

证券研究报告
(优于大市)

**中化化肥 (297.HK): “生物+”战略驱动长期增长, 钾
肥价格上行增厚盈利空间**
**Sinofert Holdings: The "Bio+" strategy drives long-term
growth; the upward trend of potassium fertilize prices
expands the profit margin.**

庄怀超 Charles Zhuang
charles.zhuang@gpf.com.hk
2025年7月4日

1. 公司概况：从进口代理到全产业链布局，三大业务协同发展
2. 钾肥板块：作为大合同进口主要企业，受益于国内钾肥价格上涨
3. 磷肥板块：布局上游磷矿资源，磷肥收入同比增长
4. “生物+”战略：公司未来发展引擎，产品销量高增长
5. 盈利预测
6. 风险提示

1.1 公司发展历程

公司成立于1994年8月，并于1996年9月上市。公司发展历史悠久，成立之初专注于中国化肥进口独家代理业务；1998年国务院深化化肥流通体制改革，打破公司独家代理进口权，同时赋予公司内贸权，公司进入产业链一体化发展新阶段，逐渐布局氮肥、磷肥、复合肥等化肥产品的生产及销售网络。2022年开始，公司依托先正达协同优势，重点布局“生物+”战略，发展特种肥料。

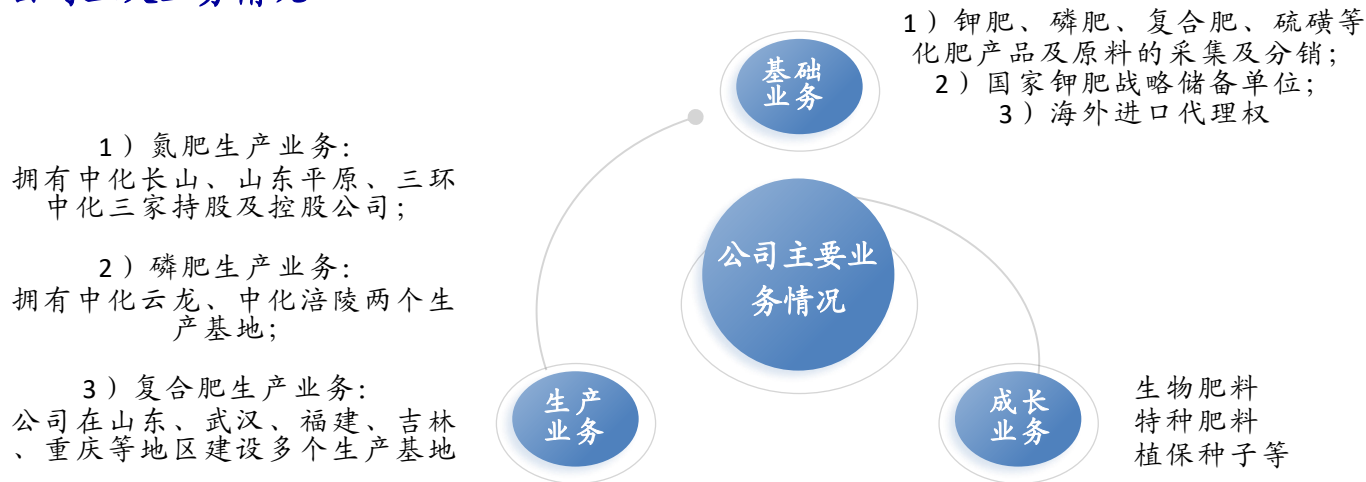
表：公司发展历程

年份	主要事件
1993年	中化公司成立专门从事中国化肥进口独家代理业务的全资子公司—中化国际化肥贸易公司。
1998年	独家代理进口权局面打破，公司开始产业一体化道路
2001年	公司与云南三环、美国嘉吉、烟台农资合作，成立了国内第一家合资化肥生产企业—云南三环中化嘉吉化肥有限公司，年产60万吨磷酸二铵。
2003年	公司与开磷集团合资成立年产60万吨磷复肥的贵阳中化开磷化肥有限公司。
2004年	更名为中化化肥公司，全面进入由贸易代理商向营销服务商和产业服务商的战略转型阶段。
2005年	公司与加拿大CANPOTEX、以色列DSW、约旦APC签订了其钾肥产品二零零五年在中国市场的独家代理合同，还与乌拉尔钾肥Uralkali签订了其海运钾肥产品二零零五年在中国市场的独家代理合同 公司改制为外商独资企业，改名为中化化肥有限公司。 多家公司MAP/DAP项目开工建设
2006年	中化涪陵30万吨MAP投产
2009年	福建中化智胜化肥有限公司成功开发并生产出硝基复合肥产品；附属公司中化平原化工有限公司一厂二期尿素装置一次开车成功
2012年	与四川龙蟒集团签约，全资收购云南寻甸龙蟒磷化工有限责任公司，获取3亿吨优质磷资源
2017年	公司进行专业化分工，做基础肥的分销、工厂、研发
2020年	先正达成为公司控股股东 公司水溶肥装置投产
2022年	公司正式布局“生物+”战略
2023年	微生物肥料销量突破50万吨

1.2 公司主要包括三大业务

公司业务划分为基础业务、成长业务及生产三个分部。基础业务分部负责采购及销售钾肥、磷肥及硫磺等；成长业务分部负责生产、采购及销售生物复合肥料、特种肥料、植保及种子等；生产业务生产和销售化肥、饲料等产品。

图：公司三大业务情况



1.2 生产业务实现全产品布局

在生产业务方面，公司现参控股化肥生产企业14家，产品线覆盖氮、磷、钾、复、新型肥料全部领域，年产能1500万吨。公司通过全资子公司中化云龙及参股公司贵州鑫新布局上游磷矿资源。

表：公司各个生产基地情况

	子公司名称	持股比例	产能情况
氮肥	吉林长山	98.16%	合成氨 18 万吨、尿素 30 万吨、复合肥 40 万吨、精吗啉 3000 吨，以及副产液氨、液氮等产品
	阳煤平原	36.75%	由于固定床尿素收到强制性关停通知而停止运营，公司进入破产清算程序
	中化涪陵	75%	合成氨 20 万吨，尿素 30 万吨
磷肥	中化云龙	100%	30 万吨饲料磷酸盐、33 万吨年硫磺制酸、2 万吨氟硅酸钠和 100 万吨磷矿浮选装置的生产能力
	中化涪陵	74.56%	磷酸一铵 70 万吨、磷酸二铵 35 万吨、复合肥 40 万吨、磷酸二氢钾和水溶肥 5 万吨、普通过磷酸钙 10 万吨、硫酸 135 万吨、合成氨 20 万吨、石膏制品 35 万吨
	云南三环	40%	120 万吨粒状磷酸二铵、160 万吨工业硫酸、60 万吨肥料级商品磷酸以及 3.5 万吨氟硅酸钠
磷矿石	中化云龙	100%	100 万吨磷矿浮选装置的生产能力，磷矿产能 60 万吨
	贵州鑫新	17.89%	下辖 4 家磷矿生产企业，目前磷矿产能超过 100 万吨

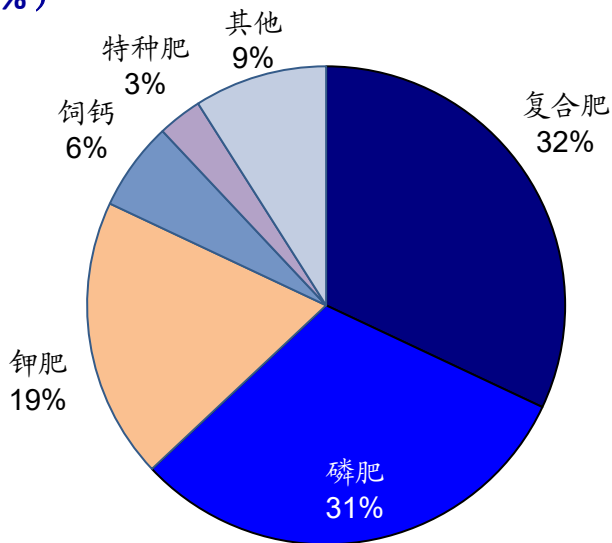
图：公司化肥生产基地及销售网络



1.3 复合肥销售收入占比最大

按照产品种类分类，2024 年收入中占比最大是复合肥，占比 32%，收入达到 67.48 亿，同比增长 2.49 %。磷肥占比第二，为 31%，收入达到 66.60 亿，同比增长 18.11%。钾肥占比第三为 19%，收入达到 39.39 亿，同比下降 24.97%。

图：公司按产品营业收入占比（%）

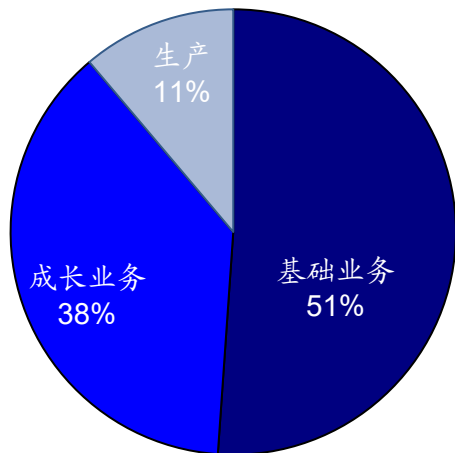


1.4 基础业务是主要利润来源

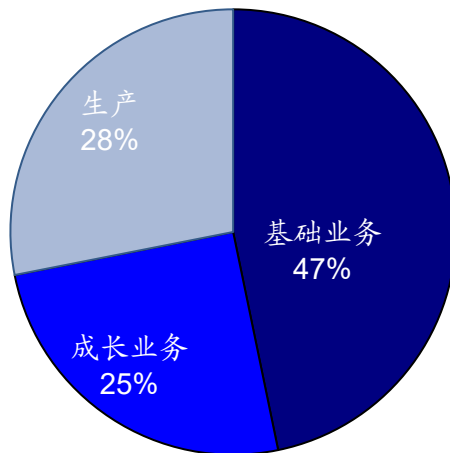
按照业务分类，2024年基础业务收入109亿元，同比下降4%，占比47%，其次是生产业务，占比28%，收入为80亿元，同比增长2%。

从税前溢利来看，公司基础业务、成长业务、生产为6.45亿元、3.47亿元、3.87亿元，分别同比下降5%、增长45%、下降23%，生产业务利润下降主要受中化长山合成氨和尿素价格下行影响。

图：公司按产品营业收入占比（%）



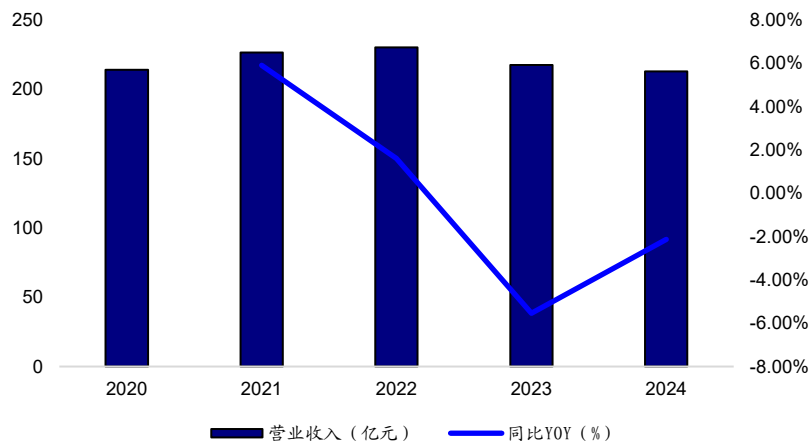
图：公司按业务税前溢利占比（%）



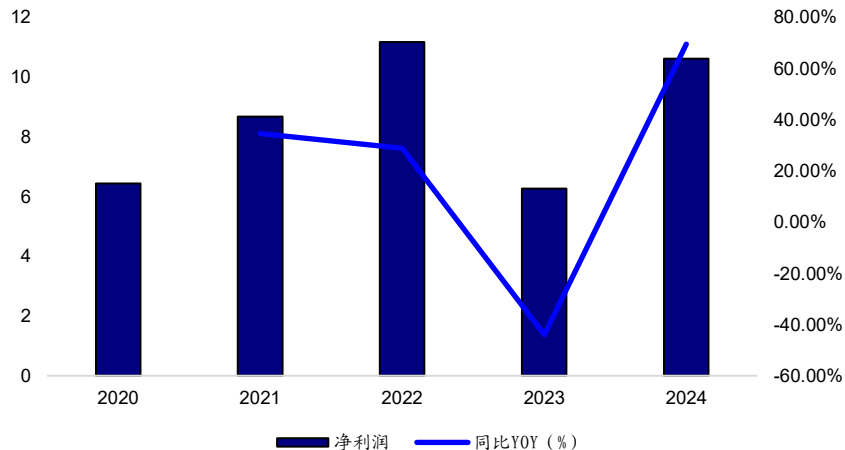
1.5 公司利润水平持续增长

2023-2024年，公司实现营业收入217.28亿元、212.65亿元，分别同比-5.54%、-2.13%，实现公司股东应占溢利6.26亿元、10.61亿元，分别同比-43.96%、+69.49%。2023年公司净利润下降主要由于联营公司阳煤平原化工有限公司因政策性关停，计提长投减值损失及担保代偿信用减值损失合计 5.23 亿元，是主要的一次性因素，若扣除该事项影响，集团实现净利润 12.07 亿元，同比增长 7.3%；2024年若不考虑减值因素，公司净利润为 12.29 亿元。

图：公司营业收入（亿元）及同比增速（%）



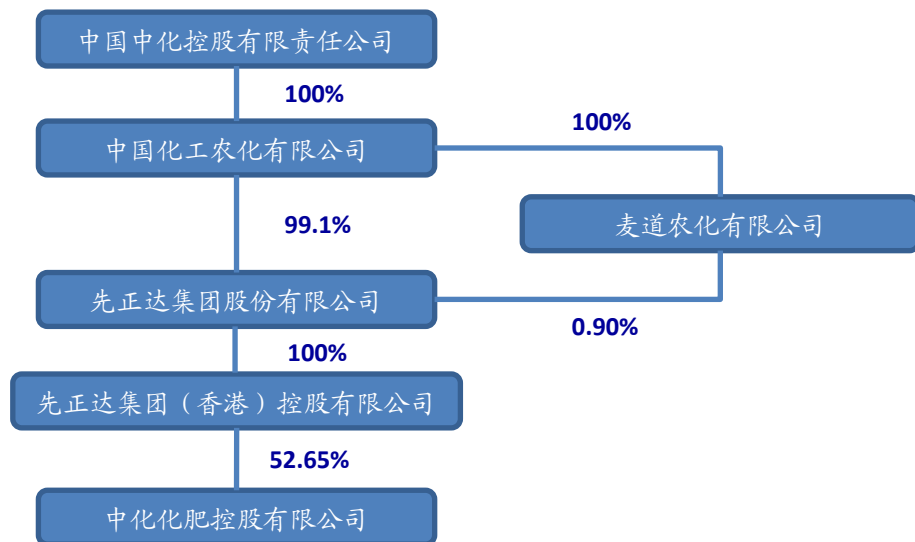
图：公司净利润（亿元）及同比增速（%）



1.6 公司是中国中化控股的国有企业

公司是国有控股企业，控股股东为中国中化。截至2025年6月，公司直接控股股东为先正达集团，持股比例52.65%；除公司外，先正达旗下还包括安道麦、扬农化工、中种集团等多家农化行业公司，公司作为先正达集团子公司，与先正达集团在植保、生物+、生产等领域进行合作，发挥协同效应。

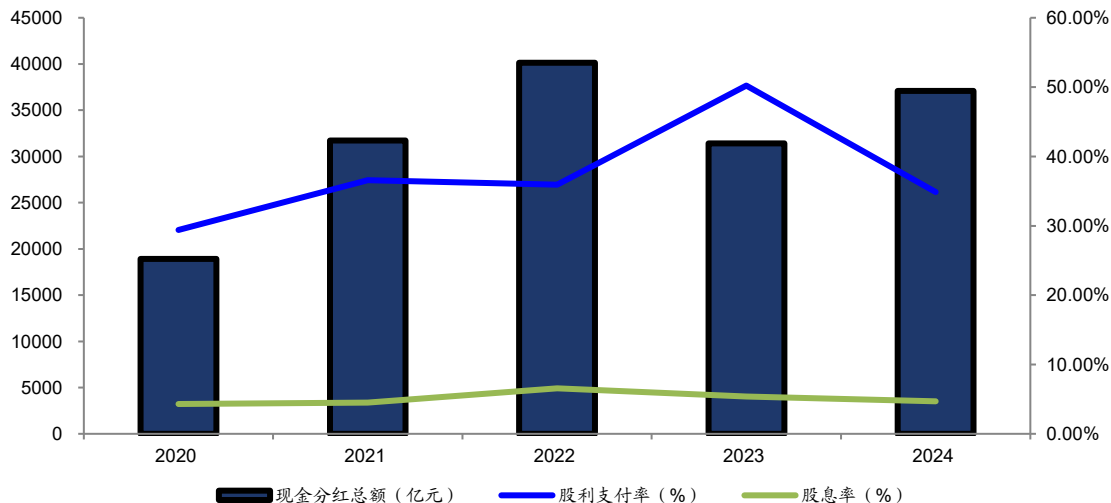
图：公司股权结构图（截至2025年6月）



1.7 公司实施高分红政策

公司保持高股息分红政策，分红率稳定在30%以上。公司 2022-2024 年三年间累计现金分红超过 10 亿元，其中 2024 年现金分红约 3.70 亿元，股利支付率 34.89%，股息率 4.68%。

图：公司分红情况



目录

1. 公司概况：从进口代理到全产业链布局，三大业务协同发展
2. 钾肥板块：作为大合同进口主要企业，受益于国内钾肥价格上涨
3. 磷肥板块：布局上游磷矿资源，磷肥收入同比增长
4. “生物+”战略：公司未来发展引擎，产品销量高增长
5. 盈利预测
6. 风险提示

2.1 钾肥行业呈龙头主导格局，头部生产商主导定价

钾盐生产具有极高的集中度，战略意义突出。根据USGS数据，2023-2024年全球钾盐（折合K₂O）产能分别为6430万吨、6520万吨，预计到2028年，氧化钾的年生产能力将增至约7600万吨。产能的增长大部分将来自老挝和俄罗斯新的钾盐矿以及扩建项目所生产的氯化钾（MOP）。白俄罗斯、巴西、加拿大、埃塞俄比亚、摩洛哥和西班牙计划新建的氯化钾矿预计将在2028年之后开始运营。从行业集中度来看，全球前五大生产企业产能占比超过75%，行业呈龙头主导格局。

表：世界主要钾肥生产企业产能情况（2023年）

企业名称	国家/地区	产能（百万吨）
Nutrien	加拿大	20.60
Mosaic	加拿大	14.22
Uralkali	俄罗斯	14.20
Belaruskali	白俄罗斯	15.13
K+S	德国	7.91
ICL	以色列	6.47
SQM	智利	4.41
Arab Potash	约旦	2.78
Intrepid Potash	美国	0.79
盐湖股份	中国	5.0
藏格钾肥	中国	2.0
亚钾国际	中国	1.0
东方铁塔	中国	0.8

备注：USGS为折纯K₂O数据，表格中各企业产能为未折纯数据

2.1 龙头企业主导全球钾肥市场的定价权

世界钾矿资源的集中决定了国际钾肥的供应商数目少。2011年以前，全球钾肥供应主要由代表加拿大钾肥PotashCorp、美国美盛Mosaic、加拿大加阳Agrium组成的加拿大Canpotex联盟，和代表乌拉尔钾肥Uralkali、西尔维尼特Silvinit和白俄罗斯钾肥公司Belaruskali三家公司的BPC联盟主导。2011年，Uralkali与Silvinit合并；2013年Uralkali宣布退出BPC联盟，白俄罗斯对本国钾肥公司Belaruskali实施私有化；2018年，PotashCorp和Agrium合并成立Nutrien。当前国际钾肥的定价主要由Canpotex联盟和Uralkali、Belaruskali等龙头生产企业与中国、印度、巴西等主要的钾肥需求大国签订长单合同，合同价格遵循一次谈判、一个价格模式。从全球范围来看，尽管过去十余年钾肥供应呈现一定程度的多元化，但Canpotex联盟和Uralkali、Belaruskali几家龙头仍控制了全球超70%的钾肥产能，主导着全球钾肥市场的定价权。

加拿大钾肥PotashCorp、
美国美盛Mosaic、加
拿大加阳Agrium合作
组成加拿大Canpotex
联盟

乌拉尔钾肥Uralkali、
西尔维尼特Silvinit和
白俄罗斯钾肥公司
Belaruskali合作成立
BPC

Uralkali与Silvinit
合并，新公司以
Uralkali命名

Uralkali宣布退出BPC
联盟，白俄罗斯对本
国钾肥公司Belaruskali
实施私有化，BPC联
盟瓦解

PotashCorp和
Agrium合并成立
Nutrien，Canpotex
联盟成员公司变为
Nutrien及Mosaic

1970年

2005年

2011年

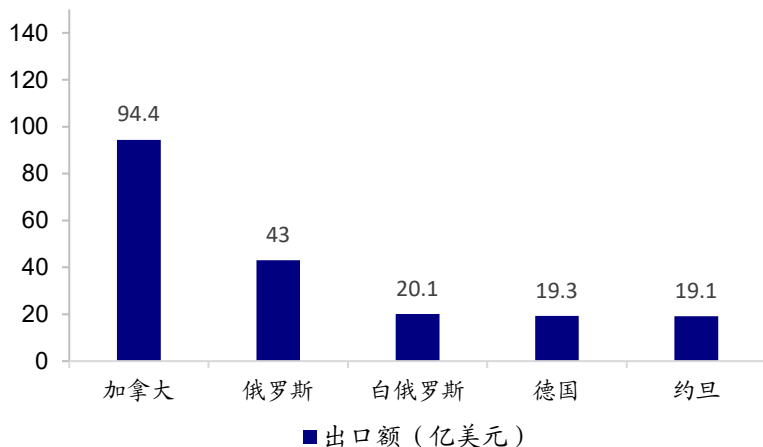
2013年

2018年

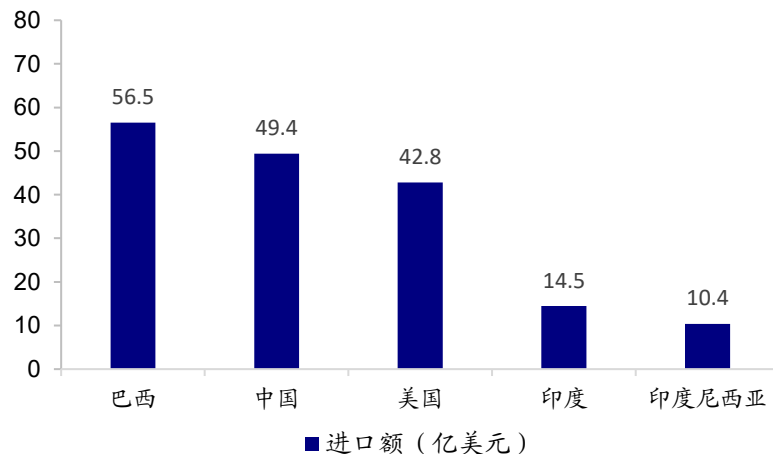
2.2 钾肥资源存在区域性错配，供需严重失衡

根据OEC数据，2023年全球前五大钾肥出口国分别为加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、德国、约旦，出口总值为196亿美元。以加拿大位居全球第一，出口总额为94.4亿美元，第二大为俄罗斯，出口总额为43.0亿美元，第三大为白俄罗斯，出口总额为20.1亿美元。而从进口来看，前五大进口国进口总额为173.6亿美元。以巴西位居全球第一，进口额为56.5亿美元，第二大为中国，进口额为49.4亿美元。

图：全球前五大钾肥出口国出口额（亿美元）



图：全球前十大钾肥进口国进口额（亿美元）



2.3 地缘政治波动增加全球供应不确定性

白钾制裁增加全球供给的不确定性。2021年6月24日，欧盟出台一系列针对白俄罗斯国家新措施，针对的实体包括白俄罗斯钾肥公司；2021年8月9日，美国总统拜登签署行政令，宣布对白俄罗斯实施新一轮制裁，白俄罗斯钾肥亦被列入制裁名单；英国随后也“配合”美国采取行动，宣布对白俄罗斯的钾肥和石油产品出口实施制裁。2021年12月8日，美国对白俄罗斯钾肥公司制裁正式生效。白俄罗斯是世界第三大钾肥生产国，钾肥出口量约占全球的20%。白俄受多国制裁出口受限，全球范围内钾肥供应的不确定性增加。

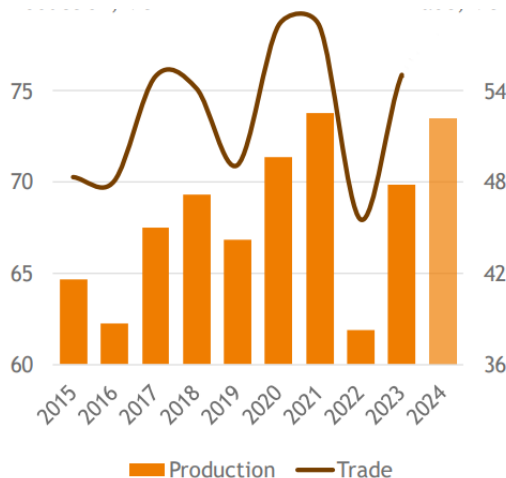
表：各国针对白钾制裁具体政策

国家	时间	针对白钾的制裁内容
欧盟	2021年6月	限制 K2O含量低于40%的产品或含量高于62%的产品及其他含钾元素的肥料产品进口
美国	2021年8月	禁止与Belaruskali，以及该公司拥有或控制50%以上权益的任何实体的交易
英国	2021年8月	限制税则号31042010、31042090、31052010、31052090、31056000，以及归在31059020或31059080含钾元素的肥料产品进口
加拿大	2021年8月	与欧盟规定的制裁范畴大致相同

2.3 白俄罗斯和俄罗斯计划削减钾肥供给

白俄罗斯和俄罗斯计划削减钾肥供给。2025年1月22日，白俄罗斯钾肥厂（Belaruskali）宣布，计划在其索利戈尔斯克4号（Soligorsk-4）矿区开展大规模设备维护作业，停产检修7个月。2025年2月18日，俄罗斯乌拉尔钾肥公司（Uralkali）宣布三座矿山将于2025年二三季度停产检修。整体而言，按减量下限，即白俄罗斯减量90万吨，俄罗斯减量70万吨估计，两俄目前已经落地的减产计划预计将形成至少160万吨的供给减量。

图：全球钾肥产量（折KCL，单位：百万吨）

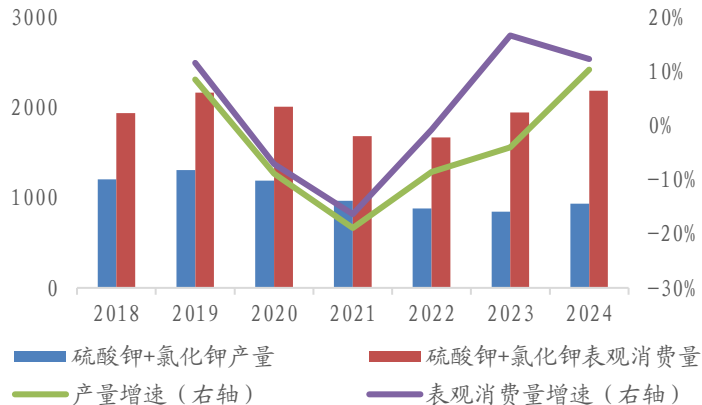


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

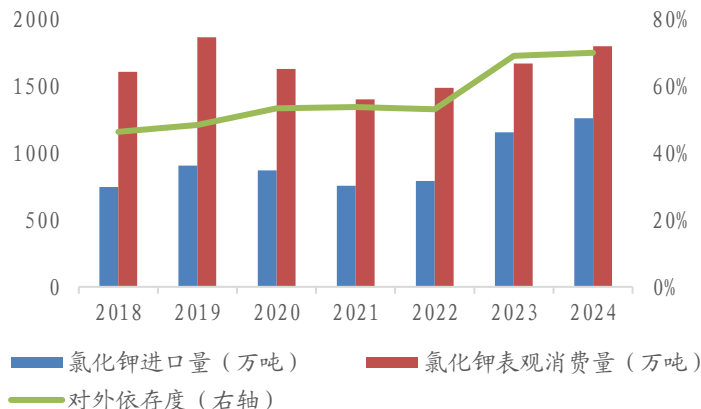
2.4 中国钾肥供给存较大缺口，对外依存度攀升

中国钾肥产量呈下降趋势，供给长期存较大缺口。中国作为农业大国，对钾肥的需求量较大。根据卓创，2018-2024年，我国硫酸钾加氯化钾产量由1203.2万吨降至934.1万吨，复合增速为-4.13%；氯化钾表观消费量由1940.1万吨增长至2186.3万吨，复合增速为2.01%。由于我国自主产能受限，钾肥进口依存度常年在 50%以上，去年进口比例攀升至70%左右，长期依赖进口的局面难以改变。据海关总署统计数据，2024 年国内累计进口钾肥量为 1263.25 万吨（折KCl），同比增长 9.14%，创历史新高。

图：中国钾肥的产量和表观消费量（单位：万吨）



图：中国钾肥对外依存度创新高



2.4 氯化钾行业供需平衡表

表：我国氯化钾供需平衡表

	产能（万吨）	开工率（%）	产量（万吨）	进口量（万吨）	出口量（万吨）	表观消费量（万吨）
2025（截至5月）	840		211.60	563.01	19.52	772.66
2024	860	72.15%	620.53	1263.15	12.04	1871.63
2023	860	76.43%	657.31	1157.23	50.47	1764.07
2022	860	75.78%	651.70	793.66	2.66	1442.70
2021	860	67.61%	581.46	756.62	22.55	1315.54
2020	860	81.90%	704.37	866.47	22.02	1548.82

2.5 我国钾肥进口采取谈判机制

由于我国钾肥进口需求较大，自 2005 年起我国建立钾肥进口谈判机制，由中化、中农、中海化学等企业组成谈判小组，谈判小组会在合同签订前进行内部讨论，明确谈判的目标、策略和底线等；谈判小组会对国际上主要的钾肥供应商进行评估和筛选，选择具有稳定供应能力、良好信誉和合理价格的供应商作为谈判对象，就合同价格、数量、交货期、付款方式等关键条款进行谈判。通过谈判机制，我国增强钾肥进口议价能力。

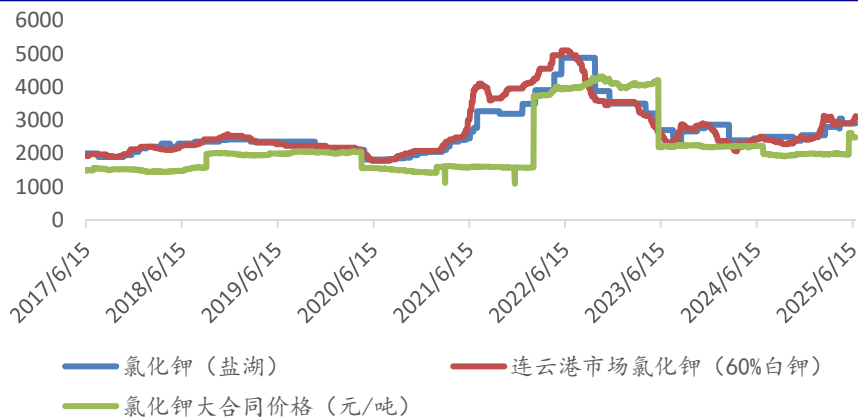
图：我国钾肥进口大合同谈判流程



2.5 中国市场钾肥定价追随国际价格

国内钾肥进口价格通过谈判确定，国内市场跟随定价。中外钾肥长单谈判起始于2004年，实行自动进口许可证管理制度，在商务部领导下，在五矿化工进出口商会统一组织下，由中农、中化牵头的10家企业组成联合谈判小组，与加拿大 Canpotex 和 BPC 进行谈判。2009年2月开始，国家发改委对中农、中化为首的四家企业以一般贸易方式进口的钾肥实行政府指导价管理，谈判长单价格。港口边境小额贸易交货价格在上浮下限3%的范围内市场化具体调节。国产钾肥主要是跟随进口钾肥合同的价格来跟随定价。因此中农、中化为首的联合谈判小组和国际钾肥供应商的钾肥谈判价格也就决定了中国钾肥的市场价格。6月12日，中国钾肥进口谈判小组(中化、中农、中海化学)与食安供应链有限公司(迪拜)就2025年钾肥年度进口合同价格达成一致，合同价格为346美元/吨到岸价，相较去年273美元/吨CFR的合同价格上调73美元/吨。

图：国内钾肥价格（单位：元/吨）
与大合同谈判价格具有较强关联性



2.5 中国钾肥大合同价格位于国际价格洼地

中国钾肥进口价格位于国际价格洼地。由于中国钾肥进口体量大、具有一定程度的自给率，叠加过去几年间钾肥行业景气度整体较为低迷，因此中国谈判具有较高的议价能力，国内钾肥进口价格长期位于国际价格洼地。2024年7月9日，中国钾肥进口谈判小组与食安供应链有限公司（迪拜）达成协议，合同价格为 273 美元/吨 CFR，较 2023 年下降 34 美元/吨。

表：中国及其他国家钾肥大合同价格情况

年份	日期	中国大合同价格 (美元/吨)	印度大合同价格 (美元/吨)	巴西大合同价格 (美元/吨)	东南亚大合同价格 (美元/吨)
2013	1月4日	400	427	460	460
2014	1月20日	305	322	340	325
2015	3月19日	315	332	355	335
2016	7月14日	219	227	220	240
2017	7月13日	230	240	250	265
2018	9月17日	290	290	340	300
2019	-	290	280	340	300
2020	4月30日	220	230	237	235
2021	2月10日	247	280	775	590
2022	2月15日	590	590		
2023	6月6日	307	422		
2024	7月9日	273	279		

2.6 公司是钾肥进口大合同主要谈判企业

公司是中国钾肥进口大合同的谈判企业之一，也是国内钾肥供应保障者和钾肥储备单位。公司是化肥行业国有企业，多年来公司和海外多家化肥龙头公司签署代理进口协议及供应合同，协定钾肥大合同进口价格。在钾肥进口方面，公司主要与加拿大CANPOTEX、以色列DSW、约旦APC、白俄罗斯BPC公司签署3年长期钾肥进口合作备忘录，并每年根据市场情况制定进口大合同。

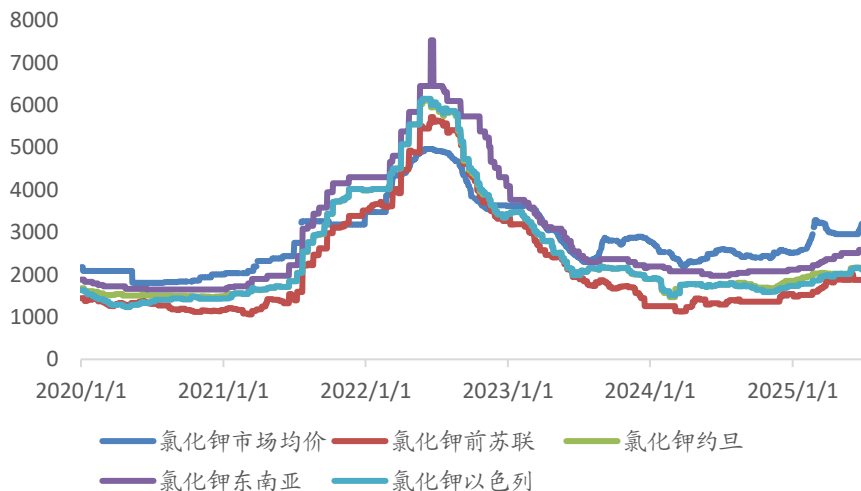
表：公司进口代理协议情况

年份	代理进口协议情况
2002年	与全球钾肥供应商签订了中国市场的独家代理进口协议
2005年	为落实与加拿大CANPOTEX、以色列DSW、约旦APC已签署的2004-2006年独家合作备忘录，化肥集团与上述三家国际化肥供应商签订了其钾肥产品2005年在中国市场的独家代理合同
	化肥集团还与乌拉尔钾肥公司Uralkali签订了其海运钾肥产品二零零五年在中国市场的独家代理合同
	与欧洲复合肥协会Nitrex-Complex签署了其硫酸钾型复合肥产品2006年在中国市场独家销售协议
2006年	与Canpotex、DSW、APC续签了2007-2009年三年的合作备忘录
	与BPC、CANPOTEX、DSW、APC签订了2006年采购合同
	与沙特阿拉伯Saudi Industrial Export Company签订了2006年度总量为40万吨的硫磺供应合同
2010年	与加拿大Canpotex公司、约旦APC公司签署合作备忘录，在二零一一年至二零一三年期间向本集团供应钾肥
2013年	与约旦阿拉伯钾肥公司(APC)、BCP签署2014-2016年合作备忘录；与加拿大钾肥公司(Canpotex)签订2014年度中国地区独家代理合作备忘录
2015年	与EuroChem商务总监Terje Bakken先生签署2016-2017年中化化肥独家代理欧洲化学公司进口复合肥的协议
2017年	与OCP集团签订2017-2021年五年合作备忘录
	与EuroChem和Yara签订新的三年合作长协，保持挪威苗乐和比利时狮马15-15-15的独家进口地位
	与Canpotex签署2018-2020年合作备忘录
2018年	与BPC公司签署大颗粒钾肥（白色）2019-2023年中国市场五年独家代理合作备忘录
2022年	与APC签署2023-2025年合作备忘录

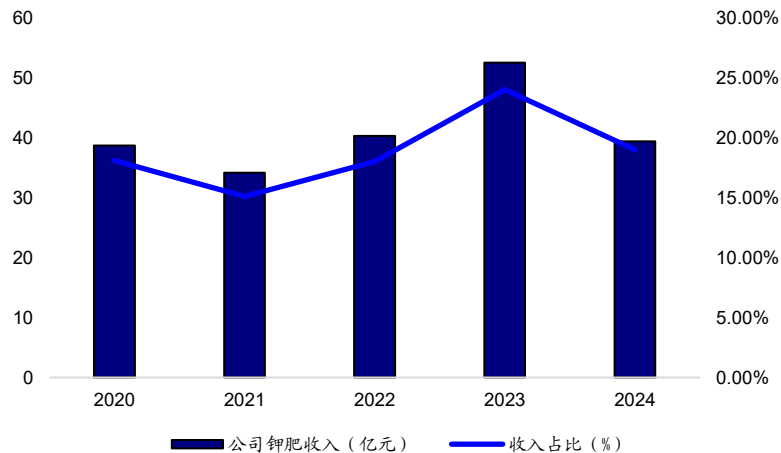
2.6 公司受益于氯化钾价格上涨

公司作为国内钾肥供应保障者和钾肥储备单位，将战略采集的钾肥等产品的销售将进口钾肥在国内进行销售。目前我国氯化钾市场均价高于其他进口地区，根据百川盈孚，截至6月30日，我国氯化钾市场均价为3193元/吨，同比上月上漲8.02%，同比上年上漲23.42%，本年漲幅为26.91%；氯化钾前苏联价格1754元/吨，约旦价格2059元/吨，东南亚价格2356元/吨，以色列价格1986元/吨。2023-2024年，公司钾肥营业收入分别为52.50亿元、39.39亿元，营业收入占比分别为24.00%、19.00%。

图：全球钾肥价格走势（元/吨）



图：公司钾肥收入（亿元）及占比（%）



目录

1. 公司概况：从进口代理到全产业链布局，三大业务协同发展
2. 钾肥板块：作为大合同进口主要企业，受益于国内钾肥价格上涨
3. 磷肥板块：布局上游磷矿资源，磷肥收入同比增长
4. “生物+”战略：公司未来发展引擎，产品销量高增长
5. 盈利预测
6. 风险提示

