

价格下跌拖累业绩，积极融入“三步走战略”

2025 年 04 月 01 日

➤ **事件：公司发布 2024 年年报。**2024 年，公司实现营业收入 151.3 亿元，同比下降 29.9%；归母净利润 46.6 亿元，同比下降 41.1%；扣非归母净利润 44.0 亿元，同比下降 49.6%。单季度看，2024Q4 实现营收 46.8 亿元，同比-19.1%，环比+45.8%，归母净利 15.2 亿元，同比-34.3%，环比+63.6%，扣非归母净利 13.3 亿元，同比-58.7%，环比+45.9%。

➤ **碳酸锂：基本完成全年产销目标，成本优势仍然显著。**1) **量：**公司目前碳酸锂产能 4 万吨，从实际经营来看，2024 年产销 4.0、4.16 万吨，其中 24Q4 产销 0.9、1.3 万吨，环比变动-23.4%、+64.7%；2) **库存：**截至 2024 年底，库存 1069 吨，同比-1550 吨；3) **价：**由于产业链供需过剩格局维持及补贴退坡的政策性影响，2024 年锂价快速下跌，电碳均价（含税）9.0 万元/吨，同比-64.4%，工碳均价（含税）8.6 万元/吨，同比-63.8%，公司碳酸锂平均售价 7.4 万元/吨，同比-56.3%；4) **本：**2024 年碳酸锂单吨成本约 3.6 万元，同比-0.1 万元，成本优势仍然显著。

➤ **氯化钾：钾肥价格下降，销量不及预期。**1) **量：**2024 年氯化钾产量目标 500 万吨，从实际经营来看，全年产销 496、467 万吨，同比+0.7%、-16.6%，其中 Q4 产销 146、151 万吨，环比变动+17.3%、+62.3%。2) **价：**2024 年随着地缘政治事件局势得到控制，供给进入逐步修复阶段，价格也逐渐恢复平稳，国内钾肥市场均价 2517 元/吨，同比-14.8%，公司氯化钾不含税售价 2507 元/吨，同比-4.0%；3) **本：**2024 年氯化钾单吨成本约 1170 元，同比+173 元。

➤ **核心看点：成本优势+产能扩张，积极融入中国盐湖三步走战略。**控股股东中国盐湖将实施三步走战略，其中到 2030 年形成 1000 万吨/年钾肥、20 万吨/年锂盐、3 万吨以上/年镁及镁基材料产能，公司将积极融入到该战略中。1) **锂：**公司现有碳酸锂产能 4 万吨，计划 2025 年生产碳酸锂 4.3 万吨，4 万吨基础锂盐项目建设中。且公司依托于成熟的技术和优质的盐湖资源，始终将提锂成本控制于行业左侧，优势明显。在锂行业产能出清，锂价中枢大幅下移背景下，盐湖提锂成本优势+产能扩张构筑盐湖龙头核心竞争力。2) **钾肥：**我国钾肥需求全球第一，但钾资源相对稀缺且自主产能有限，2024 年中国钾肥产能仅占全球总产能的 10%，氯化钾进口依存度高达 67%。公司目前氯化钾产能 500 万吨，国内排名第一。在粮食安全愈发重要的背景下，钾肥业务有望持续贡献稳定业绩。

➤ **投资建议：**锂行业维持供需过剩，行业产能出清下锂价底部区间震荡，盐湖提锂成本优势凸显，公司锂盐产能加速扩张，钾肥业务基本盘稳固，我们预计公司 2025-2027 年归母净利为 52.0、63.8 和 70.8 亿元，对应 3 月 31 日收盘价的 PE 为 17、14 和 12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锂价超预期下跌，钾肥供给超预期增加，扩产项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,134	15,888	18,738	19,924
增长率 (%)	-29.9	5.0	17.9	6.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,663	5,198	6,382	7,081
增长率 (%)	-41.1	11.5	22.8	11.0
每股收益 (元)	0.88	0.98	1.21	1.34
PE	19	17	14	12
PB	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.56 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1.盐湖股份 (000792.SZ) 2024 年三季度报点评：钾肥销量下滑，锂盐新建项目稳步推进-2024/10/30

