

复合肥销量及结构持续提升，经营韧性凸显

核心观点

- 复合肥销量增长和结构提升保障业绩韧性：**公司 2025 年复合肥销量持续增长，且新型复合肥销量增速快于常规复合肥。其中常规复合肥销量 305 万吨，同比增长 2.5%，新型复合肥销量 160 万吨，同比增长 15.7%。新型复合肥收入占比持续提升，推动公司收入增长及毛利率改善。2025 年公司实现营业收入 180.5 亿元，同比增长 16.0%；实现归母净利润 16.1 亿元，同比增长 22.6%。进入 2026 年，公司一季度复合肥整体也实现了约 10% 的销量增速，其中常规肥销量增速 7.5%，新型肥销量增速 14.7%。复合肥业务的稳健增长也部分对冲了去年以来硫磺价格的大幅提升压力，公司 2026 年一季度实现营业收入 55.0 亿元，同比增长 17.8%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比小幅下滑 3.1%。
- 看好公司未来盈利增长的可持续性：**我们在前期行业深度报告《复合肥龙头现金牛属性有望持续增强》中有所分析，看好以公司为代表的复合肥龙头企业盈利增长的可持续性，背后是龙头公司竞争力的持续增强。销量方面，头部企业品牌粘性增强支撑销量增长。龙头企业的品牌粘性来源于降低渠道和农户内心的不确定性的能力，核心就是能够实现利益绑定和互利互荣，在上游原材料和终端粮食价格波动的背景下能让渠道和农民赚到钱。这一点就依赖于企业的资金实力、成本控制及综合保障能力等，相对于中小型企业，龙头企业这方面比较优势突出，也带来了近几年行业 CR3 不断提升。吨利方面，一体化布局持续完善提升产品盈利能力。近年来在上游大宗原料的剧烈波动催化下，企业加大了上游一体化的建设，从复合肥到单质肥到矿产资源的布局在逐步增强；另一方面企业也在加强终端产品差异化和农业服务能力的提升以提高产品溢价空间。龙头企业一体化的持续完善将进一步提升其可持续发展的盈利能力，也将对龙头的品牌粘性形成正反馈。我们看好公司在当前外部环境波动背景下，自身竞争力提升带来的增长稳定性。

盈利预测与投资建议

- 由于关键原材料和产品出现了较大波动，我们调整 26-28 年公司归母净利润预测为 18.02、21.11、23.43 亿元（原 26-27 年预测 18.59、21.35 亿元），按照可比公司 26 年 13 倍市盈率，给予目标价 18.72 元并维持买入评级。

风险提示

- 产品和原材料价格波动；宏观经济下行风险；新项目进展不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,563	18,048	21,090	22,511	23,966
同比增长(%)	3.1%	16.0%	16.9%	6.7%	6.5%
营业利润(百万元)	1,590	2,022	2,208	2,586	2,870
同比增长(%)	11.8%	27.2%	9.2%	17.1%	11.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,315	1,612	1,802	2,111	2,343
同比增长(%)	9.0%	22.6%	11.8%	17.1%	11.0%
每股收益(元)	1.05	1.28	1.44	1.68	1.87
毛利率(%)	15.6%	17.4%	16.3%	17.1%	17.5%
净利率(%)	8.4%	8.9%	8.5%	9.4%	9.8%
净资产收益率(%)	13.0%	14.4%	14.3%	14.9%	14.5%
市盈率	14.6	11.9	10.7	9.1	8.2
市净率	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年05月08日）	15.71元
目标价格	18.72元
52周最高价/最低价	19.45/12.99元
总股本/流通A股（万股）	125,473/114,278
A股市值（百万元）	19,712
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年05月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	3.08	-1.32	-5.65	19.53
相对表现%	1.74	-7.33	-10.57	-6.92
沪深300%	1.34	6.01	4.92	26.45



证券分析师

万里扬 执业证书编号：S0860519090003
wanliyang@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

上半年业绩同比增长，产品结构提升亮眼 2025-08-17
行业景气回暖，复合肥有望实现量利齐升 2024-07-16

表 1：可比公司估值（截至 2026/5/8）

可比公司	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
国光股份	12.62	0.67	0.85	0.95	0.98	18.85	14.89	13.35	12.82
兴发集团	32.18	1.24	1.84	2.17	2.46	25.92	17.46	14.82	13.06
云图控股	15.09	0.68	1.04	1.31	1.57	22.04	14.52	11.50	9.60
川恒股份	35.30	2.08	2.57	2.98	3.56	16.97	13.73	11.83	9.91
中农立华	13.64	0.94	1.30	1.52	1.75	14.52	10.45	8.96	7.78
史丹利	10.76	0.90	1.01	1.17	1.32	12.00	10.61	9.19	8.16
调整后平均						18.09	13.44	11.47	10.12

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,061	1,596	1,948	2,663	4,529	营业收入	15,563	18,048	21,090	22,511	23,966
应收票据、账款及款项融资	364	494	578	617	656	营业成本	13,129	14,905	17,649	18,651	19,765
预付账款	345	593	694	740	788	销售费用	368	389	454	485	516
存货	3,591	4,552	5,390	5,696	6,036	管理费用	253	279	326	348	370
其他	1,994	1,898	1,971	1,974	1,976	研发费用	244	372	434	464	493
流动资产合计	7,354	9,133	10,580	11,689	13,985	财务费用	39	52	64	34	(4)
长期股权投资	11	34	34	34	34	资产、信用减值损失	20	121	26	12	15
固定资产	7,720	7,873	8,143	8,339	8,695	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	1,426	1,369	1,443	1,326	1,139	投资净收益	19	19	19	19	19
无形资产	1,357	1,722	1,688	1,653	1,619	其他	60	70	51	49	41
其他	362	419	885	882	880	营业利润	1,590	2,022	2,208	2,586	2,870
非流动资产合计	10,877	11,418	12,193	12,235	12,367	营业外收入	13	8	8	8	8
资产总计	18,231	20,551	22,773	23,923	26,352	营业外支出	10	12	12	12	12
短期借款	50	50	50	50	50	利润总额	1,593	2,018	2,204	2,582	2,866
应付票据及应付账款	2,222	2,448	2,898	3,063	3,246	所得税	272	391	386	452	502
其他	2,747	3,663	5,174	4,312	4,523	净利润	1,321	1,627	1,818	2,130	2,364
流动负债合计	5,020	6,161	8,123	7,425	7,819	少数股东损益	6	15	16	19	21
长期借款	630	528	528	528	528	归属于母公司净利润	1,315	1,612	1,802	2,111	2,343
应付债券	1,030	1,058	0	0	0	每股收益(元)	1.05	1.28	1.44	1.68	1.87
其他	553	564	457	457	457						
非流动负债合计	2,213	2,151	985	985	985	主要财务比率					
负债合计	7,233	8,312	9,107	8,409	8,804		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	423	369	386	405	426	成长能力					
实收资本(或股本)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283	营业收入	3.1%	16.0%	16.9%	6.7%	6.5%
资本公积	133	137	137	137	137	营业利润	11.8%	27.2%	9.2%	17.1%	11.0%
留存收益	8,835	10,071	11,616	13,446	15,459	归属于母公司净利润	9.0%	22.6%	11.8%	17.1%	11.0%
其他	325	379	244	244	244	获利能力					
股东权益合计	10,998	12,239	13,666	15,514	17,549	毛利率	15.6%	17.4%	16.3%	17.1%	17.5%
负债和股东权益总计	18,231	20,551	22,773	23,923	26,352	净利率	8.4%	8.9%	8.5%	9.4%	9.8%
						ROE	13.0%	14.4%	14.3%	14.9%	14.5%
						ROIC	11.2%	12.5%	12.7%	13.6%	13.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	39.7%	40.4%	40.0%	35.2%	33.4%
净利润	1,321	1,627	1,818	2,130	2,364	净负债率	6.4%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	601	667	383	407	435	流动比率	1.47	1.48	1.30	1.57	1.79
财务费用	39	52	64	34	(4)	速动比率	0.75	0.74	0.63	0.80	1.01
投资损失	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	营运能力					
营运资金变动	(1,288)	(368)	(224)	(33)	(46)	应收账款周转率	58.2	49.5	47.2	45.2	45.1
其它	70	159	(686)	12	15	存货周转率	4.2	3.6	3.5	3.3	3.3
经营活动现金流	723	2,117	1,335	2,531	2,744	总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
资本支出	(889)	(1,165)	(693)	(451)	(572)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	(23)	0	0	0	每股收益	1.05	1.28	1.44	1.68	1.87
其他	221	(123)	19	19	19	每股经营现金流	0.56	1.65	1.04	1.97	2.14
投资活动现金流	(668)	(1,311)	(674)	(432)	(553)	每股净资产	8.43	9.46	10.58	12.04	13.65
债权融资	340	17	11	(1,069)	0	估值比率					
股权融资	0	4	0	0	0	市盈率	14.6	11.9	10.7	9.1	8.2
其他	(412)	(512)	(320)	(315)	(326)	市净率	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1
筹资活动现金流	(71)	(490)	(310)	(1,384)	(326)	EV/EBITDA	8.2	6.7	6.9	6.0	5.5
汇率变动影响	5	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.2	8.8	8.0	7.0	6.4
现金净增加额	(12)	313	352	715	1,866						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。