

基础化工

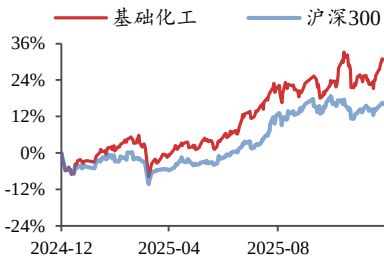
2025 年 12 月 30 日

行业供需向好，看好龙头企业量利修复、分红提升

——复合肥行业深度报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《本周聚酯产业链景气度整体上行，“反内卷”政策持续推进——行业周报》-2025.12.28

《未来 PX 存涨价预期，“反内卷”政策持续推出，磷肥原料供需对接会成功召开——行业周报》-2025.12.21

《抗老化助剂厂家发布涨价函，看好行业景气底部向上修复、格局优化——抗老化助剂行业点评报告》-2025.12.17

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

徐正凤（分析师）

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790524070005

宋梓荣（分析师）

songziron@kysec.cn

证书编号：S0790525070002

● 复合肥：行业供需向好，看好龙头企业量利修复、分红提升

复合肥上游为氮肥、磷肥、钾肥等单质肥，下游对接农业生产。**（1）需求端：**据国家统计局数据，2000-2023 年国内农用复合肥施用折纯量自 918 万吨增长至 2,401 万吨，CAGR 达到 4.3%，增速显著高于氮肥、磷肥以及农用化肥总施用量；2023 年国内化肥复合化率为 47.8%，随着国内推进化肥控量增效、科学施肥，加上复合肥产品结构正向新型肥料加速转变，化肥复合化率仍有提升空间，复合肥使用量和市场规模有望稳步增长。**（2）供给端：**据百川盈孚数据，目前国内复合肥产能 13,414 万吨，我国农资市场广阔而分散、销售淡旺季明显，复合肥企业多集中在资源产地或销售所在地，以销定产、多基地运营导致行业产能分散、年开工率维持在 50% 以下。**（3）价格复盘：**复合肥产品主要采用成本加成结合市场价格情况定价模式，原材料成本约占复合肥总成本的 80% 以上，对复合肥的量价利影响较大。2020 年至 2023 年上半年，上游单质肥及合成氨、硫磺硫酸等价格宽幅波动对复合肥的产销造成负面影响，2023Q3 至今原材料价格波动趋缓，复合肥龙头企业迎来销量增长、盈利修复。

● **龙头企业优势显著，产业链一体化不断完善，现金流稳健助力分红稳中有升**
复合肥企业包括生产型和营销型两大类，2020 年以来，复合肥产业链宽幅震荡后回归理性，行业竞争加剧，两大类企业围绕成本、产品、品牌和渠道等全方位的角逐已成常态，头部企业竞争优势愈发突出。**（1）新洋丰：**复合肥年产能 798 万吨、磷酸一铵年产能 185 万吨，公司复合肥产销量连续多年位居国内第一，磷矿石、硫酸、合成氨等配套日臻完善。**（2）云图控股：**复合肥年产能 745 万吨、磷酸一铵年产能 43 万吨，着力打造“盐—碱—肥”氮肥产业链和磷酸分级利用产业链。**（3）史丹利：**复合肥年产能 590 万吨，磷酸一铵年产能 110 万吨，“品牌+渠道+产品+服务”综合经营模式，随着河北承德和湖北松滋磷化工项目进入使用状态，公司实现了磷肥原料的部分自供。2022 年以来，龙头企业存货及应收账款周转速度稳健，经营现金呈持续净流入，现金分红比例稳中有升。

● 盈利预测及投资建议

需求端：化肥复合化率有望长期保持上升趋势，复合肥产品结构也从常规复合肥为主向高效化、专用化、功能化、精准化的新型肥料延伸，复合肥需求量及市场规模有望稳步增长。**供给端：**复合肥龙头从上游资源掌控到产业链一体化完善，从技术创新到产品研发、品牌建设、市场拓展等全方位提升竞争力，有望提升其抗风险能力和产品的盈利能力，市占率有望持续提升。我们认为，随着复合肥行业供需向好，具备产业链、规模、渠道、创新、环保等多重优势以及品牌影响力显著的头部复合肥企业，竞争优势突出。随着单质肥价格波动趋缓，复合肥行业龙头迎来量利修复，现金流回笼稳健带动分红稳中有升。**【推荐标的】**云图控股、兴发集团等。**【受益标的】**史丹利、新洋丰、云天化、中国心连心化肥等。

● **风险提示：**原材料大幅波动、市场竞争加剧、安全环保生产风险等。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1、 复合肥：行业供需向好，看好龙头企业量利齐升.....	4
1.1、 需求端：复合肥消费刚需属性强，国内化肥复合化率仍有提升空间.....	5
1.2、 供给端：复合肥行业以销定产、开工率偏低，行业产能集中度仍有提升空间.....	7
1.3、 复合肥行业迎来量利齐升，龙头企业围绕成本、产品、品牌和渠道等全方位竞争.....	9
1.3.1、 价格复盘：复合肥主要采用成本加成定价，单质肥价格震荡偏稳，复合肥行业有望迎来量利齐升.....	9
1.3.2、 发展趋势：复合肥行业围绕成本、产品、品牌和渠道等全方位角逐，头部企业竞争优势愈发突出.....	12
2、 行业公司：新洋丰、史丹利、云图控股等龙头企业优势显著，产业链一体化不断完善，现金流稳健助力分红稳中有升.....	13
2.1、 新洋丰（000902.SZ）：国内磷复肥行业龙头，持续完善一体化布局.....	13
2.2、 云图控股（002539.SZ）：复合肥产业链不断完善，磷酸分级利用及国际发展先人一步.....	17
2.3、 史丹利（002588.SZ）：“品牌+渠道+产品+服务”综合经营模式，积极布局上游磷产业链.....	21
3、 盈利预测及投资建议.....	25
4、 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 复合肥产业链：上游为氮肥、磷肥、钾肥等基础化肥，下游对接农业生产.....	4
图 2： 2000-2023 年，国内复合肥施用折纯量保持增长.....	5
图 3： 2023 年，国内农用化肥复合化率达到 47.8%.....	5
图 4： 河南、山东、安徽、江苏等地区化肥施用量较高.....	6
图 5： 河南、山东、安徽、吉林等地区复合肥施用量较高.....	6
图 6： 2025 年 1-10 月，国内氮磷复合肥进口量同比高增.....	7
图 7： 2025 年 1-10 月，国内三元复合肥进口量同比高增.....	7
图 8： 国内氮磷复合肥主要出口国至巴西、菲律宾等.....	7
图 9： 国内三元复合肥主要出口国至菲律宾、缅甸等.....	7
图 10： 2025 年 1-11 月，国内复合肥产量同比+4.3%.....	8
图 11： 复合肥行业具有季节性特点，行业开工率较低.....	8
图 12： 复合肥价格与单质肥价格走势趋同.....	10
图 13： 2020 年至 2023 年上半年，单质肥价格波动导致复合肥成本涨跌波动较大.....	10
图 14： 2025 年前三季度，新洋丰营收同比+9.0%.....	15
图 15： 2025 年前三季度，新洋丰销售毛利率同比提升.....	15
图 16： 2024 年，新洋丰新型复合肥营收占比提升至 27%.....	15
图 17： 2024 年，新洋丰新型复合肥毛利占比提升至 37%.....	15
图 18： 2024 年，新洋丰新型复合肥毛利率提升至 21%.....	15
图 19： 新洋丰华南、华北区域营收占比较高.....	15
图 20： 新洋丰华南、南方区域毛利占比较高.....	16
图 21： 新洋丰南方区域销售毛利率较高.....	16
图 22： 2022-2024 年，新洋丰应收账款周转基本稳定.....	16
图 23： 2022 年以来，新洋丰资产负债率有所下降.....	16
图 24： 2022 年以来，新洋丰经营性现金流回笼较好.....	17
图 25： 2024 年，新洋丰现金分红比例为 28.6%.....	17
图 26： 2025 年前三季度，云图控股营收同比+1.1%.....	19
图 27： 2025 年前三季度，云图控股销售毛利率同比提升.....	19

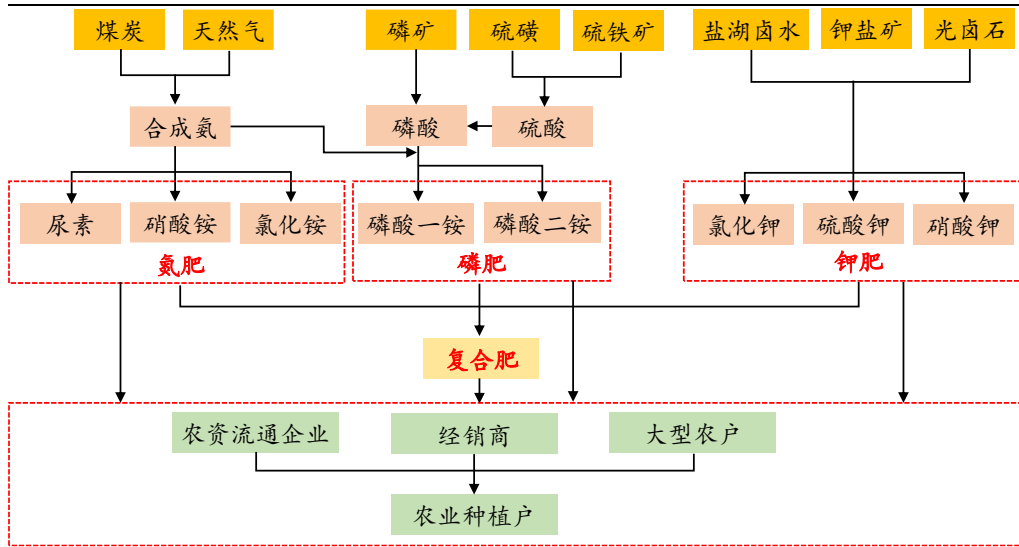
图 28: 2024 年, 云图控股磷复肥营收占比提升至 56%	20
图 29: 2024 年, 云图控股磷复肥毛利占比提升至 74%	20
图 30: 2024 年, 云图控股磷复肥毛利率提升至 14%	20
图 31: 云图控股华东、华中区域营收占比较高	20
图 32: 云图控股华东、华中区域毛利占比较高	20
图 33: 云图控股华东区域销售毛利率较高	20
图 34: 2022-2024 年, 云图控股存货周转基本稳定	21
图 35: 2022 年以来, 云图控股资产负债率有所提升	21
图 36: 2016 年以来, 云图控股经营性现金流保持净流入	21
图 37: 2024 年, 云图控股现金分红比例为 30.0%	21
图 38: 2025 年前三季度, 史丹利营收同比+17.9%	23
图 39: 2025 年前三季度, 史丹利销售净利率同比提升	23
图 40: 2024 年, 史丹利硫基复合肥营收占比提升至 22%	23
图 41: 2024 年, 史丹利新型肥料等毛利占比提升至 22%	23
图 42: 2024, 史丹利新型肥料及磷肥毛利率提升至 21%	23
图 43: 史丹利华东、东北区域营收占比较高	23
图 44: 史丹利华东、东北区域毛利占比较高	24
图 45: 2024 年, 史丹利东北、华北区域销售毛利率较高	24
图 46: 2022-2024 年, 史丹利应收账款周转较快	24
图 47: 2022 年以来, 史丹利资产负债率小幅提升	24
图 48: 2022 年以来, 史丹利经营性现金流回笼较好	25
图 49: 2024 年, 史丹利现金分红比例提升至 36.3%	25
表 1: 复合肥可同时提供多种营养元素, 有效成分一般以氮、五氧化二磷、氧化钾的百分含量来表示	4
表 2: 国内复合肥行业集中度: 山东、湖北等地区产能占比高, CR10 产能占比 18.6%	8
表 3: 2025 年以来, 原材料磷肥、钾肥、硫磺价格上涨, 硫基、氯基复合肥价格上涨, 三元复合肥价格下跌	10
表 4: 2020-2023H1, 行业公司复合肥业务的平均销售毛利率先涨后跌; 2023H2 至今, 平均销售毛利率有所修复	11
表 5: 头部复合肥企业围绕成本、产品、品牌、渠道、服务等全方位展开竞争	12
表 6: 新洋丰产能: 复合肥年产能 798 万吨、磷酸一铵年产能 185 万吨, 磷矿石、硫酸、合成氨等配套逐步完善	13
表 7: 新洋丰产销: 2017-2024 年, 复合肥产销率保持在 95% 以上, 磷复肥销量 CAGR 为 1.6%	14
表 8: 云图控股产能: 复合肥年产能 745 万吨, 规划新增 110 万吨, 重点围绕氮、磷产业链上下游进行战略布局	18
表 9: 云图控股产销: 2017-2024 年, 复合肥产销率保持在 95% 以上, 磷复肥销量 CAGR 为 8.2%	18
表 10: 史丹利产能: 复合肥年产能 590 万吨, 磷酸一铵年产能 110 万吨	22
表 11: 史丹利产销: 2017-2024 年, 磷复肥产销率保持在 87% 以上, 磷复肥销量 CAGR 为 9.5%	22
表 12: 复合肥上市公司经营数据: 新洋丰、云图控股、史丹利、云天化等复合肥业务产销规模、毛利率居于前列	25
表 13: 复合肥上市公司产能梳理: 新洋丰、云图控股、史丹利复合肥产能规模位居前三位, 产业链配套逐步完善	29
表 14: 复合肥上市公司产能市值弹性表: 云图控股>史丹利>新洋丰(截至 2025 年 12 月 29 日)	30
表 15: 复合肥相关标的盈利预测与估值: 预计新洋丰、云图控股、史丹利 2025 年归母净利润保持稳健增长	30

1、复合肥：行业供需向好，看好龙头企业量利齐升

复合肥上游为氮肥、磷肥、钾肥等基础化肥，下游对接农业生产。化肥是重要的农业生产资料，合理施肥是提高农作物单产和品质的重要环节。氮、磷、钾是作物生长必不可少的三大基础元素，化肥行业主要包括氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四个子行业，产业链主要分为“原材料-基础肥生产-二次加工-销售”等环节。

复合肥行业的上游主要为氮肥、磷肥、钾肥等基础化肥，复合肥行业下游对接的是农业生产，直接面向经销商、农资流通企业和大型农户等，终端消费人群为广大种植户，农业种植结构的调整、农民施肥习惯的改变以及农产品价格的波动等农业发展状况对复合肥需求量有直接影响。

图1：复合肥产业链：上游为氮肥、磷肥、钾肥等基础化肥，下游对接农业生产



资料来源：云图控股 2024 年报、开源证券研究所

表1：复合肥可同时提供多种营养元素，有效成分一般以氮、五氧化二磷、氧化钾的百分含量来表示

化肥分类	主要产品及作用
氮肥	促进植物光合作用、提高作物产量的功效。 主要产品有尿素、碳酸氢铵、硝酸铵、氯化铵等。
磷肥	促进作物分蘖、催熟功效。 主要产品有磷酸一铵、磷酸二铵、硝酸磷等。
钾肥	促进植物体内酶的活化功效，使作物具备抗倒伏、抗寒、抗旱、抗病虫害等特点。 主要产品有氯化钾、硫酸钾等。
复合肥	是含有氮、磷、钾三种营养元素中的两种及以上且可标明含量的化肥，又称复混肥料。复合肥产品可同时提供多种营养元素，并能提高作物产量、改良土壤、减轻农业面源污染、肥料利用率高。复合肥料的有效成分，一般以氮、五氧化二磷、氧化钾的百分含量来表示。 常见的复合肥有常规肥，配方肥和功能肥。其中常规肥中氮磷钾比例为 15-15-15，配比简单、生产方便、性能稳定，广泛应用于各种土壤和作物；配方肥是以氮磷钾肥为主要原料，有针对性地添加中、微量元素或有机肥料，适用于特定区域、特定作物的肥料；功能肥需要根据目标作物的营养需求和功能专门制定。

资料来源：红四方招股说明书、开源证券研究所

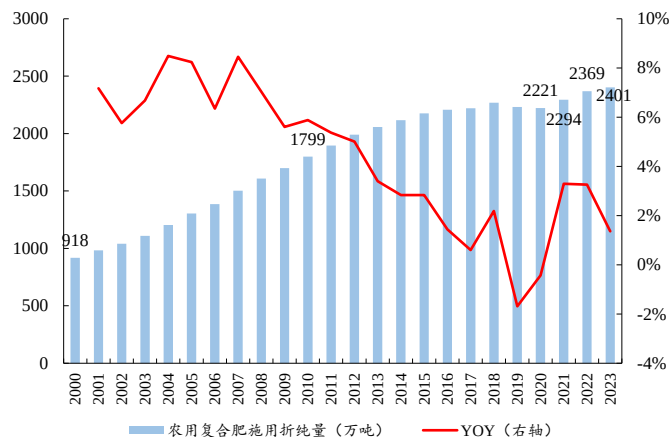
1.1、需求端：复合肥消费刚需属性强，国内化肥复合化率仍有提升空间

我国复合肥施用量增速显著高于氮肥、磷肥以及化肥总施用量的增速，化肥复合化率平稳提高。据国家统计局数据，2000年至2023年期间，国内农用化肥施用折纯量自4,146万吨增长至5,022万吨，CAGR为0.8%，期间2015年施用折纯量最高达到6,023万吨。其中：2000-2023年，农用氮肥施用折纯量自2,162万吨减少至1,603万吨，农用磷肥施用折纯量自690万吨减少至536万吨，农用钾肥施用折纯量自377万吨增长至481万吨；农用复合肥施用折纯量自918万吨增长至2,401万吨，CAGR达到4.3%，占到农用化肥施用折纯量的比例自2000年的22.1%提升至2023年的47.8%。

化肥产品消费数量及消费结构具有区域性特征，我国化肥产品消费集中于传统的种粮大省以及经济作物集中种植区域。据国家统计局数据，2023年，我国化肥施用量最大的前10个省份为河南、山东、安徽、江苏、河北、湖北、新疆、广西、黑龙江、吉林，上述省份化肥施用量占全国化肥施用量的59%；我国复合肥施用量最大的前10个省份为河南、山东、安徽、吉林、河北、内蒙古、湖北、广西、湖南、江苏，上述省份复合肥施用量占全国复合肥施用量的65%。其中，河南、山东、安徽、河北、江苏、湖北、吉林、黑龙江是我国传统的粮食主产区，广西、新疆则是经济作物种植占比较高。此外，由于经济作物价值较高，相较于粮食作物农户较多施用价格高、肥效快的高端化肥，高端化肥产品的消费市场主要集中于经济作物集中的区域。

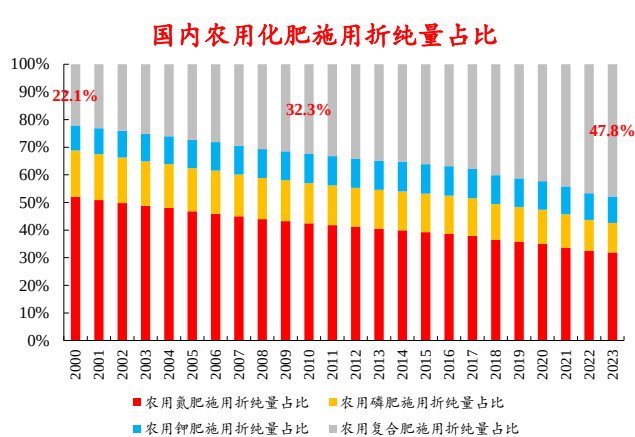
国内推进化肥控量增效、科学施肥，复合化率仍将长期保持上升趋势。通过施用肥料，农作物产量会出现增长，因此当肥料增产效果出现下降迹象后，农业种植户往往选择增加肥料施用量，以实现增产，但当施用量达到一定程度后，土壤微生物生态链会受到破坏，肥料增产效应进一步下降，最终会导致肥料过度施用，甚至是环境污染。为此，国家倡导科学施肥，改变盲目施肥的习惯，农业部于2015年制定了《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，期间农用化肥施用量连续6年保持下降。此外，施肥结构更加优化，氮磷钾施用比例由2015年的1:0.53:0.36调整到1:0.49:0.42，控磷增钾效果明显，复合化率进一步提高。目前国际化肥复合化率平均水平为50%，发达国家化肥复合化率为70%-80%，我国政府正在大力推进测土配方施肥工作，科学施肥理念日益深入人心，复合化率仍将长期保持上升趋势。

图2：2000-2023年，国内复合肥施用折纯量保持增长



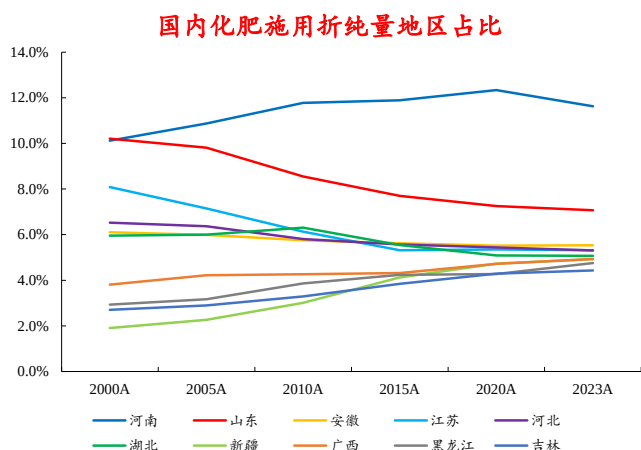
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图3：2023年，国内农用化肥复合化率达到47.8%



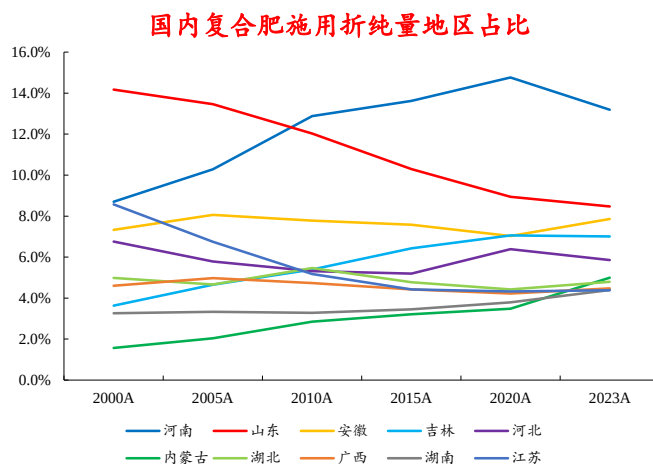
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图4：河南、山东、安徽、江苏等地区化肥施用量较高



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图5：河南、山东、安徽、吉林等地区复合肥施用量较高



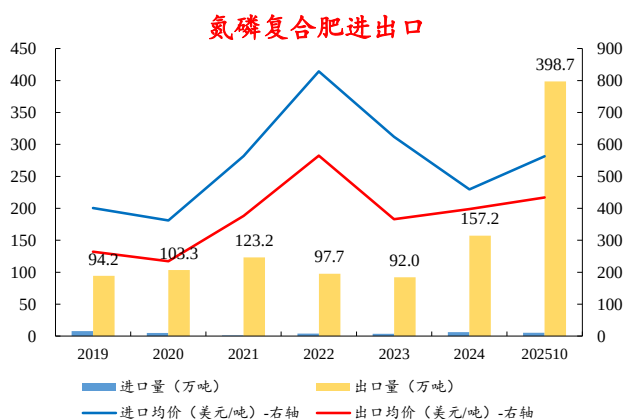
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

进出口：国际市场刚需释放，南美以及东南亚国家农业需求增加，且复合肥出口政策相对宽松，我国二元及三元复合肥出口量显著提升，复合肥市场迎来新的发展机遇。

据海关总署数据，(1) 氮磷复合肥方面，2025 年 1-10 月进口量为 5.2 万吨，同比-5.53%，出口量为 398.7 万吨，同比+216.26%。因其进口量整体有限，对国内市场影响不大；出口量同比大幅增长主要是氮磷二元肥替代部分磷肥出口，从氮磷二元肥主要出口国看，巴西依旧位居首位，其次是印度、越南、菲律宾、澳大利亚、危地马拉等。(2) 氮磷钾三元复合肥方面，2015 年 1-10 月进口量为 99.1 万吨，同比-5.94%；出口量为 69.9 万吨，同比+36.08%。主要进口来源国依旧比较集中，其中挪威、俄罗斯、比利时、芬兰位列前四名，共计占比 93.7%；主要出口国包括菲律宾、缅甸、莫桑比克、马来西亚、越南、老挝等。

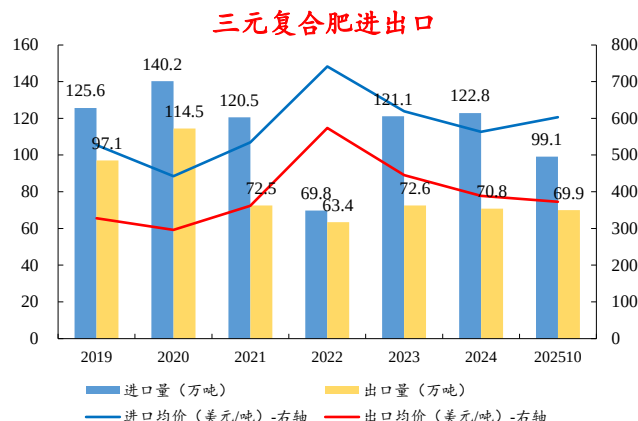
粮食安全保障将带动复合肥行业持续发展，新型肥料方兴未艾。全球粮食安全新形势下，国家不断出台加强粮食安全保障和化肥保供稳价的系列政策，复合肥作为粮食的“粮食”，市场刚需进一步增加。此外，随着农产品消费升级、农业种植结构改变、农业产业化和规模化、机械化施肥、土地流转加快、土壤环境恶化，我国复合肥产品结构正在快速转变，从常规复合肥为主向高效化、专用化、功能化、精准化的新型肥料延伸，尤其是聚焦土壤改良、减量增效、全面营养、环保友好方面的新型功能性肥料，认可度和使用量逐年增加。我们看好复合肥行业持续稳健发展，市场规模有望逐步扩大。

图6：2025 年 1-10 月，国内氮磷复合肥进口量同比高增



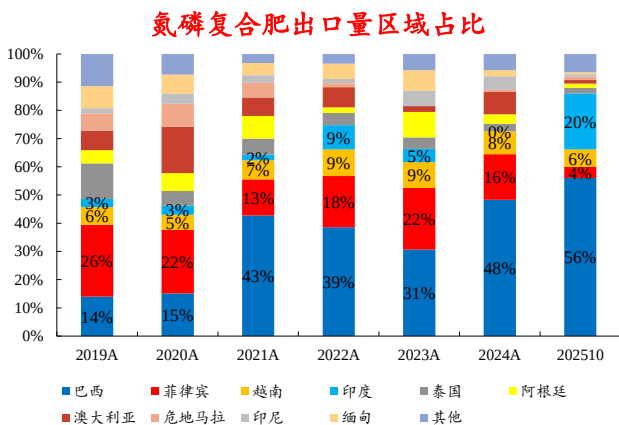
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图7：2025 年 1-10 月，国内三元复合肥进口量同比高增



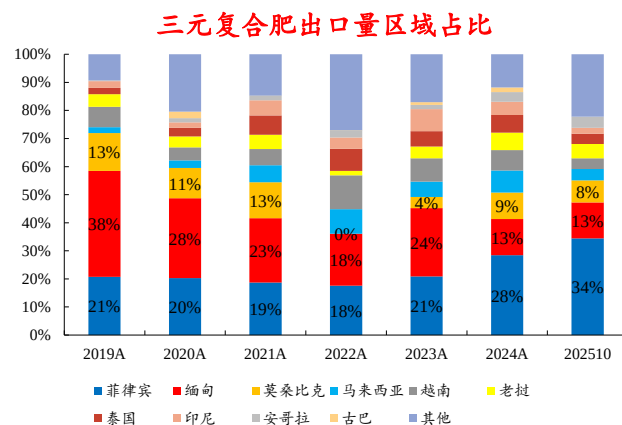
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图8：国内氮磷复合肥主要出口国至巴西、菲律宾等



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图9：国内三元复合肥主要出口国至菲律宾、缅甸等

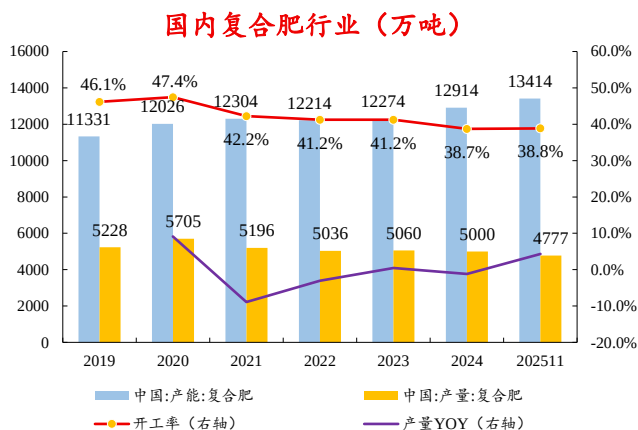


数据来源：海关总署、开源证券研究所

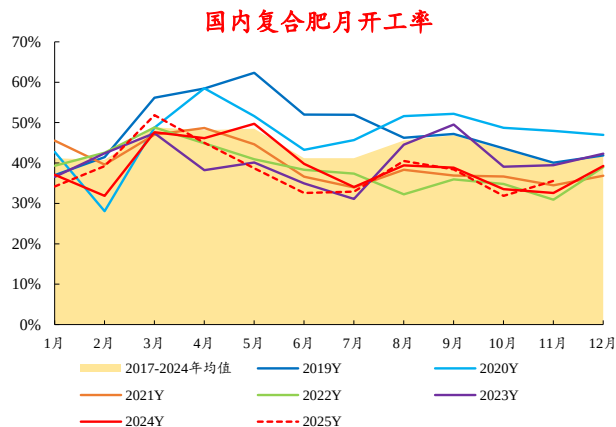
1.2、供给端：复合肥行业以销定产、开工率偏低，行业产能集中度仍有提升空间

复合肥的供需具有季节性，行业以销定产、多基地运营、开工率偏低。据百川盈孚数据，截至 2025 年 11 月，国内复合肥行业产能 13,414 万吨，1-11 月国内产量合计 4,777 万吨，同比+4.3%，年化开工率 38.8%，同比+0.1pct，行业开工率水平较低主要是因为我国农资市场广阔而分散、区域差异化明显、销售季节集中，通常每年 3 月至 10 月为销售旺季，11 月至次年 1 月为销售淡季。用肥旺季复合肥需求逐渐上升，用肥旺季过后需求开始逐渐下降，直到下一个用肥旺季的到来。然而，近年来复合肥及其原料价格频繁波动，叠加极端天气等因素影响，国内用肥季节提前或推迟的情况增加。复合肥企业一般采取以销定产为主的模式进行生产销售，淡季主要生产畅销品种，确保库存充足；旺季则按订单计划生产，以最大化产能提高存货周转率。此外，化肥行业存在一定销售半径，为降低运输成本和终端销售价格，提升产品竞争力，生产企业多集中在资源产地或销售所在地，复合肥行业产能扩张主要以贴近市场为目的，企业一般在多个地区拥有生产基地，行业内整体产能布局较分散，也是造成开工率较低的原因之一。

行业集中度方面：(1) 分地区看，我们统计山东、湖北、河南、江苏、安徽、河北、四川地区复合肥有效产能在 500 万吨/年以上，分别为 2,072、1,690、805、685、545、545、525 万吨，产能占比分别为 15.4%、12.6%、6.0%、5.1%、4.1%、4.1%、3.9%。(2) 分企业产能规模看，105 家企业中，规模在 200 万吨/年及以上有 7 家企业，有效产能合计 1,945 万吨，产能占比 14.5%；规模达到 100 万吨/年但不到 200 万吨/年有 28 家企业，有效产能合计 3,650 万吨，产能占比 27.2%；规模达到 50 万吨/年但不到 100 万吨/年有 32 家企业，产能合计 2,132 万吨，产能占比 15.9%；其余 38 家企业产能规模在 50 万吨/年以下，产能合计 1,158 万吨，产能占比 8.6%。(3) 分产能集中度看，CR5 企业有效产能合计 1,545 万吨，产能占比 11.5%；CR10 企业有效产能合计 2,498 万吨，产能占比 18.6%。

图10：2025 年 1-11 月，国内复合肥产量同比+4.3%


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图11：复合肥行业具有季节性特点，行业开工率较低


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表2：国内复合肥行业集中度：山东、湖北等地区产能占比高，CR10 产能占比 18.6%

地区/有效产能	有效产能（万吨/年）	产能占比
山东	2,072	15.4%
湖北	1,690	12.6%
河南	805	6.0%
江苏	685	5.1%
安徽	545	4.1%
河北	545	4.1%
四川	525	3.9%
辽宁	378	2.8%
江西	360	2.7%
云南	257	1.9%
吉林	230	1.7%
山西	230	1.7%
贵州	210	1.6%
甘肃	115	0.9%
宁夏	50	0.4%
陕西	50	0.4%
重庆	50	0.4%

地区/有效产能	有效产能（万吨/年）	产能占比
天津	38	0.3%
黑龙江	30	0.2%
广西	20	0.1%
其他	4,549	33.9%
合计	13,434	100%
CR5 产能及占比	1,545	11.5%
CR10 产能及占比	2,498	18.6%
200 万吨/年及以上（7 家企业）	1,945	14.5%
100 万吨/年至 200 万吨/年（28 家企业）	3,650	27.2%
50 万吨/年至 100 万吨/年（32 家企业）	2,132	15.9%
50 万吨/年以下（38 家企业）	1,158	8.6%

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

1.3、复合肥行业迎来量利齐升，龙头企业围绕成本、产品、品牌和渠道等全方位竞争

1.3.1、价格复盘：复合肥主要采用成本加成定价，单质肥价格震荡偏稳，复合肥行业有望迎来量利齐升

复合肥产品主要采用成本加成结合市场价格情况定价模式，原材料成本约占复合肥总成本的 80% 以上，对复合肥产品成本及销售价格影响较大。其中，上游氮肥主要包括尿素、氯化铵和硝酸铵等，其价格主要受煤炭、天然气等能源价格波动影响；磷肥主要包括磷酸一铵，其价格受磷矿石、硫磺等大宗产品价格波动影响；钾肥主要包括氯化钾、硫酸钾等，进口依存度较高，其价格受国内外钾肥市场供需和波动影响较大。总体上，复合肥的价格与尿素、磷酸一铵和氯化钾的相关性趋强。

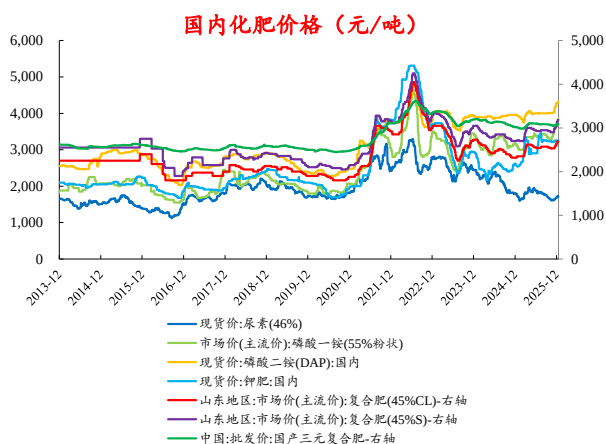
复合肥产品利润空间的变动同样受到原料价格波动的影响。在用肥旺季，当原料价格上涨时，复合肥公司可能会相应提高产品售价以保持合理的利润空间。然而，如果原料价格上涨的频率过高、涨幅过大，而产品售价无法及时跟进调整，那么产品利润空间就可能会被压缩。相反，在用肥旺季原料价格下跌时，如果复合肥公司没有相应降低产品售价，那么产品利润空间虽然会扩大，但产品的高价可能会影响产品顺价策略的有效执行，进而影响销量提升。另外，当复合肥产品与单质肥原料的价差过大时，单质肥在一定条件下可能会替代复合肥。

2020 年至 2023 年上半年，单质肥价格宽幅波动对复合肥的生产销售造成负面影响；2023Q3 至今单质肥价格波动趋缓，复合肥企业迎来量利修复。

据 和百川盈孚数据，2019 年至 2020 年，受上游原材料价格走弱影响，复合肥整体价格呈波动下行趋势。2020 年至 2022 年上半年，磷复肥及其原材料钾肥、合成氨、硫磺等产品的价格在全球通胀水平提升、能源价格上涨、地区局部冲突等多重因素的影响下持续走高，在此期间单质肥价格大幅上涨，全球化肥供需格局仍维持紧平衡状态。为保障国内市场的稳定性，国家针对化肥保供稳价出台了较为密集的调控政策，包括保障化肥生产用煤用电供气供应，保障重点化肥企业开足马力生产，春耕肥、夏管肥储备和投入以及出口“法检”政策延续等。2022 年下半年至 2023 年上半年，随着原油、天然气等能源价格走弱短期内快速下跌，主要原材料全

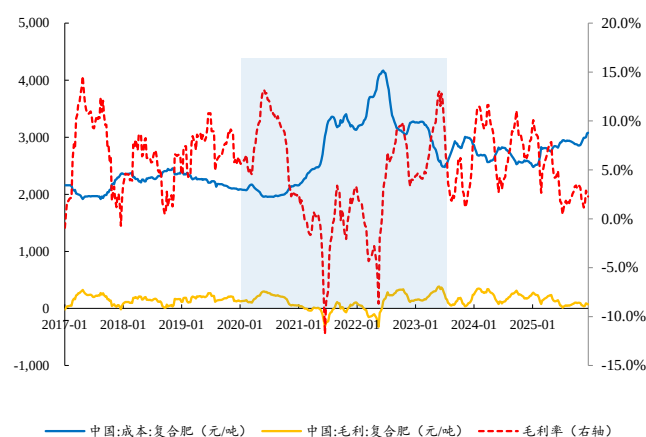
年呈现大起大落走势，单质肥价格开始迅速下跌，至 2023 年 6 月，氯化钾、磷酸一铵等均将此前的涨幅基本回吐。单质肥价格波动较大扰乱了复合肥经销商的采购节奏，经销商只能持观望谨慎态度，行业整体以消化库存为主，给复合肥企业的销售和生 产都造成了负面影响。**2023 年下半年至今**，单质肥的价格虽仍有波动，但波动幅度已经显著趋缓趋小，整体呈现出底部震荡的格局，在较低的渠道库存和复合肥需求刚性的影响下，单质肥和复合肥整体均显现出较强的底部特征，为复合肥企业的生产和销售、复合肥经销商采购的正常开展创造了良好的市场环境。复合肥企业受益于行业逐步恢复常态，迎来量利修复，实现困境反转，龙头公司均在 2023 年和 2024 年迎来了复合肥销量重回增长，复合肥业务的盈利水平缓步修复。

图12: 复合肥价格与单质肥价格走势趋同



数据来源： 、开源证券研究所

图13: 2020 年至 2023 年上半年, 单质肥价格波动导致复合肥成本涨跌波动较大



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表3：2025 年以来，原材料磷肥、钾肥、硫磺价格上涨，硫基、氯基复合肥价格上涨，三元复合肥价格下跌

价格（元/吨）	现货价:尿素(46%)	市场价(主流价):磷酸一铵(55%粉状)	现货价:磷酸二铵(DAP):国内	现货价:钾肥:国内	山东地区:市场价(主流价):复合肥(45%CL)	山东地区:市场价(主流价):复合肥(45%S)	中国:批发价:国产三元复合肥	镇江港:市场价(主流价):硫磺(颗粒)	中国:现货价:液氨
2014Y	1,531	2,019	2,590	2,040	2,250	2,550	2,566	1,251	2,436
2015Y	1,568	2,093	2,935	2,110	2,271	2,577	2,604	1,202	2,493
2016Y	1,312	1,737	2,396	1,870	2,000	2,265	2,523	779	2,219
2017Y	1,712	1,921	2,600	1,946	1,950	2,217	2,512	1,029	2,730
2018Y	2,031	2,234	2,836	2,277	2,081	2,376	2,565	1,235	3,358
2019Y	1,897	2,016	2,635	2,220	2,030	2,297	2,553	838	3,121
2020Y	1,732	1,883	2,372	1,875	1,865	2,107	2,477	686	3,018
2021Y	2,474	2,884	3,325	3,001	2,539	2,778	2,773	1,661	4,053
2022Y	2,753	3,436	3,999	4,491	3,310	3,545	3,383	2,886	4,176
2023Y	2,523	3,020	3,878	3,027	2,695	2,972	3,213	1,048	3,481
2024Y	2,100	3,134	3,914	2,486	2,471	2,819	3,115	1,096	2,890
2025Y	1,760	3,364	4,015	3,100	2,543	2,932	3,067	2,611	2,415
2023Q1	2,777	3,281	4,042	3,657	3,029	3,277	3,372	1,270	4,079
2023Q2	2,344	2,718	3,852	2,942	2,690	2,907	3,221	913	2,795
2023Q3	2,514	2,792	3,697	2,630	2,404	2,735	3,089	1,029	3,202

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

10 / 33

价格（元/吨）	现货价:尿素(46%)	市场价(主流价):磷酸一铵(55%粉状)	现货价:磷酸二铵(DAP):国内	现货价:钾肥:国内	山东地区:市场价(主流价):复合肥(45%CL)	山东地区:市场价(主流价):复合肥(45%S)	中国:批发价:国产三元复合肥	镇江港:市场价(主流价):硫磺(颗粒)	中国:现货价:液氨
2023Q4	2,460	3,292	3,923	2,893	2,665	2,976	3,176	982	3,852
2024Q1	2,258	3,074	3,895	2,453	2,620	2,921	3,179	896	3,006
2024Q2	2,262	3,051	3,892	2,465	2,453	2,808	3,129	926	3,046
2024Q3	2,081	3,297	3,916	2,517	2,470	2,830	3,117	1,143	2,775
2024Q4	1,803	3,113	3,951	2,508	2,343	2,720	3,035	1,417	2,736
2025Q1	1,732	3,152	3,901	2,923	2,440	2,812	3,013	1,902	2,604
2025Q2	1,877	3,362	4,007	2,953	2,577	2,963	3,101	2,422	2,497
2025Q3	1,766	3,389	4,001	3,282	2,562	2,944	3,083	2,493	2,273
2025Q4	1,661	3,551	4,153	3,239	2,591	3,010	3,069	3,630	2,288
2025-12-29	1,730	3,850	4,470	3,260	2,690	3,200	3,097	4,000	2,320
历史分位	41.2%	97.8%	98.7%	84.0%	83.3%	89.8%	77.2%	99.1%	9.5%
较 2025 年初	2.4%	26.2%	14.0%	27.6%	14.5%	17.6%	3.0%	156.4%	-12.5%
同比	0.6%	26.2%	13.7%	28.1%	14.5%	17.6%	3.0%	156.4%	-13.4%
最大值	3,295	4,650	4,800	5,310	4,050	4,250	3,619	4,200	5,210
最小值	1,120	1,550	2,030	1,680	1,800	1,900	2,447	480	1,800

数据来源： 、开源证券研究所（注：历史分位、最大值、最小值的计算数据自 2013 年 4 月 7 日开始）

表4：2020-2023H1，行业公司复合肥业务的平均销售毛利率先涨后跌；2023H2 至今，平均销售毛利率有所修复

证券简称	业务名称	2019H1	2019H2	2019Y	2020H1	2020H2	2020Y	2021H1	2021H2	2021Y	2022H1	2022H2	2022Y	2023H1	2023H2	2023Y	2024H1	2024H2	2024Y	2025H1
销售毛利率平均值		17.87%	14.00%	15.33%	16.85%	16.67%	16.62%	18.66%	18.05%	17.22%	16.73%	10.51%	13.42%	14.23%	13.71%	13.09%	15.08%	14.29%	13.97%	14.85%
新洋丰	常规复合肥	20.56%	11.25%	16.82%	18.69%	13.16%	16.25%	16.94%	11.59%	14.69%	13.49%	4.52%	10.01%	11.57%	10.38%	11.03%	12.42%	12.21%	12.33%	12.56%
	新型复合肥	25.63%	18.54%	23.00%	24.89%	18.88%	22.45%	23.00%	26.03%	24.22%	20.34%	13.71%	18.38%	20.01%	18.81%	19.47%	21.90%	20.45%	21.22%	24.48%
云图控股	复合肥产品	17.10%	13.70%	15.49%	18.34%	23.05%	20.65%	20.74%	20.11%	20.43%	18.34%	12.79%	16.02%	14.48%	12.25%	13.33%	14.15%	14.09%	14.12%	14.98%
	常规复合肥						20.22%	18.80%	17.24%	18.07%	14.94%	5.53%	11.19%	10.58%	8.97%	9.77%	10.19%	8.21%	9.44%	10.36%
	新型复合肥						21.17%	23.21%	23.22%	23.21%	22.54%	20.34%	21.57%	19.15%	15.77%	17.36%	18.02%	16.97%	17.44%	18.74%
史丹利	氯基复合肥	16.54%	14.63%	15.55%	17.61%	19.68%	18.63%	18.00%	17.25%	17.65%	15.59%	11.57%	14.01%	17.29%	17.27%	17.28%	18.75%	17.81%	18.33%	21.41%
	硫基复合肥	15.88%	11.23%	13.99%	16.60%	18.50%	17.52%	20.15%	16.63%	18.69%	17.47%	8.60%	14.31%	17.80%	16.96%	17.39%	17.66%	15.81%	16.78%	18.29%
金正大	常规复合肥															10.61%	14.02%	16.21%	15.02%	11.84%
	普通复合肥	18.93%	-3.40%	13.58%	13.86%	8.26%	11.09%	11.06%	16.20%	13.33%	11.39%	4.01%	8.09%	9.63%						
	硝基复合肥	17.61%	15.58%	16.63%	9.86%	5.80%	7.76%	14.93%	17.40%	16.58%	15.35%	5.94%	11.31%	9.07%						
红四方	复合肥产品			15.00%			15.29%			13.80%	12.12%		10.38%	11.14%		12.08%	11.85%		11.03%	11.11%
芭田股份	复混(合)肥	15.71%	18.37%	17.25%	18.50%	19.86%	19.28%	17.42%	14.54%	15.89%	14.54%	11.18%	12.99%	16.10%	15.43%	15.74%	16.37%	10.45%	13.57%	14.56%
六国化工	复合肥产品			9.70%			15.45%			13.69%			9.64%			7.12%			10.40%	
司尔特	三元复合肥	17.60%	24.09%	21.03%	19.68%	25.41%	22.56%	20.34%	28.77%	24.03%	18.13%	21.95%	19.61%	16.24%	11.27%	13.43%	16.73%	9.09%	12.98%	11.66%
云天化	复合(混)肥	13.09%	15.98%	14.34%	10.45%	14.04%	11.78%	19.33%	7.56%	13.86%	23.21%	5.92%	17.44%	11.92%	9.96%	10.94%	12.98%	15.90%	14.36%	14.18%
宏达股份	复合肥产品			6.85%			9.17%			10.20%			6.29%			7.77%	10.96%		8.52%	8.90%

数据来源： 、开源证券研究所（注 1：部分空白表示上市公司未披露或改变披露口径，数据不可比；注 2：云图控股“复合肥产品”包括常规复合肥、新型复合肥两大类业务。）

1.3.2、发展趋势：复合肥行业围绕成本、产品、品牌和渠道等全方位角逐，头部企业竞争优势愈发突出

目前国内复合肥企业包括生产型和营销型两大类，前者起家于生产氮肥、磷肥等单质肥料，资产较重；后者起家于复合肥品牌和渠道营销，资产相对较轻。随着化肥减量增效政策的持续推进，安全环保监管的日益严格，复合肥行业分化加剧，尤其是 2020 年以来，复合肥及其上游原料氮、磷、钾单质肥价格经历了宽幅震荡到回归理性阶段，市场价格波动频繁，用肥季节或需求推迟现象增加，复合肥市场竞争加剧，围绕成本、产品、品牌和渠道等全方位的角逐已成常态。在激烈的市场竞争中，具备产业链优势、规模优势、渠道优势、创新优势、环保优势以及品牌影响力显著的头部企业，能够更好地应对市场风险，竞争优势愈发突出。

表5：头部复合肥企业围绕成本、产品、品牌、渠道、服务等全方位展开竞争

公司简称	产品	品牌	渠道	服务
新洋丰	常规复合肥、新型复合肥、磷酸一铵等。	成“洋丰”、“澳特尔”、“力赛诺”“乐开怀”等。	现有营销及农技人员 1200 余名，一级经销商 6000 多家，终端零售商 70000 多家。	自 2017 年开始组建技术服务部门，现已形成一支由 200 余名经验丰富的农艺师组成的高素质专业队伍。
云图控股	常规复合肥、新型复合肥、磷酸一铵、黄磷等。	“桂湖”“嘉施利”“施朴乐”等。	拥有一级经销商近 6000 家、镇村级零售终端网点 10 万余家。	以丰云农服为承载，聚合产业链各环节资源，打造现代农业产业链创享平台，推进“小农户托管、种植大户服务”模式，做强做大农业社会化服务。
史丹利	硫基复合肥、氯基复合肥、硝基复合肥、水溶肥、园艺肥等。	“史丹利”“三安”“第四元素”“劲素”“纯硫基”等。	两级经销渠道。拥有一支千人的具有丰富销售经验的销售队伍，开拓了 5000 多家一级经销商和种植大户，20 万多家终端网点。下游客户基本是以县为单位设立的地区经销商，经销商可自行发展分销商，然后逐级向下销售，最后销售到农户。	拥有 50 多名专业农化人员的农化服务团队，团队采用作物经理制模式进行深度、定点服务，服务涉及玉米、小麦、水稻等大田作物，蔬菜、果树、花卉等经济作物，覆盖南北方种植区域，为广大种植户提供长期稳定的服务
金正大	常规复合肥料、新型肥料、土壤改良产品、药肥一体等。	“金正大”、“金大地”、“沃夫特”	(1) 实施密集分销，在重点销售市场达到人员密集、网点密集、宣传推广的密集。 (2) 探索借网营销模式，加强与中邮、新疆农资集团等密切合作，打造利益共同体，采取“借网营销”模式，开创了独特的营销和流通新模式。	建立了业内领先的农化服务体系，推动作物全程营养管理方案的开发。
红四方	常规复合肥、作物配方肥、缓控释肥、水溶肥、功能性作物专用肥等。	“美福”“红色劲典”“红四方”	公司经销商主要为个人或个体工商户，分散于各城市、乡镇等区域。公司经销商数量 3000 家左右，分布在全国 31 个省（自治区、直辖市）1500 余个县（市、区）。	拥有全国首家化工农化服务中心。农化服务模式包括测土配方、施肥方案、试验示范、宣传培训、应用观摩。
芭田股份	复合肥、水溶肥、有机无机肥、生物有机肥及硝酸磷肥、硝酸铵钙等。	“芭田”	采用二级渠道分销。	打造“产品+数据+服务”一体化农业服务生态。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2、行业公司：新洋丰、史丹利、云图控股等龙头企业优势显著，产业链一体化不断完善，现金流稳健助力分红稳中有升

2.1、新洋丰（000902.SZ）：国内磷复肥行业龙头，持续完善一体化布局

新洋丰农业科技股份有限公司成立于1986年，1999年4月8日在深交所上市。公司自成立以来一直专注于磷肥、复合肥的生产和销售，目前已形成复合肥（常规复合肥和新型复合肥）、磷肥（主要是磷酸一铵）、新能源材料、精细化工、磷石膏建材等产品的研发、生产和销售。公司复合肥产品线覆盖氯基复合肥、硫基复合肥、尿基复合肥、硝基复合肥、掺混肥料、专用配方肥料、水溶肥料、缓控释肥料、缓控释肥料、有机肥料、微生物肥料、特种肥料等，并形成系列作物营养解决方案。

（1）产品产能：复合肥产销量连续多年高居全国第一、磷酸一铵产销量连续多年位居全国前三名。

根据2024年报，公司具备年产798万吨复合肥、15万吨水溶肥、30万吨渣酸肥、185万吨磷酸一铵（农业磷酸一铵170万吨、工业磷酸一铵15万吨）、5万吨磷酸铁的生产能力，配套硫酸412万吨/年、合成氨30万吨/年，目前公司实现了湖北三个磷肥基地的合成氨自供，此外磷酸一铵可充分满足自用，还可部分外销。

磷矿资源方面，截至2024年末，该公司下属子公司雷波新洋丰磷矿资源储量为24.31亿吨，已具备90万吨磷矿石开采能力，采矿产权有效期至2034年6月。2024年，公司磷矿产量为80.70万吨，磷矿自给率为11.65%。2022年7月收购的保康竹园沟矿业磷矿资源储量为9,050.30万吨，平均地质品位为24.93%。2022年竹园沟矿业的180万吨/年矿山项目开始建设，项目计划建设6年，预计投产后，公司磷矿自给率提升到30%以上。

（2）基地建设：近年来，公司根据“基础肥料靠近资源地，二次加工肥靠近市场终端”的原则进行产业布局，陆续在湖北宜昌、湖北钟祥和四川雷波建立大型基础肥料（磷酸一铵）生产基地，在湖北荆门、湖北钟祥、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳、江西九江、吉林扶余、新疆昌吉、甘肃金昌等布局大型复合肥生产基地，从而有效加快供货速度，降低原料采购和物流运输成本。

表6：新洋丰产能：复合肥年产能798万吨、磷酸一铵年产能185万吨，磷矿石、硫酸、合成氨等配套逐步完善

主要产品	2024年末产能 (万吨/年)	2024年产能 利用率	在建产能 (万吨/年)	备注
复合肥	798	55.49%	85	
农业级磷酸一铵	170	89.09%		
工业级磷酸一铵	15	70.33%		
渣酸肥	30	85.15%		
水溶肥	15	68.93%		
磷酸铁	5	75.40%	5	
硫酸	412	75.58%		
合成氨	30	109.33%		
无水氢氟酸			3	
精制磷酸			20	

主要产品	2024 年末产能 (万吨/年)	2024 年产能 利用率	在建产能 (万吨/年)	备注
磷矿石-雷波新洋丰	90	89.67%		储量 24.31 亿吨，采矿产权有效期至 2034 年 6 月。
磷矿石-保康竹园沟矿业			180	2022 年取得采矿许可证，有效期五年，项目开始建设，项目计划建设 6 年。

资料来源：新洋丰公告、开源证券研究所

表7：新洋丰产销：2017-2024 年，复合肥产销率保持在 95%以上，磷复肥销量 CAGR 为 1.6%

项目	产品 (万吨)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2017-2024 年 CAGR
产量	磷复肥	503	448	424	537	525	559	555	641	3.5%
	yoy		-10.9%	-5.5%	26.8%	-2.4%	6.6%	-0.7%	15.4%	
	其中：复合肥	322	342	339	374	368	393	400	443	
	磷肥	181	177	151	164	156	166	156	198	
销量	磷复肥	492	440	423	479	461	477	507	549	1.6%
	yoy		-10.5%	-3.9%	13.2%	-3.7%	3.3%	6.3%	8.3%	
	其中：复合肥	312	334	341	372	383	384	401	436	
	磷肥（不含自用）	118	109	87	113	78	93	106	113	
产销率	磷复肥	97.7%	98.2%	99.8%	89.2%	88.0%	85.3%	91.3%	85.6%	
	其中：复合肥	96.9%	97.7%	100.6%	99.5%	104.0%	97.7%	100.3%	98.4%	
	磷肥	65.2%	61.7%	57.7%	69.2%	50.1%	55.9%	68.1%	57.1%	

数据来源：新洋丰公告、开源证券研究所

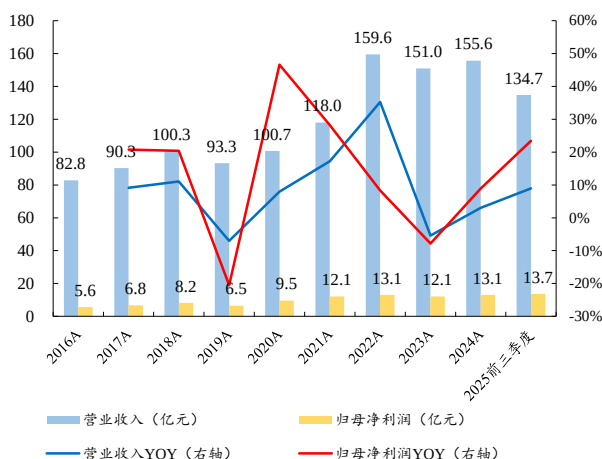
(3) 经营情况：营收、归母净利润稳健增长，新型复合肥业务占比提升，华南、华北区域营收占比较高。

2016-2024 年，公司营收自 82.2 亿元增长至 155.6 亿元，CAGR 达到 8.2%；归母净利润自 5.6 亿元增长至 13.1 亿元，CAGR 达到 11.2%。2025 年前三季度，公司营收 134.7 亿元，同比+9.0%；归母净利润 13.7 亿元，同比+23.4%。

盈利能力方面，2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率分别为 18.19%、10.36%，相较 2024 年报分别+2.54、+1.88pcts。

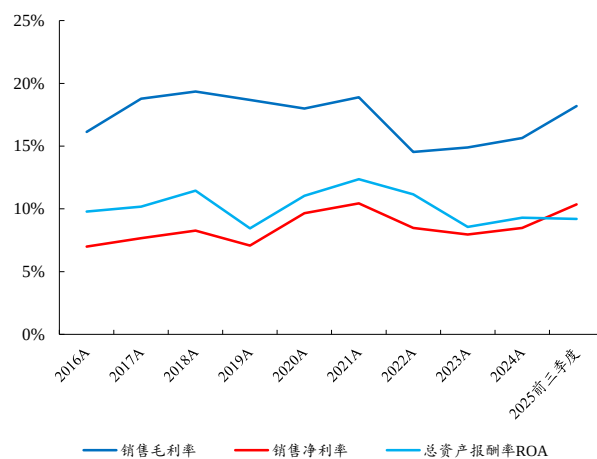
分业务看，2024 年，常规复合肥、新型复合肥、磷肥业务的营收占比分别为 44%、27%、23%，毛利占比分别为 35%、37%、29%，销售毛利率分别为 12%、21%、20%，新型复合肥营收、毛利占比提升，盈利能力较强。**分区域看**，2024 年，华北、东北、华南、南方营收占比分别为 24%、15%、31%、21%，毛利占比分别为 24%、13%、37%、27%。

图14：2025 年前三季度，新洋丰营收同比+9.0%



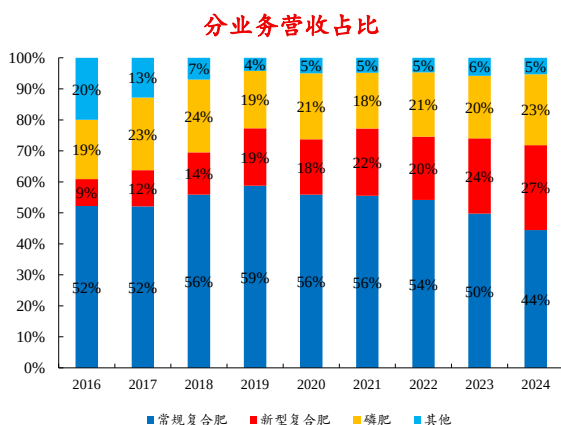
数据来源：、开源证券研究所

图15：2025 年前三季度，新洋丰销售毛利率同比提升



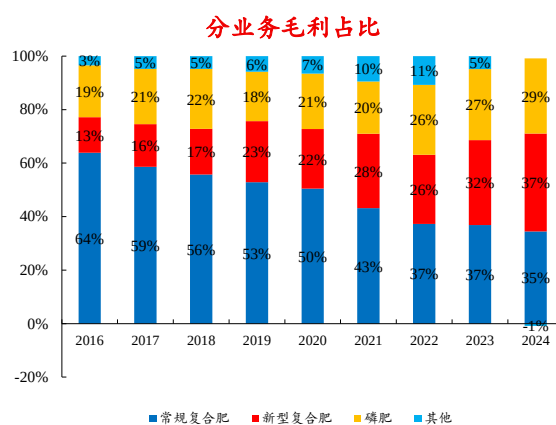
数据来源：、开源证券研究所

图16：2024 年，新洋丰新型复合肥营收占比提升至 27%



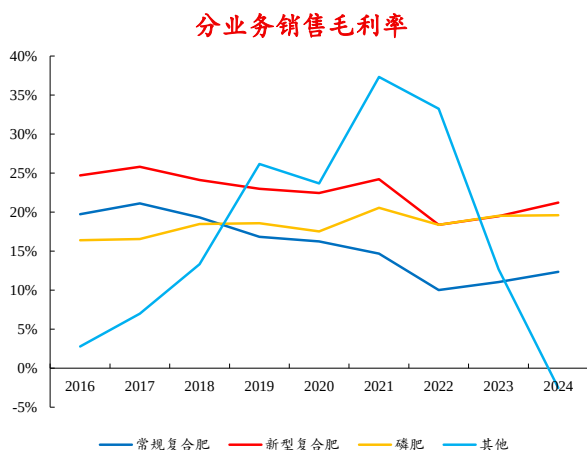
数据来源：、开源证券研究所

图17：2024 年，新洋丰新型复合肥毛利占比提升至 37%



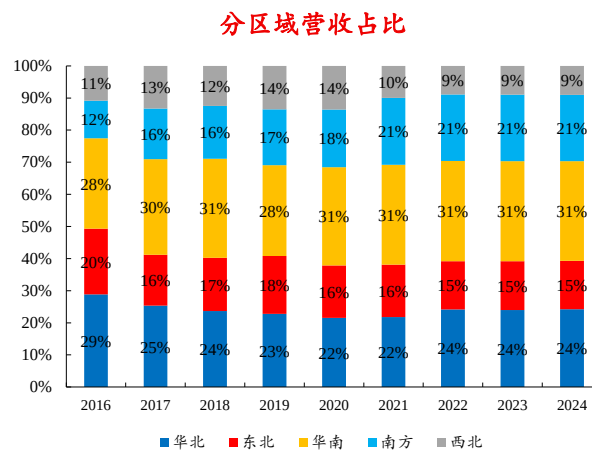
数据来源：、开源证券研究所

图18：2024 年，新洋丰新型复合肥毛利率提升至 21%



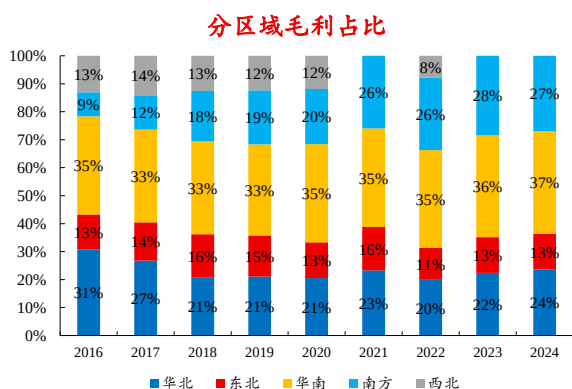
数据来源：、开源证券研究所

图19：新洋丰华南、华北区域营收占比较高



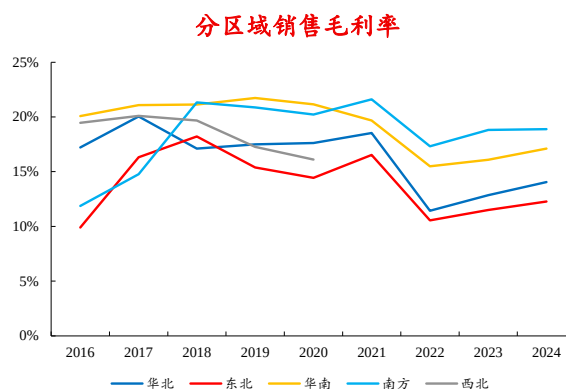
数据来源：、开源证券研究所

图20：新洋丰华南、南方区域毛利占比较高



数据来源：、开源证券研究所

图21：新洋丰南方区域销售毛利率较高

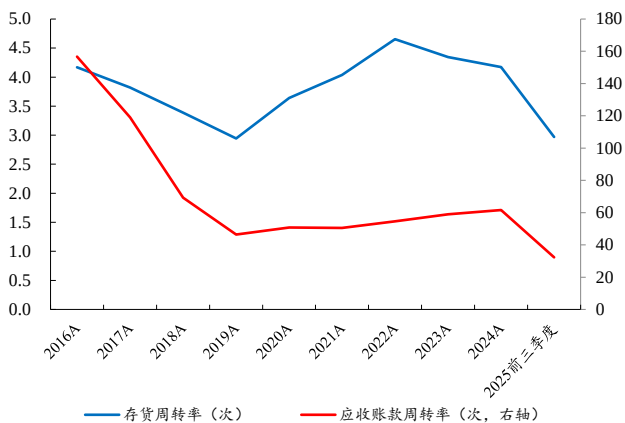


数据来源：、开源证券研究所

周转能力及负债率：2022-2024 年，公司应收账款周转速度分别为 58.9、61.6、32.3 次/年；存货周转速度分别为 4.3、4.2、3.0 次/年，剔除预收款项后的资产负债率分别为 37.7%、32.6%、32.3%，资产负债率有所下降。

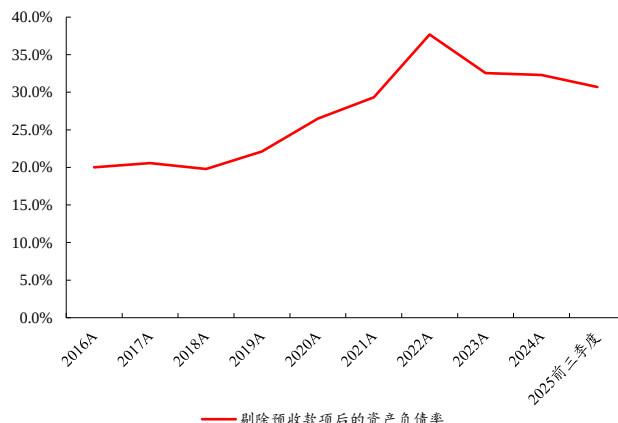
现金流和分红：2022-2024 年，公司经营性现金流净额/营业收入分别为 4.2%、3.0%、3.1%，公司现金回笼情况较好，呈持续净流入；年度现金分红比例分别为 19.2%、31.2%、28.6%。

图22：2022-2024 年，新洋丰应收账款周转基本稳定

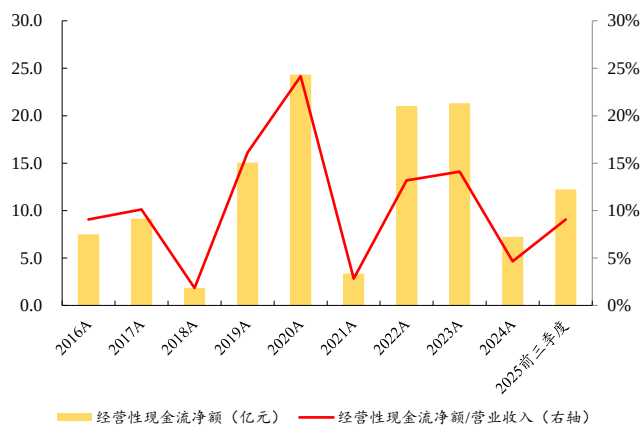


数据来源：、开源证券研究所

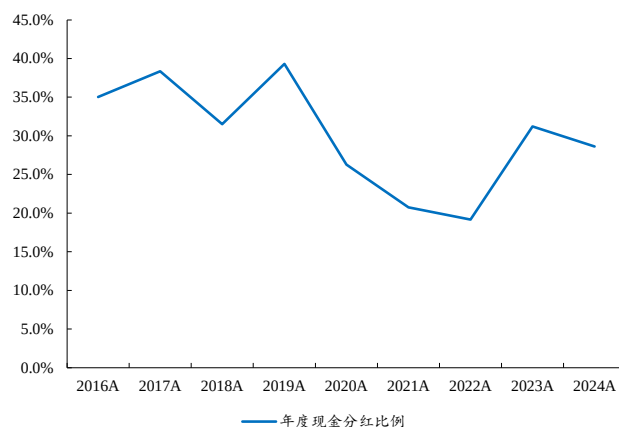
图23：2022 年以来，新洋丰资产负债率有所下降



数据来源：、开源证券研究所

图24：2022 年以来，新洋丰经营性现金流回笼较好


数据来源：、开源证券研究所

图25：2024 年，新洋丰现金分红比例为 28.6%


数据来源：、开源证券研究所

2.2、云图控股（002539.SZ）：复合肥产业链不断完善，磷酸分级利用及国际发展先人一步

成都云图控股股份有限公司成立于 1995 年，2011 年 1 月 18 日在深交所上市。公司立足复合肥主业，重点围绕氮、磷产业链上下游进行战略布局，向上游布局优质矿产资源，并向下游产业纵深发展，不断完善产业链薄弱环节和关键环节，现已形成磷复肥、磷化工、联碱和新能源材料业务协同发展的产业格局，持续提升产业链一体化能力，为公司做大做强复合肥主业提供支撑。公司复合肥产品线覆盖水溶肥、液体肥、增效肥、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氯基、高浓度硫基、中低浓度复合肥、有机-无机复混肥、生物菌肥等全线产品，满足不同土壤、不同作物以及不同生长期的营养需求。

（1）产品产能：复合肥产能布局位居行业前列，不断完善氮、磷产业链布局。

根据 2024 年报，公司具备年产 745 万吨复合肥、43 万吨磷酸一铵、60 万吨联碱、6 万吨黄磷、5 万吨磷酸铁的生产能力，配套硫酸年产能达 235 万吨，全部用于复合肥生产。此外，公司拟在广西贵港投资建设云图智领绿色化工新能源材料项目，该项目计划分三期实施，建设内容包括年产 120 万吨高效复合肥、200 万吨合成氨、300 万吨尿素、50 万吨液体及颗粒硝铵、42 万吨硝酸、30 万吨磷酸铁、25 万吨精制酸等装置。

磷矿资源方面，公司在雷波拥有三宗磷矿，雷波阿居洛呷磷矿在建 290 万吨/年采选工程项目，公司正聚焦资源重点推进，目前井巷及配套设施建设有序进行中；牛牛寨东段磷矿在建 400 万吨/年采矿工程项目，目前正在优化采选方案设计；牛牛寨西段磷矿正积极推进“探转采”相关手续。

磷酸分级利用方面，公司掌握了湿法磷酸的萃取和净化技术，可以依据磷酸的不同浓度进行分级利用，打通了“磷矿—湿法磷酸—精制磷酸/工业级磷酸一铵—磷酸铁/磷复肥”全产业链，进一步推动磷资源的高效高值利用，实现综合效益最大化。公司主要选用半水法的磷酸工艺，既能直接获得高浓度磷酸，减少浓缩成本，同时有利于磷石膏的处理再利用，环保和成本优势兼具，同时实现了磷酸相关产品的多样化。

(2) 基地建设：本着“靠近资源，靠近市场”原则，公司在湖北应城、湖北荆州、湖北宜城、广西贵港（在建中）、四川眉山、河南宁陵、山东平原、新疆昌吉、新疆阿克苏（在建中）、辽宁铁岭、黑龙江佳木斯和肇东等地建立生产基地，全国产能布局完善，是中国磷复肥行业生产基地最多的供应商之一，规模优势显著。同时，公司以东南亚为起点深度布局海外市场，在马来西亚建设生产基地（复合肥15万吨），在越南、泰国、马来西亚等国家自建营销网络，本地化自主运营自有品牌，并取得了阶段性的进展，是磷复肥行业较早“走出去”的企业之一。

表8：云图控股产能：复合肥年产能 745 万吨，规划新增 110 万吨，重点围绕氮、磷产业链上下游进行战略布局

主要产品	2024 年末产能 (万吨/年)	2024 年产能 利用率	在建产能 (万吨/年)	备注
复合肥	745	52.65%	110	应城化工正在推进 70 万吨合成氨项目，配套建设 60 万吨水溶性复合肥、40 万吨缓控释复合肥；新疆水溶肥公司正在推进 10 万吨水溶肥生产线项目。
农业磷酸一铵	8	108.32%		包括养分含量更高的水溶性磷酸一铵产能 30 万吨，除 5 万吨产能主要用于阻燃材料和水溶肥外，其余均可用于生产磷酸铁。
工业磷酸一铵	35			
联碱	60	71.00%		配套井盐储量达 2.5 亿吨，硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨。
黄磷	6	101.15%		
磷酸铁	5	106.76%	15	铁法工艺，配套上游 15 万吨精制磷酸、30 万吨折纯湿法磷酸，精制磷酸满足自用的基础上对外销售。与当升科技、泰丰先行、蜂巢能源、中创新航等合作。
硫酸	235			全部用于复合肥生产。
广西贵港项目				120 万吨高效复合肥、200 万吨合成氨、300 万吨尿素、50 万吨液体及颗粒硝铵、42 万吨硝酸、30 万吨磷酸铁、15 万吨磷酸铁锂、25 万吨精制酸、60 万吨尾气清洁剂、21 万吨双氧水、25 万吨空分液体产品、25 万吨液体 CO ₂ 、6 万吨硫酸等装置。
磷矿石-阿居洛呷磷矿			290	储量 1.39 亿吨。2025 年 3 月动工，正式进入矿山建设期。
磷矿石-牛牛寨东段			400	储量 1.81 亿吨。当前已初步形成优化方案。
磷矿石-牛牛寨西段				储量 2.29 亿吨。正在办理“探转采”的相关手续。
磷矿石-二坝磷铅锌矿			50（权益 49%）	储量 1957.7 万吨。推进矿山复工复产。
硅矿石-沙沱砂岩矿			50	查明储量 1,957.7 万吨，未来投产后主要满足黄磷生产所需的硅矿石。

资料来源：云图控股公告、开源证券研究所

表9：云图控股产销：2017-2024 年，复合肥产销率保持在 95%以上，磷复肥销量 CAGR 为 8.2%

项目	产品 (万吨)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2017-2024 年 CAGR
产量	磷复肥	264	258	276	301	322	361	393	439	7.5%
	yoy		-2.3%	7.0%	9.3%	6.8%	12.1%	9.0%	11.6%	
	其中：复合肥	219	210	227	270	291	329	350		
销量	磷酸一铵	45	48	49	32	31	32	43		
	磷复肥	241	229	254	292	319	361	388	418	8.2%
	yoy		-5.0%	10.9%	14.9%	9.2%	13.2%	7.6%	7.6%	

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

18 / 33

项目	产品（万吨）	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2017-2024 年 CAGR
产销率	其中：复合肥	219	208	230	260	287	330	346		
	磷酸一铵	22	22	24	32	31	30	43		
	磷复肥	91.4%	88.9%	92.1%	96.9%	99.0%	100.0%	98.7%	95.3%	
	其中：复合肥	100.1%	99.1%	101.6%	96.5%	98.9%	100.4%	98.6%		
	磷酸一铵	49.1%	44.6%	48.6%	100.2%	99.9%	95.4%	99.6%		

数据来源：云图控股公告、开源证券研究所

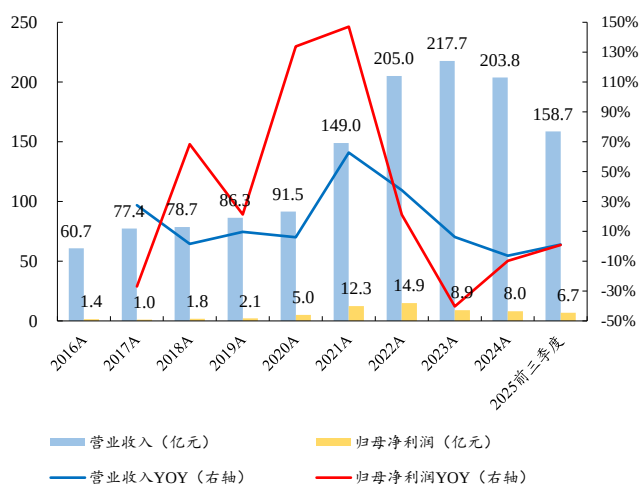
(3) 经营情况：营收、归母净利润稳健增长，新型复合肥业务占比提升，华南、华北区域营收占比较高。

2016-2024 年，公司营收自 60.7 亿元增长至 203.8，CAGR 达到 16.3%；归母净利润自 1.4 亿元增长至 8，CAGR 达到 24.1%。2025 年前三季度，公司营收 158.7 亿元，同比+1.1%；归母净利润 6.7 亿元，同比+0.9%。

盈利能力方面，2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率分别为 12.14%、4.35%，相较 2024 年报分别+1.43、+0.33pcts。

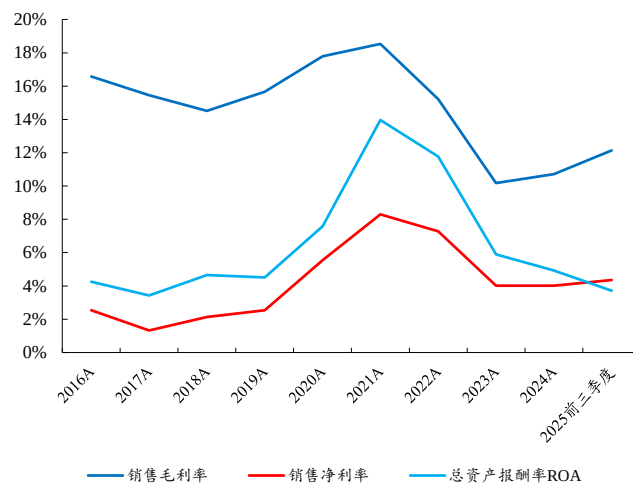
分业务看，2024 年，公司磷复合肥、联碱、黄磷业务的营收占比分别为 56%、5%、6%，毛利占比分别为 74%、7%、10%，销售毛利率分别为 14%、16%、17%，磷复肥营收、毛利占比同比提升。**分区域看**，2024 年，华中、华东、西南、华南营收占比分别为 26%、23%、13%、12%，毛利占比分别为 35%、36%、15%、14%。

图26：2025 年前三季度，云图控股营收同比+1.1%



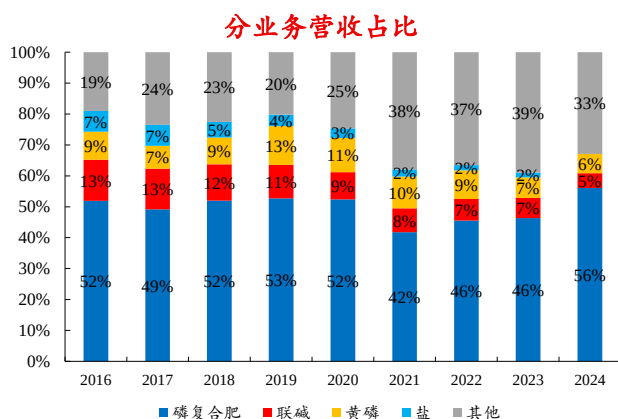
数据来源：、开源证券研究所

图27：2025 年前三季度，云图控股销售毛利率同比提升



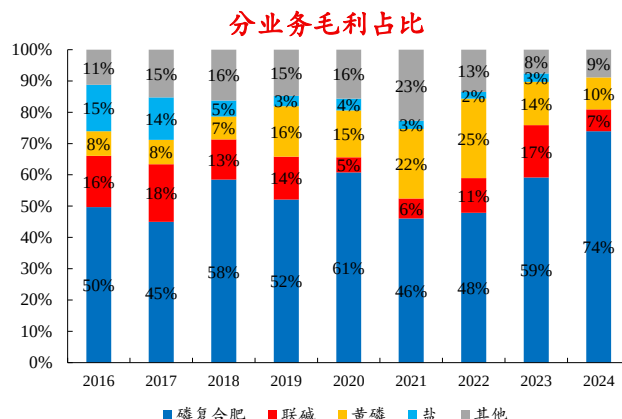
数据来源：、开源证券研究所

图28：2024 年，云图控股磷复肥营收占比提升至 56%



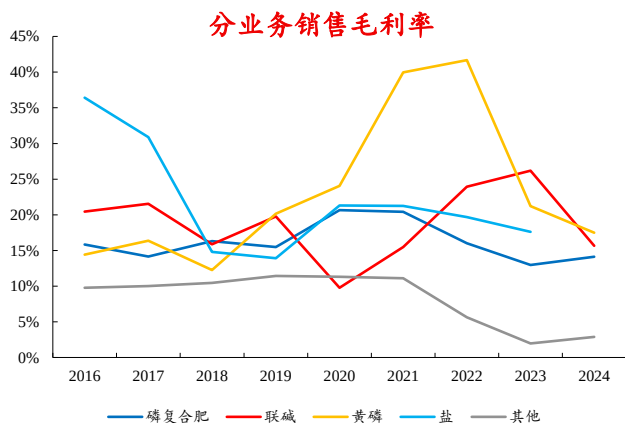
数据来源：、开源证券研究所

图29：2024 年，云图控股磷复肥毛利占比提升至 74%



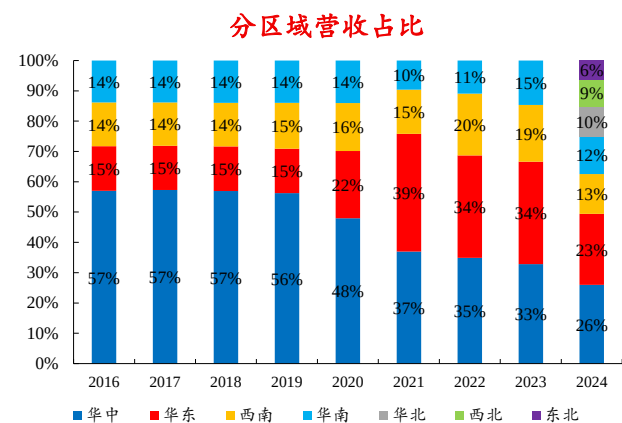
数据来源：、开源证券研究所

图30：2024 年，云图控股磷复肥毛利率提升至 14%



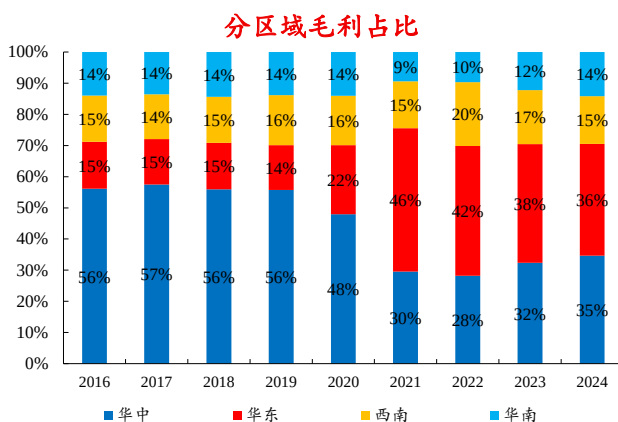
数据来源：、开源证券研究所

图31：云图控股华东、华中区域营收占比较高



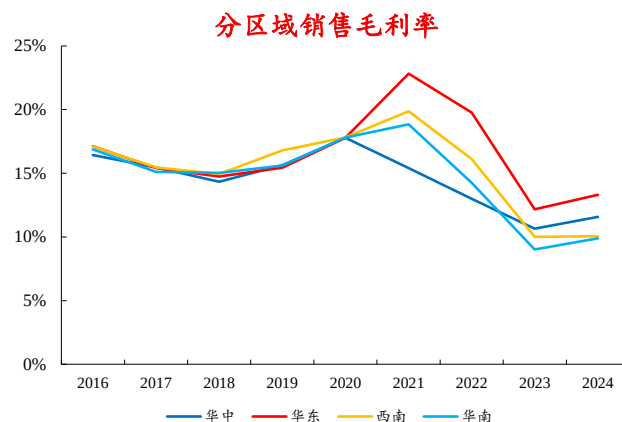
数据来源：、开源证券研究所

图32：云图控股华东、华中区域毛利占比较高



数据来源：、开源证券研究所

图33：云图控股华东区域销售毛利率较高

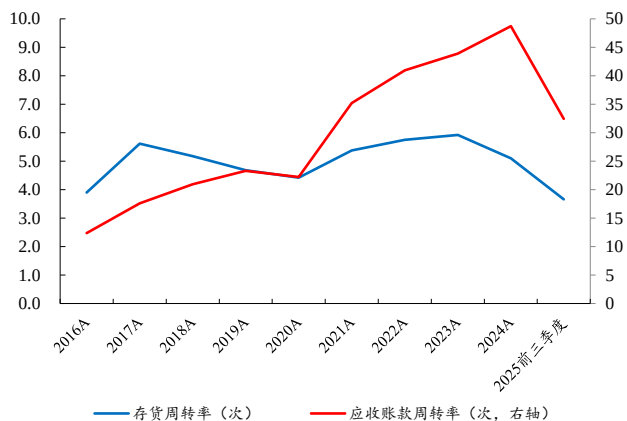


数据来源：、开源证券研究所

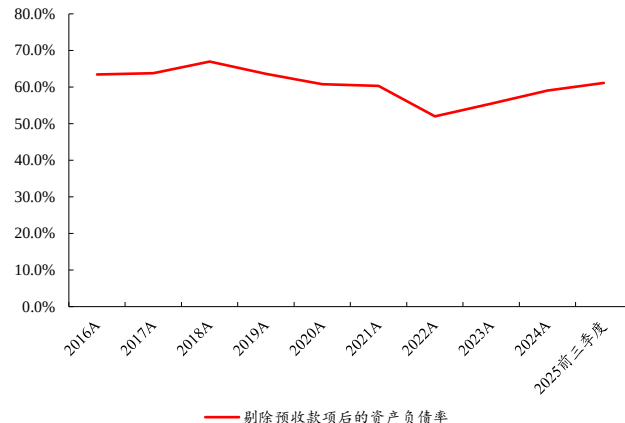
周转能力及负债率：2022-2024 年，公司应收账款周转速度分别为 40.9、43.9、48.7 次/年；存货周转速度分别为 5.8、5.9、5.1 次/年，剔除预收款项后的资产负债率请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

分别为 52%、55.4%、59.0%，资产负债率有所提升主要是磷矿探矿权转采矿权导致无形资产增加。

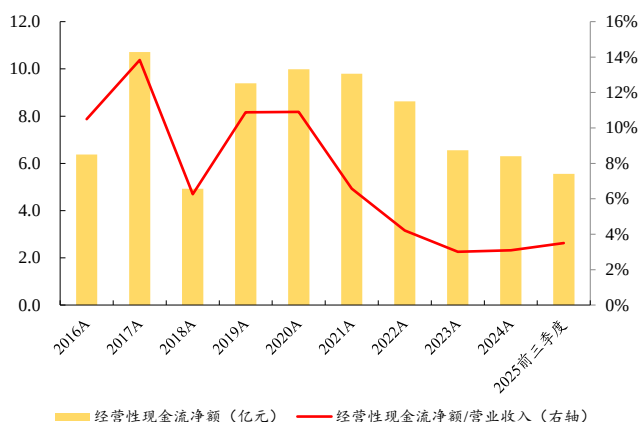
现金流和分红：2022-2024 年，公司经营性现金流净额/营业收入分别为 4.2%、3%、3.1%，年度现金分红比例分别为 24.3%、27.1%、30.0%，现金分红比例有所提升。

图34：2022-2024 年，云图控股存货周转基本稳定


数据来源：、开源证券研究所

图35：2022 年以来，云图控股资产负债率有所提升


数据来源：、开源证券研究所

图36：2016 年以来，云图控股经营性现金流保持净流入


数据来源：、开源证券研究所

图37：2024 年，云图控股现金分红比例为 30.0%


数据来源：、开源证券研究所

2.3、史丹利（002588.SZ）：“品牌+渠道+产品+服务”综合经营模式，积极布局上游磷产业链

史丹利农业集团股份有限公司成立于1998年，2011年6月10日在深交所上市。公司的主营业务涵盖了复合肥料的研究、生产和销售。按照生产工艺划分，公司产品主要包括高塔复合肥和滚筒复合肥等；按养分来源划分，产品包括硫基复合肥、氯基复合肥、硝基复合肥等；按产品种类划分，则涵盖了高浓度复合肥、中微量元素肥、水溶肥、缓控释肥、海藻肥、生物肥、有机-无机复合肥、作物专用肥、园艺肥等各类肥料。

（1）产品产能：复合肥产能规模领先，上游磷肥配套逐步完善。

根据 2024 年报，公司具备年产复合肥 590 万吨、农用磷酸一铵 100 万吨、工业磷酸一铵 15 万吨、精制磷酸 10 万吨、磷酸铁 5 万吨的生产能力。2021 年开始，公司相继在河北省承德市和湖北省松滋市分别投资建设了磷化工项目，向上游磷产业链进行延伸，以求打通磷肥-复合肥产业链，满足磷肥原料的自供。目前两个磷化工项目已进入使用状态，公司实现了磷肥原料的部分自供。

磷矿资源方面，公司投资建设的湖北松滋公司磷化工项目主要采购四川磷矿，较少采购控股股东的磷矿。

(2) 基地建设：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。

表10：史丹利产能：复合肥年产能 590 万吨，磷酸一铵年产能 110 万吨

主要产品	2024 年末产能（万吨/年）	2024 年产能利用率	在建产能（万吨/年）
复合肥	590	60.45%	
农业磷酸一铵	100	41.73%	
工业磷酸一铵	10	23.40%	5
精制磷酸	10	2.04%	
磷酸铁	5	0%	

资料来源：史丹利公告、开源证券研究所

表11：史丹利产销：2017-2024 年，磷复肥产销率保持在 87%以上，磷复肥销量 CAGR 为 9.5%

项目	产品（万吨）	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2017-2024 年 CAGR
产量	磷复肥	212	229	221	250	235	273	339	401	9.5%
	yoy		8.1%	-3.8%	13.4%	-6.2%	16.2%	24.3%	18.2%	
销量	磷复肥	210	224	221	252	230	268	313	351	7.6%
	yoy		6.6%	-1.3%	13.9%	-8.4%	16.3%	16.9%	12.2%	
产销率	磷复肥	99.1%	97.7%	100.1%	100.5%	98.1%	98.2%	92.3%	87.7%	

数据来源：史丹利公告、开源证券研究所

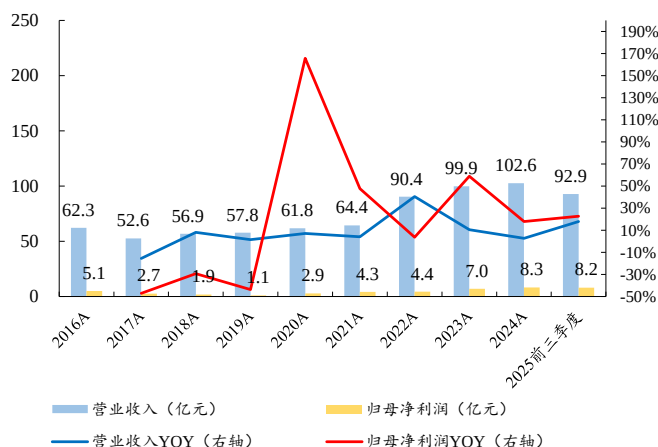
(3) 经营情况：营收、归母净利润稳健增长，硫基复合肥营收占比提升，华东、东北区域营收占比较高。

2016-2024 年，公司营收自 62.3 亿元增长至 102.6，CAGR 达到 6.4%；归母净利润自 5.1 亿元增长至 8.3，CAGR 达到 6.1%。2025 年前三季度，公司营收 92.9 亿元，同比+17.9%；归母净利润 8.2 亿元，同比+22.7%。

盈利能力方面，2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率分别为 18.01%、8.87%，相较 2024 年报分别-0.17、+0.92pcts。

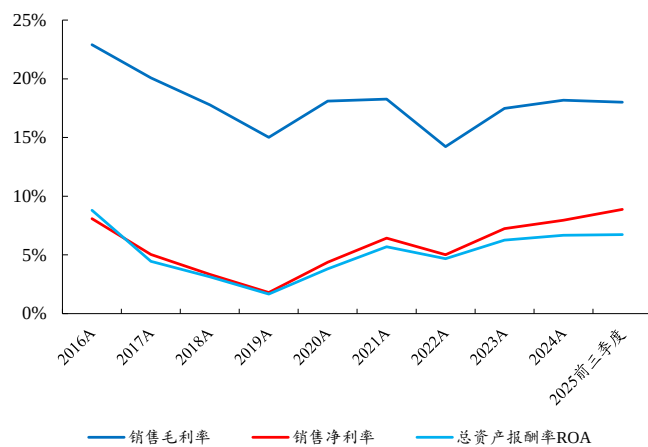
分业务看，2024 年，公司氯基复合肥、硫基复合肥、新型肥料及磷肥业务的营收占比分别为 57%、22%、19%，毛利占比分别为 58%、20%、22%，销售毛利率分别为 18%、17%、21%，硫基复合肥占比同比提升，新型肥料及磷肥盈利能力较强。**分区域看**，2024 年，华东、东北、华中、华北、西北营收占比分别为 34%、22%、18%、14%、12%，毛利占比分别为 31%、25%、18%、15%、11%。

图38：2025 年前三季度，史丹利营收同比+17.9%



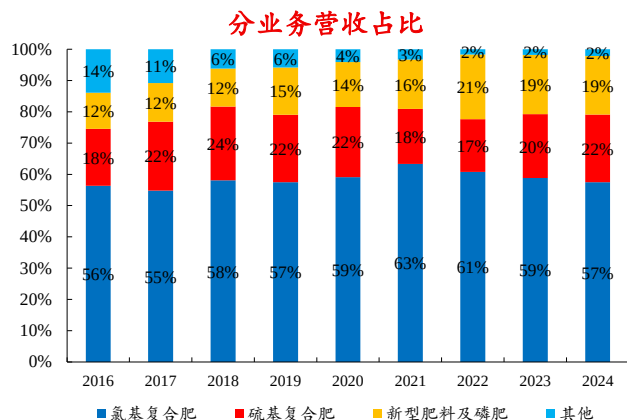
数据来源：、开源证券研究所

图39：2025 年前三季度，史丹利销售净利率同比提升



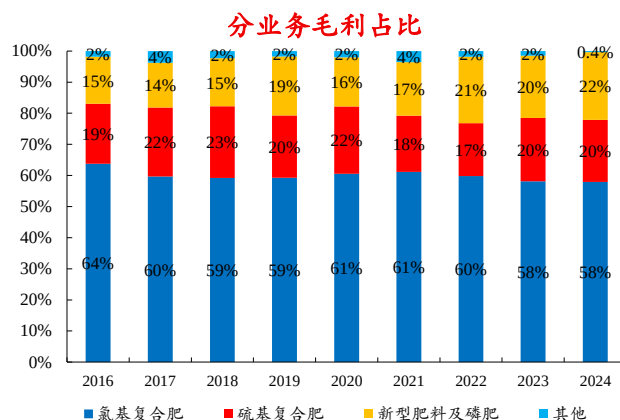
数据来源：、开源证券研究所

图40：2024 年，史丹利硫基复合肥营收占比提升至 22%



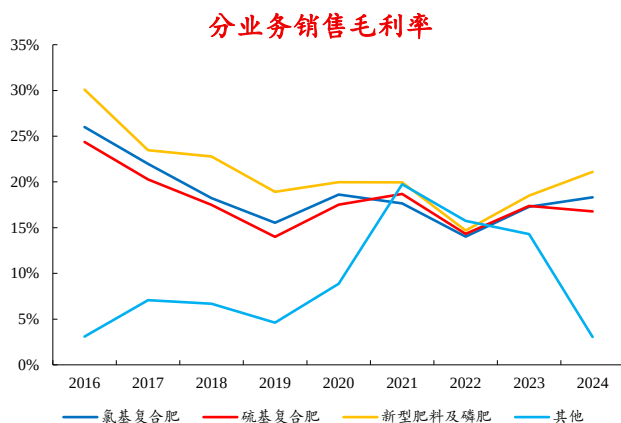
数据来源：、开源证券研究所

图41：2024 年，史丹利新型肥料等毛利占比提升至 22%



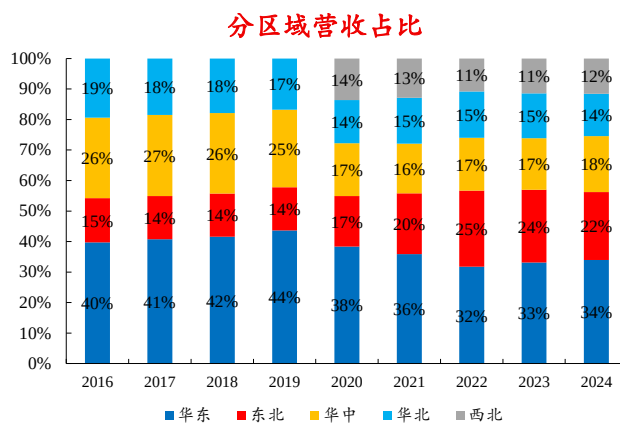
数据来源：、开源证券研究所

图42：2024，史丹利新型肥料及磷肥毛利率提升至 21%



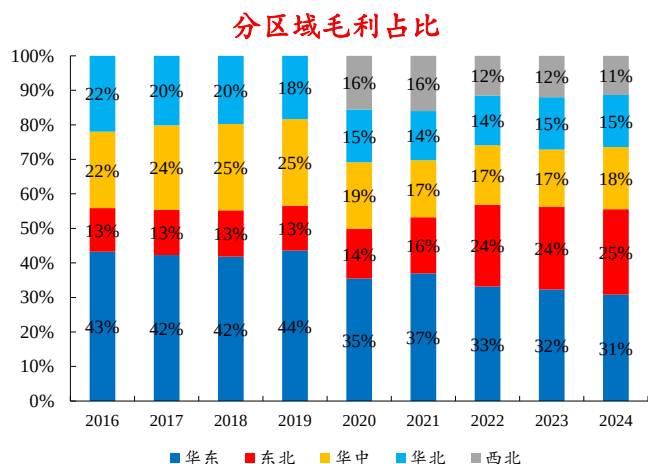
数据来源：、开源证券研究所

图43：史丹利华东、东北区域营收占比较高



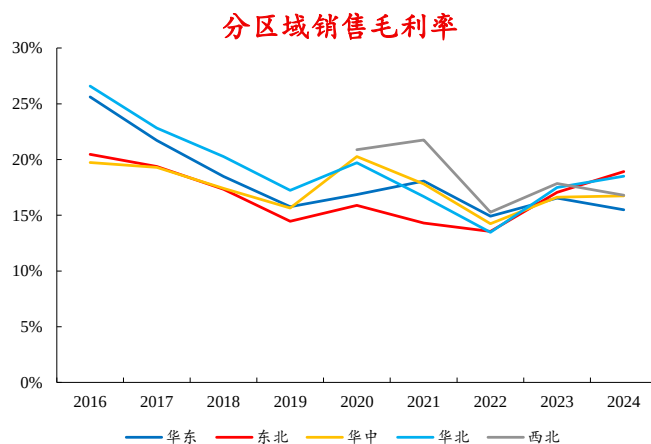
数据来源：、开源证券研究所

图44：史丹利华东、东北区域毛利占比较高



数据来源：、开源证券研究所

图45：2024年，史丹利东北、华北区域销售毛利率较高

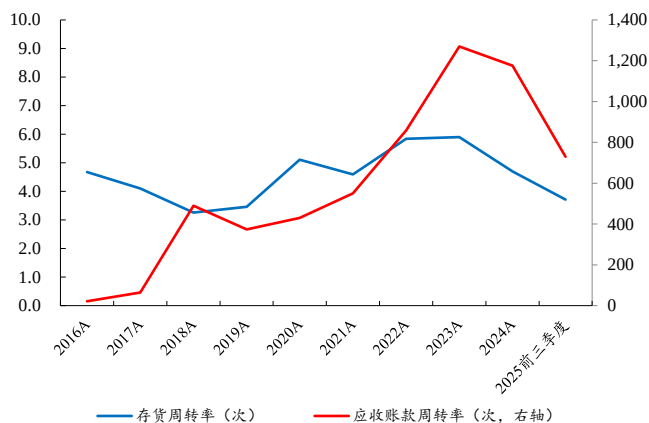


数据来源：、开源证券研究所

周转能力及负债率：2022-2024年，公司应收账款周转速度分别为858.6、1269.9、1175.2次/年，主要是公司销售基本采用先收款后发货的方式，应收账款规模较小；存货周转速度分别为5.8、5.9、4.7次/年，剔除预收款项后的资产负债率分别为29.1%、36.3%、37.5%。

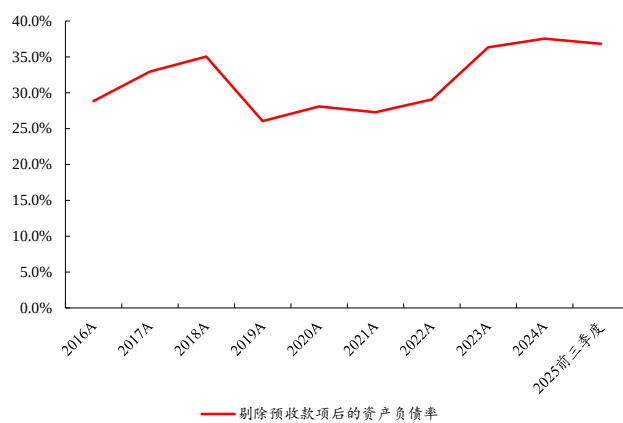
现金流和分红：2022-2024年，公司经营性现金流净额/营业收入分别为21.1%、11.9%、4.7%，年度现金分红比例分别为13.1%、21.4%、36.3%。

图46：2022-2024年，史丹利应收账款周转较快



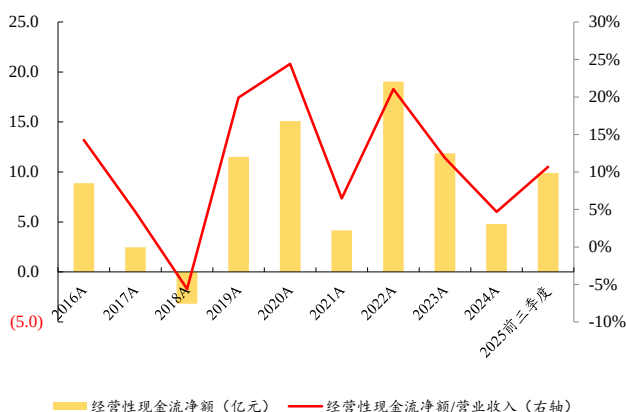
数据来源：、开源证券研究所

图47：2022年以来，史丹利资产负债率小幅提升



数据来源：、开源证券研究所

图48：2022年以来，史丹利经营性现金流回笼较好



数据来源：、开源证券研究所

图49：2024年，史丹利现金分红比例提升至36.3%



数据来源：、开源证券研究所

3、盈利预测及投资建议

需求端：随着国家农业现代化进程推进和科学施肥、控量增效理念的广泛应用，复合肥获得越来越多种植户的认可，化肥复合化率有望长期保持上升趋势，复合肥产品结构也从常规复合肥为主向高效化、专用化、功能化、精准化的新型肥料延伸，复合肥需求量及市场规模有望稳步增长。

供给端：近年来单质肥价格宽幅波动推动复合肥龙头企业纷纷加快布局，从上游资源掌控到产业链一体化完善，从技术创新到产品研发、品牌建设、市场拓展等全方位提升竞争力，有望提升其抗风险能力和产品的盈利能力。此外，化肥行业的能耗标准、环保排放以及技术创新要求不断提高，促使落后的中小企业加速退出市场，优胜劣汰、强者愈强，行业集中度有望得到持续改善，头部企业市占率有望持续提升。

我们认为，随着复合肥行业供需向好，具备产业链优势、规模优势、渠道优势、创新优势、环保优势以及品牌影响力显著的头部复合肥企业，竞争优势突出。随着单质肥价格波动趋缓，复合肥行业有望迎来量利修复，现金流回笼稳健带动分红稳中有升。

【推荐标的】云图控股、兴发集团等。【受益标的】史丹利、新洋丰、云天化、中国心连心化肥等。

表12：复合肥上市公司经营数据：新洋丰、云图控股、史丹利、云天化等复合肥业务产销规模、毛利率居于前列

公司简称	复合肥业务	单位：万吨， 亿元，元/吨	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
新洋丰	常规复合肥	销量	261.4	277.9	270.3	293.9	292.8	292.9	288.6	297.7
		营收	47.1	56.0	54.8	56.3	65.5	86.5	75.1	69.1
		均价	1800.5	2016.1	2026.4	1914.5	2237.5	2951.6	2603.2	2322.2
		单位成本	1420.3	1626.7	1685.3	1603.6	1909.0	2656.3	2316.2	2035.8
		单位毛利	380.2	389.4	341.1	311.0	328.5	295.3	286.9	286.4
		毛利率	21.1%	19.3%	16.8%	16.2%	14.7%	10.0%	11.0%	12.3%
		营收增速		19.0%	-2.2%	2.7%	16.4%	32.0%	-13.1%	-7.97%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25 / 33

公司简称	复合肥业务	单位：万吨， 亿元，元/吨	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
史丹利	新型复合肥	营收占比	52.1%	55.8%	58.7%	55.9%	55.5%	54.2%	49.7%	44.4%
		毛利占比	58.6%	55.7%	52.9%	50.4%	43.1%	37.3%	36.8%	35.0%
		销量	48.9	53.0	65.6	72.0	90.3	90.8	112.3	138.0
		营收	10.5	13.7	17.3	18.0	25.6	32.6	36.7	42.7
		均价	2146.6	2586.9	2635.4	2495.1	2835.8	3586.9	3264.7	3093.8
		单位成本	1592.6	1963.8	2029.9	1935.6	2148.5	2927.4	2629.6	2437.5
		单位毛利	554.0	623.1	605.5	559.6	687.4	659.5	635.1	656.4
		毛利率	25.8%	24.1%	23.0%	22.4%	24.2%	18.4%	19.5%	21.2%
		营收增速		30.5%	26.1%	4.0%	42.6%	27.2%	12.5%	16.49%
	常规复合肥 +新型复合 肥	营收占比	11.6%	13.7%	18.5%	17.8%	21.7%	20.4%	24.3%	27.4%
		毛利占比	16.0%	17.0%	22.8%	22.2%	27.8%	25.8%	31.7%	37.2%
		产量	322.3	341.5	339.0	373.6	368.4	392.9	399.7	442.8
		销量	312.3	333.7	341.1	371.8	383.2	383.8	400.8	435.7
		营收	57.6	69.7	72.1	74.2	91.1	119.0	111.8	111.8
		均价	1843.6	2089.2	2112.4	1996.8	2378.6	3101.9	2788.5	2566.6
		单位成本	1438.4	1665.8	1725.8	1642.3	1965.5	2720.5	2403.8	2163.0
		单位毛利	405.2	423.4	386.6	354.5	413.1	381.5	384.7	403.6
		毛利率	22.0%	20.3%	18.3%	17.8%	17.4%	12.3%	13.8%	15.7%
		营收增速		21.1%	3.4%	3.0%	22.8%	30.6%	-6.1%	0.1%
云图控股	磷复肥	营收占比	63.7%	69.5%	77.3%	73.7%	77.2%	74.6%	74.0%	71.9%
		毛利占比	74.6%	72.8%	75.7%	72.7%	71.0%	63.1%	68.6%	72.2%
		产量	218.9	209.6	226.7	269.8	290.6	375.8	396.5	438.8
		销量	219.2	207.7	230.3	260.3	287.4	362.5	378.0	418.0
		营收	38.1	40.9	45.5	47.9	62.3	93.3	100.9	114.3
		均价	1736.7	1970.0	1974.4	1841.9	2166.6	2574.0	2670.6	2734.6
		单位成本	1491.1	1648.6	1668.5	1461.6	1723.9	2161.5	2324.0	2348.4
		单位毛利	245.6	321.4	305.9	380.3	442.7	412.4	346.6	386.2
		毛利率	14.1%	16.3%	15.5%	20.6%	20.4%	16.0%	13.0%	14.1%
	氯基复合肥	营收增速		7.5%	11.1%	5.5%	29.9%	49.9%	8.2%	13.2%
		营收占比	49.2%	52.0%	52.7%	52.4%	41.8%	45.5%	46.4%	56.1%
		毛利占比	45.0%	58.5%	52.1%	60.8%	46.1%	47.9%	59.1%	74.0%
		营收	28.9	33.1	33.2	36.6	40.8	54.9	58.8	59.0
		毛利率	22.0%	18.2%	15.6%	18.6%	17.6%	14.0%	17.3%	18.3%
		营收增速		14.6%	0.5%	10.0%	11.4%	34.8%	7.0%	0.4%
		营收占比	54.8%	58.1%	57.5%	59.1%	63.3%	60.8%	58.8%	57.5%
		毛利占比	59.6%	59.2%	59.3%	60.6%	61.1%	59.9%	58.1%	57.9%
		营收	11.6	13.4	12.5	13.9	11.4	15.2	20.4	22.2
史丹利	硫基复合肥	毛利率	20.3%	58.5%	52.1%	60.8%	46.1%	47.9%	59.1%	74.0%
		营收增速		15.5%	-7.1%	11.2%	-18.2%	34.1%	34.1%	8.8%
		营收占比	22.1%	23.6%	21.6%	22.4%	17.6%	16.8%	20.4%	21.6%
	新型复合肥	毛利占比	22.2%	23.1%	20.1%	21.6%	18.0%	17.0%	20.3%	20.0%
		营收	6.5	6.9	8.7	8.9	10.1	18.7	18.9	19.2

公司简称	复合肥业务	单位：万吨， 亿元，元/吨	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
金正大	复合肥	毛利率	23.5%	22.8%	18.9%	19.9%	19.9%	14.7%	18.5%	21.1%
		营收增速		6.2%	26.4%	1.8%	14.1%	84.7%	1.1%	1.5%
		营收占比	12.3%	12.1%	15.1%	14.4%	15.7%	20.7%	18.9%	18.7%
		毛利占比	14.4%	15.4%	18.9%	15.7%	17.2%	21.4%	20.0%	21.7%
	氯基复合肥 +硫基复合 肥+新型复 合肥	产量	212.0	229.3	220.6	250.3	234.7	272.8	339.1	400.8
		销量	210.1	223.9	220.9	251.6	230.4	267.8	313.1	351.3
		营收	52.7	56.9	57.8	61.9	64.4	90.4	99.9	100.4
		均价	2507.7	2542.7	2617.1	2459.6	2794.0	3374.9	3190.6	2858.0
	常规复合肥	单位成本	2001.8	2088.0	2222.4	2012.8	2283.5	2894.7	2633.0	2328.7
		单位毛利	505.9	454.7	394.8	446.8	510.5	480.2	557.6	529.3
		毛利率	20.2%	17.9%	15.1%	18.2%	18.3%	14.2%	17.5%	18.5%
		营收增速		8.0%	1.5%	7.0%	4.0%	40.4%	10.5%	0.5%
	新型复合肥	营收占比	89.2%	93.8%	94.2%	95.9%	96.7%	98.3%	98.2%	97.8%
		毛利占比	96.2%	97.7%	98.3%	98.0%	96.3%	98.2%	98.5%	99.6%
		营收	85.7	93.0	53.9	38.2	33.1	50.9	44.9	40.3
		毛利率	17.4%	19.9%	14.0%	10.6%	13.8%	8.6%	10.6%	15.0%
	常规复合肥 +新型复合 肥	营收增速		8.5%	-42.0%	-29.2%	-13.2%	53.7%	-11.9%	-10.2%
		营收占比	62.6%	60.1%	47.7%	40.8%	35.6%	51.0%	52.5%	48.4%
		毛利占比	54.1%	53.7%	35.2%	26.1%	31.2%	65.5%	67.3%	58.7%
		营收	54.7	20.3	22.1	19.6	20.6	13.8	15.9	15.6
红四方	新型复合肥	毛利率	16.5%	31.7%	26.7%	11.8%	10.3%	11.5%	14.3%	19.3%
		营收增速		-62.9%	9.1%	-11.3%	5.0%	-32.9%	15.4%	-1.9%
		营收占比	39.9%	13.1%	19.5%	21.0%	22.1%	13.8%	18.6%	18.8%
		毛利占比	32.7%	18.7%	27.5%	14.9%	14.4%	23.9%	32.1%	29.2%
	常规复合肥 +新型复合 肥	产量						189.8	197.2	185.1
		销量						181.0	194.4	190.0
		营收	140.4	113.3	76.0	57.8	53.7	64.7	60.8	55.9
		均价						3577.3	3129.7	2944.2
	配方肥料+ 常规复合肥 +高效新型 肥料	单位成本						3248.2	2767.6	2467.1
		单位毛利						329.1	362.1	477.1
		毛利率	17.0%	22.0%	17.7%	11.0%	12.4%	9.2%	11.6%	16.2%
		营收增速		-19.3%	-32.9%	-24.0%	-7.0%	20.6%	-6.0%	-8.0%
	常规复合肥	营收占比	102.5%	73.2%	67.2%	61.7%	57.6%	64.9%	71.1%	67.2%
		毛利占比	86.8%	72.5%	62.6%	40.9%	45.6%	89.4%	99.5%	87.9%
		产量			89.8	103.0	95.9	116.3	124.9	125.7
		销量			97.4	113.4	100.5	121.5	126.0	128.9
	配方肥料+ 常规复合肥 +高效新型 肥料	营收			19.5	21.4	24.1	35.3	32.8	30.9
		均价			2004.7	1887.6	2400.0	2906.9	2603.1	2399.1
		单位成本			1703.9	1598.9	2068.7	2605.0	2288.7	2134.4
		单位毛利			300.8	288.7	331.3	301.9	314.4	264.7
	常规复合肥	毛利率			15.0%	15.3%	13.8%	10.4%	12.1%	11.0%
		营收增速				9.6%	12.8%	46.4%	-7.2%	-5.7%

公司简称	复合肥业务	单位：万吨， 亿元，元/吨	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
芭田股份	化学肥料 制造	营收占比			77.6%	79.8%	79.0%	84.7%	84.1%	88.7%
		毛利占比			84.9%	89.9%	79.6%	78.7%	80.8%	91.4%
		产量	85.3	90.8	88.3	87.2	84.5	78.0	90.6	77.2
		销量	83.1	90.2	89.0	85.6	86.5	79.2	89.8	76.6
		营收	19.8	22.3	21.9	20.3	24.5	26.0	27.4	25.4
		均价	2381.7	2476.4	2459.0	2373.9	2838.0	3285.4	3052.3	3311.9
		单位成本	2013.2	2086.1	2024.1	1906.8	2390.4	2862.6	2593.5	2873.4
		单位毛利	368.5	390.4	434.9	467.1	447.6	422.8	458.8	438.5
		毛利率	15.5%	15.8%	17.7%	19.7%	15.8%	12.9%	15.0%	13.2%
		营收增速		12.9%	-2.0%	-7.1%	20.7%	6.1%	5.3%	-7.4%
		营收占比	95.1%	97.5%	96.0%	95.6%	98.8%	91.2%	84.5%	76.6%
		毛利占比	100.0%	97.2%	98.5%	97.6%	98.0%	77.2%	55.2%	36.7%
云天化	复合(混)肥	产量	131.1	141.8	127.5	131.7	122.3	107.6	157.5	178.2
		销量	132.4	141.4	138.9	147.6	111.0	101.8	155.5	181.8
		营收	25.5	30.1	30.9	30.4	27.6	32.5	47.9	55.8
		均价	1928.1	2126.7	2227.0	2063.7	2486.5	3189.6	3077.2	3069.8
		单位成本	1606.2	1787.5	1907.5	1820.5	2141.8	2633.5	2740.6	2629.1
		单位毛利	321.9	339.2	319.5	243.2	344.7	556.1	336.7	440.8
		毛利率	16.7%	15.9%	14.3%	11.8%	13.9%	17.4%	10.9%	14.4%
		营收增速		17.8%	2.8%	-1.5%	-9.4%	17.7%	47.4%	16.6%
		营收占比	4.6%	5.7%	5.7%	5.8%	4.4%	4.3%	6.9%	9.1%
		毛利占比	6.5%	6.1%	6.2%	5.6%	4.4%	4.6%	5.0%	7.4%
六国化工	复合肥	产量	107.4	68.7	64.2	92.6	92.8	97.8	97.1	103.1
		销量	107.3	66.2	72.4	89.9	96.4	98.5	99.7	90.3
		营收	20.1	15.8	13.9	16.7	21.9	29.0	25.7	21.8
		均价	1878.1	2388.8	1918.5	1851.7	2271.0	2944.6	2572.4	2418.0
		单位成本	1658.9	2142.1	1732.4	1565.7	1960.0	2660.6	2389.3	2166.5
		单位毛利	219.1	246.7	186.1	286.0	310.9	284.0	183.1	251.5
		毛利率	11.7%	10.3%	9.7%	15.4%	13.7%	9.6%	7.1%	10.4%
		营收增速		-21.5%	-12.2%	19.9%	31.4%	32.6%	-11.6%	-14.9%
		营收占比	42.3%	38.0%	31.9%	34.5%	36.6%	38.4%	37.0%	34.9%
		毛利占比	43.4%	28.9%	38.2%	38.7%	33.7%	33.1%	32.7%	38.8%
司尔特	三元复合肥	产量	75.6	89.8	88.4	91.9	84.5	71.9	78.2	81.6
		销量	80.5	83.0	86.0	97.2	75.8	78.3	77.4	86.7
		营收	14.6	16.7	16.8	18.5	18.1	23.1	19.7	21.0
		均价	1807.5	2008.2	1950.3	1906.4	2382.5	2954.7	2542.3	2419.0
		单位成本	1484.6	1563.5	1540.1	1476.2	1809.9	2375.4	2200.9	2105.0
		单位毛利	322.9	444.6	410.2	430.2	572.6	579.3	341.4	314.1
		毛利率	17.9%	22.1%	21.0%	22.6%	24.0%	19.6%	13.4%	13.0%
		营收增速		14.5%	0.7%	10.5%	-2.5%	28.1%	-14.9%	6.5%
		营收占比	55.9%	53.3%	55.6%	48.9%	45.3%	47.4%	50.3%	49.0%
		毛利占比	48.4%	48.1%	55.2%	52.8%	39.0%	42.4%	43.1%	33.3%

公司简称	复合肥业务	单位：万吨， 亿元，元/吨	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
		产量	8.9	8.9	10.0	13.8	15.9	17.4	19.6	21.5
宏达股份	复合肥	销量	8.7	8.5	10.5	14.8	15.3	17.5	20.2	21.5
		营收	1.6	1.9	2.3	3.0	3.8	5.2	5.5	5.5
		均价	1864.5	2205.1	2186.9	2027.0	2517.5	2966.5	2728.9	2580.6
		单位成本	1717.1	2019.6	2037.1	1841.2	2260.7	2779.9	2516.7	2360.8
		单位毛利	147.4	185.6	149.8	185.9	256.8	186.6	212.2	219.8
		毛利率	7.9%	8.4%	6.9%	9.2%	10.2%	6.3%	7.8%	8.5%
		营收增速		16.1%	22.0%	30.7%	28.7%	35.1%	5.8%	0.7%
		营收占比	3.5%	7.0%	9.0%	13.1%	13.2%	17.7%	18.2%	16.2%
		毛利占比	1.1%	不可比	6.5%	14.2%	11.6%	11.0%	22.7%	16.7%

资料来源： 、各公司公告、开源证券研究所（注 1：复合肥公司按照 2024 年报复合肥年产能规模进行降序排列；注 2：金正大、红四方部分年份未披露复合肥业务的产销数据，数据缺失。）

表13：复合肥上市公司产能梳理：新洋丰、云图控股、史丹利复合肥产能规模位居前三位，产业链配套逐步完善

产能 (万吨/年)	复合肥	尿素	合成氨	农业磷 酸一铵	工业磷 酸一铵	磷酸 二铵	磷矿石	磷酸	硫酸	硝酸	磷酸铁	其他主要产品
新洋丰	798		30	170	15		90 (+180)	+20	412		5	渣酸肥 30 万吨、水溶肥 15 万吨
云图控股	745 (+110)		+70	8	35		+740		235		5 (+15)	联碱 60 万吨、黄磷 6 万吨
史丹利	590			100	10			10			5	
金正大	430			50	26		+200	+10			+3	新型肥料 240 万吨
中国心连 心化肥	320 (+50)	512	268 (+70)									甲醇、DMF 等
红四方	255	30										在建硫酸钾 5 万吨
芭田股份	191						200 (+90)			27	5	硝酸磷肥 30 万吨、 硝酸铵钙 15 万吨
云天化	185	260	248	80	10	445	1450 (+200)	20			10	聚甲醛 9 万吨、黄磷 3 万吨、 饲料级磷酸氢钙 50 万吨、 磷酸二氢钾 6 万吨
鲁西化工	170											己内酰胺 70 万吨、尼龙 6 70 万吨、甲酸 40 万吨、多元 醇 75 万吨、有机硅 5 万吨
六国化工	155	30	30	37	8	64		15 (+28)				
司尔特	140			85			80 (+300)	45	115			马尾山硫铁矿 38 万吨
辉隆股份	135			15								薄荷醇 5000 吨、氯虫苯甲 酰胺 2000 吨等
泸天化	104	152.5	104							19.2		甲醇 70 万吨、液体硝酸铵 13.5 万吨、柴油车尾气处理

产能 (万吨/年)	复合肥	尿素	合成氨	农业磷 酸一铵	工业磷 酸一铵	磷酸 二铵	磷矿石	磷酸	硫酸	硝酸	磷酸铁	其他主要产品
												液 10 万吨、二甲醚 10 万吨
四川美丰	75	63										硝酸 22.5 万吨、氮氧化物 还原剂 60 万吨、三聚氰胺 5 万吨
兴发集团	40		40	20		80	585 (+900)	83	200		10 (+15)	有机硅单体 60 万吨、草甘 膦 23 万吨、黄磷 17 万吨、 特种化学品等
宏达股份	30		20	25	17			20	42			锌锭 10 万吨、锌合金 10 万 吨等

资料来源：各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所（注：产能统计截至 2024 年年末，“+”表示规划新增产能。）

表14：复合肥上市公司产能市值弹性表：云图控股>史丹利>新洋丰（截至 2025 年 12 月 29 日）

证券代码	证券简称	2025 年 12 月 29 日	复合肥设计产能（万吨/年）		2024 年设计产能/总市值 （万吨/亿元×100）
		总市值（亿元）	2024 年	规划新增	2024 年
000902.SZ	新洋丰	197	798		405
002539.SZ	云图控股	143	745	110	521
002588.SZ	史丹利	113	590		524
002470.SZ	金正大	58	430		735
1866.HK	中国心连心化肥	116	320	50	276
603395.SH	红四方	77	255		332
002170.SZ	芭田股份	117	191		164
600096.SH	云天化	594	185		31
000830.SZ	鲁西化工	311	170		55
600470.SH	六国化工	32	155		483
002538.SZ	司尔特	57	140		248
002556.SZ	辉隆股份	57	135		235
000912.SZ	泸天化	66	104		158
000731.SZ	四川美丰	36	75		207
600141.SH	兴发集团	378	40		11
600331.SH	宏达股份	334	30		9

数据来源：、各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

表15：复合肥相关标的盈利预测与估值：预计新洋丰、云图控股、史丹利 2025 年归母净利润保持稳健增长

证券代码	证券简称	2025 年 12 月 29 日		归母净利润增速（%）				PE（倍）				PB（倍）	评级
		总市值(亿 元人民币)	收盘价 (元/股)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
000902.SZ	新洋丰	197	15.7	9.0	24.4	13.5	13.7	12.4	12.0	10.6	9.3	1.71	未评级
002539.SZ	云图控股	143	11.9	-9.8	12.9	43.4	24.5	11.7	15.8	11.0	9.5	1.55	买入
002588.SZ	史丹利	113	9.8	17.9	21.2	19.1	18.1	10.3	11.2	9.4	8.0	1.54	未评级

证券代码	证券简称	2025 年 12 月 29 日		归母净利润增速 (%)				PE (倍)				PB (倍)	评级
		总市值(亿元人民币)	收盘价(元/股)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
002470.SZ	金正大	58	1.8	106.1	—	—	—	107.9	—	—	—	2.85	未评级
1866.HK	中国心连心化肥	105	9.0	23.0	-7.7	33.0	30.5	3.3	7.8	5.8	4.5	1.10	未评级
603395.SH	红四方	77	29.5	-41.2	—	—	—	113.0	—	—	—	5.49	未评级
002170.SZ	芭田股份	117	12.1	57.7	168.9	21.5	13.3	20.5	10.6	8.7	7.7	3.32	未评级
600096.SH	云天化	594	32.6	17.9	6.9	4.1	3.7	7.7	10.4	10.0	9.6	2.45	未评级
000830.SZ	鲁西化工	311	16.3	147.8	-20.6	42.2	17.6	11.0	19.3	13.6	11.6	1.63	未评级
600470.SH	六国化工	32	6.2	10.7	—	—	—	113.1	—	—	—	1.97	未评级
002538.SZ	司尔特	57	6.6	137.8	—	—	—	15.4	—	—	—	1.05	未评级
002556.SZ	辉隆股份	57	6.1	120.7	22.0	31.6	29.5	31.2	27.9	21.2	16.4	1.61	未评级
000912.SZ	泸天化	66	4.2	-49.2	—	—	—	90.1	—	—	—	1.04	未评级
000731.SZ	四川美丰	36	6.6	-29.0	—	—	—	15.1	—	—	—	0.93	未评级
600141.SH	兴发集团	378	34.3	14.3	13.5	28.1	15.3	14.9	20.8	16.3	14.1	1.74	买入
600331.SH	宏达股份	334	12.7	137.7	-87.5	1266.7	29.3	428.8	7441.2	542.9	420.3	10.50	未评级

数据来源： 、开源证券研究所（注：除了云图控股、兴发集团，其余标的盈利预测与估值均来自 一致预测，“—”表示没有一致预测。）

4、风险提示

原材料大幅波动：复合肥生产所需的主要原材料为氮肥、磷肥和钾肥（尿素、氯化铵、磷酸一铵、氯化钾、硫酸钾等），原材料成本占生产成本的 80%以上。原材料的价格波动将对行业公司的生产经营管理带来一定的影响。

市场竞争加剧：复合肥行业竞争程度日趋激烈，新型肥料市场不规范，产品质量参差不齐，技术市场和产品市场缺乏规范。

安全环保风险：复合肥行业属于化工子行业，环保和安全生产的监管已经常态化。如果行业公司达不到安全、环保相关政策的要求，对生产和经营将产生不利影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn