

盐湖股份 (000792.SZ)

2025年03月31日

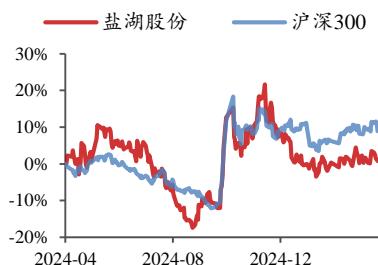
# 2024Q4 业绩超预期，2025Q1 业绩同比预增，4万吨锂盐产能将有序释放

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2025/3/28
当前股价(元)	16.42
一年最高最低(元)	20.75/13.58
总市值(亿元)	868.88
流通市值(亿元)	868.86
总股本(亿股)	52.92
流通股本(亿股)	52.91
近3个月换手率(%)	44.94

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《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》 -2025.2.12

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

### ● 2024Q4 业绩超预期，2025Q1 业绩同比预增，4万吨锂盐产能拟有序释放

公司发布2024年报，实现营收151.34亿元，同比-29.86%；归母净利润46.63亿元，同比-41.07%；扣非净利润44.01亿元，同比-49.56%。其中Q4实现营收46.86亿元，同比-19.05%、环比+45.88%；归母净利润15.22亿元，同比-34.22%、环比+63.83%；扣非净利润13.30亿元，同比-58.68%、环比+45.87%，Q4业绩超我们预期，公司因缴纳2021-2023年销售成锂卤水资源税和增值税滞纳金产生的营业外支出1.69亿元。此外，公司公告2025Q1预计实现归母净利润11.3-12.0亿元，同比增长20.97%-28.47%，主要受益于氯化钾价格同比上涨。考虑钾锂业务景气度及公司计划2025年开始实现4万吨锂盐项目部分产能释放，我们维持2025-2026年、新增2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为52.48、57.74、61.07亿元，EPS分别为0.99、1.09、1.15元/股，当前股价对应PE为16.6、15.0、14.2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，积极融入中国五矿体系和中国盐湖，全面迈向高质量发展，维持“买入”评级。

### ● 2024年碳酸锂销量同比增长，2025Q1氯化钾价格上涨助力业绩同比预增

2024年，公司氯化钾、碳酸锂销量分别为467、4.16万吨，同比-16.56%、+10.51%；对应Q4销量分别为151、1.33万吨，子公司蓝科锂业全年实现净利润5.35亿元，同比-82.0%。2025Q1，据Wind数据，截至3月28日，Q1氯化钾(60%粉)市场价2,812元/吨，同比+11.3%；碳酸锂(工业级,99%,国产)平均价7.32万元/吨，同比-22.4%，Q1公司氯化钾与碳酸锂产销态势平稳，氯化钾市场价格显著上扬推动业绩同比增长。展望2025年，公司计划2025年生产碳酸锂4.3万吨，新建4万吨基础锂盐项目计划2025年内实现部分产能释放。公司将积极融入中国五矿体系和中国盐湖，加快建设世界级盐湖产业基地。

### ● 风险提示：

钾锂价格波动、项目投产不及预期、需求不及预期、其他风险<sup>1</sup>。

## 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,579	15,134	16,525	17,775	18,810
YOY(%)	-29.8	-29.9	9.2	7.6	5.8
归母净利润(百万元)	7,914	4,663	5,248	5,774	6,107
YOY(%)	-49.2	-41.1	12.5	10.0	5.8
毛利率(%)	56.0	51.9	55.9	56.4	56.2
净利率(%)	36.7	30.8	31.8	32.5	32.5
ROE(%)	27.0	12.4	12.6	12.2	11.4
EPS(摊薄/元)	1.50	0.88	0.99	1.09	1.15
P/E(倍)	11.0	18.6	16.6	15.0	14.2
P/B(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附表 1：2024 年，公司钾肥业务量价齐跌、毛利率同比提升；碳酸锂业务量升价跌、毛利率同比下跌**

业务	项目	2023 年	2024 年	同比	2024H1	2024H2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
钾肥	销售量（万吨）	560	467	-16.6%	224	244	76	147	93	151
	生产量（万吨）	493	496	0.7%	226	270	112	113	124	146
	库存量（万吨）	67	52	-22.8%						
	营业收入（亿元）	146.18	117.13	-19.9%	53.38	63.75				
	营业成本（亿元）	71.15	54.65	-23.2%	24.81	29.84				
	毛利（亿元）	75.03	62.48	-16.7%	28.57	33.91				
	不含税均价（元/吨）	2610.36	2506.57	-4.0%	2386.55	2616.77				
	营业成本（元/吨）	1270.54	1169.57	-7.9%	1109.22	1224.97				
	单位毛利（元/吨）	1339.82	1337.00	-0.2%	1277.33	1391.80				
	毛利率	51.33%	53.34%	2.01pcts	53.52%	53.19%				
碳酸锂	销售量（万吨）	3.76	4.16	10.5%	2.02	2.13	0.99	1.03	0.81	1.33
	生产量（万吨）	3.61	4.00	10.9%	1.89	2.11	0.87	1.02	1.19	0.91
	库存量（万吨）	0.26	0.11	-59.2%						
	营业收入（亿元）	63.61	30.75	-51.7%	16.83	13.92				
	营业成本（亿元）	17.52	15.16	-13.4%	6.70	8.46				
	毛利（亿元）	46.09	15.58	-66.2%	10.13	5.45				
	不含税均价（万元/吨）	16.92	7.40	-56.3%	8.31	6.53				
	营业成本（万元/吨）	4.66	3.65	-21.7%	3.31	3.97				
	单位毛利（万元/吨）	12.26	3.75	-69.4%	5.00	2.56				
	毛利率	72.46%	50.68%	-21.78pcts	60.19%	39.18%				

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**附表 2：2024 年，子公司蓝科锂业营收、净利润同比下降，净利率同比下跌**

项目	持股比例	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	净利率	营收同比	净利润同比	净利率同比（pcts）
2023H1	51.42%	33.34	19.60	58.79%			
2023H2	51.42%	30.00	10.08	33.61%			
2023A	51.42%	63.35	29.69	46.86%			
2024H1	51.42%	16.85	3.17	18.81%	-49.5%	-83.8%	-39.98
2024H2	51.42%	13.89	2.18	15.70%	-53.7%	-78.4%	-17.91
2024A	51.42%	30.74	5.35	17.40%	-51.5%	-82.0%	-29.46

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**附表 3：截至 3 月 28 日，2025Q1 氯化钾价格同环比上涨，碳酸锂价格同比下跌**

产品价格	中国:出厂价:氯化钾 (60%粉):青海盐湖	中国:出厂价:氯化钾 (57%粉):青海盐湖	青海地区:市场价(主流价):氯化钾(60%粉)	中国:平均价:碳酸锂 (电池级,99.5%,国产)	中国:平均价:碳酸锂 (工业级,99%,国产)
2017A	1,959	1,791	1,959	14.82	13.20
2018A	2,292	2,133	2,199	12.08	11.35
2019A	2,292	2,132	2,210	7.39	6.64
2020A	1,954	1,793	1,914	4.46	3.81

产品价格	中国:出厂价:氯化钾 (60%粉):青海盐湖	中国:出厂价:氯化钾 (57%粉):青海盐湖	青海地区:市场价(主 流价):氯化钾(60%粉)	中国:平均价:碳酸锂 (电池级,99.5%,国产)	中国:平均价:碳酸锂 (工业级,99%,国产)
2021A	2,724	2,574	2,962	12.07	11.51
2022A	4,145	4,029	4,300	47.92	45.75
2023A	2,954	2,794	2,903	26.51	24.46
2024A	2,520	2,366	2,470	9.28	8.71
2025A	2,636	2,486	2,812	7.54	7.32
2024Q1	2,691	2,531	2,527	10.39	9.42
2024Q2	2,415	2,258	2,378	11.13	10.48
2024Q3	2,500	2,350	2,509	8.01	7.65
2024Q4	2,477	2,327	2,467	7.62	7.31
<b>2025Q1</b>	<b>2,636</b>	<b>2,486</b>	<b>2,812</b>	<b>7.54</b>	<b>7.32</b>
<b>2025Q1 同比</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>11.3%</b>	<b>-27.4%</b>	<b>-22.4%</b>
<b>2025Q1 环比</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.9%</b>	<b>14.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>0.1%</b>
<b>2025-03-28</b>	<b>2,800</b>	<b>2,650</b>	<b>3,020</b>	<b>7.43</b>	<b>7.24</b>
<b>历史分位</b>	<b>73.3%</b>	<b>73.1%</b>	<b>76.6%</b>	<b>17.9%</b>	<b>25.4%</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注 1:2025A、2025Q1 数据测算区间为 2025 年 1 月 1 日-2025 年 3 月 28 日。注 2: 2017A 数据测算区间为 2017 年 1 月 12 日-2017 年 12 月 31 日, 历史分位测算自 2027 年 1 月 12 日开始。注 3: 氯化钾价格单位为“元/吨”, 碳酸锂价格单位为“万元/吨”。)

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	30372	27761	33345	39636	46255	<b>营业收入</b>	21579	15134	16525	17775	18810
现金	17759	15624	18786	25779	31137	营业成本	9484	7286	7288	7751	8231
应收票据及应收账款	6870	4547	6557	6064	6920	营业税金及附加	1239	1269	1487	1600	1693
其他应收款	68	93	82	107	93	营业费用	144	140	165	178	188
预付账款	347	228	400	275	439	管理费用	752	1045	1157	1155	1223
存货	1233	984	1234	1125	1380	研发费用	131	189	215	267	291
其他流动资产	4095	6285	6285	6285	6285	财务费用	-182	-148	-92	-37	-96
<b>非流动资产</b>	16035	18021	18287	18375	18272	资产减值损失	-44	-98	-83	-36	-38
长期投资	121	381	626	866	1109	其他收益	72	174	70	47	50
固定资产	8468	8622	8995	9170	9128	公允价值变动收益	83	28	20	20	20
无形资产	918	892	765	643	528	投资净收益	80	301	190	246	218
其他非流动资产	6528	8127	7900	7696	7508	资产处置收益	0	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	46407	45783	51632	58011	64527	<b>营业利润</b>	10285	5907	6618	7289	7676
<b>流动负债</b>	9392	3787	3976	4171	4201	营业外收入	379	20	25	25	25
短期借款	12	11	11	11	11	营业外支出	17	169	20	20	20
应付票据及应付账款	2278	1857	1821	2320	1952	<b>利润总额</b>	10647	5757	6623	7294	7681
其他流动负债	7102	1919	2144	1839	2238	所得税	1281	843	927	1021	1075
<b>非流动负债</b>	2325	2402	2366	2278	2158	<b>净利润</b>	9366	4914	5696	6273	6605
长期借款	128	209	173	85	-35	少数股东损益	1452	251	448	499	499
其他非流动负债	2196	2193	2193	2193	2193	<b>归属母公司净利润</b>	7914	4663	5248	5774	6107
<b>负债合计</b>	11717	6189	6342	6448	6359	EBITDA	10893	6125	6847	7433	7690
少数股东权益	2784	3019	3467	3966	4465	EPS(元)	1.50	0.88	0.99	1.09	1.15
股本	5433	5433	5433	5433	5433						
资本公积	40760	40776	40776	40776	40776	<b>主要财务比率</b>	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	-13123	-8459	-2763	3509	10115	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	31906	36575	41823	47597	53704	营业收入(%)	-29.8	-29.9	9.2	7.6	5.8
<b>负债和股东权益</b>	46407	45783	51632	58011	64527	营业利润(%)	-51.9	-42.6	12.0	10.1	5.3
						归属于母公司净利润(%)	-49.2	-41.1	12.5	10.0	5.8
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	56.0	51.9	55.9	56.4	56.2
						净利率(%)	36.7	30.8	31.8	32.5	32.5
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	27.0	12.4	12.6	12.2	11.4
<b>经营活动现金流</b>	12105	7819	4059	7662	5897	ROIC(%)	23.1	11.6	11.9	11.5	10.5
净利润	9366	4914	5696	6273	6605	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	770	822	728	798	858	资产负债率(%)	25.2	13.5	12.3	11.1	9.9
财务费用	-182	-148	-92	-37	-96	净负债比率(%)	-32.1	-33.3	-36.5	-45.8	-50.0
投资损失	-80	-301	-190	-246	-218	流动比率	3.2	7.3	8.4	9.5	11.0
营运资金变动	1272	1610	-1948	1045	-1087	速动比率	3.0	5.4	6.4	7.7	9.1
其他经营现金流	957	922	-136	-170	-165	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-6640	-6437	-782	-618	-515	总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	943	1222	748	646	512	应收账款周转率	53.4	88.4	70.9	79.6	75.3
长期投资	-5769	-5386	-246	-240	-243	应付账款周转率	4.5	3.6	4.0	3.8	3.9
其他投资现金流	72	171	212	268	240	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-5599	-4900	-114	-51	-24	每股收益(最新摊薄)	1.50	0.88	0.99	1.09	1.15
短期借款	-65	-1	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.29	1.48	0.77	1.45	1.11
长期借款	-3858	81	-36	-88	-120	每股净资产(最新摊薄)	6.03	6.91	7.90	8.99	10.15
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	-10	16	0	0	0	P/E	11.0	18.6	16.6	15.0	14.2
其他筹资现金流	-1666	-4996	-79	37	96	P/B	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6
<b>现金净增加额</b>	-134	-3518	3163	6993	5358	EV/EBITDA	7.1	12.9	11.1	9.4	8.4

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形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