

亚钾国际（000893.SZ）

钾肥行业景气回暖，新产能矿建工程加速推进

优于大市

核心观点

2024 年受钾肥市场价格下行影响，全年实现归母净利润 9.5 亿元。2024 年公司实现营收 35.5 亿元（同比-9.0%），归母净利润 9.5 亿元（同比-23.1%），扣非归母净利润 8.9 亿元（同比-30.0%）。2024 年第四季度公司实现营收 10.7 亿元（环比+35.8%），归母净利润 4.3 亿元（环比+74.2%），扣非归母净利润 3.8 亿元（环比+52.5%），公司下属公司亚钾老挝公司 2024 年至 2028 年期间，将出口关税税率从 7%降至 1.5%，我们预计第四季度公司税金及附加冲回原计提的老挝出口关税约 1.3 亿元。2024 年公司实现氯化钾产量 181.54 万吨（同比+10.2%），销量 174.15 万吨（同比+8.4%），平均不含税售价为 1990 元/吨（同比-17.0%），生产成本约 1005 元/吨（同比+0.8%），单吨利润约 550 元/吨。

2025 年第一季度归母净利润 3.8 亿元，业绩超预期。2025 年第一季度公司实现营收 12.1 亿元（同比+91.5%，环比+13.8%），归母净利润 3.8 亿元（同比+373.5%，环比-11.1%），扣非归母净利润 3.8 亿元（同比+376.0%，环比+1.9%）。2025 年第一季度公司实现氯化钾产量 50.62 万吨（同比+17.7%，环比+2.9%），销量 52.83 万吨（同比+77.0%，环比+5.7%），平均不含税售价为 2255 元/吨（同比+9.7%，环比+9.5%），单吨利润约 725 元/吨，主要受益于年初至今，国内、海外钾肥价格大幅上涨。

老挝税收优惠政策落地，继续推进钾肥产能扩建。经老挝国会常务字第 294 号国会常务委员会决议批准，公司下属公司亚钾老挝公司 2024 年至 2028 年期间，将出口关税税率从 7%降至 1.5%，将利润税率（企业所得税税率）从 35%降低至 20%；同时公司下属公司亚钾老挝公司、中农矿产开发在老挝国内销售或出口化肥免征增值税。目前，第二、三个 100 万吨/年钾肥项目的矿建工程正加速推进。其中小东布矿区已经完成斜坡道、主斜井以及两条风井的贯通工作，后续将开展井建加固工程、采矿生产辅助硐室及探矿巷道的建设、皮带运输系统的安装等工程建设工作。公司以“打造世界级钾肥供应商”为战略方向，未来加快实现 500 万吨/年钾肥产能建设目标。

风险提示：氯化钾价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

投资建议：由于钾肥价格上涨，公司享受税收优惠政策成本降低，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润至 18.6/27.3 亿元（原值 16.8/25.2 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 32.9 亿元，对应 EPS 分别为 2.01/2.94/3.54 元，对应 PE 分别为 13.4/9.2/7.6x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,898	3,548	6,294	9,036	10,936
(+/-%)	12.4%	-9.0%	77.4%	43.6%	21.0%
净利润(百万元)	1235	950	1864	2731	3292
(+/-%)	-39.1%	-23.0%	96.1%	46.6%	20.5%
每股收益(元)	1.33	1.02	2.01	2.94	3.54
EBIT Margin	38.2%	28.8%	36.4%	37.3%	38.3%
净资产收益率(ROE)	11.0%	7.9%	13.3%	19.6%	30.8%
市盈率(PE)	20.3	26.3	13.4	9.2	7.6
EV/EBITDA	14.5	18.8	9.5	6.9	6.5
市净率(PB)	2.23	2.07	1.79	1.79	2.35

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	26.95 元
总市值/流通市值	24903/21876 百万元
52 周最高价/最低价	27.59/13.65 元
近 3 个月日均成交额	293.08 百万元

