



公司研究 | 深度报告 | 芭田股份 (002170.SZ)

复合肥业务稳健，磷矿快速扩张，迎接高速增长

报告要点

公司是优质磷化工企业，近年公司股息支付率保持较高水平；经营层面，公司复合肥业务经营稳健，小高寨磷矿扩产有望带动磷矿产量攀升，催化业绩上行。预计 2025-2027 年归属净利润为 12.8、14.4、15.6 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911

芭田股份 (002170.SZ)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

复合肥业务稳健，磷矿快速扩张，迎接高速增长

公司总览：复合肥龙头，磷矿产能快速扩张

公司主要从事复合肥研发、生产和销售，并沿着复合肥产业链深度开发拓展，形成复合肥及磷化工等协同发展的产业格局，2020 年公司取得小高寨磷矿采矿权，目前具备年产 200 万吨磷矿石生产能力，具备年产 90 万吨磷矿石在建产能，顺利打通磷化工产业链。公司股权结构清晰，营收业绩近年稳步上行，且磷矿贡献占比持续提升。公司分红承诺慷慨，规划 2024-2026 年累计分红占利润总额不少于 60%，近年分红总额不断走高，2024 年分红 2.7 亿元，股息支付率达 65.9%。

磷矿石：战略资源品，景气有望延续

磷矿石是磷化工产业链的源头。主要用于生产磷肥、饲料钙，草甘膦、热法磷酸、精细磷酸盐等，农业是磷矿石的需求基本盘，新能源材料磷酸铁锂、六氟磷酸锂等贡献需求增量。磷资源全球分布不均，集中在少数几个资源国，我国磷矿石储量比较低，已将磷矿石作为战略矿产资源。磷矿价值中枢不断上行。1 吨磷矿石的价值量从 1960 年代的约 0.2 吨玉米，逐步上行至 2010 年代的约 0.6 吨玉米，再到近两年的约 1.0 吨玉米。底层逻辑是，不可再生的矿产资源，相比可再生的农产品，稀缺性逐步提高，价值中枢逐步上行。本轮磷矿景气周期有望延续。本轮磷矿周期起始于 2020 年，由需求及供给共振所致，磷肥景气仍处于较高位置，且产量增速仍十分有限，景气有望得到延续。参考我们前期发布的深度报告《磷矿石专题：供给增量几何？》，如果考虑国内外磷矿石品位下降带来的存量有效供给削减，以及可能的项目延期，预计 2024-2025 年磷矿石全球供求处于紧平衡阶段，景气度有望维持，尽管 2026-2027 年国内部分规划产能进入预期投产期，但在矿山安全管理政策趋严背景下，项目建设暂缓，安全生产许可证获取出现延期现象也频有发生，且磷矿石品位下降是全球的大趋势，或将导致有效供给减少，因此 2026-2027 年虽磷矿石行业有部分纸面项目预计扩产/建设完成，但未必导致实际供给大幅增加，景气未必回落。公司手握小高寨磷矿，产能逐年提升，规划扩建项目。公司于 2025 年 2 月拿到《安全生产许可证》，矿山正式进入生产期，产能 200 万吨/年，二期建设规模 90 万吨/年，建成后年产能将达到 290 万吨/年，有望充分受益于本轮景气。

复合肥：业务稳健，行业存整合机遇

复合肥指含 2 种或 2 种营养元素以上的化肥，我国复合肥年消费量近年在 5000 万吨上下波动，需求整体保持稳定。复合肥行业竞争激烈，2024 年我国复合肥产能为 12934 万吨/年，近年产能稳中有升，行业负荷率近年在 3 成上下，传统复合肥产能严重过剩，新型复合肥将成为复合肥行业调整发展的重要方向。行业进入整合期，龙头企业技术水平、产业链布局、营销渠道竞争优势扩大。公司是全国性的专业复合肥主要生产厂商之一，盈利能力与规模化上市企业整体相当。公司贵州优质磷矿资源为原点，充分发挥“矿肥一体”的产业链优势。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是优质磷化工企业，近年公司股息支付率保持较高水平；经营层面，公司复合肥业务经营稳健，小高寨磷矿扩产有望带动磷矿产量攀升，催化业绩上行。预计 2025-2027 年归属净利润为 12.8、14.4、15.6 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、磷矿石景气不及预期风险；
- 2、项目建设进度不及预期风险；
- 3、安全环保生产风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

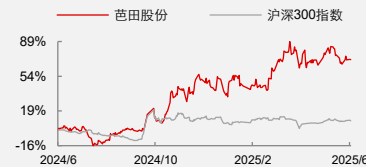
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.00
总股本(万股)	96,358
流通A股/B股(万股)	71,270/0
每股净资产(元)	3.52
近12月最高/最低价(元)	11.48/4.86

注：股价为 2025 年 6 月 10 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《磷矿石深度复盘：潮起潮落，中枢上行》
(2024.9.18)

《磷矿石专题：供给增量集合》(2024.3.13)



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司总览：复合肥龙头，磷矿产能快速扩张	6
公司简介：深耕复合肥，依托矿产资源打通全产业链	6
股权分析：结构清晰，各地子公司进行复合肥生产销售	7
财务表现：业绩稳中向上，磷矿贡献提升，分红可观	7
磷矿石：战略资源品，景气有望延续	10
磷矿简介：磷化工源头，重要资源品	10
磷矿景气：历史价格中枢上行，本轮景气有望延续	12
公司情况：小高寨磷矿量增显著	16
复合肥：业务稳健，行业存整合机遇	18
需求：消费稳健，化肥复合化率持续提升	18
供给：产能分散，落后装置有望退出	19
公司情况：积淀多年，具备较强的竞争优势	20
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	23
风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：芭田股份股权结构示意图	7
图 3：芭田股份营业收入走势	8
图 4：芭田股份归属净利润走势	8
图 5：芭田股份近年收入结构（亿元）	8
图 6：芭田股份近年毛利结构（亿元）	8
图 7：芭田股份毛利率走势	8
图 8：芭田股份期间费用率走势	9
图 9：芭田股份资产负债率走势	9
图 10：公司近年现金分红总额及股利支付率持续走高	9
图 11：磷化工主要产业链示意图	10
图 12：磷矿石下游应用占比（2024A）	11
图 13：全球磷矿石储量分布不均（2024A）	11
图 14：全球磷矿石产量分布不均（2024A）	11
图 15：我国磷矿石储采比较低	12
图 16：磷矿石价格中枢不断上行	13
图 17：全球磷矿石价格周期基本同步	13
图 18：2020 至今粮食周期中的磷资源价格	14
图 19：近几年全球磷矿石产量略微增长	15
图 20：2023-2024 年摩洛哥磷矿石产量明显下降	15
图 21：2023-2024 年中国磷矿石产量略有增长	15

图 22: 预计 2025-2026 年国内磷矿供给增量整体可控.....	16
图 23: 公司掌握小高寨磷矿资源	17
图 24: 公司磷矿石产能 (含预测)	17
图 25: 复合肥上游为基础化肥, 终端为农户	18
图 26: 我国复合肥年度表观消费量走势	18
图 27: 我国化肥复合化率持续提升.....	19
图 28: 我国复合肥产能近年稳中有升	19
图 29: 我国复合肥负荷率近年在 3 成上下波动	20
图 30: 我国复合肥价格价差走势	20
图 31: 公司与其他复合肥上市公司毛利率对比	21
图 32: 公司选矿—硝酸磷肥生产工艺	22
表 1: 公司主要产品产能情况.....	6
表 2: 磷矿石是多国公认的战略矿产资源	12
表 3: 芭田股份主要复合肥产品及特点	21
表 4: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 百万元)	24

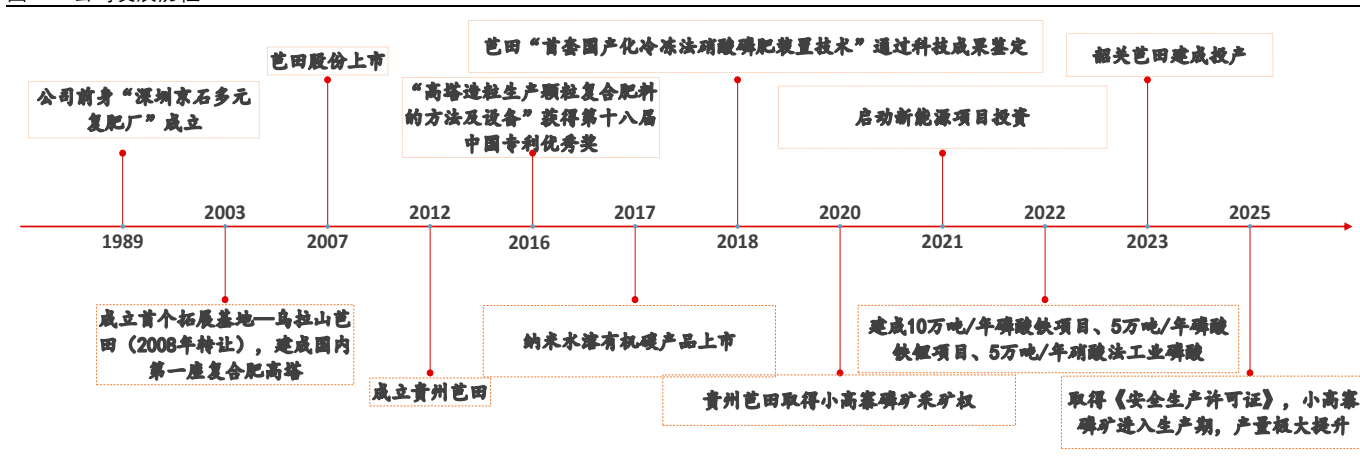
公司总览：复合肥龙头，磷矿产能快速扩张

公司简介：深耕复合肥，依托矿产资源打通全产业链

深耕复合肥 30 余载，是首家复合肥上市公司。公司主要从事复合肥研发、生产和销售，并沿着复合肥产业链深度开发拓展，形成复合肥及磷化工等协同发展的产业格局，主要产品包括新型复合肥、硝酸磷肥、硝酸、磷矿石等。1989 年公司前身“深圳京石多元复合肥厂”成立，自成立至今便一直从事复合肥相关业务。2020 年公司取得小高寨磷矿采矿权，逐步打通磷化工产业链：

