



坐拥老挝优势资源，亚洲钾肥龙头正在崛起

——亚钾国际首次覆盖

买入（首次）

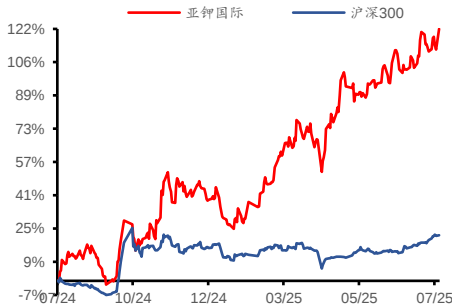
行业： 基础化工
日期： 2025年07月29日

分析师： 于庭泽
SAC 编号： S0870523040001
联系人： 郭吟冬
SAC 编号： S0870123060051

基本数据

最新收盘价（元）	32.90
12mth A 股价格区间（元）	14.58-32.90
总股本（百万股）	924.05
无限售 A 股/总股本	87.84%
流通市值（亿元）	267.06

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

依托老挝资源，逐渐成长为世界级钾肥企业。公司聚焦钾肥主业，是国内首批“走出去”实施境外钾盐开发的中国企业，也是东南亚地区规模最大的钾肥生产商，目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量约 10 亿吨。截至 2024 年末，公司氯化钾设计产能 100 万吨/年，在建产能 200 万吨/年，产能利用率 181.54%，近年来钾肥产销规模稳步增长。老挝区位优势明显，钾矿资源丰富且成本低。随着公司钾肥项目逐步投产，产销规模和盈利能力有望进一步提升。

钾肥行业景气上行，老挝有望成为重要进口源。钾肥行业寡头垄断，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯产量领先，中国供不应求，氯化钾对外依存度达 67.13%（2024 年）。老挝凭借区位优势以及项目持续扩产，已成为我国越来越重要的钾肥进口源，2024 年进口量达 207.22 万吨，占比 16.40%，稳居第四。2024 年底以来，两俄钾肥龙头减产挺价，钾肥供应紧张；在人口增长和粮食安全持续存在的背景下，全球钾肥需求长期保持增长。我们认为钾肥进入景气周期，2025 年以来国内、国际钾肥价格均已上涨超 20%。

远期规划 500 万吨/年钾肥产能，溴素等伴生资源拓展新增长极。公司在老挝布局 500 万吨/年钾肥产能建设目标，项目稳步推进中。为全面挖掘公司老挝矿产的资源价值，公司成立非钾事业部。2024 年，公司年产 2.5 万吨溴素扩建项目顺利竣工，未来产能有望超 5 万吨，将有效缓解我国溴素资源进口依赖问题。

■ 投资建议

我们预测 2025-2027 年公司营业收入分别为 58.35/79.80/98.70 亿元，同比增速分别为 64.46%、36.76%、23.68%，归母净利润分别为 17.32/24.50/32.13 亿元，同比增速分别为 82.18%、41.51%、31.14%，EPS 为 1.87/2.65/3.48 元/股，2025 年 7 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 17.56x、12.41x、9.46x。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

项目建设进度不及预期；钾肥价格大幅波动；地缘冲突加剧。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3548	5835	7980	9870
年增长率	-9.0%	64.5%	36.8%	23.7%
归母净利润	950	1732	2450	3213
年增长率	-23.0%	82.2%	41.5%	31.1%
每股收益（元）	1.03	1.87	2.65	3.48
市盈率（X）	31.99	17.56	12.41	9.46
市净率（X）	2.51	2.21	1.88	1.57

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 07 月 28 日收盘价）

目 录

1 逐渐聚焦钾肥业务，资源版图不断扩大	4
1.1 主业几经变革，逐渐聚焦钾肥主业	4
1.2 2025 年钾肥景气提升，公司业绩回暖	6
2 钾肥：行业寡头垄断，新景气周期开启	7
2.1 全球钾肥行业寡头垄断，产能集中度高	7
2.2 钾肥需求预计保持增长，区域供需错配明显	8
2.3 钾肥景气上行，价格止跌回升	10
3 持续推进钾肥项目，积极开拓非钾业务	11
3.1 依托老挝低成本钾矿资源，持续扩张钾肥版图	11
3.2 向非钾资源延伸协同发展，打开新的盈利增长点	12
4 盈利预测与投资建议	14
5 风险提示	14

图

图 1：公司发展历程	4
图 2：农波矿区地理位置优越	5
图 3：东泰矿区和彭下-农波矿区位置示意图	5
图 4：公司营业收入情况	6
图 5：公司归母净利润情况	6
图 6：公司分业务营业收入（亿元）	7
图 7：公司近年钾肥产销量（万吨）	7
图 8：各国钾盐探明储量占比	8
图 9：2024 年各国钾盐产量占比	8
图 10：2020-2024 年全球钾肥消费量（折 K_2O ，万吨）	8
图 11：2024-2028 年全球钾肥预计消费增量分地区占比（折 K_2O ）	8
图 12：2022-2024 年中国氯化钾进口量及进口依存度	9
图 13：2024 年中国氯化钾进口来源国别占比	9
图 14：2017-2024 年我国自老挝进口氯化钾量（万吨）及占比	10
图 15：氯化钾价格走势	11
图 16：溴素下游消费占比	13
图 17：全球阻燃剂市场规模（亿美元）	13

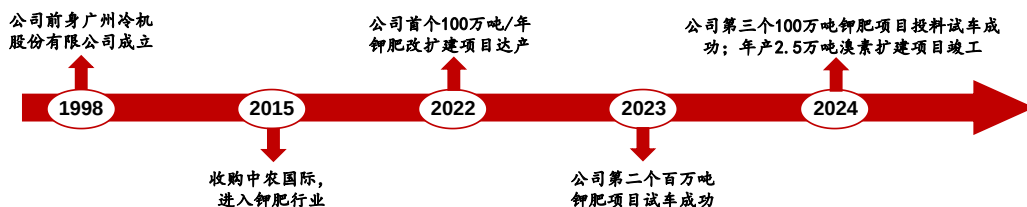
1 逐渐聚焦钾肥业务，资源版图不断扩大

1.1 主业几经变革，逐渐聚焦钾肥主业

公司主营业务几经变革。公司前身为广州冷机股份有限公司，成立于1998年，主要产品是冰箱压缩机。2009年9月，公司实施重大资产置换，主营业务变更为大豆油脂产品的生产及销售。2015年，公司通过收购中农国际100%股权，进入钾肥行业，并出售大豆加工相关资产。2020年，公司对谷物贸易业务、船运业务进行剥离，调整发展战略，转型为以钾矿开采、钾肥生产、销售为一体的经营发展模式。

项目稳步推进，逐渐成长为亚洲钾肥龙头。2022年4月，公司老挝100万吨/年钾肥改扩建项目达产。2022年，公司通过重大资产重组，取得与现有东泰矿段相连的彭下-农波矿段优质钾盐矿产，估算钾盐矿石储量达39.36亿吨、氯化钾资源量6.77亿吨。2023年1月与2024年4月，公司第二、三个百万吨钾肥项目相继试车成功，正力争尽快实现投产。在钾肥伴生资源开发方面，2024年7月，公司年产2.5万吨溴素扩建项目竣工，有望拓展公司的利润增长点。2024年11月，溴素深加工一期3.6万吨项目建成投产。

图1：公司发展历程



资料来源：亚钾国际公告，iFinD，上海证券研究所

公司已成为东南亚地区规模最大的钾肥生产商。作为首批“走出去”实施境外钾盐开发的中国企业，公司目前拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量约10亿吨。区域内钾盐矿藏丰富，资源禀赋条件较好，适于规模化开发钾盐项目。公司针对老挝固体光卤石钾盐矿的矿体特性，通过长期深耕和自主研发，先后攻克解决了固体钾盐矿矿建、采矿、选矿以及充填四大难题，率先实现了老挝固体钾盐矿的机械化、规模化、自动化开采。

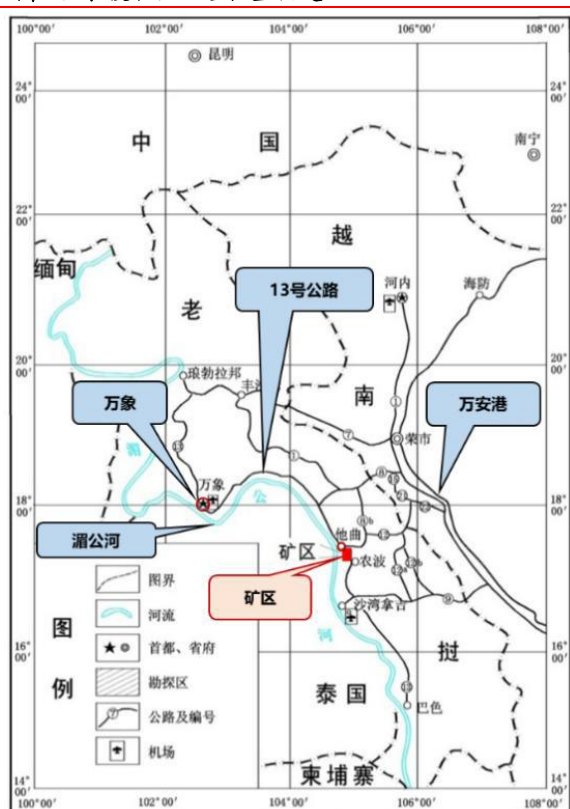
老挝地理位置优越，公司在老挝拥有三个矿区。老挝地处东南亚地区核心位置，与泰国、越南、柬埔寨、缅甸、中国接壤，物流完善，能够支撑钾肥产品反哺国内市场。公司位于老挝的钾矿可分为三个矿区：

(1) 东泰矿区：公司子公司中农国际于 2009 年取得在老挝甘蒙省农波县钾盐矿区 35 平方公里钾矿开采权，是我国在东南亚第一个获得开采权的大型钾盐矿项目。整个矿区查明钾镁盐矿石总储量约 10.02 亿吨，折纯氯化钾储量 8.28 亿吨。矿区位于老挝中部的甘蒙省他曲县，距老挝首都万象 380 公里，距越南中部万安港 280 公里，东侧紧邻纵贯老挝南北、连接柬埔寨和越南的重要交通干线 13 号公路，海运、陆运条件便利；

(2) 彭下-农波矿区：2022 年取得，与东泰矿段同属农波矿区，矿段直接相连，钾盐矿矿石总量约为 39.35 亿吨，折纯氯化钾约为 6.77 亿吨；

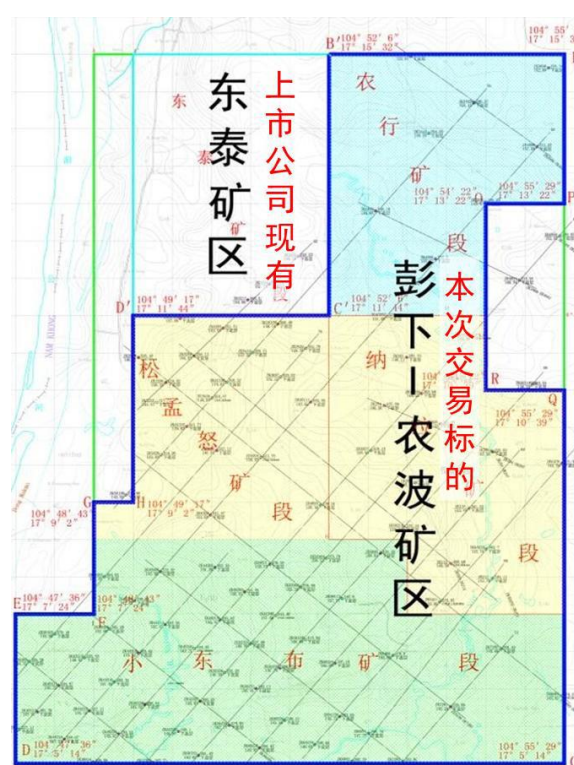
(3) 农龙矿区：2022 年取得，该 48.52km²钾盐矿位于老挝甘蒙省农龙村，与公司小东布矿区相邻。

图 2：农波矿区地理位置优越



资料来源：亚钾国际公告，上海证券研究所

图 3：东泰矿区和彭下-农波矿区位置示意图



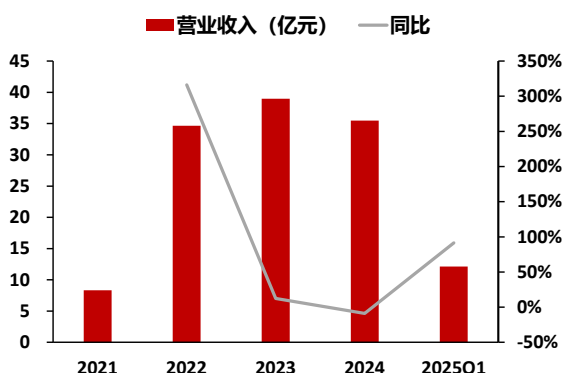
资料来源：亚钾国际公告，上海证券研究所

1.2 2025 年钾肥景气提升，公司业绩回暖

近年来，钾肥行业景气度波动较大，公司业绩随之产生波动。2022 年，俄乌冲突推动国内氯化钾价格冲至历史高位；随后，钾肥价格高位回落，在 2024 年陷入低点。公司净利润在 2023、2024 年承压。2024 年，公司实现营业收入 35.48 亿元，同比-8.97%；归母净利润 9.50 亿元，同比-23.05%。

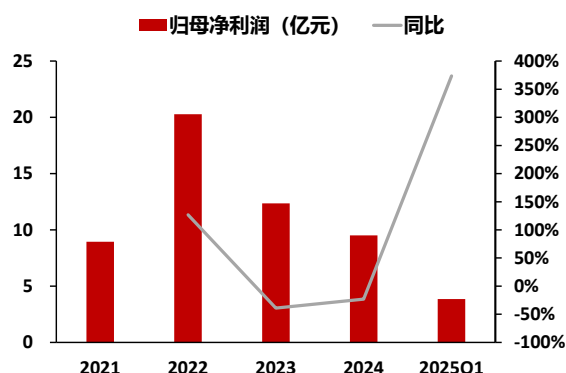
钾肥价格触底回升，2025 年公司业绩回暖。钾肥供给端收缩，2024 年 11 月，白俄罗斯与俄罗斯协调削减钾肥产量，以提高市场价格。此外，2025 年钾肥年度进口大合同价格为国内钾肥价格上行预期提供有力支撑。在此背景下，钾肥价格走高，公司业绩回暖，2025Q1 实现营业收入 12.13 亿元，同比+91.47%；归母净利润 3.84 亿元，同比+373.53%。

图 4：公司营业收入情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

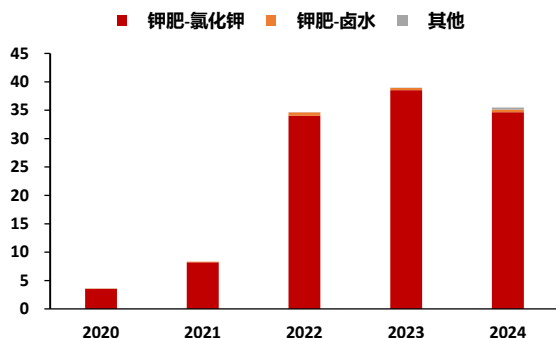
图 5：公司归母净利润情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

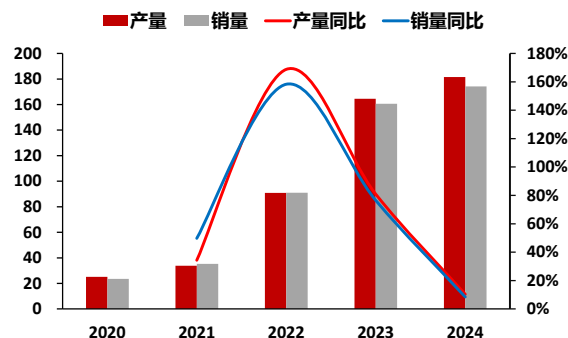
聚焦钾肥主业，产销规模逐步提升。近年来，公司已逐步实现业务转型，聚焦钾肥主业。2024 年，公司实现营业收入 35.48 亿元，均属于钾肥行业，其中，氯化钾实现营业收入 34.64 亿元，占比 97.65%。随着公司产能逐步提升，钾肥产销量亦逐年稳步提升，2024 年实现钾肥产量 181.54 万吨，同比+10.38%，销量 174.14 万吨，同比+8.42%。公司第二、三个 100 万吨/年钾肥项目的矿建工程仍在建设中，预计随着项目逐步投产，钾肥产销量将进一步提升。

图 6：公司分业务营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 7：公司近年钾肥产销量（万吨）



资料来源：亚钾国际年度报告，上海证券研究所

2 钾肥：行业寡头垄断，新景气周期开启

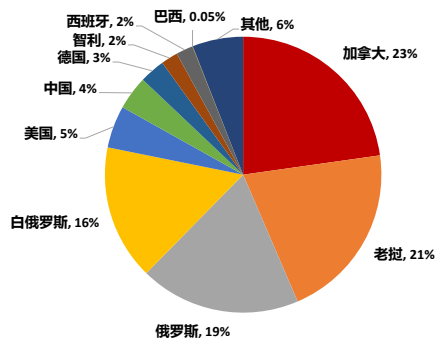
2.1 全球钾肥行业寡头垄断，产能集中度高

钾肥是重要的农作物肥料。钾是农作物生长三大必需的营养元素（氮、磷、钾）之一，在植物体内一般占干物质重的 0.2%-4.1%，仅次于氮。钾在植物生长发育中参与 60 种以上酶系统的活化，通过这些酶调控呼吸作用、能量代谢等关键生理过程。钾肥是以钾为主要养分的肥料，作为资源性产品，主要应用于农业领域，被广泛地施用于大田作物和经济作物。钾肥的主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于资源丰富、养分浓度高、易吸收的特点，在钾肥产品中占比超过 90%。

全球钾盐储量集中于加拿大、老挝、俄罗斯、白俄罗斯等国。根据 USGS 2025 年发布的报告，全球探明钾盐储量（以 K_2O 当量计，不含死海资源量）已超过 48 亿吨。从区域分布来看，全球钾盐资源呈现显著的地域集中特征，其中加拿大以 23% 的探明储量占比位居全球首位，老挝以 21% 的探明储量占比位居第二，俄罗斯（19%）以及白俄罗斯（16%）分列第三、第四。上述四国的探明储量占全球总量的 79%。

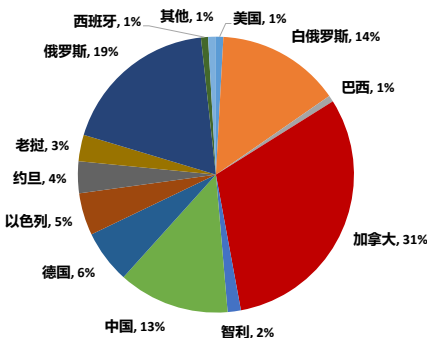
产量方面，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯钾盐产量居前。据 USGS，2024 年，全球钾盐总产量（以 K_2O 当量计）约 4800 万吨。从区域分布来看，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、中国钾盐产量分别占比 31%、19%、14%、13%，上述四国钾盐产量占全球总产量的 77%。

图 8：各国钾盐探明储量占比



资料来源：USGS，亚钾国际 2024 年度报告，上海证券研究所

图 9：2024 年各国钾盐产量占比



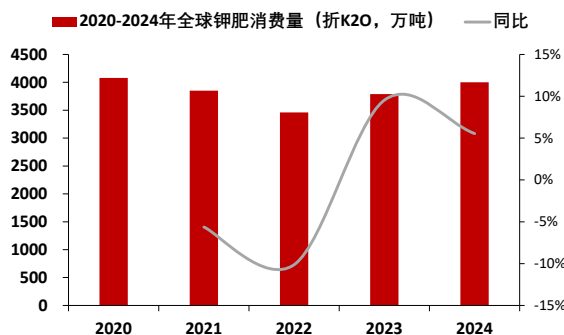
资料来源：USGS，上海证券研究所

钾肥行业产能集中度高，我国钾肥对外依存度较高。据农资导报援引 USGS 数据，2023 年，加拿大 Nutrien、白俄罗斯钾肥公司（BPC）、俄罗斯乌拉尔钾肥公司（Uralkali）、美国美盛公司（Mosaic）四家巨头瓜分全球产量的 67%。我国是世界上最大的钾肥消费国，占全球消费量的 25%，而钾盐资源储量整体不足，仅占世界钾盐储量的 5%，与消费量形成巨大反差，钾肥对外依存度较高。

2.2 钾肥需求预计保持增长，区域供需错配明显

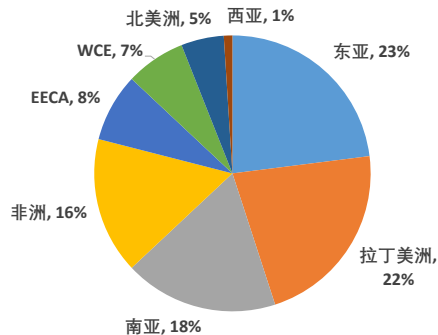
全球钾肥需求自 2023 年以来恢复性增长，预计未来仍将保持增长。全球情况显示，2024 年化肥的可负担性有所改善。据 IFA 预计，2024 年全球钾肥消费量达 4000 万吨（折 K_2O ），同比增长 5.5%。2024 年至 2028 年间，预计 K_2O 消费增长率为 10%。其中，东亚、拉丁美洲、南亚将成为钾肥新增消费量的主要贡献区域。

图 10：2020-2024 年全球钾肥消费量（折 K_2O ，万吨）



资料来源：IFA，上海证券研究所

图 11：2024-2028 年全球钾肥预计消费增量分地区占比（折 K_2O ）



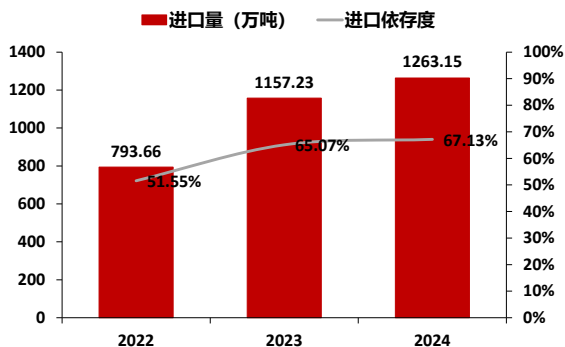
资料来源：IFA，上海证券研究所

中长期而言，在人口增长趋势下，对粮食安全的担忧将扩大对钾肥的需求。国际钾肥巨头 Nutrien 表示，到 2050 年，世界人口预计将达到近 100 亿，人口将增加近 20 亿，全球谷物和油籽的年需求量预计将超过 50 亿吨。在此期间，人均耕地面积预计将减少 15%，导致超过 10% 的世界人口处于粮食不安全状态，这进一步扩大了各国对各种肥料包括钾肥的需求。据王石军《国内外钾资源开发利用现状及未来发展趋势》，全球钾盐消费量顶点预计在 2045 年，最高消费量为 5114.2 万吨（折 K_2O ），结合 IFA 2024 年钾肥消费量计算，2024-2045 年，全球钾肥消费量 CAGR 为 1.18%。

全球钾肥供需结构空间错配，国际贸易占比高企。全球钾肥生产格局与钾资源分布基本一致，而需求端，人口大国中国、印度、美国和巴西等国钾资源少，均需大量进口钾肥。全球钾资源的分布与人口分布的不均匀，以及不同地域发达程度、生活品质与消费结构、作物种类等多重因素的不一致，增大了对钾肥需求的不均匀性。据王石军《国内外钾资源开发利用现状及未来发展趋势》，全球钾肥国际贸易比例高达 76%。

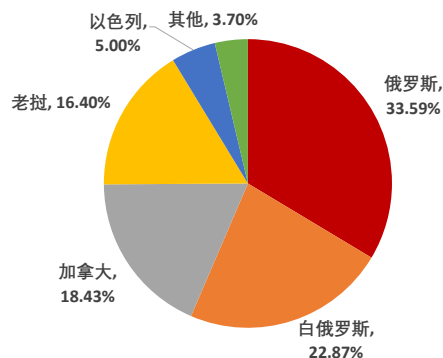
我国钾资源进口依存度高，自老挝进口量快速提升。我国钾资源严重匮乏，自主产能受限，钾肥进口依存度常年在 50% 以上，长期依赖进口的局面难以改变。据钢联数据，2024 年，我国氯化钾进口量 1263.15 万吨，同比+9.15%，进口依存度为 67.13%。按进口来源看，近年来伴随着老挝钾盐产能持续扩产以及进口量持续增加，2024 年老挝对我国的出口总量达 207.22 万吨，占比达到 16.40%，稳居我国第四大钾肥进口来源国地位，占比已逼近第三大钾肥进口来源国加拿大（18.43%）。

图 12：2022-2024 年中国氯化钾进口量及进口依存度



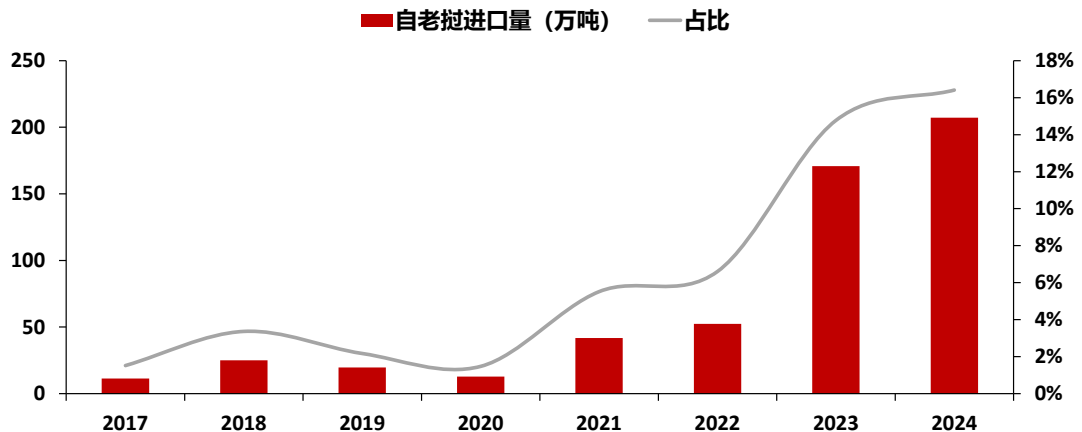
资料来源：钢联数据，上海证券研究所

图 13：2024 年中国氯化钾进口来源国别占比



资料来源：亚钾国际 2024 年度报告，海关总署，上海证券研究所

图 14：2017-2024 年我国自老挝进口氯化钾量（万吨）及占比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

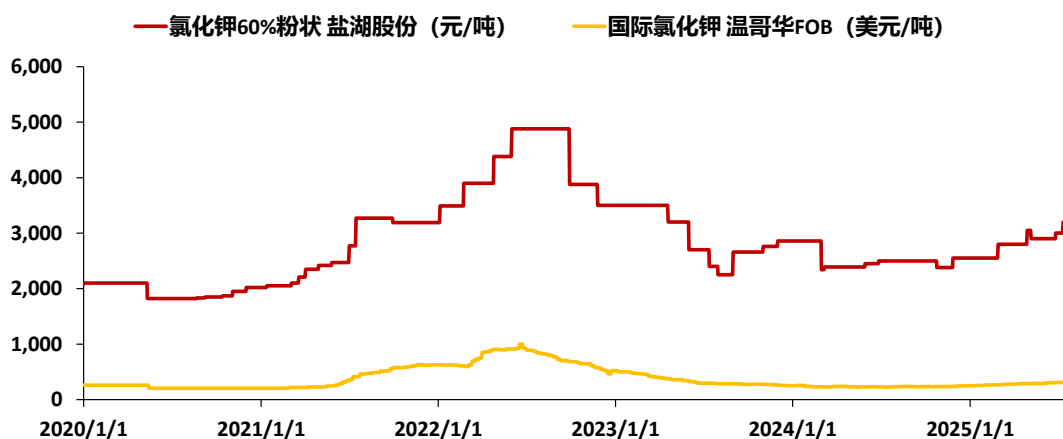
2.3 钾肥景气上行，价格止跌回升

2024 年底以来，两俄减产挺价，钾肥供应紧张。据白俄罗斯国家通讯社 2024 年 11 月 4 日报道，白俄罗斯总统亚历山大·卢卡申科提议，与俄罗斯化肥生产商协调削减 10% 的钾肥产量，以提高市场价格。据农化时代转译外网 2025 年 1 月 22 日消息，白俄罗斯钾肥巨头 Belaruskali 计划在其索利戈尔斯克 4 号矿区开展大规模设备维护作业，这将直接导致公司钾肥产量减少约 90 万-100 万吨。由于钾肥行业产能集中度高，寡头垄断明显，两俄作为全球主要钾肥生产国，一旦减产，将会增加全球钾肥市场的风险和不确定性，使得全球钾肥市场供应紧张。

中国钾肥进口大合同确定，为钾肥价格提供支撑。据中化新网，6 月 12 日，中国钾肥进口大合同确定，合同价格为 346 美元/吨到岸价，较去年 273 美元/吨 CFR 的合同价格上调 73 美元/吨，涨幅达 26.74%。我们认为，随着中国钾肥进口大合同落地，国际钾肥高价有望支撑钾肥景气上行。

2025 年钾肥价格止跌回升，景气回暖。截至 2025 年 7 月 18 日，氯化钾 60% 粉状（盐湖股份）价格为 3200 元/吨，国际氯化钾（温哥华 FOB）为 306 美元/吨，本年涨幅分别达 25.49% 和 23.39%。

图 15：氯化钾价格走势



资料来源：钢联数据，上海证券研究所

3 持续推进钾肥项目，积极开拓非钾业务

3.1 依托老挝低成本钾矿资源，持续扩张钾肥版图

老挝钾肥区位优势明显，钾矿资源丰富且成本低。东南亚地区的钾肥生产主要集中在老挝。作为全球重要的农业区域和全球钾肥主要消费市场之一，东南亚生产了全球约 85% 的棕榈油和近 26% 的稻米，而棕榈树及稻米的生长依赖于钾肥。此外，东南亚是天然橡胶、榴莲等经济作物的核心产区，经济作物普遍喜钾。因此，老挝作为临近亚洲核心钾肥需求市场的生产国，其地理位置和物流优势逐渐凸显。同时，老挝的钾矿资源丰富，沉积浅且开采成本低廉。

公司远期在老挝布局 500 万吨/年钾肥产能建设目标。2022 年，公司首个老挝 100 万吨/年钾肥项目达产。2023 年 1 月与 2024 年 4 月，公司第二、三个百万吨钾肥项目相继试车成功。截至 2024 年末，公司拥有 300 万吨/年氯化钾选厂产能装置，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。针对老挝复杂地质条件，公司开展地质结构剖析与数据资料完善工作，致力于在项目建设实践中凝练一套科学适配、精准高效的钾盐矿开发技术规范与建设标准，为后续扩产提供有力支撑，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。

公司地理位置优越，具备物流优势。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。随着泛亚铁路以及万永铁路的建设，公司物流成本将逐步降低，效率将显著提升。

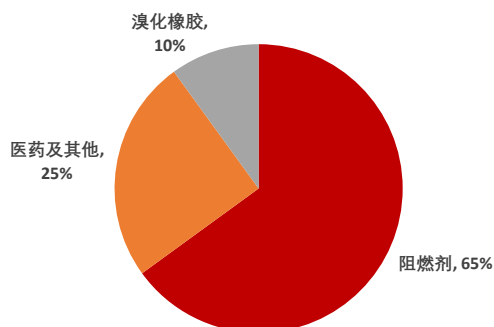
中老两国睦邻友好，公司发展受双边政府高度重视。2023 年中老两国领导人签署《中国共产党和老挝人民革命党关于构建中老命运共同体行动计划（2024-2028 年）》，中老两国全面战略合作伙伴关系持续深化。中国是老挝第一大贸易伙伴和第一大出口国，是老挝最大的投资国家。公司作为中国企业在老挝矿产开发的典范，深耕老挝多年，通过稳步持续的发展给老挝政府带来了切实的发展，显著提升了当地人民的生活水平以及就业环境，深受老挝政府和人民的认可。

3.2 向非钾资源延伸协同发展，打开新的盈利增长点

依托钾肥主业，布局溴素等非钾业务，未来溴素产能有望超 5 万吨。2022 年 9 月，公司成立非钾事业部，旨在全面挖掘公司老挝矿产的资源价值，拓展公司的利润增长点。2023 年 5 月，公司 1 万吨/年溴素项目试车成功；2024 年，公司年产 2.5 万吨溴素扩建项目顺利竣工，后续投产达产后，将实现年产 2.5 万吨溴素产能。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。根据资源赋存情况，公司每一个 100 万吨钾肥项目可对应建设 1 万吨产能的溴素项目。公司钾肥副产卤水中溴含量高达 3000ppm，高出国内莱州湾卤水 20 多倍，极具开发价值。未来，随着主业钾肥产能达到 500 万吨，公司溴素产能有望达到 5-7 万吨，并实现多条溴基新材料产品线。未来公司将以钾为核心，延伸发展溴化工、盐化工、煤化工、复合肥项目以及高新产业一体化等产业链布局，进一步增强公司的核心竞争力。

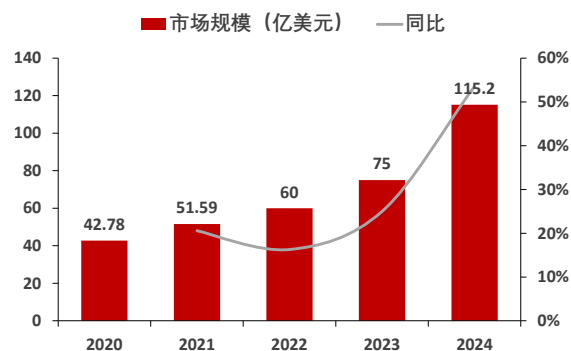
溴素应用广泛，下游阻燃剂市场需求持续增长。溴素是重要的化工原料，广泛应用于阻燃剂、制冷剂、感光材料、医药、农药、染料以及石油钻井等领域，其中阻燃剂占比达到 65%。阻燃剂在电子电气等领域发挥重要作用，溴系阻燃剂因具备较高的阻燃效率、长期应用性能稳定、电性能好，成为阻燃领域主要的阻燃剂产品之一，据中国化信咨询，溴系阻燃剂占全球阻燃剂需求量的 21.0%（2021 年）。近年来，全球阻燃剂市场规模持续扩张。据中研普华，2024 年全球阻燃剂市场规模为 115.2 亿美元，同比 +53.6%，2020-2024 年 CAGR 为 28.1%。

图 16：溴素下游消费占比



资料来源：钢联数据，上海证券研究所

图 17：全球阻燃剂市场规模（亿美元）



资料来源：中研普华，上海证券研究所

我国溴素进口依存度高。我国溴素产量低、成本高，因国内卤水资源逐步匮乏以及环保政策趋严等因素影响，近年来国产溴产量持续下滑。据钢联数据，2024 年我国进口溴素 7.66 万吨，进口依存度为 53.12%，其中，从以色列进口溴素 3.75 万吨，占进口总量的 48.94%。2025 年 3 月，受地缘政治扰动影响，自以色列进口溴素货源紧缺，造成溴素价格阶段性大涨，影响我国溴素供应链稳定。未来，随着我国新能源行业和电子电器领域快速发展，将进一步增加对溴基阻燃剂产品的需求，国内溴素供需缺口将日益增大，预计未来进口需求也将逐年增多。亚钾国际在老挝投产的溴素项目有望成为国内市场供应的强有力补充。

老挝政府“一揽子优惠政策”落地，支持公司非钾产业项目建设。2025 年，老挝总理府正式颁发《亚钾工业园区政令》，这是老挝政府在《投资促进法》、《工业园区政令》等系列全国性法律框架下，针对亚钾产业园量身打造的专项政令，适用于园区内引入的所有非钾产业项目。《亚钾工业园区政令》涵盖进出口关税、增值税、尾矿资源税、企业所得税与个人所得税等全方位的长期税收减免优惠政策，将助力公司钾肥主业与非钾产业的协同发展，最终形成优势互补、融合发展的产业生态集群。

4 盈利预测与投资建议

钾肥是公司的主要业务。我们认为钾肥景气度提升，价格中枢上行，公司钾肥项目逐步投产，销量稳步提升，规模化效应下盈利能力有望提升。我们预计公司氯化钾业务 2025-2027 年收入增速分别为 62.65%、36.29%、21.88%，毛利率分别为 56.00%、57.00%、58.00%。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2024A	2025E	2026E	2027E
氯化钾	3464.46	5635.00	7680.00	9360.00
卤水	47.22	150.00	240.00	450.00
其他	36.31	50.00	60.00	60.00
合计	3547.99	5835.00	7980.00	9870.00
分业务收入增速	2024A	2025E	2026E	2027E
氯化钾	-10.27%	62.65%	36.29%	21.88%
卤水	18.05%	217.66%	60.00%	87.50%
其他	472.71%	37.70%	20.00%	0.00%
合计	-9.19%	64.46%	36.76%	23.68%
分业务毛利率	2024A	2025E	2026E	2027E
氯化钾	47.00%	56.00%	57.00%	58.00%
卤水	58.00%	61.00%	61.00%	61.00%
其他	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	46.87%	55.82%	56.84%	57.91%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

我们预测 2025-2027 年公司营业收入分别为 58.35/79.80/98.70 亿元，同比增速分别为 64.46%、36.76%、23.68%，归母净利润分别为 17.32/24.50/32.13 亿元，同比增速分别为 82.18%、41.51%、31.14%，EPS 为 1.87/2.65/3.48 元/股，2025 年 7 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 17.56x、12.41x、9.46x。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

项目建设进度不及预期；钾肥价格大幅波动；地缘冲突加剧。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	962	5863	10208	15037
应收票据及应收账款	39	92	169	182
存货	393	630	816	1000
其他流动资产	269	330	396	427
流动资产合计	1663	6915	11589	16646
长期股权投资	119	119	119	119
投资性房地产	14	14	14	14
固定资产	5146	3982	2689	1655
在建工程	4002	4002	4002	4002
无形资产	6625	6549	6473	6397
其他非流动资产	603	620	620	620
非流动资产合计	16509	15286	13917	12806
资产总计	18172	22201	25506	29453
短期借款	720	720	720	720
应付票据及应付账款	1391	1853	2441	2965
合同负债	287	213	260	341
其他流动负债	461	687	938	1112
流动负债合计	2859	3473	4359	5138
长期借款	1514	1514	1514	1514
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	317	2120	2120	2120
非流动负债合计	1831	3634	3634	3634
负债合计	4691	7107	7993	8772
股本	929	924	924	924
资本公积	7195	7195	7195	7195
留存收益	4306	6035	8486	11699
归属母公司股东权益	12099	13739	16189	19403
少数股东权益	1382	1355	1323	1278
股东权益合计	13481	15094	17513	20680
负债和股东权益合计	18172	22201	25506	29453

现金流量表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	1264	3309	4420	4827
净利润	914	1705	2418	3167
折旧摊销	576	1240	1369	1110
营运资金变动	-230	275	558	551
其他	3	89	75	-2
投资活动现金流量	-2089	-86	-75	2
资本支出	-2066	-77	-77	-1
投资变动	-23	0	0	0
其他	0	-9	2	3
筹资活动现金流量	1033	1681	0	0
债权融资	1228	1770	0	0
股权融资	8	0	0	0
其他	-203	-89	0	0
现金净流量	206	4902	4345	4829

利润表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3548	5835	7980	9870
营业成本	1793	2578	3444	4155
营业税金及附加	224	282	385	477
销售费用	30	56	78	96
管理费用	464	835	1142	1412
研发费用	16	32	48	57
财务费用	36	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	15	2	2	3
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1005	2054	2886	3677
营业外收支净额	-12	-76	-76	0
利润总额	993	1978	2809	3677
所得税	79	273	391	510
净利润	914	1705	2418	3167
少数股东损益	-36	-27	-32	-46
归属母公司股东净利润	950	1732	2450	3213

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	49.5%	55.8%	56.8%	57.9%
净利率	26.8%	29.7%	30.7%	32.6%
净资产收益率	7.9%	12.6%	15.1%	16.6%
资产回报率	5.4%	8.4%	10.1%	11.5%
投资回报率	6.0%	9.8%	12.2%	13.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	-9.0%	64.5%	36.8%	23.7%
EBIT 增长率	-31.0%	93.1%	42.0%	30.9%
归母净利润增长率	-23.0%	82.2%	41.5%	31.1%
每股指标（元）				
每股收益	1.03	1.87	2.65	3.48
每股净资产	13.09	14.87	17.52	21.00
每股经营现金流	1.37	3.58	4.78	5.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.21	0.29	0.33	0.36
应收账款周转率	121.88	89.19	61.25	56.28
存货周转率	4.43	5.04	4.76	4.58
偿债能力指标				
资产负债率	25.8%	32.0%	31.3%	29.8%
流动比率	0.58	1.99	2.66	3.24
速动比率	0.35	1.72	2.38	2.97
估值指标				
P/E	31.99	17.56	12.41	9.46
P/B	2.51	2.21	1.88	1.57
EV/EBITDA	12.53	8.33	5.38	3.68

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。