

盐湖股份 (000792.SZ)

锂钾双轮驱动，背靠五矿打造世界一流盐湖平台

核心看点：在“背靠五矿+增量释放+高分红潜力”的三重逻辑下，盐湖股份或兼具红利与成长属性：**(1) 背靠五矿：**控股股东“三步走”五年战略目标路径清晰，可期待“十四五”期间更多大股东赋能；**(2) 增量释放：**4万吨锂盐一体化项目已于2025年9月底投产，加之一里坪预期并表，公司锂盐权益产能由25年初2万吨增至7万吨，增幅明显。**(3) 分红：**截至2025年底，公司账面现金233亿元，预计公司于2026年满足分红条件，现有资金足以在维持高分红的同时，支持五年战略目标资本开支。

五矿入主焕新生，锂钾盐湖龙头扬帆起航。1958年前身“青海钾肥厂”在察尔汗盐湖成立，1997年于深交所上市，成为钾肥行业首家上市公司。2005年启动“以钾为主、综合利用”战略，逐步形成钾、钠、镁、锂及氯碱五大产业体系。至2015年，公司氯化钾产能达500万吨，位居国内第一，锂业务初具规模。2017-2019年为公司低谷期，因镁业等项目不及预期陷入亏损，2019年进入破产重整。2020年剥离低效资产后轻装上阵，叠加锂钾价格上涨，公司迅速扭亏并于2021年复牌。此后加码锂盐扩产，2022年启动4万吨项目。2024年中国五矿入主，公司进入新阶段，提出“2030年钾1000万吨、锂20万吨”目标，并于2025年推进资源整合。

锂盐业务：内生增长与股东赋能并举，公司锂产能跨越式增长。**(1) 资源端：**公司持有察尔汗+一里坪盐湖资源，分别拥有696万吨LCE与143万吨LCE资源量；**(2) 加工端：**蓝科锂业4万吨（51%），公司本部4万吨（100%），五矿盐湖1.5万吨（51%）。公司本部4万吨锂盐项目于2025年投产，预计2026年满产运行。内生增长加大股东注入资产，公司现有权益锂盐产能由2025年初2万吨跨越式增长至7万吨水平，成长属性明显。同时，盐湖集团“十四五”规划20万吨锂盐产能，公司作为核心上市平台，后续有望通过内生增长+股东注入+外源并购多种方式扩产。

钾肥业务：中国最大钾肥供应商，“走出去”战略未来可期。**(1) 资源端：**公司察尔汗盐湖为世界级富钾盐湖，现有5.4亿吨钾肥储备。**(2) 加工端：**公司钾肥产能达530万吨，是国内产能最大的钾肥生产企业。**(3) 海外布局：**公司在刚果（布）项目取得进展，“走出去”发展战略成效可期。公司已在刚果（布）取得340平方公里的钾盐矿权，即BMB钾盐矿项目。并计划建立海外钾盐战略储备基地和钾盐开发产业园。截至2026年3月，该项目处于详勘阶段。

投资建议：锂价回暖叠加增量释放，量价齐升下我们预计公司业绩实现高增。据我们测算，预计公司2026-2028年归母净利125/134/139亿元，同比+48%/+7%/+4%，PE分别为15/14/13x，位于行业偏低水平，考虑到公司后续存在资本开支及产能扩建规划，具备较高成长性；预计2026年达到分红条件，具备高分红潜力，故首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：锂钾价格波动风险、项目建设不及预期、测算误差风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,134	15,501	29,024	30,845	31,685
增长率 yoy (%)	-29.9	2.4	87.2	6.3	2.7
归母净利润（百万元）	4,663	8,476	12,520	13,438	13,930
增长率 yoy (%)	-41.1	81.8	47.7	7.3	3.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.88	1.60	2.37	2.54	2.63
净资产收益率 (%)	12.7	18.9	21.8	18.9	16.4
P/E (倍)	39.5	21.7	14.7	13.7	13.2
P/B (倍)	5.0	4.1	3.2	2.6	2.2

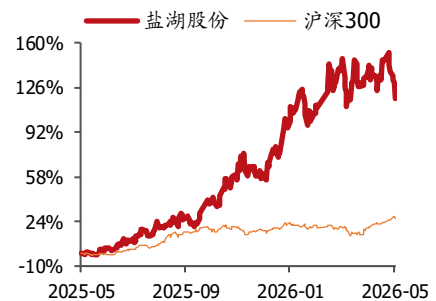
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年05月14日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	农化制品
05月14日收盘价（元）	34.83
总市值（百万元）	184,305.47
总股本（百万股）	5,291.57
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	109.50

股价走势



作者

分析师	张航
执业证书编号：	S0680524090002
邮箱：	zhanghang@gszq.com
分析师	杨义韬
执业证书编号：	S0680522080002
邮箱：	yangyitao@gszq.com
研究助理	何承洋
执业证书编号：	S0680124070005
邮箱：	hechengyang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	27761	36493	53721	71461	89162
现金	15624	23273	36083	54628	71712
应收票据及应收账款	4547	2030	6257	5340	6153
其他应收款	93	81	165	169	177
预付账款	228	325	353	410	389
存货	984	1208	1293	1367	1211
其他流动资产	6285	9576	9571	9547	9520
非流动资产	18021	19289	18293	17297	16301
长期投资	381	386	386	386	386
固定资产	8622	11549	10553	9557	8561
无形资产	892	698	698	698	698
其他非流动资产	8127	6656	6656	6656	6656
资产总计	45783	55782	72014	88758	105463
流动负债	3787	5362	6584	7191	7071
短期借款	11	10	10	10	10
应付票据及应付账款	1857	2659	2881	3354	3181
其他流动负债	1919	2693	3694	3827	3880
非流动负债	2402	2533	2533	2533	2533
长期借款	209	552	552	552	552
其他非流动负债	2193	1981	1981	1981	1981
负债合计	6189	7895	9118	9724	9604
少数股东权益	3019	2928	5418	8118	11012
股本	5433	5292	5292	5292	5292
资本公积	40776	39342	39342	39342	39342
留存收益	-8459	16	12535	25973	39903
归属母公司股东权益	36575	44959	57479	70916	84846
负债和股东权益	45783	55782	72014	88758	105463

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7819	10161	12606	18341	16880
净利润	4914	8947	15010	16137	16825
折旧摊销	833	1023	996	996	996
财务费用	135	20	20	20	20
投资损失	-301	-226	-226	-226	-226
营运资金变动	1610	2259	-3327	1281	-868
其他经营现金流	628	-1861	134	134	134
投资活动现金流	-6437	-4277	224	224	224
资本支出	-1207	-1628	-3	-3	-3
长期投资	-5386	-2663	0	0	0
其他投资现金流	156	13	226	226	226
筹资活动现金流	-4900	127	-20	-20	-20
短期借款	-1	-2	0	0	0
长期借款	81	343	0	0	0
普通股增加	0	-141	0	0	0
资本公积增加	16	-1434	0	0	0
其他筹资现金流	-4996	1361	-20	-20	-20
现金净增加额	-3518	6010	12810	18545	17084

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15134	15501	29024	30845	31685
营业成本	7286	6533	8705	9090	9090
营业税金及附加	1269	984	1746	1793	1793
营业费用	140	142	228	242	249
管理费用	1045	955	988	1050	1078
研发费用	189	87	117	124	128
财务费用	-148	-212	-290	-247	-253
资产减值损失	-98	-153	-100	-100	-100
其他收益	174	141	100	100	100
公允价值变动收益	28	-28	-28	-28	-28
投资净收益	301	226	226	226	226
资产处置收益	1	-3	-3	-3	-3
营业利润	5907	7192	17724	18985	19794
营业外收入	20	16	16	16	16
营业外支出	169	16	16	16	16
利润总额	5757	7192	17724	18985	19794
所得税	843	-1754	2714	2848	2969
净利润	4914	8947	15010	16137	16825
少数股东损益	251	471	2490	2700	2895
归属母公司净利润	4663	8476	12520	13438	13930
EBITDA	6300	7925	18430	19734	20536
EPS (元/股)	0.88	1.60	2.37	2.54	2.63

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-29.9	2.4	87.2	6.3	2.7
营业利润(%)	-42.6	21.8	146.4	7.1	4.3
归属母公司净利润(%)	-41.1	81.8	47.7	7.3	3.7
获利能力					
毛利率(%)	51.9	57.9	70.0	70.5	71.3
净利率(%)	30.8	54.7	43.1	43.6	44.0
ROE(%)	12.7	18.9	21.8	18.9	16.4
ROIC(%)	11.6	17.5	23.0	19.8	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	13.5	14.2	12.7	11.0	9.1
净负债比率(%)	-38.2	-45.9	-55.3	-67.5	-73.5
流动比率	7.3	6.8	8.2	9.9	12.6
速动比率	5.4	4.7	6.5	8.4	11.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
应收账款周转率	88.4	89.0	113.8	91.0	89.9
应付账款周转率	3.6	2.9	3.2	2.9	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.60	2.37	2.54	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	1.92	2.38	3.47	3.19
每股净资产(最新摊薄)	6.91	8.50	10.86	13.40	16.03
估值比率					
P/E	39.5	21.7	14.7	13.7	13.2
P/B	5.0	4.1	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	11.8	16.0	8.1	6.6	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 14 日收盘价

内容目录

1 锂钾资源龙头，中国盐湖集团唯一上市平台	5
1.1 五矿入主焕新生，锂钾盐湖龙头扬帆起航	5
1.2 股权结构：背靠五矿集团，打造世界级盐湖产业平台	7
1.3 财务：锂价回暖盈利触底回升，历史包袱逐步卸除	9
2 锂：内生增长与股东赋能并举，公司锂产能跨越式增长	12
2.1 公司：内生扩产+股东注入，公司锂盐产能跨越式增长	12
2.2 行业：储能腾势起，锂价新周期	16
3 钾肥：中国最大钾肥供应商，“走出去”战略未来可期	22
3.1 公司：中国最大钾肥供应商，刚果（布）找矿项目持续推进	22
3.2 行业：钾供应高度集中，需求平稳增长	25
4 盈利预测与投资建议	29
4.1 盈利预测	29
4.2 投资建议	30
风险提示	32

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主营业务布局	6
图表 3: 公司股权结构	7
图表 4: 公司管理人员履历	8
图表 5: 公司营收情况	9
图表 6: 公司归母净利润	9
图表 7: 公司分季度归母净利润（亿元）	9
图表 8: 公司利润率水平	9
图表 9: 公司分产品毛利（亿元）	10
图表 10: 公司分产品毛利率	10
图表 11: 公司期间费用率水平	10
图表 12: 公司与行业期间费用率水平比较	10
图表 13: 2025 年公司与行业 ROE 水平比较	11
图表 14: 2025 年公司 ROE 水平拆解	11
图表 15: 公司分红条件即将达成（亿元）	11
图表 16: 公司盐湖资源情况	12
图表 17: 察尔汗盐湖	12
图表 18: 一里坪盐湖	12
图表 19: 公司锂盐产能布局	13
图表 20: 蓝科锂业股权结构	13
图表 21: 公司盐湖提锂技术	14
图表 22: 公司锂盐产销量	15
图表 23: 公司单位提锂成本	15
图表 24: 公司碳酸锂毛利	15
图表 25: 碳酸锂单位毛利与毛利率	15
图表 26: 公司销售毛利率与同行对比	15
图表 27: 锂行业产业链图	16
图表 28: 锂样本公司资本开支（亿元）	17
图表 29: 全球锂资源供应	17
图表 30: 2026E 全球锂资源供应结构	17
图表 31: 2024-2028E 锂供应增量（万吨 LCE）	18
图表 32: 全球锂需求量	18
图表 33: 2026E 需求结构	18

图表 34:	国内新能源汽车销量 (万辆)	19
图表 35:	国内单车带电量 (kWh)	19
图表 36:	全球动力电池需求测算	19
图表 37:	全球储能电池需求测算	20
图表 38:	2024-2028E 锂供需平衡表	21
图表 39:	公司钾肥资源及产能布局	22
图表 40:	钾肥生产工艺	23
图表 41:	氯化钾产销量	23
图表 42:	氯化钾单位成本	23
图表 43:	氯化钾单位毛利情况	24
图表 44:	氯化钾毛利水平	24
图表 45:	2025 年 6 月公司与刚果 (布) 国际合作部部长克里斯戴尔举行工作会谈	24
图表 46:	氯化钾产业链图	25
图表 47:	2025 年全球钾肥储量结构 (K2O 亿吨)	26
图表 48:	全球钾产量 (K2O 万吨)	26
图表 49:	2025 年钾全球供给结构	26
图表 50:	全球钾生产高度集中	26
图表 51:	2023 年各国钾肥消费占比	27
图表 52:	2024 年全球钾肥施用量按作物分布	27
图表 53:	氯化钾进口量 (万吨)	27
图表 54:	2025 年中国氯化钾进口结构	27
图表 55:	钾供需平衡表 (万吨 KCl)	28
图表 56:	公司分业务盈利预测	30
图表 57:	公司股息率测算	31
图表 58:	可比公司估值表	31

