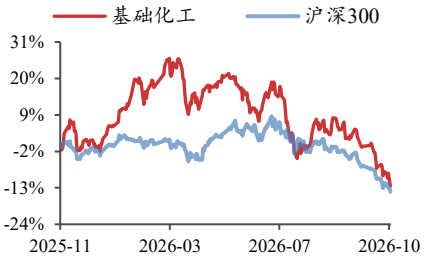
基础化工

2026 年 11 月 01 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《氯化亚砜检修收紧供给推升现货价格，价差显著扩大，长期格局向好—行业周报》-2026.10.25

《部分氨纶品种价格上行，粘胶长丝产能呈现缩减态势，继续看好化纤产业链—行业周报》-2026.10.18

《晓星氨纶全规格产品价格上调，粘胶长丝行业产能缩减，继续看好化纤产业链—行业周报》-2026.10.11

化肥：厄尔尼诺叠加地缘扰动，行业供需向好、盈利弹性可期

——厄尔尼诺专题报告（一）

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

徐正凤（分析师）
xuzhengfeng@kysec.cn
证书编号：S0790524070005

● **厄尔尼诺专题系列报告：农资、饲料添加剂、生物燃料投资机会分析**

本篇是“厄尔尼诺专题报告”系列的开篇报告，本系列报告将基于厄尔尼诺对全球大宗农产品影响的历史经验和产业链传导分析，结合当前全球地缘政治与能源安全现状，研究农资、饲料添加剂、生物燃料产业的投资机会。据国家气候中心监测显示，2026 年 5 月以来，赤道中东太平洋进入厄尔尼诺状态，2026 年 9 月已正式形成一次超强厄尔尼诺事件。**历史规律显示，厄尔尼诺事件推升全球农产品价格均值的概率较高，化工板块中农资、饲料添加剂、生物燃料行业有望受益。**农资方面，2022 年以来地缘政治冲突持续扰动全球化肥、能源供应链，厄尔尼诺等异常天气事件频发则在低收入和气候脆弱国家引发粮食安全与经济稳定性问题，逻辑链是“厄尔尼诺/地缘冲突→农产品减产→粮价上涨→种植收益提升→补种扩种及单位面积投入提升，拉动农药、化肥等农资需求增加→农资涨价”。**本篇报告集中分析化肥产业，将梳理全球及国内氮肥、磷肥、钾肥、复合肥产业链的供需、进出口数据，并复盘产品价格、对比行业公司经营数据。我们认为，近年来地缘政治频繁扰动全球能源、化肥供应链，2026/2027 年强厄尔尼诺事件或将从能源价格、化肥成本、海运成本等多渠道间接影响农业生产成本，全球化肥供需高度集中，国内氮肥、钾肥、磷肥三大主肥产能增量受限，供需向好，化肥行业盈利弹性可期。【推荐标的】华鲁恒升、兴发集团、云图控股、盐湖股份、亚钾国际等。【受益标的】中国心连心化肥、云天化、湖北宜化、东方铁塔、藏格矿业、新洋丰、史丹利等。**

● **化肥：助力增产增收，全球供需高度集中，2022H2 以来价格走势有所分化**

化肥是农业发展和国家粮食安全的重要保障，主要包括氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四个子行业。**供需端，**全球化肥供需高度集中，供给端中国、俄罗斯、加拿大、美国合计占比 50%以上，消费端“氮高钾低”特征显著。**新增供给方面，**全球氮肥产需保持增长，磷肥受到磷矿资源、硫磺供应、出口政策限制等增量有限，氯化钾规划新增产能较多但实际增量需考虑资源禀赋、资本壁垒、物流体系等多重因素影响。**价格端，**粮食安全、俄乌冲突等助推全球化肥价格在 2022 年上半年创下历史新高、国内化肥出口管控加剧。2022 年下半年以来化肥价格震荡回落、走势分化，2026 年以来中东地缘冲突进一步扰动全球化肥供应链。其中：上游煤气能源放大氮肥价格波动，预计中长期价格向成本端回归；磷矿石、硫磺等成本支撑磷肥价格中枢向上，磷化工产业链资源属性进一步增强；2023-2025 年全球钾肥供需紧平衡，价格企稳回升，2027 年起新增产能释放或导致价格承压。总体上，2022 年下半年以来磷肥价格相对高于氮肥和钾肥，单质肥价格震荡偏稳有望助力复合肥龙头企业量利修复。

● **风险提示：**气候异常、产品价格大幅波动、安全生产和环保风险、其他风险等。

目　录

1、 厄尔尼诺专题系列报告：农资、饲料添加剂、生物燃料投资机会分析 5
2、 化肥：厄尔尼诺叠加地缘扰动，行业供需向好、盈利中枢有望上行 7
2.1、 化肥施用助力粮食增产，全球化肥供需高度集中 8
2.2、 2022 年下半年以来磷肥价格相对高于氮肥和钾肥，2026 年以来中东地缘扰动全球化肥供应链 10
3、 氮肥：全球产需保持增长趋势，煤气能源放大价格波动 12
3.1、 全球：中国尿素供需全球第一，俄罗斯为全球最大的氮肥出口国 13
3.2、 中国：2022 年以来尿素产需保持增长，出口政策扰动期现货市场 14
3.3、 价格复盘：上游煤气能源放大价格波动，中长期价格向成本端回归 16
3.4、 相关标的：中国心连心化肥为国内尿素龙头，华鲁恒升、云天化等尿素产能规模居于国内前列 18
4、 磷肥：资源属性增强，成本端支撑价格中枢稳中向上 20
4.1、 全球：中国磷肥供需位居全球第一，摩洛哥为全球最大磷肥出口国 21
4.2、 国内：磷铵新增产能受限，2025 年以来成本支撑价格高位、保供稳价为市场运行核心 23
4.3、 价格复盘：2020 年以来资源属性增强，2025 年以来成本端支撑加强 25
4.4、 相关标的：云天化为一体化磷化工龙头，湖北宜化、新洋丰等磷肥产能规模居于前列 27
5、 钾肥：供给集中、需求稳增，新增产能释放或致价格承压 29
5.1、 全球：供需区域错配，需求稳增，供给集中、新增产能有序投放 29
5.2、 国内：钾肥进口依赖度较高，国产钾肥减量，2021 年以来老挝钾肥进口占比稳步提升 34
5.3、 价格复盘：国内钾肥价格受国际价格影响较大，价格走势与进口大合同价趋同 35
5.4、 相关标的：盐湖股份、藏格矿业为国产氯化钾龙头，亚钾国际、东方铁塔等老挝钾肥新兴力量崛起 39
6、 复合肥：供需向好，单质肥价格震荡偏稳，龙头企业有望迎来量利齐升 40
6.1、 我国复合肥施用折纯量稳步增长，行业供需淡旺季特征明显 40
6.2、 价格复盘：复合肥主要采用成本加成定价，单质肥价格震荡偏稳，复合肥行业有望迎来量利齐升 42
6.3、 相关标的：新洋丰、史丹利、云图控股等龙头企业优势显著，产业链一体化不断完善 43
7、 盈利预测及投资建议 45
8、 风险提示 46

图表目录

图 1： 厄尔尼诺推升农产品价格，有望带动农资、饲料添加剂、生物燃料量价齐升 5
图 2： 原油、肥料、粮食、油脂、糖等价格走势趋同 6
图 3： 肥料价格走势与原油、粮食价格等走势趋同 6
图 4： 赖氨酸、苏氨酸价格走势受原材料玉米等影响 6
图 5： 2026 年 10 月以来，棕榈油价格先涨后跌，生物柴油有所上涨 6
图 6： 化肥产业链：上游为氮肥、磷肥、钾肥等基础化肥，下游对接农业生产 8
图 7： 2025 年全球氮、磷、钾养分消费量占比为 58.1%、23.7%、18.3% 10
图 8： 2025 年中国氮、磷、钾名义产能占比为 31.8%、33.3%、8.1% 10
图 9： 2024 年以来全球化肥消费量温和复苏 11
图 10： 化肥价格高位导致 2021 至 2023 年全球消费缩减 11
图 11： 肥料价格自 2022 年高点回落，整体上磷肥相对仍高于氮肥和钾肥，导致磷肥养分占比有所缩减 11
图 12： 中东地区供应氮肥、磷肥、钾肥及化肥原材料合成氨、磷酸等 12
图 13： 霍尔木兹海峡是大宗化肥及其原材料的过境航道，海峡中断将扰动全球化肥供应稳定性 12
图 14： 全球氮肥产量在 2021-2022 年同比持续下降，在 2023-2024 年同比恢复增长 13
图 15： 2024 年中国单位耕地面积氮肥养分用量达到 191.6 公斤/公顷，是全球平均水平的 2.69 倍 13

图 16： 2022 年以来国内尿素产能、产量保持增长 15
图 17： 2025 年国内氯化铵产能保持增长、产量小幅降低 15
图 18： 2022 年以来国内尿素表观消费量保持增长 15
图 19： 尿素下游主要用于农施、复合肥、工业板材等 15
图 20： 2025 年国内尿素出口量价齐升 16
图 21： 2025 年国内氯化铵出口量升价跌 16
图 22： 国内尿素主要出口至巴西、马来西亚、韩国等 16
图 23： 国内氯化铵主要出口至马来西亚、越南、印尼等 16
图 24： 2023 年以来，海外尿素-国内尿素价差震荡扩大 17
图 25： 2023 年以来，国内煤头尿素价差震荡收窄 17
图 26： 尿素价格复盘：2022 年价格创历史新高，2023 年以来国内外价格走势分化 18
图 27： 全球磷肥产量在 2022 年同比大幅下降，2023-2024 年同比小幅修复 21
图 28： 2024 年中国单位耕地面积磷肥养分用量达到 72.2 公斤/公顷，是全球水平的 2.65 倍 21
图 29： 2026 年 1-9 月，国内磷酸二铵产量同比下降 23
图 30： 2026 年 1-9 月，国内农业一铵产量同比下降 23
图 31： 2026 年 1-9 月，国内工业一铵产量小幅增长 24
图 32： 2026 年 4 月以来，国内磷铵行业开工率明显下行 24
图 33： 2026 年 1-9 月，国内磷铵表观消费量同比增长 24
图 34： 2025 年，国内磷酸一铵、磷酸二铵出口价升量跌 24
图 35： 国内磷酸二铵主要出口至孟加拉、印度、越南等 24
图 36： 国内磷酸一铵出口至巴西、澳大利亚、阿根廷等 24
图 37： 磷肥价格复盘：2022 年价格创历史新高，2025 年以来价格中枢震荡向上 26
图 38： 2017 年以来，海外农业磷酸一铵价格高于国内 26
图 39： 2025 年以来，海外磷酸二铵价格高于国内 26
图 40： 2026Q3 以来，国内外磷酸一铵、二铵价差均转负 27
图 41： 2026 年以来，国内磷酸二铵价差转负 27
图 42： 2026 年以来，国内农业磷酸一铵价差转负 27
图 43： 2026 年以来，国内工业磷酸一铵价差转负 27
图 44： 全球氯化钾产量在 2022-2023 年同比下降，2024 年同比小幅修复 30
图 45： 中国单位耕地面积氯化钾养分用量是全球平均水平的 2.8 倍以上，2024 年达到 108.2 公斤/公顷 30
图 46： 2024 年以来国内氯化钾产量小幅缩减、进口依赖度 50%以上 35
图 47： 2021 年以来国内自老挝地区的氯化钾进口量占比稳步提升，2025 年达到 18.0% 35
图 48： 国内钾肥价格复盘：2007-2008 年、2011-2012 年、2021-2022 年期间经历三轮上涨行情 37
图 49： 国内钾肥现货价与进口大合同价格走势趋同 38
图 50： 国内氯化钾价格走势与国际价格基本保持一致 38
图 51： 2026 年以来，国产钾肥价格上行、进口价格下跌 38
图 52： 2026 年 5 月以来，国内氯化钾港口库存持续累库 38
图 53： 2024 年，国内化肥复合化率提升至 48.9% 41
图 54： 国内复合肥行业以销定产、开工率偏低 41
图 55： 复合肥价格与单质肥价格走势趋同 43
图 56： 2020 年至 2023 年上半年，单质肥价格波动导致复合肥成本涨跌波动较大 43

表 1： 从历史经验看，强厄尔尼诺事件将对全球大宗农产品产生持续且深远的影响 7
表 2： 复合肥可同时提供多种营养元素，有效成分一般以氮、五氧化二磷、氧化钾的百分含量来表示 8
表 3： 全球化肥供给：钾肥、磷肥均呈现高度集中，氮肥相对分散，中国、俄罗斯、加拿大、美国合计占比 53.5% 9

表 4： 全球化肥消费："氮高钾低"特征显著，中国、印度、美国、巴西合计占比 58.4% 9
表 5： 2025 年全球尿素供需：中国名义产能占比 31.8%、消费量占比 21.8%，供给、需求均位居全球第一 13
表 6： 2025 年全球尿素进出口：俄罗斯、伊朗、卡塔尔、中国出口量居前，印度、巴西、美国进口量居前 14
表 7： 尿素产能市值弹性表：中国心连心化肥>泸天化>潞化科技>湖北宜化 19
表 8： 中国心连心化肥产能梳理：尿素 505 万吨/年、车用尿素（溶液）150 万吨/年、复合肥 414 万吨/年等 19
表 9： 2025 年全球磷肥供需：中国名义产能占比 33.3%、消费量占比 21.3%，供给、需求均位居全球第一 21
表 10： 2019-2024 年全球磷铵进口量：印度、巴西、美国、孟加拉国等进口量居于前列 22
表 11： 2019-2024 年全球磷铵出口量：摩洛哥、中国、沙特阿拉伯、俄罗斯等出口量居于前列 22
表 12： 国内磷铵企业产能梳理：贵州磷化、云天化、湖北祥云、新洋丰、湖北宜化等产能规模居前 28
表 13： 磷铵产能市值弹性表：云天化、新洋丰、湖北宜化、史丹利等产能规模居前 29
表 14： 全球氯化钾供给梳理（分区域）：北美地区产能占比 32.3%、东欧地区产能占比 37.4% 30
表 15： 全球氯化钾供给：加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、中国位居全球前四，2025 年合计供给占比达到 80.9% 31
表 16： 全球氯化钾需求：拉丁美洲和东亚是需求重要支撑区域，2025 年中国、拉丁美洲需求占比为 25.6%、23.0% .. 32
表 17： 2019-2025 年全球氯化钾出口量：白俄罗斯、俄罗斯出口量在 2022 年明显下降，2023-2025 年稳步修复 32
表 18： 2019-2025 年全球氯化钾进口量：巴西、中国、美国、印度尼西亚、印度等进口量居于前列 33
表 19： 全球氯化钾规划新增产能梳理（分企业）：现有产能供给高度集中，新增产能有望自 2027 年有序投放 33
表 20： 全球氯化钾产能测算：预计 2026 年末、2027 年末产能达到 8,640、9,455 万吨/年，产能增速 1.2%、9.4% 34
表 21： 2023-2026 年国内钾肥大合同定价低于印度，保持世界钾肥进口"价格洼地" 38
表 22： 国内钾肥上市公司业务梳理：盐湖股份钾锂双主业，亚钾国际钾肥产能快速扩张 39
表 23： 氯化钾产能市值弹性表：东方铁塔>亚钾国际>盐湖股份>藏格矿业 40
表 24： 国内复合肥行业产能集中度：山东、湖北、河南、江苏等地区产能占比高 41
表 25： 国内复合肥公司梳理：新洋丰、史丹利、云图控股的复合肥产能规模优势明显，产业链一体化不断完善 44
表 26： 复合肥产能市值弹性表：史丹利>云图控股>新洋丰 45
表 27： 相关标的盈利预测与估值 45

1、 厄尔尼诺专题系列报告：农资、饲料添加剂、生物燃料投资机会分析

本篇报告是我们“厄尔尼诺专题报告”系列的开篇报告，本系列报告将基于厄尔尼诺对全球大宗农产品影响的历史经验和产业链传导分析，结合当前全球地缘政治与能源安全现状，研究化工板块中农资（化肥、农药）、饲料添加剂（氨基酸、维生素等）、生物燃料等产业的投资机会。

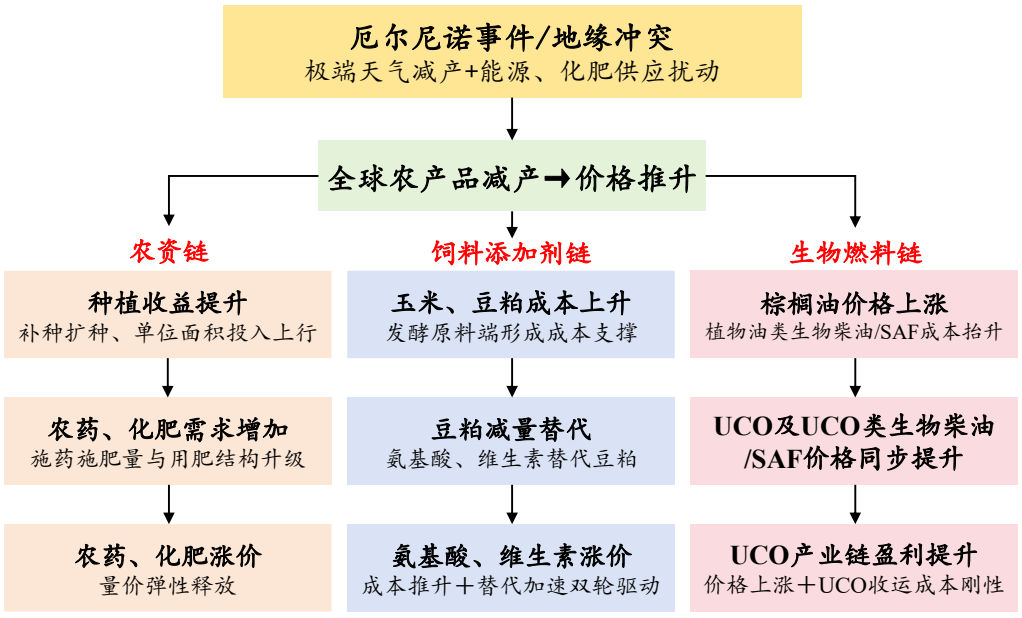
历史规律显示，厄尔尼诺事件推升全球农产品价格均值的概率较高，化工板块中农资、饲料添加剂、生物燃料等行业有望受益。

（1）农资方面，2022 年以来地缘政治冲突持续冲击全球供应链安全与能源市场，厄尔尼诺等异常天气事件频发则在低收入和气候脆弱国家引发粮食安全与经济稳定性问题，逻辑链是“厄尔尼诺/地缘冲突→农产品减产→粮价上涨→种植收益提升→补种扩种及单位面积投入提升，拉动农药、化肥等农资需求增加→农资涨价”。

