

# 川恒股份（002895.SZ）

## 磷酸盐主业稳根基，磷矿石资源助增长

优于大市

### 核心观点

**资源为基，构建“矿化一体”全产业链壁垒。**川恒股份是国内磷化工行业资源型领军企业，核心竞争力源于优质磷矿资源。公司通过控股福麟矿业（90%）、黔源地勘（58.5%）及参股天一矿业（40%），布局小坝、新桥、鸡公岭、老虎洞等高品位矿山，2025年权益磷矿石产能达320万吨，2027年后将突破850万吨。中国以全球约5%的磷矿储量支撑近半产量，资源禀赋差、环保约束强，稀缺属性持续强化，为公司提供长期成本优势和战略安全。

**磷酸为核心中间体，高纯工艺构筑差异化竞争力。**磷酸是磷化工产业链的核心中间产品，公司依托自有高品位磷矿与半水湿法工艺，生产出铁、铝、镁等杂质含量显著低于行业标准的高品质磷酸，涵盖工业级、食品级等规格。广西扶绥基地拥有商品磷酸20万吨/年与净化磷酸10万吨/年产能，受益于下游需求刚性增长与供给趋紧，公司磷酸业务毛利率显著高于同业。

**饲料级磷酸二氢钙全球龙头，供需格局向好。**公司饲料级磷酸二氢钙总设计产能达51万吨/年，为全球最大的生产商。当前行业内无明确新增产能，供需趋于紧平衡。产品价格自2023年起企稳回升，2025年延续温和上涨态势，高端饲料议价能力持续增强，支撑盈利能力稳步提升。

**消防级磷酸一铵稳健贡献。**公司福泉基地26万吨/年磷酸一铵聚焦高纯消防级产品（主含量≥90%），受益于国家消防标准升级，需求刚性增长且附加值高；同时，采用半水法磷酸为原料，杂质低、成本优，形成技术壁垒。

**储能对磷矿石需求的边际拉动效应有望增强。**公司拥有10万吨/年磷酸铁产能，随着2025年锂电行业复苏，磷酸铁行业产能过剩局面有望扭转，表观消费量增速或超50%。预计全球储能电池出货量在2025-2027年分别达600/800/983 GWh，对应磷矿石需求量占我国磷矿石预测产量比重将达约4.7%/5.9%/7.0%，储能的边际拉动效应显著增强。

**盈利预测与估值：**我们预测公司2025-2027年归母净利润13.13/15.26/17.55亿元，每股收益为2.16/2.51/2.89元，对应当前股价PE为16.4/14.1/12.2X。考虑到磷化工行业资源壁垒高、供给约束持续强化，下游新能源动力电池/储能等领域需求有望保持较高增长，且川恒股份磷矿新增产能有望于2026-2028年逐步释放利润增量，我们预计公司的远期公允价值区间为223.18-262.56亿元，对应每股36.73-43.21元，对应2025年预测归母净利润的PE值为17-20倍，估值上限相对于公司目前股价有22%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**盈利预测及估值风险；经营风险；财务风险；技术风险；市场风险；管理风险；政策风险；安全生产风险等。

### 公司研究·深度报告

#### 基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

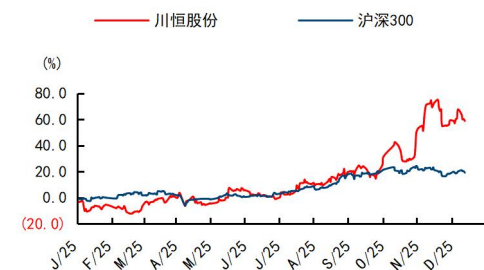
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	36.73 - 43.21 元
收盘价	35.35 元
总市值/流通市值	21481/21091 百万元
52 周最高价/最低价	40.85/20.42 元
近 3 个月日均成交额	522.71 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

#### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,320	5,906	7,450	7,878	8,294
(+/-%)	25.3%	36.7%	26.1%	5.8%	5.3%
归母净利润(百万元)	766	956	1313	1526	1755
(+/-%)	1.1%	24.8%	37.3%	16.3%	15.0%
每股收益(元)	1.41	1.76	2.16	2.51	2.89
EBIT Margin	26.5%	22.4%	23.5%	25.5%	27.5%
净资产收益率(ROE)	13.3%	15.5%	20.0%	21.7%	23.2%
市盈率(PE)	25.0	20.0	16.4	14.1	12.2
EV/EBITDA	17.3	14.3	12.1	10.7	9.6
市净率(PB)	3.33	3.10	3.27	3.06	2.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

<b>公司概况：国内磷化工行业资源型领军企业</b>	<b>5</b>
公司沿革及经营概况	5
专注于磷化工全产业链综合应用	6
<b>核心基础磷化工产品：传统主业存竞争壁垒</b>	<b>9</b>
磷酸：磷化工产业链的核心中间体	9
磷酸二氢钙：饲料级磷酸盐领域龙头产品	10
磷酸一铵：聚焦高毛利消防级磷酸一铵，构筑差异化竞争优势	12
<b>新能源驱动磷资源重估，磷矿稀缺性凸显</b>	<b>17</b>
磷矿石：高品位自给资源构筑长期护城河	17
储能及动力电池驱动磷矿石需求上行	20
<b>财务分析</b>	<b>24</b>
资本结构及偿债能力分析	24
经营效率分析	24
盈利能力分析	24
现金流量分析	26
<b>盈利预测</b>	<b>27</b>
假设前提	27
未来 3 年业绩预测	30
盈利预测情景分析	30
<b>估值与投资建议</b>	<b>32</b>
投资建议	34
<b>风险提示</b>	<b>35</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>38</b>

## 图表目录

图1: 公司发展历程	5
图2: 公司股权结构	6
图3: 公司主营业务收入构成(亿元)	8
图4: 公司销售区域主营构成(亿元)	8
图5: 川恒股份生产/技术人员总数及占比	8
图6: 川恒股份研发投入(百万元, %)	8
图7: 热法磷酸价差(元/吨)	9
图8: 湿法磷酸价差(元/吨)	9
图9: 我国磷酸行业产能、产量及产能利用率	10
图10: 可比公司磷酸产品毛利率	10
图11: 公司磷酸二氢钙、磷酸一铵及聚磷酸铵工艺流程	11
图12: 我国磷酸二氢钙行业产能、产量及产能利用率	12
图13: 磷酸二氢钙价格	12
图14: 可比公司饲料级磷酸盐毛利率	12
图15: 磷酸一铵价格、价差	14
图16: 磷酸一铵国内外价格、价差	14
图17: 磷酸一铵产能、产量及产能利用率	14
图18: 磷酸一铵表观消费量及出口量	14
图19: 工业级磷铵产业链	15
图20: 工业级磷铵产能、产量及产能利用率	16
图21: 工业级磷铵 73%含量市场均价(元/吨)	16
图22: 工业级磷铵库存(万吨)	16
图23: 可比公司磷酸一铵毛利率	16
图24: 西南地区磷矿石市场价格	18
图25: 国内磷矿石消费结构变化	18
图26: 中国磷矿石产能、产量	19
图27: 中国磷矿石进出口量及表观消费量	19
图28: 中国磷矿石品位	20
图29: 可比公司磷矿石毛利率	20
图30: 中国磷酸铁及磷酸铁锂月度开工负荷率	20
图31: 磷酸铁行业产能、产量	21
图32: 磷酸铁价格、成本、毛利	21
图35: 全球储能电池出货量(GWh)	22
图36: 公司资产负债率和权益乘数	24
图37: 公司流动比率和速动比率	24
图38: 公司毛利率及净利率	25
图39: 公司期间费用率	25

图 40: 公司营业收入（亿元）及同比增速 .....	25
图 41: 公司归母净利润（亿元）及同比增速 .....	25
图 42: 可比公司净利率 .....	26
图 43: 可比公司 ROE（加权） .....	26
图 44: 公司现金流量情况 .....	26
表 1: 公司部分管理层信息 .....	6
表 2: 公司主要化工产品及其用途 .....	7
表 3: 磷酸供需平衡表（万吨） .....	10
表 4: 公司在建磷矿产能爬坡情况预测（万吨/年） .....	17
表 5: 全球主要磷矿产出地区储量、产量及储采比 .....	18
表 6: 磷矿石供需平衡表（万吨） .....	19
表 7: 全球动力电池及储能电池出货量 .....	23
表 8: 全球储能电池及动力电池出货量对应磷矿石需求估算 .....	23
表 9: 盈利预测假设基础 .....	28
表 10: 未来 3 年盈利预测表（百万元） .....	30
表 11: 情景分析（乐观、中性、悲观） .....	30
表 12: 公司盈利预测假设条件（%） .....	32
表 13: 资本成本假设 .....	32
表 14: 公司 FCFF 估值表 .....	32
表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	33
表 16: 可比公司情况 .....	33
表 17: 可比公司估值表 .....	34

## 公司概况：国内磷化工行业资源型领军企业

### 公司沿革及经营概况

川恒股份为国内磷化工领军企业，持续推动新能源材料与精细磷化工协同发展。川恒股份成立于 2002 年，于 2017 年在深圳证券交易所上市，是一家民营科技型磷化工企业，主营磷矿开发和磷资源精深加工，生产基地位于贵州省福泉市、瓮安县、四川省什邡市、广西壮族自治区扶绥县，大型磷矿山位于贵州省瓮安和福泉地区。川恒股份深耕磷化工领域二十余年，掌握了半水湿法磷酸生产、磷矿浮选与绿色加工等关键核心技术，构建了“矿化一体、资源高效循环”的产业体系，形成了一个功能全、品质好、综合竞争力突出的产品集群：明星产品饲料级磷酸二氢钙，引领亚太地区生产技术水平，销量自 2005 年以来持续保持国内市场前列，并拥有全球约 20% 的市场份额；消防磷酸一铵，填补了我国高性能消防一铵的市场空白；68% 养分水肥磷酸一铵成为行业性价比最高的水肥一体化磷系原料之一，食品级净化磷酸品牌影响力不断增强。川恒股份致力于用科技创新推动行业不断发展，先后被评为“国家高新技术企业”“中国磷化工行业十强”“国家级‘绿色工厂’”。

图1：公司发展历程

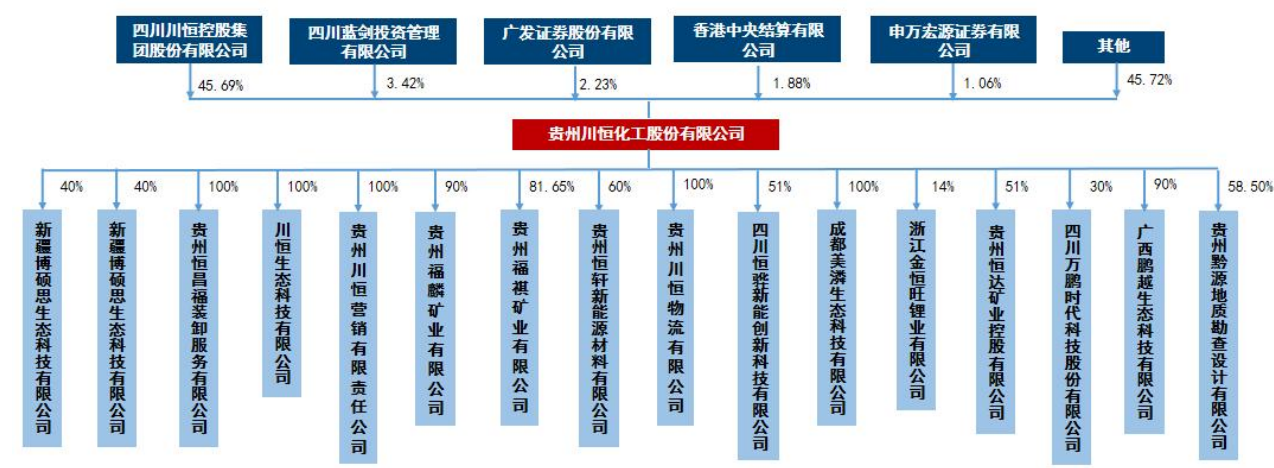


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

川恒股份构建了控制权集中、股东背景多元、产业链协同发展的现代化企业治理体系。公司主要控股股东为四川川恒控股集团股份有限公司，直接持有公司 45.69% 的股份，实际控制人为李光明（持股比例 16.06%）、李进（持股比例 15.91%）。公司股东构成呈现多元化特征，广发证券、香港中央结算有限公司及多家知名投资机构均位列前十大股东，体现了资本市场对公司价值的认可。且公司布局了涵盖矿业、新能源、技术研发及物流等领域的多家重要子公司，覆盖全产业链。



图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：公司部分管理层信息

姓名	职位	国籍	学历	出生年份	任职经历
段浩然	董事长	中国	本科	1985	2008年9月至2010年4月，任北京安永华明会计师事务所审计员；2010年4月至2016年2月，历任四川川恒控股集团股份有限公司财务总监助理、财务总监、执行副总裁、总裁，现任川恒集团董事、总裁及本公司董事。
吴海斌	副董事长、总裁	中国	本科	1972	1993年至2001年在川西磷化工集团有限公司三聚磷酸钠厂任会计、财务科长；2002年在控股股东川恒集团任总经理助理；2002年12月至2005年8月任公司财务副总经理；2005年9月至2010年2月在川恒集团任财务总监，2010年2月至2011年1月在川恒集团任副总裁、财务总监，2011年2月至2014年1月在川恒集团任总裁，2014年11月至2020年12月担任川恒集团董事，2014年3月至今任公司董事长、总经理。
张海波	副总裁	中国	中专	1972	1992年7月至1999年7月在川西磷化工集团公司农药厂任科长、车间主任；1999年7月至2005年3月在四川川恒三分厂历任车间主任、副厂长、厂长；2005年3月至2012年12月在川恒集团历任总裁、副总裁；2011年9月起历任公司副总经理、营销总监、董事；现任公司副董事长、副总经理。
李子军	副总裁	中国	大专	1971	1991年8月至1998年10月在四川省武胜县从事教师工作；1998年11月至2020年12月历任川恒集团二分厂厂长、三分厂厂长、首席副总裁、董事；2002年9月至2018年历任公司总经理、董事；2012年5月至今任公司党委书记；2020年12月至今任贵州福麟矿业有限公司董事长。
何永辉	财务总监	中国	本科	1974	1998年3月至2000年12月在杭州新中大软件有限公司贵州办事处任销售、培训职务；2003年1月至2021年6月在公司历任会计、财务经理、副总经理、财务负责人；2015年5月至2016年12月兼任公司董事会秘书；2021年6月至2024年7月任公司董事、财务负责人，现任公司财务负责人。
李建	董事会秘书	中国	大专	1976	1996年10月至2002年9月在川磷集团磷化工厂任会计；2002年10月至2015年4月在四川川恒任会计、业务经理；2015年4月至2016年12月在公司担任经理、证券事务代表；2016年12月至今在公司担任副总经理、董事会秘书。



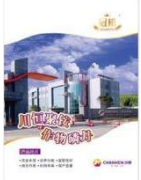
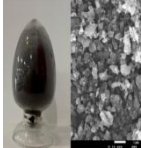
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 专注于磷化工全产业链综合应用

川恒股份主要产品围绕磷资源精深加工展开，不断完善产业链。公司磷化工产业链以磷矿石为起点，磷矿石经采选加工得到磷精矿，而后通过湿法工艺生产磷酸，进一步与其他化学原料反应生成磷酸二氢钙、磷酸一铵和磷酸铁等化工产品。公司已形成覆盖五大板块的多元化产品体系：在商品原料领域，提供磷矿石、净化磷酸等基础产品；在新能源领域，重点布局磷酸铁、磷酸铁锂等电池核心材料；在传统优势领域，以“小太子”品牌为核心的饲料添加剂保持技术领先；同时积极拓展新型肥料与消防产品等细分市场，构建了从磷矿资源到终端产品的完整产业链。同时公司积极做好产业链终端新产品开发，拓展食品级磷酸、多聚磷酸、建筑石膏等新产品业务，推动终端产品结构从高性能饲料磷酸钙盐、磷酸铵盐和

