

史丹利 (002588.SZ)

强烈推荐 (首次)

磷复肥产品迎来量利提升，春耕旺季实现开门红

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 102.63 亿元，同比增长 2.71%，归母净利润 8.26 亿元，同比增长 17.89%，扣非净利润 7.15 亿元，同比增长 13.16%；2025 年一季度公司实现营业收入 34.05 亿元，同比增长 29.56%，归母净利润 2.88 亿元，同比增长 20.84%。

- 产品销量提升及利润空间扩大，推动公司业绩稳步增长。2024 年公司业绩增长主要来源于产品销量的提升和产品利润空间的扩大，同时公司黎河肥业项目和湖北松滋项目的稳产达效，有效降低公司生产成本，增加产品销量，进而提升公司经营业绩。报告期内，公司氯基复合肥收入 59.0 亿元，同比增长 0.39%，毛利率 18.33%，同比提高 1.05 pct；硫基复合肥收入 22.2 亿元，同比增长 8.84%，毛利率 16.78%，同比下降 0.61 pct；新型肥料及其他收入 19.2 亿元，同比增长 1.50%，毛利率 21.11%，同比提高 2.62 pct；2024 年公司磷复肥销量 351.3 万吨，同比增长 12.18%。前几年单质肥价格暴涨暴跌，对复合肥的生产和销售造成严重影响，2023 年三季度以来，单质肥价格暴涨暴跌结束，转为底部震荡，公司磷复肥产品迎来量利提升。
- 一季度复合肥销量持续增长，公司具有较强市场竞争力。一季度为传统春耕用肥旺季，2025 年初开始单质肥尿素、磷酸一铵、氯化钾价格持续温和上涨，下游经销商和农户采购积极性高，复合肥销量进一步提升，推动公司一季度业绩持续向好。公司经过多年发展和积累，已在品牌力、营销渠道建设、新产品研发、农化服务等领域形成了显著的竞争优势，逐步构建出“品牌+渠道+产品+服务”的综合经营模式。公司的营销网络遍布全国主要农业种植区，公司的蚯蚓测土实验室则运用国际领先的检测技术。在持续优化和完善现有经营模式的同时，公司也在积极布局上游磷产业链，在河北承德和湖北松滋投资建设了磷化工项目，通过打通产业链，形成磷化工—磷肥—复合肥的完整产业链，进一步增强公司的核心竞争力。
- 复合肥具有较强的刚需属性，头部企业受益于集中度提高。农业种植具有刚性，在国家着重强调粮食安全的大背景下，复合肥消费的刚性需求更加得到巩固，同时我国复合肥主要在国内消化，基本不受近期美国关税政策影响。截至报告期末，公司拥有复合肥产能 590 万吨/年，磷酸一铵产能 100 万吨/年，工业级磷酸一铵产能 10 万吨/年，磷化工新项目建设进展顺利，大部分装置进入生产阶段。供给侧结构性改革和环保政策趋严使复合肥行业集中度不断提高，行业大量中小产能出清，规模型企业的市场份额持续上升。随着行业发展逐渐进入成熟阶段，规模型企业凭借自身的综合竞争力，将进一步压缩中小企业的生存空间，持续扩大市场份额，保持稳健发展。
- 给予“强烈推荐”投资评级。预计 2025~2027 年归母净利润分别为 9.52 亿、10.92 亿、12.62 亿元，EPS 分别为 0.83、0.95、1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 9.8、8.5、7.4 倍，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格大幅波动、产品放量不及预期、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9991	10263	12041	14130	16581

周期/化工
目标估值：NA
当前股价：8.08 元

基础数据

总股本(百万股)	1152
已上市流通股(百万股)	859
总市值(十亿元)	9.3
流通市值(十亿元)	6.9
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	12.3
资产负债率	45.0%
主要股东	高进华
主要股东持股比例	33.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	11	25
相对表现	16	15	19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

周铮 S1090515120001
✉ zhousheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
✉ caochengan@cmschina.com.cn

同比增长	11%	3%	17%	17%	17%
营业利润(百万元)	817	909	1064	1223	1418
同比增长	60%	11%	17%	15%	16%
归母净利润(百万元)	701	826	952	1092	1262
同比增长	59%	18%	15%	15%	16%
每股收益(元)	0.61	0.72	0.83	0.95	1.10
PE	13.3	11.3	9.8	8.5	7.4
PB	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司是国内复合肥行业领先企业.....	5
1、 公司复合肥品种丰富，产能规模行业领先	5
2、 公司经营业绩稳步增长，抗周期风险能力强	6
二、 肥料是重要的农业生产资料，市场需求空间广阔	7
1、 粮食安全意义重大，复合肥刚需属性强	7
2、 复合肥行业迎来量利齐升，新型肥市场前景广阔	9
三、 公司多年来聚焦主业，具有较强的竞争优势	10
四、 关键假设及盈利预测.....	12
1、 关键假设	12
2、 盈利预测	12
五、 风险提示	13

图表目录

图 1: 公司主营业务上下游产业链图	5
图 2: 近几年公司营业收入及增速	6
图 3: 近几年公司归母净利润及增速	6
图 4: 2024 年公司主营业务收入构成	7
图 5: 近几年公司磷复肥销量及毛利率	7
图 6: 国内主要大田作物价格走势	7
图 7: 国内主要大田作物种植面积	7
图 8: 国内复合肥有效产能及产量情况	8
图 9: 国内复合肥进出口量情况	8
图 10: 国内复合肥表观消费量情况	8
图 11: 我国复合肥下游消费结构	8
图 12: 复合肥产业链图	9
图 13: 近几年复合肥主要原材料价格走势	10
图 14: 近几年国内复合肥市场均价走势	10
图 15: 史丹利历史 PE Band	13
图 16: 史丹利历史 PB Band	13

表 1: 2024 年公司主要产品产能及产能利用率.....	5
表 2: 公司主要化工园区的产品种类情况.....	6
表 3: 公司各主营产品收入及盈利预测	12
附: 财务预测表	14

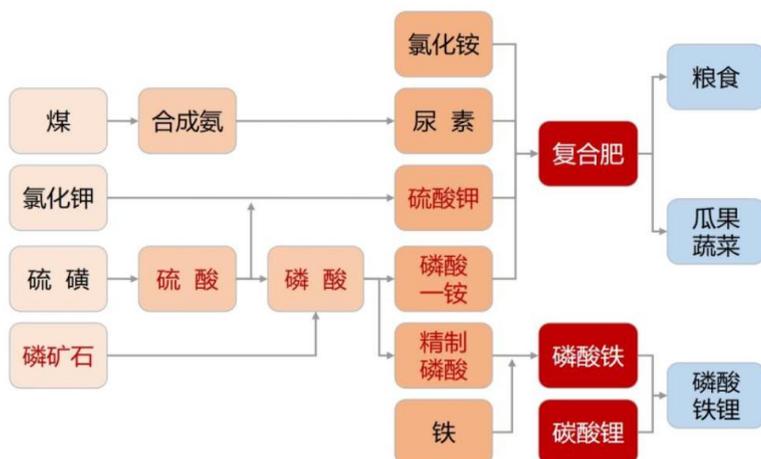
一、公司是国内复合肥行业领先企业

1、公司复合肥品种丰富，产能规模行业领先

公司主营业务涵盖了复合肥料的研发、生产和销售。按照生产工艺划分，公司产品主要包括高塔复合肥和滚筒复合肥等；按养分来源划分，产品包括硫基复合肥、氯基复合肥、硝基复合肥等；按产品种类划分，则涵盖了高浓度复合肥、中微量元素肥、水溶肥、缓控释肥、海藻肥、生物肥、有机-无机复合肥、作物专用肥、园艺肥等各类肥料。这些产品广泛适用于种植玉米、小麦、水稻等大田作物以及花生、瓜、果、蔬菜、园艺花卉等经济作物。

相较于传统肥料，公司的肥料产品具有养分含量高、对环境友好等显著特点。产品中的氮、磷、钾等大量元素能够满足作物在生长周期对养分的需求，促进作物稳产高产。同时，产品中的锌、硼、锰等中微量元素以及腐植酸、黄腐酸等有机质，不仅能够显著改善作物品质、提升作物口感，还能够有效改善土壤质量，提高土壤保水保肥性能，这不仅有利于保护环境，还有助于减少碳排放。

图 1：公司主营业务上下游产业链图



资料来源：公司公告、招商证券

公司具有产能布局优势，复合肥产能规模行业领先。公司分别在山东省临沭县、吉林省扶余市、山东省平原县、河南省遂平县、河南省宁陵县、湖北省当阳市、湖北省松滋市、广西壮族自治区贵港市、江西省丰城市、甘肃省定西市、新疆维吾尔自治区轮台县、河北省隆化县设立了生产基地。截至报告期末，公司复合肥产能 590 万吨/年，农用级磷酸一铵产能 100 万吨/年，工业级磷酸一铵产能 10 万吨/年，精制磷酸产能 10 万吨/年，磷酸铁产能 5 万吨/年。上述生产基地覆盖了我国大部分种植区域，能够快速响应各种种植区域的肥料需求，降低生产和运输成本。

表 1：2024 年公司主要产品产能及产能利用率

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
复合肥	590 万吨/年	60.45%	—	无
磷酸一铵	100 万吨/年	41.73%	—	无

工业级磷酸一铵	10 万吨/年	23.40%	5 万吨/年	截至报告期末，黎河肥业新建项目中的年产 5 万吨工业级磷酸一铵装置正在建设。
精制磷酸	10 万吨/年	2.04%	—	无
磷酸铁	5 万吨/年	0.00%	—	无

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司主要化工园区的产品种类情况

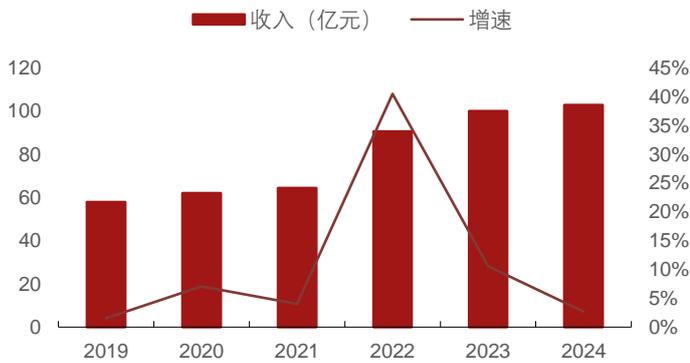
主要化工园区	产品种类
临港经济开发区化工园区	复合肥料、掺混肥料、有机-无机复混肥料、盐酸
平原县经济开发区	复混肥、掺混肥
当阳坝陵化工园区	复合肥料
轮台县拉依苏化工园区	复合肥料、复混肥料、水溶性肥料、液体肥、有机-无机复混肥料
宁陵县化工园区	复混肥、掺混肥
松滋市临港工业园	复合肥料、新能源材料前驱体

资料来源：公司公告、招商证券

2、公司经营业绩稳步增长，抗周期风险能力强

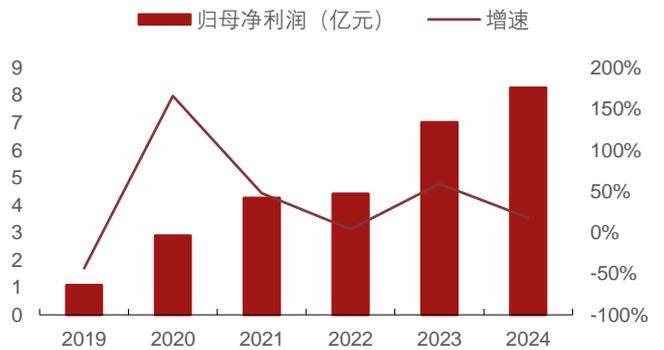
产品销量提升及利润空间扩大，推动公司业绩稳步增长。2024 年公司实现营业收入 102.63 亿元，同比增长 2.71%，归母净利润 8.26 亿元，同比增长 17.89%，扣非净利润 7.15 亿元，同比增长 13.16%；2025 年一季度公司实现营业收入 34.05 亿元，同比增长 29.56%，归母净利润 2.88 亿元，同比增长 20.84%。公司主要业绩驱动因素包括产品销量的提升和产品利润空间的扩大，以及新建项目的稳产达效，公司的黎河肥业项目和湖北松滋项目的稳产达效，将能够有效降低公司的生产成本，增加产品销量，进而提升公司的经营业绩。

图 2：近几年公司营业收入及增速



资料来源：Wind、招商证券

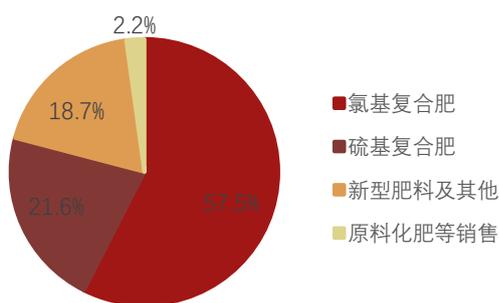
图 3：近几年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、招商证券

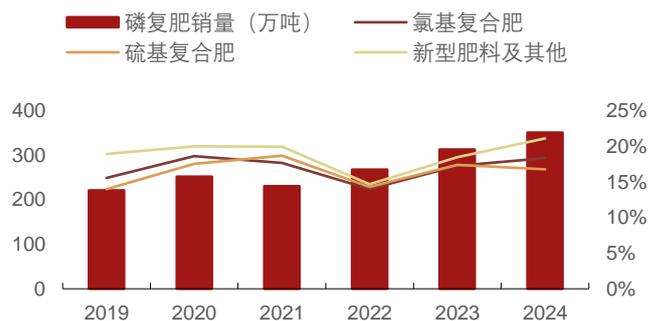
公司磷复肥销量持续增长，主要产品综合毛利率有所提升。2024 年公司主营业务收入构成中，氮基复合肥、硫基复合肥、新型肥料及其他的收入占比分别为 57.5%、21.6%、18.7%。近几年公司磷复肥销量保持稳步增长，2024 年公司磷复肥销量 351.3 万吨，同比增长 12.18%，2019 年以来年均复合增长 9.72%。盈利能力方面，2024 年公司氮基复合肥、硫基复合肥、新型肥料及其他毛利率分别为 18.3%、16.8%、21.1%，前几年单质肥价格暴涨暴跌，对复合肥的生产和销售造成严重影响，2023 年三季度以来，单质肥价格暴涨暴跌结束，转为底部震荡，公司磷复肥产品综合毛利率有所提升。

图 4：2024 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：近几年公司磷复肥销量及毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

二、肥料是重要的农业生产资料，市场需求空间广阔

1、粮食安全意义重大，复合肥刚需属性强

肥料是重要的农业生产资料，对粮食安全意义重大。复合肥是指含有氮磷钾中两种或两种以上营养元素的化肥，其具有养分含量高、副成分少且物理性状好等优点，对于平衡施肥，提高肥料利用率，促进作物的高产稳产有着十分重要的作用。磷复肥销量的增减主要受到下游需求的影响，当下游粮食等农作物价格稳定或上涨时，种植户的积极性会提高，施肥的投入意愿也会增强，从而推动产品销量的稳定增长；此外，耕种面积的增减也会对产品销量产生影响。

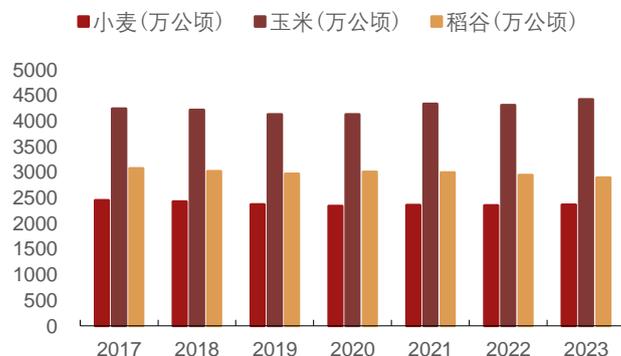
耕地面积的增长和粮食高产的需求为肥料的施用提供了刚性支撑。为应对粮食需求、保障粮食安全战略，我国近年加大农业支持，相继出台《新一轮千亿斤粮食产能提升行动方案（2024-2030 年）》和“大田作物单产提升战略”等政策，2025 年中央一号文件明确要求“持续增强粮食等重要农产品供给保障能力”。化肥对粮食的单产提升具有不可或缺的作用。因此，粮食播种面积的增加和粮食产量要求的提高，对化肥需求产生了积极的推动作用。2024 年粮食价格整体高位回落，但仍以稳中小幅波动为主，未对肥料需求产生负面影响。

