模位居国内第一，全国市场钾肥占有率达 30%以上，国产钾肥市场占有率达 60%以上。**碳酸锂方面，**子公司蓝科锂业现有碳酸锂 3 万吨/年，属于国内最大盐湖卤水提锂产能规模，盐湖股份新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目预计 2024 年底投产，同时推进与比亚迪合作的 3 万吨碳酸锂项目，远期碳酸锂产能有望达到 10 万吨/年。

新公司法下资本公积弥补亏损后公司分红潜力雄厚，中国五矿入主打造世界级盐湖。新公司法于 2024 年 7 月 1 日起施行，规定公积金可以用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司注册资本。受此前剥离亏损资产影响，截至 2024 三季报，公司期末未分配利润-119.20 亿元、资本公积金 407.61 亿元，对应资本公积金弥补后的期末未分配利润为 288.4 亿元，分红潜力雄厚。此外，2025 年 1 月 15 日，公司公告控股股东股份协议转让过户完成，中国盐湖工业成为公司的控股股东，中国五矿成为公司实际控制人，中国五矿系国务院国资委监管的中央企业，海外矿产投资开发及运营管理经验丰富，我们看好双方共建世界级盐湖产业基地、打造世界级盐湖产业集团，助力公司全面迈向高质量发展。

表1：目前盐湖股份拥有氯化钾产能 500 万吨、碳酸锂产能 3 万吨，规划在建 3+4 万吨碳酸锂项目

业务板块	业务主体	权益比例	现有产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）
氯化钾	盐湖股份	100%	434.5	
	元通钾肥	95.80%	40	
	三元钾肥	85.07%	17	
	盐云钾盐	35%	4.5	
	青海盐湖资源综合利用	100%	4	
	合计权益产能		**493**	
碳酸锂	蓝科锂业	51.42%	3	
	盐湖比亚迪	49.50%		3
	盐湖股份	100%		4（预计 2024 年底建成）
	合计权益产能		**1.54**	**5.49**

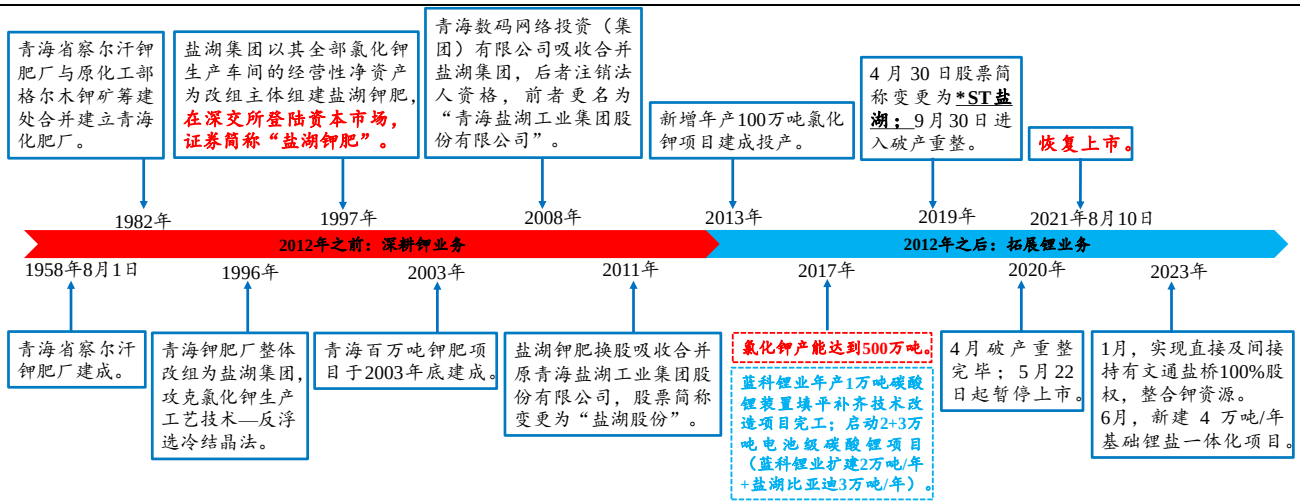
资料来源：公司公告、爱企查、开源证券研究所

1.1、 治理结构：聚焦钾锂主业轻装再上阵，中国五矿入主成实控人

及时剥离镁板块和化工项目等亏损资产，聚焦优质“钾+锂”业务再启航。公司前身青海钾肥厂始建于 1982 年，是由原青海省察尔汗钾肥厂（1958 年成立）与原化工部格尔木钾矿筹建处合并而成的。**1996 年 7 月，**青海钾肥厂整体改组为青海盐湖工业集团有限公司（简称“盐湖工业集团”）。**1997 年，**盐湖集团以其全部氯化钾生产车间的经营性净资产为改组主体，联合北京华北电力实业总公司等六家发起人，以社会募集方式组建青海盐湖钾肥股份有限公司（简称“盐湖钾肥”）在深交所登陆资本市场，此后不断加力扩张氯化钾产能。**2011 年 3 月，**盐湖钾肥完成对盐湖工业集团的吸收合并并更名为盐湖股份，同时承接了盐湖工业集团的

6 大资源综合开发项目。**2017 年，**公司氯化钾设计产能达到 500 万吨/年，并与比亚迪等公司成立共同子公司盐湖比亚迪开发 3 万吨电池级碳酸锂项目。**2019 年，**公司通过司法重整剥离子公司盐湖镁业、海纳化工等亏损板块，导致 2017-2019 年连续三个会计年度经审计的净利润为负值，公司股票 2020 年 5 月 22 日起暂停上市。2020 年公司实现归母净利润 20.4 亿元，符合申请恢复上市的条件，**2021 年 8 月 10 日在上交所恢复上市。**之后，公司聚焦钾、锂主业，于 2023 年 1 月完成对文通盐桥钾资源的整合，同年开工建设 4 万吨/年基础锂盐一体化项目。

图1：依托察尔汗盐湖，盐湖股份聚焦优质钾、锂资源，打造“氯化钾+碳酸锂”双擎驱动的业务格局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

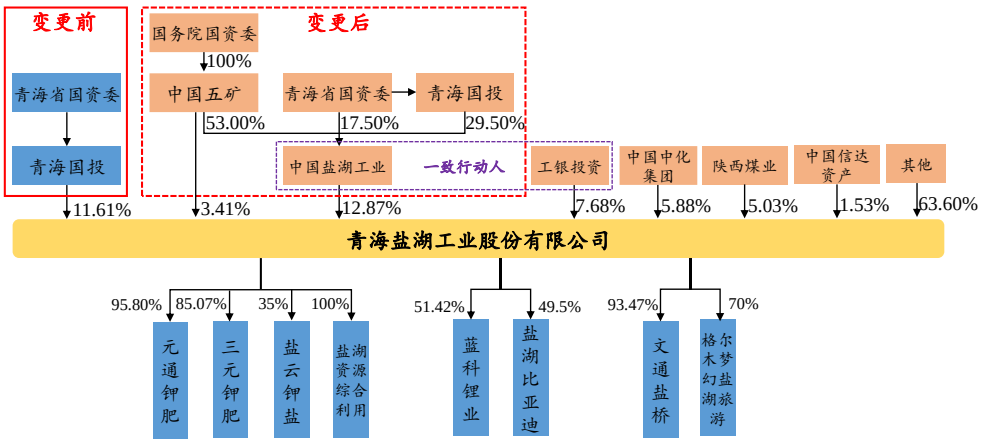
公司控股股东变更为中国盐湖工业，实控人变更为中国五矿。2024 年 5 月 6 日，公司收到控股股东青海省国有资产投资管理有限公司（“青海国投”）的《告知函》，青海国投拟与中国五矿集团在合力共建世界级盐湖产业基地、打造世界级盐湖产业集团（由中国五矿控股）等方面开展战略合作，本次合作涉及公司并可能涉及公司控股股东及实际控制人发生变更。2024 年 9 月 7 日，青海省国资委、青海国投与中国五矿集团及下属子企业签署协议，拟共同组建中国盐湖工业，同时中国盐湖工业拟以现金购买青海国投及其一致行动人芜湖信泽青合计持有的公司股票。2024 年 12 月 30 日，公司公告中国盐湖工业以支付现金方式合计购买青海国投及其一致行动人芜湖信泽青持有的公司 6.81 亿股股份，占公司总股本的 12.54%，每股转让价格 19.9007 元/股，青海国投、芜湖信泽青不再持有公司股票。本次权益变动后，中国盐湖工业将直接持有 12.54%股权，公司控股股东由青海国投变更为中国盐湖工业；中国五矿将直接及间接合计控制 15.86%股权，公司实际控制人由青海省国资委变更为中国五矿。2025 年 1 月 15 日，公司公告控股股东股份协议转让过户完成，中国盐湖工业成为公司的控股股东，中国五矿成为公司实际控制人。

中国五矿致力于打造全球竞争力的世界一流金属矿产企业集团，有望为盐湖股份海外矿产投资注入强劲动力。中国五矿成立于 1950 年，是以金属矿产为核心主业、由中央直接管理的国有重要骨干企业，国有资本投资公司试点企业。公司金属矿产资源储量丰富，在亚洲、大洋洲、南美和非洲等地共拥有境内外矿山 38 座，其中海外矿山 15 座。公司所属秘鲁拉斯邦巴斯铜矿、澳大利亚杜加尔河锌矿、

巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿及柿竹园等世界级在产矿山运营稳定。公司经营的金属品种覆盖我国战略性矿种目录的 70%以上，钨、晶质石墨、铋资源量位居全球前列，锌、铅、锑、铬、萤石等资源量位列全球第一梯队。**此外，中国五矿子公司五矿盐湖在柴达木盆地中部的一里坪盐湖布局生产厂区，已建成投运 1 万吨/年碳酸锂项目和 30 万吨/年氯化钾项目。**近年来，盐湖股份专门成立了“走出钾”专项工作组，专注于加强与非洲、东南亚等钾肥资源极为丰富的地区展开深度合作开发。随着中国五矿成为公司实控人，有望赋能盐湖股份海外矿产投资开发。

子公司方面，公司钾肥业务主要由上市公司主体以及元通钾肥、三元钾肥、盐云钾盐、盐湖资源综合利用下属 4 家公司负责；碳酸锂业务主要是子公司蓝科锂业 3 万吨/年产能，同时上市公司主体在建 4 万吨/年产能、子公司盐湖比亚迪规划 3 万吨/年产能。

图2：截至 2025 年 1 月 15 日，公司控股股东变更为中国盐湖工业，实控人变更为五矿集团



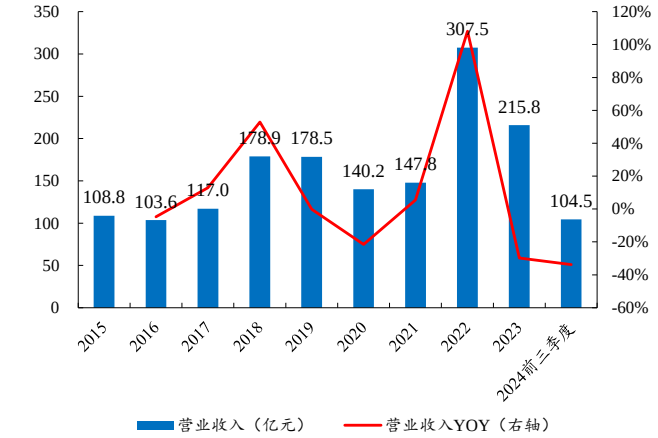
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 经营情况：钾肥为基、碳酸锂逐步发力，景气底部静待反转

钾肥发挥业绩压舱石作用，碳酸锂逐步发力。据 Wind 数据，2020-2023 年，公司氯化钾业务营收、毛利占比均维持在 55%以上，销售毛利率维持在 50%以上，是公司的主力业务。碳酸锂方面，营收规模总体保持扩张趋势，2022 年公司新建 2 万吨/年碳酸锂装置全面达产，受益于新能源汽车、储能等行业蓬勃发展带动锂盐行业景气度持续向上，公司碳酸锂业务实现营收 114.6 亿元，营收占比提升至 37%、毛利占比提升至 43%，随着公司新建碳酸锂产能逐步释放，碳酸锂业务有望逐步贡献业绩增量。