- 2020 年 5 月，公司取得贵州省瓮安县小高寨磷矿的《采矿许可证》，磷矿许可产能为 90 万吨/年。小高寨磷矿资源储量约为 6392 万吨，平均品位 26.7%；
- 2021 年，公司启动新能源材料项目建设；
- 2022 年，公司建成 10 万吨/年磷酸铁、5 万吨/年磷酸铁锂、5 万吨/年硝酸法工业磷酸；
- 2024 年 3 月，公司小高寨磷矿建设扩张获得审批，规模自 90 万吨/年提升至 200 万吨/年；
- 2025 年 2 月，公司取得由贵州省应急管理厅下发的小高寨磷矿《安全生产许可证》，安全生产许可证规定的磷矿石开采规模为 200 万吨/年，标志着扩产项目正式由建设期转为生产期；
- 2025 年 3 月，公司发布关于对外投资的公告，拟建设小高寨磷矿二期 90 万吨/年磷矿石项目，建成后小高寨磷矿总计建设规模 290 万吨/年，建设周期为 8 个月。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司磷矿产能持续扩张。截至 2025 年 4 月，资源端，公司拥有年产 200 万吨磷矿石产能（其中磷精矿 120 万吨），在建年产能 90 万吨；化工端，公司拥有年产 191 万吨复合肥产能，年产 30 万吨硝酸磷肥、年产 15 万吨硝酸氨钙、年产 27 万吨硝酸产能。

表 1：公司主要产品产能情况

主要产品	设计产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	投资建设情况
复合肥	191		

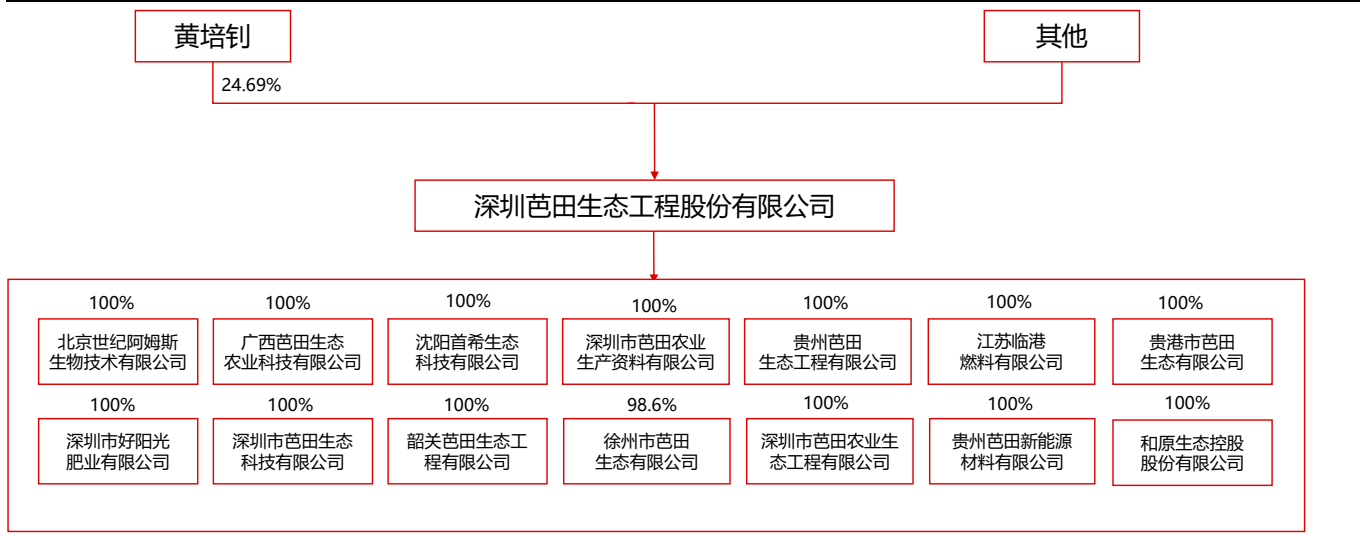
硝酸磷肥	30		
硝酸氨钙	15		
硝酸 100%	27		
磷精矿	120		
磷矿石	200	90	正在进行矿山建设阶段中

资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权分析：结构清晰，各地子公司进行复合肥生产销售

黄培钊是公司实际控制人，兼任公司董事长及总经理。截至 2025 年一季报，公司实际控制人黄培钊持有公司 24.69% 股份，为公司第一大股东，黄先生同时兼任公司董事长及总经理。控股子公司徐州芭田、贵港芭田、广州芭田、韶关芭田等均主要从事复合肥生产及销售，全资子公司“贵州芭田生态工程有限公司”是小高寨磷矿开采项目的实施主体。

图 2：芭田股份股权结构示意图（截至 2025 年一季报）

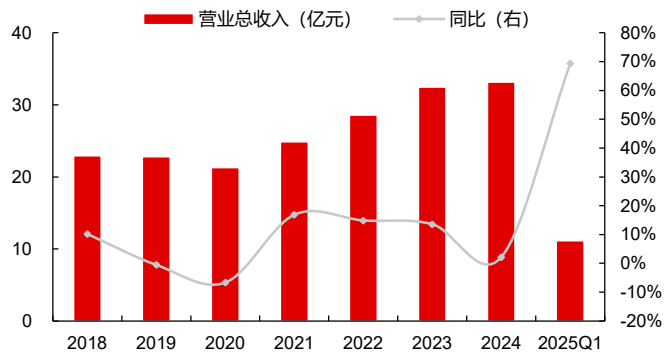


资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务表现：业绩稳中向上，磷矿贡献提升，分红可观

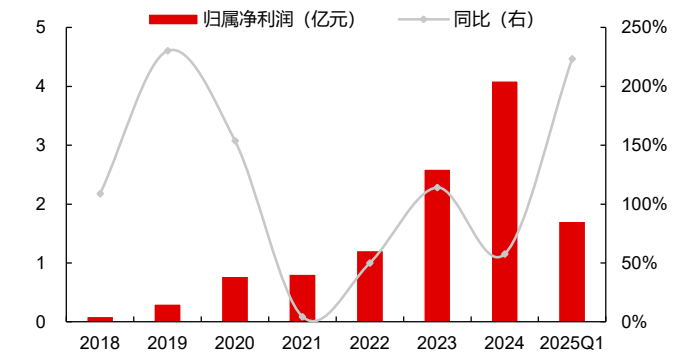
营收业绩稳步上行，磷矿占比提升。2024 年公司实现营收 33.1 亿元，同比增长 2.1%，实现归属净利润 4.1 亿元，同比增长 57.7%，2025Q1 公司实现营收 11.1 亿元，同比增长 69.4%，归属净利润 1.7 亿元，同比增长 223.5%。伴随磷矿高景气及公司小高寨磷矿产量持续提升，公司营收业绩双增。小高寨磷矿 2022 年开始贡献可观业绩增量，2024 年公司磷矿采选业务贡献毛利高达 5.9 亿元，已超过化学肥料制造业的 3.5 亿元，占比达 64.4%。盈利能力方面，公司化学肥料制造业板块较为稳定，毛利率水平多年维持在 15% 上下波动不大，磷矿盈利较为可观，近年毛利率在 70% 以上。

图 3：芭田股份营业收入走势



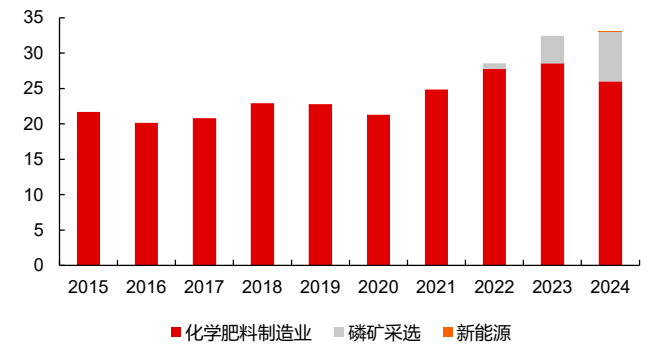
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：芭田股份归属净利润走势



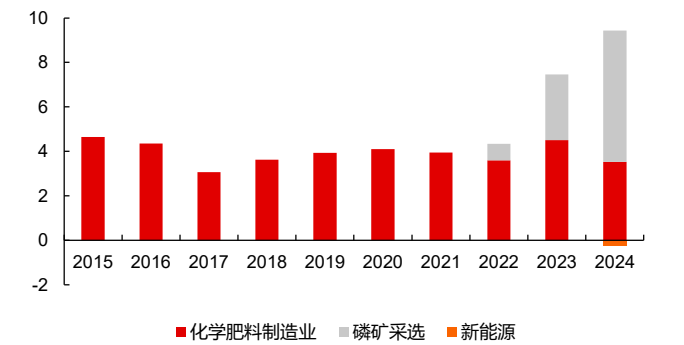
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：芭田股份近年收入结构（亿元）



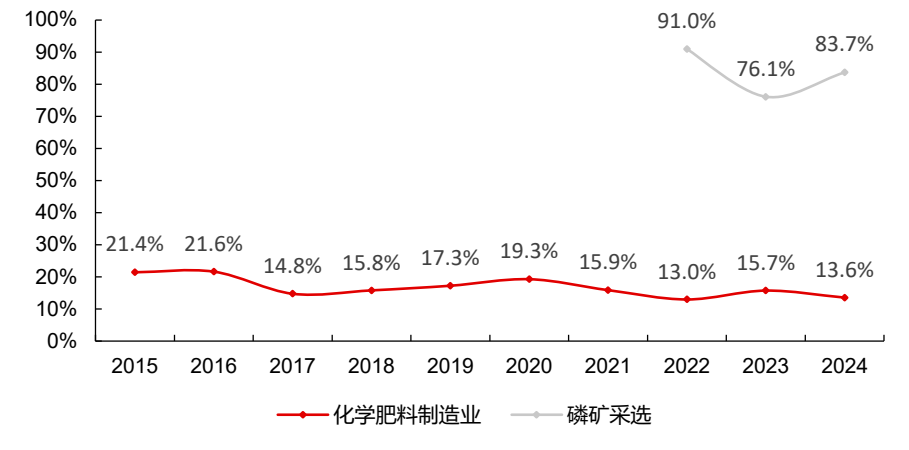
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：芭田股份近年毛利结构（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

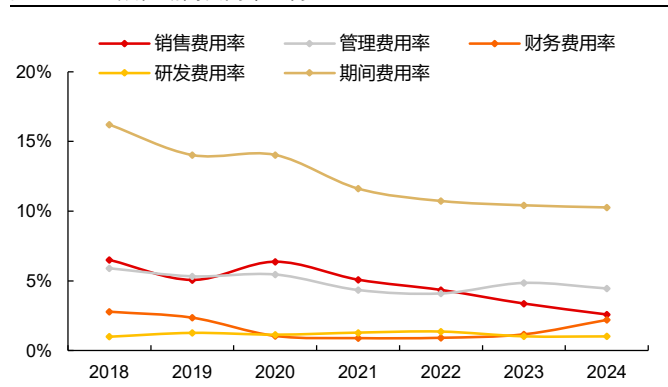
图 7：芭田股份毛利率走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

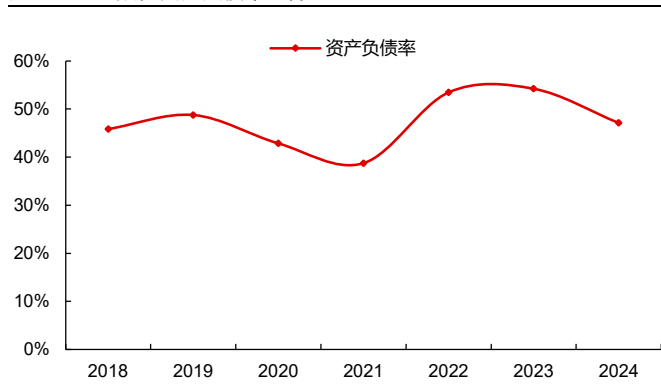
期间费用率整体下行，负债率水平不高。公司近年期间费用率水平整体可控，呈逐年下行趋势，资产负债率维持在 50%左右，2024 年公司负债率为 47.1%，整体可控。

图 8：芭田股份期间费用率走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

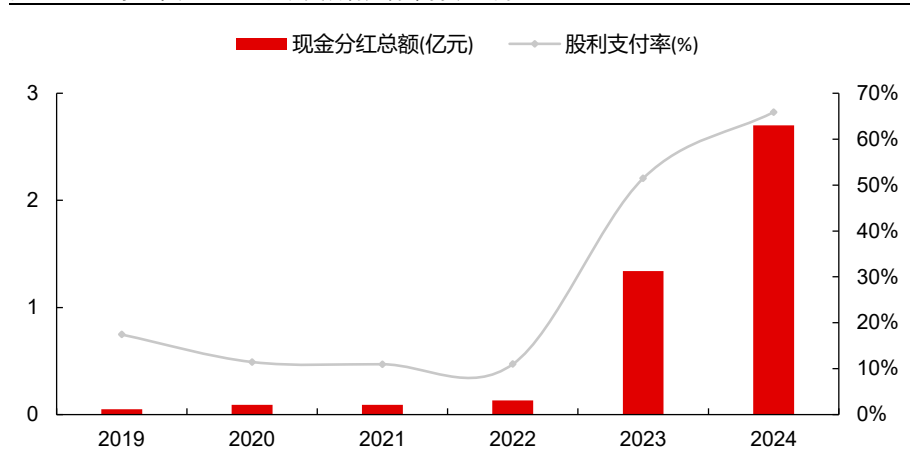
图 9：芭田股份资产负债率走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

分红承诺慷慨，近年分红总额不断走高。2025 年 3 月 4 日，公司发布 2024-2026 年现金分红规划，在公司当年盈利且累计可供分配利润为正数的情况下，公司每年至少进行一次现金分红，2024-2026 年度以现金方式累计分配的利润原则上不少于此三年度累计实现可供分配利润总额的 60%。2024 年度公司分红政策为每股股利 0.28 元，分红总额达 2.7 亿元，同比增长 101.5%，股利支付率达 65.9%。公司分红政策慷慨，积极回报股东。

图 10：公司近年现金分红总额及股利支付率持续走高



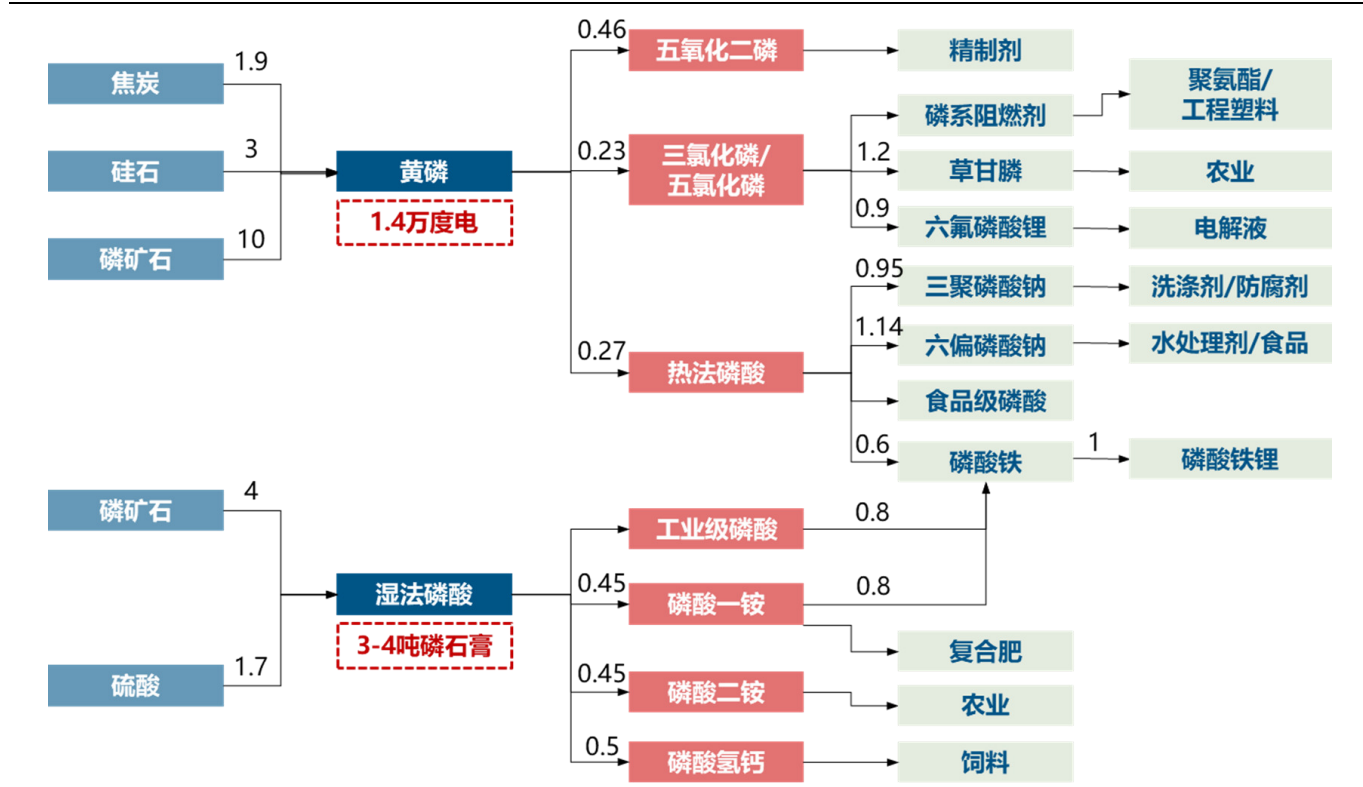
资料来源：Wind，长江证券研究所

磷矿石：战略资源品，景气有望延续

磷矿简介：磷化工源头，重要资源品

磷矿石是磷化工产业链的源头。磷矿石是磷化工产业链的核心上游原料，用于农业及工业。磷化工品中的磷元素主要存在于磷矿石中，磷矿石是磷化工产业链的起点。磷矿石加工可分为湿法磷酸和黄磷（干法）两条路线，湿法磷酸主要用于生产磷肥、饲料钙等；黄磷主要用于制备草甘膦、热法磷酸、精细磷酸盐等。磷化工品广泛应用于农业及工业，磷肥是农作物生长的必需养分，磷盐广泛用作食品添加剂、洗涤剂、新能源材料等。

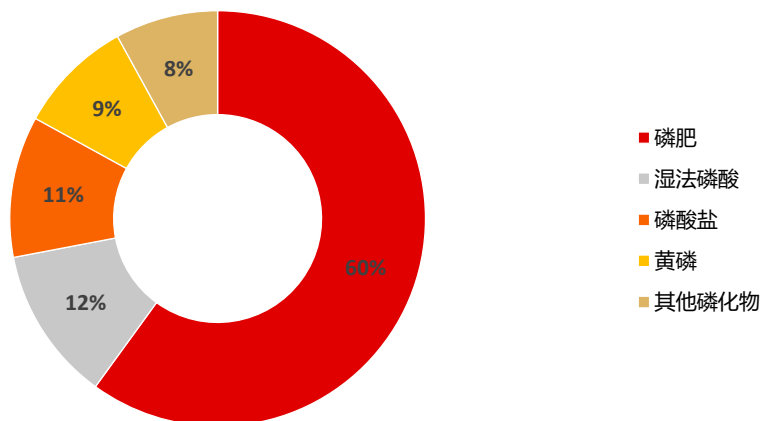
图 11：磷化工主要产业链示意图



资料来源：卓创资讯，百川盈孚，长江证券研究所

注：数字为该合成工艺单耗，不同企业数据有差异，单位为“吨/吨”

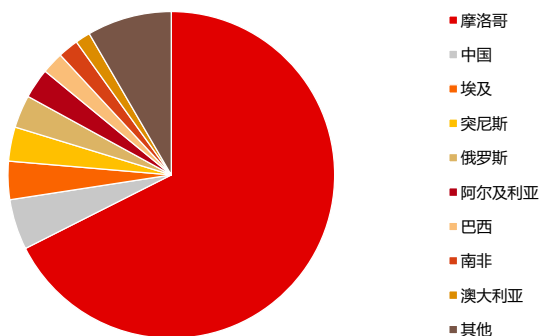
图 12: 磷矿石下游应用占比 (2024A)



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

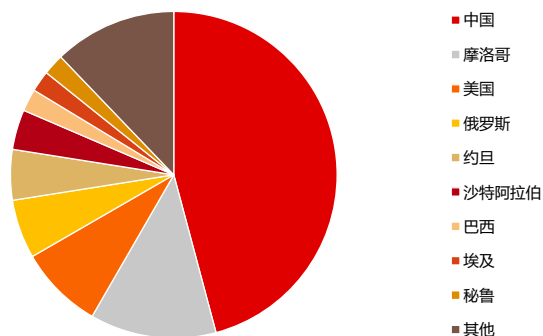
磷矿石是多国公认的战略矿产资源。磷资源全球分布不均, 集中在少数几个资源国。并且由于磷肥和饲料磷酸盐均为食品链上游的必需品, 磷元素的供应和粮食安全息息相关, 一直都来磷都被认为是战略矿产资源。近年来, 磷的下游又新增了迅猛发展的新能源材料磷酸铁锂, 磷的战略意义又有所提升。

图 13: 全球磷矿石储量分布不均 (2024A)



资料来源: Wind, USGS, 长江证券研究所

图 14: 全球磷矿石产量分布不均 (2024A)



资料来源: Wind, USGS, 长江证券研究所

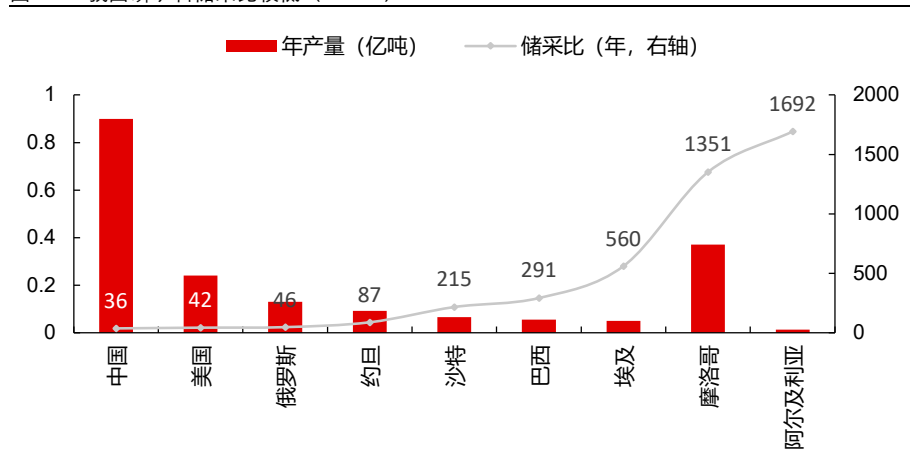
表 2：磷矿石是多国公认的战略矿产资源

国家	发布年份	文件名	矿产清单	入选标准
中国	2016	全国矿产资源规划 (2016-2020 年)	石油、天然气、页岩气、煤炭、煤层气、铀、铁、铬、铜、铝、金、镍、钨、锡、钼、锑、钴、锂、稀土、锆、磷、钾盐、晶质石墨、萤石	对国家经济和国防安全至关重要、同时或者存在较大供应风险、或者对全球具有较强控制力、或对战略新兴产业发展不可或缺的矿产资源
欧盟	2023	Critical raw materials (CRM) 2023	铝土矿、锑、砷、重晶石、铍、铋、硼/硼酸盐、钴、焦煤、长石、氟石、镓、锗、钨、钼、重稀土元素、锂、轻稀土元素、镁、锰、天然石墨、铌、钽、铂族金属、磷矿岩、铜、磷、钒、金属硅、锆、钽、钛金属、钨、钼、镍	原材料对欧洲经济至关重要。它们形成了强大的工业基础，生产日常生活和现代技术中使用的各种商品和应用。可靠和不受阻碍地获得某些原材料是欧盟和全球日益关注的问题。为了应对这一挑战，欧盟委员会为欧盟制定了一份关键原材料 (CRM) 清单，该清单将定期进行审查和更新。CRM 结合了对欧盟经济非常重要的原材料，以及与其供应相关的高风险

资料来源：IEA、中国政府网、欧盟官网，长江证券研究所

我国磷矿石储采比较低，若要做到资源可持续，需保证磷矿有序开采。储采比是资源量和年产量的比值，可用于估算现有资源储量还可开采多少年。我国磷矿石储采比仅 36 年，在全球主要磷生产国中处于较低水平。磷矿石的供应，长期关系我们农业原料磷肥和新能源材料的资源保障问题，涉及农业和新能源产业链安全，近年来磷资源的战略价值凸显，为保证磷资源可持续供应，可以预见我国未来磷矿石相关政策将保持偏紧状态。

图 15：我国磷矿石储采比较低 (2020A)

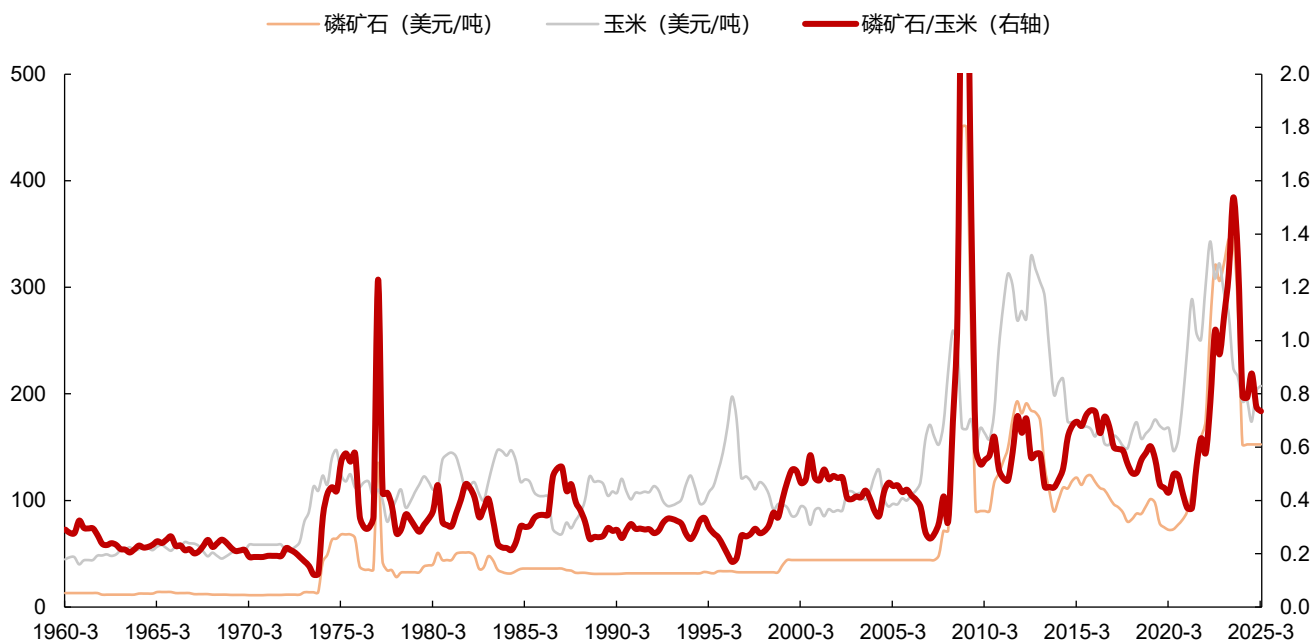


资料来源：USGS，长江证券研究所

磷矿景气：历史价格中枢上行，本轮景气有望延续

磷矿石周期潮起潮落，价值中枢逐步上行。过去 60 多年中，虽然周期往复，但全世界磷矿石价格中枢逐步上行。这并不完全是通货膨胀的影响，计算粮食价格和磷矿价格的比值可知，如果将粮食视为一般等价物，1 吨磷矿的价格从 1960 年代的约 0.2 吨玉米，逐步上行至 2010 年代的约 0.6 吨玉米，再到近两年的约 1.0 吨玉米。底层逻辑是，不可再生的矿产资源，相比可再生的农产品，稀缺性逐步提高，价值中枢逐步上行。

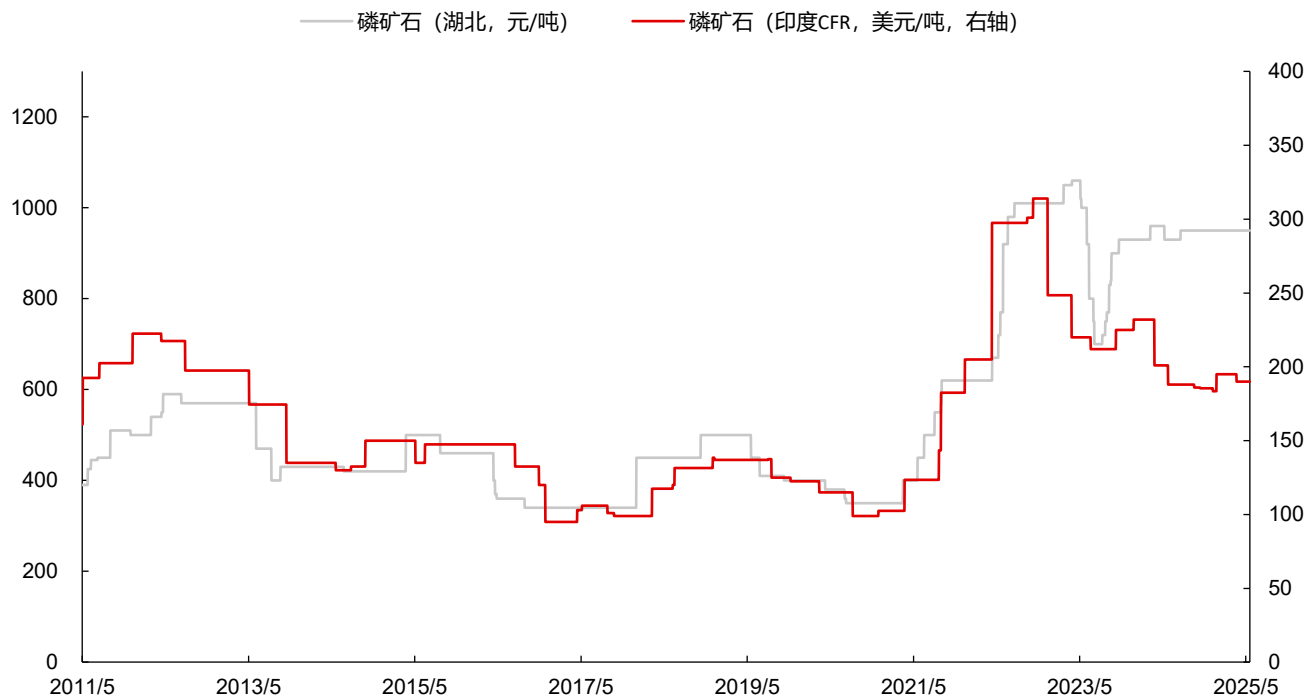
图 16: 磷矿石价格中枢不断上行



资料来源: Wind, 世界银行, 长江证券研究所

注: 2008 年磷矿石与玉米价格的比值过高, 高点为 2.67, 超出坐标轴范围, 未能显示

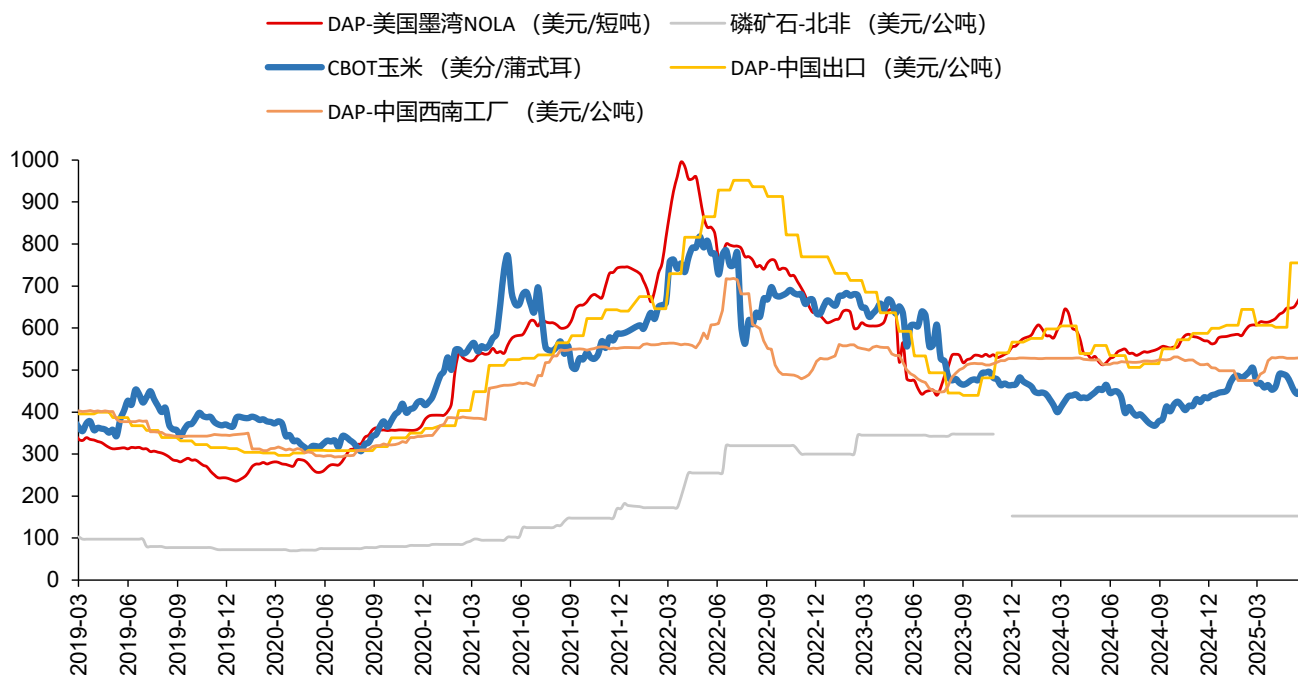
图 17: 全球磷矿石价格周期基本同步



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

磷矿本轮周期：需求与供给共振，景气相对持久。2020 年一季度末，在全球公共卫生事件冲击下，美联储宣布将不设额度上限的购买美国国债和抵押贷款支持证券，支持市场平稳运行，相当于开放式的量化宽松政策¹，新一轮粮食周期再次启动。约 2020 年三季度粮食周期启动，化肥周期同步启动，磷资源周期随后开启。与此前几轮周期相似，仍是由农业国启动，逐步向资源国传导。目前本轮周期尚未终结，粮食周期已基本平稳，磷肥景气仍处于较高位置。

图 18：2019 至今粮食周期中的磷资源价格



资料来源：Bloomberg, Wind, 百川盈孚, 长江证券研究所

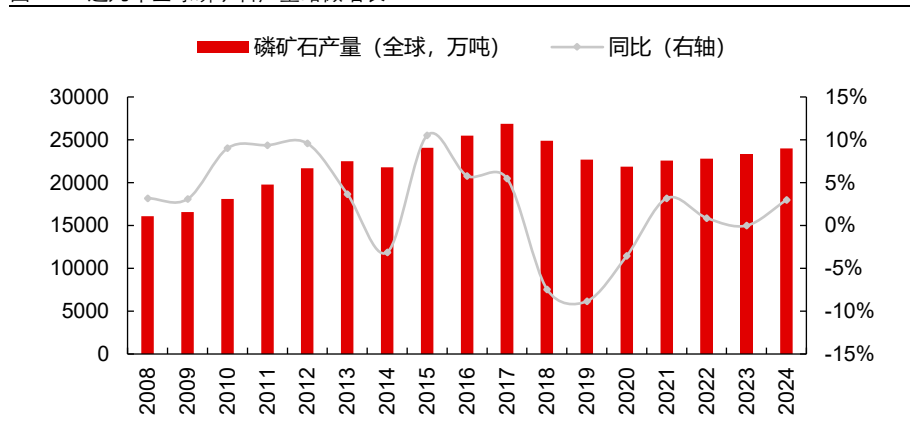
注 1：“公吨”即国际标准单位“吨”；“短吨 (short ton)”是美国常用的重量单位，合 2000 英镑，约 0.907 吨。

注 2：DAP 即 Diammonium hydrogen phosphate，磷酸氢二铵，或称磷酸氢铵、磷酸一氢铵，常用作磷肥。

本轮周期有何不同，为何景气持久？原因或是供给与需求共振。过去十年全球磷矿石产量的两次下滑均引动了供给周期（2014、2018），2022-2024 年在磷资源景气高点，我们看到磷矿石产量增速仍十分有限，特别是 2023-2024 年摩洛哥地区产量出现下降。**摩洛哥是目前全球磷资源储量最丰富的国家，在磷矿石的景气周期供给减量很可能意在挺价。**

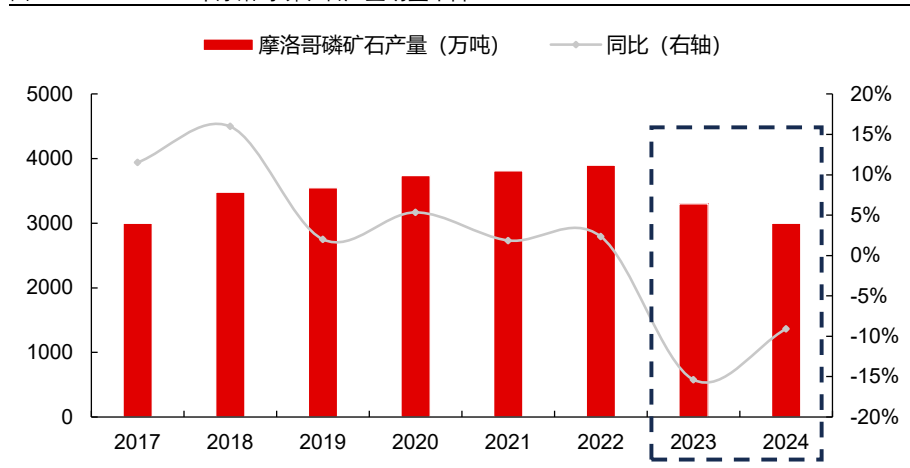
¹ <http://world.people.com.cn/n1/2020/0323/c1002-31645060.html>

图 19: 近几年全球磷矿石产量略微增长



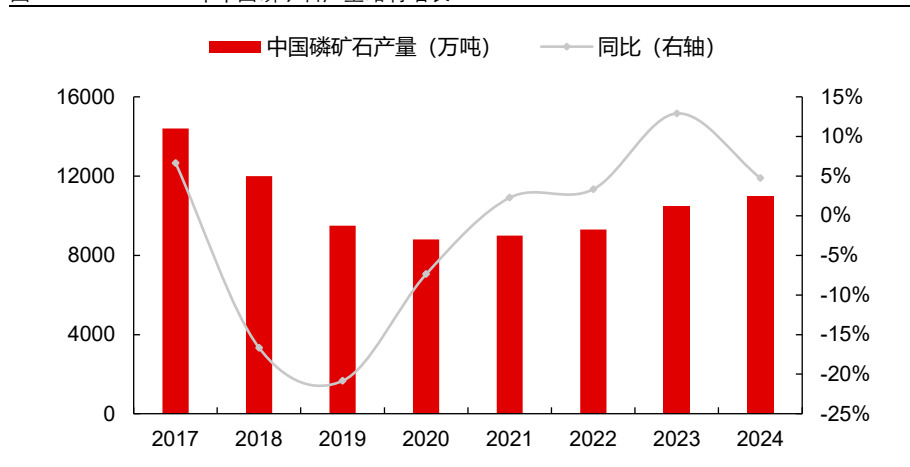
资料来源: Wind, USGS, 长江证券研究所

图 20: 2023-2024 年摩洛哥磷矿石产量明显下降



资料来源: Wind, USGS, 长江证券研究所

图 21: 2023-2024 年中国磷矿石产量略有增长



资料来源: Wind, USGS, 长江证券研究所

展望后市，在供给侧发力下，本轮周期或可景气持续。参考我们前期发布的深度报告《磷矿石专题：供给增量几何？》，如果考虑国内外磷矿石品位下降带来的存量有效供给削减，以及可能的项目延期，预计 2024-2025 年磷矿石全球供求处于紧平衡阶段，景气度有望维持，尽管 2026-2027 年国内部分规划产能进入预期投产期，但在矿山安全管理政策趋严背景下，项目建设暂缓，安全生产许可证获取出现延期现象也频有发生，且磷矿石品位下降是全球的大趋势，将导致有效供给减少，因此 2026-2027 年虽磷矿石行业有部分纸面项目预计扩产/建设完成，但未必会导致实际供给大幅增加，景气也未必回落。

图 22：预计 2025-2026 年国内磷矿供给增量整体可控

磷矿项目	所属企业	项目产能 (万吨/年)	预估投产时间
小坝磷矿技改	川恒股份	30	2025
绵竹板棚子磷矿	川发龙蟒	60	2025
织金县新华磷矿区银厂沟磷矿	西南能矿集团织金磷化公司	50	2025
2025拟增产能合计		140	
宜安实业	兴发集团	400	2026
马边县老河坝矿区三号矿块	四川蜀能矿产有限责任公司	100	2026
高烽磷矿 (湖北宜昌)	祥云化工	180	2026
竹园沟磷矿	新洋丰	180	2026
明珠磷矿	宜昌明珠矿业	120	2026
贵州两岔河磷矿北区	金诚信	50	2026
杉树垭西部磷矿	中海油化学宜昌矿业	150	2026
寨湾磷矿	湖北联投集团有限公司	100	2026
雷波县西谷溪磷矿	雷波明信实业发展有限公司	200	2026
2026拟增产能合计		1480	

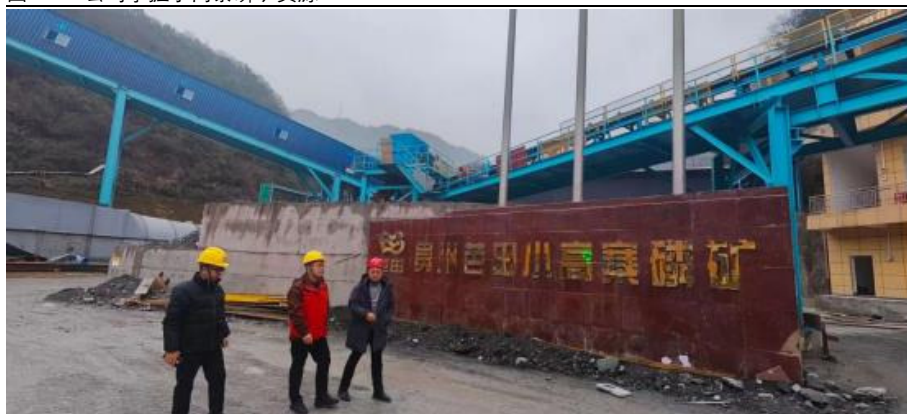
资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：预估投产时间为根据矿山一般建设规律估算的时间

公司情况：小高寨磷矿量增显著

手握小高寨磷矿，产能持续提升。公司斥资 3.43 亿元获贵州省瓮安县小高寨磷矿探矿权，2020 年 5 月，公司全资子公司贵州芭田收到《采矿许可证》。贵州小高寨磷矿矿石资源量为 6392 万吨， P_2O_5 平均含量达 26.74%，品味远高于国内磷矿平均水平。2025 年 2 月 10 日，公司全资子公司贵州芭田生态工程有限公司（简称“贵州芭田”）收到了由贵州省应急管理厅下发的小高寨磷矿《安全生产许可证》，许可磷矿产能 200 万吨/年，《安全生产许可证》的取得标志着贵州芭田小高寨磷矿从建设期进入生产期，生产磷矿量将得到极大的提升。公司形成上游磷矿生产下游高精磷化工协同发展的一体化产业布局，拓展了磷化工一体化战略，极大提高了从磷矿、磷精矿、高纯磷酸（盐）的磷化工新能源电池材料的产业链价值，进一步增强了公司竞争力。

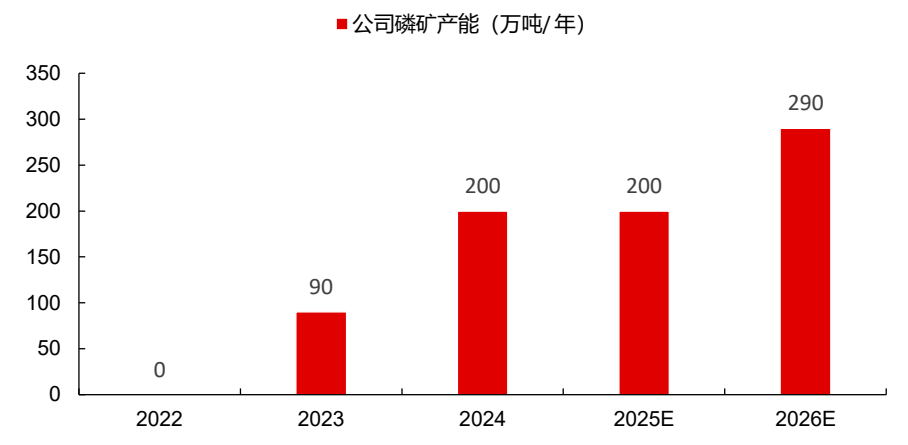
规划二期建设，规模有望进一步提升。2025 年 3 月，公司发布对外投资公告，拟投资建设小高寨磷矿二期建设项目，选址为小高寨磷矿矿区范围，具体为矿区五、六、七采区，+750~+550 标高，位于矿区北面。二期建设规模 90 万吨/年，建成后小高寨磷矿总计建设规模 290 万吨/年。

图 23：公司掌握小高寨磷矿资源



资料来源：贵港金投集团公众号，长江证券研究所

图 24：公司磷矿石产能（含预测）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司首创干法选矿工艺，解决低品位磷矿利用难题。芭田股份在国内首创干法选矿工艺。与普通湿法选矿工艺相比，干法选矿可以实现处理含量 23% 以下的原矿，攻克我国现阶段无法直接利用中低品位磷矿生产硝酸磷肥的难题。同时，干法选矿综合成本相较于湿法选矿下降约 50%，并且可将湿法选矿中产生的硝酸钙、硝酸镁等尾矿转化为高价值的水溶性肥料，实现无尾矿选矿，具有更高的环保价值。

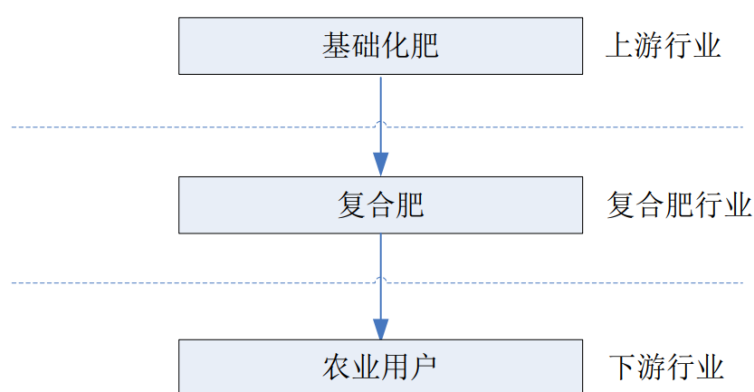
复合肥：业务稳健，行业存整合机遇

需求：消费稳健，化肥复合化率持续提升

复合肥指含 2 种或 2 种营养元素以上的化肥，需求整体保持稳定。复合肥是国家重点支持行业，复合肥可以为作物提供多种营养元素，提高肥料利用率，有利于节约劳动力，促进农作物高产稳产，是农业生产现代化中的重要一环，具备省工、省力、节约成本等诸多优势，适应农业发展大势。

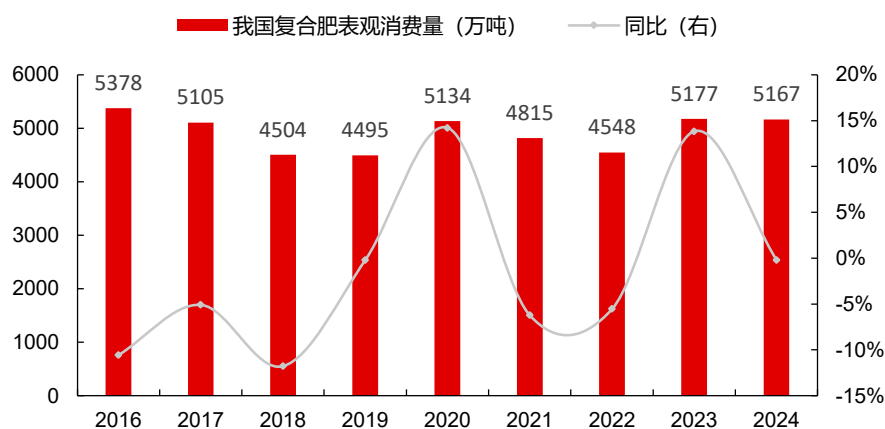
复合肥上游行业为单质肥料，即氮肥、磷肥、钾肥等；从复合肥的生产成本构成来看，氮肥、磷肥、钾肥等基础原材料成本占比一般达到 80%以上，因此，基础化肥价格变化对复合肥行业的盈利能力有较大影响。复合肥行业下游是农业种植业，下游客户主要是复合肥经销商和农户，最终客户是以农户为主的农业种植者。下游农产品价格的波动、农业种植结构的调整、人力成本的变化、农民施肥习惯的改变都对复合肥施用量有直接影响。**我国复合肥年消费量近年在 5000 万吨上下波动。**

图 25：复合肥上游为基础化肥，终端为农户



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：我国复合肥年度表观消费量走势

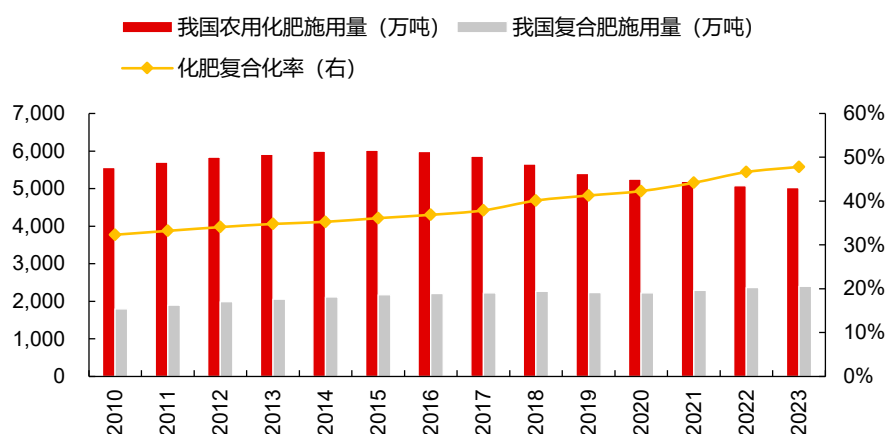


资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

化肥复合化率持续提升，保障复合肥需求韧性。新型复合肥作为环保肥料，利用率较高、养分吸收快速，有利于应用中微量元素来改善土壤环境状况，不仅在提高农业肥料利用

率、减少生态环境污染、改善作物品质等方面发挥重要作用，还满足保护环境、降低资源消耗、实现农业可持续发展的社会需求。近年来，农民对于复合肥的认可度明显提高，逐渐将肥力更高、肥效更好、更适应不同农作物和不同土壤的复合肥作为主要用肥，化肥施用正发生结构性变化：单质肥料（如尿素、磷肥等）的使用比重呈下降趋势，化肥复合化率（即复合肥料的施用量占化肥总施用量的比例）不断提高。国家统计局公布的统计数据显示，近 20 年来我国复合肥施用量增速显著高于氮肥、磷肥及钾肥总施用量的增速。1980 年我国化肥复合化率仅为 2.1%，1990 年提高到 13.2%，2000 年提高到 22.10%，2010 年提高到 32.3%，2023 年进一步提高到 47.8%。

图 27：我国化肥复合化率持续提升

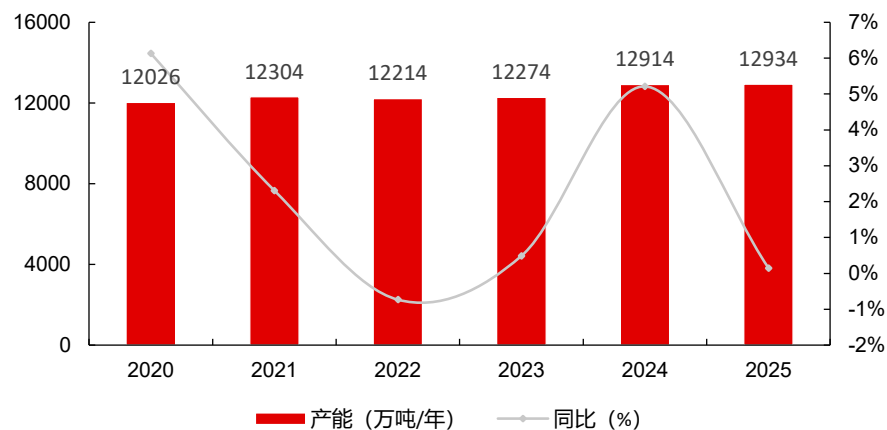


资料来源：公司募集说明书，国家统计局，长江证券研究所

供给：产能分散，落后装置有望退出

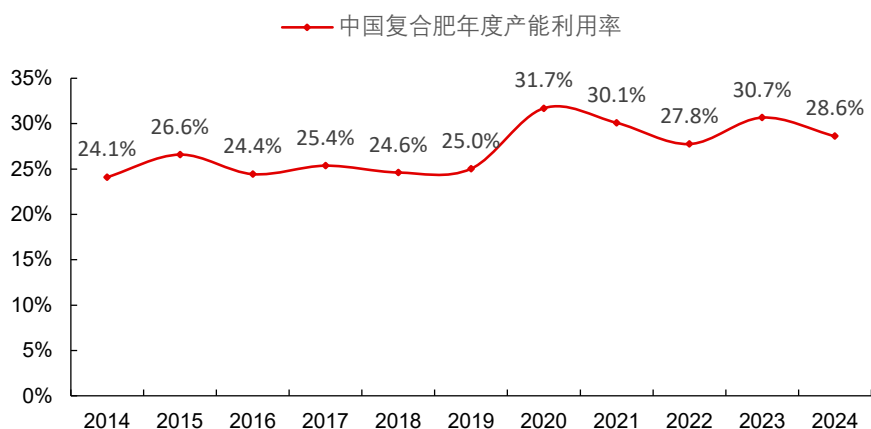
我国复合肥竞争激烈，产能近年稳中有升。2024 年我国复合肥产能为 12934 万吨/年，近年产能稳中有升，行业负荷率近年在 3 成上下，传统复合肥产能严重过剩，新型复合肥将成为复合肥行业调整发展的重要方向。未来以缓控释肥、硝基复合肥、水溶性肥料、微生物肥料等为代表的高效、环保新型肥料产品将获得迅速发展，是复合肥产业结构调整升级的方向，将会得到国家政策的大力支持。

图 28：我国复合肥产能近年稳中有升



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

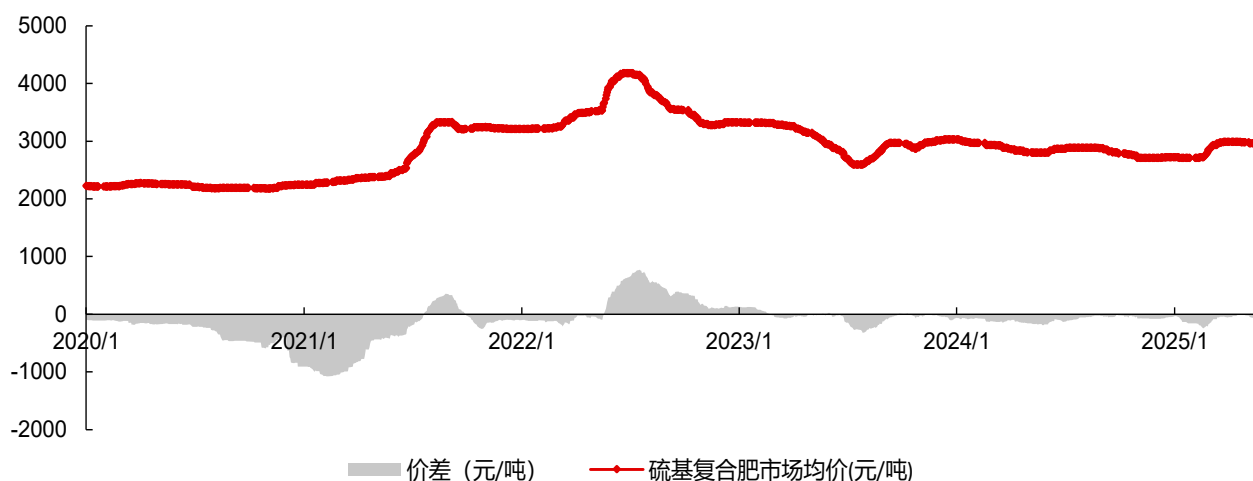
图 29：我国复合肥负荷率近年在 3 成上下波动



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

复合肥行业进入整合期，龙头企业竞争优势扩大。目前国内获得复合肥生产许可证的复合肥企业数千家，还有一些作坊性质的小企业，各类复合肥企业良莠不齐，特别是一些小企业高耗能、高污染、产品质量低劣。目前，我国复合肥行业开始进入整合加速期，一方面，复合肥的发展与严格的环保要求提高了行业准入门槛；另一方面，行业已从低价恶性竞争进入技术、成本、渠道、品牌、服务全方面的比拼，具备领先的技术水平、完备的产业链布局和优质的营销渠道的行业龙头企业将在行业整合中受益，竞争优势逐渐扩大，行业集中度或将提升。

图 30：我国复合肥价格价差走势



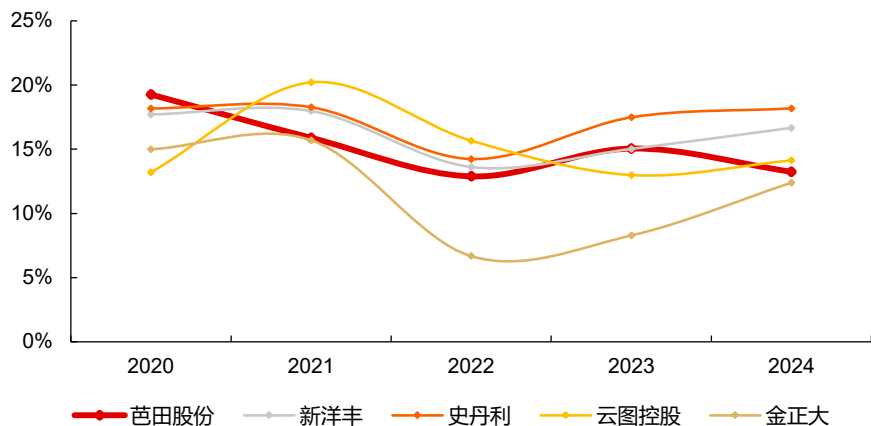
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

公司情况：积淀多年，具备较强的竞争优势

盈利能力与规模化上市企业整体相当。公司是全国性的专业复合肥主要生产厂商之一，是国内复合肥行业第一家上市公司，在技术创新、产品品牌、营销网络、产业链等方面

具有较强的市场竞争优势。近年公司复合肥业务毛利率在 15% 上下波动，与同样具备一定比较优势、同为规模化上市企业的新洋丰、史丹利、云图控股等水平相当。

图 31：公司与其他复合肥上市公司毛利率对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司新型复合肥产品系列齐全，首创冷冻法硝酸磷肥生产技术，规避了磷石膏的产生。芭田股份子公司贵州芭田建成国内第一套自主研发生产的冷冻法硝酸分解磷矿生产硝酸磷肥的装置。硝酸磷肥是一种含有硝态氮水溶性磷、铵态氮枸溶性磷以及含有大量中微量元素和硝酸硒土、具有多元化、高效化、多功能化的肥料。常规生产工艺在分解磷矿时会产生磷石膏，对环境造成污染。冷冻法硝酸磷肥技术能够将磷矿中的钙转化为硝酸铵钙产品，使硝酸磷肥生产过程中无磷石膏产生，在环境保护与资源利用效率方面具有优势。

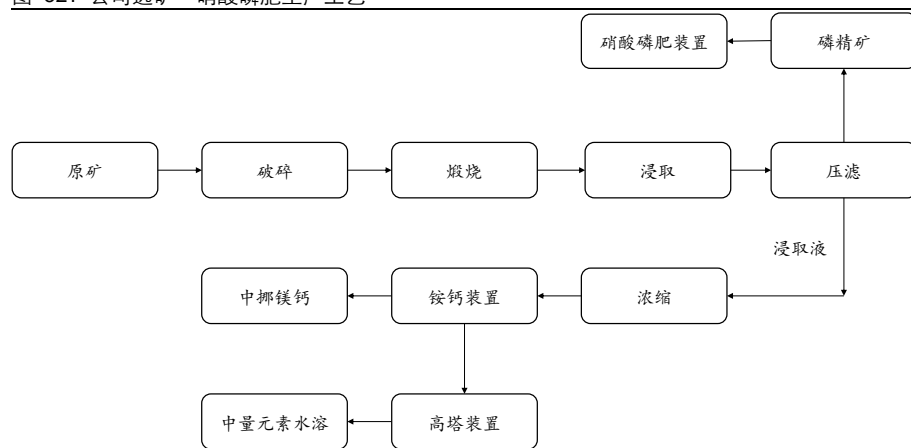
表 3：芭田股份主要复合肥产品及特点

产品系列	特点
新型复合肥-高效复合肥	高效复合肥施用于在经济作物上，品质优、残渣少、利用率高
新型复合肥-高效包膜肥	有机碳对作物最直接的补充，消除作物“亚健康”抗逆促生长，促进微生物繁殖，深度改善土壤。纳米有机碳络合中微量元素，以 20-30 倍能力提高中微量元素的有效供给利用，使作物营养丰富均衡，消除作物缺素等生理病害，抗缺素增品质
新型复合肥-生物有机肥	克服了市面上其他种类生物肥料简单混配造成的微生物活性低肥效差等问题，具有微生物高活性，肥效缓释放速效长效二合一等特点
新型复合肥-缓控释复合肥	利用纳米增效技术，克服聚合树脂不溶于水且难降解或包膜后对土壤微环境引起的酸化、板结问题，成为能够缓慢溶解且对环境友好的新型缓释材料
新型复合肥-水溶肥	大量元素水溶肥，总养分≥50%，肥料中富含镁、硫、锰、硼等多种中微量元素，有效提高作物品质和产量
新型复合肥-矿物质肥	含有氮磷钾元素及多种中微量元素的矿藏，经技术螯合活化而成的一种新型、环保、高效肥料
硝酸铵钙	一种含氮和速效钙的高效复合肥，具备肥效快，可快速补氮特点，公司的产品采用国内首套自主研发转鼓化床设计工艺，生产农用硝酸铵钙白色圆形造粒 100%溶于水

资料来源：公司公告，长江证券研究所

以贵州优质磷矿资源为原点，充分发挥上下游一体化优势。公司手握优质磷矿资源，以贵州优质磷矿资源为原点，打通上下游产业链，实现干法选矿扩能改造，并发挥冷冻法硝酸磷肥工艺的技术价值，打造磷精矿、硝酸磷肥、功能钙肥、功能钙镁肥、土壤修复功能肥等健康农业用肥的全产业链优势。

图 32：公司选矿—硝酸磷肥生产工艺



资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是优质磷化工企业，近年公司股息支付率保持较高水平；经营层面，公司复合肥业务经营稳健，小高寨磷矿扩产有望带动磷矿产量攀升，催化业绩上行。预计 2025-2027 年归属净利润为 12.8、14.4、15.6 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、磷矿景气不及预期风险：公司业绩受磷矿石价格影响较为显著，如粮价大幅回落或海内外磷矿新增项目投产顺利，或导致磷矿供需失衡，价格下行，对公司业绩造成负面影响。

2、项目建设进度不及预期风险：公司规划了小高寨磷矿二期扩建项目，及配套磷精矿项目，目前该项目尚需取得立项、环评等相关行政许可，若审批不顺利，或导致项目投入运行时间不及预期，对公司业绩造成负面影响。

3、安全环保生产风险：磷矿石生产作为采掘产业，具备一定程度的安全风险，近年不乏磷矿开采中的安全事故，若公司发生安全生产重大事故，或将面临重大赔偿，对项目后续的正常开车也可能产生深远影响；此外，若片区内其他企业发生事故，也可能导致该区域企业集体自查整改，影响正常生产。磷矿石加工过程中产生的磷石膏是重要的污染物，若处理不妥当或招致环保事故，也可能对公司经营造成深远影响。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：我们业绩预测的前提假设为：磷矿景气可以得到维系，公司磷矿建设符合预期、产能爬坡顺利，复合肥业务保持稳健。若假设不成立，公司磷矿石产销量不及预期，或磷矿在扩产压力下景气下滑，单吨盈利下降，都有可能导导致整体盈利预测不及预期，悲观情况下，预计 2025-2027 年公司归属净利润为 11.6 亿元、10.4 亿元、9.0 亿元，分别同比+183.6%、-10.7%、-13.2%。

表 4：公司收入和利润敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3313	5022	5627	5849	3313	4817	4941	4761
YOY	2.2%	51.6%	12.0%	3.9%	2.2%	45.4%	2.6%	-3.6%
毛利率	27.7%	42.1%	42.6%	43.2%	27.7%	40.3%	37.0%	33.7%
归母净利润	409	1284	1435	1562	409	1160	1036	900
YOY	57.7%	213.7%	11.8%	8.8%	57.7%	183.6%	-10.7%	-13.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3313	5022	5627	5849	货币资金	917	2195	2222	5269
营业成本	2397	2910	3231	3322	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	916	2112	2396	2527	应收账款	170	199	1052	248
%营业收入	28%	42%	43%	43%	存货	646	421	656	452
营业税金及附加	60	77	102	101	预付账款	60	73	81	83
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	306	658	757	582
销售费用	85	172	176	178	流动资产合计	2099	3545	4768	6633
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	123	124	125	126
管理费用	148	225	259	264	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	5%	5%	固定资产合计	2015	2444	2754	2949
研发费用	34	57	60	63	无形资产	818	826	836	846
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	68	68	68	68
财务费用	73	44	45	45	递延所得税资产	148	148	148	148
%营业收入	2%	1%	1%	1%	其他非流动资产	815	630	411	147
加: 资产减值损失	-17	5	7	10	资产总计	6087	7785	9109	10918
信用减值损失	-13	0	0	0	短期贷款	1464	1480	1496	1513
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	283	366	355	386
投资收益	2	2	2	3	预收账款	0	0	0	0
营业利润	499	1559	1779	1906	应付职工薪酬	31	38	42	43
%营业收入	15%	31%	32%	33%	应交税费	114	173	194	202
营业外收支	0	5	8	12	其他流动负债	516	763	620	807
利润总额	499	1565	1788	1918	流动负债合计	2408	2821	2708	2951
%营业收入	15%	31%	32%	33%	长期借款	328	328	328	328
所得税费用	89	278	350	353	应付债券	0	0	0	0
净利润	410	1286	1438	1565	递延所得税负债	5	5	5	5
归属于母公司所有者的净利润	409	1284	1435	1562	其他非流动负债	127	127	127	127
少数股东损益	1	3	3	3	负债合计	2868	3280	3167	3411
EPS (元)	0.46	1.33	1.49	1.62	归属于母公司所有者权益	3206	4489	5924	7486
					少数股东权益	13	16	19	22
现金流量表 (百万元)					股东权益	3220	4505	5942	7507
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	6087	7785	9109	10918
经营活动现金流净额	548	1790	406	3279					
取得投资收益收回现金	0	2	2	3	基本指标				
长期股权投资	-2	-1	-1	-1		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-424	-484	-352	-204	每股收益	0.46	1.33	1.49	1.62
其他	10	0	0	0	每股经营现金流	0.57	1.86	0.42	3.40
投资活动现金流净额	-415	-483	-351	-202	市盈率	19.13	7.51	6.71	6.17
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.62	2.15	1.63	1.29
股权融资	500	-1	0	0	EV/EBITDA	12.26	5.13	4.54	2.88
银行贷款增加 (减少)	211	16	16	16	总资产收益率	6.7%	16.5%	15.8%	14.3%
筹资成本	-195	-44	-45	-45	净资产收益率	12.8%	28.6%	24.2%	20.9%
其他	-260	0	0	0	净利率	12.3%	25.6%	25.5%	26.7%
筹资活动现金流净额	256	-29	-28	-29	资产负债率	47.1%	42.1%	34.8%	31.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	388	1278	27	3047	总资产周转率	0.58	0.72	0.67	0.58

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。