

2025年08月15日

## 新洋丰 (000902.SZ)

### 业绩稳健向好，加码新型肥料，深化一体化布局

#### 投资要点

◆ **事件：**新洋丰发布2025半年报，2025H1实现营收93.98亿元，同比增长11.63%；归母净利润9.51亿元，同比增长28.98%；扣非归母净利润9.12亿元，同比增长28.15%；毛利率17.34%，同比提升1.28pct；净利率10.30%，同比提升1.51pct。单季度看，25Q2实现营收47.30亿元，同比减少6.97%，环比增长1.32%；归母净利润4.37亿元，同比增长10.96%，环比减少15.10%；扣非归母净利润4.12亿元，同比增长7.59%，环比减少17.48%；毛利率16.52%，同比提升1.72pct，环比下滑1.65pct；净利率9.43%，同比提升1.61pct，环比下滑1.74pct。

◆ **销量增加叠加产品升级，推动业绩增长。**新洋丰多年坚持高质量发展、稳健经营，凭借多年打造的一体化成本优势、渠道客户黏性和产品自主创新，构筑了稳固经营护城河，实现复合肥销量连续稳定增长，自2015年的260.67万吨增长至2024年的435.71万吨，年复合增长率5.87%。同时通过新型肥料市场的布局和发力，产品结构不断优化升级。新型肥料销量由2018年的54.85万吨增长至2024年的138.00万吨，6年增长151.60%，年复合增长率达16.63%。销量和收入占复合肥整体比例分别从2018年的16.56%/19.65%提升至2024年的31.67%/38.18%。新型肥料占比的大幅提升，为公司树立新型肥料行业领跑者形象的同时，也带动了复合肥整体毛利率的逐步提升。分板块看，2025H1公司常规复合肥收入38.26亿元同比下滑6.66%，毛利率12.56%同比提升0.14pct；新型复合肥收入28.50亿元同比增长26.83%，毛利率24.48%同比提升2.58pct；磷肥收入23.11亿元同比增长39.34%，毛利率19.81%同比提升4.27pct。

◆ **复合肥量利齐升，集中度加速提升，新型肥料持续渗透。**2023年三季度至今，单质肥价格波动幅度趋缓趋小，在极低渠道库存和复合肥需求刚性影响下，单质肥和复合肥底部震荡。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，头部公司在2023年和2024年迎来复合肥销量重回增长，利润水平再上台阶。目前磷酸一铵和常规复合肥毛利率依然处于较低位置，仍有提升空间。随着复合肥上游原材料波动频繁且剧烈、环保要求不断趋严、经销商和规模化种植户倾向于品牌产品、头部企业通过加深一体化程度提升成本优势和抵御原材料价格波动能力，落后中小产能难以为继，在成本、技术、品牌、服务和经销商资源等方面具备优势龙头企业受益于行业竞争格局改善，在行业整合阶段获得更多优质经销商资源和市场份额，复合肥行业头部集中趋势明显。随着国内经济作物品种数量不断增加、种植面积不断扩大，中高端肥料消费群体不断扩大，着眼于养分提高、功能改善、减量增效、品质提升、土壤改良、环境友好等需求的新型肥料具有广阔市场前景。据新洋丰2025半年报，参照蔬菜和苹果亩均化肥使用量，我国经济作物复合肥潜在规模2000亿以上；根据中国化工信息中心于2019年预测，2021—2025年中国新型复合肥市场年复合增速将达10%以上。除经济作物外，新型肥料在大田区渗透率也在提升。大田作物施用肥料产品结构有望向缓控释肥、水溶肥、稳定性肥、药肥、功能性小肥种等新型肥料方向优化调整，进而带来新的盈利空间。虽然新型肥料市场广阔，盈利能力高于常规复合肥，但中小复合肥企业普遍缺乏研发新型肥料的技术实力和提供配套技术服务能力，因此新型肥料

### 公司快报

基础化工 | 复合肥III

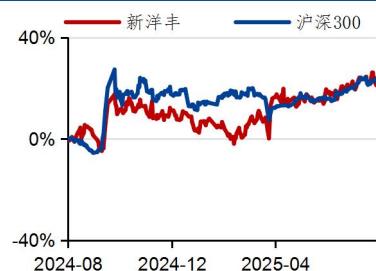
投资评级 **买入(首次)**

股价(2025-08-14) 13.91元

#### 交易数据

总市值（百万元）	17,453.34
流通市值（百万元）	15,896.10
总股本（百万股）	1,254.73
流通股本（百万股）	1,142.78
12个月价格区间	14.52/11.53

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.99	-2.47	-6.28
绝对收益	-2.11	3.37	19.83

#### 分析师

骆红永

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

#### 相关报告



是大型复合肥企业尤其是龙头企业竞逐的制高点。

- ◆ **产能加码+深化一体化布局，巩固规模和成本优势。**公司是磷复肥行业龙头企业，复合肥产销量连续多年高居全国第一，磷酸一铵产销量连续多年位居全国前三，磷石膏综合利用水平位居行业前列。目前公司已形成产业链一体化的竞争优势，已建成12个生产基地，具有各类高浓度磷复肥产能1028万吨/年，磷矿石产能90万吨/年，磷酸铁产能5万吨/年，配套生产硫酸412万吨/年、合成氨30万吨/年(自用)。公司在湖北宜昌、钟祥和四川雷波均建立大型磷酸一铵生产基地，毗邻长江通过水运有效降低物流运输成本，公司拥有185万吨/年磷铵产能(含工业级磷酸一铵)，位居全国前列，产品充分满足自用还可部分外销。此外，公司是复合肥行业规模前三甲中，唯一具有钾肥自营进口权的企业，每年进口钾肥可以满足公司部分生产需求。2021年7月，控股股东洋丰集团履行重组承诺，将雷波新洋丰矿业投资有限公司100%股权注入到上市公司，同时做出承诺将荆门市放马山中磷矿业有限公司的股权注入公司。2022年7月，控股股东洋丰集团依据承诺将保康竹园沟矿业有限公司100%股权注入到上市公司。通过提升磷肥重要原材料磷矿和合成氨的自给率，进一步强化产业链一体化战略布局，增强抵御上游原材料大幅波动风险的能力，加深成本优势护城河，实现公司高质量稳健经营，巩固磷复肥主业核心竞争力。在新型肥料产能建设方面，公司不断优化全国产能布局。2024年10月，公司在新疆阿克苏投建35万吨/年新型肥料项目，主要生产用于滴灌的颗粒肥料和液体肥料等新型肥料，精准对接棉花等作物规模化种植需求，推动水肥一体化技术普及。2025年6月，公司与安徽省蚌埠市淮上区人民政府签署投资协议，拟在淮上化工园区投资建设100万吨/年新型作物专用肥项目，弥补黄淮海平原优质新型高效专用肥料供给不足，为当地农业高质量发展注入新动能。
- ◆ **投资建议：**新洋丰是国内磷复肥龙头，受益行业景气回暖，持续产能加码和新型肥料升级，深化产业链一体化布局，巩固规模和成本优势，推动公司长期发展。我们预计公司2025-2027年收入分别为174.74/190.15/205.55亿元，同比分别增长12.3%/8.8%/8.1%，归母净利润分别为17.16/20.04/22.97亿元，同比分别增长30.5%/16.7%/14.6%，对应PE分别为10.2x/8.7x/7.6x；首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**需求不及预期；行业竞争超预期；项目进度不确定性；安全环保风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,100	15,563	17,474	19,015	20,555
YoY(%)	-5.4	3.1	12.3	8.8	8.1
归母净利润(百万元)	1,207	1,315	1,716	2,004	2,297
YoY(%)	-7.9	9.0	30.5	16.7	14.6
毛利率(%)	14.9	15.6	17.4	18.4	19.2
EPS(摊薄/元)	0.96	1.05	1.37	1.60	1.83
ROE(%)	12.0	12.0	14.0	14.3	14.4
P/E(倍)	14.5	13.3	10.2	8.7	7.6
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1
净利率(%)	8.0	8.4	9.8	10.5	11.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务分拆

**常规复合肥：**产销随产能释放小幅增长，行业回暖叠加上游布局优化成本，毛利率小幅提升，预计2025-2027年收入分别为72.69/74.97/77.68亿元，毛利率分别为13.14%/13.66%/13.81%。

**新型复合肥：**持续新型肥料产能加码，产销显著增长，结构升级，盈利能力逐步提升，预计2025-2027年收入分别为51.84/60.12/69.30亿元，毛利率分别为24.06%/24.92%/25.76%。

**磷肥：**随产能利用率提升产销小幅提升，价格稳中有升，磷矿布局优化成本，预计2025-2027年收入分别为41.28/45.50/48.54亿元，毛率分别为20.93%/21.38%/21.95%。

**精细化工：**主要为磷化工下游产品，随着爬坡和品类扩充，体量随整体收入增长，毛利率有所改善，预计2025-2027年收入分别为4.13/4.75/5.23亿元，毛利率分别为-5.00%/0.00%/5.00%。

**其他：**该板块为主业外其他产品，体量整体持稳，预计2025-2027年收入分别为4.81/4.81/4.81亿元，毛利率分别为0.00%/0.00%/0.00%。

表1：公司业务分拆和预测

新洋丰	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>合计</b>					
收入（百万元）	15099.87	15563.41	17474.45	19015.11	20555.02
YoY(%)	-5.38%	3.07%	12.28%	8.82%	8.10%
毛利率(%)	14.89%	15.64%	17.43%	18.38%	19.21%
<b>常规复合肥</b>					
收入（百万元）	7511.98	6913.41	7268.80	7497.00	7767.50
YoY(%)	-13.12%	-7.97%	5.14%	3.14%	3.61%
毛利率(%)	11.03%	12.33%	13.14%	13.66%	13.81%
<b>新型复合肥</b>					
收入（百万元）	3665.48	4269.48	5184.00	6012.50	6930.00
YoY(%)	12.50%	16.48%	21.42%	15.98%	15.26%
毛利率(%)	19.47%	21.22%	24.06%	24.92%	25.76%
<b>磷肥</b>					
收入（百万元）	3053.48	3555.72	4128.00	4550.00	4854.40
YoY(%)	-7.54%	16.45%	16.09%	10.22%	6.69%
毛利率(%)	19.52%	19.60%	20.93%	21.38%	21.95%
<b>精细化工</b>					
收入（百万元）	252.29	344.24	413.09	475.05	522.56
YoY(%)	-11.07%	36.45%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率(%)	-18.73%	-18.06%	-5.00%	0.00%	5.00%
<b>其他</b>					
收入（百万元）	616.64	480.56	480.56	480.56	480.56
YoY(%)	32.00%	-22.07%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	25.53%	8.60%	0.00%	0.00%	0.00%

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的磷复肥及磷化工的兴发集团、云图控股、史丹利作为可比公司，2025-2027 可比公司平均 PE 分别为 12.7x/10.6x/8.9x，新洋丰对应 PE 分别为 10.2x/8.7x/7.6x。公司以磷复肥为基础，新型肥料不断提升优化产品结构，持续产能加码和深化产业链布局，提升公司盈利能和竞争力，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
600141.SH	兴发集团	24.00	265	1.74	2.02	2.31	13.8	11.9	10.4
002539.SZ	云图控股	10.11	122	0.76	0.94	1.17	13.3	10.7	8.6
002588.SZ	史丹利	9.44	109	0.85	1.02	1.21	11.1	9.3	7.8
平均值							12.7	10.6	8.9
000902.SZ	新洋丰	13.91	175	1.37	1.60	1.83	10.2	8.7	7.6

资料来源：数据截止 2025 年 8 月 14 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)					利润表(百万元)						
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6334	7354	8080	8955	9589	营业收入	15100	15563	17474	19015	20555
现金	1178	1061	1576	1856	2304	营业成本	12851	13129	14429	15520	16606
应收票据及应收账款	206	300	336	425	489	营业税金及附加	64	73	81	89	96
预付账款	334	345	417	467	489	营业费用	328	368	413	449	485
存货	2701	3591	3624	4136	4167	管理费用	248	253	284	309	334
其他流动资产	1915	2058	2127	2071	2140	研发费用	164	244	274	299	323
<b>非流动资产</b>	<b>10551</b>	<b>10877</b>	<b>11638</b>	<b>12108</b>	<b>12522</b>	财务费用	22	39	40	47	52
长期投资	10	11	11	11	11	资产减值损失	-64	-20	-23	-25	-27
固定资产	6875	7720	8491	8976	9374	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1342	1357	1476	1592	1711	投资净收益	13	19	17	17	17
其他非流动资产	2323	1788	1660	1529	1426	<b>营业利润</b>	1422	1590	2079	2427	2782
<b>资产总计</b>	<b>16885</b>	<b>18231</b>	<b>19718</b>	<b>21063</b>	<b>22111</b>	营业外收入	8	13	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>5004</b>	<b>5020</b>	<b>6377</b>	<b>6269</b>	<b>7404</b>	营业外支出	8	10	0	0	0
短期借款	0	50	50	50	50	<b>利润总额</b>	1422	1593	2079	2427	2782
应付票据及应付账款	2212	2222	2669	2777	3050	所得税	220	272	355	415	475
其他流动负债	2792	2747	3658	3442	4304	<b>税后利润</b>	1202	1321	1724	2012	2306
<b>非流动负债</b>	<b>1868</b>	<b>2213</b>	<b>2368</b>	<b>2479</b>	<b>2547</b>	少数股东损益	-4	6	7	8	10
长期借款	1367	1660	1814	1925	1994	归属母公司净利润	1207	1315	1716	2004	2297
其他非流动负债	501	553	553	553	553	EBITDA	1997	2310	2625	3041	3457
<b>负债合计</b>	<b>6872</b>	<b>7233</b>	<b>8745</b>	<b>8747</b>	<b>9950</b>						
少数股东权益	429	423	430	438	448						
股本	1283	1283	1283	1283	1283						
资本公积	133	133	133	133	133						
留存收益	7897	8835	10042	11450	13065						
归属母公司股东权益	9583	10576	10543	11877	11712						
<b>负债和股东权益</b>	<b>16885</b>	<b>18231</b>	<b>19718</b>	<b>21063</b>	<b>22111</b>						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
<b>经营活动现金流</b>	<b>2131</b>	<b>723</b>	<b>1666</b>	<b>1464</b>	<b>1681</b>						
净利润	1202	1321	1724	2012	2306	<b>主要财务比率</b>					
折旧摊销	551	679	540	614	681	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
财务费用	22	39	40	47	52	<b>成长能力</b>					
投资损失	-13	-19	-17	-17	-17	营业收入(%)	-5.4	3.1	12.3	8.8	8.1
营运资金变动	225	-1360	-621	-1193	-1341	营业利润(%)	-14.6	11.8	30.8	16.7	14.6
其他经营现金流	143	63	0	0	0	归属于母公司净利润(%)	-7.9	9.0	30.5	16.7	14.6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1532</b>	<b>-668</b>	<b>-1284</b>	<b>-1068</b>	<b>-1078</b>	<b>获利能力</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-685</b>	<b>-71</b>	<b>133</b>	<b>-116</b>	<b>-155</b>	毛利率(%)	14.9	15.6	17.4	18.4	19.2
<b>每股指标(元)</b>						净利率(%)	8.0	8.4	9.8	10.5	11.2
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.05	1.37	1.60	1.83	ROE(%)	12.0	12.0	14.0	14.3	14.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	0.58	1.33	1.17	1.34	ROIC(%)	10.8	10.6	11.8	12.2	12.3
每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.37	9.43	10.77	12.33	<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	40.7	39.7	44.3	41.5	45.0
						流动比率	1.3	1.5	1.3	1.4	1.3
						速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
						应收账款周转率	58.9	61.6	55.0	50.0	45.0
						应付账款周转率	5.5	5.9	5.9	5.7	5.7
						<b>估值比率</b>					
						P/E	14.5	13.3	10.2	8.7	7.6
						P/B	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1
						EV/EBITDA	8.8	7.9	6.9	6.0	5.2

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.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)