市场走势



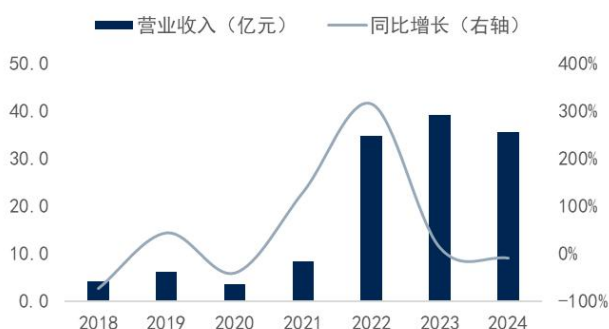
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亚钾国际（000893.SZ）-汇能集团拟受让中农集团 5% 股权，有望助力公司快速发展》——2025-03-16
- 《亚钾国际（000893.SZ）-拟收购农钾资源少数股权，看好公司长期成长》——2025-02-07
- 《亚钾国际（000893.SZ）-三季度业绩符合预期，四季度有望望价齐升》——2023-11-01
- 《亚钾国际（000893.SZ）-二季度业绩略超预期，看好公司持续成长》——2023-08-30
- 《亚钾国际（000893.SZ）-全球钾肥价格触底反弹，看好公司长期成长》——2023-08-23

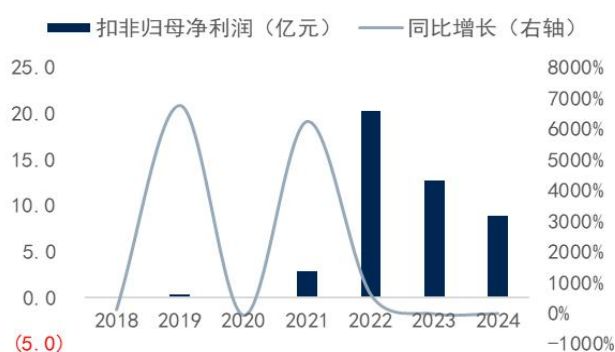
2024 年受钾肥市场价格下行影响，全年实现归母净利润 9.5 亿元。2024 年公司实现营收 35.5 亿元（同比-9.0%），归母净利润 9.5 亿元（同比-23.1%），扣非归母净利润 8.9 亿元（同比-30.0%）。2024 年第四季度公司实现营收 10.7 亿元（环比+35.8%），归母净利润 4.3 亿元（环比+74.2%），扣非归母净利润 3.8 亿元（环比+52.5%），公司下属公司亚钾老挝公司 2024 年至 2028 年期间，将出口关税税率从 7%降至 1.5%，我们预计第四季度公司税金及附加冲回原计提的老挝出口关税约 1.3 亿元。2024 年公司实现氯化钾产量 181.54 万吨（同比+10.2%），销量 174.15 万吨（同比+8.4%），平均不含税售价为 1990 元/吨（同比-17.0%），生产成本约 1005 元/吨（同比+0.8%），单吨利润约 550 元/吨。

图1：亚钾国际年度营业收入及增速



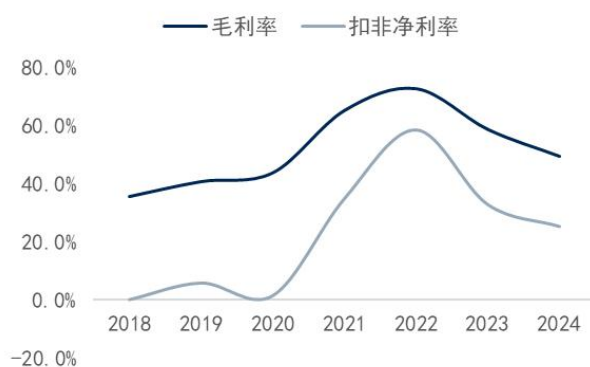
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：亚钾国际年度扣非归母净利润及增速



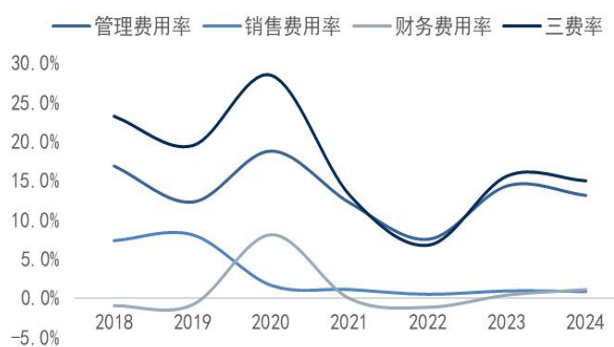
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：亚钾国际毛利率与净利率



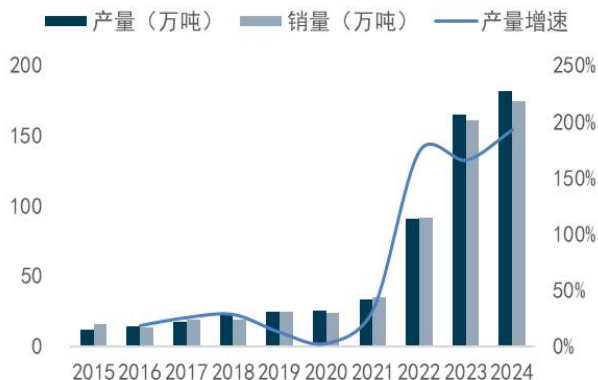
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：亚钾国际三费率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 亚钾国际产销量及增速



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 亚钾国际钾肥销售均价及毛利率



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

2025 年第一季度归母净利润 3.8 亿元，业绩超预期。2025 年第一季度公司实现营收 12.1 亿元（同比+91.5%，环比+13.8%），归母净利润 3.8 亿元（同比+373.5%，环比-11.1%），扣非归母净利润 3.8 亿元（同比+376.0%，环比+1.9%）。2025 年第一季度公司实现氯化钾产量 50.62 万吨（同比+17.7%，环比+2.9%），销量 52.83 万吨（同比+77.0%，环比+5.7%），平均不含税售价为 2255 元/吨（同比+9.7%，环比+9.5%），单吨利润约 725 元/吨，主要受益于年初至今，国内钾肥春耕开启、库存低位，海外供给减少、叠加补库行情，钾肥价格大幅上涨。

图7: 亚钾国际季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 亚钾国际季度扣非归母净利润及增速



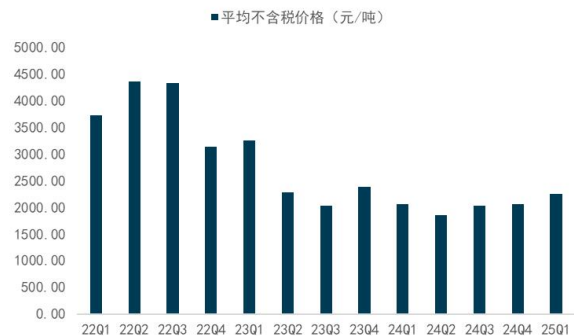
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：亚钾国际季度产销量



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：亚钾国际季度氯化钾销售价格



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

老挝税收优惠政策落地，继续推进钾肥产能扩建。经老挝国会常务字第 294 号国会常务委员会决议批准，公司下属公司亚钾老挝公司 2024 年至 2028 年期间，将出口关税税率从 7%降至 1.5%，将利润税率（企业所得税税率）从 35%降低至 20%；同时公司下属公司亚钾老挝公司、中农矿产开发在老挝国内销售或出口化肥免征增值税。目前，第二、三个 100 万吨/年钾肥项目的矿建工程正加速推进。其中小东布矿区已经完成斜坡道、主斜井以及两条风井的贯通工作，后续将开展井建加固工程、采矿生产辅助硐室及探矿巷道的建设、皮带运输系统的安装等工程建设工作。公司以“打造世界级钾肥供应商”为战略方向，未来加快实现 500 万吨/年钾肥产能建设目标。

投资建议：由于钾肥价格上涨，公司享受税收优惠政策成本降低，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润至 18.6/27.3 亿元（原值 16.8/25.2 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 32.9 亿元，对应 EPS 分别为 2.01/2.94/3.54 元，对应 PE 分别为 13.4/9.2/7.6x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000792.SZ	盐湖股份	无评级	16.33	0.86	1.06	1.20	19.2	15.4	13.6	2.3
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	26.95	1.02	2.01	2.94	19.7	13.4	9.2	2.1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 4 月 23 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	755	962	300	300	300	营业收入	3898	3548	6294	9036	10936
应收款项	29	46	160	230	278	营业成本	1609	1793	2835	4000	4750
存货净额	417	393	602	861	1034	营业税金及附加	188	224	378	542	656
其他流动资产	232	262	37	54	65	销售费用	36	30	31	45	55
流动资产合计	1433	1663	1100	1445	1677	管理费用	558	464	737	1038	1247
固定资产	6853	9148	10467	11531	12427	研发费用	19	16	25	36	44
无形资产及其他	6665	6625	6581	6537	6493	财务费用	13	36	117	154	276
投资性房地产	667	617	617	617	617	投资收益	1	15	0	0	0
长期股权投资	80	119	113	108	102	资产减值及公允价值变动	0	0	5	(7)	(35)
资产总计	15698	18172	18878	20237	21316	其他收入	(22)	(12)	(25)	(36)	(44)
短期借款及交易性金融负债	468	763	1406	2568	6822	营业利润	1474	1005	2177	3213	3873
应付款项	1188	1391	186	267	320	营业外净收支	(73)	(12)	16	0	0
其他流动负债	567	705	391	559	672	利润总额	1401	993	2193	3213	3873
流动负债合计	2222	2859	1983	3393	7814	所得税费用	191	79	329	482	581
长期借款及应付债券	560	1514	1284	1284	1284	少数股东损益	(25)	(36)	0	0	0
其他长期负债	278	317	266	215	165	归属于母公司净利润	1235	950	1864	2731	3292
长期负债合计	838	1831	1550	1499	1449	现金流量表（百万元）					
负债合计	3060	4691	3533	4893	9263	净利润	1235	950	1864	2731	3292
少数股东权益	1411	1382	1382	1382	1382	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	11227	12099	13963	13963	10671	折旧摊销	446	557	730	973	1113
负债和股东权益总计	15698	18172	18878	20237	21316	公允价值变动损失	0	0	(5)	7	35
关键财务与估值指标						财务费用	13	36	117	154	276
每股收益	1.33	1.02	2.01	2.94	3.54	营运资本变动	416	407	(1669)	(147)	(116)
每股红利	0.01	0.07	0.00	2.94	7.09	其它	(25)	(34)	0	0	0
每股净资产	12.09	13.03	15.03	15.03	11.49	经营活动现金流	2073	1881	920	3564	4324
ROIC	11%	7%	12%	16%	19%	资本开支	0	(2790)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	11%	8%	13%	20%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	59%	49%	55%	56%	57%	投资活动现金流	(48)	(2829)	(1994)	(1994)	(1994)
EBIT Margin	38%	29%	36%	37%	38%	权益性融资	(4)	8	0	0	0
EBITDA Margin	50%	45%	48%	48%	48%	负债净变化	560	954	(230)	0	0
收入增长	12%	-9%	77%	44%	21%	支付股利、利息	(8)	(67)	0	(2731)	(6583)
净利润增长率	-39%	-23%	96%	47%	21%	其它融资现金流	(4080)	(627)	643	1162	4254
资产负债率	28%	33%	26%	31%	50%	融资活动现金流	(2979)	1154	413	(1570)	(2329)
息率	0.0%	0.3%	0.0%	10.9%	26.3%	现金净变动	(954)	206	(662)	0	0
P/E	20.3	26.3	13.4	9.2	7.6	货币资金的期初余额	1710	755	962	300	300
P/B	2.2	2.1	1.8	1.8	2.3	货币资金的期末余额	755	962	300	300	300
EV/EBITDA	14.5	18.8	9.5	6.9	6.5	企业自由现金流	0	(885)	(994)	1694	2553
						权益自由现金流	0	(558)	(680)	2725	6573

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032