

钾肥价格维持高位，2025 年上半年业绩显著提升

投资要点：

- **事件：**亚钾国际发布 2025 年半年报。2025 年上半年公司实现营业收入 25.22 亿元，同比增长 48.54%，实现归母净利润 8.55 亿元，同比增长 216.64%；2025 年二季度实现营业收入 13.09 亿元，同比增长 23.00%，环比增长 7.99%，实现归母净利润 4.70 亿元，同比增长 149.17%，环比增长 22.38%。
- **钾矿资源禀赋，受益钾肥复苏业绩显著改善。**公司是一家快速成长的国际钾肥企业，业务包括钾矿开采、钾肥生产与销售，是国内首批“走出去”实施境外钾盐开发的中国企业。公司在老挝甘蒙省具有 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量约 10 亿吨。公司目前拥有 300 万吨/年氯化钾选厂产能装置，第二个、第三个 100 万吨/年钾肥项目的矿建工作持续推进。同时公司拥有近 90 万吨/年颗粒钾产能，不断优化钾肥品种结构。今年以来钾肥价格持续修复，2025 年上半年公司生产氯化钾 101.41 万吨，销售 104.54 万吨，公司业绩同比大幅提升。
- **公司区位优势明显，持续挖掘产业链价值。**公司区域内钾矿丰富，埋藏较浅，矿层分布连续，开发利用价值较高。公司项目地处老挝，交通便利能够辐射东南亚等地区，东南亚盛产需钾的棕榈油、稻米及经济作物，消费增长有望持续拉动钾肥需求。公司也在持续挖掘钾肥产业链价值，公司参股的亚洲溴业拥有 2.5 万吨/年的溴素产能装置，今年争取扩建至 5 万吨/年，公司表示未来将延伸发展溴化工、盐化工、煤化工、复合肥项目以及高新产业。
- **资源集中度高，钾肥景气上行。**钾肥呈现典型的寡头格局，根据美国地质调查局 2025 年报告，全球探明钾盐储量超 48 亿吨（K₂O），资源分布高度集中，加拿大（23%）、老挝（21%）、俄罗斯（19%）和白俄罗斯（16%）四国合计占全球储量的 79%；根据国际肥料协会 2024 年数据，加拿大、俄罗斯和白俄罗斯三国钾肥产能占据全球 69.4% 份额，寡头格局明显。今年 6 月，印度和中国钾肥进口大合同价格分别确定为 349 美元/吨、346 美元/吨，为今年全球钾肥价格奠定基调，钾肥价格中枢有望维持较高水平。
- **盈利预测与投资建议。**公司是一家高成长性的国际钾肥企业，当前钾肥价格维持高景气，随着公司项目投产，业绩有望持续增长。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 55.68%，给予 2025 年 20 倍 PE，目标价 43.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**钾肥价格下跌风险；新项目投产不及预期风险；极端天气风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	35.48	54.45	75.36	97.02
增长率	-8.97%	53.47%	38.40%	28.74%
归属母公司净利润（亿元）	9.50	19.96	27.06	35.86
增长率	-23.05%	109.99%	35.58%	32.52%
每股收益 EPS（元）	1.03	2.16	2.93	3.88
净资产收益率 ROE	6.78%	13.15%	15.94%	18.55%
PE	32	15	11	9
PB	2.54	2.25	1.99	1.72

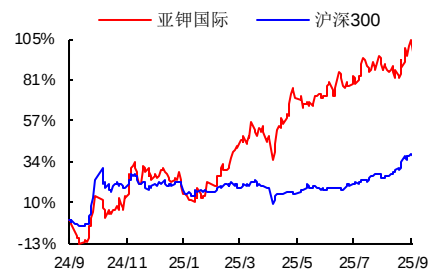
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
电话：13122028826
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.24
流通 A 股(亿股)	8.12
52 周内股价区间(元)	14.58-34.51
总市值(亿元)	307.71
总资产(亿元)	191.93
每股净资产(元)	13.58

