

# 盐湖股份 (000792.SZ)

## 买入 (维持评级)

### 2025 中报点评: 钾肥支撑业绩增长, 4 万吨锂盐项目投产在即

#### 投资要点:

##### 事件

公司发布 2025 中报。2025H1 公司实现营收 67.8 亿元, 同比-6.3%, 归母净利 25.15 亿元, 同比+13.7%, 扣非归母净利 25.09 亿元, 同比+16.2%。25Q2 公司实现营业收入 36.6 亿元, 环比+17.4%, 归母净利润为 13.7 亿元, 环比+19.7%; 扣非归母净利润 13.7 亿元, 环比+19.3%。

##### 钾肥: 25H1 量降价升, 毛利率提升

1) 量: 2025H1 公司氯化钾产量为 199 万吨, 同比-12%, 销量 178 万吨, 同比 20%; 2) 价: 25H1 年公司氯化钾不含税销售均价 3016 元/吨, 同比+26%; 3) 利: 25H1 氯化钾销售成本 1208 元/吨, 同比+9%, 毛利率 59.95%, 同比+6.43pct。

##### 碳酸锂: 25H1 价格大幅下降, 成本控制优秀, 毛利率维持 50%

1) 量: 2025H1 公司碳酸锂产量 2 万吨, 同比+6%, 销量 2.06 万吨, 同比+2%。2) 价: 25H1 公司碳酸锂不含税销售均价 6.03 万元/吨, 同比-27%。3) 利: 25H1 碳酸锂销售成本 3.02 万元/吨, 同比-9%, 毛利率 50%, 同比-10.2pct。

##### 新建 4 万吨锂盐项目进度 71%, 9 月底试车

公司 4 万吨/年基础锂盐一体化项目, 截至中报总体项目进度 71%, 预计 9 月底投料试车, 按照计划, 今年项目将生产 3000 吨电池级碳酸锂。

##### 盈利预测与投资建议

预计 25-27 年公司归母净利润为 59.9/67.7/71.3 亿元(25-27 年前值为 55.2/64.4/70.2 亿元), 主要因锂价格下调, 钾肥价格上调, 分别对应 PE 17/15/14 倍, 考虑到公司为氯化钾龙头, 且碳酸锂增量可期, 维持“买入”评级。

##### 风险提示

产品价格不及预期, 环保风险, 在建项目不及预期

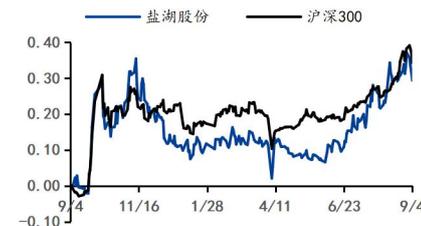
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,579	15,134	16,917	18,484	19,154
增长率	-30%	-30%	12%	9%	4%
净利润(百万元)	7,914	4,663	5,989	6,769	7,130
增长率	-49%	-41%	28%	13%	5%
EPS(元/股)	1.50	0.88	1.13	1.28	1.35
市盈率(P/E)	12.8	21.7	16.9	15.0	14.2
市净率(P/B)	3.2	2.8	2.4	2.1	1.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

#### 基本数据

日期	2025-09-04
收盘价:	19.13 元
总股本/流通股本(百万股)	5,291.57/5,291.54
流通 A 股市值(百万元)	101,227.19
每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	13.79
一年内最高/最低价(元)	20.75/14.15

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师:	王保庆(S0210522090001)
WBQ3918@hfzq.com.cn	
研究助理:	曹钰涵(S0210124050059)
cyh30565@hfzq.com.cn	

#### 相关报告

- 2024 年报点评: 钾肥龙头根基稳固, 盐湖提锂成本优势凸显——2025.04.03
- 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 价格下滑以及缴纳采矿权出让收益公司业绩承压——2024.05.18
- 锂盐钾肥双轮驱动, 成本稳定显盈利弹性——2024.03.18



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,624	27,710	33,483	40,579
应收票据及账款	4,547	4,690	5,545	5,620
预付账款	228	267	280	287
存货	984	1,332	1,201	1,304
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6,379	2,936	3,821	5,118
流动资产合计	27,761	36,935	44,331	52,909
长期股权投资	381	381	381	381
固定资产	8,622	9,084	10,428	12,048
在建工程	1,844	3,337	1,861	-639
无形资产	892	808	731	688
商誉	4	4	4	4
其他非流动资产	6,278	2,057	2,060	2,062
非流动资产合计	18,021	15,671	15,464	14,544
<b>资产合计</b>	<b>45,783</b>	<b>52,606</b>	<b>59,796</b>	<b>67,453</b>
短期借款	11	10	10	10
应付票据及账款	1,857	2,001	2,066	2,197
预收款项	8	4	6	7
合同负债	745	780	786	880
其他应付款	504	530	530	556
其他流动负债	662	1,086	975	800
流动负债合计	3,787	4,410	4,373	4,450
长期借款	209	309	409	459
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,193	2,121	2,007	1,912
非流动负债合计	2,402	2,430	2,416	2,371
<b>负债合计</b>	<b>6,189</b>	<b>6,840</b>	<b>6,790</b>	<b>6,821</b>
归属母公司所有者权益	36,575	42,364	49,134	56,264
少数股东权益	3,019	3,402	3,872	4,368
<b>所有者权益合计</b>	<b>39,594</b>	<b>45,766</b>	<b>53,006</b>	<b>60,632</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>45,783</b>	<b>52,606</b>	<b>59,796</b>	<b>67,453</b>

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,819</b>	<b>10,022</b>	<b>6,051</b>	<b>6,886</b>
现金收益	5,588	7,103	7,961	8,425
存货影响	249	-347	130	-103
经营性应收影响	2,540	-132	-839	-72
经营性应付影响	-339	166	67	158
其他影响	-219	3,233	-1,269	-1,523
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,437</b>	<b>1,757</b>	<b>-420</b>	<b>180</b>
资本支出	-2,169	-2,700	-651	-44
股权投资	-259	0	0	0
其他长期资产变化	-4,009	4,457	231	224
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,900</b>	<b>308</b>	<b>142</b>	<b>30</b>
借款增加	-4,213	88	90	40
股利及利息支付	-601	-11	-15	-18
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-86	231	67	8

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,134	16,917	18,484	19,154
营业成本	7,286	7,408	8,101	8,449
税金及附加	1,269	1,438	1,405	1,379
销售费用	140	102	135	144
管理费用	1,045	795	647	575
研发费用	189	68	139	153
财务费用	-148	-98	-138	-167
信用减值损失	149	134	122	135
资产减值损失	-98	-50	-30	-10
公允价值变动收益	28	41	50	40
投资收益	301	200	210	221
其他收益	174	40	50	70
<b>营业利润</b>	<b>5,907</b>	<b>7,570</b>	<b>8,598</b>	<b>9,076</b>
营业外收入	19	9	9	11
营业外支出	169	84	90	115
<b>利润总额</b>	<b>5,757</b>	<b>7,495</b>	<b>8,517</b>	<b>8,972</b>
所得税	843	1,124	1,277	1,346
<b>净利润</b>	<b>4,914</b>	<b>6,371</b>	<b>7,240</b>	<b>7,626</b>
少数股东损益	251	382	471	496
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,663</b>	<b>5,989</b>	<b>6,769</b>	<b>7,130</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.88	1.13	1.28	1.35

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-29.9%	11.8%	9.3%	3.6%
EBIT 增长率	-46.4%	31.9%	13.3%	5.1%
归母公司净利润增长率	-41.1%	28.4%	13.0%	5.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	51.9%	56.2%	56.2%	55.9%
净利率	32.5%	37.7%	39.2%	39.8%
ROE	11.8%	13.1%	12.8%	11.8%
ROIC	16.3%	16.3%	15.9%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	13.5%	13.0%	11.4%	10.1%
流动比率	7.3	8.4	10.1	11.9
速动比率	7.1	8.1	9.9	11.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	4	5	5	5
存货周转天数	55	56	56	53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.88	1.13	1.28	1.35
每股经营现金流	1.48	1.89	1.14	1.30
每股净资产	6.91	8.01	9.29	10.63
<b>估值比率</b>				
P/E	22	17	15	14
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	40	31	28	26

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn