

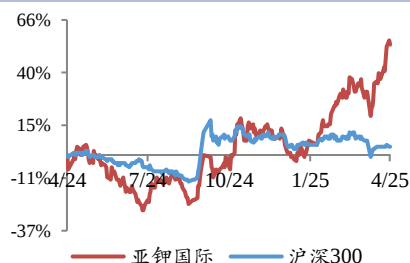
25Q1 业绩显著改善，持续推进产能放量

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-04-29

收盘价（元）	29.45
近 12 个月最高/最低（元）	29.93/13.65
总股本（百万股）	924
流通股本（百万股）	812
流通股比例（%）	87.84
总市值（亿元）	272
流通市值（亿元）	239

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

- 1.亚钾国际：单季度业绩环比增长，钾肥项目持续推进 2024-11-02
- 2.24Q2 业绩环比改善，静待新产能释放 2024-09-01
- 3.亚钾国际更新点评：运营成本持续优化，钾肥新星静待启航 2024-06-25

主要观点：

● 事件描述

2025 年 4 月 23 日，亚钾国际发布 2024 年年度报告。公司 2024 年实现营收收入 35.48 亿元，同比下滑 8.97%；实现归母净利润 9.50 亿元，同比下滑 23.05%；实现扣非归母净利润 8.92 亿元，同比下滑 30.00%。

公司 2025Q1 实现营业收入 12.13 亿元，同比增长 91.47%，环比增长 13.81%；实现归母净利润 3.84 亿元，同比增长 373.53%，环比下滑 11.07%；实现扣非归母净利润 3.84 亿元，同比增长 376.02%，环比增长 1.88%。

● 全年钾肥产销同步增长，年末行业景气度有所回升

公司产能释放有序推进，年产量再创历史新高；但受港口库存和市场需求影响，钾肥价格走势呈现先跌后稳，年末呈现回升态势；价格中枢下移，全年业绩有所承压。2024 年公司氯化钾产量实现 174.14 万吨，相比 2023 年再创历史新高，同比增长 10.24%，销量实现 181.54 万吨，同比增长 8.42%；其中 2024Q4 实现产量 49.17 万吨，同比增长 4.62%，环比增长 2.74%，实现销量 50.00 万吨，同比增长 20.16%，环比增长 31.44%。从价格端看，受市场需求影响，钾肥价格整体呈现较大下滑，2024 年钾肥市场均价为 2488.35 元/吨，同比下降 17.59%；公司氯化钾全年销售均价 1989.47 元/吨，同比下降 17.04%，价格端不振拖累业绩增长，2024 年毛利率为 49.47%，同比下降 15.74%。但 2024Q4 行情有所回暖，营业收入实现 10.65 亿元，同比增长 5.85%，环比增长 35.76%，归母净利润实现 4.32 亿元，同比大增 79.57%，环比增长 74.15%，氯化钾销售均价 2080.78 元/吨，环比上涨 3.29%，助力 2024 全年业绩回升向好。

老挝给予优惠税率政策，降低企业所得税率与出口税率，有望通过税率优化降低成本，增厚利润。经老挝国会常务字第 294 号国会常务委员会决议批准，亚钾老挝公司 2024 年至 2028 年的企业所得税税率与出口关税税率分别由 35%降低至 20%，从 7%降至 1.5%，老挝的关税优惠政策有望助力公司盈利能力提升。

● 加速钾肥资源开发体系化布局，持续推进钾肥产能扩建与释放

公司将持续围绕“资源、规模、创新”发展战略持续深耕主业，全力推进钾肥产能扩建项目，产能释放有望加速。2024 年 4 月，公司第三个 100 万吨/年钾肥项目选厂投料试车成功。第二、三个 100 万吨/年钾肥项目的矿建工程仍在建设中，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。2024 年 1 月 25 日，公司宣布《关于拟收购控股子公司少数股东股权暨关联交易的公告》，以 17.82 亿元收购中农集团旗下农钾资源的 28.1447%，收购完成后公司将通过 100%控股农钾资源实现对老挝矿产权益产能提升，加快推进老挝钾肥项目进展与增强公司钾肥资源开发实力，以“打造世界级钾肥供应商”为战略方向，加快实现 500 万吨/年钾肥产能建设目标。

● 投资建议

我们预计公司 2025 年-2027 年分别实现归母净利润 15.8、21.41、29.52 亿元（2025-2026 年前值分别为 10.74、13.99 亿元），对应 PE 分别为 17、13、9 倍。维持公司“增持”评级。

● 风险提示

- (1) 应收账款回收风险；
- (2) 下游应用领域变化风险；
- (3) 国际局势及汇率波动风险；
- (4) 行业政策变化风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3548	5032	7014	8878
收入同比 (%)	-9.0%	41.8%	39.4%	26.6%
归属母公司净利润	950	1580	2141	2952
净利润同比 (%)	-23.0%	66.2%	35.5%	37.9%
毛利率 (%)	49.5%	49.5%	53.2%	54.6%
ROE (%)	7.9%	11.6%	13.6%	15.8%
每股收益 (元)	1.04	1.71	2.32	3.19
P/E	19.38	17.43	12.86	9.33
P/B	1.55	2.03	1.75	1.47
EV/EBITDA	12.53	12.03	8.70	6.19

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1663	3197	4266	8064	营业收入	3548	5032	7014	8878
现金	962	2087	3231	6549	营业成本	1793	2539	3286	4032
应收账款	39	44	72	74	营业税金及附加	224	224	360	452
其他应收款	7	17	17	26	销售费用	30	40	58	73
预付账款	69	114	136	170	管理费用	464	464	796	970
存货	393	755	676	1012	财务费用	36	139	228	265
其他流动资产	193	181	135	233	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	16509	19946	23389	23750	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	119	159	201	241	投资净收益	15	15	20	27
固定资产	5146	7006	10074	11031	营业利润	1005	1629	2285	3088
无形资产	6625	7277	7607	7983	营业外收入	4	4	4	3
其他非流动资产	4619	5504	5507	4495	营业外支出	17	17	47	24
资产总计	18172	23143	27655	31814	利润总额	993	1617	2243	3067
流动负债	2859	4377	4810	6106	所得税	79	79	165	203
短期借款	720	1220	1220	1220	净利润	914	1538	2078	2864
应付账款	1391	2192	2319	3313	少数股东损益	-36	-41	-63	-88
其他流动负债	748	965	1272	1573	归属母公司净利润	950	1580	2141	2952
非流动负债	1831	3831	5831	5831	EBITDA	1600	2513	3572	4488
长期借款	1514	3514	5514	5514	EPS (元)	1.04	1.71	2.32	3.19
其他非流动负债	317	317	317	317					
负债合计	4691	8208	10642	11937					
少数股东权益	1382	1341	1278	1190					
股本	929	929	929	929					
资本公积	7195	7111	7111	7111					
留存收益	3975	5554	7695	10647					
归属母公司股东权	12099	13594	15735	18687					
负债和股东权益	18172	23143	27655	31814					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1264	3048	3927	5116	成长能力				
净利润	914	1538	2078	2864	营业收入	-9.0%	41.8%	39.4%	26.6%
折旧摊销	576	761	1081	1165	营业利润	-31.8%	62.1%	40.2%	35.1%
财务费用	29	144	239	282	归属于母公司净利	-23.0%	66.2%	35.5%	37.9%
投资损失	-15	-15	-20	-27	获利能力				
营运资金变动	-230	609	509	815	毛利率 (%)	49.5%	49.5%	53.2%	54.6%
其他经营现金流	1133	941	1609	2067	净利率 (%)	26.8%	31.4%	30.5%	33.2%
投资活动现金流	-2089	-4195	-4543	-1517	ROE (%)	7.9%	11.6%	13.6%	15.8%
资本支出	-2066	-4162	-4516	-1498	ROIC (%)	6.0%	8.5%	9.7%	11.6%
长期投资	-23	-47	-48	-47	偿债能力				
其他投资现金流	0	15	20	27	资产负债率 (%)	25.8%	35.5%	38.5%	37.5%
筹资活动现金流	1033	2272	1761	-282	净负债比率 (%)	34.8%	55.0%	62.5%	60.1%
短期借款	401	500	0	0	流动比率	0.58	0.73	0.89	1.32
长期借款	954	2000	2000	0	速动比率	0.35	0.47	0.64	1.05
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-50	-84	0	0	总资产周转率	0.21	0.24	0.28	0.30
其他筹资现金流	-272	-144	-239	-282	应收账款周转率	121.88	121.88	121.88	121.88
现金净增加额	206	1125	1145	3318	应付账款周转率	1.39	1.42	1.46	1.43

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.04	1.71	2.32	3.19	P/E	19.38	17.43	12.86	9.33
每股经营现金流	1.37	3.30	4.25	5.54	P/B	1.55	2.03	1.75	1.47
每股净资产	13.03	14.71	17.03	20.22	EV/EBITDA	12.53	12.03	8.70	6.19

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。