新型肥料，逐步延展到电池用磷酸铁、食品级净化磷酸及精细磷酸盐等并重，新型建筑材料为补充的格局，并向食品级、医药级、电子级磷化工方向发展，不断开拓新的业务利润增长点。

表2: 公司主要化工产品及应用

产品名称	用途	设计产能 (万吨/年)	应用图示
饲料级磷酸二氢钙	具有含磷量高、水溶性好的特点，用于补充水产动物和禽畜所需的磷、钙等矿物质营养元素，是目前生物学效价最高的一种饲料级磷酸钙盐。	福泉基地：30 扶绥基地：15 什邡基地：6	
磷酸一铵	具有一定的吸湿性和较好的热稳定性，主要用于高浓度复合肥、高端复合肥原料、ABC 干粉灭火剂、磷酸铁锂前驱体原料等产品领域。	福泉基地：26	
磷酸	根据不同质量等级，磷酸具有广泛用途：在农业，磷酸是生产磷肥的重要原料，也是生产饲料添加剂的原料；在工业，磷酸主要用于金属表面处理、化学抛光剂生产、洗涤用品和杀虫剂生产、磷系阻燃剂生产等；在新能源，磷酸是正极材料的原料之一；在食品行业，磷酸可作为酸味剂、酵母营养剂使用，亦是生产食品级磷酸盐的重要原料；在医学领域，磷酸可用于制取含磷药物等。	扶绥基地： 净化磷酸 10 商品磷酸 20	
磷酸铁	主要用来制作磷酸铁锂正极材料，也可作催化剂、添加剂等。	恒轩新能源：10	

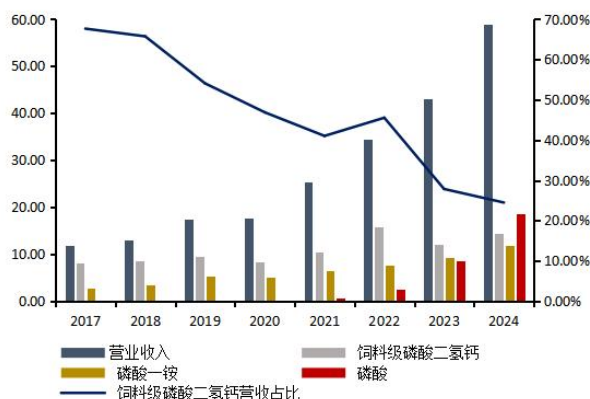
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 产品多元化与市场全球化双轮驱动，实现高质量增长

公司从依赖单一饲料添加剂向新能源材料、消防产品等多元领域的战略转型。公司营业收入从 2017 年的 11.84 亿元强劲增长至 2024 年的 59.06 亿元，规模扩张近五倍，显示出强劲的发展势头，且业务结构发生了显著优化。传统支柱产品饲料级磷酸二氢钙的营收占比从 67.67% 的高位回落至 24.47%，而磷酸一铵、磷酸等其他业务板块的贡献度相对提升，2024 年磷酸产品业务营收首次超过饲料级磷酸二氢钙，成为公司最大收入来源板块。

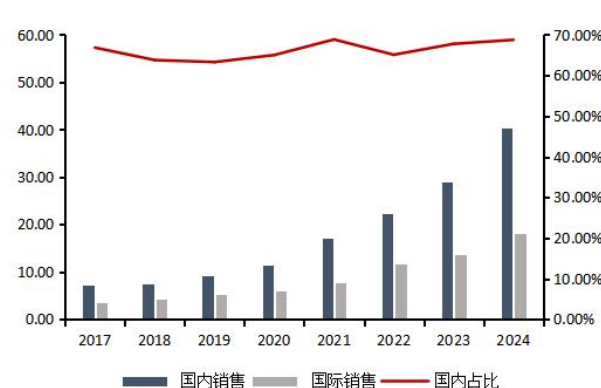
同时公司坚持国内与国际市场并重的双轨发展策略。公司深耕国内市场，国内销售占比始终稳定在 65% 左右，奠定了业绩压舱石；而国际销售额则从 2017 年的 3.73 亿元稳步提升至 2024 年的 18.45 亿元，绝对规模显著扩大，既得益于全球范围内对新能源材料和饲料添加剂需求的持续增长，也体现了公司不断提升的国际化运营能力和日益扩大的全球市场份额。

图3：公司主营业务收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

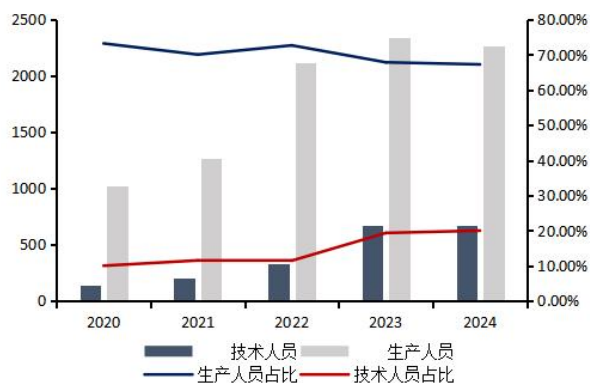
图4：公司销售区域主营构成（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**持续优化人才结构并强化研发投入，推动企业转型升级。**随着新能源材料项目的陆续投产，公司生产团队从2020年的1021人稳步扩充至2024年的2264人，有效保障了产能扩张需求；同时通过引进自动化设备和优化生产流程，生产人员占比从73.24%逐步调整至67.28%。为配合向新能源材料领域的战略转型，公司大力加强技术人才储备，技术人员规模从2020年的140人快速扩张至2024年的674人，占比由10.04%提升至20.03%，建立起覆盖磷化工全产业链的研发团队。在研发投入方面，公司持续加大资金支持力度，年度研发费用从2017年的3506万元增长至2024年的1.55亿元，特别是在2022年转型关键期将研发费用率提升至4.38%的峰值，重点投向磷酸铁、净化磷酸等新产品的工艺研发，这些投入直接支撑了公司产品结构从传统磷化工向新能源材料的转型升级。

图5：川恒股份生产/技术人员总数及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：川恒股份研发投入（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



## 核心基础磷化工产品：传统主业存竞争壁垒

### 磷酸：磷化工产业链的核心中间体

磷酸是磷化工产业链核心中间产品，公司产品以自有高品位磷矿为原料，采用半水湿法工艺生产，铁、铝、镁等杂质含量显著低于行业标准，涵盖工业级、食品级等规格。工业级磷酸主要用于内部配套生产磷酸一铵、磷酸铁等产品，食品级磷酸通过净化工艺去除杂质，可作为食品添加剂或生产食品级磷酸盐的原料。公司广西扶绥基地拥有商品磷酸 20 万吨/年及净化磷酸 10 万吨/年产能，国内市占率约 4%。

磷酸制备工艺主要有湿法磷酸和热法磷酸两类。在能源与原材料价格上涨、环保要求趋严的背景下，热法磷酸因能耗高、成本高且尾气处理难，面临政策与成本双重压力，而湿法磷酸虽对磷矿石品位要求较高、产品杂质较多，但具备设备简单、能耗和成本低的优势，因此湿法净化磷酸替代热法工业磷酸成为我国磷酸工业的发展方向。川恒股份在磷酸生产上优势显著，其自主开发的半水湿法磷酸生产工艺技术达国际同类先进水平，具有工艺流程短、能耗低、成本低等特点；湿法磷酸净化技术让脱氟净化的磷收率较两段中和法提高 15% 以上；该半水湿法工艺相比二水磷酸技术，还能减少 2% 左右的硫酸消耗、节约相关设备投入，产出的磷石膏结晶水含量低且易结合矿井填充技术利用，磷酸杂质含量也更低，更易提纯净化。

磷酸价格经历 2018-2021 年温和上行，受环保限产与需求回升推动；2021-2022 年爆发式上涨，因新能源拉动及供应紧张，磷酸价格一度突破 2 万元/吨；随后进入 2022-2025 年下行通道，产能释放叠加需求放缓，价差持续回落并趋于稳定。

图7：热法磷酸价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8：湿法磷酸价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

**磷酸供需格局总体趋紧。**2020-2024 年，中国磷酸表观消费量由 174.6 万吨快速增至 296.1 万吨，年均增速达 14%，主要受益于新能源材料（尤其是磷酸铁锂）需求爆发及磷化工产业链扩张；同期产能从 411 万吨增至 654 万吨，产量提升至 331 万吨，产能利用率维持在 45%-53% 区间，显示供给响应积极但未明显过剩；进口依赖度始终为零，出口稳定在 33-45 万吨，整体以自给自足、内需主导。展望 2025-2027 年，基于当前供需情况及项目规划，表观消费量预计继续高增，2025 年同比增速或达 30%，产能利用率有望稳步提升，新能源拉动逻辑仍将持续，供

需格局总体趋紧。

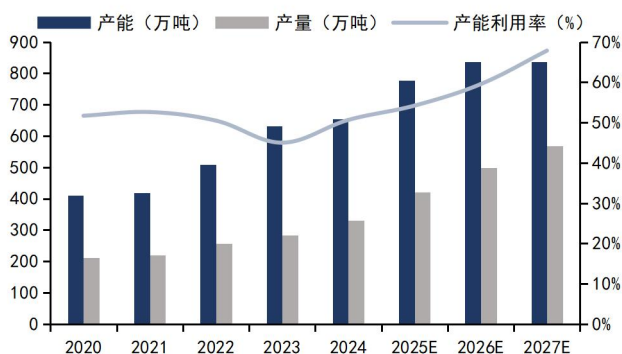
表3: 磷酸供需平衡表（万吨）

年度	产能	产量	进口量	出口量	表观消费量	产能利用率	进口依赖度	表观消费量同比
2020	411	212.6	0.00	37.9	174.6	51.7%	0.0%	1.6%
2021	419	220.4	0.01	33.5	186.8	52.6%	0.0%	7.0%
2022	509	256.8	0.08	45.3	211.6	50.5%	0.0%	13.3%
2023	632	284.3	0.00	36.4	248.0	45.0%	0.0%	17.2%
2024	654	331.1	0.00	34.9	296.1	50.6%	0.0%	19.4%
2025E	777	421.0	0.00	35.0	386.0	54.2%	0.0%	30.4%
2026E	837	498.2	0.00	35.0	463.2	59.5%	0.0%	20.0%
2027E	837	567.7	0.00	35.0	532.7	67.8%	0.0%	15.0%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理及预测

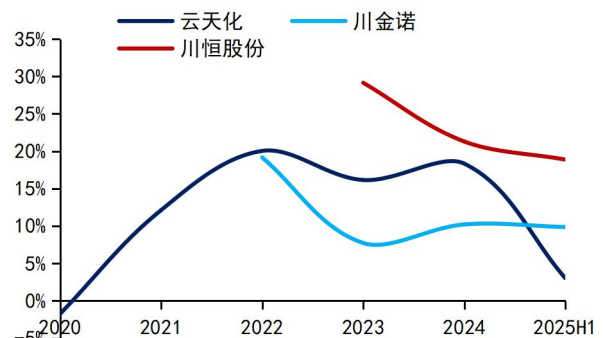
川恒股份磷酸业务毛利率显著高于可比公司，这一优势主要源于公司采用自主开发的半水湿法磷酸工艺，能耗低、杂质少、磷收率高，并实现“自有高品位磷矿-半水磷酸-下游高端产品”一体化布局，有效控制原料成本与品质。此外，川恒磷酸主要用于自产消防级磷酸一铵、饲料级 MCP 及净化磷酸，内部消化比例高，避免了低价外销竞争，进一步支撑其毛利率领先。

图9: 我国磷酸行业产能、产量及产能利用率



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10: 可比公司磷酸产品毛利率

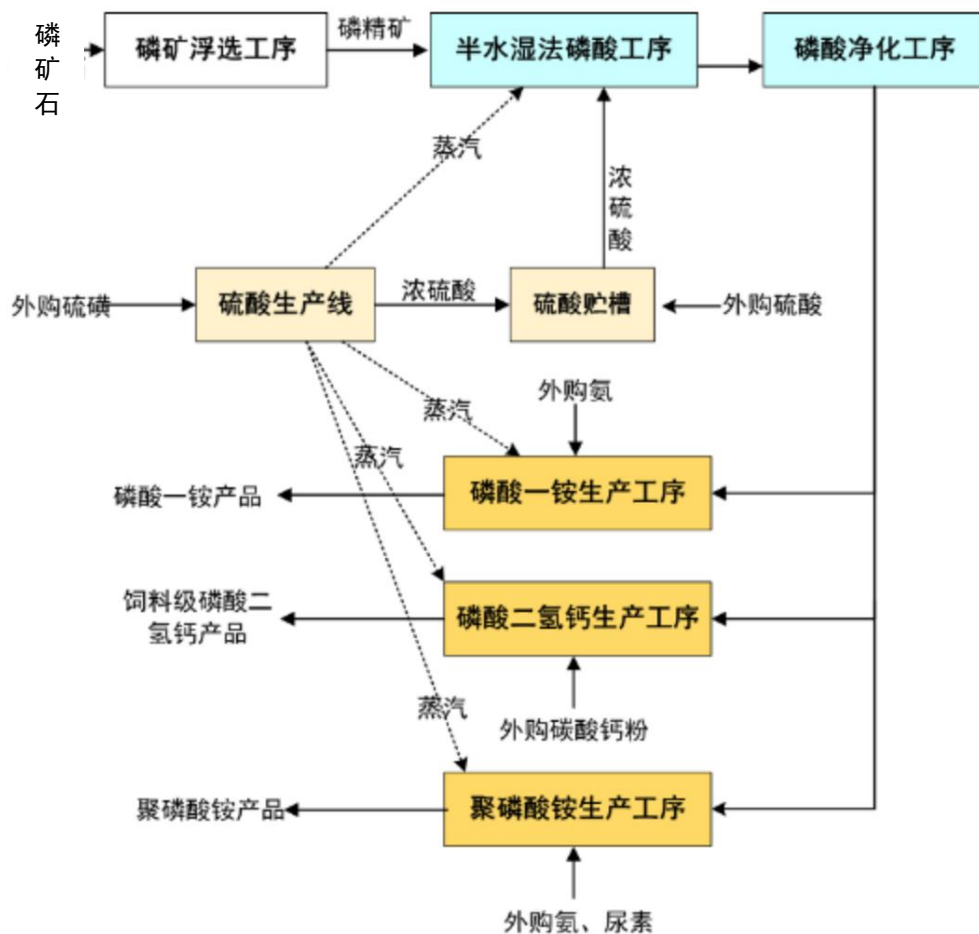


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 磷酸二氢钙：饲料级磷酸盐领域龙头产品

作为公司核心优势产品，饲料级磷酸二氢钙是高效磷酸盐类饲料添加剂，主要用于补充水产动物和禽畜所需磷、钙等矿物质营养元素，具有高水溶性、高生物学效价及水体环保优势。其生产依托自主开发的半水湿法磷酸技术，无需磷酸浓缩、干法反应等步骤，磷收率超 95%，能耗与三废排放量显著低于行业平均水平。公司拥有“小太子”（国内）与“Chanphos”（海外）两大品牌，国内市场主要用于水产饲料，海外市场广泛应用于水产及禽畜饲料。公司饲料级磷酸二氢钙总设计产能达 51 万吨/年（福泉 30 万吨、扶绥 15 万吨、什邡 6 万吨），为全球最大的饲料级磷酸二氢钙生产商，在高端水产饲料领域具备定价影响力。

图11：公司磷酸二氢钙、磷酸一铵及聚磷酸铵工艺流程

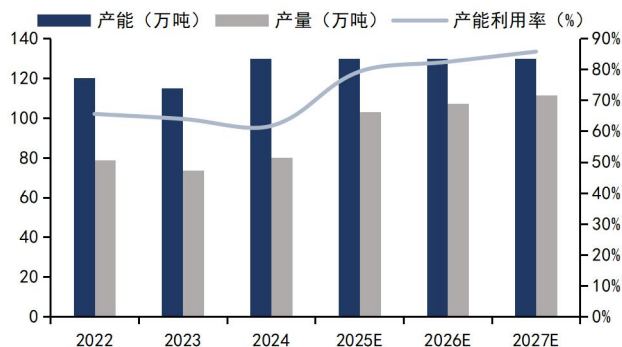


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**2025 年预计磷酸二氢钙产能利用率显著回升。**2022-2024 年，磷酸二氢钙产能基本稳定在 115-130 万吨，产量小幅波动，产能利用率维持在 61%-66%，反映需求平稳、供给相对宽松；自 2025 年起，随着下游饲料升级及水产养殖扩张，产量显著提升。鉴于目前行业内未见确定新增产能，预计 2025-2027 年产能利用率有望攀升至 79%-86%，供需格局偏紧。磷酸二氢钙产量持续提升，主要受益于饲料行业“禁抗”政策推动配方升级、规模化养殖对高生物利用率磷源的需求增加，以及水产和幼畜饲料中对其高水溶性特性的依赖；同时，出口市场（尤其是东南亚）稳步扩张，叠加头部企业产能释放和技术进步，共同驱动产量及产能利用率显著提升。

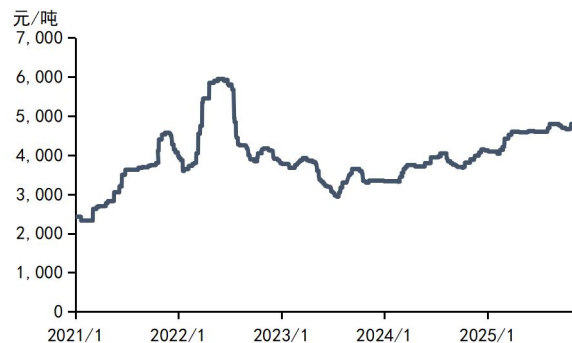
**2021 年以来，饲料级磷酸二氢钙价格整体呈震荡上行趋势。**2021 年初价格约 2500 元/吨，受磷矿石、硫酸等原料成本上升及环保限产影响，于 2022 年一季度冲高至约 6000 元/吨；随后因产能释放、需求增速放缓，价格回落至 3500-4000 元/吨区间震荡。2023-2024 年在农业需求稳定和新能源拉动下逐步企稳回升，2025 年延续温和上涨态势，反映行业供需格局趋于紧平衡，且高端饲钙产品议价能力增强。

图12: 我国磷酸二氢钙行业产能、产量及产能利用率



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

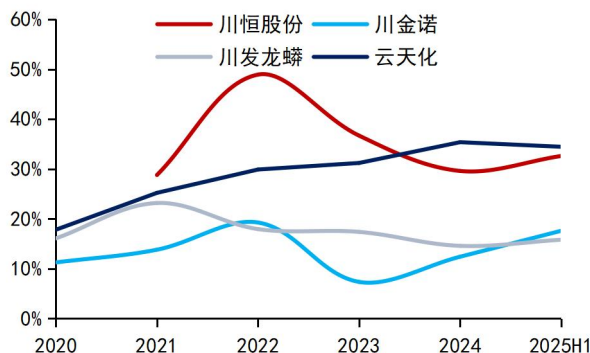
图13: 磷酸二氢钙价格



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

**川恒股份聚焦饲料级磷酸二氢钙，产品毛利率较高。**各公司饲料级磷酸盐毛利率存在明显差异，主要源于产品结构及成本控制不同。川恒股份聚焦高毛利的饲料级磷酸二氢钙（MCP），其2021年和2022年毛利率高达28.79%和48.92%，显著高于同行，主因MCP技术门槛较高、水溶性好，在幼畜及水产料中具备溢价能力；云天化披露的是“饲料级磷酸钙盐”整体口径（含DCP、MCP及其他复配产品），且依托自有磷矿实现成本优势，毛利率稳步提升至35%左右，反映其一体化与产品多元化优势。

图14: 可比公司饲料级磷酸盐毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 各公司披露的细分产品/口径不同, 川恒股份为饲料级磷酸二氢钙, 川金诺为饲料级磷酸盐, 川发龙蟒为饲料级磷酸氢钙, 云天化为饲料级磷酸钙盐

## 磷酸一铵：聚焦高毛利消防级磷酸一铵，构筑差异化竞争优势

磷酸一铵为白色晶体，可制成粉状或颗粒状物，具有一定吸湿性及良好热稳定性，公司生产的磷酸一铵外观为白色粉末，属于肥料级产品，执行《磷酸一铵、磷酸二铵》标准（GB10205-2009），广泛应用于ABC干粉灭火剂、高浓度复合肥、高端复合肥、大量元素水溶肥原料及磷酸铁锂前驱体原料等领域；其中消防用磷酸一铵为主流产品，主含量达90%，在ABC干粉灭火剂中质量占比超75%，是该类灭火剂的核心原料，2017年国家发布《干粉灭火剂》（GB4066-2017）国家标准，



将干粉灭火剂中磷酸一铵最低含量由 50%提升至 75%，叠加全球安全生产及消防形势关注度提升，磷系灭火剂占比持续提高，市场需求稳步增长；肥料用磷酸一铵涵盖 67%和 68%两种养分含量规格，主要用于复混肥料、掺混肥料及大量元素水溶肥料生产，同时公司部分自产磷酸一铵还用于后续磷酸铁产品生产，有效降低外购原料在价格及供应稳定性上对磷酸铁业务的影响。公司磷酸一铵产能 26 万吨/年，位于福泉基地。

### 肥料级磷酸一铵：产能过剩，同质化竞争压制盈利空间

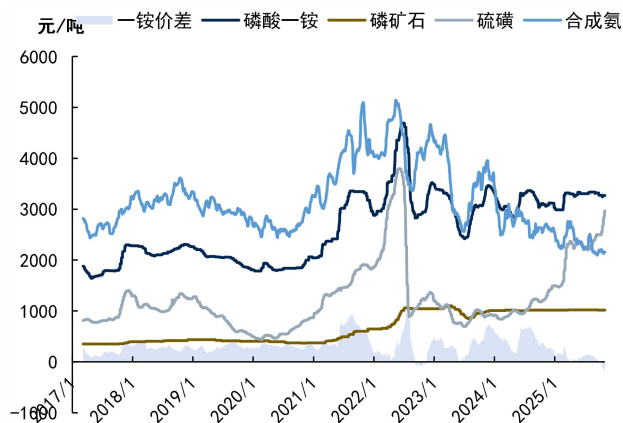
**肥料级磷酸一铵供需格局总体宽松，产能过剩。**作为高浓度复合肥的基础原料，其需求受农业种植面积、粮食价格及化肥政策影响较大，增长缓慢甚至阶段性下滑；而国内产能超 2000 万吨/年，大量中小企业以低成本二水法工艺生产，同质化竞争激烈，产品价格长期贴近成本线运行，行业盈利水平偏低。

**近年来磷酸一铵价格与价差走势受到市场供需及政策的影响波动。**2017-2020 年市场总体于 1700-2300 元/吨区间震荡；2021-2022 年上半年，在全球粮价上涨、新能源需求拉动及出口窗口开放的共振下，出口量激增，价格飙升至 4500 元/吨以上；但自 2022 年下半年起，国家实施严格的法检和配额制出口限制，出口量断崖式下滑，大量产能转向内销，叠加农业需求疲软，价格快速回落并进入 2500-3500 元/吨的震荡区间；2024-2025 年虽有小幅政策松动，但出口仍远低于历史高位，行业转入成本支撑与内需主导的新平衡，价格波动趋于收敛。整体看，出口限制政策是 2022 年后价格中枢下移和价差收窄的核心变量，行业周期性减弱而资源溢价特征凸显。2024 年下半年以来硫磺价格大幅上涨，显著推高磷酸一铵生产成本，但由于下游复合肥企业提价困难、采购谨慎，成本传导受阻，导致磷酸一铵利润被严重挤压，行业重回微利甚至亏损边缘。

**出口政策影响市场，海内外价差走阔。**2021-2022 年，在全球粮食安全担忧、化肥需求激增背景下，叠加中国阶段性出口放行，国际价格（波罗的海 FOB）飙升至 7000 元/吨以上，显著高于国内，价差一度扩大至超过 3000 元/吨。2022 年下半年起，尽管中国实施严格的磷酸一铵出口法检与配额限制，但国际价格仍持续回落，主因全球供需格局逆转，摩洛哥、沙特等非中国主产国产能加速释放，填补供应缺口；同时，高粮价和化肥成本抑制下游采购意愿，叠加欧洲能源价格大幅回落，削弱成本支撑，共同推动国际价格从高位下行。然而，自 2024 年以来，国内外价差再度显著扩大，高峰期差距约至 2000 元/吨。这一轮价差走阔的核心原因正是中国持续的出口总量控制政策，在“国内优先、适当出口”原则下，出口配额集中于 5-9 月且总量受限，导致国内大量产能转向内销，压制国内市场价格；而国际市场因俄乌冲突持续、俄罗斯磷肥出口受阻、南美及印度库存低位补货需求旺盛，价格维持高位，也使拥有出口配额的企业显著受益。



图15: 磷酸一铵价格、价差



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图16: 磷酸一铵国内外价格、价差

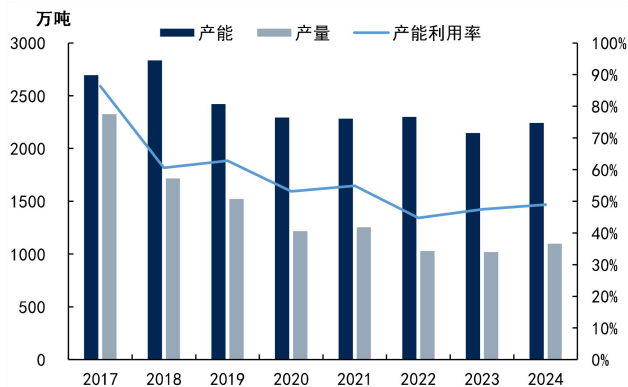


资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

**2017-2024 年，中国磷酸一铵行业产能利用率呈下滑态势。**2017-2018 年高开工率受益于出口旺盛与农业刚需；2019 年起受环保整治、化肥减量政策及产能过剩影响，利用率逐步走低；2021-2022 年虽有新能源概念带动短期需求，但新增产能有限且出口受限，产量未能恢复；2023-2024 年在复合肥需求疲软、出口配额严控及行业主动去库存背景下，产能利用率进一步承压，接近五年低位。

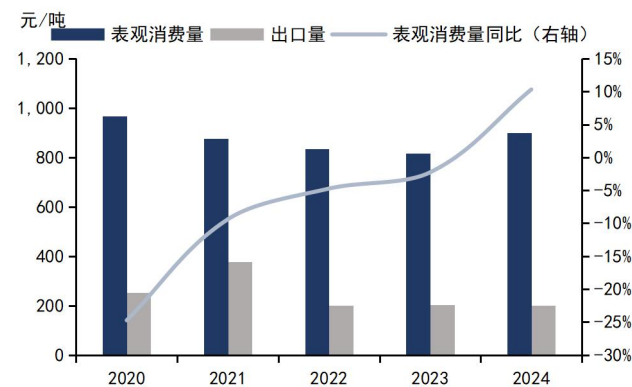
**磷酸一铵需求受限，产能利用率低位企稳。**受出口政策收紧影响，2021-2023 年出口量从 378.6 万吨骤降至约 200 万吨，叠加农业“减肥增效”政策压制，表观消费量连续三年下滑，2023 年降至 815.4 万吨；2024 年受益于秋季肥刚需集中释放及出口小幅恢复，表观消费量同比反弹 10.3% 至 899.4 万吨，产量回升至 1098 万吨，产能利用率小幅提升至 49.0%，但整体仍处于近五年较低水平，进口依赖度始终低于 0.2%，显示高度自给。展望 2025-2027 年，假设出口维持在 164 万吨/年的政策管控区间，进口量维持低位，2026-2027 年表观消费量增速在 1% 和 0.5%，则产能利用率将稳定在 45% 左右，反映在无大规模新增产能背景下，行业通过需求结构优化和存量产能调整逐步实现供需再平衡，但短期内难回高景气周期。

图17: 磷酸一铵产能、产量及产能利用率



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图18: 磷酸一铵表观消费量及出口量

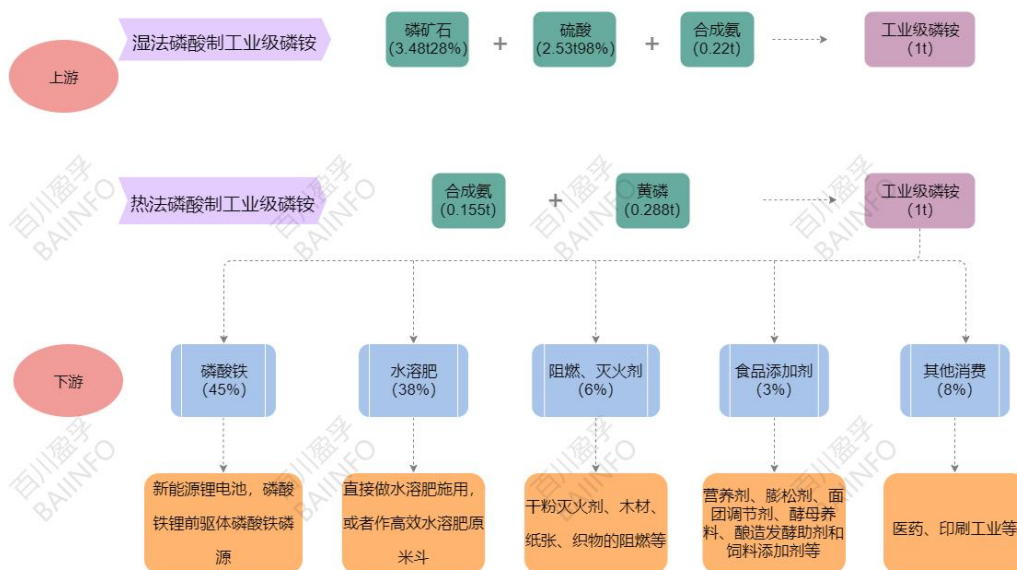


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

### 工业级磷酸一铵：高壁垒、强需求，结构性紧缺支撑高溢价

工业级磷酸一铵（尤其是消防级）则呈现结构性紧缺。高端产品对纯度（主含量 $\geq 90\%$ ）、杂质（Fe、Al、Mg 等）控制要求严苛，技术与认证壁垒高，全国具备稳定量产能力的企业极少；同时，受益于国家强制推行 GB 4066-2017 灭火剂新标（磷酸一铵含量 $\geq 75\%$ ），消防领域需求刚性增长，叠加其在磷酸铁锂前驱体等新能源领域的新兴应用，供给集中于川恒股份等少数龙头，供需格局偏紧，产品溢价能力和毛利率显著高于肥料级。

图19：工业级磷铵产业链

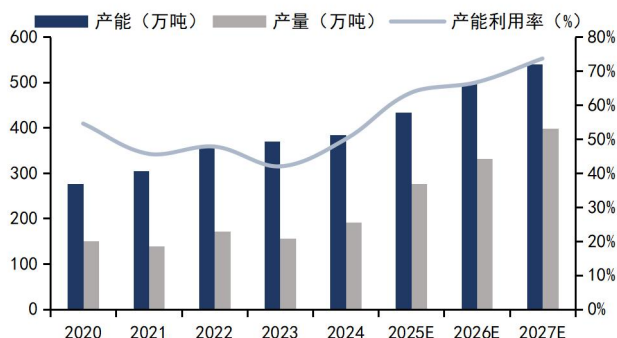


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

**工业级磷酸一铵产能持续扩张，高端需求有望驱动利用率回升。**近年来，我国工业级磷酸一铵行业整体呈现产能稳步扩张但利用率长期偏低。2020-2024 年，行业产能由 276 万吨增至 384 万吨，年均复合增速约 8.6%，但同期产能利用率始终徘徊在 40%-50% 区间，反映出结构性过剩与有效需求不足并存的矛盾。一方面，大量中小厂商以低端二水法工艺生产普通工业级产品，同质化严重；另一方面，高纯消防级、电池级等高端产品供给集中于少数龙头企业，技术壁垒高、认证周期长。展望 2026-2027 年，假设百川盈孚统计的在建产能均顺利投产，产量增速保持在 20%，行业产能利用率有望显著回升，预计从 2024 年的 49.9% 提升至 2027 年的 73.6%，供需格局逐步转向紧平衡，具备高纯工艺和一体化成本优势的企业将率先受益。

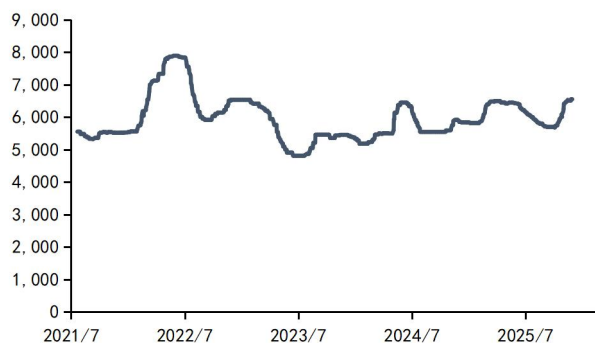
**工业级磷酸一铵（73%）价格中枢高位震荡。**2021 年至 2025 年，工业级磷酸一铵（73% 含量）市场均价整体维持在 5,000-8,000 元/吨区间波动，价格中枢逐步抬升。2022 年受化肥需求阶段性回暖及原材料成本推动，价格一度冲高至近 8,000 元/吨；随后因农业需求疲软、产能扩张导致供给宽松，价格于 2023 年回落至 5,000-6,000 元/吨低位运行。随着国家消防标准升级带动高纯产品需求刚性增长，叠加新能源材料对磷酸铁锂前驱体的需求支撑，行业供需格局边际改善，价格企稳回升。2025 年延续温和上涨态势，反映高端工业级磷酸一铵（如消防级）需求持续释放，具备技术壁垒和资源保障的企业议价能力增强，价格中枢有望稳步上行。

图20: 工业级磷酸铵产能、产量及产能利用率



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

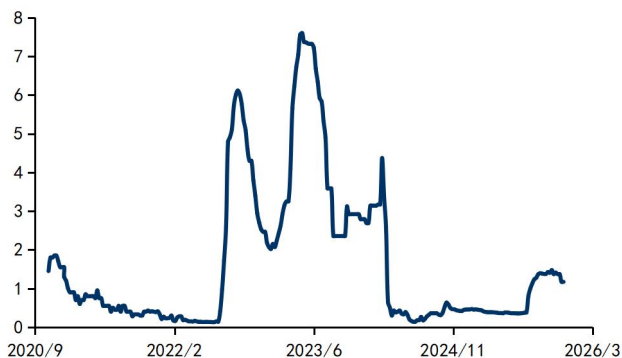
图21: 工业级磷酸铵 73%含量市场均价 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

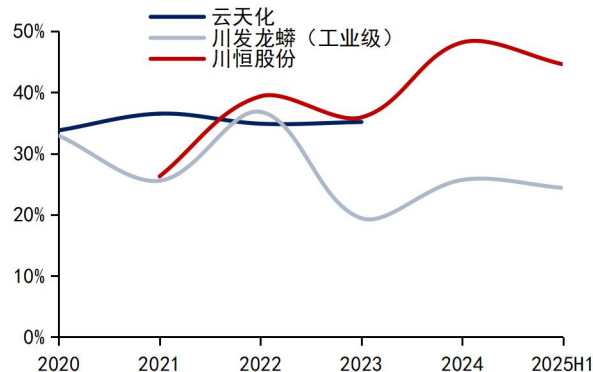
**高纯消防级定位叠加一体化成本优势，川恒磷酸一铵毛利率行业前列。**川恒股份磷酸一铵毛利率从2021年的26.28%升至2024年的48.16%，2025H1为44.57%，高于云天化磷酸一铵（2024年及2025上半年仅披露磷肥口径毛利率，分别为37.93%和39.20%）和川发龙蟒工业级磷酸一铵（2025上半年24.37%）。差异原因在于产品用途与工艺，川恒股份聚焦高纯消防级磷酸一铵，主含量90%，受益于国家消防标准升级（干粉灭火剂中磷酸一铵含量从50%提至75%），带动需求刚性增长且产品附加值高，叠加其采用半水法磷酸为原料，杂质含量低，生产消防用磷酸一铵的工艺成本更低。

图22: 工业级磷酸铵库存 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图23: 可比公司磷酸一铵毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 各公司披露的细分产品/口径不同, 川发龙蟒为工业级磷酸一铵, 川恒股份主要为消防级磷酸一铵

## 新能源驱动磷资源重估，磷矿稀缺性凸显

### 磷矿石：高品位自给资源构筑长期护城河

磷化工产业以磷矿石为核心基础原料，主要通过湿法或热法工艺加工制成磷酸，再与其他化学原料进一步反应生成磷肥、磷酸盐等各类化工产品，最终广泛应用于农业、医药、食品、纺织等多个行业。磷矿石主要以磷酸盐形态存在，作为磷产业链的核心矿产原料，是磷化工行业的立业根基。2016年，我国出台《全国矿产资源规划（2016-2020年）》，首次将磷矿石与石油、天然气等24种矿产资源一同纳入战略性矿产目录。鉴于磷化工企业对资源的强依赖性，且磷矿石具备不可替代、不可再生的特性，核心原料磷矿石的供给情况对整个磷化工产业链的发展起着决定性作用。

磷矿石是公司“矿化一体”布局的核心资源基础，公司通过控股福麟矿业、黔源地勘及参股天一矿业，掌控小坝磷矿、新桥磷矿、老虎洞磷矿等优质资源。公司控股子公司福麟矿业拥有小坝磷矿、新桥磷矿及鸡公岭磷矿，控股子公司黔源地勘拥有老寨子磷矿的采矿权，参股公司天一矿业拥有老虎洞磷矿。目前年开采能力约320万吨，2025年上半年实际开采154.10万吨，其中29.21万吨对外销售，其余用于内部生产自给，资源自给率行业领先。该业务2025年上半年实现营收2.33亿元，毛利率高达81.21%，是核心利润来源之一。当前鸡公岭磷矿、老寨子磷矿、老虎洞磷矿正处于建设期，2028年之前的部分磷矿石增量主要可用于磷化工生产自给，预计2028年后公司磷矿石年产能将达850万吨，保障原料充分自给的同时也具备外销增加的能力，成本优势与产业链掌控力将进一步强化。

表4：公司在建磷矿产能爬坡情况预测（万吨/年）

矿山主体	权益比例	阶段	规划权益产能	2025年产量	2026年产量	2027年产量	2028-2030年
福麟矿业（鸡公岭）	90%	在建	225（250×90%）	3-5	10-15	约30	225
黔源地勘（老寨）	58.5%	在建	105（180×58.5%）	0	10-15	约20	105
天一矿业（老虎洞）	40%	在建	200（500×40%）	30-40	60-80	约80	200
在产+新增合计（权益口径）	—	—	约850	约320	约380	约450	约850

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

**磷矿资源禀赋差、环保约束强，导致国内供给持续趋紧。**我国磷矿资源呈现富矿稀缺、贫矿居多、品位偏低、伴生复杂等显著特点。2005-2016年开采量快速扩张，但2016年长江大保护上升为国家战略后，沿线磷矿及磷化工企业整治力度加大，全国磷矿石产量在2017-2020年连续下滑；2021-2024年虽略有回升，但受多年高强度开采影响，富矿资源加速枯竭，整体品位持续下降。叠加环保督查与安全生产政策趋严，如2022年国家矿山安监局推动部分安全生产不达标中小产能退出，磷矿山开工率长期低位运行，供给端刚性约束日益凸显。

**中国以全球5%储量支撑近半产量，资源保障压力突出，稀缺属性持续强化。**中国磷矿石以全球约5%的储量贡献了全球45.8%的产量，储采比仅为33.6，远低于摩洛哥的1667，资源透支严重。据美国地质调查局数据，2024年全球磷矿储量740亿吨，其中摩洛哥占67.6%（500亿吨），但其因基础化工产业薄弱，产量仅占全球12.5%；而中国储量仅37亿吨，却年产超1.1亿吨，且整体品位仅17%，可采储量平均品位亦不足23%，显著低于全球30%的平均水平。在新能源需求大增与国内供给增长受限的双重作用下，磷矿石稀缺性不断强化，预计价格中枢将长期维持高位。



表5: 全球主要磷矿产出地区储量、产量及储采比

	全球	摩洛哥	中国	埃及	俄罗斯	沙特	约旦	美国	其他国家
<b>储量 (亿吨)</b>									
2024 年	740	500	37	28	24	10	10	10	121
2024 年储量占比	100.00%	67.57%	5.00%	3.78%	3.24%	1.35%	1.35%	1.35%	16.35%
<b>产量 (亿吨)</b>									
2022 年	2.28	0.39	0.93	0.05	0.14	0.09	0.11	0.2	0.37
2023 年	2.33	0.33	1.05	0.05	0.13	0.1	0.12	0.2	0.36
2024 年	2.4	0.3	1.1	0.05	0.14	0.1	0.12	0.2	0.4
2024 年产量占比	100.00%	12.50%	45.83%	2.08%	5.83%	3.96%	5.00%	8.33%	16.46%
<b>储采比</b>									
2024 年	308.33	1666.67	33.64	560	171.43	105.26	83.33	50	306.33

资料来源: 美国地质调查局, 国信证券经济研究所整理

**磷矿石消费结构持续演变, 新能源驱动需求增量。**近年来, 我国磷矿石消费结构发生显著变化, 传统农业需求仍为刚性支撑, 但占比逐年下降。2015 年磷肥占磷矿石消费总量的 78%, 至 2024 年已降至 54%, 反映出“减肥增效”政策与化肥使用效率提升对农业用矿的抑制; 与此同时, 以湿法磷酸为代表的新能源材料应用快速崛起, 其消费占比从 2021 年的 7% 跃升至 2024 年的 17%, 成为磷矿石边际需求增长的核心驱动力。该部分主要用于生产磷酸铁、磷酸铁锂等新能源材料, 受益于新能源汽车和储能市场的爆发式发展, 带动对高品位、可净化磷矿的需求激增。黄磷消费占比稳定在 8%-11% 之间, 其他用途 (如氟化工、水处理) 也逐步拓展。

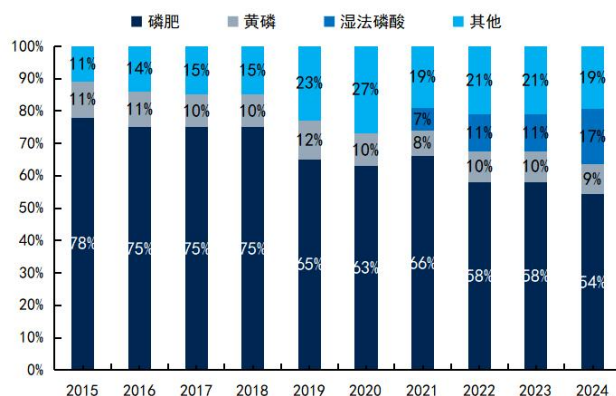
**供需紧平衡格局延续, 价格中枢长期高位运行。**尽管磷矿石表观消费量持续增长, 但国内供给端受限因素叠加, 难以匹配需求扩张。一方面, 富矿资源枯竭、平均品位下降、开采难度加大导致成本上升; 另一方面, 环保整治、安全生产监管趋严 (如长江大保护、矿山安全整治) 推动大量中小产能退出, 有效供给收缩。虽然未来三年有部分新矿山投产, 但由于项目审批周期长、建设延期普遍、跨区域运输限制以及优质矿权稀缺, 新增产能释放缓慢且有限。综合来看, 2026 年前后国内磷矿石供需仍将维持紧平衡状态。叠加西南地区 30% 品位磷矿石市场价格自 2021 年上半年的不足 400 元/吨飙升至 1000 元/吨以上, 并长期在高位震荡运行超三年, 资源稀缺属性凸显, 磷矿石中长期价格中枢有望维持在较高水平。

图24: 西南地区磷矿石市场价格



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图25: 国内磷矿石消费结构变化



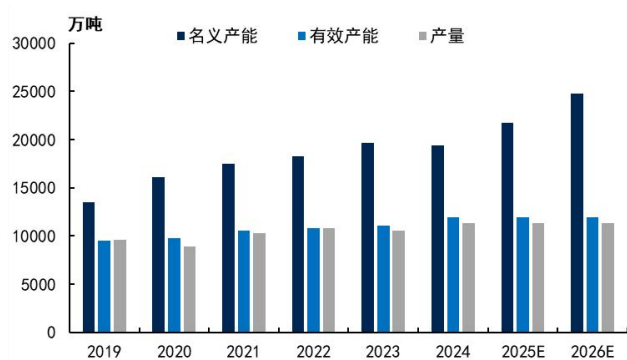
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理



**磷矿石产量创六年新高，但有效供给仍受制于结构性瓶颈。**据百川盈孚，2020-2024 年，我国磷矿石名义产能由 1.61 亿吨增至 1.94 亿吨，但实际供给能力远低于账面水平。2024 年全国产量达 1.14 亿吨，为 2018 年以来最高值；表观消费量同步攀升至 1.19 亿吨，同比增长 11.4%，部分受益于磷酸铁锂等新能源材料需求快速扩张。然而，据百川盈孚统计，当前有效产能仅约 1.19 亿吨/年，与 1.94 亿吨的名义产能之间存在高达 0.75 亿吨的闲置差额，反映大量产能因环保约束、矿权审批滞后、品位过低或缺乏配套加工能力而难以释放。行业集中度低，生产企业约 273 家，CR8 仅 33.4%，以及中小矿山开工受限，进一步制约供给弹性。

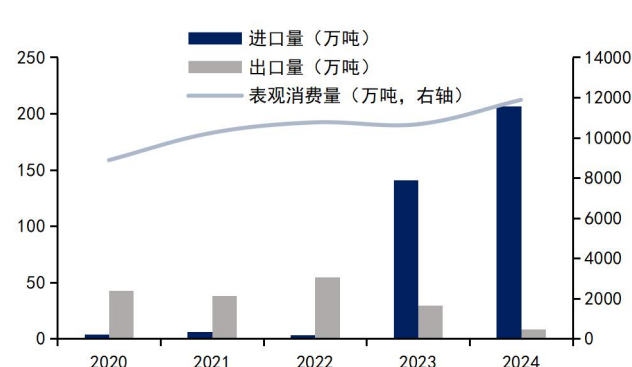
**新增产能落地率或较为有限，进口难改紧平衡格局。**尽管 2025-2027 年规划新增名义产能合计达 0.59 亿吨，但结合历史经验及当前政策环境、矿山开采难度及品位限制等情况，预计实际有效新增产能落地比例可能不足 40%，即三年仅约 0.24 亿吨以内能形成真实供应。与此同时，进口虽在 2024 年增至 207 万吨（同比+46.8%），但占消费比重仍低于 2%，且受内陆主产区运输成本制约，进口矿难以形成有效补充。综合来看，2025-2027 年磷矿石表观消费量或将稳步升至 1.42 亿吨，而有效供给增速有限，供需紧平衡格局和价格高位运行态势有望持续。

图26: 中国磷矿石产能、产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图27: 中国磷矿石进出口量及表观消费量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

表6: 磷矿石供需平衡表（万吨）

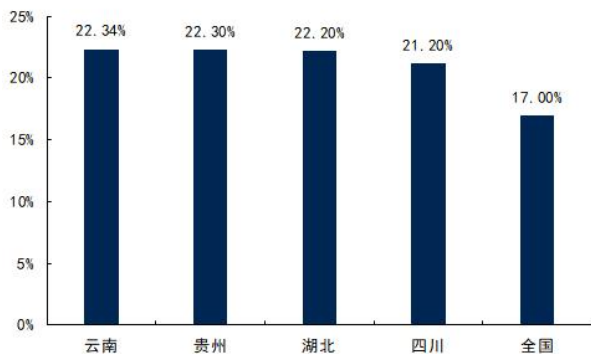
	产能	产量	进口量	出口量	表观消费量	产能利用率 (%)	进口依赖度	表观消费量同比
2020	16091	8919.9	4.0	42.8	8881.1	55.4%	0.0%	
2021	17481	10271.8	6.5	38.1	10240.1	58.8%	0.1%	15.3%
2022	18264	10811.5	3.2	55.0	10759.7	59.2%	0.0%	5.1%
2023	19684	10555.2	140.9	29.5	10666.6	53.6%	1.3%	-0.9%
2024	19447	11680.3	206.8	8.3	11878.9	60.1%	1.7%	11.4%
2025E	21732	12800.0	180.0	8.3	12971.7	58.9%	1.4%	9.2%
2026E	24762	13448.6	180.0	8.3	13620.3	54.3%	1.3%	5.0%
2027E	25342	13993.4	180.0	8.3	14165.1	55.2%	1.3%	4.0%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理及预测

**2023 年以来川恒股份磷矿石毛利率高于可比公司，且稳定性更强。**2021-2025H1 期间，公司磷矿石毛利率从 61.99% 攀升至 81.21%，2023 年后持续稳定在 81% 以上。高毛利核心源于川恒的资源与模式优势，其掌控的新桥、小坝等磷矿品位较高 ( $P_2O_5$ )

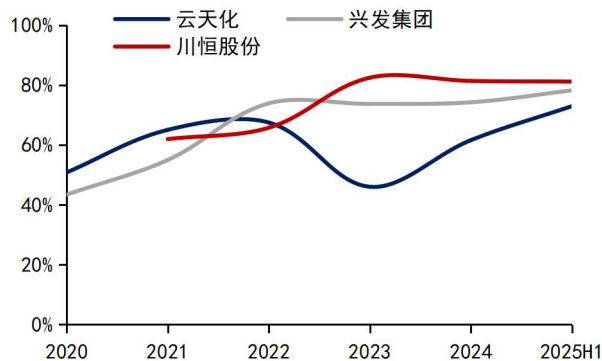
含量 24%-26%)，叠加高效开采与矿井充填工艺，既降低了开采成本，又通过磷石膏资源化利用压缩了环保成本；同时川恒磷矿石以内部配套生产为主，外销占比低，避免了市场低价竞争的冲击。

图28: 中国磷矿石品位



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

图29: 可比公司磷矿石毛利率



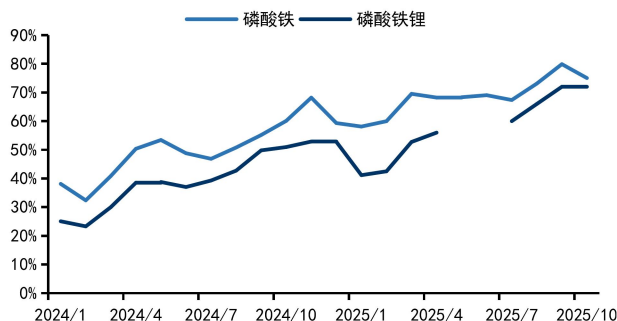
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 储能及动力电池驱动磷矿石需求上行

### 锂电产业链开工提升，磷酸铁景气度有望回暖

2025 年下半年，锂电行业呈现显著的复苏态势，全产业链排产与开工率稳步提升。据卓创资讯，磷酸铁开工率从 1 月的 58% 升至 10 月的 75%；磷酸铁锂开工率由 1 月的 41% 升至 10 月的 72%；六氟磷酸锂开工率同步从 43% 跃升至 80%。伴随产能释放，产品价格强势反弹，六氟磷酸锂价格从年初 6 万元/吨飙升至 12 月的约 17 万元/吨，磷酸铁锂价格也由 3.6 万元/吨涨至超 4 万元/吨，反映下游需求持续向好。旺盛的含磷材料需求进一步传导至上游，拉动磷矿石及高纯磷酸等原料的消费，支撑磷化工产业链景气度回升。

图30: 中国磷酸铁及磷酸铁锂月度开工负荷率



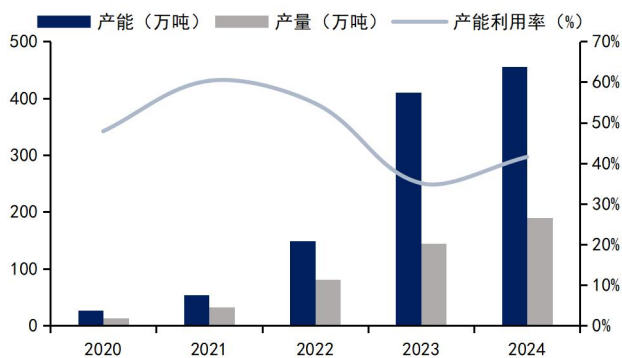
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

磷酸铁作为磷酸铁锂正极材料的核心前驱体，是连接上游磷化工与下游新能源电池的关键环节。磷酸铁也称正磷酸铁，主要用于制作磷酸铁锂正极材料，亦可作

为催化剂、添加剂等，其制备方法包括均相沉淀法、固相合成法、溶胶-凝胶法和水热合成法等，我国工业生产以沉淀法为主，由磷酸/磷酸盐提供磷源、纯铁/硫酸亚铁提供铁源，其中作为电池材料是其核心用途；磷酸铁锂产业链上游涵盖锂源（碳酸锂、氢氧化锂）、铁源（铁单质、二价/三价铁化合物）、碳源（蔗糖、葡萄糖）、磷源（净化磷酸、磷酸一铵）等原材料，中游正极材料中磷酸铁锂与三元材料占据主导地位，下游以动力电池和储能电池为核心应用领域。磷酸铁作为制备磷酸铁锂的关键前驱体，以其为基础的固相法工艺成熟度高、产品压实密度高，是目前应用最广泛的磷酸铁锂生产方法之一。公司磷酸铁由控股子公司恒轩新能源运营，拥有 10 万吨/年产能，国内市占率约 2%。

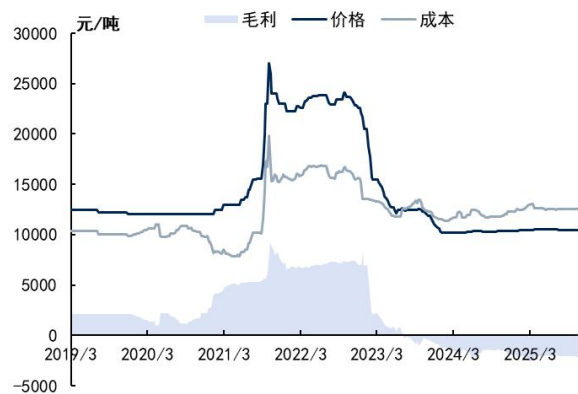
**磷酸铁需求明显回暖，景气度有望提升。**据百川盈孚，截至 2025 年 10 月，国内磷酸铁行业产能达 482 万吨，2024 年以来行业新增产能投放节奏明显放缓，但目前仍面临产能过剩问题，自 2023 年 7 月磷酸铁价格首次跌破成本线以来，磷酸铁生产的毛利润为负值已持续超两年。2020-2024 年，中国磷酸铁行业经历爆发式扩张，产能从 26.5 万吨激增至 455.8 万吨，产量由 12.7 万吨跃升至 189.4 万吨，年均复合增速超 95%，产能利用率在 2023 年一季度降至 35.1% 的低位，反映阶段性产能过剩；但受益于磷酸铁锂电池在动力与储能领域的持续渗透，2024 年需求明显回暖，产能利用率回升至 41.5%。展望 2025-2027 年，尽管规划新增产能仍较多，但大量项目受制于磷矿资源审批、环评约束、资金压力及下游订单落地节奏，实际投产比例可能显著低于规划水平；叠加头部企业凭借“磷矿-净化磷酸-磷酸铁”一体化优势加速扩产，行业或存在名义产能虚高、有效供给集中的现象。预计 2025 年磷酸铁表观消费量增速或超过 50%，整体产能利用率提升至 57% 左右，2026-2027 年供需情况需关注新增产能落地节奏。

图31：磷酸铁行业产能、产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

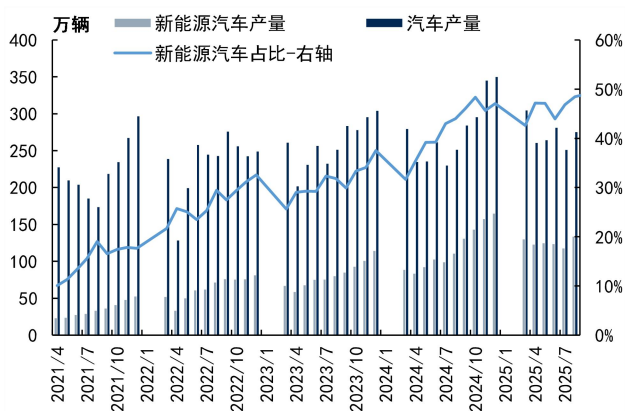
图32：磷酸铁价格、成本、毛利



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

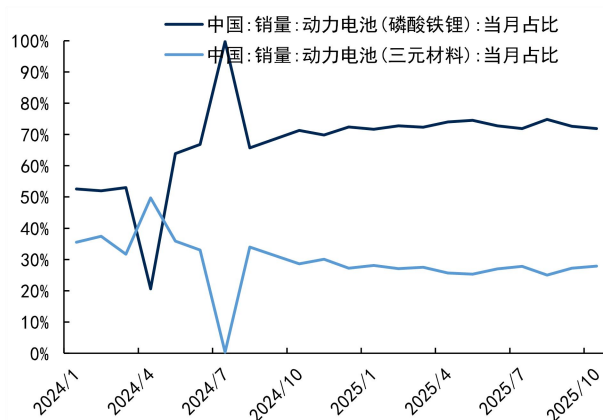
**新能源车与储能双轮驱动，贡献磷矿石重要下游增量。**近些年来，在国内相关政策支持、锂电技术进步、消费者对新能源汽车接受程度提高等背景下，我国新能源汽车产业快速发展，据国家统计局数据，截至 2025 年 10 月底，我国汽车产量 2287 万辆，其中新能源汽车产量 1080 万辆，占比 47%。2024 年我国磷酸铁锂电池在动力电池领域市占率达 68%；凭借高温下结构稳定、安全性高、循环寿命不低于 15 年等优势，磷酸铁锂电池在储能领域占据垄断地位。受益于新能源汽车市场快速增长与储能领域持续扩展，我国锂电池产量规模不断扩大，带动磷酸铁锂正极材料出货量大幅攀升，根据则言咨询数据，2024 年出货量达 244.5 万吨，同比增长 54.1%，较 2020 年的 16.35 万吨增长超 14.95 倍。

图33: 中国新能源汽车产量及占比



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图34: 中国磷酸铁锂动力电池销量占比

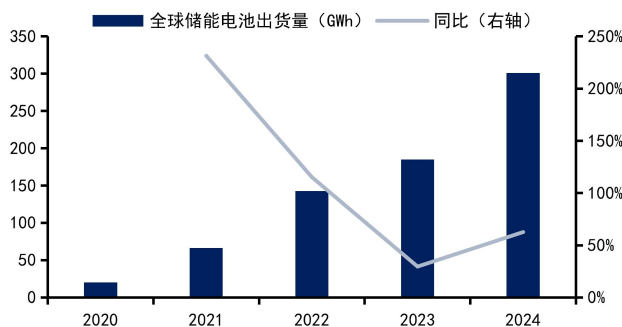


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 储能对磷矿石需求的边际拉动效应有望增强

**储能电芯出货高增，2026 年或将迈向 800GWh 新台阶。**2020-2024 年全球储能电池出货量呈现爆发式增长态势，出货量从 2020 年的 20 GWh 提升至 2024 年的 301 GWh，4 年间规模扩张超 15 倍，年复合增速超 100%。2024 年全球动力电池及储能电池总出货量达 1299 GWh，同比增长 24%，其中储能电池贡献了核心增量，从 2023 年 185 GWh 升至 2024 年 301 GWh，同比增 62.7%。根据 InfoLink 全球储能供应链数据库数据显示，2025 年前三季度全球储能电芯出货量已达 410.45 GWh，同比大幅增长 98.5%。其中第三季度表现尤为强劲，受益于海内外市场需求同步释放，电芯企业普遍实现满产满销，单季出货量达 170.24 GWh，创下历史新高。需求端的快速放量已推动市场由此前的产能过剩转向阶段性紧平衡，部分厂商开始释放涨价信号。基于当前排产与订单情况，InfoLink 预计 2025 年全年全球储能电芯出货量将超过 560 GWh，并有望逼近 600 GWh。展望 2026 年，全球储能需求仍将持续多点发力，而新增产能主要集中在下半年释放，整体供需或呈现上半年偏紧、下半年逐步宽松的格局。综合各厂商出货指引及区域项目落地进度，InfoLink 初步预测 2026 年全球储能电芯出货量将接近 800 GWh，行业仍将保持中高速增长态势。

图35: 全球储能电池出货量（GWh）



资料来源：SNE Research，国际能源网，国信证券经济研究所整理

表7：全球动力电池及储能电池出货量

电池企业	2023 年				2024 年				
	动力 (GWh)	储能 (GWh)	合计 (GWh)	市占率	动力 (GWh)	储能 (GWh)	合计 (GWh)	同比	市占率
宁德时代	308	74	382	36%	381	110	491	29%	38%
比亚迪	135	22	157	15%	165	27	192	22%	15%
LG 新能源	129	8	137	13%	120	8	128	-7%	10%
亿纬锂能	21	21	42	4%	28	40	68	62%	5%
中创新航	34	8	42	4%	44	20	64	52%	5%
国轩高科	25	6	31	3%	32	18	50	61%	4%
三星 SDI	49	9	58	6%	38	10	48	-17%	4%
松下	41	/	41	4%	40	2	42	2%	3%
SK On	57	/	57	5%	31	/	31	-46%	2%
欣旺达	14	1	15	1%	21	1	22	47%	2%
其他	52	36	88	8%	98	65	163	85%	13%
总计	865	185	1050	100%	998	301	1299	24%	100%

资料来源：SNE Research，国际能源网，国信证券经济研究所整理

在全球储能产业加速扩张的背景下，磷酸铁锂对上游磷资源的需求持续提升。我们假设全球储能电池和动力电池中采用磷酸铁锂技术路线的比例分别为 100%和 50%。按行业经验值，每 GWh 磷酸铁锂电池约消耗 0.25 万吨磷酸铁 ( $\text{FePO}_4$ )，使用 4 吨磷矿石/吨磷酸铁的单耗，推算对应的磷矿资源需求。参考 InfoLink 对储能电池出货量的预测（2025/2026 年约 600/800 GWh），SNE Research 公布 2025 年前三季度全球动力电池总装车量约同比增长 34.7%，以及弗若斯特沙利文对全球动力/储能电池行业 2025–2029 年的预测复合增速分别为 26.7%/22.9%，假设全球储能电池出货量在 2025–2027 年分别增至 600/800/983 GWh，对应磷矿石需求将升至 600/800/983 万吨，占我国磷矿石预测产量比重分别达到 4.7%/5.9%/7.0%；同期全球动力电池出货量将增至 1344/1703/2158 GWh，对应磷矿石需求升至 672/852/1079 万吨，占我国磷矿石预测产量比重分别达到 5.3%/6.3%/7.7%。储能级磷酸铁对原料纯度要求高（低铁、低镁、低重金属），实际可适配的高品位磷矿资源远比总量稀缺，叠加动力电池的持续贡献，磷资源在新能源电池领域的消费比重将持续提升。因此，具备优质矿源及“矿化一体”能力的企业将在新能源材料竞争中占据显著战略优势。

表8：全球储能电池及动力电池出货量对应磷矿石需求估算

	2024	2025E	2026E	2027E
全球储能电池出货量 (GWh)	301	600	800	983
对应磷酸铁需求 (万吨)	75	150	200	246
对应磷矿石需求 (万吨)	301	600	800	983
占我国磷矿石产量比例	2.6%	4.7%	5.9%	7.0%
全球动力电池出货量 (GWh)	998	1344	1703	2158
对应磷酸铁需求 (万吨)	125	168	213	270
对应磷矿石需求 (万吨)	499	672	852	1079
占我国磷矿石产量比例	4.3%	5.3%	6.3%	7.7%
我国磷矿石产量 (万吨)	11680	12800	13449	13993

资料来源：SNE Research，国际能源网，InfoLink，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

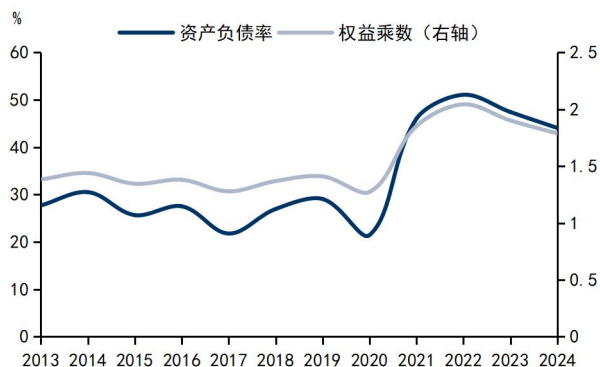


## 财务分析

### 资本结构及偿债能力分析

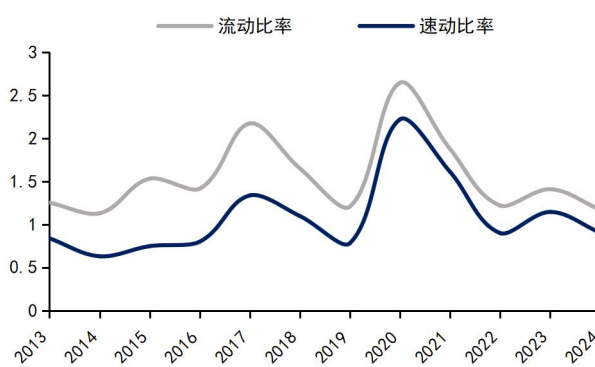
**资本结构趋积极，偿债风险略有提升但可控。**近年来，公司资本结构因业务扩张发生显著变化，财务杠杆明显提升。2024 年公司资产负债率为 44.06%（剔除预收账款后为 42.84%），较 2020 年低点（21.45%）翻倍，权益乘数升至 1.79，长期资本负债率达 27.86%，反映公司在磷矿资源开发、磷化工产能建设中积极运用债务融资，财务策略由保守转向进取。与此同时，短期偿债能力有所承压，2024 年流动比率降至 1.17，速动比率为 0.90，处于近五年低位，主要因非流动资产占比上升（达 70.04%）及流动负债规模扩大所致。尽管如此，公司依托高毛利产品（如消防级磷酸一铵、饲料级 MCP）和稳定的下游绑定，经营性现金流仍具韧性，整体财务风险可控，但需关注后续资本开支节奏与债务结构优化。

图36：公司资产负债率和权益乘数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：公司流动比率和速动比率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 经营效率分析

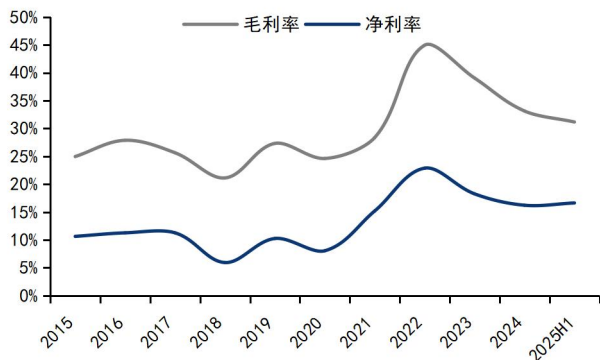
**2024 年公司各类资产的运营效率同比有所提升，整体经营效率处于较优水平。**2024 年公司总资产周转率为 0.47，较 2023 年的 0.39 有所改善，资产的整体运营效能得到增强；存货周转率（Wind 计算）达 4.76，较 2023 年的 3.36 明显提升，对应存货周转天数从 107.22 天降至 75.70 天，存货管理成效显著，产品销售流转速度加快；应收账款周转率（Wind 计算）为 22.55，较 2023 年的 18.90 有所回升，对应应收账款周转天数从 19.05 天缩至 15.96 天，应收账款回收效率较高，资金回笼速度得到优化。

### 盈利能力分析

**自 2015 年以来，公司利润率中枢提升。**2015-2021 年公司毛利率持续运行在 21%-28% 的区间，净利率维持在 6%-15%。2022 年磷化工景气度大幅提升，推动毛利率跃升至 44.9%、净利率达 22.9%，创历史新高。同期费用结构显著优化，销售费用率从 2020 年的 6.15% 降至 2022 年的 1.68%，因高端客户以直销为主；管理费用率保持在 6.5% 以下；研发费用率自 2021 年起提升至 2% 以上，支撑高纯磷酸、阻燃剂等新品开发。2023-2025 年虽受新能源材料价格回调影响，毛利率回落至 33% 左右，但凭借产品高端化与高效费用管控，公司仍维持 16% 以上的净利率，展

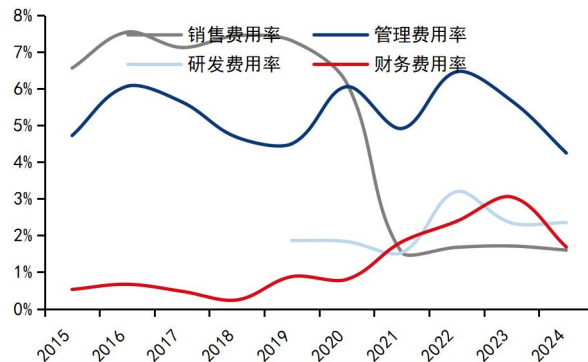
现出盈利韧性。

图38: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

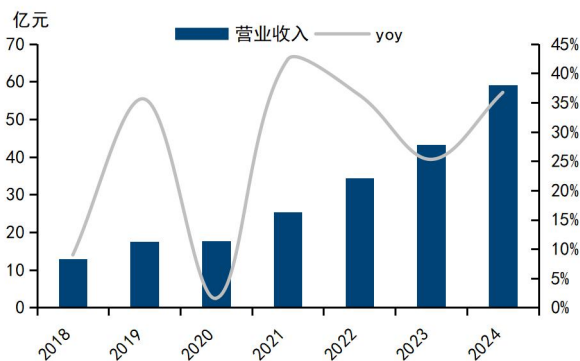
图39: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

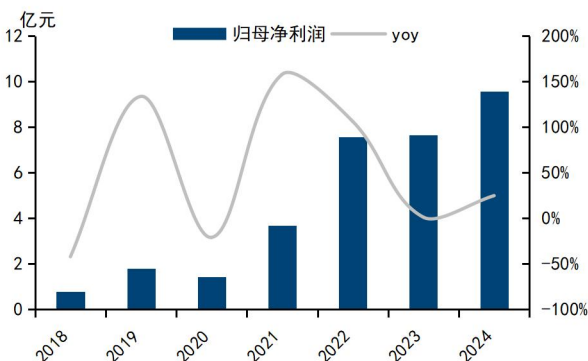
**近年来公司营收与利润高增。**2018–2024 年，川恒股份营收由 12.90 亿元增长至 59.06 亿元，复合增速达 29.2%；归母净利润从 0.77 亿元大幅提升至 9.56 亿元，复合增速高达 52.3%，主要得益于磷化工景气度提升，磷矿石价格中枢上移，消防级磷酸一铵受益于国家灭火剂新标实施、磷酸铁等新能源材料放量，叠加自有磷矿石业务贡献显著利润弹性，同时销售费用率持续下降、费用管控有效，共同推动盈利质量与规模同步跃升。

图40: 公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

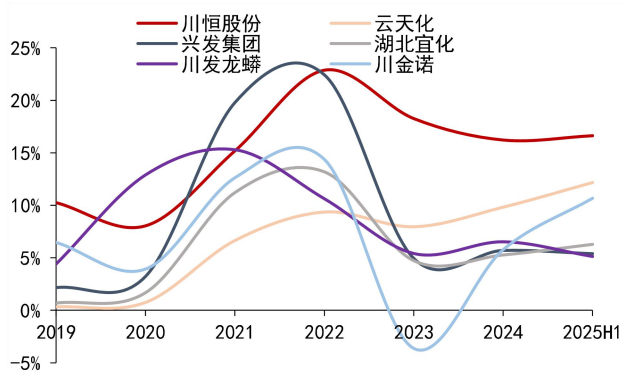
图41: 公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

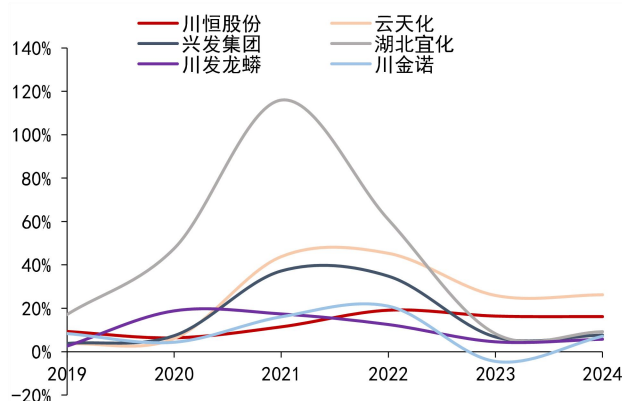
**盈利质量领先，净利率与 ROE 稳居行业前列。**2019–2024 年，川恒股份净利率由 10.3% 稳步提升至 16.2%，2023 年开始显著高于多数磷化工同行；2025 年上半年进一步微升至 16.6%，稳居行业首位。同期 ROE 从 9.4% 升至 16.2%，虽低于湖北宜化、云天化、兴发集团等在 2021–2022 年周期高点时的水平，2023 年开始仅低于云天化，高于其他可比公司，反映其盈利质量稳健，对价格弹性依赖度较低。整体来看，川恒股份凭借高端专用化学品定位和一体化成本优势，在行业中展现出稳健且领先的盈利能力和资本回报水平。

图42: 可比公司净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 可比公司 ROE (加权)

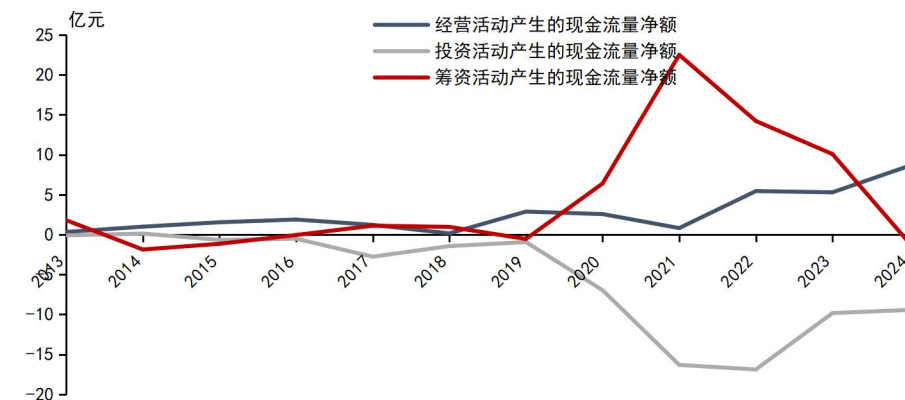


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 现金流量分析

**公司现金流量情况较好，经营活动健康。**2013-2024 年，川恒股份经营活动现金流整体提升，2021 年后显著增强，2024 年达 8.59 亿元，反映主业盈利质量持续提升；投资活动现金流长期为净流出，尤其 2021-2024 年累计支出超 52 亿元，凸显公司在磷矿资源开发、磷酸铁及一体化等项目上的大规模资本开支；筹资活动现金流前期以融资输血为主，2021-2023 年合计净流入 46.77 亿元，支撑快速扩张，而 2024 年转为净流出 1.04 亿元，表明公司或已进入依靠自身经营造血反哺投资、减少外部融资依赖的新阶段，现金流结构趋于健康。

图44: 公司现金流量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们预计公司 2025-2027 年营收为 74.50/78.78/82.94 亿元，同比增长 26.1%/5.8%/5.3%，归母净利润为 13.13/15.26/17.55 亿元，同比增长 37.3%/16.3%/15.0%。主要预测假设和逻辑如下：

#### 1、公司收入预测核心假设：

关于行业及公司未来收入的预测，我们的分析逻辑如下：

**行业基本情况：**磷化工行业处于传统需求稳增长，资源稀缺性凸显的成熟发展阶段。受益于饲料行业“禁抗”政策推动饲料级磷酸盐需求升级、农业现代化对磷肥的刚性需求支撑，叠加磷矿石作为不可再生资源的供给约束持续强化，国内磷化工市场规模保持稳健增长态势。川恒股份作为国内磷化工领域的资源型领军企业，在磷酸盐产品品质、磷矿石自给率方面具备显著竞争优势，有望依托行业景气度实现稳健增长。

**公司基本情况：**公司 2018-2024 年营收和归母净利润复合增速分别为 29.2%和 52.3%，历史业绩增长势头强劲。基于我们对公司业务布局及经营能力的判断，未来增长核心支撑明确：一是磷矿石产能持续释放（鸡公岭、老寨子、老虎洞等在建矿山逐步投产），为公司磷化工业务提供低成本原料保障，2028 年新增磷矿产能全部达产后磷矿石外销量也有望提升，贡献业绩增量；二是半水湿法磷酸工艺的成本与品质优势持续凸显，高端饲料级磷酸二氢钙、消防级磷酸一铵等产品市场份额稳步提升。综上，我们认为公司营收和归母净利润将随行业稳健发展及自身产能、产品优势释放，保持高于行业平均水平的增长态势。

**2、各业务板块收入预测：**基于公司未来的整体经营趋势，参考公司历史收入结构分布和量价情况，我们将各业务板块的收入做如下预测：

##### 2.1、磷酸：

**销量方面：**从公司磷酸产销量数据来看，2023-2024 年销量从 15.14 万吨增长至 31.19 万吨，产能已逐步释放并趋于稳定。我们假设 2025-2027 年磷酸产能保持当前水平，产量保持在 31.50 万吨，同时参考 2024 年产销率 99.0%的良好水平，对应销量维持 31.19 万吨。

**价格及成本方面：**以公司 2024 年磷酸收入及销量计算，2024 年磷酸单吨收入约为 5947 元，据百川盈孚，截至 2025 年 12 月的湿法磷酸年度均价同比去年上涨约 7%，假设 2025 年公司磷酸售价涨 7%，且 2026-2027 年售价维持该水平，则对应 2025-2027 年磷酸收入维持 19.85 亿元。成本端，2024 年公司磷酸单吨成本约为 4680 元，据卓创资讯，2025 年磷酸成本变动不超过 1%，得益于磷矿石自给率逐步提升，假设 2025-2027 年单吨成本分别为 4700/4600/4500 元。

##### 2.2、饲料级磷酸二氢钙：

**销量方面：**公司饲料级磷酸二氢钙产能共 51 万吨，假设 2025-2027 年产能持续有序扩张，对应产量分别为 42.50/45.00/47.50 万吨，产销率维持 99.0%，则 2025-2027 年销量分别为 42.08/44.55/47.03 万吨。

**价格及成本方面：**以公司 2024 年饲料级磷酸二氢钙收入及销量计算，2024 年该产品单吨收入约为 3902 元。据百川盈孚，2025 年磷酸二氢钙售价同比或上涨约



20%，假设 2026–2027 年售价维持该水平。成本端，2024 年该产品单吨成本约为 2747 元，据百川盈孚，磷酸二氢钙主要原料为磷矿石和硫酸，单耗分别约 2.1 和 1.7，今年 98%硫酸市场均价同比去年约提升 300 元/吨，同时公司自有磷矿石产能存在部分增量可缓解成本压力，综合假设 2025 年单吨成本同比增加约 400 元；2026–2027 年预计硫酸市场均价增长有限，公司每年再增加少量自有磷矿石以降低成本，即假设 2025–2027 年公司饲料级磷酸二氢钙单吨成本分别为 3150/3000/2800 元。

### 2.3、磷酸一铵：

**销量方面：**公司磷酸一铵产能释放节奏明显提速，我们假设 2025–2027 年产能维持 37.00 万吨，产销率延续 99.5%的良好表现，对应销量维持 36.81 万吨。

**价格及成本方面：**以公司 2024 年磷酸一铵收入及销量计算，2024 年该产品销售均价约为 4422 元/吨。考虑到公司磷酸一铵以高附加值消防级产品为主，叠加下游消防材料领域的刚性需求支撑，产品溢价能力较强，同时参考百川盈孚数据工业级磷铵 2025 年售价同比提升约 8%，假设 2025 年公司磷酸一铵单吨收入上涨至约 4776 元，2026–2027 年售价维持该水平。成本端，2024 年该产品单吨成本约为 2292 元，据百川盈孚，湿法磷酸工艺制备工业级磷酸一铵主要原料为磷矿石、合成氨和硫酸，单耗分别约 2.2、0.14 和 1.77，综合硫酸市场均价同比提升及公司自有磷矿石产能增加降低成本的考虑，假设 2025–2027 年公司磷酸一铵单吨成本分别为 2500/2400/2300 元。

### 2.4、磷矿石：

**销量方面：**公司磷矿石优先保障自身磷化工主业原料，2025–2027 年新增产量主要用于支撑磷酸盐、磷酸一铵等产品的原料需求，假设外销端适度放量，2025–2027 年外销销量分别为 58.42/70.00/80.00 万吨。

**价格及成本方面：**2024 年公司磷矿石单吨收入约 800 元，假设磷矿石价格不变，2025–2027 年外销单吨收入维持 800 元。成本端，2024 年单吨成本约 148 元，假设 2025–2027 年单吨成本维持在 150 元。

### 2.5、其他：

由于磷酸铁业务仅披露营收，本文将磷酸铁及其他业务合并至“其他”板块。公司磷酸铁 2024 年及 2025 年上半年营收分别为 3.65/3.18 亿元，基于磷酸铁今年价格略微上行，公司磷酸铁产能逐步放量，假设 2025 年公司其他业务营收因磷酸铁而新增 4 亿元，2026–2027 年逐年增加 2 万吨磷酸铁，单吨收入按 1.1 万元计算，则 2025–2027 年公司其他业务营收分别为 12.70/14.90/17.10 亿元。假设在公司自有磷矿石提升的情况下，2025–2027 年公司其他业务毛利率也逐步提升，分别为 14.2%/14.7%/15.2%。

**综上，我们预计公司 2025–2027 年营收为 74.50/78.78/82.94 亿元，同比增长 26.1%/5.8%/5.3%，毛利率为 34.4%/36.2%/38.1%。**

表9：盈利预测假设基础

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>磷酸</b>						
收入（亿元）	2.55	8.49	18.72	19.85	19.85	19.85



yoy	249%	233%	121%	6%	0%	0%
产量 (万吨)		16.17	31.79	31.50	31.50	31.50
销量 (万吨)		15.14	31.48	31.19	31.19	31.19
产销率		93.6%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
成本 (亿元)		6.01	14.73	14.66	14.35	14.03
毛利 (亿元)		2.47	3.99	5.19	5.50	5.81
yoy			61%	30%	6%	6%
毛利率		29.2%	21.3%	26.1%	27.7%	29.3%
毛利占比		14.7%	20.4%	20.0%	19.2%	18.2%
<b>饲料级磷酸二氢钙</b>						
收入 (亿元)	15.70	12.03	14.45	19.70	20.86	22.02
yoy	51%	-23%	20%	36%	6%	6%
产量 (万吨)	32.65	30.47	37.51	42.50	45.00	47.50
销量 (万吨)	32.01	31.98	37.03	42.08	44.55	47.03
产销率	98.0%	105.0%	98.7%	99.0%	99.0%	99.0%
成本 (亿元)	8.02	7.61	10.17	13.25	13.37	13.17
毛利 (亿元)	7.68	4.41	4.28	6.45	7.50	8.85
yoy	157%	-43%	-3%	51%	16%	18%
毛利率	48.9%	36.7%	29.6%	32.7%	35.9%	40.2%
毛利占比	49.6%	26.2%	21.9%	25.2%	26.3%	28.0%
<b>磷酸一铵</b>						
收入 (亿元)	7.68	9.32	11.76	17.58	17.58	17.58
yoy	19%	21%	26%	49%	0%	0%
产量 (万吨)	17.69	21.64	26.74	37.00	37.00	37.00
销量 (万吨)	16.24	22.99	26.60	36.81	36.81	36.81
产销率	91.8%	106.3%	99.5%	99.5%	99.5%	99.5%
成本 (亿元)	4.66	5.97	6.10	9.20	8.83	8.47
毛利 (亿元)	3.02	3.35	5.66	8.38	8.74	9.11
yoy	78%	11%	69%	48%	4%	4%
毛利率	39.4%	35.9%	48.2%	47.6%	49.7%	51.8%
毛利占比	19.5%	19.8%	29.0%	32.3%	30.5%	28.6%
<b>磷矿石</b>						
收入 (亿元)	4.38	5.67	5.43	4.67	5.60	6.40
yoy	42%	29%	-4%	-14%	20%	14%
产量 (万吨)	251.21	299.20	314.84	320.00	380.00	450.00
销量 (万吨)	66.58	75.42	67.93	58.42	70.00	80.00
产销率	26.5%	25.2%	21.6%	18.3%	18.4%	17.8%
成本 (亿元)	1.5	1.0	1.0	0.88	1.05	1.20
毛利 (亿元)	2.88	4.68	4.42	3.80	4.55	5.20
yoy	51%	62%	-6%	-14%	20%	14%
毛利率	65.8%	82.5%	81.4%	81.3%	81.3%	81.3%
毛利占比	18.6%	27.8%	22.6%	14.8%	16.0%	16.5%
<b>其他</b>						
收入 (亿元)	4.16	7.69	8.70	12.70	14.90	17.10
yoy	-10%	85%	13%	46%	17%	15%
成本 (亿元)	4.81	5.74	7.48	10.90	12.70	14.50
毛利 (亿元)	1.90	1.95	1.22	1.80	2.20	2.60
yoy	231%	3%	-38%	48%	22%	18%
毛利率	45.7%	25.4%	14.0%	14.2%	14.7%	15.2%
毛利占比	12.3%	11.6%	6.2%	7.0%	7.7%	8.2%
<b>总营收 (亿元)</b>	<b>34.47</b>	<b>43.20</b>	<b>59.06</b>	<b>74.50</b>	<b>78.78</b>	<b>82.94</b>
yoy	36%	25%	37%	26%	6%	5%
成本 (亿元)	18.98	26.33	39.49	48.89	50.29	51.37
营业成本/营业收入	55%	61%	67%	66%	64%	62%
毛利 (亿元)	15.49	16.86	19.56	25.61	28.49	31.57
yoy	116%	9%	16%	31%	11%	11%
毛利率	44.9%	39.0%	33.1%	34.4%	36.2%	38.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

期间费用方面，我们根据 2025 年上半年费用率假设 2025 年公司销售、管理及研发费用率分别为 1.50%/4.00%/2.85%，鉴于公司规模逐步扩大，费用率有望下降，我们假设 2026-2027 年公司销售费用率逐年下降 0.05pct，不含无形资产摊销的管理费用率逐年下降 0.05pct，研发费用率保持 2025 年水平，营业税及附加税率、所得税率均沿用 2024 年税率值。综上，我们预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 1.50%/1.45%/1.40%，管理费用率分别为 4.00%/3.89%/3.79%，研发费用率维持 2.85% 的稳定水平，财务费用率分别为 1.08%/0.89%/0.74%；对应 2025-2027 年期间费用率分别为 9.43%/9.08%/8.79%。

表10: 未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5906	7450	7878	8294
营业成本	3949	4889	5029	5137
销售费用	95	112	114	116
管理费用	251	298	307	315
研发费用	139	212	225	237
财务费用	100	81	70	61
营业利润	1192	1626	1885	2169
利润总额	1173	1610	1872	2153
归属于母公司净利润	956	1313	1526	1755
EPS	1.76	2.16	2.51	2.89
ROE	15%	20%	22%	23%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测情景分析

以上盈利预测以我们对行业和分析判断为假设基础，如果行业发展和公司业务情况发生不可预知变化，则可能导致我们当前盈利预测的假设条件不成立，进而导致当前盈利预测结果不准确。定量来看，考虑如下乐观、中性、悲观三种情景对公司经营情况的影响分析，分析结果如下：

1) **中性情景**：即前文所得盈利预测结果，预计公司 2025-2027 年营收为 74.50/78.78/82.94 亿元，同比增长 26.1%/5.8%/5.3%，归母净利润为 13.13/15.26/17.55 亿元，同比增长 37.3%/16.3%/15.0%。

2) **乐观情景**：以中性情景作为基准，营业收入增长率提升 5%，营业成本占销售收入比例、各项费用率降低 5%。对应公司 2025-2027 年营收为 75.27/79.81/84.24 亿元，同比增长 27.5%/6.0%/5.5%，归母净利润为 15.77/18.07/20.54 亿元，同比增长 64.9%/14.6%/13.6%。

3) **悲观情景**：以中性情景作为基准，营业收入增长率降低 5%，营业成本占销售收入比例、各项费用率提升 5%。对应公司 2025-2027 年营收为 73.72/77.75/81.65 亿元，同比增长 24.8%/5.5%/5.0%，归母净利润为 10.59/12.57/14.70 亿元，同比增长 10.7%/18.7%/17.0%。

表11: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>				
营业收入(百万元)	5,906	7,527	7,981	8,424
(+/-%)	36.7%	27.5%	6.0%	5.5%
归母净利润(百万元)	956	1577	1807	2054
(+/-%)	24.8%	64.9%	14.6%	13.6%
摊薄 EPS	1.76	2.60	2.97	3.38
<b>中性预测</b>				
营业收入(百万元)	5,906	7,450	7,878	8,294
(+/-%)	36.7%	26.1%	5.8%	5.3%
归母净利润(百万元)	956	1313	1526	1755
(+/-%)	24.8%	37.3%	16.3%	15.0%
摊薄 EPS(元)	1.76	2.16	2.51	2.89
<b>悲观预测</b>				
营业收入(百万元)	5,906	7,372	7,775	8,165
(+/-%)	36.7%	24.8%	5.5%	5.0%
归母净利润(百万元)	956	1059	1257	1470
(+/-%)	24.8%	10.7%	18.7%	17.0%
摊薄 EPS	1.76	1.74	2.07	2.42
总股本(百万股)	542	608	608	608

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司具有较为稳定增长的盈利和持续的经营净现金流，我们采用 FCFF（公司自由现金流贴现模型）与相对估值法（PE 估值法）两种估值方法进行估值。

**绝对估值：34.66-55.93 元**

未来 5 年估值假设条件见下表：

表12：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	36.26%	25.30%	36.72%	26.14%	5.75%	5.28%	4.00%	4.00%
营业成本/营业收入	55.07%	60.96%	66.87%	65.63%	63.84%	61.93%	62.43%	62.93%
管理费用/营业收入	5.54%	4.75%	3.46%	2.95%	2.90%	2.85%	2.80%	2.75%
研发费用/销售收入	3.19%	2.34%	2.35%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%
销售费用/销售收入	1.68%	1.71%	1.60%	1.50%	1.45%	1.40%	1.35%	1.30%
营业税及附加/营业收入	2.65%	2.85%	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%
所得税税率	16.52%	18.32%	18.33%	18.33%	18.33%	18.33%	18.33%	18.33%
股利分配比率	27.21%	65.55%	77.50%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：该管理费用不含无形资产摊销

表13：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.00	T	18.33%
无风险利率	1.85%	Ka	8.35%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价（元）	35.35	Ke	8.35%
发行在外股数（百万）	608	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	21481	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	3669	WACC	8.35%
Kd	2.93%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

按此假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC（即无杠杆自由现金流对应的折现率）为 8.35%，采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司远期公允价值区间为 210.64-339.88 亿元，对应每股 34.66-55.93 元。

表14：公司 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	1,751.8	2,005.6	2,282.2	2,342.2	2,403.1
所得税税率	18.33%	18.33%	18.33%	18.33%	18.33%
EBIT*(1-所得税税率)	1,430.7	1,638.0	1,864.0	1,912.9	1,962.7
折旧与摊销	528.0	564.8	599.2	621.8	645.7
营运资金的净变动	149.3	(96.5)	(0.2)	(14.2)	(6.5)
资本性投资	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
FCFF	1,608.0	1,606.3	1,962.9	2,020.5	2,101.8
PV(FCFF)	1,484.1	1,368.3	1,543.2	1,466.0	1,407.5
核心企业价值	27,586.2				
减：净债务	1,748.5				
股票价值	25,837.7				
每股价值	42.52				

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

我们以 42.52 元/股作为估值中枢对公司远期公允价值进行敏感性分析，假设折现率（WACC）变化区间为 7.4%至 9.4%，永续增长率变化区间为 0.0%至 2.0%，得出股价区间为 34.66–55.93 元/股；以此合理浮动范围计算，得出公司远期公允价值区间为 210.64–339.88 亿元，中枢为 258.38 亿元。

表15：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%
永续 增长 率变 化	2.0%	55.93	50.82	46.51	42.83	39.65
	1.5%	52.70	48.20	44.37	41.06	38.17
	<b>1.0%</b>	49.97	45.97	42.52	39.51	36.86
	0.5%	47.65	44.05	40.91	38.15	35.70
	0.0%	45.64	42.36	39.49	36.94	34.66

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：36.73–43.21 元

在选取同行业可比公司时，从所处磷化工行业、产业链布局（磷矿–磷酸–磷酸盐/新能源材料）、产品结构及战略转型方向等角度出发，选取与公司业务领域、发展模式相近的可比公司。我们选取川发龙蟒、云天化、兴发集团、湖北宜化、川金诺作为川恒股份的可比公司，这些企业均属于磷化工核心赛道，涵盖资源型、精细化工型及新能源转型型等多元类型。其中，川发龙蟒主营饲料级磷酸盐与磷酸一铵，与川恒核心产品高度重合，在细分市场直接竞争；云天化作为磷矿资源龙头，拥有“矿化一体”全产业链布局，资源禀赋与产业模式具有强可比性；兴发集团是精细磷化工领军企业，同步推进新能源材料布局，技术研发与产业化路径相近；湖北宜化聚焦传统磷化工向磷酸铁等新能源材料转型，战略方向与川恒契合；川金诺以湿法磷酸技术为核心，深耕精细磷酸盐领域并布局新能源业务，成长性与技术路线对标性突出。

表16：可比公司情况

公司名称	经营情况	市场地位
云天化	成立于 1997 年，主营磷矿开采、磷肥、复合肥、精细化工产品以及磷酸铁等新能源材料，业务覆盖农业、新能源、化工等领域	国内磷矿资源龙头（储量超 8 亿吨），全球最大磷肥生产商之一，“矿化一体”全产业链布局完善，磷化工规模优势显著
兴发集团	成立于 1994 年，专注磷矿采选、磷化工、硅化工、草甘膦等精细化工产品，延伸布局磷酸铁锂新能源材料，产品应用于农业、化工、新能源、电子等领域	国内精细磷化工领军企业，磷硅盐协同发展标杆，拥有完整磷化工产业链，新能源转型进度行业领先
湖北宜化	成立于 1996 年，核心业务涵盖化肥、化工产品生产销售，近年聚焦传统磷化工向磷酸铁、磷酸铁锂等新能源材料转型，产品覆盖农业、新能源、医药等领域	传统磷化工龙头企业，新能源转型标杆，磷矿自给率逐步提升，磷酸铁产能快速扩张，转型决心与力度突出
川发龙蟒	成立于 1997 年，主营饲料级磷酸盐（磷酸氢钙等）、工业级磷酸一铵、复合肥，同步布局磷酸铁新能源材料，应用于饲料养殖、农业、新能源等领域	国内饲料级磷酸盐龙头，全球最大工业级磷酸一铵生产商，新能源业务快速起量，与川恒核心产品重叠度高
川金诺	成立于 2005 年，以湿法磷酸技术为核心，主营饲料级、肥料级、工业级精细磷酸盐产品，延伸布局磷酸铁，产品应用于饲料、农业、食品、新能源等领域	精细磷酸盐领域高成长性企业，湿法磷酸技术领先，无自有磷矿但供应链管理能力强，新能源业务布局与川恒技术路线对标性强



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024-2026 年可比公司平均预测 PE 为 25.7/17.7/15.8 倍，鉴于磷化工行业中磷矿石作为不可再生资源，供给约束持续强化，行业资源壁垒较高；下游饲料“禁抗”政策推动的磷酸盐需求升级、农业现代化下磷肥的刚性需求等，支撑行业保持稳健增长，叠加磷化工产品向高附加值领域延伸的趋势明确，行业具备稳健成长属性。同时，川恒股份作为资源型磷化工领军企业，高品位磷矿石自给率优势显著，半水湿法磷酸工艺带来成本与品质壁垒，高端饲料级磷酸二氢钙、消防级磷酸一铵等产品市场份额稳步提升，受硫磺价格波动及农业周期的影响显著小于同行，成本结构更稳定，且磷矿石新增产能持续释放，增长确定性较强。当前公司 2025 年预测 PE 为 16.4 倍，低于可比公司平均水平。考虑到公司优质资源禀赋、清晰的产能扩张路径，以及工艺优势、增长潜力均优于行业平均水平，具备估值溢价基础，故给予公司 2025 年预测 PE 为 17-20 倍，对应远期公允价值区间为 223.18-262.56 亿元，对应每股 36.73-43.21 元。

表17：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（百万元）	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600096.SH	云天化	优于大市	30.68	55,929.36	2.91	3.01	3.04	10.6	10.2	10.1	2.3
600141.SH	兴发集团	优于大市	31.85	35,138.71	1.45	1.73	1.95	22.0	18.4	16.3	1.6
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	14.08	15,322.54	0.61	1.32	1.42	23.1	10.7	9.9	2.6
002312.SZ	川发龙蟒	无评级	10.90	20,593.79	0.28	0.34	0.42	38.9	32.3	26.1	2.1
300505.SZ	川金诺	无评级	21.70	5,964.63	0.64	1.30	1.32	33.9	16.7	16.4	2.2
平均值								<b>25.7</b>	<b>17.7</b>	<b>15.8</b>	<b>2.2</b>
002895.SZ	川恒股份	优于大市	35.35	21,481.02	1.76	2.16	2.51	20.0	16.4	14.1	2.9

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 12 月 11 日，无评级公司盈利预测参考 Wind 一致预期。

## 投资建议

我们选取绝对估值法和相对估值法交集作为综合的远期公允价值区间，即预计公司的远期公允价值区间为 223.18-262.56 亿元，对应每股 36.73-43.21 元，对应 2025 年预测归母净利润的 PE 值为 17-20 倍，估值上限相对于公司目前股价有 22% 溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,与实际情况可能存在差异,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为1%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们考虑到公司资源禀赋、工艺优势及增长潜力均优于行业平均水平,具备估值溢价基础,故给予公司2025年预测PE为17-20倍,可能存在估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司2025-2027年收入增长率分别为26.1%/5.8%/5.3%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司2025-2027年毛利率分别为34.4%/36.2%/38.1%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司在建的530万吨磷矿石产能在2025-2027年会有少量产量释放,若实际产出情况不及预期,存在未来3年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受其主营产品价格、原材料价格影响较大,我们预计未来3年公司主要产品价格不发生较大的下降,原材料不出现剧烈上涨。若由于形势变化,主营产品实际价格大大低于预期,或原材料价格高于预期,均可能存在高估未来3年业绩的风险。

### 经营风险

**原材料供应与价格波动风险:**公司生产经营的主要原材料为磷矿石、硫酸、硫磺、硫精砂及液氨,对磷、硫等资源依赖性强。我国磷矿石资源主要集中在云南、贵州等地,公司所需磷矿石主要来源于贵州省瓮福地区,该地区虽资源丰富、品位高,但随着矿石资源不断消耗、开采边际成本上升以及贵州省磷矿资源开发利用政策日益趋紧,磷矿石稀缺度将逐渐增强;同时,硫酸及硫磺供应受有色金属及石油化工行业景气度影响。若主要原材料供应稳定性或价格出现大幅波动,将对公司生产经营带来风险。

**主要产品价格波动风险:**公司现有主要磷化工产品磷酸、磷酸二氢钙及磷酸一铵

受上游原材料价格和下游市场供求情况影响，价格波动较大，尤其上、下游市场的突发事件可能对相关产品价格产生显著影响。公司产品销售价格参考市场价格，随行就市，外销价格的波动对公司盈利能力产生较大影响。

**产能投放不及预期风险：**公司在建磷矿石项目预计 2027-2028 年投产，此前募投项目曾因疫情导致工程设备、人员到位延迟而延期。若后续在建产能受环保审批、设备调试、供应链波动等因素影响，投产时间进一步延后，或新产能爬坡期市场需求不及预期，将对公司未来的业绩增长及规模效应释放形成压力，影响业绩兑现。

**新业务及子公司经营风险：**子公司广西鹏越、恒轩新能源等正处于产能爬坡和市场开拓阶段，2025 年上半年仍处于亏损状态。若新能源材料市场需求不及预期、客户认证延迟、技术路线变更或行业竞争加剧，可能导致新业务长期无法实现盈利，拖累集团整体业绩。

## 财务风险

**汇率波动风险：**公司境外销售占比较高，主要以美元结算。人民币兑美元汇率大幅波动可能削弱产品出口价格竞争力，并产生汇兑损益，对公司经营业绩造成影响。公司已开展远期结售汇等外汇套期保值业务以对冲风险，但若套保策略失效或回款预测偏差，仍可能面临汇率损失。

**对外担保形成的或有负债风险：**公司按持股比例为天一矿业 26 亿元银团贷款提供连带责任保证，担保金额 12.74 亿元。鉴于老虎洞磷矿尚未正式投产，若天一矿业后续建设或运营出现重大困难，公司可能需履行担保义务。尽管控股股东已承诺对由此产生的实际损失给予全额现金补偿，但该安排仍构成表外或有负债风险。

**对矿业公司长期股权投资的资产减值风险：**公司通过参股方式投资瓮安县天一矿业有限公司（持有 40% 股权），其核心资产老虎洞磷矿尚处于建设阶段。若未来磷矿石价格大幅下跌、可采储量低于预期、项目建设遇重大技术障碍或投产后经营不及预期，可能导致该项长期股权投资发生资产减值，对公司当期利润产生不利影响。

## 技术风险

**技术迭代及产品开发风险：**公司核心技术包括半水磷石膏充填技术、高收率磷矿浮选技术等，同时需持续研发磷石膏综合利用、新能源材料相关技术以契合市场需求。若未来行业技术路线发生重大变化，或公司产品开发速度滞后于市场趋势，核心竞争力将被削弱；若研发投入未能转化为实际产能或市场认可的产品，将影响公司长期发展潜力。

**核心管理人员及核心技术人员流失风险：**稳定的管理团队和技术团队是公司资源开发、工艺优化及业务拓展的关键。公司磷矿开采、湿法磷酸生产及新能源材料研发依赖核心人员的经验与技术，若不能通过合理激励机制持续培养、引进和留住核心人员，可能导致技术流失、项目推进受阻，影响整体发展战略实施。

## 市场风险

**新增产能消化及募投项目收益不及预期风险：**公司未来磷矿石、磷酸盐及磷酸铁产能将大幅扩张，募投项目基于当前市场环境及需求趋势制定，但项目建设存在周期。若未来下游农业、饲料、新能源行业需求增长不及预期，或行业竞争格局发生变化，可能导致新增产能无法及时消化；若产业政策、技术路线调整，将进

一步影响募投项目收益兑现。

**市场竞争风险：**磷化工行业竞争激烈，存在云天化、兴发集团等规模较大的同行企业，同时行业可能吸引新进入者参与竞争。若公司不能持续发挥磷矿资源自给、工艺技术领先等优势，在产品质量、成本控制、客户服务等方面落后于竞争对手，可能导致市场份额被挤压，经营业绩受影响。

**产品价格下行风险：**磷化工产品价格受行业供需、农业周期、原材料成本等多重因素影响，波动较大。若未来行业新增产能集中释放导致供需失衡，或下游景气度下降抑制需求，可能引发产品价格中枢下行；同时，新能源材料领域竞争加剧也可能压制磷酸铁等新产品的溢价空间，进一步挤压公司利润。

## 管理风险

**公司规模扩张带来的管理风险：**随着公司磷矿开采、磷化工及新能源材料业务持续拓展，经营规模不断扩大，在建产能、子公司数量及业务范围增加，管理复杂度大幅提升。若公司管理体系、组织架构及管控能力不能及时适应规模扩张需求，可能导致管理效率低下、决策流程滞后或失误，影响公司正常运营和发展。

**子公司管理风险：**公司子公司分布于磷矿开采、化工生产、新能源材料等多个领域，部分子公司涉及跨区域经营。子公司在经营管理、业务拓展、内部控制等方面具有一定独立性，若公司对子公司的战略指导、财务管控、风险监督不到位，可能出现子公司经营决策失误、财务风险失控等问题，进而影响公司整体利益。

## 其他风险

**环保政策变化及磷石膏处置风险：**公司生产过程中产生的废气、废水、废渣等均满足当前国家及地方排放标准，但未来伴随“三磷整治”等环保政策持续加严，环保设施投入及运行成本将增加。磷石膏作为湿法磷酸生产的副产物，目前综合利用水平有限，主要通过渣场堆存处理。公司渣场建设符合环评要求，但磷石膏堆存需配套土地资源，在土地资源紧缺情况下，堆存空间可能受限，进而影响正常生产经营。尽管公司已研发磷石膏矿井充填技术并推动回收利用，若综合利用进度无法匹配产能扩张，仍存在处置瓶颈风险。

**安全生产风险：**公司日常生产经营涉及硫酸、磷酸、液氨等危险化学品（其中硫酸属易制毒化学品），若生产操作或设备维护不当，可能发生泄漏、中毒或化学灼伤事故；同时，子公司福麟矿业从事地下磷矿开采，存在地压、透水、突水、爆破等安全风险。若发生重大安全事故，可能影响矿山正常开采及整体生产经营。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2249	1985	2292	2685	3328	营业收入	4320	5906	7450	7878	8294
应收款项	731	823	1073	1188	1200	营业成本	2633	3949	4889	5029	5137
存货净额	776	885	951	974	991	营业税金及附加	123	148	187	197	208
其他流动资产	380	152	192	203	214	销售费用	74	95	112	114	116
<b>流动资产合计</b>	<b>4137</b>	<b>3872</b>	<b>4535</b>	<b>5078</b>	<b>5761</b>	管理费用	245	251	298	307	315
固定资产	4749	4905	4983	4963	4906	研发费用	101	139	212	225	237
无形资产及其他	1362	2347	2269	2191	2112	财务费用	132	100	81	70	61
投资性房地产	451	366	366	366	366	投资收益	(23)	(8)	(21)	(18)	(16)
						资产减值及公允价值变动	(22)	(52)	(23)	(33)	(36)
长期股权投资	1327	1433	1519	1586	1673	其他收入	(96)	(111)	(212)	(225)	(237)
<b>资产总计</b>	<b>12024</b>	<b>12923</b>	<b>13671</b>	<b>14184</b>	<b>14818</b>	营业利润	971	1192	1626	1885	2169
短期借款及交易性金融负债	1317	1721	1519	1519	1586	营业外净收支	(5)	(19)	(16)	(13)	(16)
应付款项	1060	944	1014	1039	1057	<b>利润总额</b>	<b>966</b>	<b>1173</b>	<b>1610</b>	<b>1872</b>	<b>2153</b>
其他流动负债	562	644	1131	1160	1181	所得税费用	177	215	295	343	395
<b>流动负债合计</b>	<b>2939</b>	<b>3309</b>	<b>3664</b>	<b>3717</b>	<b>3824</b>	少数股东损益	22	2	2	2	3
长期借款及应付债券	2535	2150	2150	2150	2150	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>766</b>	<b>956</b>	<b>1313</b>	<b>1526</b>	<b>1755</b>
其他长期负债	229	234	234	234	234	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2764</b>	<b>2384</b>	<b>2384</b>	<b>2384</b>	<b>2384</b>	净利润	766	956	1313	1526	1755
<b>负债合计</b>	<b>5703</b>	<b>5694</b>	<b>6048</b>	<b>6102</b>	<b>6208</b>	资产减值准备	24	27	(51)	0	0
少数股东权益	562	1055	1055	1056	1057	折旧摊销	298	410	528	565	599
股东权益	5759	6174	6568	7026	7553	公允价值变动损失	22	52	23	33	36
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12024</b>	<b>12923</b>	<b>13671</b>	<b>14184</b>	<b>14818</b>	财务费用	132	100	81	70	61
						营运资本变动	(296)	112	149	(97)	(0)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	其它	(17)	(26)	52	1	1
每股收益	1.41	1.76	2.16	2.51	2.89	<b>经营活动现金流</b>	<b>799</b>	<b>1531</b>	<b>2014</b>	<b>2028</b>	<b>2391</b>
每股红利	0.93	1.37	1.51	1.76	2.02	资本开支	0	(494)	(500)	(500)	(500)
每股净资产	10.63	11.39	10.81	11.56	12.43	其它投资现金流	0	(28)	0	0	0
ROIC	11%	11%	15%	17%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>(627)</b>	<b>(587)</b>	<b>(567)</b>	<b>(587)</b>
ROE	13%	15%	20%	22%	23%	权益性融资	4	0	0	0	0
毛利率	39%	33%	34%	36%	38%	负债净变化	25	(443)	0	0	0
EBIT Margin	26%	22%	24%	25%	28%	支付股利、利息	(502)	(741)	(919)	(1068)	(1229)
EBITDA Margin	33%	29%	31%	33%	35%	其它融资现金流	888	1202	(202)	0	67
收入增长	25%	37%	26%	6%	5%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(63)</b>	<b>(1168)</b>	<b>(1121)</b>	<b>(1068)</b>	<b>(1161)</b>
净利润增长率	1%	25%	37%	16%	15%	<b>现金净变动</b>	<b>728</b>	<b>(264)</b>	<b>307</b>	<b>393</b>	<b>643</b>
资产负债率	52%	52%	52%	50%	49%	货币资金的期初余额	1521	2249	1985	2292	2685
股息率	2.6%	3.9%	4.8%	5.6%	6.4%	货币资金的期末余额	2249	1985	2292	2685	3328
P/E	25.0	20.0	16.4	14.1	12.2	企业自由现金流	0	1109	1608	1606	1963
P/B	3.3	3.1	3.3	3.1	2.8	权益自由现金流	0	1867	1340	1549	1980
EV/EBITDA	17.3	14.3	12.1	10.7	9.6						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032