

云天化 (600096.SH)

强烈推荐 (维持)

进一步夯实磷资源保障能力，向世界级磷化工巨头发展

事件：公司发布 2025 年年报，公司 2025 年实现营收 484 亿元，同比下降 21.47%，归母净利润 51.56 亿元，同比下降 3.4%。其中四季度单季度实现营收 108 亿元，同比下降 27.56%，归母净利润 4.27 亿元，同比下降 53.23%。公司从 2025 年 9 月后不再从事大豆贸易业务，同时 12 月一次性缴纳资源税 3.86 亿元，未来将轻装上阵，继续深耕磷化工业务。

□ 负债率进一步降低，减少贸易业务助力公司毛利率提升。2025 年公司充分发挥矿化一体和全产业链规模化运营优势，持续强化精益生产管理，主要生产装置保持长周期、高负荷运行，尿素、复合肥产品产量同比增加；做好国内化肥保供稳价的基础上，有效统筹协调国际国内市场，尿素、复合肥销量同比增加，磷肥、复合肥、饲料价格同比上升，但主要原料硫磺价格大幅上涨，尿素、聚甲醛价格同比下跌，导致产品毛利同比下降；持续发挥战略采购优势，采购价格优于市场价格，同时煤炭采购成本同比下降，有效控制主要产品生产成本；进一步强化财务管控，持续优化调整负债结构，带息负债同比减少，融资成本降低，财务费用同比下降。

□ 公司拥有极其丰富的矿产资源，未来磷矿资源持有量有望进一步提升。公司拥有极其丰富的磷矿和煤炭资源，现有磷矿储量近 8 亿吨，磷矿石采选规模 1,450 万吨/年，磷矿储量及年开采能力均位居全国前列，可实现完全自给；2025 年 12 月，参股公司聚磷新材（公司持股 35%）取得镇雄县碗厂磷矿采矿权，磷矿资源量 24.38 亿吨，进一步夯实公司磷资源保障能力。近年来，公司致力于大型装置技术改造和产能提升，合成氨产能提升至 270 万吨/年，合成氨自给率 97% 以上；公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿，开采能力 400 万吨/年，可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料。化肥总产能超 1,000 万吨/年，其中尿素超 290 万吨/年、磷肥 555 万吨/年、复合肥 185 万吨/年，是目前国内最大的化肥生产企业之一，对国家农业生产和粮食安全发挥着重要的保障作用。公司拥有聚甲醛产能 9 万吨/年，产能位居国内前列。拥有 50 万吨/年饲料级磷酸氢钙产能，单套产能规模国内排名第一。公司在云南、重庆、内蒙、青海等省市自治区建有 10 余个生产基地，产业规模位居国内前列。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。由于公司不再从事部分贸易业务，预计公司 2026-2028 年收入分别为 528 亿元、570 亿元和 598 亿元，归母净利润分别为 51.83 亿元、61.3 亿元和 64.9 亿元，EPS 分别为 2.84 元、3.36 元和 3.56 元。当前股价对应 PE 分别为 11.8 倍、10.0 倍和 9.4 倍

□ 风险提示：原材料价格波动风险、项目进度不及预期风险、市场需求风险

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	61537	48415	52772	56994	59844
同比增长	-11%	-21%	9%	8%	5%
营业利润(百万元)	7138	6595	6629	7851	8318
同比增长	5%	-8%	1%	18%	6%
归母净利润(百万元)	5333	5156	5183	6130	6491
同比增长	18%	-3%	1%	18%	6%

周期/化工

目标估值：NA

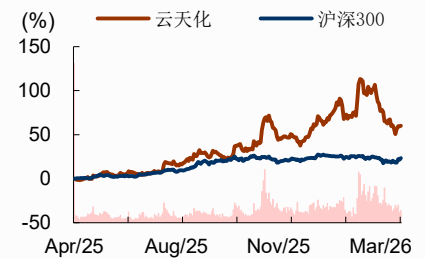
当前股价：33.46 元

基础数据

总股本 (百万股)	1823
已上市流通股 (百万股)	1823
总市值 (十亿元)	61.0
流通市值 (十亿元)	61.0
每股净资产 (MRQ)	13.5
ROE (TTM)	21.0
资产负债率	47.2%
主要股东	云天化集团有限责任公司
主要股东持股比例	38.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	17	61
相对表现	-20	17	37



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《云天化 (600096) — 公司动态管理，三季度利润同比快速增长》 2025-10-29
- 《云天化 (600096) — 上半年利润保持稳定，全年业绩有望超预期增长》 2025-08-21
- 《云天化 (600096) — 一季度销量持续提升，迈向世界级磷化工巨头》 2025-04-30

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

每股收益(元)	2.93	2.83	2.84	3.36	3.56
PE	11.4	11.8	11.8	10.0	9.4
PB	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司 2025 年稳步发展	5
二、 公司的主要业务是化肥、磷矿采选、磷化工及新材料、商贸物流。	6
1、 化肥行业情况	6
(1) 磷矿石价格高位运行，市场供应保持偏紧态势。	6
(2) 国内磷肥价格稳中略升，国际市场价格维持高位	7
(3) 尿素产能快速增加，价格持续低位运行	8
2、 磷化工和新材料行业情况	8
(1) 饲料级磷酸钙盐价格上涨	8
(2) 黄磷价格波动明显，磷酸铁市场需求增长	9
(3) 氟化工盈利能力提升	9
(4) 聚甲醛市场竞争激烈	9
三、 公司优势	10
1、 资源保障优势	10
2、 产业规模优势	10
3、 一体化运营优势	10
4、 品牌市场优势	10
5、 安全环保优势	11
6、 技术研发优势	11
7、 国企改革优势	11

图表目录

图 1: 公司主要业务	6
图 2: 2024-2025 磷酸一铵价格走势	7
图 3: 2024-2025 磷酸二铵价格走势	7
图 4: 2024-2025 年国内、出口 (FOB) 尿素市场价格变动趋势	8
图 5: 饲料级磷酸钙盐价格走势	8
图 6: 2024-2025 年我国四川市场黄磷市场均价趋势	9
图 7: 2024-2025 年我国磷酸铁市场均价趋势	9
图 8: 云天化历史 PEBand	11

图 9: 云天化历史 PB Band 11

附: 财务预测表 12

一、公司 2025 年稳步发展

2025 年，外部环境不稳定、不确定性显著上升，贸易壁垒与地缘冲突加剧，外部冲击持续加大，叠加产业趋于过剩，市场竞争激烈，部分大宗原料价格大幅上涨、部分产品价格持续下行等多重经营挑战，公司以“满负荷、快周转、低库存、防风险”为原则，聚焦深化改革纵深推进、紧扣绿色发展稳健运行、围绕生产经营精耕细作，公司绿色高质量发展呈现稳健态势。2025 年公司实现营业收入 484.15 亿元，归母净利润 51.56 亿元。

2025 年安全环保形势平稳。公司持续完善安全管理体系建设，全面落实全员安全生产责任制，夯实健康、安全、环境管理基础，持续推进安全文化体系建设。不断强化应急处置演练，配强应急处置队伍及设施，提升应急处置能力。启动安全生产巡查，开展安全隐患专项排查整治，完成多个环保项目建设改造，有效治理风险隐患。全面排查磷石膏库等风险隐患，按照“一库一策”分级分类推进磷石膏综合整治，持续推进生态修复项目，多途径提升磷石膏综合利用。

2025 年生产装置运行稳定。公司坚持倡导“长周期”文化、弘扬“百日红”精神，持续完善精益生产管理体系建设，推进装置效能提升、对标对表、非计划停车管控等重点工作，主要生产装置实现“长周期”目标 105 个，多套装置突破最长运行纪录。深入推进大型装置综合能力提升，稳步提升装置运行效能，有效提高能源利用效率，主要产品综合能耗稳中有降。积极推进磷铵、尿素等产品碳足迹核查评估，完成 4 个磷铵产品参与国家产品碳足迹标识认证工作

2025 年全产业链高效运营。采购端，公司坚持“强谋划、总统筹、快响应”的思路，纵深推进集采业务，提升物资品类的集采规模，推动采购体系重塑和采购降本增效，以战略采购积极把握采购节奏，有效应对原料价格大幅波动，实现了保供稳定，硫磺等大宗原料采购成本优于市场价格。在营销端，公司始终坚持落实保供稳价政策，有序统筹国内国际两个市场，精细化推进两个市场有序转换、有序衔接，强化产品结构和市场节奏优化调整，促进公司效益最大化。物流端，积极协调落实铁路运输优惠政策，降低运输费用。

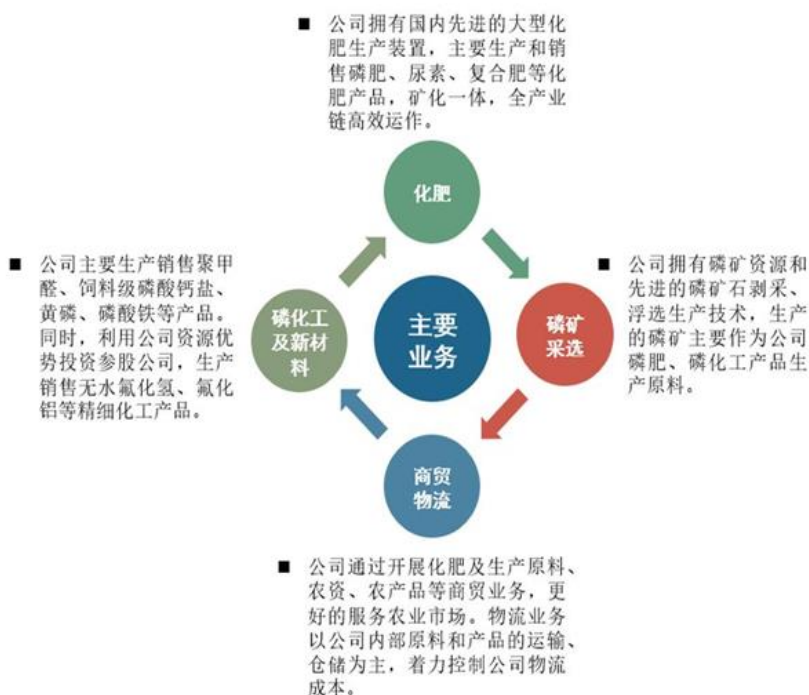
2025 年财务管控持续优化。公司高效推进预算执行和刚性约束，促进预算执行与经营效益的协同提升。深化存货与应收账款精细化专项管控，存货及应收账款管理表现稳健，周转效率稳定可控。规模化集中管控资金，实现资金有效调剂和效益最大化。动态管控带息负债规模，优化负债结构，公司综合融资成本、带息负债规模及资产负债率同比优化下降。持续聚焦费用优化挖潜，着力强化可控费用的精细化管理，“三项费用”同比持续下降。

2025 年科学谋划产业布局。公司完成“十四五”战略收官复盘，并结合公司产业发展实际，制定了“十五五”战略规划。重大项目稳步推进，450 万吨/年磷矿浮选项目实现机械竣工；子公司金新化工、天安化工、大为制氮完成合成氨产能技改提升；参股公司镇雄磷矿探转采工作快速推进，已取得采矿权证和采矿许可证。完成 10 万吨/年磷酸铁项目连续法技术改造，提升装置开工率，进一步优化改进装置运行效率。2025 年，公司先后获得两项云南省科技进步三等奖，中国石化联合会科技进步二等奖，中国循环经济协会科技进步一等奖等多个奖项，技术研发取得明显成效。聚焦主营业务，快速推进低效、无效股权清退工作，主动逐步压缩大豆贸易业务规模，三季度后不再开展大豆贸易业务，公司业务结构进一步优化，资产质量和抗风险能力进一步提高。

2025 年持续深化国企改革。公司组织变革提升效能，整合装备技术、物流、国际销售、采购等专业化平台，优化复合肥运营，运营协同与响应能力显著增强。坚持对标增效，在产量、成本、市场等领域实现突破。启动全价值链精益管理，经营效益持续提升。强化人才战略支撑，引才质效大幅提高；精准开展专业培训，完善职业通道与多元激励机制，激活人才干事活力。深化数字化转型，实现生产性单位数字工厂平台全覆盖，推进多平台联动与工业大数据应用，以技术赋能降本增效、支撑战略落地。

二、公司的主要业务是化肥、磷矿采选、磷化工及新材料、商贸物流。

图 1：公司主要业务



资料来源：云天化 2025 年年报、招商证券

公司主要产品为以煤炭、天然气为主要原料生产的尿素产品；以磷矿石、合成氨、硫磺为主要原料生产的磷酸一铵、磷酸二铵、饲料级磷酸钙盐等产品；并依托自身磷源、氨源优势生产的复合肥产品；依托自身资源、技术优势生产的聚甲醛、黄磷等产品。

1、化肥行业情况

公司磷肥产能 555 万吨/年，位居全国第二、全球第四。其中，磷酸二铵产品在国内市场占有率排名前列。“三环”“金富瑞”等磷肥产品为全国知名品牌，产品质量稳定，服务优质，多年来深受广大用户青睐，长期具有较好的品牌溢价能力。

(1) 磷矿石价格高位运行，市场供应保持偏紧态势。

磷矿石是一种具有不可再生性的矿产资源，是我国重要的经济矿产和战略性非金

属矿产资源。全球磷矿石储量约 720 亿吨，我国查明磷矿储量 34.41 亿吨（数据来源：自然资源部《中国矿产资源报告（2024）》），是全球第二大磷矿储量国。世界磷矿主要集中在北非、中东、北美以及我国西南的部分区域，全球磷矿资源储量丰富，但分布严重不均衡，致使资源稀缺属性凸显。经过多年发展，我国高品位矿资源不断消耗，磷矿整体品位下降明显，开采难度加大，开采成本持续上升。受国家环保限采及长江保护治理等政策影响，国内磷矿采选行业呈现出产业集中度高、上下游一体化程度高、准入壁垒高等特征，我国磷矿石产量从 2016 年的 1.4 亿吨逐年明显降低，近年来，受新能源电池材料发展，对磷矿石需求进一步提升，我国磷矿石年均产量有所恢复。随着国家《推进磷资源高效高值利用实施方案》深入推进，多数磷矿企业围绕磷资源深度开发利用，积极推进磷产业链各细分行业的高值高效发展，磷矿资源集中度不断提升。

2025 年磷矿石价格市场价格仍围绕较高的价格中枢波动，整体较为平稳。2025 年我国磷矿石产量为 1.21 亿吨，同比增长近 7%（数据来源：国家统计局）。磷资源在新能源材料方面需求进一步增加，但新增产能有限并且投放周期较长，磷矿石市场流通量占比较小，市场供应仍保持偏紧态势。公司现有磷矿储量近 8 亿吨，原矿生产能力 1,450 万吨/年，擦洗选矿生产能力 618 万吨/年，浮选生产能力 750 万吨/年，是我国重要的磷矿采选企业之一。2025 年 12 月，参股公司聚磷新材（公司持股 35%）取得镇雄县碗厂磷矿采矿权，矿产资源量 24.38 亿吨，公司磷矿资源进一步夯实。

（2）国内磷肥价格稳中略升，国际市场价格维持高位

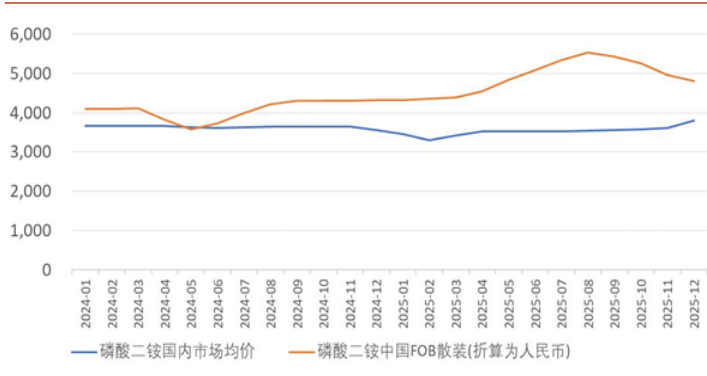
磷肥主要包括磷酸一铵（MAP）、磷酸二铵（DAP）、普钙（过磷酸钙）、重钙（重过磷酸钙）等产品，磷酸一铵/二铵为主流磷肥，占整个磷肥市场的 80% 以上。我国磷肥产能主要集中于云、贵、川、鄂等磷矿资源分布区域。近年来，受能耗双控、“三磷”治理等政策以及市场影响，磷肥行业集中度不断提升；随着我国设施农业、灌溉技术提升，对水溶性磷铵等各类磷肥需求增加。产业链完整、自主创新能力强、安全环保水平高的磷肥生产企业竞争优势愈加明显。

图 2：2024-2025 磷酸一铵价格走势



资料来源：云天化 2025 年年报、百川盈孚、招商证券

图 3：2024-2025 磷酸二铵价格走势



资料来源：云天化 2025 年年报、百川盈孚、招商证券

2025 年国内继续执行磷肥保供稳价政策，受硫磺价格持续上涨的影响，磷肥价格略有上升。上半年，国内主要磷肥生产企业多数装置高负荷运行，保障春耕市场供应，国内磷肥价格保持稳定；下半年，受硫磺价格持续上涨等因素影响，企业开工率先增后降，国内磷肥价格年底略有上涨。国际市场受磷肥贸易量减少、区域冲突、硫磺价格上涨等因素影响，国际市场价格维持高位波动。

(3) 尿素产能快速增加，价格持续低位运行

氮肥主要包括尿素、硫酸铵、氯化铵等产品，其中尿素约占氮肥市场 67%，是我国使用量最大的氮肥品种，我国也是世界第一大尿素生产国和出口国。我国尿素现有产能仍以煤制为主，占比超过 74%，主要产地集中在山东、内蒙、山西、新疆和河南等地，随着工艺技术的改进提升，新型煤气化技术生产合成氨、尿素的成本具有显著优势。近两年来，落后产能更新置换陆续投产，尿素整体有效产能提升至 7,800 万吨以上。2025 年尿素新增产能陆续投产，尿素产量持续提升，国内尿素市场产量增速高于需求增长。2025 年，国内尿素产量约为 7,248.8 万吨，比去年同期增加了约 500 万吨，增幅超 7%。尿素价格持续低位运行。

图 4: 2024-2025 年国内、出口 (FOB) 尿素市场价格变动趋势



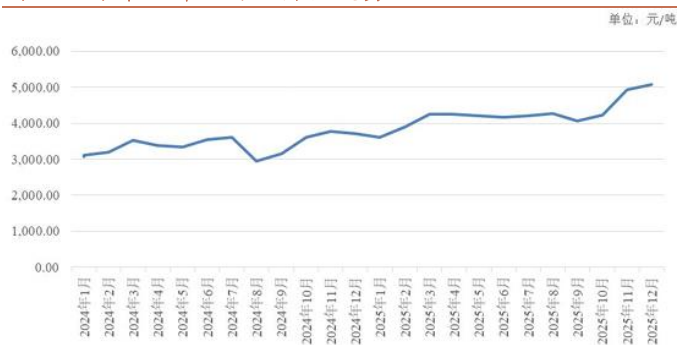
资料来源：云天化 2025 年年报、wind、招商证券

2、磷化工和新材料行业情况

(1) 饲料级磷酸钙盐价格上涨

饲料级磷酸钙盐主要为饲料级磷酸氢钙、饲料级磷酸一二钙，是一种常用的饲料添加剂，主要用于动物饲料中。我国饲钙产能受资源限制主要分布在云南、贵州、湖北、四川等地，行业内规模在 10 万吨/年左右的产能居多，饲料级磷酸氢钙市场发展已步入成熟稳定期，市场竞争较为激烈。近年来，饲钙产业集中度不断提升，具备“矿化一体”成本优势的企业竞争力进一步凸显。

图 5: 饲料级磷酸钙盐价格走势



资料来源：云天化 2025 年年报、百川盈孚、招商证券

（2）黄磷价格波动明显，磷酸铁市场需求增长

近年来，受“三磷”治理、能耗双控以及环保督察等因素影响，黄磷价格和产量出现较大波动。2025 年黄磷产能及产量同比增加，供应增速高于需求增速。上半年，主要原料焦炭价格下跌，主产区进入丰水期电价下调，黄磷行业成本下降，对产品价格支撑力度减弱，黄磷价格呈现明显波动；下半年，下游企业开工稳定，黄磷价格整体呈现先涨后稳走势，价格波动收窄。

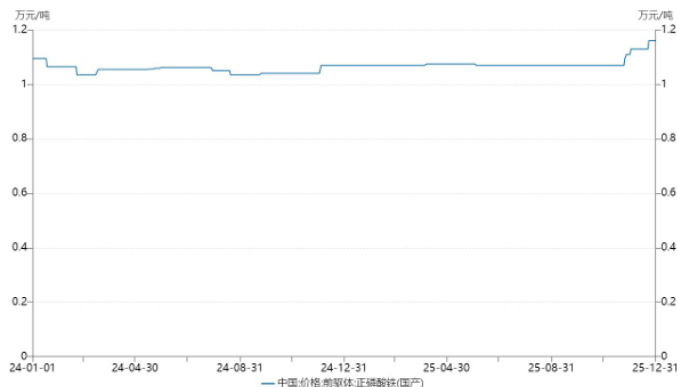
2025 年磷酸铁行业整体呈现开工率增长、出货量增加、市场竞争加剧等特点，磷酸铁行业仍处于产能过剩、行业盈利能力整体较弱的局面。上半年，受下游磷酸铁锂出货量增长、产品的升级迭代等因素影响，磷酸铁市场产量同步提升，价格低位波动。下半年随着传统旺季来临，行业开工率进一步回升，价格呈现底部波动缓升态势。

图 6：2024-2025 年我国四川市场黄磷市场均价趋势



资料来源：云天化 2025 年年报、百川盈孚、招商证券

图 7：2024-2025 年我国磷酸铁市场均价趋势



资料来源：云天化 2025 年年报、百川盈孚、招商证券

（3）氟化工盈利能力提升

氟资源的主要来源为萤石和磷矿石伴生氟资源，萤石资源受开采政策约束日渐紧张，萤石供给端产量扩张受限，致使萤石市场供不应求，回收磷矿石伴生的氟资源成为了氟化工行业的重要来源。近年来，随着磷矿提氟技术成熟发展，磷肥副产氟硅酸较萤石法显现成本优势，磷矿伴生氟资源深度开发利用也得到了快速发展。氟硅酸钠、无水氟化氢、六氟磷酸锂、氟化铝、氟化铵等下游产品的应用不断扩大，有效支撑氟资源的盈利水平。受新能源需求提升，以六氟磷酸锂为代表的磷矿伴生氟资源的产业盈利能力得到有效提升。

（4）聚甲醛市场竞争激烈

聚甲醛（POM）是一种具有很高的刚度、硬度和优异的物理力学性能等特性的通用工程塑料，广泛应用于汽车、电子电器、日用消费品、机械工业等领域。目前，全球聚甲醛有效产能约 200 万吨/年，我国是世界重要的聚甲醛生产国和消费国，聚甲醛有效产能已提升至 78 万吨/年，国内聚甲醛表观消费量提升至超 86 万吨（数据来源：百川盈孚）。近年来，规模较大的聚甲醛生产企业通过技术创新，开发专用型的改性聚甲醛，加快产品迭代，提升了对下游市场需求的响应速

度和高端市场的开发力度，国产聚甲醛市场规模持续扩大，国内优秀企业通过技术提升，进口替代能力不断加强。2023-2028年，我国对原产于韩国、泰国和马来西亚的进口共聚聚甲醛继续征收反倾销税；2025年5月19日，商务部发布公告，决定对原产于美国、欧盟、台湾地区和日本的进口共聚聚甲醛征收反倾销税，实施期限为5年。

三、公司优势

1、资源保障优势

拥有丰富的磷矿和煤炭资源，现有磷矿储量近8亿吨，磷矿石采选规模1,450万吨/年，磷矿储量及年开采能力均位居全国前列，可实现完全自给；2025年12月，参股公司聚磷新材（公司持股35%）取得镇雄县碗厂磷矿采矿权，磷矿资源量24.38亿吨，进一步夯实公司磷资源保障能力。近年来，公司致力于大型装置技术改造和产能提升，合成氨产能提升至270万吨/年，合成氨自给率97%以上；公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿，开采能力400万吨/年，可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料。

2、产业规模优势

化肥总产能超1,000万吨/年，其中尿素超290万吨/年、磷肥555万吨/年、复合肥185万吨/年，是目前国内最大的化肥生产企业之一，对国家农业生产和粮食安全发挥着重要的保障作用。公司拥有聚甲醛产能9万吨/年，产能位居国内前列。拥有50万吨/年饲料级磷酸氢钙产能，单套产能规模国内排名第一。公司在云南、重庆、内蒙、青海等省市自治区建有10余个生产基地，产业规模位居国内前列。

3、一体化运营优势

依托现有资源及产业优势，已建成较为完整的产业链和一体化运营模式。公司高效统筹大型装置检修、产品分类柔性生产等工作，实现磷资源、合成氨等重要原料的最优调配。充分发挥规模化集采统销模式，建立统一的采购和销售平台，建立战略采购机制，充分把控市场节奏，实现原料保供降本和产品效益最大化。

4、品牌市场优势

拥有“金沙江”“云天化”“三环”“金富瑞”“红磷”“云峰”等近20个国内外知名品牌，拥有一万多个加盟商和分销商，市场销售渠道布局完善，磷肥国内年销售量约占国内年施用量的25%，具有较高的品牌溢价和市场美誉度。公司处于一带一路面向东南亚的辐射中心，有显著的区位优势，是全球重要磷肥供应商

5、安全环保优势

坚守红线意识、底线思维，持续筑牢安全环保根基，牢固树立“绿色高质量发展”理念。拥有国家级绿色矿山 7 座、国家级绿色工厂 6 家，石化联合会绿色工厂 3 家，国家级绿色产品 72 个，石化协会绿色产品 27 个。

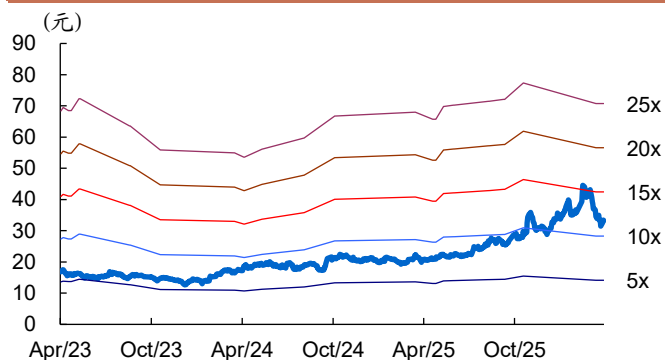
6、技术研发优势

通过开展国内外先进技术应用和改造，不断优化工艺技术和装备，形成多项集成优化技术，主体装置生产技术和设备装备管理水平始终保持行业先进水平。成立了云天化研究院，负责建设公司产业技术研发平台，拥有国家磷资源开发利用工程技术研究中心、云南省新型化肥工程研究中心、工程材料技术开发中心、云天化植物营养研究院等技术研发机构，形成了具有协同效应的研究开发体系。

7、国企改革优势

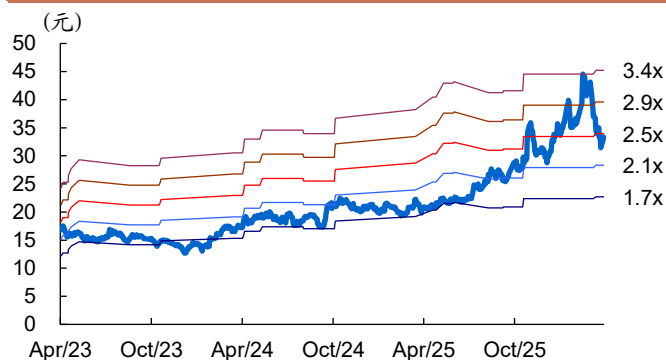
以打造“旗舰型龙头上市公司”为目标，持续夯实国企改革各项成果，调整和优化产业结构、资本结构、产品结构、市场结构，健全和完善治理机制、用人机制、激励机制，提升管理能力、技术创新能力。公司先后入选国务院国资委“改革尖兵”、全国国有重点企业管理“标杆企业”、国企改革攻坚市场化运作示范单位、“双百企业”标杆企业，通过改革，持续推动公司高质量发展

图 8：云天化历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 9：云天化历史 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	16664	14815	15014	16871	21692
现金	6937	4981	4174	5261	9501
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1669	834	909	982	1031
其它应收款	87	55	60	65	68
存货	6070	6892	7626	8145	8552
其他	1901	2052	2243	2417	2538
非流动资产	34816	35527	34629	33858	33195
长期股权投资	3649	3709	3709	3709	3709
固定资产	20626	20579	20538	20501	20469
无形资产商誉	4885	4829	4346	3912	3521
其他	5655	6409	6035	5736	5497
资产总计	51480	50342	49643	50729	54887
流动负债	15685	17435	14127	11958	12476
短期借款	4069	3234	2828	0	0
应付账款	5070	5979	6617	7066	7420
预收账款	2086	2574	2848	3042	3194
其他	4460	5648	1834	1850	1862
长期负债	11218	6312	6312	6312	6312
长期借款	9449	4286	4286	4286	4286
其他	1769	2026	2026	2026	2026
负债合计	26903	23747	20439	18270	18788
股本	1834	1823	1823	1823	1823
资本公积金	7082	7055	7055	7055	7055
留存收益	13442	15703	17969	20818	24028
少数股东权益	2218	2014	2357	2763	3193
归属于母公司所有者权益	22358	24581	26847	29696	32906
负债及权益合计	51480	50342	49643	50729	54887

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10752	9087	8170	8801	9021
净利润	6043	5498	5526	6536	6922
折旧摊销	2922	3102	3144	3017	2909
财务费用	567	371	517	304	198
投资收益	(595)	(756)	(945)	(945)	(945)
营运资金变动	1822	886	(73)	(111)	(63)
其它	(7)	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(1287)	(1768)	(1301)	(1301)	(1301)
资本支出	(1759)	(2284)	(2246)	(2246)	(2246)
其他投资	471	516	945	945	945
筹资活动现金流	(8936)	(9332)	(7676)	(6413)	(3479)
借款变动	(6775)	(7054)	(4242)	(2828)	0
普通股增加	0	(11)	0	0	0
资本公积增加	88	(27)	0	0	0
股利分配	(1834)	(2199)	(2917)	(3281)	(3281)
其他	(415)	(41)	(517)	(304)	(198)
现金净增加额	528	(2013)	(807)	1087	4240

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	61537	48415	52772	56994	59844
营业成本	50767	38628	42746	45652	47935
营业税金及附加	958	1171	1277	1379	1448
营业费用	760	704	767	828	870
管理费用	1111	903	984	1063	1116
研发费用	581	731	797	861	904
财务费用	488	287	517	304	198
资产减值损失	(492)	(341)	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	163	188	188	188	188
投资收益	595	756	756	756	756
营业利润	7138	6595	6629	7851	8318
营业外收入	41	50	50	50	50
营业外支出	130	150	150	150	150
利润总额	7049	6495	6530	7752	8219
所得税	1006	997	1003	1216	1297
少数股东损益	710	342	343	406	430
归属于母公司净利润	5333	5156	5183	6130	6491

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-11%	-21%	9%	8%	5%
营业利润	5%	-8%	1%	18%	6%
归母净利润	18%	-3%	1%	18%	6%
获利能力					
毛利率	17.5%	20.2%	19.0%	19.9%	19.9%
净利率	8.7%	10.6%	9.8%	10.8%	10.8%
ROE	26.0%	22.0%	20.2%	21.7%	20.7%
ROIC	15.7%	14.5%	15.9%	18.4%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	47.2%	41.2%	36.0%	34.2%
净负债比率	30.5%	22.6%	14.3%	8.4%	7.8%
流动比率	1.1	0.8	1.1	1.4	1.7
速动比率	0.7	0.5	0.5	0.7	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	7.5	6.0	5.9	5.8	5.7
应收账款周转率	47.8	38.7	60.5	60.3	59.4
应付账款周转率	10.8	7.0	6.8	6.7	6.6
每股资料(元)					
EPS	2.93	2.83	2.84	3.36	3.56
每股经营净现金	5.90	4.98	4.48	4.83	4.95
每股净资产	12.26	13.48	14.73	16.29	18.05
每股股利	1.01	1.60	1.80	1.80	1.80
估值比率					
PE	11.4	11.8	11.8	10.0	9.4
PB	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.3	8.9	8.0	7.3	7.2

资料来源：公司数据、招商证券

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。