3.1 公司通过参控股布局磷矿资源

公司通过100%控股子公司中化云龙布局磷矿资源，中化云龙拥有没租哨矿、大湾矿两处磷矿资源，其中没租哨矿磷矿储量1.1亿吨，品位24%-26%，磷矿石产能60万吨，可以作为中化云龙生产业务磷肥产品原材料。公司同时通过中化涪陵参股贵州鑫新17.89%股权，贵州鑫新旗下三家子公司在贵州省开阳县分别拥有三处磷矿，平均品位较高（30%以上），合计产能约105万吨。

表：中国磷矿石有效产能情况

所属公司	公司持股比例	所属磷矿	位置	磷矿储量	品位	产能情况
中化云龙	100%	没租哨矿	云南省昆明市寻甸县	1.1亿吨	24%-26%	60万吨
		大湾矿	云南省昆明市寻甸县	0.9亿吨		/
贵州鑫新	17.89%	双流镇丰源磷矿	贵州省开阳县			30万吨
		金中镇双阳磷矿	贵州省开阳县		31%	50万吨
		金中镇平安磷矿一矿	贵州省开阳县	1264.39万吨	33%	25万吨

备注：金中镇平安磷矿一矿储量为矿区范围内磷矿石总资源量

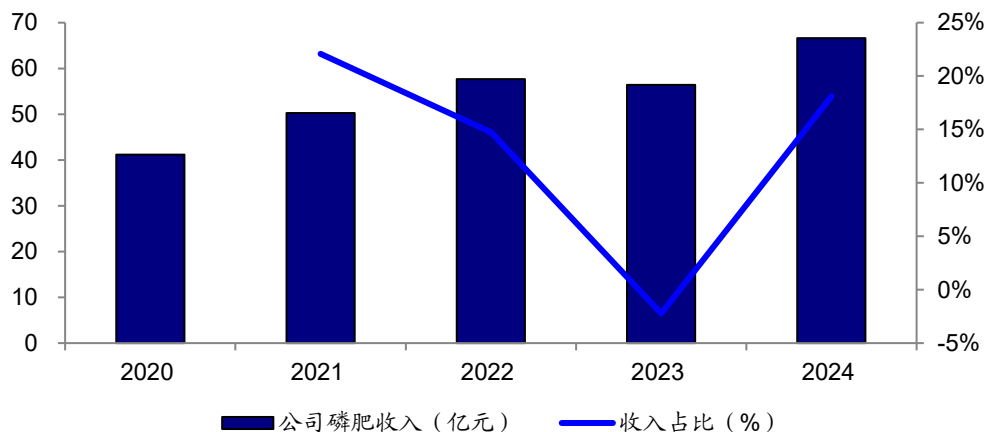
图：中化云龙磷矿位置



3.2 公司磷肥收入同比增长

2024年，公司生产业务实现收入23.77亿元，同比下降6.75%，分部溢利3.87亿元，同比下降23.52%。公司磷肥销售收入66.60亿元，同比增长18.11%，销售收入占比31%，同比增长5pct。中化云龙强化产销存储供协同，聚焦高附加值MCP系列产品生产，实现净利润3.06亿元，同比增长6.50%。

图：公司磷肥收入（亿元）及占比（%）

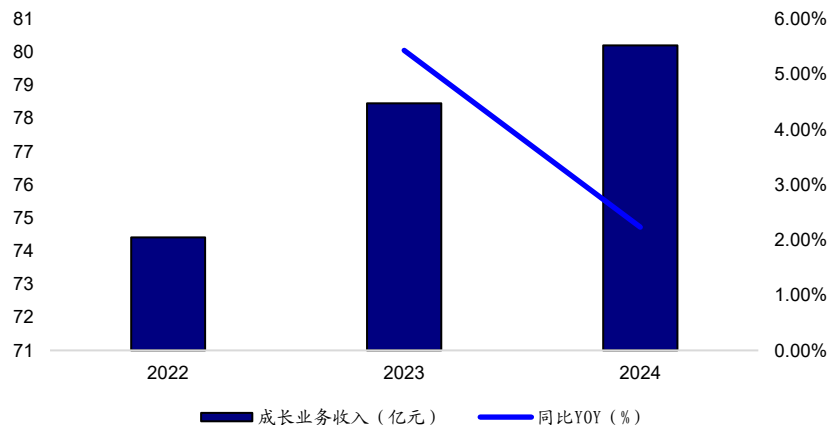


1. 公司概况：从进口代理到全产业链布局，三大业务协同发展
2. 钾肥板块：作为大合同进口主要企业，受益于国内钾肥价格上涨
3. 磷肥板块：布局上游磷矿资源，磷肥收入同比增长
4. “生物+”战略：公司未来发展引擎，产品销量高增长
5. 盈利预测
6. 风险提示

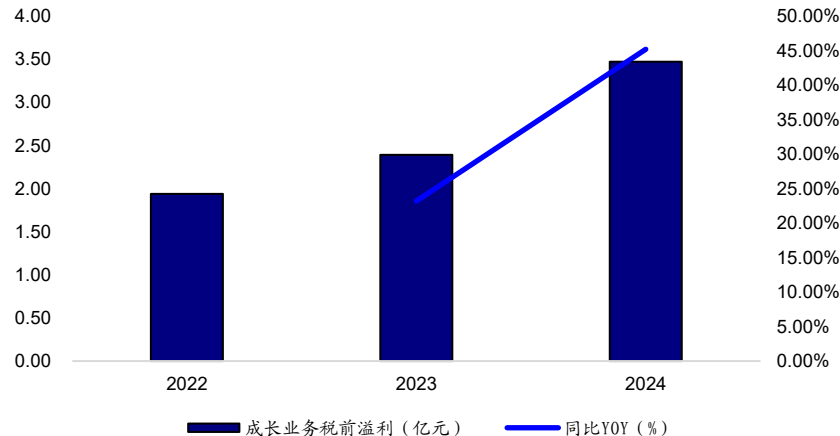
4.1 公司通过成长业务布局生物+产品

公司将科技创新作为核心驱动，响应国家减肥增效政策，自2022年起重点布局“生物+”战略。公司“生物+”核心大单品主要通过成长业务实现，依托研产销一体化优势，运营效率创历史新高，实现产品结构进一步优化，目前公司已成功研发并销售生物磷肥、生物钾肥产品，并打造“蓝麟”、“科得丰”等大单品，业绩高速增长；2024年，公司成长业务实现营业收入80.20亿元，同比增长2.23%，分部税前溢利3.47亿元，同比增长45.19%。

图：公司成长业务营业收入（亿元）及同比增速（%）



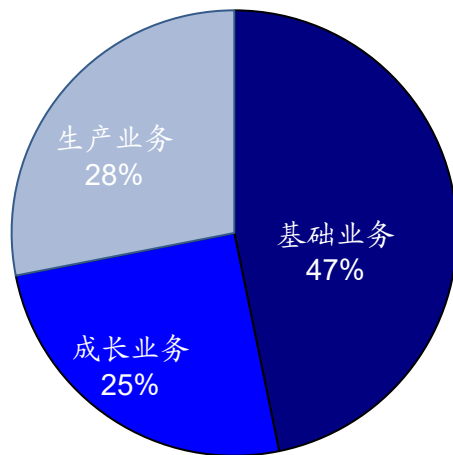
图：公司成长业务税前溢利（亿元）及同比增速（%）



4.2 公司成长业务利润占比大幅提高

公司成长业务包括生物肥料、生物制剂、特种肥料、种子植保等，经过公司重点布局发展，成长业务收入占比从2022年34%提升至2024年28%，税前溢利占比从2022年14%提升至2024年的25%。

