

盐湖股份 (000792)

证券研究报告
2026年01月08日

资产收购夯实基本盘，业绩加速兑现

事件：12月30日，公司宣布拟以支付现金方式购买公司控股股东中国盐湖持有的五矿盐湖51%股权，对应转让价格46.05亿元（最终交易价格参照经有权国资监管机构备案的评估值确定）。12月31日，公司发布2025年度业绩预告，预计实现归母净利润82.9-88.9亿元（中值85.9亿，同比+84%），其中Q4归母预计37.87-43.87亿（中值40.87亿，同比+169%，环比+106%）。公司预计扣非归母净利润82.3-88.3亿。业绩大超预期。

收购五矿盐湖51%股权，盐湖资产整合再下一城

核心要点如下：

- **产能：**五矿盐湖业务主要涉及锂、钾，锂盐产能1.8万吨，其中碳酸锂产能1.5万吨、磷酸锂产能0.2万吨、氢氧化锂产能0.1万吨；钾肥产能30万吨。
- **资产：**资源端主要是一里坪盐湖，矿区面积为422.73平方千米。资源端，截至2024年末，五矿盐湖氯化锂保有资源量为164.59万吨（折碳酸锂143万吨），氯化钾保有资源量为1,463.11万吨。
- **财务：**截至2025831，公司资产总额51.3亿元，负债29.8亿元，所有者权益21.5亿元。利润端，24年-25年1-8月，分别实现营业收入20.8/8亿元，净利润6.9/3.2亿元。
- **估值：**选用资产基础法评估结果，五矿盐湖100%股权估值为90.30亿元，五矿盐湖51%股权所对应的评估值即交易价格为46.05亿元。评估增值率352.42%，主要受无形资产-采矿权增值约69亿元影响，主要系：1）五矿盐湖采矿权于2013年取得，取得采矿权时碳酸锂市场价格为4万元/吨左右，对应采矿权账面价值仅为3.77亿元；25年均价7.6万元，当前价格近12万元，已比当时上涨近3倍，因此采矿权整体价值提升；2）矿山产量和服务年限增加；3）采矿权取得较早，摊销后账面价值降至2亿左右。

业绩预告大超预期

钾锂业务同步增长。1)量：2025年公司氯化钾产量约490万吨，销量约381.43万吨；碳酸锂产量约4.65万吨，销量约4.56万吨；两钾（氢氧化钾、碳酸钾）合计产量约38.22万吨，销量约38.89万吨。其中，第四季度预计实现碳酸锂销量1.41万吨，氯化钾销量95.34万吨，环比分别增长29%与下降12%。锂产销量的显著提升主要得益于新建4万吨项目的投产，预计2026年产量将继续增加。2)价：锂业务2025年碳酸锂均价为7.58万元/吨，Q1-Q4均价分别为7.61/6.63/7.27/8.83万元，其中第四季度锂价出现明显回升，期货价格最高上涨至13万元以上。钾业务方面，2025年氯化钾均价约为3000元/吨，各季度均价分别为2758/3008/3240/3100元。随着后续一里坪项目并表及完成钾锂长期资源端布局（中国盐湖实施“三步走”发展战略，到2030年形成1000万吨/年钾肥、20万吨/年锂盐），公司业绩有望持续提升。

