仅供内部参考，请勿外传！

史丹利（002588.SZ）

原材料价格持续高位，三季度业绩有所承压

事件：公司发布 2026 年三季报，报告期内公司实现营业收入 89.90 亿元，同比下降 3.22%，归母净利润 6.50 亿元，同比下降 20.23%，扣非净利润 6.01 亿元，同比下降 20.26%。其中，第三季度实现营业收入 20.58 亿元，同比下降 29.03%，环比下降 28.4%，；归母净利润 1.06 亿元，同比下降 49.20%，环比下降 47.8%。

- **前三季度磷肥业务压力较大，复合肥销量同比有所下降。**报告期内，公司业绩同比下降主要有两方面原因：一是磷肥业务影响。受磷肥出口政策调整影响，公司磷铵产品本期未能实现出口，而去年同期出口业务带来的收益集中体现在第三季度，本期无同类业务贡献；同时，受硫磺及硫酸价格高位运行影响，磷铵装置开工负荷有所下降，成本上升，公司磷肥业务盈利同比明显减少，并且参股公司盈利同比明显减少对公司投资收益形成较大影响。二是复合肥业务影响。8 月下旬以来，氮肥磷肥钾肥价格同步回落，下游经销商及零售环节集中去库存，公司复合肥发货节奏放缓，销量同比有所下降。
- **三季度复合肥销量有所下降，冬储及明年春耕需求刚性。**公司三季度复合肥销量下降主要有三方面原因：一是部分经济作物价格低迷，农户亩均投入下降，实际用量小幅减少；二是 8 月下旬以来三种主要原料价格下跌，复合肥成本相应下降约 10%，流通环节集中去库存，正常年份保有的库存量在极端降价行情下被集中释放；三是行业部分中小企业以现产现采方式组织经营，市场竞争有所加剧。从需求看，复合肥属于农业种植的刚需品，四季度冬储及明年春耕用肥需求依然存在。目前渠道库存较往年偏低，若原料价格企稳，下游采购意愿将逐步恢复。
- **复合肥需行业集中度加速提升，新项目保持稳定运行。**农业基础地位持续强化，粮食安全战略深入实施，全国粮食播种面积与总产量连续多年维持在较高水平，农户种植收益总体平稳，为肥料需求筑牢刚性支撑。公司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。今年以来行业整体开工走低，磷肥行业亏损，复合肥盈利空间承压，具备上下游一体化优势的企业依托协同效应和精细化管理维持盈利，行业集中度加速提升。目前松滋新材料公司磷酸铁装置保持稳定运行，项目盈利较好，同时松滋基地正规划建设磷石膏制酸项目。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**由于硫磺价格高位运行，公司自身及参股公司的磷肥业务继续承压，我们调整盈利预测，预计 2026~2028 年归母净利润分别为 7.92 亿、9.92 亿、11.92 亿元，EPS 分别为 0.69、0.86、1.04 元，当前股价对应 PE 分别为 10.1、8.1、6.7 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10263	12283	11877	13643	15408
同比增长	3%	20%	-3%	15%	13%
营业利润(百万元)	909	1262	938	1190	1428
同比增长	11%	39%	-26%	27%	20%

强烈推荐（维持）

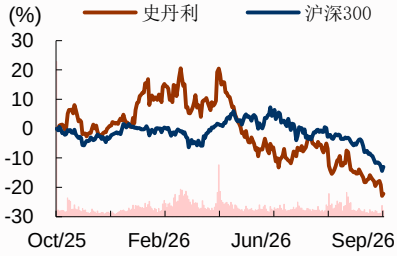
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：6.94 元

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）	8.0
流通市值（十亿元）	6.0
每股净资产（MRQ）	6.9
ROE（TTM）	11.0
资产负债率	39.6%
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	-10	-39	-25
相对表现	-1	-24	-14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《史丹利（002588）—上半年复合肥业务经营稳健，原料涨价磷肥业务承压》2026-08-24
2、《史丹利（002588）—全年磷复肥销量稳步提升，一季度业绩表现良好》2026-04-23
3、《史丹利（002588）—三季度业绩符合预期，新型肥料销量增加》2025-10-22

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

归母净利润(百万元)	826	1033	792	992	1192
同比增长	18%	25%	-23%	25%	20%
每股收益(元)	0.72	0.90	0.69	0.86	1.04
PE	9.7	7.7	10.1	8.1	6.7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

一、 前三季度业绩承压，原料涨价影响明显.....4
二、 复合肥行业需求刚性，市场空间广阔.....5
三、 磷肥行业整体承压，磷酸铁锂景气度上行.....7
四、 公司核心竞争力分析.....8
五、 风险提示.....11

图表目录

图 1：近几年公司营业收入及增速.....4
图 2：近几年公司归母净利润及增速.....4
图 3：2025 年公司主营业务收入构成.....5
图 4：近几年公司磷复肥销量及毛利率.....5
图 5：国内复合肥有效产能及产量情况.....6
图 6：国内复合肥进出口量情况.....6
图 7：国内复合肥表观消费量情况.....6
图 8：我国复合肥下游消费结构.....6
图 9：复合肥产业链图.....7
图 10：近几年复合肥主要原材料价格走势.....7
图 11：近几年国内复合肥市场均价走势.....7
图 12：史丹利历史 PEBand.....12
图 13：史丹利历史 PBBand.....12

附：财务预测表.....13

仅供内部参考，请勿外传！

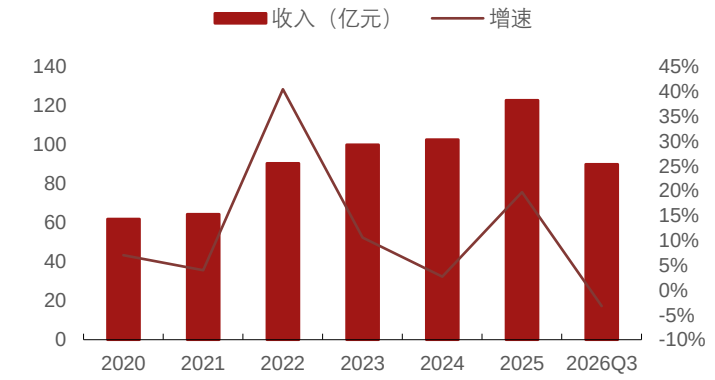
一、前三季度业绩承压，原料涨价影响明显

公司主要经营复合肥料业务，产能规模行业领先。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。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。

过去几年公司业绩稳步提升，今年前三季度业绩有所承压。2025 年公司实现营业收入 122.83 亿元，同比增长 19.69%，归母净利润 10.33 亿元，同比增长 25.07%，扣非净利润 9.34 亿元，同比增长 30.70%。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。2026 年前三季度，公司实现营业收入 89.90 亿元，同比下降 3.22%，归母净利润 6.50 亿元，同比下降 20.23%，扣非净利润 6.01 亿元，同比下降 20.26%。

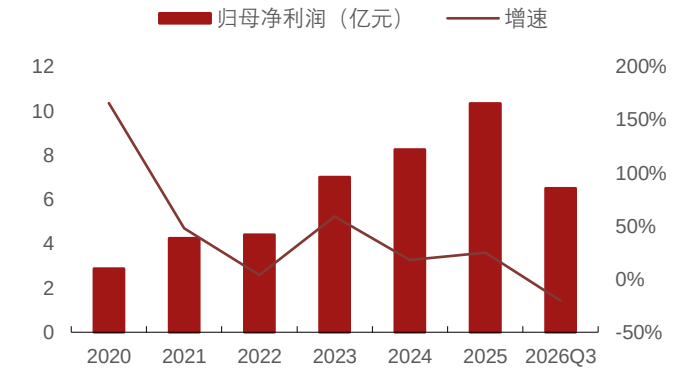
2026 年前三季度，公司业绩同比下降主要有两方面原因：一是磷肥业务影响。受磷肥出口政策调整影响，公司磷铵产品本期未能实现出口，而去年同期出口业务带来的收益集中体现在第三季度，本期无同类业务贡献；同时，受硫磺及硫酸价格高位运行影响，磷铵装置开工负荷有所下降，成本上升，公司磷肥业务盈利同比明显减少，并且参股公司盈利同比明显减少对公司投资收益形成较大影响。二是复合肥业务影响。8 月下旬以来，氮肥磷肥钾肥价格同步回落，下游经销商及零售环节集中去库存，公司复合肥发货节奏放缓，销量同比有所下降。

图 1：近几年公司营业收入及增速



资料来源：Wind、招商证券

图 2：近几年公司归母净利润及增速



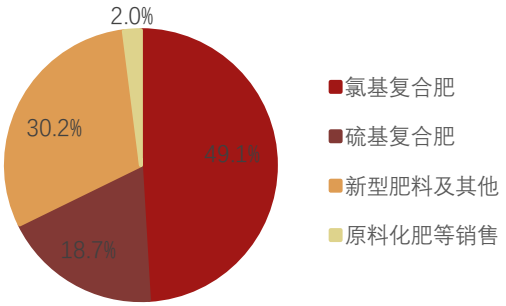
资料来源：Wind、招商证券

公司磷复肥销量持续增长，综合毛利率总体平稳。2025 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 49.1%、18.7%、30.2%。近几年公司磷复肥销量保持稳步增长，2025 年公司磷复肥销量 391 万吨，同比增长 11.33%，2020 年以来年均复合增长 9.22%。2026 年上半年，公司硫基复合肥收入 12.7 亿元，同比下降 2.10%，毛利率 16.13%，同比下降 2.16pct；氯基复合肥收入 35.1 亿元，同比增长 8.83%，毛利率 20.33%，同比下降 1.08pct；新型肥料及其他收入 18.9 亿元，同比增长 13.42%，毛利率 16.66%，同比提高 0.02pct。

仅供内部参考，请勿外传！

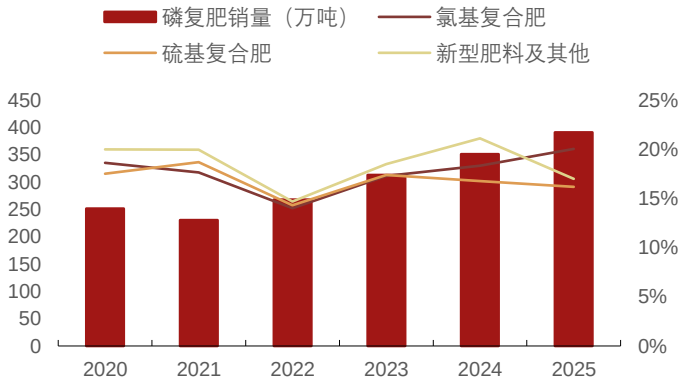
2026 年上半年，国内化肥行业受保供稳价政策、上游原料涨价双重因素影响，整体呈现外热内冷、部分化肥成本倒挂的特征，行业资源持续向具备产业链一体化配套的头部企业集中。在政策层面国家持续收紧化肥出口，同时加大国内原料保供力度，增加化肥市场投放。在成本端，硫磺价格大幅走高，磷矿石、煤炭、天然气价格中枢持续抬升，化肥生产成本攀升至近年高位区间。行业整体开工走低，磷肥行业亏损，复合肥盈利空间持续收窄，具备上下游一体化优势的企业依托协同效应和精细化管理维持盈利，行业集中度加速提升。

图 3：2025 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：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、复合肥行业需求刚性，市场空间广阔

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。

近几年我国复合肥行业供给和需求总体保持平稳。2025 年国内复合肥有效产能 1.35 亿吨，同比增长 4.9%，产量 5239 万吨，同比增长 4.78%，有效产能利用率 38.6%，同比基本持平。2025 年国内复合肥表观消费量 4893 万吨，同比下降 0.15%，国内复合肥市场空间广阔。2025 年我国复合肥进口量 124 万吨，出口量 510 万吨，约占国内总产量 9.7%。我国复合肥供给和需求主要集中国内，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%。

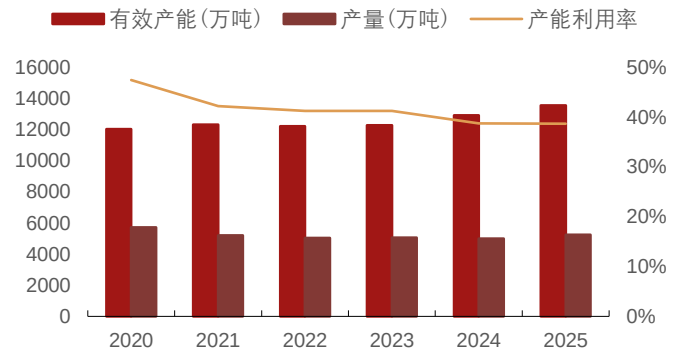
2026 年前三季度，我国复合肥产量 3837 万吨，同比下降 2.3%，1-8 月表观消费量 3520 万吨，同比增长 11.48%。出口管控政策落地效果明显，复合肥出口量同比大幅下降，前三季度复合肥出口量 14.5 万吨，同比大幅下降 76%，原有外销产能逐步转向国内市场消化，国内市场在政策调控下保持相对独立运行。

国家将化肥保供稳价作为保障粮食安全的核心抓手，连续出台多项政策收紧化肥出口，国内同步投放储备肥、划定区域到站限价，并协调平价原料，平抑终端价格波动。今年上半年，国内复合肥总产量小幅回落，行业开工呈明显季节性特征，春耕旺季开工走高，用肥淡季产能利用率明显下滑，市场价格整体震荡上行，但

仅供内部参考，请勿外传！

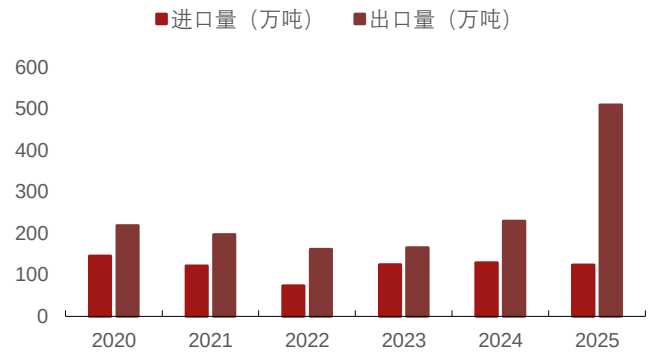
原料成本涨幅远超产品提价幅度，行业平均盈利持续收窄，缺乏上游原料配套、无品牌和渠道优势的中小厂家经营压力持续加大。面对成本压力，企业普遍通过长协锁价、分批次顺价调价等方式对冲成本波动风险。

图 5：国内复合肥有效产能及产量情况



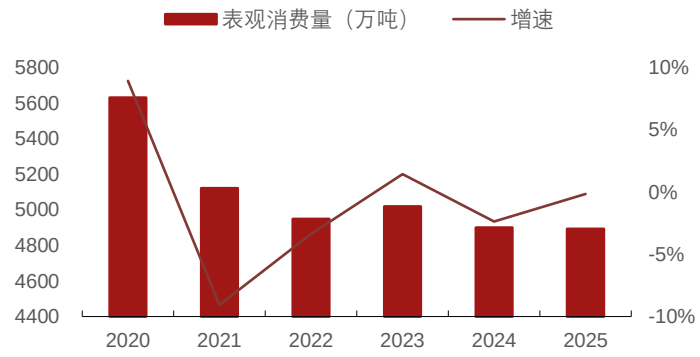
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 6：国内复合肥进出口量情况



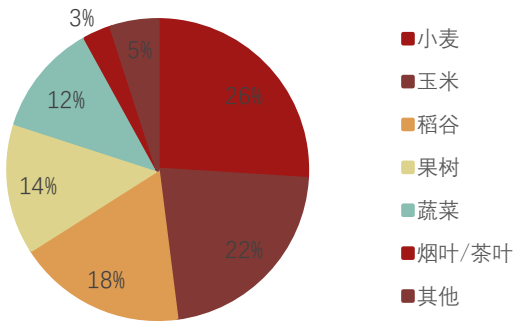
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 7：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 8：我国复合肥下游消费结构

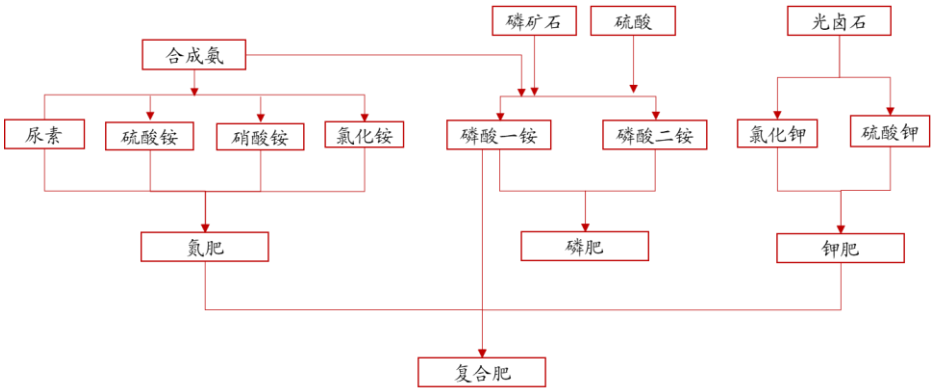


资料来源：钢联数据、招商证券

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。

仅供内部参考，请勿外传！

图 9：复合肥产业链图

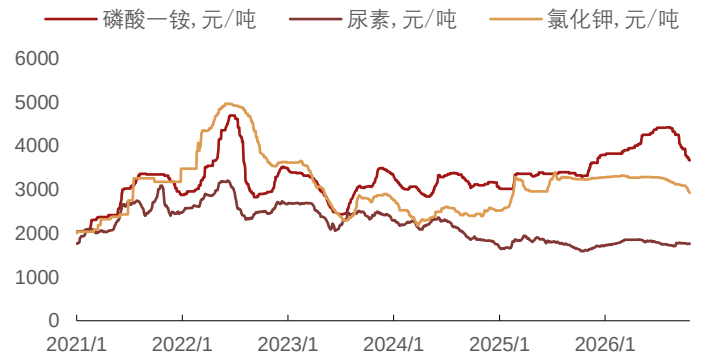


资料来源：百川盈孚、招商证券

上半年原料行情呈现“磷强氮弱”格局，硫磺价格大幅上行带动硫酸、磷酸一铵生产成本上行，硫基复合肥成本压力突出；尿素行情相对偏弱，一定程度对冲了高氮肥成本压力。在成本端和需求端双重挤压下，缺乏上游原料配套、无品牌和渠道优势的中小产能持续退出，市场份额不断向头部一体化企业集中。同时，行业竞争逻辑也发生转变，低端通用肥料同质化价格竞争逐步弱化，产品升级、布局新型肥料成为企业穿越周期的核心抓手，高附加值新型肥料具备更强的成本传导能力与产品溢价，成为头部企业优化经营结构、拓宽盈利空间的重要路径，企业研发投入持续向新型肥料产品倾斜，新型肥料市场规模保持稳健增长。

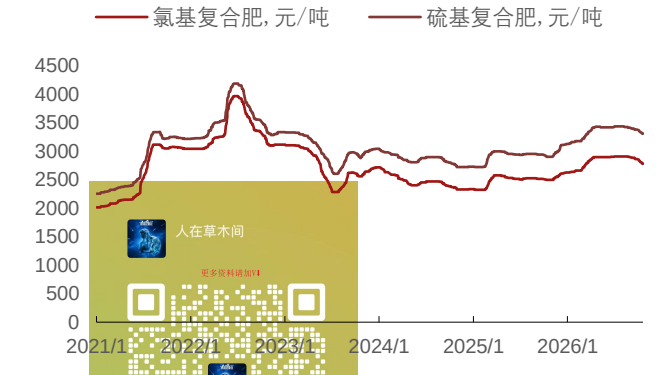
8 月以来氮磷钾价格普遍下跌，主要原因是阶段性供大于求。磷肥方面，出口受限后国内磷铵企业虽普遍降低开工负荷，但产出仍阶段性超过国内需求；氮肥方面，出口按批次有序放开，但行业新增产能及日产量仍处于高位，加经销商去库存，实际采购量下降；钾肥方面，今年进口到货量明显增加，港口库存处于较高水平。三种原料价格相互联动，价格下行进一步强化了下游去库存行为，形成阶段性循环，是本次价格调整幅度较大的主要原因。

图 10：近几年复合肥主要原材料价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 11：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

三、磷肥行业整体承压，磷酸铁锂景气度上行

1、磷肥行业

磷肥是上半年保供稳价重点管控对象，政策明确阶段性暂停国内磷肥出口，同步划定区域产品最高到站价、投放国家化肥储备，协调平价硫磺采购资源以缓解企

仅供内部参考，请勿外传！

业成本压力。

上半年国内磷肥产量呈现前高后低走势，一季度为保障春耕需求，行业维持较高开工负荷，二季度受原料持续涨价、进入用肥淡季影响，企业集中开展装置检修、下调生产负荷。尽管磷肥产品售价有所上调，但调价幅度无法覆盖原料持续上涨带来的成本增加，行业亏损持续扩大，行业及港口库存均维持在偏低水平。

成本端，硫磺受地缘、库存等多重因素冲击，短期涨幅突出；磷矿石受环保管控、开采总量控制、新能源增量需求等支撑，价格中枢持续抬升，处于历史较高区间；煤炭、天然气受供需及国际能源行情带动，价格持续走强。多重原料成本叠加，导致行业成本价格倒挂现象突出，自有磷矿配套企业的盈利稳定性显著优于行业平均水平。面对硫磺价格持续高位运行带来的长期成本压力，头部磷肥企业主动谋划产业链循环转型，降低对外购硫磺的依赖，核心举措集中于推进磷石膏制硫酸项目落地，构建“磷矿—磷酸—磷石膏—硫酸”内部硫资源循环闭环；该工艺既能够消纳磷石膏固废，又可实现硫酸自给、大幅削减外购硫磺采购成本，在当前硫磺高价行情下经济性凸显。除布局磷石膏制酸项目外，行业企业同步配套长协锁硫、优化生产工艺降低硫酸单耗、拓展硫铁矿制酸补充原料渠道等多元手段，多维度对冲硫磺涨价冲击，推动行业由被动承受成本波动向主动构建资源自主保障体系转型。

出口方面，上半年磷肥出口暂停，磷肥产品出口量同比明显下滑，国内磷肥出口暂停导致全球供应趋紧、国际磷肥价格大涨，而国内磷肥价格在政策调控下相对平稳，形成较为明显的“外热内冷”特征。

2、磷酸铁行业

在双碳政策、新能源产业发展战略推动下，下游动力电池、储能产业需求稳步提升，带动磷酸铁需求同步增长，同时能耗、环保、磷资源管控持续收紧，具备磷资源配套一体化企业竞争优势进一步凸显。

上半年，国内磷酸铁市场价格整体上行，行业整体产能利用率维持高位，有效供给相对偏紧，下游磷酸铁锂生产规模持续扩张，储能板块需求拉动突出，支撑上游磷酸铁需求，但行业规划产能集中释放仍可能带来供给过剩、产品价格回落的风险。

产业链方面，磷酸铁生产成本高度跟随硫磺和硫酸价格波动，硫磺大幅涨价直接抬升全行业生产成本。行业产能分化明显，具备“磷矿—磷酸—磷酸铁—磷酸铁锂”一体化布局的企业开工保持高位，无产业链配套的中小工厂开工受限，行业加速洗牌。新能源产业持续扩张也带来磷资源消耗增量，进一步加剧磷原料整体供需紧张。

四、公司核心竞争力分析

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

仅供内部参考，请勿外传！

52.40 亿元。

公司在行业内树立了深厚的品牌公信力，先后荣获“国家技术创新示范企业”、“国家知识产权示范企业”、“国家级绿色工厂”、“山东省优秀企业”、山东省“十强”产业“雁阵形”集群领军企业、“山东省第一批总部企业”、“山东省制造业高端品牌培育企业”、“山东省绿色低碳高质量发展先行区建设试点企业”、“山东省首批制造业单项冠军企业”、“山东省首批制造业领航培育企业”、“山东省智能工厂”、“农业农村部绿色功能型肥料创制重点实验室”、“山东省民营经济高质量发展突出贡献企业”、“先进级（省级）智能工厂”、“山东民营企业创新 100 强”等荣誉称号，“史丹利集团化肥制造 5G 车间”入选工信部 5G 工厂名录，彰显了在技术创新、绿色发展与产业引领方面的突出地位。在报告期内，公司申报的“稻田面源污染削减与产量提升协同的肥水联控技术创建与应用”项目，荣获江苏省科学技术进步奖一等奖。

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》，持续打造影响力，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，累计开拓近 6000 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。

公司持续推行渠道扁平化改革，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。农化服务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，将规模化种植户作为技术服务的核心阵地，提供从种植到采收的全周期技术陪伴。

“史丹利研究院”作为核心技术传播窗口，坚持内容原创与深度，紧密围绕农事热点与产品节奏，持续输出原创农技科普内容，线上科普渠道受众覆盖面持续扩大，让专业农化知识精准触达目标用户，有效拓展了技术传播半径。

仅供内部参考，请勿外传！

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，先后取得山东省市场监督管理局检验检测机构资质认定证书、中国合格评定国家认可委员会（CNAS）证书、农业农村部耕保中心国家耕地质量标准化验室证书，通过 ISO 三体系认证及多次 CMA 扩项（新增肥料检测内容），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。公司大力推进“蚯蚓测土服务万户工程”，常态化开展土壤采集、检测相关服务。

4、产能布局优势

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。公司现有复合肥产能 590 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。

5、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。

6、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，2004 年建成国内首条高塔复合肥生产线，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。

公司深度参与行业标准制定，参与制定了《复混肥料中总氮含量的测定蒸馏后滴定法》（GB/T8572-2010）、《复混肥料中有效磷含量的测定》（GB/T8573-2010）、《固体化学肥料包装》（GB/T8569-2009）、《腐植酸复合肥料》（HG/T5046-2016）、《复合肥单位产品能源消耗限额及计算方法》（HG/T5047-2016）、《无机肥料中有效磷含量的测定 EDTA 提取法》（ISO/CD22018）、《复合肥料通用要求》（ISO/AWI22862）、《复合肥高塔造粒工艺尾气检测技术规范》（T/CPFIA0001-2020）、《肥料级聚磷酸铵》（HG/T59392021）、《绿色设计产品评价技术规范复混肥料（复合肥料）》（HG/T5680-2021）、《复合肥料》（ISO22862:2021）、《复合肥料行业绿色工厂评价要求》（HG/T6199-2023）《含

仅供内部参考，请勿外传！

聚合态磷复合肥料》《新型肥料命名与分类管理规范》等标准，参与了《肥料标识内容和要求》（ISO7409:2018）、《肥料与土壤调理剂—分类》（ISO8157）国际标准修订 2 项。在报告期内，参与了《高塔尿基复合肥生产技术规范》团体标准制定。

公司先后与国家杂交水稻工程技术研究中心、国家小麦工程技术研究中心、国家棉花工程技术研究中心、全国农技推广中心、国家玉米工程技术研究中心（山东）、国家化肥质量监督检测中心（上海）、美国应用化学公司、美国普渡大学、美国松顿实验室、以色列可持续农业资讯组织 SACOG、荷兰瓦格宁根大学、清华大学、中国农业科学院、中国科学院、山东省农业科学院、上海化工院、华中农业大学、齐鲁工业大学、浙江大学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、产品升级起到了积极的推动作用，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”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。在报告期内，公司参加了河北农科院举办的“中欧基于自然解决方案的农业营养管理学术交流会暨中欧项目中方 2026 年度总结会”，与欧方专家交流最新肥料增效技术，汇报公司项目整体进展;与波兰国家园艺研究所签署了战略合作协议。上述活动及工作的开展，深化公司与国内外科研机构的合作，为公司的发展提供了强有力的技术支撑和智力保障。

7、管理和信息化优势

公司管理团队经验丰富，董事长兼总裁高进华先生拥有 20 余年复合肥企业经营管理经验，核心管理层具备多年行业深耕背景，形成高效决策与执行体系。

在信息化建设方面，公司构建了覆盖全业务链条的数字化平台，包括高效管理平台、数据经营分析平台、精准营销平台、智能物流系统、地磅无人值守平台、采购共享平台、SAP-ERP 管理平台、资金管理平台和财务共享平台，通过商业智能分析系统、电子商务系统、ERP 系统、资金管理系统、采购共享平台、财务共享平台和办公自动化系统的协同运行，显著提升采购、生产、营销、物流、财务五大中心的运作效能，实现生产与市场需求的动态适配，大幅缩短市场响应周期，为高效运营提供坚实技术支撑。

五、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、硫磺等原材料需要外购，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。

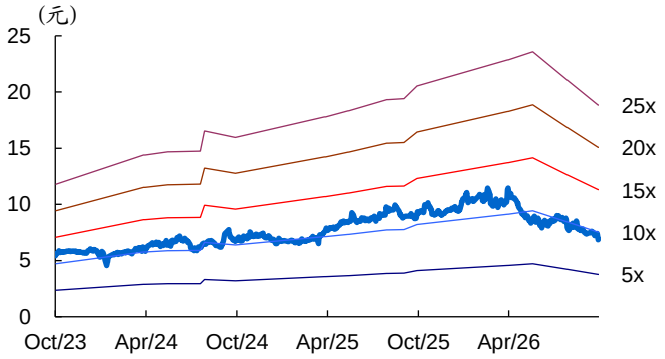
2、产品放量不及预期的风险。公司磷复肥的销量会受到行业政策、市场需求等多方面影响，在市场稳态情况下，复合肥单位盈利水平基本平稳，销量的提升推

仅供内部参考，请勿外传！

动业绩增长，如果产品放量不及预期，将影响公司业绩。

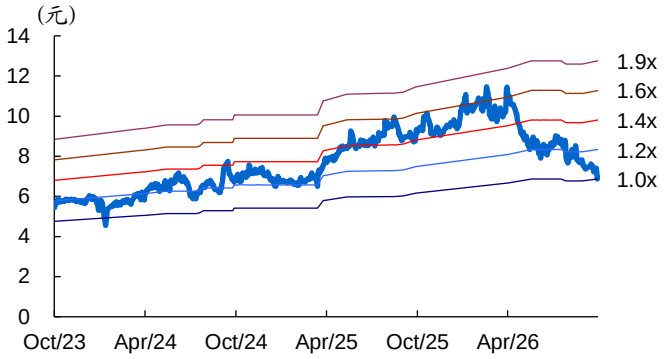
3、新项目投产不及预期的风险。新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性，若投产不及预期，将影响公司业绩。

图 12：史丹利历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 13：史丹利历史 PBBand



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	5560	7632	7934	9334	10874
现金	1209	1129	1561	2408	3401
交易性投资	1363	2535	2535	2535	2535
应收票据	7	12	11	13	15
应收款项	12	10	3	4	4
其它应收款	11	9	8	10	11
存货	2020	2360	2287	2611	2932
其他	937	1579	1529	1753	1976
非流动资产	8458	8192	8245	8294	8340
长期股权投资	981	1099	1099	1099	1099
固定资产	4159	4328	4488	4632	4764
无形资产商誉	996	1020	918	826	744
其他	2323	1745	1741	1737	1734
资产总计	**14018**	**15824**	**16180**	**17628**	**19214**
流动负债	4945	5498	5380	6064	6743
短期借款	80	110	126	142	160
应付账款	2681	2266	2204	2516	2825
预收账款	1519	2362	2297	2623	2945
其他	666	760	754	784	813
长期负债	1264	1829	1829	1829	1829
长期借款	1079	1636	1636	1636	1636
其他	186	193	193	193	193
负债合计	**6209**	**7327**	**7209**	**7893**	**8572**
股本	1152	1152	1152	1152	1152
资本公积金	273	275	275	275	275
留存收益	5397	6123	6604	7358	8253
少数股东权益	986	948	940	950	962
归属于母公司所有者权益	6822	7549	8030	8785	9679
负债及权益合计	**14018**	**15824**	**16180**	**17628**	**19214**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	481	1241	1227	1515	1692
净利润	816	1052	784	1002	1204
折旧摊销	303	432	519	523	527
财务费用	24	47	42	37	30
投资收益	(200)	(235)	(115)	(164)	(184)
营运资金变动	(426)	(93)	10	114	111
其它	(37)	38	(13)	3	3
投资活动现金流	(2003)	(1428)	(458)	(409)	(389)
资本支出	(979)	(647)	(573)	(573)	(573)
其他投资	(1024)	(781)	115	164	184
筹资活动现金流	449	156	(337)	(259)	(310)
借款变动	599	478	16	15	18
普通股增加	(5)	0	0	0	0
资本公积增加	(24)	2	0	0	0
股利分配	(150)	(299)	(311)	(238)	(298)
其他	29	(24)	(42)	(37)	(30)
现金净增加额	(1073)	(31)	432	847	993

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10263	12283	11877	13643	15408
营业成本	8397	10054	9776	11163	12534
营业税金及附加	56	64	62	72	81
营业费用	386	404	356	409	462
管理费用	390	346	333	382	431
研发费用	394	490	474	544	615
财务费用	(22)	25	42	37	30
资产减值损失	(76)	14	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	7	14	14	14	14
其他收益	116	99	84	84	84
投资收益	200	235	16	66	86
营业利润	909	1262	938	1190	1428
营业外收入	10	15	15	15	15
营业外支出	4	18	18	18	18
利润总额	915	1260	936	1187	1425
所得税	99	207	152	185	221
少数股东损益	(10)	19	(8)	10	12
归属于母公司净利润	826	1033	792	992	1192

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	3%	20%	-3%	15%	13%
营业利润	11%	39%	-26%	27%	20%
归母净利润	18%	25%	-23%	25%	20%
获利能力					
毛利率	18.2%	18.1%	17.7%	18.2%	18.6%
净利率	8.0%	8.4%	6.7%	7.3%	7.7%
ROE	12.8%	14.4%	10.2%	11.8%	12.9%
ROIC	9.2%	10.7%	7.8%	9.2%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	44.3%	46.3%	44.6%	44.8%	44.6%
净负债比率	8.3%	11.0%	10.9%	10.1%	9.3%
流动比率	1.1	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.7	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
存货周转率	4.7	4.6	4.2	4.6	4.5
应收账款周转率	844.0	609.0	664.0	883.0	876.0
应付账款周转率	3.1	4.1	4.4	4.7	4.7
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.90	0.69	0.86	1.04
每股经营净现金	0.42	1.08	1.07	1.32	1.47
每股净资产	5.92	6.55	6.97	7.63	8.40
每股股利	0.26	0.27	0.21	0.26	0.21
估值比率					
PE	9.7	7.7	10.1	8.1	6.7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.3	8.5	9.6	8.2	7.3

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

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。