图：2024年公司三大业务税前溢利占比（%）



4.3 公司生物+布局主要包括三方面

根据公司“生物+”研发布局，公司打造生物技术研发能力，主要开展生物制剂/生物技术、Bio+土壤健康、Bio+养分高效三部分的技术攻关和产品研发。在生物制剂方面，公司主要发展生物刺激素、微生物菌剂等产品；在Bio+养分高效方面，公司主要发展Bio+复合肥/水溶肥、Bio+磷肥/钾肥产品；在土壤健康方面，公司主要发展Bio+有机/无机产品和Bio+土壤调节产品。

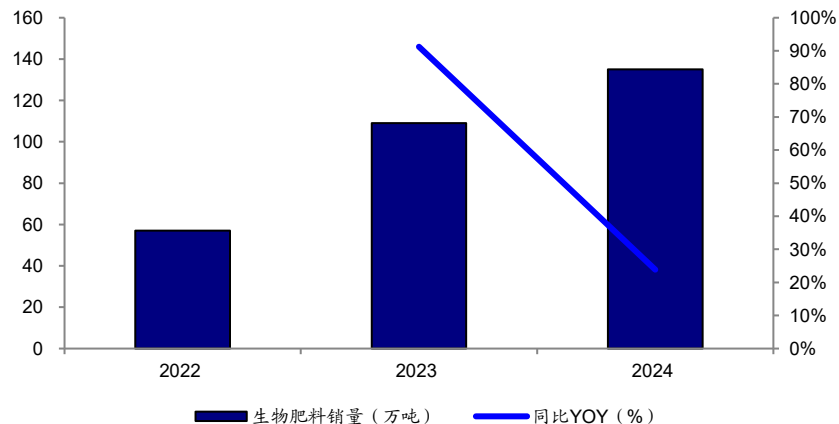
图：公司生物+战略布局情况

项目	内容	2024年											
		1月 Jan	2月 Feb	3月 Mar	4月 Apr	5月 May	6月 Jun	7月 Jul	8月 Aug	9月 Sep	10月 Oct	11月 Nov	12月 Dec
生物技术	❑ 合成生物学代谢产物	产物1效果、工业发酵技术							产物2稳定性技术、土壤调控效果测试				
	❑ 功能菌株NBF809	NBF809发酵，生测模型及测试，物性及存储技术优化							应用拓展				
	❑ 靶向增甜/抗低温模型&技术	构建靶向促增甜/抗低温模型							检索/筛选功能物质，初步形成靶向技术				
	❑ 生物固氮/解磷（F9/LD）	F9功能物质分析和标准建立，大田减氮评价；LD中试发酵							LD产业化发酵				
Bio+ 土壤 健康	❑ 菌根真菌调控与互作	与解磷菌、F9（生物固氮）互作研究							菌根真菌与作物、土壤健康关联模型（温室/大田）				
	❑ 障碍土壤健康增效技术	中轻度盐碱地改良方案示范							生物技术集成，根际微生态调控研究（盆栽）				
Bio+ 养分 高效	❑ 磷增效技术	华北小麦三位一体磷增效技术开发							东北大豆三位一体磷增效技术开发				
	❑ Bio+系列产品耦合技术	形成“生物+”产品耦合标准化初步方案							“Bio+”产品内控标准，流程框架				
	❑ 中微量元素高效技术	不同整合技术评估，整合新技术路线及方案							初步建立Bio对TE吸收利用评价方法				

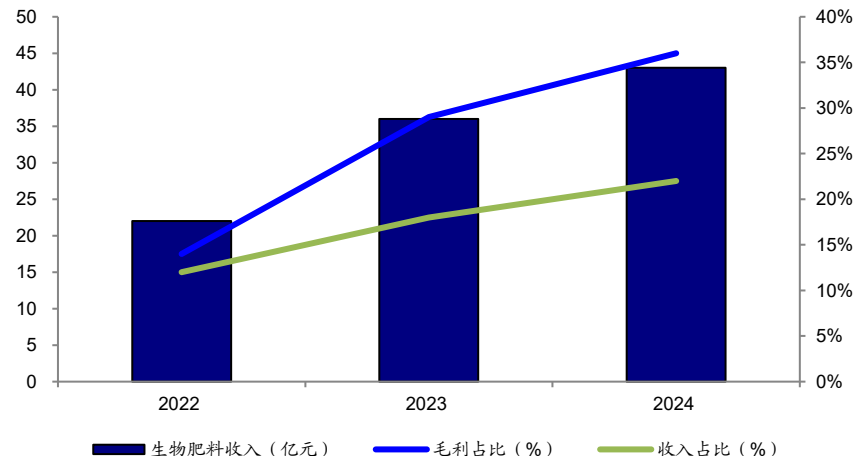
4.4 生物肥料成为公司发展的重要引擎

公司全力推进“生物+”战略实施，打造系列“生物+”大单品，包括生物复合肥蓝麟、雅欣、科得丰，生物制剂优翠露、优靓美。生物磷/钾肥美麟美、威得丰。2024年生物肥料实现销量135万吨，同比增长23.85%，收入占比22%，毛利占比36%，成为支撑公司业务发展的重要引擎。

图：公司生物肥料销量情况



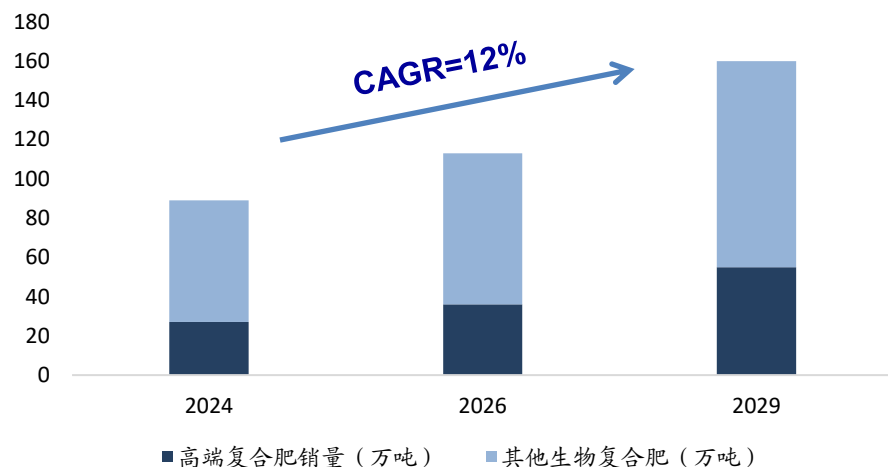
图：公司生物肥料收入及毛利情况



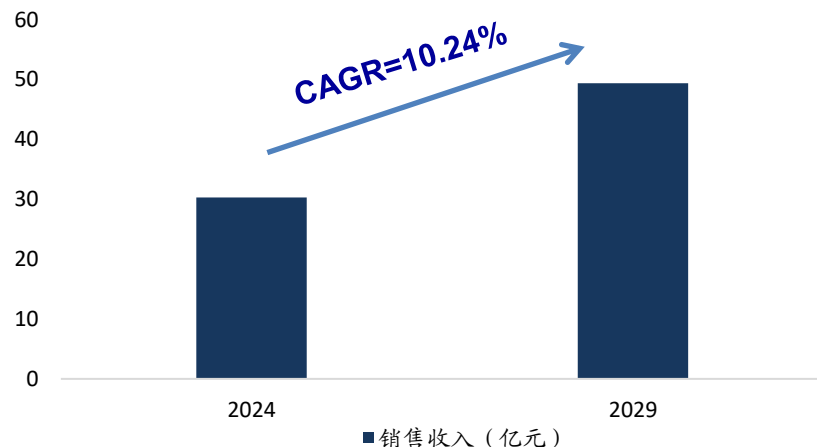
4.4 生物肥料成为公司发展的重要引擎

公司进一步巩固和保障生物复合肥业绩增长趋势。在研产销一体的坚实架构下，公司通过生物技术的深度挖掘与创新应用，进一步拓展农作物使用场景，全力促进创新成果高效转化，以卓越的产品与服务，支撑生物复合肥业绩的持续增长，公司计划2026年、2029年生物复合肥销量分别达到113万吨、160万吨，其中高端复合肥销量分别达到36万吨、55万吨。

图：公司生物复合肥销量增长计划



图：公司生物复合肥销售收入增长计划



4.5 公司在植保种子领域发挥和先正达协同效应

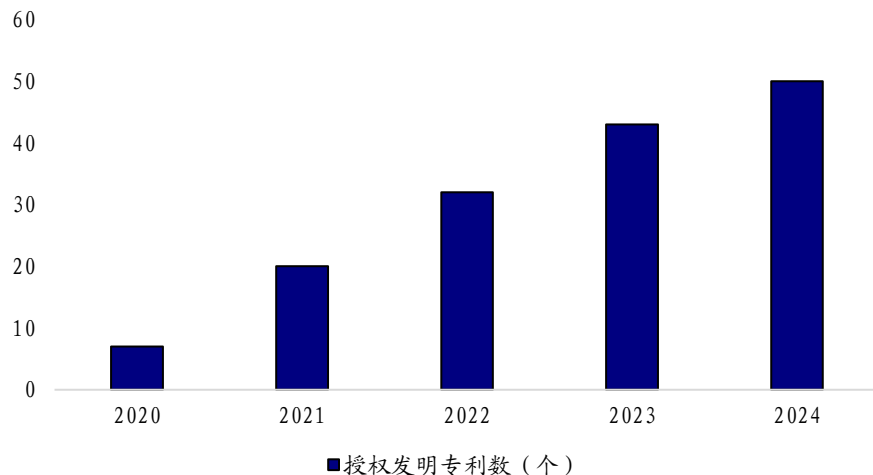
先正达集团内部协同的植保、种子国内分销业务通过多元化渠道协同模式、聚焦核心作物重点靶标病虫害、聚焦提升单品的销售规模等方式，持续扩大协同业务增量，带动协同业务销售收入稳步提升。

2024年公司实现协同植保收入人民币4.1亿元，同比增长5%，三年复合增长率达17%，先正达集团中国定制产品全年销售收入人民币4500万元，“迈优伴”单品销售收入超过1330万元，同比增长201%，为植保产品线利润贡献提供了有利保障。

4.6 公司不断加强研发投入，产品推陈出新

公司通过持续开展生物技术研究攻关，已获得生物技术研发专利27项，集成开发6个新/升级产品，研发成果转化量较好，其中A类产品同比增加55%。公司荣获5项中国中化科技奖、获评中国农学会农业农村重大科技成果奖、中国创新方法大赛全国总决赛优胜奖和山东赛区奖一等奖。

图：公司核心发明专利数量



目录

1. 公司概况：从进口代理到全产业链布局，三大业务协同发展
2. 钾肥板块：作为大合同进口主要企业，受益于国内钾肥价格上涨
3. 磷肥板块：布局上游磷矿资源，磷肥收入同比增长
4. “生物+”战略：公司未来发展引擎，产品销量高增长
5. 盈利预测
6. 风险提示

目录

1. 公司概况：从进口代理到全产业链布局，三大业务协同发展
2. 钾肥板块：作为大合同进口主要企业，受益于国内钾肥价格上涨
3. 磷肥板块：布局上游磷矿资源，磷肥收入同比增长
4. “生物+”战略：公司未来发展引擎，产品销量高增长
5. 盈利预测
6. 风险提示

我们预计公司 2025-2027年归母净利润分别为14.13亿元、16.23亿元、18.91亿元。结合可比公司估值及AH股估值差异，给予公司2025年6.5倍PE，对应目标价1.31元，按照港元兑人民币0.92汇率计算，对应目标价为1.42港币，首次覆盖给予“收集”评级。

表：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
云天化	600096.CH	22.43	2.91	3.03	3.16	9	7	7
湖北宜化	000422.CH	11.87	0.60	0.91	1.12	30	13	11
新洋丰	000902.CH	13.96	1.05	1.28	1.46	14	11	10
平均						18	10	9

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,391	16,620	19,244	24,669
现金	3,104	3,892	6,183	7,443
应收账款及票据	293	620	459	819
存货	5,225	7,765	7,595	10,604
其他	3,770	4,344	5,007	5,802
非流动资产	9,026	8,981	8,937	8,896
固定资产	4,531	4,546	4,560	4,574
无形资产	1,209	1,149	1,091	1,037
其他	3,286	3,286	3,286	3,286
资产总计	21,417	25,600	28,181	33,565
流动负债	9,613	12,365	13,302	16,771
短期借款	873	873	873	873
应付账款及票据	3,287	5,046	4,807	6,867
其他	5,453	6,446	7,622	9,031
非流动负债	1,169	1,169	1,169	1,169
长期债务	944	944	944	944
其他	225	225	225	225
负债合计	10,782	13,534	14,472	17,940
普通股股本	5,887	5,887	5,887	5,887
储备	5,143	6,556	8,179	10,070
归属母公司股东权益	10,417	11,831	13,453	15,344

利润表	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,265	25,083	29,659	35,142
其他收入	0	0	0	0
营业成本	18,721	22,083	26,111	30,938
销售费用	608	702	830	1,054
管理费用	757	803	1,008	1,212
研发费用	0	0	0	0
财务费用	57	-32	-59	-139
除税前溢利	1,224	1,626	1,868	2,176
所得税	149	195	224	261
净利润	1,075	1,431	1,643	1,915
少数股东损益	14	18	21	24
归属母公司净利润	1,061	1,413	1,623	1,891
EBIT	1,179	1,496	1,709	1,937
EBITDA	2,393	1,741	1,952	2,178
EPS (元)	0.15	0.20	0.23	0.27

现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,920	608	2,112	1,080
净利润	1,061	1,413	1,623	1,891
少数股东权益	14	18	21	24
折旧摊销	1,214	246	243	241
营运资金变动及其他	630	-1,069	225	-1,075
投资活动现金流	-432	257	257	257
资本支出	-87	-200	-200	-200
其他投资	-345	457	457	457
筹资活动现金流	0	-77	-77	-77
借款增加	28	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-77	-77	-77
其他	-28	0	0	0
现金净增加额	2,488	788	2,292	1,260

1. 公司概况：从进口代理到全产业链布局，三大业务协同发展
2. 钾肥板块：作为大合同进口主要企业，受益于国内钾肥价格上涨
3. 磷肥板块：布局上游磷矿资源，磷肥收入同比增长
4. “生物+”战略：公司未来发展引擎，产品销量高增长
5. 公司提升数字化能力，降本提质增效
6. 盈利预测
7. 风险提示

风险提示

产品价格波动风险

下游需求波动风险

粮食价格波动风险

宏观经济波动风险

APPENDIX 1

Summary

- 1. The downstream products of phosphate rock mainly include phosphate fertilizers, yellow phosphorus, and phosphates. In China, phosphate fertilizers are the dominant ones.**
- 2. The global supply of phosphate rock is concentrated. China dominates in production, but it is restricted by the low grade of phosphate rock.**
- 3. Small domestic enterprises are gradually withdrawing from the market, and the industry concentration has been significantly enhanced.**
- 4. Phosphate rock enterprises are actively extending downstream and laying out in the new energy industry.**
- 5. Related listed companies watchlist: Wintrue Holdings, Xinyangfeng, Guizhou Chanhua Chemical Corporation, Hubei Xingfa Chemicals Group**

重要信息披露

本研究报告由环球富盛理财有限公司分销。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Global Prosperity Financial Company Limited.

分析师认证Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Zhuang Huaichao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

评级定义（从2025年6月18日开始执行）：

环球富盛理财有限公司（以下简称“GPF”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读GPF的评级定义。并且GPF发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

买入，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在15%以上，基准定义如下

收集，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在5%-15%%，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

减持，未来6-18个月内预期相对基准指数跌幅在5%-15%%，基准定义如下

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数： 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 18 June 2025):

Global Prosperity Financial uses a relative rating system using Buy, Neutral, or Sell for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Global Prosperity Financial. In addition, since Global Prosperity Financial contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Global Prosperity Financial Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Buy: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Accumulate: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Reduce: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Sell: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

重要免责声明：本报告由环球富盛理财有限公司（“GPF”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。

香港投资者的通知事项：环球富盛理财有限公司（“GPF”）负责分发该研究报告，GPF是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系GPF销售人员。

环球富盛理财有限公司

地址：香港上环德辅道中308号23楼2301室

联系人电话：(852) 9748 7114

联系人电邮：charles.zhuang@gpf.com.hk