投资建议

行业层面，锂板块基本面改善方向不变，锂价正处于加速修复阶段，要足够重视锂矿公司整体业绩弹性和新一轮周期的估值重塑。公司作为盐湖龙头，一里坪并购终于落地，这也是解决同业竞争的开始，往后看持续朝着20万吨产能目标迈进。目前公司锂权益量已近7万吨，远期产量有望翻倍，或将充分受益行业大β，四季度业绩已崭露头角。参照公司业绩预告以及产能增长、行业大β等原因，我们上调盈利预测，预计25-27年公司归母净利润分别为81.14/91.13/95.69亿元（前值为64.82/70.62/78.25亿元），对应pe分别为21/19/18倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期风险，价格波动风险，政策变动风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,578.50	15,134.12	15,587.13	25,214.83	26,814.84
增长率(%)	(29.82)	(29.86)	2.99	61.77	6.35
EBITDA(百万元)	10,929.00	6,635.40	7,873.07	12,703.23	13,766.82
归属母公司净利润(百万元)	7,913.61	4,663.12	8,113.61	9,113.36	9,568.50
增长率(%)	-49.16	-41.07	74.00	12.32	4.99
EPS(元/股)	1.46	0.86	1.53	1.72	1.81
市盈率(P/E)	22.10	37.50	20.99	18.69	17.80
市净率(P/B)	5.48	4.78	3.95	3.26	2.76
市销率(P/S)	8.10	11.56	10.93	6.76	6.35
EV/EBITDA	6.11	10.70	18.41	11.24	9.49

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/农化制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.19元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	5,291.57
流通A股股本(百万股)	5,291.54
A股总市值(百万元)	170,335.72
流通A股市值(百万元)	170,334.73
每股净资产(元)	7.76
资产负债率(%)	13.97
一年内最高/最低(元)	32.75/14.84

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001 liuyiting@tfzq.com	
胡十尹	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525010002 hushiyin@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001 tjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《盐湖股份-公司深度研究:依托中国盐湖集团，钾锂双龙头再出发》
2025-12-07

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,759.04	15,623.63	25,349.12	28,343.31	43,667.31
应收票据及应收账款	6,870.21	4,547.22	6,113.53	12,020.50	6,791.81
预付账款	346.89	227.76	222.29	607.76	226.40
存货	1,233.15	984.23	972.59	2,423.15	1,093.84
其他	4,162.64	6,378.56	3,512.87	5,018.47	4,283.53
流动资产合计	30,371.94	27,761.40	36,170.39	48,413.18	56,062.89
长期股权投资	121.24	380.69	380.69	380.69	380.69
固定资产	8,468.47	8,621.84	9,784.45	10,931.61	12,081.13
在建工程	645.37	1,864.41	1,532.20	1,516.10	1,508.05
无形资产	918.10	892.41	911.45	920.49	865.53
其他	5,882.18	6,262.10	6,064.63	6,154.91	6,101.32
非流动资产合计	16,035.35	18,021.45	18,673.43	19,903.80	20,936.72
资产总计	46,407.29	45,782.85	54,843.82	68,316.98	76,999.61
短期借款	12.00	11.30	30.00	30.00	30.00
应付票据及应付账款	2,277.72	1,857.12	1,363.90	4,593.39	1,385.28
其他	7,102.37	1,918.88	4,517.98	3,616.68	3,415.49
流动负债合计	9,392.08	3,787.30	5,911.88	8,240.08	4,830.77
长期借款	128.17	209.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,196.34	2,192.52	2,194.43	2,193.48	2,193.95
非流动负债合计	2,324.51	2,401.52	2,294.43	2,293.48	2,293.95
负债合计	11,716.59	6,188.82	8,206.32	10,533.55	7,124.72
少数股东权益	2,784.46	3,019.25	3,519.22	5,554.39	8,076.04
股本	5,432.88	5,432.88	5,291.57	5,291.57	5,291.57
资本公积	40,760.33	40,776.18	39,342.18	39,342.18	39,342.18
留存收益	-13,122.57	-8,459.45	-345.84	8,767.51	18,336.01
其他	-1,164.40	-1,174.82	-1,169.61	-1,172.22	-1,170.91
股东权益合计	34,690.69	39,594.03	46,637.51	57,783.43	69,874.88
负债和股东权益总计	46,407.29	45,782.85	54,843.82	68,316.98	76,999.61

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	9,365.84	4,913.96	8,113.61	9,113.36	9,568.50
折旧摊销	770.43	822.18	850.55	879.91	903.49
财务费用	215.38	134.80	-300.00	-500.00	-500.00
投资损失	-79.74	-301.23	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	871.92	-5,124.66	1,475.36	-5,938.44	3,782.45
其它	960.78	7,374.11	499.97	2,035.17	2,521.65
经营活动现金流	12,104.62	7,819.15	10,639.49	5,589.99	16,276.09
资本支出	358.36	2,425.57	1,698.09	2,020.96	1,989.52
长期投资	-30.89	259.46	0.00	0.00	0.00
其他	-6,967.50	-9,122.27	-3,398.09	-4,040.96	-3,979.52
投资活动现金流	-6,640.02	-6,437.23	-1,700.00	-2,020.00	-1,990.00
债权融资	-1,907.24	-4,064.45	2,356.10	-573.20	1,036.60
股权融资	-1,172.31	5.43	-1,570.10	-2.60	1.30
其他	-2,519.05	-841.08	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-5,598.60	-4,900.09	786.00	-575.81	1,037.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-134.00	-3,518.17	9,725.49	2,994.19	15,324.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,578.50	15,134.12	15,587.13	25,214.83	26,814.84
营业成本	9,484.42	7,285.88	6,307.60	11,050.76	11,390.76
营业税金及附加	1,239.47	1,269.37	1,307.00	1,260.74	1,340.74
销售费用	143.81	140.48	50.00	60.00	70.00
管理费用	751.94	1,045.46	800.01	900.01	1,000.01
研发费用	131.11	188.93	100.00	120.00	150.00
财务费用	-181.79	-148.23	-300.00	-500.00	-500.00
资产/信用减值损失	40.46	50.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	82.75	27.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	79.74	301.23	0.00	0.00	0.00
其他	72.39	175.03	2,200.00	0.00	0.00
营业利润	10,284.89	5,907.04	9,522.52	12,323.32	13,363.33
营业外收入	379.17	19.70	1.00	0.00	0.00
营业外支出	17.41	169.47	10.00	10.00	10.00
利润总额	10,646.65	5,757.27	9,513.52	12,313.32	13,353.33
所得税	1,280.81	843.31	899.95	1,164.80	1,263.18
净利润	9,365.84	4,913.96	8,613.58	11,148.52	12,090.15
少数股东损益	1,452.23	250.84	499.97	2,035.17	2,521.65
归属于母公司净利润	7,913.61	4,663.12	8,113.61	9,113.36	9,568.50
每股收益(元)	1.46	0.86	1.53	1.72	1.81

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-29.82%	-29.86%	2.99%	61.77%	6.35%
营业利润	-51.93%	-42.57%	61.21%	29.41%	8.44%
归属于母公司净利润	-49.16%	-41.07%	74.00%	12.32%	4.99%
获利能力					
毛利率	56.05%	51.86%	59.53%	56.17%	57.52%
净利率	36.67%	30.81%	52.05%	36.14%	35.68%
ROE	24.80%	12.75%	18.82%	17.45%	15.48%
ROIC	67.06%	40.69%	46.03%	60.44%	47.15%
偿债能力					
资产负债率	25.25%	13.52%	14.96%	15.42%	9.25%
净负债率	-37.80%	-38.36%	-49.01%	-46.60%	-59.70%
流动比率	3.23	7.33	6.12	5.88	11.61
速动比率	3.10	7.07	5.95	5.58	11.38
营运能力					
应收账款周转率	3.26	2.65	2.92	2.78	2.85
存货周转率	14.39	13.65	15.93	14.85	15.25
总资产周转率	0.49	0.33	0.31	0.41	0.37
每股指标(元)					
每股收益	1.46	0.86	1.53	1.72	1.81
每股经营现金流	2.23	1.44	2.01	1.06	3.08
每股净资产	5.87	6.73	8.15	9.87	11.68
估值比率					
市盈率	22.10	37.50	20.99	18.69	17.80
市净率	5.48	4.78	3.95	3.26	2.76
EV/EBITDA	6.11	10.70	18.41	11.24	9.49
EV/EBIT	6.57	12.20	20.64	12.08	10.15

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com