

2025年3月27日  
 中化化肥(297.HK)

公司动态分析  
 证券研究报告

## 业绩符合预期，生物+战略初见成效

2024年中化化肥实现营业收入212.7亿元，同比减少2.1%，归母净利润10.6亿元，同比增长69.5%。业绩符合预期。我们看好中化化肥的生物+新型肥料的发展，销量持续优化，利润率逐年提升。最后提升目标价至1.6港元，对应25年的8.4倍预测市盈率，距离现价有37%上涨空间，买入评级。

### 报告摘要

**业绩符合预期。**2024年中化化肥实现营业收入212.7亿元，同比减少2.1%，归母净利润10.6亿元，同比增长69.5%。毛利率12.0%，同比提升1.6个百分点，净利率5%，同比提升2.1个百分点。每股盈利0.15元，每股派息0.05元。

**成长业务发展良好。**2024年公司的基础业务、成长业务、生产业务收入达到108.7/80.2/23.8亿，同比变化-4%/+2%/-7%，占比为51%/38%/11%。基础业务收入同比减少4.7亿元，受钾肥市场价格全年两次震荡式下行影响，销售均价同比减少16%。成长业务收入增加1.8亿元，利润同比增长45%，因为公司生物+战略取得良好成果，高端复合肥销量大幅增长。生产业务分部收入下降1.7亿元，是因为中化长山的合成氨与尿素价格大幅下行。

**生物肥料成为公司发展的重要驱动力。**2024年公司的生物肥料收入43亿，同比增长19%，占整体收入比例22%，毛利占比36%。24年生物肥料销量达到135万吨，同比增长24%，公司推出生物复合肥、生物制剂、生物磷/钾肥等产品。我们认为中化化肥重视研发，其生物肥料在抗逆、提质和增加作物产量上表现明显，用户口碑和行业影响力不断提升，生物肥料已成为业绩增长的主驱动力。

**投资建议。**我们预计公司25-27年净利润将达到12.3/13.8/15.3亿，同比提升15.5%/12.4%/10.8%。我们看好中化化肥的生物+新型肥料的发展，销量持续优化，利润率逐年提升。最后提升目标价至1.6港元，对应25年的8.4倍预测市盈率，距离现价有37%上涨空间，买入评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；价格不及预期

(年结31/12; RMB百万元)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	21,728	21,265	22,551	23,688	24,997
增长率(%)	-6%	-2%	6%	5%	6%
净利润	626	1,061	1,226	1,378	1,527
增长率(%)	-44%	70%	15%	12%	11%
毛利率(%)	10%	12%	12%	12%	13%
净利率(%)	3%	5%	5%	6%	6%
ROE,平均(%)	7%	10%	11%	12%	12%
每股盈利(元)	0.09	0.15	0.17	0.20	0.22
每股净资产(元)	1.41	1.51	1.64	1.77	1.91
市盈率(x)	12.1	7.1	6.2	5.5	5.0
市净率(x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
股息收益率(%)	4%	4%	6%	6%	7%

数据来源：公司资料，国证国际预测

化肥

投资评级：**买入**  
**维持买入评级**  
 6个月目标价 **1.60 港元**  
 股价 2025-3-26 **1.17 港元**

总市值(亿港元)	82.19
流通市值(亿港元)	82.19
总股本(亿股)	70.24
流通股本(亿股)	70.24
12个月低/高(港元)	1/1.2
平均成交(百万港元)	44.33

### 股东结构

先正达集团 52.7%  
 其他 47.3%

总共

100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.41	-9.50	7.89
绝对收益	11.43	7.34	50.44

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师

+852 2213 1422

jimmywang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

31/12年结：百万元人民币

资产负债表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	14,128	12,391	12,723	13,254	13,768
现金及等价物	3,907	3,104	3,546	4,201	4,780
应收款	470	293	310	326	344
其他应收款项	9,752	8,995	8,867	8,727	8,644
<b>非流动资产</b>	7,855	9,026	9,599	10,075	10,683
物业、厂房及设备	4,580	4,531	4,937	5,262	5,705
长期投资与应收账款	1,522	1,572	1,620	1,673	1,733
其他非流动资产	1,752	2,923	3,043	3,140	3,245
<b>资产总计</b>	21,983	21,417	22,322	23,329	24,451
<b>流动负债</b>	10,632	9,613	9,737	9,919	10,118
应付款项	3,772	3,287	3,353	3,420	3,489
计息银行及其他借款	588	873	785	707	636
其他流动负债	6,272	5,453	5,599	5,792	5,993
<b>非流动负债</b>	1,432	1,169	1,079	999	927
借款	1,201	944	849	765	688
其他非流动负债	112	115	117	120	122
递延税项	119	110	113	115	117
<b>负债合计</b>	12,064	10,782	10,816	10,918	11,045
非控股权益	207	218	218	218	218
<b>股东权益合计</b>	9,919	10,635	11,505	12,410	13,406
现金流量表					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动产生现金流量	2,485	1,442	1,761	1,999	2,125
投资活动产生现金流量	(1,458)	(1,050)	(861)	(774)	(925)
融资活动产生现金流量	(478)	(1,195)	(459)	(569)	(622)
现金净变动	549	(804)	442	656	578

31/12年结：百万元人民币

利润表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,728	21,265	22,551	23,688	24,997
营业成本	(19,469)	(18,721)	(19,823)	(20,774)	(21,872)
毛利	2,260	2,544	2,729	2,914	3,125
销售费用	(582)	(608)	(631)	(640)	(650)
管理费用	(642)	(757)	(789)	(782)	(800)
其他收入	(120)	(121)	64	60	55
<b>营业利润</b>	916	1,058	1,372	1,553	1,730
营业外收入	(70)	166	180	192	203
<b>利润总额</b>	846	1,224	1,552	1,744	1,933
所得税	(162)	(149)	(310)	(349)	(387)
<b>净利润</b>	684	1,075	1,242	1,395	1,547
少数股东损益	59	14	16	18	19
归母公司净利润	626	1,061	1,226	1,378	1,527
<b>调整后EPS(元)</b>	0.09	0.15	0.17	0.20	0.22
主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性(%)</b>					
营业收入	-6%	-2%	6%	5%	6%
归母净利润	-44%	70%	15%	12%	11%
<b>盈利能力(%)</b>					
毛利率	10%	12%	12%	12%	13%
净利率	3%	5%	5%	6%	6%
<b>ROE</b>	7%	10%	11%	12%	12%
<b>偿债能力(%)</b>					
流动比率	133%	129%	131%	134%	136%
资产负债率	55%	50%	48%	47%	45%

数据来源：公司资料，国证国际预测

**客户服务热线**

香港：22131888

国内：4008695517

**免责声明**

本报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国证国际证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010