2.盐湖股份 (000792.SZ) 2023 年年报点评：价格下跌+成本上升拖累业绩，扩产夯实龙头地位-2024/04/07

3.盐湖股份 (000792.SZ) 2023 年半年报点评：钾锂价格下滑拖累业绩，Q2 锂盐出货大幅改善-2023/09/06

4.盐湖股份 (000792.SZ) 2022 年年报点评：历史最佳年度业绩，静待盐湖龙头产能释放-2023/04/03

目录

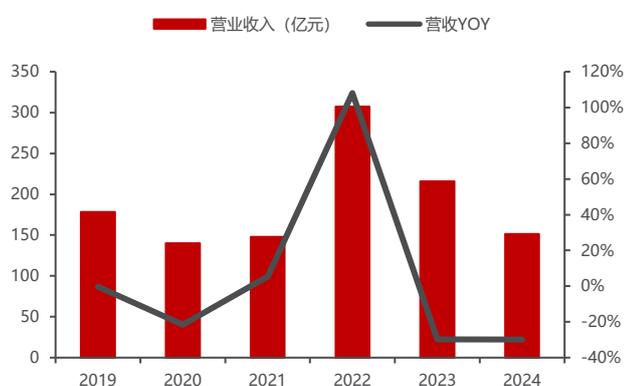
1 钾锂价格下跌，拖累全年业绩	3
2 经营分析：钾锂价格下滑，氯化钾销量不及预期	4
3 核心看点：成本优势+产能扩张，积极融入中国盐湖三步走战略	8
3.1 扩产 4 万吨项目建设中，盐湖龙头成本优势显著	8
3.2 钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘	9
4 投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 钾锂价格下跌，拖累全年业绩

公司发布 2024 年年报：2024 年，公司实现营业收入 151.3 亿元，同比下降 29.9%；归母净利润 46.6 亿元，同比下降 41.1%；扣非归母净利润 44.0 亿元，同比下降 49.6%。

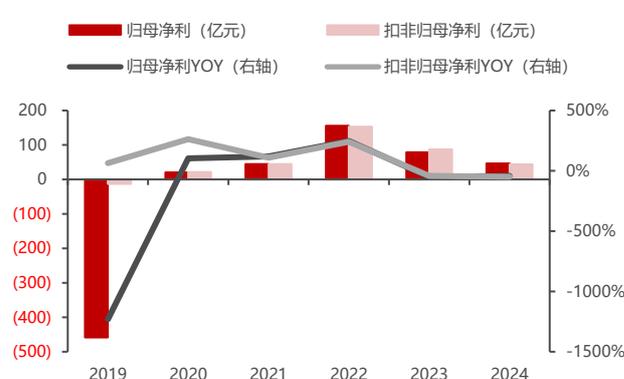
单季度来看，2024Q4 实现营收 46.8 亿元，同比-19.1%，环比+45.8%，归母净利 15.2 亿元，同比-34.3%，环比+63.6%，扣非归母净利 13.3 亿元，同比-58.7%，环比+45.9%。

图1：2024 年营收同比-29.9 %至 151.3 亿元



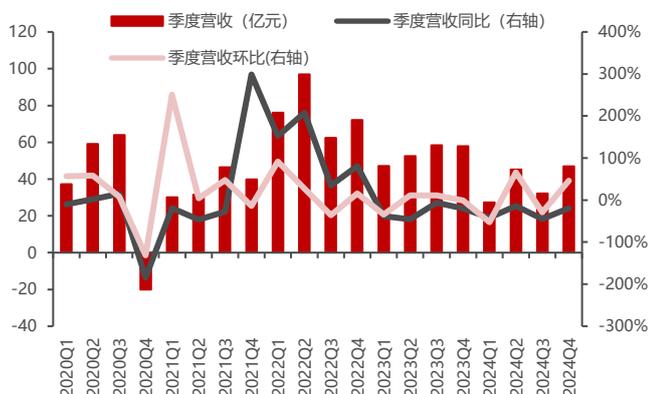
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024 年归母净利润同比-41.1%至 46.6 亿元



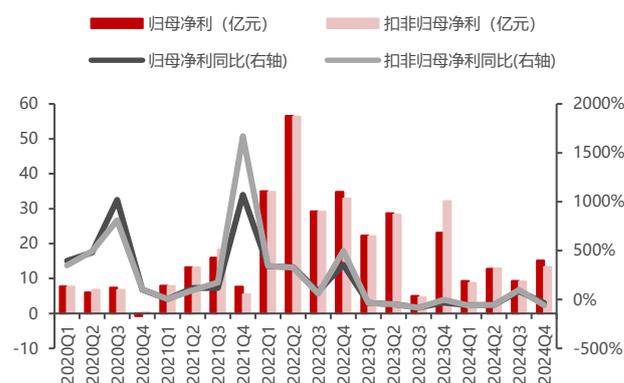
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q4 营收环比+45.8%至 46.8 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q4 归母净利环比+63.6%至 15.2 亿元

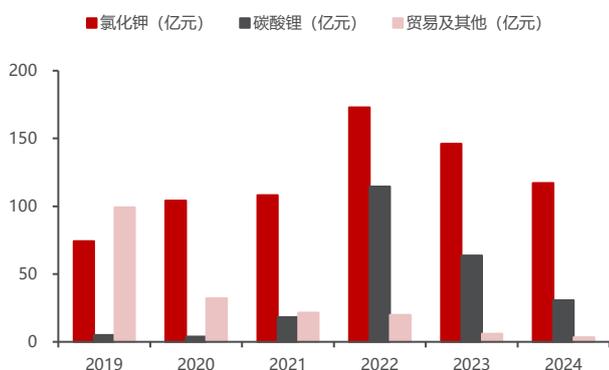


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 经营分析：钾锂价格下滑，氯化钾销量不及预期

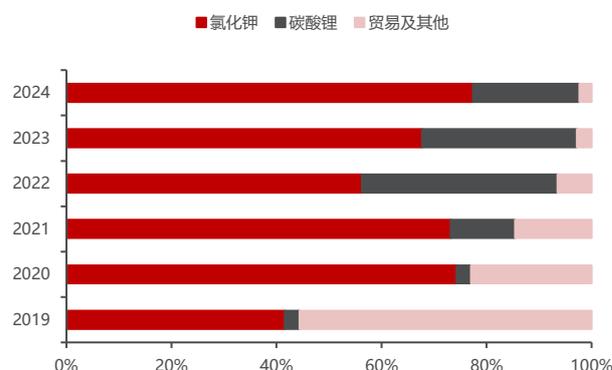
营收毛利来看：钾锂价格下滑，碳酸锂、氯化钾营收毛利下降。2024 年碳酸锂实现营收 30.7 亿元，同比下降 51.7%，主要由于锂盐价格下跌，营收占比降至 20.3%，氯化钾实现营收 117.1 亿元，同比下降 19.9%，营收占比提升至 77.4%；毛利方面，2024 年碳酸锂实现毛利 15.6 亿元，同比下降 68.6%，毛利占比降至 19.9%，毛利率下降 21.8pct 至 50.7%，氯化钾实现毛利 62.5 亿元，同比下降 30.9%，毛利占比提升至 79.6%，毛利率提升 2.0pct 至 53.3%。

图5：2024 年碳酸锂实现营收 30.7 亿元



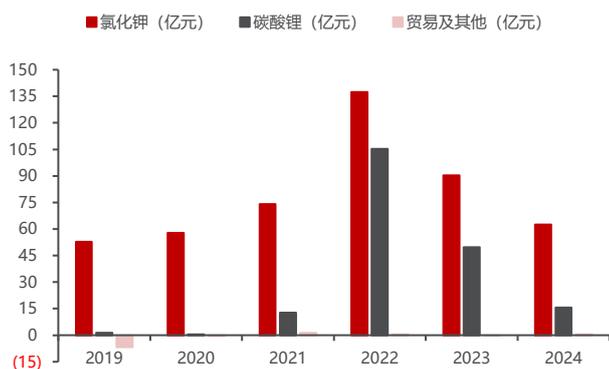
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2024 年碳酸锂营收占比降至 20.3%



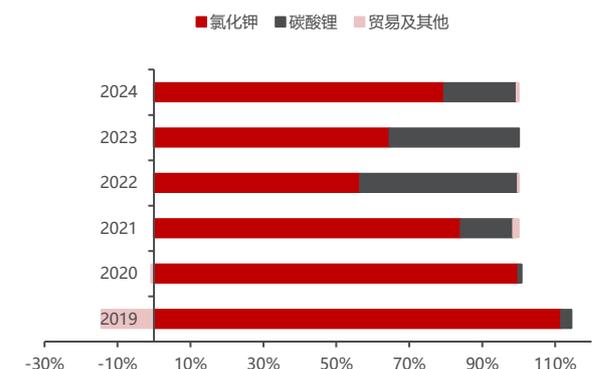
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2024 年碳酸锂实现毛利 15.6 亿元



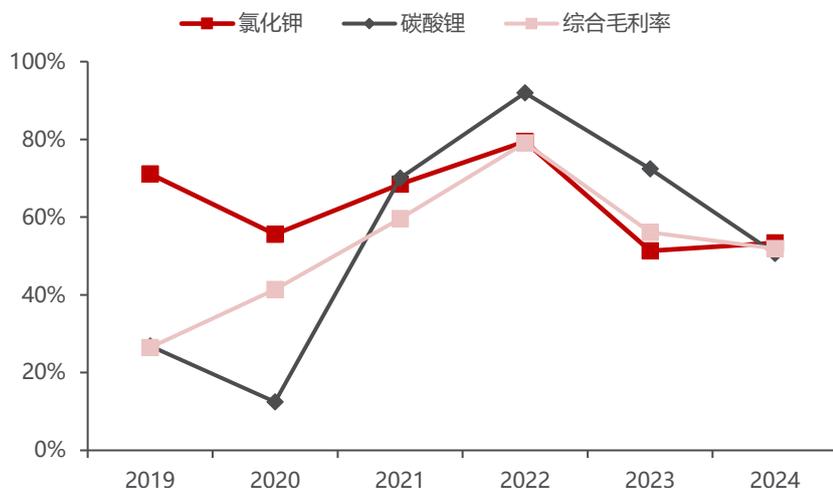
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2024 年碳酸锂毛利占比降至 19.9%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

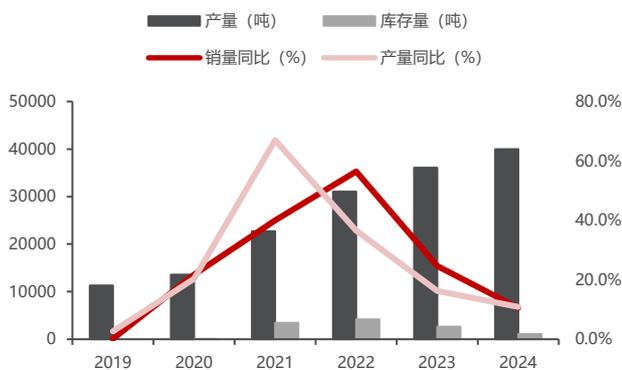
图9：2024 年锂产品毛利率降至 50.7%，钾产品毛利率小幅提升至 53.3%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

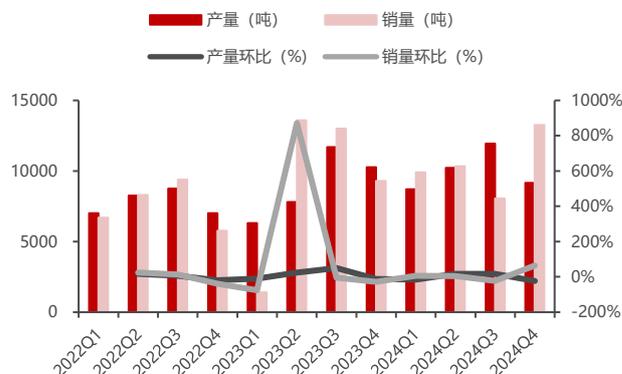
碳酸锂：基本完成全年产销目标，成本优势仍然显著。 1) **量**：公司目前碳酸锂产能 4 万吨，从实际经营来看，2024 年产销 4.0、4.16 万吨，其中 24Q4 产销 0.9、1.3 万吨，环比变动-23.4%、+64.7%； 2) **库存**：截至 2024 年底，库存 1069 吨，同比-1550 吨； 3) **价**：由于产业链供需过剩格局维持及补贴退坡的政策性影响，2024 年锂价快速下跌，电碳均价（含税）9.0 万元/吨，同比-64.4%，工碳均价（含税）8.6 万元/吨，同比-63.8%，公司碳酸锂平均售价 7.4 万元/吨，同比-56.3%； 4) **本**：2024 年碳酸锂单吨成本约 3.6 万元，同比-0.1 万元，成本优势仍然显著。

图10：2024 年碳酸锂产销 4.0 和 4.16 万吨



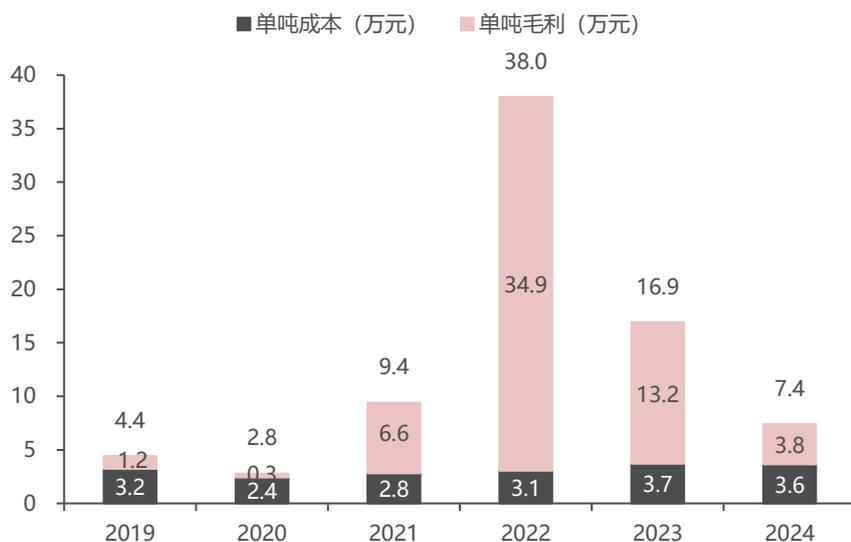
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2024Q4 碳酸锂销量环比+64.7%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

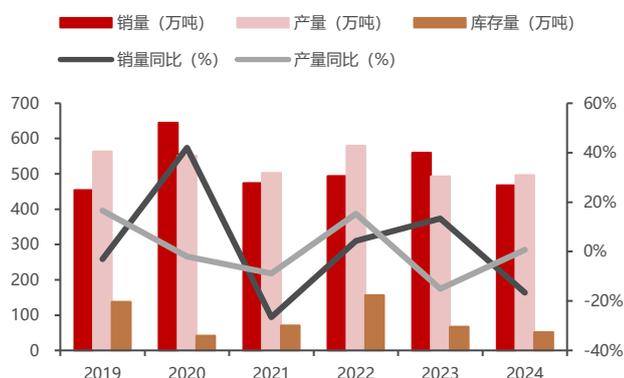
图12: 2024 年碳酸锂单吨成降至 3.6 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

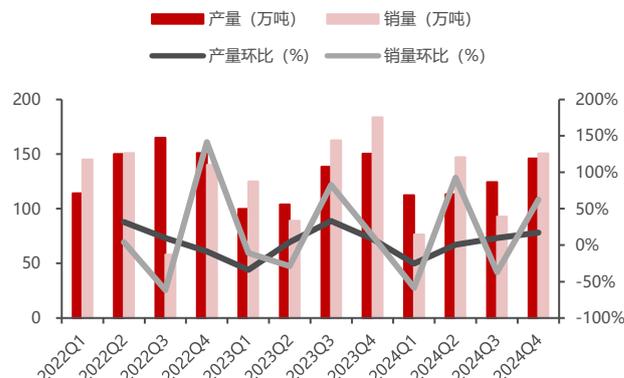
氯化钾: 钾肥价格下降, 销量不及预期。1) 量: 2024 年氯化钾产量目标 500 万吨, 从实际经营来看, 全年产销 496、467 万吨, 同比+0.7%、-16.6%, 其中 Q4 产销 146、151 万吨, 环比变动+17.3%、+62.3%。**2) 价:** 2024 年随着地缘政治事件局势得到控制, 供给进入逐步修复阶段, 价格也逐渐恢复平稳, 国内钾肥市场均价 2517 元/吨, 同比-14.8%, 公司氯化钾不含税售价 2507 元/吨, 同比-4.0%; **3) 本:** 2024 年氯化钾单吨成本约 1170 元, 同比+173 元。

图13: 2024 年氯化钾销量同比-16.6%



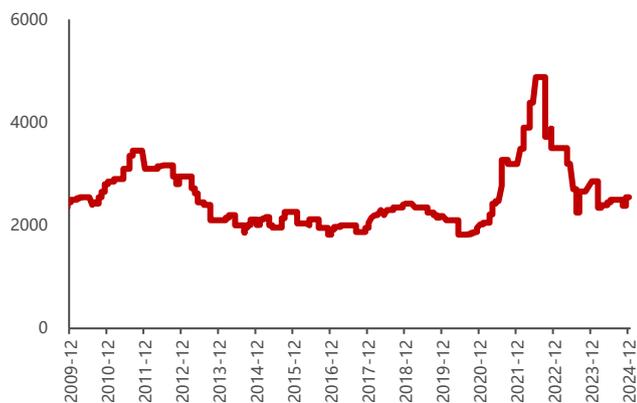
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2024Q4 氯化钾销量环比+62.3%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 2024 年国内钾肥价格下跌 (元/吨)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 2024 年氯化钾单吨成本增至 1170 元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 核心看点：成本优势+产能扩张，积极融入中国盐湖三步走战略

积极融入中国盐湖三步走战略。控股股东中国盐湖将实施三步走战略，其中到2030年形成1000万吨/年钾肥、20万吨/年锂盐、3万吨以上/年镁及镁基材料产能，公司将积极融入到该战略中。

3.1 扩产4万吨项目建设中，盐湖龙头成本优势显著

依靠优势资源，4万吨锂盐扩产项目在建。公司目前钾肥、锂盐生产的原料来自青海察尔汗盐湖，察尔汗盐湖富含多种矿产元素，其氯化钾、氯化镁、氯化锂、氯化钠等储量，均居全国首位，在全球盐湖中占据重要地位。公司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，公司现有碳酸锂产能4万吨，计划2025年生产碳酸锂4.3万吨，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。

图17：4万吨/年基础锂盐一体化项目建设俯瞰图



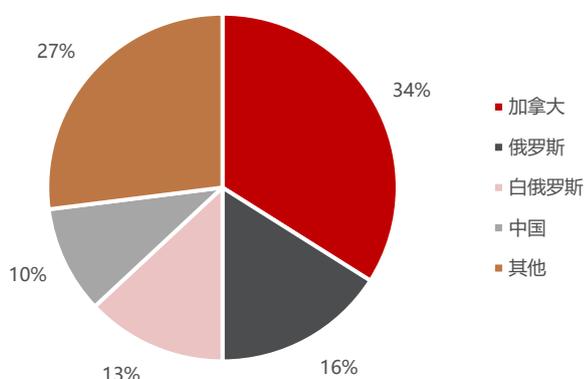
资料来源：公司公告，民生证券研究院

突破提锂技术壁垒，技术优势保障成本低位。公司对4万吨锂盐项目优化工艺路线，增设老卤预处理工序，有效提升资源利用效率；同时，精简不必要的工艺设备，降低投资成本。公司目前已经形成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，突破了从超高镁锂比低锂型卤水中提取锂盐的技术，依托于成熟的技术和优质的盐湖资源，公司始终将提锂成本控制行业左侧，优势明显。

3.2 钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘

钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘。公司目前氯化钾产能 500 万吨，国内排名第一，承担国家保障粮食安全的重任。我国作为农业大国，钾肥需求居于全球第一，但我国钾资源相对稀缺且自主产能有限，2024 年中国钾肥产能仅占全球总产能的 10%。而 2024 年，我国氯化钾总进口达到 1263 万吨，同比增长 9%，再传新高，进口依存度达 67%。在粮食安全愈发重要的背景下，钾肥业务有望为公司持续贡献稳定业绩。

图18：2024 年全球钾肥产能分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：2024 年我国氯化钾进口量达 1263 万吨，再创新高 (万吨)



资料来源：ifind、公司公告，民生证券研究院

4 投资建议

锂行业维持供需过剩，行业产能出清下锂价底部区间震荡，盐湖提锂成本优势凸显，公司锂盐产能加速扩张，钾肥业务基本盘稳固，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 52.0、63.8 和 70.8 亿元，对应 3 月 31 日收盘价的 PE 为 17、14 和 12 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 锂价超预期下跌。锂行业依旧维持供需过剩格局，若行业供给增速显著超过需求增速，带来锂价超预期下滑，会导致公司锂盐业务业绩释放不及预期。

2) 钾肥供给超预期增加。公司钾肥业务贡献主要业绩，若国际钾肥供给超预期增加导致钾肥价格下滑，将影响钾肥业务业绩贡献。

3) 扩产项目进度不及预期。公司4万吨项目建设中，若项目进度滞后，将影响公司锂盐板块业绩释放。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,134	15,888	18,738	19,924
营业成本	7,286	7,374	8,327	8,528
营业税金及附加	1,269	1,335	1,574	1,674
销售费用	140	111	131	139
管理费用	1,045	937	1,049	1,056
研发费用	189	191	225	199
EBIT	5,467	6,115	7,638	8,547
财务费用	-148	-184	-218	-277
资产减值损失	-98	0	0	0
投资收益	301	64	75	80
营业利润	5,907	6,363	7,932	8,905
营业外收支	-150	0	0	0
利润总额	5,757	6,363	7,932	8,905
所得税	843	827	1,031	1,158
净利润	4,914	5,536	6,901	7,747
归属于母公司净利润	4,663	5,198	6,382	7,081
EBITDA	6,300	7,004	8,671	9,703

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,624	18,322	23,016	29,711
应收账款及票据	4,547	4,774	5,630	5,986
预付款项	228	231	260	267
存货	984	996	1,125	1,152
其他流动资产	6,379	6,384	6,407	6,416
流动资产合计	27,761	30,706	36,438	43,532
长期股权投资	381	444	519	599
固定资产	8,622	9,573	10,333	10,803
无形资产	892	1,371	1,542	1,625
非流动资产合计	18,021	20,642	22,275	23,030
资产合计	45,783	51,349	58,713	66,562
短期借款	11	11	11	11
应付账款及票据	1,857	1,880	2,122	2,174
其他流动负债	1,919	1,926	2,148	2,200
流动负债合计	3,787	3,817	4,281	4,385
长期借款	209	209	209	209
其他长期负债	2,193	2,192	2,192	2,191
非流动负债合计	2,402	2,401	2,401	2,400
负债合计	6,189	6,219	6,682	6,785
股本	5,433	5,433	5,433	5,433
少数股东权益	3,019	3,357	3,876	4,543
股东权益合计	39,594	45,130	52,031	59,778
负债和股东权益合计	45,783	51,349	58,713	66,562

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-29.86	4.98	17.93	6.33
EBIT 增长率	-45.14	11.86	24.91	11.90
净利润增长率	-41.07	11.46	22.78	10.95
盈利能力 (%)				
毛利率	51.86	53.59	55.56	57.20
净利率	30.81	32.71	34.06	35.54
总资产收益率 ROA	10.19	10.12	10.87	10.64
净资产收益率 ROE	12.75	12.44	13.25	12.82
偿债能力				
流动比率	7.33	8.04	8.51	9.93
速动比率	5.36	6.08	6.73	8.18
现金比率	4.13	4.80	5.38	6.78
资产负债率 (%)	13.52	12.11	11.38	10.19
经营效率				
应收账款周转天数	3.97	3.97	3.97	3.97
存货周转天数	49.31	49.31	49.31	49.31
总资产周转率	0.33	0.33	0.34	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	0.98	1.21	1.34
每股净资产	6.91	7.89	9.10	10.44
每股经营现金流	1.48	1.16	1.38	1.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	19	17	14	12
PB	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.51	10.35	8.36	7.47
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,914	5,536	6,901	7,747
折旧和摊销	833	889	1,033	1,156
营运资金变动	1,610	-217	-573	-296
经营活动现金流	7,819	6,156	7,298	8,540
资本开支	-1,207	-3,434	-2,578	-1,820
投资	-5,386	0	0	0
投资活动现金流	-6,437	-3,434	-2,578	-1,820
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-4,194	0	0	0
筹资活动现金流	-4,900	-24	-25	-25
现金净流量	-3,518	2,698	4,695	6,695

插图目录

图 1: 2024 年营收同比-29.9 %至 151.3 亿元.....	3
图 2: 2024 年归母净利润同比-41.1%至 46.6 亿元.....	3
图 3: 2024Q4 营收环比+45.8%至 46.8 亿元.....	3
图 4: 2024Q4 归母净利润环比+63.6%至 15.2 亿元.....	3
图 5: 2024 年碳酸锂实现营收 30.7 亿元.....	4
图 6: 2024 年碳酸锂营收占比降至 20.3%.....	4
图 7: 2024 年碳酸锂实现毛利 15.6 亿元.....	4
图 8: 2024 年碳酸锂毛利占比降至 19.9%.....	4
图 9: 2024 年锂产品毛利率降至 50.7%，钾产品毛利率小幅提升至 53.3%.....	5
图 10: 2024 年碳酸锂产销 4.0 和 4.16 万吨.....	5
图 11: 2024Q4 碳酸锂销量环比+64.7%.....	5
图 12: 2024 年碳酸锂单吨成降至 3.6 万元.....	6
图 13: 2024 年氯化钾销量同比-16.6%.....	6
图 14: 2024Q4 氯化钾销量环比+62.3%.....	6
图 15: 2024 年国内钾肥价格下跌 (元/吨).....	7
图 16: 2024 年氯化钾单吨成本增至 1170 元.....	7
图 17: 4 万吨/年基础锂盐一体化项目建设俯瞰图.....	8
图 18: 2024 年全球钾肥产能分布.....	9
图 19: 2024 年我国氯化钾进口量达 1263 万吨，再创新高 (万吨).....	9

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
公司财务报表数据预测汇总.....	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048