

证券研究报告
(优于大市)

亚钾国际 (000893.CH) : 受益于钾肥价格上涨, 未来产能持续扩张

**Asia-Potash International Investment (Guangzhou)
(000893.CH): Benefiting from rising price of potash &
Continued Capacity Expansion Ahead**

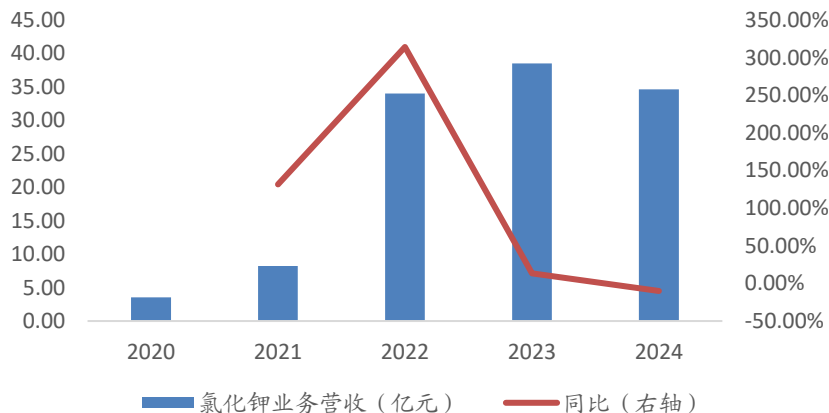
庄怀超 Charles Zhuang
charles.zhuang@gpf.com.hk
2025年7月4日

概要

1. 公司简介：专注钾肥业务，产能快速扩张
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

亚钾国际成立于1998年，专注于钾盐矿开采、钾肥生产及销售业务。公司秉承“资源、规模、创新”发展理念，以“打造世界级钾肥供应商”为战略目标，以“一年新增一个百万吨钾肥产能和产量”为目标，持续扩大钾肥产能。经过多年深耕，公司当前已构建以东南亚、东亚地区为核心的销售网络及物流体系，同时布局南亚及大洋洲等市场。公司专注于氯化钾产品，2020-2024年氯化钾业务收入占比分别为97.60%、98.57%、98.10%、98.83%和97.65%。

图：2020-2024公司氯化钾业务收入及增速



不断进行资源收购，钾矿储备亚洲第一

公司当前拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权，钾盐矿矿石总量49.37亿吨，折纯氯化钾资源总储量约10亿吨。区域内钾矿矿藏丰富，埋藏较浅，矿层分布连续，资源禀赋好，适于规模化开发钾盐项目。2022年，1) 公司通过重大资产重组的方式收购了老挝甘蒙省农波县彭下-农波村地区 179.8 平方公里钾盐矿，该矿区与 35平方公里钾盐矿区相连，钾盐矿矿石总量约为 39.356亿吨，折纯氯化钾约为6.77亿吨。2) 甘蒙省农龙村 48.52km²钾盐矿权。

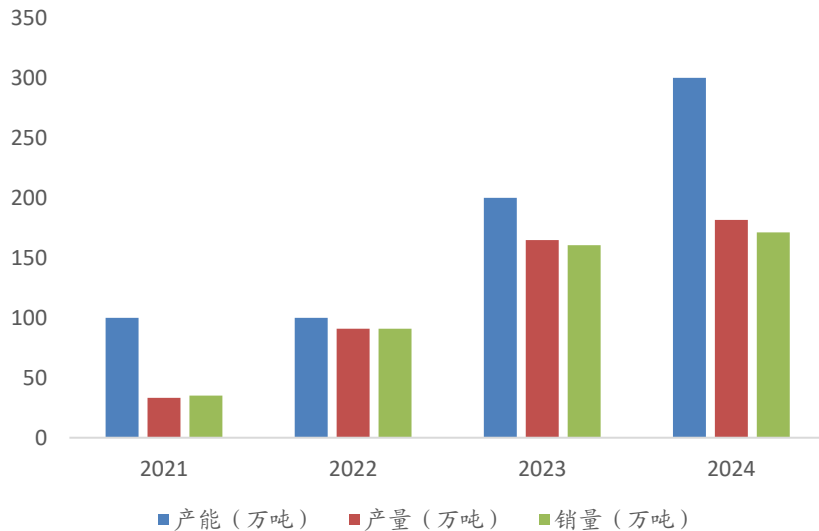
图：公司老挝钾盐矿储备情况

	2021	2022	2023年至今
钾矿情况	35平方公里钾盐矿区	通过重大资产重组的方式收购了老挝甘蒙省179.8平方公里钾盐矿	甘蒙省农龙村 48.52km ² 钾盐矿权
持股公司	中农国际	农钾资源	中农国际
最新股权情况	100%	71.86%	100%
地区	老挝甘蒙省他曲县东泰矿区	老挝甘蒙省农波县彭下-农波村地区，与 35平方公里钾盐矿区相连	老挝甘蒙省农龙村
钾盐矿面积（平方公里）	35	179.8	48.52
钾盐矿矿石储量（亿吨）	10.02	39.36	74.2
折纯氯化钾（亿吨）	1.52	6.77	
合计钾盐矿面积（平方公里）	35	214.8	263.32
合计钾盐矿矿石储量（亿吨）	10.02	49.37	337.52
合计折纯氯化钾储量（亿吨）	1.52	8.29	1.5-2.0
产能（万吨）	100	100	300
产量（万吨）	33.20	90.91	180-200
销量（万吨）	35.04	91.02	

产能快速扩张，氯化钾产销量逐年递增

根据2024年年报，公司氯化钾总产能300万吨。根据公司24年年报，目前公司拥有300万吨/年氯化钾选厂产能装置，公司正在加快推进第二个、第三个 100 万吨/年钾肥项目的矿建工作，力争尽快实现投产。同时，公司拥有近90万吨/年颗粒钾产能，未来公司将进一步通过技术创新手段来优化产品品质。

图：亚钾国际氯化钾产能、产量和销量情况（万吨）

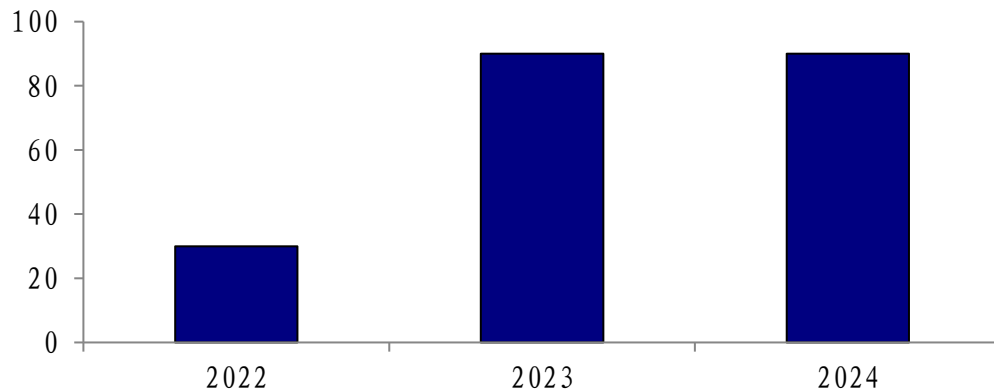


发展高价值大红颗粒钾

公司针对大红颗粒钾的旺盛需求，2022 年启动了大红颗粒钾扩建工程，该扩建工程规划共分三期，一期30万吨产能、二期50万吨产能、三期100万吨产能。一期30万吨从项目启动到投产试车仅用时7个月，二期新增 50 万吨/年产能扩建项目于 2022 年底启动。2023年11月，公司第三期大红颗粒钾50万吨/年生产装置实现达产，至此，公司已合计拥有近90万吨/年颗粒钾产能。截至2025年4月，公司拥有近 90 万吨/年颗粒钾产能。

随着近年来精准施肥意识的提升，越来越多的农户开始结合所拥有的土地养分含量、作物品类等因素制定氮磷钾的施肥配比，促使适合这种灵活配比方式的复混肥(BB肥)的市场规模也迅速扩大。大红颗粒钾是生产BB肥的三种原料之一，因此市场对大红颗粒钾的需求也越发旺盛。

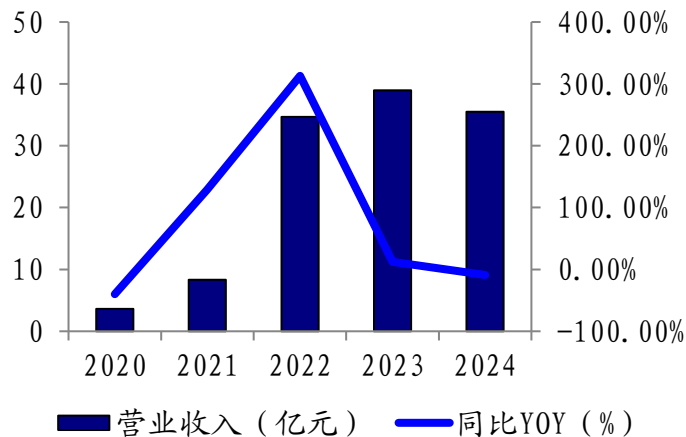
图：亚钾国际大红颗粒钾产能情况（万吨）



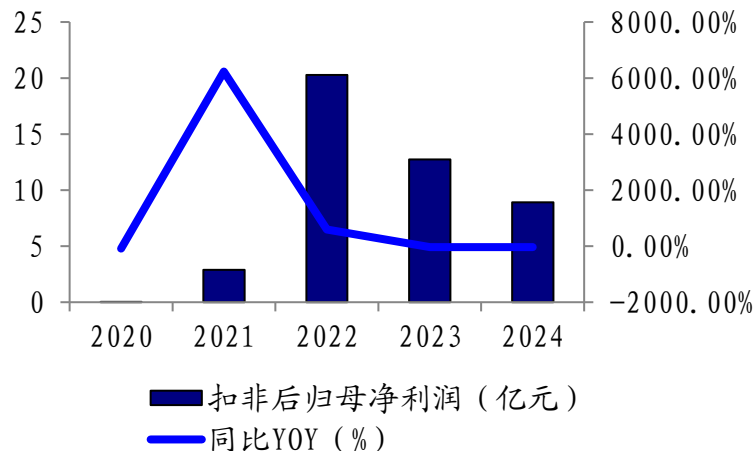
2020-2024年公司扣非净利润复合增速为274%

2020-2024年公司扣非净利润复合增速为274%。公司2020-2024营业收入分别为3.63、8.33、34.66、38.98和35.48亿元，分别同比增长-40.02%、129.36%、313%、12.45%和-8.97%，2020-2024年收入复合增速为77%；扣非后归母净利润分别为0.05、2.90、20.28、12.74和8.92亿元，分别同比增长-86.52%、6232.51%、590.33%、-37.16%和-30.00%，2020-2024年扣非净利润复合增速为274%。

图：公司2020-2024年营业收入（亿元）及同比（%）



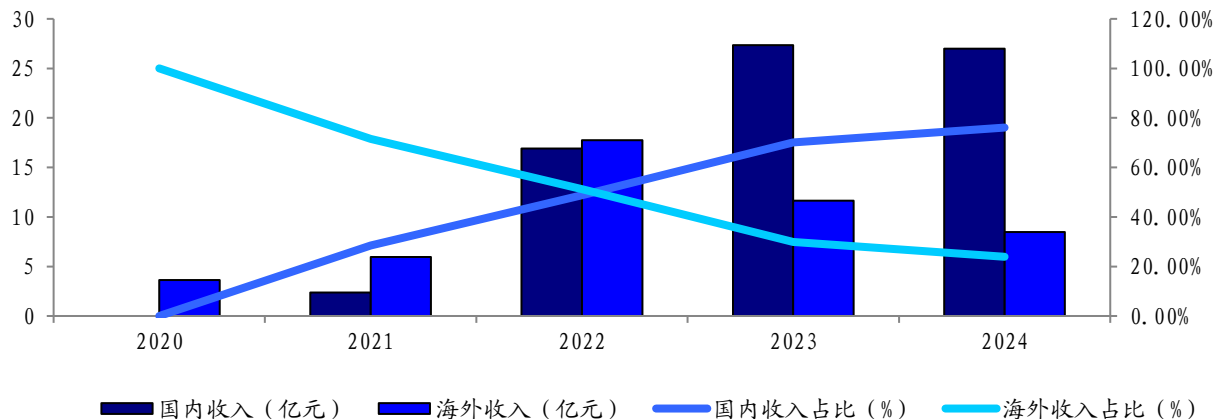
图：公司2020-2024年扣非后净利润（亿元）及同比（%）



国内+海外营收双重布局，国内收入占比逐渐提高

公司不断提升国内市场销售占比。2020-2024年公司国内收入分别为0、2.37、16.91、27.34和27.00亿元，收入占比分别为0%、28.43%、48.80%、70.14%和76.09%；海外收入分别为3.63、5.96、17.75、11.64和8.48亿元，收入占比分别为100%、71.57%、51.20%、29.86%和23.91%。在国际市场上，公司地处东南亚核心区域，在越南、泰国、马来西亚、印度尼西亚四大东南亚重点市场设立销售子公司/办事处；在国内市场上，我国是钾肥消费大国，公司从去年开始布局国内市场。综合来说，国际市场与国内市场的销售体系既是公司未来发展的需要，也是公司销售体系的优势。

图：公司2020-2024年海内外收入情况

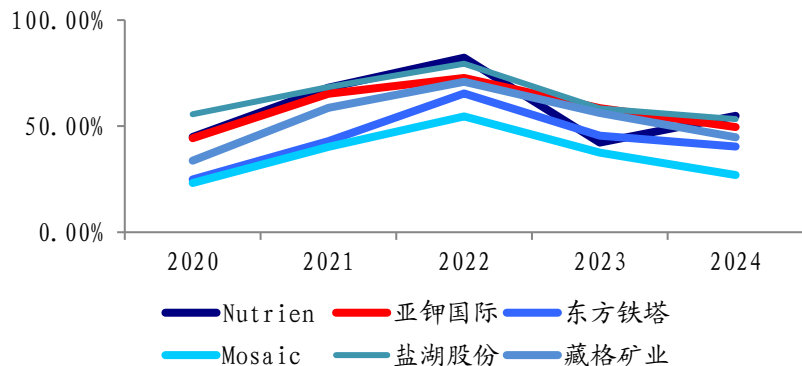


具有成本优势，不断进行降本增效

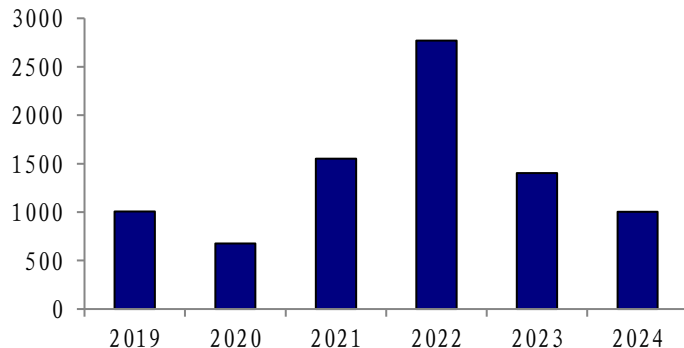
公司氯化钾毛利率显著高于同行业可比公司，接近海外龙头Nutrien。根据公司公告，公司2024年氯化钾毛利率为49.54%，处于行业中上游水平。根据公司2022年年报，加钾、俄钾钾盐矿埋藏深度在700-2000米，钾盐矿开发资本开支、折旧摊销巨大，预计会提高钾肥生产成本；公司老挝钾矿矿层埋藏较浅，平均在180-220米左右，开采成本相对较低。

公司不断进行降本增效：1）开展智慧矿山减少人力成本支出110元/吨；2）降低物料消耗成本100元/吨；3）优化工艺降低成本44元/吨；4）自备电厂降低能源成本50元/吨；5）通过提升产能，实现200-500万吨产能规模效应降低管理费用110元/吨。预计公司未来氯化钾单吨成本仍有数百元下降空间。

图：国内外公司氯化钾毛利率对比（%）



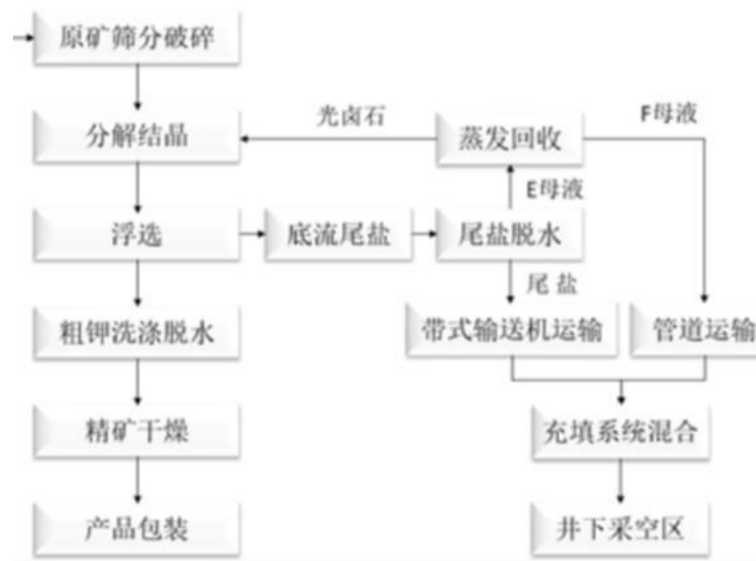
图：公司氯化钾单吨毛利情况（元/吨）



生产工艺领先，氯化钾收率高

公司利用氯化钾、氯化钠、氯化镁三者溶解度的差异，采用冷结晶-正浮选工艺。由于老挝光卤石特性，采用结晶工艺可能会遇到结晶器导流筒积盐、底流堵管、尾盐尾液丢钾严重等问题，公司因地制宜，创新工艺实现了以固体钾盐光卤石为原料用冷结晶-正浮选工艺生产钾肥技术的成功。此外，在尾液上，公司对尾液进行蒸发冷却结晶，回收尾液中的氯化钾，系统氯化钾收率可以由75%-80%进一步提升至83%。

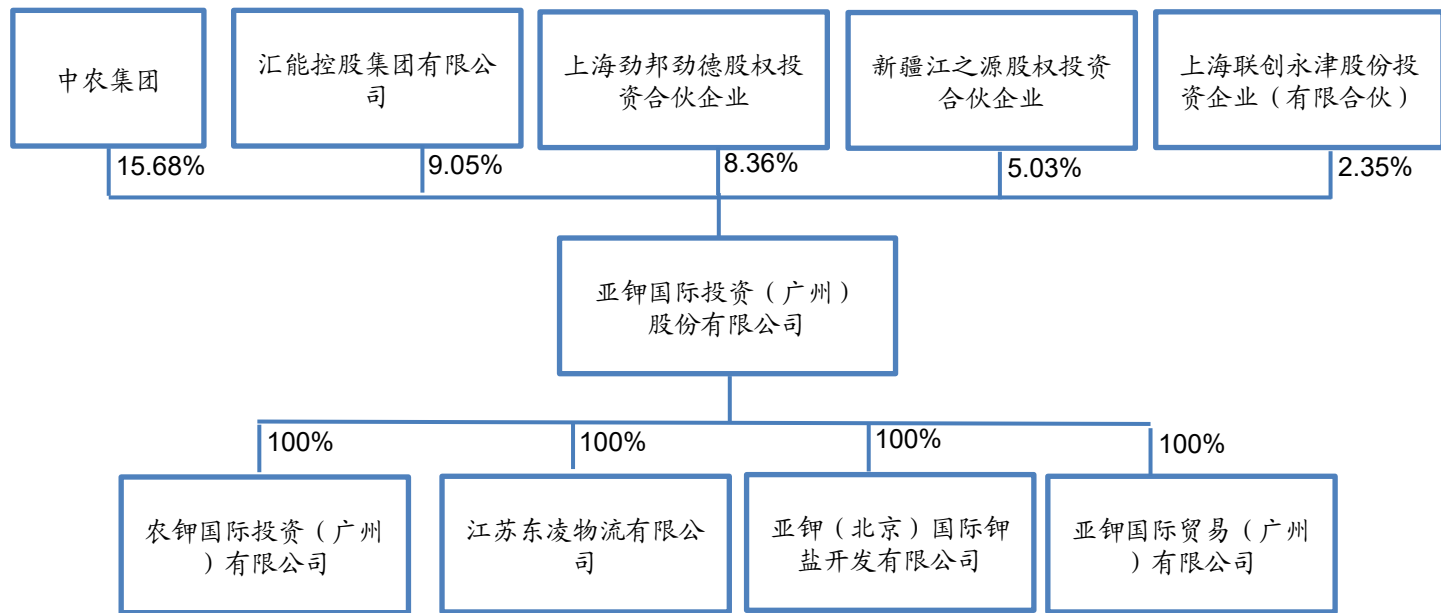
图：公司正浮选-冷结晶工艺



中农集团为公司最大股东

截至2025年6月30日，中国农业生产资料集团有限公司（中农集团）为公司最大股东，持股比例15.68%。中农集团为中国供销集团有限公司100%持股公司，为中央国有企业，多年发展下成为全国性的集生产、流通、服务为一体的专业经营化肥、农药、农机、种子、农膜等农业生产资料的大型企业集团。

图：公司股权结构图



着力构建“国内+国际”双循环、境内外联动的销售体系

公司着力构建“国内+国际”双循环、境内外联动的销售体系。2024年，公司在国际方面设立国际销售中心，与老挝-越南国际港口股份公司（VLP）合作增设越南万安港专用码头，与三星集团、以色列化工集团、法国外贸银行等国际合作伙伴广泛接洽，持续拓宽国际产业合作版图；

国内方面深度走访调研国内领先的复合肥企业、农资集团、枢纽港口等合作伙伴，深化合作规模、合作领域。随着公司钾肥产能稳步提升，全球化肥生产商、贸易商，国际与国内权威行业协会，投资者等到访公司老挝钾肥生产基地参观调研、洽谈合作，公司行业影响力不断增强。

当前，公司产品主要销售至中国、越南、泰国、马来西亚、菲律宾、日本、韩国等多个国家，也辐射了中东、大洋洲、欧洲、南美洲、拉丁美洲、非洲等地区。

概要

1. 公司简介：专注钾肥业务，产能快速扩张
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

钾肥行业呈龙头主导格局，头部生产商主导定价

钾盐生产具有极高的集中度，战略意义突出。根据USGS数据，2023-2024年全球钾盐（折合K₂O）产能分别为6430万吨和6520万吨，预计到2028年，氧化钾的年生产能力将增至约7600万吨。产能的增长大部分将来自老挝和俄罗斯新的钾盐矿以及扩建项目所生产的氯化钾（MOP）。白俄罗斯、巴西、加拿大、埃塞俄比亚、摩洛哥和西班牙计划新建的氯化钾矿预计将在2028年之后开始运营。从行业集中度来看，全球前五大生产企业产能占比超过75%，行业呈龙头主导格局。

表：世界主要钾肥生产企业产能情况（2023年）

企业名称	国家/地区	产能（百万吨）
Nutrien	加拿大	20.60
Mosaic	加拿大	14.22
Uralkali	俄罗斯	14.20
Belaruskali	白俄罗斯	15.13
K+S	德国	7.91
ICL	以色列	6.47
SQM	智利	4.41
Arab Potash	约旦	2.78
Intrepid Potash	美国	0.79
盐湖股份	中国	5.0
藏格钾肥	中国	2.0
亚钾国际	中国	1.0
东方铁塔	中国	0.8

龙头企业主导全球钾肥市场的定价权

世界钾矿资源的集中决定了国际钾肥的供应商数目少。2011年以前，全球钾肥供应主要由代表加拿大钾肥PotashCorp、美国美盛Mosaic、加拿大加阳Agrium组成的加拿大Canpotex联盟，和代表乌拉尔钾肥Uralkali、西尔维尼特Silvinit和白俄罗斯钾肥公司Belaruskali三家公司的BPC联盟主导。2011年，Uralkali与Silvinit合并；2013年Uralkali宣布退出BPC联盟，白俄罗斯对本国钾肥公司Belaruskali实施私有化；2018年，PotashCorp和Agrium合并成立Nutrien。当前国际钾肥的定价主要由Canpotex联盟和Uralkali、Belaruskali等龙头生产企业与中国、印度、巴西等主要的钾肥需求大国签订长单合同，合同价格遵循一次谈判、一个价格模式。从全球范围来看，尽管过去十余年钾肥供应呈现一定程度的多元化，但Canpotex联盟和Uralkali、Belaruskali几家龙头仍控制了全球超70%的钾肥产能，主导着全球钾肥市场的定价权。

加拿大钾肥PotashCorp、
美国美盛Mosaic、加
拿大加阳Agrium合作
组成加拿大Canpotex
联盟

乌拉尔钾肥Uralkali、
西尔维尼特Silvinit和
白俄罗斯钾肥公司
Belaruskali合作成立
BPC

Uralkali与Silvinit
合并，新公司以
Uralkali命名

Uralkali宣布退出BPC
联盟，白俄罗斯对本
国钾肥公司Belaruskali
实施私有化，BPC联
盟瓦解

PotashCorp和
Agrium合并成立
Nutrien，Canpotex
联盟成员公司变为
Nutrien及Mosaic

1970年

2005年

2011年

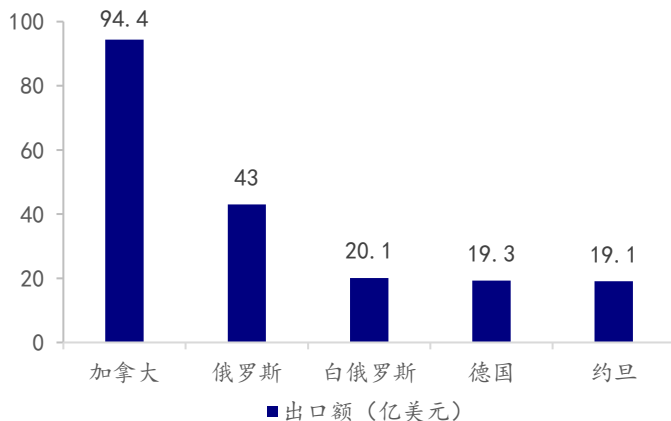
2013年

2018年

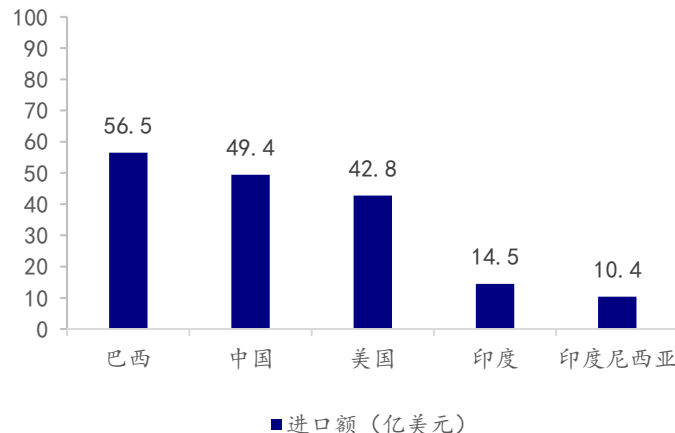
钾肥资源存在区域性错配，供需严重失衡

根据OEC数据，2023年全球前五大钾肥出口国分别为加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、德国、约旦，出口总值为196亿美元。以加拿大位居全球第一，出口总额为94.4亿美元，第二大为俄罗斯，出口总额为43.0亿美元，第三大为白俄罗斯，出口总额为20.1亿美元。而从进口来看，前五大进口国进口总额为173.6亿美元。以巴西位居全球第一，进口额为56.5亿美元，第二大为中国，进口额为49.4亿美元。

图：全球前五大钾肥出口国出口额（亿美元）



图：全球前五大钾肥进口国进口额（亿美元）



地缘政治波动增加全球供应不确定性

- 白钾制裁增加全球供给的不确定性。**2021年6月24日，欧盟出台一系列针对白俄罗斯国家新措施，针对的实体包括白俄罗斯钾肥公司；2021年8月9日，美国总统拜登签署行政令，宣布对白俄罗斯实施新一轮制裁，白俄罗斯钾肥亦被列入制裁名单；英国随后也“配合”美国采取行动，宣布对白俄罗斯的钾肥和石油产品出口实施制裁。2021年12月8日，美国对白俄罗斯钾肥公司制裁正式生效。白俄罗斯是世界第三大钾肥生产国，钾肥出口量约占全球的20%。白俄受多国制裁出口受限，全球范围内钾肥供应的不确定性增加。

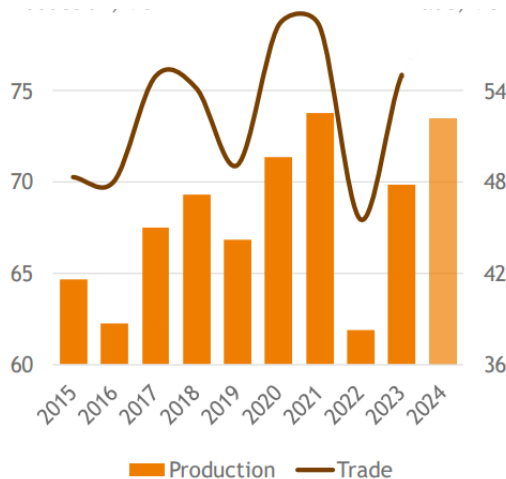
表：各国针对白钾制裁具体政策

国家	时间	针对白钾的制裁内容
欧盟	2021年6月	限制 K2O含量低于40%的产品或含量高于62%的产品及其他含钾元素的肥料产品进口
美国	2021年8月	禁止与Belaruskali，以及该公司拥有或控制50%以上权益的任何实体的交易
英国	2021年8月	限制税则号31042010、31042090、31052010、31052090、31056000，以及归在31059020或31059080含钾元素的肥料产品进口
加拿大	2021年8月	与欧盟规定的制裁范畴大致相同

白俄罗斯和俄罗斯计划削减钾肥供给

白俄罗斯和俄罗斯计划削减钾肥供给。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70万吨估计，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。

图：全球钾肥产量（折KCL，单位：百万吨）



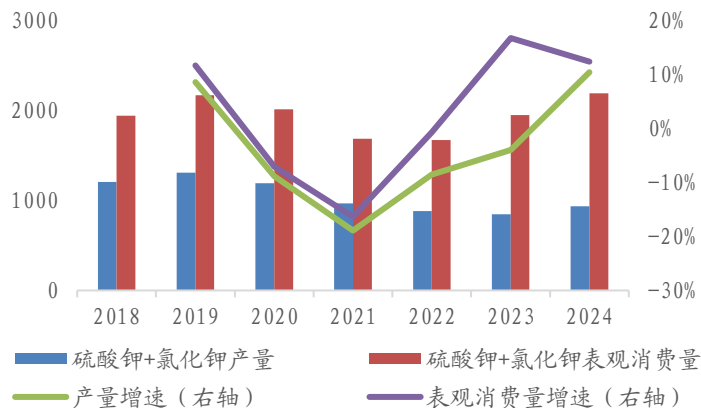
概要

1. 公司简介：专注钾肥业务，产能快速扩张
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

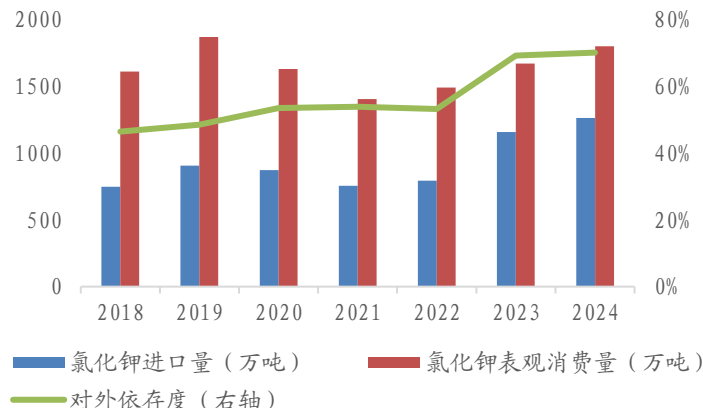
中国钾肥供给存较大缺口，对外依存度攀升

中国钾肥产量呈下降趋势，供给长期存较大缺口。中国作为农业大国，对钾肥的需求量较大。根据卓创，2018-2024年，我国硫酸钾加氯化钾产量由1203.2万吨降至934.1万吨，复合增速为-4.13%；氯化钾表观消费量由1940.1万吨增长至2186.3万吨，复合增速为2.01%。由于我国自主产能受限，钾肥进口依存度常年在 50%以上，去年进口比例攀升至70%左右，长期依赖进口的局面难以改变。据海关总署统计数据，2024年国内累计进口钾肥量为 1263.25 万吨（折KCl），同比增长 9.14%，创历史新高。

图：中国钾肥的产量和表观消费量（单位：万吨）



图：中国钾肥对外依存度创新高



表：我国氯化钾供需平衡表

	产能（万吨）	开工率（%）	产量（万吨）	进口量（万吨）	出口量（万吨）	表观消费量（万吨）
2025（截至5月）	840		211.60	563.01	19.52	772.66
2024	860	72.15%	620.53	1263.15	12.04	1871.63
2023	860	76.43%	657.31	1157.23	50.47	1764.07
2022	860	75.78%	651.70	793.66	2.66	1442.70
2021	860	67.61%	581.46	756.62	22.55	1315.54
2020	860	81.90%	704.37	866.47	22.02	1548.82

我国钾肥进口采取谈判机制

由于我国钾肥进口需求较大，自 2005 年起我国建立钾肥进口谈判机制，由中化、中农、中海化学等企业组成谈判小组，谈判小组会在合同签订前进行内部讨论，明确谈判的目标、策略和底线等；谈判小组会对国际上主要的钾肥供应商进行评估和筛选，选择具有稳定供应能力、良好信誉和合理价格的供应商作为谈判对象，就合同价格、数量、交货期、付款方式等关键条款进行谈判。通过谈判机制，我国增强钾肥进口议价能力。

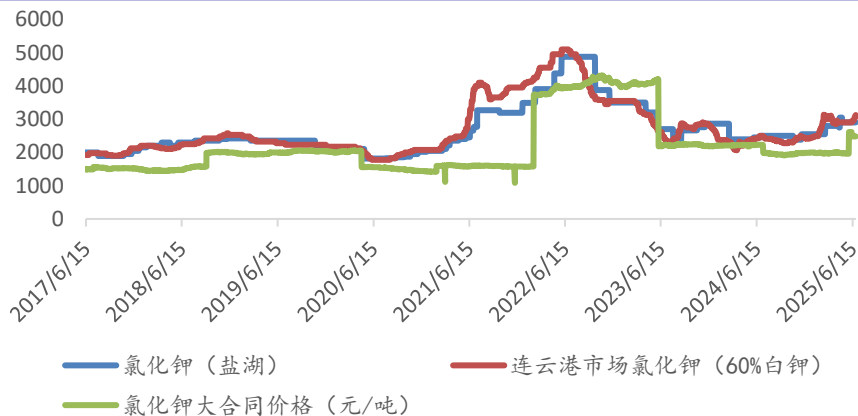
图：我国钾肥进口大合同谈判流程



中国市场钾肥定价追随国际价格

国内钾肥进口价格通过谈判确定，国内市场跟随定价。中外钾肥长单谈判起始于2004年，实行自动进口许可证管理制度，在商务部领导下，在五矿化工进出口商会统一组织下，由中农、中化牵头的10家企业组成联合谈判小组，与加拿大 Canpotex 和 BPC 进行谈判。2009年2月开始，国家发改委对中农、中化为首的四家企业以一般贸易方式进口的钾肥实行政府指导价管理，谈判长单价格。港口边境小额贸易交货价格在上浮下限3%的范围内市场化具体调节。国产钾肥主要是跟随进口钾肥合同的价格来跟随定价。因此中农，中化为首的联合谈判小组和国际钾肥供应商的钾肥谈判价格也就决定了中国钾肥的市场价格。6月12日，中国钾肥进口谈判小组(中化、中农、中海化学)与食安供应链有限公司(迪拜)就2025年钾肥年度进口合同价格达成一致，合同价格为346美元/吨到岸价，相较去年273美元/吨CFR的合同价格上调73美元/吨。

图：国内钾肥价格（单位：元/吨）
与大合同谈判价格具有较强关联性



中国钾肥大合同价格位于国际价格洼地

中国钾肥进口价格位于国际价格洼地。由于中国钾肥进口体量大、具有一定程度的自给率，叠加过去几年间钾肥行业景气度整体较为低迷，因此中国谈判具有较高的议价能力，国内钾肥进口价格长期位于国际价格洼地。2025年6月12日，中方钾肥进口谈判小组与国际主要钾肥供应商达成一致，确定2025年度钾肥进口大合同价格为346美元/吨（CFR），继续保持了全球钾肥“价格洼地”。

表：2025年中国钾肥大合同价格同比上涨63美元/吨

年份	日期	中国大合同价格 (美元/吨)	印度大合同价格 (美元/吨)	巴西大合同价格 (美元/吨)	东南亚大合同价格 (美元/吨)
2013	1月4日	400	427	460	460
2014	1月20日	305	322	340	325
2015	3月19日	315	332	355	335
2016	7月14日	219	227	220	240
2017	7月13日	230	240	250	265
2018	9月17日	290	290	340	300
2019	-	290	280	340	300
2020	4月30日	220	230	237	235
2021	2月10日	247	280	775	590
2022	2月15日	590	590	590	600
2023	6月6日	307	422	345	390
2024	7月9日	273	283	305	275
2025	6月12日	346	349	365	350

注：巴西和东南亚钾肥价格为CFR价格，2022、2023、2024、2025年分别采用2月、6月、7月和6月份价格

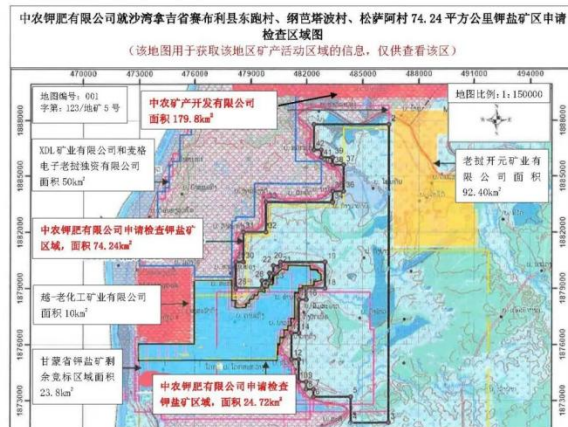
概要

1. 公司简介：专注钾肥业务，产能快速扩张
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

图：中国一带一路地图



图：亚钾国际沙湾拿吉74-99平方公里钾盐矿开发图



积极进行资源储备，矿区资源储量充足

公司当前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量将超过 10 亿吨，矿藏丰富，资源禀赋条件较好，适于规模化开发钾盐项目。

老挝矿属于光卤石矿，国际钾矿为钾石岩矿，矿性不同，在生产工艺及钾肥产品上存在差异。公司产品含水率低，基本能控制在0.5%左右，优于国标要求1%的含水率；另外，加钾和俄钾的白度在70%-80%，公司产品白度可以达到60%。随着生产技术进一步优化落地，公司钾肥产品的色度也将提升，可超越加钾、俄钾现有的白度标准，从而夯实公司竞争优势。按照目前的生产进度，提升氯化钾白度的设备力争在年底完成投入，助力公司实现产品升级。

公司矿区资源禀赋优质，钾盐矿资源储量充足，并伴生多种包含溴、锂、镁、铷、碘、铯、硼等元素在内的稀缺、稀贵资源。其中含氯化钠 44%，氯化镁 18%，溴离子 0.256%。

陆海铁三种运输方式，交通优势显著

公司位于老挝中南部甘蒙省境内，地理环境优越且交通便利，北距老挝首都万象 380 公里，东距越南边境 180 公里，西距老泰 3 号友谊大桥 40 公里，可采用陆、海、铁三种运输方式，交通优势显著。

- 1、公路：公司临近老挝贯穿南北的主干道 13 号公路以及 12 号和 9 号公路。其中 13 号公路向北可通往万象，可销售至老挝本地、缅甸客户，同时经中老铁路返销国内；向西连接老泰友谊大桥，可直销泰国；向东对接越南永安港、格罗港、昏拉港、海防港等多个港口，可销售至越南本地及通过海运销往国内及东南亚等国家和地区。
- 2、海运：公司分别与越南义静港公司以及老挝-越南国际港口股份公司（VLP）合作，在越南格罗港、万安港设立专用码头，同时，公司补充了越南昏拉港、泰国林查班港的港口运输集装箱发运路线，为公司未来扩产后的钾肥销售路径提供了坚实的保障。
- 3、铁路：2021 年底通车的中老铁路为公司打通了钾肥铁运回国的直接通道，有利于公司进一步深耕我国云贵川等西南地区钾肥市场，并降低物资及人员流通成本。正在规划的泛亚铁路中路通道也与矿区临近，途径甘蒙省、连接老挝万象以及越南永安港的老越“万永铁路”，建成后预计将在公司所在的甘蒙省他曲县规划建设陆港。

进行“十大创新”，发挥技术优势

根据公司2023年7月3日-7月6日投资者关系活动记录表，公司发挥进行“十大创新”。1) 破磨工艺的技术研发创新；2) 结晶浮选工艺的技术研发创新；3) 母液循环的改变；4) 井下采矿机器的迭代创新；5) 井下运输设备的创新；6) 伸缩皮带机运行中增设支架和平台；7) 超音速激光熔覆技术；8) 超声波技术在浮选过程中的应用创新；9) 新形势造粒技术的创新；10) 前置卤水过滤系统的研发创新。

根据公司24年年报，在氯化钾的采选工艺上，公司采选技术成熟，已实现开采、选矿、充填三大生产系统的平稳运行。在产品研发优势方面，公司拥有多位国内顶尖的钾盐地质、勘探、开采、选矿等领域组成的专家顾问团队，并组建了具备丰富钾盐开发项目经验的管理技术团队，在公司及子公司均设立技术部，增强对生产工艺、设备研发的技术能力。

参股的亚洲溴业拥有 2.5 万吨/年的溴素产能装置

根据Asia-Potash，2024年7月1日，亚钾国际位于老挝甘蒙省亚钾国际智慧产业园年产2.5万吨溴素扩建项目顺利竣工。这是继2023年5月亚钾国际首个年产1万吨溴素产能基础上进行的改扩建项目。该扩建项目自2024年2月22日开工建设，用时5个月实现竣工。项目采用了业内最先进的生产设备和独家专利的碱法制溴生产工艺，溴素提取率可达90%以上。

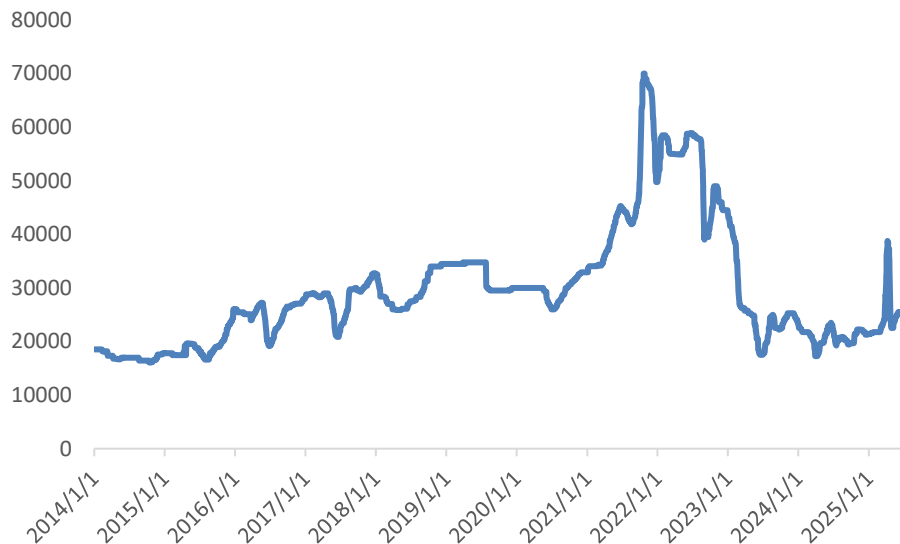
溴素作为一种关键化工原料，其市场需求随着阻燃剂、医药等下游产业发展逐年提升。溴素全球产能分布高度集中，主要由美国和以色列地区为主导，合计占全球总产量的60%以上，大部分国家依赖进口，其中我国近半数需要通过进口来满足。

未来，亚钾国际将持续加大在溴素产业领域的投入和研发力度，致力于成为全球溴素产业的领军企业，提供更加优质、高效、环保的溴系列产品，满足市场不断增长的需求。截至2025年4月，目前公司参股的亚洲溴业拥有 2.5 万吨/年的溴素产能装置。公司拥有亚溴工业有限公司46.43%的股权。

供应面支撑溴素价格

根据卓创资讯，截至2025年7月1日，溴素价格25250元/吨，环比持平，相比年初价格上涨17.99%，同比去年同期价格上涨14.77%。目前生产企业报价稳定。受环保督察影响停工企业短期内或暂无复产计划，供应面支撑溴素价格，下游整体需求偏清淡，维持刚需采购，供需双方持续僵持，市场窄幅整理。

图：溴素价格走势图（元/吨）



概要

1. 公司简介：专注钾肥业务，产能快速扩张
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.01 亿元、25.14 亿元、29.47 亿元，对应 EPS 为 1.95、2.72、3.19 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2025 年 18 倍 PE，对应目标价为 35.10 元，给予“买入”评级。

表：主要财务数据及预测

主要财务数据和预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,898	3,548	5,980	7,941	8,649
(+/-) YoY (%)	12.4%	-9.0%	68.6%	32.8%	8.9%
净利润（百万元）	1,235	950	1,801	2,514	2,947
(+/-) YoY (%)	-39.1%	-23.0%	89.5%	39.6%	17.2%
全面摊薄EPS (元)	1.34	1.03	1.95	2.72	3.19
毛利率 (%)	58.7%	49.5%	52.9%	53.0%	52.9%
净资产收益率 (%)	11.0%	7.9%	13.4%	15.8%	15.6%

资料来源：公司年报（2023A-2024A）,HTI
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,548	5,980	7,941	8,649	货币资金	962	3,879	6,478	10,070	净利润	950	1,801	2,514	2,947
营业成本	1,793	2,814	3,736	4,070	应收账款及应收票据	39	66	88	96	少数股东损益	-36	-69	-96	-112
毛利率%	49.5%	52.9%	53.0%	52.9%	存货	393	636	877	923	非现金支出	577	1,006	1,071	1,190
营业税金及附加	224	359	445	484	其它流动资产	269	251	370	322	非经营收益	3	136	154	165
营业税金率%	6.3%	6.0%	5.6%	5.6%	流动资产合计	1,663	4,834	7,814	11,411	营运资金变动	-230	413	530	338
营业费用	30	49	70	76	长期股权投资	119	119	119	119	经营活动现金流	1,264	3,288	4,174	4,528
营业费用率%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	固定资产	5,146	7,215	8,739	9,275	资产	-2,066	-2,249	-2,057	-1,346
管理费用	464	748	953	868	在建工程	4,002	3,001	2,281	1,728	投资	-23	-5	-7	-6
管理费用率%	13.1%	12.5%	12.0%	10.0%	无形资产	6,625	6,761	6,897	7,033	其他	0	-9	2	2
EBIT	1,025	1,955	2,665	3,088	非流动资产合计	16,509	17,743	18,697	18,830	投资活动现金流	-2,089	-2,263	-2,062	-1,349
财务费用	36	74	40	10	资产总计	18,172	22,576	26,510	30,241	债权募资	1,228	2,474	604	554
财务费用率%	1.0%	1.2%	0.5%	0.1%	短期借款	720	920	1,020	1,070	股权募资	8	-488	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1,391	1,954	2,594	2,826	其他	-203	-92	-117	-139
投资收益	15	1	2	2	预收账款	2	3	4	4	融资活动现金流	1,033	1,893	487	415
营业利润	1,005	1,912	2,664	3,105	其它流动负债	746	836	1,107	1,218	现金净流量	206	2,918	2,598	3,593
营业外收支	-12	-30	-38	-27	流动负债合计	2,859	3,713	4,725	5,118					
利润总额	993	1,881	2,626	3,078	长期借款	1,514	2,014	2,514	3,014					
EBITDA	1,600	2,961	3,736	4,278	其它长期负债	317	2,124	2,128	2,132					
所得税	79	149	208	244	非流动负债合计	1,831	4,138	4,642	5,146					
有效所得税率%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	负债总计	4,691	7,851	9,367	10,264					
少数股东损益	-36	-69	-96	-112	实收资本	929	924	924	924					
归属母公司所有者	950	1,801	2,514	2,947	归属于母公司所有者权	12,099	13,412	15,926	18,873					
净利润					益	1,382	1,313	1,217	1,105					
					少数股东权益									
					负债和所有者权益合计	18,172	22,576	26,510	30,241					

表：可比公司估值表

公司代码	上市公司	股价（元）	EPS			PE		
			24A	25E	26E	24A	25E	26E
000792.SZ	盐湖股份	17.26	0.86	1.06	1.19	11	17	15
000408.SZ	藏格矿业	42.89	1.63	1.88	2.85	13	23	15
可比公司均值						12	20	15

概要

1. 公司简介：专注钾肥业务，产能快速扩张
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

- 钾肥价格下跌
- 下游需求不及预期
- 公司项目进度不及预期
- 宏观经济风险

APPENDIX 1

- **Company Profile: Focusing on Potash Fertilizer, expanding production quickly**
- **The production capacity of overseas leading companies is limited under the oligopoly structure**
- **China potash fertilizer contract price has returned to a reasonable range; domestic potassium chloride imports have increased**
- **The company gives full play to the advantages of the Belt and Road Initiative; actively reducing costs and increasing efficiency**
- **Risks: Potash price drops; Downstream demand is under expectation; The progress of company's project is under expectation; Macroeconomic risk**

重要信息披露

本研究报告由环球富盛理财有限公司分销。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Global Prosperity Financial Company Limited.

分析师认证Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Zhuang Huaichao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

评级定义（从2025年6月18日开始执行）：

环球富盛理财有限公司（以下简称“GPF”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读GPF的评级定义。并且GPF发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

买入，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在15%以上，基准定义如下

收集，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在5%-15%%，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

减持，未来6-18个月内预期相对基准指数跌幅在5%-15%%，基准定义如下

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数： 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 18 June 2025):

Global Prosperity Financial uses a relative rating system using Buy, Neutral, or Sell for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Global Prosperity Financial. In addition, since Global Prosperity Financial contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Global Prosperity Financial Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Buy: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Accumulate: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Reduce: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Sell: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

重要免责声明：本报告由环球富盛理财有限公司（“GPF”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。

香港投资者的通知事项：环球富盛理财有限公司（“GPF”）负责分发该研究报告，GPF是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系GPF销售人员。

环球富盛理财有限公司

地址：香港上环德辅道中308号23楼2301室

联系人电话：(852) 9748 7114

联系人电邮：charles.zhuang@gpf.com.hk