（2）饲料添加剂方面，发酵工艺生产赖氨酸、苏氨酸等主要原材料为玉米，国内积极推行豆粕减量替代，逻辑链是“厄尔尼诺→农产品涨价→玉米、豆粕成本上升→生物发酵氨基酸获得成本支撑，氨基酸、维生素等饲料添加剂替代豆粕→氨基酸/维生素涨价”。

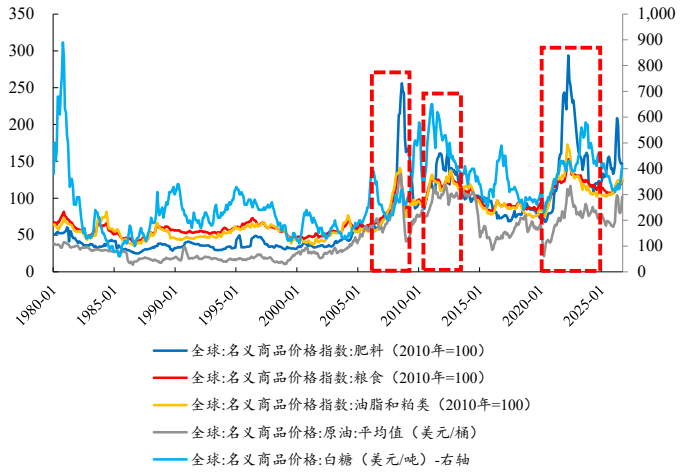
（3）生物燃料方面，生物柴油、SAF 的原料均为油脂，其中植物油类油脂（棕榈油等）和废弃油脂（UCO 等）为主要原料，逻辑链是“厄尔尼诺→东南亚棕榈油减产→棕榈油价格上涨→植物油类生物柴油/SAF 成本抬升→UCO 及 UCO 类生物柴油/SAF 价格同步提升，叠加 UCO 收运成本较为刚性，产业链价差扩大”。

图1：厄尔尼诺推升农产品价格，有望带动农资、饲料添加剂、生物燃料量价齐升



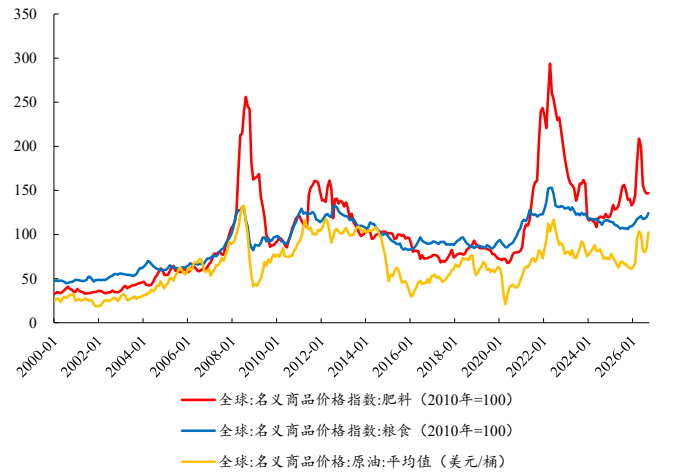
资料来源：开源证券研究所

图2：原油、肥料、粮食、油脂、糖等价格走势趋同



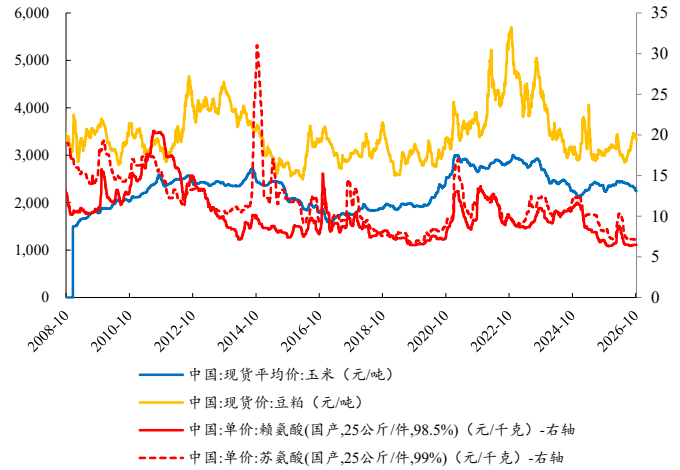
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：肥料价格走势与原油、粮食价格等走势趋同



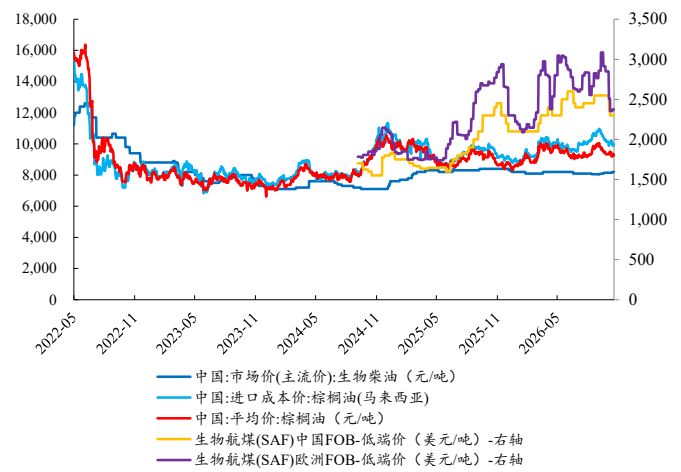
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：赖氨酸、苏氨酸价格走势受原材料玉米等影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026 年 10 月以来，棕榈油价格先涨后跌，生物柴油有所上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

超强厄尔尼诺事件正在发展中，极大概率在 2026/2027 年冬季达到极强级别。厄尔尼诺是中太平洋和东太平洋表层海水大范围持续异常偏暖的自然气候现象，其可通过大气环流传递至全球多个地区，引发不同程度的气候异常。厄尔尼诺通常每两至七年发生一次，每次持续九至十二个月。2026 年 6 月 11 日，美国国家海洋和大气管理局（NOAA）气候预测中心（CPC）正式发布厄尔尼诺警报（El Niño Advisory），确认厄尔尼诺条件已在赤道太平洋形成。国家气候中心监测显示，2026 年 5 月以来，赤道中东太平洋进入厄尔尼诺状态，关键海域海温指数持续快速升高，2026 年 9 月已正式形成一次超强厄尔尼诺事件。监测记录显示的过去 3 次超强厄尔尼诺事件，分别发生于 1982 至 1983 年、1997 至 1998 年和 2014 至 2016 年。当前海温监测指数及其增暖速率，均显著高于上述 3 次超强厄尔尼诺事件的同期水平。

根据我的钢铁网报道，**从历史经验看，厄尔尼诺事件往往导致全球气候状态的显著偏移：**东南亚和澳大利亚趋于干旱少雨、南美巴西南部和阿根廷趋于湿润多雨、

北美南部冬季趋于温暖湿润、印度季风趋于偏弱。这些气候异常将对全球大宗农产品产生持续且深远的影响，此前 1997/1998 和 2015/2016 两次极强厄尔尼诺事件，均导致马来西亚/印尼棕榈油产量大幅下降，驱动全球油脂价格大幅上涨。**本次 2026/2027 事件若如预测发展至极强级别，其影响范围和强度将至少与前两次看齐。**全球大宗农产品市场将面临近年来最强的气候扰动，农产品价格波动率预计显著上升。根据我的钢铁网报道，关键时间节点包括：2026 年 9-10 月（北半球秋收定产、南半球播种季）、2026 年 12 月-2027 年 1 月（厄尔尼诺峰值、东南亚干旱加剧）、2027 年 3-5 月（南美大豆收获、马来/印尼棕榈油季度产量报告）。

表1：从历史经验看，强厄尔尼诺事件将对全球大宗农产品产生持续且深远的影响

历史事件	峰值 Niño-3.4	持续时间	主要受影响品种	全球粮价影响
1982/1983	+2.1 度	1982.4-1983.6	小麦、玉米、棕榈油、甘蔗	FAO 粮价指数涨 15%
1997/1998	+2.4 度	1997.4-1998.5	棕榈油、大豆、小麦、糖	棕榈油产量降 12%
2015/2016	+2.6 度	2015.3-2016.5	棕榈油、豆粕、白糖、咖啡	棕榈油价格涨 30%+
2023/2024	+2.1 度	2023.5-2024.6	大豆、玉米、棕榈油	全球粮价波动加剧
2026/2027 预测	预计+2.0-2.5 度	2026.5-2027 春	预计全面影响	待评估

资料来源：NOAACPC 历史 ENSO 存档、FAO 粮价指数数据库、我的钢铁网、开源证券研究所

根据我的钢铁网报道，厄尔尼诺等异常气候将直接传导至全球大宗农产品的生产、流通和价格体系，产业链传导可以从生产端、成本端、价格端层面进行分析：

（1）生产端，厄尔尼诺通过改变全球降水和温度分布直接影响作物生长条件。比如：东南亚干旱导致油棕榈和橡胶减产、澳大利亚小麦油菜籽减产、印度甘蔗和稻谷减产、南美大豆受益。

（2）成本端，厄尔尼诺通过对能源价格、化肥成本、海运成本等多渠道间接影响农业生产成本。厄尔尼诺对农产品成本端的影响主要通过三个渠道：一是燃料价格上涨，比如东南亚水电减少导致对化石能源依赖上升，推高农机燃油和化肥原料成本；二是化肥成本上涨，天然气、煤炭是氮肥的重要原料，价格波动直接影响化肥成本；三是海运成本上升，巴拿马运河水位下降限制通行，厄尔尼诺年份运河通航能力下降往往推高散货船运价。

（3）价格端，厄尔尼诺事件往往导致全球农产品价格波动率显著上升。从历史经验看，油脂油料板块尤其是棕榈油反应最敏感；谷物板块分化明显，小麦价格弹性较大；软商品中白糖和咖啡受气候预期影响显著。总体来看，厄尔尼诺事件推升全球农产品价格均值的概率较高，但不同品种间差异较大。

2、 化肥：厄尔尼诺叠加地缘扰动，行业供需向好、盈利中枢有望上行

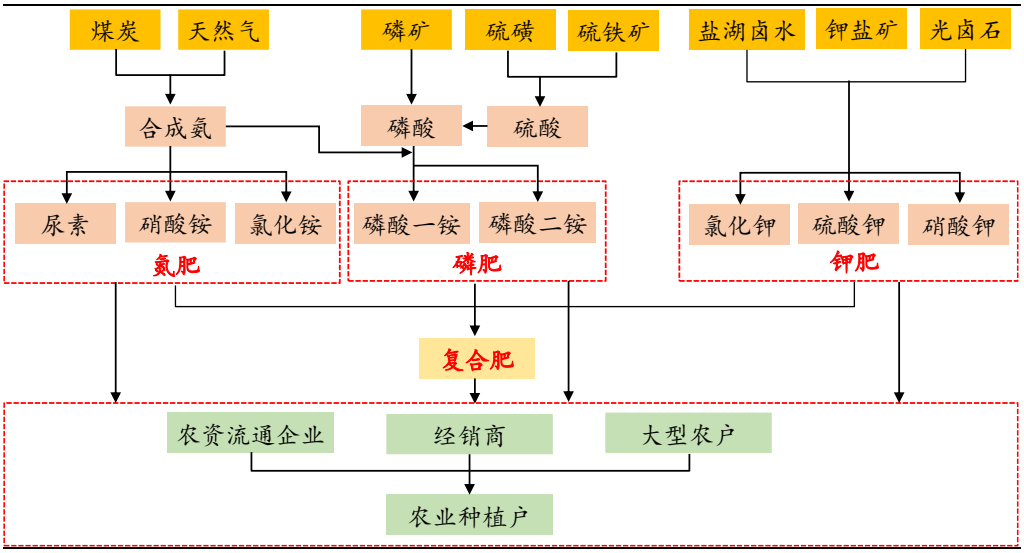
本篇报告集中分析化肥产业，是我们继《化肥行业深度报告：全球粮食价格上行，化肥行业景气度回升》（2022.4.21）之后的第二篇化肥行业深度报告，将梳理全球及国内氮肥（尿素、氯化铵）、磷肥（磷酸一铵、磷酸二铵）、钾肥（氯化钾）、复合肥产业链的供需、进出口、产品价格复盘以及相关个股基本面数据，同时重点分

析以下问题：**（1）复盘主流化肥产品价格走势，重点分析 2020-2022 年上半年期间化肥景气周期成因以及 2022 年下半年至今化肥产业链变化。（2）复盘 2015-2016 年超强厄尔尼诺、2023-2024 年强厄尔尼诺两个期间化肥产业链表现，并结合化肥产业链现状展望。**

2.1、 化肥施用助力粮食增产，全球化肥供需高度集中

化肥是重要的农业生产资料，是农业发展和国家粮食安全的重要保障。化肥行业主要包括氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四个子行业，产业链主要分为“原材料-基础肥生产-二次加工-销售”等环节。行业下游对接农业生产，直接面向经销商、农资流通企业和大型农户等，终端消费人群为广大种植户，农业种植结构的调整、农民施肥习惯的改变以及农产品价格的波动等农业发展状况对化肥需求量有直接影响。

图6：化肥产业链：上游为氮肥、磷肥、钾肥等基础化肥，下游对接农业生产



资料来源：云图控股 2024 年报、开源证券研究所

表2：复合肥可同时提供多种营养元素，有效成分一般以氮、五氧化二磷、氧化钾的百分含量来表示

化肥分类	主要产品及作用
氮肥	促进植物光合作用、提高作物产量的功效。 主要产品有尿素、碳酸氢铵、硝酸铵、氯化铵等。
磷肥	促进作物分蘖、催熟功效。 主要产品有磷酸一铵、磷酸二铵、硝酸磷等。
钾肥	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。 主要产品有氯化钾、硫酸钾等。
复合肥	是含有氮、磷、钾三种营养元素中的两种及以上且可标明含量的化肥，又称复混肥料。复合肥产品可同时提供多种营养元素，并能提高作物产量、改良土壤、减轻农业面源污染、肥料利用率高。 复合肥料的有效成分，一般以氮、五氧化二磷、氧化钾的百分含量来表示。常见的复合肥有常规肥，配方肥和功能肥。其中常规肥中氮磷钾比例为 15-15-15，配比简单、生产方便、性能稳定，广泛应用于各种土壤和作物；配方肥是以氮磷钾肥为主要原料，有针对性地添加中、微量元素或有机肥料，适用于特定区域、特定作物的肥料；功能肥需要根据目标作物的营养需求和功能专门制定。

资料来源：红四方招股说明书、开源证券研究所

全球化肥供需高度集中，供给端中国、俄罗斯、加拿大、美国合计占比 50%以上，消费端“氮高钾低”特征显著。根据 CRU 及 Nutrien 数据，**供给端：**2025 年全球氮、磷、钾名义产能分别为 2.04 亿吨、6,156 万吨、6,244 万吨养分，其中钾肥、磷肥资源依赖性较强，供给均呈现高度集中，氮肥供给相对分散。中国氮、磷、钾的全球占比分别为 31.8%、33.3%、8.1%，中国、俄罗斯、加拿大、美国合计占比达到 53.5%。**消费端：**2025 年全球化肥消费 2.05 亿吨养分，其中氮、磷、钾消费量分别为 1.19 亿吨、4,862 万吨、3,749 万吨养分，分别占 58.0%、23.7%、18.3%，“氮高钾低”特征明显，中国、印度、美国、巴西化肥消费量占比位居全球前四，合计占比 58.4%。

表3：全球化肥供给：钾肥、磷肥均呈现高度集中，氮肥相对分散，中国、俄罗斯、加拿大、美国合计占比 53.5%

排名	氮 N			磷 P			钾 K			合计(N+P+K)		
	国家	名义产能	占比	国家	名义产能	占比	国家	名义产能	占比	国家	名义产能	占比
1	中国	6,474	31.8%	中国	2,053	33.3%	加拿大	2,272	36.4%	中国	9,047	27.6%
2	俄罗斯	1,732	8.5%	摩洛哥	809	13.1%	俄罗斯	1,206	19.3%	俄罗斯	3,377	10.3%
3	印度	1,597	7.8%	美国	746	12.1%	白俄罗斯	880	14.1%	加拿大	2,757	8.4%
4	美国	1,564	7.7%	俄罗斯	418	6.8%	中国	506	8.1%	美国	2,354	7.2%
5	印度尼西亚	677	3.3%	沙特阿拉伯	311	5.0%	德国	277	4.4%	印度	1,853	5.7%
6	伊朗	605	3.0%	印度	257	4.2%	以色列	264	4.2%	白俄罗斯	989	3.0%
7	沙特阿拉伯	535	2.6%	突尼斯	212	3.4%	老挝	210	3.4%	沙特阿拉伯	846	2.6%
8	埃及	519	2.5%	巴西	182	3.0%	约旦	172	2.7%	摩洛哥	809	2.5%
9	特立尼达和多巴哥	450	2.2%	约旦	109	1.8%	智利	149	2.4%	印度尼西亚	737	2.3%
10	加拿大	447	2.2%	墨西哥	88	1.4%	土库曼斯坦	84	1.3%	伊朗	617	1.9%
	前十合计	**14,600**	**71.7%**	**前十合计**	**5,184**	**84.2%**	**前十合计**	**6,019**	**96.4%**	**前十合计**	**23,386**	**71.4%**
	全球合计	**20,372**	**100.0%**	**全球合计**	**6,156**	**100.0%**	**全球合计**	**6,244**	**100.0%**	**全球合计**	**32,771**	**100.0%**

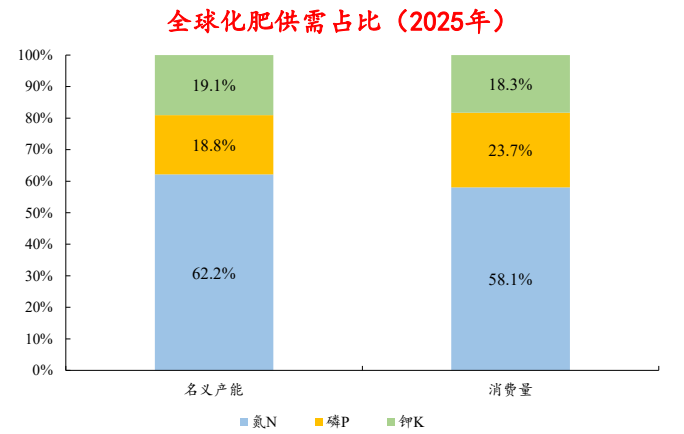
数据来源：CRU、《2025 Nutrien Fact book》、开源证券研究所（注：2025 年数据，单位万吨养分/年）

