

国内钾锂龙头，兼具稳健性与成长性

——盐湖股份首次覆盖报告

公司深度

● 公司是国内钾锂龙头，钾锂双轮驱动，产能和生产优势明显

盐湖股份是国内最大的钾肥工业生产和盐湖提锂企业，主营业务为氯化钾、锂盐等产品，其中氯化钾是应用最广泛的钾肥品种，锂盐产品则主要用于锂电池生产。公司长期深耕钾锂行业，成长路径清晰，经历了从专注钾肥到横向扩张再到聚焦钾锂的过程，目前钾肥和锂盐产能分别达到 530 万吨、9.8 万吨，产能规模均位于国内第一。目前公司控股股东为五矿集团，实控人为国务院国资委。公司受益于钾肥和锂盐产能的持续增长，近年来营收与利润规模中枢持续增长。自公司 2020 年重组以来，受益于财务费用的下降，公司期间费用率持续改善，毛利率长期保持较高水平。近年来公司利润持续修复，有望满足分红条件，公司分红政策积极，将有效提升股东回报。

● 钾：钾肥行业价值属性突出，公司产能和成本优势明显

钾肥是农业三大基础肥料之一，在促进农作物生长、增产、提升品质和增强抗逆性等方面具有不可或缺的作用。需求方面，钾肥行业受益于人口增长和经济作物结构升级，在“保钾增钾”的政策导向下，行业需求稳定。供给方面，全球钾资源丰富，钾资源分布和生产集中度较高，行业供需空间存在明显错配。全球钾资源主要分布在俄罗斯、加拿大和老挝，产量主要分布在加拿大、俄罗斯和中国。钾肥行业呈现寡头垄断竞争格局，全球四大钾肥企业产量合计占比 60% 以上，具有较强议价权。国内钾肥资源相对稀缺，进口依赖度较高。价格方面，2022 年俄乌冲突导致钾肥价格大幅上行，2024 年价格回落明显，目前处于长期价格中枢的上沿附近，我们预计 2027 年钾肥价格基本保持平稳。

盐湖股份钾肥业务的产能和成本优势明显。目前，公司拥有 530 万吨钾肥产能，居国内首位，全球前列，是国内钾肥保供的压舱石、国内粮食安全的重要保障。公司盐湖资源优质，生产成本行业领先，同时地处西北内陆地区，辐射内陆市场运输成本相较进口有优势。五矿集团作为公司控股股东，将为公司在资源获取、海外布局、资本运作等方面给予充分支持，将为公司 2030 年钾肥产能翻倍的目标提供清晰实现路径。

● 锂：全球锂电池需求有望长期增长，公司低成本产能扩张享受增长红利

锂作为重要的能源金属，是全球锂电池行业的核心上游原材料。过去几年随着全球电动车销量的持续上行，全球锂需求和价格出现大幅增长，随后由于阶段性供需错配价格回落明显。目前全球汽车电动化持续进行，储能行业蓬勃发展，有望带动锂需求持续上行。动力电池方面，受到相关政策退坡、高基数等因素影响，近期国内新能源汽车增速中枢虽然有所下移，但单车带电量增长明显。海外新能源汽车渗透率提升仍有很大空间，叠加具有较强产品竞争力的国产新能源汽车出海，以及地缘冲突带来的能源价格上涨因素，海外新能源汽车市场有望保持快速增长。储能方面，近年来全球能源结构加速向清洁能源转型，风光发电的随机性、间歇性和不可预测性给电力系统带来了新的挑战，从而刺激全球储能装机持续增长。目前储能行业需求呈现全球

推荐（首次评级）

王子璿（分析师）

wangzixun@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280524110001

范云浩（分析师）

fanyunhao@cctgsc.com.cn

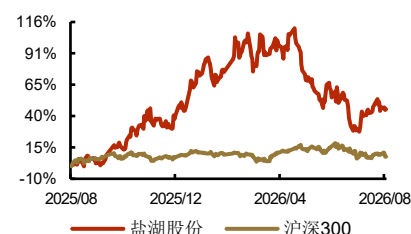
登记编号：S0280524010001

市场数据

时间 2026.08.20

收盘价(元):	27.93
一年最低/最高(元):	18.82/41.60
总股本(亿股):	52.92
总市值(亿元):	1,477.94
流通股本(亿股):	52.92
流通市值(亿元):	1,477.92
近 3 月换手率(%):	106.32

股价一年走势



相关报告

需求共振的态势，中长期有望保持景气上行。

国内盐湖提锂龙头，位于行业供给成本曲线左侧区间，远期产能仍有提升空间。公司锂盐产能稳定增长，随着新建 4 万吨锂盐一体化项目全面投产以及完成五矿盐湖股权收购，公司产能提升明显，达到 9.8 万吨的水平。公司将通过原有产能的挖潜、集团锂盐产能的注入以及外部产能的收购等方式提升产能，以实现 2030 年 20 万吨产能的目标。成本方面，盐湖提锂技术凭借钾肥与锂盐的协调效应，成本明显低于锂辉石等产能，同时公司盐湖资源优质，原卤提锂产业化效果良好，使得公司长期处于行业供给成本曲线左侧区域，后续有望持续受益下游行业增长和自身产能提升。

● 盈利预测、估值与评级

公司是国内盐湖提钾和盐湖提锂的龙头企业。受益于国内钾肥保供需求及储能增长带动的锂需求的增长，我们预计公司 2026 至 2028 年分别实现营业收入 259 亿元、267 亿元、276 亿元，同比增速分别约为 67%、3%、3%，分别实现归母净利润 125 亿元、131 亿元、135 亿元，同比增速分别约 111%、4%、4%，对应目前市值 PE 分别为 12X、11X、11X，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**（1）产品价格波动。公司以钾肥、锂盐为主营业务，业绩与产品价格走势高度相关。钾肥、锂盐产品资源属性较强，产品价格受到国际环境、经济周期、供需关系、产业政策变化等诸多因素影响，价格具有较高的波动性；（2）扩产不及预期。公司在现有察尔汗盐湖和一里坪盐湖的锂盐扩产项目正在建设中，若项目投产不及预期，或对公司未来盈利能力产生影响。（3）下游需求不及预期。钾肥需求受多种因素共同影响，锂电池需求主要受新能源汽车与储能行业景气影响，若下游需求不及预期，将对公司业务产生影响；（4）政策风险：各国新能源、储能政策将显著影响当地新能源汽车、储能行业增长；（5）全球地缘冲突争端的风险：钾肥和锂盐国际贸易占比较大，地缘冲突的边际变化对产品和需求造成影响。

财务摘要和估值指标（2026 年 8 月 20 日）

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,134	15,501	25,930	26,656	27,552
增长率(%)	-29.9	2.4	67.3	2.8	3.4
净利润(百万元)	4,663	8,476	12,487	13,053	13,484
增长率(%)	-41.1	81.8	47.3	4.5	3.3
毛利率(%)	51.9	57.9	64.7	64.9	64.5
净利率(%)	30.8	54.7	48.2	49.0	48.9
ROE(%)	12.4	18.7	21.7	19.8	18.0
EPS(摊薄/元)	0.86	1.60	2.36	2.47	2.55
P/E	11.3	32.0	11.7	11.2	10.8
P/B	2.6	3.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2026 年 8 月 20 日

目 录

1、 钾锂双轮驱动，产能和生产优势明显	6
1.1、 股权结构：入列央企五矿集团，国务院国资委成为实际控制人	8
1.2、 业务结构：依托察尔汗盐湖发展钾锂双主业，战略资源自主可控	9
1.3、 财务表现：近年来公司营收利润波动较大，利润中枢提升明显	10
1.3.1、 公司营收和利润变化主要来自产能提升和产品价格波动	10
1.3.2、 2020 年公司重整之后费用率下降明显，主要得益于财务费用持续下降	12
1.3.3、 公司经营现金流呈现重整扰动、主业造血、资本开支扩张三个阶段特征：	13
1.3.4、 未分配利润即将转正，公司分红政策预期积极，增厚股东回报	14
2、 钾：钾肥行业价值属性突出，公司产能和成本优势明显	14
2.1、 全球钾肥供给需求区域错配明显，国内产能有限长期依赖进口	15
2.1.1、 供给：全球钾资源丰富，钾资源分布和生产集中度较高，国内进口依赖度较高	15
2.1.2、 需求：受益于人口增长、经济作物结构升级，钾肥需求保持稳定增长	19
2.1.3、 价格：全球产能扩张温和有序，预计 27 年价格保持平稳	20
2.2、 公司：国内钾肥龙头，产能成本优势明显，2030 年扩产目标明确	24
2.2.1、 产能优势明显，远期扩产目标明确，助力国内钾肥自主可控	24
2.2.2、 公司毛利率始终维持在 50%+ 的高位区间，周期回落但仍高于行业均值	25
2.2.3、 受益于国内千亿粮食增长以及“减氮控磷增钾”的趋势，公司增长空间仍然较大	26
2.2.4、 入列五矿集团，海外矿产资源开发经验丰富，助力公司产能扩张	27
3、 锂：全球锂电池需求有望长期增长，公司低成本产能扩张享受增长红利	28
3.1、 全球汽车电动化持续进行，储能行业蓬勃发展，带动锂需求持续上行	28
3.1.1、 供给：锂行业触底回升，扩产节奏明显放缓	28
3.1.2、 需求：全球电动化持续进行，储能行业成为主要增量	30
3.1.3、 价格：供需错配矛盾明显改善，预计锂价维持震荡格局	36
3.2、 公司：国内盐湖提锂龙头，位于供给曲线最左侧，远期产能仍有提升空间	37
3.2.1、 锂盐产能稳定增长，目前产能接近 10 万吨	37
3.2.2、 公司盐湖提锂成本国际领先，锂盐业务毛利率持续维持行业高位	38
4、 盈利预测与投资建议	40
4.1、 关键假设及盈利预测	40
4.2、 可比公司估值表	41
4.3、 投资建议	42
4.4、 风险提示	42
附：财务预测摘要	43

图表目录

图 1： 盐湖股份的主要发展历程	8
图 2： 股权结构：国务院国资委为公司实际控制人	8
图 3： 钾肥营收占比高，是公司主要收入来源	10
图 4： 钾肥毛利占比高，是公司盈利基石	10
图 5： 2025 年公司营收同比增速转正，修复态势明显	11
图 6： 2025 年公司利润端修复更加明显	11
图 7： 公司的营收和利润主要由钾肥和锂盐双主业贡献	11
图 8： 锂产品毛利波动大于钾产品	12
图 9： 锂盐产品毛利率波动较大	12

图 10: 2020 年公司重整之后财务费用持续下降(亿元)	13
图 11: 2020 年完成重组之后管理费用是主要费用	13
图 12: 2021 年-2022 年是主业造血期, 2023 年-2025 年是资本开支扩张期(亿元)	13
图 13: 2026 年 1 季度末, 公司未分配利润转正, 预计母公司未分配利润即将转正	14
图 14: 钾肥在促进农作物生长中具有不可或缺的作用	15
图 15: 钾资源储量主要分布在加拿大、老挝和俄罗斯	16
图 16: 钾肥产量主要集中在加拿大、俄罗斯、中国和白俄罗斯	16
图 17: 全球四大钾肥巨头产量合计占比 60%以上	16
图 18: 我国氯化钾依存度自 2023 年显著抬升, 2025 年进口依存度为 68.5%。	17
图 19: 俄罗斯、白俄罗斯和加拿大是氯化钾的主要进口国	17
图 20: 2023 年以后, 中国从俄罗斯及白俄罗斯进口的钾肥产品增多(万吨)	17
图 21: 主要钾肥寡头的成本对比	18
图 22: 能源价格影响钾肥价格	18
图 23: 全球人口增长和钾肥需求变化趋势基本同步	19
图 24: 全球钾肥需求增速高于氮肥和磷肥(千吨)	19
图 25: 近年来钾肥(K ₂ O)产量和消费量情况(单位: 百万吨)	20
图 26: 2023 年, 中国、巴西、美国、印度、印尼钾肥需求占全球 70%左右(左轴为钾肥消费量: 千吨; 右轴钾肥消费占比)	21
图 27: 2025 年, 加拿大、白俄罗斯、俄罗斯、中国、德国钾肥产量占全球 82%左右(左轴为钾肥产量: 千吨; 右轴钾肥消费占比)	21
图 28: 2024-2026 年中国主要港口钾肥库存统计(万吨)	22
图 29: 地缘冲突钾肥价格在 2021 年到 2022 年冲高	23
图 30: 公司近年来钾肥产品产销量及增速(万吨)	24
图 31: 盐湖提钾生产钾肥的主要过程	25
图 32: 公司成本在 2023 年之前低于行业均值, 在 2023 年跳涨	26
图 33: 毛利基本高于行业均值, 维持在 50%+的高位区间	26
图 34: 钾肥消费增速大于磷肥和氮肥(千吨)	27
图 35: 五矿集团旗下上市公司五矿资源的海外矿产开发情况, 海外矿产开发经验有望助力盐湖产能提升	27
图 36: 智利、澳大利亚、阿根廷和中国的锂资源合计占比近 80%	28
图 37: 澳大利亚、中国和智利的锂产量合计占比达到 78%	28
图 38: 各国电动车销量, 中国居首(百万辆)	30
图 39: 2026 年国内新能源乘用车销量有所承压(万辆)	31
图 40: 2026 年国内新能源汽车电车带电量显著提升(kWh/辆)	32
图 41: 欧洲整体新能源车渗透率仍有较大提升空间	32
图 42: 欧洲主要国家新能源汽车销量增长明显	32
图 43: 美国新能源车渗透率仍有较大的提升空间	33
图 44: 2025 年以来美国新能源车受政策退坡影响较大	33
图 45: 全球新能源装机快速增长, 带动储能系统的需求爆发	33
图 46: 2025 年国内新型储能建设呈现爆发式增长	34
图 47: 2025 年国内新型储能系统招标及 EPC 招标量持续上行(GWh)	35
图 48: 2025 年国内新型储能招标量实现翻倍增长(GWh)	35
图 49: 2020 年以来美国储能新增装机情况	35
图 50: 近年以来欧洲储能新增装机情况(GWh)	36
图 51: 独立储能逐渐成为欧洲储能的主力(GWh)	36
图 52: 新能源产业高景气带动下, 上涨到 2022 年的 57 万元/吨(万元/吨)	36
图 53: 公司锂盐产量和销量呈上升趋势(万吨)	38

图 54: 原卤提锂技术路线图	39
图 55: 公司单位提锂成本较低, 单吨毛利保持在 50%以上	39
图 56: 公司锂盐业务毛利率领先于行业	39
图 57: SQM 碳酸锂售价和成本	40
表 1: 公司产品的产能变化	7
表 2: 公司主要产品产能情况	9
表 3: 察尔汗盐湖资源储量	9
表 4: 油料作物单位需钾量显著高于粮食作物	20
表 5: 目前全球钾肥行业主要的新增产能情况	22
表 6: 2022-2025 年钾肥大合同价	24
表 7: 盐湖股份钾肥产能在行业中居首位	25
表 8: 全球盐湖提锂 2026 年和 2027 年主要产能和产量预测 (万吨 LEC)	29
表 9: 全球锂辉石提锂 2026 年和 2027 年主要产量预测 (万吨 LEC)	29
表 10: 2025 年锂行业供需矛盾大幅改善	36
表 11: 津巴布韦碳酸锂出口政策	37
表 12: SQM 与 Corfo 协议碳酸锂租赁费率六级阶梯	40
表 13: 公司各项业务的收入预测情况	41
表 14: 可比公司的 PE 比较	41

1、钾锂双轮驱动，产能和生产优势明显

青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”或“公司”），其前身为青海盐湖钾肥股份有限公司（以下简称“盐湖钾肥”），成立于 1997 年，同年在深圳交易所上市（股票代码：000792.SZ）。盐湖股份是中国目前最大的钾肥工业生产基地，公司主营业务为氯化钾、锂盐等产品。氯化钾主要应用于农业领域，是农业三大基础肥料之一；锂盐是用于制造新能源汽车动力电池、储能电池、数码 3C 电池、耐高温陶瓷等产品的的基础原料之一。

盐湖股份长期深耕钾锂行业，成长路径清晰：

（1）主业方面，公司经历三个阶段，从专注钾肥，到横向扩张，再到聚焦钾锂盐

第一阶段：以钾肥为主营业务。盐湖股份的历史开始于 1958 年建厂的察尔汗钾肥厂，是国内第一套规模化工业化钾肥生产厂。1966 年作为青海省的首批现代企业制度试点单位，进行了公司制改造，更名为青海盐湖工业有限公司。1997 年 8 月，由青海盐湖工业有限公司作为主发起人，设立“青海盐湖钾肥股份有限公司”。该阶段公司主业专注于钾肥，2010 年前后钾肥产能增扩到 200 万吨级。

第二阶段：钾+镁+锂+钠+氯碱多元布局。2011 年盐湖钾肥反向吸收母公司青海盐湖工业集团，存续主体为盐湖钾肥，后更名为“盐湖股份”，由单一钾肥龙头转向“钾+镁+锂+钠+氯碱”资源综合利用平台，公司主业扩展为钾肥、金属镁、锂盐、PVC 一体化（烧碱+PVC+电石+水泥）。

第三阶段：剥离镁业、海纳，确立钾锂双主业。2017-2018 年，受金属镁项目、海纳 PVC 一体化等项目在建工程转固后折旧+财务费用+减值计提三重挤压，镁业、海纳连续大额亏损，连续两年财务指标触红线，被实施 ST。2020 年剥离镁业和海纳，确立钾锂双主业，2021 年恢复上市。

（2）产能方面，公司钾肥产能持续扩张，近年来锂盐产能提升明显

钾肥方面，公司在过去几十年的发展中，钾肥产能稳定增长，目前产能达到 530 万吨的水平。1958 年建厂时，土法产氯化钾约 950 吨。“七五”期间 20 万吨工程开工，1992 年验收形成 20 万吨设计产能。2000 年西部大开发百万吨项目开工，2006 年达标达产 105.8 万吨，总能力跃至约 160 万吨。2013 年新增百万吨项目，2015 年 150 万吨钾肥扩能改造工程完成，公司设计产能达到 500 万吨/年。2025 年 12 月收购五矿盐湖 51%，并入一里坪钾肥产能 30 万吨，总产能达到 530 万吨。

锂盐方面，锂盐是公司近年来重点发展的业务，凭借卤水方面的优势，公司锂盐产能提升明显。2007 年控股蓝科锂业立 1 万吨锂盐项目；2022 年 2 万吨新线贯通，蓝科锂业合计 3 万吨/年；2024 年原 3 万吨线技改挖潜至 4 万吨/年；2023 年启建 4 万吨基础锂盐一体化，2025 年 9 月 28 日投产，察尔汗本部产能达 8 万吨/年；2025 年 12 月公告 46.05 亿元收购五矿盐湖 51%，并入一里坪碳酸锂 1.5 万吨+磷酸锂 0.2 万吨+氢氧化锂 0.1 万吨，合并总产能 9.8 万吨/年。

镁、PVC 等产能方面，2020 年公司完成镁业、PVC 等产能的剥离。2016 年规划建成 10 万吨镁、125 万吨 PVC、120 万吨纯碱、20 万吨烧碱，但 2017-2018 年爬坡未达产，化工板块持续巨亏。2020 年司法重整将镁业、海纳等亏损资产以 30 亿元剥离至青海汇信。

表1： 公司产品的产能变化

产品	1958	1992	2006	2007	2015	2016	2018	2019	2022	2024	2025	2026
钾肥	950 吨	20 万吨	160 万吨		500 万吨							530 万吨
锂				1 万吨					3 万吨	4 万吨	8 万吨	9.8 万吨
镁						10 万吨 (规划)	未达产	剥离				
纯碱						120 万吨 (规划)	未达产	剥离				
烧碱						20 万吨 (规划)	未达产	剥离				
PVC						125 万吨 (规划)	未达产	剥离				

资料来源：公司 2016、2025 年年报，公司《青海盐湖工业股份有限公司关于对深圳证券交易所年报问询函回复的公告》，诚通证券研究所

（3）股东方面，五矿集团入主公司，公司实控人从青海国资委变更为国务院国资委

第一阶段：1997 年-2010 年，青海盐湖工业集团是控股股东，青海省国资委是实控人。1997 年，盐湖工业集团作为主发起人持有公司 65%的股权。

第二阶段 2011 年-2019 年：盐湖钾肥换股吸收合并母公司盐湖集团，青海国投成为控股股东，青海国资委为实控人。2011 年盐湖钾肥换股吸收合并母公司盐湖集团，完成交易后，青海国投持股 30.99%，成为控股股东，青海国资委仍为实控人。

第三阶段，2020 年破产重整 + 债转股，青海国投股权被银行"稀释"，但仍为控股股东。公司将盐湖镁业、海纳化工等亏损资产剥离至青海汇信，以资本公积转增股票，向债权人抵债，转股债权金额约 337 亿元。国开行、邮储、中行等金融机构分别持有 7.4%、6.38%和 5.21%的股份。青海国投股权被稀释为 13.86%，但实控人仍为青海国资委。

第四阶段，2024 年五矿集团入主，国务院国资委成为实际控制人。2024 年 9 月，青海省国资委、青海国投、中国五矿集团签署协议共同组建中国盐湖工业集团有限公司（中国盐湖工业），2024 年 12 月，中国盐湖工业以支付现金方式合计购买青海国投及其一致行为人持有的盐湖股份股份，交易完成后公司实际控制人由青海省国资委变更为国务院国资委。

图1：盐湖股份的主要发展历程



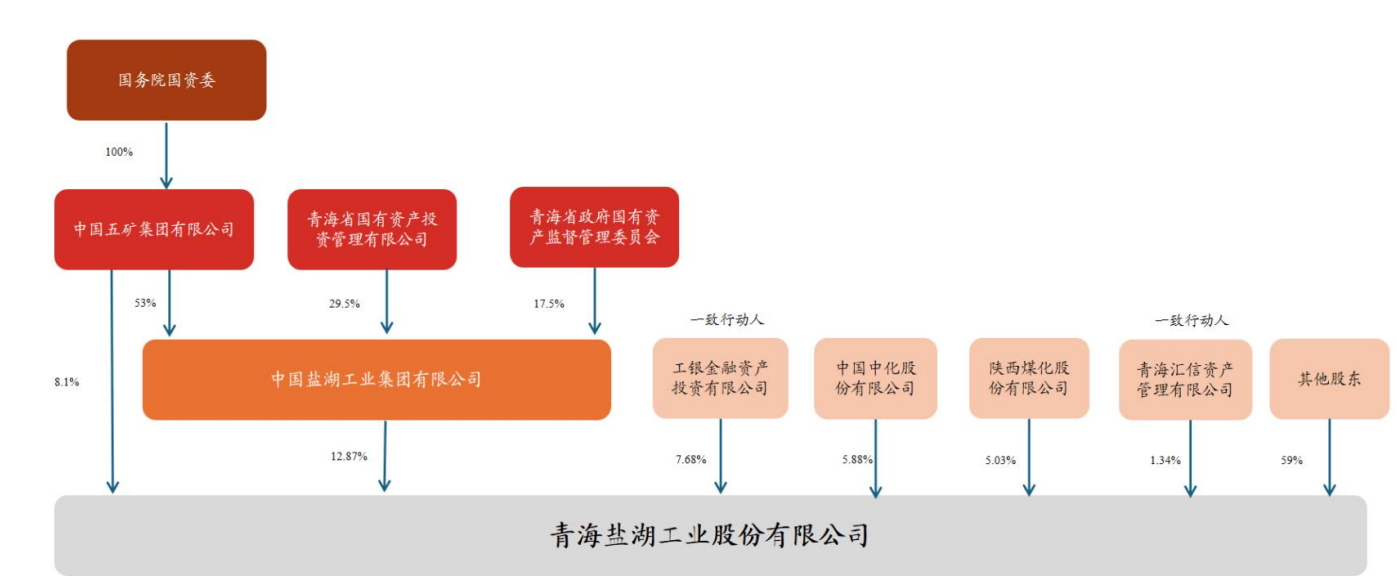
资料来源：公司官网，公司年报，Wind，诚通证券研究所。

1.1、股权结构：入列央企五矿集团，国务院国资委成为实际控制人

2024 年后，五矿集团成为公司第一大股东盐湖集团的控股股东，公司正式入列五矿集团，国务院国资委成为实际控制人。目前中国五矿集团有限公司及其一致行动人合计控制盐湖股份 1,586,848,447 股，占总股本的 29.99%。其中包括：

- (1) 直接持股 8.10%：中国五矿集团直接持有 8.10% 的股份；
- (2) 盐湖集团持股 12.87%：中国五矿联合青海国资成立中国盐湖工业集团有限公司（中国盐湖集团），注册资本 100 亿元，中国五矿持股 53%。中国盐湖集团持股 12.87%。中国五矿通过中国盐湖间接持股约 6.82%。
- (3) 一致行动人持股 9.02%：工银金融资产投资持有公司 7.68% 的股份，青海汇信持有公司 1.34% 的股份，二者与中国盐湖集团为一致行动人。

图2：股权结构：国务院国资委为公司实际控制人



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.2、业务结构：依托察尔汗盐湖发展钾锂双主业，战略资源自主可控

公司是"国内钾肥龙头、全球第四大钾肥生产商，拥有 530 万吨产能。公司生产的钾肥主要是氯化钾，是钾肥中应用最广的产品。公司自 2015 年长期维持 500 万吨/年的设计产能，2026 年并表一里坪盐湖相关钾资源后，钾肥产能提升至 530 万吨/年。

公司是国内盐湖提锂龙头，拥有锂盐 9.8 万吨锂盐产能。公司生产的锂盐主要为碳酸锂，用于制备钴酸锂、锰酸锂、三元材料及磷酸铁锂等锂离子电池正极材料。9.8 万吨锂盐包含 9.5 万吨碳酸锂、0.2 万吨磷酸锂和 0.1 万吨氢氧化锂。碳酸锂产能主要来自蓝科锂业 4 万吨碳酸锂产能，4 万吨/年基础锂盐一体化项目（电池级碳酸锂），以及一里坪 1.5 万吨碳酸锂。

公司大股东中国盐湖规划，到 2030 年将逐步落地 1000 万吨级钾肥、20 万吨级锂盐、3 万吨级以上镁及镁基材料产能。盐湖股份是实现该目标的主要平台。

表2：公司主要产品产能情况

主要业务种类	产品种类	产能（万吨）	生产主体	产能来源
钾肥	氯化钾	500	公司本部	察尔汗盐湖
		30	五矿盐湖（控股 51%）	一里坪盐湖
锂盐	碳酸锂	4	锂电科技分公司	察尔汗盐湖
		4	蓝科锂业（控股 51%）	察尔汗盐湖
		1.5	五矿盐湖（控股 51%）	一里坪盐湖
	磷酸锂	0.2	五矿盐湖（控股 51%）	一里坪盐湖
	氢氧化锂	0.1	五矿盐湖（控股 51%）	一里坪盐湖

资料来源：公司 2025 年年报，诚通证券研究所

公司主要依托察尔汗盐湖从事钾肥和锂盐的生产和销售。察尔汗盐湖是我国最大的可溶性钾镁盐锂矿床。察尔汗盐湖盐类资源总量超过 600 多亿吨，以钾盐为主，伴生镁、钠、锂、硼、碘等多种矿产。察尔汗盐湖钾盐资源量约为 5.4 亿吨，其中固体矿约为 2.96 亿吨，液体矿约为 2.44 亿吨；镁盐资源约为 40.59 亿吨，其中固体矿约为 2.03 亿吨，液体矿约为 38.56 亿吨；锂盐资源约为 1204 万吨，占柴达木盆地锂储量的 50%，居全国盐湖首位。察尔汗盐湖总面积约 5856 平方公里，公司拥有察尔汗盐湖约 3700 平方公里的采矿权。

表3：察尔汗盐湖资源储量

矿体形态	主要资源	单位	批准部分的储量		低品位储量	地质储量	总计
			表内储量	表外储量			
液体矿	KCl	万吨	14877	3658	4086	1737	24358
	MgCl2	万吨	164794	92241	90315	38271	385621
	NaCl	万吨	55958	40947	181624	17358	295887
	LiCl	万吨	843	152	164	45	1204
	B2O3	万吨	415	134	172	48	769
	Br	吨	175891	115919	165826	49339	506975
	I	吨	8083	6534	16797	3236	34650
	Rb2O	吨	38009	1980	3344	-	43333
固体矿	KCl	万吨	2164	13627	13811	20	29622

	MgCl ₂	万吨	683	19015	-	616	20314
	NaCl	亿吨	419	1	-	105	525

资料来源：《察尔汗盐湖资源开发的生态环境保护对策》，诚通证券研究所

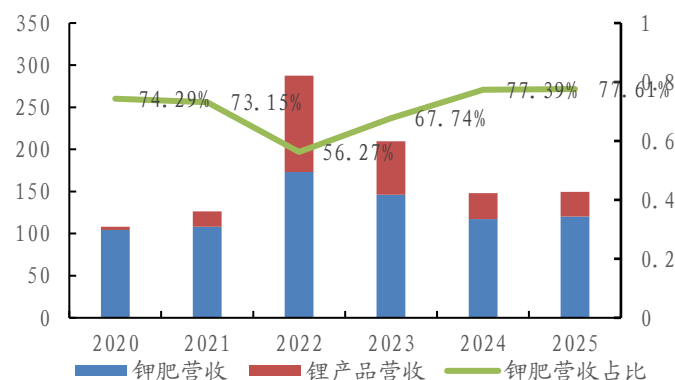
从利润贡献来看，钾肥业务是公司的基本盘，锂盐业务是公司利润的主要增长点：

2020 年之前，公司主要收入和利润由钾肥业务贡献。2020 年公司钾肥业务营收占比 74%、毛利占比近 99%，锂盐业务营收占比 2.73%，毛利占比 0.82%，其余收入主要由贸易业务贡献。

2021 年-2023 年，受益于价格上涨以及锂盐产能增加，带动公司锂盐业务营收和毛利占比快速上升。2021 年公司锂盐业务开始 2 万吨锂盐项目投产，碳酸锂产量从 1.36 万吨提升至 2.27 万吨，同时新能源汽车行业景气提升带动碳酸锂价格上涨，公司锂产品营收增长 374%至 18.1 亿，占比从 2.7%跃至 12.3%、毛利占比增长至 14%。2022 年，碳酸锂产量增加至 3.1 万吨，同比增长 36.5%。2022 年锂价冲到 60 万元/吨，带动碳酸锂营收和毛利增长。2022 年碳酸锂营收 114.6 亿、占比增加至 37.3%、毛利占比增加至 43%。

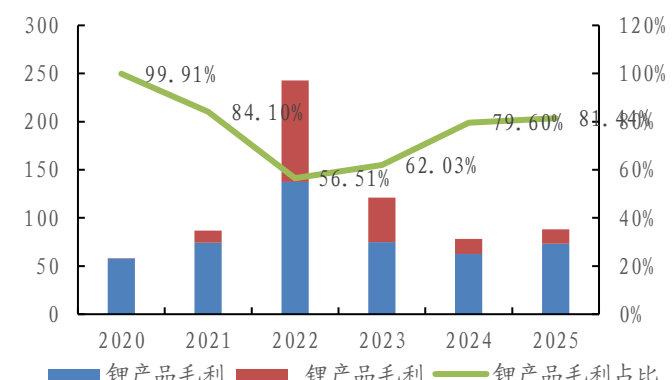
2024 年到 2025 年，锂价大幅回落，钾肥的业绩压舱石效果明显。锂价从 2023 年的 60 万跌至 2024 年约 7.5 万元/吨，2024 年公司锂盐业务营收回落至 31 亿，占比回落到 20%，毛利占比回落至 20%。钾肥营收占比回升到 77%，毛利占比回升到 80%以上。2025 年钾肥和锂产品的营收和毛利占比基本保持 2024 年的水平。

图3： 钾肥营收占比高，是公司主要收入来源



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图4： 钾肥毛利占比高，是公司盈利基石



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

1.3、财务表现：近年来公司营收利润波动较大，利润中枢提升明显

1.3.1、公司营收和利润变化主要来自产能提升和产品价格波动

过去十年，公司收入和利润呈现周期性成长特点，其中利润中枢持续上移。2016 年至 2025 年，公司营业收入复合增速为 4.6%，归母净利润复合增速为 56.4%。公司的收入和利润高点出现在 2022 年，随后在 2023 年至 2024 年有所回落，2025 年修复态势明显。具体情况如下：

2022 年，地缘冲突和新能源行业景气上行带动钾肥、碳酸锂价格大幅上涨，公司营收和利润双增长。盐湖股份 2022 年营收 307.48 亿元，同比+108.06%，归母净利润 155.65 亿元，同比+247.55%。其中，钾肥营收 173.01 亿元，同比+60.03%，锂盐营收

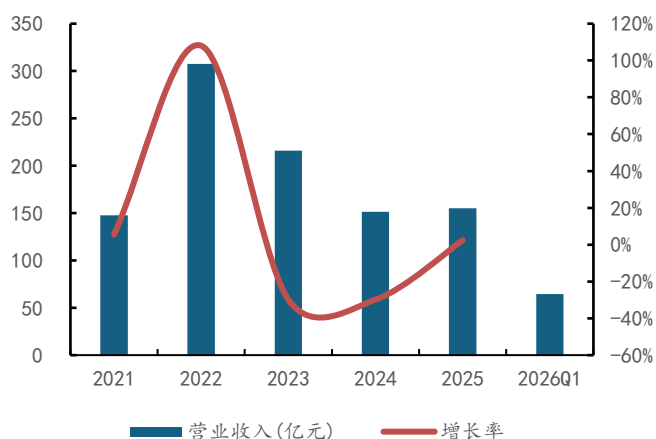
114.58 亿元，同比+531.47%。其主要原因在于 2022 年俄乌冲突叠加白俄罗斯受到制裁，全球钾肥供给端遭受短期冲击，钾肥价格创历史新高。新能源汽车产销量大幅增长，锂价大幅上涨，带动公司总体营收和利润的增长。

2023 年-2024 年随着钾肥地缘溢价消退和锂电池行业景气边际减弱，钾肥价格和碳酸锂价格回落，公司营收和利润双回落。2023 年、2024 年公司营收分别同比下降 30%和 30%，归母净利润分别同比下降 49%和 41%。公司 2023 年钾肥销量虽然增加到 560 万吨，但钾肥营收为 146.18 亿元，同比下降 15.5%，毛利同比下降 24%；2023 年锂盐营收为 63.61 亿元，同比下降 44.48%，毛利同比下降 20%。2024 年钾肥营收 117.13，同比下降 20%，毛利率同比微增 2%；锂盐营收为 30.75 亿元，同比下降 52%，毛利率同比下降 19%。

2025 年随着锂盐价格探底回升，公司利润增长显著。2025 年公司营业收入约 155.01 亿元，同比仅增长 2.4%，归母净利润达到 84.76 亿元，同比增长 81.76%，利润增速远高于营收增速。公司 2026Q1 实现营业收入约 64.32 亿元、归母净利润约 30.27 亿元，同比增长分别约 94.89%和 154.78%。

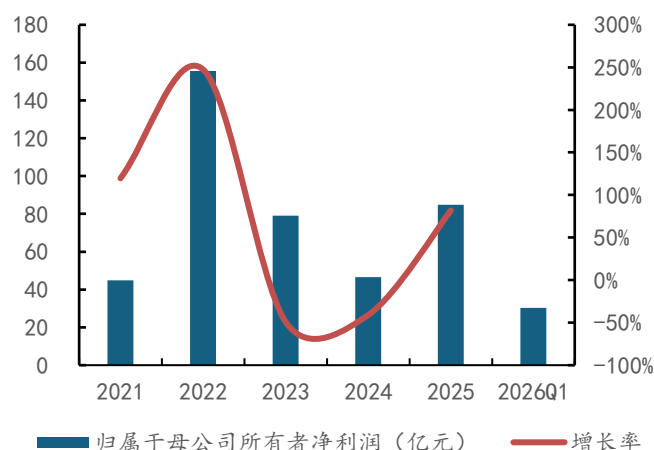
2026 年上半年，受益于价格上行与产销规模扩大，营收和利润双增长。2026 年上半年，盐湖股份归属于上市公司股东的净利润预计达 60 亿-63 亿元，同比大幅增长 131.38%-142.95%；扣非后净利润同样达 60 亿-63 亿元，同比增长 135.17%-146.93%。业绩增长主要源于核心业务量价齐升：氯化钾板块销量达 224.73 万吨；锂盐板块受益于 4 万吨/年基础锂盐项目全面量产，产量与销量同比提升，叠加市场价格回暖，成为新增增长引擎。

图5： 2025 年公司营收同比增速转正，修复态势明显



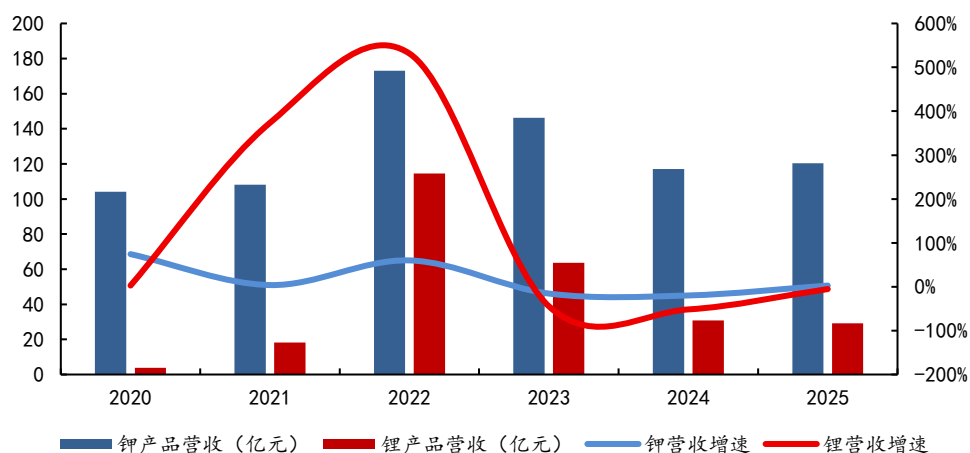
资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图6： 2025 年公司利润端修复更加明显



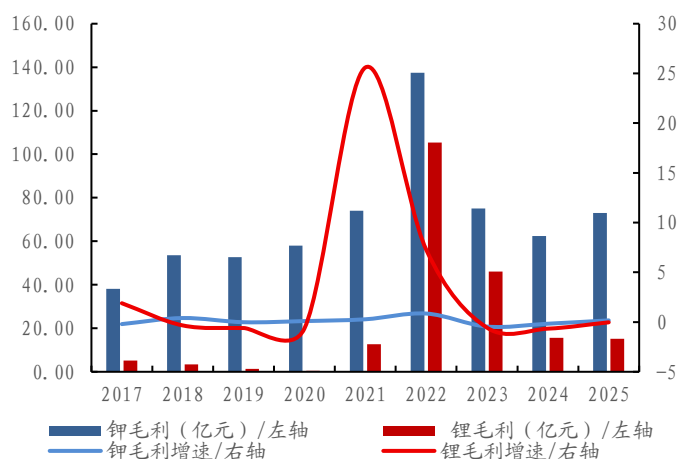
资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图7： 公司的营收和利润主要由钾肥和锂盐双主业贡献



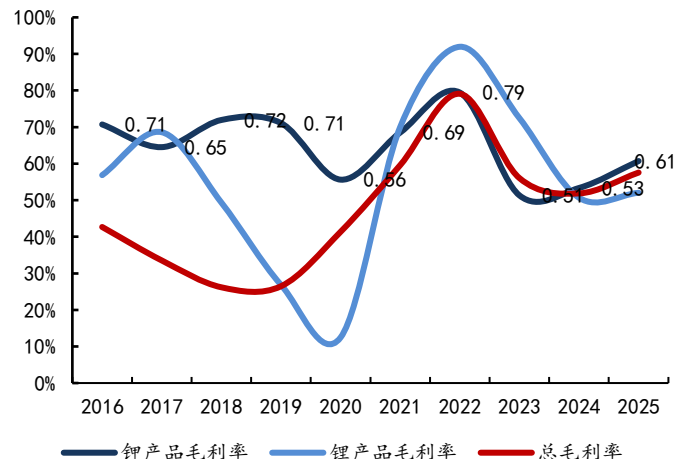
资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图8: 锂产品毛利波动大于钾产品



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图9: 锂盐产品毛利率波动较大



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

1.3.2、2020 年公司重整之后费用率下降明显，主要得益于财务费用持续下降

2020 年公司重整之后财务费用持续下降。2020 年开始财务费用持续下降，从 2020 年的 2.77% 下降至 2025 年的 -1.37%。主要原因在于公司 2020 年完成 337 亿债转股，11.28 亿留债逐年还本，财务费用阶梯下降，主要影响窗口是 2020 到 2024 年，五年期留债还本比例分别为 0%、0%、30%、50%。2023 年财务费用转负，是 2020 年到 2022 年氯化钾和碳酸锂价格上涨，使公司 2022 年和 2023 年经营现金流净额达到历史高位（分别为 174.8 亿元和 121 亿元），利息收入显著增加的结果。

2020 年后管理费用超过财务费用成为主要费用支出。公司在 2020 年剥离镁业、海纳以及部分化工业务，带动销售费用、管理费用大幅下降。2020 年公司整体费用率显著下降，从 2019 年的 19.50% 下降到 2020 年的 10.74%。2024 年管理费用抬升，由于公司年金改革补提往年差额增加职工薪酬，以及察尔汗铁东部片区、达布逊矿区环保整治增加环保费用，导致管理费用显著增加并推高总费用率。2024 年公司管理费用为 10.45 亿元，同比增长 39%。叠加公司营收的下滑，2024 年管理费用率显著提升，2024 年管理费用率为 7%，相比 2023 年提升了 3.5%。但该事项是一次性事件，不具有可持续性。2025 年，管理费用为 9.55 亿元，在 2024 年的一次性管理费用消失后并没有显著下降，主要原因在于 2025 年五矿入主后的人员安置、架构重构，以及 4 万吨

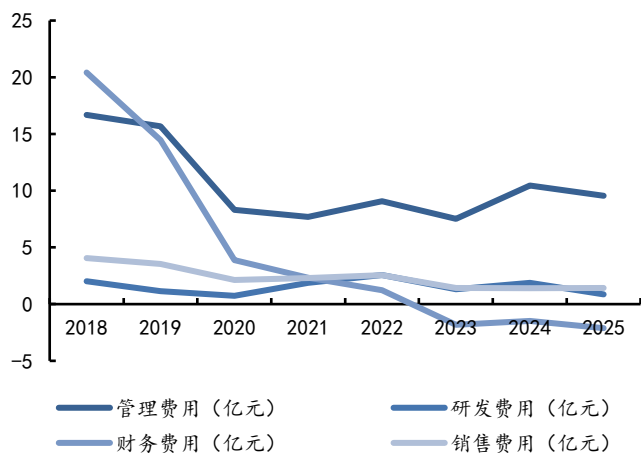
新线管理分摊等新增项目增加了新的管理费用。

1.3.3、公司经营现金流呈现重整扰动、主业造血、资本开支扩张三个阶段特征:

