

信义山证汇通天下

证券研究报告

农大科技（920159 BJ）

新型肥料领域的“制造业单项冠军示范企业”

2026 年 1 月 27 日

公司研究/新股覆盖研究

市场数据：

收盘价（元/股）：	-
总股本（亿股）：	0.60
流通股本（亿股）：	-
流通市值（亿元）：	-

基础数据：2025 年 9 月 30 日

每股净资产（元/股）：	11.85
每股资本公积（元/股）：	3.68
每股未分配利润（元/股）：	6.75

资料来源：wind

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

投资要点：

➤ 农大科技专注于新型肥料及其中间体的研发、生产、销售与技术服务，以自有知识产权的腐植酸活化、包膜控释等核心技术为支撑，打造腐植酸增效肥料、控释肥料等丰富产品体系。2020-2022 年包膜尿素产销量行业第一，腐植酸复合肥料产销量行业第二，自 2018 年起连续获评国家级“制造业单项冠军示范企业”。核心产品依托可降解材料、双流体喷涂技术实现突破，兼具多重功效。客户覆盖多元主体，中间体供应云天化等头部企业，以技术创新与全产业链服务，带动行业绿色转型，稳居新型肥料领域领先地位。

➤ 肥料业在全球范围内发展潜力可观，新型肥料将引领行业绿色高质量转型。肥料行业是农业生产核心支柱，涵盖传统化肥与新型肥料两大板块，新型肥料为行业升级关键方向。全球市场中，化肥产销集中于亚欧美及四大农业国，2024 年新型肥料市场规模达 433.5 亿美元，预计 2030 年增至 617.7 亿美元，发展潜力可观。国内行业处于转型期，在政策驱动下新型肥料快速崛起，2023 年市场规模约 790.78 亿元，复合化率与利用率稳步提升。行业技术融合多学科，呈自动化、精准化、绿色化趋势，存在多重壁垒，兼具区域性、季节性特征，新型肥料将引领行业绿色高质量转型。

➤ 公司在技术研发、产品质量和市场拓展方面具有显著优势。在新型肥料领域综合实力稳居行业前列。研发与产业化根基深厚，依托多学科复合型人才团队、多项国家级技术平台及丰富专利与重磅科技奖项，形成从研发到迭代的全链条成熟模式。作为细分龙头，其包膜尿素产销量稳居行业第一，牵头制定多项国家及行业标准，积累众多品牌荣誉且获全产业链广泛认可。市场端创新“示范观摩+三级推广”模式，融合新媒体与技术服务精准触达终端；率先以大数据平台赋能农业，搭建成熟智能化服务体系。同时立足黄淮海核心产区，布局多区域生产基地，凭借规模产能实现成本控制与高效交付，持续强化核心竞争力。

估值分析和投资建议：公司 2022-2025H1 年分别实现营业收入 26.76 亿元、26.37 亿元、23.63 亿元和 14.95 亿元，略有波动，同比增速分别为 50.56%、-1.43%、-10.40%、-3.95%。公司 2022-2025H1 年，归母净利润分别为 1.01 亿元、1.01 亿元、1.45 亿元、1.26 亿元，同比增长-20.75%、0.06%、43.53%、0.32%。可比公司史丹利、芭田股份、新洋丰、汉和生物 2024 年 PE 分别为 14.71、30.70、15.98、39.09 倍，均值为 25.12 倍。公司发行后股本为 7600.00 万股，发行价 25.00 元/股对应发行后市值为 19.00 亿元，对应 2024 年市盈率为 13.08 倍，相较于可比具备一定的折价。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示：主要原材料价格波动的风险；存货跌价的风险；毛利率波动的风险；应收账款回收的风险；市场竞争风险；业绩波动风险；部分房产及构筑物未取得不动产权证书的风险；主要资产被抵（质）押的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021	2022	2023	2024
营业收入(百万元)	1,777.14	2,675.60	2,637.42	2,363.19
YoY(%)		50.56	-1.43	-10.40
净利润(百万元)	127.65	101.16	101.22	145.28
YoY(%)		-20.75	0.06	43.53
毛利率(%)	20.67	13.27	15.04	18.83
EPS(摊薄/元)	1.68	1.33	1.33	1.91
ROE(%)	38.46	35.76	27.42	29.45
净利率(%)	7.18	3.78	3.84	6.15

资料来源：wind，山西证券研究所

目录

1. 估值分析.....	4
2. 农大科技：新型肥料领域的技术领航者.....	6
3. 募集资金运用情况.....	10
4. 风险提示.....	11

图表目录

图 1： 可比公司营收情况（亿元）	5
图 2： 可比公司归母净利润情况（万元）	5
图 3： 可比公司毛利率情况比较.....	5
图 4： 2019-2023 年中国新型肥料行业市场规模（亿元）	7
图 5： 公司股权结构（发行前）	8
图 6： 公司收入构成（按品类，万元）	8
图 7： 公司收入构成(按区域，外到内 2021-2024).....	8
图 8： 公司营业总收入情况（万元）	9
图 9： 公司归母净利润情况（万元）	9
图 10： 公司毛利率净利率情况.....	10
表 1： 公司可比公司情况.....	4
表 2： 可比公司估值比较（2026-1-20）	6
表 3： 募集资金投资项目（万元）	10

1. 估值分析

公司主要产品为新型肥料及新型肥料中间体，选取主营业务相似的史丹利、芭田股份、新洋丰、红四方、汉和生物作为可比公司。

表 1：公司可比公司情况

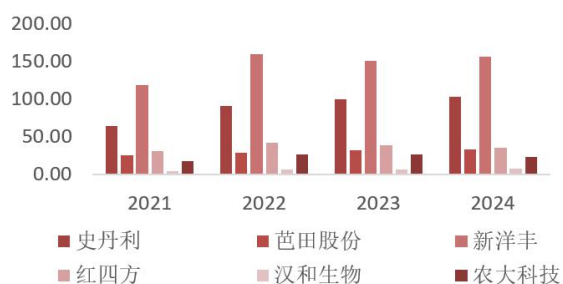
公司名称	经营情况	销售地区	市场地位
史丹利	主要从事复合肥料的研究、生产、销售以及提供农化服务	主要销售地区为华东、东北地区，2022 年至 2025 年 1-6 月，上述地区收入合计占比约 50%	“三安”复合肥成为国内复合肥市场单品牌销量领先的产品之一
芭田股份	主要从事复合肥研发、生产和销售，并沿着复合肥产业链深度开发拓展，形成复合肥及磷化工等协同发展的产业格局，主要产品包括新型复合肥、硝酸磷肥、硝酸、磷矿石等	主要销售地区为华南、西南、华北和华东地区，2022 年至 2025 年 1-6 月，上述地区收入合计占比 90%以上	属于全国性的专业复合肥主要生产厂商之一，是国内复合肥行业第一家上市公司
新洋丰	专注于磷肥、复合肥的生产和销售	主要销售地区为华南、华北和南方地区，2022 年至 2025 年 1-6 月，上述地区收入合计占比约 70%	是磷复肥行业龙头企业，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
红四方	是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	主要销售地区为华东、华中和东北地区，2022 年至 2023 年，上述地区收入合计占比 75%以上。2024 年及 2025 年 1-6 月分地区收入未披露	根据中国磷复肥工业协会统计数据，2022 年、2023 年和 2024 年，复合肥产销量行业排名分别为第 11 位、第 10 位和第 10 位，位列全国复合肥行业前列
汉和生物	主要从事新型绿色功能型肥料产品，包括各类增值肥料、微生物菌剂、有机肥、生物有机肥和其他复混肥料及与肥料增效相关的系列微生物、酶制剂和微生物代谢物等生物制品的研发、生产、销售及配套服务	主要销售地区为华南、西南、华东和西北地区，2023 年和 2024 年上述地区收入合计占比约 90%	国家高新技术企业、国家知识产权优势企业、广西瞪羚企业
农大科技	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	主要销售地区为境内，境内销售收入占比报告期各期超过 98%。境内主要销售地区为华东、华北及东北地区	国家高新技术企业、国家知识产权示范企业、国家级制造业单项冠军示范企业、国家级绿色工厂。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”

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

农大科技营收规模不大，具备一定成长性。农大科技 2024 年实现营业收入 23.63 亿元，近三年复合增速为 9.97%，增速处于行业中下游；公司 2024 年实现归母净利润 14,528.27 万元，

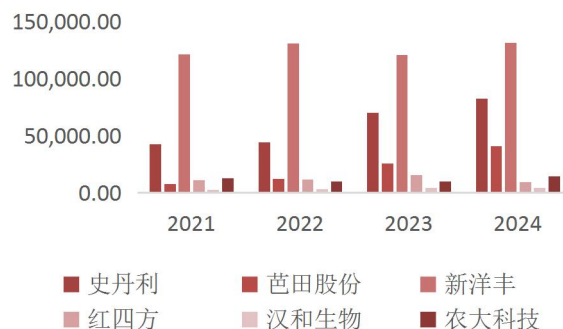
低于史丹利、芭田股份和新洋丰，近三年复合增速为 4.41%，增速处于行业中下游。

图 1：可比公司营收情况（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

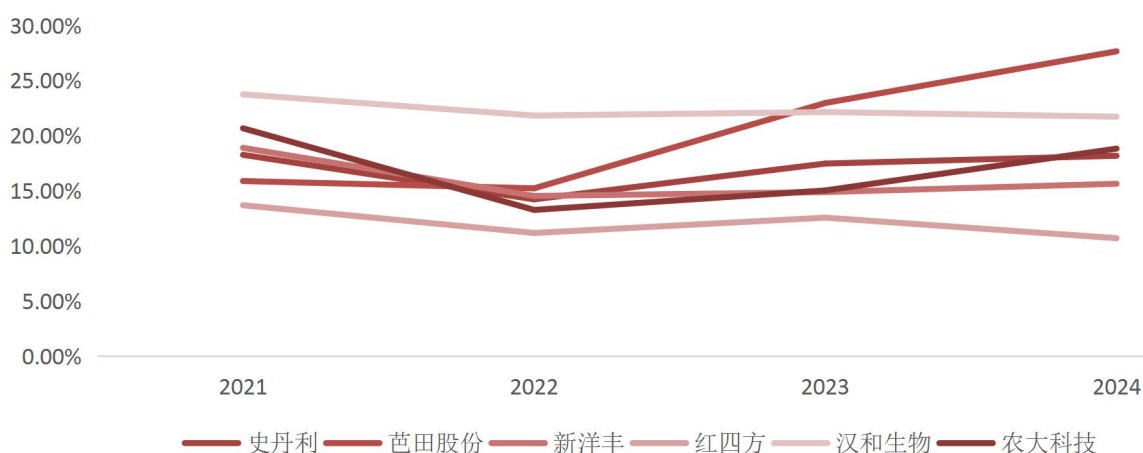
图 2：可比公司归母净利润情况（万元）



资料来源：wind，山西证券研究所

2024 年公司综合毛利率低于芭田股份和汉和生物，高于红四方，与史丹利和新洋丰较为接近，略高于行业平均。除 2024 年度外，公司综合毛利率略低于可比公司，主要原因系公司主营业务中新型肥料中间体占比超过 10%，其主要销售客户群体为同业生产商，毛利率相对较低，从而降低了公司整体毛利率。2023 年以来，芭田股份毛利率上升主要系其毛利率较高的磷矿石产品收入大幅增加所致；汉和生物的主要产品以毛利率较高的微生物肥料为主，其毛利率整体略高于公司，具有一定的合理性；红四方主要产品构成为氮肥产品及普通肥料，新型肥料占比较低，其毛利率略低于公司，具有一定的合理性。

图 3：可比公司毛利率情况比较



资料来源：wind，山西证券研究所

可比公司史丹利、芭田股份、新洋丰、汉和生物 2024 年 PE 分别为 14.71、30.70、15.98、39.09 倍，均值为 25.12 倍。公司发行后股本为 7600.00 万股，发行价 25.00 元/股对应发行后市值为 19.00 亿元，对应 2024 年市盈率为 13.08 倍，相较于可比具备一定的折价。

表 2：可比公司估值比较（2026-1-20）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE			
			2021	2022	2023	2024
002588.SZ	史丹利	121.52	28.58	27.56	17.34	14.71
002170.SZ	芭田股份	125.60	155.48	103.62	48.41	30.70
000902.SZ	新洋丰	210.17	17.37	16.05	17.42	15.98
603395.SH	红四方	82.19	74.17	68.91	51.90	88.21
873757.NQ	汉和生物	16.84	61.75	55.20	40.36	39.09
均值（剔除异常）			68.90	54.04	35.09	25.12
920159.BJ	农大科技	19.00	14.88	18.78	18.77	13.08

资料来源：wind，山西证券研究所

2. 农大科技：新型肥料领域的技术领航者

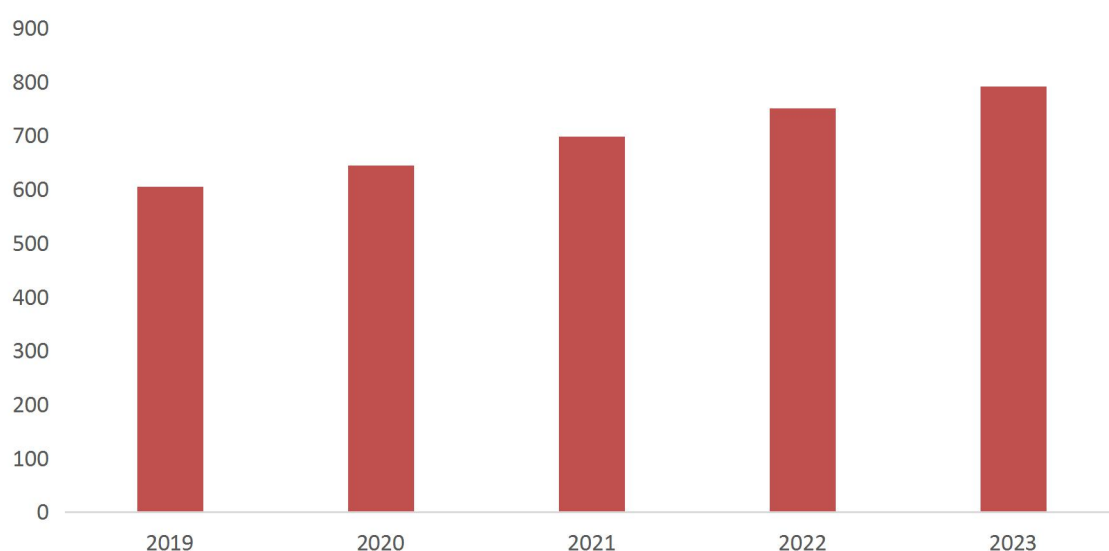
农大科技主营业务为新型肥料及新型肥料中间体的研发、生产、销售与技术服务。凭借自有知识产权的腐植酸活化、包膜控释等核心技术，构建起腐植酸增效肥料、控释肥料、水溶肥料及包膜尿素等丰富的产品体系，具备一定的市场影响力，2020-2022 年包膜尿素产销量位居行业第一、腐植酸复合肥料产销量位居行业第二，自 2018 年起连续获评国家级“制造业单项冠军示范企业”；公司深耕行业多年，以技术创新推动产品升级，核心产品依托可降解包膜材料、双流体喷涂等技术实现性能突破，兼具节肥、改土等多重功效。公司客户包括品牌农资生产企业、中国邮政、政府客户、农资流通客户以及广大种植户，公司新型肥料中间体推广应用到了云天化、美盛农资、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。

公司在新型肥料领域构建了以研发创新为核心、多维度协同的全方位综合竞争优势，凭借技术壁垒与产业化能力筑牢行业领先地位。公司依托多学科交叉的高端人才团队，搭建土肥高效利用国家工程研究中心等国家级平台，手握 45 项发明专利及国家技术发明奖二等奖等重磅成果，形成从研发到推广迭代的成熟全链条产业化模式。作为细分领域龙头，其包膜尿素产

销量稳居行业第一，牵头制定多项标准，品牌获全产业链认可。通过“示范观摩+三级推广”模式及新媒体矩阵融合技术服务，以大数据平台赋能精准农业，叠加黄淮海核心及多区域产能布局，实现成本控制与高效交付，强化综合竞争力。

肥料行业是保障农业生产的核心支柱产业，新型肥料是行业高质量转型的核心方向。其中新型肥料凭借功能拓展、形态更新、新材料应用、施用方式优化及间接供肥等特性，成为行业升级关键方向。从全球格局看，化肥消费集中于中、印、巴、美四大农业国，生产则以亚欧美原料优势地区为主，氮肥、磷肥、钾肥产销分布各有侧重，新型肥料市场规模增长势头强劲，2024 年达 433.5 亿美元，预计 2030 年将增至 617.7 亿美元，发达国家应用技术成熟，发展中国家潜力突出。国内行业历经起步、发展、转型三大阶段，在“减肥增效”“绿色农业”等政策驱动下，新型肥料快速崛起，2023 年市场规模约 790.78 亿元，化肥复合化率、利用率稳步提升，落后产能逐步出清，行业集中度提高，但钾肥自给率偏低，复合肥自给率保持较高水平。技术层面，行业技术融合多学科领域，发展趋势呈现生产装备自动化、配方精准化、工艺绿色低碳化特征；同时行业存在技术人才、品牌、营销网络、资金、资质多重壁垒，经营模式以经销为主，兼具区域性、季节性特征，无明显周期性波动。长远来看，新型肥料因契合粮食安全保障、绿色农业发展及“双碳”目标要求，成为引领行业高质量转型的核心方向。

图 4：2019-2023 年中国新型肥料行业市场规模（亿元）

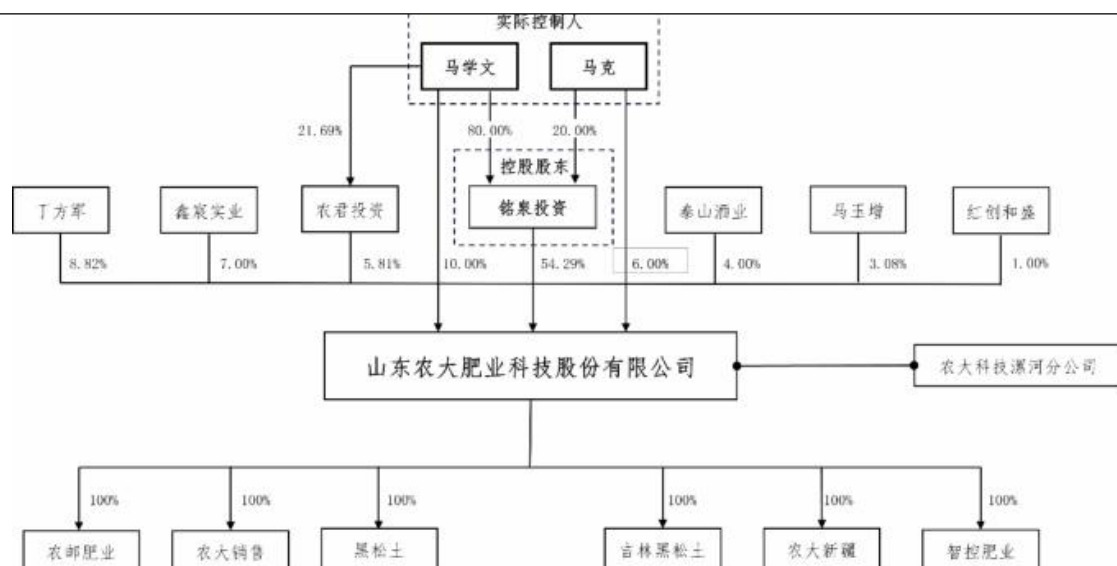


资料来源：智研瞻产业研究院，公司招股说明书，山西证券研究所

马学文和马克为公司的实际控制人。铭泉投资持有公司 3,257.56 万股，占公司股本总额的

54.29%，为公司的控股股东。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，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 5：公司股权结构（发行前）

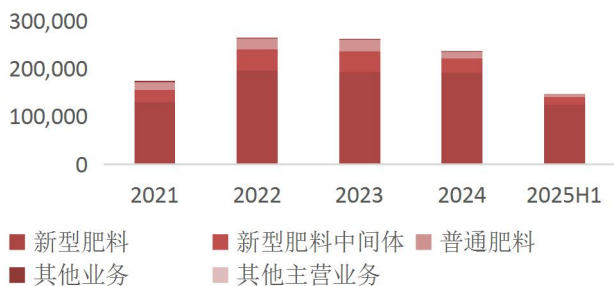


资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

新型肥料为公司主要的收入来源。2022-2025H1 公司主营业务收入分别为 26.50 亿元、26.18 亿元、23.55 亿元和 14.75 亿元，主营业务收入主要来源于新型肥料，收入分别为 19.68 亿元、19.39 亿元、19.24 亿元和 12.48 亿元，占当期主营业务收入的比例分别为 74.26%、74.06%、81.70%和 84.59%。公司主营业务收入主要来自中国大陆。公司销售收入主要来源于境内客户，境内销售收入分别为 26.06 亿元、25.86 亿元、23.32 亿元和 14.72 亿元，占各期主营业务收入的 98.33%、98.80%、99.02%和 99.77%。经过多年的业务积累和品牌沉淀，公司已在境内主要粮产区形成了较为稳定的销售客户群体。

图 6：公司收入构成（按品类，万元）

图 7：公司收入构成(按区域，外到内 2021-2024)



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

受原材料及下游影响，公司收波略有随着我国肥料产业结构的不断调整，新型肥料在市场中得到更多的认可，公司作为正处于成长阶段的中小企业，持续研发创新，提高核心产品竞争力，积极开拓市场。2023 年度，受大宗原材料价格的影响，公司主要产品销售均价较 2022 年度有所下滑，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 年度，在粮食市场价格疲软、主要原材料行情下行压力的持续影响下，公司主要产品销量及销售均价均较 2023 年度有所下滑，营业收入有所下降；2025 年 1-6 月，与上年同期相比公司产品销量保持基本稳定，与此同时，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。公司 2022-2025H1 年分别实现营业收入 26.76 亿元、26.37 亿元、23.63 亿元和 14.95 亿元，略有波动，同比增速分别为 50.56%、-1.43%、-10.40%、-3.95%。公司 2022-2025H1 年，归母净利润分别为 1.01 亿元、1.01 亿元、1.45 亿元、1.26 亿元，同比增长-20.75%、0.06%、43.53%、0.32%。

图 8：公司营业总收入情况（万元）

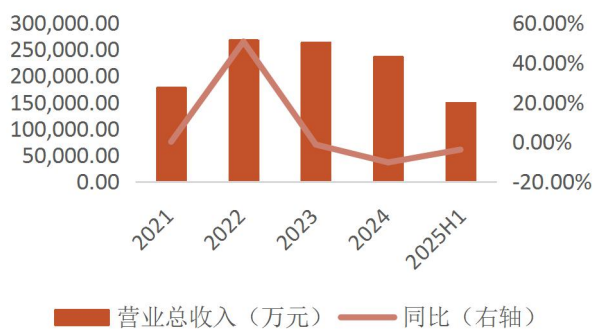
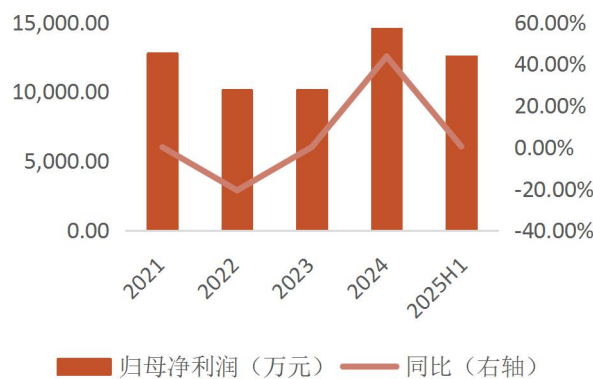


图 9：公司归母净利润情况（万元）

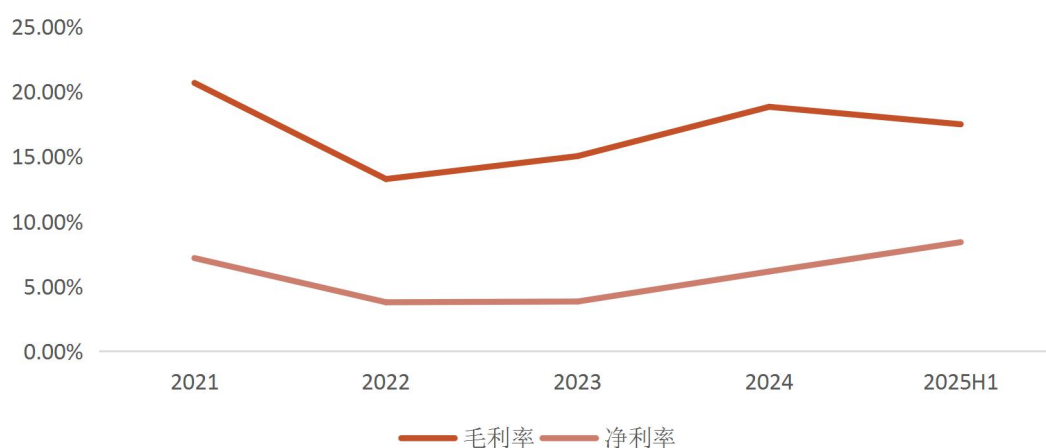


资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

受原料价格影响，公司毛利率呈现波动状态。2022-2025H1 公司综合毛利率分别为 13.27%、15.04%、18.83%和 17.49%，公司主营业务毛利率分别为 13.04%、14.75%、18.69%和 17.38%，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。公司营业成本中直接材料占比 90%以上，主要原材料包括氮肥、磷肥、钾肥等，上述原材料价格波动直接影响到公司的生产成本。

图 10：公司毛利率净利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

3. 募集资金运用情况

公司本次以 25.00 元/股的价格，公开发行股票数量为 1,600.00 万股，募集资金用于“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项目”、“补充流动资金”。

表 3：募集资金投资项目（万元）

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金使用金额
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

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金使用金额
3	环保低碳生物研发中心项目	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：公司招股说明书，山西证券研究所

年产 30 万吨腐植酸智能高塔复合肥项目：项目拟通过建设，构建高效、自动化的复合肥生产线，生产高品质腐植酸高塔复合肥，满足市场需求。项目建设期拟定为 1 年，总投资规模 20,126.52 万元，总占地面积 13,680.00 m²。

年产 15 万吨生物肥生产线建设项目：项目利用公司现有生产场区，购置先进生产线设备，依托公司现有技术及人才优势，进行生物有机肥、菌种肥及增效剂的规模化生产。项目建成后，可进一步丰富产品结构，有助于推动我国生物肥行业快速发展及农业施肥结构优化。项目实施主体为农大科技，项目建设期 12 个月，总投资为 11,003.20 万元。

环保低碳生物研发中心项目：项目旨在促进新型肥料产品和助剂的研发、产业化生产；推进技术推广服务网络建设、产业高水平人才培养，打造国家高水平的研发平台。项目的实施可有效促进公司农业技术的推广及实施，提高农业生产以及经济效益，以农业科技赋能农业发展和乡村振兴，推动农业一二三产业融合发展，推进农业高质高效，助力乡村振兴。项目由农大科技负责实施，项目建设期 12 个月，计划总投资 6,122.04 万元。

4. 风险提示

主要原材料价格波动的风险；存货跌价的风险；毛利率波动的风险；应收账款回收的风险；市场竞争风险；业绩波动风险；部分房产及构筑物未取得不动产权证书的风险；主要资产被抵押（质）押的风险

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