图 6：国内主要大田作物价格走势



资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 7：国内主要大田作物种植面积



资料来源：Wind 资讯、招商证券

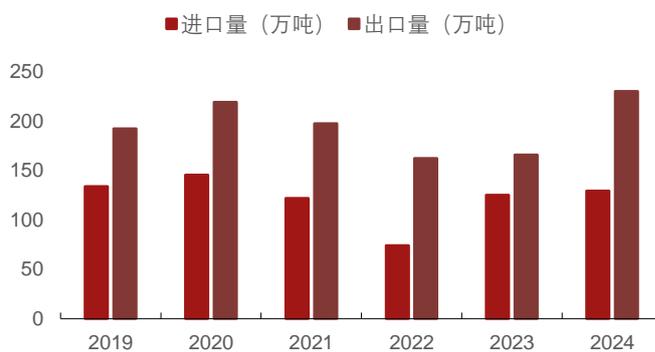
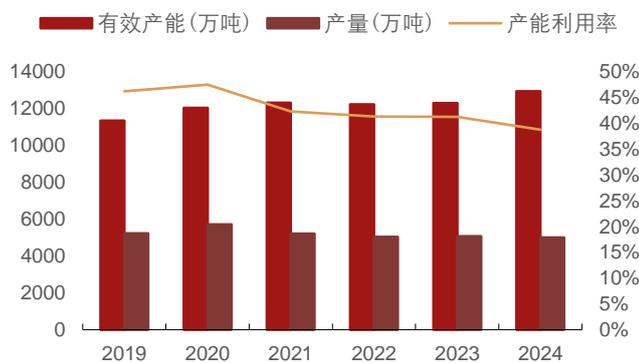
近几年我国复合肥行业供给和需求总体保持平稳。根据百川盈孚统计，2024 年国内复合肥有效产能 1.29 亿吨，同比增长 5.2%，产量 5000 万吨，同比下降 1.17%，有效产能利用率 38.7%，同比下降 2.5 pct。2024 年国内复合肥表观消费量 4900

万吨，同比下降 2.37%，国内复合肥市场空间广阔。2024 年我国复合肥进口量 129 万吨，出口量 230 万吨，约占国内总产量 4.6%，我国复合肥供给和需求主要集中在国内，基本不受美国关税政策影响。国内复合肥下游需求结构中，大田作物小麦、玉米、稻谷需求占比分别为 26%、22%、18%，经济作物果树、蔬菜、烟叶/茶叶需求占比分别为 14%、12%、3%。

进出口政策对复合肥行业供应链及国内供应稳定性影响重大。国家采取积极的出口政策，可以为国内生产企业拓展市场空间，采取严格的出口政策，减少出口可以满足国内农业生产需求，稳定国内肥料市场价格。在保障国内供应稳定方面，我国除调整肥料出口政策，还积极进口补充，通过合理增加进口调节国内市场供求，保障农业生产所需肥料稳定供应。2024 年，国家采取较为严格的出口政策，这种进出口动态平衡策略，促进了化肥的“保供稳价”，为农业生产提供物质基础。

图 8: 国内复合肥有效产能及产量情况

图 9: 国内复合肥进出口量情况

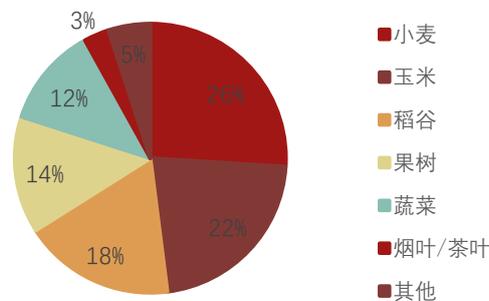
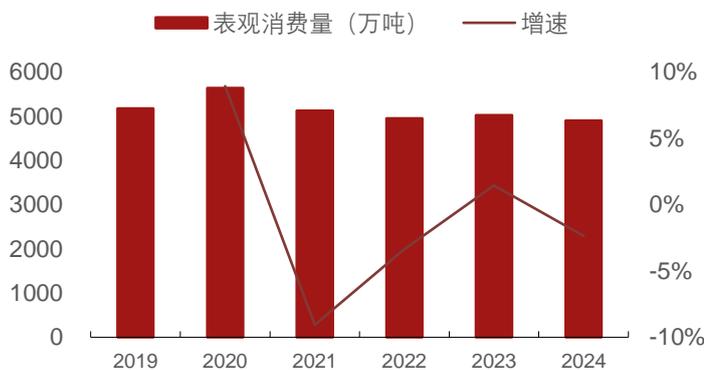


资料来源：百川盈孚、招商证券

资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10: 国内复合肥表观消费量情况

图 11: 我国复合肥下游消费结构



资料来源：百川盈孚、招商证券

资料来源：钢联数据、招商证券

复合肥行业集中度显著提升，龙头企业强化优势。在环保意识增强、政策趋严的背景下，国家制定更为严格的污染物排放标准与环保要求，给企业生产和环保设施建设带来挑战。中小企业资金有限，难以承受环保设施改造与运营成本，导致很多中小企业退出。近几年，原材料价格受供需关系、能源价格、地缘政治、进出口政策等多种因素影响，波动频繁，中小企业采购规模小、议价能力弱，价格上涨时成本攀升，下跌时面临库存积压和资产减值风险，规模型企业凭借规模和供应链优势，通过长期协议、保价等措施应对风险、降低成本。

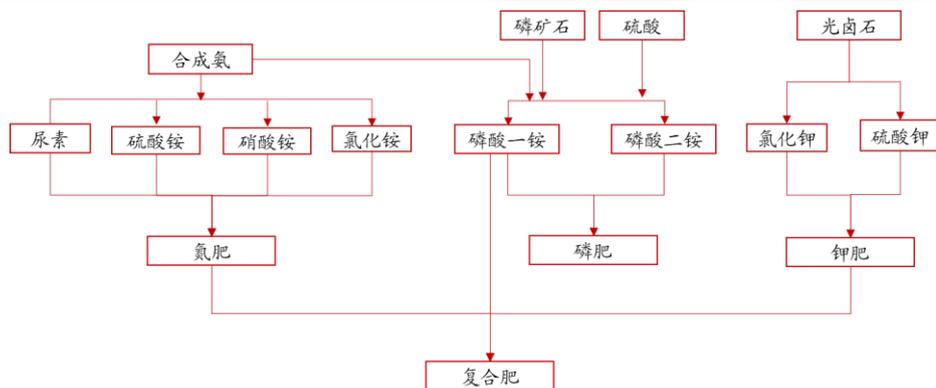
在环保政策和原材料价格波动的双重压力下，中小产能不断遭到淘汰，市场份额逐步向头部企业集中，头部企业凭借其在资源、规模、技术、渠道等方面的优势，

进一步拓展了市场份额。随着行业整合的持续推进，预计未来复合肥行业的市场集中度将进一步提高，龙头企业的优势将愈发显著。

2、复合肥行业迎来量利齐升，新型肥市场前景广阔

原材料价格波动对复合肥行业的生产、销售影响较大。在复合肥生产成本结构中，氮、磷、钾占据着极为关键的地位，其在复合肥成本中的占比超过 80%，原材料价格波动会对复合肥生产成本产生显著影响。氮、磷、钾价格受多种因素综合作用，供求关系的变动是导致价格波动的重要因素之一，当需求旺盛而供应相对不足时，会促使价格上涨；反之则会下降。能源价格波动与原料价格亦紧密相关，能源是化肥生产过程中的重要成本要素，例如煤炭和天然气是氮肥生产的重要原料，当煤炭和天然气价格上升，氮肥生产成本随之增加，进而推动氮肥价格上涨。地缘政治冲突可能致使原材料供应中断或运输受阻，进而引发价格的剧烈波动。为应对原材料价格波动带来的成本风险，规模型企业采用了产业链延伸策略，通过向上游拓展，实现关键原材料的自给自足。

图 12：复合肥产业链图



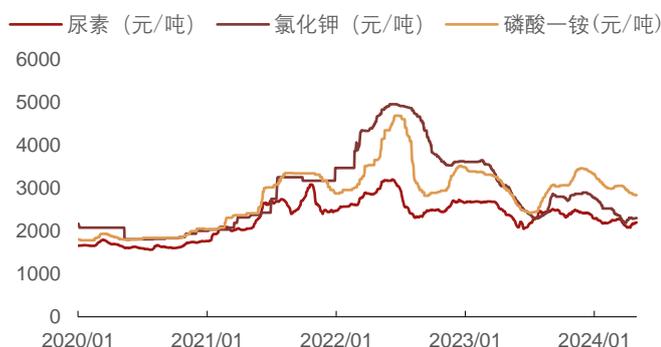
资料来源：百川盈孚、招商证券

原料价格的波动会直接影响公司的生产成本和产品定价，从而进一步影响公司的利润。在用肥旺季，当原料价格上涨时，公司可能会相应提高产品售价以保持合理的利润空间。然而，如果原料价格上涨的频率过高、涨幅过大，而产品售价无法及时跟进调整，那么产品利润空间就可能会被压缩。相反，在用肥旺季原料价格下跌时，如果公司没有相应降低产品售价，那么产品利润空间虽然会扩大，但产品的高价可能会影响产品顺价策略的有效执行，进而影响销量提升。另外，当复合肥产品与单质肥原料的价差过大时，单质肥在一定条件下可能会替代复合肥。

单质肥暴涨暴跌结束，转为底部震荡，复合肥行业迎来量利齐升。2021 年至 2023 年上半年，单质肥的暴涨暴跌对复合肥的生产和销售都造成了严重的负面影响，严重扰乱了复合肥经销商的采购节奏，经销商只能持观望谨慎态度，行业整体库存低迷，给复合肥企业的销售和和生产都带来了严重的负面影响。2023 年三季度至今，单质肥价格波动幅度已经显著趋缓趋小，整体呈现出底部震荡的格局。在极低的渠道库存和复合肥需求刚性的影响下，单质肥和复合肥整体均显现出非常强的底部特征。目前，单质肥的价格和价差均已处于历史价格底部区间，虽有震荡但已较此前暴涨暴跌的形势有明显改善，为复合肥企业的生产和销售、复合肥经销商采购的正常开展创造了良好的市场环境。复合肥企业受益于行业逐步恢复

常态，迎来量利修复，实现困境反转，头部公司均在 2023 年和 2024 年迎来了复合肥销量重回增长，盈利水平再上台阶。

图 13: 近几年复合肥主要原材料价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 14: 近几年国内复合肥市场均价走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

经济作物种植的扩张带动高端新型肥料需求的增加。随着居民生活水平提高和消费结构升级，市场对蔬菜、水果等农产品需求旺盛，推动了蔬菜、水果等经济作物种植面积逐年增长。国家统计局数据显示，我国蔬菜种植面积从 2013 年的 2.83 亿亩增至 2023 年的 3.43 亿亩，预计将保持持续增长态势。经济作物与大田作物在化肥投入上差异显著，蔬菜、瓜果等经济作物亩均化肥投入额远超大田作物。蔬菜生长快、产量高，养分需求全面精准；果园果树生长周期长，对肥料品质和配方要求高。经济作物种植面积的扩大推动了高附加值新型肥料需求的增长。人们对农产品品质和食品安全关注度提高，传统化肥难满足需求，高端新型肥料具有养分释放精准、利用率高、环境友好的特点。市场对高附加值新型肥料需求快速增长，使用比例不断上升。这为研发和生产企业带来机遇，促使化肥行业加快产品结构调整升级，加大对新型肥料研发投入和生产布局。

新型肥料成发展方向，企业加大研发投入，提升产品竞争力。在全球倡导绿色、可持续发展背景下，化肥行业聚焦绿色高效新型肥料，新型肥料成为行业发展方向。规模型企业凭借技术、研发、资金优势，加大研发投入，建立研发体系和创新平台、布局产能、参与标准制定、树立品牌形象，引领行业发展。企业通过加大研发投入、产学研合作和技术升级来提升产品差异化竞争力。产学研合作时，企业与高校、科研机构紧密协作，高校和科研机构提供技术理论与创新思路，企业实现科研成果产业化。技术升级上，企业引进先进设备、优化流程、采用智能化管理系统，把控原材料质量，以此提高生产效率、产品质量并降低成本。加大研发投入、产学研合作和技术升级对提升复合肥企业竞争力、实现可持续发展意义重大。

三、公司多年来聚焦主业，具有较强的竞争优势

公司经过多年发展和积累，已在品牌力、营销渠道建设、新产品研发、农化服务等领域形成了显著的竞争优势，逐步构建出“品牌+渠道+产品+服务”的综合经营模式。“史丹利”“三安”等复合肥品牌已在农民心中建立起坚实的品牌形象，“黄土地黑土地，施肥就用史丹利”的宣传语家喻户晓。史丹利“三安”复合肥已成为国内复合肥市场单品牌销量领先的产品之一。公司的营销网络遍布全国主要农业种植区，公司的蚯蚓测土实验室则运用国际领先的检测技术，为农民提供精准的土壤和作物检测服务。在持续优化和完善现有经营模式的同时，公司也在

积极布局上游磷产业链，公司在河北承德和湖北松滋投资建设了磷化工项目，通过打通产业链，进一步增强公司的核心竞争力，形成磷化工—磷肥—复合肥的完整产业链。公司核心竞争力主要包括以下方面：

（1）品牌优势

公司的史丹利“三安”牌复合肥是全国复合肥中单品牌销量最大的品牌之一，荣获“中国农民喜爱的农资品牌”“中国二十大畅销农资品牌”、“中国化工卓越品牌”、“山东优质品牌”“山东知名品牌”等诸多殊荣。公司的“施丹利”、“三安”、“第四元素”商标被认定为中国驰名商标。“黄土地黑土地，施肥就用史丹利”等品牌广告语深入人心，“史丹利”品牌价值 46.62 亿元。公司先后荣获“国家技术创新示范企业”“国家知识产权示范企业”、“国家级绿色工厂”、“山东省优秀企业”、山东省“十强”产业“雁阵形”集群领军企业、“山东省第一批总部企业”、“山东省制造业高端品牌培育企业”、“山东省绿色低碳高质量发展先行区建设试点企业”、“山东省民营企业创新 100 强”、“山东省首批制造业单项冠军企业”、“山东省首批制造业领航培育企业”、“山东省智能工厂”等荣誉称号。

（2）渠道优势

截至目前，公司拥有一支千人的具有丰富销售经验的销售队伍，开拓了 5000 多家一级经销商和种植大户，20 万多家终端网点，建立了覆盖全国大部分省县级区域的销售网络，发展了许多在当地实力强、信用好的一级经销商。从 2015 年开始，公司压缩销售渠道，将原来的经销渠道结构由三级优化为两级，进行扁平化管理，同时，公司建立了农化服务团队，成立了蚯蚓测土实验室，销售人员和农化服务人员常年服务于农业生产一线。公司设立了免费农化服务热线、微信公众号、抖音号等官方互动平台，多渠道多形式为农民朋友解答疑难问题，形式多样的农化服务有力地促进了产品销售。

（3）农化服务优势

公司建立了一支拥有 50 多名专业农化人员的农化服务团队，团队采用作物经理制模式进行深度、定点服务，服务涉及玉米、小麦、水稻等大面积作物，蔬菜、果树、花卉等经济作物，覆盖南北方种植区域，为广大种植户提供长期稳定的服务。针对南方经济作物种类多、种植分散、地域差异大等特殊情况，公司专门成立了南方农化服务团队，实行属地化管理，探索农化服务定点服务模式，满足多样化市场需求。农化服务形式既包括示范田、技术下乡、市场走访、农技会、市场农化问题解决与跟进、营养方案制定等基础形式，还通过蚯蚓测土实验室检测工具，建立大户档案，分析大户种植问题及难点，针对问题提供解决方案，通过持续回访，增加公司与种植大户黏性。

（3）管理优势

公司围绕巩固和提升企业竞争力，实施精细管理，全流程管控。严格项目管理，控制建设成本；严肃预算执行，源头降本、过程提效、管理控费、终端增收，实现预算全面全过程受控；强化市场运营，实施产销协同；加强战略合作，追求各方共赢；强化绩效考核，提高企业效能；夯实管理基础，增强风险控制能力；增加员工福祉，凝聚向心力；突出富有特色的管理模式，构筑完善的管理体系。

（4）产品优势

公司产品品种多样，以市场需求为导向，开发出包括高浓度复合肥、中微量元素肥、水溶肥、硝基肥、缓控释肥、海藻肥、生物肥、有机无机肥料及各种作物专

用肥料等一系列新型肥料。相较于传统肥料，公司肥料产品具有养分含量高、养分多元等特点，能够充分满足全国不同区域、不同季节、不同土壤和不同作物的施肥需求，也能够有效减少碳排放，保护环境。

(5) 技术优势

公司的高塔复合肥生产技术处于国际领先水平，2004 年建成了国内首条高塔复合肥生产线。公司致力于开发高浓度、生态、多元素、长效化、专用化复合肥产品，技术研发实力强。公司拥有“一种熔体料浆塔式造粒复合肥及其制造方法”和“一种生物腐殖酸复合肥及其制造方法”等国家发明专利，其中由公司申报完成的“基于高塔熔体造粒关键技术的生产体系构建与新型肥料产品创制”项目荣获 2016 年国家技术发明奖二等奖。公司生产的“同步型缓释水稻专用肥”、“熔体造粒多元素高效缓释作物专用肥”、“两步氨化法新型硫酸钾复合肥”、“高塔熔体造粒复合肥”、“腐植酸功能性生物肥料”等 6 项新型肥料被科技部、商务部、质检总局、生态环境部联合认定为“国家重点新产品”。

四、关键假设及盈利预测

1、关键假设

- 1、公司制造业主要产品为氯基复合肥、硫基复合肥、新型肥料及其他。
 - (1) 假设 2025-2027 年公司氯基复合肥收入增速维持 16%，毛利率维持 19%。
 - (2) 假设 2025-2027 年公司硫基复合肥收入增速维持 20%，毛利率维持 17.5%。
 - (3) 假设 2025-2027 年公司新型肥料及其他收入增速维持 18%，毛利率维持 22%。
- 2、假设 2025-2027 年公司原料化肥等销售收入增速维持 20%，毛利率维持 12%。

2、盈利预测

表 3: 公司各主营产品收入及盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、制造业						
收入 (百万元)	8886	9808	10040	11773	13809	16200
增速	42.8%	10.4%	2.4%	17.3%	17.3%	17.3%
成本 (百万元)	7624	8088	8181	9508	11153	13085
毛利 (百万元)	1262	1720	1859	2265	2656	3115
毛利率	14.2%	17.5%	18.5%	19.2%	19.2%	19.2%
1、氯基复合肥						
收入 (百万元)	5493	5875	5898	6842	7936	9206
增速	34.8%	7.0%	0.4%	16%	16%	16%
成本 (百万元)	4723	4860	4817	5542	6428	7457
毛利 (百万元)	770	1015	1081	1300	1508	1749
毛利率	14.0%	17.3%	18.3%	19.0%	19.0%	19.0%
2、硫基复合肥						
收入 (百万元)	1522	2041	2221	2665	3198	3838
增速	34.1%	34.1%	8.8%	20%	20%	20%
成本 (百万元)	1304	1686	1848	2199	2638	3166

毛利 (百万元)	218	355	373	466	560	672
毛利率	14.3%	17.4%	16.8%	17.5%	17.5%	17.5%

3、新型肥料及其他

收入 (百万元)	1871	1892	1921	2267	2674	3156
增速	84.7%	1.2%	1.5%	18%	18%	18%
成本 (百万元)	1596	1542	1515	1768	2086	2462
毛利 (百万元)	275	350	405	499	588	694
毛利率	14.7%	18.5%	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%

二、原料化肥等销售

收入 (百万元)	153	184	223	268	321	385
增速	-28.5%	20.3%	21.4%	20%	20%	20%
成本 (百万元)	129	157	197	235	283	339
毛利 (百万元)	24	26	26	32	39	46
毛利率	15.7%	14.3%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%

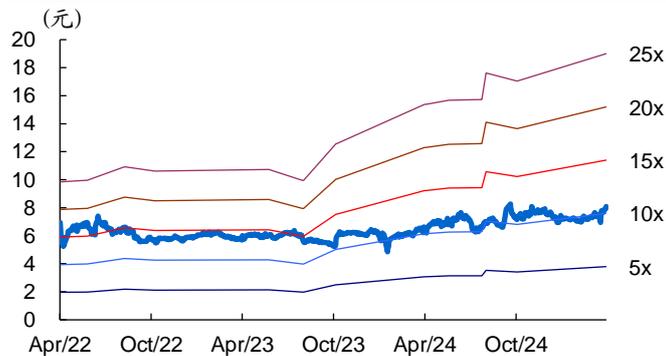
资料来源：公司公告、招商证券

盈利预测及估值: 预计 2025~2027 年归母净利润分别为 9.52 亿、10.92 亿、12.62 亿元，EPS 分别为 0.83、0.95、1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 9.8、8.5、7.4 倍，给予“强烈推荐”评级。

五、风险提示

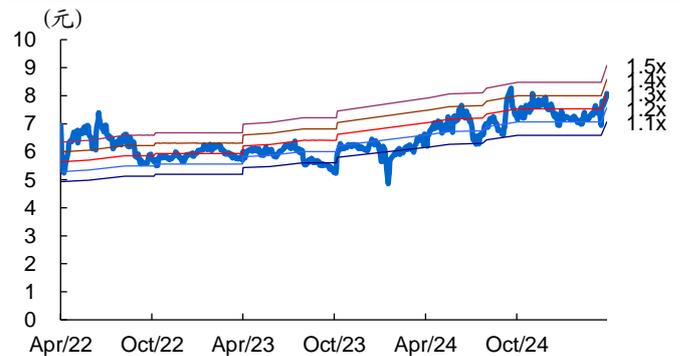
- 1、原材料价格大幅波动的风险。** 公司所从事的磷复肥行业具有一定的周期性，尿素、钾肥等原材料需要外购，受到行业政策、安全环保、下游需求、国际市场等影响，原材料价格具有一定的波动，如果原材料价格大幅波动，会影响下游需求和公司产品盈利能力，进而影响公司业绩。
- 2、产品放量不及预期的风险。** 公司磷复肥的销量会受到行业政策、市场需求等多方面影响，在市场稳态情况下，复合肥单位盈利水平基本平稳，销量的提升推动业绩增长，如果产品放量不及预期，将影响公司业绩。
- 3、新项目投产不及预期的风险。** 新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性，若投产不及预期，将影响公司业绩。

图 15: 史丹利历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 史丹利历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6305	5560	6274	7348	8757
现金	2590	1209	1454	1928	2632
交易性投资	641	1363	1363	1363	1363
应收票据	0	7	8	9	11
应收款项	5	12	5	6	7
其它应收款	17	11	13	15	17
存货	1553	2020	2335	2740	3216
其他	1498	937	1096	1286	1510
非流动资产	6478	8458	9132	9746	10308
长期股权投资	1023	981	981	981	981
固定资产	2148	4159	4932	5636	6278
无形资产商誉	945	996	896	807	726
其他	2361	2323	2323	2323	2323
资产总计	12782	14018	15406	17095	19064
流动负债	5133	4945	5692	6588	7639
短期借款	150	80	131	153	180
应付账款	2799	2681	3111	3651	4284
预收账款	1612	1519	1762	2068	2427
其他	572	666	688	715	748
长期负债	537	1264	1264	1264	1264
长期借款	352	1079	1079	1079	1079
其他	185	186	186	186	186
负债合计	5670	6209	6956	7852	8903
股本	1157	1152	1152	1152	1152
资本公积金	297	273	273	273	273
留存收益	4665	5397	6050	6856	7790
少数股东权益	994	986	974	961	945
归属于母公司所有者权益	6119	6822	7475	8281	9216
负债及权益合计	12782	14018	15406	17095	19064

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1185	481	1359	1592	1840
净利润	723	816	941	1078	1246
折旧摊销	229	303	469	528	582
财务费用	8	24	(17)	(29)	(49)
投资收益	(87)	(200)	(262)	(262)	(262)
营运资金变动	307	(426)	235	270	317
其它	6	(37)	(7)	6	6
投资活动现金流	(3979)	(2003)	(883)	(883)	(883)
资本支出	(2166)	(979)	(1146)	(1146)	(1146)
其他投资	(1813)	(1024)	262	262	262
筹资活动现金流	673	449	(232)	(235)	(252)
借款变动	648	599	51	23	26
普通股增加	0	(5)	0	0	0
资本公积增加	1	(24)	0	0	0
股利分配	(58)	(150)	(299)	(286)	(328)
其他	82	29	17	29	49
现金净增加额	(2121)	(1073)	244	474	704

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9991	10263	12041	14130	16581
营业成本	8245	8397	9744	11435	13419
营业税金及附加	58	56	65	76	90
营业费用	406	386	452	531	623
管理费用	365	390	457	536	630
研发费用	349	394	462	542	637
财务费用	(98)	(22)	(17)	(29)	(49)
资产减值损失	(14)	(76)	(76)	(76)	(76)
公允价值变动收益	3	7	7	7	7
其他收益	76	116	116	116	116
投资收益	87	200	140	140	140
营业利润	817	909	1064	1223	1418
营业外收入	15	10	10	10	10
营业外支出	8	4	4	4	4
利润总额	824	915	1070	1229	1424
所得税	101	99	129	151	178
少数股东损益	22	(10)	(12)	(14)	(16)
归属于母公司净利润	701	826	952	1092	1262

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	3%	17%	17%	17%
营业利润	60%	11%	17%	15%	16%
归母净利润	59%	18%	15%	15%	16%
获利能力					
毛利率	17.5%	18.2%	19.1%	19.1%	19.1%
净利率	7.0%	8.0%	7.9%	7.7%	7.6%
ROE	12.1%	12.8%	13.3%	13.9%	14.4%
ROIC	9.0%	9.2%	9.7%	10.2%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	44.3%	45.2%	45.9%	46.7%
净负债比率	3.9%	8.3%	7.9%	7.2%	6.6%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	5.9	4.7	4.5	4.5	4.5
应收账款周转率	1270.0	844.0	746.0	971.0	971.0
应付账款周转率	3.7	3.1	3.4	3.4	3.4
每股资料(元)					
EPS	0.61	0.72	0.83	0.95	1.10
每股经营净现金	1.03	0.42	1.18	1.38	1.60
每股净资产	5.31	5.92	6.49	7.19	8.00
每股股利	0.13	0.26	0.25	0.28	0.33
估值比率					
PE	13.3	11.3	9.8	8.5	7.4
PB	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	17.4	13.9	10.7	9.4	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。