

公司研究

拟现金收购五矿盐湖 51%股权，增厚钾肥及碳酸锂产能

——盐湖股份（000792.SZ）公告点评

要点

事件：12月30日晚，公司发布公告表示拟以支付现金方式购买公司控股股东中国盐湖工业集团有限公司持有的五矿盐湖有限公司（简称“五矿盐湖”）51%股权，对应转让价格约为46.05亿元。本次交易完成后，五矿盐湖将成为公司的控股子公司，并纳入公司合并报表范围。

点评：

拟现金收购五矿盐湖 51%股权，有效解决同业竞争问题。本次交易旨在解决上市公司与控股股东间的同业竞争问题，同时也能更有效地推进世界级盐湖产业基地的建设目标。五矿盐湖主要通过一里坪盐湖从事盐湖锂、钾资源的开发。截至2024年末，五矿盐湖氯化锂保有资源量为164.59万吨，氯化钾保有资源量为1,463.11万吨。产能方面，五矿盐湖目前已建成碳酸锂产能1.5万吨/年、磷酸锂产能0.2万吨/年、氢氧化锂产能0.1万吨/年以及钾肥产能30万吨/年。2025年1-8月，五矿盐湖实现营业收入7.98亿元，实现归母净利润3.16亿元。同时，此次交易设置有业绩承诺，业绩承诺期为2026-2028年，对应承诺净利润分别为6.68亿元、6.92亿元和7.45亿元。

优质资产注入增厚钾锂产能，技术融合与资源整合有望驱动降本增效。公司目前已形成500万吨/年钾肥生产能力，产能规模位列全球第四。同时，伴随着2025年9月公司4万吨/年基础锂盐一体化项目的建成，公司碳酸锂的产能规模已提升至8万吨/年。后续伴随着五矿盐湖的正式并表，公司钾肥和碳酸锂生产能力将分别提升6%和18.8%，从而提升公司在盐湖资源开发领域的行业影响力与市场话语权。在技术层面，五矿盐湖“梯度耦合膜分离提锂技术”“盐湖原卤短流程高效直接提锂关键技术及产业化应用”均达到国际领先水平。随着交易完成，公司有望将五矿盐湖的高效提锂技术与现有生产体系进行深度融合，发挥技术协同效应，进一步优化成本结构。

盈利预测、估值与评级：由于此次收购暂未完成，我们暂不考虑该事项对于公司的业绩影响。我们维持公司2025-2027年盈利预测，预计公司2025-2027年公司归母净利润分别为61.49/66.48/73.37亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能爬坡风险，政策监管变化风险，行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,579	15,134	16,238	17,720	19,757
营业收入增长率	-29.82%	-29.86%	7.29%	9.13%	11.50%
净利润（百万元）	7,914	4,663	6,149	6,648	7,337
净利润增长率	-49.16%	-41.07%	31.87%	8.11%	10.37%
EPS（元）	1.46	0.86	1.16	1.26	1.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.80%	12.75%	14.44%	13.50%	12.97%
P/E	19	32	24	22	20
P/B	4.7	4.1	3.4	3.0	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-12-30，2024年公司总股本为54.33亿股，2025年及以后公司总股本为52.92亿股。

买入（维持）

当前价：27.74元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	52.92
总市值(亿元)	1467.88
一年最低/最高(元)	14.84/29.65
近3月换手率	114.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.12	32.82	52.32
绝对	4.76	33.05	68.63

资料来源：Wind

相关研报

氯化钾价升业绩超预期，4万吨/年锂盐一体化项目投料试车——盐湖股份（000792.SZ）2025年前三季度业绩预告点评（2025-10-14）
钾肥及盐湖提锂双龙头，五矿入主协同推动世界级盐湖产业建设——盐湖股份（000792.SZ）首次覆盖报告（2025-04-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,579	15,134	16,238	17,720	19,757
营业成本	9,484	7,286	6,787	7,625	8,561
折旧和摊销	764	816	931	986	1,037
税金及附加	1,239	1,269	1,055	1,063	1,185
销售费用	144	140	106	115	128
管理费用	752	1,045	893	921	1,027
研发费用	131	189	97	106	119
财务费用	-182	-148	-167	-205	-229
投资收益	80	301	180	180	180
营业利润	10,285	5,907	7,654	8,253	9,083
利润总额	10,647	5,757	7,504	8,103	8,934
所得税	1,281	843	1,099	1,187	1,309
净利润	9,366	4,914	6,405	6,917	7,625
少数股东损益	1,452	251	256	269	288
归属母公司净利润	7,914	4,663	6,149	6,648	7,337
EPS(元)	1.46	0.86	1.16	1.26	1.39