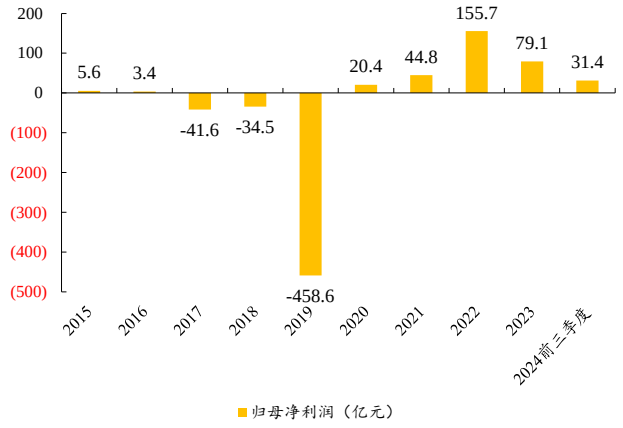
2024 年前三季度钾肥、碳酸锂景气延续下行拖累业绩表现，静待底部反转。2024 前三季度，公司实现营收 104.5 亿元、同比-33.8%；归母净利润 31.4 亿元，同比-43.9%。公司氯化钾产量约 350 万吨、销量约 316.56 万吨，产销保持稳健运营；碳酸锂产量约 30,853 吨、销量约 28,292 吨，产销量均实现了显著增长。

图3：2024 年前三季度，公司营收同比-33.8%



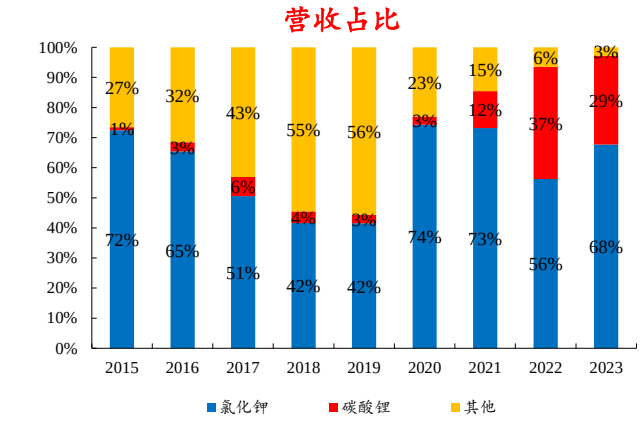
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024 年前三季度，公司归母净利润同比-43.9%



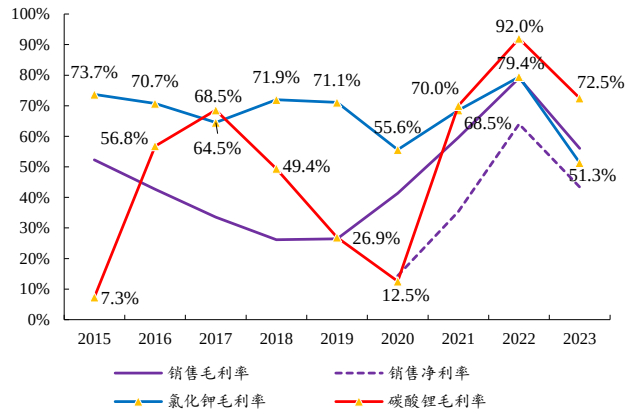
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020-2023 年，公司氯化钾营收占比在 55%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

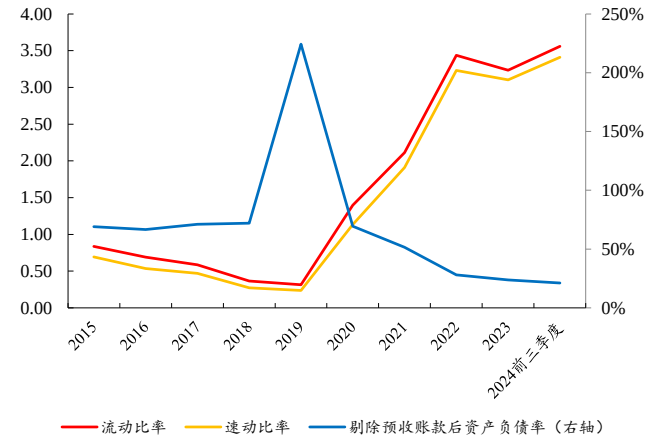
图6：2020-2022 年，公司碳酸锂业务毛利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

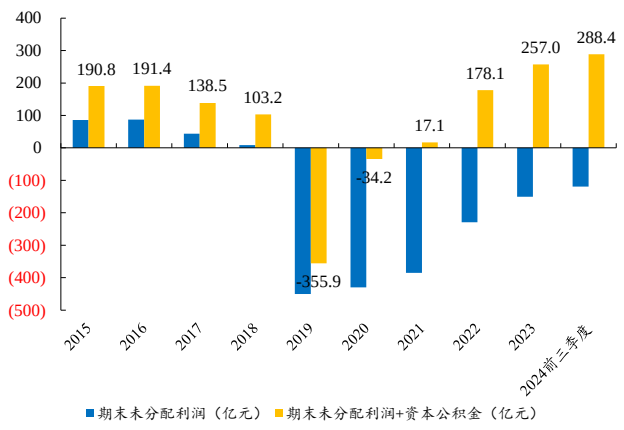
资产负债结构稳健，新公司法下有望重启分红。2019 年剥离亏损资产之后，公司资产负债结构逐渐恢复，2020 年以来流动比率与速动比率逐年增长，2022 年以来稳定在 3 以上；截至 2024 前三季度，公司剔除预收账款后的资产负债率为 21.0%，相较 2023 年末-2.7pcts。受 2019 年剥离不良资产影响，截至 2024 三季报，公司期末未分配利润-119.2 亿元，尚不具备分红条件。新公司法规定公积金可以用于弥补公司的亏损，公司 2024 三季报资本公积金为 407.6 亿元，对应资本公积金弥补后的期末未分配利润为 288.4 亿元，分红潜力雄厚。

图7：2020 年以来，公司资产负债率明显降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：截至 2024 三季报，公司资本公积金弥补后的期末未分配利润为 288.4 亿元，分红潜力雄厚



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 钾肥：供给集中且温和扩张、需求稳增，公司为国产钾肥龙头

钾肥广泛用于大田作物和经济作物。钾是农作物生长三大必需的营养元素之一，能够促进酶的活化及植物的光合作用，增加植物对于二氧化碳的吸收和转换，促进糖、脂肪及植物纤维的合成。钾肥是以钾元素为主要养分的肥料，为资源性产品，主要应用于农业领域，被广泛的施用于大田作物和经济作物，一方面体现在增加农作物产量，提高抵抗极端环境的能力，比如抗倒伏、抗病虫、抗寒等，对作物稳产、高产有明显作用；另一方面体现在提高农产品品质，促进果实成熟，被誉为“粮食的粮食”。

钾肥根据化学成分可以分为含氯钾肥和不含氯钾肥两大类。含氯钾肥即氯化钾（KCl），是易溶于水的速效性钾肥，其中钾含量 50%-60%（以氧化钾 K_2O 计），可作为基肥和追肥使用；不含氯钾肥通常包括硫酸钾、硝酸钾、磷酸钾、有机钾和草木灰等，其中市面上应用较广泛的是硫酸钾、硝酸钾和磷酸二氢钾。

表2：钾肥包括含氯钾肥（氯化钾）和不含氯钾肥（硫酸钾、硝酸钾、磷酸二氢钾等）两大类

分类	含量	适用场景	优点	缺点
氯化钾（KCl）	含钾 50%-60%	基肥、追肥	价格低，钾含量高，速溶性好	含氯，单一长期使用造成土壤板结；不适宜用在盐碱地，会加重土地盐碱程度。
硫酸钾（K_2SO_4）	含钾约 50%，含硫约 18%	基肥、追肥以及根外追肥	价格较低，钾含量高，可额外提供硫元素	属生理性酸性肥料，所含硫容易和钙结合形成微溶物硫酸钙，施用后造成土壤酸化和板结。
硝酸钾（KNO_3）	含钾约 46%，含硝态氮约 14%	追肥	价格适中，速溶性好，属生理中性肥料，长期使用一般不易导致土壤酸化	易造成作物体内亚硝酸盐的积累（有机农业禁止使用），在储存及加工过程中有一定的安全隐患。

分类	含量	适用场景	优点	缺点
磷酸二氢钾（KH_2PO_4）	含钾约 34%，含硫约 52%	基肥、种肥、追肥、浸种等	磷钾含量高，能同时补充磷、钾元素，用量少，效果明显	价格较高。

资料来源：华经情报网、开源证券研究所

2.1、 供给端：全球供给呈现寡头垄断，总体产能预计保持温和扩张

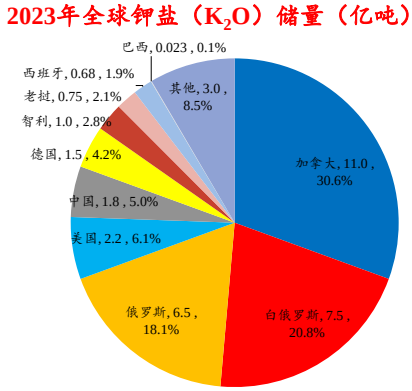
钾肥生产的资源依赖性高。从产业链看，氯化钾上游为钾盐矿，具体分为可溶性固体钾盐矿床（如钾石盐、光卤石、杂卤石等）和含钾卤水，钾矿品位由高到低分别为钾石盐矿、光卤石矿、卤水钾矿。据智研咨询统计，钾石盐矿在钾肥生产原料中占比最大，主要分布在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、美国等国家，钾石盐矿品位最高，在 25%-30%左右；光卤石矿主要分布在俄罗斯、老挝等国家，品位次于钾石盐矿，在 15%-20%左右；卤水钾矿主要分布在中国、以色列等国家，品位最低，在 10%左右。下游应用领域方面，天然钾盐行业下游细分行业主要是化肥和工业领域（洁净剂、玻璃和陶瓷、印染、化学药品等），农业化肥为钾肥最主要的应用领域。

全球钾盐资源丰富而分布不均，生产区域和消费区域匹配度低。据美国地质调查调查局（USGS）2024 年 1 月发布的报告，**储量方面，**目前全球钾矿超过 36 亿吨，主要分布在加拿大、白俄罗斯和俄罗斯，储量（折 K_2O）分别达 11.0、7.5、6.5 亿吨，储量占比合计达到 69%（按照总储量 36 亿吨计算）。

产量方面，钾矿储量丰富的国家其钾盐产量同样居前，据 USGS 预计，2023 年加拿大、俄罗斯、中国、白俄罗斯的钾盐产量（折 K_2O）分别为 1,300、650、600、380 万吨，位列全球前四位，产量占比合计达到 75%。

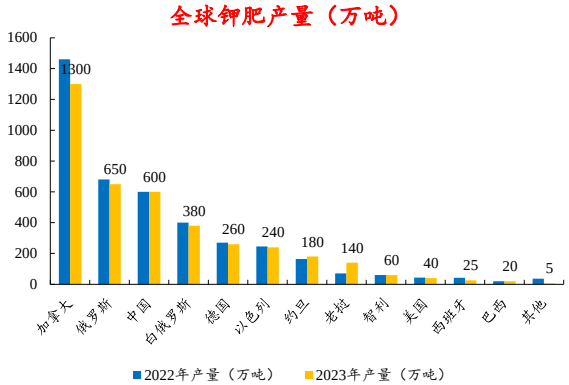
需求方面，主要集中在中国、巴西、美国和印度等农业大国，Nutrien 公布数据显示 2022 年四国钾肥消费量占比分别为 24%、19%、11%、7%，四国钾肥进口量同样居于全球前列。2022 年俄乌冲突以来，俄罗斯和白俄罗斯受西方制裁致钾肥出口受阻，2022 年俄罗斯钾肥出口量同比下降 30%至 796 万吨，白俄罗斯钾肥出口量同比下降 60%至 494 万吨，俄罗斯、白俄罗斯制裁影响在中长期内仍将持续，两国钾肥产量难以恢复正常状态。 **总体上，由于全球钾资源分布不均，生产国和消费国匹配度低，导致部分国家钾肥进口依赖度高。**

图9：全球钾盐资源主要在加拿大、白俄罗斯、俄罗斯



数据来源：USGS、开源证券研究所

图10：钾盐资源储量丰富的国家其钾肥产量同样居前



数据来源：USGS、开源证券研究所

表3：2022 年全球钾肥进出口：俄罗斯、白俄罗斯出口量同比下降较多，巴西、中国、美国等进口量位居前列

钾肥出口（万吨）				钾肥进口（万吨）			
国家	2020	2021	2022	国家	2020	2021	2022
加拿大	2245	2201	2083	巴西	1095	1256	1107
俄罗斯	1081	1141	796	中国	859	741	803
白俄罗斯	1176	1234	494	美国	951	1020	724
以色列	370	350	353	印度尼西亚	304	422	313
德国	317	322	324	印度	515	312	271
约旦	233	240	241	马来西亚	135	199	137
老挝	67	78	135	孟加拉	95	99	94
智利	56	62	60	泰国	75	98	74
西班牙	40	45	57	越南	114	113	68
乌兹别克斯坦	18	24	22	韩国	97	105	65
其他	3	9	9	其他	1366	1341	918
合计	**5606**	**5706**	**4574**	**合计**	**5606**	**5706**	**4574**

数据来源：Nutrien 2023 Fact Book、开源证券研究所

全球钾肥生产企业寡头垄断明显。2013 年之前，全球钾肥贸易主要由 BPC 和 Canpotex（北美钾肥销售联盟）主导，其中 BPC 成立于 2005 年，由俄罗斯乌拉尔钾肥公司（Uralkali，占股 50%）、白俄罗斯钾肥生产公司（Belaruskali，占股 45%）、白俄罗斯铁路公司（占股 5%）共同组建，承担两家钾肥生产商的产品出口；Canpotex 成立于 1985 年，由加拿大钾肥公司（PotashCorp）、加拿大嘉阳公司（Agrium）和美加合资厂商美盛公司（Mosaic）共同组建。2013 年 7 月底，俄罗斯 Uralkali 宣布结束与白俄罗斯 Belaruskali 公司的出口伙伴关系，随着 BPC 联盟破裂以及我国钾肥产业不断发展，全球钾肥行业集中度略有下降，**我们统计目前全球氯化钾产能 8,084 万吨(不包括国投国投新疆罗布泊 150 万吨/年硫酸钾)，其中前 10 大氯化钾生产企业产能占全球总产能的 92%，仍呈现寡头垄断格局。**

表4：全球氯化钾生产企业寡头垄断明显，前 10 大企业产能占全球总产能的 92%

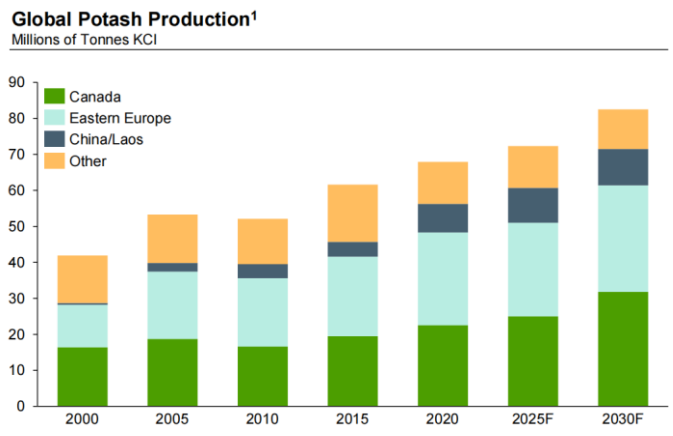
公司	KCl 有效产能（万吨/年）	扩产计划（万吨）	产能所在地	主要钾矿类型（品味）	备注
Nutrien	1,460	2026 年达到 1,800 万吨	加拿大	钾石盐矿（25%-30%）	由 PotashCorp 和 Agrium 合并而成。
Belaruskali	1,360		白俄罗斯	钾石盐矿（25%-30%）	
Uralkali	1,262		俄罗斯	钾石盐矿（25%-30%）、光卤石矿（15%-20%）	俄乌冲突之前约占全球供应量的 20%
Mosaic	1,034		加拿大 979+巴西 55.5	钾石盐矿（25%-30%）	
K+S	592		加拿大 232+德国 360	钾石盐矿（25%-30%）	
ICL Group	521		以色列 416+西班牙 105	卤水钾矿（10%）	还生产全球约三分之一的溴素，溴素是从钾肥相同的盐水和卤水沉积物中提取的。
盐湖股份	500		中国	卤水钾矿（10%）	
EuroChem	275	自 2027 年起产量提升 168 万吨	俄罗斯	钾石盐矿（30%-40%）	
Arab Potash Co	270		约旦	卤水钾矿（10%）	

公司	KCl 有效产能（万吨/年）	扩产计划（万吨）	产能所在地	主要钾矿类型（品味）	备注
（APC）					
藏格矿业	200	老挝一期 200 万吨争取 2026 年投产	中国	卤水钾矿（10%）	
SQM	173		智利	钾石盐矿	
国投新疆罗布泊	150（硫酸钾）		中国	卤水钾矿（10%）	
亚钾国际	100	远期规划至500 万吨	老挝	钾石盐矿	
东方铁塔	100	老挝在建 100 万吨争取 2026 年 6 月投产	老挝		
Uzkimyosanoat	60		乌兹别克斯坦		
Intrepid Potash（IPI）	22.4		美国		2021-2023 年有效产能呈现下降趋势。
BHP（必和必拓）		一期 415 万吨预计2026 年底投产	加拿大		一期资本开支 57.23 亿美元
贵州磷化+老挝 SK 农业		一期 300 万吨	老挝		2024 年 5 月签订项目合作协议。
国际其他	47				
国内其他	110				
合计	**8,084**	**1,923**			

资料来源：Nutrien 2023 Fact Book、各公司公告、智研咨询等、开源证券研究所

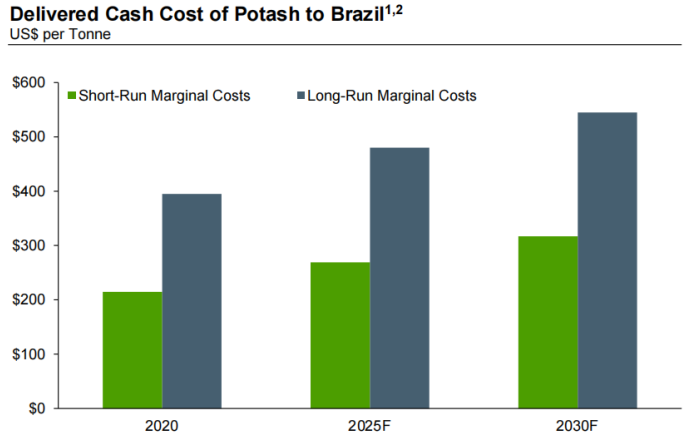
预计全球钾肥产能保持温和扩张。根据我们统计，未来钾肥产能增长主要来自 Nutrien、EuroChem、BHP（必和必拓）、亚钾国际、藏格矿业、东方铁塔、贵州磷化等，合计规划新增 1,923 万吨，除了亚钾国际自 2025 年开始逐步投产，其余产能投产日期均在 2026 年及之后。**总体上，由于钾资源分布不均、钾矿投资强度大且新建项目投产周期长，以及龙头公司生产节奏等因素，预计全球钾肥新增产能保持温和扩张、产量供应存在一定不确定性。**

图11：Nutrien 预计全球钾肥产能将保持扩张



资料来源：Nutrien（图 11，注 1：假设东欧的产量在 2025 年或 2026 年恢复到 2021 年的水平，进一步的增长取决于扩张项目，这些项目可能会面临进一步的延误。注 2：预计老挝的飞行项目将增加一

图12：预计钾肥供应的短期、长期边际成本均在提升



资料来源：Nutrien

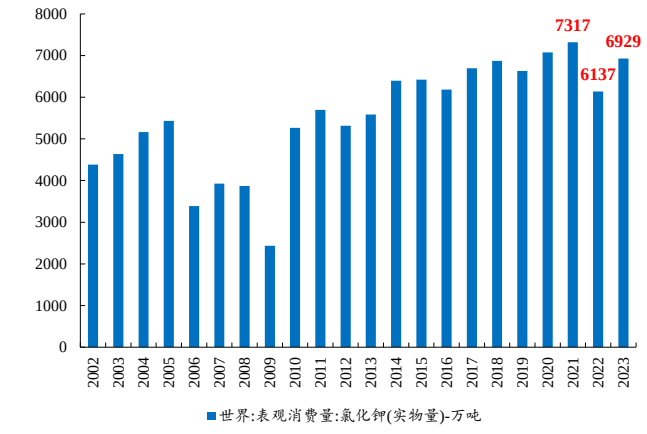
些产量。注 3：不包括矿井洪水或计划外关闭，历史上平均每十年会导致约 700 万吨产能下降）

2.2、 需求端：粮食稳产增收、提升作物品质，推动钾肥需求保持增长

粮食安全重要性凸显，稳产增收将支撑钾肥需求保持增长。钾肥作为粮食稳产增收的基础性肥料原料，下游需求主要来自于农业种植，**据 IFA 统计，2013-2023 年全球氯化钾（实物量）表观消费量由 5,586 万吨增长至 6,929 万吨，CAGR 达到 2.18%。**2020-2022 年，公共卫生、地缘冲突、能源价格以及国内外极端天气等因素进一步凸显粮食安全的重要性，全球粮食价格震荡上行带动种植产业明显回暖。

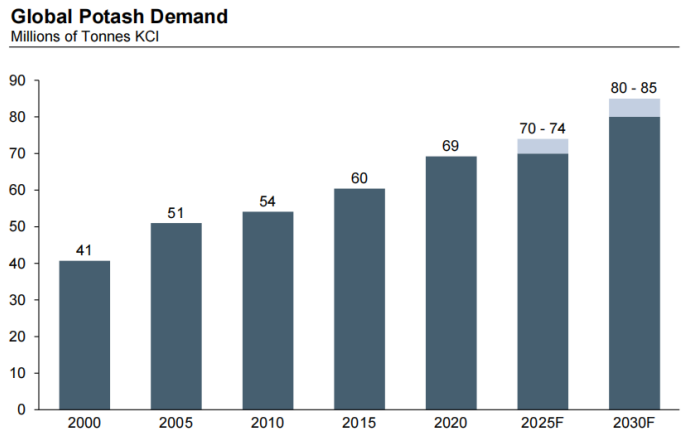
长期来看，全球人口数量保持扩张而全球耕地面积增长空间有限，人均耕地的减少，意味着必须增加化肥的用量和改变施肥结构，以最大限度提高农作物产量。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平；根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3,000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。亚洲地区钾肥需求主要集中在中国、南亚地区和东南亚地区的国家，是全球传统农业大国，也是钾肥需求大国，钾肥施肥的主要农作物有水稻、小麦、棕榈油等。**Nutrien 预计全球氯化钾需求在 2025 年达到 7000-7400 万吨、2030 年达到 8000-8500 万吨，主要是因为耕地增加，以及巴西等地区提高施用率以提高作物产量和品质。**

图13：2013-2023 年全球氯化钾（实物量）表观消费量 CAGR 达到 2.18%



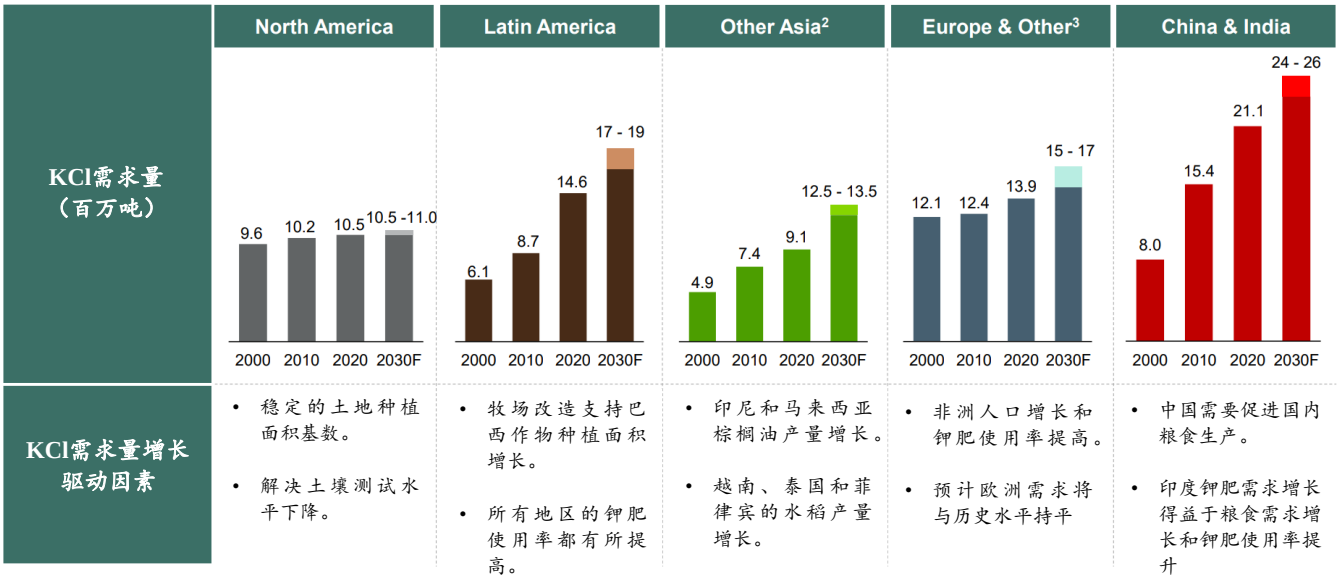
数据来源：IFA、开源证券研究所

图14：预计全球氯化钾需求 2025 年达到 7000-7400 万吨



资料来源：Nutrien

图15：受耕地增加、提升作物产量和品质需求等因素推动，预计全球氯化钾需求量将保持增长趋势



资料来源：Nutrien、开源证券研究所

2.3、 我国氯化钾产能分布集中、进口依赖度高，价格走势与进口大合同价趋同

国内钾肥进口依赖度高，氯化钾产能分布集中。国内钾盐资源以含钾卤水为主，95%集中在青海柴达木盆地与新疆罗布泊，国内钾资源目前开发集中于青海柴达木盆地和新疆维吾尔自治区罗布泊盐湖，其他省区查明资源量少且欠缺开发。我国钾肥分为资源型钾肥和加工型钾肥，资源型钾肥主要品种是氯化钾、资源型硫酸钾、硫酸钾镁，其中氯化钾是最基础的资源型钾肥品种。目前，我国共有资源型钾肥企业 24 家，加工型钾肥企业约 100 多家；生产规模大于 100 万吨（实物量）的大型企业有 3 家，分别是盐湖股份、藏格矿业、国投新疆罗布泊钾肥。据中国无机盐工业协会钾盐钾肥行业分会统计，2023 年我国资源型钾肥总产能为 679 万吨（折合 K_2O），较 2022 年持平。

根据 Wind 和百川盈孚数据，我国氯化钾产能主要集中在盐湖股份、藏格矿业等企业，氯化钾进口依赖度保持在 50%以上（2017 年以来），主要进口自白俄罗斯、俄罗斯和加拿大，三国进口量占我国氯化钾进口总量的 70%以上（2015 年以来）。

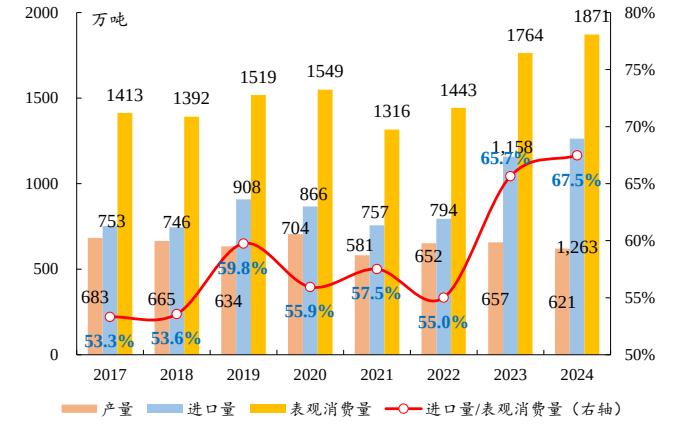
表5：国内氯化钾生产企业主要是盐湖股份、藏格矿业

国内氯化钾生产企业	产能（万吨/年）	产能占比
盐湖股份	500	61.7%
藏格矿业	200	24.7%
茫崖晶鑫华隆	20	2.5%
青海省地矿集团	10	1.2%
青海联宇钾肥	10	1.2%
青海柴达木地矿化工	10	1.2%
昆仑伟业	10	1.2%

国内氯化钾生产企业	产能（万吨/年）	产能占比
其他	50	6.2%
合计	**810**	**100.0%**

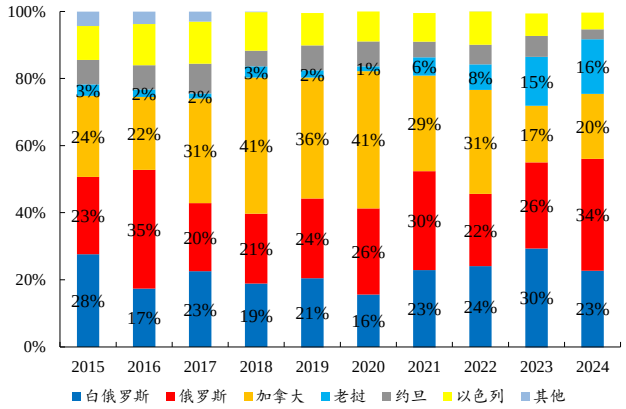
数据来源：盐湖股份公告、藏格矿业公告、百川盈孚、开源证券研究所

图16：2017-2024 年，我国氯化钾进口依赖度超过 50%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图17：我国氯化钾主要进口自白俄、俄罗斯和加拿大



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年钾肥大合同继续保持进口“价格洼地”，有望为钾肥价格提供底部支撑。针对钾肥供求失衡的矛盾，我国制定了钾肥供应“三分之一国产、三分之一进口、三分之一境外生产基地”的发展战略（“三三三”战略），其中钾肥进口主要采用大合同机制进行。我国钾肥进口主要以氯化钾产品为主，在盐湖股份、国投罗钾等企业努力下国内钾肥自给率有所提升，加上 2014 年钾肥国家战略储备正式建立，让中国在国际钾肥市场有了一定话语权，而印度钾肥则全部依赖进口，所以我国钾肥进口大合同价格一般都低于印度，处于世界钾肥的“价格洼地”。据中化新网报道，2024 年 7 月 9 日，中国钾肥进口谈判小组（中化、中农、中海化学）与国际钾肥主要供应商达成一致，确定 2024 年度钾肥进口合同价格为 273 美元/吨 CFR（到岸价），较 2023 年价格降低 34 美元/吨。次日，印度钾肥有限公司（IPL）也签订了新的标准氯化钾大合同，价格为 279 美元，比中国的合同价格高 6 美元。

据 Wind 数据，2024 年国内氯化钾进口均价 2,095 元/吨，较 2023 年下跌 714 元/吨，跌幅 25.4%；氯化钾国内现货价 2,486 元/吨，较 2023 年下跌 541 元/吨，跌幅 17.9%。截至 2 月 10 日，氯化钾国内现货价 2,765 元/吨，处于 2007 年以来的 66.1%历史分位，较 2025 年初上涨 210 元/吨，涨幅 8.2%。

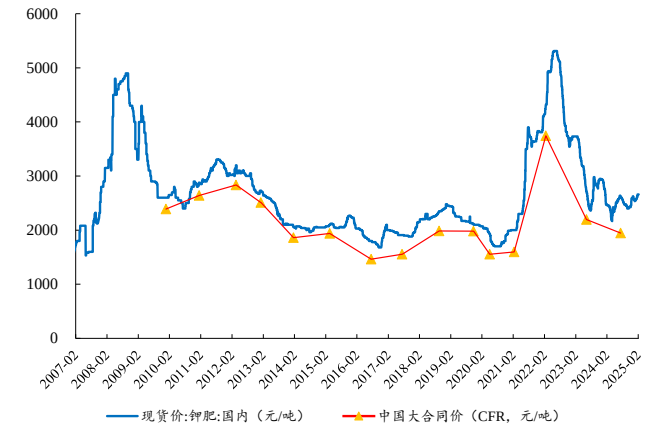
表6：2024 年国内钾肥大合同定价 CFR 273 美元/吨，继续保持世界钾肥进口“价格洼地”

年份	中国签订时间	国内现货价（元/吨）	中国大合同价（CFR，美元/吨）	印度大合同价（CFR，美元/吨）	中印大合同价差（美元/吨）	东南亚标准钾到岸价（美元/吨）	巴西大颗粒到岸价（美元/吨）
2018	2018 年 9 月 17 日	2340	290	290，印度先签订	0	250-260	290-295
2019	2019 年 10 月 25 日	2100	未签	280，印度先签订		278-285	290-305

年份	中国签订时间	国内现货价（元/吨）	中国大合同价（CFR，美元/吨）	印度大合同价（CFR，美元/吨）	中印大合同价差（美元/吨）	东南亚标准钾到岸价（美元/吨）	巴西大颗粒到岸价（美元/吨）
2020	2020 年 4 月 30 日	1930	220	230，印度先签订	-10	232-255	210-220
2021	2021 年 2 月 10 日	2000	247	247-280-445		240-260	275-290
2022	2022 年 2 月 15 日	4300	590	590，印度先签订	0	600-625	770-800
2023	2023 年 6 月 6 日	2730	307	422，印度先签订	-115	390-420	345-370
2024	2024 年 7 月 9 日	2450	273	279，印度后签订	-6	275-305	305-315

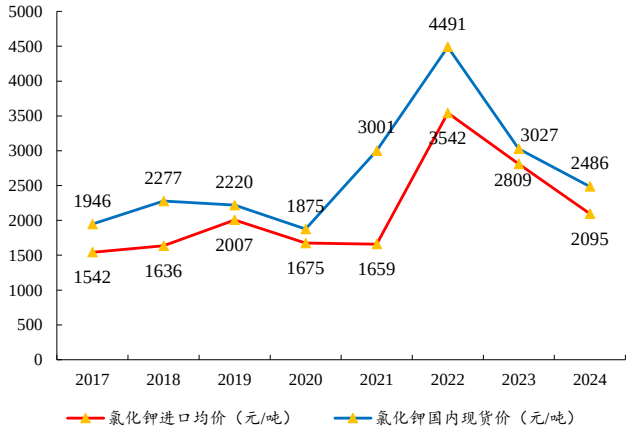
资料来源：Wind、隆众资讯等、开源证券研究所

图18：国内钾肥现货价与进口大合同价格走势趋同



数据来源：Wind、隆众资讯、《中国石油和化工》(2017)、开源证券研究所（注：中国大合同价按签订当月美元兑人民币即期汇率折算；2019 年国内未签订，以印度大合同价 280 美元/吨进行折算）

图19：2024 年，国产及进口钾肥价格同比下跌



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

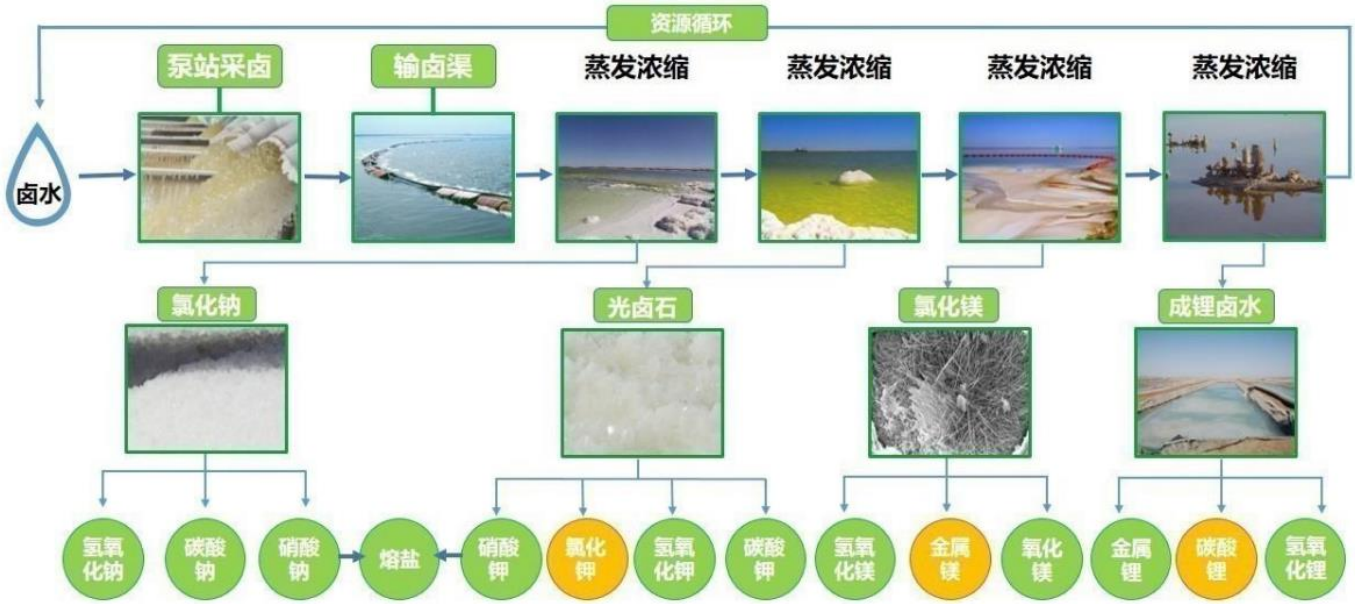
2.4、 盐湖股份：国产钾肥龙头，资源、规模、技术优势兼备

盐湖股份在钾盐资源、产能规模、生产技术方面优势明显。

（1）察尔汗盐湖资源丰富：公司地处察尔汗盐湖，察尔汗盐湖是一个以钾为主、固液并存的大型钾镁盐矿床，总面积 5,856 平方公里，其氯化钾、氯化镁、氯化锂、氯化钠等储量均居全国首位，公司拥有其中约 3,700 平方公里的采矿权。除了对盐湖中钾、镁、锂、钠等资源规模化开发利用外，公司还积极探索硼、溴、铷、铯等稀有元素的开发潜力，为盐湖股份从传统提钾转向提锂等新能源、新材料战略型新兴产业提供了广阔的发展空间。

（2）公司钾肥生产工艺先进：公司钾肥生产主要涉及筛分、浓缩、浮选、结晶、固液分离等环节。在钾肥生产方面，公司目前拥有反浮选-冷结晶氯化钾生产技术、固体钾矿的浸泡式溶解转化技术、热溶-真空结晶法精制氯化钾技术、冷结晶-正浮选氯化钾生产技术、冷分解-正浮选氯化钾生产技术 5 种技术工艺，是目前世界上唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业，能够根据原材料不同，采用不同工艺生产不同品位的氯化钾，真正做到将盐湖资源充分利用。

图20：盐湖股份聚焦钾、锂主业，同时积极推进钠、镁等盐湖资源的梯级开发和综合利用



资料来源：盐湖股份 2020 年报

表7：盐湖股份拥有 5 种氯化钾技术工艺，是目前世界上唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业

公司简称	钾肥生产工艺	工艺介绍
盐湖股份	反浮选-冷结晶	将光卤石加水溶解，加入特殊的浮选试剂，然后光卤石进行提纯操作得到粗钾产品，最后将得到的粗钾进行分离洗涤得到最后的氯化钾产品。 可以提高原液之中氯化钾相应元素的利用率，并且进一步保证了生产出来的氯化钾的产品质量，但是**生产流程较多，较复杂、生产操作过程难控制、对设备要求较高。**
	固体钾矿的浸泡式溶解转化技术	通过水盐体系相图原理，采取盐田晒制光卤石后的老卤母液与淡水、氯化钠综合制取适当组分的溶剂，使溶剂选择性地溶解转化盐岩中夹带的钾镁盐。
	热溶-真空结晶	先对原料进行溶解使其中存在的氯化钾变为液态，严格控制温度使得其中的氯化钾变为结晶析出。 优势在于生产出来的产品颗粒较大，纯度较高，并且对原料的要求较低，可以充分利用原料。劣势在于在**操作之中存在热溶解，此过程消耗的能源资本较高，而且原料易对设备产生腐蚀，需要定时进行设备检测维护。**
	冷结晶-正浮选	原理是通过控制光卤石在液体中的饱和度，使得在常温时氯化钾晶体可以持续析出。生产过程如下：首先，光卤石进入结晶设备中，当出现沉淀出结晶之后，对晶体进行洗涤，溶解。然后将出现的原液返回结晶设备重新作为分解液，其中出现的颗粒部分为粗钾。最后，将粗钾使用特殊的分离药剂进行浮选，浮选过后经过洗涤过滤便可得到氯化钾。 此种生产方法生产出来的**氯化钾纯度较高，并且其回收率可以达到 60%以上。**
	冷分解-正浮选	向装有光卤石的容器加入淡水，使得光卤石在常温下分解，将其中的氯化镁变为液体状态，并且此过程尽量减少氯化钾的溶解量。其次，使用特殊的分离药剂将氯化钾从原料混合物之中分离。最后，将分离好的氯化钾及时进行收集。 此种冷分解浮选生产法生产流程较清晰，容易操作，此种方法由于出现较早，所以其中的各项环节所涉及的技术比较成熟。但是此种方法**生产出的氯化钾质量较差，回收利用率不高、产品中易含有杂质。**
藏格矿业	冷分解—浮选法、冷分解—热溶结晶	生产过程为：（1）溶矿；（2）盐田晒矿；（3）冷分解—浮选法：该工艺主要适用于以钾石盐与光卤石为原料的固体矿，其主要生产步骤为：先加水溶解使其分解，然后再用浮选法得到氯化钾；（4）冷分解—热溶结晶：该工艺根据光卤石混合液中各组分随着温度的变化溶解度各不相同的原理，将各组分分离得到氯化钾，其工艺流程主要为光卤石加水分解后过滤，再通过热溶过程，过滤后滤液冷却干燥

公司简称	钾肥生产工艺	工艺介绍
		然后得到产品氯化钾。 **冷分解—热溶结晶法得到的氯化钾产品粒度较大而且均匀，物理性能较好，产品纯度高，且钾的回收率较高，对处理含高泥沙的钾石盐固体矿特别有效，其设备投资少。**
东方铁塔	盘区式条带房柱采矿法	将开采的钾混盐矿进行破碎、分解结晶、经过筛分后，通过浮选、过滤、洗涤、脱水、干燥工序后生产成氯化钾产品；同时将分解后的母液进行蒸发浓缩，与浮选后的尾盐混合充填于井下采空区，形成安全环保的闭环式生产模式。不需要进行凿岩爆破，是一种连续的回采工艺，机械切割矿石，**保持了顶板的完整稳定，对矿柱的损坏较小，安全性较好。**而且在老挝盐类矿山中已有成功的开采经验。**设备投资较大，但设备生产能力大，劳动效率高，回采成本较低。**
亚钾国际	条带充填采矿法	使用综合机械化掘采采矿工艺，将开采的钾混盐矿进行破碎、分解结晶、经过筛分后，通过浮选、过滤、洗涤、脱水、干燥工序后生产成氯化钾产品；同时将分解后的母液进行蒸发浓缩，与浮选后的尾盐混合充填于井下采空区，形成安全环保的闭环式生产模式。

资料来源：各公司公告、《探究当前钾肥生产工艺及其发展》（郭守瑛，2019）、《钾矿浸泡式溶解转化技术获专利》（化工矿物与加工，2012）、开源证券研究所

（3）公司氯化钾产销规模位居国内第一：公司氯化钾设计产能 500 万吨/年，是国内最大的氯化钾生产企业，销售模式包括直供、合营、代理等多种模式，公司钾肥的产销量、单位成本及产品盈利能力相较同行企业具有明显优势。2016-2022 年，公司单位成本保持在 730 元/吨以下；2023 年、2024 上半年公司单位成本上升至 1000 元/吨以上，主要是公司申请采矿许可证变更暨缴纳采矿权出让收益造成成本提升，公司合计应缴采矿权出让收益总额为 189,683.28 万元，在 2023-2037 年共分 15 期缴清，其中 2023 年缴纳 18,968.4 万元，2024 年-2037 年期间，每年 9 月 30 日前需缴纳 12,193.92 万元。**目前公司钾资源按照氯化钾营业收入的 8%缴纳资源税，预计后续对氯化钾营业成本影响有限且相对平稳。**

表8：国内钾肥企业产销数据对比：盐湖股份产销量规模、毛利率居于行业前列，单位成本处于低位

公司简称	单位：万吨，元/吨	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
盐湖股份	产量	491.7	447.1	483.4	563.4	551.8	503.0	580.0	492.6	225.5
	销量	492.0	455.3	468.8	454.2	644.9	473.7	494.1	560.0	223.7
	单位售价	1378.0	1299.4	1589.2	1632.9	1614.7	2282.3	3501.4	2610.3	2386.6
	单位成本	403.5	461.1	445.9	472.1	716.6	718.8	720.0	1270.6	1109.3
	毛利率	70.7%	64.5%	71.9%	71.1%	55.6%	68.5%	79.4%	51.3%	53.5%
藏格矿业	产量	165.7	185.0	148.2	108.3	111.5	107.8	130.7	109.4	52.3
	销量	165.1	183.1	144.7	109.1	113.1	106.8	110.1	129.3	54.0
	单位售价	1576.9	1622.1	1864.9	1829.5	1614.8	2491.3	3481.8	2485.9	2078.3
	单位成本	446.9	443.7	574.0	773.4	1069.9	1029.6	1012.0	1088.8	1075.0
	毛利率	71.7%	72.6%	69.2%	57.7%	33.7%	58.7%	70.9%	56.2%	48.3%
亚钾国际	产量	13.8	17.3	22.1	24.7	25.2	33.8	90.9	164.7	84.5
	销量	13.4	19.1	19.1	24.6	23.5	35.2	91.0	160.6	86.1
	单位售价	1547.3	1435.0	1678.7	1801.7	1527.9	2363.7	3735.8	2422.6	1926.6
	单位成本	981.0	813.5	867.1	794.6	850.7	821.6	1034.9	995.6	1004.0
	毛利率	36.6%	43.3%	48.3%	55.9%	44.3%	65.2%	72.3%	58.9%	47.9%
东方铁塔	产量				46.3	46.0	45.0	50.6	89.1	61.7
	销量	49.2	48.6	55.0	46.5	45.0	45.3	47.4	89.1	61.7

公司简称	单位：万吨，元/吨	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
	单位售价	222.2	1623.5	1856.1	1853.0	1595.1	2272.4	3872.6	2281.9	1904.5
	单位成本	126.6	777.2	803.7	1050.7	1198.1	1296.1	1339.0	1241.6	1122.4
	毛利率	43.1%	52.1%	56.7%	43.3%	24.9%	43.0%	65.4%	45.6%	41.1%
四家均值	**单位成本**	**489.5**	**623.9**	**672.7**	**772.7**	**958.8**	**966.5**	**1026.5**	**1149.2**	**1077.7**
	毛利率	**55.5%**	**58.1%**	**61.6%**	**57.0%**	**39.6%**	**58.8%**	**72.0%**	**53.0%**	**47.7%**

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所（注：东方铁塔 2023A、2024H1 只披露产量，公司公告产销基本平衡，我们假设产销量相等。）

表9：国内钾肥企业产能/总市值弹性表：东方铁塔弹性最大

公司名称	2025 年 2 月 12 日 氯化钾产能/总市值（万吨/亿元）	每上涨 100 元/吨增厚净利润（亿元，15%所得税）	氯化钾产能（万吨/年）	氯化钾剩余规划产能（万吨/年）
盐湖股份	0.6	4.3	500	
藏格矿业	0.4	1.7	200	老挝一期 200 万吨
亚钾国际	0.5	0.9	老挝 100	2025 年力争实现 500 万吨/年
东方铁塔	1.1	0.9	老挝 100	100（孙公司 75%+XDL25%，预计 2026 年 6 月投产）

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

3、 碳酸锂：价格回落至历史低位，公司资源+技术加持，具备低成本优势

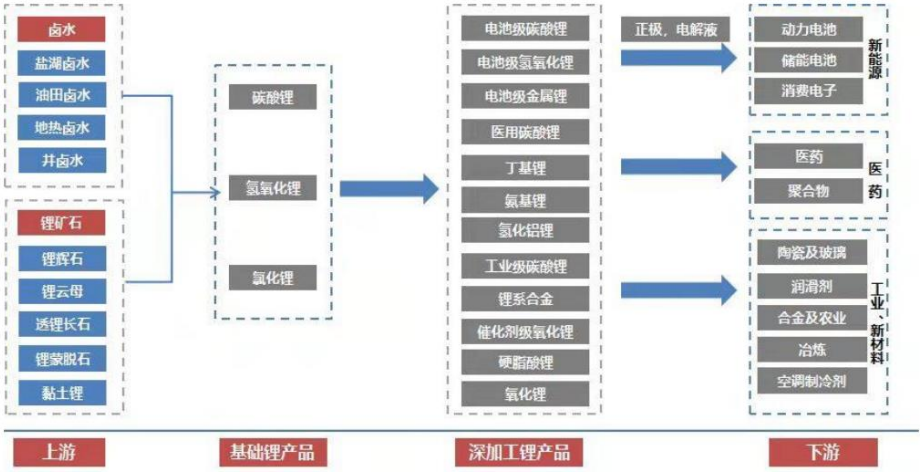
全球锂资源分布集中。据美国地质调查调查局（USGS）2024 年 1 月发布的报告，全球目前已探明及可控的锂资源量已达到约 1.05 亿吨金属锂当量，其中玻利维亚、阿根廷、美国、智利、澳大利亚和中国的已探明和控制的锂资源总和占全球总量达到 81.4%；全球锂储量已达到 2,769 万吨金属锂当量，主要分布在智利、澳大利亚、阿根廷、中国、美国，合计占比 83.8%。

常见的锂资源形态包括盐湖锂、锂辉石、锂云母，盐湖锂目前全球提锂成本最低的锂矿类型。常见的锂资源形态包括硬岩锂（矿山锂）和卤水锂（盐湖锂），硬岩锂包括锂辉石、锂云母、透锂长石等，其中，盐湖卤水锂离子浓度高，镁锂比低，是目前全球提锂成本最低的锂矿类型，但受限于自然环境和提锂方式的不同，盐湖的建设周期相较于矿山建设的周期较长。根据 Fastmarkets 2023 年第四季度统计数据，**2023 年全球在产的锂资源项目供给总量约为 96.1 万吨 LCE，来源主要包括盐湖锂、锂辉石、透锂长石和锂云母，**其中盐湖提锂供给量为 37.8 万吨 LCE，锂辉石供给量为 47.9 万吨 LCE，分别占全球供给总量的 39%和 50%，供应来源及各来源之间的比例大体上维持稳定（注：LCE 是碳酸锂当量的缩写，是指将锂化合物中的锂含量转换为碳酸锂的等效含量，在描述和比较不同锂化合物中的锂含量时，通常会使用碳酸锂当量作为统一的单位）。

全球锂行业需求增长主要来自于新能源汽车与储能，碳酸锂主要被应用于电池正极材料和电解质。锂资源经过加工得到碳酸锂、氢氧化锂和氯化锂等锂化工产品，电池级碳酸锂（主成分含量在 99.5%以上）主要用于制备磷酸铁锂、三元

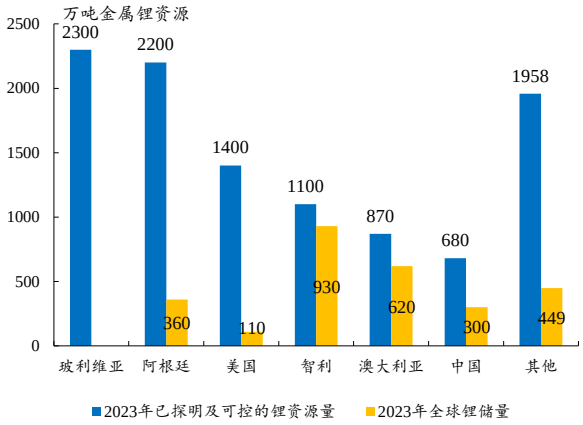
材料、钴酸锂、锰酸锂等锂离子电池正极材料，工业级碳酸锂（主成分含量在 99.2%以下）主要用于陶瓷、玻璃、制冷液等领域。据 USGS 数据，随着全球主要国家或地区积极推进新能源产业发展，并提供了丰富的政策支持和财政补贴，全球新能源汽车的市场销量迅速增长。这一趋势显著推动了对动力电池需求的增长，锂需求结构随之调整，**电池行业对锂资源的需求占比自 2015 年的 31%提升至 2023 年的 87%。**

图21：锂资源主要包括矿山锂和盐湖锂，锂化合物主要包括碳酸锂、氢氧化锂等



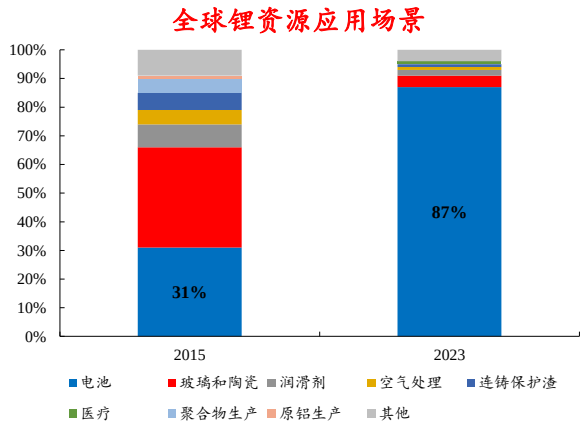
资料来源：盛新锂能 2023 年报

图22：全球锂资源主要分布在玻利维亚、阿根廷等



数据来源：USGS、开源证券研究所

图23：2023 年电池行业对锂资源需求占比提升至 87%

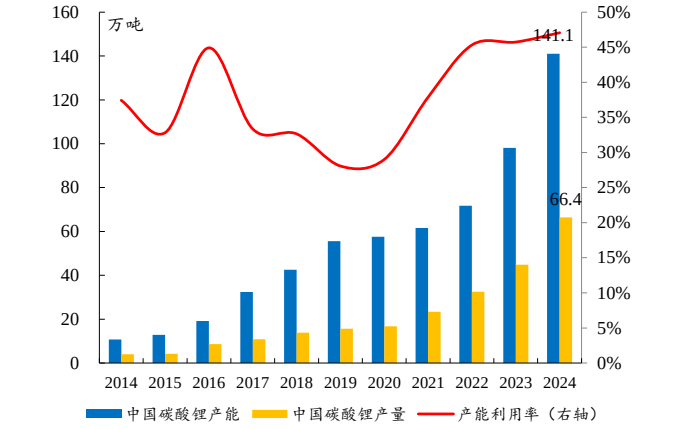


数据来源：USGS、开源证券研究所

中国盐湖锂资源占锂总量的 80%，国内碳酸锂产需保持高速增长。根据前瞻产业研究院数据，截至 2023 年底，我国锂资源主要由盐湖、锂辉石及锂云母构成，其中，盐湖锂资源占锂总量的 80%，主要集中在青海和西藏地区；此外，锂辉石资源占 13%，锂云母资源占 7%，锂辉石主要分布在四川和新疆等地，锂云母主要集中在江西省。根据卓创资讯数据，2014-2024 年，国内碳酸锂产能由 10.7 万吨增长至 141.1 万吨，CAGR=29.4%；碳酸锂产量由 4.0 万吨增长至 66.4 万吨，CAGR=32.4%；碳酸锂表观消费量由 5.1 万吨增长至 89.5 万吨，CAGR=33.1%。进出口方面，2024 年国内碳酸锂出口量 0.4 万吨，进口量 23.5 万吨，进口量/表观

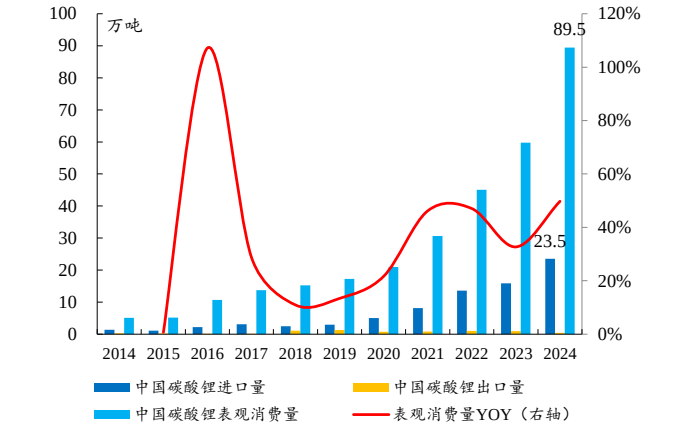
消费量达到 26%，相较 2023 年-0.3pct。

图24：2024 年国内碳酸锂产能、产量保持增长



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图25：2024 年国内碳酸锂表观消费量同比增长 50%

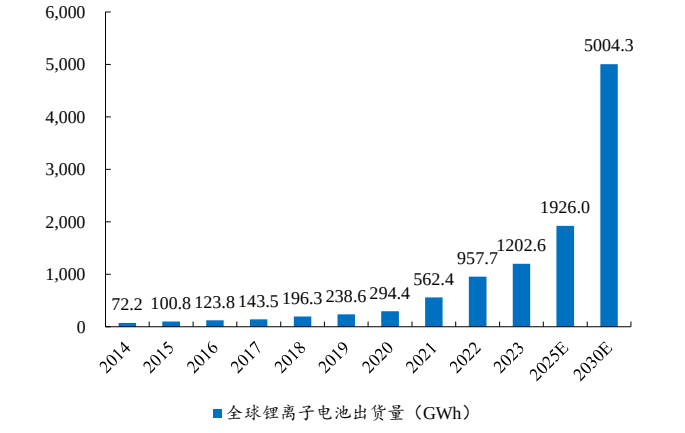


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

3.1、 新能源汽车、储能支撑碳酸锂需求增长，当前价格回落至历史低位

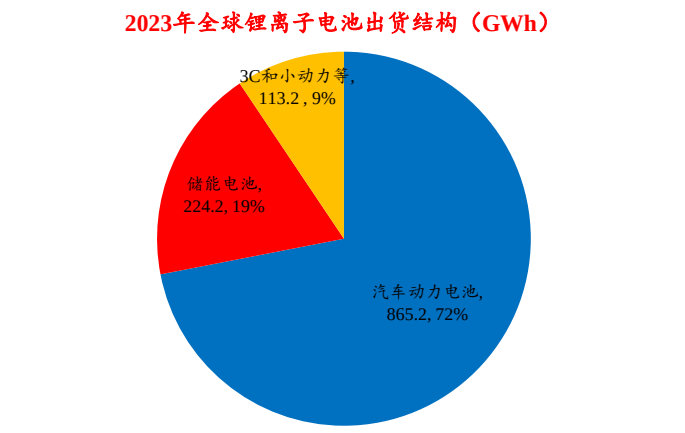
新能源汽车、储能行业蓬勃发展，有望支撑碳酸锂需求保持增长。根据 EV Tank 发布的《中国锂离子电池正极材料行业发展白皮书（2024 年）》，2023 年全球锂离子电池总体出货量 1202.6GWh，同比增长 25.6%。从出货结构来看，2023 年全球汽车动力电池出货量为 865.2GWh，同比增长 26.5%；储能电池出货量 224.2GWh，同比增长 40.7%；小型电池出货量 113.2GWh，同比下滑 0.9%。中国市场方面，2023 年，中国锂离子电池出货量达到 887.4GWh，同比增长 34.3%，在全球锂离子电池总体出货量的占比达到 73.8%，出货量占比继续提升。预计全球锂离子电池出货量于 2025 年、2030 年将分别达到 1,926.0GWh 和 5004.3GWh。

图26：预计全球锂离子电池出货量保持增长



数据来源：EV Tank、开源证券研究所

图27：2023 年，全球锂电池出货以动力、储能电池为主



数据来源：EV Tank、开源证券研究所

2024 年碳酸锂价格整体呈下行走势，当前价格处于历史低位。近年来，新能源汽车的快速发展促使整个产业链供求关系处于变化较快的阶段，带动碳酸锂价格波动较大。具体来看：