1 锂钾资源龙头，中国盐湖集团唯一上市平台

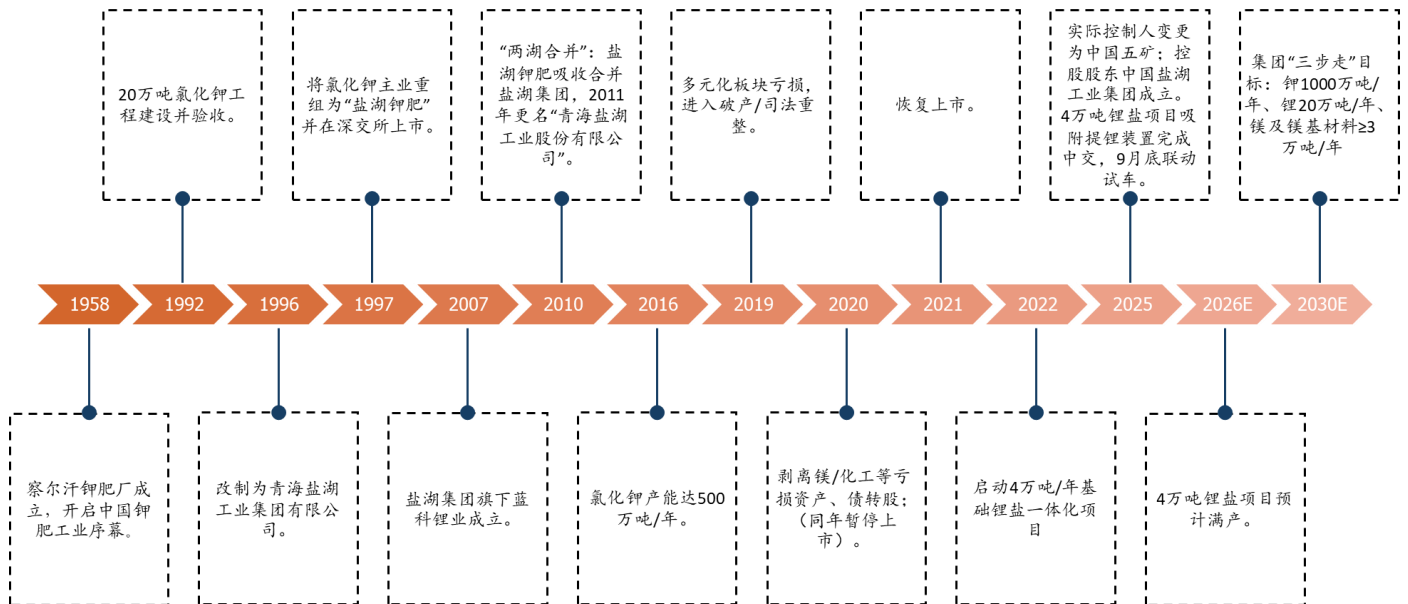
1.1 五矿入主焕新生，锂钾盐湖龙头扬帆起航

70年岁月沉浮，老牌锂钾龙头再起航。1958年，公司前身“青海钾肥厂”在察尔汗盐湖成立，标志着中国钾肥工业起步，1996年青海盐湖工业集团成立。1997年9月，公司将氯化钾主业重组为“盐湖钾肥”，并在深交所上市。2005年，盐湖集团开始“以钾为主、综合利用”的战略转型，初步构建钾盐、钠盐、镁盐、锂盐、氯碱五大产业群，2007年蓝科锂业成立。2010年，盐湖钾肥与盐湖集团合并，2011年正式更名为盐湖股份。截至2015年，公司即已建成500万吨氯化钾产能，稳居国内第一，锂盐产能初见规模。

2017-2019年为公司低谷期，金属镁一体化项目等综合利用等项目效益不及预期，公司陷入连续亏损。2019年9月，公司因不能清偿到期债务被裁定破产重整，公司被实施退市风险警示。2020年1月，公司将优势盈利板块（钾肥、锂业）与低效亏损板块（镁业、化工）彻底分离。轻装上阵后，随锂、钾价格提高，公司重整首年实现扭亏为盈，2021年成功复牌。2022年启动4万吨/年基础锂盐一体化项目建设。

2025年，中国五矿集团正式入主，成为公司实际控制人。公司正式进入“中国五矿时代”，并作为盐湖集团旗下核心上市平台，开启建设“2030年钾1000万吨、锂20万吨”的新阶段（集团目标）。2025年底，公司公告收购五矿集团持有的五矿盐湖51%股权，开启资源整合大幕。

图表1：公司发展历程

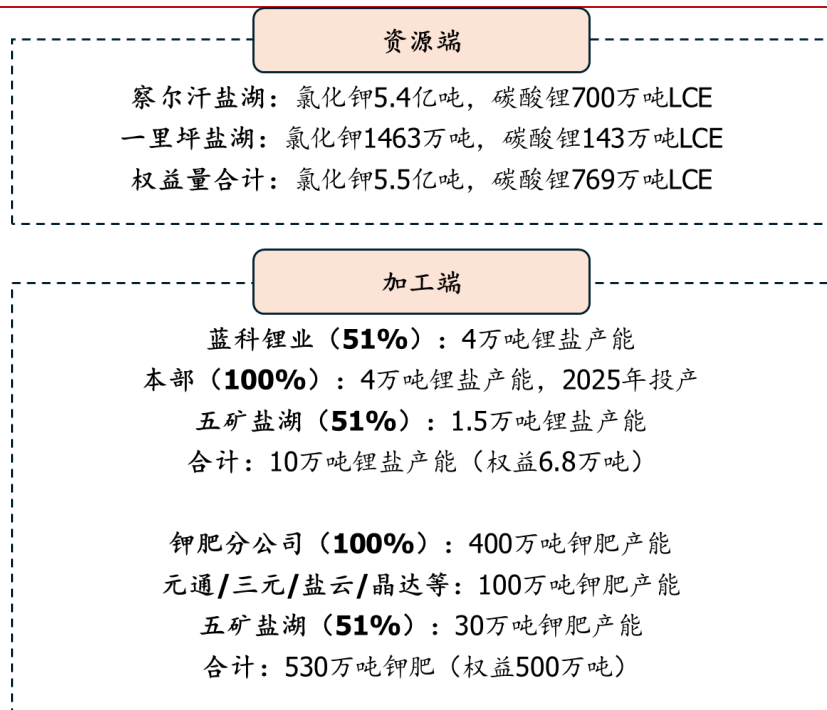


资料来源：公司公告，盐湖研究，西宁晚报，中国证券报，证券时报，中国网，中国有色金属杂志，上海证券报，国盛证券研究所

主营业务：锂钾双轮驱动，公司依托察尔汗+一里坪盐湖资源，现有 530 万吨钾肥 +10 万吨锂盐产能。

- **资源端：**公司现有察尔汗盐湖 100%权益与一里坪盐湖 51%权益。两座盐湖均位于青海。察尔汗盐湖为中国最大可溶性钾镁盐矿床、世界大型盐湖之一，氯化钾资源量达到 5.4 亿吨，占全国已探明储量的 97%，碳酸锂近 700 万吨 LCE。新注入的一里坪盐湖保有碳酸锂 143 万吨 LCE、氯化钾 1463 万吨。合计权益资源量为：碳酸锂 769 万吨 LCE 与氯化钾 5.5 亿吨。
- **加工端：**察尔汗盐湖方面，现有蓝科锂业 4 万吨(51%权益)+母公司 4 万吨(100%)，母公司 4 万吨锂盐项目于 2025 年投产试产，预计 2026 年满产；现有钾肥产能 500 万吨，钾肥分公司拥有 400 万吨钾肥产能，剩余 100 万吨由元通/三元/盐云/晶达等控股子公司持有。一里坪盐湖方面，现有 30 万吨钾肥+1.5 万吨碳酸锂产能。公司现有产能为 530 万吨钾肥（权益 500 万吨）+10 万吨锂盐产能（权益 6.8 万吨）。
- **远期规划：**控股股东中国盐湖集团“三步走”战略，总体产能规划锚定到 2030 年形成年产钾肥 1000 万吨、锂盐 20 万吨规模，后续通过内生增长与大股东赋能，公司产能较当前或实现翻番。

图表2：公司主营业务布局



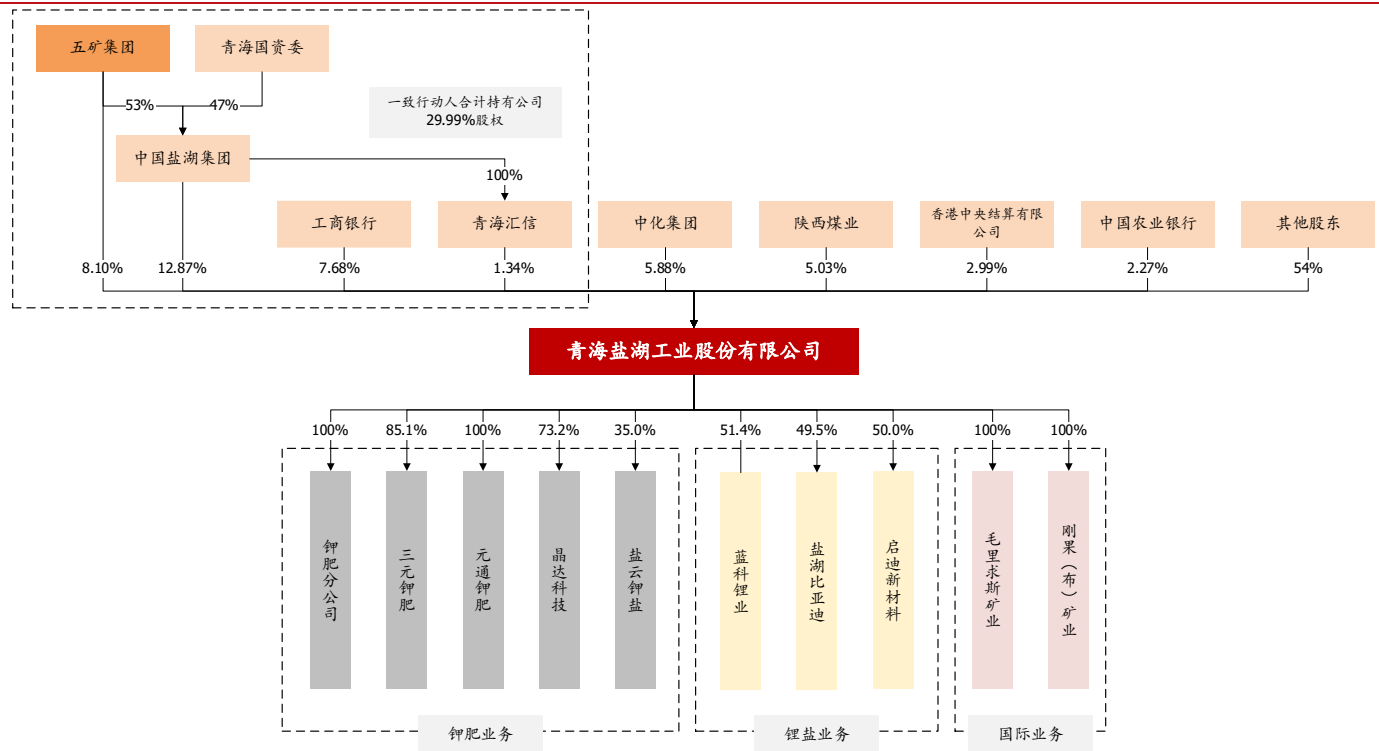
资料来源：公司公告，青海日报，国盛证券研究所

1.2 股权结构：背靠五矿集团，打造世界级盐湖产业平台

背靠五矿集团，打造世界级盐湖产业平台。 **股东层面**，公司控股股东为中国盐湖集团，持有公司 12.87% 股权。中国盐湖集团其由五矿集团、青海省国资分别持股 53%/47%。公司实控人为五矿集团，其通过直接与持有中国盐湖集团间接持有公司 15.6% 股权。五矿集团、中国盐湖集团、工银金融资产投资有限公司、青海汇信等一致行动人合计持有上市公司 29.99% 权益。五矿作为金属矿产央企，通过资源整合、资金与技术投入、全球渠道与管理输出，正推动公司打造世界级盐湖产业基地、强化钾锂一体化与国际化竞争能力。

子公司层面，盐湖股份的子公司体系围绕“钾肥+锂盐”两大主业形成生产主体—协同子公司—海外平台的分层布局：**(1) 钾肥业务**：钾肥分公司拥有 400 万吨产能，元通/三元/盐云/晶达协同完成差异化产线，拥有合计 100 万吨产能，五矿盐湖拥有 30 万吨产能。**(2) 锂盐业务**：控股子公司蓝科锂业承担现阶段主体 4 万吨碳酸锂产能，上市公司主体推进 4 万吨锂盐一体化新项目。**(3) 海外布局**：海外设立毛里求斯与刚果（布）两家海外平台子公司承接境外资源布局。

图表3：公司股权结构



资料来源：公司公告，ifind，天眼查，国盛证券研究所

盐湖股份高管团队呈现出“五矿系主导、技术背景深厚、产融结合”特征。新任董事长侯昭飞先生 2025 年 3 月起任现职，成为公司首位“80 后”董事长。侯昭飞先生拥有工学博士学位和正高级工程师职称，历任五矿盐湖工程管理部经理、副总经理等职，深耕盐湖提锂技术领域十余年。副董事长张铁华来自工银投资，具备丰富的金融与资本运作经验，其背景有助于公司在央企控股背景下强化资本运作与风险管控，提升资金使用效率。此外，副总裁俞秋平、钟新宇等高管均拥有长期扎根青海盐湖的生产管理经验。

图表4: 公司管理人员履历

姓名	职务	性别	年龄	主要工作经历
侯昭飞	董事长	男	46	工学博士，正高级工程师。现任五矿盐湖董事长、中国盐湖工业集团副总经理。长期在五矿体系内从事盐湖资源开发与管理工作，具备丰富的工程管理与战略规划经验。
张铁华	副董事长	男	56	长期在工银金融资产投资有限公司任职，拥有深厚的金融投资、资本运作及风险管控经验，助力公司产融结合。
李存福	职工董事、钾肥分公司总经理	男	50	现任青海盐湖工业股份有限公司钾肥分公司总经理、公司董事。长期深耕盐湖钾肥生产与安全管理领域，历任化工分公司副总经理、境外钾肥项目生产安全管理负责人及HSE部门负责人等职，具备丰富的生产运营、安全管理及境外项目管理经验。
俞秋平	副总裁	男	55	现任青海盐湖工业股份有限公司副总经理。长期深耕盐湖资源开发与工程技术管理领域，历任总机械师、研发中心副主任、镁业公司常务副总经理等职，并曾主导百万吨钾肥项目建设，具备丰富的技术研发与生产运营管理经验。
包庆山	副总裁	男	56	现任青海盐湖工业股份有限公司副总经理。长期深耕盐湖化工生产与管理领域，历任化工分公司PVC车间主任、PVC厂厂长及党委书记，并曾主持盐湖海纳化工有限公司经营管理工作，后转任公司安全环保部、生产技术部经理，统筹推进公司安全生产与技术管理工作
王益存	副总裁	男	54	现任青海盐湖工业股份有限公司副总经理，曾任公司总经济师。长期深耕企业管理与战略规划领域，历任钾肥公司企业管理部部长、镁业公司企划部部长，后主导盐湖股份企业管理、战略规划等核心职能，并曾全面负责盐湖新城资产管理公司的经营管理工作，在企业治理、资产运营及战略管理方面积累了丰富的丰富经验。
钟新宇	副总裁	男	53	现任青海盐湖工业股份有限公司副总经理。曾长期任职于西宁特殊钢体系，历任财务资产部部长、计划财务部部长、董事会秘书、财务总监及总会计师，后升任西宁特钢集团副总经理、西部矿业集团副总裁，2024年转任现职。
李舜	董事会秘书	男	45	高级会计师。现任青海盐湖工业股份有限公司董事会秘书，曾任公司财务负责人。长期深耕资本市场与公司治理领域，历任证券事务代表、董事会办公室负责人等职。

