

2025 年 06 月 11 日

芭田股份（002170.SZ）

小高寨磷矿迎来放量，助推业绩高增，二期扩能稳步推进

投资要点

- ◆ **事件：**芭田股份发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 33.13 亿元，同比增长 2.15%；归母净利润 4.09 亿元，同比增长 57.67%；扣非归母净利润 4.05 亿元，同比增长 68.69%；毛利率 27.66%，同比提升 4.69pct。2025Q1 单季度实现营收 11.12 亿元，同比增长 69.37%，环比增长 26.40%；归母净利润 1.71 亿元，同比增长 223.51%，环比增长-16.65%；扣非归母净利润 1.71 亿元，同比增长 227.17%，环比增长-16.69%；毛利率 31.17%，同比提升 4.78pct，环比下滑 10.91pct。
- ◆ **磷矿石表现亮眼，助推业绩增长。**得益于磷矿石及其加工产品更高的毛利率和产销快速增长，公司业绩实现明显增长。具体分板块看，复合肥 2024 年实现收入 25.38 亿元，同比增长-7.41%；毛利率 13.24%，同比下滑 1.81pct；化肥产量 77.15 万吨，同比增长-14.83%；化肥销量 76.63 万吨，同比增长-14.67。磷矿石板块，2024 年实现收入 7.06 亿元，同比增长 81.62%；毛利率 83.67%，同比提升 7.59pct；磷矿石产量 113.14 万吨，同比增长 46.88%，其中有 36.45 万吨自用，磷矿石销量 73.10 万吨，同比增长-5.81%；磷精矿产量 26.89 万吨，同比增长 325.47%；磷精矿销量 26.72 万吨，同比增长 338.04%。硝酸板块，2024 年实现收入 0.35 亿元，同比增长-62.07%；毛利率 15.22%，同比下滑 14.19pct。新能源材料板块，2024 年实现收入 542 万元，处于亏损状态；产量 0.32 万吨，销量 0.07 万吨。
- ◆ **小高寨磷矿迎来放量，二期 90 万吨/年扩能稳步推进。**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 6392 万吨，P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 平均 26.74%，为贵州芭田项目及时提供优质原材料，有力保障自身产业安全。芭田已完成采矿产能规模从 90 万吨/年扩大至 200 万吨/年，并完成采矿一体化装置建设，2025 年 2 月 10 日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》，标志着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。公司正在推进 90 万吨/年扩能建设，建成后产能规模达到 290 万吨/年。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。同时，公司贵州磷矿基地已完成智能化采矿、选矿技术改造，实现“物理选矿+化学提纯”工艺升级，磷精矿品位提升至 32%，尾矿利用率达 100%；智能化采矿系统覆盖 90%作业面，矿石开采效率提升 40%，磷矿开采日产量大幅提高，为高纯磷酸及新能源材料生产提供优质原料保障。
- ◆ **激励计划调动员工积极性。**公司于 2025 年 5 月 13 日发布股票期权与限制性股票激励计划。拟向激励对象授予权益总计 2300 万股，约占激励计划草案公布日公司股本总额 96364.65 万股的 2.39%。其中，授予股票期权 2000 万份，授予限制性股票 300 万股。激励计划授予的股票期权的行权价格为 10.63 元/股，授予的限制性股票

公司快报

基础化工 | 复合肥III

投资评级

买入(首次)

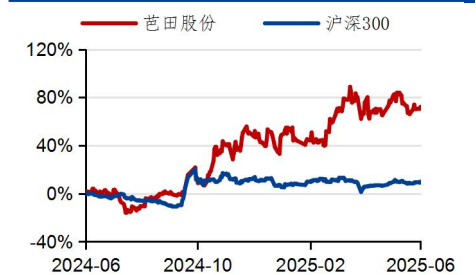
股价(2025-06-11)

10.11 元

交易数据

总市值（百万元）	9,742.47
流通市值（百万元）	7,206.09
总股本（百万股）	963.65
流通股本（百万股）	712.77
12 个月价格区间	10.82/5.03

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.2	4.99	61.05
绝对收益	-1.94	4.12	70.02

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001  
luohongyong@huajinsec.cn

相关报告

的授予价格为 5.32 元/股，均在授予登记完成日起满 12 个月后分两期行权，每期行权比例分别为 50%、50%。业绩考核目标为，2025 年净利润不低于 12 亿元或 2025 年销售量不低于 350 万吨，2026 年净利润不低于 15 亿元或 2026 年销售量不低于 430 万吨。本次激励计划的考核体系具有全面性、综合性及可操作性，不仅有利于充分调动激励对象的积极性和创造性，促进公司核心队伍的建设，也对激励对象起到良好的约束作用，为公司未来经营战略和目标的实现提供了坚实保障。

◆ **投资建议：**芭田股份沿着复合肥产业链深度开发拓展，向上游布局优质磷矿资源，形成复合肥及磷矿石-磷化工等协同发展产业格局，贵州小高寨 200 万吨/年正处爬坡放量期，90 万吨/年扩能项目稳步推进，有望迎来快速成长期。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 51.49/58.65/66.60 亿元，同比增长 55.4%/13.9%/13.6%，归母净利润分别为 12.67/15.46/18.52 亿元，同比增长 209.7%/22.0%/19.8%，对应 PE 分别为 7.7x/6.3x/5.3x；首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**审批和项目进度不确定性；安全环保风险；需求不及预期；行业政策变化；贸易摩擦风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,244	3,313	5,149	5,865	6,660
YoY(%)	13.6	2.1	55.4	13.9	13.6
归母净利润(百万元)	259	409	1,267	1,546	1,852
YoY(%)	114.1	57.7	209.7	22.0	19.8
毛利率(%)	23.0	27.7	42.1	44.1	45.6
EPS(摊薄/元)	0.27	0.42	1.32	1.60	1.92
ROE(%)	10.7	12.7	28.3	25.8	23.8
P/E(倍)	37.5	23.8	7.7	6.3	5.3
P/B(倍)	4.0	3.0	2.2	1.6	1.3
净利率(%)	8.0	12.3	24.6	26.4	27.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务分拆

**复混肥：**公司产能稳定，在国家保供政策下复混肥价格持稳，产销稳中有增，毛利率稳中小幅提升，预计2025-2027年收入分别为28.20/30.35/32.40亿元，毛利率分别为14.04%/14.57%/15.00%。

**磷矿石：**小寨磷矿快速爬坡放量，带动销量和收入增长，磷矿石价格中高位稳定，规模效应摊薄叠加智能化改造优化成本，毛利率稳中有升，预计2025-2027年收入分别为21.00/24.64/28.47亿元，毛利率分别为84.00%/84.42%/84.62%。

**硝酸：**硝酸产能稳定，自用增加外销有所减少，价格随行业格局改善有所上行，毛利率修复，预计2025-2027年收入分别为22.50/14.25/15.00百万元，毛利率分别为17.78%/22.11%/26.00%。

**新能源材料：**磷酸铁项目投产放量推动收入增长，规模效应摊薄成本叠加行业格局改善带动盈利能力好转，预计2025-2027年收入分别为120.00/180.00/300.00百万元，毛利率分别为-25.00%/-5.56%/10.00%。

**其他：**随磷矿放量及磷化工等项目投产，收入迎来快速增长，预计2025-2027年收入分别为86.01/172.02/258.03百万元，毛利率分别为40.81%/40.81%/40.81%。

表 1：公司业务分拆和预测

芭田股份	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>合计</b>					
收入（百万元）	3243.53	3313.11	5148.51	5864.77	6660.03
YoY (%)	13.60%	2.15%	55.40%	13.91%	13.56%
毛利率 (%)	22.97%	27.66%	42.13%	44.08%	45.56%
<b>复混肥</b>					
收入（百万元）	2741.04	2537.92	2820.00	3034.50	3240.00
YoY (%)	5.31%	-7.41%	11.11%	7.61%	6.77%
毛利率 (%)	15.05%	13.24%	14.04%	14.57%	15.00%
<b>磷矿石</b>					
收入（百万元）	388.51	705.61	2100.00	2464.00	2847.00
YoY (%)	374.78%	81.62%	197.61%	17.33%	15.54%
毛利率 (%)	76.08%	83.67%	84.00%	84.42%	84.62%
<b>硝酸</b>					
收入（百万元）	93.56	35.49	22.50	14.25	15.00
YoY (%)	-16.58%	-62.07%	-36.60%	-36.67%	5.26%
毛利率 (%)	29.41%	15.22%	17.78%	22.11%	26.00%
<b>新能源材料</b>					
收入（百万元）		5.42	120.00	180.00	300.00
YoY (%)			2114.02%	50.00%	66.67%
毛利率 (%)		-502.21%	-25.00%	-5.56%	10.00%
<b>其他</b>					
收入（百万元）	20.42	28.67	86.01	172.02	258.03
YoY (%)	-65.03%	40.40%	200.00%	100.00%	50.00%
毛利率 (%)	46.87%	40.81%	40.81%	40.81%	40.81%

资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、估值对比

我们选择跟公司业务贴近磷化工标的云天化、云图控股、兴发集团作为可比公司，2025-2027 可比公司平均 PE 分别为 10.5x/9.1x/8.0x，芭田股份对应 PE 分别为 7.7x/6.3x/5.3x。公司小高 寨快速放量带来业绩向上弹性，二期 90 万吨/年扩建稳步推进，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600096.SH	云天化	22.10	403	3.03	3.16	3.31	7.3	7.0	6.7
002539.SZ	云图控股	8.95	108	0.74	0.90	1.11	12.1	10.0	8.1
600141.SH	兴发集团	21.17	234	1.75	2.03	2.31	12.1	10.4	9.2
平均值							10.5	9.1	8.0
002170.SZ	芭田股份	10.11	97	1.32	1.60	1.92	7.7	6.3	5.3

资料来源：数据截止 2025 年 6 月 11 日收盘，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1584	2099	3277	3688	4631
现金	540	917	1545	1782	2256
应收票据及应收账款	119	304	554	619	861
预付账款	176	60	112	149	184
存货	573	646	869	953	1119
其他流动资产	177	172	197	185	211
<b>非流动资产</b>	3737	3989	5214	5546	5818
长期投资	122	123	127	131	134
固定资产	1271	2015	2921	3256	3505
无形资产	798	818	904	909	919
其他非流动资产	1546	1032	1263	1251	1259
<b>资产总计</b>	5321	6087	8491	9234	10449
<b>流动负债</b>	2475	2408	2714	2729	2126
短期借款	1448	1464	1464	1464	670
应付票据及应付账款	458	341	652	759	801
其他流动负债	569	604	598	506	655
<b>非流动负债</b>	411	459	492	507	519
长期借款	133	328	360	375	387
其他非流动负债	278	131	131	131	131
<b>负债合计</b>	2886	2868	3205	3236	2645
少数股东权益	8	13	16	19	24
股本	890	962	964	964	964
资本公积	507	942	942	942	942
留存收益	1040	1316	1951	2725	3653
归属母公司股东权益	2427	3206	5269	5979	7780
<b>负债和股东权益</b>	5321	6087	8491	9234	10449

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	249	548	1472	1784	2012
净利润	260	410	1270	1549	1856
折旧摊销	163	200	259	341	400
财务费用	38	73	81	81	70
投资损失	0	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-260	-136	-136	-185	-311
其他经营现金流	47	3	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-841	-415	-1483	-671	-669
<b>筹资活动现金流</b>	494	256	-156	-81	-76
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.42	1.32	1.60	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.57	1.53	1.85	2.09
每股净资产(最新摊薄)	2.52	3.33	4.64	6.20	8.07

## 利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	3244	3313	5149	5865	6660
营业成本	2498	2397	2979	3279	3626
营业税金及附加	67	60	93	106	121
营业费用	109	85	133	151	172
管理费用	157	148	230	261	297
研发费用	33	34	53	60	68
财务费用	38	73	81	81	70
资产减值损失	-30	-30	-47	-54	-61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	316	499	1545	1885	2258
营业外收入	42	6	6	6	6
营业外支出	19	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	338	499	1546	1885	2259
所得税	78	89	276	336	403
<b>税后利润</b>	260	410	1270	1549	1856
少数股东损益	0	1	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	259	409	1267	1546	1852
<b>EBITDA</b>	538	736	1830	2243	2657

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.6	2.1	55.4	13.9	13.6
营业利润(%)	195.2	58.0	209.9	22.0	19.8
归属于母公司净利润(%)	114.1	57.7	209.7	22.0	19.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.0	27.7	42.1	44.1	45.6
净利率(%)	8.0	12.3	24.6	26.4	27.8
ROE(%)	10.7	12.7	28.3	25.8	23.8
ROIC(%)	6.4	8.3	19.9	19.4	20.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.2	47.1	37.8	35.0	25.3
流动比率	0.6	0.9	1.2	1.4	2.2
速动比率	0.3	0.5	0.8	0.9	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	25.1	15.7	12.0	10.0	9.0
应付账款周转率	5.2	6.0	6.0	4.7	4.7
<b>估值比率</b>					
P/E	37.5	23.8	7.7	6.3	5.3
P/B	4.0	3.0	2.2	1.6	1.3
EV/EBITDA	20.9	14.9	5.6	4.5	3.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)