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,105	7,819	6,505	7,165	7,734
净利润	7,914	4,663	6,149	6,648	7,337
折旧摊销	764	816	931	986	1,037
净营运资金增加	-10,249	-2,186	1,528	1,853	2,592
其他	13,676	4,527	-2,103	-2,321	-3,232
投资活动产生现金流	-6,640	-6,437	-885	-890	-890
净资本支出	-929	-1,207	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	121	381	0	0	0
其他资产变化	-5,832	-5,610	165	160	160
融资活动现金流	-5,599	-4,900	15	205	229
股本变化	0	0	-141	0	0
债务净变化	-2,089	-4,213	-11	0	0
无息负债变化	298	-1,315	-201	277	297
净现金流	-134	-3,518	5,635	6,480	7,073

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	56.0%	51.9%	58.2%	57.0%	56.7%
EBITDA 率	44.0%	41.6%	51.2%	50.6%	50.0%
EBIT 率	40.4%	36.2%	45.5%	45.0%	44.7%
税前净利润率	49.3%	38.0%	46.2%	45.7%	45.2%
归母净利润率	36.7%	30.8%	37.9%	37.5%	37.1%
ROA	20.2%	10.7%	12.4%	11.7%	11.4%
ROE (摊薄)	24.8%	12.7%	14.4%	13.5%	13.0%
经营性 ROIC	25.0%	9.3%	15.5%	16.0%	16.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	25%	14%	12%	11%	10%
流动比率	3.23	7.33	9.25	10.40	11.53
速动比率	3.10	7.07	8.99	10.14	11.25
归母权益/有息债务	6.87	84.21	100.66	116.38	133.72
有形资产/有息债务	9.47	101.64	118.81	135.95	154.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	46,407	45,783	51,834	59,027	66,950
货币资金	17,759	15,624	21,258	27,738	34,811
交易性金融资产	3,621	5	5	5	5
应收账款	178	165	177	193	215
应收票据	6,692	4,383	4,702	5,131	5,721
其他应收款 (合计)	68	93	100	109	122
存货	1,233	984	914	1,032	1,164
其他流动资产	459	6,280	6,280	6,280	6,280
流动资产合计	30,372	27,761	33,649	40,727	48,587
其他权益工具	672	739	739	739	739
长期股权投资	121	381	381	381	381
固定资产	8,468	8,622	9,083	9,408	9,619
在建工程	627	1,844	1,533	1,300	1,125
无形资产	916	892	828	771	722
商誉	4	4	4	4	4
其他非流动资产	3,546	4,574	4,574	4,574	4,574
非流动资产合计	16,035	18,021	18,185	18,300	18,363
总负债	11,717	6,189	5,976	6,253	6,550
短期借款	12	11	0	0	0
应付账款	2,216	1,823	1,698	1,908	2,142
应付票据	62	34	32	36	40
预收账款	4	8	8	9	10
其他流动负债	69	70	70	70	70
流动负债合计	9,392	3,787	3,640	3,916	4,214
长期借款	128	209	209	209	209
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	158	371	371	371	371
非流动负债合计	2,325	2,402	2,336	2,336	2,336
股东权益	34,691	39,594	45,858	52,774	60,400
股本	5,433	5,433	5,292	5,292	5,292
公积金	42,699	42,715	43,330	43,422	43,422
未分配利润	-15,062	-10,398	-4,864	1,692	9,029
归属母公司权益	31,906	36,575	42,583	49,230	56,567
少数股东权益	2,784	3,019	3,275	3,544	3,832

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.67%	0.93%	0.65%	0.65%	0.65%
管理费用率	3.48%	6.91%	5.50%	5.20%	5.20%
财务费用率	-0.84%	-0.98%	-1.03%	-1.16%	-1.16%
研发费用率	0.61%	1.25%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税率	12%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.23	1.44	1.23	1.35	1.46
每股净资产	5.87	6.73	8.05	9.30	10.69
每股销售收入	3.97	2.79	3.07	3.35	3.73

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19	32	24	22	20
PB	4.7	4.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	17.0	24.9	17.9	16.1	14.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP