



基础化工行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

 分析师：陈屹（执业 S1130521050001）
 chenyi3@gjzq.com.cn

 分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）
 yangyiyong@gjzq.com.cn

复合肥：头部企业集中度大幅提升，产业链布局逐步完善

核心结论

复合肥行业经历了长周期的企业混战，逐步形成了新的行业趋势：

- ① 复合肥头部企业的规模逐步放大，多数加大上游产业链布局以获得多环节的利润空间；
- ② 复合肥的需求分散，规模化企业加大全国多基地建设，持续加大渠道布局，提升发展空间；
- ③ 头部企业开始逐步推进产品结构性升级，新型肥料布局能够获得一定的产品溢价，实现盈利水平的提升；
- ④ 过去单质肥价格的剧烈波动影响了复合肥企业的盈利，小企业陆续退出，头部企业的市占率提升。

投资逻辑

化工多数位于制造产业链中上游环节，复合肥是少数定位在产业链下游的产品，直接面对终端需求市场，也使得复合肥的行业特点同大宗化工产品有明显差异。化工多数赛道具有典型的重制造属性，设备规模大，投资资金多，技术复杂度高等；但相比来看，复合肥产品和传统的大宗化工产品有着明显的差异，在农资产业链中，复合肥的产品定位偏向于下游环节，基本已经直接或者接近直接供给终端应用，更多以需求和市场成为行业主导，加工的属性明显偏弱。复合肥加工环节相对简单，进入门槛相对较低，多数企业产能富裕。相较于多数化工品，生产工艺较为简单，投资相对较小，企业的产能建设难度较低，行业的产能相对充裕。但由于复合肥的投资相对较低，折旧对复合肥的影响可控，行业的发展机遇更多需要关注企业自身的产销量兑现。

复合肥属于典型农资，表现出一般化肥具有的刚需属性，而更为贴近市场也使得复合肥具有一定的消费属性。由于我国具有保障耕地面积和粮食产量的要求，复合肥的使用量持续提升，在施肥面积和单亩施肥量的双向保障下，国内复合肥的需求具有刚性支撑，近5年来，国内复合肥的使用量的复合增速约为1.14%。但同时由于贴近终端，复合肥的季节性表现更为明显，产品在常规化肥属性的基础上，终端市场还赋予了复合肥品牌和销售的布局重点，具有一定的消费属性。

复合肥使用比例提升稳定市场空间，伴随国内农业的现代化程度提升，行业呈现出结构性升级。自2015年我国提出化肥零增长行动后，我国化肥整体施用量呈现下行趋势，但由于复合肥施用便利等优势，在终端应用中所占比例持续提升，对整体复合肥市场形成支撑。且伴随家庭承包土地流转率提升，局部区域的耕地实现了现代化改造，对于复合肥的需求有所升级，缓释肥、水溶肥等新型复合肥获得一定的推广，形成一定的产品溢价。

投资建议

大方向看，复合肥下游需求具有刚性支撑，且复合肥的使用比例仍有提升，行业的市场规模仍然在放大。复合肥行业单环节锁定利润的能力有限，虽然生产复杂度不高，但渠道和市场需要较长时间的产品沉淀，自2021年以来的单质肥的大波动给行业内的小规模企业带来了较大的盈利压力，头部企业多区域布局形成了市占率的逆势扩充；且头部企业开启了产业链多环节布局，向上形成一定的单质肥产品供给能力，锁定更多盈利环节，增厚盈利空间；从未来发展看，新型肥料能够形成一定的产品溢价，但对于渠道、技术、品牌等都有要求，因而未来头部企业的竞争优势有望一直持续，建议关注复合肥头部企业市占率提升，产品结构升级的机会。

风险提示

贸易政策波动风险；产品供给大幅提升风险；需求波动风险；能源价格剧烈波动风险；粮食价格波动风险等。



内容目录

一、复合肥：低值消费品，下游加工品，农资属性较为突出.....	4
1.1、复合肥，加工属性稍弱，少数直接对接终端市场的化工品.....	4
1.2、复合肥的需求稳中微幅提升，复合肥的专业化程度有所提升.....	8
1.3、复合肥作为农资，跟随国家政策导向相对明显.....	12
二、经过新一轮周期变动，头部企业构筑新的发展壁垒.....	14
2.1、复合肥头部企业逐步强化新的企业竞争力.....	14
2.2、单质肥价格经历多轮波动，头部企业持续提升市占率.....	17
三、投资建议.....	19
四、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 复合肥和典型化工产品 TDI 的建设、生产、运营等方便的对比.....	4
图表 2： 复合肥的产品价格变动情况（元/吨）.....	4
图表 3： 钾肥的供给区域分布情况.....	5
图表 4： 磷肥的供给区域分布情况.....	5
图表 5： 尿素的供给区域分布情况.....	5
图表 6： 复合肥的产能区域分布情况.....	5
图表 7： 复合肥的供给呈现出明年的季节性（复合肥行业开工率）.....	6
图表 8： 复合肥的主要生产工艺及特点.....	6
图表 9： 我国复合肥产能利用率处于相对低位（万吨）.....	7
图表 10： 复合肥上市企业的产能利用率.....	7
图表 11： 我国复合肥的施用量呈现小幅提升状态（万吨）.....	7
图表 12： 我国复合肥进口情况（万吨）.....	7
图表 13： 我国复合肥产品出口情况（万吨）.....	7
图表 14： 复合肥月度出口变化情况（万吨）.....	8
图表 15： 2024 年三元复合肥进口区域分布.....	8
图表 16： 2024 年三元复合肥出口区域分布.....	8
图表 17： 各类主要作物对于三大化肥品种都有施肥需求.....	9
图表 18： 近几年来粮食作物种植面积持续提升.....	9
图表 19： 近几年来果蔬种植作物的面积及占比有所提升.....	9
图表 20： 2023 年各类作物的种植面积比例.....	9
图表 21： 不同类型作物的复合肥施肥量情况（公斤/亩）.....	9



图表 22: 近几年来复合肥使用比例有所提升 (万吨)	10
图表 23: 我国几年来家庭承包土地流转率不断提升	10
图表 24: 我国高标准农田的建设面积持续提升 (万亩)	11
图表 25: 国家关于高标准农田的建设规划情况	11
图表 26: 主要的新型肥料介绍及应用	11
图表 27: 全球主要农业大国单公顷耕地化肥消化量 (千克)	12
图表 28: 全球施肥强度高的国家人均耕地面积 (公顷)	13
图表 29: 全球前十大产量国家的人均耕地面积 (公顷)	13
图表 30: 化肥对产量的影响相对较大	13
图表 31: 我国粮食种植面积变化 (亿公顷)	14
图表 32: 我国粮食产量变化 (亿吨)	14
图表 33: 粮食收购价格和复合肥价格走势	14
图表 34: 粮食和化肥的相对价格变化情况	14
图表 35: 复合肥产业链布局	15
图表 36: 复合肥价格大方向跟随前段单质肥价格波动 (元/吨)	15
图表 37: 复合肥施用量的地区分布情况	16
图表 38: 金正大新型肥料和传统肥料的毛利率	16
图表 39: 新洋丰新型肥料和传统肥料的毛利率	16
图表 40: 复合肥企业的研发投入 (亿元)	17
图表 41: 复合肥企业的研发投入比例	17
图表 42: 复合肥价差在近几年呈现明显的价差波动 (元/吨)	17
图表 43: 复合肥企业近几年的复合肥毛利率有所下行	18
图表 44: 头部企业的复合肥产品产量保持上行趋势, 市占率提升 (万吨)	18
图表 45: 尿素的产能及产量变化情况 (万吨)	19
图表 46: 尿素产品价差有较多调整 (元/吨)	19
图表 47: 磷矿产量持续提升 (万吨)	19
图表 48: 磷酸一铵产品价差变化 (元/吨)	19
图表 49: 复合肥上市企业的复合肥产业链情况 (万吨)	20



一、复合肥：低值消费品，下游加工品，农资属性较为突出

1.1、复合肥，加工属性稍弱，少数直接对接终端市场的化工品

化工多数位于制造产业链中上游环节，复合肥是少数定位在产业链下游的产品，直接面对终端需求市场，也使得复合肥的行业特点同大宗化工产品有明显差异。化工多数赛道具有典型的重制造属性，设备规模大，投资资金多，技术复杂度高，在制造产业链中，化工产品多数处于产业链的中前段，供给下游加工制造链条的原材料。但相比来看，复合肥产品和传统的大宗化工产品有着明显的差异，在农资产业链中，复合肥的产品定位偏向于下游环节，基本已经直接或者接近直接供给终端应用，更多以需求和市场成为行业主导，加工的属性明显偏弱。

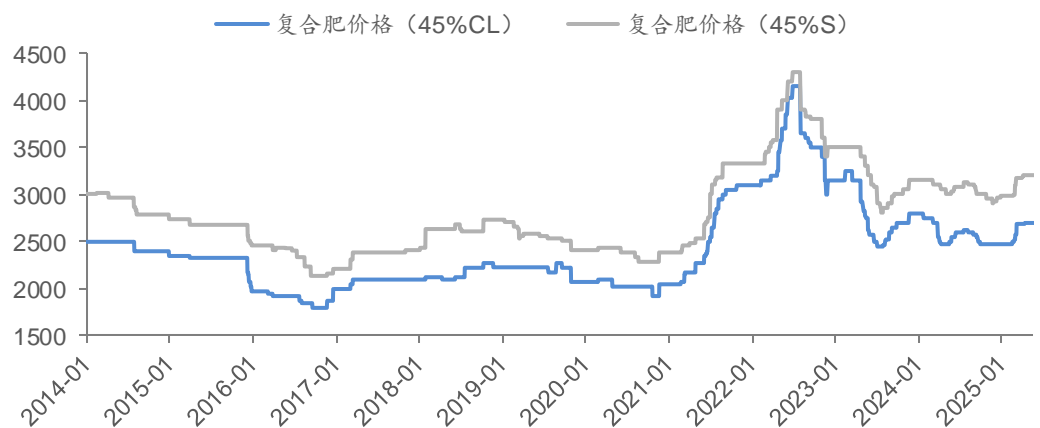
图表1：复合肥和典型化工产品 TDI 的建设、生产、运营等方便的对比

对比	复合肥	TDI（甲苯二异氰酸酯）
投资强度	小几十万元/万吨	1-2 亿元/万吨
产业链环节	单环节为主	多个反应环节叠加
行业规模	5000 多万吨	100 多万吨
企业数量	3000 多家	6 家
园区要求	物理反应+化学反应，反应过程危险度不高，不必必须化工园区	反应涉及光气危险环节，审批要求严格，必须处于化工园区
下游应用	直接销售应用	海绵制品、固化剂、胶黏剂等
销售费用占比	约 3-4%	约 0.1%
生产节奏	具有明显的季节性	连续化高负荷生产

来源：《肥料与健康》，Wind 等，国金证券研究所总结

- 资本密集度差异：和多数重资产制造业类似，化工前段大体量产品多数的资本密度相对较高，叠加化工产品多数以多环节和大规模建设构建成本优势，因而项目的投资会相对较大，成为中小企业难以行业竞争的壁垒；但复合肥的规模化投资相对较少，资本密度降低，且生产环节相对单一简单，因而行业的进入壁垒要相对较低，且伴随自动化程度的提升，员工人数也可以获得较好的控制；
- 规模效应差异：大宗化工产品的产品市场相对较大，且生产链条相对复杂，能够形成规模化布局有望能够明显降低投资成本及运行成本，但复合肥的投资要求相对较低，产品的生产环节相对简单，需要配置的生产设备成熟，较少出现常规大宗化工产品容易出现的生产装置的规模效应，反而由于复合肥的市场需求相对分散，且复合肥产品多数为两三千元左右，单吨价值量不是太高，能够覆盖的市场半径有限，难以形成集中化的规模优势。

图表2：复合肥的产品价格变动情况（元/吨）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

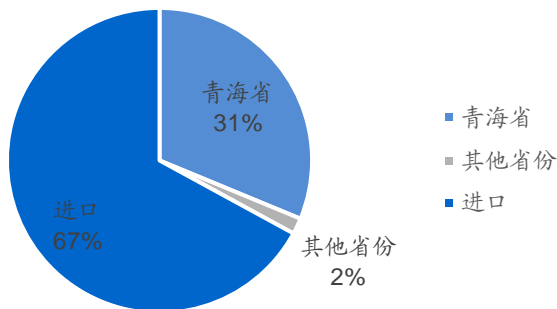
- 区域分布差异：大宗化工品的建设多数据具有产业链的供给考虑，因而多数产能分布



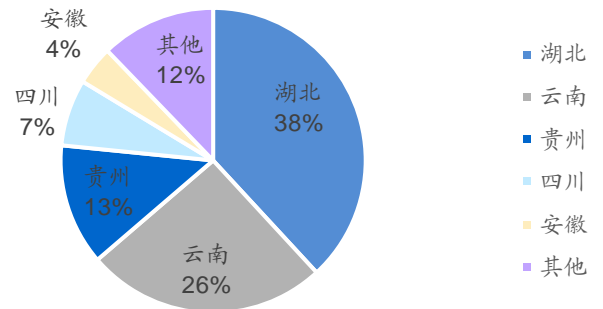
具有一定的区域性差异，比如跟随资源品的产地分布，高耗能产品贴近煤炭产区，聚氨酯贴近于华东下游加工市场，出口产品多数沿海做产能布局等，但复合肥产能分布明显贴近终端需求，而由于体量大，需求分布广，使得复合肥行业处于非常明显的分散状态。

作为复合肥原材料，三大单质肥在我国区域分布明显不同，钾肥国内供给不足，需要大量依赖进口，国内生产主要集中于青海盐湖区域；磷肥属于资源加工品，产能供给也主要集中于磷矿产区附近的湖北、贵州、云南、四川等，而尿素由于属于能源加工品，且我国煤矿分布虽然集中，但各个地方也有煤炭供给，因而尿素在全国范围内都有布局，地区集中度不高。三大单质肥的区域集中度相对较弱，因而作为下游的复合肥在产业链上的布局更多贴近于终端需求市场，形成了产能高度分散的格局，且其中的种植大省，山东、湖北、湖南种植大省的复合肥产能占比较高。

图表3: 钾肥的供给区域分布情况



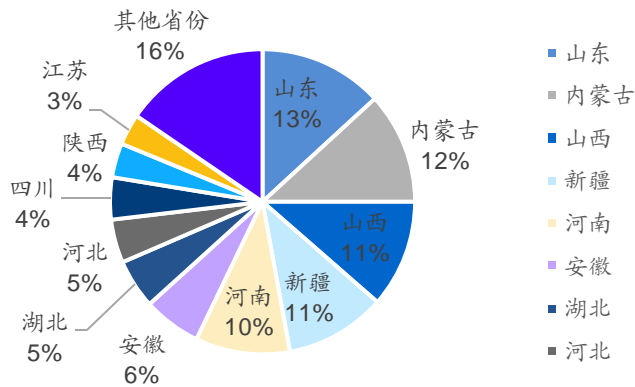
图表4: 磷肥的供给区域分布情况



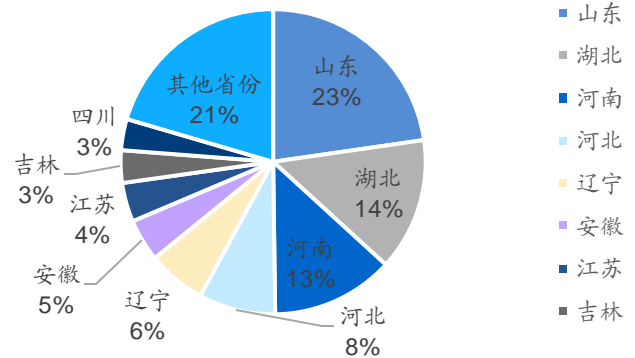
来源: 百川资讯, 国金证券研究所

来源: 磷复肥协会, 国金证券研究所

图表5: 尿素的供给区域分布情况



图表6: 复合肥的产能区域分布情况



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

- 循环产业链一体化: 在多数化工产品生产过程中, 无论是上游材料还是下游产品的生产都往往并不单一, 为了实现能源、副产物的充分利用, 以及分散产品单一性的风险, 多数企业在布局过程中往往进行系统化产品布局, 而为了能够加强生产成本的优势, 相当多的项目会向上游进行产业链延伸布局; 而复合肥的生产多区域分布, 投资成本相对较低, 复合肥和单质肥的销售有明显差异, 因而在产业发展早期, 多数复合肥企业进行单环节布局, 仅有少数头部企业形成了产业链的延伸, 占比相对较少。
- 项目审批要求差异: 不同于化工产品生产中常见的高温、高压条件, 或者有毒有害产品应用或者产生, 复合肥的生产虽然有物理或者化学过程的, 但是危险度一般, 在审批过程中, 相较于一般大宗化工产品的要求较低, 也促使复合肥企业形成了比较明显的分散格局。

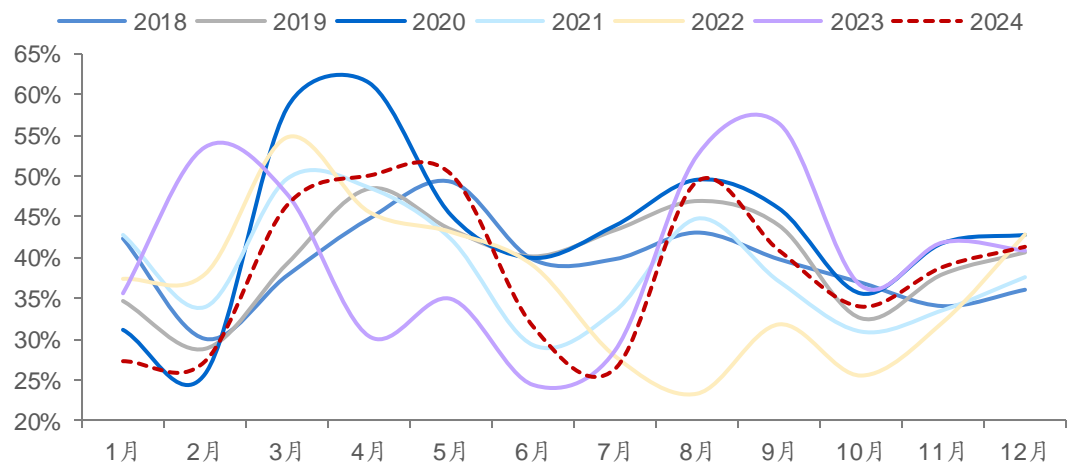
复合肥贴近终端需求, 跟随需求表现出明显的季节性特征。复合肥不同于其他的化工产品, 终端直接贴近于终端应用市场, 缺少了其他的生产缓冲环节, 使得复合肥表现非常明显的



季节性，淡旺季的差异比单质肥的表现更为突出。根据复合肥的行业开工率变化情况里看，复合肥的生产基本跟随终端用肥的淡旺季，一般而言，复合肥以三元复合肥为主，在多数作物施肥阶段，底肥多数以复合肥为主，部分作物的追肥也会采用配方肥，因而在复合肥一年的旺季主要以春耕期间的底肥（3-5月）和后期的追肥作为主要的需求季节，由于大多数地区的作物种植为一年一季，春耕用肥的旺季表现最为明显，且会在春节前期提前有一定的备肥，而在夏季会有一定的追肥以及冬小麦部分底肥的需求支撑，在8-9月也会呈现出一定旺季表现。

且复合肥不同于其他的化工产品的连续化运行要求，通过高负荷稳定运行来稳定成本，复合肥的停开工的难度不高，在需求支撑减弱的时间段，开工率会有比较明显的调整。

图表7：复合肥的供给呈现出明年的季节性（复合肥行业开工率）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

复合肥加工环节相对简单，进入门槛相对较低，多数企业产能富裕。复合肥多数指含有氮、磷、钾三要素的肥料，在生产过程中多数经历单质肥的充分混合搅拌，然后利用物理方式或者化学方式进行造粒，形成复合肥产品。相较于多数化工品，生产工艺较为简单，投资相对较小，企业的产能建设难度较低。

图表8：复合肥的主要生产工艺及特点

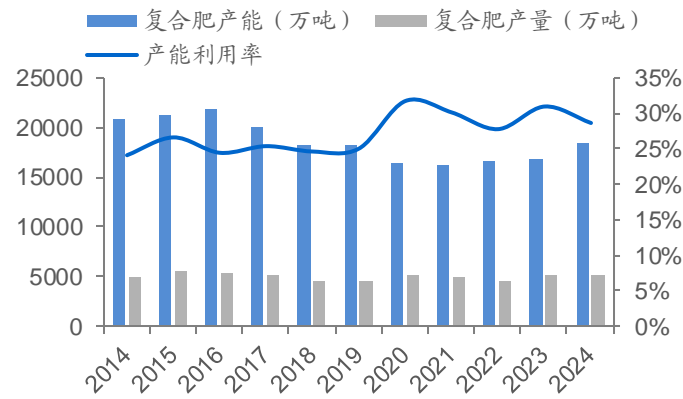
造粒工艺	生产方法	工艺特点
滚筒造粒	单质肥及填充料进行混合搅拌，借助适量的水或蒸汽，在滚筒内通过物理合成的方式滚成颗粒状肥料	工艺简单、但造粒圆滑，产品效果跟随原料质量有所不同；水溶率和利用率偏低，易流失；但干早期对生长期较短的作物追肥效果比转鼓喷浆造粒效快。
转鼓喷浆造粒	通过蒸发从溶液或浆体中直接制取细小颗粒的方法	粒度坚硬，不宜流失，易做生长期的作物基肥使用，肥效期比高塔造粒长。
氯化造粒	氯化与二次脱氯，制成一定比例的硫基复合肥	管道喷浆成粒，水溶性不错，颗粒成不规则状；适合配方施肥，肥效期介于滚筒和转鼓喷浆之间，利用率优于喷浆，而低于高塔造粒。
高塔造粒	原料首先被高温融化或混合成熔浆状态，随后从高空抛撒，熔浆逐渐冷却并团聚成颗粒	颗粒光滑，中空防伪，含量均衡；肥效在复合肥中最快，易溶解，最适宜做追肥；缺点是在造粒喷浆时，尿液熔融，如果工艺时间流程控制不好，易产生大量的缩二脲，还有就是生产中的水分易超标。

来源：新型肥料技术网，国金证券研究所

由于复合肥市场规模相对较大，需求区域分散，且产品的生产门槛较低，导致复合肥行业的产能过剩相对较多，行业的常规的产能开工率一直处于相对较低的位置，一般的产能利用率仅有3-4成。相比之下，行业头部复合肥企业的产能利用相对更为充足，开工能够达到4-7成，但仍然低于一般的化工产品。可以说对于复合肥企业而言，产能并不是增长的关键，能够形成市场拓展和盈利保证才能够获得持续有效的业绩兑现。

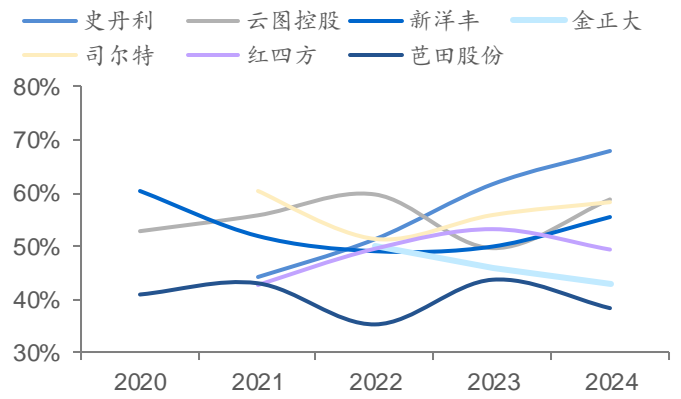


图表9：我国复合肥产能利用率处于相对低位（万吨）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

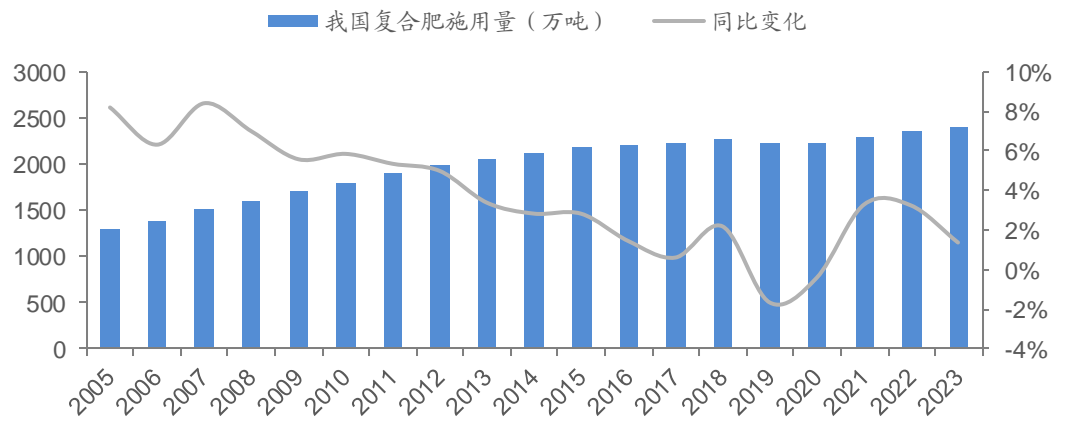
图表10：复合肥上市企业的产能利用率



来源：Wind，国金证券研究所

复合肥属于典型农资，贴近终端需求，因而能够表现出一般化肥具有的刚需属性，即在价格合理范围内需求波动有限，拉长周期看需求能够形成支撑。和单质肥一样，复合肥的下游主要以农业需求为主，由于我国具有保障耕地面积和粮食产量的要求，因而化肥的施用具有非常明显必要性。近些年来，我国复合肥的使用量持续提升，在施肥面积和每亩施肥量的双向保障下，国内复合肥的需求具有刚性支撑，近5年来，国内复合肥的使用量的复合增速约为1.14%。

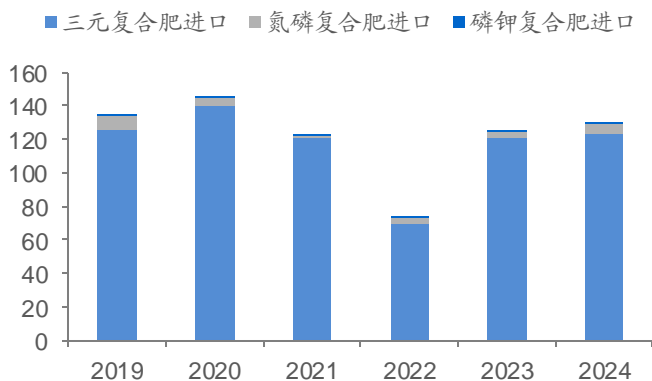
图表11：我国复合肥的施用量呈现小幅提升状态（万吨）



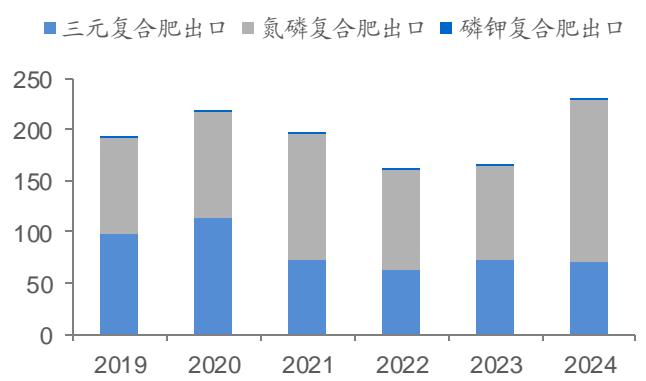
来源：国家统计局，国金证券研究所

三元复合肥的进出口量相对较少，复合肥的出口多数以氮磷复合肥为主。由于不同国家的复合肥施用情况有所不同，且复合肥的加工属性较强，在化肥的贸易占比中相对较小。我国的复合肥出口量有限，2024年我国出口复合肥量为230万吨，但其中三元复合肥出口量仅有71万吨，主要以能够充分自供的氮磷复合肥为主，约为157万吨。

图表12：我国复合肥进口情况（万吨）



图表13：我国复合肥产品出口情况（万吨）



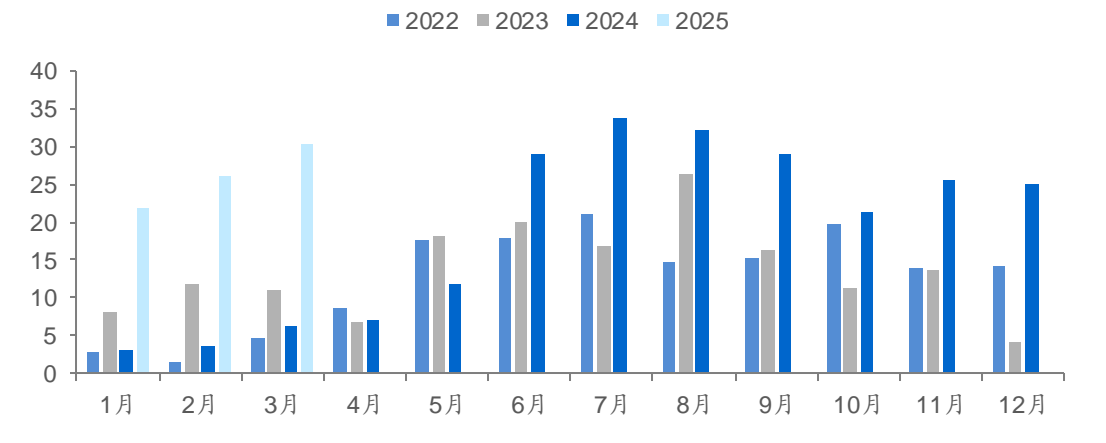


来源：百川资讯，国金证券研究所

来源：百川资讯，国金证券研究所

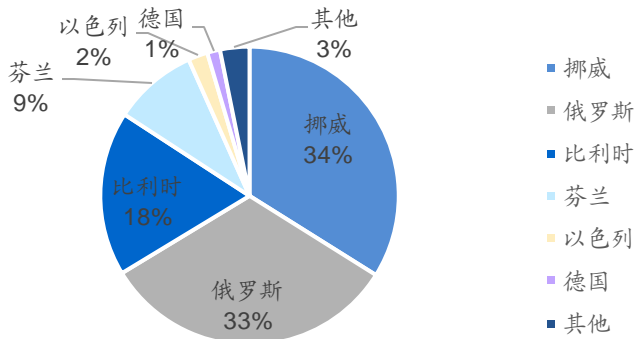
从出口节奏来看，复合肥的出口和氮肥、磷肥的节奏基本相同，在国内用肥旺季期间，尤其是春耕期间，复合肥的出口量相对较低，但进入国内用肥淡季，出口量开始有所提升。但今年，一季度我国的复合肥出口量明显较高，出口量达到120万吨，同比增长287%，远高于往年同期水平，一季度伴随国内产能提升，国内氮肥的供给水平大幅提升，盈利承压明显，国内磷肥的盈利也有明显承压，一季度氮磷复合肥出口96万吨，同比增长460%，后续若单质肥出口政策受到影响，预估二元氮磷复合肥出口还将有持续同比提升。

图表14：复合肥月度出口变化情况（万吨）



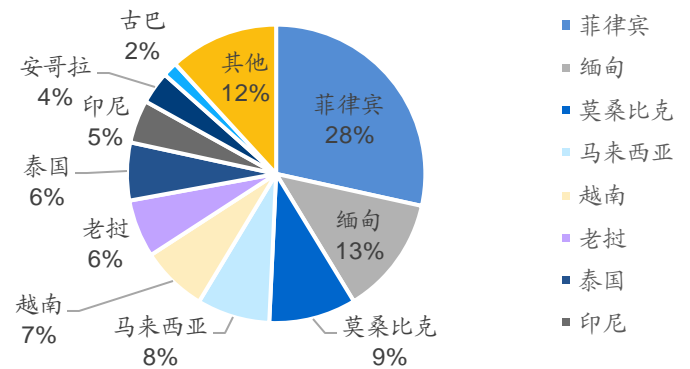
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表15：2024年三元复合肥进口区域分布



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表16：2024年三元复合肥出口区域分布



来源：百川资讯，国金证券研究所

1.2、复合肥的需求稳中微幅提升，复合肥的专业化程度有所提升

虽然不同化肥元素产生的功效有明显不同，但多数作物都同时需要多种元素，因而复合肥形成了较为广泛的应用场景。在植物生长过程中，有多种元素可以保障植物生长和土壤健康，当然不同的生产阶段，有不同类的元素主导作用，但基本上多数作物生长过程中，需要着重补充氮磷钾三大元素，因而也在形成了常规的三元氮基复合肥和硫基复合肥，而由于不同作物、不同土壤类型在作物随时用过程中，不同肥料的配比需求有所不同，因而也会在常规三元复合肥的基础上，有专业配方肥的布局和发展。



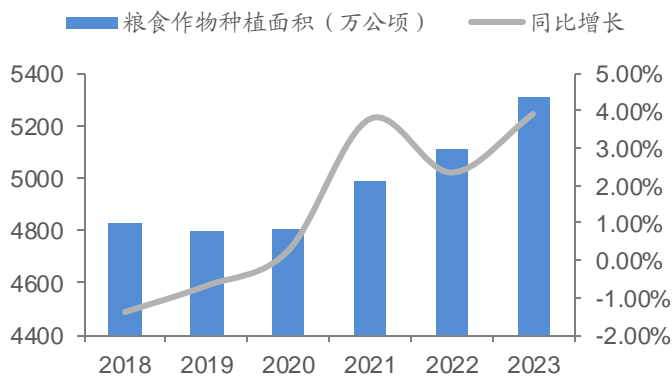
图表17: 各类主要作物对于三大化肥品种都有施肥需求

产品	施肥养分量
小麦	氮肥 (N) 11.5-13.5 公斤/亩, 磷肥 (P205) 4-6 公斤/亩, 钾肥 (K20) 4-6 公斤/亩
水稻	氮肥 (N) 10.5-13.5 公斤/亩, 磷肥 (P205) 4-6 公斤/亩, 钾肥 (K20) 5-7 公斤/亩
玉米	氮肥 (N) 13-15 公斤/亩, 磷肥 (P205) 4-6 公斤/亩, 钾肥 (K20) 5-7 公斤/亩
花生	氮肥 (N) 8-10 公斤/亩, 磷肥 (P205) 3-5 公斤/亩, 钾肥 (K20) 4-6 公斤/亩, 硼砂 0.5-1 公斤/亩
棉花	氮肥 (N) 16-18 公斤/亩, 磷肥 (P205) 5-7 公斤/亩, 钾肥 (K20) 8-10 公斤/亩, 硼砂 0.5-1 公斤/亩

来源: 宣城市农业农村局, 国金证券研究所

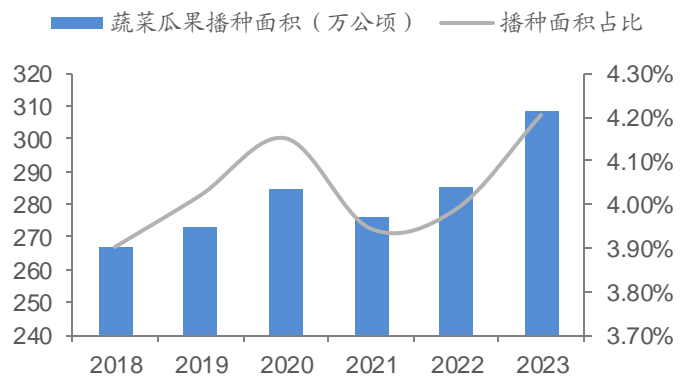
我国大田作物种植占据主流, 但果蔬等种植面积及占比有所提升, 带动专业复合肥的需求量有所提升。多年来, 我国主要以粮食作物种植占据主导, 伴随种植面积的逐步提升, 也带动了常规复合肥的需求持续提升, 形成了大体量需求支撑。然而近些年来, 蔬菜瓜果等作物的种植面积有所提升, 此类产品的单位施肥量相对较高, 也带动了复合肥的终端需求呈现出微幅增长的态势。

图表18: 近几年来粮食作物种植面积持续提升



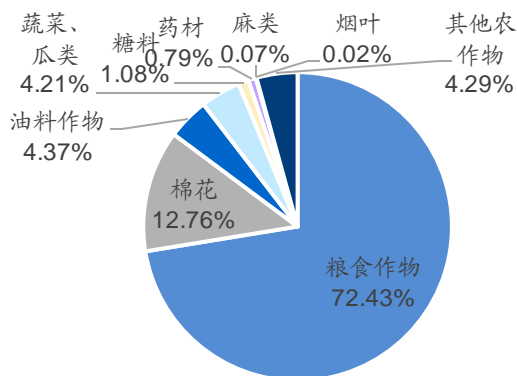
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表19: 近几年来果蔬种植作物的面积及占比有所提升



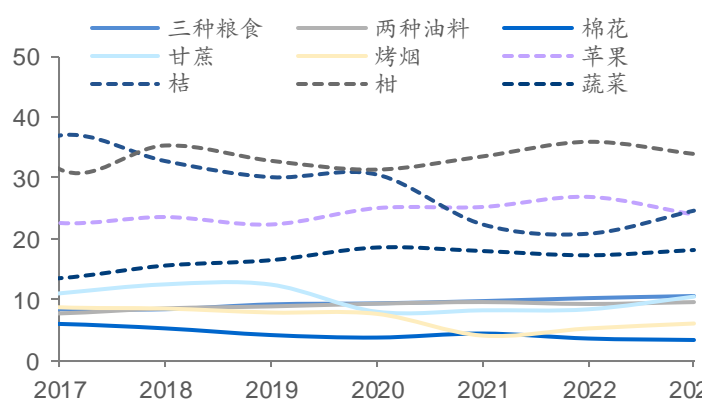
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表20: 2023年各类作物的种植面积比例



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表21: 不同类型作物的复合肥施肥量情况 (公斤/亩)



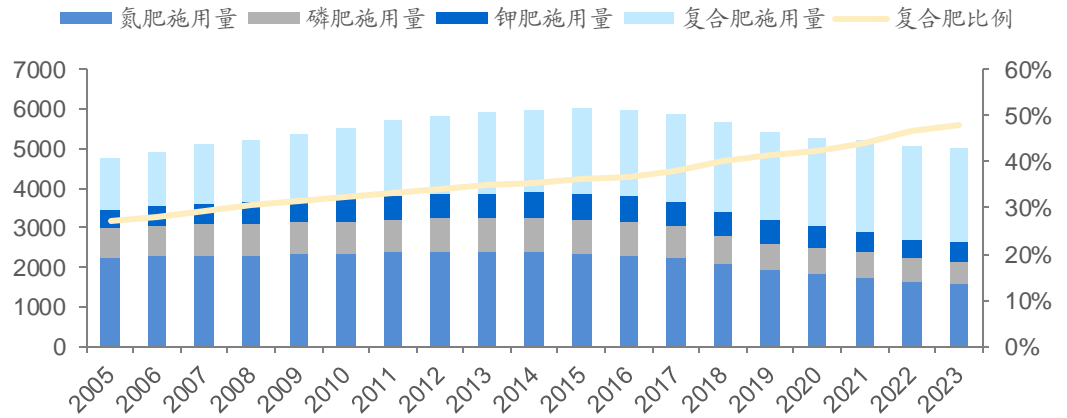
来源: 全国农产品成本收益资料汇编, 国金证券研究所

伴随复合肥的应用逐步推广, 我国化肥的施用结构出现变化, 直接施用复合肥的比例提升。



近年来，我国不断针对复合肥行业进行针对性的整治治理，使得复合肥行业的产品质量逐步回归有效。而复合肥的营养含量相对较高，副成分较少，可以进行不同配比的产品选择，且在施用过程中极为便利，减少施用次数和人工，成为主流农户的重要选择。20年前，我国化肥的施用还主要以单质肥为主，至2023年复合肥的施用量已经占到化肥施用量的接近一半，复合肥的施用比例持续提升，带动复合肥需求仍然处于稳步增长。

图表22：近几年来复合肥使用比例有所提升（万吨）

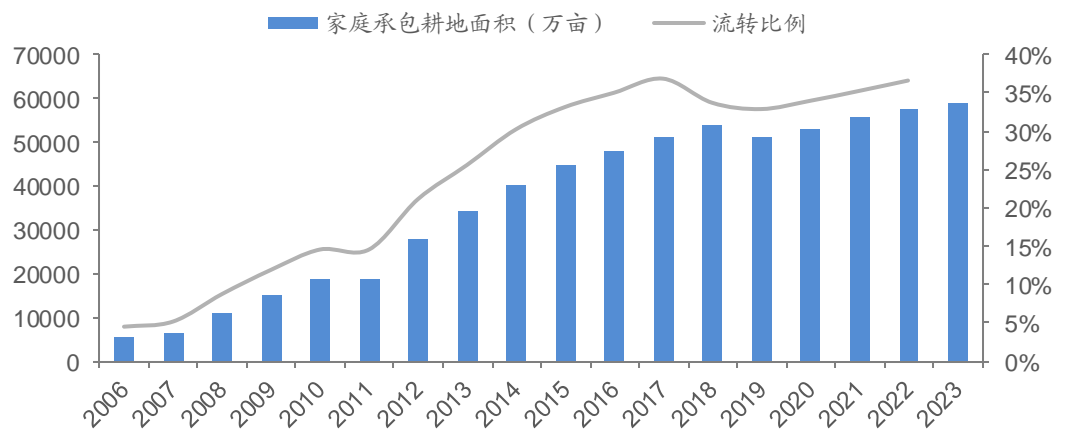


来源：国家统计局，国金证券研究所

近些年耕地流转率不断增长，专业化种植程度不断提升，有望带动农业呈现缓慢的结构化升级。根据2016年第三次农业普查数据显示，我国小农户数量占农业经营主体的98%以上，小农户的从业人员占全部农业从业人员的90%，小农户经营耕地面积占总耕地面积的70%，我国农业基本处于“大国小农”的发展状态。而近些年来，我国家庭承包土地的流转率不断提升，通过流转可以带动很多企业开启农业的现代化种植，进一步提升种植的专业化需求。2016年我国家庭承包耕地约为4.79亿亩，但至2023年已经提升至5.91亿亩，流转比例超过37%，较此前有了明显提升，带动了农业的规模化种植的逐步提升。

2025年4月，国务院印发《加快建设农业强国规划（2024—2035年）》，实施小农户能力提升工程，鼓励小农户通过联户经营、联耕联种等方式开展生产，有望带动小农户拥抱“大农业”，提升小农户发展水平。截至2024年底，全国已有400万个家庭农场、220万多家农民专业合作社、超过107万个农业社会化服务组织。虽然短期内“大国小农”仍然是主要状态，但伴随专业化种植的提升，对于化肥的专业化需求也在不断提升，头部化肥企业的新型肥料业务增长维持相对较好。

图表23：我国几年来家庭承包土地流转率不断提升



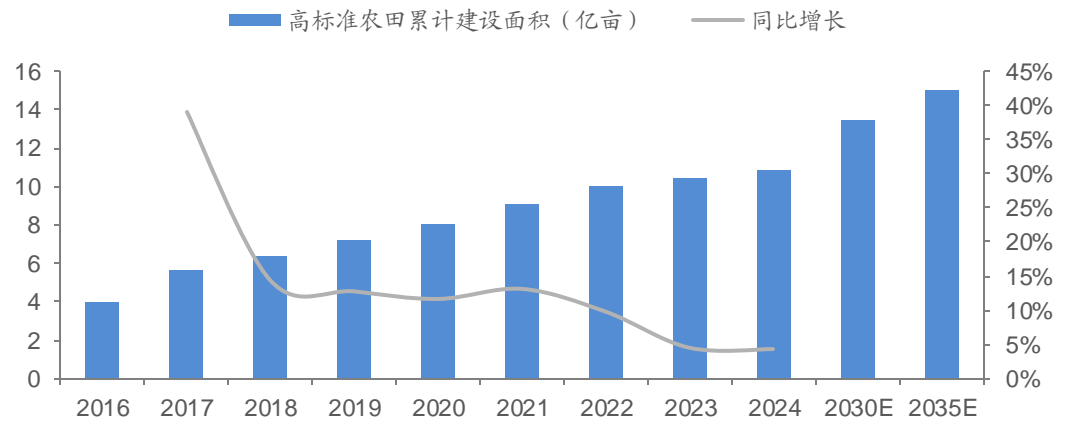
来源：Wind等，国金证券研究所

高标准农田建设持续落地，新型肥料的应用逐步增多，促使复合肥行业也逐步面临产品结构性升级。伴随国家持续对农田进行升级改造，我国的高标准农田累计建设面积不断提升，已经累计完成10亿亩以上的高标准农田，且根据规划至2030年，将力争累计建成高标准农田13.5亿亩，2035年力争将具备条件的永久基本农田全部建成高标准农田。根据专业测试，高标准农田项目区比非项目区的机械化水平提高15-20个百分点，规模经营土地流



转率提高 30 个百分点，新型经营主体占比提高 20 个百分点以上，现代化的种植需求将提升对于高端复合肥的需求占比，提升对于复合肥的应用要求，实现整体行业的结构性升级。

图表24：我国高标准农田的建设面积持续提升（万亩）



来源：政府网站等，国金证券研究所

图表25：国家关于高标准农田的建设规划情况

时间	文件	规划时间	规划目标
2021 年	《全国高标准农田建设规划（2021—2030 年）》	2022 年	建成高标准农田 10 亿亩，以此稳定保障 1 万亿斤以上粮食产能
		2025 年	建成 10.75 亿亩，并改造提升现有高标准农田 1.05 亿亩，以此稳定保障 1.1 万亿斤以上粮食产能
		2030 年	建成 12 亿亩，并改造提升现有高标准农田 2.8 亿亩，以此稳定保障 1.2 万亿斤以上粮食产能
2025 年	《逐步把永久基本农田建成高标准农田实施方案》	2030 年	力争累计建成高标准农田 13.5 亿亩，累计改造提升 2.8 亿亩，统筹规划、同步实施高效节水灌溉，新增高效节水灌溉面积 8000 万亩
		2035 年	力争将具备条件的永久基本农田全部建成高标准农田，累计改造提升 4.55 亿亩，新增高效节水灌溉面积 1.3 亿亩

来源：政府网站，国金证券研究所

新型复合肥已经逐步开始应用，水溶肥、缓释肥等成为龙头企业阶段性的升级方向。目前已经被证明能保障植物生长和土壤健康的营养物质主要有 17 种：碳、氢、氧、氮、磷、钾、钙、镁、硫、铜、锌、铁、锰、硼、钼、硅，构成农业生产需要的各种肥料的物质基础。而新型肥料，是与传统肥料相比较而言的，具有特定功能的肥料新产品，通过物理或化学的方法，从肥料的形态、功能、剂型、原材料乃至生产工艺等方面进行创新而制成的有别于传统肥料的新产品。根据大批量的应用情况看，农业现代化的提升带动了缓释肥、水溶肥等产品的需求增长。

- 水溶肥：水溶性的复合肥或混合肥，是相对于撒施颗粒肥或干肥而言，水不溶物含量和溶解速率是水溶肥的重要指标。一般水溶肥依托于灌溉设施，伴随灌溉设施的逐步提升，带动水溶肥的需求也将同步提升。
- 缓释肥：缓控释肥可根据作物需求规律缓慢释放养分，实现一次性施肥满足整个生长期的需求，当前的缓控释技术主要是针对氮肥产品，在作物施肥中缓控释氮肥常常与磷钾肥物理混合而形成掺混肥料，主要应用在玉米、水稻、小麦等粮食作物上。

图表26：主要的新型肥料介绍及应用

产品	介绍	产品种类	生产方式	市场应用
缓控释肥	可根据作物需求规律缓慢释放养分，实现一次性施肥满	氮肥抑制类 缓释肥、聚	普通尿素中加入脲酶抑制剂或硝化抑制剂，或者采用高分子聚合	缓控释技术主要针对氮肥产品，在作物施肥中缓控释氮肥常常与磷钾肥物理混合而形成



料	足整个生长期的需求，是简化施肥技术的重要载体	合物包膜类 控释肥	物包膜以控制肥料养分释放	掺混肥料，主要应用在玉米、水稻、小麦等粮食作物上，发展成为作物专用肥料
有机类肥料	畜禽粪便等有机资源进行废弃物无害化处理，可以生产出高效益、无污染的微生物有机肥料	商品有机肥、生物有机肥、有机无机肥等	技术有干燥处理、生物发酵、好氧发酵等，其中近几年推出的快速发酵机，采用补充加热、强制通风、分层发酵干燥等结构，可将发酵过程缩短为 4-6 天	总趋势是向集中化、工厂化、机械化、商品化方向发展，有机复合肥是有机肥料发展的主要方向，向集约化、高值化发展
水溶性肥料	近年大型农场不断涌现，滴灌、喷灌节水设施农业面积迅速扩大，水肥一体化施用	--	水溶性肥料门槛较低、工艺设备相对简单，主要在于除杂	我国水肥一体化技术已在全国大面积推广应用，广泛应用在设施栽培、大田生产和粮食、蔬菜、花卉、果树等多种作物

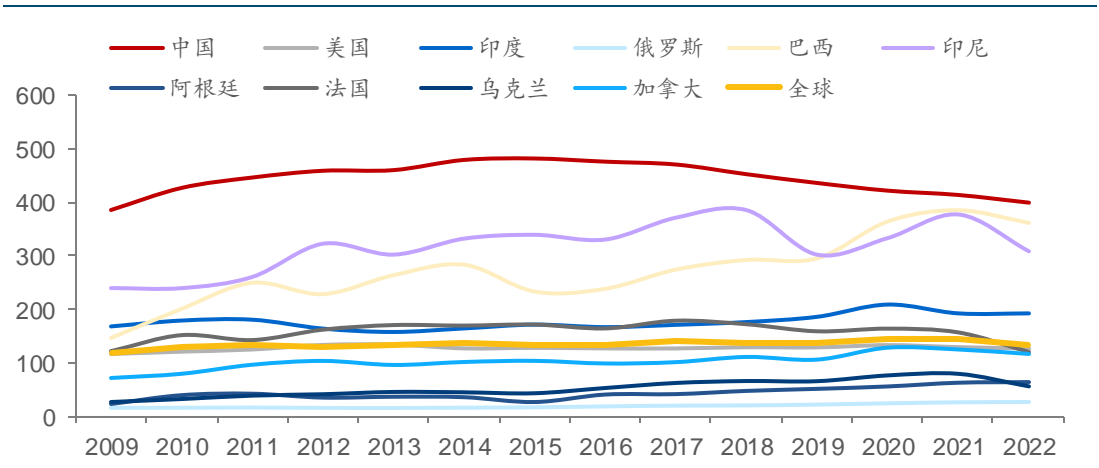
来源：《现代化工》，国金证券研究所

1.3、复合肥作为农资，跟随国家政策导向相对明显

我国已经度过了化肥施用快速减量阶段，化肥施用量预计未来变化将明显变小。2002 年我国单位化肥使用量超越全球平均水平后，使用量仍一路提升，存在化肥过量施用、盲目施用等问题，单亩化肥施用量明显高于其他农业大国，化肥施用效率相对较低。2015 年，国家农业部发布《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，计划主要农作物化肥使用量实现零增长，我国化肥施用至 2015 年化肥单亩施用量达到峰值，这些年来我国持续推进提升化肥的使用效率，带动了单位化肥使用量逐步下降。

回顾海外的主要农业大国，化肥施用也基本经历了大幅提升后调整稳定或回落的过程，我国化肥施用量在 2015 年见顶后，连续 8 年多处于持续下行阶段，化肥施用量较顶峰调整下行约 17%，已经有了较为明显的调整。根据我国化肥折纯数据，2023 年我国化肥施用总量约为 5022 万吨，同比下降 1%，下行速度已经有明显的缓解。这两年来，化肥价格有所下降，粮食安全的重视程度进一步提升，化肥单位使用量的下行趋势预估将有所放缓，行业进入温和变化阶段。

图表27：全球主要农业大国单公顷耕地化肥消费量（千克）



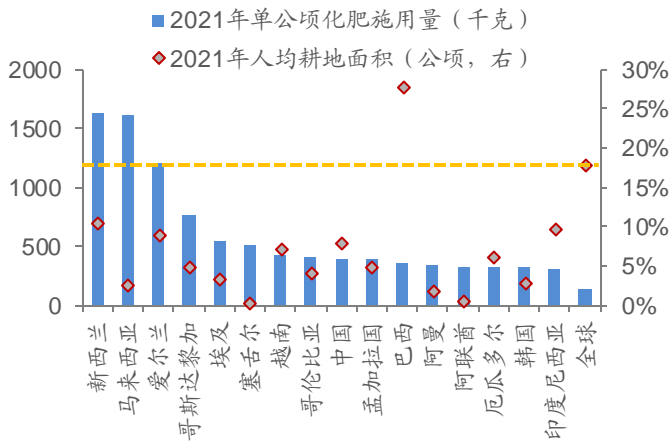
来源：世界银行，国金证券研究所

中国的粮食产量压力相对较大，化肥施用量预估下行空间有限，时间节奏将明显趋缓。如果单从粮食大国的单亩化肥施用量来看，我国的化肥施用量确实处于明显较高水平，但我国的人口基数大，人均耕地面积明显较低，单位亩产的压力要远高于其他粮食生产的大国。化肥作为“粮食的粮食”是保障粮食产量的主要基础，因而我国虽然大方向上仍然在持续提升化肥施用效率，但同步需要保证国内的单位粮食产量，化肥单位施用量的下行变化将逐步趋缓。看到全球全球高化肥施用量较高的国家，人均耕地面积都远远低于全球平均水平，单位亩产压力的差异也使得即使未来化肥施用效率有所提升，化肥施用量也将处于相对较高水平。

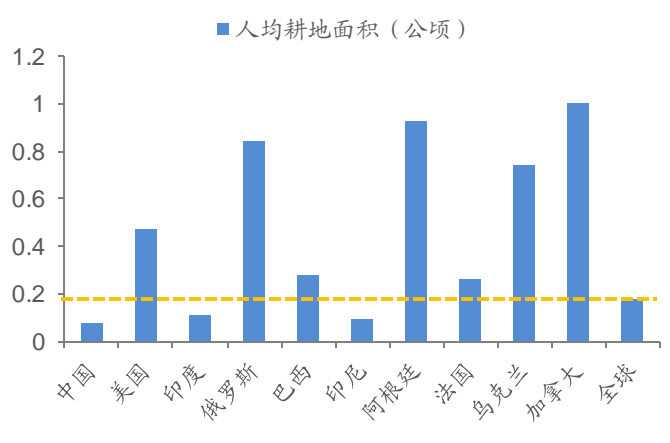


图表28: 全球施肥强度高的国家人均耕地面积 (公顷)

图表29: 全球前十大产量国家的人均耕地面积 (公顷)



来源: 世界银行, 国金证券研究所



来源: 世界银行, 国金证券研究所

化肥保障亩产的作用明显, 我国保证种植面积, 提升单亩产量, 重视粮食安全一以贯之。不同于其他国家, 我国对于粮食安全高度重视, 而化肥对粮食产量的提升有较为明显的作用, 在不同作物实际施肥中, 高产目标的单位化肥施用量较一般目标的施肥量有明显提升。我国连续多年的一号文件都明确提出确保国家粮食安全, 无论是从提升提升单亩产量, 还是保证种植面积都有相对较强的政策保障。

图表30: 化肥对产量的影响相对较大

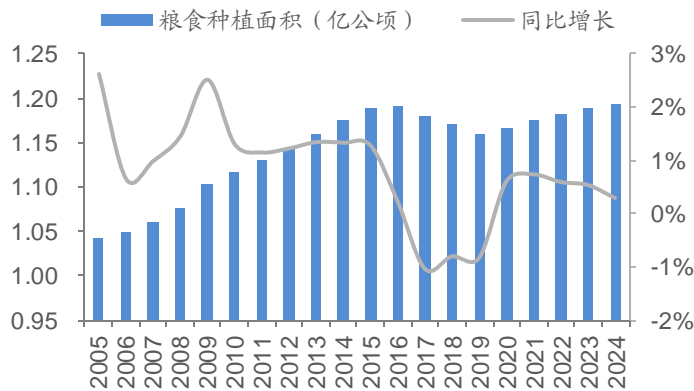
作物	化肥养分含量	一般目标产量	高产目标产量
小麦	中低浓度 15-8-7	基施配方肥 35-40 千克/亩, 起身期到拔节期追施 尿素 8-12 千克/亩	基施配方肥 40-50 千克/亩, 起身期到拔节期追施 尿素 12-15 千克/亩
	高浓度 25-8-12	基施配方肥 30-40 千克/亩, 起身期到拔节期追施 尿素 8-10 千克/亩	基施配方肥 40-50 千克/亩, 起身期到拔节期追施 尿素 8-10 千克/亩
水稻	中浓度 15-6-9	基施配方肥 50-60 公斤/亩, 分蘖肥和穗粒肥分别 追施尿素 4-5 公斤/亩、3-4 公斤/亩	基施配方肥 55-65 公斤/亩, 分蘖肥和穗粒肥分别 追施尿素 5-6 公斤/亩、3-4 公斤/亩
	高浓度 20-10-15	基施配方肥 35-45 公斤/亩, 分蘖肥和穗粒肥分别 追施尿素 4-5 公斤/亩、3-4 公斤/亩	基施配方肥 40-50 公斤/亩, 分蘖肥和穗粒肥分别 追施尿素 5-6 公斤/亩、3-4 公斤/亩
玉米	中浓度 16-6-8	基施配方肥 50-60 公斤/亩, 大喇叭口期至孕穗期 分别追施尿素 10-12 公斤/亩	基施配方肥 60-70 公斤/亩, 大喇叭口期至孕穗期 追施尿素 10-12 公斤/亩、氯化钾 3-4 公斤/亩
	高浓度 25-10-10	基施配方肥 40-50 公斤/亩, 大喇叭口期至孕穗期 分别追施尿素 8-10 公斤/亩	基施配方肥 45-55 公斤/亩, 大喇叭口期至孕穗期 追施尿素 8-10 公斤/亩、氯化钾 3-4 公斤/亩
花生	13-15-17、10-13-13 或相近配方	基施配方肥推荐用量 30-35 公斤/亩	基施配方肥推荐用量 40-45 公斤/亩
棉花	基施 22-8-15、追肥 20-10-15	基施配方肥 20-25 公斤/亩, 蕾期和盛花期分别追 尿素 4-5 公斤/亩, 花铃期追配方肥 40-45 公斤/亩	基施配方肥 25-30 公斤/亩, 蕾期和盛花期分别追 尿素 4-5 公斤/亩, 花铃期追配方肥 45-50 公斤/亩

来源: 宜城市人民政府网, 国金证券研究所

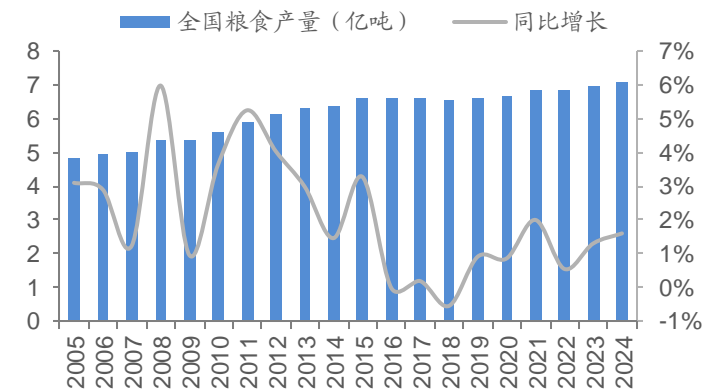
2025 年, 中央一号文提出“深入推进粮油作物大面积单产提升行动”, 全年粮食产量 1.4 亿斤左右, 较 2024 年的 1.3 万亿斤目标有进一步提升。大方向上看, 我国的粮食种植面积和单亩产量都将获得基础保证, 对于化肥的刚性需求支撑依然存在, 且在外贸环境不稳定的情况下, 粮食增产的重要程度有望进一步提升, 从近期的国家政策来看, 无论是国内冬储春耕旺季的保供稳价措施, 还是近期涉及到氮肥、磷肥的出口政策要求, 都在着重保障国内化肥市场供给、价格稳定, 优先保证国内需求, 因而从大方向看, 化肥的刚性需求支撑表现预计会较长时间持续。



图表31：我国粮食种植面积变化（亿公顷）



图表32：我国粮食产量变化（亿吨）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

大方向化肥价格跟随粮食价格具有一定的关联度。贸易不确定的条件下，给与化肥一定的价格空间。作为复合肥下游的环节收益，粮食价格会长周期范围内影响复合肥的施用积极性，使得长周期范围内复合肥价格和粮食价格有一定的关联度。根据我国目前粮食收购价格指数和复合肥价格的比值看，现阶段位于近十年的较高位，单从投入产出比的效益来看，现阶段粮食价格给予了化肥价格一定的波动空间，暂未具有非常大的约束压力。国内粮食价格给与化肥施用量的空间略有提升，大方向不形成明显的抑制因素。

图表33：粮食收购价格和复合肥价格走势



图表34：粮食和化肥的相对价格变化情况



来源：国家发改委，国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

从化肥保供稳价的阶段性政策要求来看，核心着力点更多落于上游的单质肥环节，复合肥的影响相对有限。在化肥产业链中，复合肥的定位在产业链下游的，产品供给充分，加工环节相对简单，在常规复合肥加工环节的利润空间相对有限，产品价格多数跟随前段原材料价格形成波动，因而在国家保供稳价的过程中，更多关注单质肥的供给和价格，复合肥的压力相对可控，预估受到的影响有限。

二、经过新一轮周期变动，头部企业构筑新的发展壁垒

2.1、复合肥头部企业逐步强化新的企业竞争力

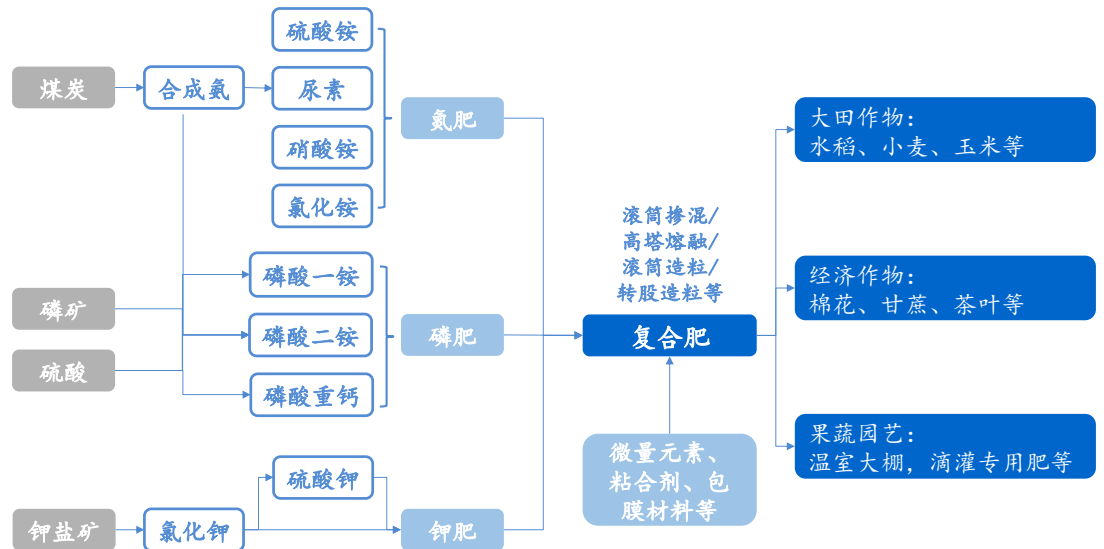
复合肥企业规模化企业开始进行产业链延伸布局。在复合肥产业链中，需要采购上游的单质肥氮肥、磷肥、钾肥作为原材料，辅以微量元素等辅材，进行下游的加工环节。单质肥定性上来看，氮肥是能源加工品，钾肥是资源品，磷肥是资源加工品。

复合肥的上游原材料中，氮肥和磷肥成为复合肥企业能够进行产业链上游延伸的布局方向。在我国钾肥资源高度集中，很难有新增产能布局。我国的钾肥主要来源于盐湖提钾，由于钾资源相对有限，国内的产能基本维持平稳状态，需要有接近6成产品依赖进口，因而国内复合肥企业多数依赖外采钾肥，对于钾肥环节很难有有效的上游延伸；而氮肥和磷肥就有所不同，能够形成国内自给。氮肥以煤炭或者天然气作为主要原材料，产业链布局难度不算太高，且氮肥产品全国多有布局，具有一定的可延伸空间，磷肥虽然具有一定资源依



赖，但是在四个地区都有产能布局，现有产业链也需要在主要区域进行原料采购，然后运往生产基地，因而在产业链延伸布局过程中，在产地及周边进行一定的产能布局也存在一定的空间。

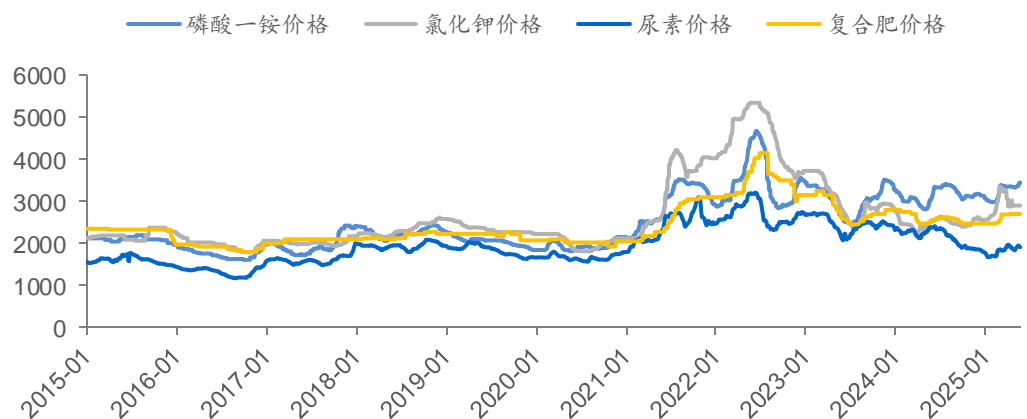
图表35: 复合肥产业链布局



来源：百川资讯等，国金证券研究所绘制

复合肥头部企业的规模逐步放大，进行上游产业链布局能够获得多环节的利润空间。虽然我国复合肥行业相对较为分散，但头部企业基本形成大规模产能布局，原材料的外采量也相对较大。近几年来，复合肥的上游单质肥的行业变动相对较多，尿素自供给侧去产能后，产品的盈利中枢较此前有所提升，直至 2024 年下半年开始有明显调整，磷肥行业自 2021 年资源+化肥景气提升后，虽后期化肥价差回落，但上游资源端仍然大比例锁定利润。且相比于外采，在磷资源集中区布局磷肥产能，在大基地辅以合成氨产能能够有效的向上游锁定部分环节的盈利，形成多环节的利润叠加，能够进一步拉大复合肥行业内的紧张差距，强化头部企业的竞争优势，比如新洋丰、史丹利、云图控股的企业皆有向上游进行产业链延伸的布局。

图表36: 复合肥价格大方向跟随前段单质肥价格波动 (元/吨)



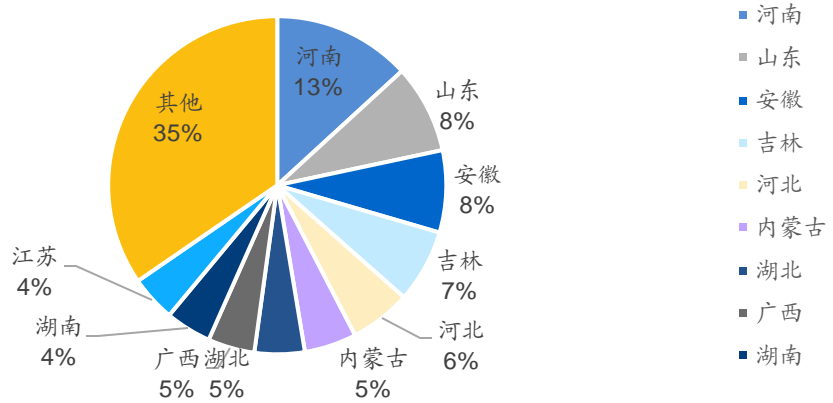
来源：卓创资讯，国金证券研究所

复合肥的需求分散，规模化企业才能形成全国多区域布局，提升发展空间。虽然和单质肥类似，全国各个区域都有需要，但从产品定位上看，复合肥和单质的销售差异较为明显，单质肥更多类似于大宗品的销售模式，产品有主要的产品品类，满足产品品质和要求就可以对外进行销售，产品价格对标市场，销售多数以厂提或者运输至主要区域为主；但相比之下复合肥的生产的产品种类相对较多，在布局过程中更多需要关注终端需求和自建渠道，需要充分考虑需求节奏、消化半径，同时由于下游直接对接经销环节，品牌营销等也十分重要。因而相比局部区域布局的小规模企业，大型复合肥企业的多数在全国范围内或者大



的区域范围内进行渠道和品牌建设,经过相对较长时间的产品积淀形成市场稳定性和产品口碑,从而不断扩展多区域的发展空间。从复合肥的施用范围看,复合肥全国需求的区域分布非常分散,进行多区域布局是企业能够进一步获得较大发展的基础。

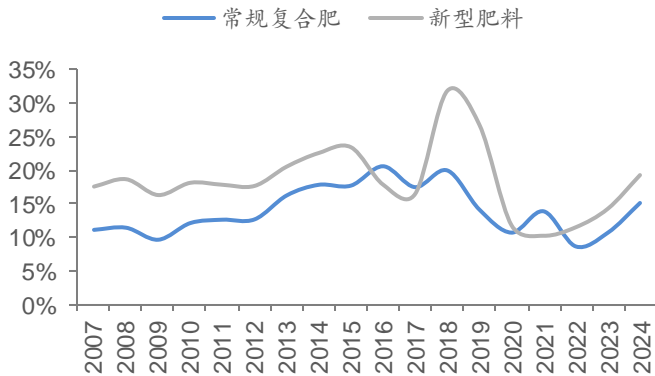
图表37: 复合肥施用量的地区分布情况



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

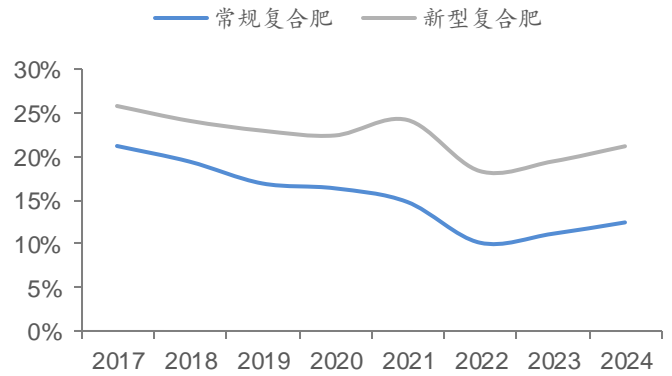
相比于传统复合肥产品,头部企业开始逐步推进产品结构性升级,新型肥料布局能够获得一定的产品溢价,实现盈利水平的提升。虽然我国仍然以“小农”状态为主,但在局部区域已经形成了一定的现代化农业的基础,对于缓释肥、水溶肥等新型肥料的需求在逐步提升,但相比于传统的复合肥生产,缓释肥、水溶肥的生产难度稍有提升,且有部分“定制”的产品属性在,因而在新型肥料市场上,头部企业的能够凭借技术、研发、渠道和品牌形象形成一定的产品结构升级。而相较于常规复合肥,新型复合肥的下游价格敏感度相对较低,下游种植过程的收益较传统农田收益更高,在产品收益上能够获得小幅的产品已经,产品毛利率有一定的提升。

图表38: 金正大新型肥料和传统肥料的毛利率



来源: iFind, 国金证券研究所

图表39: 新洋丰新型肥料和传统肥料的毛利率

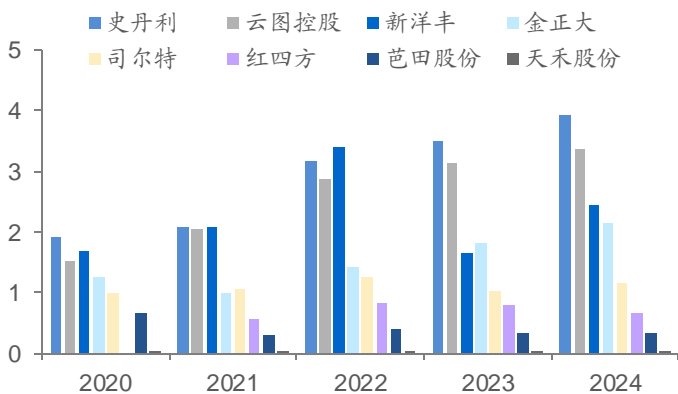


来源: iFind, 国金证券研究所

无形资产的“规模效应”在复合肥领域有望获得一定的延伸。由于复合肥加工制造属性相对较弱,不同于大宗品更多生产和成本管控,反而市场的定位属性更为明显。相较之下,复合肥需要针对不同作物、不同土质、不同气候、不同设施进行多维度的产品研发和优化,且在应用过程中,需要不断强化产品品牌,以实现产品市场占有率和新品拓展销售。大规模企业可以通过规模化的研发和品牌建设费用实现企业的市场和渠道拓展,经过长期累积后可以进一步拓展市场空间,且在未来农业现代化水平提升后,加大市场占有率。

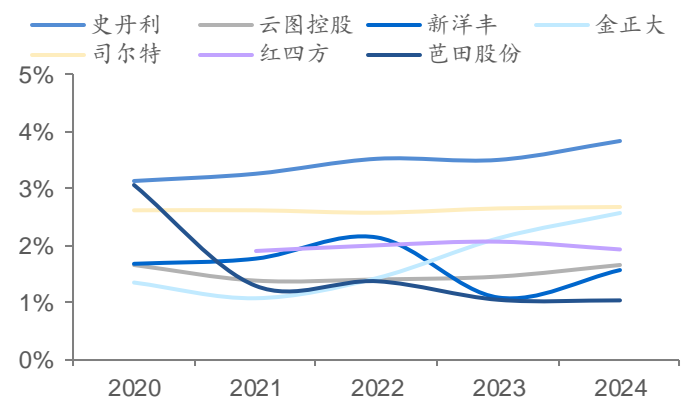


图表40: 复合肥企业的研发投入 (亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表41: 复合肥企业的研发投入比例

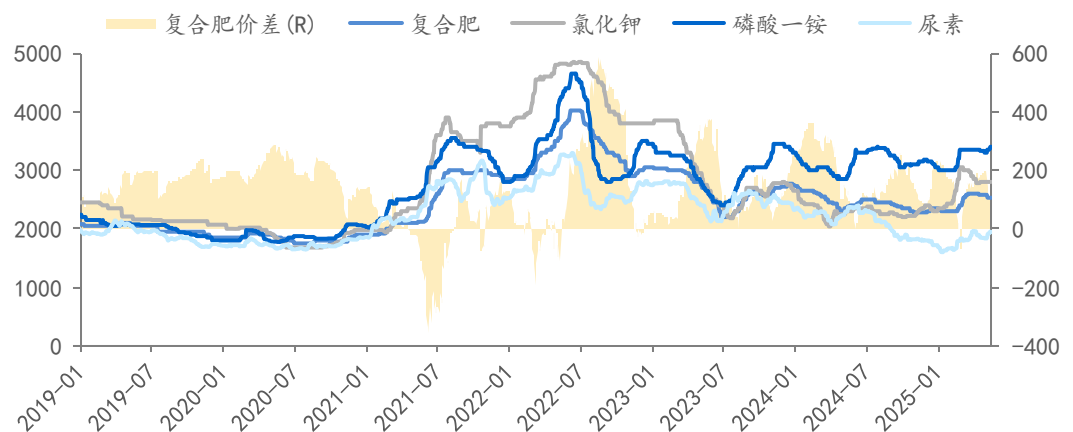


来源: iFind, 国金证券研究所

2.2、单质肥价格经历多轮波动，头部企业持续提升市占率

单质肥刚刚经历一轮大的景气周期，产品价格大幅波动。2020 年粮食价格开启明显的上行周期，化肥价格进入联动上行阶段，此后单质肥价格进入明显的波动区间，在此期间，氮磷钾三种肥料的价格波动，且复合肥的价格传导有一定的迟滞，导致复合肥的时时价差有较大波动，阶段性价差收窄，产品进入不盈利阶段。

图表42: 复合肥价差在近几年呈现明显的价差波动 (元/吨)

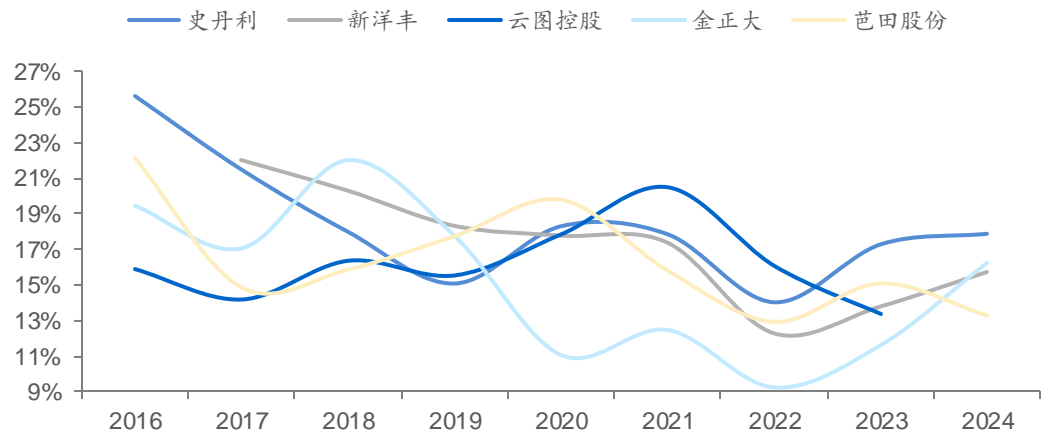


来源: 百川资讯, Wind, 国金证券研究所

单质肥的价格剧烈波动下，小规模企业难以维持有效的利润空间。在原材料价格剧烈波动过程中，大规模企业可以通过较大的规模采购以及更为稳定的订单供给形成较好的盈利平滑，但小规模企业的资金能力有限，难以做充足的原材料储备，产品议价权也相对较弱，产品的盈利能力将有明显收窄。且从行业价差波动情况看，复合肥行业自 2020 年后期开始就逐步进入复合肥价差剧烈波动阶段，且持续时间相对较长，行业头部企业都已经有了明显的盈利下行，小规模企业的资金实力不足、市场议价能力较弱，未有多元化产品布局分散风险，盈利压力相对更大，导致较多小规模企业逐步退出复合肥行业。



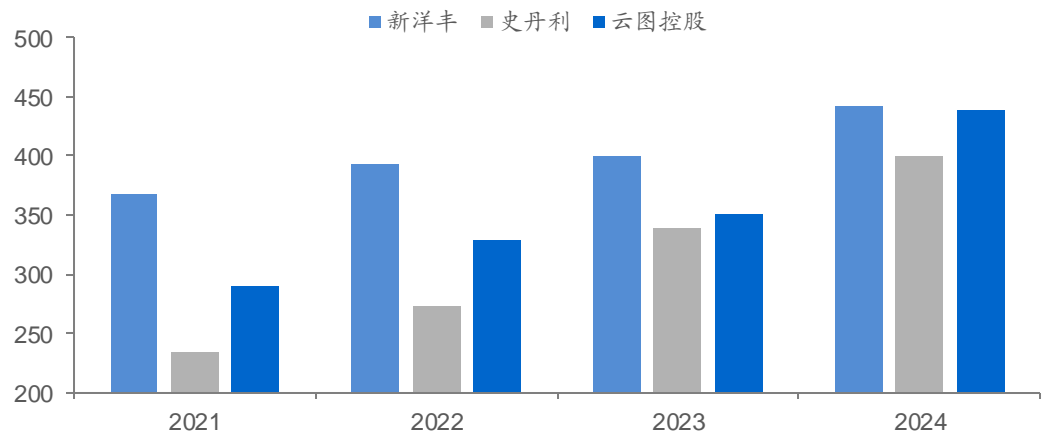
图表43: 复合肥企业近几年的复合肥毛利率有所下行



来源: iFinD, 国金证券研究所

头部企业把握机遇持续加强产能布局, 市占率持续提升, 行业格局获得改善。在行业整体承压阶段, 头部复合肥企业一方面具有产业链一体化优势, 能够多环节累计利润, 获得更好的盈利保障, 另一方面, 头部企业也在持续进行市场拓展和区域布局, 产能持续提升, 带动产量连续正向增长, 形成远超行业的发展增速, 市占率获得进一步提升。在复合肥企业获得有效的市场份额后, 后期企业借助现有渠道进行新品推广和结构升级更为容易, 将伴随国内农业的现代化发展获得更好的企业竞争力。

图表44: 头部企业的复合肥产品产量保持上行趋势, 市占率提升 (万吨)

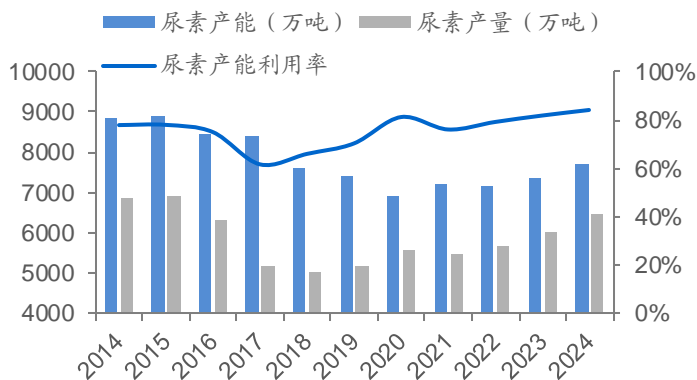


来源: iFinD, 国金证券研究所

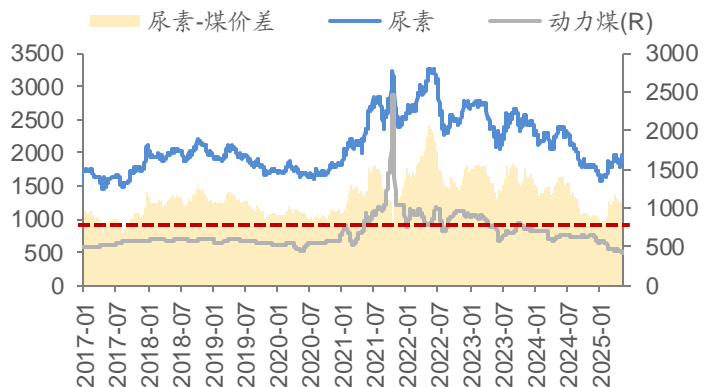
尿素经历连续三年大规模产能释放, 产品价格大幅调整向下, 后续预估大方向维持弱势运行。我国尿素行业自 2015 年供给侧去产能后, 行业的盈利中枢获得了一定的改善, 但自 2021 年, 行业升级替换产能逐步兑现, 行业供给持续提升, 带动行业的供给压力提升, 自 2024 年开始, 尿素的盈利开始进入明显的下行区间, 至 2024 年底, 尿素价格进入大幅承压阶段。根据产能释放节奏看, 今年尿素还将有产能释放, 预估尿素大方向还将处于底部运行区间, 大方向供需格局还未能有根本性逆转。



图表45: 尿素的产能及产量变化情况 (万吨)



图表46: 尿素产品价差有较多调整 (元/吨)

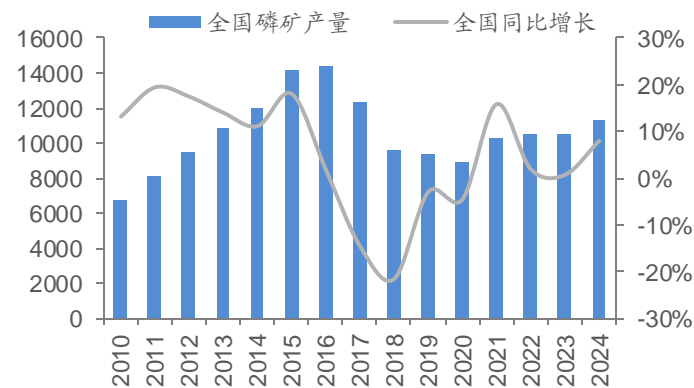


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

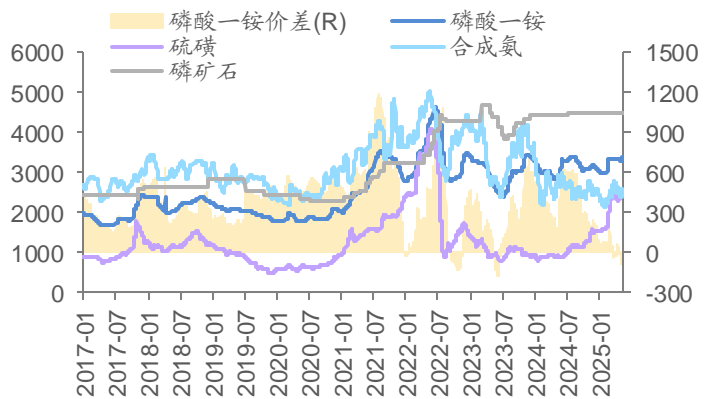
来源: 百川资讯, 国金证券研究所

磷矿持续位于高位, 磷肥价格多次高位震荡。受到磷矿安全环保等治理影响, 2016 年以来, 我国磷矿上大去小, 建设周期拉长, 磷矿供给有明显回落, 叠加上一轮的化肥周期和新能源影响, 磷矿价格上行至高位后, 价格维持坚挺。从目前的磷肥盈利情况看, 磷产业链的多数利润保留在了磷矿环节, 自 2024 年开始磷矿供给逐步有所提升, 前期新能源布局新增的磷矿供给虽然有明显推迟, 但仍然有部分工程矿逐步释放, 预估磷矿供给还将延续上行趋势, 预估在新增产能逐步进入兑现期后, 磷矿的价格将小幅调整, 但磷肥加工环节的保留利润的能力相对一般, 因而短期看磷肥价格波动有限, 后期将跟随磷矿价格有小幅调整下行的空间。

图表47: 磷矿产量持续提升 (万吨)



图表48: 磷酸一铵产品价格价差变化 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 百川资讯, Wind, 国金证券研究所

钾肥的资源属性突出, 头部企业的影响较大, 预估将以区间运行为主。钾肥基本属于资源品, 我国的供给相对不足, 还需要依赖产品进口。而在全球, 钾肥的供给相对集中, 俄罗斯、白俄罗斯、加拿大是主要的出口国, 从目前的情况看, 未来的海外供给是有增量的, 但同时也有少量落后产能出清, 2024 年钾肥价格有了明显调整, 海外的头部企业就开始有一定的协同控量的行为, 预估后期的钾肥将以区间运行为主。

三种单质肥中短期内价格大幅单边上行空间极为有限, 大概以区间震荡运行为主, 将有利于复合肥企业稳定产品价格及盈利, 从而带动复合肥企业的盈利空间逐步回归。

三、投资建议

化工多数位于制造产业链中上游环节, 复合肥是少数定位在产业链下游的产品, 直接面对终端需求市场, 也使得复合肥的行业特点同大宗化工产品有明显差异。化工多数赛道具有典型的重制造属性, 设备规模大, 投资资金多, 技术复杂度高; 但相比来看, 复合肥产品和传统的大宗化工产品有着明显的差异, 在农资产业链中, 复合肥的产品定位偏向于下游环节, 基本已经直接或者接近直接供给终端应用, 更多以需求和市场成为行业主导, 加工的属性明显偏弱。复合肥加工环节相对简单, 进入门槛相对较低, 多数企业产能富裕。



相较于多数化工品，生产工艺较为简单，投资相对较小，企业的产能建设难度较低，行业的产能相对充裕。但由于复合肥的投资相对较低，折旧对复合肥的影响可控，行业的发展机遇更多需要关注企业自身的产销量兑现。

复合肥属于典型农资，表现出一般化肥具有的刚需属性，而更为贴近市场也使得复合肥具有一定的消费属性。由于我国具有保障耕地面积和粮食产量的要求，复合肥的使用量持续提升，在施肥面积和单亩施肥量的双向保障下，国内复合肥的需求具有刚性支撑，近5年来，国内复合肥的使用量的复合增速约为1.14%。但同时由于贴近终端，复合肥的季节性表现更为明显，产品在常规化肥属性的基础上，终端市场还赋予了复合肥品牌和销售的布局重点，具有一定的消费属性。

复合肥使用比例提升稳定市场空间，伴随国内农业的现代化程度提升，行业呈现出结构性升级。自2015年我国提出化肥零增长行动后，我国化肥整体施用量呈现下行趋势，但由于复合肥施用便利等优势，在终端应用中所占比例持续提升，对整体复合肥市场形成支撑。且伴随家庭承包土地流转率提升，局部区域的耕地实现了现代化改造，对于复合肥的需求有所升级，缓释肥、水溶肥等新型复合肥获得一定的推广，形成一定的产品溢价。

复合肥行业经历了长周期的企业混战，逐步形成了新的行业趋势：

- ① 复合肥头部企业的规模逐步放大，多数加大上游产业链布局以获得多环节的利润空间；
- ② 复合肥的需求分散，规模化企业加大全国多基地建设，持续加大渠道布局，提升发展空间；
- ③ 头部企业开始逐步推进产品结构性升级，新型肥料布局能够获得一定的产品溢价，实现盈利水平的提升；
- ④ 过去单质肥价格的剧烈波动影响了复合肥企业的盈利，小企业陆续退出，头部企业的市占率提升。

大方向看，复合肥下游需求具有刚性支撑，且复合肥的使用比例仍有提升，行业的市场规模仍然在放大。复合肥行业单环节锁定利润的能力有限，虽然生产复杂度不高，但渠道和市场需要较长时间的产品沉淀，自2021年以来的单质肥的大波动给行业内的小规模企业带来了较大的盈利压力，头部企业多区域布局形成了市占率的逆时扩充；且头部企业开启了产业链多环节布局，向上形成一定的单质肥产品供给能力，锁定更多盈利环节，增厚盈利空间；从未来发展看，新型肥料能够形成一定的产品溢价，但对于渠道、技术、品牌等都有要求，因而未来头部企业的竞争优势有望一直持续，关注复合肥头部企业市占率提升，产品结构升级的机会，建议关注行业头部企业新洋丰、史丹利、云图控股等公司。

图表49：复合肥上市企业的复合肥产业链情况（万吨）

公司	2024年 产能	2024 年销量	2024 复合肥 毛利率	2024 年综合 毛利率	化工园区生产基地	产业链布局	其他业务
新洋丰	798, 在建 85	435.71	15.73%	15.64%	荆门东宝（合成氨、复合肥）、钟祥胡集（磷肥、复合肥、磷酸铁）、宜昌新洋丰（磷肥）、雷波新洋丰（磷矿）、四川新洋丰（磷肥）	磷矿部分自供 90 万吨产能，合成氨部分自供 30 万吨产能、磷酸一铵产能 170 万吨	磷酸铁，未来规划无水氟化氢、精制磷酸
史丹利	590	334.64	17.90%	18.18%	河北承德（磷酸一铵、复合肥）、湖北松滋（复合肥、磷酸一铵、磷酸铁）、临沭、平原县经济开发区，当阳坝陵、轮台县拉依苏、宁陵县化工园区；复合肥基地（山东、吉林、广西、湖北、河南、甘肃、江西、新疆、河北）	上游布局磷酸一铵 100 万吨	精制磷酸、磷酸铁



云图控股	745 在建 110	磷复肥 417.97	磷复肥 14.12%	10.71%	湖北应城（纯碱、复合肥、氯化铵）、湖北襄阳（复合肥、磷酸一铵）、湖北松滋（磷酸一铵、复合肥、磷酸铁）、四川雷波（黄磷、磷酸盐）；复合肥基地（四川眉山、河南宁陵、山东平原、新疆昌吉、辽宁铁岭、黑龙江佳木斯、黑龙江绥化、马来西亚）	上游布局磷酸一铵产能43万吨，规划设计磷矿产能690万吨，合成氨70万吨产能，目前推进中	纯碱、黄磷、磷酸铁
金正大	705	189.97	16.21%	12.39%	贵州瓮安（磷酸一铵、复合肥）、云南昆明（磷酸一铵）；复合肥基地（山东临沭、山东菏泽、辽宁铁岭、安徽长丰、驻马店、广东英德、新疆阿克苏、新疆阜康）	磷酸一铵76万吨产能，计划开采磷矿200万吨产能	净化磷酸、磷酸铁
芭田股份	191	72.55	13.24%	27.66%	贵州芭田（磷矿、硝酸、工业一铵）；复合肥基地（贵港市、徐州市等）	磷矿200万吨产能，计划新增90万吨	硝酸、磷酸铁

来源：Wind，国金证券研究所

四、风险提示

- 贸易政策波动风险：我国非常重视粮食安全，但仍有部分农业产品需要进口，贸易政策的变化会一定程度上影响农作物价格，另外复合肥上游氮肥、磷肥的价格也会明显受到贸易政策的影响，从而对复合肥的成本形成影响；
- 行业竞争加剧风险：如果行业新增产能较多，产品竞争加剧，会对行业的盈利空间形成影响；
- 需求波动风险：终端需求是支撑复合肥平稳运行的关键，如果需求形成大幅波动，对于产品价格会产生影响；
- 政策波动风险：复合肥属于农资，政策关注度高，会在行业旺季形成阶段性影响，从而影响产品盈利；
- 粮食价格波动风险：长周期看，复合肥的价格同粮食价格具有一定的关联性，因而粮食价格的波动也会大范围影响复合肥价格。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究