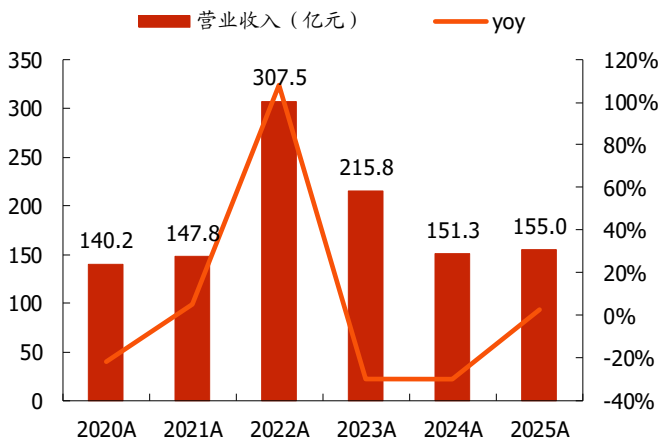
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

1.3 财务：锂价回暖盈利触底回升，历史包袱逐步卸除

锂价回暖公司盈利触底回升，利润率水平同比改善。公司主营产品为碳酸锂及钾产品。2022年锂价、钾肥均处于历史高峰，公司归母净利润亦达历史最高水平，实现归母净利达155.6亿元。后续随商品价格回落，公司净利规模及利润率水平呈现下滑趋势。2025年，随锂价触底回升、新增产能逐步放量，公司盈利能力明显好转。

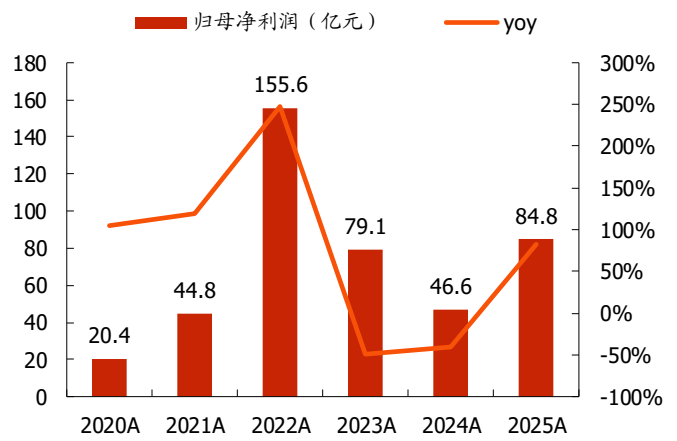
2026Q1公司实现归母净利润30亿元，环比-24%，同比+155%，26Q1量价兑现充分，业绩实现同比高增。价格方面，26Q1氯化钾青海出厂价2960元/吨，同比+19%，碳酸锂均价15.4万元/吨，同比+104%。产销量方面，公司氯化钾产量约87.73万吨，销量约133万吨，销量同比+49%；碳酸锂产量约1.95万吨，销量约1.68万吨，销量同比+107%。碳酸锂产销同比翻番，主要源于4万吨增量项目投产放量及一里坪盐湖并表；钾肥销量大增，我们认为主因应对今年春耕肥料紧张进行放储，消化去年库存。公司业绩环比下滑主因25Q4对可抵扣暂时性差异确认递延所得税资产（公司顺利通过高新技术企业资格复审，依据《企业会计准则第18号——所得税》的相关规定，公司在2025年度末对可抵扣暂时性差异确认递延所得税资产，导致净利润增加。

图表5：公司营收情况



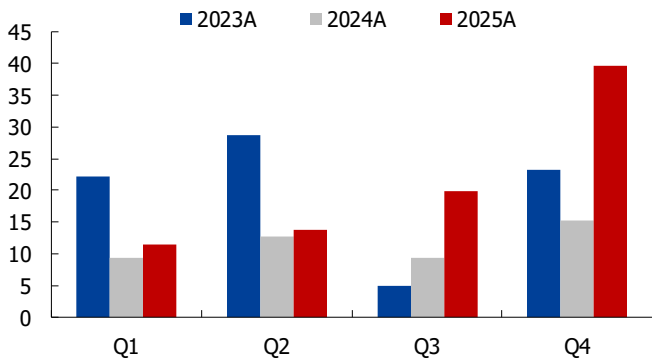
资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表6：公司归母净利润



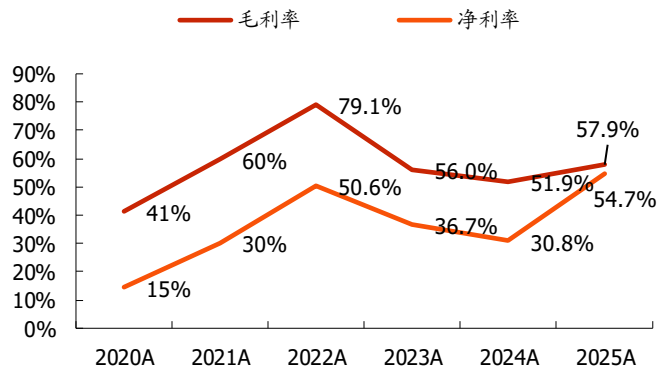
资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表7：公司分季度归母净利润 (亿元)



资料来源：ifind，国盛证券研究所

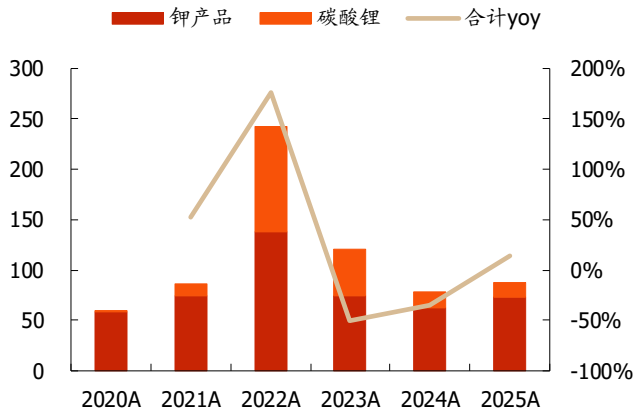
图表8：公司利润率水平



资料来源：ifind，国盛证券研究所

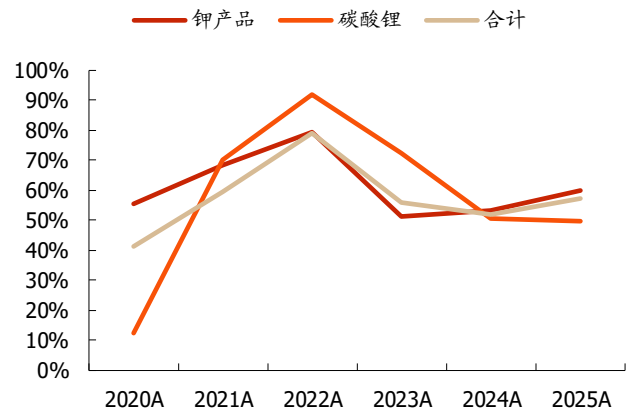
分业务来看，公司毛利主要来源于钾产品与碳酸锂。2025年公司实现毛利90亿元，其中钾产品毛利73亿元，同比+17%，锂产品毛利15.2亿元，同比-3%，钾、锂产品毛利占比分别为81%/17%。锂产品毛利下滑主因锂价上半年仍呈下跌趋势。下半年起，随锂价好转，预计公司锂业务毛利边际改善。钾产品销量虽有下滑，但由于产品单价明显抬升，公司钾肥业务毛利同比仍维持高增。

图表9: 公司分产品毛利 (亿元)



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

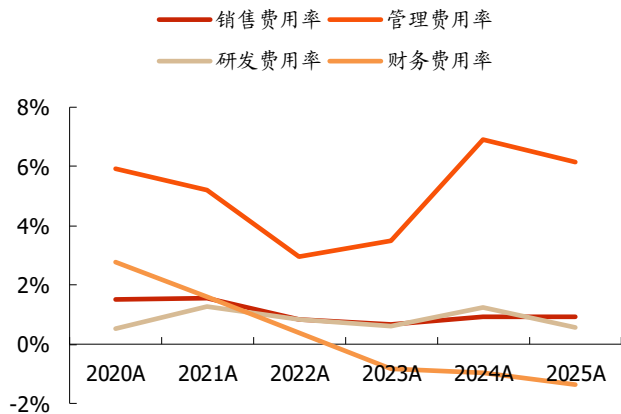
图表10: 公司分产品毛利率



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

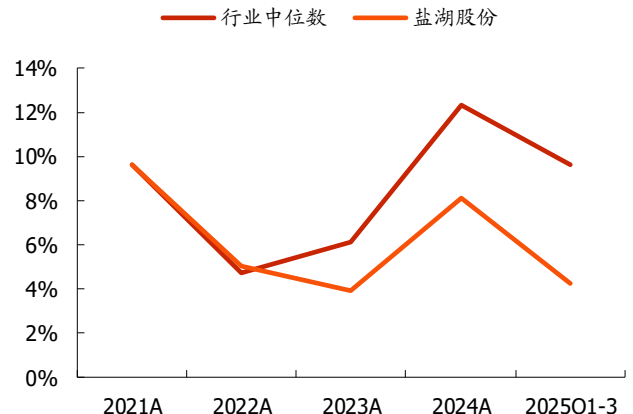
期间费用方面: 2025年公司期间费用率为6.3%，其中销售费用率0.9%，管理费用率6.2%，研发费用率1.6%，财务费用率-1.4%。公司期间费用率呈现整体下降趋势，其中财务费用明显减少，主要源于公司大额账面现金形成的利息收入。与同行相比，公司自2022年起期间费用率明显低于同行可比水平。2025年公司/同行期间费用率分别为6%/9.4%。

图表11: 公司期间费用率水平



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

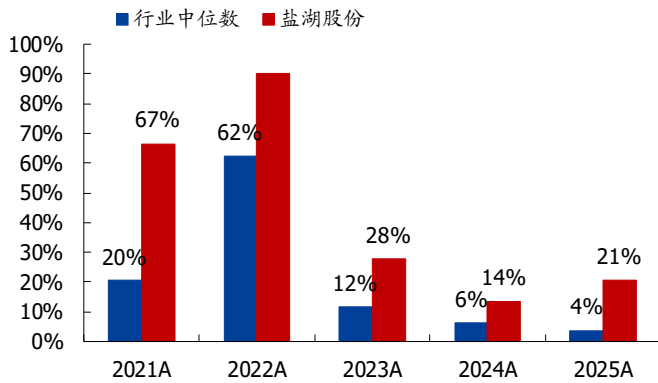
图表12: 公司与行业期间费用率水平比较



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

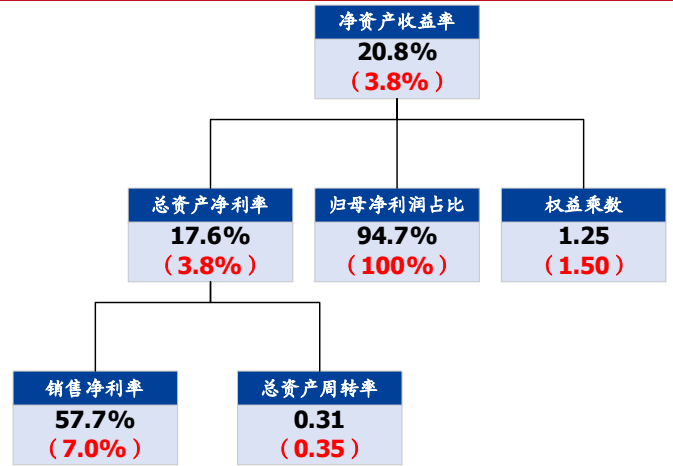
公司 ROE 水平显著高于同行，优质资源跨周期盈利能力凸显。公司持有的察尔汗盐湖为世界级盐湖资源，凭借低成本资源供应及稳定产出，公司多年 ROE 水平显著高于同行，跨周期盈利能力凸显。拆解来看，公司高 ROE 水平主要源于显著高于同行的销售净利率水平及较低的杠杆率。预计后续随公司新增产能释放及股东优质资源陆续并表，公司 ROE 水平将维持高位水平。

图表13: 2025年公司与行业ROE水平比较



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

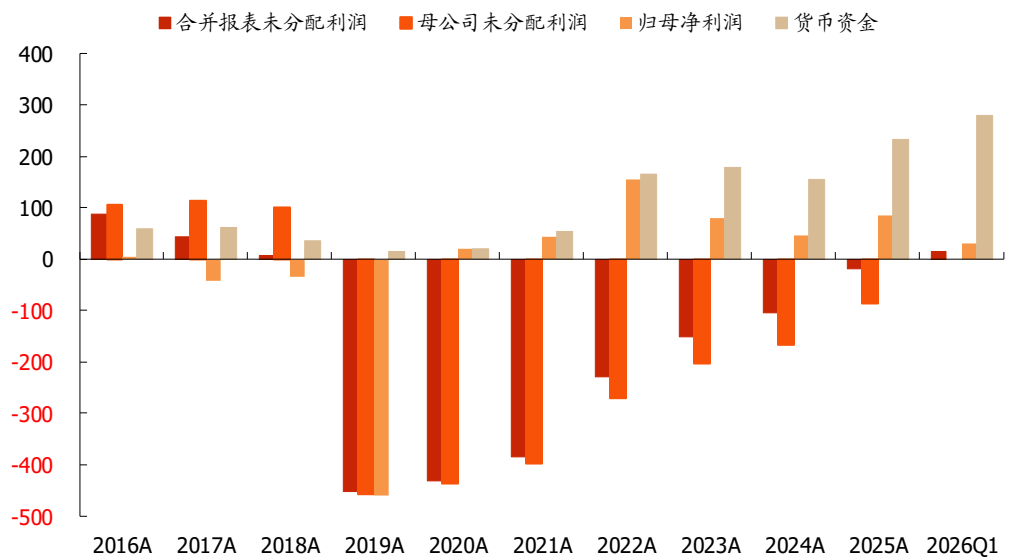
图表14: 2025年公司ROE水平拆解



资料来源: ifind, 国盛证券研究所; 注: 标红数据为行业均值

分红条件即将达成, 海量存量货币资金支持公司兼顾分红+成长。公司在2011年“二湖合并”后推进镁、化工、锂等多板块扩张, 实施“走出钾、抓住镁、发展锂、整合碱、优化氯”等项目, 但后续经营成效不佳, 导致2017-2019年持续亏损, 触发退市风险警示并于2019年期间正式被实施ST。2019年通过协议转让等处置不良资产, 集中确认损失, 当年归母净利润约-459亿元, 其中资产减值及信用减值损失高达-607亿元, 是巨亏的直接会计原因。当年亏损计入未分配利润中, 导致该科目存在大额负值。根据会计准则, 上市公司当年度实现净利润, 且合并报表及母公司报表累计未分配利润为正才可分红, 因此, 即使公司2020年公司起公司实现扭亏, 并于2022年大幅盈利, 公司因未满足分红条件而未能进行分红, 从而积累大量货币资金。截至2025年, 公司账面货币资金达233亿元, 合并报表未分配利润为-19亿元, 母公司报表未分配利润达-85亿元。我们预计2026年公司实现未分配利润余额转正, 达到分红必要条件。同时, 由于公司持有大量现金, 2025年底公司货币资金达归母净利2.7倍水平, 我们预计公司可在大比例分红的同时, 进行较大规模资本开支, 兼顾股东回报及远期成长性。

图表15: 公司分红条件即将达成 (亿元)



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

2 锂：内生增长与股东赋能并举，公司锂产能跨越式增长

2.1 公司：内生扩产+股东注入，公司锂盐产能跨越式增长

资源端：公司持有察尔汗+一里坪盐湖资源，坐拥千万级资源储备。公司体内现有察尔汗盐湖与一里坪盐湖：

- **察尔汗盐湖：**察尔汗盐湖位于青海省海西蒙古族藏族自治州格尔木市，地处柴达木盆地中南部，是中国最大的可溶性钾镁盐矿床，也是世界大型盐湖之一。公司作为该盐湖主导开发者，拥有察尔汗盐湖绝大部分的采矿权益，合计采矿权面积达到3700平方公里，占盐湖总面积63%。项目氯化钾资源量达到5.4亿吨，占全国已探明储量的97%，碳酸锂近700万吨LCE。察尔汗盐湖的卤水资源具有显著的“低锂、高镁”特征，其卤水锂浓度为100mg/L，且镁锂比高达1600:1，提锂难度较大。
- **一里坪盐湖：**一里坪盐湖位于青海省海西蒙古族藏族自治州茫崖市，是一个以液体锂矿为主，共（伴）生有硼、钾、镁等有益组分的大型综合性盐湖矿床。公司51%控股子公司五矿盐湖持有其采矿权，矿区面积为422.73平方公里，保有碳酸锂143万吨LCE、氯化钾1463万吨。一里坪盐湖卤水资源属于硫酸镁亚型，锂浓度约210mg/L，镁锂比达63.7:1。

图表16：公司盐湖资源情况

盐湖	权益	氯化钾 (亿吨)	碳酸锂 (万吨)	锂品位 (mg/L)	镁锂比
察尔汗	100%	5.40	696	100	1600
一里坪	51%	0.15	143	210	63.7
合计		5.55	836		
权益量		5.47	767		

资料来源：公司公告，《全球锂资源分布、产业现状和中国面临的挑战与对策》-窦立荣等，海西州政府，青海日报，格尔木政府，国盛证券研究所

图表17：察尔汗盐湖



资料来源：盐湖股份公众号，国盛证券研究所

图表18：一里坪盐湖



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

加工端：现已建成近 10 万吨锂盐产能，内生扩产+股东注入实现跨越式增长。公司碳酸锂业务目前有三大经营主体：

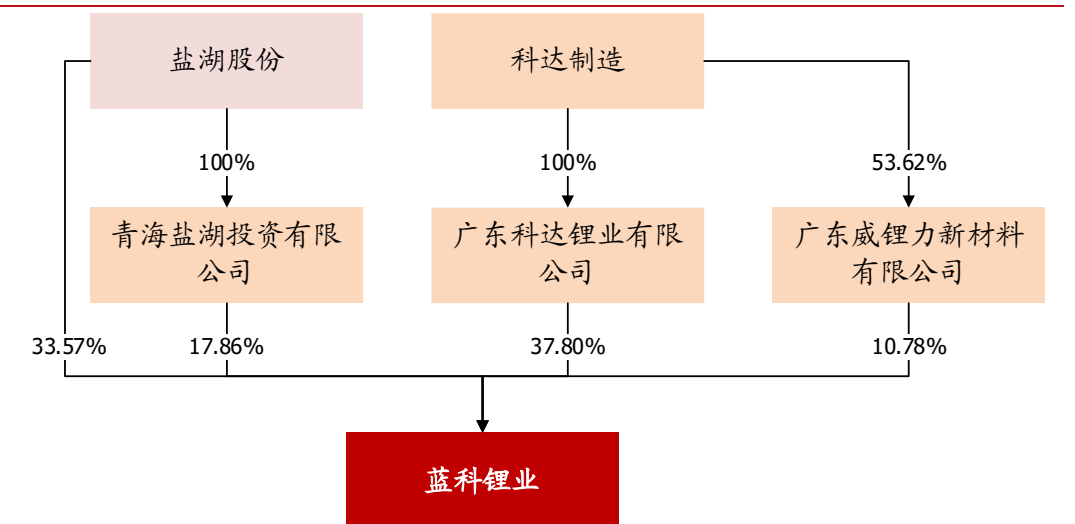
- **蓝科锂业 4 万吨 (51%)**：蓝科锂业是公司领域的核心资产，由公司 51% 控股，少数股东为科达制造。蓝科锂业于 2007 年成立，2010 年引入青海佛照、青海威力技术入股（俄罗斯吸附剂技术），成功攻克了高镁锂比卤水分离的世界性难题，并于 2012 年在察尔汗盐湖建成了国内首套万吨级碳酸锂工业化生产线，实现了从“中试”到“量产”的跨越。经过近二十年的技术迭代与产线优化，蓝科锂业现有 4 万吨电池级碳酸锂产能。
- **本部 4 万吨**：公司本部于 2022 年 5 月投资建设 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，总投资金额 71 亿元。2025 年 9 月项目投料试车，截至年底生产状况已超出预期目标，生产碳酸锂约 5500 吨，产品纯度长期稳定在 99.7% 以上。预计 2026 年达产达标。该项目采用行业前沿的“连续离子交换移动床+膜耦合”核心技术提取老卤中的锂元素，通过工艺创新、技术优化与设备迭代，将锂的综合收率提高到 82.4%。
- **五矿盐湖 1.5 万吨 (51%)**：2025 年公司收购五矿盐湖 51% 股权，获得一里坪盐湖权益，少数股东为赣锋锂业。收购事项交易金额为 46.05 亿元。项目现有锂盐产能为碳酸锂 1.5 万吨/年、磷酸锂 0.2 万吨/年、氢氧化锂 0.1 万吨/年。其锂盐产品在收率、质量控制及成本管控等关键指标上均处于盐湖提锂行业领先水平。

图表19：公司锂盐产能布局

实施主体	盐湖	权益	产能（万吨）
蓝科锂业	察尔汗盐湖	51%	4
公司本部		100%	4
五矿盐湖	一里坪盐湖	51%	1.5
合计			9.5
权益量			6.8

资料来源：公司公告，ifind，国盛证券研究所

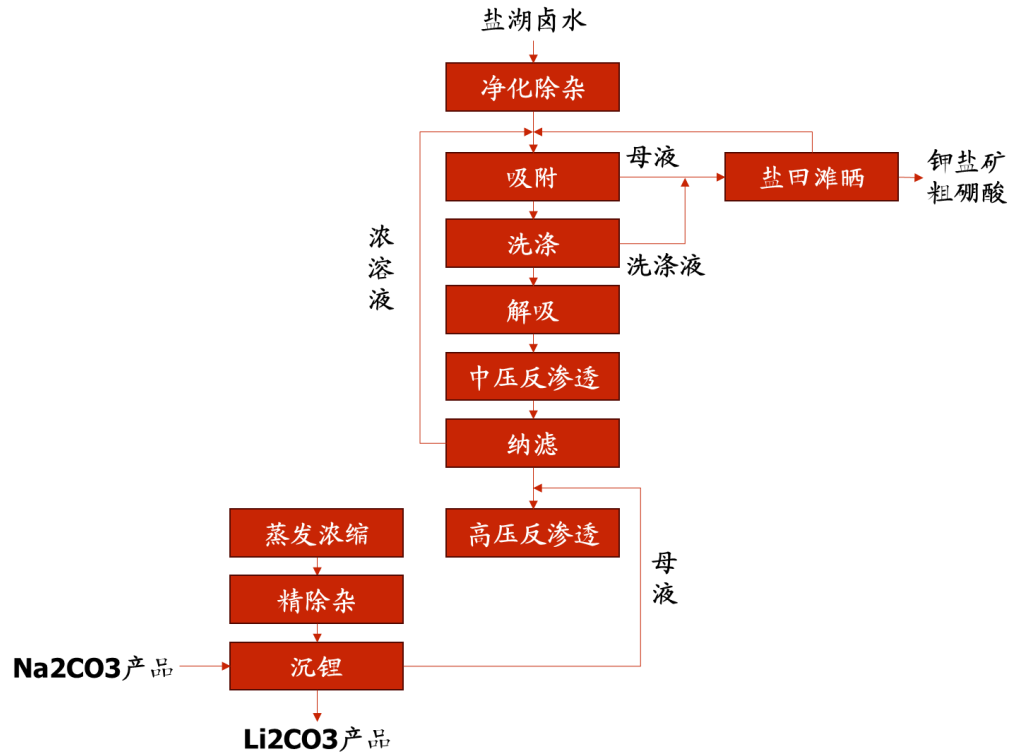
图表20：蓝科锂业股权结构



资料来源：ifind，国盛证券研究所

公司采用吸附剂+膜法工艺，成本位于行业曲线左侧。公司盐湖提锂以“吸附法+膜分离”耦合的DLE工艺为核心，在沉锂母液端引入“萃取法回收”作为增效单元，形成“老卤（与原卤）直提—高效镁锂分离—浓缩/沉锂—母液回收”的一体化工艺体系；该路线对青海“高镁锂比、低锂浓度”盐湖的适配性强，工艺流程短、回收率高、环保药剂少，叠加钾锂一体化协同，长期将碳酸锂单位成本压在行业曲线左端。**具体工艺流程为：**以提钾后老卤为原料，经预过滤后进入吸附塔选择性吸附锂，反洗解吸得到氯化锂溶液；随后纳滤去除钙镁等杂质，反渗透浓缩并经蒸发进一步浓缩；在沉锂端与碳酸钠反应生成碳酸锂，经过滤、干燥、包装为成品；吸附后的老卤通过输卤渠回采区返注，实现固液转化溶矿与卤水循环利用。

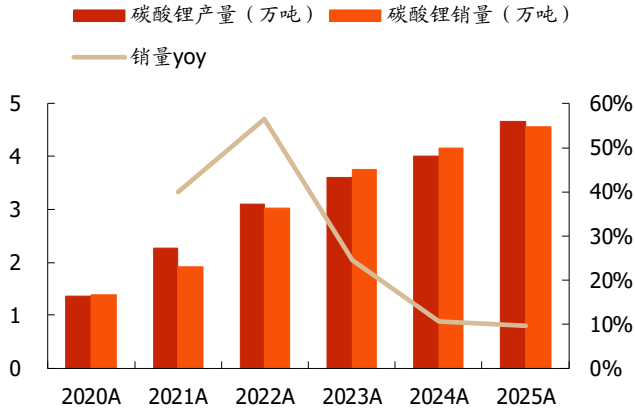
图表21：公司盐湖提锂技术



资料来源：《中国盐湖卤水提锂产业化技术研究进展》-七页等，国盛证券研究所

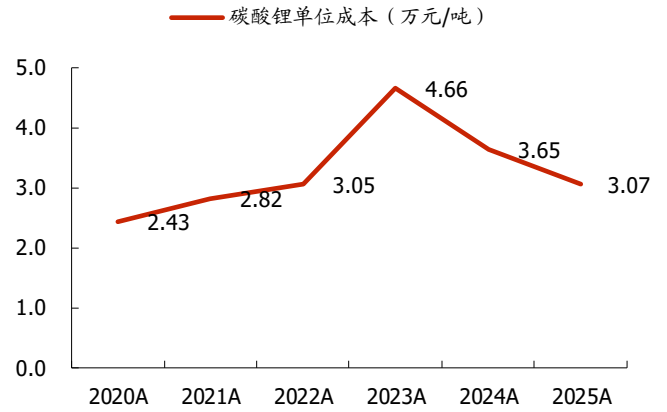
扩产+降本并举，公司锂盐业务盈利韧性强。产量方面，控股子公司蓝科锂业持续开展技改项目，公司产量持续扩张，由2020年1.4万吨扩张至2024年4万吨水平。2025年公司全资4万吨项目投产试产，产量初步释放，2025年产量进一步扩大至4.7万吨。后续随新增产能逐步放量，公司锂盐产销规模有望进一步增长。成本方面，公司成本位于行业成本曲线左端，截至2025年成本为3.07万元/吨。2023年公司锂盐业务单吨成本上升，主要原因为缴纳了大额采矿权出让收益，该部分以一次性费用计入成本，对年度成本形成显著抬升。盈利方面，公司碳酸锂盈利波动主要来源于锂价波动，2022年锂价维持高位，公司锂盐业务毛利达105亿元，单位毛利35万元/吨，后随锂价下行利润空间走弱。对比同行盈利水平，由于公司提锂成本为行业最低水平，故在周期下行时仍能保持盈利韧性；而随锂行业景气度回升，公司增量项目适时放量，量价齐升下，公司有望充分享受行业景气红利。

图表22: 公司锂盐产销量



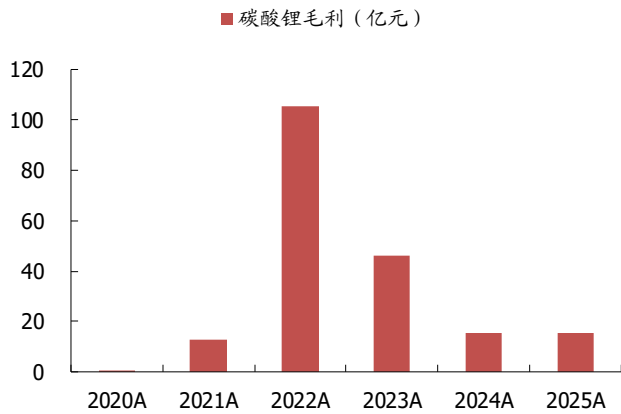
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表23: 公司单位提锂成本



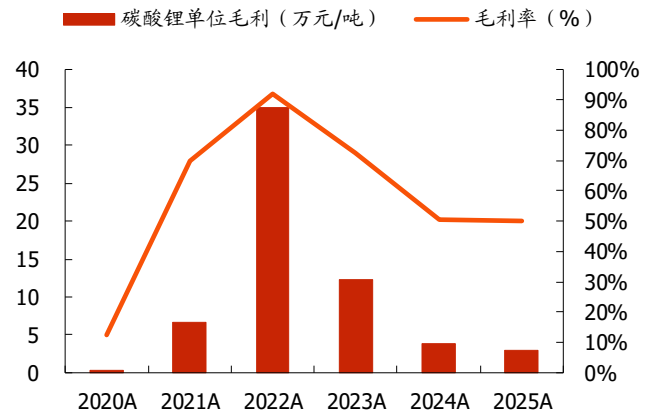
资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

图表24: 公司碳酸锂毛利



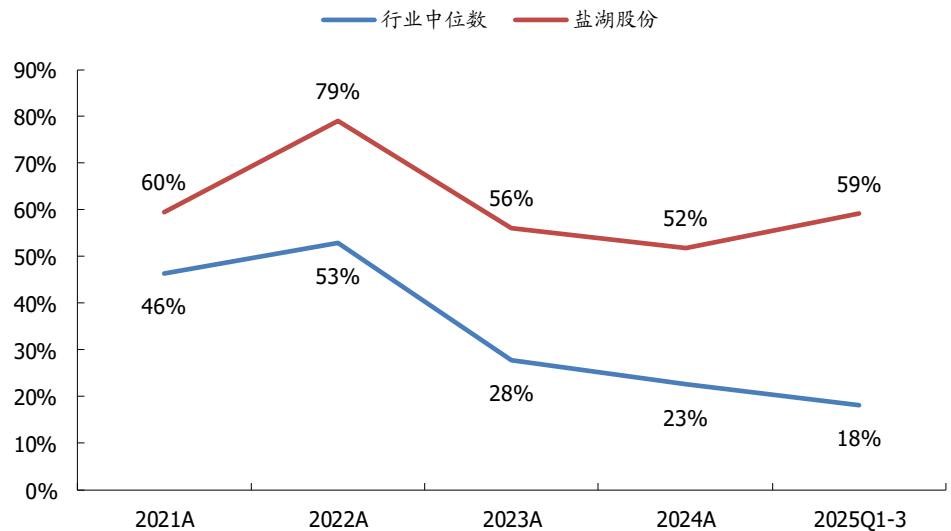
资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

图表25: 碳酸锂单位毛利与毛利率



资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

图表26: 公司销售毛利率与同行对比



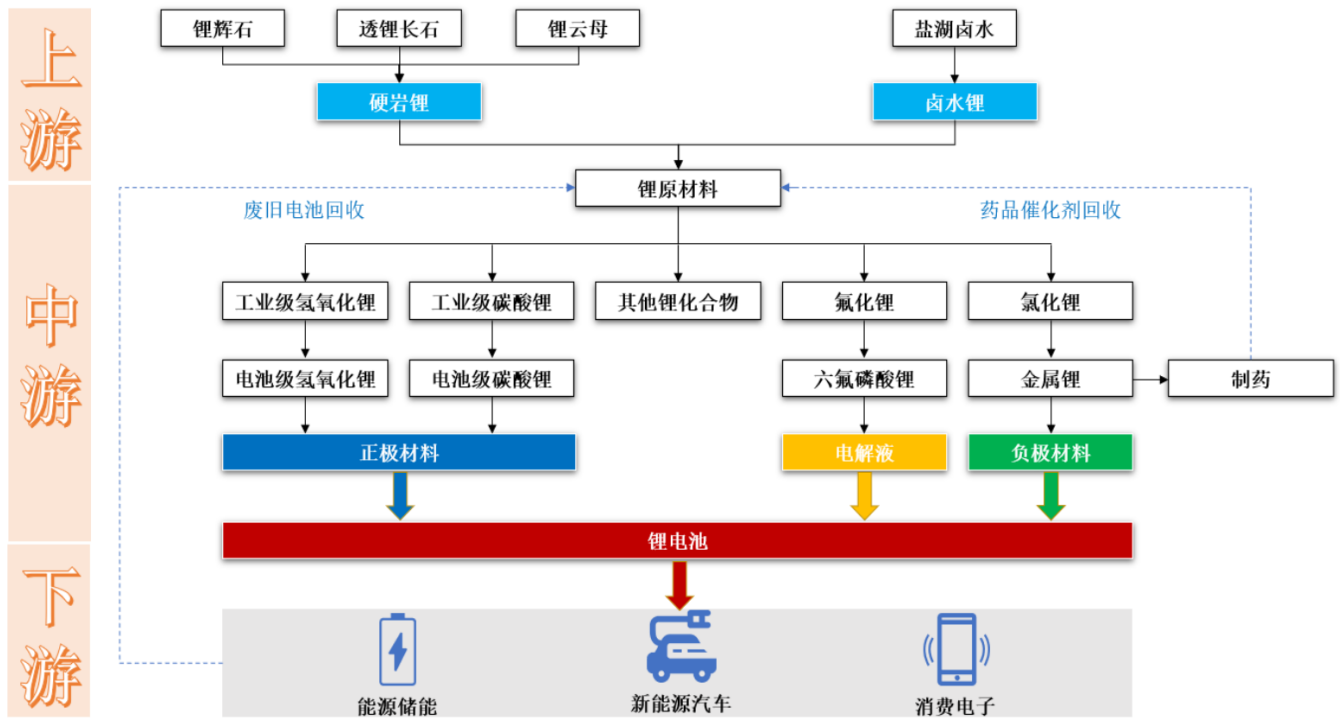
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

五矿集团体内尚有青海汇信冶炼产能，后续可期待资产进一步整合。五矿集团旗下盐湖工业集团持有青海汇信 100% 股权，后者亦是公司股东之一，持有公司 1.34% 股权。青海汇信在锂钾开发业务方面，与公司存在一定的业务重叠。五矿集团承诺自获得控制权之日（2025 年 1 月 16 日）起五年内，并力争用更短的时间综合运用资产重组、业务调整、委托管理等多种方式，稳妥推进相关资产或业务整合以解决同业竞争问题。公司于 2025 年完成五矿盐湖资源整合。青海汇信现有 2 万吨碳酸锂在产产能。该项目于 2024 年 6 月开工，2025 年 6 月一次性投料试车成功，顺利产出合格产品。目前项目持续稳定运行。项目原料来自察尔汗盐湖钾肥生产排放老卤。

2.2 行业：储能腾势起，锂价新周期

锂产业链： 锂盐位于锂产业链中上游。锂在自然界中主要以锂辉石、云母、透锂长石等硬岩或盐湖卤水形式存在，硬岩经过采选、冶炼/卤水经过浓缩、除杂得到基础锂盐，如碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、硫酸锂等，并作为原料应用于下游生产。从终端需求来看，据我们测算，2025 年锂盐 58% 来自动力电池，26% 来自储能电池，6% 来自 3C 及小动力电池，11% 来自玻陶、润滑脂、助熔剂、医疗等传统需求。在锂电池中，碳酸锂、氢氧化锂主要用于生产磷酸铁锂、三元材料、钴酸锂等正极材料，氯化锂主要用于生产电解液溶质。

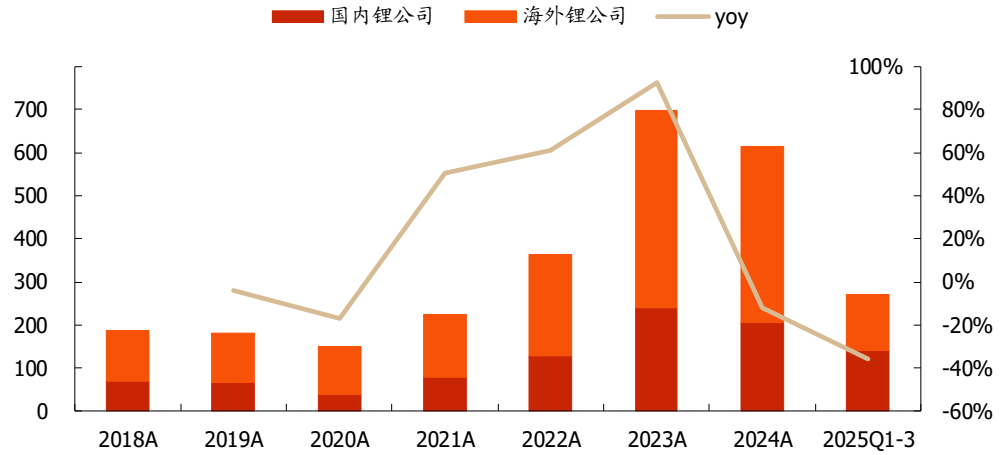
图表27：锂行业产业链图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2026-2028 供给：资本开支降速，中、非供应走向台前。 由于锂价自高位大幅回落，行业盈利空间显著收缩，锂资源及锂盐上市公司经营预期趋于谨慎。为应对价格波动和现金流压力，多数企业已主动放缓扩产节奏，压缩或推迟资本开支计划，投资重点由规模扩张转向成本控制与存量资产效率提升。过去的过剩即是未来短缺的原因”，企业资本开支下滑的直接表现为 2026-2028 年锂资源供应增速下滑。

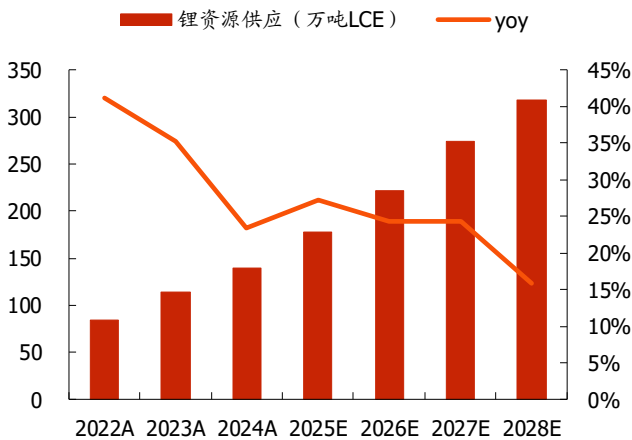
图表28: 锂样本公司资本开支 (亿元)



资料来源: Wind, 彭博, 国盛证券研究所; 资本开支口径: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金; 部分公司使用 2025H1 数据

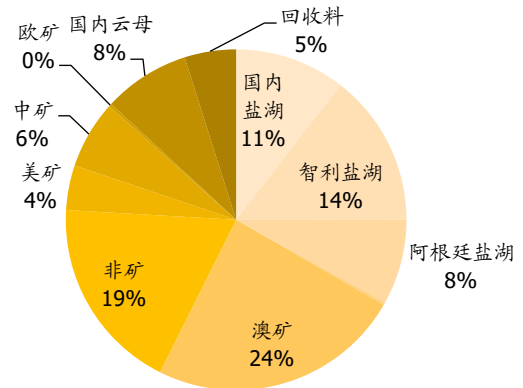
总量结构来看, 我们预计 2026-2028 年锂资源供应分别为 221/275/318 万吨 LCE, 同比 24%/24%/16%。其中, 澳洲、非矿、南美盐湖为主要的资源供应来源。**增量来看**, 2026-2028 年全球供应核心增量来自非矿 (多由中资企业开发)、国内锂辉石、盐湖、云母等, 2026 年占增量近六成。

图表29: 全球锂资源供应



资料来源: 各公司公告, 公司官网, SMM, 国盛证券研究所测算

图表30: 2026E 全球锂资源供应结构



资料来源: 各公司公告, 公司官网, SMM, 国盛证券研究所测算

图表31: 2024-2028E 锂供应增量 (万吨 LCE)

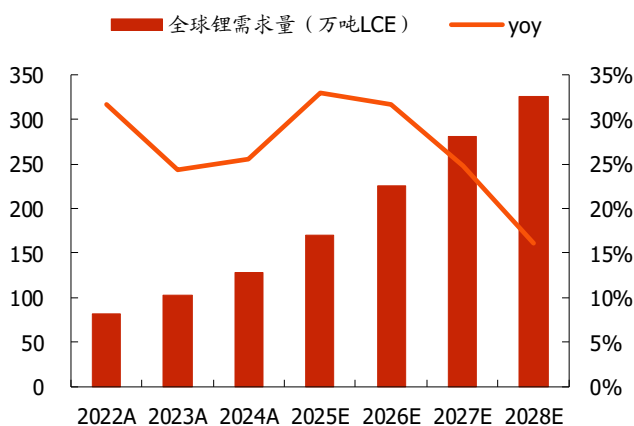
供给增量及占比	2024A		2025E		2026E		2027E		2028E	
盐湖	11.1	42%	9.6	25%	14.8	34%	13.5	25%	12.5	29%
国内盐湖	1.6	6%	2.4	6%	7.5	17%	5.7	11%	2.5	6%
智利盐湖	5.2	20%	2.6	7%	2.0	5%	2.0	4%	1.0	2%
阿根廷盐湖	4.4	16%	4.5	12%	5.2	12%	5.6	10%	9.0	21%
美国盐湖	0.0	0%	0.1	0%	0.1	0%	0.2	0%	0.0	0%
锂辉石	14.6	55%	23.9	63%	26.1	60%	27.3	51%	27.0	62%
澳矿	1.0	4%	8.1	21%	3.6	8%	8.6	16%	2.8	6%
非矿	7.8	30%	11.8	31%	14.4	33%	9.0	17%	9.3	21%
美矿	2.9	11%	-0.2	0%	2.3	5%	3.0	6%	3.5	8%
中矿	2.9	11%	4.3	11%	5.3	12%	6.0	11%	10.3	24%
国内云母	2.4	9%	2.4	6%	0.3	1%	11.0	20%	1.0	2%
回收料	-1.6	-6%	2.0	5%	2.0	5%	2.0	4%	2.0	5%
合计	26	100%	38	100%	43	100%	54	100%	44	100%

资料来源: 各公司公告, 公司官网, SMM, 国盛证券研究所测算

供给扰动不断, 产能兑现或不及预期。(1) 海外资源民族主义政策: 如津巴布韦于 2026 年 2 月宣布暂停锂精矿出口, 旨在强制本土加工, 此举一度中断了占中国进口量约 15% 的供应, 体现了资源国通过“资源-加工-出口”一体化掌控产业链的趋势, 增加了海外项目的政策风险与投产成本。(2) 国内合规成本显著提升: 江西宜春作为国内锂云母资源核心基地, 目前正经历大规模的矿权合规整改, 多家主力矿山因以“陶瓷土”名义审批但实际开采锂云母, 存在“证矿不符”问题, 需停产更换采矿证。当前锂资源供给正面临来自资源国政策、基础设施及项目运营层面的多重系统性扰动, 产能兑现或不及预期。

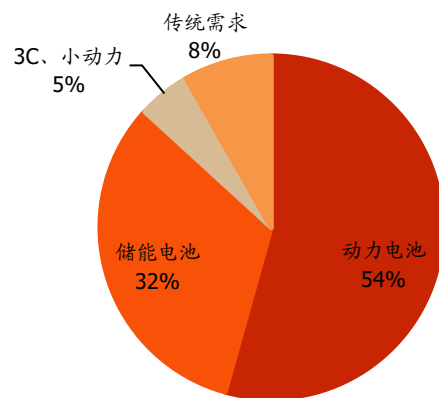
2026-2028 需求: 储能接力成为需求核心增长点。总量结构来看,我们预计, 2026-2028 年全球锂需求量分别为 225/281/326 万吨 LCE, 同比 32%/25%/16%。其中, 2026 年需求结构中, 动力电池占比 54%, 储能需求占比或首超 3 成。**增量来看,**2026 年起, 储能电池增量占比达 54%, 超过动力电池成为主要需求增量来源。

图表32: 全球锂需求量



资料来源: ifind, Wind, GGII, 富临精工互动问答, SMM, Evtank, OECD, 汽车之家, USGS, 每日经济新闻, IEA, 国盛证券研究所测算

图表33: 2026E 需求结构

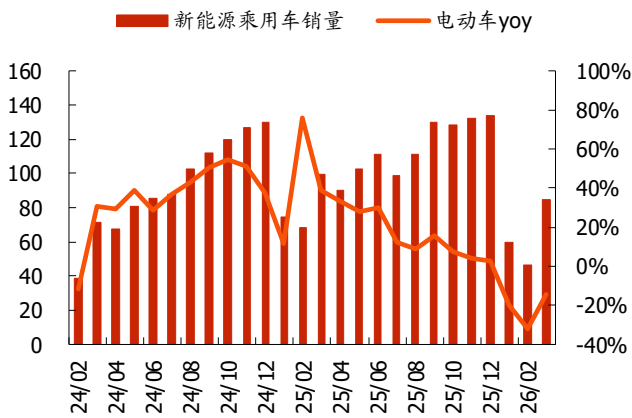


资料来源: ifind, Wind, GGII, 富临精工互动问答, SMM, Evtank, OECD, 汽车之家, USGS, 每日经济新闻, IEA, 国盛证券研究所测算

动力电池：单车带电量提升及高油价刺激新能源转型，预计动力电池用锂平稳增长。2026年电车需求同时面临中美两地补贴政策退坡。中国方面，2026年1月1日起，新能源汽车购置税从全额免征调整为减半征收，每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元，政策有效期至2027年12月31日。美国方面，2025年7月4日，特朗普签署《大而美法案》，宣布自2025年9月30日起取消电动汽车7500美元的联邦税收抵免和4000美元的二手车抵免。我们预计，补贴政策退坡或终止将拖累后续电车销售增速水平。但与此同时，出于对长续航的强诉求与对纯电车接纳度提高，今年以来电动车单车带电量有明显提高，纯电商用车需求高速增长亦形成动力电池重要增长点。

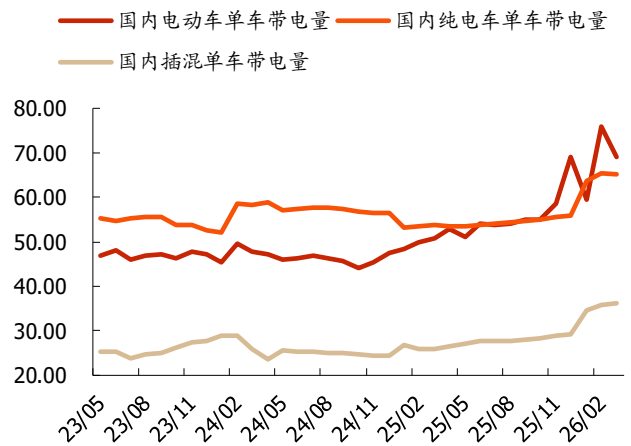
此外，美以伊战争导致油价高企，有望推动新能源汽车加速渗透。高油价对电动车需求的影响主要从宏微观两方面入手。微观用户层，基于使用成本角度考虑，油价高→电车使用性价比高→销量提升；中长期维度，使用习惯改变，带来渗透率中长期中枢上移。宏观政策面，出于能源安全考虑，全球各国回归推行新能源转型政策，推出补贴政策或强制退出政策等，加速电动车替换。我们预计单车带电量提升及高油价刺激新能源转型，有望带动动力电池用锂维持中高增速。

图表34：国内新能源汽车销量（万辆）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表35：国内单车带电量（kWh）



资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表36：全球动力电池需求测算

动力电池需求测算	单位	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
中国新能源乘用车销量	万辆	1090	1281	1345	1412	1483
yoy	%	41%	18%	5%	5%	5%
中国新能源商用车销量	万辆	58	95	118	142	170
yoy	%	29%	64%	25%	20%	20%
海外新能源车销量	万辆	635	773	883	1039	1226
yoy	%	7%	22%	14%	18%	18%
动力电池产量	GWh	997	1323	1642	1987	2222
锂盐需求量	万吨 LCE	74	98	122	148	165
yoy	%	23%	33%	24%	21%	12%

资料来源：ifind，Wind，GGII，富临精工互动问答，汽车之家，IEA，每日经济新闻，国盛证券研究所

储能：供需平衡表的“鲶鱼”，预计后市维持高增。 国内方面，随着新能源强制配储政策逐步取消，储能发展逻辑正由行政约束转向市场化选择。电力现货市场、容量补偿及辅助服务机制不断完善，叠加峰谷价差扩大和系统调节需求上升，使储能项目的商业模式逐步跑通，收益预期更加清晰，推动市场化储能投资需求加快释放。海外方面，在可再生能源渗透率持续提升、电网韧性要求增强的同时，AI 数据中心快速扩张带来高功率、连续性和稳定性用电需求，对备用电源、削峰填谷及电能质量管理提出更高要求，储能正成为数据中心电力系统的重要配置。综合来看，国内市场化机制成熟与海外新型负荷增长共振，将共同驱动全球储能需求中长期增长。

图表37: 全球储能电池需求测算

储能电池需求测算	单位	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
美国	GWh	97	145	203	263	329
增速	%	65%	50%	40%	30%	25%
占比	%	26%	25%	21%	19%	19%
中国	GWh	150	240	432	605	756
增速	%	65%	60%	80%	40%	25%
占比	%	41%	41%	44%	44%	44%
欧洲	GWh	62	93	159	222	278
增速	%	65%	50%	70%	40%	25%
占比	%	17%	16%	16%	16%	16%
其他地区	GWh	61	110	187	280	364
增速	%	65%	80%	70%	50%	30%
占比	%	17%	19%	19%	20%	21%
储能电池出货量	GWh	370	588	980	1371	1727
锂盐需求量	万吨 LCE	28	44	73	102	129
增速	%	65%	59%	67%	40%	26%

资料来源: Evtank, SMM, 国盛证券研究所

供需平衡：我们预计 2026-2028 年锂供给量为 221/275/318 万吨 LCE，同比+24%/24%/16%；锂需求量为 225/281/326 万吨 LCE，同比+32%/25%/16%。我们预计 2026 年锂供需进入短缺周期。

图表38: 2024-2028E 锂供需平衡表

锂供需平衡表 (万吨 LCE)	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
供给合计	140	178	221	275	318
yoy	23%	27%	24%	24%	16%
盐湖	49.2	58.8	73.6	87.1	99.6
国内盐湖	13.3	15.7	23.2	28.9	31.4
智利盐湖	27.4	30.0	32.0	34.0	35.0
阿根廷盐湖	8.1	12.6	17.8	23.4	32.4
美国盐湖	0.4	0.5	0.6	0.8	0.8
锂辉石	68.3	92.2	118.3	145.6	172.6
澳矿	41.4	49.5	53.1	61.8	64.5
非矿	14.8	26.6	40.9	49.9	59.2
美矿	7.3	7.1	9.4	12.4	15.9
中矿	4.8	9.0	14.3	20.3	30.5
欧矿	0.0	0.0	0.6	1.3	2.5
国内云母	15.5	17.9	18.2	29.2	30.2
回收料	6.8	8.8	10.8	12.8	14.8
需求合计	128	171	225	281	326
yoy	26%	33%	32%	25%	16%
动力电池	74	98	122	148	165
储能电池	28	44	73	102	129
3C、小动力	9	11	11	12	12
传统需求	17	18	19	19	20
供需缺口 (万吨 LCE)	11.3	6.8	-3.9	-6.0	-7.8
供需缺口相对于需求 (%)	8.8%	4.0%	-1.7%	-2.2%	-2.4%

资料来源: 各公司公告, 公司官网, ifind, Wind, GGII, 富临精工互动问答, SMM, Evtank, OECD, 汽车之家, USGS, IEA, 每日经济新闻, 国盛证券研究所预测

展望: 供给扰动不断叠加新能源转型提速, 看好锂板块投资机会。(1) 供给端: 海外资源民族主义政策加码, 如津巴布韦暂停锂精矿出口强制本土加工, 中断了关键供应流; 国内合规成本提升, 江西宜春等主力资源基地面临矿权合规整改, 矿山复产进度缓慢。
(2) 需求端: 尽管中美电动车补贴政策有所退坡, 但消费者对长续航的诉求推动单车带电量显著提升, 高油价环境也从使用成本角度强化了电车的经济性, 刺激渗透率中枢上移, 动力电池用锂需求有望维持中高增速。储能领域成为重要增长极, 国内储能商业模式随电力市场化改革而跑通, 海外 AI 数据中心扩张则对备用电源和电网调节提出更高要求, 共同驱动储能需求高速增长。综上, 我们预计 2026 年锂行业将进入短缺周期, 在供给弹性受限而需求韧性较强的背景下, 锂价具备强支撑, 看好锂板块的投资机会。

3 钾肥：中国最大钾肥供应商，“走出去”战略未来可期

3.1 公司：中国最大钾肥供应商，刚果（布）找矿项目持续推进

公司坐拥中国最大钾肥盐湖资源，产能规模位居国内首位、全球领先。公司核心资源位于青海察尔汗盐湖，并拥有一里坪盐湖采矿权。察尔汗盐湖为中国最大可溶性钾镁盐矿床、世界大型盐湖之一，氯化钾资源量达到 5.4 亿吨，占全国已探明储量的 97%，资源禀赋得天独厚。公司作为国内最大的氯化钾生产企业，已形成 500 万吨稳定钾肥生产能力，是国内钾肥市场的龙头之一；凭借“盐桥”这一驰名商标，其品牌价值稳居国内钾肥第一，产品占据国内市场主要份额。此外，公司新收购一里坪盐湖 51% 股权，进一步巩固其在国内钾资源领域的优势地位。公司察尔汗盐湖现有钾肥产能 500 万吨，钾肥分公司拥有 400 万吨钾肥产能，剩余 100 万吨由元通/三元/盐云/晶达等控股子公司持有。一里坪盐湖现有 30 万吨钾肥产能。远期看，公司拟在大股东五矿集团赋能下，将钾肥产能扩至 1000 万吨量级。

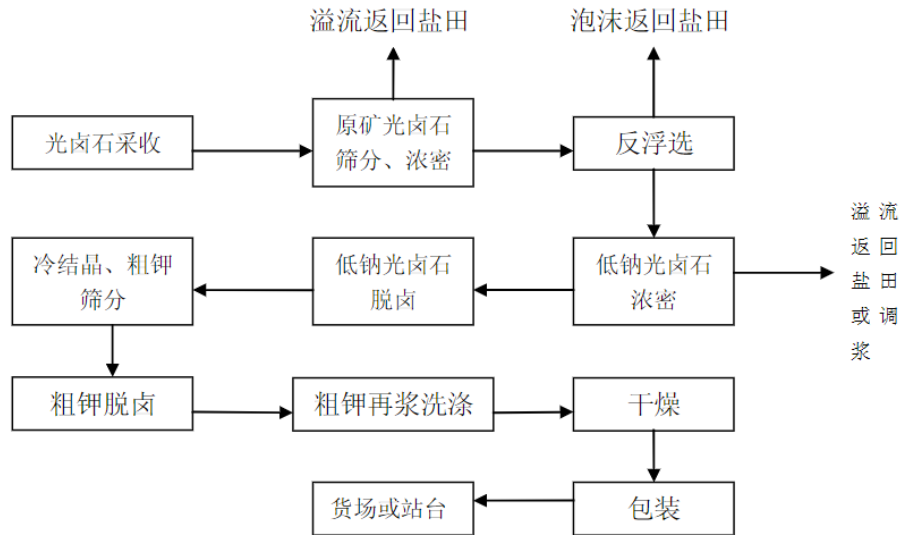
图表39：公司钾肥资源及产能布局

项目	钾产品生产主体	权益	资源量 (亿吨)	钾肥产能 (万吨)
察尔汗	钾肥分公司	100%	5.4	100
	元通	100%		
	三元	85.07%		
	盐云	80%		
	晶达	73.20%		
一里坪	五矿盐湖	51%	0.15	30

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

盐湖股份是世界上唯一拥有全部盐湖提钾生产工艺的企业。在钾肥生产方面，通过在察尔汗地区的长期深耕，已掌握并优化了一系列技术工艺，包括反浮选-冷结晶氯化钾生产技术、固体钾矿的浸泡式溶解转化技术、热溶-真空结晶法精制氯化钾技术、冷结晶-正浮选氯化钾生产技术以及冷分解正浮选氯化钾生产技术，这些技术的综合应用，使盐湖股份成为全球唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业，能够根据原材料不同特性，生产不同品位的氯化钾，满足市场多样化需求。具体工艺流程为：以察尔汗盐湖卤水为资源起点，先通过盐田日晒蒸发实现分级析盐，富集得到含钾矿物光卤石（ $KCl \cdot MgCl_2 \cdot 6H_2O$ ），再进入加工环节：通过加水分解使氯化镁进入溶液、氯化钾与氯化钠留在固相，随后采用核心的反浮选工艺选择性去除氯化钠，实现钾盐富集；之后利用冷结晶工艺，在降温条件下使氯化钾优先析出结晶，最后经浓密、洗涤、过滤和干燥等固液分离步骤，得到符合标准的氯化钾成品，实现从盐湖卤水到钾肥产品的工业化转化。

