

2025年05月29日

盐湖股份(000792.SZ)

投资评级：买入（首次）

——钾锂双轮驱动，打造世界级盐湖产业基地

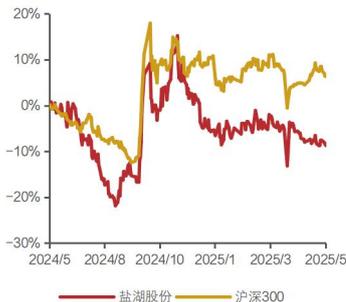
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年05月28日

收盘价(元)	15.87
一年内最高/最低(元)	20.75/13.58
总市值(百万元)	83,977.26
流通市值(百万元)	83,976.82
总股本(百万股)	5,291.57
资产负债率(%)	12.67
每股净资产(元/股)	7.13

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 公司概况：钾肥和盐湖提锂龙头，盈利双轮驱动。**公司依托青海察尔汗盐湖资源，成为中国最大的钾肥生产企业和盐湖提锂企业，截至2024年年报，公司拥有氯化钾产能500万吨和碳酸锂产能4万吨，实现盈利双轮驱动，2024年氯化钾和碳酸锂营收分别为117和31亿元，占总营收77%和20%，毛利分别为62和16亿元，占总毛利80%和20%，毛利率分别为53%和51%。
- 五矿入主，打造世界级盐湖产业基地。**2025年是公司融入中国五矿体系和中国盐湖的开局之年，公司积极融入公司控股股东中国盐湖“三步走”发展战略，中国盐湖到2025年内完成整合优化，具备世界一流盐湖产业的雏形；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；到2035年初步构建以盐湖为核心的锂电全生命周期产业、绿色氢能循环利用产业、高端镁基材料产业、新型储能产业，成为中国最大、世界一流的盐湖产业集群。
- 钾：国内钾肥龙头，产销稳定，盈利有望受益于钾肥价格企稳回升。**全球钾肥产能主要集中于加拿大、俄罗斯和白俄罗斯，钾肥生产商高度集中，CR5超过70%。自主产能有限导致中国钾肥长期依赖进口，进口依存度常年高于50%。盐湖股份是国内钾肥龙头，拥有500万吨产能，同时承担50万吨国家钾肥储备任务，充分发挥国储“蓄水池”作用。今年年初以来钾肥供给端扰动加剧，两俄目前已经落地的减产计划预计将形成至少160万吨的供给减量，叠加春季北半球需求旺季，钾肥价格有望企稳回升，从而驱动公司钾肥板块盈利增长。
- 锂：低成本盐湖提锂龙头，产能扩张可期。**公司目前拥有盐湖提锂产能4万吨，同时在建4万吨基础锂盐项目，锂盐产销量有望实现稳步增长。相较于锂辉石提锂和云母提锂，公司盐湖提锂生产成本优势明显，2024年单吨生产成本仅为3.65万元/吨，支撑公司平稳度过锂价下行周期。高锂价驱动行业新一轮资本开支，2023和2024年是锂行业资本开支顶峰时期，锂格局转变为供过于求，锂价持续下跌，高成本澳矿和国内云母矿正逐步出清。在以旧换新等消费政策下，国内电车需求或超预期，25年锂过剩幅度有望收窄，我们预计2025年锂价或在6-8万元/吨底部震荡，26年有望迎来底部回升。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为58.8/64.2/71.7亿元，同比增速分别为+26.2%/+9.0%/+11.7%，当前股价对应的PE分别为14/13/12倍。我们选取钾肥、锂矿和锂盐企业为可比公司，2025-2027年平均PE分别为32/17/13倍，公司作为国内钾肥龙头和盐湖提锂龙头，钾肥价格25年有望迎来企稳回升，锂盐新建4万吨产能释放有望贡献新增量，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：项目进展不及预期风险；新能源汽车需求增长不及预期风险；锂价持续下行风险；氯化钾价格大幅下跌风险；市场空间测算偏差风险。**

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,579	15,134	16,684	18,095	19,968
同比增长率(%)	-29.80%	-29.86%	10.24%	8.45%	10.36%
归母净利润(百万元)	7,914	4,663	5,883	6,415	7,167
同比增长率(%)	-49.17%	-41.07%	26.17%	9.03%	11.73%
每股收益(元/股)	1.50	0.88	1.11	1.21	1.35
ROE(%)	24.80%	12.75%	13.86%	13.13%	12.79%
市盈率(P/E)	10.61	18.01	14.27	13.09	11.72

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 58.8/64.2/71.7 亿元，同比增速分别为 +26.2%/+9.0%/+11.7%，当前股价对应的 PE 分别为 14/13/12 倍。我们选取钾肥、锂矿和锂盐企业为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 32/17/13 倍，公司作为国内钾肥龙头和盐湖提锂龙头，钾肥价格 25 年有望迎来企稳回升，锂盐新建 4 万吨产能释放有望贡献新增量，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

氯化钾业务：公司拥有 500 万吨氯化钾产能，产销量相对稳定，我们预计公司 2025-2027 年公司氯化钾销量分别为 500/500/500 万吨，受供给端钾矿停产检修扰动影响，2025 年钾肥价格预计企稳回升，后续供给扰动解除后预计钾肥价格将有所回落，我们预计 2025-2027 年公司氯化钾销售均价分别为 2750/2700/2650 元/吨。

锂业务：公司是盐湖提锂龙头，目前具备 4 万吨碳酸锂产能，在建 4 万吨锂盐产能，伴随新建产能释放，公司锂盐销量有望实现稳步增长，我们预计公司 2025-2027 年锂盐销量分别为 4.3/6/8 万吨。受供过于求影响，我们预计 2025 年锂价处于底部震荡，伴随高成本供给持续出清，2026 年后锂价有望底部回升，我们预计公司 2025-2027 年锂盐销售均价分别为 6.0/7.1/8.0 万元/吨，锂盐单吨成本均为 3.5 万元/吨。

投资逻辑要点

公司是国内钾肥龙头，拥有 500 万吨氯化钾产能，今年年初以来钾肥供给端扰动加剧，两俄目前已经落地的减产计划预计将形成至少 160 万吨的供给减量，叠加春季北半球需求旺季，钾肥价格有望企稳回升，从而驱动公司钾肥板块盈利增长。

公司是国内低成本盐湖提锂龙头，目前拥有 4 万吨碳酸锂产能，4 万吨锂盐产能在建，产能有望实现翻倍，后续锂板块业绩有望受益于锂盐量价齐升。

核心风险提示

- 1) 项目进展不及预期风险。
- 2) 新能源汽车需求增长不及预期风险。
- 3) 锂价持续下行风险。
- 4) 氯化钾价格大幅下跌风险。
- 5) 市场空间测算偏差风险。

内容目录

1. 公司概况：钾肥和盐湖提锂龙头，盈利双轮驱动	6
1.1. 全国钾肥和盐湖提锂龙头，五矿入主打造世界级盐湖产业基地	6
1.2. 氯化钾为盈利基石，碳酸锂贡献弹性	7
1.3. 坐拥察尔汗盐湖，钾锂镁资源禀赋高，实现战略资源自主可控	9
2. 钾：国内钾肥龙头，产销利稳定	10
2.1. 供给：钾肥产能集中度高，国内长期依赖进口	10
2.2. 需求：钾肥需求刚性，农业高质量发展打开需求空间	12
2.3. 价格：钾肥供给偏紧，价格有望企稳回升	12
2.4. 公司：国内钾肥龙头，产销利稳定	13
3. 锂：低成本盐湖提锂龙头，产能扩张可期	15
3.1. 供给端：23 和 24 年为资本开支高峰期，过剩是主旋律	15
3.2. 需求端：大周期启动的核心，国内需求不悲观	17
3.3. 锂价展望：波动收窄，25 年或底部震荡	18
3.4. 公司：低成本盐湖提锂龙头，产能扩张可期	20
4. 盈利预测与评级	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构图.....	7
图表 3: 公司历年营收及增速.....	8
图表 4: 公司历年归母净利润及增速.....	8
图表 5: 2016-2024 年公司业务营收结构.....	8
图表 6: 2016-2024 年公司业务营收结构占比.....	8
图表 7: 2016-2024 年公司氯化钾和碳酸锂毛利.....	8
图表 8: 2016-2024 年公司氯化钾和碳酸锂毛利占比.....	8
图表 9: 2020-2024 年公司氯化钾和碳酸锂毛利率.....	9
图表 10: 公司历年费用.....	9
图表 11: 公司各项费用率.....	9
图表 12: 察尔汗钾锂镁等矿产资源丰富, 拥有氯化钾储量超 5 亿吨, 碳酸锂储量超 1000 万吨 LCE.....	10
图表 13: 2024 年全球钾肥产能结构.....	11
图表 14: 全球钾肥产能高度集中 (2022).....	11
图表 15: 中国钾肥产量.....	11
图表 16: 中国钾肥进口量.....	11
图表 17: 中国钾肥进口国来源.....	12
图表 18: 中国钾肥表观消费量.....	12
图表 19: 中国:出厂价:氯化钾(60%粉):青海盐湖.....	13
图表 20: 约旦:现货价(FOB,中间价):氯化钾,散装.....	13
图表 21: 盐湖股份 2016-2024 年氯化钾产销量.....	14
图表 22: 盐湖股份氯化钾销售均价和单吨生产成本.....	14
图表 23: 钾肥公司氯化钾毛利率对比.....	14
图表 24: 国内锂盐企业资本开支.....	15
图表 25: 海外锂盐龙头资本开支在 2022 年开始大幅提升.....	15
图表 26: 2025 年全球盐湖提锂产量预测.....	16
图表 27: 2025 年全球锂辉石提锂产量预测.....	16
图表 28: 全球智能手机出货量.....	17

图表 29: 中国新能源汽车销量及增速	17
图表 30: 碳酸锂需求测算	18
图表 31: 碳酸锂供需平衡	19
图表 32: 2025 年全球锂完全成本曲线	19
图表 33: 盐湖股份 2020-2024 年碳酸锂产销量实现稳步增长	20
图表 34: 盐湖股份 2020-2024 年碳酸锂均价、单吨生产成本和毛利率	21
图表 35: 盐湖股份 4 万吨基础锂盐一体化项目建设俯瞰图	21
图表 36: 公司盈利拆分	22
图表 37: 可比公司估值表	23

1. 公司概况：钾肥和盐湖提锂龙头，盈利双轮驱动

1.1. 全国钾肥和盐湖提锂龙头，五矿入主打造世界级盐湖产业基地

公司依托青海察尔汗盐湖资源，成为中国最大的钾肥生产企业和盐湖提锂企业。公司位于青海省格尔木市，前身是 1958 年成立的察尔汗钾肥厂，1996 年改制为盐湖钾肥，并于 2010 年吸收合并盐湖集团成立盐湖股份。公司重点围绕察尔汗盐湖资源的综合开发利用，建立起了“以钾为主、综合利用、循环经济”的产业模式。公司主营氯化钾、碳酸锂等产品，是中国目前最大的钾肥工业生产基地和盐湖提锂企业。截至 2024 年年报，公司拥有氯化钾产能 500 万吨和碳酸锂产能 4 万吨。

1958-1997：艰苦奋斗创新，拉开中国钾肥工业序幕。1958 年，公司前身察尔汗钾肥厂建立，拉开中国钾肥工业序幕，填补了国内钾肥空白。1986 年青海钾肥厂 20 万吨氯化钾工程开始建设，1992 年完成国家验收。1996 年公司改制为青海盐湖钾肥公司，并于 1997 年上市。

1998-2014：钾肥产能逐步扩张，“两湖”实现合并。2010 年公司吸收合并盐湖集团，改名为盐湖股份，持续扩建钾肥产能，2015 年公司已具备 500 万吨氯化钾产能。

2015-2019 年：多元化经营布局，连年亏损，破产重整暂停上市。2015 年，盐湖股份制定“走出钾、抓住镁、发展锂、整合碱、优化氯”的产业战略规划，打造生态“镁锂钾园”。多元化的经营布局需要庞大的资本支出，且项目进度和效益不及预期，导致公司在 2017-2019 年实现连续亏损。2019 年公司开启破产重整，2020 年被深交所暂停上市。

2020-至今，亏损资产剥离，聚焦钾锂主业，扩张锂盐产能，打造世界级盐湖基地。2020 年 4 月公司重整计划实施完毕，海纳化工和盐湖镁业等亏损资产剥离体外。2022 年子公司蓝科锂业 2 万吨碳酸锂扩建项目投产，同年公司投资新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目。公司未来将在中国五矿和青海国投等参与下合力共建世界级盐湖产业基地。

图表 1：公司发展历程

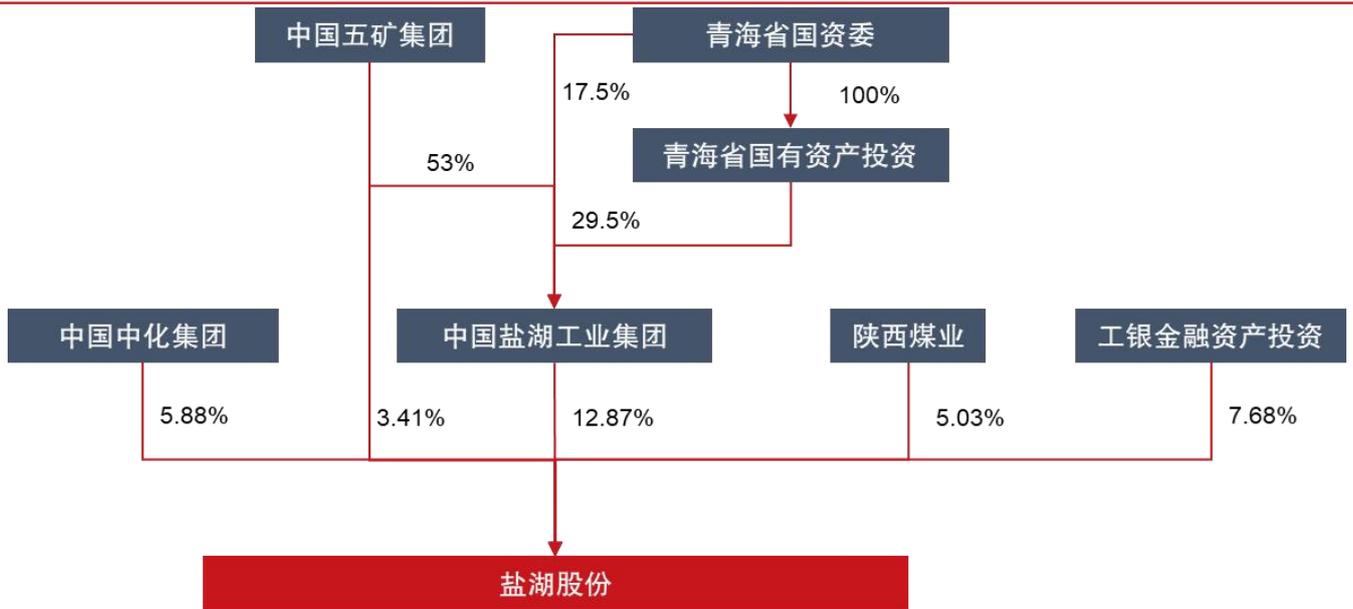
1986	青海钾肥厂 20 万吨氯化钾工程正式开工建设
1992	一期工程通过国家验收
1996	改制为“盐湖钾肥”
1997	盐湖钾肥上市
2005	盐湖“十一五”重点规划项目——百万吨钾肥项目产品综合利用工程开工
2010	盐湖钾肥吸收合并盐湖集团，更名盐湖股份 金属镁一体化、海纳 PVC 一体化项目开工
2014	投建年产 150 万吨钾肥扩能改造工程
2018	蓝科锂业扩建 2 万吨碳酸锂项目
2019	海纳化工和盐湖镁业申请破产重整
2020	重整完毕，亏损板块资产剥离 连续三个会计年度亏损，暂停上市

2021	恢复上市
2022	蓝科锂业 2 万吨碳酸锂扩建项目投产 投资新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目

资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

中国五矿集团成为实控人，加快建设世界级盐湖产业基地。截至 2025 年一季报，公司控股股东为中国盐湖工业集团，持有公司股份 12.87%，实控人为中国五矿集团，中国五矿集团通过直接或间接及一致行动人控制公司股份 25.3%（截至 2025 年 4 月 9 日）。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：wind，华源证券研究所。注：数据截至 2025 年一季报

1.2. 氯化钾为盈利基石，碳酸锂贡献弹性

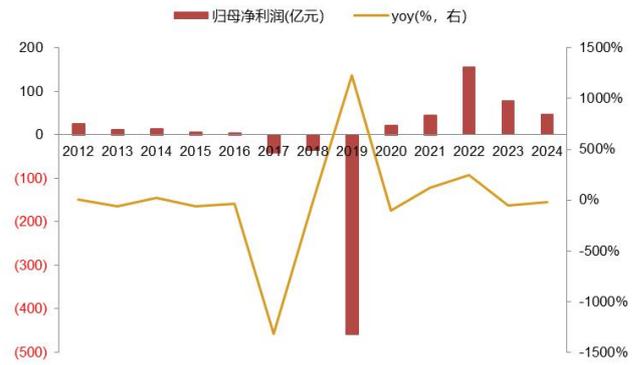
锂价周期放大公司 2020-2024 年业绩波动。2019 年公司大幅亏损主要受资产重组所致。2020 年起，新能源汽车渗透率加速提升，碳酸锂需求高增，供不应求驱动锂价暴涨，公司业绩在 2021 年和 2022 年实现高增，分别实现归母净利润 44.8/155.7 亿元，同比增长 120%/248%。伴随碳酸锂供需格局转向过剩，锂价开始持续下跌，公司盈利也开始逐步下滑，2023/2024 年公司实现归母净利润 79.1/46.6 亿元，同比降低 49%/41%。根据公司年报，2023 和 2024 年公司锂产品分别实现净利润 29.7 和 5.3 亿元，净利率分别为 47%/17%，2024 年锂产品净利润下滑 82%。伴随锂价进入底部震荡，预计公司锂产品盈利也将逐步企稳。

图表 3：公司历年营收及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：公司历年归母净利润及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

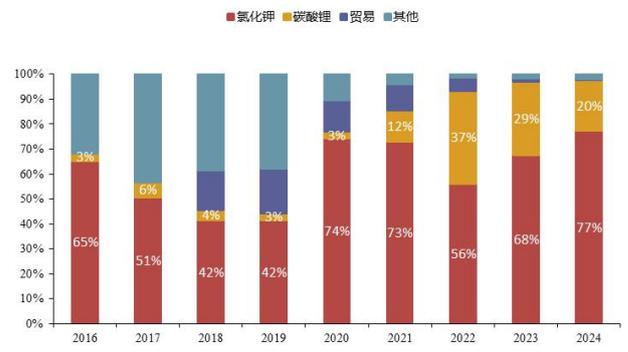
公司盈利实现氯化钾和碳酸锂双轮驱动，氯化钾是公司盈利基石，碳酸锂盈利波动较大。公司主营氯化钾和碳酸锂产品，2024 年氯化钾和碳酸锂营收分别为 117 和 31 亿元，占总营收 77%和 20%，毛利分别为 62 和 16 亿元，占总毛利 80%和 20%。其中碳酸锂盈利波动较大，受锂价大幅下跌影响，公司碳酸锂毛利由 2022 年 105 亿元，下跌至 2024 年 16 亿元。氯化钾盈利能力相对稳定，2020-2024 年平均毛利率为 62%，碳酸锂毛利率由 2022 年 92%下降至 2024 年 51%。

图表 5：2016-2024 年公司业务营收结构



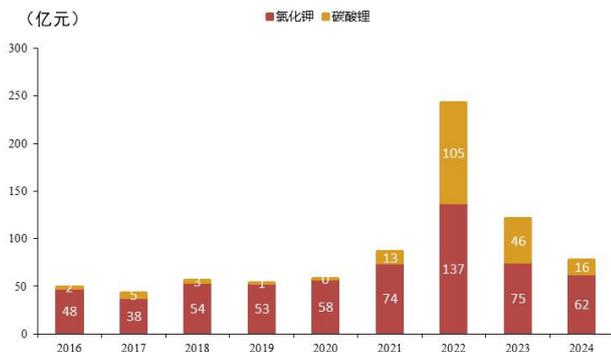
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：2016-2024 年公司业务营收结构占比



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：2016-2024 年公司氯化钾和碳酸锂毛利



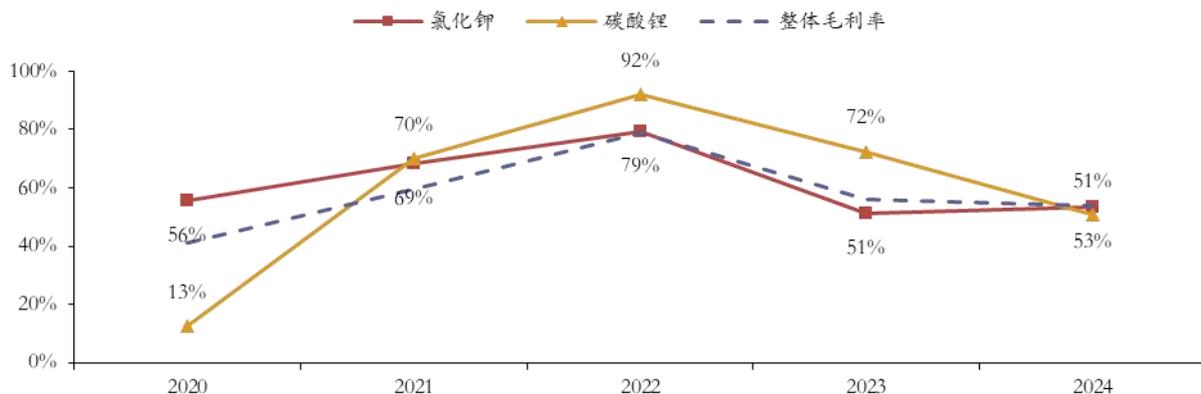
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：2016-2024 年公司氯化钾和碳酸锂毛利占比



资料来源：wind，华源证券研究所

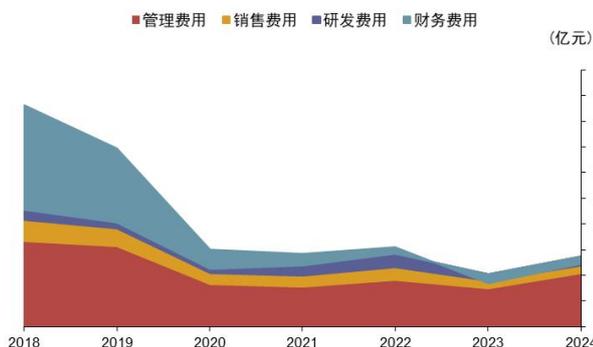
图表 9：2020-2024 年公司氯化钾和碳酸锂毛利率



资料来源：wind，华源证券研究所

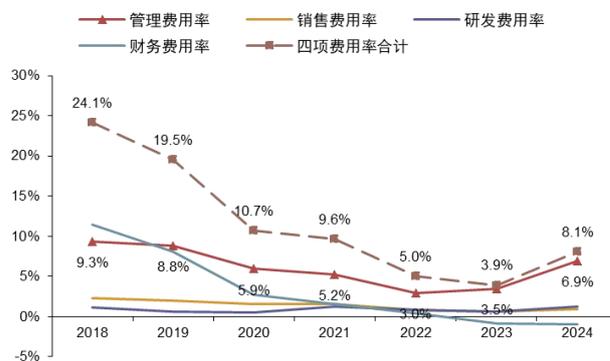
公司费用率持续下降，主要费用为管理费用。公司四项费用率由 2018 年 24.1% 持续下降至 2023 年 3.9%。2020-2024 年公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率平均为 4.9%/1.1%/0.9%/0.6%，四项费用平均费率为 7.5%，其中 2024 年费用率上升主要受管理费用上升和营收下降所致。在 2020 年重组完成前，公司财务费用支出较大。

图表 10：公司历年费用



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：公司各项费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

1.3. 坐拥察尔汗盐湖，钾锂镁资源禀赋高，实现战略资源自主可控

察尔汗盐湖钾锂镁等资源禀赋极高，盐湖股份拥有 3700 平方公里采矿权。察尔汗盐湖拥有盐类资源总量超过 600 亿吨，是我国最大的可溶性钾镁盐矿床。其中，固体、液体 KCl 资源储量达 5 亿多吨，MgCl₂ 资源储量超过 40 亿吨，LiCl 资源储量达 1200 万吨（折合碳酸锂 1049 万吨 LCE），均居全国首位，矿产资源潜在总价值超过 12 万亿元。察尔汗盐湖总面积达 5856 平方公里，其中盐湖股份持有约 3700 平方公里采矿权，实现钾锂镁等战略资源自主可控。

图表 12：察尔汗钾锂镁等矿产资源丰富，拥有氯化钾储量超 5 亿吨，碳酸锂储量超 1000 万吨 LCE

矿体形态	主要资源	单位	批准部分的储量		低品位储量	地质储量	总计
			表内储量	表外储量			
液体矿	KCl	万吨	14877	3658	4086	1737	24358
	MgCl ₂	万吨	164794	92241	90315	38271	385621
	NaCl	万吨	55958	40947	181624	17358	295887
	LiCl	万吨	843	152	164	45	1204
	B ₂ O ₃	万吨	415	134	172	48	769
	Br	吨	175891	115919	165826	49339	506975
	I	吨	8083	6534	16797	3236	34650
	Rb ₂ O	吨	38009	1980	3344	-	43333
固体矿	KCl	万吨	2164	13627	13811	20	29622
	MgCl ₂	万吨	683	19015	-	616	20314
	NaCl	亿吨	419	1	-	105	525

资料来源：熊增华等《察尔汗盐湖资源开发的生态环境保护对策》，华源证券研究所

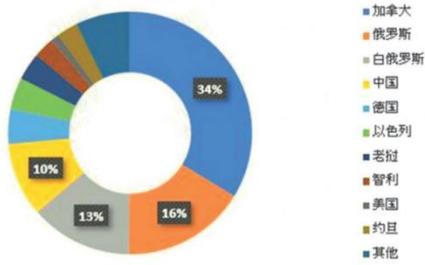
2. 钾：国内钾肥龙头，产销利稳定

2.1. 供给：钾肥产能集中度高，国内长期依赖进口

全球钾肥产能主要集中于加拿大、俄罗斯和白俄罗斯，中国钾肥产量占全球 13%。全球钾肥产能集中度高，寡头垄断明显。据 USGS 数据，2024 年全球钾肥年产能 6520 万吨(折 K₂O)，预计到 2028 年将增加至约 7600 万吨(折 K₂O)。从地域分布来看，加拿大、俄罗斯和白俄罗斯的钾肥产量位居全球前三，合计占全球总产量 65%，中国钾肥产量占 13%，位居第四。

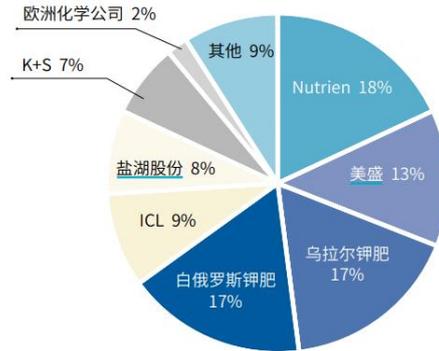
钾肥生产商高度集中，CR5 超过 70%。钾肥生产商高度集中，产能主要集中在加拿大 Nutrien、白俄罗斯 Belaruskali、俄罗斯 Uralkali、美国 Mosaic 和德国 K+S 五家，合计控制着全球超过 70%的产能，呈寡头格局。中国钾资源相对短缺，95%以上钾肥由盐湖卤水生产，开发集中于青海柴达木盆地和新疆维吾尔自治区罗布泊盐湖，其中青海省境内产能占到全国钾肥产能的 87.3%，其他省区查明资源量极少且欠缺开发，自主产能受限。2024 年我国氯化钾总产量为 620.5 万吨，较上年度同比小幅下滑 5.6%。国内资源型钾肥企业中，生产规模大于 100 万吨(实物量)的大型企业有 3 家，分别为盐湖股份(氯化钾)、藏格矿业(氯化钾)和国投罗钾(硫酸钾)，产能合计占资源型总产能的 74%，集中度高，头部企业优势明显。

图表 13: 2024 年全球钾肥产能结构



资料来源: 公司公告, 百川盈孚, 华源证券研究所

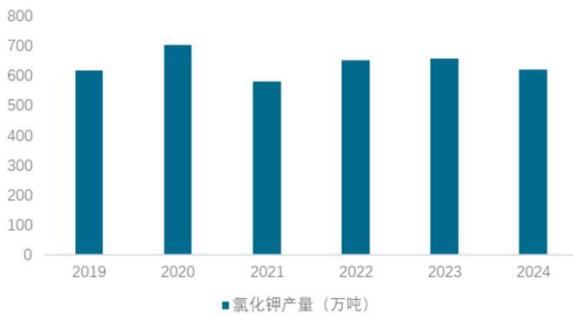
图表 14: 全球钾肥产能高度集中 (2022)



资料来源: 公司公告, Nutrien, IFA, 华源证券研究所

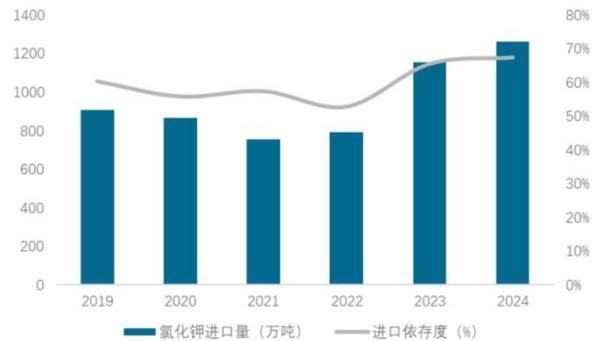
中国钾肥对外依存度高, 长期依赖进口。自主产能有限导致中国钾肥长期依赖进口, 进口依存度常年高于 50%。据百川盈孚数据, 2024 年, 中国氯化钾总进口量达到 1263 万吨, 同比增加 9%, 进口依存度达 67%。在进口来源方面, 除俄罗斯、白俄罗斯和加拿大等传统供应国外, 老挝等新兴供应国也逐渐崭露头角, 进口来源呈现多元化趋势。根据公司 2024 年年报, 中国钾肥进口国中, 俄罗斯/白俄罗斯/加拿大/老挝/以色列/约旦分别占比 33.6%/22.9%/18.4%/16.4%/5.0%/3.0%。

图表 15: 中国钾肥产量



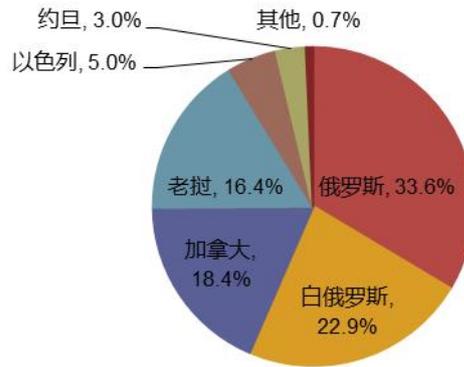
资料来源: 公司公告, 百川盈孚, 华源证券研究所

图表 16: 中国钾肥进口量



资料来源: 公司公告, 百川盈孚, 华源证券研究所

图表 17：中国钾肥进口国来源



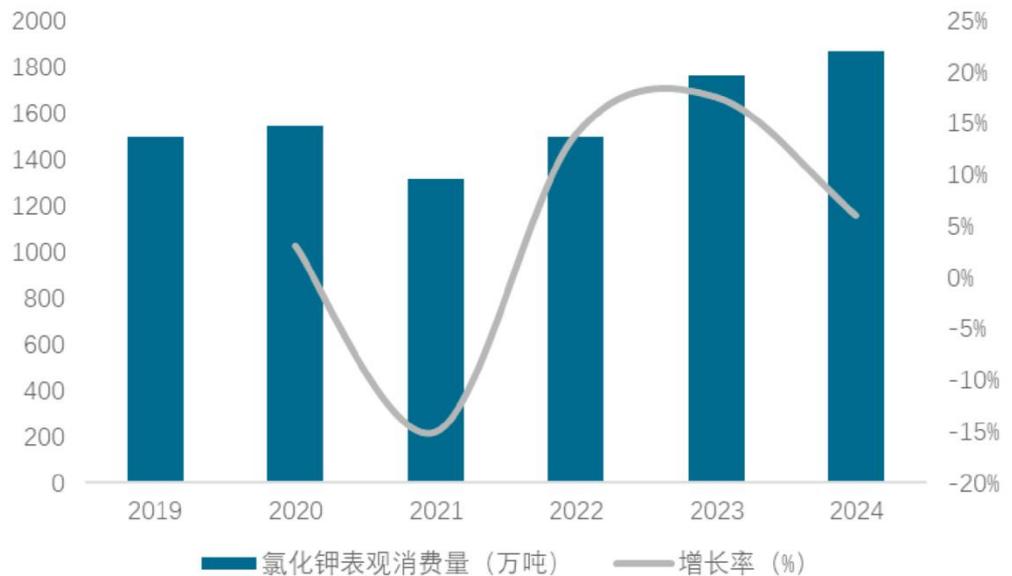
资料来源：公司 2024 年年报，百川盈孚，华源证券研究所

2.2. 需求：钾肥需求刚性，农业高质量发展打开需求空间

作为农用肥料，钾肥的需求相对刚性，需求稳步增长。据 Nutrien 等数据，2024 年全球钾肥需求量在 7000-7300 万吨，2025 年将进一步增至 7100-7400 万吨，主要需求地区集中在农业产业靠前的亚洲、拉丁美洲和北美洲。其中，亚洲地区作为新兴经济体，受益地区人口增加以及经济快速发展带来的消费升级，未来钾肥需求增速有望保持在 4%-5%。

中国是农业大国，钾肥需求居全球第一，约占全球消费量的 25%。在国家维护粮食安全的大背景下，随着农业结构的调整和高效农业的发展，市场对钾肥的需求将稳中有升。据百川盈孚数据显示，2021-2024 年，我国氯化钾表观消费量逐年提升，CAGR 达到 12%。2024 年氯化钾表观消费量达到 1872 万吨，较上年度同比增长 6%。

图表 18：中国钾肥表观消费量



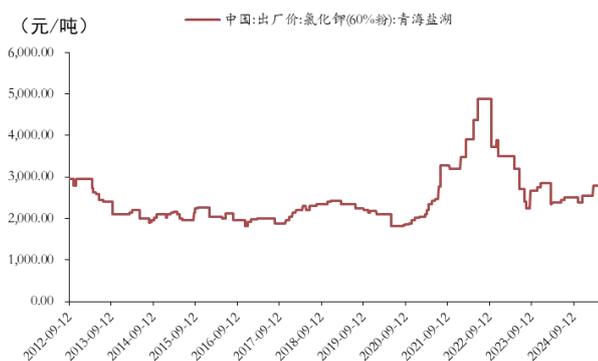
资料来源：公司公告，百川盈孚，华源证券研究所

2.3. 价格：钾肥供给偏紧，价格有望企稳回升

钾肥价格受供给端影响更大，近年地缘政治冲突造成供应紧张，驱动钾肥价格上行。由于钾肥需求相对刚性，因此价格走势更大程度上受供给影响。国际市场上，2021年以前，钾肥价格都处于平稳状态，但近三年，钾肥价格波动较为剧烈，主要是受到地缘政治事件影响。2021-2022年中旬，钾肥价格上涨至历史高位，需求端方面，粮食、大宗商品等价格上涨带动钾肥需求提升；而供给端方面，针对白俄的制裁以及俄乌冲突的爆发导致钾肥供应偏紧，推动全球钾肥价格拉升。2022年中旬-2023年中旬，钾肥价格逐步回落，主要是由于俄罗斯和白俄罗斯钾肥出口的回归缓解了钾肥供应紧张的局面。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，价格也逐步回落，但巴以冲突、俄乌冲突及相关制裁事件对钾肥供应仍有制约，地缘政治风险导致钾肥运输成本上升。且2024年11月，白俄罗斯总统卢卡申科提议与俄罗斯化肥生产商协调削减10%-11%的钾肥产量，以提高市场价格；同时，Nutrien于2024年8月宣布暂停扩大生产计划。运输成本的增加以及减产规划或推动国际钾肥价格中枢修复。

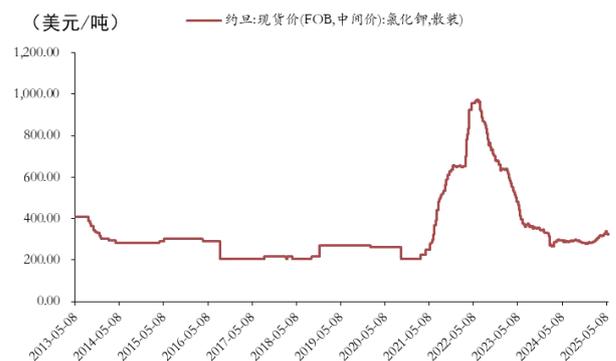
近期供给扰动加剧，钾肥价格有望企稳回升。2025年1月22日，白俄罗斯钾肥厂(Belaruskali)宣布，计划在其索利戈尔斯克4号(Soligorsk-4)矿区开展大规模设备维护作业，停产检修7个月。2025年2月18日，俄罗斯乌拉尔钾肥公司(Uralkali)宣布三座矿山将于2025年二三季度停产检修。整体而言，按减量下限，即白俄罗斯减量90万吨，俄罗斯减量70万吨，**两俄目前已经落地的减产计划预计将形成至少160万吨的供给减量，叠加春季北半球需求旺季，钾肥价格有望企稳回升。**由于中国钾肥进口依存度高，国内钾肥价格很大程度受国际市场影响，国内氯化钾走势与国际市场价格基本一致。截至2025年5月22日，中国氯化钾价格为2800元/吨，相较年初2550元/吨上涨13.7%。

图表 19：中国：出厂价：氯化钾(60%粉)：青海盐湖



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 20：约旦：现货价(FOB, 中间价)：氯化钾, 散装



资料来源：wind，华源证券研究所

2.4. 公司：国内钾肥龙头，产销利稳定

公司拥有500万吨氯化钾产能，产销量稳定，承担50万吨国家钾肥储备任务。公司拥有氯化钾产能500万吨，是国内氯化钾龙头企业，历年氯化钾产销量较为稳定，2024年公司实现氯化钾产量496万吨，销量467万吨，同时公司还承担着50万吨国家钾肥储备任务，充分

发挥国储“蓄水池”作用。

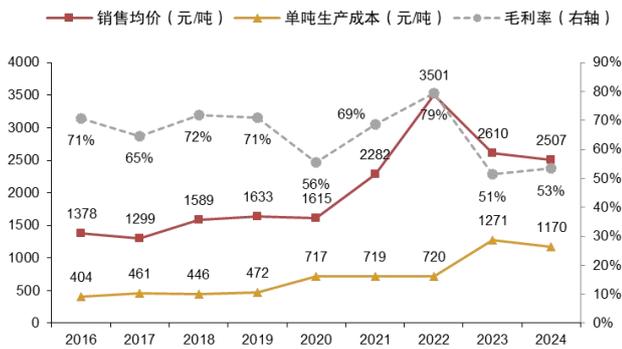
图表 21：盐湖股份 2016-2024 年氯化钾产销量



资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所

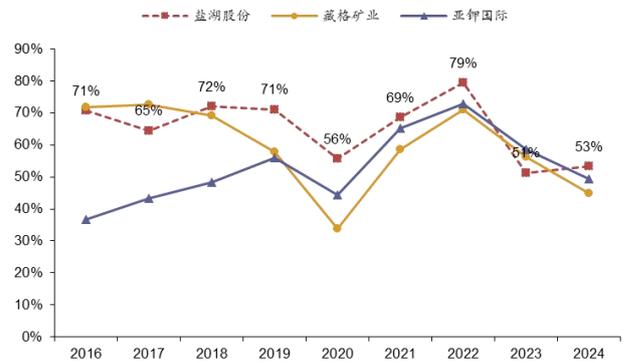
公司氯化钾毛利率超过 50%，盈利能力强。公司氯化钾产品毛利率常年稳定在 50% 以上，2020 年前甚至经常在 70% 以上，2023 和 2024 年毛利率下滑至 51% 和 53%，主要受采矿权矿产收益政策调整，氯化钾单吨成本有所上升。公司依托察尔汗盐湖优质资源及产能规模优势，氯化钾毛利率在多数年份相对同行领先。

图表 22：盐湖股份氯化钾销售均价和单吨生产成本



资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所

图表 23：钾肥公司氯化钾毛利率对比



资料来源：wind，华源证券研究所

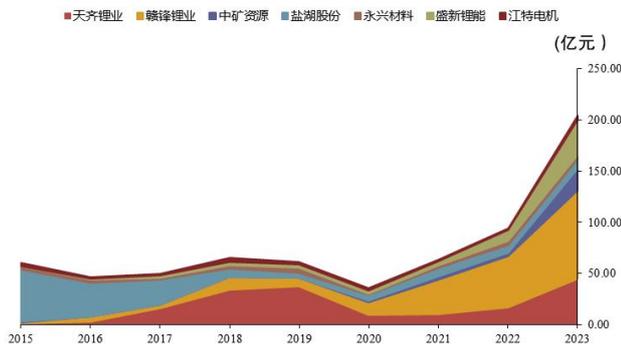
实施钾肥“走出去”战略，加快境外钾盐矿布局。随着钾肥“走出去”战略的稳步推进，公司专门成立了“走出钾”专项工作组，专注于加强与非洲、东南亚等钾肥资源极为丰富的地区展开深度合作开发，实现资源共享、优势互补，从而在全球钾肥市场中占据更为重要的地位，为保障全球钾肥供应贡献重要力量，同时也为公司自身的持续发展注入强劲动力。五矿入主后，其海外矿产资源及出海经验也有望实现对公司赋能。

3. 锂：低成本盐湖提锂龙头，产能扩张可期

3.1. 供给端：23 和 24 年为资本开支高峰期，过剩是主旋律

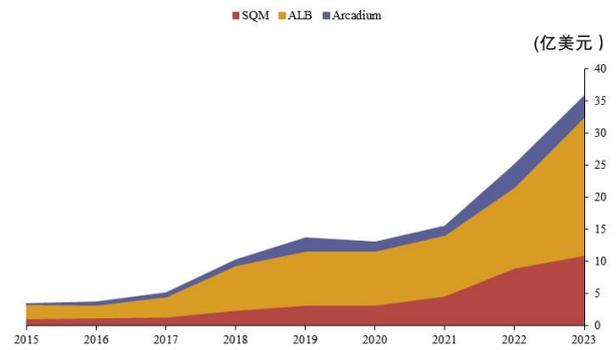
高锂价驱动行业新一轮资本开支，2023 和 2024 年或是资本开支顶峰时期。锂价在 2021 和 2022 年一度从 5 万上涨至最高接近 60 万，锂盐利润极其丰厚。在高利润的驱动下，行业开始大幅进行资本开支，我们可以看到 2022 年开始国内外锂盐企业的资本开支均高速增长。随着锂价在 2024 年大幅下跌，当前已跌至不足 8 万元，预计行业资本开支将减缓，因此我们认为 2023 和 2024 年或是行业资本开支顶峰时期。

图表 24：国内锂盐企业资本开支



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 25：海外锂盐龙头资本开支在 2022 年开始大幅提升



资料来源：SQM、ALB 等公司公告，华源证券研究所

盐湖提锂：25 年预计新增产量主要来源于阿根廷。目前在产盐湖主要是智利 Atacama 盐湖、阿根廷 Olaroz、Fenix 盐湖以及中国察尔汗盐湖、西台和东台吉乃尔盐湖。2025 年盐湖提锂新增产量主要是由阿根廷盐湖贡献，包括 CO 盐湖、Centenario Ratones 盐湖等，中国盐湖增量主要是盐湖股份的扩产项目，智利盐湖增量主要是 SQM 的扩产项目。我们预计 2025 年盐湖提锂产量 59 万吨，同比增加 9 万吨，其中智利/中国/阿根廷盐湖产量分别为 29/15/14 万吨，由于盐湖提锂单位经营成本低，位于全球锂成本曲线左侧，这部分供给属于刚性供给，基本不会被出清。

图表 26：2025 年全球盐湖提锂产量预测

		矿山	折合碳酸锂产量 (万吨/LCE)	
			2024E	2025E
盐湖	中国	察尔汗盐湖—蓝科锂业	4	5
		察尔汗盐湖—藏格矿业	1.2	1.2
		西台吉乃尔	4.2	4.5
		东台吉乃尔	2	2
		一里坪盐湖	1	1.5
		扎布耶	0.5	1
		合计	12.9	15.2
	智利	Atacama—SQM	21	23
		Atacama—ALB	5.7	5.9
		合计	26.7	28.9
	阿根廷	Olaroz	3	3.1
		Hombre Muerto-Livent (Fenix)	2.35	2.7
		Cauchari-Olaroz	2.6	4
		SDLA	0.25	0.25
		Centenario Ratones		1.2
		Tres Quebradas (3Q)	0.5	1
		Hombre Muerto-POSCO	0.4	1.6
	合计	9.1	13.9	
	美国	Silver Peak	1	1
		合计	49.7	59.0

资料来源：SQM、Arcadium 等各公司公告，华源证券研究所

锂辉石提锂：高成本澳矿出清进行时，非洲有望贡献最大增量。澳矿普遍在实施降本措施和缩减资本开支，增量主要来源于非洲。预计 2025 年锂辉石生产碳酸锂产量折合 84 万吨 LCE，同比 24 年增加 17 万吨（包含非洲+11/澳洲+3/巴西+2）。**澳洲：**高成本锂矿 Altura/Finniss/Baldhill/Cattlin 已宣布停产或进入维护阶段，关注其他高成本澳矿 Wodgina/Marion 减产可能，25 年增量锂矿主要是 Kathleen Valley。**非洲：**25 年增量矿山为赣锋的马里项目和雅化 K 矿等，非洲锂矿多为中资锂盐企业控制，减产或不及预期。

图表 27：2025 年全球锂辉石提锂产量预测

		矿山	折合碳酸锂产量 (万吨LCE)	
			2024E	2025E
锂辉石	澳洲	Greenbush	17.72	20.30
		Pilgangoora-Pilgan Plant	9.33	7.07
		Pilgangoora-Ngungaju Plant (原Altura)		
		Mt. Marion	5.43	4.00
		Wodgina	4.79	5.50
		Baldhill	1.28	0.00
		Kathleen Valley	1.33	5.00
		Mt Holland	2.75	4.35
		Mt Cattlin	1.35	1.15
		Finniss	0.24	
	合计	44.2	47.4	
	非洲	Bikita	4	5
		Arcadia	3	5
		Kamativi	0.6	4
		Sabi Star	3.3	3.8
		Goulamina		2.5
		Bougouni		1.4
		Zulu	0.1	
	合计	11.0	21.6	
	巴西	Grota do Cirilo	3.1	3.7
		Neves		1.5
		Mibra	1	1.3
		合计	4.1	6.4
	加拿大	NAL	2.1	2.5
	中国	甲基卡134号矿脉	0.81	0.81
		业隆沟 (奥伊诺锂矿)	0.94	0.94
		李家沟	1	2
		马尔康	2	2
		大红柳滩		
	合计	4.8	5.8	
	合计	66.2	83.7	

资料来源：IGO、Pilbara Minerals、Liontown Resources 等各公司公告，华源证券研究所

云母提锂：中国特色锂资源，位于成本曲线最右侧，供给弹性大。锂云母属于中国特色的锂资源，主要分布于中国江西地区，锂资源储量较大，具备云母提锂工艺的核心公司主要有永兴材料、江特电机、南氏锂电和九岭锂业。锂云母矿成分复杂，锂含量低，提锂成本更高，现金成本多处于7万元/吨以上，位于全球成本曲线最右侧，供给弹性最大。若锂价超过10万元/吨，供给可大量释放。由于锂价持续下跌，高成本的云母提锂或将减产。

3.2. 需求端：大周期启动的核心，国内需求不悲观

碳酸锂的需求经历了由传统工业需求——消费电子需求——新能源需求增长驱动的转变。
1) 2000年前，碳酸锂的主要需求是传统工业需求，主要作为添加剂应用于陶瓷玻璃等。2) 2015年前，碳酸锂的需求主要依靠消费电子驱动，碳酸锂用于锂电池正极材料钴酸锂。2004-2015年全球智能手机出货量复合增速达47%。3) 2015年后，碳酸锂的需求主要依靠新能源汽车拉动，2015-2024年中国新能源汽车销量复合增速达50%，当前中国新能源汽车渗透率已超过50%。

新能源需求将锂盐的需求提升到百万吨级别，从小金属跃升至大金属。据锂业协会数据，2017年全球锂盐产量为23.54万吨LCE，鸿蒙矿业预计2024年全球锂盐产量超130万吨，锂由小金属跃居百万吨级别的大金属，后续随着新能源汽车渗透率的持续提升和储能装机量的增长，锂需求量将持续增长。

图表 28：全球智能手机出货量



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 29：中国新能源汽车销量及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

以旧换新等消费政策下，国内电车需求或超预期。政治局会议上指出2025年要“实施提振消费专项行动，加力扩围实施两新政策”，电车的以旧换新政策大概率在2025年得到延续甚至加码，2025年国内电车需求可以更乐观一些。国补等消费政策出台，消费电子需求也有望维持可观增长。

海外新能源车补贴政策取消或压制海外碳酸锂需求增长。由于需要削减政府开支，2023年12月18日德国正式取消电动汽车补贴。2025年1月20日，特朗普宣布取消美国电动汽车补贴。海外电动汽车补贴政策取消或压制海外新能源汽车需求，从而压制海外碳酸锂需求增长。我们预计2025年碳酸锂需求为143万吨，同比增长19%。

图表 30：碳酸锂需求测算

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy	%		146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
碳酸锂单耗	吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量	万吨	42	66	62	68	71
yoy	%		55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量	万吨	77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例	%	55%	68%	68%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨	29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量	万吨	8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy	%			-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨	3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量	万吨	8.6	6.52	9.15	12	15
yoy	%			40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量	万吨	9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗	吨LCE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨	1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量	万吨	5.8	10.49	12.97	18	22.5
yoy	%			23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
比例	%		79%	77%	75%	73%
六氟磷酸锂单耗	吨LCE	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨	2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	34.9	62.1	71.9	94.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量	万吨	62	89	99	120	143
yoy	%		44%	11%	21%	19%

资料来源：Wind、smm，华源证券研究所

3.3. 锂价展望：波动收窄，25 年或底部震荡

当前仍处于锂资本开支高峰期，而需求端增速未来或将逐步放缓，预计锂价未来周期的弹性将不如前两轮，波动将逐步收窄。考虑到潜在供给较大，锂盐企业在 2021-2023 年积累大量盈利，本轮供给出清时间预计更长，今年或处于底部震荡阶段。

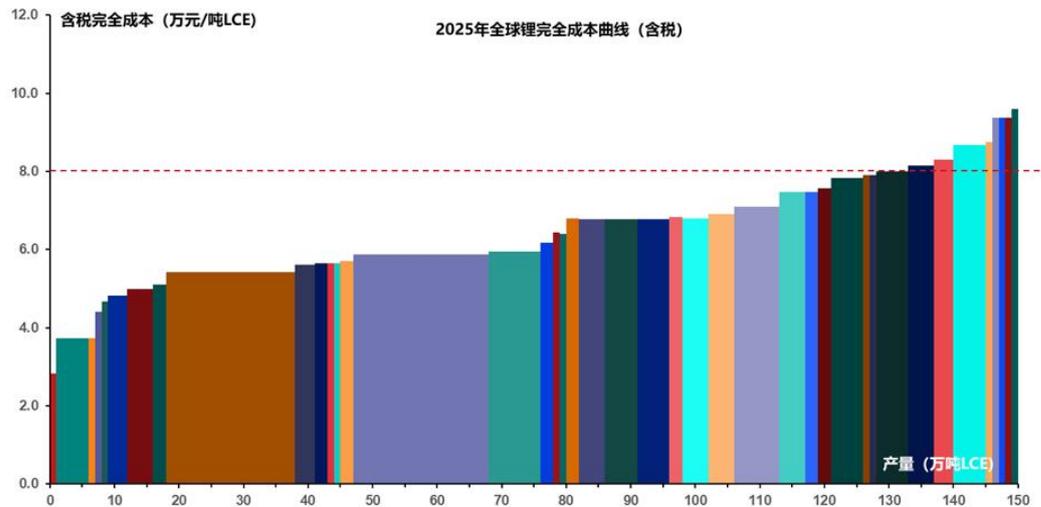
我们预计 2025 年碳酸锂需求量 143 万吨 LCE，过剩 12.6 万吨 LCE。根据完全成本曲线，8 万元/吨含税完全成本对应的锂盐供给在 134 万吨左右，根据正极材料测算的需求为 143 万吨，考虑到当前超 10 万吨的锂盐库存，部分锂精矿库存以及回收提锂的量，8 万元/吨的供给或能满足锂盐需求，25 年仍维持过剩格局。预计 2025 年碳酸锂价格在 7-8 万元/吨震荡为主。

图表 31：碳酸锂供需平衡

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy	%		146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
碳酸锂单耗	吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量	万吨	42	66	62	68	71
yoy	%		55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量	万吨	77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例	%	55%	68%	68%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨	29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量	万吨	8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy	%			-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨	3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量	万吨	8.6	6.52	9.15	12	15
yoy	%			40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量	万吨	9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗	吨LCE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨	1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量	万吨	5.8	10.49	12.97	18	22.5
yoy	%			23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
比例	%		79%	77%	75%	73%
六氟磷酸锂单耗	吨LCE	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨	2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	34.9	62.1	71.9	94.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量	万吨	62	89	99	120	143
yoy	%		44%	11%	21%	19%
全球锂盐产量	万吨	62.0	76.2	96.1	133	151
锂回收量	万吨		4.9	8.4	6.5	5
供需缺口	万吨	0.4	-7.7	5.5	19.2	12.6
过剩比例	%				16%	9%

资料来源：Wind、smm，华源证券研究所

图表 32：2025 年全球锂完全成本曲线

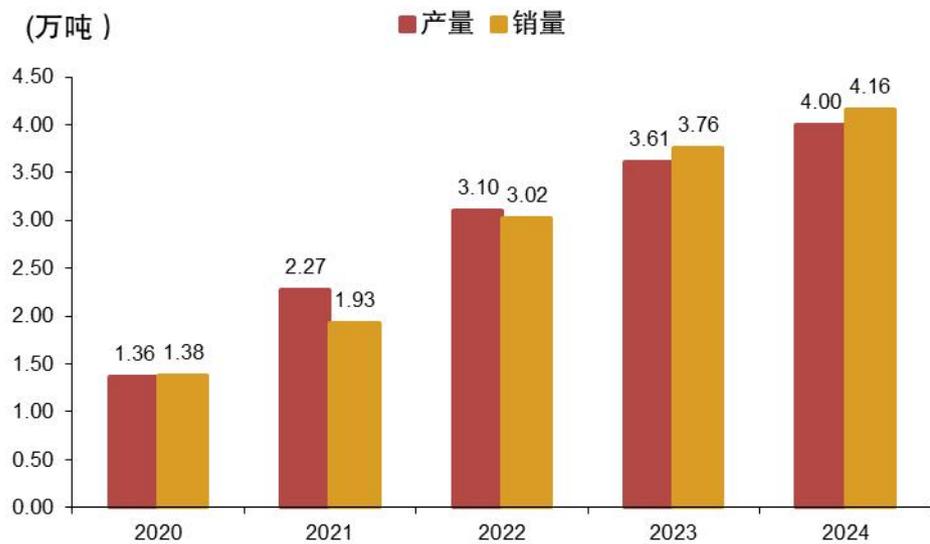


资料来源：IGO、Pilbara Minerals、Liontown Resources 等各公司公告、smm、华源证券研究所

3.4. 公司：低成本盐湖提锂龙头，产能扩张可期

公司当前拥有碳酸锂产能 4 万吨，近年来产销量稳步增长。公司控股子公司蓝科锂业当前具备碳酸锂产能 4 万吨，其中 1 万吨通过技改实现扩产。2023 年蓝科锂业提质稳产技术改造完成并投入运行，并积极开展科研、技改工作，其中，沉锂母液高效分离工业化试验，实现现有盐湖提锂吸附法、膜法、萃取法主流工艺的集成创新，沉锂母液段回收率由 75% 提高至 95% 以上，锂资源整体回收率提高约 5 个百分点。目前，蓝科锂业已拥有合计 4 万吨/年碳酸锂产能装置，最高日产量已突破 140 吨。盐湖股份碳酸锂产量由 2020 年 1.36 万吨增长至 2024 年 4 万吨，复合增速达 31%，销量由 2020 年 1.38 万吨增长至 2024 年 4.16 万吨，复合增速达 32%。

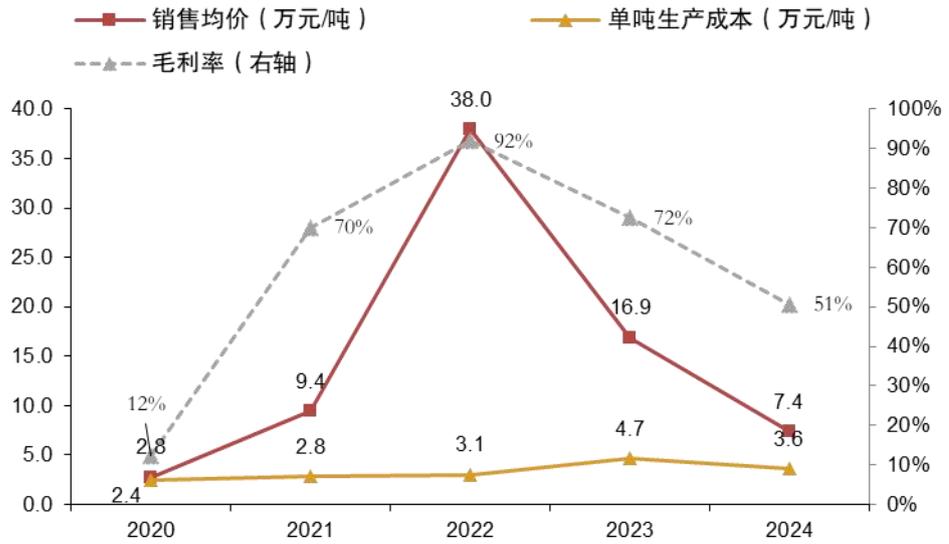
图表 33：盐湖股份 2020-2024 年碳酸锂产销量实现稳步增长



资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所

公司盐湖提锂生产成本优势明显，支撑公司平稳度过锂价下行周期。公司生产碳酸锂使用盐湖提锂工艺，相比锂辉石提锂和云母提锂成本更低。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，成本优势明显。2022 年碳酸锂供不应求，锂价处于高位，公司碳酸锂销售均价高达 38 万元/吨，单吨生产成本仅为 3.1 万元/吨，毛利率高达 92%。2024 年公司碳酸锂单吨生产成本 3.6 万元/吨，毛利率 51%，相较于当前锂价仍有较为可观的盈利空间，支撑公司平稳度过锂价下行周期。

图表 34：盐湖股份 2020-2024 年碳酸锂均价、单吨生产成本和毛利率



资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所

4万吨锂盐扩产项目稳步推进，盐湖提锂龙头地位进一步夯实。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，公司于2022年开始投资新建4万吨基础锂盐项目（2万吨电池级碳酸锂+2万吨氯化锂）。公司对4万吨锂盐项目成功实现了项目总投资优化率约14.58%，截至2024年年报，项目已签订合同金额42.43亿元。项目建设顺利推进，全场38个单体建筑中，37个已完成基础分部工程，36个已完成主体结构封顶，目前正进入围护结构(彩板)、砌体施工以及地坪施工阶段，土建施工形象进度已达78%;安装工程已陆续展开，现阶段主要是进行设备就位和管道安装工作，其中吸附提锂装置已开始电仪安装工作，安装施工形象进度已达32%，整体项目形象进度完成55%，2025年有望实现部分产能释放。

图表 35：盐湖股份 4万吨基础锂盐一体化项目建设俯瞰图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

氯化钾业务:公司拥有 500 万吨氯化钾产能,产销量相对稳定,我们预计公司 2025-2027 年公司氯化钾销量分别为 500/500/500 万吨,受供给端钾矿停产检修扰动影响,2025 年钾肥价格预计企稳回升,后续供给扰动解除后预计钾肥价格将有所回落,我们预计 2025-2027 年公司氯化钾销售均价分别为 2750/2700/2650 元/吨。

锂业务:公司是盐湖提锂龙头,目前具备 4 万吨碳酸锂产能,在建 4 万吨锂盐产能,伴随新建产能释放,公司锂盐销量有望实现稳步增长,我们预计公司 2025-2027 年锂盐销量分别为 4.3/6/8 万吨。受供过于求影响,我们预计 2025 年锂价处于底部震荡,伴随高成本供给持续出清,2026 年后锂价有望底部回升,我们预计公司 2025-2027 年锂盐销售均价分别为 6.0/7.1/8.0 万元/吨,锂盐单吨成本均为 3.5 万元/吨。

图表 36: 公司盈利拆分

		单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体	营业收入	亿元	307.48	215.79	151.34	166.84	180.95	199.68
	营业成本	亿元	64.27	94.84	72.86	73.09	79.04	86.04
	毛利	亿元	243.21	120.94	78.48	93.75	101.90	113.64
	毛利率	%	79%	56%	52%	56%	56%	57%
氯化钾	营业收入	亿元	173.01	146.18	117.13	137.50	135.00	132.50
	销量	万吨	494	560	467	500	500	500
	均价	元/吨	3,501	2,610	2,507	2750	2700	2650
	营业成本	亿元	35.58	71.15	54.65	55	55	55
	单吨成本	元/吨	720	1,271	1,170	1100	1100	1100
	毛利	亿元	137.43	75.02	62.48	82.50	80.00	77.50
	单吨毛利	元/吨	2,781	1,340	1,337	1,650	1,600	1,550
	毛利率	%	79%	51%	53%	60%	59%	58%
碳酸锂	营业收入	亿元	114.58	63.61	30.75	25.88	42.48	63.72
	销量	万吨	3.02	3.76	4.16	4.3	6	8
	均价	万元/吨	38.0	16.9	7.4	6.0	7.1	8.0
	营业成本	亿元	9.21	17.52	15.16	15.05	21	28
	单吨成本	万元/吨	3.05	4.66	3.65	3.5	3.5	3.5
	毛利	亿元	105.36	46.08	15.58	10.83	21.48	35.72
	单吨毛利	万元/吨	34.92	12.26	3.75	2.52	3.58	4.46
	毛利率	%	92%	72%	51%	42%	51%	56%
贸易	营业收入	亿元	15.85	2.55	0.35	0.35	0.35	0.35
	营业成本	亿元	15.50	2.88	0.13	0.13	0.13	0.13
	毛利	亿元	0.35	-0.33	0.22	0.22	0.22	0.22
	毛利率	%	2%	-13%	62%	62%	62%	62%
其他	营业收入	亿元	4.05	3.45	3.12	3.12	3.12	3.12
	营业成本	亿元	3.98	3.29	2.91	2.91	2.91	2.91
	毛利	亿元	0.07	0.17	0.21	0.21	0.21	0.21
	毛利率	%	2%	5%	7%	7%	7%	7%

资料来源:公司公告,华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 58.8/64.2/71.7 亿元,同比增速分别为 +26.2%/+9.0%/+11.7%,当前股价对应的 PE 分别为 14/13/12 倍。我们选取钾肥、锂矿和锂盐企业为可比公司,2025-2027 年平均 PE 分别为 32/17/13 倍,公司作为国内钾肥龙头和盐湖提锂龙头,钾肥价格 25 年有望迎来企稳回升,锂盐新建 4 万吨产能释放有望贡献新增量,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 37：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价(元)			EPS			PE			PB
		2025-05-28	25E	26E	27E	25E	26E	27E			
000408.SZ	藏格矿业	36.89	1.88	2.85	3.62	19.59	12.93	10.18	4.00		
002466.SZ	天齐锂业	28.87	0.89	1.38	1.79	32.60	20.89	16.14	1.13		
002497.SZ	雅化集团	10.79	0.72	1.00	1.23	14.92	10.79	8.80	1.17		
002240.SZ	盛新锂能	11.29	0.15	0.40	0.63	75.57	27.94	17.84	0.90		
002756.SZ	永兴材料	30.42	1.77	2.43	3.06	17.15	12.50	9.94	1.33		
平均值						31.97	17.01	12.58	1.71		

资料来源：wind、华源证券研究所。注：EPS 单位为元/股，上述可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，PB 来自 wind。

5. 风险提示

1) 项目进展不及预期风险。公司新建 4 万吨锂盐项目，若进展不及预期，将对公司业绩增长产生较大影响。

2) 新能源汽车需求增长不及预期风险。公司锂盐终端需求大部分是新能源汽车，若新能源汽车需求增长不及预期，将影响公司锂盐销量从而影响公司业绩。

3) 锂价持续下行风险。锂供需格局转向供过于求，若锂价超预期下跌，公司业绩将受较大影响。

4) 氯化钾价格大幅下跌风险。氯化钾产品是公司重要盈利来源，若氯化钾价格大幅下跌，将对公司业绩造成较大影响。

5) 市场空间测算偏差风险：报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,624	20,588	24,353	30,418
应收票据及账款	4,572	4,973	5,852	6,305
预付账款	228	220	239	264
其他应收款	93	110	119	132
存货	984	1,316	1,423	1,549
其他流动资产	6,260	9,388	12,202	14,642
流动资产总计	27,761	36,594	44,189	53,309
长期股权投资	381	371	362	353
固定资产	8,729	9,310	10,400	11,032
在建工程	1,864	1,989	1,218	358
无形资产	892	840	810	804
长期待摊费用	29	23	17	11
其他非流动资产	6,126	6,217	6,296	6,364
非流动资产合计	18,021	18,750	19,104	18,922
资产总计	45,783	55,344	63,293	72,231
短期借款	11	0	0	0
应付票据及账款	1,857	1,978	2,139	2,328
其他流动负债	1,919	4,574	4,950	5,405
流动负债合计	3,787	6,552	7,088	7,733
长期借款	291	260	227	201
其他非流动负债	2,111	2,111	2,111	2,111
非流动负债合计	2,402	2,370	2,338	2,312
负债合计	6,189	8,922	9,426	10,046
股本	5,433	5,292	5,292	5,292
资本公积	40,776	40,917	40,917	40,917
留存收益	-9,634	-3,751	2,664	9,832
归属母公司权益	36,575	42,458	48,873	56,041
少数股东权益	3,019	3,964	4,994	6,145
股东权益合计	39,594	46,422	53,867	62,185
负债和股东权益合计	45,783	55,344	63,293	72,231

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,914	6,520	7,102	7,953
折旧与摊销	833	886	975	1,049
财务费用	-148	-50	-67	-85
投资损失	-301	-151	-180	-217
营运资金变动	1,610	-1,093	-3,293	-2,411
其他经营现金流	911	307	336	372
经营性现金净流量	7,819	6,418	4,874	6,661
投资性现金净流量	-6,437	-1,461	-1,142	-657
筹资性现金净流量	-4,900	7	34	60
现金流量净额	-3,518	4,964	3,766	6,064

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,134	16,684	18,095	19,968
营业成本	7,286	7,309	7,904	8,604
税金及附加	1,269	1,070	1,161	1,281
销售费用	140	135	146	162
管理费用	1,045	742	805	888
研发费用	189	150	162	179
财务费用	-148	-50	-67	-85
资产减值损失	-98	-68	-74	-82
信用减值损失	149	108	117	129
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	301	151	180	217
公允价值变动损益	28	41	50	40
资产处置收益	1	1	1	1
其他收益	174	99	99	99
营业利润	5,907	7,660	8,357	9,344
营业外收入	20	141	141	141
营业外支出	169	84	84	84
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,757	7,716	8,413	9,400
所得税	843	888	968	1,082
净利润	4,914	6,828	7,445	8,318
少数股东损益	251	945	1,030	1,151
归属母公司股东净利润	4,663	5,883	6,415	7,167
EPS(元)	0.88	1.11	1.21	1.35

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-29.86%	10.24%	8.45%	10.36%
营业利润增长率	-42.57%	29.67%	9.10%	11.81%
归母净利润增长率	-41.07%	26.17%	9.03%	11.73%
经营现金流增长率	-35.40%	-17.92%	-24.07%	36.68%
盈利能力				
毛利率	51.86%	56.19%	56.32%	56.91%
净利率	32.47%	40.93%	41.14%	41.66%
ROE	12.75%	13.86%	13.13%	12.79%
ROA	10.19%	10.63%	10.14%	9.92%
ROIC	31.85%	26.75%	26.99%	26.48%
估值倍数				
P/E	18.01	14.27	13.09	11.72
P/S	5.55	5.03	4.64	4.21
P/B	2.30	1.98	1.72	1.50
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	12	8	7	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。