

2026年01月17日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

农大科技(920159.BJ)

——新型肥料全国制造业单项冠军示范企业，扩产能以发展有机肥料

投资要点：

- **发行价格 25 元/股，发行市盈率 13.08X，申购日为 2026 年 1 月 19 日。**农大科技本次公开发行股份数量 1,600.00 万股，发行后总股本为 7,600.00 万股，本次发行数量占发行后总股本的 21.05%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 21.05%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 160.00 万股，占本次发行数量的 10.00%，有 8 家机构参与公司的战略配售。募集资金在扣除发行费用后拟用于投资“年产 30 万吨腐植酸智能高塔复合肥项目”、“年产 15 万吨生物肥生产线建设项目”等。
- **深耕于新型肥料领域，腐植酸复合肥料产销量位居行业第二。**公司是国内新型肥料行业的领先企业，主要产品包括腐植酸增效肥料、控释肥料、水溶肥料等新型肥料及包膜尿素等新型肥料中间体，下游包括终端使用客户、生产商/品牌农资（贴牌）和政府客户等。公司凭借其出色的创新研发能力，截至 2026 年 1 月已取得 45 项发明专利、35 项实用新型专利，主持或参与起草了多项国家/行业标准。2020 年至 2022 年，经中国磷复肥工业协会认定，公司包膜尿素产销量位居行业第一；经中国腐植酸工业协会认定，公司腐植酸复合肥料产销量位居行业第二。2022-2025H1，公司新型肥料业务营收分别为 19.68 亿元、19.39 亿元、19.24 亿元与 12.48 亿元，同比 +51.64%、-1.49%、-0.75%与 +3.00%，占主营业务收入比例分别为 74.26%、74.06%、81.70%和 84.59%。2024 年公司营收达 23.63 亿元（yoy-10.40%），公司归母净利润从 2021 年的 1.28 亿元上升至 2024 年的 1.45 亿元（yoy+43.53%），2021-2024 年年均复合增长率为 4.41%。公司预计 2025 年实现营收 220,000 万元至 240,000 万元，同比 -6.91%~1.56%；预计扣非归母净利润 13,500 万元至 15,500 万元，同比 -4.81%~9.29%。
- **亚洲占据全球肥料进出口主要份额，我国新型肥料快速增长。**全球肥料需求量整体呈现增长态势。根据 IFA 统计，2023 年全球化肥消费增长超 5%并达到近 2.00 亿吨，至 2029 年全球市场需求量或将达到 2.24 亿吨。根据 Mordor Intelligence 统计，2015 年中国化肥市场规模为 2,352 亿元，2023 年市场规模已扩张到 3,072.32 亿元，预计至 2025 年市场规模达到 3,191 亿元。根据中国化工信息中心统计，2016-2020 年，中国新型肥料消费量复合增长率约为 10%，预计未来五年，新型肥料行业消费或将以年均 9% 的速度快速增长。根据智研瞻产业研究院数据，2023 年中国新型肥料行业市场规模约为 790.78 亿元。从竞争格局来看，我国复合肥行业整体企业数量众多，行业集中度较低。
- **申购建议：建议关注。**公司在新型肥料行业取得了相对领先的市场地位，被评定为国家级“制造业单项冠军示范企业”。多年的实际运营经验使公司拥有了一套集技术研究、工艺研讨、成本优化、市场推广、产品迭代等为一体的全链条成熟产业化模式，未来或通过产能建设增强产品竞争力和扩大市场占有率。截至 2026 年 1 月 15 日，可比公司 PE TTM 均值达 13X，建议关注。
- **风险提示：市场竞争风险、税收优惠政策变化风险、主要原材料价格波动的风险**

内容目录

1. 初始发行 1600 万股，申购日为 2026/1/19.....	4
1.1. 发行情况：发行价格 25 元/股，发行市盈率 13.08X.....	4
1.2. 募投：腐植酸智能高塔复合肥等项目完成后或可提高公司新型肥料产能.....	5
2. 深耕于新型肥料领域，腐植酸复合肥料产销量位居行业第二.....	6
2.1. 业务：2024 年新型肥料营收 19.24 亿元（yoy-0.75%），占主营业务收入 81.7% 7	
2.2. 模式：2022-2025H1 前五大客户占比约为 21%，中国邮政集团为第一大客户.....	8
2.3. 财务：2025H1 公司营收超 14 亿元、归母净利润 1.26 亿元（yoy+0.32%）.....	9
3. 行业：亚洲占据全球肥料进出口主要份额，我国新型肥料快速增长.....	11
3.1. 全球：化肥市场生产格局较集中，需求量整体呈增长态势.....	11
3.2. 中国：新型肥料引领行业转型升级，我国化肥自给率较高.....	13
3.3. 可比公司：主要包括史丹利、芭田股份等.....	16
4. 申购建议：建议关注.....	17
5. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 农大科技本次发行价格 25 元/股	4
图表 2: 战略配售发行数量为 160 万股	4
图表 3: 公司募投项目拟总投资达 4.1 亿元	5
图表 4: 马学文、马克两人控制农大科技 76.10%的股权, 为实际控制人 (2026.1.15 数据)	6
图表 5: 公司形成一系列以“腐植酸+”为核心的新型肥料和新型肥料中间体	7
图表 6: 2025H1 新型肥料营收达 12.48 亿元, 占比最高 (单位: 万元)	8
图表 7: 2025H1 新型肥料业务的毛利率为 18.69%	8
图表 8: 2022-2025H1 中国邮政集团有限公司等为前五大客户	8
图表 9: 公司 2021-2024 年归母净利润 CAGR 为 4.41%	10
图表 10: 化肥可分为单质肥料和复合肥料	11
图表 11: 新型肥料是能够显著增加肥效的肥料新品种	11
图表 12: 2023 年亚洲、欧洲、美洲三地区占全球化肥产量 90%+	12
图表 13: 2023 年全球原料化肥结构中氮肥产量占比约 60%	12
图表 14: 2023 年中国、印度、巴西、美国四大农业生产国合计占全球化肥使用量的 60%	12
图表 15: 2008-2022 年全球化肥施用情况 (单位: Kg/公顷)	13
图表 16: 2024 年欧洲和亚洲占据了全球肥料出口的主要份额	13
图表 17: 2024 年美洲和亚洲是最主要的肥料进口市场	13
图表 18: 2023 年中国化肥行业的市场规模约为 3,072.32 亿元, 并呈现稳步增长趋势	14
图表 19: 2023 年我国农作物播种面积 171,624.47 千公顷, 同比+0.95%	14
图表 20: 2025 年中国新型肥料产量预测 (单位: 万吨)	15
图表 21: 2023 年中国新型肥料行业市场规模约为 790.78 亿元	15
图表 22: 我国复合肥自给率常年在 93% 以上	15
图表 23: 我国化肥行业过剩产能差距自 2015 年开始减少, 在 2018 年供不应求	16
图表 24: 农大科技主要可比公司包括史丹利、芭田股份等	17
图表 25: 可比公司 PE TTM 均值达 13X	17

1. 初始发行 1600 万股，申购日为 2026/1/19

1.1. 发行情况：发行价格 25 元/股，发行市盈率 13.08X

农大科技本次发行价格 25 元/股，发行市盈率 13.08X，申购日为 2026 年 1 月 19 日。本次公开发行股份数量 1,600.00 万股，发行后总股本为 7,600.00 万股，本次发行数量占发行后总股本的 21.05%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 21.05%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：农大科技本次发行价格 25 元/股

基本信息	股票代码	920159.BJ	所属国民经济行业	化学原料和化学制品制造业
	股票简称	农大科技	发行代码	920159
定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	25.00	
募集金额(万元)	40,000.00	主承销商	国金证券股份有限公司	
初始发行股份数量(万股)	1,600.00	占发行后总股本比例	21.05%	
战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%	
日期与申购限制	路演日	2026-01-16	申购日	2026-01-19
	申购款退回日	2026-01-21	网上最高申购量(万股)	72.00
基本面信息	2024年总营收(亿元)	23.63	2024年归母净利润(万元)	14,528.27
	2024年毛利率	18.83%	2024年加权ROE%	29.45%
	2024年营收增速	-10.40%	2024年归母净利润增速	43.53%
股本信息	发行前总股本(万股)	6,000.00	发行前限售股(万股)	6,000.00
	发行后预计可流通比例	21.05%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	13.08	发行后2024EPS(元)	1.91

资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所
 注：表中数据均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 160.00 万股，占本次发行数量的 10.00%，网上发行数量为 1,440.00 万股，占本次发行数量的 90.00%。

图表 2：战略配售发行数量为 160 万股

序号	战略投资者的名称	承诺认购股数(万股)	限售期安排
1	国金资管农大科技员工参与北交所战略配售集合资产管理计划	60	12个月
2	新供销产业发展基金管理有限责任公司	32	6个月
3	泰安远望兴农产业投资基金合伙企业(有限合伙)	14	6个月
4	泰安金融控股集团有限公司	14	6个月
5	肥城华裕产业集团有限公司	12	6个月
6	肥城市建投产业投资集团有限公司	12	6个月
7	泰安天贶投资有限公司	8	6个月
8	国金创新投资有限公司	8	12个月
	合计	160	—

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：腐植酸智能高塔复合肥等项目完成后或可提高公司新型肥料产能

本次发行募集资金在扣除发行费用后拟用于投资年产 30 万吨腐植酸智能高塔复合肥项目、年产 15 万吨生物肥生产线建设项目、环保低碳生物研发中心建设及补充流动资金。本次募集资金投资项目实施后，或将提高公司新型肥料的产能、产量，丰富公司产品结构，增强产品竞争力和扩大市场占有率，加强公司对新型肥料技术的前瞻性研发布局，为公司技术和产品持续的迭代更新奠定底层基础，有助于公司把握市场机遇，提高公司核心竞争力，促进公司的可持续发展，对公司持续健康发展具有重要意义。

图表 3：公司募投项目拟总投资达 4.1 亿元

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	年产 30 万吨腐植酸智能高塔复合肥项目	20,126.52	20,126.52
2	年产 15 万吨生物肥生产线建设项目	11,003.20	11,003.20
3	环保低碳生物研发中心	6,122.04	6,122.04
4	补充流动资金	4,000.00	4,000.00
	合计	41,251.76	41,251.76

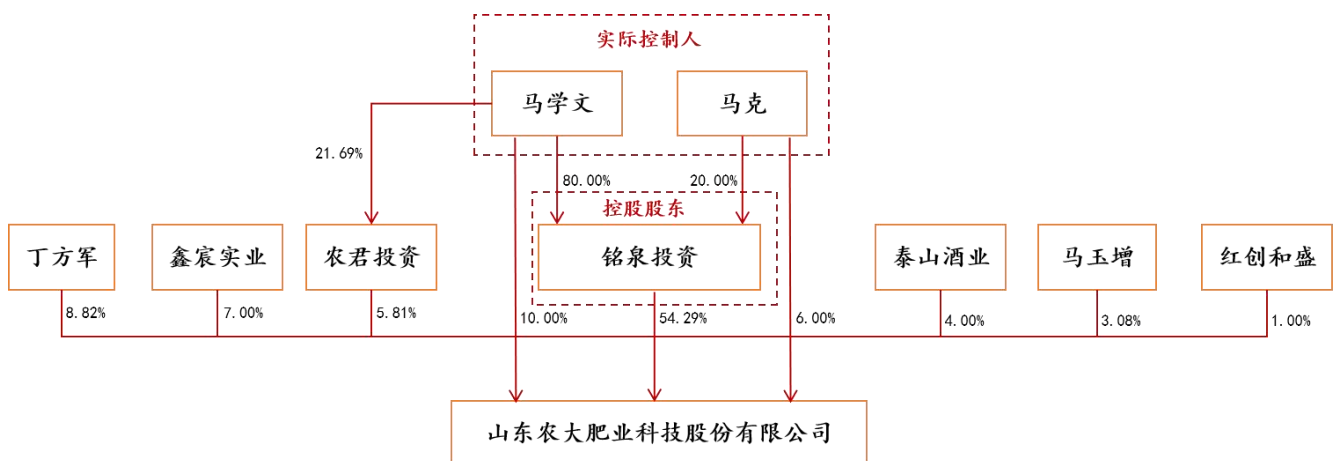
资料来源：农大科技招股书、华源证券研究所

2. 深耕于新型肥料领域，腐植酸复合肥料产销量位居行业第二

公司是中国磷复肥工业协会副理事长单位、中国腐植酸工业协会副会长单位，在行业内具有较强的技术领先优势与影响力。公司主营业务为新型肥料及新型肥料中间体的研发、生产、销售和技术服务。公司以自有知识产权的腐植酸活化技术、包膜控释技术等核心技术为基础，主要产品包括腐植酸增效肥料、控释肥料、水溶肥料等新型肥料及包膜尿素等新型肥料中间体。2020年至2022年，经中国磷复肥工业协会认定，公司包膜尿素产销量位居行业第一；经中国腐植酸工业协会认定，公司腐植酸复合肥料产销量位居行业第二。2018年以来，公司被工业和信息化部评为国家级“制造业单项冠军示范企业”。2024年，公司被评为“中国化肥企业100强”、“中国特种肥料企业50强”。公司凭借其出色的创新研发能力，截至2026年1月已取得45项发明专利、35项实用新型专利，连续多年被认定为“高新技术企业”，近几年累计承担或参与“十三五”、“十四五”国家重点研发计划、山东省重点研发计划等国家、省部级项目40余项，主持或参与起草了多项国家/行业标准。

截至2026年1月15日，铭泉投资持有公司54.29%的股份，为公司控股股东。公司实际控制人为马学文和马克，马学文通过持有铭泉投资80%的股权、通过农君投资控制公司5.81%的股份及直接持有公司10%的股份，故马学文实际控制公司70.10%的股份；马克直接持有公司6%的股份并持有公司控股股东铭泉投资20%的股权。马学文及其一致行动人马克直接或间接控制公司4,565.92万股股份，占公司总股本的76.10%，且马学文担任公司的董事长、总经理，马克担任公司的董事、董事会秘书，二人为公司共同实际控制人。

图表 4：马学文、马克两人控制农大科技 76.10% 的股权，为实际控制人（2026.1.15 数据）



资料来源：农大科技招股书、华源证券研究所

2.1. 业务：2024 年新型肥料营收 19.24 亿元（yoy-0.75%），占主营业务收入 81.7%

自成立以来，公司始终深耕于新型肥料领域，不断研发创新产品、优化生产工艺，向广大种植户提供优质产品和服务。在为终端用户提供服务和产品的时候，公司将新型肥料中间体应用推广至同行业企业，推动肥料行业企业向绿色化、科技化转型，为我国农业的绿色生态贡献力量，在新型肥料领域具有较高的知名度和品牌影响力。基于自主积累的腐植酸活化、包膜控释、生物菌防控、土壤调理等核心技术，公司形成了一系列以“腐植酸+”为核心的新型肥料和新型肥料中间体，新型肥料具体可细分为腐植酸增效肥料、控释肥料、水溶肥料、微生物肥料、中微量元素肥料等，新型肥料中间体包括包膜尿素、腐植酸增效剂等。公司还为客户提供土壤治理及种植综合解决方案。

图表 5：公司形成一系列以“腐植酸+”为核心的新型肥料和新型肥料中间体

产品	类别	主要产品系列
新型肥料	腐植酸增效肥料	腐植酸复合肥系列
		腐植酸有机无机复混肥系列
	控释肥料	蓝膜控释肥系列
		腐植酸控释肥系列
	水溶肥料	腐植酸水溶肥系列
		腐植酸叶面肥系列
		腐植酸微生物肥系列
		促生型微生物菌剂
	其他功能性肥料	微生物肥料
		抗病性微生物菌剂
	中微量元素肥料	腐植酸土壤调理剂系列
新型肥料中间体	包膜尿素	包膜尿素
	腐植酸增效剂	腐植酸钾
		黄腐酸钾

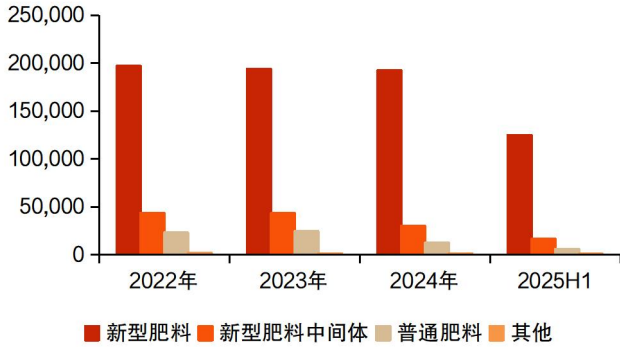
资料来源：农大科技招股书、华源证券研究所

收入情况：2022-2025H1，公司**新型肥料业务**营收分别为 19.68 亿元、19.39 亿元、19.24 亿元与 12.48 亿元，同比+51.64%、-1.49%、-0.75%与+3.00%，占主营业务收入比例分别为 74.26%、74.06%、81.70%和 84.59%，占比最高，随着产业结构不断优化及核心产品竞争力日益增强，公司新型肥料收入规模随销量提升整体稳定。2022-2025H1，**新型肥料中间体业务**营收分别为 4.35 亿元、4.31 亿元、3.02 亿元和 1.65 亿元，同比+68.07%、-0.89%、-29.93%与-28.03%，占主营业务收入比例分别为 16.42%、16.48%、12.83%和 11.18%，受原料价格波动及短期市场竞争加剧影响，2024 年收入规模下降较快。2022-2025H1，**普通肥料业务**营收分别为 2.30 亿元、2.44 亿元、1.24 亿元和 0.61 亿元，同比+36.03%、+6.14%、-49.28%和-44.20%，占主营业务收入比例分别为 8.66%、9.31%、5.25%和 4.10%。其他产品收入分别为 0.17 亿元、0.04 亿元、0.05 亿元和 0.02 亿元，整体金额较小。

毛利率情况：2022-2025H1，公司新型肥料业务毛利率分别为 13.29%、16.27%、20.74% 和 18.69%，同比-7.52pcts、+2.98pcts、+4.47pcts 和-1.33pcts；新型肥料中间体业务毛利

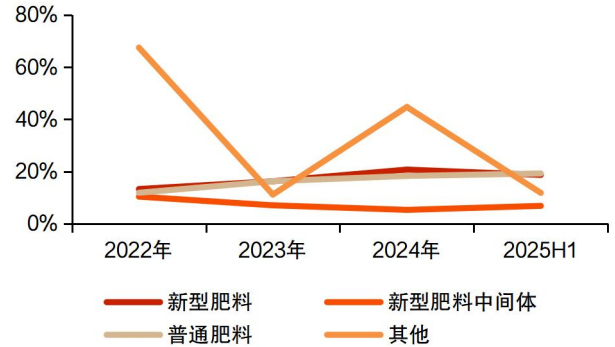
率分别为 10.37%、7.05%、5.31% 和 6.84%，同比 -4.17pcts、-3.32pcts、-1.74pcts 和 +1.72pcts。公司产品毛利率主要受到大宗原材料市场价格波动等因素的影响。

图表 6：2025H1 新型肥料营收达 12.48 亿元，占比最高(单位：万元)



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 7：2025H1 新型肥料业务的毛利率为 18.69%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：2022-2025H1 前五大客户占比约为 21%，中国邮政集团为第一大客户

公司采取以经销为主，直销、邮政及贸易商渠道为辅的销售模式。经销模式通过下游经销商渠道销售至终端农业种植户，直销客户包括终端使用客户、生产商/品牌农资（贴牌）和政府客户等，邮政渠道系利用中国邮政农资销售渠道拓展销售公司“农邮”系列肥料产品，贸易商客户主要为农资流通企业等贸易型客户。公司客户包括品牌农资生产企业、中国邮政、政府客户、农资流通客户以及广大种植户，公司新型肥料中间体推广应用到了云天化、美盛农资、中农集团、中化化肥、云图控股、新洋丰、天禾股份、史丹利等大型品牌农资生产运营企业，带动肥料产业链企业绿色转型。2022-2025H1，公司前五大客户销售占比分别为 21.07%、22.02%、20.39% 和 20.36%，中国邮政集团有限公司始终为公司前五大客户。

图表 8：2022-2025H1 中国邮政集团有限公司等为前五大客户

2025H1				
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	是否为关联方
1	中国邮政集团有限公司	21,885.57	14.64%	否
2	中和农服 (北京) 农业科技有限公司	4,396.52	2.94%	否
3	喀喇沁旗赛通农资门市	1,994.39	1.33%	否
4	中化化肥控股有限公司	1,227.66	0.82%	否
5	烟台市诺瀚商贸有限公司	942.23	0.63%	否
	合计	30,446.37	20.36%	-
2024 年度				
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	是否为关联方
1	中国邮政集团有限公司	35,648.68	15.08%	否
2	中和农服 (北京) 农业科技有限公司	6,167.64	2.61%	否
3	中化化肥控股有限公司	2,496.88	1.06%	否
4	展鹏国际集团有限公司	2,071.59	0.88%	否
5	喀喇沁旗赛通农资门市	1,807.00	0.76%	否
	合计	48,191.79	20.39%	-
2023 年度				
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	是否为关联方

1	中国邮政集团有限公司	39,642.61	15.03%	否
2	泰安罗森化工有限公司	9,657.90	3.66%	否
3	云天化集团有限责任公司	3,805.24	1.44%	否
4	展鹏國際集團有限公司	2,530.71	0.96%	否
5	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	2,458.46	0.93%	否
	合计	58,094.92	22.02%	-

2022 年度

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	是否为关联方
1	中国邮政集团有限公司	43,832.69	16.38%	否
2	云天化集团有限责任公司	4,231.11	1.58%	否
3	广东天禾农资股份有限公司	3,364.86	1.26%	否
4	展鹏國際集團有限公司	2,855.42	1.07%	否
5	江苏中赞贸易有限公司	2,090.79	0.78%	否
		56,374.87	21.07%	-

资料来源：农大科技招股书、华源证券研究所

公司采用以自主研发为主，合作研发为辅的研发模式。公司通过自主研发，以新型肥料的产业化生产及农业应用推广为目的，形成了大批具有自主知识产权的创新产品。公司组建了土肥高效利用国家工程研究中心、国家博士后科研工作站、农业农村部腐植酸类肥料重点实验室、山东省腐植酸高效利用工程技术研究中心、土壤改良与植物营养山东省工程研究中心等创新平台，并与高校和科研机构建立了合作研发关系，共同推进产学研创新及探索新型肥料技术在现代农业生产中的应用。此外，公司内部以国家认定企业技术中心为依托，建立了研究院、检测中心和中试基地，形成核心技术研发、产品创制和推广、检验检测和中试生产等技术创新各环节的统一管理。

2.3. 财务：2025H1 公司营收超 14 亿元、归母净利润 1.26 亿元 (yoy+0.32%)

营收方面，2021-2025H1 公司营收呈小幅下滑趋势，2023 年营收达 26.37 亿元 (yoy-1.43%)，主要原因系受大宗原材料价格的影响，公司主要产品销售均价有所下滑，但主营业务产品销量仍然保持了增长，营业收入基本持平。2024 年营收达 23.63 亿元 (yoy-10.40%)，主要原因系粮食市场价格疲软、主要原材料行情下行压力的持续影响，公司主要产品销量及销售均价下滑，营业收入有所下降。2025H1 营收达 14.95 亿元 (yoy-3.95%)，主要原因系受尿素等主要原料价格下行、农产品价格疲软的影响，公司为维持市场份额，及时调整相应售价，营业收入呈现小幅下滑。

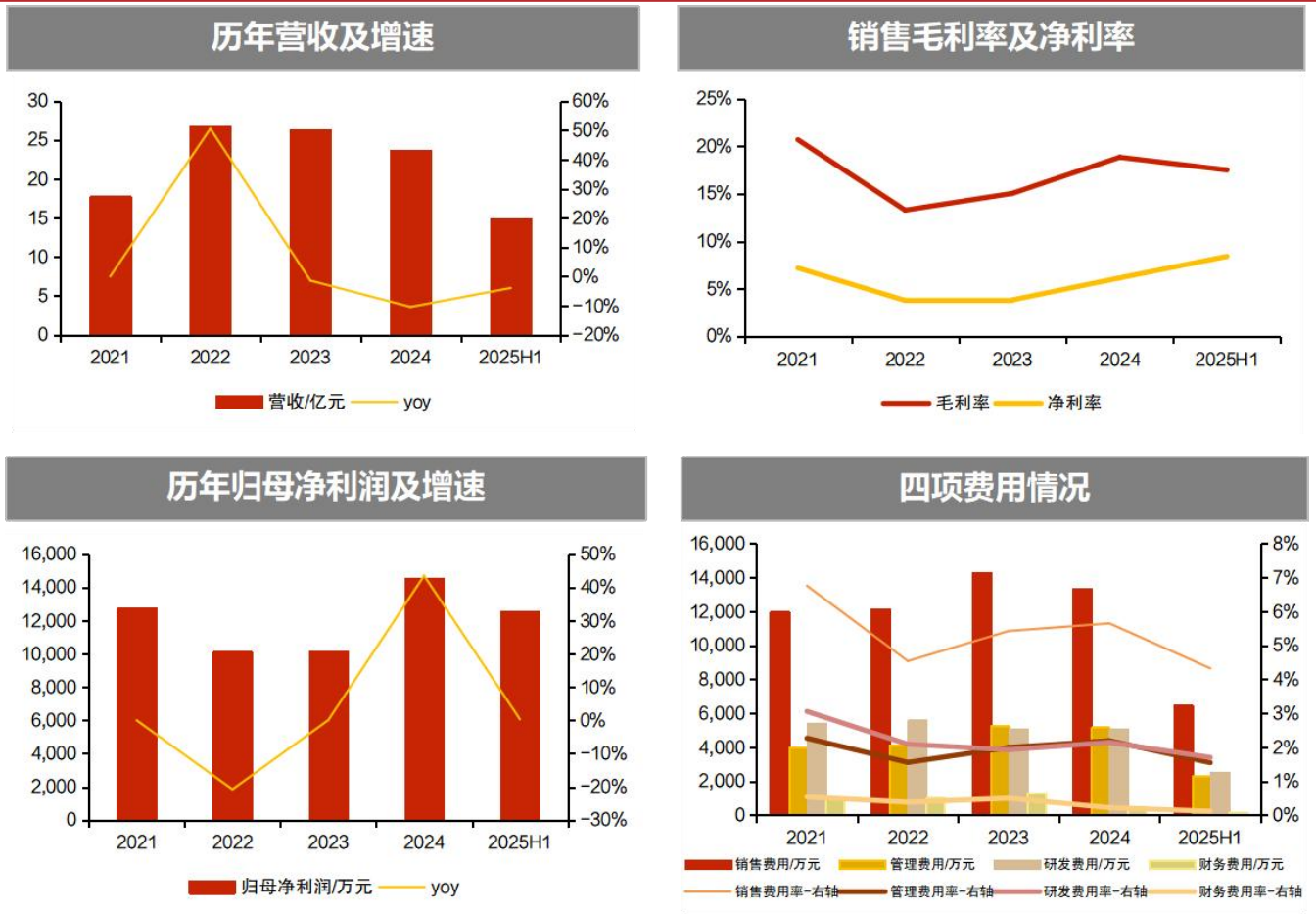
利润方面，公司归母净利润从 2021 年的 1.28 亿元上升至 2024 年的 1.45 亿元 (yoy+43.53%)，2021-2024 年年均复合增长率为 4.41%。2025H1 公司归母净利润达 1.26 亿元，同比增长 0.32%。

盈利能力方面，2021-2025H1 公司销售毛利率分别为 20.67%、13.27%、15.04%、18.83% 和 17.49%。

成本管控方面，2021-2025H1 期间费用率分别为 12.62%、8.57%、9.85%、10.21%和 7.69%，2022-2024 年销售费用率持续上升，一方面系受早期不可抗力因素影响，商业活动受限，2022 年度营销活动开支较少；另一方面公司收入规模随产品原料价格下行有所缩减，进一步导致销售费用率上升。2025H1，公司销售费用率较低，主要系受产品销售季节性、销售推广活动节奏影响。

公司预计 2025 年度实现营业收入 220,000 万元至 240,000 万元，同比-6.91%~1.56%；实现净利润 14,000 万元至 16,000 万元，同比-3.64%~10.13%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 13,500 万元至 15,500 万元，同比-4.81%~9.29%。

图表 9：公司 2021-2024 年归母净利润 CAGR 为 4.41%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 行业：亚洲占据全球肥料进出口主要份额，我国新型肥料快速增长

根据农大科技招股书，植物生长的营养元素有氮、磷、钾、硫、钙、镁等 16 种，其中氮、磷、钾为大量元素，因三种元素作物需要较多，又称为“肥料三要素”；硫、钙、镁为中量元素；其余为微量元素；不同营养元素间不能相互替代。依据化肥所含大量营养元素的数量不同，化肥可分为单质肥料和复合肥料。

图表 10：化肥可分为单质肥料和复合肥料

分类	细分种类	主要产品	主要功效
单质肥料（仅含一种可标明含量的营养元素的化肥）	氮肥	尿素、碳酸铵、硫酸铵、氯化铵等	促进植物光合作用、提高作物产量、改善作物品质
	磷肥	过磷酸钙、钙镁磷肥	促进作物花芽分化、具有催熟功效
	钾肥	氯化钾、硫酸钾等	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
复合肥料（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）	复合肥	复合肥产品种类繁多，市场较为分散	同时提供多种营养元素，有养分含量高、结构均匀、节省储运费用、施用人工和包装材料等特点

资料来源：农大科技招股书、华源证券研究所

参考农大科技招股书，根据化肥产品生产是否使用了新配方、新工艺、新材料/原料，是否与常规产品在形态、性能、功能等方面存在不同，化肥可分为普通肥料和新型肥料。

图表 11：新型肥料是能够显著增加肥效的肥料新品种

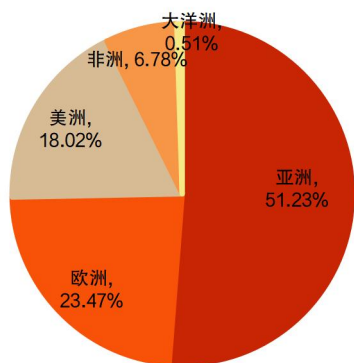
分类	具体品类	主要功效
普通肥料（单质肥及简单将单质肥通过掺混、造粒形成的复合肥）	氮肥、磷肥、钾肥、BB 肥等	为植物提供基本营养素，帮助作物补充各生长时期的营养元素，促进营养吸收、提升抗逆能力，提升作物产量和品质
新型肥料（采用了新配方、新材料、新技术制备的，能够显著增加肥效的肥料新品种）	腐植酸增效肥料、控释肥料、水溶肥料、微生物肥料、中微量元素肥料等	能够直接或间接地为作物提供必需的营养成分；调节土壤酸碱度，改良土壤结构，改善土壤理化性质和生物学性质；调节或改善作物的生长机制；改善肥料品质和性质或能提高肥料的利用率

资料来源：农大科技招股书、华源证券研究所

3.1. 全球：化肥市场生产格局较集中，需求量整体呈增长态势

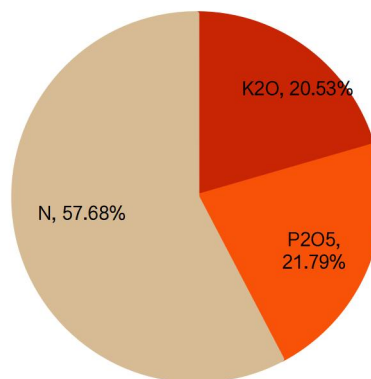
全球化肥市场生产格局较集中，不同地区具体品类有所差异。根据 FAO 数据及农大科技招股书，全球的化肥生产主要集中在亚洲、欧洲以及美洲等原料优势明显的地区，三地区占据全球化肥产量的 90% 以上。在以上三个地区的化肥生产中，以亚洲的中国、印度、巴基斯坦，美洲的美国、加拿大，欧洲的俄罗斯、白俄罗斯等为主要化肥生产国，各个地区对于化肥生产的种类略有不同。分肥料类型来看，2023 年全球氮（N）肥产量占比约 58%，其次是磷（ P_2O_5 ）肥和钾（ K_2O ）肥，产量占比在 20% 左右。

图表 12: 2023 年亚洲、欧洲、美洲三地区占全球化肥产量 90%+



资料来源: FAO、农大科技招股书、华源证券研究所

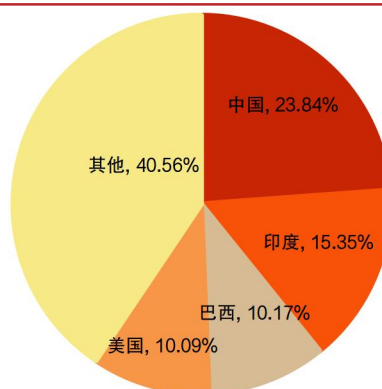
图表 13: 2023 年全球原料化肥结构中氮肥产量占比约 60%



资料来源: FAO、农大科技招股书、华源证券研究所

随着全球人口上升，全球肥料需求量也整体呈现增长态势。根据 IFA（国际肥料工业协会）数据及农大科技招股书，2018 年至 2020 年全球肥料需求规模持续上升并突破 2.00 亿吨，2021 年、2022 年肥料年消费量分别减少了近 3%、5%，主要系肥料价格负担能力较低所致，2023 年全球化肥消费增长超 5% 并达到近 2.00 亿吨，未来或将低速稳步增长，至 2029 年全球市场需求量或将达到 2.24 亿吨。从化肥行业区域结构看，中国、印度、巴西、美国四大农业生产国是全球化肥的主要使用国家，2023 年使用占比分别为 23.84%、15.35%、10.17%、10.09%，合计占全球化肥使用量的 60%。

图表 14: 2023 年中国、印度、巴西、美国四大农业生产国合计占全球化肥使用量的 60%

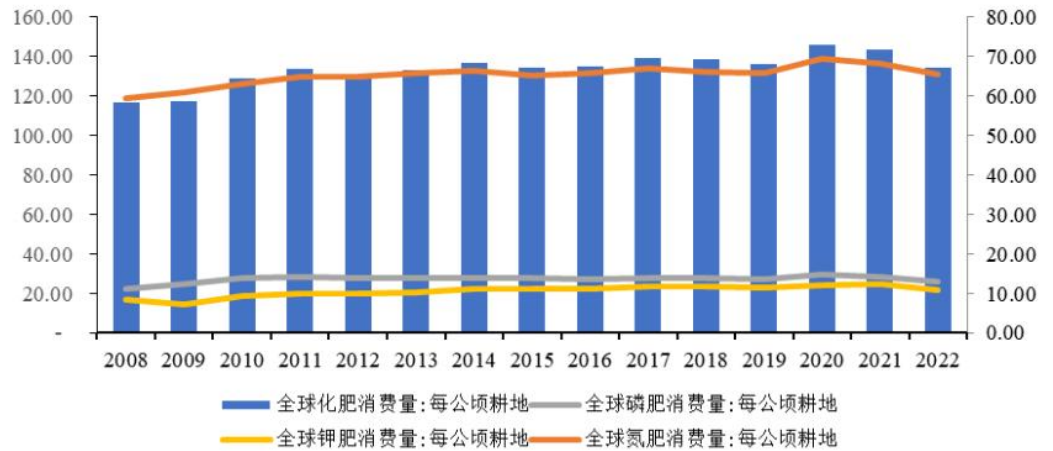


资料来源: IFA、农大科技招股书、华源证券研究所

根据农大科技招股书，随着全球人口的不断增加，人均耕地面积相应减少，新增人口增加粮食的需求就要通过增加土地的亩产来满足，施用养分利用率更高的复合肥是提高作物单位耕种面积产量的重要措施。根据世界银行的数据，世界平均化肥消费量近些年一直维持在 140kg/公顷上下。根据 FAO 的数据，每公顷耕地上实际施用的氮、磷、钾折纯量分别从 2008 年的 59.55kg、22.51kg、17.00kg，增长至 2022 年的 65.40kg、26.03kg、21.69kg，全球化肥产业持续朝“减肥增效”方向推进。近年来，国际用肥复合化率平均水平为 50%，农业发达国家用肥复合化率高达 80%，我国 2023 年用肥复合化率仅为 47.81%，尚不及国际平均水

平。通过科技创新大力发展新型肥料，积极推动肥料复合化率提升，对于提高我国肥料利用率、优化施肥结构、深入实施化肥减量行动、实现农业绿色可持续发展具有重要意义。

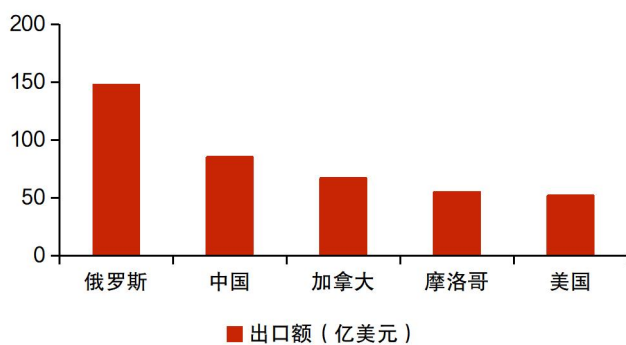
图表 15：2008-2022 年全球化肥施用情况（单位：Kg/公顷）



资料来源：世界银行、FAO、农大科技招股书、华源证券研究所
注：右轴为全球氮肥每公顷耕地消费量

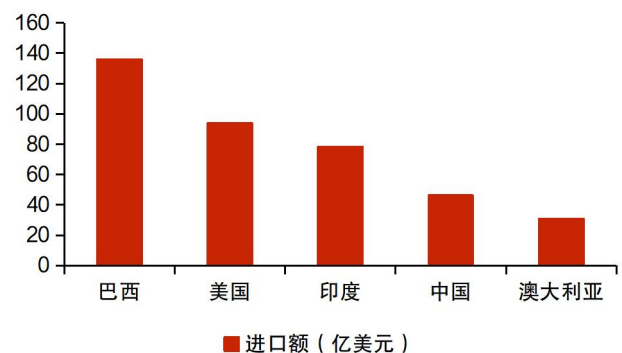
全球化肥贸易格局方面，根据 TradeMap 数据及农大科技招股书，2024 年化肥全球贸易出口总额为 851.81 亿美元，世界最大的化肥出口国是俄罗斯（147.45 亿美元），其次是中国（84.99 亿美元）、加拿大（66.80 亿美元）、摩洛哥（54.90 亿美元）和美国（51.72 亿美元）。分区域来看，欧洲和亚洲占据了全球肥料出口的主要份额。2024 年，化肥全球贸易进口总额为 933.57 亿美元，世界最大的化肥进口国是巴西（135.81 亿美元），其次是美国（93.72 亿美元）、印度（78.30 亿美元）、中国（46.15 亿美元）和澳大利亚（30.85 亿美元）。分区域来看，美洲和亚洲是最主要的肥料进口市场。

图表 16：2024 年欧洲和亚洲占据了全球肥料出口的主要份额



资料来源：TradeMap、农大科技招股书、华源证券研究所

图表 17：2024 年美洲和亚洲是最主要的肥料进口市场



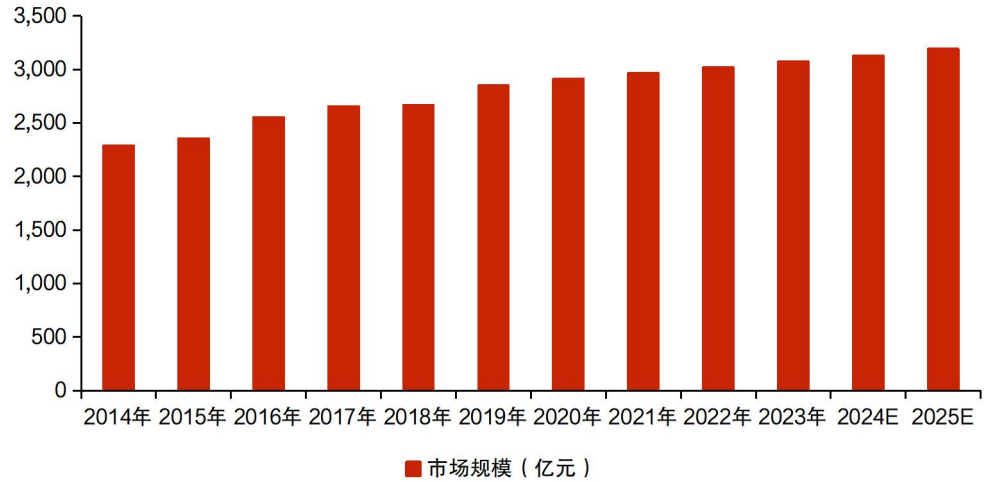
资料来源：TradeMap、农大科技招股书、华源证券研究所

3.2. 中国：新型肥料引领行业转型升级，我国化肥自给率较高

近年来，我国化肥市场规模持续扩张。根据农大科技招股书、Mordor Intelligence 信息，2015 年中国化肥市场规模为 2,352 亿元，2021 年市场规模已扩张到 2,964 亿元。2023 年，

中国化肥行业的市场规模约为 3,072.32 亿元，并呈现稳步增长趋势。Mordor Intelligence 预计至 2025 年市场规模达到 3,191 亿元，2021 年至 2025 年的年均复合增长率为 1.8%。

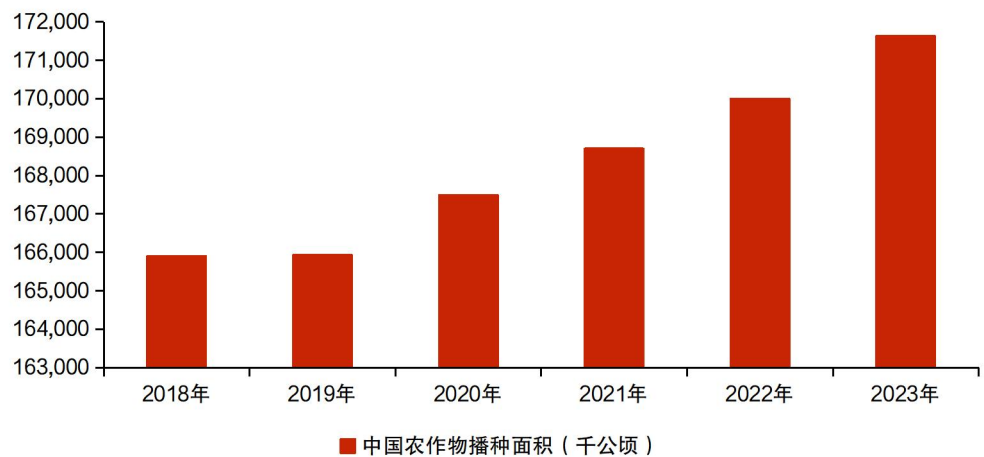
图表 18：2023 年中国化肥行业的市场规模约为 3,072.32 亿元，并呈现稳步增长趋势



资料来源：Mordor Intelligence、农大科技招股书、华源证券研究所

我国新型肥料快速增长，引领行业转型升级。为促进农业的可持续发展，我国政府一直致力于推广高效、环保的肥料。根据国家统计局数据及农大科技招股书，2023 年我国农作物播种面积 171,624.47 千公顷，较上年增长 0.95%，农作物的复种指数约为 134%，其中粮食播种面积占比 69.32%。由于我国耕地面积有限，提高农作物产量需要增加肥料的使用。随着在种植作物时对肥料的需求量增大，具有多项优点的新型肥料的需求或将随之扩大。

图表 19：2023 年我国农作物播种面积 171,624.47 千公顷，同比+0.95%

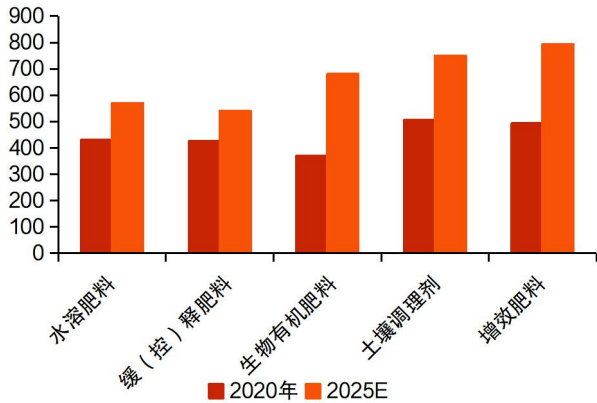


资料来源：国家统计局、农大科技招股书、华源证券研究所

根据中国化工信息中心数据及农大科技招股书，2016-2020 年，中国新型肥料消费量复合增长率约为 10%，预计未来五年新型肥料行业消费或以年均 9% 的速度快速增长，2020 年新型肥料消费量已占肥料总消费量的 20%，随着“减肥增效、绿色发展”的政策导向和“生态文明”的绿色农业目标的推进，农业生产将对肥料的质量、形态、养分含量、成分、健康

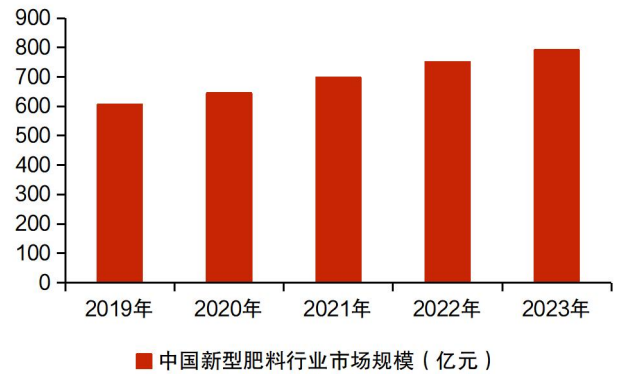
安全、生态环保、科学施用等方面不断提出更高的要求，新型肥料占比或将持续提升。根据智研瞻产业研究院发布《2024-2030年中国新型肥料行业市场运行现状及投资战略研究报告》，2023年中国新型肥料行业市场规模约为790.78亿元。

图表 20：2025 年中国新型肥料产量预测（单位：万吨）



资料来源：中国化工信息中心、农大科技招股书、华源证券研究所

图表 21：2023 年中国新型肥料行业市场规模约为 790.78 亿元



资料来源：智研瞻产业研究院、农大科技招股书、华源证券研究所

根据农大科技招股书，化肥产品价格受国际政治经济环境影响较大，存在较大波动。2020年以来外部错综复杂的经济环境对化肥生产、运输、销售都造成了较大影响。同时，受地缘政治冲突和全球供应链危机下原材料及能源价格持续攀升影响，化肥价格大幅攀升。中国是全球最大的化肥生产国和消费国，化肥自给率逐步提升。根据国家统计局数据，2023年我国农用氮、磷、钾化肥产量达5,683.83万吨，2024年上升至6,006.10万吨。2023年我国氮肥、磷肥自给率接近100%，但钾肥自给率较低。复合肥的销售受运输半径及运费成本的影响，其销售具有一定的区域性，我国复合肥自给率常年在93%以上。

图表 22：我国复合肥自给率常年在 93% 以上

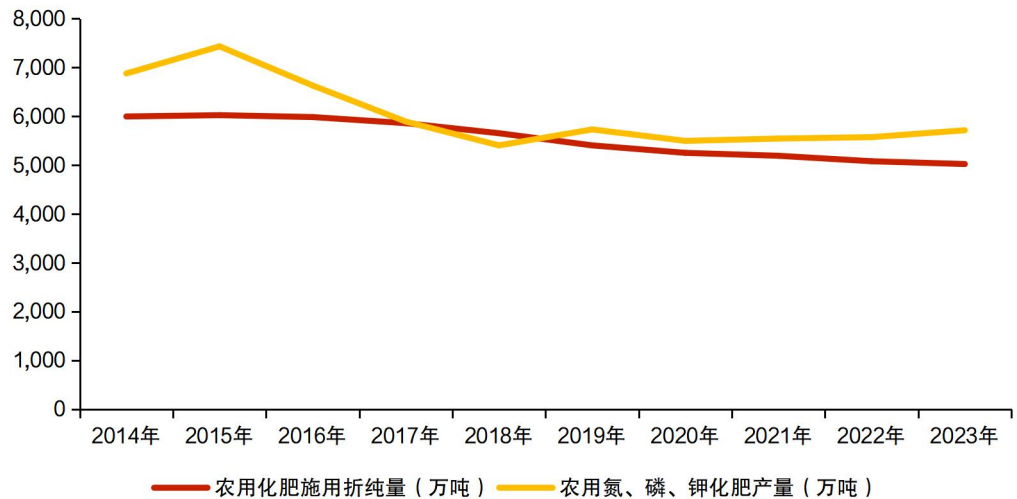


资料来源：海关总署、国家统计局、农大科技招股书、华源证券研究所

原料化肥生产是能源资源消耗高、环境影响大、碳排放总量大的行业。参考农大科技招股书，为实现经济绿色可持续发展目标，2021年10月15日起，我国对部分原料化肥出口开

始实行法检政策，氮肥、磷肥出口量下降较多，这对于保障国内原料化肥价格稳定和市场供应起到较大帮助，部分中小企业面临订单不足和亏损风险，高耗能的落后产能或将进一步出清，行业整体规模增长恢复理性。参考国家统计局数据及农大科技招股书，早期我国化肥行业农用化肥施用量显著低于农用氮、磷、钾化肥产量，随着落后产能逐步出清，过剩产能差距自 2015 年开始减少，并在 2018 年出现供不应求的局面。2019 年至今，我国农用氮、磷、钾化肥产量规模趋于平稳，略高于化肥施用需求，呈现稳定的发展水平及合理的供销结构。

图表 23：我国化肥行业过剩产能差距自 2015 年开始减少，在 2018 年供不应求



资料来源：国家统计局、农大科技招股书、华源证券研究所

复合肥行业整体企业数量众多，行业集中度较低。根据中国磷复肥工业协会统计，目前全国持有生产许可证的复合肥企业有 3,000 余家且多数企业规模较小，产品同质化严重，市场竞争激烈。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，行业已经演变为技术和产品创新、产品质量、营销网络和服务、产业链完整程度等全方位的竞争。经过多年的发展，公司已经构建了新型肥料研发、生产、销售和技术服务的产业链，在新型肥料行业取得了相对领先的市场地位。

3.3. 可比公司：主要包括史丹利、芭田股份等

农大科技主要可比公司包括史丹利、芭田股份、新洋丰、红四方和汉和生物。史丹利主要从事复合肥料的研发、生产、销售以及提供农化服务，主要销售地区为华东、东北地区；芭田股份主要从事复合肥研发、生产和销售，并沿着复合肥产业链深度开发拓展，形成复合肥及磷化工等协同发展的产业格局，主要销售地区为华南、西南、华北和华东地区；新洋丰专注于磷肥、复合肥的生产与销售，主要销售地区为华南、华北和南方地区；红四方专业从事复合肥和氮肥产品研发、生产、销售和服务，主要销售地区为华东、华中和东北地区；汉和生物主要从事新型绿色功能型肥料产品，主要销售地区为华南、西南、华东和西北地区。

图表 24：农大科技主要可比公司包括史丹利、芭田股份等

公司名称	公司介绍
史丹利	成立于 1998 年，是一家专业从事复合肥生产及销售、粮食收储、农业信息咨询、农业技术推广、农资贸易等在内的综合农业服务商。史丹利现有复合肥产能 590 万吨/年，农用级磷酸一铵产能 100 万吨/年，工业级磷酸一铵产能 15 万吨/年，精制磷酸产能 10 万吨/年，磷酸铁产能 5 万吨/年。公司分别在山东省临沭县、山东省平原县、吉林省扶余市等 9 省建设了生产基地
芭田股份	成立于 1990 年，公司属于全国性的专业复合肥主要生产厂商之一。芭田股份现有复合肥产能 191 万吨/年，硝酸磷肥产能 30 万吨/年，硝酸铵钙 15 万吨/年，硝酸 27 万吨/年，磷精矿 120 万吨/年，磷矿石 200 万吨/年；公司在贵州、贵港、徐州、北京、深圳等多个省市拥有生产基地
新洋丰	成立于 1986 年，主营业务为磷复肥、新型肥料、磷酸铁、磷石膏产品的研发、生产和销售，以及现代农业产业解决方案提供业务。公司现已形成“洋丰”、“澳特尔”、“力赛诺”和“乐开怀”四大品牌。新洋丰具有各类高浓度磷复肥产能 1,028 万吨/年，磷矿石产能 90 万吨/年，磷酸铁产能 5 万吨/年，配套生产硫酸 412 万吨/年、合成氨 30 万吨/年。公司在湖北荆门、湖北宜昌、湖北钟祥等 11 地建有大型生产基地
红四方	成立于 2012 年，公司专业从事复合肥和氮肥产品研发、生产、销售和服务的化肥生产企业。红四方产能为尿素 30 万吨/年、各类复合肥 250 万吨/年、水溶肥 5 万吨/年；公司目前在安徽合肥、湖南醴陵、湖北随州、吉林扶余建设有生产基地
汉和生物	成立于 2013 年，主要从事各类增值肥料、微生物菌剂、生物有机肥和其他复混肥料及与生物增效相关的系列微生物代谢物、酶制剂等生物制品的研发、生产、销售及配套服务。汉和生物现有水溶肥生产线 1.2 万吨/年、挤压线 1.5 万吨/年、液体肥生产线 1 万吨/年、灌装线 1 万吨/年、生物菌及生物制品生产线 0.26 万吨/年和 C 厂发酵线（1 期）0.7 万吨/年的生产能力

资料来源：农大科技招股书、华源证券研究所 注：本表产能、基地情况数据均来自于 2026 年 1 月 16 日农大科技招股书

4. 申购建议：建议关注

公司在新型肥料行业取得了相对领先的市场地位，被评定为国家级“制造业单项冠军示范企业”。多年的实际运营经验使公司拥有了一套集技术研究、工艺研讨、成本优化、市场推广、产品迭代等为一体的全链条成熟产业化模式，未来或通过产能建设增强产品竞争力和扩大市场占有率。截至 2026 年 1 月 15 日，可比公司 PE TTM 均值达 13X，建议关注。

图表 25：可比公司 PE TTM 均值达 13X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元	2024 年毛利率	2024 年净利率	2024 年研发费用率
史丹利	002588.SZ	115.19	11.79	102.63	82,607.97	18.18%	7.95%	3.84%
芭田股份	002170.SZ	120.96	13.57	33.13	40,913.81	27.66%	12.38%	1.02%
新洋丰	000902.SZ	199.63	12.67	155.63	131,498.57	15.64%	8.48%	1.57%
	均值	145.26	12.67					
	中值	120.96	12.67					
农大科技	920159.BJ	-	-	23.63	14,528.27	18.83%	6.15%	2.15%

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：数据截至 2026/1/15

5. 风险提示

市场竞争风险：复合肥行业整体企业数量众多，行业集中度较低。根据中国磷复肥工业协会统计，目前全国持有生产许可证的复合肥企业有 3,000 余家且多数企业规模较小，产品同质化严重，市场竞争激烈。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，行业已经演变为技术和产品创新、产品质量、营销网络和服务、产业链完整程度等全方位的竞争。尽管公司高度重视产品的持续研发创新和质量管控，但如果公司不能持续提供满足客户需求的优质产品，销售服务体系不随市场变化做出相应调整完善，则公司可能存在因市场竞争而导致持续盈利能力受到不利影响的风险。如果公司不能够在技术创新、新产品开发、工艺优化、销售和服务网络建设等方面持续保持领先优势，公司将面临保持市场份额及产品价格的竞争风险。

税收优惠政策变化风险：公司自 2012 年起即连续被认定为国家级高新技术企业，并于 2024 年再次通过复审。根据高新技术企业的相关税收优惠政策，公司可享受减按 15% 的所得税税率缴纳企业所得税。若公司未来不能持续符合高新技术企业的相关标准，或国家针对高新技术企业的税收优惠政策作出调整，则无法继续享受企业所得税优惠税率。如果未来国家对上述税收优惠政策作出调整，将会增加公司的税负成本，进而对公司利润水平造成影响。

主要原材料价格波动的风险：天然气、煤炭是尿素生产中的主要成本组成部分，其价格与国际天然气、煤炭价格高度相关；磷肥的价格主要受磷矿石及硫磺资源的制约；钾元素的基础肥料为氯化钾，我国钾肥产能有限，部分通过进口满足，因此钾肥价格受国际市场影响较大。受全球能源供应、地缘冲突以及供需关系等多重因素的影响，全球大宗原料市场波动剧烈，我国化肥生产企业原料成本波动加剧，经营风险有所提高。若未来原材料价格大幅度波动，而公司未能对产供销有效协同管理，则公司将会面临因原材料价格波动带来的毛利率下降或存货减值的风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。