相关研究

目 录

1 亚钾国际：钾肥价格维持高位，2025 年上半年业绩显著提升	1
1.1 钾矿资源丰富，新项目未来可期	1
1.2 钾肥景气上行，2025 年上半年业绩显著增长	3
2 盈利预测与估值	4
2.1 盈利预测	4
2.2 相对估值	5
3 风险提示	5

图 目 录

图 1：公司钾矿情况.....	1
图 2：公司工艺流程.....	2
图 3：股权结构图	2
图 4：钾肥资源储量占比	3
图 5：公司营业收入.....	3
图 6：公司归母净利润	3
图 7：公司各项费率.....	4
图 8：毛利率、净利率回升	4

表 目 录

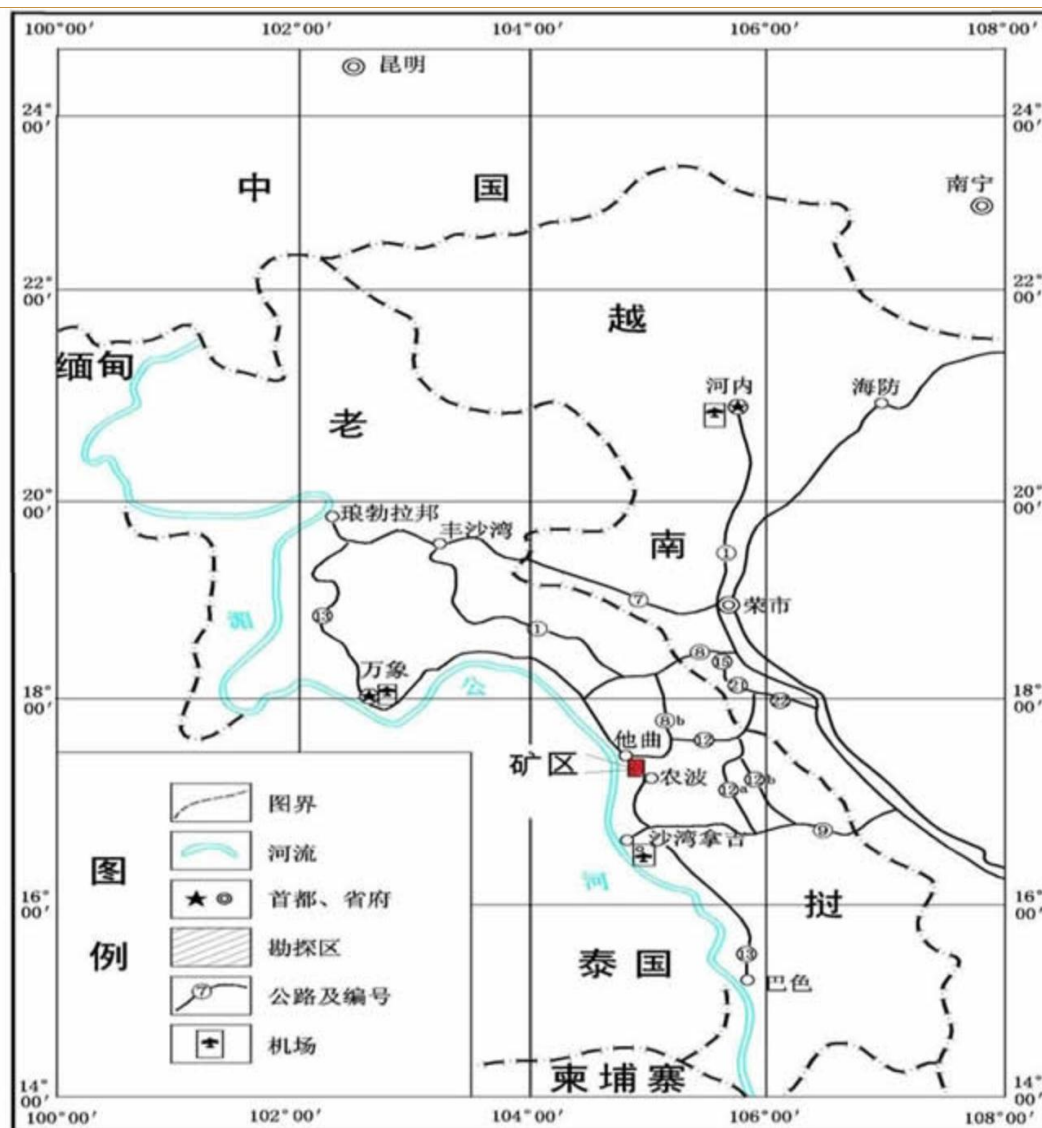
表 1：业务拆分.....	4
表 2：可比公司估值.....	5
附表：财务预测与估值	6

