

## 振华股份（603067.SH）

公司报告 | 首次评级报告

周立  
化工研究员

2026年5月22日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	42.56
总市值	321.55亿
PE-TTM	48.48
PB-MRQ	8.35

## 估值结果

价值	180.16亿
DDM估值 上行空间	-44%
状态	高估
价值	181.26亿
动态估值 上行空间	-44%
状态	高估

## 四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

公司是铬化工行业全球龙头，目前国内市占率为60%，全球市占率为25%。

公司成长空间良好，主要系公司产品受益燃气轮机、SOFC（固体氧化物燃料电池）等AI需求爆发，同时公司凭借自身技术优势，有望持续获取产能扩张指标；公司盈利趋势极好，主要系当前铬化工行业处于景气周期大爆发前期，核心在于公司下游产品金属铬的需求爆发；公司产业格局优秀，主要系行业存在极高环保壁垒，全球核心生产企业仅8家，且行业属于利基市场，公司作为规模龙头，竞争优势明显；公司护城河深厚，主要系公司具备利基市场规模优势、技术优势以及行业自身存在苛刻的环保壁垒。

基于公司在景气周期峰值利润约20亿元，远期重铬酸钠产能50万吨（折算值），单吨毛利4500元的假设，我们认为公司估值高估。

## 我们区别于市场的观点

市场观点：行业遇到大景气周期，未来三年内或出现30%以上供需缺口。

我们认为：行业目前处于周期大爆发前期，但是市场对未来景气度过于乐观，以至于忽略了公司的安全边际。一方面，行业供需缺口达到30%以上属于较为乐观预测（仅基于当下已有信息判断）；一方面，基于公司市值反推，市场对公司周期峰值利润的高度和持续性较为乐观。而我们的预测无论从短期还是中长期而言都相对保守，相较市场预期我们更注重公司的安全边际。

## 风险提示

行业监管政策变化导致的风险：国家对铬盐系列产品生产实施多项行业监管政策，如果政策发生变化，公司在业务拓展过程中可能面临因无法取得或达到相关要求而影响正常经营的风险，也会面临投资项目未获审批通过或无法获得环境保护行政许可而不能实施等行业监管方面的风险。

环保政策变化导致的风险：公司目前的污染物排放指标均达到国家标准。但是，如果国家相关环保政策作出调整，环保标准进一步提高，将会增加公司的环保投入，从而可能对公司的经营业绩造成不利影响。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	8
表2：公司整体业绩预测 .....	9
表3：公司分业务业绩预测 .....	9
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	9
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	10

## 1. 基本信息

湖北振华化学股份有限公司是全球规模最大的铬盐（铬化工品）生产企业，目前国内市占率为60%，全球市占率为25%。公司主营重铬酸钠、铬酸酐、氧化铬绿、金属铬及维生素K3等产品，并延伸至超细氢氧化铝等高附加值副产物。公司现有湖北和重庆两个生产基地，生产中采用自主研发的无钙焙烧工艺技术，物料消耗、环保程度、生产成本行业领先。

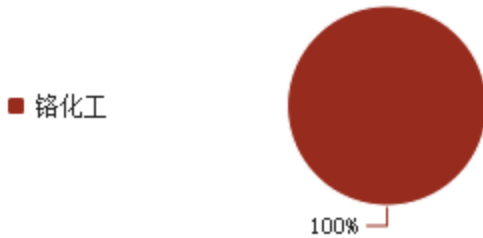
## 2. 业务介绍

对于振华股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

铬化工：

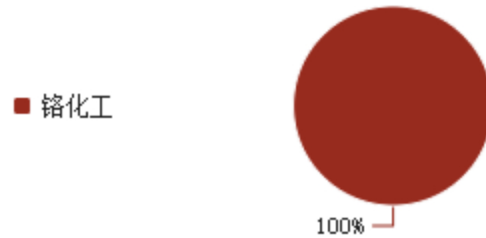
铬化工是以铬铁矿、纯碱为主要原料，生产重铬酸钠，再由重铬酸钠联产副产铬酸酐、氧化铬绿、金属铬、维生素K3、超细氢氧化铝（铬渣循环利用）等产品的业务。其中由铬铁矿生产重铬酸钠的环节会产生剧毒铬渣废料，因此环保要求极其苛刻，全球核心生产企业仅8家。铬化工品下游可应用于表面处理、皮革、颜料、军工、燃气轮机等领域。由于重铬酸钠的生产是环保的核心环节所在，因此我们在统计企业产能时，一般把铬化工品按照各自生产系数折算回重铬酸钠的产能。2025年，公司重铬酸钠产能为26万吨（折算值），随着重庆民丰搬迁项目推进及新疆沈宏重整落地，预计到2028年总产能将接近40万吨（折算值）。全球重铬酸钠产能约100万吨左右，若按照单价1.5万元/吨计算，铬化工行业市场规模为150亿元，因此铬化工行业属于利基市场。因公司参与全球竞争，因此我们将该业务的竞争市场界定于全球市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

振华股份呈现“较重资产、中等研发、低营销、客户分散”的典型大宗化工制造业商业模式。较高资产反映行业制造业特性，低营销与客户分散反映产品标准化特性，公司研发聚焦工艺优化，而非颠覆式创新。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司主营铬盐及铬化学品，属重资产制造业，生产过程中需高温焙烧、湿法处理等专用装置及环保设施，初始投资金额较大。2025年，公司固定资产25亿元，占总资产比例为41%。

### 3.2 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司聚焦清洁生产工艺（如无钙焙烧）与高端铬产品开发，研发投入集中于工程化降本与环保合规，非颠覆性创新。技术迭代慢，研发强度虽低于新材料领域，但足以支撑工艺优化与产品升级。2025年，公司研发费用1.47亿元，研发费用率为3%。

### 3.3 营销强度

**低** 较低 中等 较高 高

铬化工品为标准化工业原料，下游采购主要考量价格与供应稳定性，无品牌溢价。行业竞争核心在成本控制与质量一致性，而非广告或渠道建设。2025年，公司销售费用0.43亿元，销售费用率为0.94%。

### 3.4 客户集中度

**低** 较低 中等 较高 高

公司下游涵盖颜料、鞣革、金属表面处理等多个领域，单客户占比小，公司前五大客户收入占比通常低于20%。

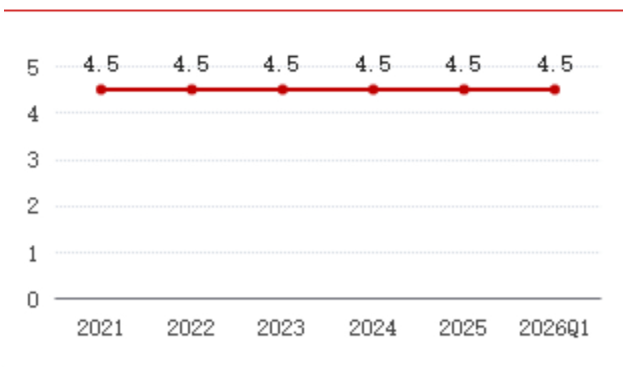
## 4. 历史经营绩效

振华股份过去四年展现“盈利佳、成长稳、回报优”的特征。公司凭借铬盐行业整合红利与工艺优势，通过并购稳步提升规模，虽业务控制力受限于上下游结构，但股东回报表现优秀。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



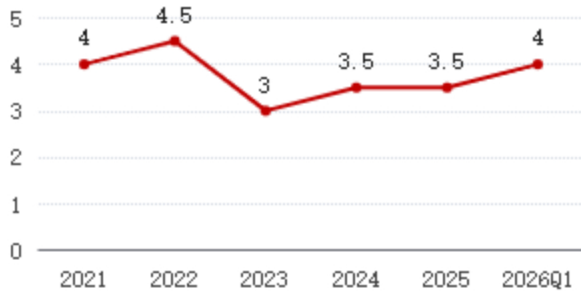
数据来源：公司财报，壹评级

公司作为全球铬盐龙头，规模效应与领先的清洁生产工艺（无钙焙烧）可有效降低单位成本，在行业周期波动中持续实现优于同行的利润率（近年公司ROE处于10%-15%水平）。另外，公司采用成本加成方式定价，在原材料价格波动中可保持较强盈利韧性。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021年公司收购并表重庆民丰，实现产能规模的大幅提升，因此也带来了短期的收入、利润高速增长。由于行业存在苛刻的环保壁垒，产能扩张极难，因此随后几年公司成长速度有所放缓（2024年公司的固定资产相较2022年仅增长11%）。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



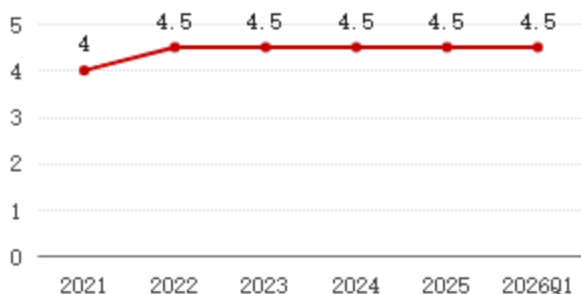
数据来源：公司财报，壹评级

公司下游涵盖颜料、鞣革、金属表面处理等多个分散领域，客户议价能力不一，部分大客户账期较长；上游铬铁矿依赖进口，受国际供应与价格波动影响，营运资金占用相对较高。整体现金流与利润匹配度尚可，但占款管理弱于大宗标准化化工品企业（公司近年上下游占款/净资产处于-20%水平），业务控制力表现一般。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

分红方面，近年公司股利支付率维持在20%-30%水平，对应股息率处于1.5%-1.8%范围内。资本利得方面，由于公司股价连年上涨，尤其2025年涨幅超过200%，为股东带来了丰厚回报。

## 5. 四维评级

公司成长空间良好，主要系公司产品受益燃气轮机、SOFC（固体氧化物燃料电池）等AI需求爆发，同时公司凭借自身技术优势，有望持续获取产能扩张指标；公司盈利趋势极好，主要系当前铬化工行业处于景气周期大爆发前期，核心在于公司下游产品金属铬的需求爆发；公司产业格局优秀，主要系行业存在极高环保壁垒，全球核心生产企业仅8家，且行业属于利基市场，公司作为规模龙头，竞争优势明显；公司护城河深厚，主要系公司具备利基市场规模优势、技术优势以及行业自身存在苛刻的环保壁垒。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

长期而言，公司在行业中竞争优势明显，但是受限于环保壁垒，公司扩张难度较高，因此产能扩张速度有限。短期而言，公司产品即将进入大景气周期，届时公司收入、利润有望实现大幅增长。总体而言公司成长空间良好。

#### 铬化工(4星):

产能方面，公司近期参与投资重整新疆沈宏，重整完成后公司重铬酸钠产能可提升至30万吨。公司的子公司重庆民丰正在进行工厂搬迁，搬迁后产能可以在现有基础上再提升10万吨，届时公司重铬酸钠产能可以提升至40万吨。远期而言，公司凭借领先的环保治理能力，产能有望实现进一步扩张。业绩方面，受行业景气上升影响，公司未来几年业绩有望实现周期性的大幅增长。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司受益于铬化工行业的景气提升，未来几年收入、利润有望实现大幅增长。由于下游供不应求订单溢出，景气的可预测性较高，公司业绩爆发的可预测性也较高。

#### 铬化工(4.5星):

铬化工行业即将进入大景气周期，核心在于金属铬对重铬酸钠的需求拉动。金属铬是高温合金的重要组成部分，而高温合金广泛用于燃气轮机、SOFC、航空发动机等领域。由于AIDC供电需求拉动，燃气轮机、SOFC景气持续上升，这会大幅拉动金属铬的需求；另外，未来几年民航飞机交付量提升、欧洲军费投入增加也将周期性增加金属铬的需求。由于下游产能并非爆发式增长，因此下游对金属铬的需求拉动将在未来几年时间内逐步提升，行业景气也是持续提升趋势。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司是铬化工行业全球龙头，凭借利基市场规模优势和技术优势带来的成本优势，公司在本行业中竞争力极强。受环保壁垒限制行业没有新进入者，短期也没有替代品风险。美中不足在于对上下游议价力不足，对上游而言公司采购量微不足道，而下游传统领域存在需求下滑风险。

### 铬化工(4.5星):

铬化工行业市场规模仅150亿元级别，属于典型利基市场，公司凭借规模优势技术优势，单吨毛利可以超越同行500-1000元水平，竞争优势显著。由于铬化工占铬铁矿、纯碱的需求不足5%，因此对上游议价力较弱。在AI需求爆发前，下游需求存在下滑风险，因此公司对下游也并不强势。

## 5.4 护城河



公司护城河深厚，主要系公司具备利基市场规模优势、技术优势以及行业自身存在苛刻的环保壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
铬化工	(3.5星)公司是铬化工行业全球龙头，全球市占率达25%，经壹评级调整后，平滑周期波动，稳态期公司ROIC为13%，超额收益显著。公司业务控制力一般，整体而言护城河宽度星级较高。	(5星)公司该业务的护城河主要在于利基市场规模优势、技术优势以及行业自身存在苛刻的环保壁垒。该护城河持续性极强。由于行业的利基市场属性，天然限制了企业的大幅扩张和新进入者的进入。公司凭借自身的规模优势，利用自主研发的技术工艺可做到高度一体化，实现有毒废料的零排放，在环保壁垒苛刻的环境下，公司竞争优势非常显著。公司的护城河并非多个壁垒简单的叠加，而是由多重壁垒相互交织形成，因此持续性极强。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

公司所处行业存在一定周期性，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司DDM估值为高估状态，动态估值为偏高估状态。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为铬化工，我们对其进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

量：作为前提，我们将公司铬化工品折算为重铬酸钠（副产品不计算量但是计算收入）。短期内，随着公司重整新疆沈宏，完成重庆民丰搬迁，我们预计公司2027年销量为30万吨，2028年销量为40万吨。长期而言，我们认为公司凭借环保治理能力，未来产能仍有扩张空间，但出于保守考虑，我们预计公司远期销量为50万吨。

价：短期内，我们预计行业景气大幅提升，因此我们预计公司产品单价提升幅度约50%，预计周期高点重铬酸钠单吨售价2.7万元。长期而言，我们认为随着AI需求的拉动，行业供需趋紧，因此远期价格相较现在也略有提升，我们预计远期重铬酸钠单吨售价1.8万元。

盈利能力假设：

短期内：我们预计行业景气大幅提升，公司产品价格大幅上涨，而成本保持相对稳定，因此我们预计周期高点重铬酸钠毛利率为35%。

长期而言：我们认为随着AI需求的拉动，行业供需趋紧，在成本相对稳定的情况下产品价格略有提升，因此我们预期远期重铬酸钠毛利率为25%。

表2：公司整体业绩预测

振华股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	37.0	40.7	45.4	47.8	59.1	87.4	101.7	101.9
归母净利润(亿)	3.7	4.7	6.6	8.1	10.2	15.3	21.1	21.0
归母净利润增速(%)	-11.0	27.3	39.6	22.5	26.8	49.6	38.0	-0.5
经营性净利润(亿)	3.8	4.8	6.6	8.1	10.2	15.3	21.1	21.0
经营性净利润增速(%)	-13.8	27.7	37.2	21.8	26.8	49.6	38.1	-0.6
经营性归母净利润(亿)	3.8	4.8	6.6	8.1	10.2	15.3	21.1	21.0
经营性归母净利润增速(%)	-12.8	28.5	37.4	21.4	26.8	49.6	38.1	-0.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

铬化工	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	37.0	40.7	45.4	47.8	59.1	87.4	101.7	101.9
收入增速(%)	4.7	9.9	11.5	5.3	23.7	47.9	16.4	0.1
经营性净利润(亿)	3.8	4.8	6.6	8.1	10.2	15.3	21.1	21.0
经营性净利率(%)	10.2	11.9	14.6	16.9	17.3	17.5	20.7	20.6
经营性净利润增速(%)	-13.8	27.7	37.2	21.8	26.8	49.6	38.1	-0.6

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
铬化工	0.9%	中低-	非常好	强	7.0%	16.94	10.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
铬化工(亿)	82.5	98.8	181.3	-	-	-	181.3
公司整体测算(亿)	82.5	98.8	181.3	-	-	-	181.3

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
铬化工(亿)	108.4	71.8	180.2	-	-	-	180.2
公司整体测算(亿)	108.4	71.8	180.2	-	-	-	180.2

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处的铬化工行业透明度一般,主要产品价格较难获取,原材料价格公开透明、高频可得,产能扩张等关键数据可跟踪;公司信息披露规范完整,定期报告和临时公告较为详实,且通过业绩说明会、投资者调研等渠道与市场保持充分沟通,信息充分且获取成本较低。

业绩预测层面：短期内,由于下游订单充分,行业的景气可预测性较高,虽然公司峰值利润预测难度较大,但是我们的假设相对保守,因此业绩预测的确定性较高(不及预期的可能性较低);长期而言,我们对公司的市场份额、盈利能力中枢的预测相对中性,因此业绩确定性较高。

总体而言,公司估值确定性较高。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。