2019 年-2020 年是重整扰动期。经营活动现金流从 2018 年的 71 亿元下降到 2019 年的 28 亿元，同比下降 61%，主要因为镁业和海纳的亏损导致。2020 年经营活动现金流净额降到-4.52 亿元，同比下降 116.22%，源于重整计划支付以前年度欠缴税费 24.47 亿元，以及支付以前年度欠缴的员工社保费用 2.75 亿元、按照重整计划偿还相关债权 4.71 亿元。投资现金流从 2019 年的-2.98 亿元，增加至 2020 年的 20.69 亿元，同比增长 566.57%，源于收到处置盐湖镁业、海纳化工、化工分公司资产包的价款 30 亿元。筹资现金流净额从 2019 年的-42.77 亿元减少至 2020 年的-9.25 亿元，源自司法重整使得部分银行债权转为股权，总有息债务从 2019 年末 494 亿降至 2020 年末 98 亿，偿还债务支付的现金大幅减少。

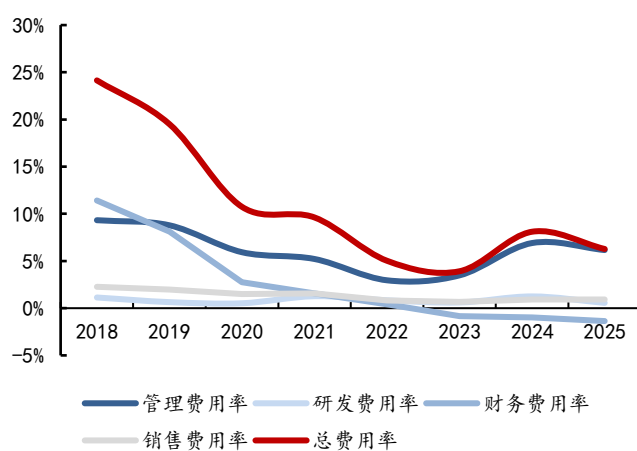
2021 年-2022 年是主业造血期。重整后保留钾锂双主业，钾肥和碳酸锂价格上涨，以及碳酸锂产能释放，推动经营现金流从 2021 年的 47.69 亿元增加至 2022 年的 174.87 亿元，同比增长约 3 倍。2021 年全年氯化钾价格均价同比增长 40%-47%；2022 年上半年继续冲顶，下半年显著回落，但全年均价仍较 2021 年大幅上涨 39%-53%。2021 年国产电池级碳酸锂全年均价 12 万元/吨左右上涨至 2021 年的 49 万元/吨左右，同比增长 300%左右。碳酸锂产量从 2020 年 1.36 万吨跃升至 2022 年 3.07 万吨。带动经营现金流持续增加。2023 年钾肥和碳酸锂价格有所回落，经营活动现金流金额回落至

图 10: 2020 年公司重整之后财务费用持续下降 (亿元)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所。

图 11: 2020 年完成重组之后管理费用是主要费用

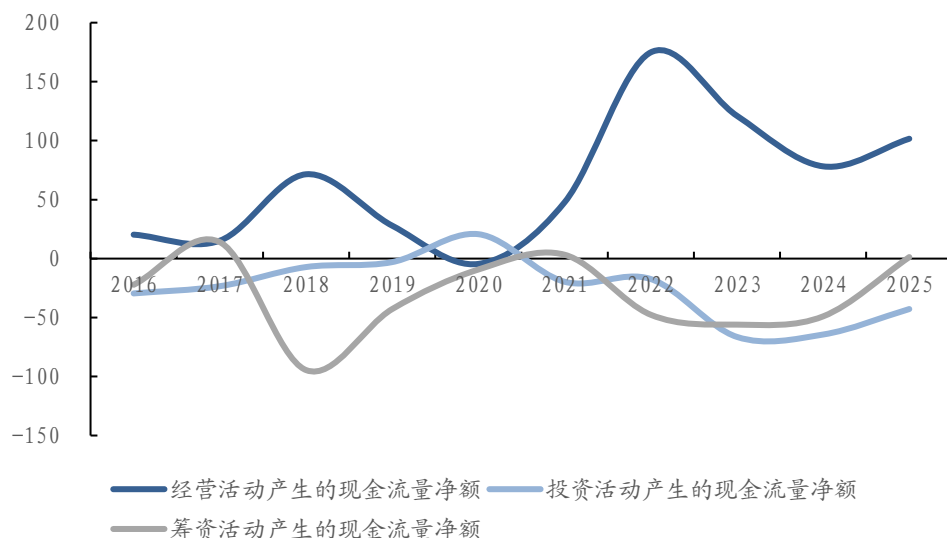


资料来源: Wind, 诚通证券研究所。

121.05 亿元，但仍然处于历史高位。

2023 年-2025 年是资本开支扩张期。2023 年公司 4 万吨基础锂盐一体化项目开工建设，投资金额约 71 亿元，导致投资现金流大额流出，2023 年投资现金流为-66.40 亿元，同比扩大 278.12%。2024 年和 2025 年维持高位，分别为-64.37 亿元和-42.77 亿元。2025 年筹资现金流由大幅净偿还转为转正，主要原因在于债务到期高峰已过，2024 年末有息负债仅约 5.16 亿元，有息负债率 8.34%，偿债压力缓解，以及经营活动现金流强劲所致。

图 12: 2021 年-2022 年是主业造血期，2023 年-2025 年是资本开支扩张期 (亿元)



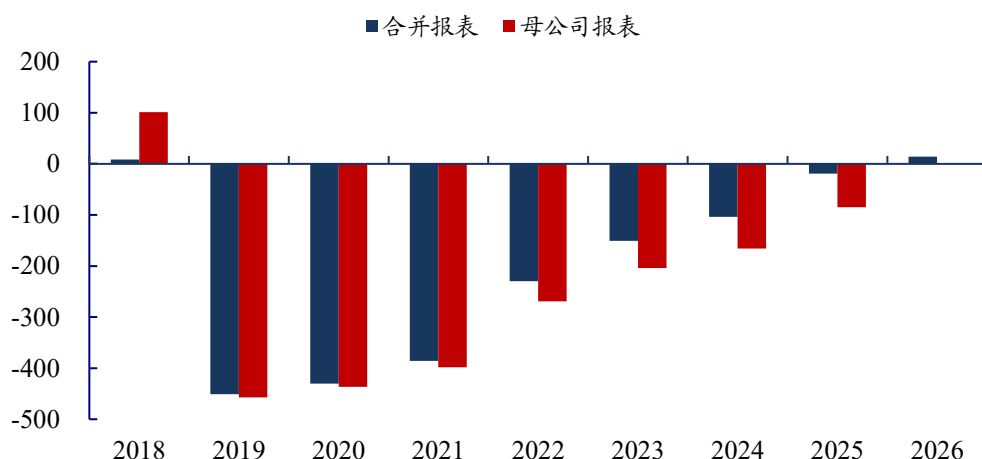
资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.3.4、未分配利润即将转正，公司分红政策预期积极，增厚股东回报

分红条件方面，2026 年公司合并和母公司口径未分配利润均将实现转正，满足分红条件。2025 年末公司合并报表、母公司报表的未分配利润分别为-19.23 亿元、-85.08 亿元，不满足分红条件。2026 年 1 季度，公司合并报表未分配利润为 14.22 亿元，实现转正。根据公司的预告，2026 年上半年业绩公司预计实现归母净利 60-63 亿元（同比+131%+143%），预计母公司未分配利润将转正。

分红意愿方面，公司注重股东回报，主要的几位股东对分红政策亦有诉求。公司 2025 年 8 月发布《利润分配管理办法》，现金分红制度化：可分配利润为正、现金流充裕、无重大投资计划（累计支出超净资产 50%或总资产 30%且≥5000 万元）且审计无保留；每年至少分配合并/母公司可供分配利润较小者的 10%，近三年累计现金分红不低于年均可供分配利润 30%；成熟期无重大支出分红比例≥80%，有重大支出≥40%。

图 13：2026 年 1 季度末，公司未分配利润转正，预计母公司未分配利润即将转正



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、钾：钾肥行业价值属性突出，公司产能和成本优势明显

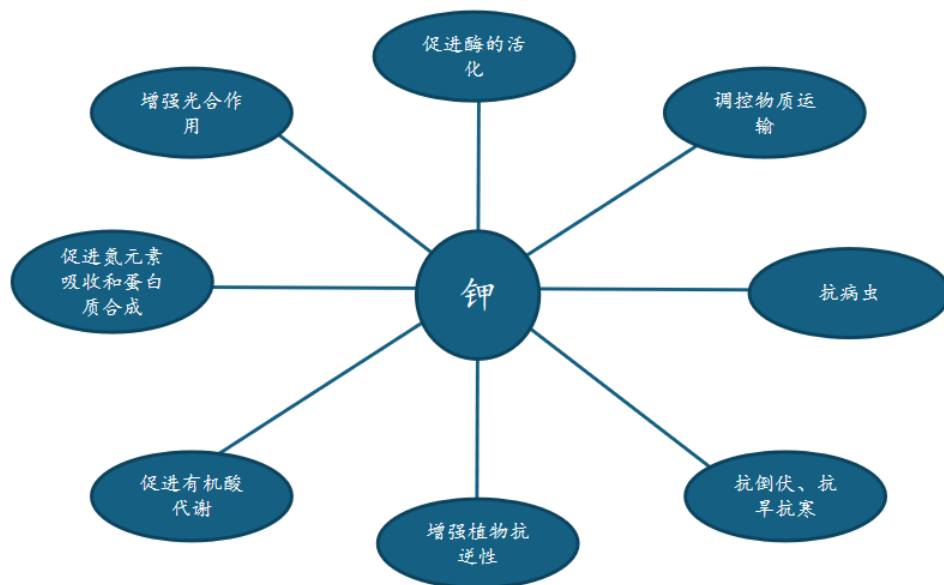
钾是农作物生长必需的三大营养元素之一，是保障国家粮食安全的重要基石，也是现代农业产业链不可或缺的基础化工原料。目前全球每年的钾肥（氯化钾）产量约

7740 万吨（折合氧化钾 4900 万吨），按照 300 美元/吨的中枢价格估算，行业整体规模在 1600 亿元左右。其中，国内产量约占全球八分之一，国内钾肥行业产值规模在 200 亿元左右。国内对钾肥（氯化钾）的消费占全球四分之一，按消费口径，国内钾肥行业市场规模在 350 亿元左右。

钾肥的主要产品包括氯化钾、硫酸钾及硝酸钾等。其中氯化钾因其资源丰富、价格相对较低及钾含量丰富等优势，长期以来在钾肥产品中的施用量占比超过 95%。其次则为硫酸钾，主要用于烟草、果蔬等忌氯经济作物。

钾肥在促进农作物生长中具有不可或缺的作用。首先，钾肥是农业三大基础肥料之一（氮肥、磷肥、钾肥），在促进农作物生长、增产、提升品质和增强抗逆性（如抗倒伏、抗病虫害、抗寒等）等方面具有不可或缺的作用，这些功能与氮、磷并不重合，因而不能被氮肥、磷肥等简单替代。再者，虽然价格冲击下农户会短期减少钾肥用量、以草木灰、生物钾肥、有机肥、秸秆还田等方式部分替代，但这些方式更多是提高钾利用率、延缓释放、部分替代外购矿质钾投入，而不是从根本上消除对钾肥的需求。

图 14：钾肥在促进农作物生长中具有不可或缺的作用



资料来源：诚通证券研究所

2.1、全球钾肥供给需求区域错配明显，国内产能有限长期依赖进口

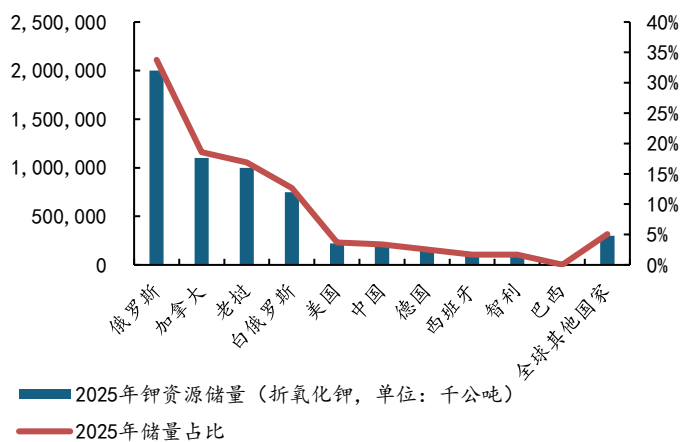
2.1.1、供给：全球钾资源丰富，钾资源分布和生产集中度较高，国内进口依赖度较高

（1）供给：全球钾资源主要分布在俄罗斯、加拿大和老挝，产量主要分布在加拿大、俄罗斯和中国

钾矿资源主要分为可溶性的固体钾盐矿和液体钾矿，目前全球已建成的钾盐产能中，利用固体钾盐矿生产的产能占比约 85%，仅 15% 为利用含钾卤水生产。中游采用钾矿直接生产的钾盐产品主要有氯化钾、硫酸钾、硝酸钾和磷酸二氢钾，其中氯化钾占比 95% 以上。根据美国地质调查局数据显示，2025 年，全球钾资源储量为 59 亿吨（ K_2O ）。从集中度来看，资源储量排名前三的俄罗斯、加拿大和老挝，合计占全球储量的 69.2%，中国钾肥储量占比为 3.4%，位居第 6。2025 年全球钾肥产量约 4900 万吨（ K_2O ，折合氯化钾 7775 万吨），产量排名前三的加拿大和俄罗斯和中国，合计

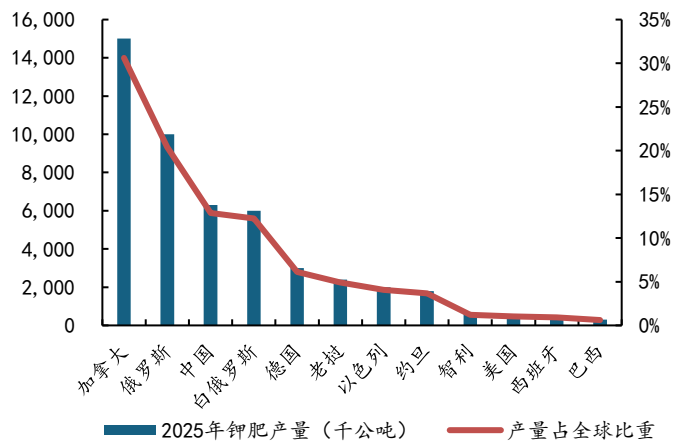
占全球产量的 63.9%，中国钾肥产量占比 12.85%。老挝受限于工业基础，虽然钾资源位居第二，但产量仅占全球 4.9%，排名第六。

图 15: 钾资源储量主要分布在加拿大、老挝和俄罗斯



资料来源: Wind, USGS, 诚通证券研究所。

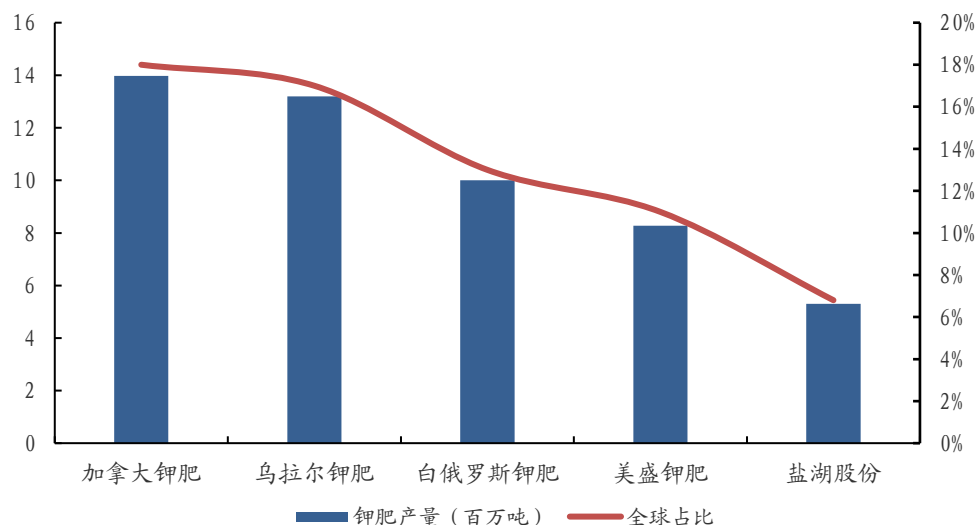
图 16: 钾肥产量主要集中在加拿大、俄罗斯、中国和白俄罗斯



资料来源: Wind, USGS, 诚通证券研究所。

全球四大钾肥巨头产量合计占比 60% 以上。全球钾肥产量主要集中在加拿大钾肥 (Nutrien)、俄罗斯的乌拉尔钾肥 (Uralkali)、白俄罗斯钾肥 (Belaruskali)、美国的美盛钾肥 (Mosaic) 等几大国际巨头公司，钾肥产量合计占比 60% 以上。其中加拿大钾肥产量全球第一，2025 年产量 1397 万吨，市场占比约 18% 左右；2025 年乌拉尔钾肥产量分别为 1320 万吨，市场占比分别为 17% 左右；白俄罗斯钾肥 2025 年钾肥出口 1000 万吨，市场占比 13% 左右；美盛钾肥 2025 年钾肥产量 827 万吨，市场占比 11% 左右。中国盐湖钾肥产量 500 万吨左右，全球市场占比 6% 左右。

图 17: 全球四大钾肥巨头产量合计占比 60% 以上



资料来源: Nutrien、Mosaic、Uralkali、盐湖股份 2025 年年报，诚通证券研究所。

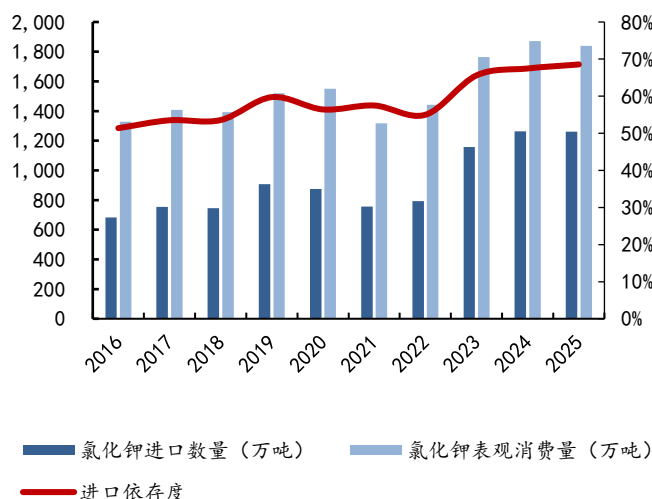
(2) 国内钾肥短缺，当前进口依赖度在 65% 以上，俄罗斯、白俄罗斯和加拿大

是我国氯化钾的主要进口国。

国内氯化钾依存度抬升的主要原因在于，供给端国内钾盐资源相对有限，盐湖卤水矿品位逐年下降，资源型扩展不可持续使得供给端受限，需求端在粮食保供的要求下，氯化钾需求量提升，提升了氯化钾对外依存度。中国钾资源自给率从 20 世纪 90 年代的不足 10% 大幅提升至 50% 以上，虽然有大幅增长，但中国钾资源仍然相对短缺，氯化钾依存度自 2023 年显著抬升，从 2022 年的 55% 跃升到 66%，之后稳步增长，2025 年，中国氯化钾进口总量为 1261 万吨，进口依存度约为 68.6%。

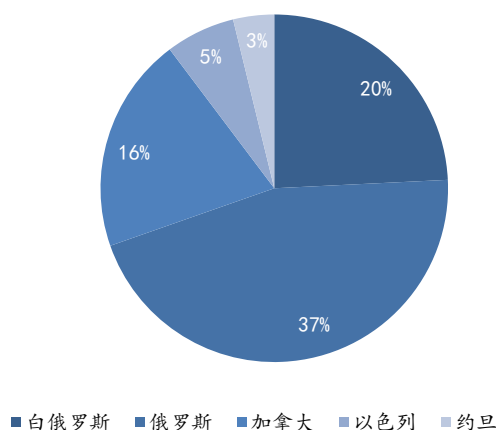
国内氯化钾主要从俄罗斯、白俄罗斯和加拿大等国家进口。2025 年，我国从俄罗斯、白俄罗斯和加拿大进口量分别占比 36.64%、19.55% 和 16.21%。从趋势来看，2023 年以来，由于俄乌地缘政治事件影响，叠加美国等对俄罗斯、白俄罗斯钾肥产业的制裁，俄罗斯及白俄罗斯的钾肥产品为开拓市场渠道，针对中国的钾肥出口量显著增多。

图18：我国氯化钾依存度自 2023 年显著抬升，2025 年进口依存度为 68.5%。



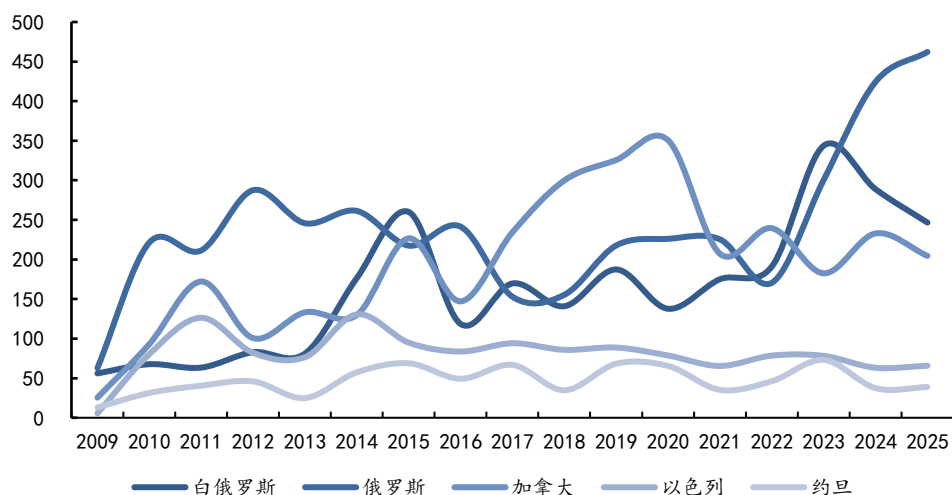
资料来源：海关总署，百川盈孚，Wind，诚通证券研究所。

图19：俄罗斯、白俄罗斯和加拿大是氯化钾的主要进口国



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图20：2023 年以后，中国从俄罗斯及白俄罗斯进口的钾肥产品增多（万吨）

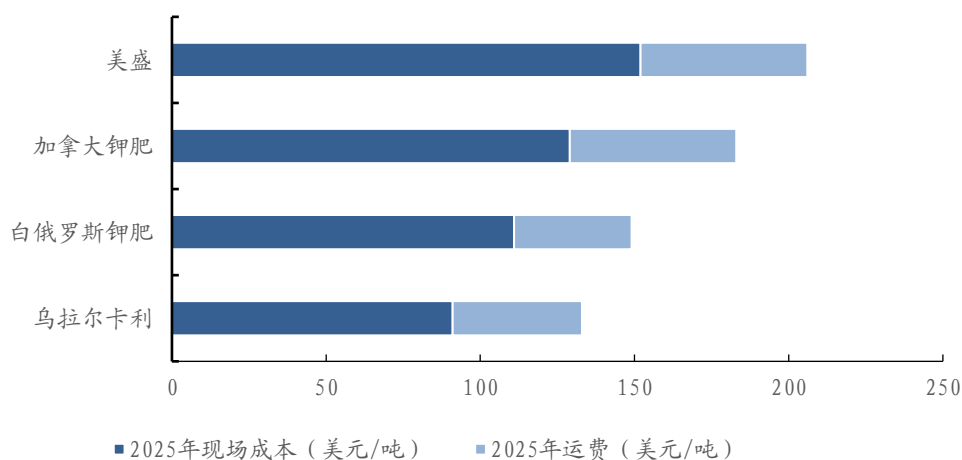


资料来源：海关总署，Wind，诚通证券研究所。

（3）成本：俄罗斯、白俄罗斯和加拿大是全球低成本钾肥的核心供给。

俄罗斯（乌拉尔钾肥）和白俄罗斯（白俄罗斯钾肥）生产成本居于世界前列，盐湖股份钾肥生产成本与之差距较小。2025 年乌拉尔钾肥和白俄罗斯钾肥的钾肥成本分别约为 130 美元/吨、150 美元/吨。得益于丰富的天然气资源、低廉的能源与劳动力成本，其生产成本极具优势。加拿大钾肥（Nutrien）等企业单吨成本居中，2025 年钾肥生产成本约为 180 美元/吨。虽然加拿大萨斯喀彻温省钾矿品位极高，但由于北美人工成本高昂且矿山自动化折旧摊销较大，所以钾肥生产成本高于俄罗斯和白俄罗斯。盐湖股份 2025 年钾肥成本为 1239 元/吨，低于加拿大钾肥（Nutrien），高于乌拉尔钾肥和白俄罗斯钾肥，仍位于行业成本曲线左侧。

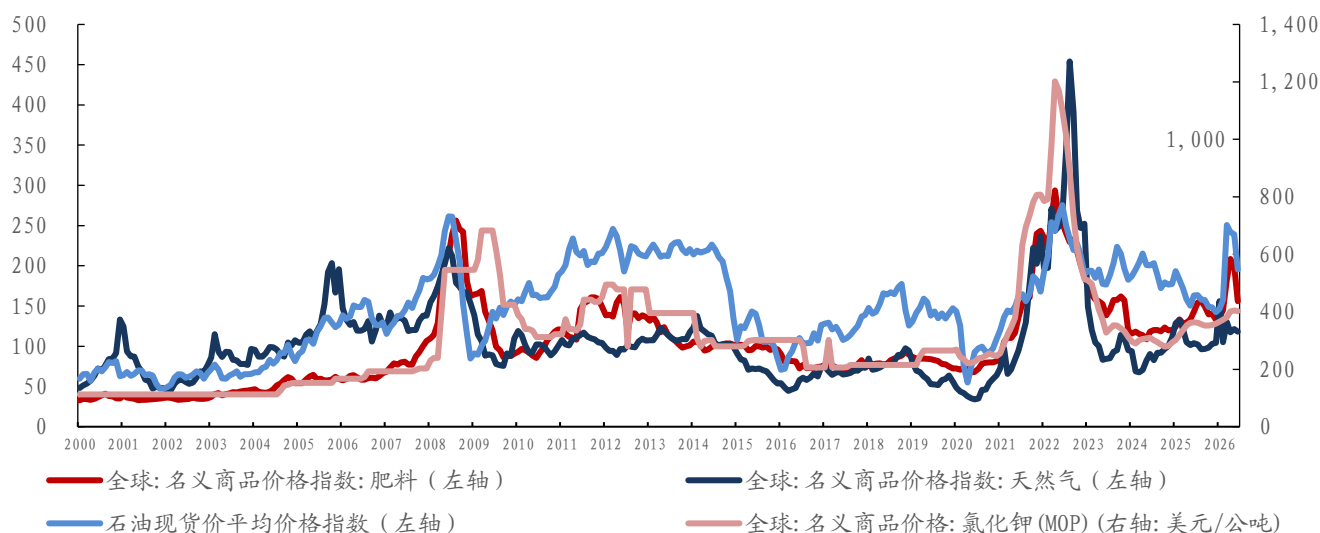
图21： 主要钾肥寡头的成本对比



资料来源：Nutrien、Mosaic、Uralkali、盐湖股份 2025 年年报，诚通证券研究所。

能源价格上涨推高钾肥生产成本。途径一是通过推高氮肥成本间接带动钾肥价格上涨。虽然钾肥直接能耗占比不高，但天然气在氮肥生产成本中占 70%-80%、煤炭在尿素成本中占 40%-60%。当能源价格上涨，氮肥成本上升，会带动钾肥价格上涨。**途径二**是通过影响运输成本推高钾肥价格。全球钾肥供需错配，巨头的钾肥要卖出去，必须先跨境运到港口，再海运到消费国，最后还要走一段消费国内陆运，钾肥运输主要成本包括“资源国内陆运费+海运费+消费国内陆运输”的总费用。能源价格上涨，运输成本上涨，推高消费端钾肥价格。

图22： 能源价格影响钾肥价格

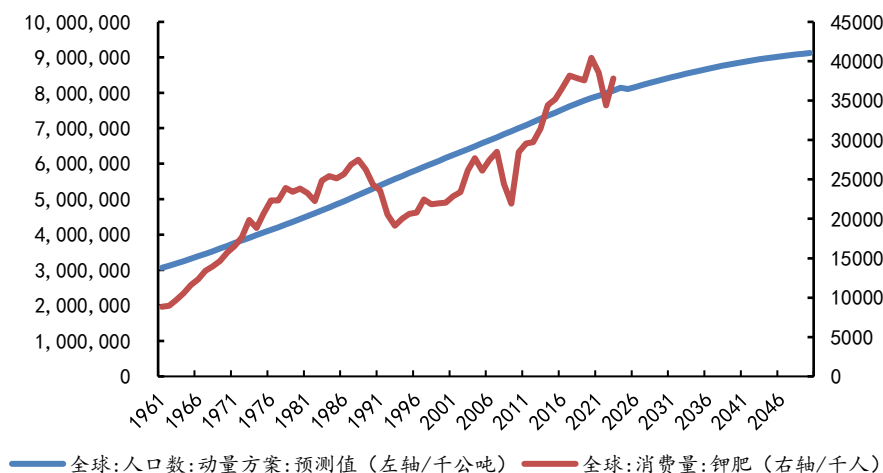


资料来源：Wind，世界银行，诚通证券研究所。

2.1.2、需求：受益于人口增长、经济作物结构升级，钾肥需求保持稳定增长

全球人口增速放缓，但绝对值依然增加，带动钾肥需求增加。2025 年全球氯化钾消费量达到了 7500 万吨，未来仍将呈现增长趋势。钾肥产品需求和全球农作物种植面积和人口增长高度相关。2024 年总人口 80.92 亿，预计 2050 年全球人口将达到 91 亿，相比 2024 增加 10 亿人，将带动钾肥需求同比增长。

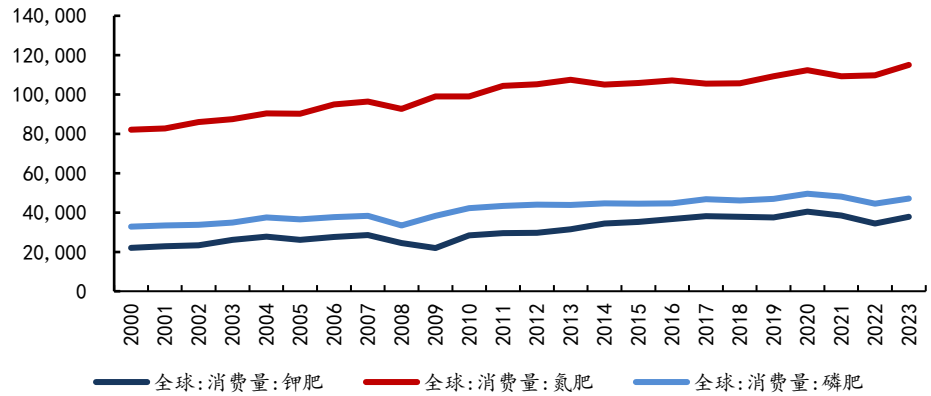
图23：全球人口增长和钾肥需求变化趋势基本同步



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

经济作物施肥结构往“增钾”的方向优化，增加钾肥需求。经济作物扩种的大背景下，新兴经济体膳食结构升级，水果、蔬菜、油料等高附加值作物种植面积持续增加。大豆、油菜、花生和棉花每产 100 千克籽粒需钾 (K_2O) 4.0 公斤、4.3 公斤、3.8 公斤、4.0 公斤，明显高于水稻（2.7 公斤）、小麦（2.5 公斤）、玉米（2.14 公斤），经济作物结构升级对钾肥的需求效应更强，全球氮磷钾肥料消费比例正从传统的“重氮磷轻钾”向“钾占比系统性提升”演变。全球钾肥消费量由 2000 年的 2207 万吨增加到 2023 年的 3780 万吨，增幅 71%，氮肥和磷肥增幅仅为 40% 和 43%。

图24：全球钾肥需求增速高于氮肥和磷肥（千吨）



资料来源: Wind, 诚通证券研究所。

表4: 油料作物单位需钾量显著高于粮食作物

作物	收获物	100kg 籽粒 K ₂ O 带走量 (公斤)
玉米	籽粒	2.14
冬小麦	籽粒	2.50
水稻	稻谷	2.70
花生	荚果	3.80
大豆	豆粒	4.00
棉花	籽棉	4.00
油菜	菜籽	4.30

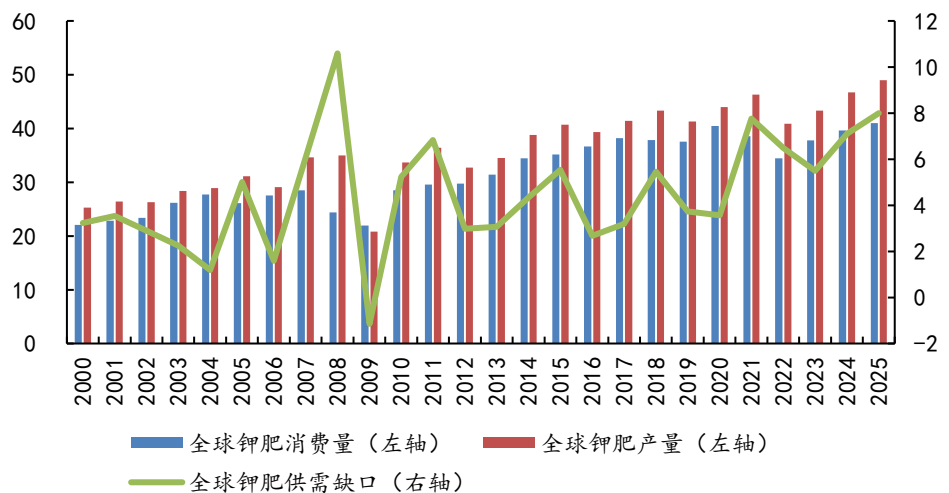
资料来源: 浙江农业大学 1991 年编《农学基础》表 9-3「不同作物形成 100 kg 经济产量所需养分量」, 诚通证券研究所

2.1.3、价格: 全球产能扩张温和有序, 预计 27 年价格保持平稳

(1) 整体来看, 钾肥供给长期大于消费量, 供需地区错配格局明显

2010 年到 2025 年, 全球钾肥产量和消费量年复合增速分别为 2.5%和 2.45%, 2025 年全球钾肥 (K₂O) 产量约 4900 万吨, 表观消费量约 4100 万吨, 供需盈余约 800 万吨, 比 2024 年增加约 90 万吨, 供给过剩率为 19.5%, 比 2024 年增加 1.5%。

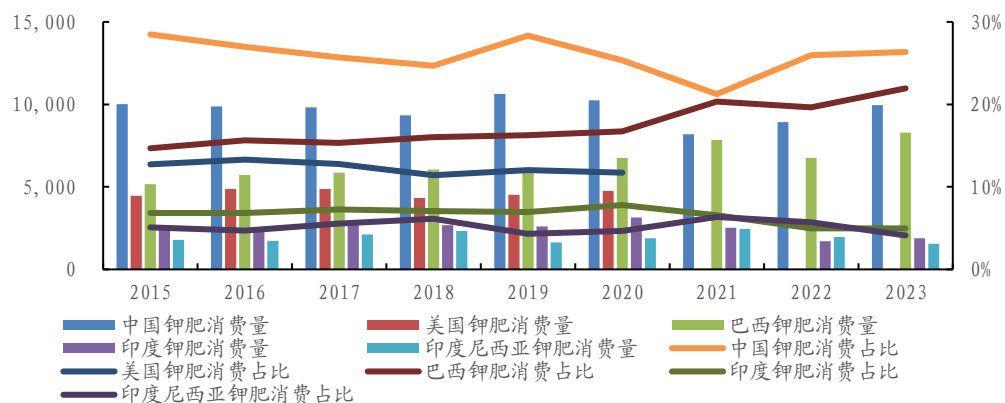
图25: 近年来钾肥 (K₂O) 产量和消费量情况 (单位: 百万吨)



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

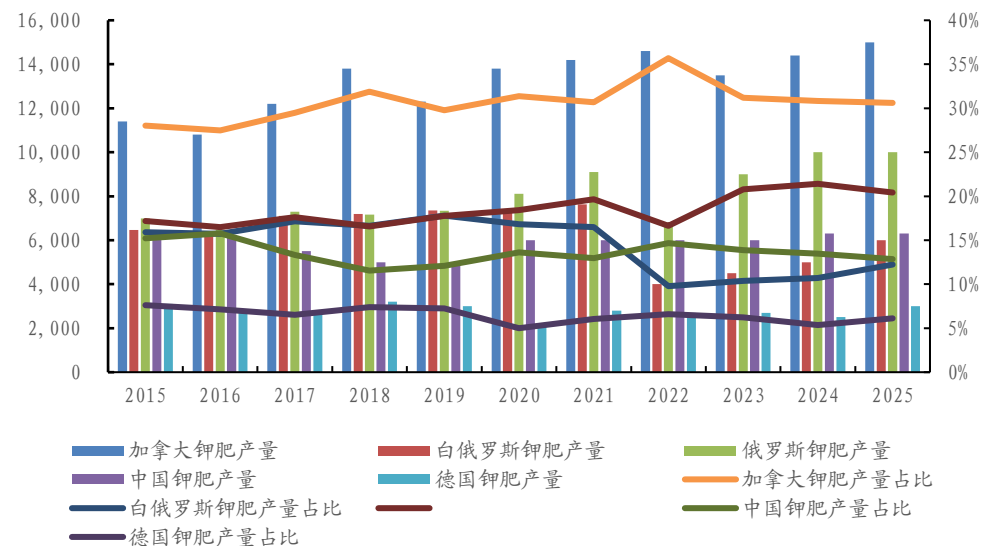
从供需结构来看，亚洲和拉丁美洲的主要消费国自身产能有限，高度依赖进口满足需求，主要从加拿大和俄罗斯进口。2023 年，中国、巴西、美国、印度、印尼钾肥需求占全球 70%左右；2025 年，加拿大、白俄罗斯、俄罗斯、中国、德国钾肥产量占全球 82%左右。产能集中使钾肥价格定价权主要掌握在全球钾肥巨头手中，加拿大钾肥（Nutrien）、俄罗斯的乌拉尔钾肥（Uralkali）、白俄罗斯钾肥（Belaruskali）具有较高议价权。

图26：2023 年，中国、巴西、美国、印度、印尼钾肥需求占全球 70%左右（左轴为钾肥消费量：千吨；右轴钾肥消费占比）



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图27：2025 年，加拿大、白俄罗斯、俄罗斯、中国、德国钾肥产量占全球 82%左右（左轴为钾肥产量：千吨；右轴钾肥消费占比）

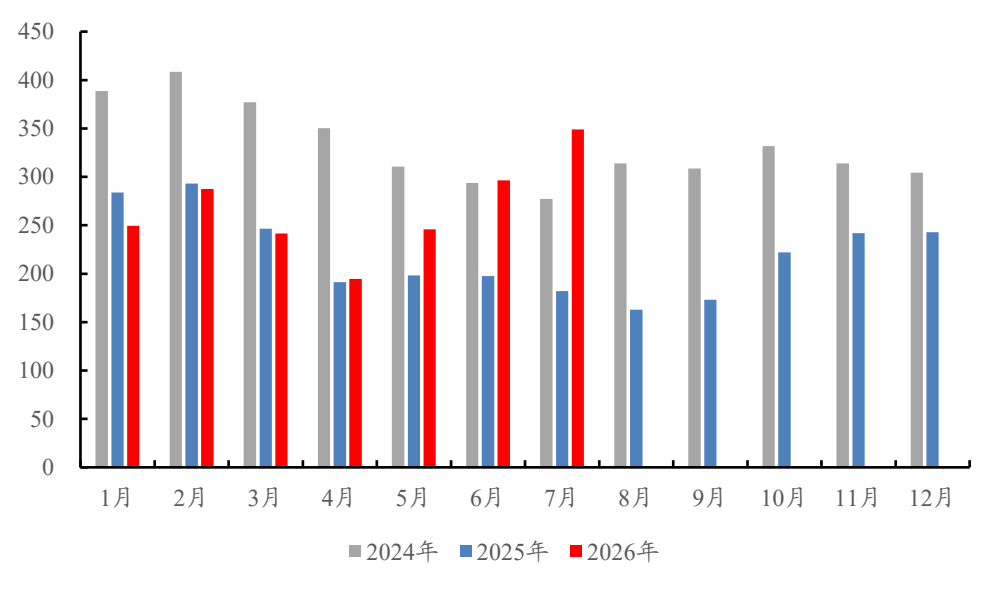


资料来源：Wind，诚通证券研究所。

（2）从库存情况来看，钾肥库存增速依旧凸显

截至7月30日，国内主要港口钾肥库存总量348.93万吨左右，较去年同期增加167万吨，同比+92%。相比于4月低点增加154万吨，增长率为79%。其主要原因在于，中国钾肥大合同签订时间提前到2025年11月份，大合同提前落地使进口商提前锁量，恰逢夏秋用肥淡季，港口出货跟不上集中到货节奏。

图28： 2024-2026 年中国主要港口钾肥库存统计（万吨）



资料来源：隆众资讯，Wind，诚通证券研究所。

（3）新增供给：全球新增供给扩张有序，2027 年价格有望保持平稳

全球钾肥新增产能主要来自必和必拓的和老挝，相比 2025 年，2027 年约有 700 万吨的新增产能，若全部达产，预计占全球产能的 10%左右：

必和必拓预计 2027 年和 2030 年将分别建成 415 万吨/年产能、436 万吨/年的低成本钾肥产能，成本约 114-130 美元/吨。今年 6 月，必和必拓称詹森钾肥矿（Jansen potash mine）第一阶段预计 2027 年中期投产，预计每年产能为 415 万吨。第二阶段建设约完成 16%，预计 2031 财年末完成首批量产，每年产能约为 436 万吨。在满负荷运行下，该工厂预计可输送约 11%的全球钾肥总产量。必和必拓预计合并后的詹森钾肥矿将成为加拿大最低的单位成本，达到 114-130 美元/吨。

2027 年中国钾盐国际在老挝钾肥产能将增至 500 万吨/年，相比 2025 年增加 300 万吨，增加的产能占全球产量 4%。亚钾国际 2025 年 12 月小东布矿区第三个百万吨钾肥项目顺利完成联动投料试车，年产能达到 300 万吨/年；2026 年随着第二个百万吨矿建接近尾声及新增产能逐步爬坡，亚钾国际钾肥产能预计将达到 500 万吨。

表5： 目前全球钾肥行业主要的新增产能情况

盆地	主体	矿权	规划	进展情况
加拿大	必和必拓	加拿大萨斯喀彻温省詹森（Jansen）钾肥矿的开采权。	第一阶段预计 2027 年中期投产，预计每年产能为 415 万吨；第二阶段预计 2031 财年末完成首批量产，每年产能约为 436 万吨。	詹森钾肥矿第二阶段已完成 16%，工程部分完成 83%。
老挝	亚钾国际（甘蒙·东泰/小东布）	老挝甘蒙省 263km，资源 ≈ 10 亿吨。	2027 年之前完成 500 万吨/年，未来中长期 700-1000 万吨/年。	2022 年 4 月，首个 100 万吨/年钾肥改扩建项目达到设计产能。 2025 年 12 月，小东布矿区第三个 100 万吨投料试产，产能达到 300 万吨。 正在推进第二个 100 万吨产能建设。
	东方铁塔（甘蒙·东泰）	老挝甘蒙省 133 平方公里钾盐矿权，	初步规划氯化钾 200 万吨/年。	目前已拥有 100 万吨产能，包括：2015 年 5 月一期 50 万吨/年氯化钾项目实现达标达产。

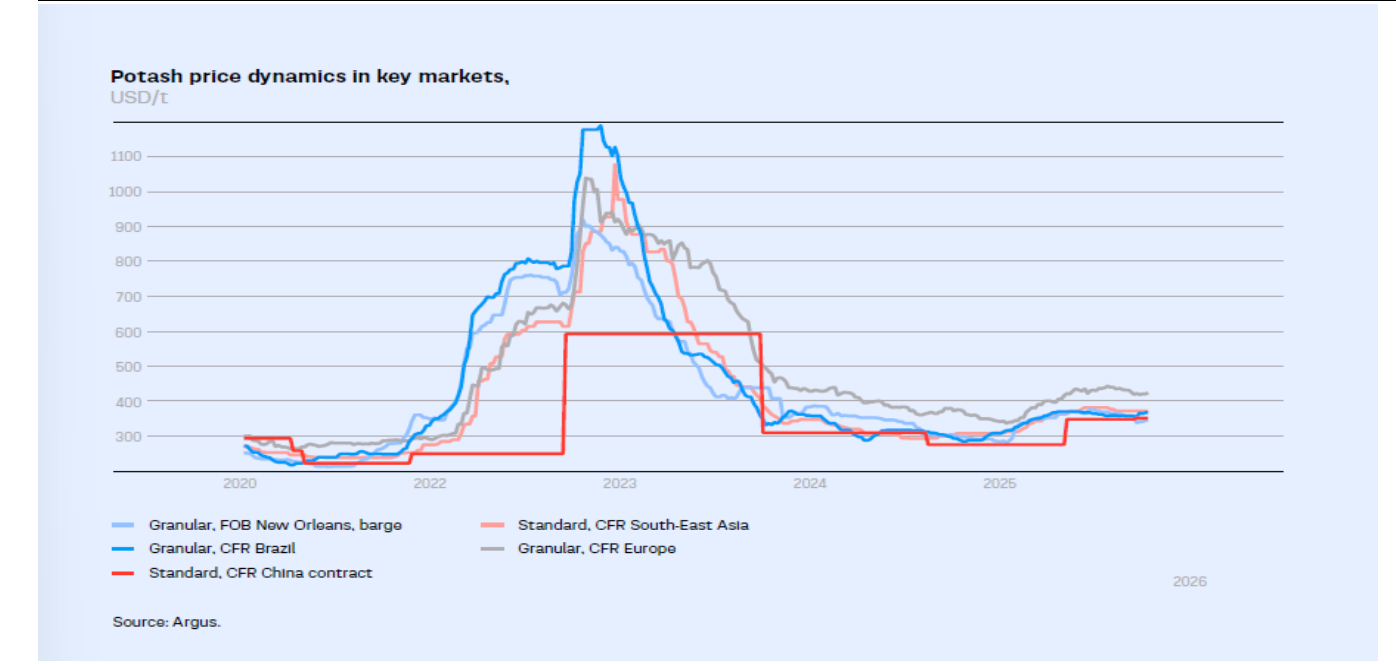
	折纯氯化钾资源储量超 4 亿吨。	2023 年 4 月二期 150 万吨/年氯化钾项目的一期 50 万吨达产达标。尚有 100 万吨产能还未达标。
藏格矿业（万象·塞塔尼/巴俄）	老挝万象塞塔尼县及巴俄县，氯化钾初步规划万象市一期氯化钾 200 万吨/年。资源量约 9.84 亿吨。	暂未开工（原因在于 2025 年 7 月老挝国会 182 号决议叫停万象全域钾盐勘探开采；2026 年 1 验收但无主体施工许可）。

资料来源：必和必拓、亚钾国际、东方铁塔、藏格矿业 2025 年年报，诚通证券研究所

（4）价格展望：全球新增供给扩张有序，2027 年价格有望保持平稳

2021 年下半年至 2022 年中，钾肥价格上行。2013 年至 2020 年，钾肥价格处于区间震荡趋势，走势相对平稳。2021 年下半年受地缘政治影响，白俄罗斯受制裁，叠加 2022 年俄乌冲突，2021 年下半年至 2022 年中，国内六大港口 60%粉状氯化钾进口价格从 2021 初约 2000 元冲至 2022 年中约 4900-5000 元，2023 年钾肥价格低位振荡。2024 年 11 月卢卡申科提出的“与俄罗斯协调削减 10%-11%钾肥产量”，钾肥价格上行。但两俄并未形成一个稳定的减产联盟。俄罗斯 2025 年钾肥产量与 2024 年持平，白俄罗斯 2025 年钾肥增产 600 万吨，增速 20%，产量不减反增。此外，必和必拓在加拿大萨斯喀彻温省的绿地钾肥项目带来的增量将对冲白俄罗斯的减产逻辑，钾肥价格增长动力减弱。

图29： 地缘冲突钾肥价格在 2021 年到 2022 年冲高



资料来源：Uralkali2025 年年报，诚通证券研究所。

2026 年大合同价格锚明显上移。国内钾肥价格与国际钾肥价格呈现双轨制。国内钾肥进口主要采用与国际主要钾肥公司签订大合同的方式，是国内钾肥价格定价重要依据。2023 年钾肥市场供需逆转，中国大合同价格下降至 307 美元/吨，较印度合同价低 115 美元/吨，价差创下峰值。主因在于定价时点的错位：印度于 4 月 4 日率先敲定合同，锁定了高位价格；而中国直至 6 月 6 日才完成签约，滞后两个月间，全球钾肥价格已因供需转向而大幅回落，导致最终价差拉大；2024 年触底 273 美元/吨后，中印价差收窄至个位数；2025-2026 年小幅回升至 346-348 美元/吨，整体处于历史低位中枢。2026 年合同提前至 2025 年 11 月签订，价格微涨 2

美元/吨。

参考印度签订的价格，今年国内四季度签订 27 年大合同价，我们预计持平或略有增长。2028 年后，随着地缘扰动因素减弱、能源价格中枢预期于 2027 年下移，叠加新增产能逐步释放。

表6：2022-2025 年钾肥大合同价

年份	签订时间	签订时国内价格（元/吨）	合同价格（美元/吨）	印度大合同价（美元/吨）	（中印）价差
2022	2022.2.15	4000	590	590（印度先签）	0
2023	2023.6.6	2400	307	422-319	115
2024	2024.7.9	2450	273	279/283	6-10
2025	2025.6.12	2950	346	349（印度先签）	3
2026	2025.11.23	3000-3150	348	383（5 月 18 号）	35

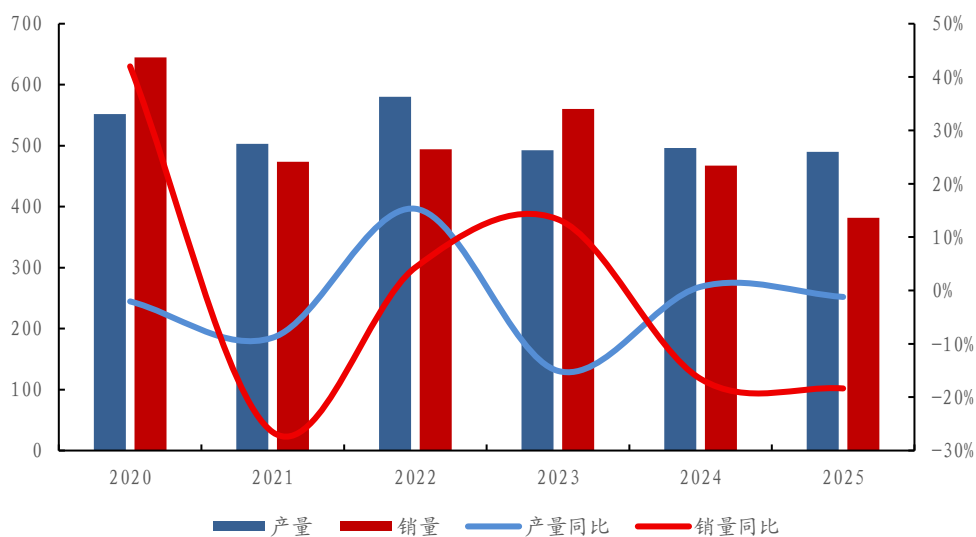
资料来源：隆众资讯，诚通证券研究所

2.2、公司：国内钾肥龙头，产能成本优势明显，2030 年扩产目标明确

2.2.1、产能优势明显，远期扩产目标明确，助力国内钾肥自主可控

2020 年公司钾肥产量 552 万吨，销量 645 万吨，产量和销量显著增加的原因在于 2020 年新冠疫情爆发后，各国对粮食安全重视程度显著提升，境外氯化钾供给端收紧，对公司钾肥需求量明显增加。2021 年随着全球供给量的回升，公司钾肥产量和销量都有所回落，分别为 503 万吨和 474 万吨。2022 年白俄罗斯被制裁以及俄乌冲突的爆发导致钾肥供应偏紧，推动全球钾肥价格拉升。公司在价格高位主动扩产，产量和销量分别为 580 万吨和 494 万吨。2023 年钾肥价格回落，公司主动去库存，产量回落至 493 万吨。同时，由于价格下降需求释放，2023 年销量增加至 560 万吨。2024 年钾肥价格继续下行，销量同步回落，产量 496 万吨，销量 467 万吨。2025 年高产低销，产量为 490 万吨，销量下滑至 381 万吨。

图30：公司近年来钾肥产品产销量及增速（万吨）



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

表7：盐湖股份钾肥产能在行业中居首位

公司	主要资源来源	当前钾肥设计产能
盐湖股份	察尔汗盐湖、一里坪盐湖	530 万吨
藏格矿业	察尔汗盐湖固转液卤水	200 万吨
亚钾国际	老挝甘蒙省固体钾盐矿	300 万吨
东方铁塔	老挝甘蒙省固体钾盐矿	100 万吨

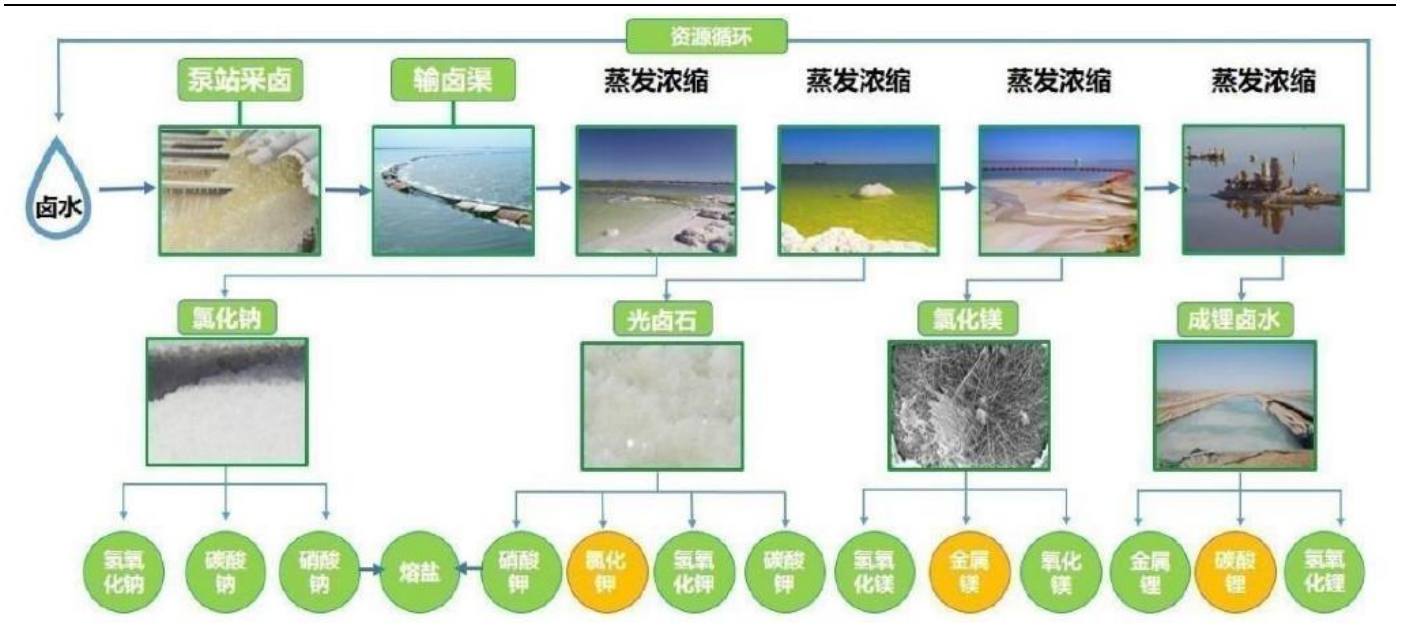
资料来源：盐湖股份、藏格矿业、亚钾国际、东方铁塔 2025 年年报，诚通证券研究所。

2.2.2、公司毛利率始终维持在 50%+ 的高位区间，周期回落但仍高于行业均值

公司在钾肥生产成本方面优势明显，主要体现在四个方面：

（1）公司钾肥原料主要来自察尔汗盐湖。公司盐湖提钾所采用的工业路线是反浮选—冷结晶技术：先以盐湖卤水为资源起点，通过盐田日晒蒸发、分级析盐富集钾，生成光卤石；然后进入加工环节，通过加水分解使氯化镁进入液相、氯化钾与氯化钠主要留在固相，再通过反浮选选择性去除氯化钠，之后进入冷结晶，最终经浓密、洗涤、过滤、干燥得到氯化钾产品。无需像硬岩矿那样爆破、粉碎、高温分解，节省了成本较高的开采环节。

图31：盐湖提钾生产钾肥的主要过程



资料来源：公司 2020 年年报，诚通证券研究所。

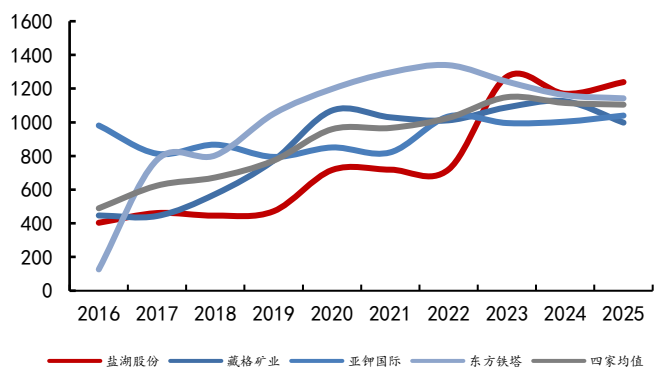
（2）公司钾肥主要消费市场在内陆，国际钾肥巨头主要出口，跨境运输成本高于公司内陆运费成本。全球钾肥供需错配，国际贸易通常占钾肥总需求的四分之三左右。（加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三国出口占全球贸易量的 75.9%）。俄罗斯乌拉尔钾肥公司钾肥运费达到 66 美元/吨，盐湖股份 2025 年运输成本为 300 元/吨。

毛利率方面，公司钾肥业务常年维持在 50% 以上的高水平，且盈利能力处于行业前列。公司钾肥业务盈利能力强，自 2004 年以来，钾肥业务毛利率均稳定在 50% 以上的高水平，且在行业中也处于领先地位。2020 年到 2025 年，公司钾肥业务毛利率分别为 68.5%、79.4%、51.3%、53.34%、60.71%，除 2023 年以外均高于行业均值水平。

公司钾肥业务毛利率近年来的低点出现在 2023 年，一方面来自于钾肥价格的回

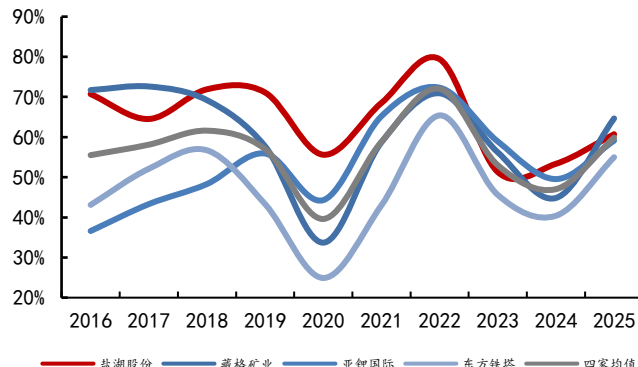
落，另一方面源自矿业权出让收益征收影响。2023 年财政部、自然资源部、税务总局联合印发《矿业权出让收益征收办法》，对征收结构与征收节奏进行调整，同时明确了对已设采矿权且历史上未完成有偿处置的资源储量的征收方式。2023 年，盐湖股份在申请别勒滩矿区采矿许可证变更（生产规模调整至 440 万吨/年、增加氯化锂矿种），其中历史上已消耗动用的未有偿处置氯化钾 2971.39 万吨、碳酸锂 10.89 万吨，经评估应缴采矿权出让收益总额 18.97 亿元，其中 2023 年缴纳 1.90 亿元，2024 年至 2037 年每年缴纳 1.22 亿元。

图32：公司成本在 2023 年之前低于行业均值，在 2023 年跳涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图33：毛利基本高于行业均值，维持在 50%+ 的高位区间



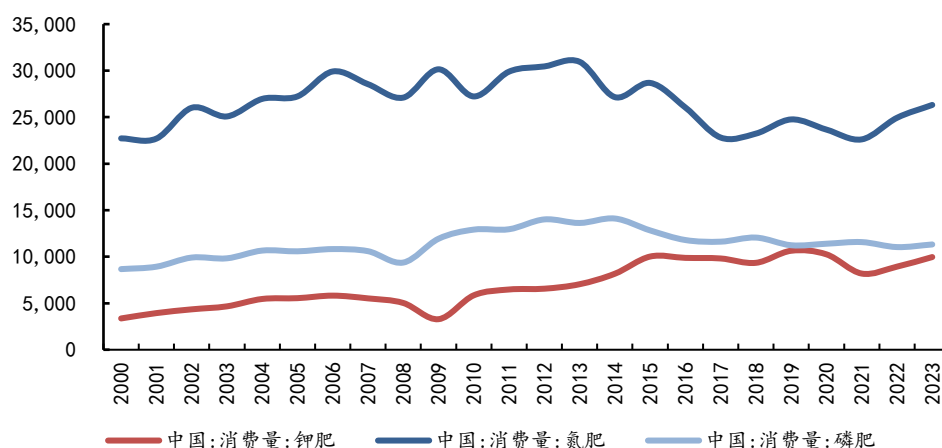
资料来源：Wind，诚通证券研究所。

2.2.3、受益于国内千亿粮食增长以及“减氮控磷增钾”的趋势，公司增长空间仍然较大

我国 2030 年新增粮食产能千亿斤计划，带动钾肥需求增加。国务院 2024 年印发《新一轮千亿斤粮食产能提升行动方案（2024—2030 年）》，目标到 2030 年新增粮食产能千亿斤以上，推动产能迈上 1.4 万亿斤台阶。在耕地面积难以扩张的约束下，提高单位面积钾肥用量是提升单产的关键环节。

我国的施肥结构往“增钾”的方向优化，带动钾肥需求增加。中国钾肥消费量由 2000 年的 336 万吨增加至 2023 年的 996 万吨，增幅 196%，同期氮肥和磷肥增幅仅为 16% 和 31%。我国氮磷钾施用比例已从 1980 年的 1:0.29:0.04 改善到 2023 年的 1:0.33:0.30，仍低于发达国家约 1:0.5:0.5 的水平，长期来看钾肥渗透率仍有上行空间。

图34: 钾肥消费增速大于磷肥和氮肥(千吨)



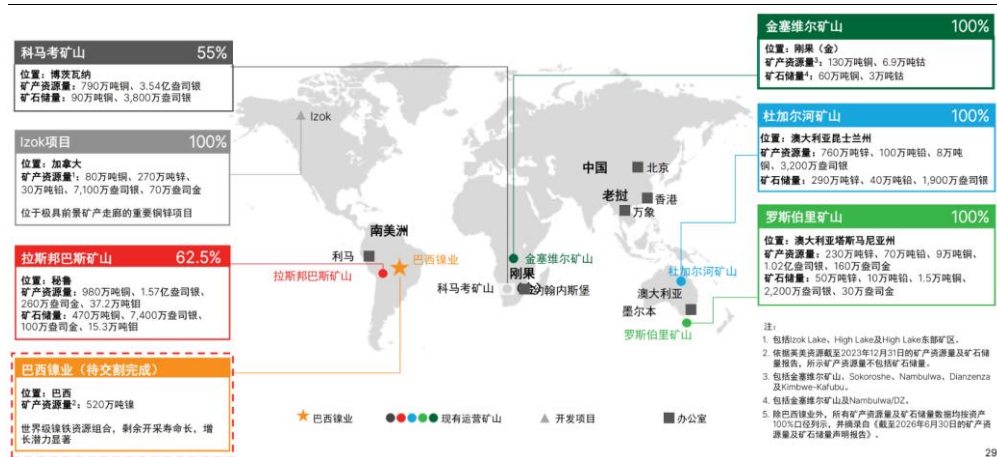
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

2.2.4、入列五矿集团, 海外矿产资源开发经验丰富, 助力公司产能扩张

五矿集团成为公司控股股东, 有望在海外矿产开发方面为公司产能提升提供助力。公司 2025 年钾肥产量占全球钾肥产量 6% 左右, 占国内钾肥总产量的比重约 47% 左右。2024 年以后盐湖股份正式纳入中国五矿集团体系, 成为央企控股的钾肥保供国家队。中国钾肥自给率仅为 35% 左右, 有待进一步提高。根据中国盐湖“三步走”的发展战略, 目标到 2030 年形成 1000 万吨/年钾肥产能, 大幅提升公司在全球钾肥行业的市占率水平。公司入列五矿集团后, 五矿集团将在资源获取、海外布局、资本运作等方面给予充分支持, 将为公司 2030 年产能目标提供清晰的实现路径。

五矿集团海外矿产开发经验丰富。五矿集团在亚洲、大洋洲、南美洲和非洲等地共拥有境内外矿山 41 座, 其中海外矿山 15 座, 五矿集团拥有 28 个矿产资源品种, 钨、晶质石墨、铋资源量位居全球前列, 锂、钾、锌、铅、锑、铬、萤石等资源量或产量位列全球第一梯队, 铜、铁、镍、钴等资源量位居中国第一梯队。中国五矿自 2015 年与中冶集团战略重组后, 在全球率先打通了从资源获取到勘探勘查、设计施工、采矿选矿、冶炼加工、贸易物流的全产业链通道, 这一全产业链整合优势与综合服务能力, 正是盐湖股份海外钾资源扩张的核心赋能底座。

图35: 五矿集团旗下上市公司五矿资源的海外矿产开发情况, 海外矿产开发经验有望助力盐湖产能提升



资料来源：五矿资源 2026 年中期业绩报告，诚通证券研究所

3、锂：全球锂电池需求有望长期增长，公司低成本产能扩张享受增长红利

3.1、全球汽车电动化持续进行，储能行业蓬勃发展，带动锂需求持续上行

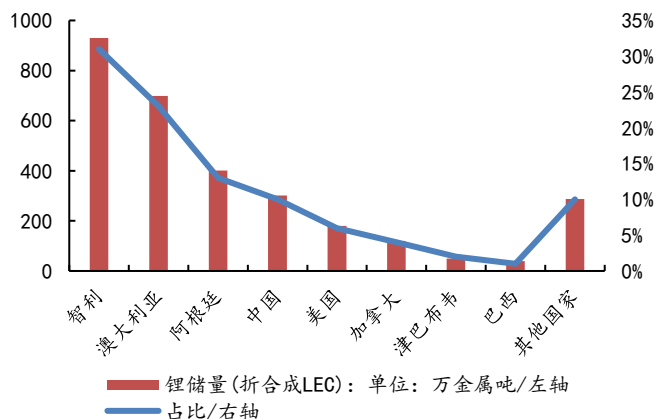
锂是重要的能源金属，是锂电池产业链的核心上游原材料。目前全球每年的锂资源产量约为 150 万吨 LCE（碳酸锂当量）¹⁵。按照 2025 年的价格估算，行业整体规模在 2000 亿元以上。其中，国内产量约占全球 20%-30%，国内锂行业市场规模在 500 亿元以上。国内对锂资源的终端需求占全球一半以上，按消费口径国内锂行业市场规模在 1000 亿元以上。

3.1.1、供给：锂行业触底回升，扩产节奏明显放缓

全球锂资源丰富，分布集中，智利、澳大利亚、阿根廷和中国合计占全球约 78% 的锂资源。根据美国地质调查局（USGS）2025 年数据，全球锂储量约为 3000 万金属吨，折算碳酸锂当量（LCE）为 1.6 亿吨（折算系数：1 吨金属锂 $\approx$ 5.32 吨 LCE）。锂资源分布比较集中，全球锂资源主要锁定在“锂三角”及中澳核心产区：智利（930 万金属吨，占比 31%）、澳大利亚（700 万金属吨，占比 23%）、阿根廷（400 万金属吨，占比 13%）及中国（300 万金属吨，占比 10%）。上述四国合计掌控全球约 77% 的锂资源。

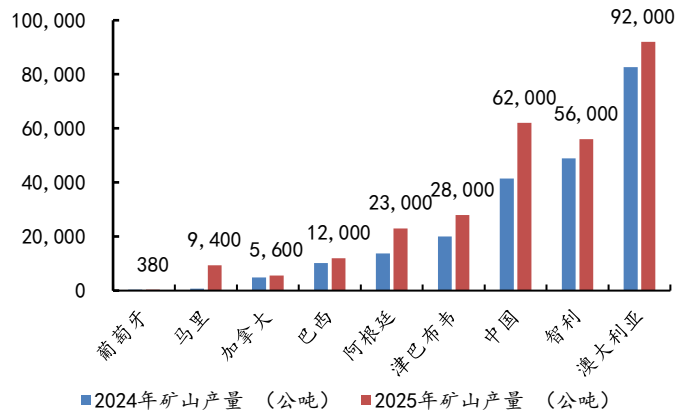
全球锂产量分布集中，澳大利亚、智利、中国的锂产量合计占比达到全球锂产量 72%。剔除美国产量后，2025 年全球锂产量约 29 万吨，同比增长 31%。从产量的地区分布来看，2025 年澳大利亚、中国和智利的锂产量分别为 9.2 万吨、6.2 万吨和 65.6 万吨，居全球前三，合计占比达到 72%。

图36：智利、澳大利亚、阿根廷和中国的锂资源合计占比近 80%



资料来源：USGC，诚通证券研究所。

图37：澳大利亚、中国和智利的锂产量合计占比达到 78%



资料来源：USGC，诚通证券研究所。

我们预计 2026 年 2027 年盐湖提锂的产量分别为 76 万吨和 84 万吨左右，盐湖

提锂增量主要来自中国、智利和阿根廷。盐湖提锂建设周期更长、扩张更依赖资源禀赋与工艺适配的供给，但盐湖提锂单位经营成本低，未来出清概率较低。中国盐湖提锂产量来自察尔汗盐湖和西台吉乃尔盐湖。智利盐湖提锂产量主要来自 SQM 项目。阿根廷盐湖提锂产量主要来自 Olaroz 盐湖、Cauchari - Olaroz 盐湖和 POSCO HMN 盐湖。2026 年、2027 年中国盐湖提锂的碳酸锂产量分别为 23 万吨和 25 万吨，智利盐湖提锂碳酸锂产量分别为 34 万吨和 36 万吨，阿根廷盐湖提锂产量分别为 18 万吨和 21 万吨。

表8：全球盐湖提锂 2026 年和 2027 年主要产能和产量预测（万吨 LEC）

地区	盐湖	开发主体	2026E 产能	2026E 产量	2027E 产能	2027E 产量
中国	察尔汗	蓝科 4 + 盐湖新建 4 + 汇信 2 + 藏格 1.2	11.2	10.2	11.2-11.8	11.1-11.7
	西台吉乃尔	中信国安 5+2 脱钠吸附 + 恒信融 2	9.0	8-8.5	9	9
	东台吉乃尔	青海锂资源（泰丰先行 68%+西矿 27%）	2	2	2	2
	一里坪	五矿盐湖（盐湖股份 51%）	1.8（1.5 碳锂 +0.3 其他）	1.8	1.8→3.0（技改）	1.8-2.0
	巴伦马海	锦泰锂业（赣锋参股）	1	1	1	1
	小计		25	23	26.2	24.9
智利	SQM（Nova Andino）		26	26	28	28
	ALB（雅保）		7.5	7.5	8	8
	小计		33.5	33.5	36	36
阿根廷	Olaroz		4	4	4	4
	Olaroz 一期		1.75	1.75	1.75	1.75
	Cauchari-Olaroz		4	4	4	4
	Fenix		3	2	3	2
	Centenario Ratones		2.4	2	2.4	2.4
	Tres Quebradas		3	3	6	6
	POSCO HMN		4.67	3	4.67	3
	小计		22.82	17.75	25.82	21.15
合计			81.32	76.25	88.02	84.05

资料来源：Wind，盐湖股份、SQM、ALB 等 2025 年年报，诚通证券研究所

我们预计 2026 年 2027 年锂辉石矿区生产的碳酸锂分别为 99 万吨和 118 万吨左右，锂辉石提锂增量主要来自澳大利亚。锂辉石提锂技术更成熟，主流路线是硫酸酸化焙烧法，具备较高成熟度和可复制性。但由于锂辉石成本通常高于盐湖，出清概率高于盐湖提锂产能。全球锂矿主要来自澳大利亚，锂辉石矿占全球主要锂辉石矿的 60%左右。澳矿产量又主要以格林布什锂矿（Greenbushes）和皮尔巴拉矿业（PLS）为主。非洲锂辉石矿碳酸锂产量预计 2027 年达到 20 万吨左右，占总产量约 17%左右。巴西锂辉石矿提锂产量相对较小，2027 年碳酸锂产量预计为 10.5 万吨左右，占总产量约 9%左右。中国锂辉石矿生产的碳酸锂预计在 2027 年达到 12 万吨。

表9：全球锂辉石提锂 2026 年和 2027 年主要产量预测（万吨 LEC）

地区	锂辉石矿	2026E 产量	2027E 产量
澳大利亚	Greenbushes	19	25
	Pilgangoora (PLS)	12	13

	Wodgina	8	10
	Mt Marion	6	7
	Kathleen Valley	6	7
	Mt Holland	5	5
	Bald Hill	0.45	1.87
	Finniss	1.2	1.7
	Ngungaju (PLS)	1.5	2.3
	小计	59.15	72.87
非洲	Bikita	4.2	4.5
	Arcadia	5.3	5.7
	Sabi Star	1.13	1.13
	Goulamina	6.5	6.75
	Bougouni	1.44	1.53
	小计	18.57	19.61
巴西	Grota do Cirilo	7.2	7.2
	Salinas	1.6	3.3
	小计	8.8	10.5
中国	甲基卡三段合计	2.2	2.8
	李家沟	2.2	2.4
	观音桥	1.2	1.5
	大红柳滩	1	2.5
	湘源	3	3
	小计	9.6	12.2
加拿大	Tanco	2.67	2.67
合计		98.79	117.85

资料来源：USGS，LithiumChart，诚通证券研究所

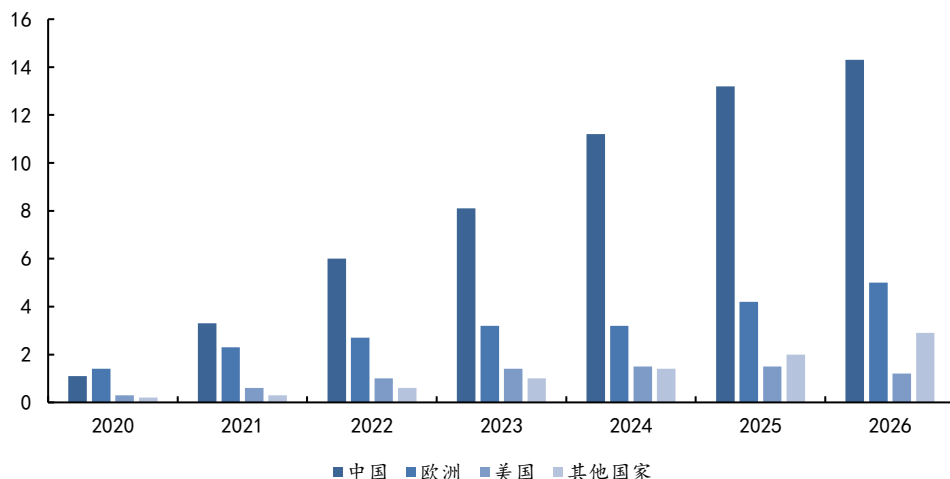
3.1.2、需求：全球电动化持续进行，储能行业成为主要增量

2025 年全球锂需求约为 140 万-150 万吨碳酸锂当量（LCE），同比增长约 20%-30%。下游需求方面，全球电动车汽车销量稳定增长，锂电池储能需求高增，共同支撑上游锂资源需求。

（1）国内新能源车增长中枢下移，海外市场、单车带电量、新场景应用共同支撑动力电池行业持续增长

动力电池是目前锂资源的主要下游，2025 年需求占比超过 60%。根据国际能源署（IEA）的数据，截至 2025 年底，全球锂离子电池名义产能突破 4TWh，较 2024 年增长约 30%。全球电池制造产能主要集中于中国，占比超 80%，欧盟与美国各占 6%-7%。电动车销量方面，全球合计销量约 2300 万辆，中国是全球最大的电动车消费市场，2025 年中国新能源乘用车批发量约 1500 万辆，同比增长 25%，欧洲、美国市场分别约为 380 万辆、170 万辆。

图38： 各国电动车销量，中国居首（百万辆）

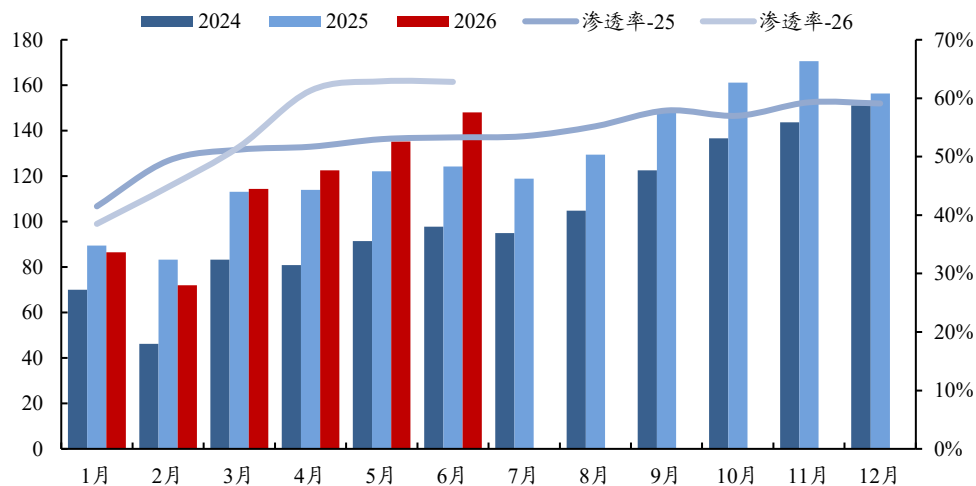


资料来源：IEA，诚通证券研究所。

国内电动车带电量提升明显，支撑国内动力电池出货增速。2025 年政策补贴刺激效果显著，国内新能源乘用车出货增长明显，渗透率突破 50%。根据乘联会的数据，2025 年国内新能源乘用车批发量约为 1532 万辆，同比增长 25%，新能源渗透率达到 52%，零售约为 1281 万辆，同比增速 18%，出口约为 242 万辆，同比增速 86%。2025 年行业高景气主要受益于政策支持持续发力，“以旧换新”政策的延续和购置税优惠等措施有效提振了国内销量。此外，以自主品牌为代表的国内新能源汽车进入产品与技术创新收获期，动力电池与智能驾驶等核心技术突破明显，推动产品吸引力持续提升。

2026 年国内新能源汽车销量有所承压，出口市场保持高增长。根据乘联会的数据，2026 年 1-6 月国内新能源乘用车批发量约为 679 万辆，同比增速为 +5.1%，新能源渗透率为 54%，零售约为 470 万辆，同比增速 -14%，出口约为 233 万辆，同比增速 124%。2026 年开年阶段国内新能源乘用车市场承压，主要受购置税政策的调整影响，新能源车购置税优惠力度退坡，2026 年 2 季度以来国内零售销量同比降幅明显收窄，政策影响逐渐消化。此外，出口市场表现亮眼，2026 年出口数量占批发数量比重达到 33%，成为国内新能源汽车行业的新增长点。

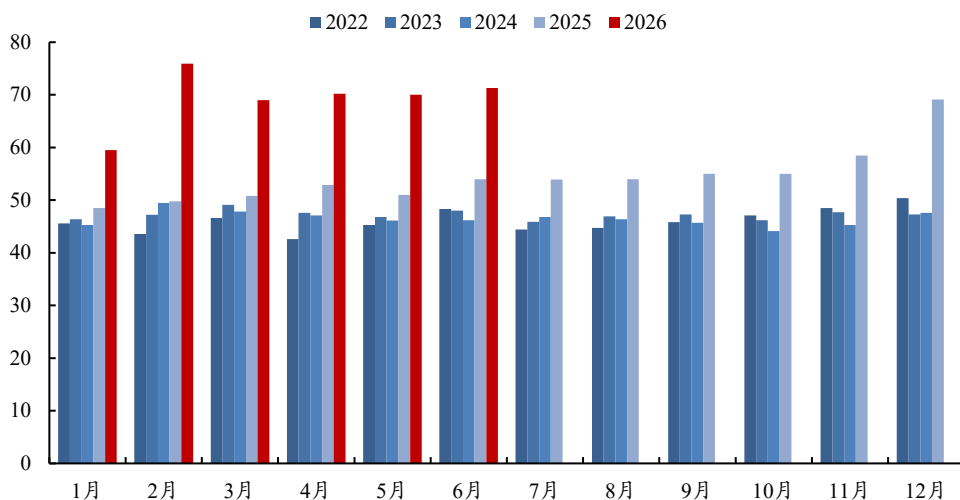
图39： 2026 年国内新能源乘用车销量有所承压（万辆）



资料来源：乘联会，诚通证券研究所

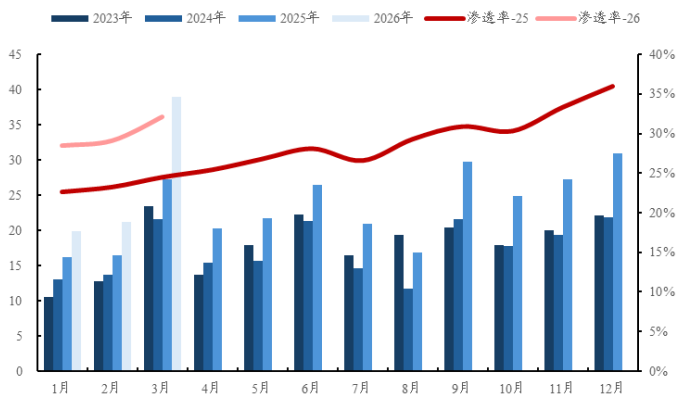
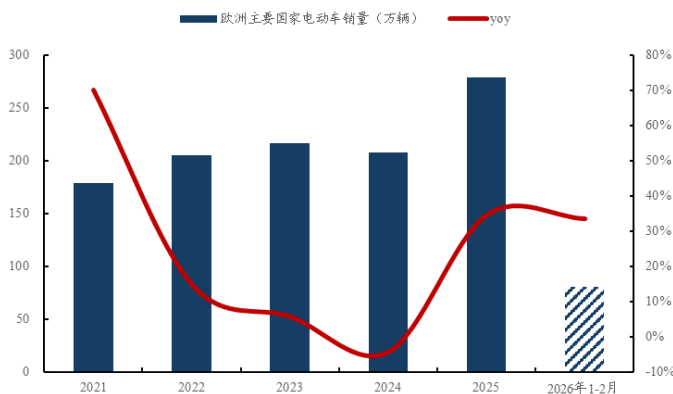
2026 年国内新能源汽车带电量提升明显，有望支撑国内动力电池出货增长。

根据 Wind 的数据，2026 年 6 月，国内新能源汽车单车平均带电量为 71kWh，同比增长 32%。国内新能源汽车带电量提升主要受几方面因素影响：首先，根据购置税减免的政策安排，2026 年起享受优惠的技术门槛提升至 100km，叠加“以旧换新”政策改为按车价比例计算（车价 8%，上限 1.5 万元），共同驱动 PHEV 消费结构向大电量化、高价格带转变，推动增程式、插电混动增加电池容量。全年来看，预计国内新能源乘用车销量端有所承压，在新能源车渗透率以及带电量提升共同支撑下，国内动力电池出货有望保持稳定增长。

图40： 2026 年国内新能源汽车电车带电量显著提升（kWh/辆）

资料来源：乘联会，Wind，诚通证券研究所

欧洲市场方面，受益于碳排放考核、低渗透率国家政策刺激驱动，新能源汽车销量保持高速增长。2025 年，欧洲主要国家新能源乘用车销量约为 279.0 万辆，同比增长约 34.5%，2026 年欧洲新能源乘用车市场延续高景气，1-3 月销量约为 80.0 万辆，同比增长约 33.5%。欧洲渗透率提升空间大的国家普遍出台新能源车刺激政策，其中英国政府重启购车补贴政策，法国生态奖金延至 2026 并提高额度，意大利出台购车补贴，德国计划启动新一轮购车补贴，叠加 2 月底以来美伊冲突持续发酵，全球能源价格上涨，欧洲市场购置新能源乘用车意愿加强，预计欧洲新能源乘用车市场景气将有望持续。

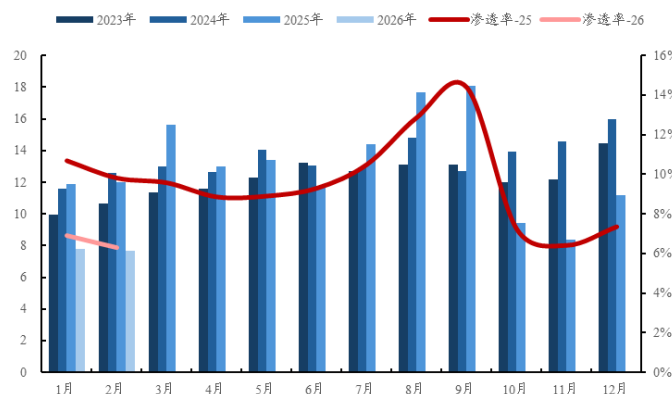
图41： 欧洲整体新能源车渗透率仍有较大提升空间**图42： 欧洲主要国家新能源汽车销量增长明显**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：挪威、英国、法国、德国、意大利、瑞典、西班牙汽车协会及主管部门网站，诚通证券研究所

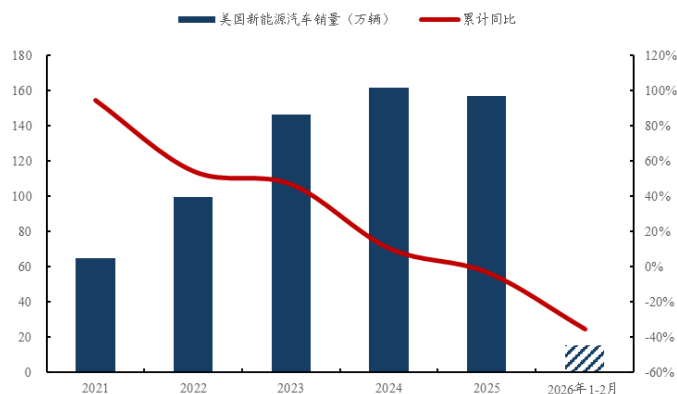
2025 年，美国新能源车呈现前高后低的走势。美国储能市场波动主要受“大而美法案”补贴政策于 2025 年 9 月底到期影响，2025 年全年美国新能源车销量约为 156.7 万辆，同比增速约为-3.2%。2026 年美国新能源车市场延续承压态势，1-2 月销量约为 15.4 万辆，同比增速约为-35.5%。整体看，2026 年美国新能源车市场增长有限，但政策补贴退出为短期影响，美国市场新能源车渗透率较低，后续新车发布有望促进新能源市场景气上行。

图43：美国新能源车渗透率仍有较大的提升空间



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图44：2025 年以来美国新能源车受政策退坡影响较大



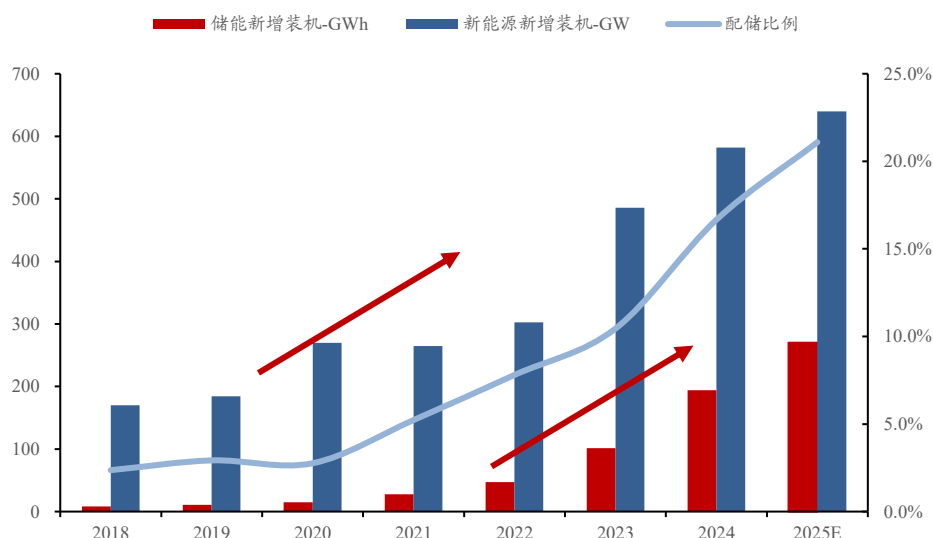
资料来源：Wind，诚通证券研究所

（2）全球储能行业蓬勃发展，成为驱动锂资源需求增长的新增长极

储能是锂资源需求中枢抬升的主要增量。过去五年，全球储能行业装机规模呈爆发式增长。2020 至 2025 年间，全球储能行业复合年均增长率高达接近 100%，远超电动汽车的 58%和消费电子的 3%。储能对锂电池的需求占比从 2020 年的约 5%跃升至 2025 年的接近 20%。

全球储能需求的爆发，核心驱动因素是全球绿色转型，新能源发电占比持续提升，需要配储以应对电网消纳能力的严峻挑战。如 2025 年发生的西班牙大停电，是由于西班牙发电结构中，风光占比高，同时配套储能不足，导致电网调节能力弱，缺乏跨国互联协调。从全球新能源新增装机与储能新增装机的趋势来看，2020 年随着国内风光快速增长，全球新能源新增装机规模持续增长，2023 年后全球储能开始出现大规模增长。

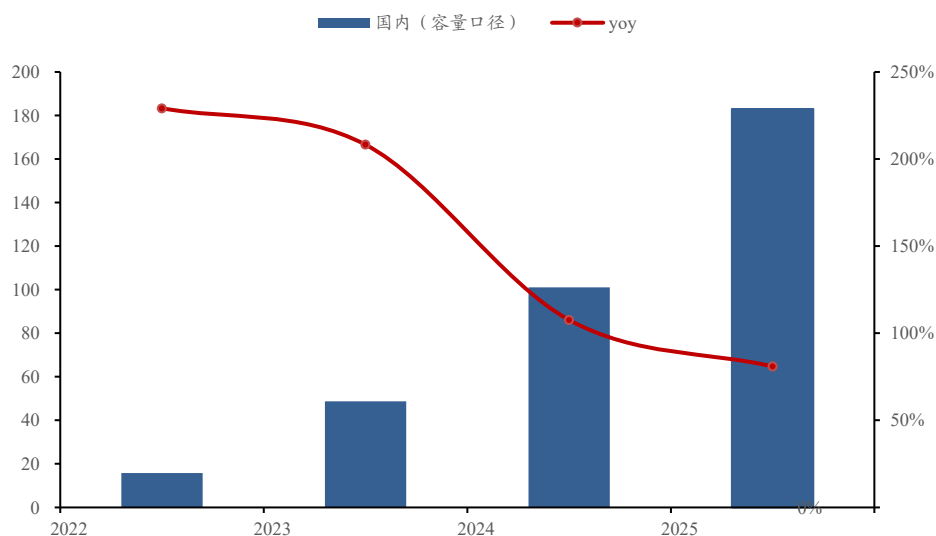
图45：全球新能源装机快速增长，带动储能系统的需求爆发



资料来源：EIA，IRENA，诚通证券研究所。配储比例假设以 2h 储能系统计算配储比例

国内方面，受电力需求稳步增长、新能源快速发展及有力政策支持等多重因素驱动，近几年国内储能呈现快速增长态势。根据国家能源局的数据，截至 2025 年底，全国已建成投运新型储能项目累计装机规模达 1.36 亿千瓦/3.51 亿千瓦时，2025 年新增装机 0.62 亿千瓦/1.86 亿千瓦时，同比增长分别为 47%、81%。国内新型装机主要集中在新疆、内蒙古、云南、河北、山东等省区，新增装机分别为 1023 万千瓦、1003 万千瓦、613 万千瓦、569 万千瓦、404 万千瓦。累计装机规模排名前 3 的省份分别为：内蒙古（2026 万千瓦），新疆（1880 万千瓦），山东（1121 万千瓦）。2026 年，国内储能行业景气持续上行。根据 CNESA 数据，2026 年 1 月，国内新型储能项目累计装机规模共计 3.78GW/10.90GWh，同比+62%/+106%，1 月新增装机规模同比增速超 60%，国内行业储能景气度延续。

图46：2025 年国内新型储能建设呈现爆发式增长

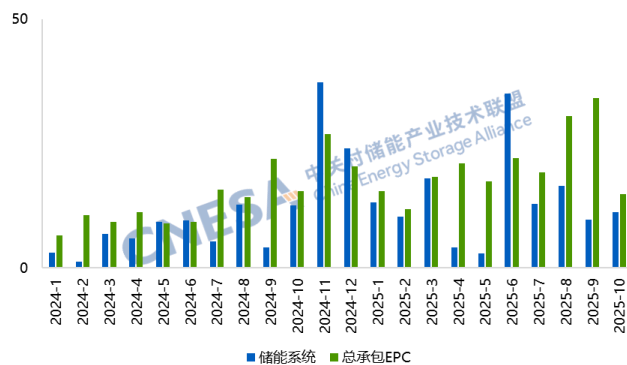


资料来源：国家能源局，诚通证券研究所

从行业景气度的领先指标来看，2025 年国内储能招标市场大幅增长，支撑 2026 行业景气持续上行。2025 年 3 月以后，国内储能总包 EPC 开始起量，6 月以后国内储能建设开始加速。2025 年 10 月，国内储能系统招标规模 2.9GW/11.2GWh，同比

-21.0%/-11.3%，EPC（含 PC）招标规模达 5.1GW/14.2GWh，同比-11.3%/-7.8%。根据 CNESA 的数据，2025 年储能系统（不含集采/框采）中标规模为 121.5GWh，同比增长 140%，EPC 中标规模为 206.3GWh，同比增长 126%。

图47： 2025 年国内新型储能系统招标及 EPC 招标量持续上行（GWh）



资料来源：CNESA，诚通证券研究所

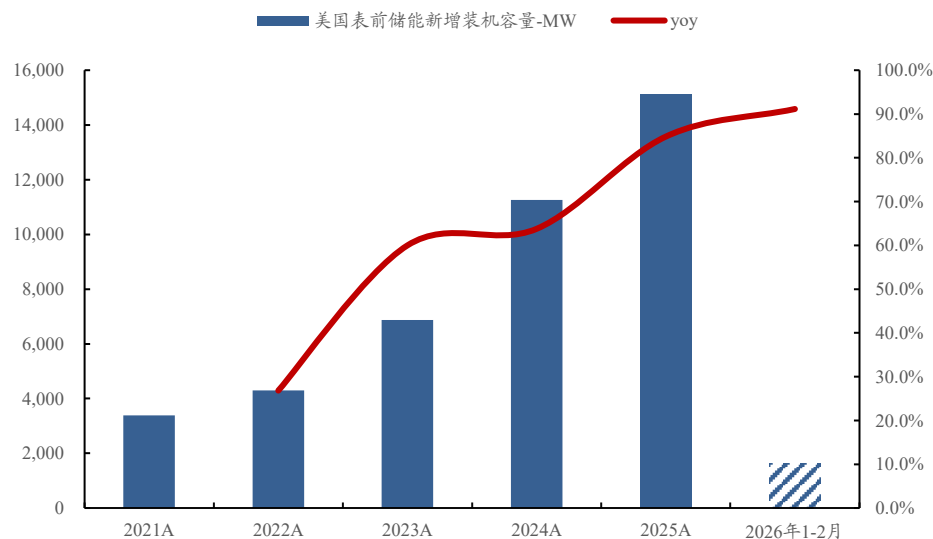
图48： 2025 年国内新型储能招标量实现翻倍增长（GWh）



资料来源：CNESA，诚通证券研究所

美国方面，根据 EIA 的数据，2025 年 1-10 月，美国储能新增装机约 11.9GW，同比增长 46%。美国当下面临长期电力紧缺的局面，除了增加电源端的投资外，电源侧储能的建设能够增加电网应对最大负荷的能力，储能装机需求长期保持稳定增长。美国近几年的新增发电中，光伏风电占主导，对电网调频调峰构成较大压力，持续刺激储能系统需求释放。

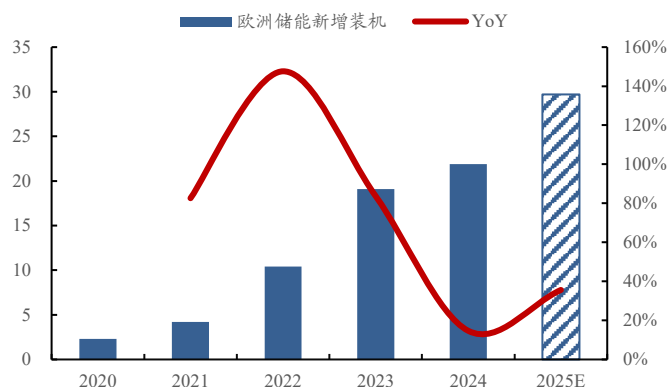
图49： 2020 年以来美国储能新增装机情况



资料来源：EIA，诚通证券研究所

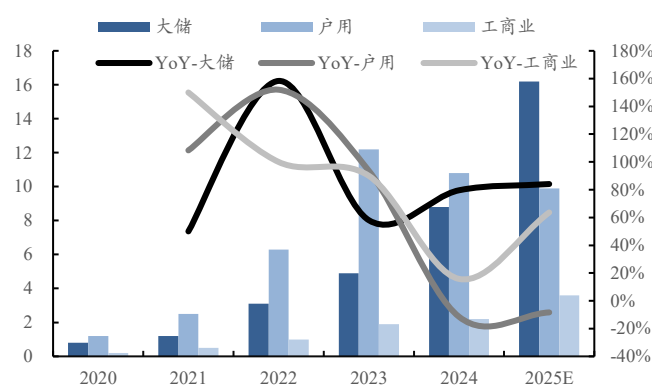
欧洲方面，近年来欧洲储能行业发生显著变化，户储受电价回落等因素影响，装机规模逐年回落，大储接力成为欧洲储能增长最主要的动力。根据 SPE 的预测，2025 年欧洲储能新增装机约为 30GWh，其中大储（独立储能）、户用储能、工商业储能分别新增装机约 16GWh、10GWh、4GWh，同比增速分别约为 84%、-8%、64%。欧洲大储的增长主要受意大利等国家政策刺激。

图50: 近年以来欧洲储能新增装机情况 (GWh)



资料来源: SPE, 诚通证券研究所

图51: 独立储能逐渐成为欧洲储能的主力 (GWh)



资料来源: SPE, 诚通证券研究所

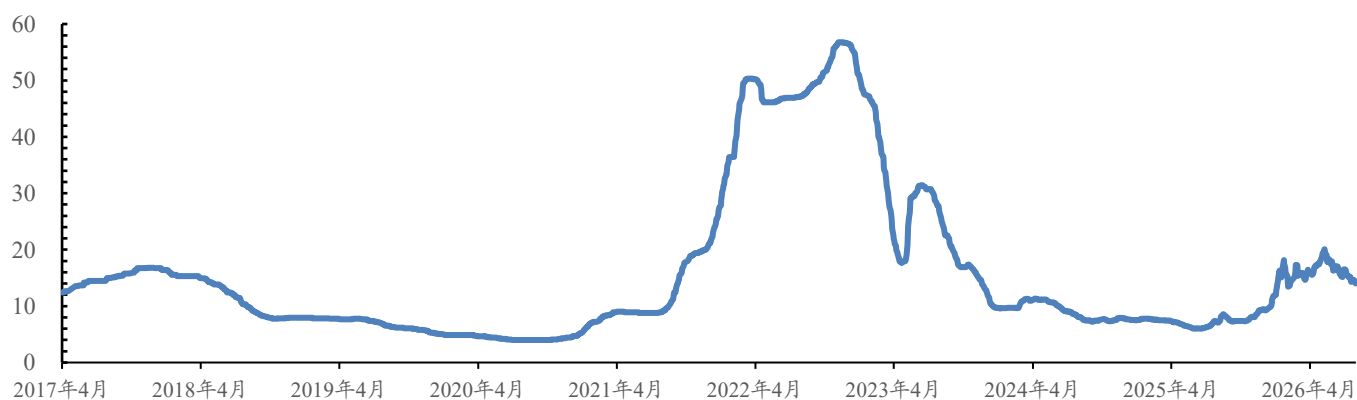
3.1.3、价格: 供需错配矛盾明显改善, 预计锂价维持震荡格局

2021 年到 2022 年, 锂价在新能源产业高景气带动下, 持续上行。碳酸锂价格从 2021 年初 5 万元/吨左右的低点上涨到 2022 年的 57 万元/吨左右的高点。增长主要动因是全球新能源汽车需求超预期增长。

2023-2024 年锂产能集中释放, 产能过剩导致锂价下行。2021-2022 年碳酸锂高价, 带动国内外锂资源项目、锂盐冶炼扩产、非洲矿山开发、云母提锂与盐湖提锂扩张全面推进, 形成的产能在 2023 年开始集中释放, 导致碳酸锂价格下行, 2023 年年末跌到 10 万元/吨以下。2024 年供给仍然过剩, 碳酸锂价格全年大致运行在 8 万-12 万元/吨。

2025 年之后碳酸锂供给过剩有所收窄, 价格企稳回升。2025 年全球电动车出货保持稳定增长, 储能行业大幅上行, 带动锂需求持续增长。供给端受环保因素影响, 江西宜春锂云母矿产量减少, 加上较低的锂价导致高成本锂矿产能停产, 共同支撑锂价回升, 2025 年底碳酸锂价格回升至 12 万元/吨左右。

图52: 新能源产业高景气带动下, 上涨到 2022 年的 57 万元/吨 (万元/吨)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

表10: 2025 年锂行业供需矛盾大幅改善

Section	Metric	2022A	2023A	2024A	2025A
---------	--------	-------	-------	-------	-------

Lithium Demand by Use	Automotive	461	605	707	908
	ESS	46	85	212	293
	Other Li-ion Demand	87	95	105	116
	Non-Battery Demand	186	205	230	261
	Change in Inventories	83	94	99	123
Total Lithium demand		863	1083	1354	1702
Total Risk Weighted Supply		774	1070	1364	1615
Market Balance		-57	29	69	-15

资料来源：瑞银集团，诚通证券研究所

2026 年碳酸锂供需存在缺口，2027 年碳酸锂供给供需缺口收敛。2026 年碳酸锂供需出现缺口的主要原因在于储能需求的高增长，以及锂矿端的扰动。2026 年，津巴布韦暂停锂原矿及锂精矿出口和实施出口配额管理政策出台，国内方面宜春四座核心锂云母矿于 2026 年 5 月全面停产换证，环保因素对国内锂矿生产造成一定影响，我们预计 2027 年供需缺口略有收敛。

预计 2026 年、2027 年锂价有望保持稳定。2026 年初锂价上涨至 20 万元/吨，随后在 15 万-18 万元/吨区间震荡。由于 2026 年下半年碳酸锂供需仍然呈现缺口，四季度缺口预计增大，我们预计碳酸锂下半年碳酸锂回落空间有限。2027 年碳酸锂供需缺口有所缓解，我们预计 2027 年碳酸锂价格相较于 2026 年有所回落。

表11：津巴布韦碳酸锂出口政策

日期	国家	相关政策	重点内容
2026 年 2 月	津巴布韦	暂停锂原矿及锂精矿出口	津巴布韦矿业主管部门宣布立即暂停原矿和锂精矿出口，并对出口流程、合规情况及资源流失问题进行审查。短期内增加津巴布韦锂精矿出口节奏和到港供应的不确定性，强化本地加工约束。
2026 年 4 月	津巴布韦	实施出口配额及本地加工要求	在恢复部分锂精矿出口时引入出口配额，并要求矿业企业承诺建设本地硫酸锂加工设施、加强财务及生产经营合规管理。部分中资矿业企业随后获得阶段性出口配额。政策推动当地锂产业由矿石和精矿出口向本地加工延伸。

资料来源：藏格矿业 2026 年半年报，诚通证券研究所

3.2、公司：国内盐湖提锂龙头，位于供给曲线最左侧，远期产能仍有提升空间

3.2.1、锂盐产能稳定增长，目前产能接近 10 万吨

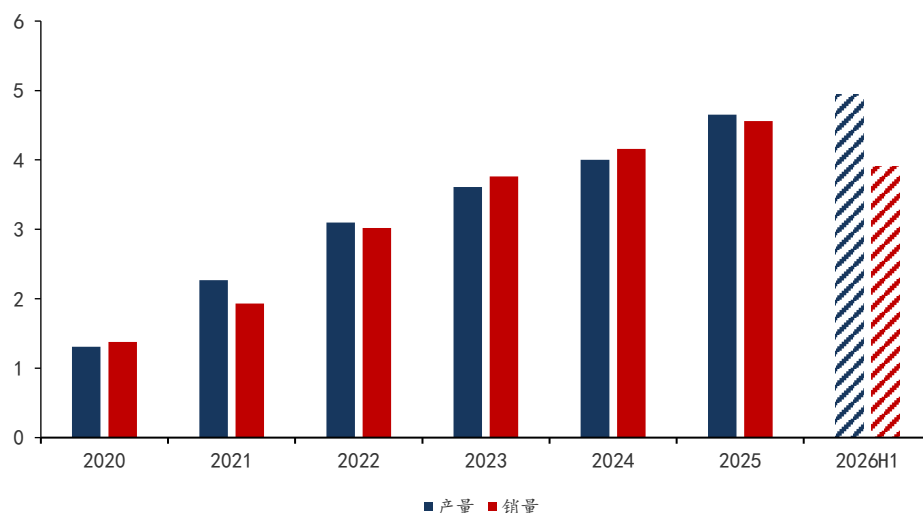
公司目前锂盐产能达到 9.8 万吨。主要由三部分构成：蓝科锂业技改 4 万吨、新建 4 万吨项目、收购五矿盐湖 1.8 万吨，按权益口径计算约 6.9 万吨。公司控股

的蓝科锂业 2010 年左右已经拥有 1 万吨碳酸锂产能，2017 年左右完成 1 万吨，碳酸锂产能达到 2 万吨。2021 年 2 万吨新增碳酸锂产能试车，2022 年进入达产达标状态。公司碳酸锂产量也从 2020 年的 1.36 万吨增加至 2022 年的 3.1 万吨。2023 年到 2024 年，产量从 3.61 万吨增至 4.00 万吨，销量从 3.76 万吨增至 4.16 万吨，基本满产满销。公司 4 万吨/年基础锂盐一体化项目（4 万吨电池级碳酸锂）于 2025 年 9 月底建成并投料试车，预计 2026 年满产。2025 年 12 月，公司完成对五矿盐湖的收购，获取一里坪盐湖 1.8 万吨锂盐。

公司 2026 年锂盐产量大幅增长。2026 年上半年锂盐产量 4.94 万吨、销量 3.91 万吨，同比接近翻倍。公司锂盐的快速增长主要得益于新建 4 万吨锂盐一体化项目全面投产以及完成五矿盐湖股权收购。

公司未来锂业务扩产路线清晰，有望在 2030 年实现 20 万吨产能目标。（1）现有产能的挖潜：在现有产能 9.8 万吨的基础之上，公司通过装置技改以及原卤提锂技术在察尔汗盐湖的推广提升现有产能的上限；（2）集团内锂盐产能的并表，除一里坪产能以外，集团仍有青海汇信等锂盐产能有望并入上市公司体内；（3）外部锂资源的并购，尤其在五矿集团成为公司控股股东后，公司在矿产开发、收购以及出海方面将得到助力。

图53： 公司锂盐产量和销量呈上升趋势（万吨）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

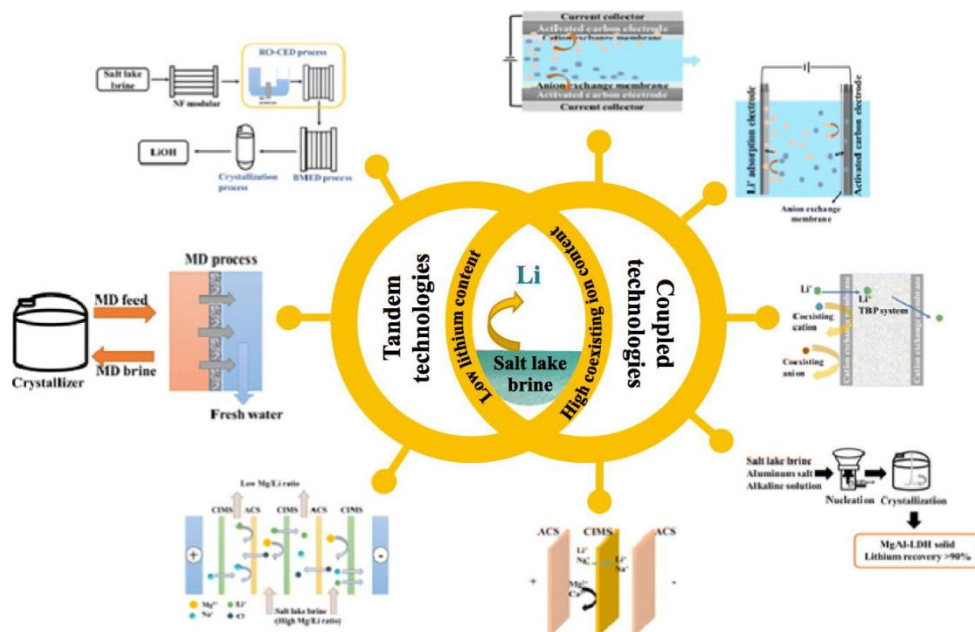
3.2.2、公司盐湖提锂成本国际领先，锂盐业务毛利率持续维持行业高位

公司钾肥业务与锂盐业务协同效应明显，共用卤水采集系统及老卤提锂奠定公司锂盐成本优势。公司单位提锂成本从 2023 年的 4.7 万元/吨下降至 2025 年的 3.1 万元/吨，成本优势明显。氯化钾产量在 500 万吨左右，钾肥产能中每年排放老卤量约有 2 亿立方米，老卤以 2 元/立方米的价格在内部转移，公司的锂盐业务充分受益低成本的提锂原料，相比之下，锂辉石企业的原材料成本占总成本 50% 以上，因此公司盐湖提锂的单位成本远低于锂辉石企业。

一里坪产业化顺利落地，充分说明原卤提锂技术的潜力，随着公司原卤提锂技术的推广，有望进一步降低生产成本。原卤提锂相较于老卤提锂技术，将提锂的生产环节前置，从而摆脱了提锂依附钾肥流程的限制，锂盐生产周期大幅缩减，生产周期从 2 年缩短至 2 个月，资源周转效率显著提高。同时锂综合回收率较传统路线提升明

显, 单次回收率从传统的 40% 左右大幅提升至 70%。此外, 原卤提锂显著降低锂在盐田滩晒和中间输送环节的损失。

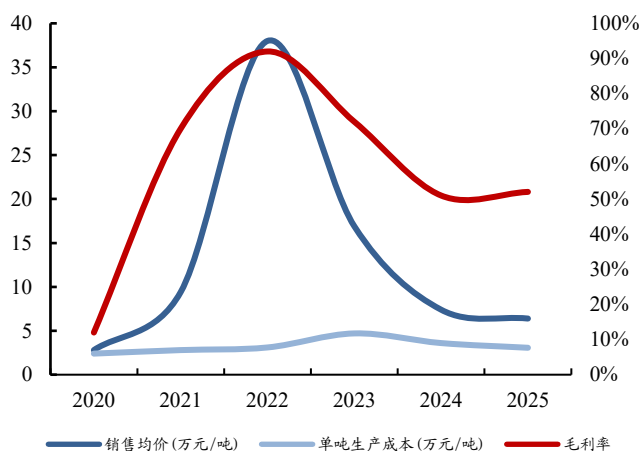
图54: 原卤提锂技术路线图



资料来源：《Recent advances in lithium extraction from salt lake brine using coupled and tandem technologies》，诚通证券研究所

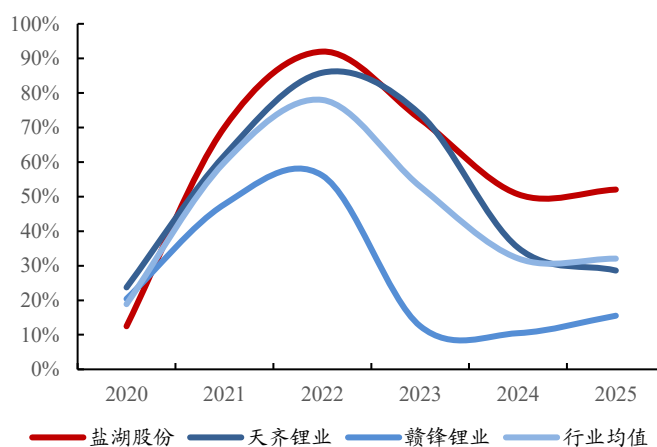
盐湖提锂成本优势，支撑锂盐业务毛利率持续跑赢行业均值。2022 年锂资源供不应求，锂价处于高位，公司锂盐销售均价高达 38 万元/吨，毛利率高达 92%。在 2024 年到 2025 年期间，碳酸锂价格处于 6 万元/吨-11 万元/吨的低位区间时，盐湖股份的钾盐毛利率仍然保持在 50%以上。

图55: 公司单位提锂成本较低,单吨毛利保持在 50%以上



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

图56: 公司锂盐业务毛利率领先于行业



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

与海外盐湖企业对比，公司生产成本基本与智利化工矿业公司（SQM）持平。SQM 是全球最大的盐湖提锂生产商，在阿塔卡马盐湖的锂金属配额达 34.95 万吨。

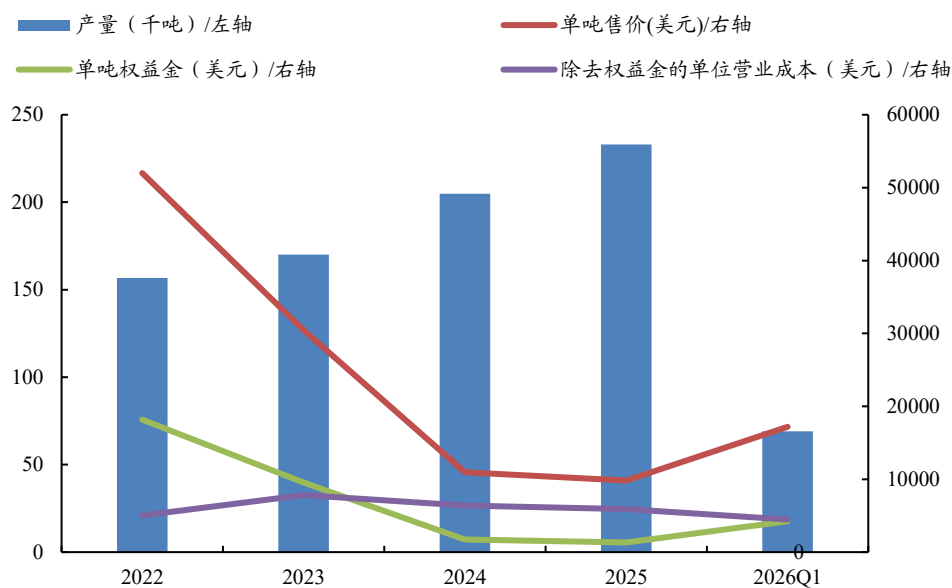
(折合 LCE 186 万吨)。2025 年 SQM 碳酸锂产量 23.3 万吨,比 2024 年增长了 14%。2025 年 SQM 碳酸锂的生产成本为 0.59 万美元/吨(折合人民币约 4 万元/吨),盐湖股份 2025 年碳酸锂成本 3.1 万元/吨,显著低于 SQM。2026 年 SQM 碳酸锂的生产成本约为 0.45 万美元/吨(约为 3 万元/吨),下降明显。中长期看,盐湖股份凭借钾肥副产老卤的天然协同、工艺的持续优化以及一里坪等低成本资产的注入,成本曲线还有下行空间,预计将长期保持在全球锂资源供给曲线的左侧区间。

表12: SQM 与 Corfo 协议碳酸锂租赁费率六级阶梯

碳酸锂销售价格区间(美元/吨)	该区间边际税率
≤ 4,000	6.80%
4,000 - 5,000	8.00%
5,000 - 6,000	9.00%
6,000 - 7,000	10.00%
7,000 - 10,000	20.00%
> 10,000	40.0% (仅对超出 1 万美元的部分)

资料来源: SQM 公司年报, 诚通证券研究所

图57: SQM 碳酸锂售价和成本



资料来源: SQM 公司年报, 诚通证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设及盈利预测

根据公司“十五五”规划目标以及钾肥、锂盐等主营业务的增产安排,我们预测未来主营业务的产量和销量以及成本。根据钾肥、新能源行业发展现状以及供给端和需求端的分析,我们给出了钾肥和锂盐的价格的预测。

钾肥业务: 2030 年,公司钾肥的产能目标是 1000 万吨。2026 年,五矿公司将一里坪注入盐湖股份,公司拥有察尔汗盐湖和一里坪大盐湖,钾肥产能从原来的 500 万吨增加到 30 万吨,2026 年到 2030 年钾肥产能将持续扩展。2025 年钾肥单

吨成本在 1239 元左右，预计未来钾肥成本稳定在 1200 左右。根据前文对钾肥行业的分析，我们认为未来钾肥价格整体呈现震荡格局。2026 年度进口大合同已于 2025 年 11 月敲定 348 美元/吨，同比+2 美元/吨，预计 2027 年钾肥价格基本保持稳定，2028 年随着库存消化及新增产能释放价格有所回落。我们预计 2026 年、2027 年、2028 年钾肥收入分别为 149 亿元、153 亿元、159 亿元左右，增速预计分别为 24%、3%、4%左右。

锂产品业务：2030 年，公司锂盐的产能目标为 20 万吨。2026 年五矿公司将一里坪注入盐湖股份，公司拥有察尔汗盐湖 8 万吨锂盐产能，以及一里坪 1.8 万吨的锂盐产能，2026 年公司锂盐的产能为 9.8 万吨，2026 年到 2030 年锂盐产能将进一步扩张。2025 年锂盐单吨成本为 3.1 万元/吨。2026 年，一里坪原卤提锂的锂盐单吨成本在 2.7 万元/吨左右，公司将通过原卤提锂技术和新技改进一步降低碳酸锂扩产的成本，预计未来几年锂盐生产成本将进一步降低我 2026 年、2027 年、2028 年锂盐收入分别为 106 亿元、110 亿元、112 亿元左右，增速预计分别为 265%、3%、2%左右。

我们预计公司 2026 至 2028 年分别实现营业收入 259 亿元、267 亿元、276 亿元，同比增速分别约为 67%、3%、3%，分别实现归母净利润 125 亿元、131 亿元、135 亿元，同比增速分别约 111%、4%、4%，对应目前市值 PE 分别为 12X、11X、11X。

表13： 公司各项业务的收入预测情况

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
钾产品						
收入（百万）	14618	11713	12029	14880	15250	15900
yoy（%）	-15.5%	-19.9%	2.7%	23.7%	2.5%	4.3%
锂产品						
收入（百万）	6361	3075	2912	10640	10976	11200
yoy（%）	-44.5%	-51.7%	-5.3%	265.3%	3.2%	2.0%
其他主营业务收入						
收入（百万）	329	291	410	410	430	452
yoy（%）	-17.1%	-11.2%	41.2%	0.0%	5.0%	5.0%
合计						
营业收入（百万）	21579	15134	15501	25930	26656	27552
yoy（%）	-29.8%	-29.9%	2.4%	67.3%	2.8%	3.4%
归母净利润（百万）	7914	4,663	8476	12487	13053	13484
yoy（%）	-49.2%	-41.1%	81.8%	111.1%	4.2%	3.6%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

4.2、可比公司估值表

公司主要核心利润来源是钾肥和锂盐，我们选取藏格矿业、亚钾国际、赣锋锂业、天齐锂业、盛新锂能作为可比公司，根据 2026 年 8 月 20 日的收盘价及 Wind 一致预期计算，5 家公司 2026、2027、2028 年的平均 PE 分别为 14X、14X、10X，盐湖股份估值水平低于行业平均值。

表14： 可比公司的 PE 比较

代码	公司名称	收盘价	市值	EPS	PE
----	------	-----	----	-----	----

		元/股	亿元	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000408.SZ	藏格矿业	77.1	1,210	5.2	6.4	7.4	14.9	12.1	10.4
000893.SZ	亚钾国际	47.82	442	3.4	4.7	5.5	13.9	10.2	8.6
002460.SZ	赣锋锂业	51.27	1,075	3.4	4.1	5.0	15.1	12.6	10.2
002466.SZ	天齐锂业	46.03	789	3.9	4.8	5.1	11.8	9.6	9.1
002240.SZ	盛新锂能	31.67	290	2.2	2.7	3.3	14.1	11.6	9.6
平均值							13.9	13.9	
000792.SZ	盐湖股份	27.93	1,478	2.4	2.5	2.5	11.8	11.3	11.0

资料来源：wind 一致预期，诚通证券研究所。注：可比公司 2026-2028EPS 来自 wind 一致盈利预期，盐湖股份为本报告财务模型预测，以 2026 年 8 月 20 日收盘价计算。

4.3、投资建议

公司是国内盐湖提钾和盐湖提锂的龙头企业。受益于国内钾肥保供需求及储能增长带动的锂需求的增长，我们预计公司 2026 至 2028 年分别实现营业收入 259 亿元、267 亿元、276 亿元，同比增速分别约为 67%、3%、3%，分别实现归母净利润 125 亿元、131 亿元、135 亿元，同比增速分别约 111%、4%、4%，对应目前市值 PE 分别为 12X、11X、11X，首次覆盖给予“推荐”评级。

4.4、风险提示

（1）产品价格波动。公司以钾肥、锂盐为主营业务，业绩与产品价格走势高度相关。钾肥、锂盐产品资源属性较强，产品价格受到国际环境、经济周期、供需关系、产业政策变化等诸多因素影响，价格具有较高的波动性；

（2）扩产不及预期。公司在现有察尔汗盐湖和一里坪盐湖的锂盐扩产项目正在建设中，若项目投产不及预期，或对公司未来盈利能力产生影响。

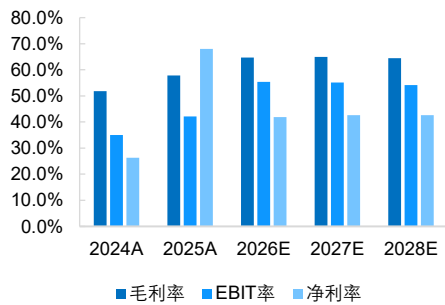
（3）下游需求不及预期。钾肥需求受多种因素共同影响，锂电池需求主要受新能源汽车与储能行业景气影响，若下游需求不及预期，将对公司业务产生影响；

（4）政策风险：各国新能源、储能政策将显著影响当地新能源汽车、储能行业增长；

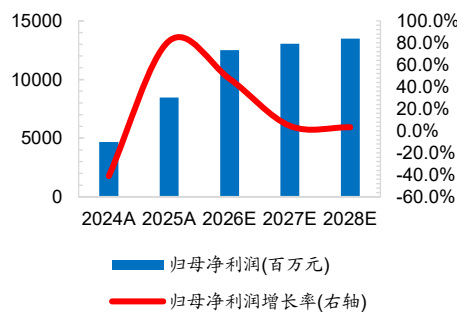
（5）全球地缘冲突争端的风险：钾肥和锂盐国际贸易占比较大，地缘冲突的边际变化对产品和需求造成影响。

附：财务预测摘要

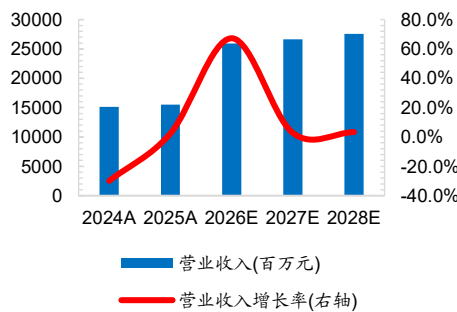
1、毛利率、EBIT率、净利率



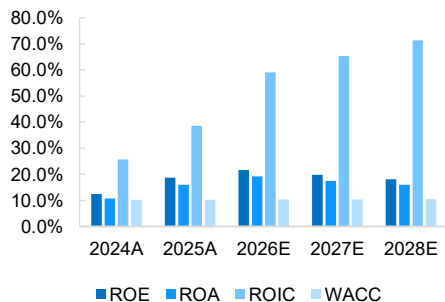
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15134	15501	25930	26656	27552
营业成本	7286	6533	9150	9355	9794
折旧和摊销	822	1011	975	1123	1250
营业税费	1269	984	1167	1226	1267
销售费用	140	142	143	149	160
管理费用	1045	955	1063	1120	1185
财务费用	-148	-212	-474	-696	-932
公允价值变动损益	28	-28	24	27	13
投资收益	301	226	169	194	223
营业利润	5907	7192	15183	15820	16395
利润总额	5757	7192	15225	15884	16384
少数股东损益	251	471	759	766	770
归属母公司净利润	4663	8476	12487	13053	13484

资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	45783	55782	68854	79122	88741
流动资产	27761	36493	47802	57774	66894
货币资金	15624	23273	35478	44958	54456
交易型金融资产	5	7	7	7	7
应收账款	165	184	76	191	0
应收票据	4383	1846	0	1333	0
其他应收款	93	81	211	89	221
存货	984	1208	1862	1277	2010
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	381	386	379	371	359
固定资产	8622	11549	13158	13746	14521
无形资产	892	698	553	409	252
总负债	6189	7895	7721	9166	9752
无息负债	3667	4823	4869	6462	7204
有息负债	2522	3072	2852	2703	2547
股东权益	39594	47887	61133	69957	78990
股本	5433	5292	5292	5292	5292
公积金	76	39342	39342	39342	39342
未分配利润	-10398	-1923	2988	7660	12284
少数股东权益	3019	2928	3687	4453	5223

现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7819	10161	14497	15127	15458
净利润	4914	8947	13246	13819	14254
折旧摊销	822	1011	975	1123	1250
净营运资金增加	4452	-86	-942	-1101	-1120
其他	-2369	289	1217	1287	1074
投资活动产生现金流	-6437	-4277	-2546	-1199	-1515
净资本支出	1222	1641	1770	305	511
长期投资变化	-5386	-2663	7	9	11
其他资产变化	-10602	-5299	-769	-885	-993
融资活动现金流	-4900	127	253	-4448	-4445
股本变化	0	-141	0	0	0
债务净变化	-5528	1706	-174	1445	586
无息负债变化	-1334	1156	46	1593	742
净现金流	-3518	6010	12205	9481	9498

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-29.9	2.4	67.3	2.8	3.4
净利润增长率	-47.5	82.1	48.1	4.3	3.1
EBITDA 增长率	-43.8	23.1	103.4	3.1	2.1
EBIT 增长率	-47.6	23.2	120.0	2.3	1.4
估值指标					
PE	11.3	32.0	11.7	11.2	10.8
PB	2.6	3.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	22.2	17.1	7.6	6.8	6.2
EV/EBIT	25.6	19.7	8.2	7.4	6.7
EV/NOPLAT	30.0	15.9	9.4	8.5	7.7
EV/Sales	9.0	8.3	4.5	4.1	3.6
EV/IC	3.5	2.7	1.9	1.6	1.3
盈利能力 (%)					
毛利率	51.9	57.9	64.7	64.9	64.5
EBITDA 率	40.5	48.7	59.2	59.4	58.7
EBIT 率	35.0	42.1	55.4	55.1	54.1
税前净利润率	39.0	46.4	58.6	59.3	59.5
税后净利润率 (归属母公司)	26.3	68.0	41.9	42.6	42.6
ROA	10.7	16.0	19.2	17.5	16.1
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.4	18.7	21.7	19.8	18.0
经营性 ROIC	25.8	38.6	59.1	65.3	71.3
偿债能力					
流动比率	7.3	6.8	9.6	8.8	9.1
速动比率	5.4	4.7	7.2	7.1	7.5
归属母公司权益/有息债务	14.5	14.6	20.1	24.2	29.0
有形资产/有息债务	14.4	15.6	21.4	26.5	32.0
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.86	1.60	2.36	2.47	2.55
每股红利	0.00	0.00	0.94	0.99	1.02
每股经营现金流	0.28	1.43	2.74	2.86	2.92
每股自由现金流 (FCFF)	-0.09	1.47	2.39	2.78	2.80
每股净资产	6.73	8.50	10.86	12.38	13.94
每股销售收入	2.79	2.93	4.90	5.04	5.21

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>