2019-2020 年二季度：碳酸锂供给释放超出预期，下游需求增长不及预期，产业链库存普遍处于高位，市场整体呈现供过于求格局，碳酸锂价格进入下跌周期。

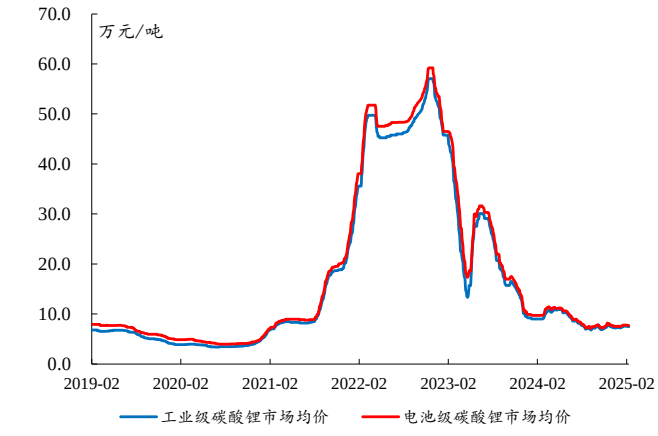
2021-2022 年：我国新能源汽车需求大幅增长，相比之下锂资源供给再度紧缺，造成碳酸锂市场供需错配，推动碳酸锂价格重新进入上行周期，自此开启了碳酸锂的新一轮价格上行周期。据百川盈孚数据，国内工业级碳酸锂、电池级碳酸锂 2021 年均价分别为 11.68、12.36 万元/吨，2022 年均价分别进一步上涨至 47.05、49.22 万元/吨。

2023 年：年初由于行业上下游扩产周期错配，资金流入上游，锂盐新增供应逐渐释放，而终端产销却因新能源汽车补贴退坡和消费心理的影响回落，下游各环节累库叠加新能源汽车需求增长不及预期，锂盐供需失衡、锂价进入下行区间，至 4 月初止跌。随后随着部分企业不同程度减产和终端消费季节性增量预期的刺激下，下游排产好转，备货积极，碳酸锂价格短暂反弹。2023 年 7 月 21 日，广州期货交易所碳酸锂期货正式上市，市场悲观预期后续供应投产增量大于需求增速，叠加锂矿定价机制调整让利进一步打开了碳酸锂价格下行空间。据百川盈孚数据，国内工业级碳酸锂、电池级碳酸锂 2023 年均价分别为 24.06、25.85 万元/吨，同比分别-48.9%、-47.5%。（注：根据 SMM 报道，此前主流锂矿端结算方式为 Q-1 等定价模式，2023Q1 以来国内碳酸锂由供需平衡进入过剩、价格下跌，锂矿端 Q-1 的定价方式导致锂矿价格的下跌速度滞后于碳酸锂价格价格下跌的速度，外购锂矿的锂盐企业大幅亏损，一度出现不同程度的减停产情况。多数锂矿企业自 2023 年四季度将其长协订单价格更改至 M 当月或者 M+1 的模式。）

2024 年：据百川盈孚报道，年初碳酸锂需求先弱后强，供应前紧后松，带动价格上涨；自 5 月后，碳酸锂库存持续累积，价格整体呈震荡下跌趋势。9 月后供应减少、需求增加，碳酸锂转为去库走势，10-11 月需求持续好转，叠加宏观经济政策政策刺激价格上涨。整体来看，2024 年碳酸锂价格呈下行走势，据百川盈孚数据，国内工业级碳酸锂、电池级碳酸锂 2024 年均价分别为 8.62、9.02 万元/吨，同比分别-64.2%、-65.1%。

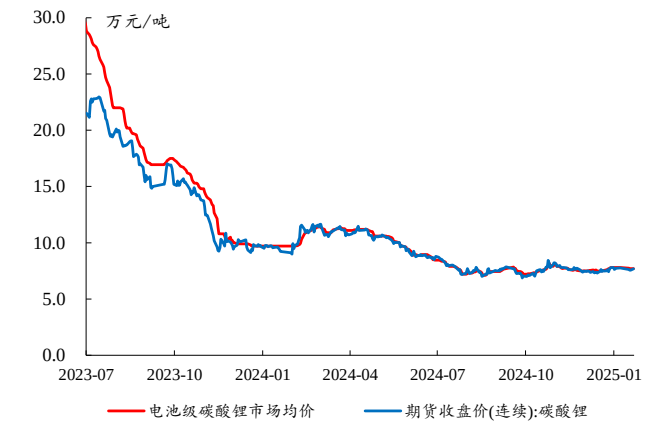
截至 2025 年 2 月 10 日，国内工业级碳酸锂、电池级碳酸锂市场价分别为 7.45、7.70 万元/吨，分别处于 2019 年以来的 40.9%、33.7%历史分位。

图28：2023 年以来国内碳酸锂价格总体呈现下行趋势



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图29：上市以来，碳酸锂期货价格总体呈现下行趋势



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

3.2、 盐湖股份：盐湖锂资源丰富、吸附+膜法提锂技术先进，打造低成本核心优势

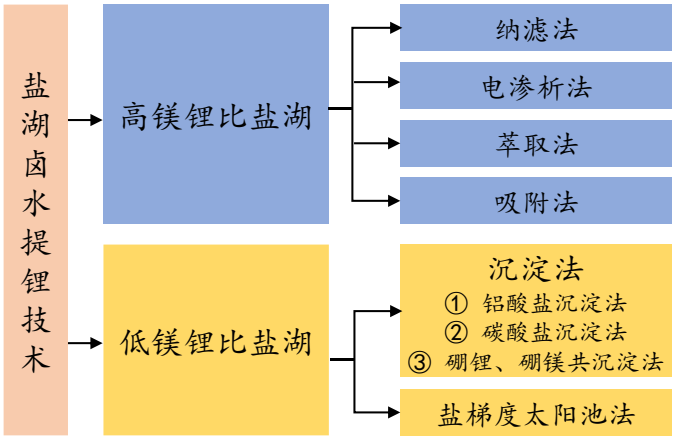
盐湖股份依托察尔汗盐湖丰富的锂资源储备，持续加码盐湖提锂项目，控股子公司蓝科锂业现有碳酸锂产能 3 万吨/年，伴随公司新建 4 万吨基础锂盐项目建成投产，公司在盐湖提锂领域的龙头地位进一步突显。具体来看：

（1）公司吸附+膜法提锂技术先进：针对盐湖卤水锂资源的赋存状态和特征，盐湖提锂技术分为高镁锂比盐湖提锂技术和低镁锂比盐湖提锂技术。中国低镁锂比盐湖所占比例少（镁锂比低于 8），大部分盐湖为高镁锂比盐湖，青海盐湖卤水锂具有资源总量丰富、锂含量低、镁锂比高等特点，且卤水中伴生硼、钾、镁、钠等众多元素，工业化及具有应用前景的盐湖提锂工艺有沉淀法、吸附法、膜法、溶剂萃取法等。

蓝科锂业早期 1 万吨/年碳酸锂项目自 2010 年引进俄罗斯吸附法卤水提锂技术，之后通过多年的工艺优化和创新，公司成功研发出了一整套集吸附提锂、膜分离浓缩技术耦合为一体的工业化示范装置，成功突破了从超高镁锂比低锂型卤水中提取锂盐的技术难题，该项技术荣获 2019 年中国石油和化学工业联合会科学技术进步一等奖，并被认定为国际领先科技成果。**公司碳酸锂的基本工艺流程为：**老卤进入吸附塔进行吸附（铝系吸附剂，吸附剂技术为公司生产碳酸锂核心专利技术，年损耗控制在 10%以内），将反洗后得到的氯化锂溶液通过纳滤膜除去钙、镁等杂质，通过反渗透膜去除氯化锂溶液中多余水分，对氯化锂溶液进行浓缩，经蒸发再次浓缩，进入沉锂端同碳酸钠进行反应，得到碳酸锂，经干燥包装后就是碳酸锂成品。

（2）公司提钾后的老卤水资源丰富：公司使用钾肥分公司提钾后老卤水生产碳酸锂产品，公司钾肥生产每年按产量 500 万吨测算，每年排放老卤量约有 2 亿立方米/年，其锂离子的浓度在 200-250 毫克左右，即每年排放的老卤中锂资源折合氯化锂为 20-30 万吨，该原料液为锂产业发展提供了可靠的资源保障。

图30：国内高镁锂比盐湖的工业化提锂工艺有纳滤法、电渗析法、萃取法、吸附法等



资料来源：《盐湖卤水提锂技术及产业化发展》（丁涛等，2020）

图31：盐湖股份采用以铝系吸附剂为核心的吸附+膜法工艺进行盐湖提锂

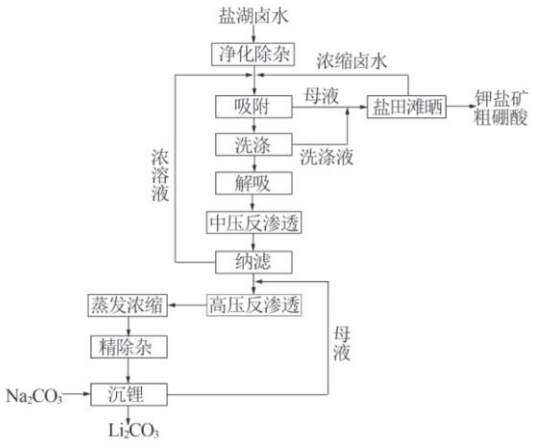


图7 吸附加膜法提锂工艺流程图

资料来源：《中国盐湖卤水提锂产业化技术研究进展》（乜贞等，2022）

（3）公司资源+技术打造碳酸锂低成本核心竞争优势：依托察尔汗盐湖丰富的锂资源及公司工业园区的公共设施，公司吸附提锂技术生产碳酸锂的成本相较同行具有相对优势，也适合锂产业大规模布局。

蓝科锂业生产碳酸锂成本主要包括原材料、能源、人工、折旧等，其中原材料主要是钾肥分公司提钾后的老卤水，故公司一直向蓝科锂业销售成锂卤水，生产一吨碳酸锂需要约 2000 立方米卤水，公司对蓝科锂业收取的老卤水为 2 元/立方米（2023 年披露数据），同时收取卤水前系统维护费，相关收取标准参照碳酸锂市场价格，并结合相关成本因素动态收取。

2020-2022 年，公司碳酸锂单位营业成本保持在 3 万元/吨以下。**2023 年，**公司碳酸锂单位营业成本提升至 4.66 万元/吨，主要是公司申请采矿许可证变更暨缴纳采矿权出让收益造成成本提升，公司将采矿权出让收益 18.97 亿元全部计入当期成本费用，扣除所得税费用，影响当期归母净利润 16.88 亿元。**2024 上半年，**公司碳酸锂单位营业成本在 3.31 万元/吨，根据税务局要求，公司向蓝科锂业销售成锂卤水存在价格明显偏低的情况，2024 年上半年需补缴各类税费及滞纳金共计 6.66 亿元，对当期利润总额的影响金额约为-4.92 亿。**目前公司锂资源按照含锂卤水售价的 15%缴纳资源税，预计后续对碳酸锂业务盈利情况影响有限且相对平稳。**

目前蓝科锂业碳酸锂设计产能 3 万吨/年，2023 年通过实施提质稳产改造工程，对老旧设备改造，新增部分吸附塔，在沉锂端嫁接萃取工艺等措施将产能提高到 3.6 万吨。2024 年将继续实施工艺优化，加强生产成本管控，计划生产碳酸锂 4 万吨。根据 2024 年三季报，公司新建 4 万吨/年基础钾盐一体化项目初步投资概算为 70.98 亿元，2023 年，公司通过优化工艺路线、增加老卤预处理工序及精简工艺设备，实现了约 14.58%的投资优化率。2024 年，在项目实施阶段，公司进一步通过水、电、气的最优配置、主体钢结构优化，并依托总包院的资源整合优势，实现材料设备的集中化、规模化采购，预计再节约投资约 11.3%。

表10：碳酸锂业务成本对比：2020 年-2024H1，盐湖股份碳酸锂单位营业成本低于藏格矿业（2023 年除外）

公司简称	项目	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
盐湖股份	产能（万吨/年）	1	1	1	1	1	1+2	1+2	1+2	1+2
	产量（吨）			11,008	11,302	13,602	22,715	31,012	36,062	18,916
	销量（吨）				11,377	13,776	19,285	30,171	37,599	20,242
	单位售价（万元/吨）				4.41	2.78	9.41	37.98	16.92	8.31
	单位成本（万元/吨）				3.23	2.43	2.82	3.05	4.66	3.31
	毛利率	56.8%	68.6%	49.4%	26.8%	12.5%	70.0%	92.0%	72.5%	60.2%
藏格矿业	产能（万吨/年）				1	1	1	1	1	1
	产量（吨）				1,828	4,430	7,553	10,537	12,063	5,809
	销量（吨）					2,013	10,960	10,707	10,315	7,630
	单位售价（万元/吨）					3.16	8.63	40.38	19.20	8.31
	单位成本（万元/吨）					3.27	3.47	3.15	3.74	4.13
	毛利率					-3.6%	59.8%	92.2%	80.5%	50.3%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表11：蓝科锂业经营情况：2024 年上半年补缴资源税等拖累净利率水平明显下降

碳酸锂子公司	单位：亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
蓝科锂业	营业收入	7.48	6.94	4.99	3.85	18.53	114.95	63.35	16.85
	营业利润	4.58	2.92	-	-	10.73	93.17	34.96	3.71
	净利润	4.20	2.47	0.57	-0.39	9.14	79.16	29.69	3.17
	净利率	56.16%	35.63%	11.34%	-10.22%	49.31%	68.87%	46.86%	18.81%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

根据公司钾肥、碳酸锂业务布局及前文对钾肥、碳酸锂行业的供需分析，我们对公司盈利预测作出如下假设：

（一）钾肥：

（1）销量：公司氯化钾产能 500 万吨/年，暂无扩产计划，我们假设 2024-2026 年钾肥销量均为 500 万吨。

（2）价格：据 Wind 数据，2024 年青海地区氯化钾（60%粉）不含税市场均价 2,266 元/吨，2025 年以来国内氯化钾市场逐步拉涨，2025 年 1 月不含税市场均价 2,339 元/吨（截至 1 月 27 日），考虑前文分析全球氯化钾供给偏紧、需求稳健增长，我们假设 2024-2026 年钾肥不含税均价分别为 2,266、2,350、2,350 元/吨。

（3）成本：2016-2022 年，公司单位营业成本保持在 730 元/吨以下；2023 年、2024 上半年因缴纳采矿权出让收益等导致单位成本上升至 1,271、1,109 元/吨，我们假设 2024-2026 年钾肥单位营业成本分别为 1,100、1,050、1,050 元/吨。

（二）碳酸锂：

（1）销量：公司现有碳酸锂产能 3 万吨/年，新建 4 万吨基础锂盐项目预计 2024 年底逐步建成投产，我们假设 2024-2026 年碳酸锂销量分别为 4.0、5.6、7.2 万吨。

（2）价格：据 Wind 数据，2024 年碳酸锂（工业级,99%,国产）不含税市场均价为 7.71 万元/吨，2025 年以来碳酸锂价格整体呈现下行趋势，我们假设 2024-2026 年碳酸锂不含税均价分别为 7.71、7.20、7.20 万元/吨。

（3）成本：依托察尔汗盐湖丰富的锂资源及公司工业园区的公共设施，公司吸附提锂技术碳酸锂的生产成本相对同行具有相对优势，2024 上半年碳酸锂单位营业成本 3.31 万元/吨，随着产销规模扩张以及公司不断进行技改优化，我们假设 2024-2026 年碳酸锂单位营业成本分别为 3.30、3.23、3.17 万元/吨。

（三）其他：

主要包括贸易业务等，随着公司聚焦钾、锂主业，2019 年以来营收规模不断缩减，2024 上半年营收 2.16 亿元、毛利率 7.4%。我们假设 2024-2026 年营收分别为 5.0、4.0、3.0 亿元，毛利率分别为 5.0%、5.0%、5.0%。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 43.29、52.48、57.74 亿元，EPS 分别为 0.82、0.99、1.09 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 20.4、16.9、15.3

倍。

表12：公司主营业务拆分与盈利预测

主营业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
钾肥	营业收入（亿元）	173.0	146.2	113.3	117.5	117.5
	营收增速	60.0%	-15.5%	-22.5%	3.7%	0.0%
	毛利率	79.4%	51.3%	51.5%	55.3%	55.3%
	销量（万吨）	494	560	500	500	500
	不含税售价（元/吨）	3501	2610	2266	2350	2350
	营业成本（元/吨）	720	1271	1100	1050	1050
碳酸锂	营业收入（亿元）	114.6	63.6	30.8	40.3	51.8
	营收增速	531.5%	-44.5%	-51.5%	30.8%	28.6%
	毛利率	92.0%	72.5%	57.2%	55.1%	56.0%
	销量（万吨）	3.0	3.8	4.0	5.6	7.2
	不含税售价（万元/吨）	37.98	16.92	7.71	7.20	7.20
	营业成本（万元/吨）	3.05	4.66	3.30	3.23	3.17
其他	营业收入	19.9	6.0	5.0	4.0	3.0
	营收增速	-7.6%	-69.8%	-16.7%	-20.0%	-25.0%
	毛利率	2.1%	-2.8%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	**营业收入**	**307.5**	**215.8**	**149.1**	**161.8**	**172.3**
	营收增速	**108.1%**	**-29.8%**	**-30.9%**	**8.5%**	**6.5%**
	毛利率	**79.1%**	**56.0%**	**51.1%**	**54.0%**	**54.6%**
	归母净利润（亿元）	**155.65**	**79.14**	**43.29**	**52.48**	**57.74**
	归母净利润增速	**247.5%**	**-49.2%**	**-45.3%**	**21.2%**	**10.0%**

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

相对估值方面，我们选取主营钾肥的亚钾国际，主营钾肥、碳酸锂的藏格矿业，主营碳酸锂的盛新锂能、中矿资源作为可比公司。截至 2 月 12 日，公司当前股价对应 2025 年 PE 为 16.9 倍，低于可比公司 23.3 倍的平均 PE。

我们看好公司依托优质的察尔汗盐湖资源，聚焦钾肥、碳酸锂双主业，不断巩固国内钾肥龙头、碳酸锂低成本典范的优势地位。此外，随着中国五矿成为公司实际控制人，我们看好双方共建世界级盐湖产业基地、打造世界级盐湖产业集团，助力公司全面迈向高质量发展。首次覆盖给予“买入”评级。

表13：可比公司盈利预测与估值：盐湖股份 2025 年 PE 低于可比公司平均 PE（截至 2025 年 2 月 12 日）

证券简称	收盘价（元/股）	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
	2025 年 2 月 12 日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
亚钾国际	22.28	-39.1	-40.1	71.9	46.5	14.3	28.0	17.6	12.6
藏格矿业	32.58	-39.5	-27.7	13.4	46.6	11.7	20.8	18.4	12.5
盛新锂能	13.64	-87.4	-87.7	324.6	100.9	29.9	144.2	34.0	16.9
中矿资源	35.81	-33.0	-60.5	27.7	56.1	12.3	29.6	23.2	14.9
平均		**-49.7**	**-54.0**	**109.4**	**62.5**	**17.0**	**55.6**	**23.3**	**14.2**

证券简称	收盘价（元/股）	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
	2025 年 2 月 12 日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
盐湖股份	16.72	119.6	-45.3	21.2	10.0	11.2	20.4	16.9	15.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除了盐湖股份、亚钾国际，其余公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测）

5、 风险提示

钾锂价格波动。公司以钾肥、碳酸锂为主营业务，钾肥、碳酸锂产品资源属性较强，产品价格受到国际环境、经济周期、供需关系、产业政策变化等诸多因素影响，价格具有较高的波动性。公司的业绩与钾肥、碳酸锂产品的价格走势密切相关，其价格的大幅波动会给公司经营业绩带来一定的风险。

项目投产不及预期。公司 4 万吨锂盐一体化项目正在建设中，若项目投产不及预期，或对公司未来盈利能力产生影响。

新能源需求不及预期。碳酸锂下游需求主要受新能源汽车、储能等市场影响，如果新能源行业发展不景气，将拖累碳酸锂需求，从而对锂价形成制约，进而对公司经营业绩带来一定的风险。

其他风险。根据盐湖股份 2025 年 1 月 8 日公告，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 5.03%的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29266	30372	30345	37760	43319
现金	16524	17759	24446	24346	37188
应收票据及应收账款	6338	6870	456	7567	520
其他应收款	323	68	202	91	221
预付账款	262	347	74	383	103
存货	1765	1233	1073	1279	1192
其他流动资产	4055	4095	4095	4095	4095
非流动资产	12864	16035	12069	11701	11148
长期投资	136	121	105	89	73
固定资产	7719	8468	5040	4874	4536
无形资产	1007	918	835	708	586
其他非流动资产	4002	6528	6089	6031	5953
资产总计	42131	46407	42415	49461	54467
流动负债	8626	9392	3341	4774	3688
短期借款	77	12	12	12	12
应付票据及应付账款	2034	2278	1450	2119	1740
其他流动负债	6515	7102	1880	2643	1936
非流动负债	4988	2325	-576	-787	-1064
长期借款	3986	128	-2772	-2983	-3260
其他非流动负债	1002	2196	2196	2196	2196
负债合计	13614	11717	2766	3987	2624
少数股东权益	3343	2784	3414	3991	4586
股本	5433	5433	5433	5433	5433
资本公积	40770	40760	40760	40760	40760
留存收益	-21036	-13123	-8164	-2339	4030
归属母公司股东权益	25173	31906	36235	41484	47257
负债和股东权益	42131	46407	42415	49461	54467

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	17487	12105	10316	187	12977
净利润	19680	9366	4959	5825	6369
折旧摊销	706	770	780	804	846
财务费用	123	-182	-303	-259	-336
投资损失	-73	-80	-77	-78	-77
营运资金变动	-3092	1299	5215	-6012	6276
其他经营现金流	144	930	-259	-92	-101
投资活动现金流	-1756	-6640	3450	-336	-193
资本支出	702	943	-3170	452	308
长期投资	-910	-5769	16	16	16
其他投资现金流	-144	72	264	100	99
筹资活动现金流	-4745	-5599	-7079	48	59
短期借款	77	-65	0	0	0
长期借款	-2505	-3858	-2900	-211	-277
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	510	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-2827	-1666	-4178	259	336
现金净增加额	10987	-134	6687	-100	12843

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30739	21579	14913	16182	17234
营业成本	6423	9484	7295	7441	7817
营业税金及附加	1573	1239	1193	1456	1551
营业费用	256	144	92	162	172
管理费用	908	752	969	728	776
研发费用	256	131	179	244	229
财务费用	123	-182	-303	-259	-336
资产减值损失	-115	-44	-75	-32	-34
其他收益	51	72	62	67	64
公允价值变动收益	12	83	47	20	20
投资净收益	73	80	77	78	77
资产处置收益	2	0	140	2	2
营业利润	21399	10285	5810	6615	7233
营业外收入	23	379	25	25	25
营业外支出	66	17	200	20	20
利润总额	21356	10647	5635	6620	7238
所得税	1676	1281	676	794	869
净利润	19680	9366	4959	5825	6369
少数股东损益	4112	1452	630	577	595
归属母公司净利润	15568	7914	4329	5248	5774
EBITDA	21834	10893	5739	6598	7058
EPS(元)	2.94	1.50	0.82	0.99	1.09

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	108.0	-29.8	-30.9	8.5	6.5
营业利润(%)	256.0	-51.9	-43.5	13.9	9.3
归属于母公司净利润(%)	247.6	-49.2	-45.3	21.2	10.0
获利能力					
毛利率(%)	79.1	56.0	51.1	54.0	54.6
净利率(%)	50.6	36.7	29.0	32.4	33.5
ROE(%)	69.0	27.0	12.5	12.8	12.3
ROIC(%)	59.4	23.1	12.3	12.6	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	32.3	25.2	6.5	8.1	4.8
净负债比率(%)	-31.3	-32.1	-63.6	-55.7	-74.1
流动比率	3.4	3.2	9.1	7.9	11.7
速动比率	3.1	3.0	8.7	7.5	11.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.5	0.3	0.4	0.3
应收账款周转率	40.8	53.4	47.1	50.2	48.7
应付账款周转率	3.5	4.5	4.0	4.2	4.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.94	1.50	0.82	0.99	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	3.30	2.29	1.95	0.04	2.45
每股净资产(最新摊薄)	4.76	6.03	6.85	7.84	8.93
估值比率					
P/E	5.7	11.2	20.4	16.9	15.3
P/B	3.5	2.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	3.8	7.2	11.4	10.0	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn