

➤ **事件：公司发布 2025 年一季报。** 25Q1 公司实现营收 31.2 亿元，同比 +14.5%，环比-33.4%；归母净利 11.4 亿元，同比+22.5%，环比-24.7%；扣非归母净利 11.4 亿元，同比+30.8%，环比-14.0%。

➤ **碳酸锂：量价齐跌，业绩贡献下滑。** 1) 量：25Q1 碳酸锂产销 0.85、0.81 万吨，同比变动-2.1%、-17.9%，环比变动-6.9%、-38.7%；2) 价：25Q1 国内电碳市场价 7.5 万元，同比-26.0%，环比-0.7%，锂价继续下跌。

➤ **氯化钾：价格显著上升，助力业绩增长。** 1) 量：25Q1 氯化钾产销 96.5、89.1 万吨，同比变动-14.1%、+16.6%，环比变动-33.9%、-40.9%，氯化钾受市场供需关系等因素影响，销售价格显著上扬，推动业绩实现同比增长；2) 价：25Q1 国内钾肥售价约 2750 元，同比约+2.4%，环比约+11.0%。

➤ **财务、销售费用下降明显，费用率保持低位。** 25Q1 年公司四费合计 1.6 亿元，环比下降 60.5%，其中销售费用 0.2 亿元，环比下降 72.4%，管理费用 1.7 亿元，环比下降 16.0%，研发费用 0.1 亿元，环比下滑 73.9%，财务费用-0.4 亿元，环比下降-145.5%。费用率方面，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 0.6%/5.3%/0.4%/-1.3%，保持低位。

➤ **核心看点：低成本产能持续扩张，打造世界盐湖基地加速。** 1) **积极融入中国盐湖“三步走”发展战略：**控股股东中国盐湖将实施“三步走战略”，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。2) **低成本碳酸锂产能持续扩张：**公司现有碳酸锂产能 4 万吨，年内实现总产能达到 8 万吨，2025 年扩产的 4 万吨碳酸锂项目也将实现 3000 吨产出，此外公司实现了项目总投资优化率约 14.58%，攻克高镁钾比卤水提锂难题，始终将提锂成本控制在行业左侧。3) **钾肥业务助力业绩增长：**钾肥属于国家粮食安全的战略储备，作为国内钾肥龙头企业，公司氯化钾产能 500 万吨，位居国内第一。受到供需基本面、国际地缘政治局势及运输成本影响，国内钾肥价格实现上涨，钾肥业务有望持续助力业绩增长。

➤ **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，公司低成本锂盐产能加速扩张，钾肥产能国内第一且钾肥价格提升，基本盘稳固，我们预计公司 2025-2027 年归母净利为 52.0、63.5 和 70.5 亿元，对应 4 月 24 日收盘价的 PE 为 17、14 和 12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锂价大幅下滑，扩产项目进度不及预期。

推荐
维持评级
当前价格：
16.34 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 年年报点评：价格下跌拖累业绩，积极融入“三步走战略”-2025/04/01
- 2.盐湖股份 (000792.SZ) 2024 年三季报点评：钾肥销量下滑，锂盐新建项目稳步推进-2024/10/30
- 3.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
- 4.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

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	6,353	7,052
增长率 (%)	-41.1	11.5	22.2	11.0
每股收益 (元)	0.88	0.98	1.20	1.33
PE	19	17	14	12
PB	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价）

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	-186	-244
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	7,899	8,872
营业外收支	-150	0	0	0
利润总额	5,757	6,363	7,899	8,872
所得税	843	827	1,027	1,153
净利润	4,914	5,536	6,872	7,719
归属于母公司净利润	4,663	5,198	6,353	7,052
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	15,736	20,403	27,069
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	9,342	9,364	9,374
流动资产合计	27,761	31,079	36,782	43,848
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	20,407	22,040	22,795
资产合计	45,783	51,486	58,822	66,643
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	1,945	2,166	2,218
流动负债合计	3,787	3,835	4,300	4,403
长期借款	209	205	205	205
其他长期负债	2,193	2,188	2,187	2,186
非流动负债合计	2,402	2,393	2,392	2,391
负债合计	6,189	6,228	6,691	6,794
股本	5,433	5,292	5,292	5,292
少数股东权益	3,019	3,357	3,876	4,543
股东权益合计	39,594	45,258	52,130	59,849
负债和股东权益合计	45,783	51,486	58,822	66,643

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	11.47	22.23	11.00
盈利能力 (%)				
毛利率	51.86	53.59	55.56	57.20
净利率	30.81	32.71	33.91	35.40
总资产收益率 ROA	10.19	10.10	10.80	10.58
净资产收益率 ROE	12.75	12.41	13.17	12.75
偿债能力				
流动比率	7.33	8.10	8.55	9.96
速动比率	5.36	5.38	6.09	7.54
现金比率	4.13	4.10	4.75	6.15
资产负债率 (%)	13.52	12.10	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	1.20	1.33
每股净资产	6.91	7.92	9.12	10.45
每股经营现金流	1.48	0.63	1.37	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	11.61	10.44	8.43	7.53
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	6,872	7,719
折旧和摊销	833	889	1,033	1,156
营运资金变动	1,610	-3,157	-573	-296
经营活动现金流	7,819	3,321	7,269	8,512
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	-3,303	-2,578	-1,820
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-4,194	-4	0	0
筹资活动现金流	-4,900	95	-25	-25
现金净流量	-3,518	113	4,666	6,667

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。本报告清晰准确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
行业评级	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