

史丹利 (002588.SZ)

产品销量提升及结构优化, 推动业绩稳步增长

事件: 公司发布 2025 年半年报, 报告期内实现营业收入 63.91 亿元, 同比增长 12.66%, 归母净利润 6.07 亿元, 同比增长 18.90%, 扣非净利润 5.72 亿元, 同比增长 30.31%; 其中二季度单季实现收入 29.85 亿元, 同比下降 1.92%, 环比下降 12.34%, 归母净利润 3.19 亿元, 同比增长 17.19%, 环比增长 10.55%。

□ 产品销量提升及结构优化, 推动公司业绩稳步增长。报告期内, 公司磷复肥收入 61.9 亿元, 同比增长 10.1%, 毛利率 19.47%, 同比提高 0.78 pct; 分产品看, 硫基复合肥收入 12.96 亿元, 同比增长 11.7%, 毛利率 18.29%, 同比提高 0.63 pct; 氯基复合肥收入 32.3 亿元, 同比下降 0.59%, 毛利率 21.41%, 同比提高 2.66 pct; 新型肥料及磷肥等收入 16.6 亿元, 同比增长 37.1%, 毛利率 16.64%, 同比下降 2.88 pct。产品销量的持续增长是业绩提升的核心动力, 在行业集中度持续提升的背景下, 公司持续通过渠道下沉和终端网络建设, 实现市场份额稳步扩大。产品结构不断优化成为业绩增长的重要助推器, 上半年新型肥料销量增加, 进一步优化了公司产品结构, 带动利润增长。

□ 公司具有较强市场竞争力, 磷化工新项目经营转好。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。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。松滋新材料公司在第二季度迎来经营转机, 上半年生产效率大幅提升, 磷肥、复合肥、精制磷酸等装置保持高位开工, 产销量稳步增长。受益于磷肥出口政策调整, 松滋新材料公司第二季度经营业绩显著改善。

□ 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, 基本不受美国关税政策影响。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 15 万吨/年, 密集化的产能布局能够快速响应各区域肥料需求, 有效降低生产与运输成本, 为市场供应稳定性提供坚实保障。复合肥行业集中度不断提高, 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。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2025~2027 年归母净利润分别为 10.1 亿、11.5 亿、13.25 亿元, EPS 分别为 0.88、1.00、1.15 元, 当前股价对应 PE 分别为 11.6、10.2、8.8 倍, 维持“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	11643	13592	15867
同比增长	11%	3%	13%	17%	17%
营业利润(百万元)	817	909	1129	1290	1491

强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值: NA

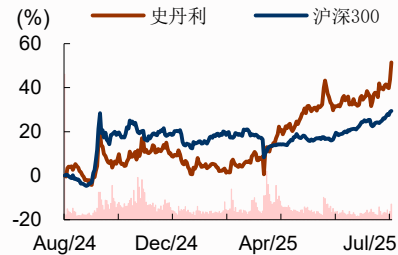
当前股价: 10.15 元

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)	11.7
流通市值(十亿元)	8.7
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	12.9
资产负债率	41.7%
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	9	41	41
相对表现	4	32	13



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《史丹利 (002588) —磷复肥产品迎来量利提升, 春耕旺季实现开门红》
2025-04-20

周锋

S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安

S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

同比增长	60%	11%	24%	14%	16%
归母净利润(百万元)	701	826	1010	1150	1325
同比增长	59%	18%	22%	14%	15%
每股收益(元)	0.61	0.72	0.88	1.00	1.15
PE	16.7	14.2	11.6	10.2	8.8
PB	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2

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.....4

1、公司复合肥品种丰富，具有较强的规模优势.....4

2、公司产品销量持续提升，经营业绩稳步增长.....5

二、 肥料是重要的农业生产资料，市场需求空间广阔6

1、复合肥刚需属性强，进出口政策对供应链影响大6

2、复合肥行业迎来量利齐升，新型肥是未来发展方向.....8

三、 公司各方面取得积极进展，具有较强的竞争力.....10

四、 风险提示13

图表目录

图 1：公司主营业务上下游产业链图4

图 2：近几年公司营业收入及增速.....5

图 3：近几年公司归母净利润及增速5

图 4：2024 年公司主营业务收入构成6

图 5：近几年公司磷复肥销量及毛利率6

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7

图 9：国内复合肥进出口量情况7

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.....9

图 14：近几年国内复合肥市场均价走势9

图 15：史丹利历史 PE Band.....13

图 16：史丹利历史 PB Band.....13

表 1：公司主要化工园区的产品种类情况.....4

附：财务预测表14

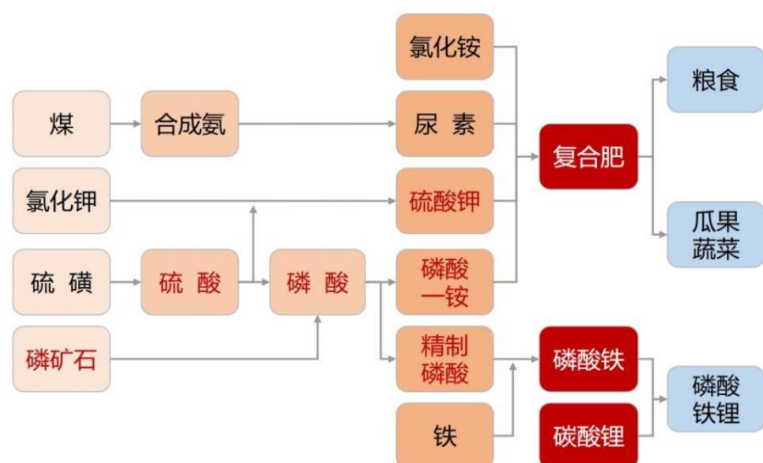
一、公司是国内复合肥行业领先企业

1、公司复合肥品种丰富，具有较强的规模优势

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。公司在全国战略布局生产基地，覆盖山东省临沭县、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、河北省隆化县等核心区域，形成辐射全国主要种植区的产能网络。

截至报告期末，公司总产能达 720 万吨/年，其中复合肥产能 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 15 万吨/年，精制磷酸产能 10 万吨/年，磷酸铁产能 5 万吨/年。密集化的产能布局能够快速响应各区域肥料需求，有效降低生产与运输成本，为市场供应稳定性提供坚实保障。

表 1：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
临沭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

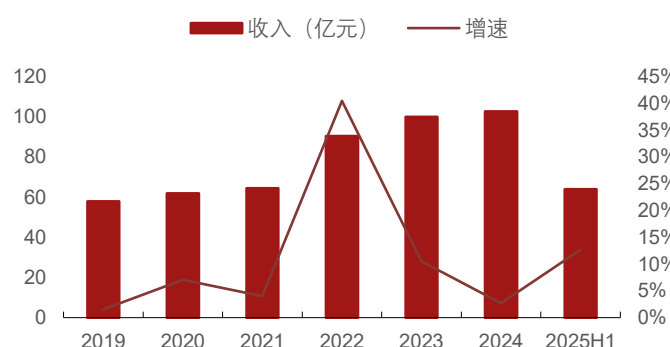
资料来源：公司公告、招商证券

2、公司产品销量持续提升，经营业绩稳步增长

产品销量的持续增长是业绩提升的核心动力。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 年上半年实现营业收入 63.91 亿元，同比增长 12.66%；归母净利润 6.07 亿元，同比增长 18.9%，公司持续强化复合肥核心业务优势，产品销量的持续增长是业绩提升的核心动力。

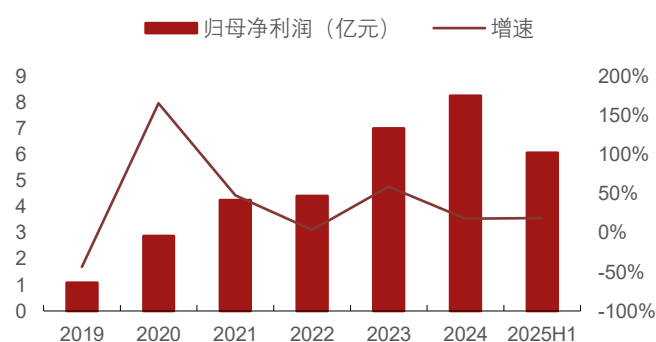
在行业集中度持续提升的背景下，公司持续通过渠道下沉和终端网络建设，实现市场份额稳步扩大。同时，产品结构不断优化成为业绩增长的重要助推器，上半年新型肥料销量增加，进一步优化了公司产品结构，带动了利润增长。

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

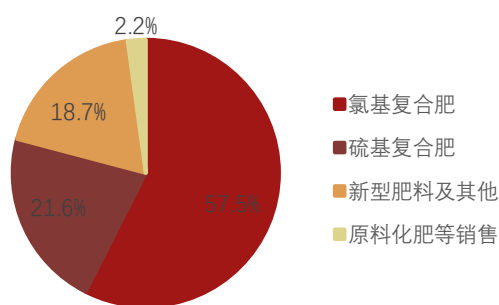


资料来源：Wind、招商证券

公司磷复肥销量持续增长，综合毛利率有所提升。2024 年公司主营业务收入构成中，氯基复合肥、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%。

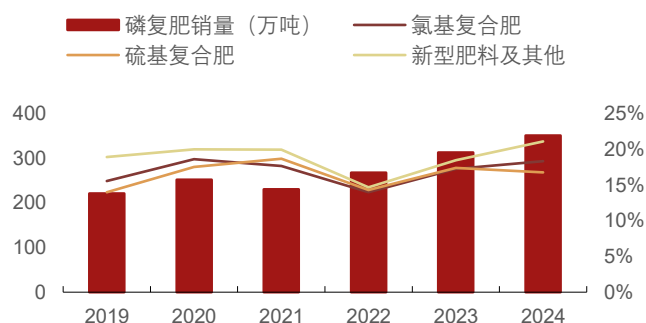
2025 年上半年公司磷复肥收入 61.9 亿元，同比增长 10.1%，毛利率 19.47%，同比提高 0.78 pct。分产品看，公司硫基复合肥收入 12.96 亿元，同比增长 11.7%，毛利率 18.29%，同比提高 0.63 pct；氯基复合肥收入 32.3 亿元，同比下降 0.59%，毛利率 21.41%，同比提高 2.66 pct；新型肥料及磷肥等收入 16.6 亿元，同比增长 37.1%，毛利率 16.64%，同比下降 2.88 pct。

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、复合肥刚需属性强，进出口政策对供应链影响大

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，2025 年上半年小幅回升，有助于肥料需求的提升。

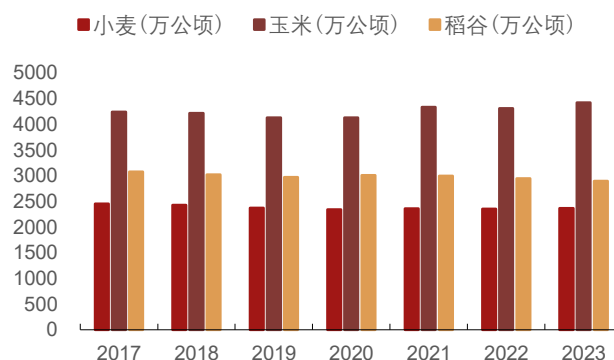
2025 年上半年，我国农业农村经济保持稳定发展态势。据国家统计局数据，2025 年全国夏粮播种面积 3.99 亿亩，基本保持稳定，其中冬小麦播种面积 3.39 亿亩，较上年增加 5.7 万亩，实现持平微增。在 25 个夏粮生产省区市中，有 20 个省区市播种面积实现增加，其中安徽、河北、山西、四川分别增加 17.5 万亩、15.1 万亩、11.2 万亩和 10.8 万亩。全国夏粮产量达 2994.8 亿斤，总体保持稳定；上半年全国蔬菜瓜果播种面积及产量亦呈现稳中有增态势。农业经济的稳定发展为化肥行业提供了良好的市场环境。

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



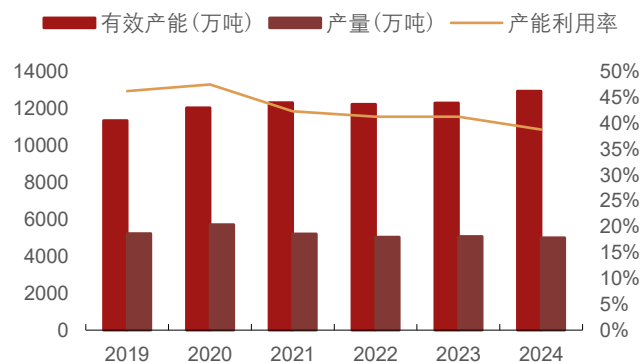
资料来源：Wind 资讯、招商证券

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。

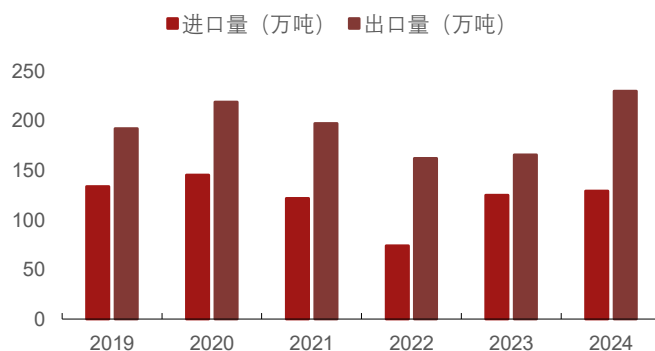
在政策引导方面，2025 年上半年国内化肥行业在“保供稳价”政策框架下保持稳定运行。国家持续强化“粮食安全”和“保供稳价”政策导向，国家发改委印发《关于做好 2025 年春耕及全年化肥保供稳价工作的通知》，从生产、流通、储备、进出口等多方面保障化肥供应。2025 年上半年，国家对化肥进出口政策的审慎调整，有效缓解了磷肥企业成本高的压力，同时减轻了库存压力，在一定程度上稳定了磷肥企业盈利能力，促进磷肥企业上半年经营业绩改善。

图 8：国内复合肥有效产能及产量情况



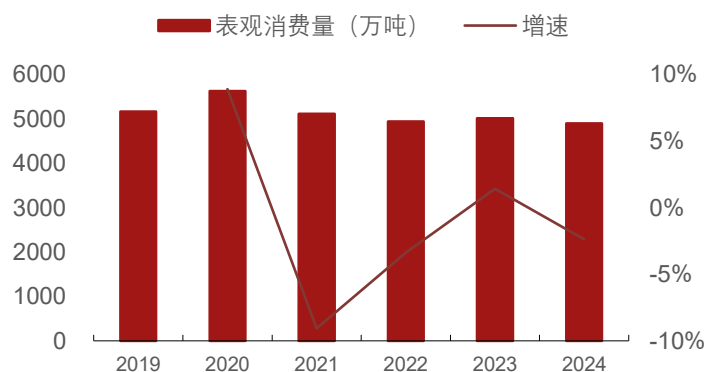
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 9：国内复合肥进出口量情况



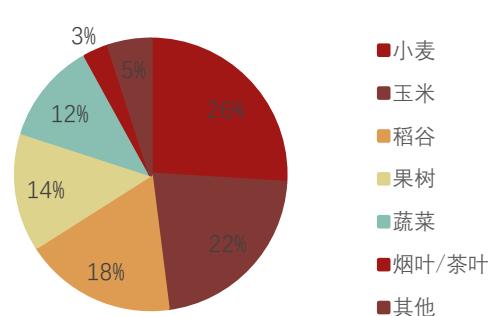
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10：国内复合肥表观消费量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 11：我国复合肥下游消费结构



资料来源：钢联数据、招商证券

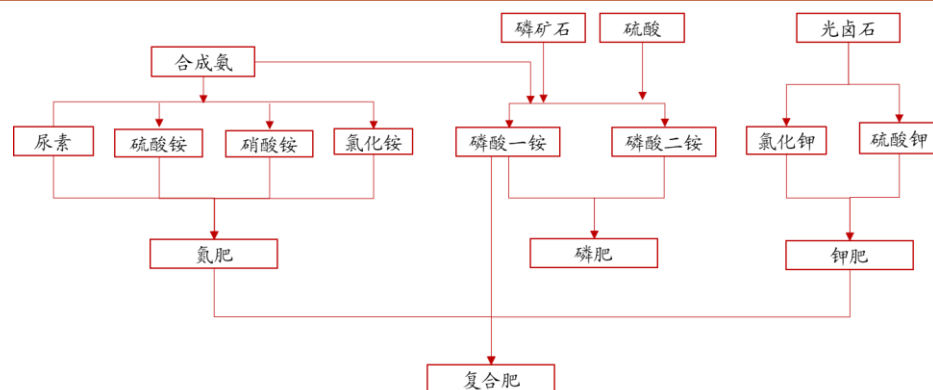
复合肥行业集中度显著提升，龙头企业强化优势。在环保意识增强、政策趋严的背景下，国家制定更为严格的污染物排放标准与环保要求，给企业生产和环保设施建设带来挑战。中小企业资金有限，难以承受环保设施改造与运营成本，导致很多中小企业退出。近几年，原材料价格受供需关系、能源价格、地缘政治、进出口政策等多种因素影响，波动频繁，中小企业采购规模小、议价能力弱，价格上涨时成本攀升，下跌时面临库存积压和资产减值风险，规模型企业凭借规模和供应链优势，通过长期协议、保价等措施应对风险、降低成本。

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，新型肥是未来发展方向

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

原料价格波动仍是影响复合肥行业经营的核心因素。2025 年上半年，受供需矛盾、出口政策博弈及国际能源波动等因素影响，尿素价格呈现“先涨后跌”的剧烈波动行情；磷酸一铵和钾肥价格则持续上涨，主要受硫磺价格攀升、磷肥出口政策调整、国内钾肥减产、钾肥进口货源紧张及地缘冲突等因素影响。原料价格波动对复合肥企业经营产生了多维度影响：成本端，原料价格高企推升了复合肥成本，原料价格波动加剧了原料采购难度和库存管理压力，复合肥企业采购趋于谨慎以避免高位囤货；需求端，原料价格波动叠加天气因素影响，导致下游需求释放延迟、销售发货滞后，复合肥企业承担了更多的“蓄水池”功能。在此背景下，复合肥行业经营压力显著增加，中小企业因抗风险能力较弱加速出清，头部企业凭借渠道、品牌及产业链等优势持续扩大市场份额。

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生產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

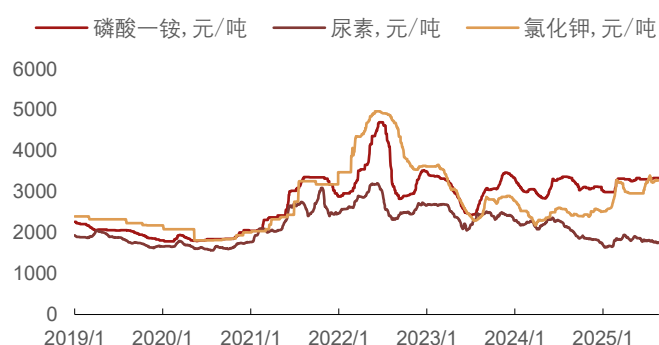


图 14：近几年国内复合肥市场均价走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

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，加大对新型肥料的研发投入和生产布局。

政策驱动下的化肥绿色转型成为化肥行业核心发展方向。从政策环境看，“化肥零增长”政策持续深化，农业农村部“减肥增效”行动持续推进，推动行业向高效、低碳方向转型，技术升级和产品升级成为行业发展的核心驱动力。随着“千万工程”经验的推广，农业科技装备条件持续改善，数字化和智能化技术在施肥环节的渗透率不断提升，推动复合肥产品向精准化、高效化方向升级，行业龙头企业纷纷加大研发投入，技术创新的战略价值日益凸显。

三、公司各方面取得积极进展，具有较强的竞争力

1、报告期内，公司各方面取得积极进展：渠道网络深度下沉，终端营销效能提升；产供销协同持续深化，原料采购供应链不断优化；磷化工新项目经营转好，园艺肥业务持续增长；数字化升级加速推进，管理效能不断提升。

（1）渠道网络深度下沉，终端营销效能提升

报告期内，公司持续推进渠道下沉战略，上半年终端网点数量稳步新增，市场覆盖广度与深度得到进一步拓展。上半年公司继续积极开展新客户开发工作，新客户数量持续增加，有效扩大了市场份额。上半年公司“万吨县”建设成果丰硕，“万吨县”数量持续增加带动了销量增长，充分彰显了重点市场的强大增长潜力，渠道网络的规模化效应逐步显现。

在终端营销方面，公司上半年加大推动力度，农技会议召开场次持续增加，其中示范田观摩会占比不断提升。通过示范田观摩会的直观效果展示与专业技术讲解，有效增强了客户对产品的信任度。报告期内，公司继续打造丰收节 IP，借助国家级平台大幅提升品牌影响力；同时公司在终端网点开展终端亮化竞赛，显著提升了终端形象与品牌辨识度，为产品销售搭建了优质的展示与推广平台。

（2）产供销协同持续深化，原料采购供应链不断优化

在经营管理方面，公司上半年继续深化产供销协同模式，以灵活应对原料采购节奏、销售发货周期和生产排单计划的动态变化，不断提升经营效率。在原料采购环节，公司通过不断优化采购渠道、创新采购模式，有效降低了采购成本，保障了原料稳定供应和生产连续性，供应链的稳定性与抗风险能力得到显著提升。

（3）磷化工新项目经营转好，园艺肥业务持续增长

松滋新材料公司在第二季度迎来经营转机，上半年生产效率大幅提升，磷肥、复

合肥、精制磷酸等装置保持高位开工，产销量稳步增长。受益于磷肥出口政策调整，松滋新材料公司第二季度经营业绩显著改善。

2025 年上半年，公司园艺业务延续高增长态势，全网零售额达 1.25 亿元，同比激增 88.9%。在园艺肥产品持续升级迭代的同时，业务领域拓展至苗木花卉等新赛道。此外，上半年公司设立了农产品全资子公司，采用“严选”模式，通过自营平台、抖音、快手等电商平台销售优质农产品，持续丰富线上产品线，全力打造“史丹利严选”新 IP。

（4）数字化升级加速推进，管理效能不断提升

2025 年上半年，公司精准营销平台建设成效显著，农化服务成功实现 AI 化转型。精准营销平台通过数字化手段实现了对客户的精准服务与管理，农化服务利用 AI 技术为农户提供及时、专业的技术支持，客户满意度与忠诚度持续提升。未来，公司将继续探索数字化和 AI 技术在经营管理中的深度应用，让数字化与 AI 成为提升管理效能与市场竞争力的重要支撑。

2、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。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

公司旗下“史丹利”品牌深耕市场多年，核心产品“三安”牌复合肥稳居全国复合肥单品牌销量前列，凭借卓越品质斩获“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”等多项权威荣誉。公司的“施丹利”“三安”“第四元素”等核心商标均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，公司品牌价值达 49.83 亿元。

报告期内，公司持续强化品牌传播矩阵：一方面延续央视广告投放力度，公司系列产品稳定登陆 CCTV-1《天气预报》，上半年独家冠名《星光大道》栏目，持续打造影响力，依托星光大道核心资源，实施星光高产计划，同步推出《星光农场》节目，以高产示范户为样板培育农户信任度与忠诚度；另一方面发力新媒体平台，通过多元化内容扩大品牌受众群体，持续提升品牌美誉度。

（2）渠道优势

公司构建了覆盖全国多数省县级区域的立体化销售网络，拥有一支千余人的资深销售团队，累计开拓 5000 余家一级经销商及种植大户，终端网点超 20 万家，核心经销商均为当地实力强、信用佳的优质合作伙伴。

自 2015 年起，公司推行渠道扁平化改革，将传统三级经销结构优化为两级管理模式，大幅提升渠道响应效率，同时配套建立专业农化服务团队，成立蚯蚓测土实验室，销售人员与农化服务人员常年扎根农业生产一线，通过免费农化服务热线、微信公众号、抖音号等官方互动平台，为农户提供多渠道、多形式的技术支持，形成“销售+服务”双驱动的渠道优势，有力促进产品市场渗透。。

（3）农化服务优势

公司组建了一支由 50 余名专业人员构成的农化服务团队，采用“作物经理制”模式开展深度定点服务，覆盖玉米、小麦、水稻等大田作物及蔬菜、果树、花卉等经济作物，服务范围遍及南北方主要种植区域。针对南方经济作物种类多、种植分散、地域差异大的特点，专门设立南方农化服务团队实行属地化管理，精准满足多样化市场需求。

农化服务形式丰富多元，涵盖示范田建设、技术下乡、市场走访、农技培训会议、个性化营养方案制定等基础服务，同时依托蚯蚓测土实验室建立种植大户档案，通过土壤检测分析种植痛点并提供定制化解决方案，结合持续回访增强客户黏性，上半年累计完成 1075 场高质量农化讲课，内容紧密贴合区域实际，融入高清病虫害图谱、本地土壤改良方案等实用模块，精准适配不同区域种植结构与农情痛点，客户满意度与知识吸收率显著提升。目前已服务种植大户 106 户，成功转化 74 户，转化率高达 70%，形成口碑效应并带动复购率提升。

蚯蚓测土实验室作为农化服务核心支撑，具备全面检测能力，业务涵盖农用地土壤、植物组织及农田水质分析，同时为新产品开发提供数据支持。实验室资质体系完善，并成功入围第三次全国土壤普查实验室，承担国家耕地质量提升项目和乡村振兴高标准农田项目，检测能力获权威部门高度认可。

（4）产品优势

公司以市场需求为导向，构建了多元化产品矩阵，涵盖高浓度复合肥、中微量元素肥、水溶肥、硝基肥、缓控释肥、海藻肥、生物肥、有机无机肥料及各类作物专用肥等新型肥料。相较于传统肥料，公司产品具有养分含量高、成分多元均衡的特点，既能精准匹配全国不同区域、季节、土壤条件及作物类型的施肥需求，又能通过科学配方减少碳排放，实现生态环保与施肥效能的双重提升。

（5）技术优势

公司技术研发实力行业领先，高塔复合肥生产技术处于国际先进水平。拥有“一种熔体料浆塔式造粒复合肥及其制造方法”“一种生物腐殖酸复合肥及其制造方法”等核心国家发明专利，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，“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”等六项产品被科技部等四部委认定为“国家重点新产品”；公司参与申报的“花生抗逆高产关键技术创新与应用”“我国主要粮食作物一次性施肥关键技术与应用”两个项目，均荣获山东省科技进步奖一等奖，其中“花生抗逆高产关键技术创新与应用”荣获 2019 年度国家科学技术进步奖二等奖，公司拥有的“塔式熔体造粒含黄腐酸钾大量元素水溶肥及其制备方法”获得第三届山东省专利二等奖。

公司与国内外多所高校院所、研究中心等签署了战略合作协议，合作开发、推广水稻、玉米、小麦、棉花专用肥、肥效检测以及其他合作。公司拥有国家企业技术中心、功能性生物肥料国家工程实验室、全国复混肥工程研究中心、国家博士后科研工作站和山东省绿色肥料技术创新中心等科技创新平台。公司科研平台的设立，对公司的技术创新、人才培养、成果转化、产品升级起到积极的推动作用，提升了公司产品核心竞争力，扩大了市场占有率。

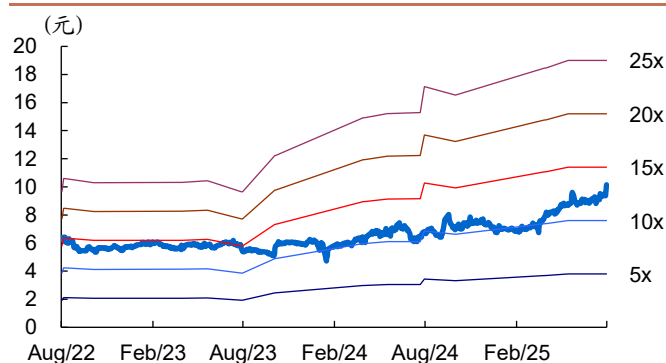
公司持续推进国内外技术合作，组织和参与行业会议。2023 年公司参与了国家重点研发计划“中欧基于自然解决方案的农业营养管理国际合作

(2023YFE0104700) ”项目启动会, 公司是该项目农业生物领域 13 个国家的唯一肥料企业参与单位, 负责腐植酸增效肥料的研发, 借助该平台, 公司可以充分整合相关领域的国际顶尖资源和研发力量, 提升公司技术研发能力。

四、风险提示

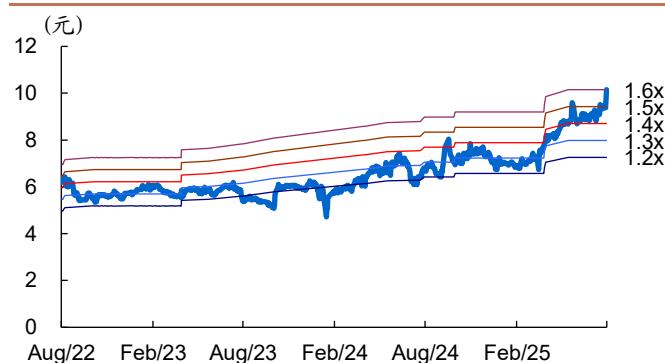
- 1、原材料价格大幅波动的风险。**公司所从事的磷复肥行业具有一定的周期性, 尿素、钾肥等原材料需要外购, 受到行业政策、安全环保、下游需求、国际市场等影响, 原材料价格具有一定的波动, 如果原材料价格大幅波动, 会影响下游需求和公司产品盈利能力, 进而影响公司业绩。
- 2、产品放量不及预期的风险。**公司磷复肥的销量会受到行业政策、市场需求等多方面影响, 在市场稳态情况下, 复合肥单位盈利水平基本平稳, 销量的提升推动业绩增长, 如果产品放量不及预期, 将影响公司业绩。
- 3、新项目投产不及预期的风险。**新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响, 能否顺利投产存在一定的不确定性, 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	6110	7158	8526
现金	2590	1209	1429	1920	2640
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	12	14	17
存货	1553	2020	2235	2611	3048
其他	1498	937	1057	1234	1441
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	15241	16904	18834
流动负债	5133	4945	5471	6301	7266
短期借款	150	80	125	146	170
应付账款	2799	2681	2978	3478	4060
预收账款	1612	1519	1687	1971	2300
其他	572	666	681	706	736
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	6735	7565	8531
股本	1157	1152	1152	1152	1152
资本公积金	297	273	273	273	273
留存收益	4665	5397	6107	6955	7935
少数股东权益	994	986	974	959	943
归属于母公司所有者权益	6119	6822	7533	8380	9360
负债及权益合计	12782	14018	15241	16904	18834

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1185	481	1341	1629	1875
净利润	723	816	997	1136	1309
折旧摊销	229	303	469	528	582
财务费用	8	24	(17)	(28)	(49)
投资收益	(87)	(200)	(262)	(262)	(262)
营运资金变动	307	(426)	161	249	290
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	(238)	(254)	(272)
借款变动	648	599	45	21	24
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)	(303)	(345)
其他	82	29	17	28	49
现金净增加额	(2121)	(1073)	220	491	720

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9991	10263	11643	13592	15867
营业成本	8245	8397	9327	10894	12718
营业税金及附加	58	56	63	74	86
营业费用	406	386	437	511	596
管理费用	365	390	442	516	602
研发费用	349	394	447	522	609
财务费用	(98)	(22)	(17)	(28)	(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	1129	1290	1491
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	1135	1296	1497
所得税	101	99	138	160	188
少数股东损益	22	(10)	(13)	(14)	(16)
归属于母公司净利润	701	826	1010	1150	1325

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	3%	13%	17%	17%
营业利润	60%	11%	24%	14%	16%
归母净利润	59%	18%	22%	14%	15%
获利能力					
毛利率	17.5%	18.2%	19.9%	19.8%	19.8%
净利率	7.0%	8.0%	8.7%	8.5%	8.4%
ROE	12.1%	12.8%	14.1%	14.5%	14.9%
ROIC	9.0%	9.2%	10.3%	10.7%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	44.3%	44.2%	44.8%	45.3%
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	1.2
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	5.9	4.7	4.4	4.5	4.5
应收账款周转率	1270.0	844.0	731.0	969.0	969.0
应付账款周转率	3.7	3.1	3.3	3.4	3.4
每股资料(元)					
EPS	0.61	0.72	0.88	1.00	1.15
每股经营净现金	1.03	0.42	1.16	1.41	1.63
每股净资产	5.31	5.92	6.54	7.27	8.13
每股股利	0.13	0.26	0.26	0.30	0.35
估值比率					
PE	16.7	14.2	11.6	10.2	8.8
PB	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	19.7	15.7	11.6	10.2	9.0

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。