1 亚钾国际：钾肥价格维持高位，2025 年上半年业绩显著提升

1.1 钾矿资源丰富，新项目未来可期

钾矿资源禀赋，受益钾肥复苏业绩显著改善。公司是一家快速成长的国际钾肥企业，业务包括钾矿开采、钾肥生产与销售，是国内首批“走出去”实施境外钾盐开发的中国企业。公司在老挝甘蒙省具有 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量约 10 亿吨。公司目前拥有 300 万吨/年氯化钾选厂产能装置，第二个、第三个 100 万吨/年钾肥项目的矿建工作持续推进。同时公司拥有近 90 万吨/年颗粒钾产能，不断优化钾肥品种结构。今年以来钾肥价格持续修复，2025 年上半年公司生产氯化钾 101.41 万吨，销售 104.54 万吨，公司业绩同比大幅提升。

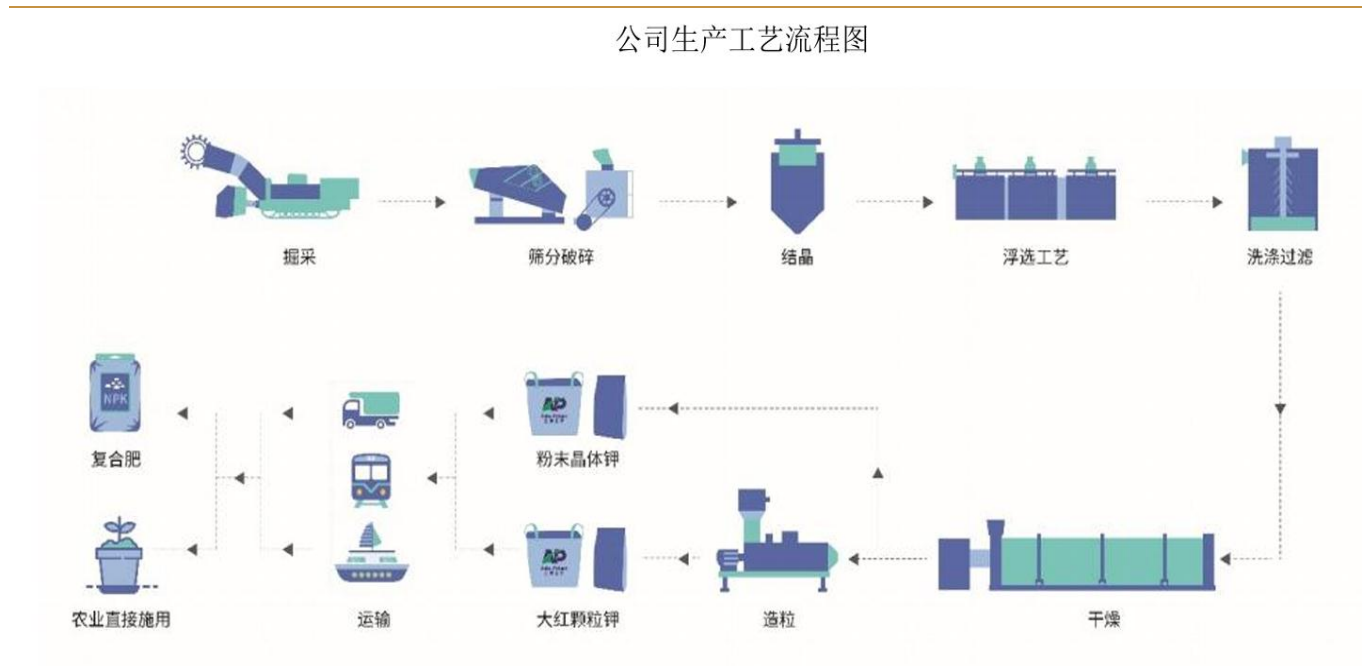
图 1：公司钾矿情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司区位优势明显，持续挖掘产业链价值。公司区域内钾矿丰富，埋藏较浅，矿层分布连续，开发利用价值较高。公司项目地处老挝，交通便利能够辐射东南亚等地区，东南亚盛产需钾的棕榈油、稻米及经济作物，消费增长有望持续拉动钾肥需求。公司也在持续挖掘钾肥产业链价值，公司参股的亚洲溴业拥有 2.5 万吨/年的溴素产能装置，今年争取扩建至 5 万吨/年，公司表示未来将延伸发展溴化工、盐化工、煤化工、复合肥项目以及高新产业。

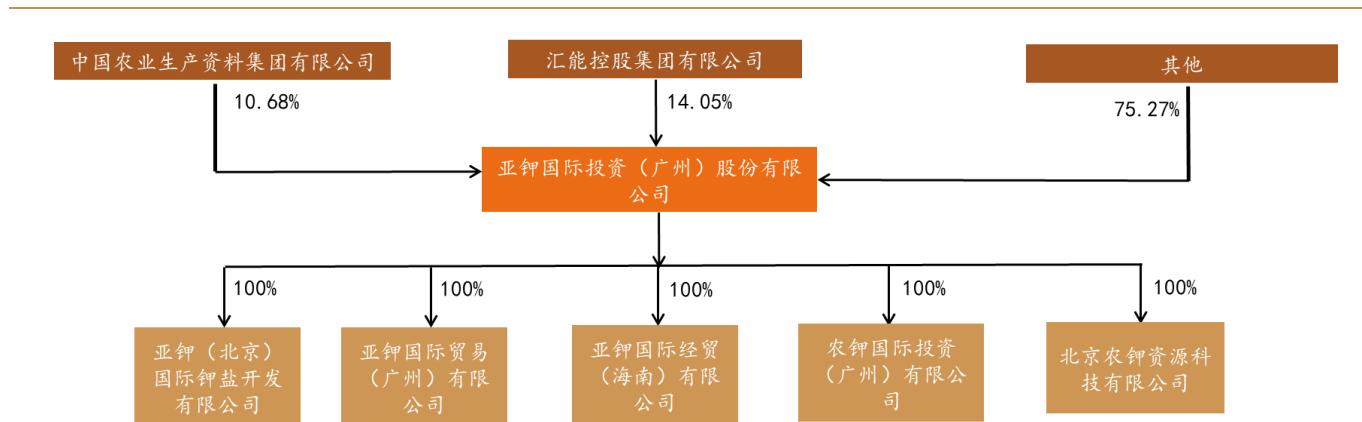
图 2：公司工艺流程



数据来源：2025 年半年报，西南证券整理

公司第一大股东为汇能控股集团，持有公司 14.05% 股权。汇能控股集团有限公司成立于 2001 年，拥有分公司、子公司 70 家，总资产 1720 亿元，煤炭、电力、化工为集团主业，同时向新能源、新材料、现代煤化工、钾肥、铁矿石等业务发展。汇能控股集团是一家集物流、航运、金融、地产等产业于一体的大型股份制民营企业。

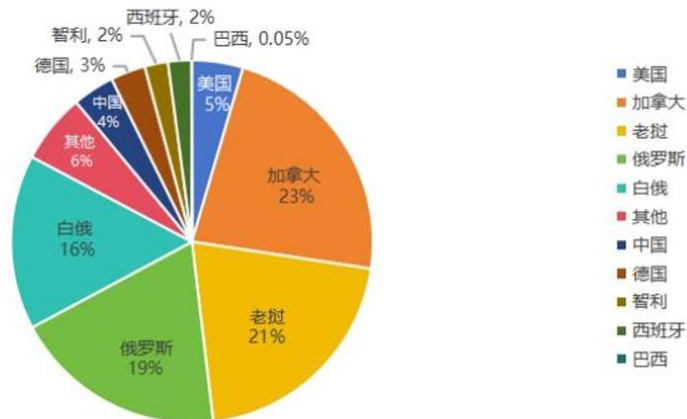
图 3：股权结构图



数据来源：Wind，西南证券整理

资源集中度高，钾肥景气上行。钾肥呈现典型的寡头格局，根据美国地质调查局 2025 年报告，全球探明钾盐储量超 48 亿吨（ K_2O ），资源分布高度集中，加拿大（23%）、老挝（21%）、俄罗斯（19%）和白俄罗斯（16%）四国合计占全球储量的 79%；根据国际肥料协会 2024 年数据，加拿大、俄罗斯和白俄罗斯三国钾肥产能占据全球 69.4% 份额，寡头格局明显。今年 6 月，印度和中国钾肥进口大合同价格分别确定为 349 美元/吨、346 美元/吨，为今年全球钾肥价格奠定基调，钾肥价格中枢有望维持较高水平。

图 4：钾肥资源储量占比

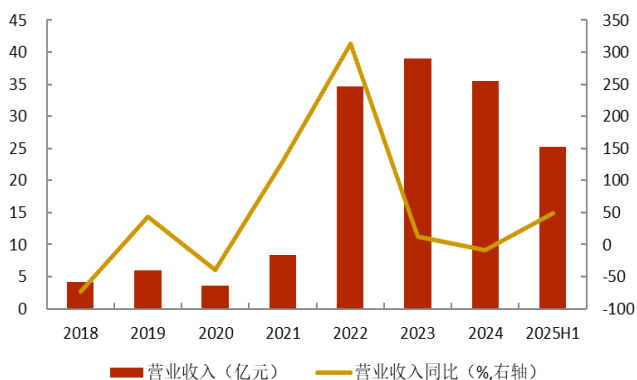


数据来源：2025 年半年报，USGS，西南证券整理

1.2 钾肥景气上行，2025 上半年业绩显著增长

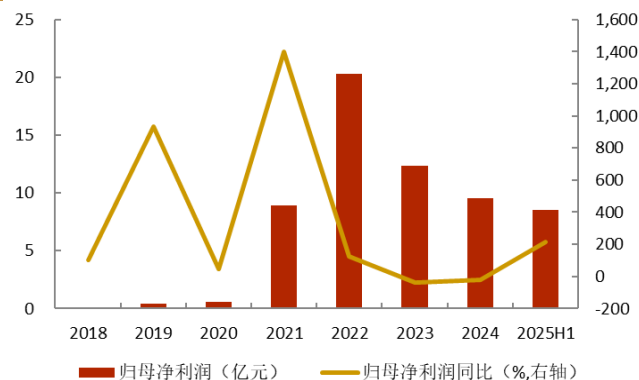
钾肥迎来高景气，公司业绩快速增长。公司业务比较集中，营收和利润基本全来自于钾肥，从近年的经营情况来看，随着钾肥景气上行，以及公司老挝项目的持续放量，2021-2022 年公司迎来跨越式发展。此后随着钾肥景气回落，公司利润有所波动。今年随着钾肥价格复苏，公司营收利润显著改善，2025 年上半年公司实现营业收入 25.22 亿元，同比增长 48.54%，实现归母净利润 8.55 亿元，同比增长 216.64%；2025 年二季度实现营业收入 13.09 亿元，同比增长 23.00%，环比增长 7.99%，实现归母净利润 4.70 亿元，同比增长 149.17%，环比增长 22.38%。

图 5：公司营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

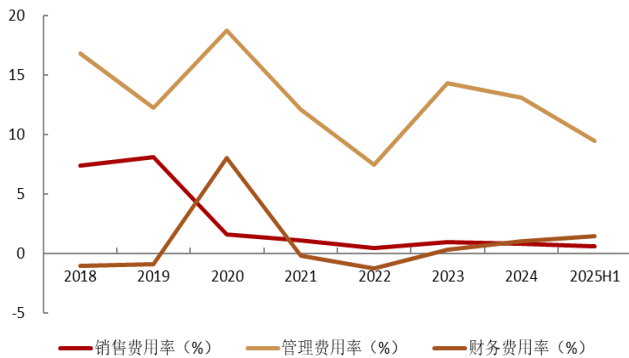
图 6：公司归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

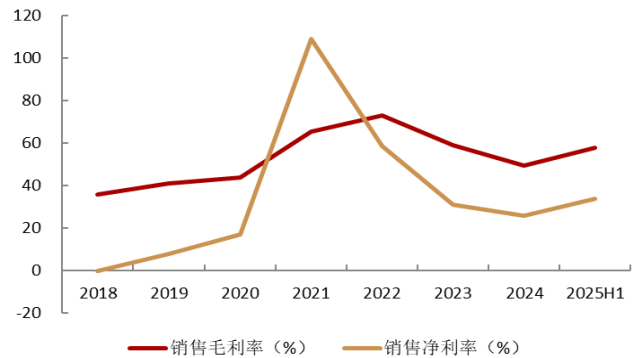
管理费率持续改善，毛利率、净利率回升。2025 年上半年公司销售、管理、财务费率分别为 0.56%、9.43%、1.45%，公司管理费率持续优化，销售、财务费率维持低位。钾肥价格上涨，公司盈利能力持续向好，2025 年 H1 毛利率和净利率分别为 57.50%、33.82%。

图 7：公司各项费率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：毛利率、净利率回升



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设：当前氯化钾价格维持高位，景气有望延续，公司钾肥项目持续推进，预计 2025-2027 年营收分别为 53.6 亿元、74.4 亿元、96.0 亿元，分别同比+54.6%、+38.9%、+29.0%；毛利率分别为 60.0%、58.0%、58.0%。

表 1：业务拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入（亿元）	35.5	54.5	75.4	97.0
yoy	-9.0%	53.5%	38.4%	28.7%
营业成本（亿元）	17.9	21.9	31.8	40.9
毛利率	49.5%	59.8%	57.8%	57.9%
氯化钾				
收入（亿元）	34.6	53.6	74.4	96.0
yoy		54.6%	38.9%	29.0%
成本（亿元）	17.5	21.4	31.2	40.3
毛利率	49.5%	60.0%	58.0%	58.0%
其他				
收入（亿元）	0.8	0.9	1.0	1.0
yoy		7.1%	6.7%	6.3%
成本（亿元）	0.4	0.5	0.5	0.6
毛利率	46.4%	46.0%	46.0%	46.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取钾肥行业的 3 家公司进行对比，2024 年平均 PE 为 17 倍，根据 wind 一致预期，2025 年平均 PE 为 19 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000792	盐湖股份	19.73	0.86	1.07	1.20	1.30	19.18	18.51	16.51	15.19
000408	藏格矿业	55.44	1.63	2.11	3.04	3.79	16.99	26.31	18.21	14.64
002545	东方铁塔	10.25	0.45	0.78	0.86	1.01	15.50	13.13	11.89	10.14
平均值							17.22	19.32	15.54	13.32
000893	亚钾国际	33.30	1.03	2.16	2.93	3.88	32.37	15.42	11.37	8.58

数据来源：Wind，截至 2025/09/02，盐湖股份、藏格矿业、东方铁塔参考 Wind 一致预期，西南证券整理

公司是一家高成长性的国际钾肥企业，当前钾肥价格维持高景气，随着公司项目投产，业绩有望持续增长。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 55.68%，给予 2025 年 20 倍 PE，目标价 43.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

钾肥价格下跌风险；新项目投产不及预期风险；极端天气风险。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	35.48	54.45	75.36	97.02	净利润	9.14	19.76	26.79	35.51
营业成本	17.93	21.91	31.77	40.87	折旧与摊销	5.60	9.97	10.70	11.14
营业税金及附加	2.24	3.43	4.75	6.11	财务费用	0.36	0.42	-0.49	-1.72
销售费用	0.30	0.48	0.64	0.84	资产减值损失	-0.01	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	4.80	7.08	9.80	12.61	经营营运资本变动	3.19	-1.65	6.60	6.18
财务费用	0.36	0.42	-0.49	-1.72	其他	-5.65	0.15	0.19	0.18
资产减值损失	-0.01	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	12.64	28.45	43.59	51.09
投资收益	0.15	0.10	0.05	0.06	资本支出	-25.08	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	4.19	0.00	-0.05	-0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-20.89	-1.00	-1.05	-1.04
营业利润	10.05	21.44	29.14	38.57	短期借款	4.01	-7.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.12	0.02	-0.05	-0.02	长期借款	9.54	0.10	0.10	0.10
利润总额	9.93	21.46	29.09	38.55	股权融资	-0.50	0.00	0.00	0.00
所得税	0.79	1.70	2.30	3.05	支付股利	0.00	-4.28	-8.98	-12.18
净利润	9.14	19.76	26.79	35.51	其他	-2.72	-0.80	0.49	1.72
少数股东损益	-0.36	-0.20	-0.27	-0.36	筹资活动现金流净额	10.33	-12.08	-8.40	-10.36
归属母公司股东净利润	9.50	19.96	27.06	35.86	现金流量净额	2.06	15.37	34.15	39.69
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9.62	24.99	59.14	98.83	成长能力				
应收和预付款项	1.15	3.04	3.80	4.63	销售收入增长率	-8.97%	53.47%	38.40%	28.74%
存货	3.93	5.25	7.42	9.55	营业利润增长率	-31.79%	113.24%	35.96%	32.34%
其他流动资产	1.93	2.96	4.10	5.28	净利润增长率	-24.44%	116.16%	35.58%	32.52%
长期股权投资	1.19	1.19	1.19	1.19	EBITDA 增长率	-17.22%	98.79%	23.66%	21.92%
投资性房地产	0.14	0.14	0.14	0.14	获利能力				
固定资产和在建工程	87.46	85.13	82.17	78.87	毛利率	49.47%	59.77%	57.85%	57.87%
无形资产和开发支出	66.25	59.61	52.87	46.04	三费率	15.37%	14.65%	13.21%	12.09%
其他非流动资产	10.05	10.15	10.24	10.34	净利率	25.77%	36.29%	35.55%	36.60%
资产总计	181.72	192.46	221.07	254.86	ROE	6.78%	13.15%	15.94%	18.55%
短期借款	7.20	0.10	0.10	0.10	ROA	5.03%	10.27%	12.12%	13.93%
应付和预收款项	17.21	21.81	31.38	40.38	ROIC	7.33%	14.65%	20.69%	29.94%
长期借款	15.14	15.24	15.34	15.44	EBITDA/销售收入	45.13%	58.46%	52.23%	49.46%
其他负债	7.36	5.02	6.15	7.51	营运能力				
负债合计	46.91	42.17	52.96	63.43	总资产周转率	0.21	0.29	0.36	0.41
股本	9.29	9.24	9.24	9.24	固定资产周转率	0.77	0.92	1.08	1.33
资本公积	71.95	72.00	72.00	72.00	应收账款周转率	120.50	50.02	39.91	44.08
留存收益	43.06	58.74	76.82	100.51	存货周转率	4.43	4.77	5.01	4.82
归属母公司股东权益	120.99	136.67	154.75	178.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.59%	—	—	—
少数股东权益	13.82	13.62	13.35	13.00	资本结构				
股东权益合计	134.81	150.30	168.11	191.44	资产负债率	25.81%	21.91%	23.96%	24.89%
负债和股东权益合计	181.72	192.46	221.07	254.86	带息债务/总负债	47.63%	36.38%	29.15%	24.50%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	0.58	1.53	2.16	2.64
EBITDA	16.01	31.83	39.36	47.99	速动比率	0.44	1.30	1.95	2.43
PE	32.37	15.42	11.37	8.58	股利支付率	0.00%	21.43%	33.19%	33.96%
PB	2.54	2.25	1.99	1.72	每股指标				
PS	8.67	5.65	4.08	3.17	每股收益	1.03	2.16	2.93	3.88
EV/EBITDA	19.49	9.03	6.44	4.45	每股净资产	13.09	14.79	16.75	19.31
股息率	0.00%	1.39%	2.92%	3.96%	每股经营现金	1.37	3.08	4.72	5.53
					每股股利	0.00	0.46	0.97	1.32

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn