

史丹利 (002588.SZ)

优于大市

业绩短期受原料价格上升影响，长期受益于行业集中度提升

核心观点

原料价格上涨，公司短期经营业绩承压受原料硫磺价格上涨扰动，2026年上半年业绩出现下滑。2026年上半年公司实现营收 69.33 亿元，同比增长 8.48%，实现归母净利润 5.44 亿元，同比减少 10.29%。2026 年二季度，公司实现营业收入 28.73 亿元，同比减少 3.77%，归母净利润为 2.03 亿元，同比减少 36.36%，公司业绩下降主要原因为原料硫磺价格的大幅上升。

公司毛利率维持平稳，净利率有所下滑。2025 年上半年公司销售毛利率为 18.07%，同环比基本持平，销售净利率为 7.92%，同比下降 1.54 个百分点。2026 年上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率较 2025 年均有所下降，财务费用因松滋新材料贷款增加而有所上升。

硫磺价格大幅上涨，磷肥开工率下降明显，中小复合肥厂商预计持续退出。截至 8 月 20 日，国内固态硫磺现货较价为 8850 元/吨，2026 年上半年均价为 6059 元/吨，同比上涨了 179%。硫磺价格的大幅上行直接拉高了磷铵的生产成本，缺乏上游原料配套的磷铵企业纷纷停工或降低开工负荷率。磷肥供应收缩，无品牌和渠道优势的中小复合肥产能持续退出。

复合肥格局较为分散，公司作为龙头企业仍有较大增长空间。公司是国内复合肥行业领先的全国性龙头企业之一，现有复合肥年产能 590 万吨，生产基地遍布全国主要农业省份，2025 年复合肥销量达 347.83 万吨。复合肥行业目前整体呈现产能总量过剩、优质产能不足、结构性紧平衡的格局。行业呈现“大行业、小公司”特征，行业前三名头部企业的合计市场份额不到 30%，公司复合肥销量仍有较大提升空间。公司持续加大对功能性肥料等新型产品的研发和推广力度，高毛利产品预计将有力改善公司产品盈利能力。

风险提示：原材料价格大幅波动风险、销售不及预期风险、国内政策风险。

投资建议：复合肥行业稳定发展，产品结构持续更新。公司品牌、渠道优势明显，短期公司业绩受原料成本上升压制。我们预计公司 2026-2028 年营收为 136.10/155.59/178.09 亿元，归母净利润为 9.71/11.64/13.84 亿元，EPS 为 0.84/1.01/1.20 元/股，对应当前股价 PE 为 9.3/7.7/6.5X，股票合理估值区间为 8.50-9.55 元，我们看好复合肥行业前景和公司渠道及技术优势，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,263	12,283	13,610	15,559	17,809
(+/-%)	2.7%	19.7%	10.8%	14.3%	14.5%
归母净利润(百万元)	826	1033	971	1164	1384
(+/-%)	17.9%	25.1%	-6.0%	19.9%	18.9%
每股收益(元)	0.72	0.90	0.84	1.01	1.20
EBIT Margin	6.2%	7.5%	8.2%	7.9%	8.1%
净资产收益率(ROE)	12.1%	13.7%	11.9%	13.2%	14.3%
市盈率(PE)	10.9	8.7	9.3	7.7	6.5
EV/EBITDA	16.1	12.1	11.4	10.3	9.2
市净率(PB)	1.32	1.19	1.11	1.02	0.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：董丙旭

0755-81982570

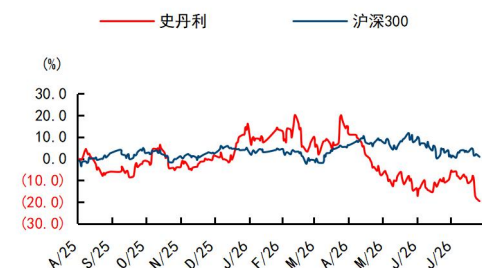
dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	8.50 - 9.55 元
收盘价	7.67 元
总市值/流通市值	8835/6586 百万元
52 周最高价/最低价	12.22/7.62 元
近 3 个月日均成交额	118.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

公司简介

复合肥龙头企业，向上游拓展磷肥业务

史丹利农业集团股份有限公司成立于 1992 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性农业服务商。2004 年高塔生产线一次性投产成功。2011 年，史丹利 A 股在深交所成功上市。2016 年，史丹利荣获国家科学技术发明奖。2021 年公司开始建设承德黎河肥业 100 万吨绿色高效复合肥，公司逐步向磷肥业务拓展。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主营业务为复合肥料的研发、生产与销售，近年来向上游延伸至磷酸一铵、精制磷酸等磷化工产品。截至 2025 年末，公司复合肥设计产能 590 万吨/年，在广西贵港建设复合肥产能 100 万吨/年；生产基地遍布全国主要农业省份，品牌影响力、渠道覆盖深度、农化服务体系及产品综合竞争力均处于行业第一梯队。公司是国内重要的磷酸一铵生产企业之一，依托湖北松滋、河北承德两大生产基地，形成了稳定的规模化生产能力，为复合肥业务提供关键原料支撑。公司具备农业磷酸一铵设计产能 100 万吨/年；工业磷酸一铵产能 10 万吨/年，精制磷酸 10 万吨/年，磷酸铁 5 万吨/年。

图2：公司十二大生产基地分布

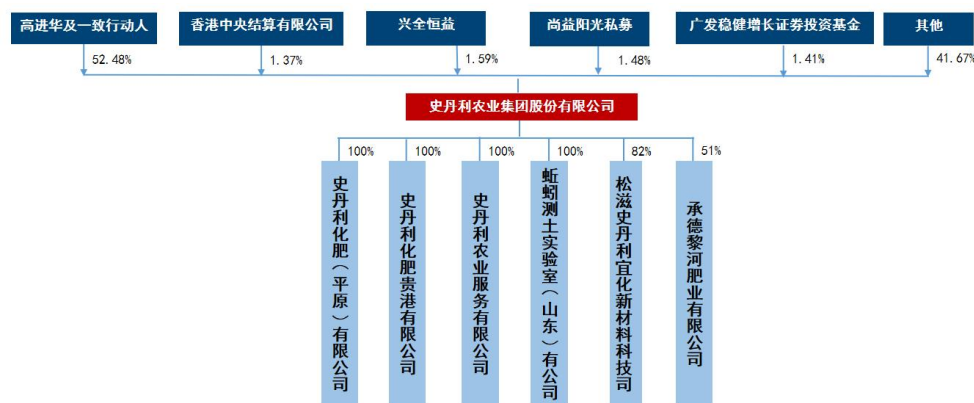


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权较为集中，结构稳定清晰

截至 2026 年中报，公司实际控制人为高进华、法亚楠、高英、高文靠、高文安五位家族成员，构成一致行动关系，通过直接持股方式共同控制公司。高进华及一致行动人合计持股比例 52.48%。

图3：公司股权结构

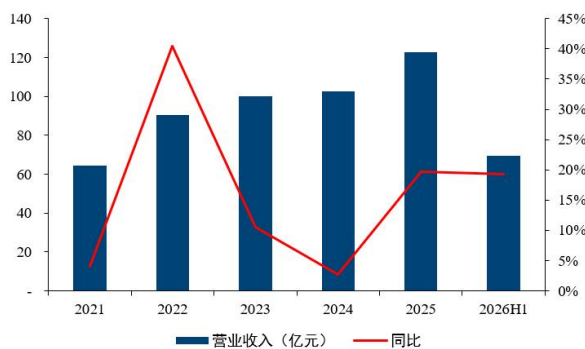


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

复合肥短期利润受原料压制，预期长期份额向龙头集中

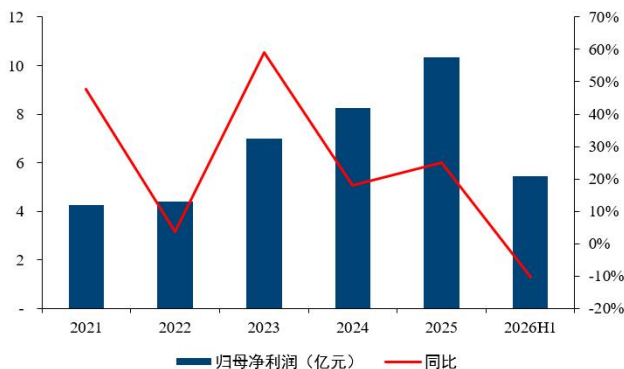
受原料硫磺价格上涨扰动，2026 年上半年业绩出现下滑。2026 年上半年公司实现营收 69.33 亿元，同比增长 8.48%，实现归母净利润 5.44 亿元，同比减少 10.29%。2026 年二季度，公司实现营业收入 28.73 亿元，同比减少 3.77%，归母净利润为 2.03 亿元，同比减少 36.36%，公司业绩下降主要原因为原料硫磺价格的大幅上升。

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

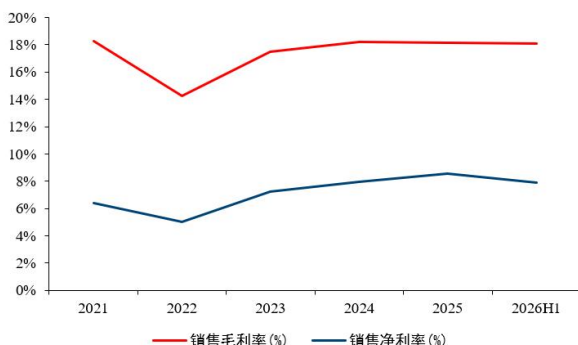
图2：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

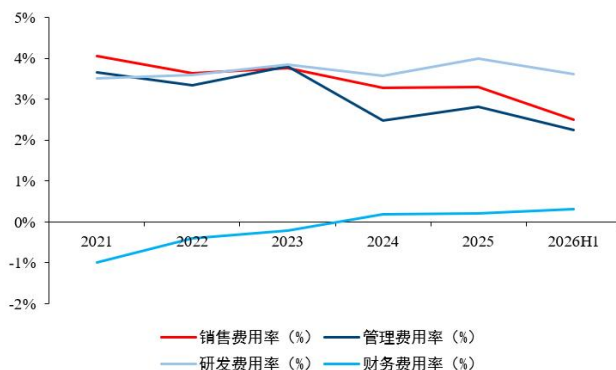
公司毛利率维持平稳，净利率有所下滑。2025 年上半年公司销售毛利率为 18.07%，同环比基本持平，销售净利率为 7.92%，同比下降 1.54 个百分点。2026 年上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率较 2025 年均有所下降，财务费用因松滋新材料贷款增加而有所上升。

图3: 公司毛利率及净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

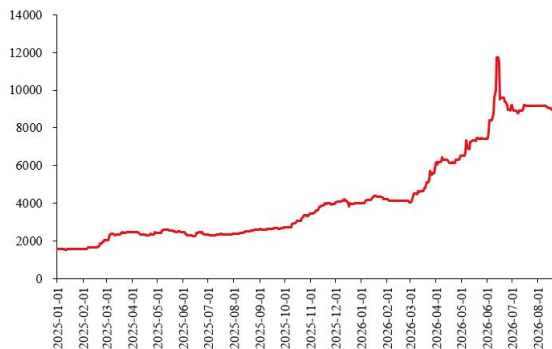
图4: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

硫磺价格大幅上涨, 磷肥开工率下降明显, 中小复合肥厂商预计持续退出。截至 8 月 20 日, 国内固态硫磺现货较价为 8850 元/吨, 2026 年上半年均价为 6059 元/吨, 相较于去年同期的 2172 元/吨, 同比上涨了 179%。硫磺价格的大幅上行直接拉高了磷铵的生产成本, 缺乏上游原料配套的磷铵企业纷纷停工或降低开工负荷率。以磷酸二胺为例, 2026 年上半年产量为 543.6 万吨, 同比去年上半年的 674.0 万吨下降 19.35%。磷肥供应收缩, 无品牌和渠道优势的中小复合肥产能持续退出。

图5: 中国固态硫磺现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公国内磷肥生产情况 (亿元, %)



资料来源: 卓创咨询, 国信证券经济研究所整理

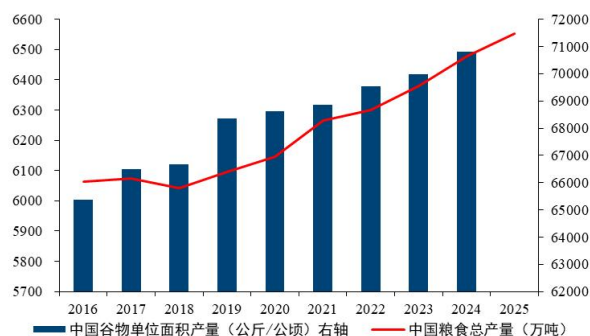
复合肥份额趋势集中，公司优势明显

粮食安全战略持续推进，肥料复合化率不断提高

粮食安全战略及耕地面积的不断增长支撑了化肥需求总量。2025 年 4 月中共中央、国务院引发了《加快建设农村强国规划 2024-2035》，规划指出，守牢 18.65 亿亩耕地和 15.46 亿亩永久基本农田保护红线。我国粮食总产量持续增长，2025 年达 71487.6 万吨，较 2016 年增长 8%。由于中国生活水平的提高，蔬菜、水果的产量也保持了稳定提高的态势。我国农业的稳健发展有利支撑了化肥需求。

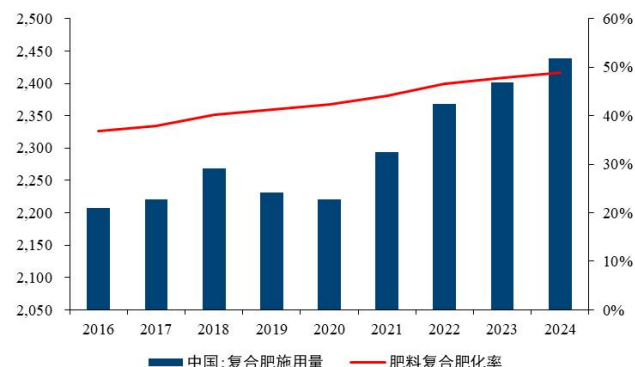
我国肥料复合化率不断提高，复合肥销量趋势上升。复合肥可以为作物提供多元养分的供给，避免单一施肥导致的养分失衡，显著提升种植效率。并且缓复合肥可以按需释放营养元素，大幅提升利用率。我国复合肥施用量从 2016 年的 2207 万吨增长到了 2024 年的 2439 万吨，增幅为 10.5%。复合肥等新型肥料的施用量始终保持稳定增长态势并逐渐替代传统单质肥料，肥料复合化率不断提高。在保证粮食稳产增产的前提下，施肥结构的调整优化、肥料复合化率的提升，有利于科学施肥和节约资源。

图7：中国粮食总产量及谷物单位面积产量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中国复合肥施用量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经济作物持续增产，新型肥料快速发展

中国人民生活水平不断提高带动蔬果种植面积稳定增长。随着我国社会经济的发展和居民收入的增长，居民的膳食结构和营养需求持续升级，对高品质、多样化、营养健康、绿色安全的农产品需求日益增长。近年来国内经济作物的品种数量不断增加、种植面积持续扩大，为新型肥料开辟了广阔的空间。据国家统计局统计，2010 年、2015 年和 2024 年我国的蔬菜种植面积分别为 2.61 亿亩、2.94 亿亩和 3.51 亿亩，果园面积分别为 1.60 亿亩、1.68 亿亩和 1.90 亿亩，呈现稳健增长态势。

蔬果等经济作物亩均投入更大，带动新型复合肥销量提升。从种植效益来看，经济作物的亩均利润远高于大田作物，相应经济作物的亩均化肥投入也远高于大田作物。例如根据国家发改委价格司编制的《全国农产品成本收益资料汇编》，2023 年，我国棉花、甘蔗、苹果、蔬菜的亩均化肥消费金额为 340.54 元、516.89 元、542.71 元、430.57 元，远高于稻谷、小麦和玉米的 174.58 元、218.33 元与 198.86 元。参照蔬菜和苹果的亩均化肥使用量，我国经济作物复合肥市场的潜在

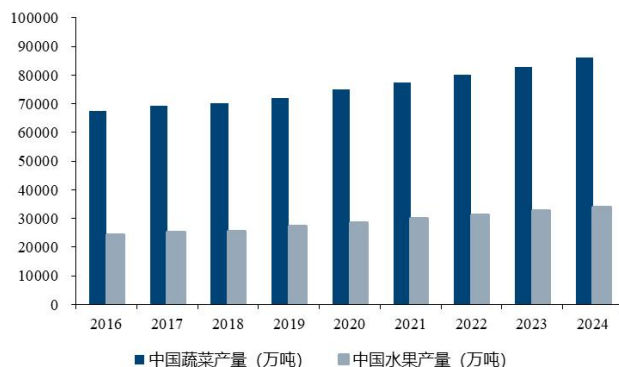
规模在 2000 亿以上。经济作物亩均产值高、利润高，复合肥施用量更大，经济作物种植户对复合肥的价格敏感度较低，更关注产品效果和配套技术服务，新型复合肥在经济作物领域快速渗透。由于新型复合肥需要较强的研发实力及配套技术服务能力，龙头企业优势明显。

图9：中国农作物种植面积



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国蔬菜水果产量

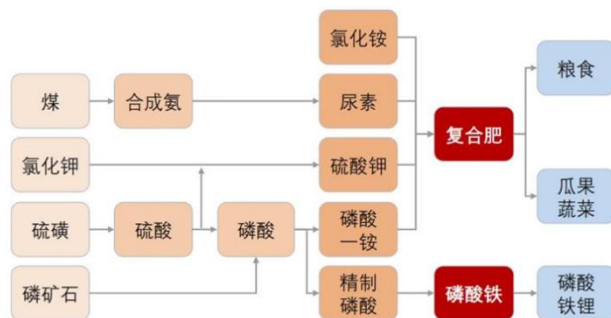


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

单质肥价格波动加大，龙头企业抗风险能力较强

复合肥来源于单质肥，且优势明显。化肥主要包括氮肥、磷肥、钾肥及复合肥等，通常把只含有氮磷钾其中一种元素的肥料称为单质肥，把含有氮磷钾两种及以上元素的肥料称为复合肥。复合肥较单质肥具有养分含量高、养分均衡、施肥便利等特点，含有中微量元素、腐植酸、黄腐酸、有机质等营养元素的新型复合肥料还具有改善作物品质和改良土壤的作用。使用复合肥有利于科学施肥和节约资源，有利于生态环境保护和“双碳经济”的发展。

图4：复合肥上下游产业链

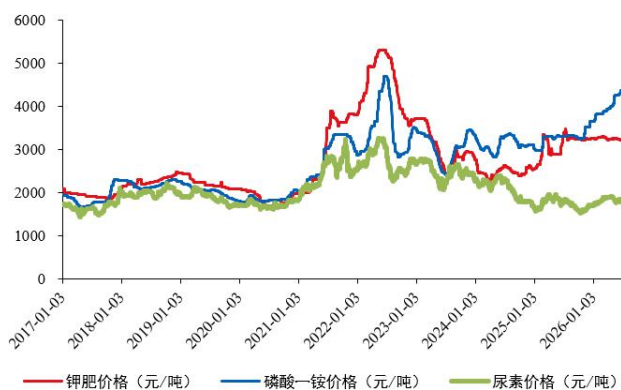


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

复合肥价格多采取成本加成模式，单质肥价格波动考验复合肥企业经营能力。氮肥（尿素、氯化铵）的价格主要受煤炭、天然气等资源影响，磷肥（磷酸一铵）价格主要受上游磷矿石和硫磺等影响，（氯化钾、硫酸钾）价格受国内外钾肥价格影响较大，另外，氮磷钾原料的进出口会影响供需关系，进而也会对市场价格产生一定影响。复合肥产品成本中 80%以上是原料成本，复合肥企业产品定价一般采取成本加成方式，因此原料价格波动会传导至生产成本，进而影响复合肥产品定价。

2023 年三季度至今，氮磷钾三种单质肥的行情明显分化：氮肥从历史高位回落、相对平稳；磷肥受到磷矿石和硫磺的成本支撑，高位运行；钾肥受国际价格影响震荡上行。单质肥波动幅度显著趋缓趋小，而复合肥需求刚性，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，头部公司均在 2023 年和 2024 年迎来了复合肥销量重回增长，利润水平再上台阶。同时，单质肥价格走势分化震荡，导致农民和经销商采购复合肥的时间更为集中，市场需求集中爆发的特征明显，这非常考验复合肥企业的备货能力：一方面是抵御单质肥价格波动，另一方面在旺季爆发时快速供应市场，对体量偏小的复合肥企业构成了严峻的挑战，客观上给头部复合肥企业提供了更快提升市占率的机会，行业集中度得以加速提升。

图5：复合肥原料价格变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

复合肥格局较为分散，公司作为龙头企业仍有较大增长空间。公司是国内复合肥行业领先的全国性龙头企业之一，现有复合肥年产能 590 万吨，生产基地遍布全国主要农业省份，2025 年复合肥销量达 347.83 万吨。复合肥行业目前整体呈现产能总量过剩、优质产能不足、结构性紧平衡的格局。行业呈现“大行业、小公司”特征，行业前三名头部企业的合计市场份额不到 30%，公司复合肥销量仍有较大提升空间。公司持续加大对功能性肥料等新型产品的研发和推广力度，高毛利产品预计将有力改善公司产品盈利能力。

图11：公司复合肥销量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司新型肥料及其他板块营收及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司渠道及品牌优势明显，产业链持续优化

公司品牌认知度突出。公司旗下“史丹利”品牌深耕市场多年，史丹利“三安”具备长期市场口碑，品牌价值持续提升。公司持续强化品牌传播矩阵：一方面延续央视广告投放力度，公司系列产品稳定登陆 CCTV-1《天气预报》，独家冠名《星光大道》栏目，持续打造影响力，依托星光大道核心资源，实施星光高产计划，同步推出《星光农场》节目，以高产示范户为样板培育农户信任度与忠诚度。

公司销售团队资深，渠道响应效率高。公司构建了覆盖全国多数省县级区域的立体化销售网络，拥有一支千余人的资深销售团队，累计开拓近 6000 家一级经销商及种植大户，终端网点超 20 万家，覆盖全国 32 个省市自治区，核心市场集中度高、客户黏性强。公司持续推行渠道扁平化改革，大幅提升渠道响应效率，同时配套建立专业农化服务团队，成立蚯蚓测土实验室，销售人员与农化服务人员常年扎根农业生产一线，为农户提供多渠道、多形式的技术支持，形成“销售+服务”双驱动的渠道优势，有力促进产品市场渗透。

公司农化服务体系完善，具备较强技术优势与产品优势。公司组建了一支由 50 余名专业人员构成的农化服务团队，采用“作物经理制”模式开展深度定点服务，覆盖玉米、小麦、水稻等大田作物及蔬菜、果树、花卉等经济作物，服务范围遍及南北方主要种植区域。通过属地化管理，精准满足多样化市场需求。公司技术研发实力行业领先，高塔复合肥生产技术处于国际先进水平，2004 年建成国内首条高塔复合肥生产线。公司拥有多项国家发明专利，深度参与行业标准制定，并与多个科研院所、大学合作。公司以市场需求为导向，构建了多元化产品矩阵，涵盖高浓度复合肥、中微量元素肥、水溶肥、硝基肥、缓控释肥、海藻肥、生物肥、有机无机肥及各类作物专用肥等新型肥料。相较于传统肥料，公司产品具有养分含量高、成分多元均衡的特点，既能满足施肥需求，又能减少碳排放。

公司产能布局全国，产业链持续优化。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。公司现有复合肥产能 590 万吨/年。密集化的产能布局能够快速响应各区域肥料需求，有效降低生产与运输成本。公司是国内重要的磷酸一铵生产企业之一，依托湖北松滋、河北承德两大生产基地，形成了稳定的规模化生产能力，在磷肥复合肥一体化配套方面具备行业内较为领先的协同优势，为复合肥业务提供关键原料支撑。

公司研发园艺肥等新型肥料，并通过新媒体加大推广力度。2020 年前后，家庭园艺市场呈现爆发式增长，且当时缺乏头部品牌，史丹利开始进入园艺肥市场。园艺肥本质是小包装的专用复合肥。史丹利拥有成熟的测配配方技术和先进的制造工艺，产品开发边际成本低。园艺肥毛利率明显高于传统复合肥，且 to C 业务回款更快，业务现金流量情况好。公司在 2020 年开始入驻天猫、京东、拼多多等电商平台。目前史丹利园艺肥产品覆盖了缓释颗粒肥、水溶营养液、专用功能肥、营养土与基质等大类产品。公司持续依托天猫、京东、抖音等平台加大新媒体推广力度，优化产品矩阵，持续推出适配家庭园艺、花卉种植的高效环保新品，强化线上用户运营与售后技术指导，提升复购率与品牌影响力。

图13: 史丹利介质、营养土产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图14: 史丹利花卉用营养肥产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下主要假设条件：

氯基复合肥：国内持续坚持“粮食安全”战略，主粮耕种面积仍稳中有增，肥料复合化率不断提升，复合肥市场空间仍保持增长态势。目前复合肥市场集中度较低，市场仍将向头部集中，公司氯基复合肥业务预计保持稳定增长。我们预计2026-2028年该板块营收为67.49/77.61/89.26亿元，毛利率分别为19.5%/19.0%/19.0%。

硫基复合肥：硫基复合肥假设同氯基复合肥，但硫基复合肥竞争相对激烈，销量增速及毛利率预计低于氯基复合肥。我们预计2026-2028年该板块营收为25.28/27.30/29.48亿元，毛利率分别为15.8%/16.0%/16.2%。

新型肥料及其他：近年来国内经济作物的品种数量不断增加、种植面积持续扩大，为新型肥料开辟了广阔的空间。公司具备技术优势及渠道优势，新型肥料销售量预计维持较高增速。我们预计2026-2028年该板块营收为40.83/48.18/56.85亿元，毛利率分别为20.0%/20.0%/20.0%。

表1: 史丹利业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
氯基复合肥						
收入（亿元）	58.75	58.98	60.26	67.49	77.61	89.26
成本（亿元）	48.60	48.17	48.18	54.33	62.87	72.30
毛利（亿元）	10.15	10.81	12.08	13.16	14.75	16.96
毛利率(%)	17.28	18.33	20.04	19.50	19.00	19.00
硫基复合肥						
收入（亿元）	20.41	22.21	22.98	25.28	27.30	29.48
成本（亿元）	16.86	18.48	19.26	21.28	22.93	24.71
毛利（亿元）	3.55	3.73	3.72	3.99	4.37	4.78

毛利率(%)	17.39	16.78	16.18	15.80	16.00	16.20
新型肥料及磷肥						
收入(亿元)	18.92	19.21	37.12	40.83	48.18	56.85
成本(亿元)	15.42	15.15	30.79	32.67	38.55	45.48
毛利(亿元)	3.50	4.05	6.32	8.17	9.64	11.37
毛利率(%)	18.49	21.11	17.04	20.00	20.00	20.00
合计						
收入(亿元)	99.92	102.63	122.84	136.10	155.60	178.10
成本(亿元)	82.45	83.96	100.54	110.58	126.65	144.79
毛利(亿元)	17.47	18.67	22.30	25.52	28.95	33.31
毛利率(%)	17.48	18.19	18.15	18.75	18.61	18.70

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计公司 2026-2028 年营收为 136.10/155.60/178.10 亿元, 同比增长 10.80%/14.32%/14.46%。预计未来 2026-2028 年公司毛利率分别为 18.75%/18.61%/18.70%。

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: **8.47-9.55 元**

未来 10 年估值假设条件见下表:

表2: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	10.54%	2.71%	19.69%	10.80%	14.32%	14.46%
营业成本/销售收入	82.52%	81.82%	81.85%	81.25%	81.39%	81.30%
管理费用/销售收入	3.45%	3.58%	2.62%	2.80%	2.85%	2.85%
研发费用/销售收入	3.50%	3.84%	3.99%	3.80%	3.90%	3.90%
销售费用/销售收入	4.06%	3.76%	3.29%	3.20%	3.20%	3.20%
营业税及附加/营业收入	0.58%	0.54%	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	12.27%	10.84%	16.47%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	9.52%	21.38%	39.67%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

表3: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	1.80%	Ka	15.00%
股票风险溢价	12.00%	有杠杆 Beta	1.42
公司股价(元)	7.81	Ke	18.90%
发行在外股数(百万)	1152	E/(D+E)	74.23%
股票市值(E, 百万元)	8996	D/(D+E)	25.77%
债务总额(D, 百万元)	3124	WACC	15.78%
Kd	8.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

表4：公司 FCFE 估值表

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
FCFF	882.1	1146.2	1708.4	1690.0	1839.2
(利息费用－利息收入)*(1-t)	-56.7	-46.3	-22.1	3.2	26.1
长期贷款的增加/(减少)	-230.0	0.0	0.0	0.0	0.0
循环贷款的增加(减少)	1608.3	-773.7	-744.4	0.0	0.0
FCFE	2203.7	326.2	941.9	1693.2	1865.2
PV(FCFE)	1,853.4	230.8	560.4	847.3	785.1
股票价值	10,329.1				
每股价值	8.97				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表5：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		18.3%	18.6%	18.90%	19.2%	19.5%
永续 增长 率变 化	2.9%	9.55	9.34	9.14	8.94	8.75
	2.6%	9.48	9.28	9.08	8.89	8.70
	2.3%	9.42	9.22	9.02	8.83	8.65
	2.0%	9.36	9.16	8.97	8.78	8.60
	1.7%	9.30	9.10	8.91	8.73	8.56
	1.4%	9.24	9.05	8.86	8.69	8.51
	1.1%	9.19	9.00	8.82	8.64	8.47

资料来源：国信证券经济研究所分析

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得出公司价值区间为 8.47-9.55 元。从估值方法特征来看，以 FCFE 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在成长股预测中存在失真现象。

相对估值：8.50-10.20 元

我们选取云图控股、云天化为可比公司进行相对估值，选择理由如下：

云图控股：专注于复合肥的研发、生产和销售，并沿着复合肥上游原料氮、磷元素进行产业链的深度开发，通过多年的资源整合、产能建设和市场拓展，现已建成从上游盐矿、磷矿资源到下游氮、磷完整产业链，形成磷复肥、磷化工、新能源材料和联碱业务协同发展的产业格局。公司主要产品包括复合肥、磷肥（磷酸一铵）、黄磷、磷酸铁、纯碱（联产氯化铵）等。

云天化：公司依托磷矿资源、技术研发等优势，开展磷化工全产业链生产经营；依托现有合成氨、煤炭资源优势，开展氮肥生产销售；结合磷肥及氮肥生产，开展复合肥生产销售；依托领先的生产技术和品控优势，开展聚甲醛生产销售；同时开展农产品等商贸物流业务。

表6: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	股价(2026.8.24)	EPS			PE			总市值	
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	PB	(亿元)
002539.SZ	云图控股	复合肥、磷肥、纯碱、黄磷	12.81	0.68	1.04	1.31	17.26	12.37	9.78	1.6	155
600096.SH	云天化	磷矿石、复合肥、磷肥、氮肥	29.91	2.83	2.89	3.0	11.81	10.36	9.71	2.15	545
平均值							14.54	11.37	9.75		
002588.SH	史丹利	复合肥、磷肥、新型复合肥	7.67	0.90	0.85	1.07	8.7	9.2	7.3	1.11	88

资料来源: 公司官网、Wind、国信证券经济研究所预测(截止 2026.8.24)

我们选取云图控股和云天化为可比公司, 2026 年平均 PE 为 11.37 倍。考虑到公司品牌及渠道优势, 产品综合毛利率较高, 我们认为史丹利的合理 PE 为 10-12 倍, 对应股价为 8.50-10.20 元。

投资建议

复合肥行业稳定发展, 产品结构持续更新。公司品牌、渠道优势明显, 短期公司业绩受原料成本上升压制。我们预计公司 2026-2028 年营收为 136.10/155.59/178.09 亿元, 归母净利润为 9.71/11.64/13.84 亿元, EPS 为 0.84/1.01/1.20 元/股, 对应当前股价 PE 为 9.3/7.7/6.5X, 股票合理估值区间为 8.50-9.55 元, 我们看好复合肥行业前景和公司渠道及技术优势, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法, 多角度综合得出公司的合理估值在 8.50-9.55 元之间, 但该估值是建立在相关假设前提基础上的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定, 都融入了很多个人的判断, 进而导致估值出现偏差的风险, 具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.80%、风险溢价 10.00%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低, 从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面: 我们选取了与公司业务相同或相近的云图控股和云天化为可比公司, 在行业平均动态 PE 的基础上给予给予公司 2026 年 10-12 倍 PE 估值, 可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

销售端, 我们可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的

风险。

成本端，我们可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

费用方面，我们假设公司费用率维持在相对稳定的水平，如果未来实际费用支出较大，可能存在业绩预期高估的风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于资本、技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

核心技术泄密风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

政策风险

公司所处行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现业绩不及预期的风险。

原料价格波动风险

复合肥产品成本中 80%以上是原料成本，复合肥企业产品定价一般采用成本加成方式。若在原料涨价过程中不能顺利涨价，产品盈利水平会收到较大影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1209	1129	3000	3000	3571	营业收入	10263	12283	13610	15559	17809
应收款项	30	30	37	43	49	营业成本	8397	10054	11058	12664	14478
存货净额	2020	2360	2539	2908	3333	营业税金及附加	56	64	68	78	89
其他流动资产	751	1037	1361	1556	1781	销售费用	386	404	436	498	570
流动资产合计	5560	7632	10014	10583	11809	管理费用	390	346	417	479	543
固定资产	4804	4986	5332	5607	5521	研发费用	394	490	517	607	695
无形资产及其他	864	888	854	819	785	财务费用	(22)	25	67	54	26
投资性房地产	1809	1219	1219	1219	1219	投资收益	200	235	100	200	250
长期股权投资	981	1099	1119	1139	1159	资产减值及公允价值变动	(37)	11	15	15	0
资产总计	14018	15824	18537	19367	20493	其他收入	(311)	(375)	(517)	(607)	(695)
短期借款及交易性金融负债	80	110	1718	944	200	营业利润	909	1262	1163	1394	1658
应付款项	2681	2266	2919	3343	3830	营业外净收支	6	(3)	0	0	0
其他流动负债	2185	3122	3211	3680	4216	利润总额	915	1260	1163	1394	1658
流动负债合计	4945	5498	7848	7967	8247	所得税费用	99	207	174	209	249
长期借款及应付债券	1079	1636	1406	1406	1406	少数股东损益	(10)	19	17	21	25
其他长期负债	186	193	193	193	193	归属于母公司净利润	826	1033	971	1164	1384
长期负债合计	1264	1829	1599	1599	1599	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	6209	7327	9447	9566	9846	净利润	826	1033	971	1164	1384
少数股东权益	986	948	958	971	985	资产减值准备	64	(95)	(4)	(1)	0
股东权益	6822	7549	8132	8831	9661	折旧摊销	303	428	509	577	622
负债和股东权益总计	14018	15824	18537	19367	20493	公允价值变动损失	37	(11)	(15)	(15)	0
						财务费用	(22)	25	67	54	26
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(763)	400	227	322	369
每股收益	0.72	0.90	0.84	1.01	1.20	其它	(72)	106	14	14	15
每股红利	0.15	0.36	0.34	0.40	0.48	经营活动现金流	395	1862	1702	2060	2390
每股净资产	5.92	6.55	7.06	7.67	8.39	资本开支	0	(502)	(801)	(801)	(501)
ROIC	9.90%	12.35%	13%	13%	16%	其它投资现金流	(868)	(1526)	0	0	0
ROE	12.11%	13.69%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(826)	(2147)	(821)	(821)	(521)
毛利率	18%	18%	19%	19%	19%	权益性融资	2	1	0	0	0
EBIT Margin	6%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	727	557	(230)	0	0
EBITDA Margin	9%	11%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(177)	(410)	(388)	(466)	(554)
收入增长	3%	20%	11%	14%	14%	其它融资现金流	(2052)	(91)	1608	(774)	(744)
净利润增长率	18%	25%	-6%	20%	19%	融资活动现金流	(950)	205	990	(1239)	(1298)
资产负债率	51%	52%	56%	54%	53%	现金净变动	(1381)	(80)	1871	0	571
股息率	2.0%	4.6%	4.3%	5.2%	6.2%	货币资金的期初余额	2590	1209	1129	3000	3000
P/E	10.9	8.7	9.3	7.7	6.5	货币资金的期末余额	1209	1129	3000	3000	3571
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	0	1099	882	1146	1708
EV/EBITDA	16.1	12.1	11.4	10.3	9.2	权益自由现金流	0	1565	2204	326	942

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032