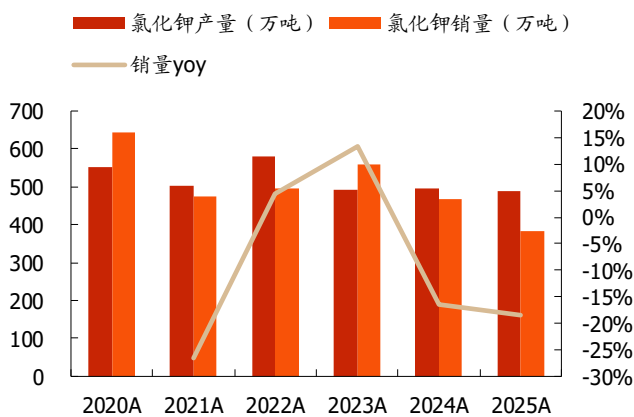
图表40: 钾肥生产工艺



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

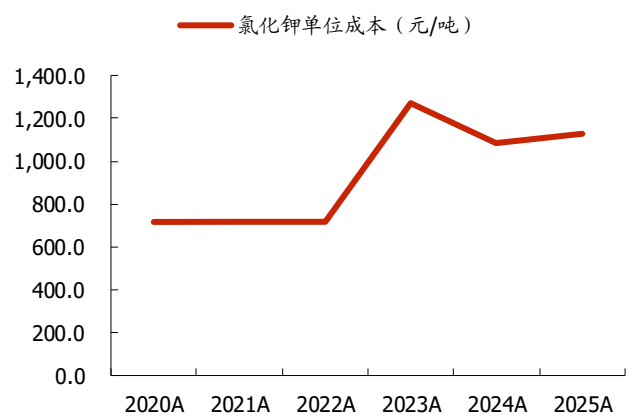
2025 年价增量减, 库存延迟释放。产销量方面, 2025 年公司钾肥产量 490 万吨, 销量 381 万吨, 库存 117 万吨, 销量同比-18%。公司 2025 年销量下滑, 年末库存明显增加。主要原因系为全力保障国内农业春耕用肥供应, 夯实粮食安全保障基础, 公司结合市场需求预判提前开展生产备货工作。2026Q1 公司预计氯化钾产量约 87.73 万吨, 销量约 132.97 万吨, 去年同期销量 89 万吨, 库存得到明显释放。**价格方面,**2025 年公司钾产品单价为 3234 元/吨(含税), 同比+14%, 主要钾肥价格持续高位。**成本方面,**公司钾产品单位成本为 1,126 元/吨, 维持相对低位水平; 与碳酸锂类似, 2023 年公司钾产品成本明显上移, 主要原因为缴纳了大额采矿权出让收益, 该部分以一次性费用计入成本, 对年度成本形成显著抬升。后市看, 公司钾肥业务依托于世界级优质钾肥资源有望持续贡献稳定现金流, 2026 年一里坪并表及库存释放有望带来业绩增量。

图表41: 氯化钾产销量



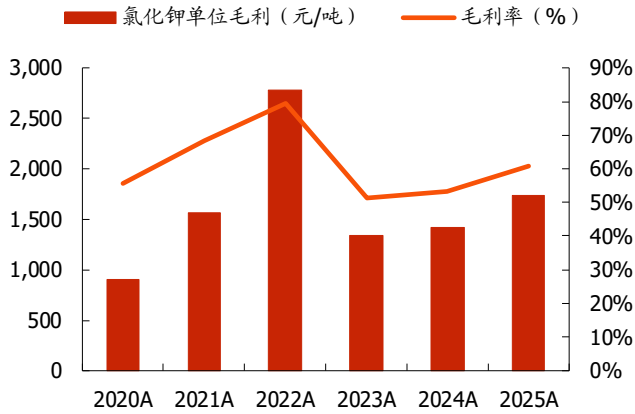
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表42: 氯化钾单位成本



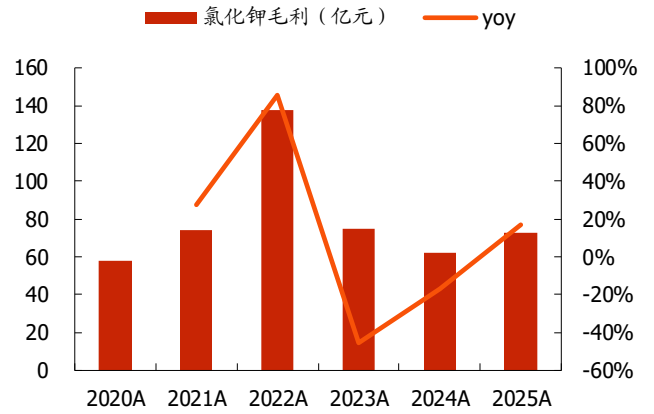
资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

图表43: 氯化钾单位毛利情况



资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

图表44: 氯化钾毛利水平



资料来源: ifind, 公司公告, 国盛证券研究所

公司在刚果(布)项目取得进展,“走出钾”发展战略成效可期。公司已在刚果(布)取得 340 平方公里的钾盐矿权,即 BMB 钾盐矿项目。并计划建立海外钾盐战略储备基地和钾盐开发产业园。2025 年 6 月,盐湖股份董事长侯昭飞与刚果(布)国际合作部部长克里斯戴尔举行专项工作会谈,双方就加快项目勘探开发达成全面共识,刚方承诺全力支持勘探许可审批。截至 2026 年 3 月,该项目处于详勘阶段,钻探、物探等各项勘查工作正按计划有序开展。

图表45: 2025 年 6 月公司与刚果(布)国际合作部部长克里斯戴尔举行工作会谈

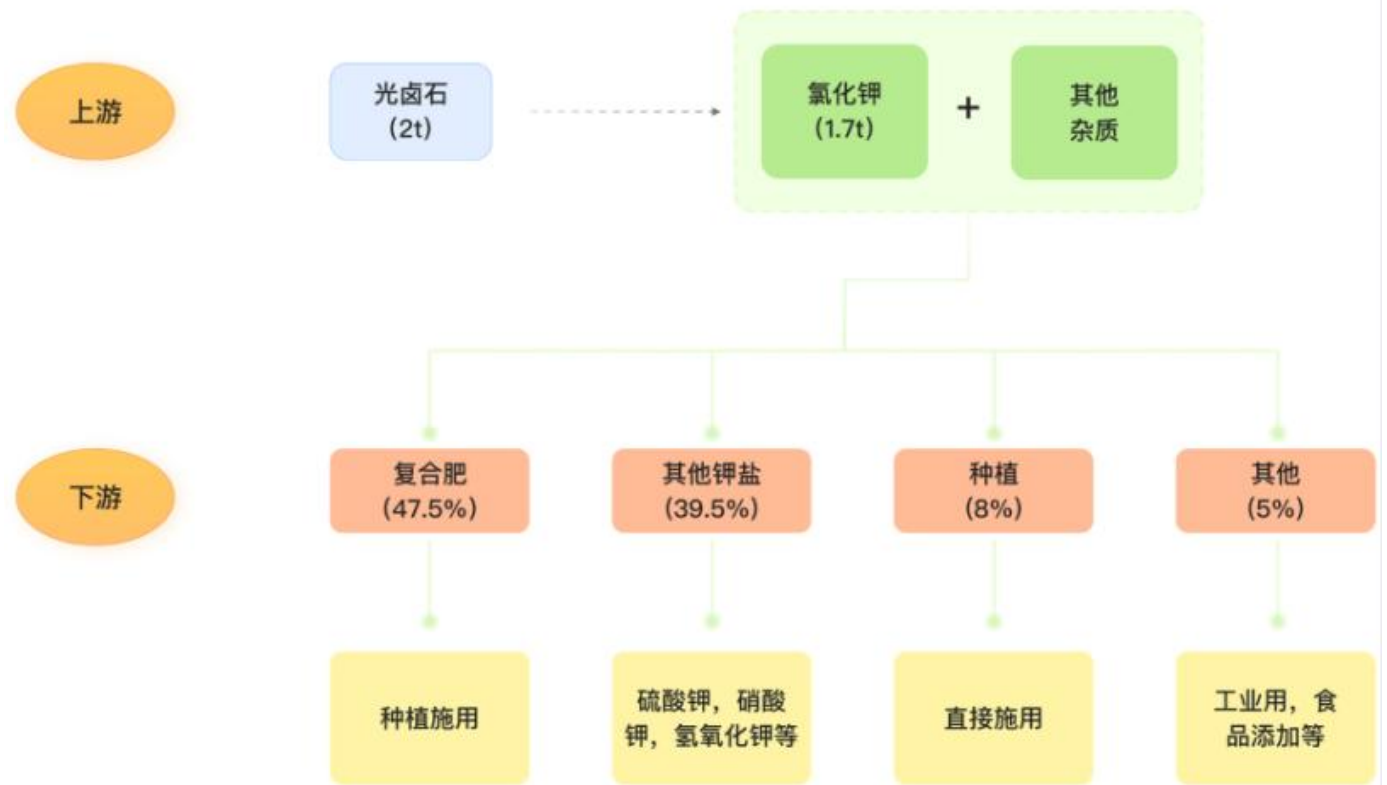


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2 行业：钾供应高度集中，需求平稳增长

钾资源供应集中，主要用于农业肥料。钾产业链以钾资源开发为起点，主要来源包括钾盐矿（如氯化钾矿）、卤水（盐湖提钾）及少量海水提取，其中全球资源高度集中于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等国，中国以盐湖资源（如察尔汗盐湖）为主；上游通过采矿或卤水蒸发结晶生产基础产品如氯化钾（KCl）和硫酸钾（K₂SO₄），并可进一步加工为硝酸钾、氢氧化钾等精细化工品；中游以钾肥生产和流通为核心，占钾消费的绝大部分，同时部分进入玻璃、医药、食品添加剂等工业领域；下游需求端高度集中于农业，用于提升作物抗逆性和产量，其需求与全球粮食价格、种植结构及耕地面积密切相关。整体来看，钾产业链具有资源垄断性强、运输半径大、价格受国际供需和地缘政治影响显著的特点。

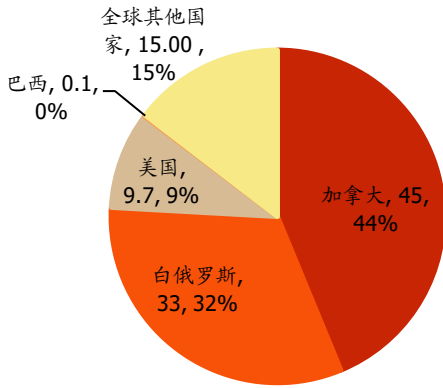
图表46：氯化钾产业链图



资料来源：盐湖资讯网，国盛证券研究所

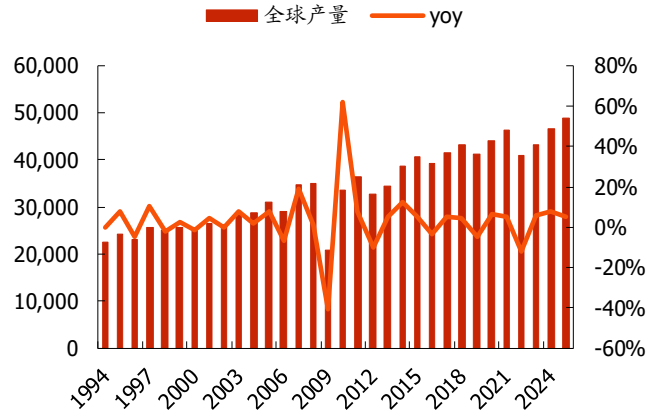
供给端：钾肥供给高度集中。储量方面，据 USGS 统计，全球钾盐储量约 103 亿吨（K₂O 计），其中加拿大占据全球储量近半壁江山，达 45 亿吨，占比 44%，白俄罗斯居次，储量 33 亿吨，占比 32%。中国储量约 3.5 亿吨，仅占比 3%。**产量方面**，2025 年全球产量达 4900 万吨，同比增长 5%；近十年全球钾肥产量增长平稳，CAGR 达 2.5%。加拿大、俄罗斯、中国、白俄罗斯贡献主要产量，四国合计占比达 76%。**市场集中度上**，国际钾肥市场寡头垄断明显，2025 年头部 5 家企业市占率达到 69%。全球最大的钾肥生产商 Nutrien 钾肥产能高达 2000 万吨（KCl），占比 20%，白俄罗斯 Balaruskali、乌拉尔（Uralkali）、美盛（Mosaic）分别占比 14%，盐湖股份产能占比约 5%，位居全球第六。寡头结构带来的是高于成本曲线的价格中枢，单一供应来源的扰动都将对全球平衡形成显著影响。

图表47: 2025 年全球钾肥储量结构 (K2O 亿吨)



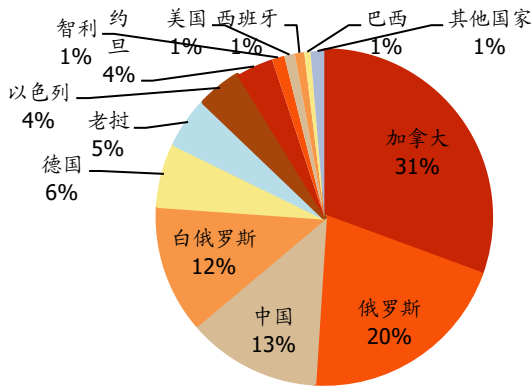
资料来源: USGS, Wind, 国盛证券研究所

图表48: 全球钾产量 (K2O 万吨)



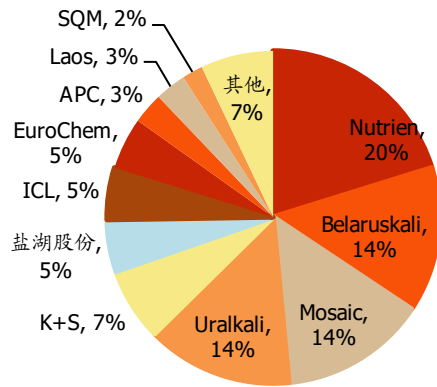
资料来源: USGS, Wind, 国盛证券研究所

图表49: 2025 年钾全球供给结构



资料来源: USGS, Wind, 国盛证券研究所

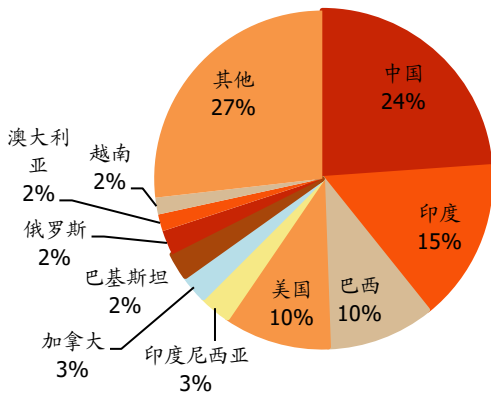
图表50: 全球钾生产高度集中



资料来源: ICL2025 年报, CRU, 国盛证券研究所

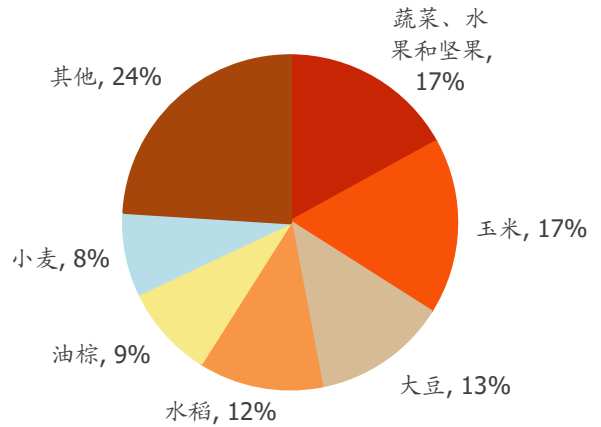
需求端: 钾肥主要应用于农业领域, 主要钾肥消费国为中国、印度、巴西和美国等。根据 USGS, 2025 年全球肥料用钾需求达 4160 万吨 (K2O 计); 其中, 据 IFA, 2023 年中国消费量占全球的比重约 24%, 其次是印度, 占比 15%, 美国、巴西消费量分别占比 10%。钾肥主要应用于农业领域, 下游施用作物包括果蔬和坚果、玉米、大豆、大米、油棕和小麦等。2024 年, 果蔬和坚果、玉米是施用钾肥占比最高的农作物, 各占比 17%。

图表51: 2023年各国钾肥消费占比



资料来源: IFA, 国盛证券研究所

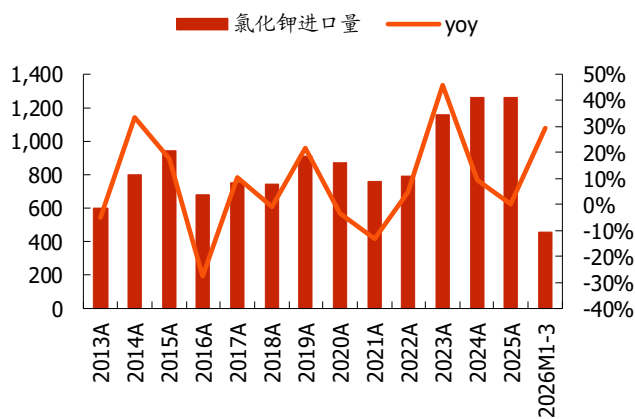
图表52: 2024年全球钾肥施用量按作物分布



资料来源: uralkali, 国盛证券研究所

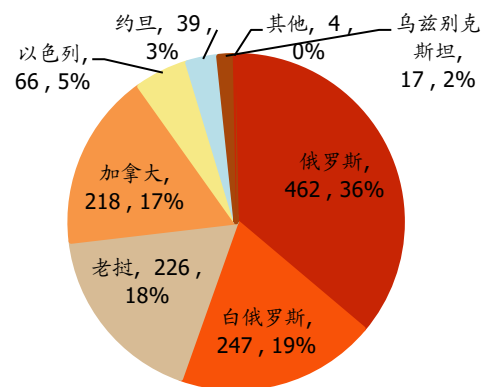
中国高度依赖进口，资源保供压力仍在。中国钾肥资源禀赋相对不足，长期对进口形成高度依赖，进口依存度常年高于50%。是典型的资源约束型品种。从供给结构看，国内钾盐主要集中于青海察尔汗盐湖及新疆罗布泊等少数盐湖型矿床，资源类型以低品位、复杂共生为主，开发成本与技术门槛较高，难以完全支撑农业需求；而需求端受粮食安全战略驱动，化肥施用刚性较强，使供需缺口长期存在。在此背景下，中国钾肥进口高度集中于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等少数国家，呈现“来源集中+价格外部定价”的特征，国际钾肥巨头对价格具有较强话语权，导致国内价格易受地缘政治、贸易制裁及海外装置扰动影响而波动；尽管近年来通过“走出去”战略（如海外找矿、参股项目）及国内盐湖提钾技术进步，依赖度有所边际改善，但在中短期内，中国仍难以摆脱对进口钾肥的结构性依赖。

图表53: 氯化钾进口量 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表54: 2025年中国氯化钾进口结构

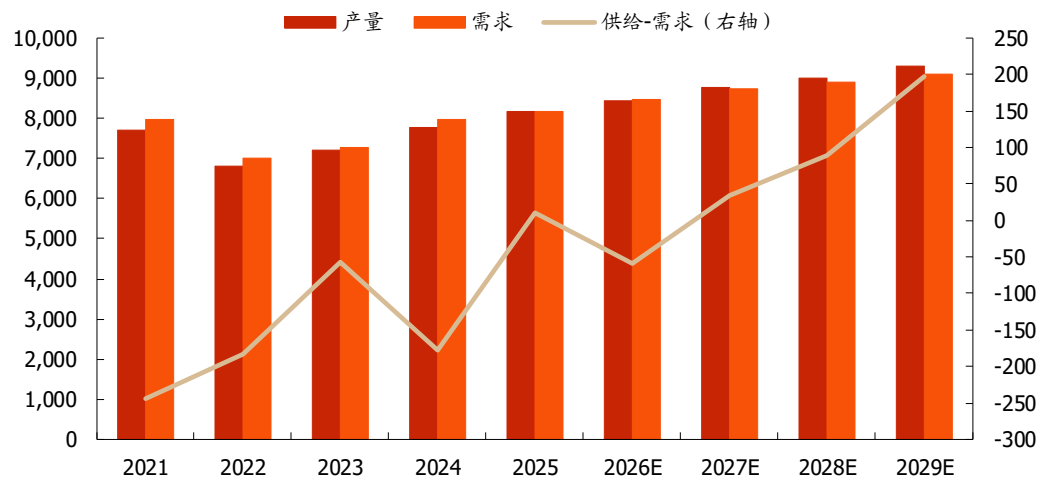


资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

价格展望：钾肥价格有望维持偏强震荡、重心抬升。供给端方面，行业高度集中于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等少数国家，天然具备寡头属性；2027年后以BHP等大型钾肥项目预期投产，叠加老矿扩建，27-30年或进入阶段性供给集中释放期，但新增产能受制于资本开支强度大、建设及爬坡周期长、地缘政治与贸易扰动频繁，实际有效供给弹性仍偏低。需求端方面，全球人口增长与粮食安全约束决定农业用肥具备刚性，新兴市场施肥强度提升叠加高粮价对农民种植收益的正反馈，推动钾肥需求维持稳健增长。综

合来看，中期供给冲击可能压低价格中枢并放大波动，但长期在供给刚性与需求韧性支撑下，价格难回历史低位，整体中枢上移。

图表55: 钾供需平衡表 (万吨 KCl)



资料来源: Wind, ifa, usgs, 农资导报, 国盛证券研究所测算

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

碳酸锂: (1)量: 我们预期察尔汗盐湖新增 4 万吨项目于 2025 年起逐步放量, 并于 2026 年达产, 预计 2026-2028 年公司锂盐销量达 9.1/9.5/9.5 万吨。(2)价: 自 2025 年四季度起碳酸锂价格呈现震荡上行趋势, 我们预期 2026-2028 年锂价维持相对高位, 假设 2026-2028 年碳酸锂市场价为 16/17/18 万元/吨。(3)利: 基于前述量价假设, 我们预计公司锂板块盈利将有明显提升, 2026-2028 年碳酸锂毛利分别为 101/114/123 亿元。

钾产品: (1)量: 公司钾产品包括氯化钾及氢氧化钾、碳酸钾(两钾)产品。考虑到一里坪盐湖并表, 我们预计 2026-2028 年公司钾产品销量达 520-530 万吨, 增量主要来自一里坪盐湖及消纳库存。(2)价: 2026 年 1 月国家发改委组织钾肥生产、流通及进口企业召开保供稳价会议, 将国产钾到站价设置为 3100 元/吨, 我们假设 2026-2028 年钾肥市场价稳于该价格, 由于公司销售两钾产品, 实际售价略高于市价。(3)利: 基于前述量价假设, 我们预计公司钾产品业绩平稳释放, 2026-2028 年钾产品毛利分别为 101/102/102 亿元。

综上, 我们预计 2026-2028 年公司毛利达 203/218/226 亿元, 同比+122%/+7%/+4%; 毛利率达 70%/71%/71%。归母净利 125/134/139 亿元, 同比+48%/+7%/+4%。

图表56: 公司分业务盈利预测

项目	单位	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
碳酸锂						
销量	万吨	4.16	4.56	9.08	9.50	9.50
销售单价	万元/吨, 含税	8.4	7.6	15.9	17.0	18.0
单位成本	万元/吨	3.6	3.1	3.0	3.0	3.0
销售收入	亿元	30.7	30.7	127.7	142.9	151.3
销售成本	亿元	15.2	14.0	27.1	28.5	28.5
销售毛利	亿元	15.6	16.8	100.7	114.4	122.8
钾产品						
销量	万吨	503.1	420.4	520.0	530.0	530.0
销售单价	元/吨, 含税	2630.8	3236.1	3410.0	3410.0	3410.0
单位成本	元/吨	1086.3	1124.3	1100.0	1100.0	1100.0
销售收入	亿元	117.1	120.4	156.9	159.9	159.9
销售成本	亿元	54.7	47.3	55.9	58.3	58.3
销售毛利	亿元	62.5	73.1	101.0	101.6	101.6
合计						
营业收入	亿元	151.3	156.7	290.2	308.4	316.9
<i>yoy</i>	<i>%</i>		<i>4%</i>	<i>85%</i>	<i>6%</i>	<i>3%</i>
营业成本	亿元	72.9				
<i>yoy</i>	<i>%</i>		<i>-10%</i>	<i>33%</i>	<i>4%</i>	<i>0%</i>
毛利	亿元	78.5	91.4	203.2	217.5	226.0
<i>yoy</i>	<i>%</i>		<i>16%</i>	<i>122%</i>	<i>7%</i>	<i>4%</i>
毛利率	<i>%</i>	52%	58%	70%	71%	71%

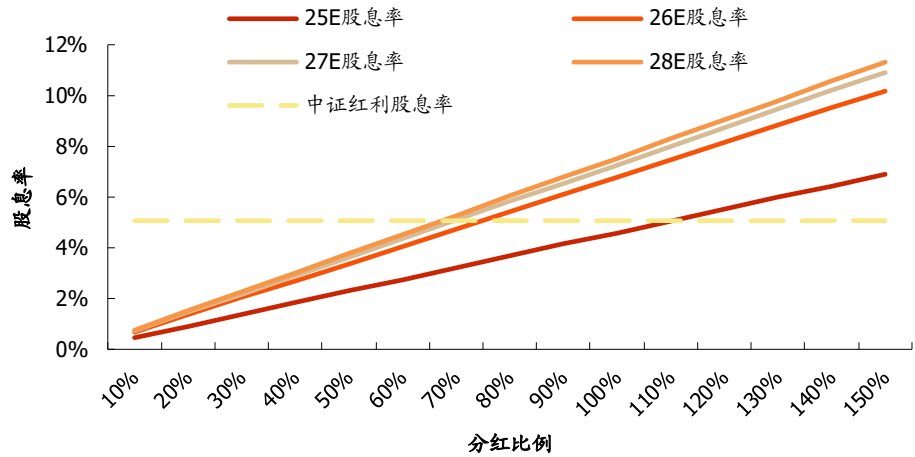
资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所测算

4.2 投资建议

投资逻辑: 在“背靠五矿+增量释放+高分红潜力”的三重逻辑下, 盐湖股份或兼具**高分红与成长性**: **(1) 背靠五矿:** 公司现金收购五矿盐湖 51% 股权 (核心资产一里坪盐湖), 五矿集团“三步走”五年战略目标路径清晰, 可期待“十四五”期间更多大股东赋能; **(2) 增量释放:** 4 万吨锂盐一体化项目于 2025 年 9 月底投产, 加之一里坪预期并表, 公司锂盐权益产能由 25 年初 2 万吨增至 7 万吨, 增幅明显, 公司坐拥世界级盐湖资源, 成本位于行业最低水平, 跨周期盈利能力凸显。 **(3) 分红:** 截至 2025 年, 公司账面现金 233 亿元, 预计公司于 2026 年满足分红条件, 现有资金足以在维持高分红的同时, 支持“三步走”五年战略目标大额资本开支。

股息率维度: 据我们测算, 预计公司 2026-2028 年归母净利润 125/134/139 亿元, 同比 +48%/+7%/+4%。我们基于不同的分红比例测算股息率。2026-2028 年若分红比例维持 80% 水平, 公司股息率可达 5.4/5.8/6.0%, 高于中证红利 5.1% 股息率水平。若公司股息率回归 4.5% 水平, 分红属性可带来 21%-34% 市场空间。

图表57: 公司股息率测算



资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所测算; 股价选择2026年5月14日收盘价

估值维度: 我们选取赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源等公司作为锂可比公司, 选择亚钾国际、东方铁塔、藏格矿业作为钾可比公司。基于 ifind 一致预期, 2026-2028 年锂可比公司 PE 中位数为 21/17/15x, 钾可比公司 PE 中位数分别为 18/14/12x。我们测算公司 PE 分别为 15/14/13x, 位于行业偏低水平, 考虑到公司后续存在资本开支及产能扩建规划, 具备较高成长性, 故首次覆盖给予“买入”评级。

图表58: 可比公司估值表

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2026E	2027E	2028E	2029E	2026E	2027E	2028E	2029E
000408.SZ	藏格矿业	87.68	2.5	4.8	6.2	7.2	35.7	18.4	14.1	12.1
000893.SZ	亚钾国际	50.66	2.0	3.4	4.5	5.4	25.3	15.1	11.3	9.4
002545.SZ	东方铁塔	25.09	1.0	1.3	1.5	1.9	26.4	19.4	16.2	13.0
行业中位数			2.0	3.4	4.5	5.4	26.4	18.4	14.1	12.1
002460.SZ	赣锋锂业	79.98	0.8	3.4	4.2	5.1	104.0	23.8	19.2	15.7
002466.SZ	天齐锂业	70.69	0.3	3.4	4.3	4.8	261.8	20.8	16.6	14.7
002738.SZ	中矿资源	77.00	0.6	3.8	5.7	7.5	121.4	20.1	13.4	10.3
002240.SZ	盛新锂能	52.81	-1.0	2.1	2.6	3.1	-54.4	25.6	20.2	17.1
002497.SZ	雅化集团	26.70	0.5	1.7	2.3	3.0	51.6	15.5	11.7	8.8
002756.SZ	永兴材料	73.63	1.6	3.8	4.6	6.6	46.9	19.4	15.9	11.2
行业中位数			0.5	3.4	4.3	5.1	121.4	20.8	16.6	14.7
000792.SZ	盐湖股份	34.83	1.6	2.4	2.5	2.6	21.7	14.7	13.7	13.2

资料来源: ifind, 国盛证券研究所; 注: 可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价为2026年5月14日收盘价

风险提示

锂钾价格波动风险。若下游需求释放不及预期或供给超预期释放，则可能导致锂盐价格超预期下跌。钾肥产品价格受国家政策、产品供需影响，存在波动风险。若产品价格下跌，或对公司业绩形成负面影响。

项目建设不及预期。公司新建项目处于产能爬坡阶段，后续增量项目尚在规划，存在产能爬坡进度及项目建设不及预期的风险。

测算误差风险。报告中涉及对公司销量、售价及成本的假设，未来实际取值可能与预测数据存在差距，导致盈利测算偏离实际情况。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

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。

本报告版权归“国盛证券 股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com