表4：全球化肥消费：“氮高钾低”特征显著，中国、印度、美国、巴西合计占比 58.4%

排名	氮 N			磷 P			钾 K			合计(N+P+K)		
	国家	消费量	占比	国家	消费量	占比	国家	消费量	占比	国家	消费量	占比
1	中国	2,596	21.8%	中国	1,038	21.3%	中国	1,095	29.2%	中国	4,729	23.0%
2	印度	2,175	18.2%	印度	728	15.0%	巴西	793	21.2%	印度	3,115	15.2%
3	美国	1,208	10.1%	巴西	695	14.3%	美国	519	13.8%	美国		10.3%
4	巴西	537	4.5%	美国	390	8.0%	印度尼西亚	275	7.3%	巴西	2,025	9.9%
5	印度尼西亚	429	3.6%	印度尼西亚	171	3.5%	印度	212	5.7%	印度尼西亚	875	4.3%
6	巴基斯坦	400	3.4%	巴基斯坦	139	2.8%	马来西亚	160	4.3%	俄罗斯	548	2.7%
7	俄罗斯	348	2.9%	俄罗斯	137	2.8%	俄罗斯	62	1.7%	巴基斯坦	544	2.7%
8	加拿大	344	2.9%	加拿大	124	2.5%	越南	61	1.6%	加拿大	519	2.5%
9	法国	195	1.6%	澳大利亚	100	2.0%	泰国	59	1.6%	澳大利亚	324	1.6%
10	澳大利亚	194	1.6%	孟加拉国	81	1.7%	加拿大	52	1.4%	法国	271	1.3%
	前十合计	**8,426**	**70.7%**	**前十合计**	**3,601**	**74.1%**	**前十合计**	**3,287**	**87.7%**	**前十合计**	**15,066**	**73.4%**
	全球合计	**11,918**	**100.0%**	**全球合计**	**4,862**	**100.0%**	**全球合计**	**3,749**	**100.0%**	**全球合计**	**20,528**	**100.0%**

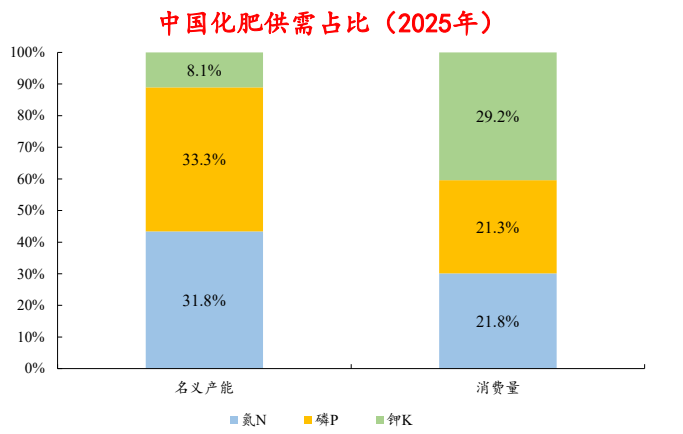
数据来源：CRU、《2025 Nutrien Fact book》、开源证券研究所（注：2025 年数据，单位万吨养分/年）

图7：2025 年全球氮、磷、钾养分消费量占比为 58.1%、23.7%、18.3%



数据来源：CRU、《2025 Nutrien Fact book》、开源证券研究所

图8：2025 年中国氮、磷、钾名义产能占比为 31.8%、33.3%、8.1%



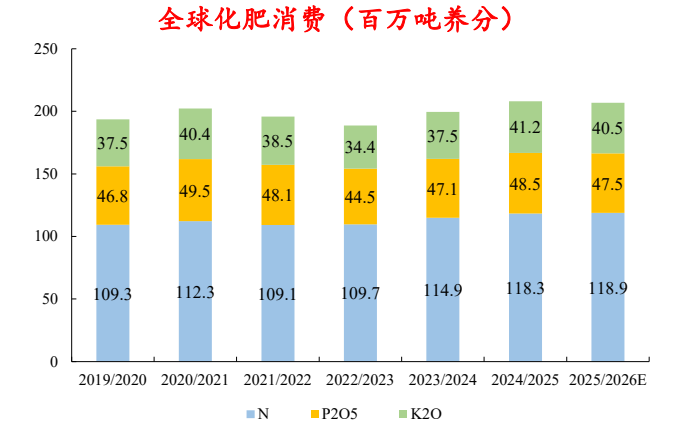
数据来源：CRU、《2025 Nutrien Fact book》、开源证券研究所

2.2、 2022 年下半年以来磷肥价格相对高于氮肥和钾肥，2026 年以来中东地缘扰动全球化肥供应链

全球化肥价格自 2022 年上半年历史高点震荡回落，氮磷钾肥价格走势分化，磷肥相对仍高于氮肥和钾肥。据 Wind 和百川盈孚数据，2020 年至 2022 年上半年，粮食安全、高通胀、俄乌冲突等助推粮食价格走高，农民种植意愿增强，全球化肥价格普遍上行，且海外价格显著高于国内，国内化肥出口管控加剧。2022 年下半年至 2024 年，成本支撑减弱、下游去库、国内尿素产能释放，全球化肥价格震荡下跌。2025 年以来，氮、磷、钾肥价格走势分化，其中：国内尿素新增产能投放、煤炭成本支撑有限，价格震荡走弱，海外天然气成本支撑尿素价格震荡走高；磷肥新增产能有限，磷矿石、硫磺硫酸成本支撑磷肥价格高位震荡；氯化钾价格受国际价格影响企稳回升，2026 年以来震荡偏弱，磷肥相对仍高于氮肥和钾肥。

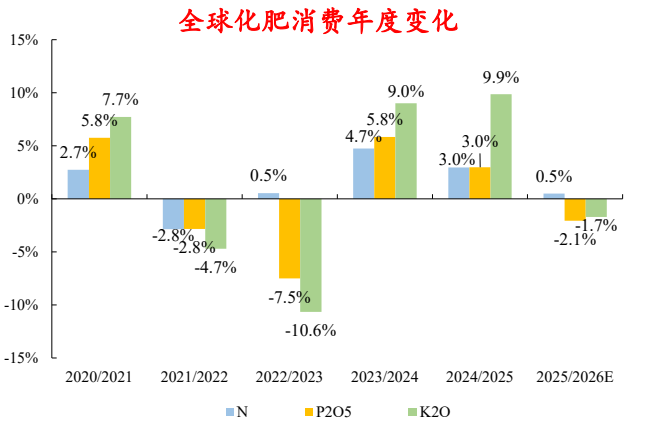
从需求端看，2022 年俄乌冲突以来全球化肥消费量温和复苏。肥料可负担性以肥料价格与作物价格之间的平衡来衡量，是影响使用的关键决定因素之一，仅次于作物面积和单产需求。当该比率恶化时，农民会首先推迟或减少施用价格弹性更大的一类养分，产量风险会在多个季节中累积。氮是可负担性弹性最小的养分，因为其在作物生长中的关键作用；磷肥和钾肥的使用对可负担性更敏感。化肥价格在 2020 年至 2022 年上半年震荡走高，影响了肥料可负担性，导致 2021-2023 年期间全球化肥消费量缩减；随着化肥价格震荡回落，2024 年以来全球化肥消费量温和复苏。此外，磷肥相对仍高于氮肥和钾肥，导致磷在总肥料使用中的份额有所下降。

图9：2024 年以来全球化肥消费量温和复苏



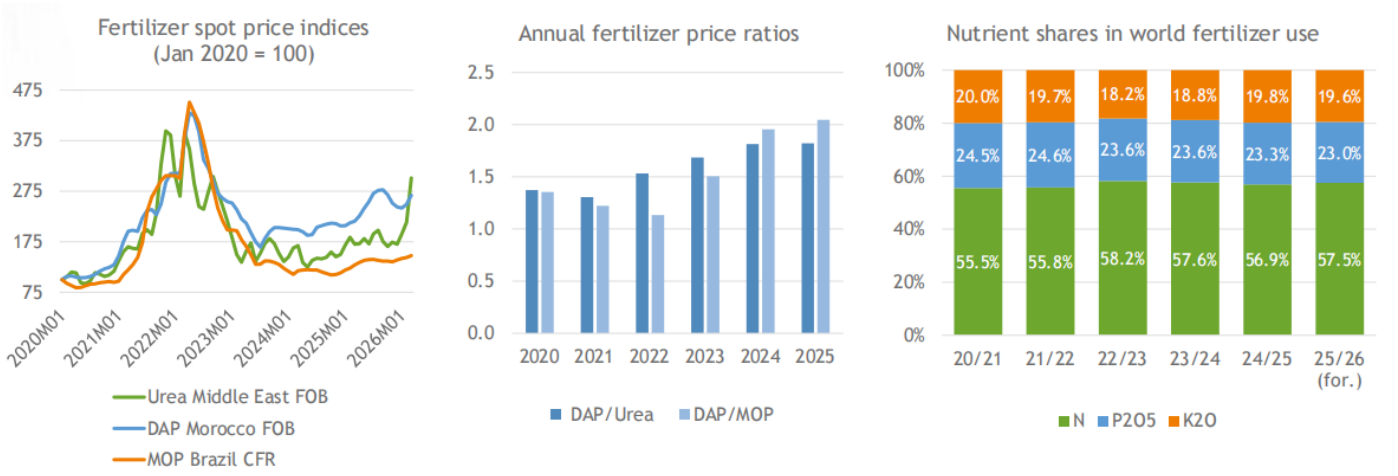
数据来源：《2026 IFA Medium Term Outlook》、开源证券研究所

图10：化肥价格高位导致 2021 至 2023 年全球消费缩减



数据来源：《2026 IFA Medium Term Outlook》、开源证券研究所

图11：肥料价格自 2022 年高点回落，整体上磷肥相对仍高于氮肥和钾肥，导致磷肥养分占比有所缩减



资料来源：《2026 IFA Medium Term Outlook》

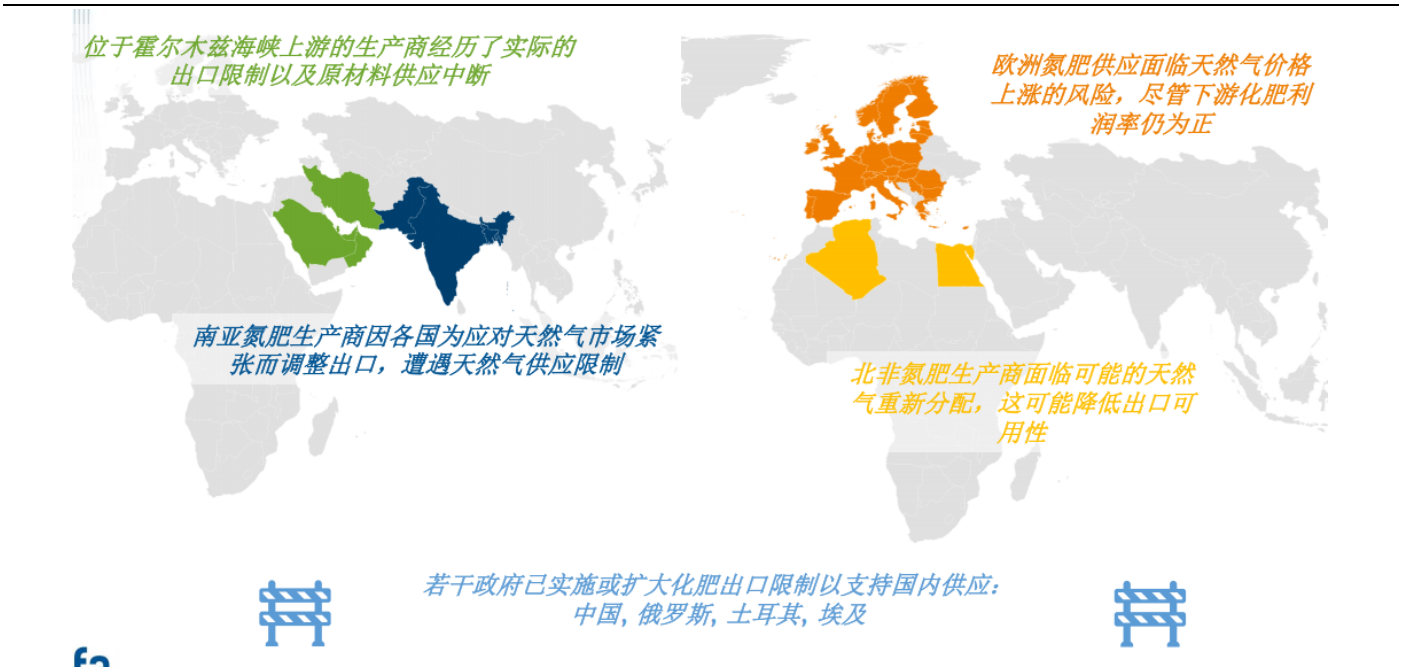
2026 年美以伊冲突扰动中东地区化肥及化肥原材料供应。2026 年 2 月 27 日，美国、以色列联合对伊朗发动代号为“史诗怒火”和“咆哮的狮子”的联合军事行动，伊朗随即反制封锁霍尔木兹海峡。霍尔木兹海峡是大宗化肥及其原材料的过境航道，海峡受扰动对化肥市场有多层影响：伊朗、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿联酋和巴林是氮肥、磷肥及原材料合成氨、硫磺、天然气（LNG）的重要出口国，预计占到全球尿素贸易的 34%、磷酸一铵+磷酸二铵贸易的 18%、氨贸易的 23%、硫磺贸易的 49%、LNG 贸易的 20%（2024 年贸易份额数据）。此外，其他地区的氮肥生产商可能也会因能源市场扰动而受到更高天然气价格、天然气限供的影响。

图12：中东地区供应氮肥、磷肥、钾肥及化肥原材料合成氨、磷酸等



资料来源：《2026 IFA Medium Term Outlook》

图13：霍尔木兹海峡是大宗化肥及其原材料的过境航道，海峡中断将扰动全球化肥供应稳定性



资料来源：《2026 IFA Medium Term Outlook》

3、 氮肥：全球产需保持增长趋势，煤气能源放大价格波动

尿素是主要的氮肥品种，我国尿素产能以煤头尿素为主。根据含氮基团的不同，氮肥可以分为铵态氮肥、硝态氮肥、硝铵态氮肥和酰胺态氮肥，具体包含尿素、碳酸氢铵、硫酸铵和氯化铵等多个品种。其中，尿素含氮量高达 46.67%，是含氮量最高的固态氮肥，也是主要的氮肥品种。工业生产中主要以煤或天然气为上游原料（对应分为煤头尿素和气头尿素两种），通过制取合成氨后进一步制成尿素和其他氮肥。西方国家主要以天然气为原料生产合成氨和尿素，基于我国多煤贫油缺气的能源结

构，我国煤头尿素产能占比达到 70%以上。

需求端：尿素主要用途为农业肥料、工业原料，农用需求以直接施用和生产复合肥为主，工业上以生产三聚氰胺、脲醛胶、氰尿酸、ADC 发泡剂以及用于脱硫脱硝等为主。

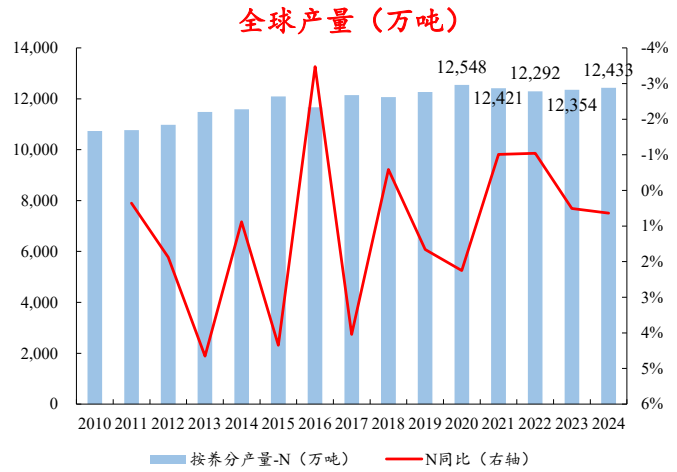
3.1、 全球：中国尿素供需全球第一，俄罗斯为全球最大的氮肥出口国

全球：全球氮肥产量总体保持增长，中国尿素供需位居全球第一，俄罗斯为全球最大的氮肥出口国。根据 FAO 及 CRU 等数据，2014-2024 年全球氮肥养分产量总体保持增长，复合增速 0.71%，期间在 2020 年达到历史高点 1.25 亿吨，2021-2022 年产量同比持续下降，2023-2024 年同比恢复增长。此外，中国单位耕地面积氮肥养分用量是全球平均水平的 2.5 倍以上且自 2014 年以来保持下降趋势，2024 年达到 191.6 公斤/公顷。

分地区看，2025 年，全球尿素名义产能达到 2.04 亿吨养分/年，其中中国、俄罗斯、印度、美国产能位居前四，分别为 6,474、1,732、1,597、1,564 万吨养分/年，占比分别为 31.8%、8.5%、7.8%、7.7%，前十大地区产能合计占比 71.7%；全球尿素消费量 1.19 亿吨养分，其中中国、印度、美国、巴西分别为 2,596、2,175、1,208、537 万吨，占比分别为 21.8%、18.2%、10.1%、4.5%。

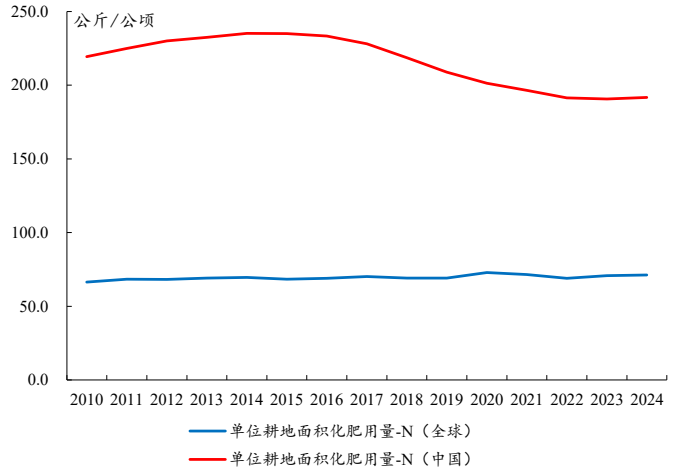
从进出口看，2025 年全球尿素出口量（进口量）达到 5,747 万吨，其中俄罗斯、伊朗、卡塔尔、中国出口量分别为 972、541、523、489 万吨，印度、巴西、美国、澳大利亚进口量分别为 933、773、533、368 万吨。

图14：全球氮肥产量在 2021-2022 年同比持续下降，在 2023-2024 年同比恢复增长



数据来源：联合国粮食及农业组织（FAO）、开源证券研究所

图15：2024 年中国单位耕地面积氮肥养分用量达到 191.6 公斤/公顷，是全球平均水平的 2.69 倍



数据来源：联合国粮食及农业组织（FAO）、开源证券研究所

表5：2025 年全球尿素供需：中国名义产能占比 31.8%、消费量占比 21.8%，供给、需求均位居全球第一

排名（万吨养分/年）	国家	名义产能	占比	国家	消费量	占比
1	中国	6,474	31.8%	中国	2,596	21.8%
2	俄罗斯	1,732	8.5%	印度	2,175	18.2%
3	印度	1,597	7.8%	美国	1,208	10.1%
4	美国	1,564	7.7%	巴西	537	4.5%

排名（万吨养分/年）	国家	名义产能	占比	国家	消费量	占比
5	印度尼西亚	677	3.3%	印度尼西亚	429	3.6%
6	伊朗	605	3.0%	巴基斯坦	400	3.4%
7	沙特阿拉伯	535	2.6%	俄罗斯	348	2.9%
8	埃及	519	2.5%	加拿大	344	2.9%
9	特立尼达和多巴哥	450	2.2%	法国	195	1.6%
10	加拿大	447	2.2%	澳大利亚	194	1.6%
	前十合计	**14,600**	**71.7%**	**前十合计**	**8,426**	**70.7%**
	全球合计	**20,372**	**100.0%**	**全球合计**	**11,918**	**100.0%**

数据来源：CRU、《2025 Nutrien Factbook》、开源证券研究所

表6：2025 年全球尿素进出口：俄罗斯、伊朗、卡塔尔、中国出口量居前，印度、巴西、美国进口量居前

排名	尿素出口量（万吨）					尿素进口量（万吨）				
	出口地区	2023	2024	2025	2025 年占比	进口地区	2023	2024	2025	2025 年占比
1	俄罗斯	855	957	972	16.9%	印度	741	529	933	16.2%
2	伊朗	485	576	541	9.4%	巴西	731	833	773	13.4%
3	卡塔尔	531	559	523	9.1%	美国	490	520	533	9.3%
4	中国	426	26	489	8.5%	澳大利亚	324	386	368	6.4%
5	埃及	483	430	435	7.6%	泰国	260	268	257	4.5%
6	沙特阿拉伯	412	449	426	7.4%	土耳其	317	260	251	4.4%
7	阿尔及利亚	325	281	320	5.6%	阿根廷	86	108	152	2.6%
8	尼日利亚	255	283	311	5.4%	墨西哥	184	178	149	2.6%
9	阿曼	299	327	310	5.4%	法国		126	146	2.5%
10	马来西亚	190	201	192	3.3%	南非	125	128	120	2.1%
前十合计（万吨）		**4,260**	**4,087**	**4,519**	**78.6%**		**3,378**	**3,336**	**3,680**	**64.0%**
全球合计（万吨）		**5,437**	**5,361**	**5,747**	**100.0%**		**5,437**	**5,361**	**5,747**	**100.0%**

数据来源：CRU、《2025 Nutrien Factbook》、开源证券研究所

3.2、 中国：2022 年以来尿素产需保持增长，出口政策扰动期现货市场

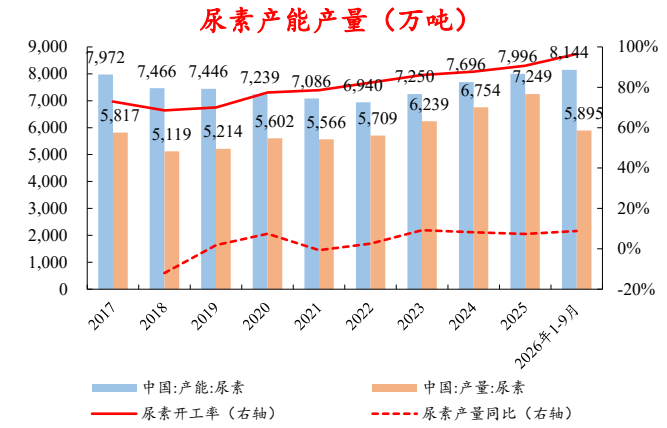
供给端：2022 年以来尿素产能、产量保持增长。据百川盈孚数据，2025 年国内尿素产能 7,996 万吨、产量 7,249 万吨（同比+7.3%）、开工率 90.7%（同比+2.9pcts），2022 年以来产能、产量保持增长，开工率持续提升。氯化铵方面，2025 年国内氯化铵产能 1,905 万吨、产量 1624 万吨（同比-5.7%）、开工率 85.2%（同比-10.6pcts），2022-2024 年以来产能、产量保持增长，开工率持续提升，2025 年行业产能保持增长、产量小幅降低，主要是我国氯化铵生产基本来自联碱法纯碱生产企业，是纯碱的副产品。2026 年 1-9 月，国内尿素、合成氨产量分别为 5,895、1,239 万吨，同比分别+8.8%、-1.0%。

需求端：2022 年以来尿素表观消费量保持增长。据百川盈孚数据，2022 年以来国内尿素表观消费量保持增长，2025 年表观消费量 6,760 万吨，同比+0.5%，下游农施、复合肥、工业板材、三聚氰胺、火电脱硝、车用尿素需求占比分别为 45%、19%、15%、7%、5%、2%。2026 年 1-9 月，国内尿素表观消费量 5,507 万吨，同比+7.2%。

进出口：2025 年国内尿素出口量价齐升、氯化铵出口量升价跌。据海关总署数据，2025 年，国内尿素出口量 489 万吨（同比+464 万吨，增幅 1856%），出口量/产量达到 6.7%，出口均价 2,929 元/吨（同比+243 元/吨，增幅 9.1%）；国内氯化铵出口量 231 万吨（同比+77 万吨，增幅 50.2%），出口量/产量达到 14.3%，出口均价 528 元/吨（同比-146 元/吨，降幅 21.7%）。2026 年 1-9 月，国内尿素出口量 388 万吨、同比+38.1%，出口均价 2,712 元/吨；国内氯化铵出口量 178 万吨、同比+17.0%，出口均价 578 元/吨。

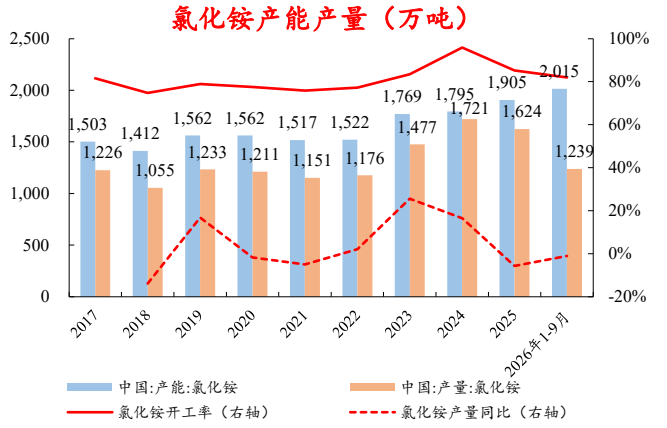
据百川盈孚数据，2025 年国内尿素出口量同比大幅增长，核心驱动力源自 2025 年 5 月底出口管制的实质性放开，政策调整后，相关部门累计下达四批出口配额，总量约 450-480 万吨，为出口提供了明确的政策支持与规模空间，自 2025 年 6 月起，尿素出口量逐月攀升。从贸易伙伴看，国内尿素主要出口至巴西、马来西亚、韩国等，氯化铵主要出口至马来西亚、越南、印尼等。

图16：2022 年以来国内尿素产能、产量保持增长



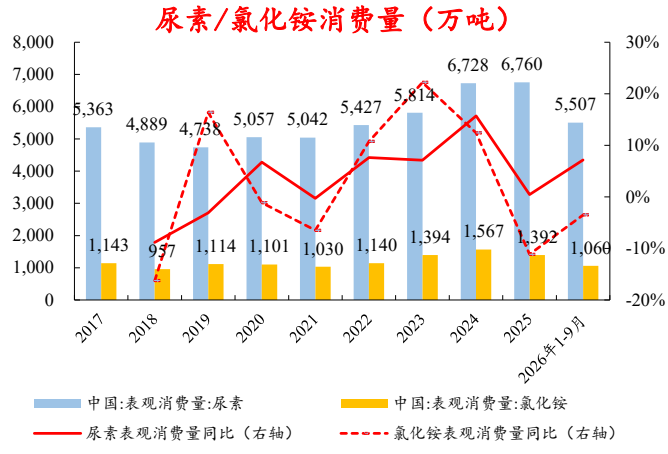
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图17：2025 年国内氯化铵产能保持增长、产量小幅降低



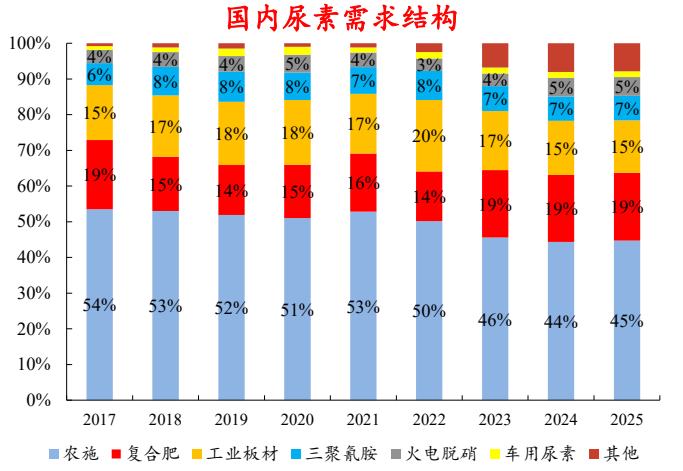
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图18：2022 年以来国内尿素表观消费量保持增长



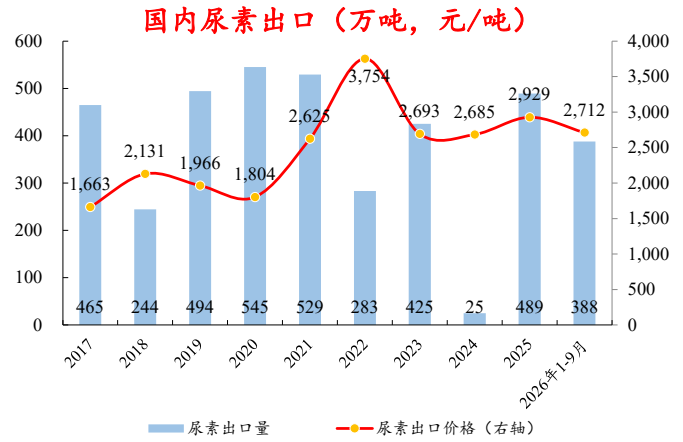
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图19：尿素下游主要用于农施、复合肥、工业板材等



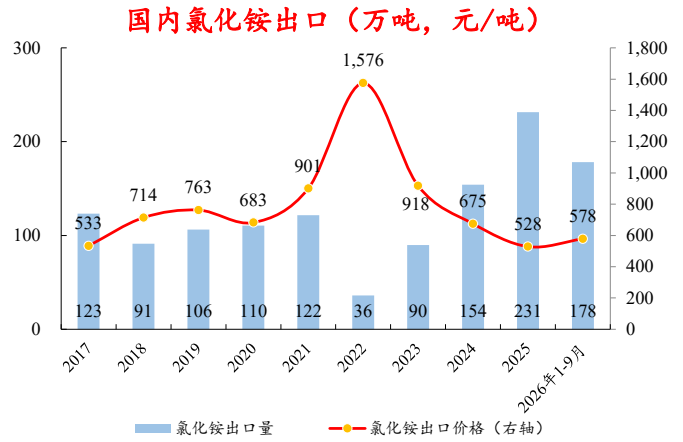
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图20：2025 年国内尿素出口量价齐升



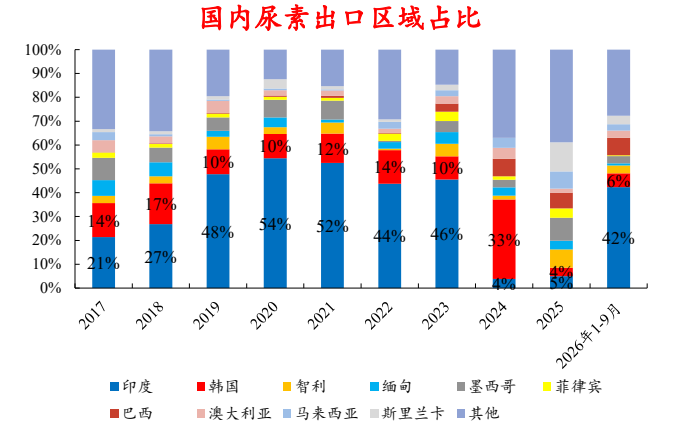
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图21：2025 年国内氯化铵出口量升价跌



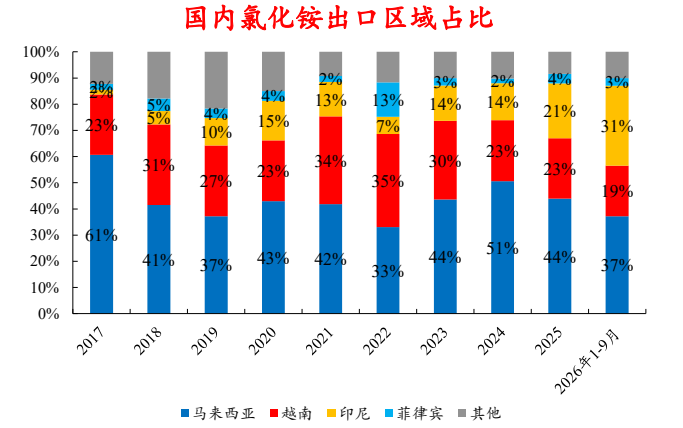
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图22：国内尿素主要出口至巴西、马来西亚、韩国等



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图23：国内氯化铵主要出口至马来西亚、越南、印尼等



数据来源：海关总署、开源证券研究所

3.3、 价格复盘：上游煤气能源放大价格波动，期价格向成本端回归

尿素的工业生产中主要以煤或天然气为上游原料，价格周期由能源成本（国内以煤炭为主、海外以天然气为主）主导，叠加国内产能周期（化肥行业供给侧改革或新增产能投放）、出口政策与农需季节性共同决定。

2010 年-2012 年上半年：煤炭成本推动+出口放量，价格上涨为主。2009 年 1 月 24 日，国家发展改革委、财政部发出《关于改革化肥价格形成机制的通知》，正式宣布取消实施多年的化肥价格管制，化肥生产由“政府指导价”改为“市场调节价”。2010 年上半年全球极端天气导致国际化肥和粮食上涨，叠加 2010 年下半年在宏观经济刺激下，煤炭等大宗商品普遍上涨，2010 年尿素出口量同比增长 108%至 703 万吨，价格震荡上涨。

2012 年下半年-2016 年上半年；供给宽松+煤炭成本下行，2016 年价格创历史低点。伴随煤价走低、国内新增低成本产能投产，国内尿素产量快速上涨，国内、国际尿素价格下跌，2016 年 8 月国内尿素（46%）现货价最低达到 1,120 元/吨。

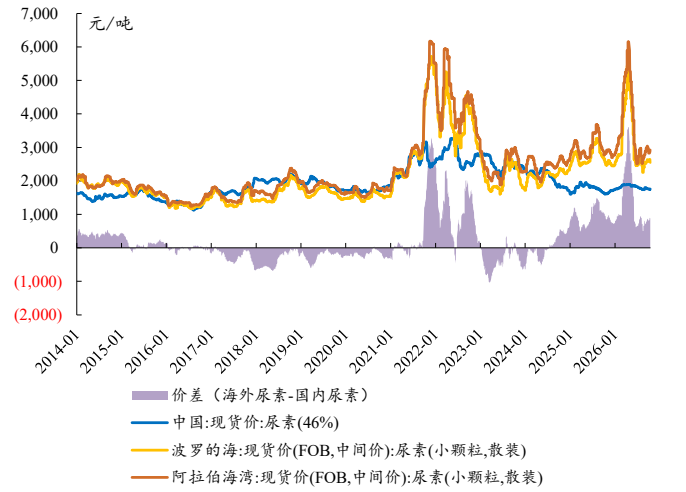
2016 下半年–2019 年：供给侧改革产能出清+环保限产，价格小幅修复。2016 年 8 月《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》发布，严格控制尿素等过剩行业新增产能，供给侧改革推动煤炭上涨，尿素落后产能逐步清退。

2020–2022 年：成本端煤、气齐涨，价格创历史新高。据 Wind 和百川盈孚数据，2020 年起粮食安全带动全球粮价上涨，2021 下半年国内“能耗双控”导致煤炭供给紧张，国家保障化肥用煤用气，欧洲天然气价格大涨导致尿素减产，2021 年 10 月国内化肥出口法检正式实施，尿素出口量缩减、国内保供为主，2022 年俄乌冲突加剧全球化肥短缺，国内、海外尿素价格创下历史新高，其中：2021 年 11-12 月期间，阿拉伯海湾:现货价(FOB,中间价):尿素(小颗粒,散装)最高达到 6,174 元/吨，波罗的海:现货价(FOB,中间价):尿素(小颗粒,散装)最高达到 5,718 元/吨(按照 CFETS:即期汇率:美元兑人民币进行折算)，2022 年 6 月初，中国:现货价:尿素(46%)最高达到 3,295 元/吨。

2023 年至今：国内外价格走势分化扩大，国内淡季出口盈利弹性可观。从国内看，成本端煤炭在 2023–2024 年弱势下跌，2025 年下半年开始企稳增长；2023 年以来国内尿素产能、表观消费量保持增长，出口端受政策影响波动较大(2023 年至 2026 年 1-9 月国内尿素出口量分别为 425、25、489、388 万吨)，国内尿素价格整体呈现下跌趋势。海外方面，2023 年至 2024 年海外尿素价格逐渐回落，2025 年 1 月国际天然气上涨带动全球尿素走强，2026 年以来美以伊冲突致中东尿素及天然气出口受阻，海外尿素价格震荡上涨。

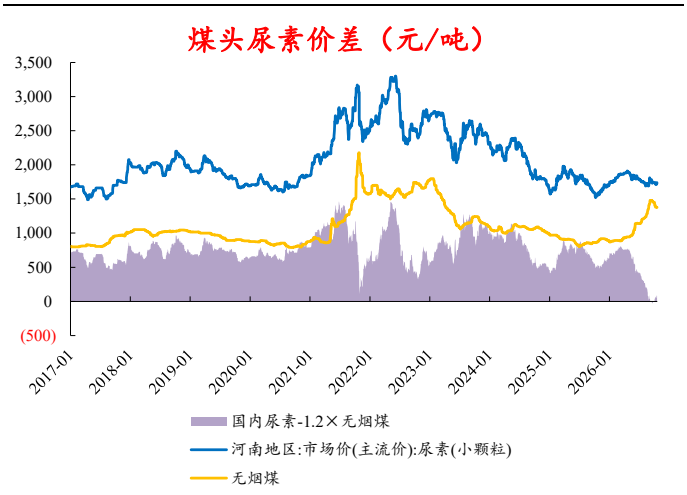
据 Wind 和百川盈孚数据，10 月 23 日，国内尿素(46%)现货价报 1,750 元/吨，较 2026 年初+1.2%、同比+9.0%；阿拉伯海湾:现货价(FOB,中间价):尿素(小颗粒,散装)、波罗的海:现货价(FOB,中间价):尿素(小颗粒,散装)分别报 2,919、2,552 元/吨，较 2026 年初分别+5.2%、+3.0%，同比分别+3.1%、-0.5%。

图24：2023 年以来，海外尿素-国内尿素价差震荡扩大



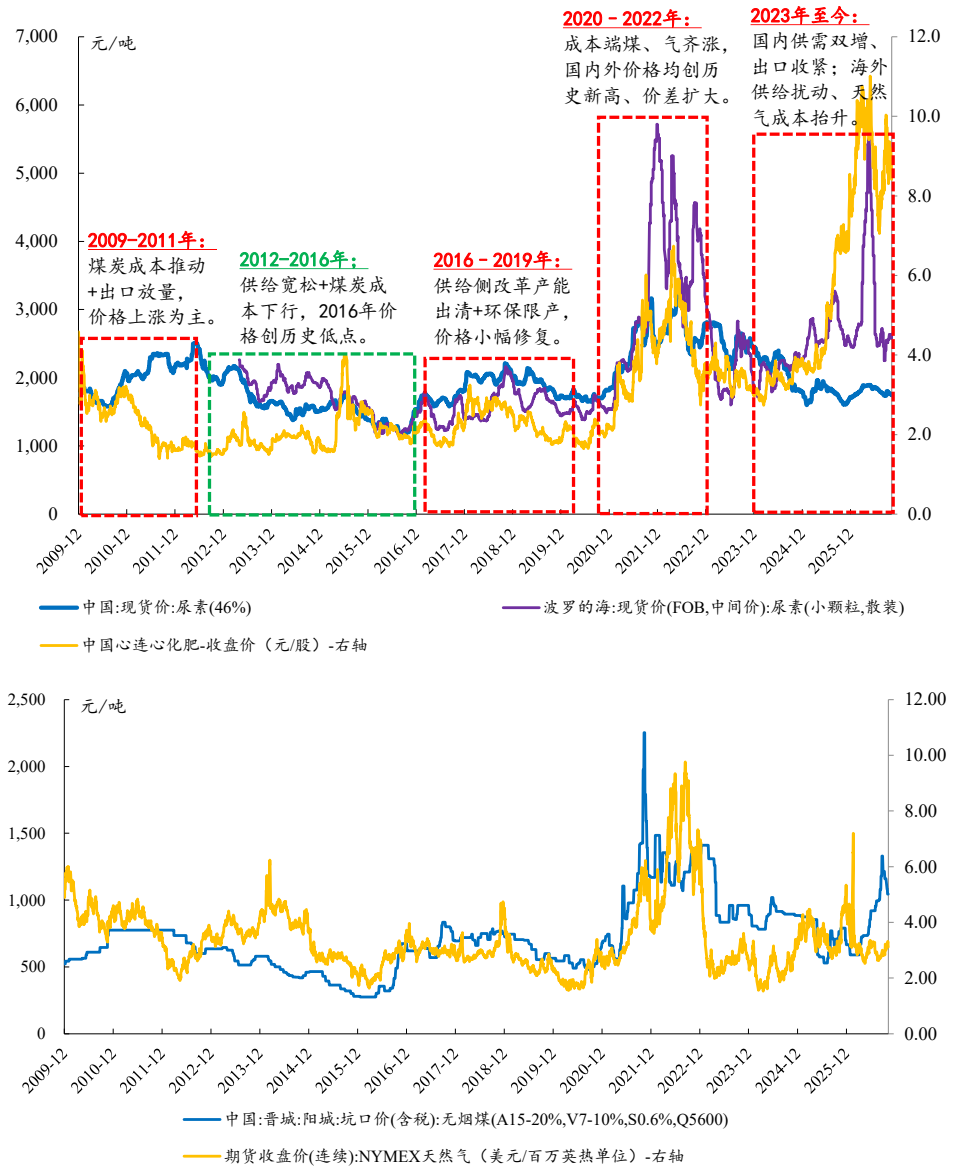
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所（注：海外尿素价格使用“波罗的海:现货价(FOB,中间价):尿素(小颗粒,散装)”指标并折算为人民币计价。）

图25：2023 年以来，国内煤头尿素价差震荡收窄



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图26：尿素价格复盘：2022 年价格创历史新高，2023 年以来国内外价格走势分化



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

3.4、 相关标的：中国心连心化肥为国内尿素龙头，华鲁恒升、云天化等尿素产能规模居于国内前列

中国心连心化肥：河南心连心化学工业集团股份有限公司是一家集研发、生产、销售、服务为一体的大型煤化工集团。公司始建于 1969 年，2003 年改为股份制企业，2009 年在香港上市，2026 年 9 月 4 日，公司正式纳入港股通，9 月 7 日正式生效。现有河南新乡、新疆玛纳斯、江西九江、广西贵港等生产基地，产品涉及化肥、基础化工品、化工新材料、新能源化学材料等三十多种产品。公司尿素、复合肥产销量行业领先，目前主要产品产能包括：尿素 505 万吨/年、车用尿素（溶液）150 万吨/年、复合肥 414 万吨/年、聚甲醛 6 万吨/年、DMF（N,N-二甲基甲酰胺）20 万吨/年、三聚氰胺 12 万吨/年等。

华鲁恒升：公司为多业联产的综合型化工企业，主要业务板块包括新能源新材

料相关产品（碳酸二甲酯、二元酸、异辛醇、己二酸、己内酰胺、尼龙 6 等）、化学肥料（尿素）、有机胺（DMF、一甲胺、二甲胺、三甲胺等）、醋酸及衍生品等。根据 2025 年报，公司尿素产能 307 万吨/年，采用国内自主知识产权的高效合成、低能耗尿素工艺。

云天化：公司的主要业务是化肥、磷矿采选、磷化工及新材料、商贸物流。根据 2025 年报，公司尿素产能 292 万吨/年，分别布局在云南 120 万吨/年，内蒙古 112 万吨/年，青海 60 万吨/年。公司“金沙江”“花山”“云天化”等产品为国内知名品牌尿素，产品质量稳定，经过多年市场培育和优质服务，公司尿素在云南市场占有率在 50%左右，在西南、东北、西北区域市场具有较高的影响力。

表7：尿素产能市值弹性表：中国心连心化肥>泸天化>潞化科技>湖北宜化

证券代码	证券简称	10 月 30 日	尿素设计产能（万吨/年）	设计产能/总市值（万吨/亿元×100）	每上涨 100 元/吨增厚净利润（亿元，25%所得税）	工艺类型
		总市值（亿元人民币）				
1866.HK	中国心连心化肥	103	505	491	3.47	煤头
600426.SH	华鲁恒升	524	307	59	2.11	煤头
600096.SH	云天化	451	292	65	2.01	煤头、气头
000422.SZ	湖北宜化	97	216	222	1.49	气头
000912.SZ	泸天化	50	152.5	305	1.05	气头
600691.SH	潞化科技	53	132	247	0.91	煤头
000731.SZ	四川美丰	34	63	187	0.43	气头
002274.SZ	华昌化工	43	40	92	0.28	煤头
600470.SH	六国化工	24	30	125	0.21	煤头

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

表8：中国心连心化肥产能梳理：尿素 505 万吨/年、车用尿素（溶液）150 万吨/年、复合肥 414 万吨/年等

基地	产品	现有产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	备注
河南新乡	尿素	260		尿素大项目预计 2026 年 6 月前投产
	车用尿素（溶液）	100		
	复合肥	210		
	甲醇	35		
	二甲醚	10		
	糠醇	6		
	双氧水	20		
江西九江	尿素	195		
	车用尿素（溶液）	40		
	复合肥	65		
	甲醇	70		
	二甲醚	20		
	DMF	20		
新疆玛纳斯	尿素	50		
	车用尿素（溶液）	10		
	复合肥	75		
	三聚氰胺	12		
	甲醇	15		

	聚甲醛	6		
新疆准东	三聚氰胺		32	预计 2027 年一季度投产
	复合肥		50	
广西贵港	复合肥（一期）	30	70	规划新建高效复合肥及水溶性肥料 100 万吨/年
	尿素		65	尿素大项目预计 2027 年三季度投产
	新型高效氮肥		95	
	三聚氰胺		16	
	碳铵		50	
	甲醛		40	
	双氧水		40	
	车船尾气处理剂		50	
	有机胺		20	
甘肃小基地	高塔复合肥	14		
	水溶肥	3		
	液体肥	1		
东北小基地	复合肥	50		
合计		1,317	528	
分产品产能	**尿素**	**505**	**65**	
	车用尿素（溶液）	**150**		
	复合肥	**414**	**120**	
	水溶肥	**3**		
	液体肥	**1**		
	甲醇	**120**		
	二甲醚	**30**		
	糠醇	**6**		
	双氧水	**20**	**40**	
	聚甲醛	**6**		
	DMF	**20**		
	三聚氰胺	**12**	**48**	
	新型高效氮肥		**95**	

资料来源：中国心连心化肥官网、项目环评报告、开源证券研究所

4、 磷肥：资源属性增强，成本端支撑价格中枢稳中向上

磷酸一铵、磷酸二铵为主流磷肥品种。磷肥主要包括磷酸一铵、磷酸二铵、普钙（过磷酸钙）、重钙（重过磷酸钙）等产品，磷酸一铵、磷酸二铵为主流磷肥。磷酸一铵（MAP）又称磷酸二氢铵，是一种白色晶体、粉状或颗粒状物，肥料用磷酸一铵可做种肥和基肥，也可用作复合肥（复混肥）产品的原料。消防用磷酸一铵是指用于生产 ABC 干粉灭火剂的粉状、晶体状磷酸一铵。磷酸二铵（DAP）又称磷酸氢二铵，呈灰白色或深灰色颗粒。磷酸二铵是重要的高浓度氮磷复合肥料，可用作粮食作物、经济作物、蔬菜及果树的基肥，也可作为追肥，对粮食作物和其他经济作物有明显的增产作用。

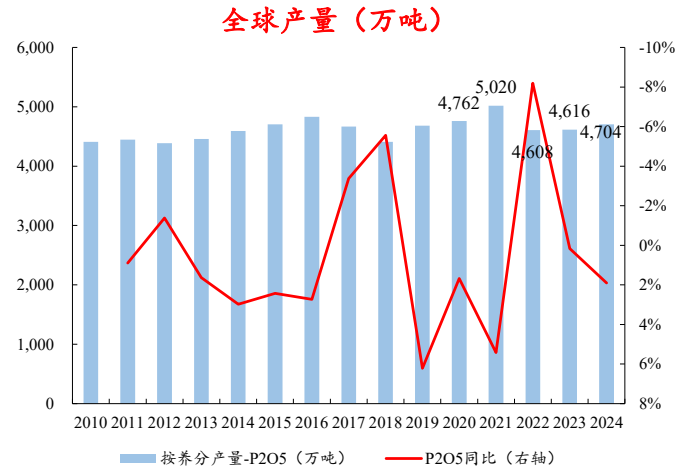
4.1、 全球：中国磷肥供需位居全球第一，摩洛哥为全球最大磷肥出口国

全球：全球磷肥产量自 2023 年恢复增长，中国磷肥供需位居全球第一，摩洛哥为全球最大的磷肥出口国。根据 FAO 及 CRU 等数据，2014-2024 年期间全球磷养分产量（P2O5）复合增速为 0.24%，期间 2018-2021 年保持增长达到 5020 万吨（2021 年），受产业链价格高位震荡、下游可负担能力下降，2022 年全球磷养分产量同比下降 8.2%，2023-2024 年期间产量同比小幅修复。此外，中国单位耕地面积磷肥养分用量是全球平均水平的 2.5 倍以上且自 2014 年以来保持下降趋势，2024 年达到 72.2 公斤/公顷。

分地区看，2025 年，全球磷肥名义产能达到 6,156 万吨养分/年，其中中国、摩洛哥、美国、俄罗斯产能位居前四名，分别为 2,053、809、746、418 万吨养分/年，占比分别为 33.3%、13.1%、12.1%、6.8%，前十大地区产能合计占比 84.2%；全球磷肥消费量 4,862 万吨养分，其中中国、印度、巴西、美国分别为 1,038、728、695、390 万吨，占比分别为 21.3%、15.0%、14.3%、8.0%。

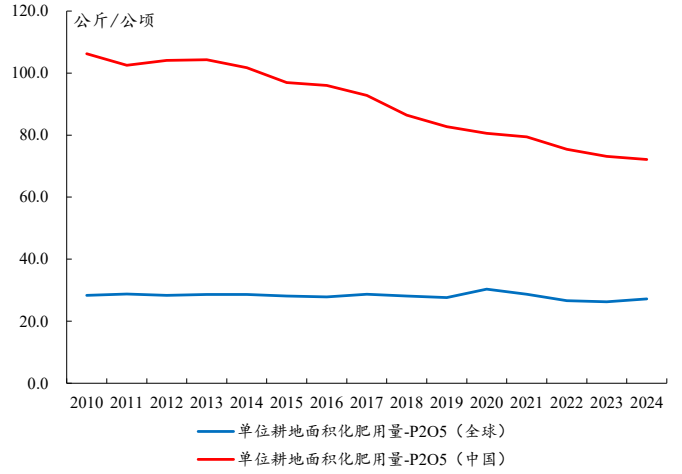
从进出口看，全球磷酸一铵+磷酸二铵合计出口量在 2020-2022 年期间有所缩减，2023-2024 年恢复增长，其中印度、巴西、美国、孟加拉国、加拿大等是主要进口国，摩洛哥、中国、沙特阿拉伯、俄罗斯等是主要出口国。

图27：全球磷肥产量在 2022 年同比大幅下降，2023-2024 年同比小幅修复



数据来源：联合国粮食及农业组织（FAO）、开源证券研究所

图28：2024 年中国单位耕地面积磷肥养分用量达到 72.2 公斤/公顷，是全球水平的 2.65 倍



数据来源：联合国粮食及农业组织（FAO）、开源证券研究所

表9：2025 年全球磷肥供需：中国名义产能占比 33.3%、消费量占比 21.3%，供给、需求均位居全球第一

排名（万吨养分/年）	国家	名义产能	占比	国家	消费量	占比
1	中国	2,053	33.3%	中国	1,038	21.3%
2	摩洛哥	809	13.1%	印度	728	15.0%
3	美国	746	12.1%	巴西	695	14.3%
4	俄罗斯	418	6.8%	美国	390	8.0%
5	沙特阿拉伯	311	5.0%	印度尼西亚	171	3.5%
6	印度	257	4.2%	巴基斯坦	139	2.8%
7	突尼斯	212	3.4%	俄罗斯	137	2.8%
8	巴西	182	3.0%	加拿大	124	2.5%

排名（万吨养分/年）	国家	名义产能	占比	国家	消费量	占比
9	约旦	109	1.8%	澳大利亚	100	2.0%
10	墨西哥	88	1.4%	孟加拉国	81	1.7%
	前十合计	**5,184**	**84.2%**	**前十合计**	**3,601**	**74.1%**
	全球合计	**6,156**	**100.0%**	**全球合计**	**4,862**	**100.0%**

数据来源：CRU、《2025 Nutrien Factbook》、开源证券研究所

表10：2019-2024 年全球磷铵进口量：印度、巴西、美国、孟加拉国等进口量居于前列

排名	进口地区	2020	2021	2022	2023	2024	2024 年占比
1	印度	655	484	723	661	479	17.0%
2	巴西	517	556	429	545	441	15.7%
3	美国	199	263	141	235	235	8.3%
4	孟加拉国	76	142	147	87	222	7.9%
5	加拿大	166	185	155	161	192	6.8%
6	澳大利亚	125	150	134	88	173	6.2%
7	阿根廷	133	133	85	105	105	3.7%
8	巴基斯坦	107	132	64	52	98	3.5%
9	墨西哥	37	44	27	46	51	1.8%
10	土耳其	56	44	31	65	47	1.7%
	前十合计（万吨）	**2,070**	**2,135**	**1,934**	**2,045**	**2,044**	**72.7%**
	全球合计（万吨）	**3,043**	**2,952**	**2,524**	**2,765**	**2,811**	**100.0%**

数据来源：FAOSTAT、开源证券研究所

表11：2019-2024 年全球磷铵出口量：摩洛哥、中国、沙特阿拉伯、俄罗斯等出口量居于前列

排名	出口地区	2020	2021	2022	2023	2024	2024 年占比
1	摩洛哥	821	696	631	730	1,535	41.0%
2	中国	826	1,004	559	707	657	17.5%
3	沙特阿拉伯	397	238	445	390	533	14.2%
4	俄罗斯	385	405	473	524	496	13.2%
5	美国	333	255	293	251	223	6.0%
6	澳大利亚	50	48	49	32	41	1.1%
7	突尼斯	42	40	38	49	25	0.7%
8	立陶宛	58	48	15	11	25	0.7%
9	约旦	14	6	1	9	24	0.7%
10	埃及	19	26	14	22	22	0.6%
	前十合计（万吨）	**2,944**	**2,765**	**2,519**	**2,725**	**3,581**	**95.7%**
	全球合计（万吨）	**3,119**	**2,926**	**2,630**	**2,842**	**3,743**	**100.0%**

数据来源：FAOSTAT、开源证券研究所（注：出口端与进口端加总存在口径差异，源于各国申报口径、转口贸易与报告完整度不同，横向对比时应以同口径为准。）

4.2、 国内：磷铵新增产能受限，2025 年以来成本支撑价格高位、保供稳价为市场运行核心

供给端：2020 年以来农业磷酸一铵、磷酸二铵产能、产量增长有限，2024 年以来工业一铵产能、产量明显增长。据百川盈孚数据，2025 年国内农业磷酸一铵、磷酸二铵、工业磷酸一铵产能分别为 1,924、2,145、515 万吨，产量分别为 1,024、1,328、311 万吨，同比分别-6.7%、-6.9%、+40%，2022 年以来农业一铵产能小幅增长、产量小幅缩减，磷酸二铵产能、产量呈现缩减趋势，2024 年以来工业磷酸一铵产能、产量明显增长，主要是工业级磷铵新增项目产能逐步投放、下游新能源需求稳固支撑以及工业一铵、农业一铵装置灵活调整等。

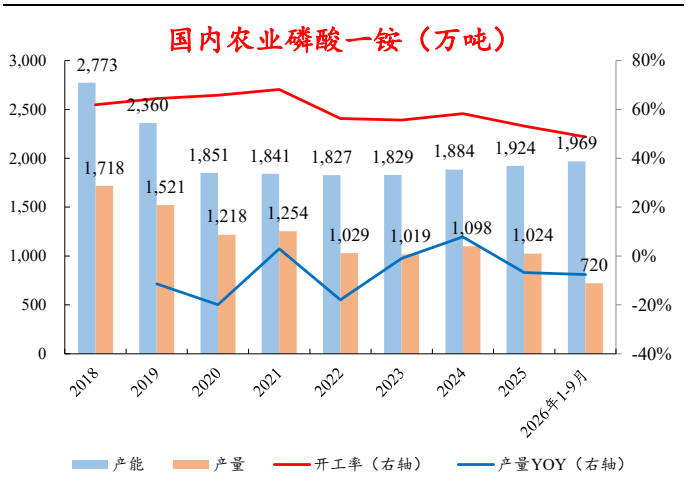
2026 年 1-9 月，国内农业磷酸一铵、磷酸二铵、工业磷酸一铵产量分别为 720、829、251 万吨，同比分别-7.6%、-17.5%、+7.2%，2026 年 4 月以来农业磷铵开工率明显下降，主要是原料硫磺（硫酸）价格持续走高，春耕需求收尾后，复合肥企业重心转向高氮肥生产，对磷铵采购需求相对有限，市场基本以刚需跟进为主，减产、停产的磷铵生产企业增多。

需求端：2020 年以来，国内磷铵表观消费量先降后升。据百川盈孚数据，2020 年以来，国内磷酸一铵+磷酸二铵合计表观消费量先降后升，主要是出口端政策变动导致出口量波动较大。2025 年，国内表观消费量 1,816 万吨，同比-2.8%；2026 年 1-9 月，国内表观消费量为 1,536 万吨，同比+9.1%。

进出口：2025 年国内磷酸一铵、磷酸二铵出口价升量跌。据海关总署数据，2025 年，国内磷酸一铵、磷酸二铵出口量分别为 188、348 万吨，同比-6.0%、-23.9%；出口均价分别为 4,916、5,181 元/吨，同比+21.6%、+30.7%。

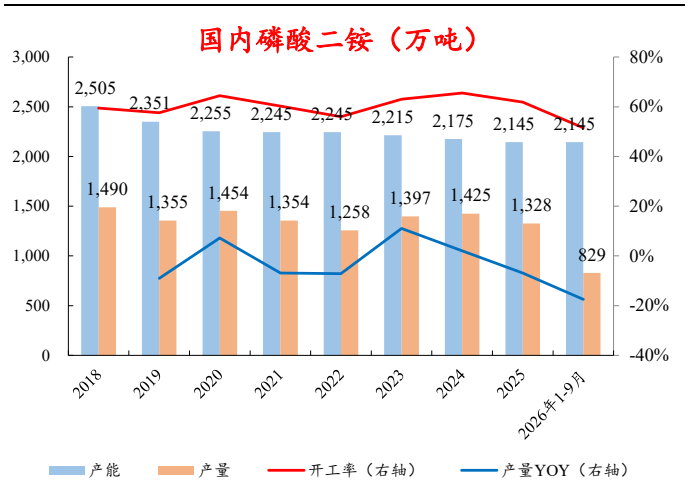
据百川盈孚数据，为优先保障国内供应，2025 年 12 月底，国家发改委组织召开磷肥保供稳价专题座谈会，明确 2026 年 8 月前暂停磷肥有序出口的政策导向，磷肥出口政策阶段性收紧，2026 年 1-9 月，国内磷酸一铵、磷酸二铵出口量分别为 10、8 万吨，出口规模维持低位。

图29：2026 年 1-9 月，国内磷酸二铵产量同比下降



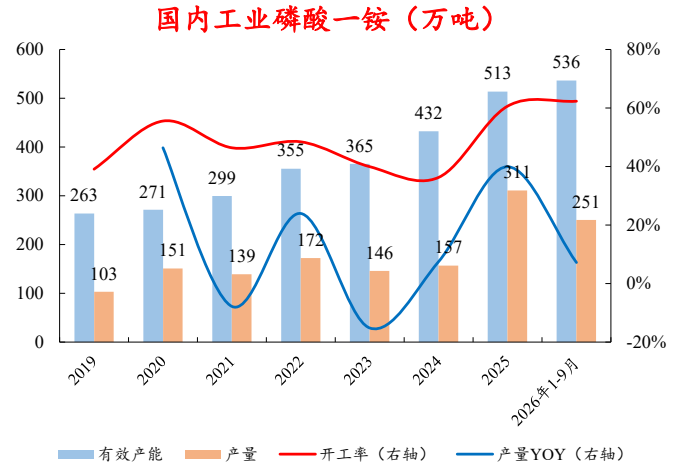
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图30：2026 年 1-9 月，国内农业一铵产量同比下降



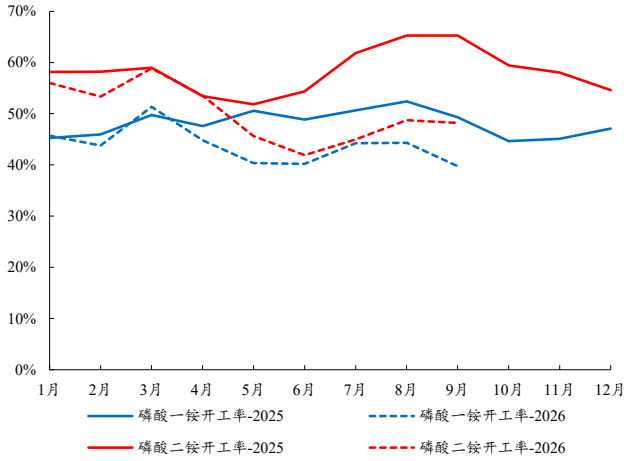
资料来源：开源证券研究所

图31：2026 年 1-9 月，国内工业一铵产量小幅增长



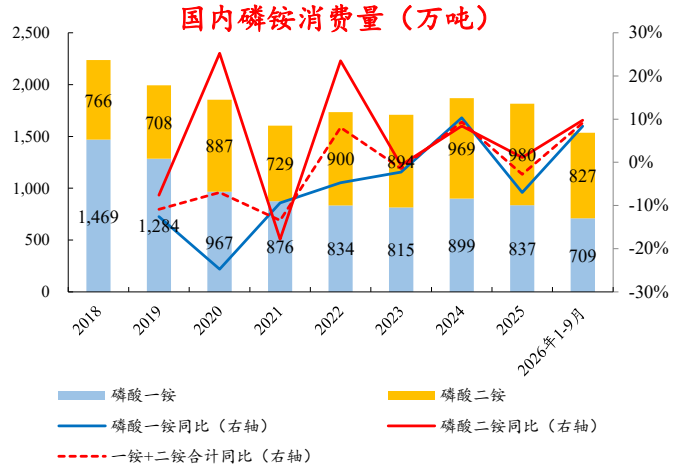
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图32：2026 年 4 月以来，国内磷铵行业开工率明显下行



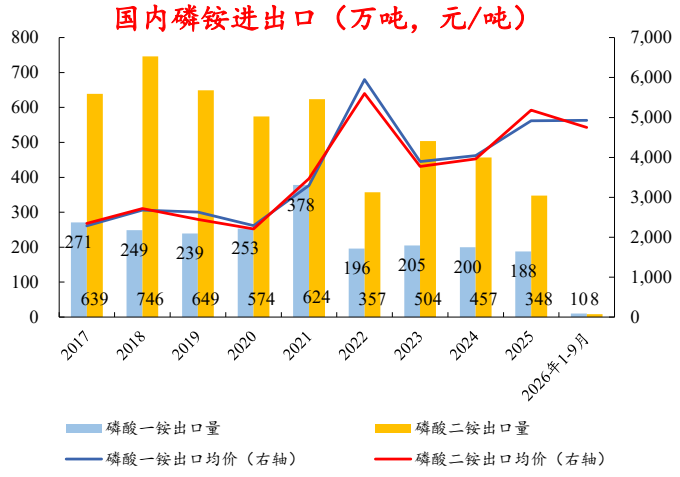
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图33：2026 年 1-9 月，国内磷铵表观消费量同比增长



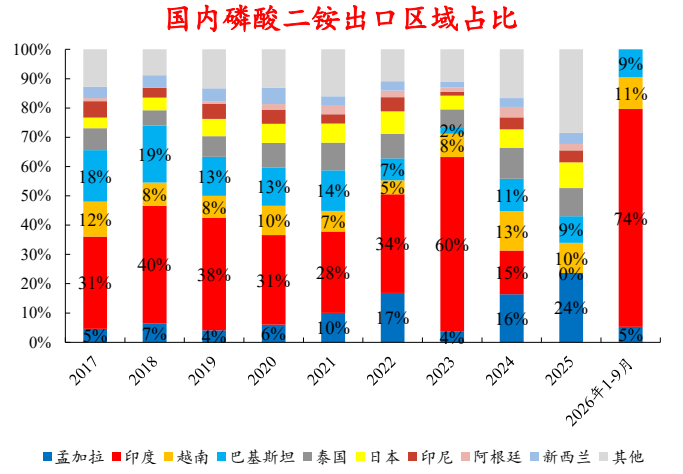
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图34：2025 年，国内磷酸一铵、磷酸二铵出口价升量跌



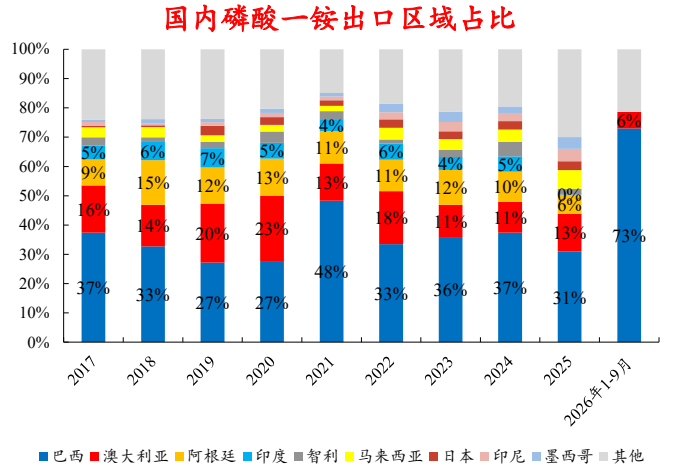
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图35：国内磷酸二铵主要出口至孟加拉、印度、越南等



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图36：国内磷酸一铵出口至巴西、澳大利亚、阿根廷等



数据来源：海关总署、开源证券研究所

4.3、 价格复盘：2020 年以来资源属性增强，2025 年以来成本端支撑加强

磷肥作为磷化工产业链下游主要产品，产品价格波动受到成本端、供需端等多种因素共同影响，2020 年以来受粮食安全、高通胀、国际关系及原料价格影响，磷铵价格波动幅度较大，整体呈上涨趋势，2025 年以来成本端磷矿石、硫磺对磷铵价格的支撑进一步加强。

供给端，近年来，在“三磷”专项整治、能耗双控以及供给侧结构性改革等政策推动下，国家严格限制磷铵新增产能，通过推进产业结构调整、提质增效和绿色发展，加速低效落后产能出清，推动行业向新能源领域、农业绿色发展相关的新型高效磷肥方向转型，竞争格局显著改善。

成本端，磷肥生产的主要原材料包括磷矿石、硫磺（硫酸）和液氨等。近年国家环保限采及长江保护治理等政策导致磷矿石产能受限，叠加新能源材料磷酸铁（锂）对磷矿需求增加，磷矿石价格自 2020 年下半年震荡上涨，2023 年下半年高位稳定。2022 年初受全球硫磺局部供应紧张影响，硫磺供需失衡，国际市场硫磺价格大幅上涨，2022 年 6 月-8 月下滑至平稳水平；2023 年下半年以来硫磺价格持续上涨。

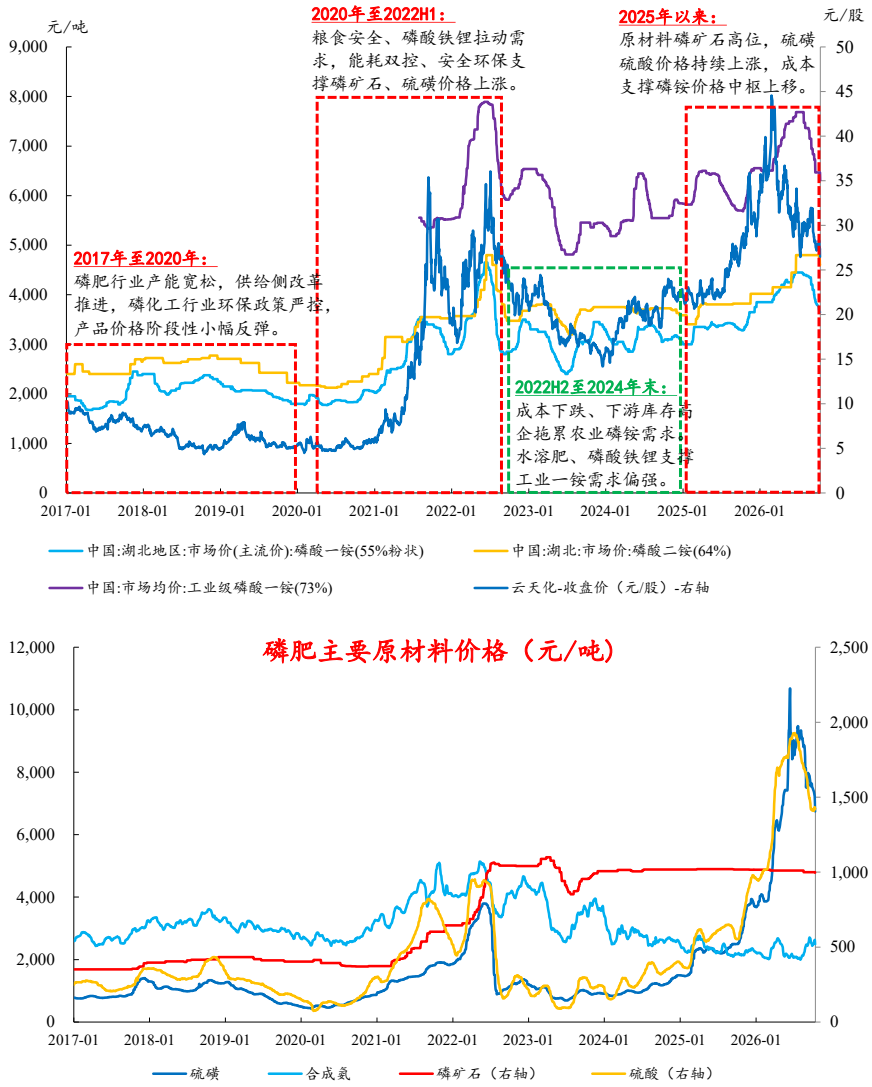
2020 年至 2022 年上半年：粮食安全、高通胀、国际关系等助推粮食价格走高，农民种植意愿增强，对磷肥等化肥的需求增加；同时新能源汽车的发展带动磷酸铁锂电池需求量增加，进而带动工业磷酸一铵需求量大幅增长；叠加原材料价格上涨，磷铵价格整体呈上涨趋势。

2022 年下半年至 2024 年：2022 年成本端硫磺支撑减弱、下游库存高企背景下需求偏淡，磷铵价格整体呈下降趋势。2024 年，前期库存逐渐消化，磷矿石、硫磺等成本支撑较强，受季节等因素影响，磷铵价格震荡偏稳。

2025 年以来：受主要原材料磷矿石价格高位运行、硫酸价格持续上涨成本支撑较强影响，磷铵价格中枢震荡上移，2025 年 12 月，国家发展改革委牵头组织召开磷肥保供稳价专题座谈会，明确提出在 2026 年 8 月前原则上暂停磷肥有序出口。通过直接市场干预，旨在保障国内春耕用肥。2026 年以来，因上游硫磺、磷矿价格高位，尤其硫磺价格创历史新高，导致磷铵工厂成本承压，行业亏损加重，加上“保供稳价”政策持续指导磷肥市场运行，2026 年 1-9 月国内磷肥出口仍受到严格限制，市场整体供给自春耕后收紧明显。

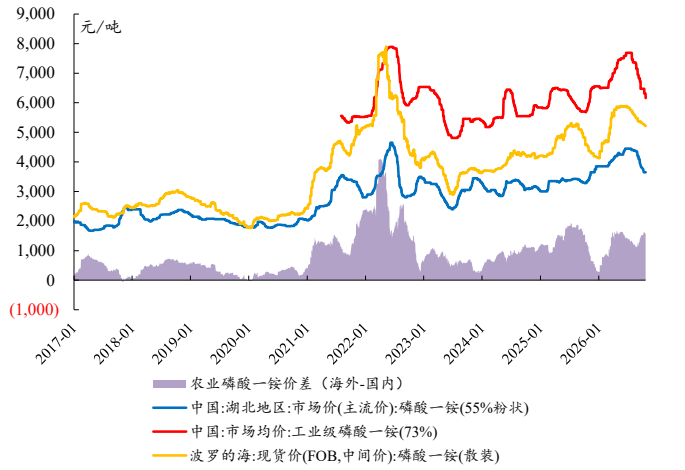
据 Wind 和百川盈孚数据，截至 10 月 23 日，国内磷酸一铵(55%粉状) 、磷酸二铵(64%颗粒)、工业级磷酸一铵(73%)市场均价分别为 3,650、4,600、6,160 元/吨，相较 2026 年初分别-5.2%、+14.4%、-6.0%，同比分别+9.0%、+20.4%、+6.3%，2026 年均价分别为 4,116、4,408、7,025 元/吨，相较 2025 年均价分别+750、+643、+876 元/吨，涨幅分别为 22%、17%、14%。

图37：磷肥价格复盘：2022 年价格创历史新高，2025 年以来价格中枢震荡向上



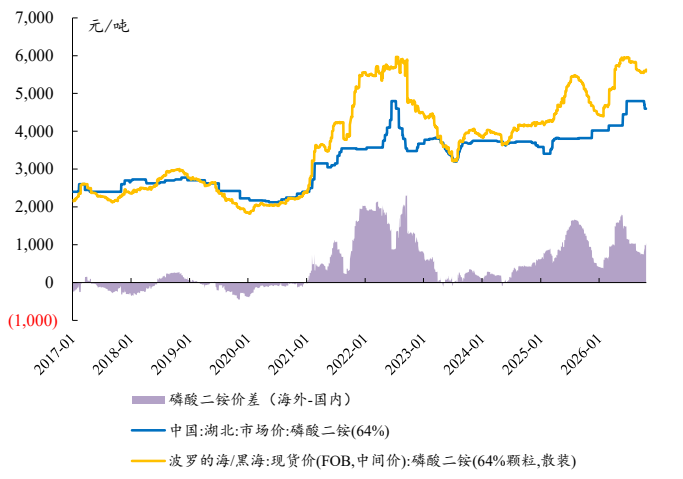
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图38：2017 年以来，海外农业磷酸一铵价格高于国内



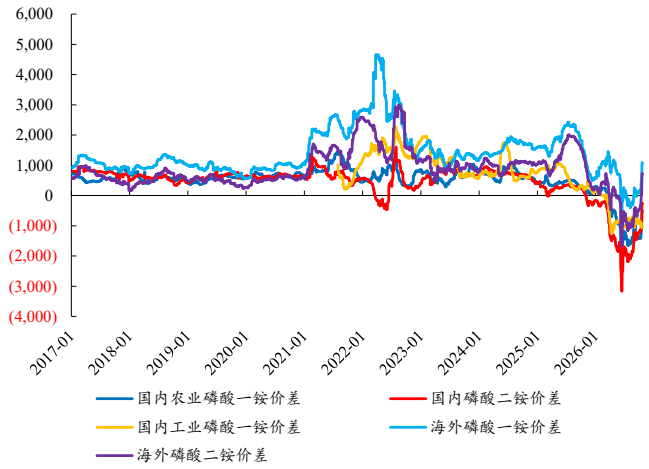
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图39：2025 年以来，海外磷酸二铵价格高于国内



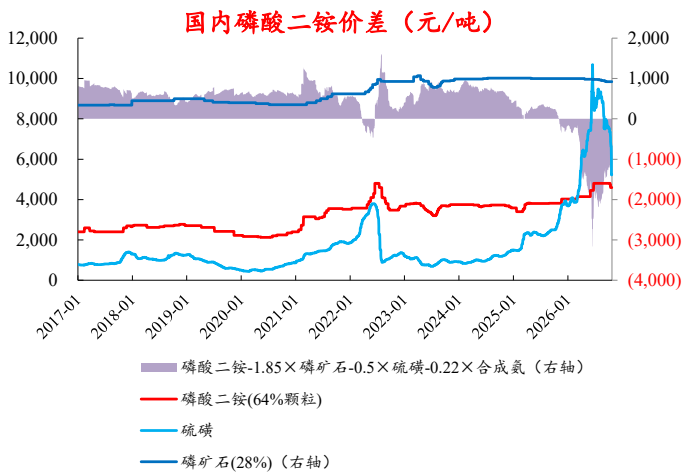
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图40：2026Q3 以来，国内外磷酸一铵、二铵价差均转负



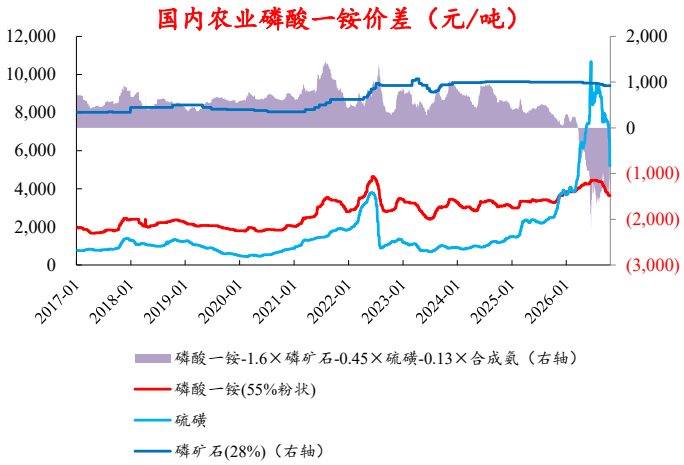
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图41：2026 年以来，国内磷酸二铵价差转负



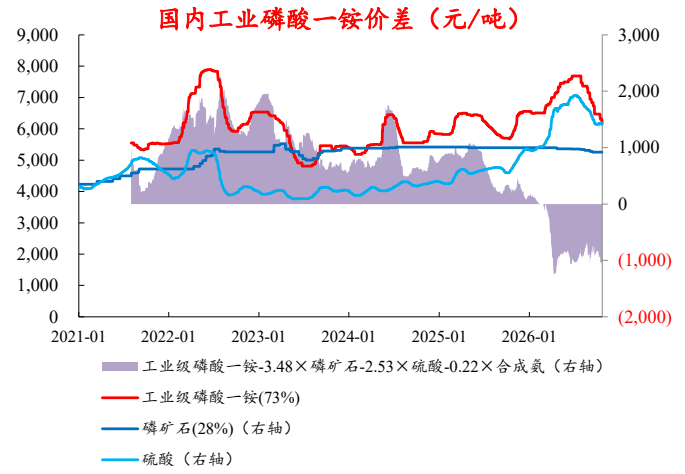
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图42：2026 年以来，国内农业磷酸一铵价差转负



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图43：2026 年以来，国内工业磷酸一铵价差转负



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

4.4、 相关标的：云天化为一体化磷化工龙头，湖北宜化、新洋丰等磷肥产能规模居于前列

根据百川盈孚及公司公告数据，国内磷酸二铵行业暂无新增产能，且现有产能集中度较高，农业磷酸一铵、工业磷酸一铵现有行业产能集中度较低，工业磷酸一铵仍有部分规划新增产能。分企业看，贵州磷化集团（包括贵州开磷、瓮福集团的合计产能）、湖北祥云集团、云天化、新洋丰、湖北宜化等企业磷铵行业有效产能居于国内前列，具体来看：

云天化：公司的主要业务是化肥、磷矿采选、磷化工及新材料、商贸物流。根据 2025 年报，**（1）资源端：**公司现有磷矿石采选规模 1,450 万吨/年，可实现完全自给；参股公司聚磷新材（公司持股 35%）取得镇雄县碗厂磷矿采矿权，磷矿资源量 24.38 亿吨，规划新建 1,000 万吨/年采矿工程；合成氨产能 270 万吨/年，合成氨自给率 97%以上；公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿，开采能力 400 万吨/年，可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料。此外，公司规划新建 30 万吨/

年湿法磷酸装置及利用其产生的磷石膏生产 80 万吨/年硫酸、79 万吨/年碱性料装置，以及 150 万吨/年磷石膏生产 80 万吨/年水泥联产 60 万吨/年硫酸装置，实现磷石膏的资源化利用，打通硫资源循环利用链条。

（2）产品端：公司是目前国内最大的化肥生产企业之一，拥有尿素产能超 290 万吨/年、磷肥 555 万吨/年、复合肥 185 万吨/年。公司拥有聚甲醛产能 9 万吨/年（规划新建 10 万吨/年），产能位居国内前列。公司拥有 50 万吨/年饲料级磷酸氢钙产能，单套产能规模国内排名第一。其他产品包括：黄磷 6 万吨/年，磷酸铁 10 万吨/年（规划新建 20 万吨磷酸铁，持股 51%；规划新建 15 万吨磷酸铁锂，持股 49%），湿法精制酸 20 万吨/年，农用磷酸二氢钾 6 万吨/年。

湖北宜化：公司是从事煤化工、磷氟化工、氯碱化工及精细化工等产品生产、销售的综合性化工企业，同时涵盖煤炭开采洗选等业务。根据 2025 年报，公司具备年产 216 万吨尿素、165 万吨磷铵、70 万吨复合肥、94 万吨烧碱、90 万吨聚氯乙烯及 3000 万吨煤炭等生产能力。

新洋丰：公司主要业务包括复合肥（常规复合肥和新型复合肥）、磷肥（主要是磷酸一铵）、新能源材料、精细化工、磷石膏建材等产品的研发、生产和销售。根据 2025 年报，公司具备年产 839 万吨复合肥、195 万吨磷酸一铵（包括 170 万吨农业磷酸一铵、25 万吨工业磷酸一铵）和 90 万吨磷矿石开采能力。

表12：国内磷铵企业产能梳理：贵州磷化、云天化、湖北祥云、新洋丰、湖北宜化等产能规模居前

排序	磷酸二铵企业			一铵企业			一铵企业		产能占比
1	贵州磷化集团	685	32%	湖北祥云集团	225	11%	湖北祥云集团	70	13%
2	云天化	445	21%	新洋丰	170	9%	川发龙蟒	40	7%
3	云南祥丰实业	120	6%	湖北鄂中	120	6%	贵州开磷	40	7%
4	湖北宜化	100	5%	史丹利	100	5%	云图控股	35	7%
5	湖北大峪口	100	5%	司尔特	85	4%	湖北鄂中	35	7%
6	兴发集团	80	4%	云天化	70	4%	川恒股份	26	5%
7	六国化工	64	3%	湖北世龙化工	65	3%	金正大	26	5%
8	湖北东圣化工	60	3%	川发龙蟒	60	3%	新洋丰	25	5%
9	甘肃瓮福	40	2%	贵州开磷	60	3%	瓮福达州	25	5%
10	湖北黄麦岭	35	2%	湖北泽东化工	60	3%	云天化	20	4%
11	陕西陕化煤化工	35	2%	金正大	50	3%	宏达股份	17	3%
12	重庆涪陵	30	1%	湖北三宁化工	45	2%	史丹利	16	3%
13	湖北祥云	30	1%	六国化工	43	2%	湖北世龙化工	15	3%
14	湖北三宁化工	30	1%	贵州瓮福	40	2%	湖北东圣化工	15	3%
15	鲁北化工	30	1%	六国化工	37	2%	湖北宜化	10	2%
16	其他	261	12%	其他	749	38%	其他	121	23%
	国内产能合计	**2,145**	**100%**	**合计**	**1,979**	**100%**	**合计**	**536**	**100%**
	CR3	**1,250**	**58%**	**CR3**	**515**	**26%**	**CR3**	**150**	**28%**
	CR5	**1,450**	**68%**	**CR5**	**700**	**35%**	**CR5**	**220**	**41%**

数据来源：百川盈孚、各公司公告、开源证券研究所（注：上市公司产能以披露产能为准，可能涉及多个子公司的产能合计值；非上市公司产能参照百川盈孚数据；“其他”按照百川盈孚有效产能减去第 1 至第 15 个企业的产能合计值。）

表13：磷铵产能市值弹性表：云天化、新洋丰、湖北宜化、史丹利等产能规模居前

证券代码	证券简称	2026年10月30日	设计产能（万吨/年）			设计产能/总市值（万吨/亿元×100）			每上涨100元/吨增厚净利润（亿元，25%所得税）		
		总市值（亿元）	磷酸二铵	农业磷酸一铵	工业磷酸一铵	磷酸二铵	农业磷酸一铵	工业磷酸一铵	磷酸二铵	农业磷酸一铵	工业磷酸一铵
600096.SH	云天化	451	445	70	20	99	16	4	3.06	0.48	0.14
000902.SZ	新洋丰	178		170	25		96	14		1.17	0.17
000422.SZ	湖北宜化	97	100	55	10	103	57	10	0.69	0.38	0.07
002588.SZ	史丹利	81		100	16		124	20		0.69	0.11
600470.SH	六国化工	24	64	37	8	267	154	33	0.44	0.25	0.06
002312.SZ	川发龙蟒	121		60	40		50	33		0.41	0.28
600141.SH	兴发集团	264	80	20		30	8		0.55	0.14	
002538.SZ	司尔特	49		85			172			0.58	
002539.SZ	云图控股	130		43	35		33	27		0.30	0.24
002470.SZ	金正大	55		50	26		92	48		0.34	0.18
600331.SH	宏达股份	270		25	17		9	6		0.17	0.12
002895.SZ	川恒股份	169			26			15			0.18
600727.SH	鲁北化工	36	30			84			0.21		

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

5、 钾肥：供给集中、需求稳增，新增产能释放或致价格承压

钾肥上游原材料主要包含钾石盐、光卤石、苦卤等。中游钾肥主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁等，其中氯化钾由于其养份浓度高，资源丰富，价格相对低廉，在农业生产中起主导作用。钾肥作为资源性产品，主要应用于农业领域，被广泛地施用于大田作物和经济作物，其作用主要体现在两方面：一是提高作物产量、改善农作物品质，促进果实成熟；二是增强作物抗逆性（抗倒伏、抗病虫、抗寒抗旱等），近年全球极端天气频发，有效施用钾肥可提升农业种植韧性、保障粮食安全。

5.1、 全球：供需区域错配，需求稳增，供给集中、新增产能有序投放

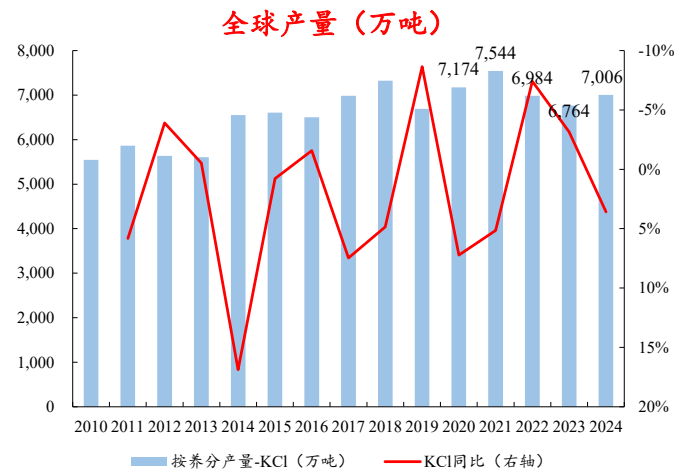
全球：全球钾肥产量自2023年恢复增长，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯为主要供给方，老挝钾肥产业快速崛起，中国钾肥进口依赖度高。根据FAO及CRU等数据，2014-2024年期间全球钾肥养分产量（按照KCl当量=K2O×1.583折算为KCl口径）复合增速为0.67%，期间2019-2021年保持增长达到7,544万吨，2022年俄乌冲突及西方国家对白俄罗斯及俄罗斯的制裁影响了钾肥市场供给秩序，导致2022年全球钾肥养分产量同比下降7.4%，2023-2024年期间产量同比持续修复。此外，中国单位耕地面积氯化钾养分用量是全球平均水平的2.8倍以上，2024年达到108.2公斤/公顷。

供给端：分区域看，目前全球氯化钾设计产能达到8,540万吨/年，其中东欧（俄罗斯、白俄罗斯）、北美（加拿大、美国）、东亚（中国）、中东（以色列、约旦等）产能分别为3197、2,761、760、706万吨/年，产能占比分别为37.4%、32.3%、8.9%、8.3%。**分国家看，**加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、中国、以色列、老挝产能分别为2,727、

1,799、1,397、760、415.8、305 万吨/年，产能占比分别为 31.9%、21.1%、16.4%、8.9%、4.9%、3.6%。**分企业看，**Nutrien、Belaruskali、Uralkali、Mosaic、K+S 产能位居全球前五，有效产能分别为 1,440、1,397、1,309、1,086、617 万吨/年，合计占比达到 68.5%。

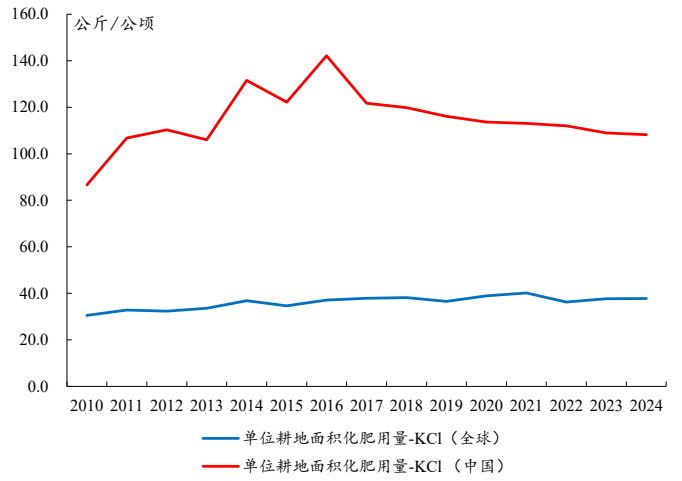
需求端：分区域看，拉丁美洲和东亚是全球钾肥需求的重要支撑区域。2025 年，中国、拉丁美洲需求占比分别达到 25.6%、23.0%。其中，巴西作为全球最大的大豆出口国和第二大玉米出口国，其热带高湿土壤钾元素相对缺乏，主要农作物对钾肥需求较大。东南亚方面，印尼和马来西亚是全球最大的棕榈油生产国，近年来生物柴油政策持续加码，带动棕榈油需求预期提升。棕榈树属于需钾量大的高经济价值作物，从而推动该区域钾肥需求持续高增。中国是全球重要的钾肥消费市场，钾肥需求与国内粮食安全保障、耕地提质增效、特色农业产业发展深度绑定，中长期需求具备坚实支撑。近年来，国家持续推进化肥减量增效和科学施肥，部分地区及作物施肥指导意见明确提出“控氮、稳磷、增钾”，有利于优化氮磷钾施用结构，为钾肥需求提供支撑。

图44：全球氯化钾产量在 2022-2023 年同比下降，2024 年同比小幅修复



数据来源：联合国粮食及农业组织（FAO）、开源证券研究所

图45：中国单位耕地面积氯化钾养分用量是全球平均水平的 2.8 倍以上，2024 年达到 108.2 公斤/公顷



数据来源：联合国粮食及农业组织（FAO）、开源证券研究所

表14：全球氯化钾供给梳理（分区域）：北美地区产能占比 32.3%、东欧地区产能占比 37.4%

地区	国家	公司	KCl 有效产能（万吨/年）
北美	加拿大	Nutrien	1,440.0
		Mosaic	1,030.0
		K+S	257.4
	美国	IntrepidPotash（IPI）	33.8
	小计		**2,761**
南美	玻利维亚	Comibol	15.0
	巴西	Mosaic Fertilizantes	55.7
	智利	SQM	172.9
		Rockwood Holdings	16.2
	小计		**260**
西欧	德国	K+S	360.0

		Siem Industries	10.8
	西班牙	ICL Group	110.5
	小计		**481**
东欧	白俄罗斯	Belaruskali	1,397.4
	俄罗斯	Uralkali	1,309.3
		EuroChem	490.1
	小计		**3,197**
中东	伊朗	Iran Potash Mineral&Industrial Co	1.3
		IMPASCO	2.5
	以色列	ICL Group	415.8
	约旦	Arab Potash Co（APC）	286.0
	小计		**706**
中亚	土库曼斯坦	Turkmenhimiya	10
	乌兹别克斯坦	Uzkimyosanoat	60
	小计		**70**
东南亚	老挝	亚钾国际	200
		东方铁塔-开元钾肥	100
		云天化	5
	小计		**305**
东亚	中国	盐湖股份	530
		藏格矿业	120
		其他	110
	小计		**760**
全球合计			**8,540**
		其中：产能占比	
		北美	**32.3%**
		南美	**3.0%**
		西欧	**5.6%**
		东欧	**37.4%**
		中东	**8.3%**
		中亚	**0.8%**
		东南亚	**3.6%**
		东亚	**8.9%**

数据来源：《2025 Nutrien Factbook》、百川盈孚、盐湖股份公告、藏格矿业公告、亚钾国际公告、东方铁塔公告、开源证券研究所

表15：全球氯化钾供给：加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、中国位居全球前四，2025 年合计供给占比达到 80.9%

国家/地区	2021	2022	2023	2024	2025	2025 年占比
加拿大	2,340	2,330	2,330	2,470	2,570	34.4%
俄罗斯	1,480	1,080	1,300	1,570	1,610	21.6%
白俄罗斯	1,300	660	990	1,100	1,240	16.6%
中国	680	750	650	630	620	8.3%
以色列	380	370	370	360	340	4.6%
德国	310	310	310	330	330	4.4%
老挝	70	140	240	290	300	4.0%

国家/地区	2021	2022	2023	2024	2025	2025 年占比
约旦	270	260	270	270	280	3.7%
智利	120	110	100	110	60	0.8%
其他	60	100	240	130	120	1.6%
全球 KCl 供给合计（万吨）	**7,010**	**6,110**	**6,800**	**7,260**	**7,470**	**100.0%**

数据来源：《2025 Nutrien Factbook》、开源证券研究所

表16：全球氯化钾需求：拉丁美洲和东亚是需求重要支撑区域，2025 年中国、拉丁美洲需求占比为 25.6%、23.0%

国家/地区	2021	2022	2023	2024	2025	2025 年占比
中国	1,430	1,500	1,800	1,910	1,910	25.6%
拉丁美洲	1,630	1,430	1,650	1,720	1,720	23.0%
其他亚洲	1,080	890	790	940	1,130	15.1%
北美洲	1,180	840	1,040	1,040	1,030	13.8%
西欧	480	400	390	400	400	5.4%
FSU（前苏联）	440	420	440	400	400	5.4%
印度	290	230	320	400	350	4.7%
中欧	160	130	110	140	170	2.3%
非洲	140	110	120	150	170	2.3%
中东	110	90	100	110	110	1.5%
大洋洲	70	60	60	70	80	1.1%
全球 KCl 需求合计（万吨）	**7,010**	**6,100**	**6,820**	**7,280**	**7,470**	**100.0%**

数据来源：《2025 Nutrien Factbook》、开源证券研究所

从进出口看，2025 年全球氯化钾出口量（进口量）达到 6,107 万吨万吨，其中加拿大、俄罗斯、白俄罗斯出口量分别为 2,365、1,258、1,113 万吨，出口占比分别为 38.7%、20.6%、18.2%，合计占比达到 77.5%；巴西、中国、美国进口量分别为 1,371、1,279、849 万吨，进口占比分别为 22.4%、20.9%、13.9%，合计占比达到 57.3%。

表17：2019-2025 年全球氯化钾出口量：白俄罗斯、俄罗斯出口量在 2022 年明显下降，2023-2025 年稳步修复

排名	出口地区	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 年占比
1	加拿大	1,925	2,246	2,201	2,101	2,240	2,308	2,365	38.7%
2	白俄罗斯	1,054	1,176	1,234	478	903	1,102	1,113	18.2%
3	俄罗斯	954	1,081	1,141	716	978	1,157	1,258	20.6%
4	以色列	305	362	350	351	367	341	304	5.0%
5	德国	287	317	322	324	313	326	325	5.3%
6	约旦	214	233	240	241	268	253	274	4.5%
7	老挝	69	74	78	135	248	305	318	5.2%
8	智利	38	56	62	60	37	53	23	0.4%
9	西班牙	40	40	45	58	49	58	65	1.1%
10	乌兹别克斯坦	17	18	24	19	19	20	10	0.2%
	前十合计（万吨）	**4,923**	**5,602**	**5,699**	**4,482**	**5,423**	**5,921**	**6,055**	**99.1%**
	全球合计（万吨）	**4,927**	**5,605**	**5,706**	**4,492**	**5,433**	**5,929**	**6,107**	**100.0%**

数据来源：CRU、开源证券研究所

表18：2019-2025 年全球氯化钾进口量：巴西、中国、美国、印度尼西亚、印度等进口量居于前列

排名	进口地区	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 年占比
1	巴西	1,020	1,095	1,255	1,107	1,317	1,344	1,371	22.4%
2	中国	896	859	746	803	1,123	1,292	1,279	20.9%
3	美国	792	951	1,035	733	886	958	849	13.9%
4	印度尼西亚	277	304	427	280	249	350	450	7.4%
5	印度	404	515	308	261	325	373	379	6.2%
6	马来西亚	109	135	178	124	147	171	188	3.1%
7	越南	89	116	114	67	97	122	128	2.1%
8	比利时	98	97	110	62	75	105	115	1.9%
9	泰国	66	74	99	72	77	87	111	1.8%
10	波兰	90	110	92		62	75	107	1.8%
	前十合计（万吨）	**3,841**	**4,254**	**4,363**	**3,598**	**4,358**	**4,876**	**4,976**	**81.5%**
	全球合计（万吨）	**4,927**	**5,605**	**5,642**	**4,492**	**5,433**	**5,929**	**6,107**	**100.0%**

数据来源：CRU、开源证券研究所

新增产能方面，预计全球供应格局从北美、东欧“双极”向北美、东欧与老挝“三足鼎立”的新局面演变。我们统计全球氯化钾规划新增产能 3,708.5 万吨/年，主要来自 BHP 必和必拓（+851 万吨/年）、俄罗斯 Acron 阿康集团（+200 万吨/年）、赣锋锂业（+200 万吨/年）、泰国亚太钾盐公司 APPC（+510 万吨/年）、泰国东盟钾肥 APOT（+123.5 万吨/年）、亚钾国际（+500 万吨/年）、藏格矿业（+200 万吨）、东方铁塔（+100 万吨）、贵州磷化（+300 万吨）等，预计 2026 年末产能将达到 8,640 万吨/年（增加亚钾国际 100 万吨/年，产能增速 1.2%），2027 年末产能将达到 9,455 万吨/年（增加必和必拓 415 万吨/年、赣锋锂业 200 万吨/年、俄罗斯 Arcon 阿康集团 200 万吨/年，产能增速 9.4%），剩余 2,794 万吨/年新增产能预计在 2028 年及之后进行投产。

总体上，全球钾肥行业供应端呈现高度集中的寡头垄断特征，因为资源禀赋、资本壁垒、物流体系等多重因素短期内难以发生根本性改变。需求端则受全球人口增长、粮食安全战略升级及新兴经济体农业现代化加速推动，保持刚性增长态势。叠加地缘政治冲突、制裁与反制裁博弈、物流瓶颈及能源成本波动等扰动因素，2022 年至 2025 年全球供需偏紧，2026 年以来行业供需格局趋于宽松。

表19：全球氯化钾规划新增产能梳理（分企业）：现有产能供给高度集中，新增产能有望自 2027 年有序投放

序号	国家/地区	公司	有效产能	扩产计划	备注
1	加拿大	Nutrien	1,440		由 PotashCorp 和 Agrium 合并而成。
2	白俄罗斯	Belaruskali	1,397		
3	俄罗斯	Uralkali	1,309		
4	加拿大/巴西	Mosaic	1,086		加拿大 1030 万吨，巴西 55.7 万吨。
5	加拿大/德国	K+S	617		加拿大 257.4 万吨，巴西 360 万吨。
6	以色列/西班牙	ICL Group	526		以色列 415.8 万吨，西班牙 110.5 万吨。
7	中国	盐湖股份	530	470	2030 年达到 1000 万吨。
8	俄罗斯	Euro Chem	490	180	2024 年报提及远期产能合计提升至 670 万吨。
9	约旦	Arab Potash Co（APC）	286	74	预计投资 11 亿美元，预计 2030 年完成。
10	老挝	亚钾国际	200	500	2026 年内增加至 300 万吨/年，中期计划 450-500 万吨/年，长期计划 700 万吨以上/年。

序号	国家/地区	公司	有效产能	扩产计划	备注
11	智利	SQM	172.9		
12	中国	藏格矿业	120	200	老挝规划 200 万吨，其中一期 100 万吨。
13	老挝	东方铁塔	100	100	老挝在建 100 万吨。
14	乌兹别克斯坦	Uzkimyosanoat	60		
15	美国	Intrepid Potash（IPI）	33.8		
16	海外	国际其他	61		
17	中国	国内其他	110		
	中国	国投新疆罗布泊	150		钾肥产品为硫酸钾和硫酸钾镁。
	加拿大	BHP（必和必拓）		851	Jansen 一期预计于 2027 年中期实现，将经过 2 年爬产期，达到 415 万吨/年产能，项目开支 84 亿美元，目前整体完工率 84%。Jansen 二期首次投产预计于 2031 财年末实现，经过 2 年爬产期，达到新增 436 万吨/年，项目开支 69 亿美元，目前项目整体完工率 16%。
	俄罗斯	Acron 阿康集团		200	设计产能 200 万吨/年，计划 2026 下半年开始生产，后续可能扩大到 260 万吨/年，优先满足公司年需求量 60 万吨，其余对外出售。
	刚果布	赣锋锂业		200	刚果布谷马钾肥项目一期建成 20 万吨氯化钾产能，预计 2027 年投产。
	老挝	贵州磷化+老挝 SK 农业		300	2024 年 5 月签订项目合作协议，一期 300 万吨。
	泰国	亚太钾盐公司 APPC		510	亚太钾盐公司（国投矿业 49.9%+泰国 ITD50.1%）规划乌隆南 210 万吨、乌隆北 300 万吨氯化钾，预计 2027 年乌隆南 210 万吨/年主体工程开工，2030 年建成投产。
	泰国	东盟钾肥 APOT		123.5	项目位于泰国猜也蓬府，规划 123.5 万吨/年氯化钾。
	泰国	泰卡利钾盐矿			项目全面投产后，将能达到年产光卤石 250 万吨、盐岩 33 万吨。
全球 KCl 合计（万吨/年）			**8,540**	**3,708.5**	

资料来源：《2025 Nutrien Factbook》、百川盈孚、各公司公告、各公司官网等、开源证券研究所

表20：全球氯化钾产能测算：预计 2026 年末、2027 年末产能达到 8,640、9,455 万吨/年，产能增速 1.2%、9.4%

项目	全球 KCl 产能（万吨/年）	KCl 产能增量（万吨/年）	产能增速	备注
2025 年末	8,540			
2026 年末（预测）	8,640	100	1.2%	2026 年末增加亚钾国际 100 万吨。
2027 年末（预测）	9,455	815	9.4%	加拿大必和必拓 415 万吨、刚果（金）赣锋锂业 200 万吨、俄罗斯 Arcon 阿康集团 200 万吨。
2028 年及之后（预测）	12,248	2,794		

资料来源：《2025 Nutrien Factbook》、百川盈孚、各公司公告、各公司官网等、开源证券研究所

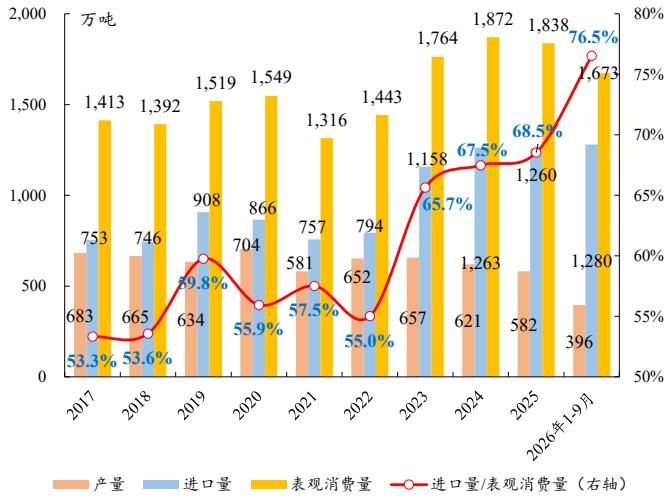
5.2、 国内：钾肥进口依赖度较高，国产钾肥减量，2021 年以来老挝钾肥进口占比稳步提升

国内钾盐资源以含钾卤水为主，国内钾资源目前开发集中于青海柴达木盆地和新疆维吾尔自治区罗布泊盐湖，其他省区查明资源量少且欠缺开发。我国钾肥分为资源型钾肥和加工型钾肥，资源型钾肥主要品种是氯化钾、资源型硫酸钾、硫酸钾镁，其中氯化钾是钾肥最主要品种。

供给端：2020 年以来国产氯化钾产能、产量呈现小幅缩减。据百川盈孚数据，2020 年以来国内钾肥产能、产量总体呈现小幅收缩趋势（其中：2022-2023 年受保供稳价政策驱动出现阶段性增产，2026 年藏格矿业氯化钾产能自 200 万吨/年核减为 120 万吨/年），2026 年钾肥产能主要来自盐湖股份（氯化钾 530 万吨/年）、藏格矿业（氯化钾 120 万吨/年）、国投新疆罗布泊（硫酸钾设计产能 150 万吨/年，平均年产量为 160 万吨左右）。2025 年，国内氯化钾产量 582 万吨、同比-6.2%。2026 年 1-9 月，国内产量 396 万吨、同比+0.2%。

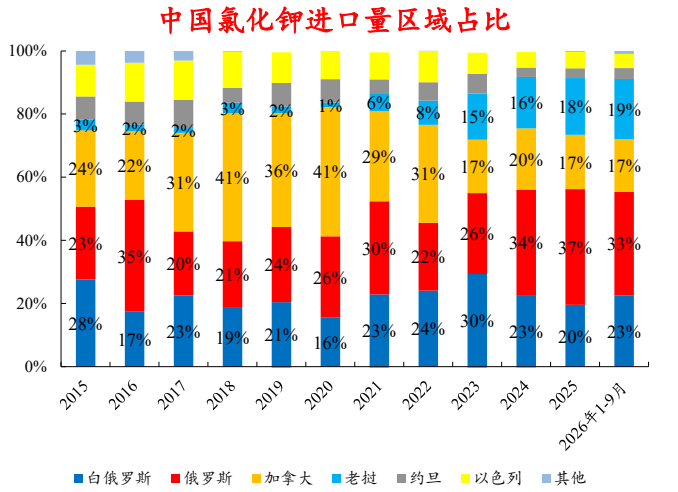
进出口：进口依赖度保持在 50%以上，老挝氯化钾进口量占比稳步提升。据海关总署数据，2025 年国内氯化钾进口量 1260 万吨、同比-0.2%，进口量/表观消费量达到 68.5%、同比+1.1pcts；2026 年 1-9 月，国内进口量 1,280 万吨、同比+47.8%。从进口区域看，2021 年之前国内氯化钾主要进口自俄罗斯、白俄罗斯、加拿大，三国进口量占我国氯化钾进口总量的 70%以上。此外，老挝作为全球钾肥新兴产能基地，亚钾国际、东方铁塔等产能快速释放为中国钾肥进口提供了新的资源渠道，2021 年以来自老挝地区的氯化钾进口量及占比稳步提升，2025 年国内自老挝的氯化钾进口量为 226 万吨、占到国内氯化钾进口总量的比例为 18.0%；**2026 年 1-9 月进口量为 243 万吨、占比提升至 19.0%，老挝已成为我国第三大钾肥进口来源。**

图46：2024 年以来国内氯化钾产量小幅缩减、进口依赖度 50%以上



数据来源：百川盈孚、海关总署、开源证券研究所

图47：2021 年以来国内自老挝地区的氯化钾进口量占比稳步提升，2025 年达到 18.0%



数据来源：海关总署、开源证券研究所

5.3、 价格复盘：国内钾肥价格受国际价格影响较大，价格走势与进口大合同价趋同

国内氯化钾价格走势与国际价格基本保持一致，国内钾肥进口大合同价保持进口“价格洼地”，有望为钾肥价格提供底部支撑。国内钾肥进口依存度高，价格很大程度上受到国际市场的影响，国内氯化钾价格走势基本与国际保持一致。此外，针对国内钾肥供需失衡、进口依赖度高的矛盾，我国制定了钾肥供应“三分之一国产、三分之一进口、三分之一境外生产基地”的发展战略（“三三三”战略），其中钾肥进口主要采用大合同机制进行。我国钾肥进口主要以氯化钾产品为主，在盐湖股份、国投罗布泊等企业努力下国内钾肥自给率有所提升，加上 2014 年钾肥国家战略储备正式建立，让中国在国际钾肥市场有了一定话语权，而印度钾肥则全部依赖进口，

所以我国钾肥进口大合同价格一般都低于印度，处于世界钾肥的“价格洼地”。

国内钾肥价格复盘：2007-2008 年、2011-2012 年、2021-2022 年期间经历三轮上涨行情，2025 年以来价格企稳回升。具体来看：

2007-2008 年：随着中国加入世贸组织以及全球经济一体化进程的加快，全球天然气、燃油等大宗商品价格普遍上涨，成本端硫磺、电力等价格上升，叠加国际生物能源的兴起拉动玉米种植面积增加，在一定程度上推动了全球农产品，以及与农产品相关氮肥、磷肥、钾肥价格大幅上涨。国内方面，钾肥进口依赖度 70%，钾肥价格受到国际市场影响大幅上涨。据 Wind 数据，国内钾肥现货价自 2007 年 8 月初的 1,600 元/吨震荡上涨，至 2008 年 9 月末达到 4,900 元/吨，区间涨幅 206%。

2011-2012 年：国内钾肥产量提升至 400-500 万吨/年，已基本达到最高的产能限度，钾肥进口依赖度平均保持在 50%以上，国际钾肥供应商寡头垄断定价，2011 年、2012 年国内钾肥进口大合同价连续上涨。

2013-2016 年：2013 年 7 月，俄罗斯乌拉尔钾肥（Uralkali）宣布退出 BPC 联盟，理由是另一成员白俄罗斯钾肥公司（Belaruskali）违反协议，在联盟之外出售钾肥。此前全球钾肥市场共有两个大型联盟，分别是白俄罗斯钾肥联盟（BPC）和北美钾肥销售联盟（Canpotex），BPC 主要成员包括俄罗斯乌拉尔钾肥（Uralkali）和白俄罗斯钾肥（Belaruskali），Canpotex 主要成员包括加拿大钾肥公司（PotashCorpofSaskatchewan）、加阳公司（Agrium）和美盛公司（Mosaic）。随着乌拉尔钾肥退出联盟，导致国际钾肥供应的垄断格局瓦解，加剧钾肥行业竞争。2014 年至 2016 年期间，国际、国内钾肥供求关系总体呈现“供大于求”，致使钾肥价格低位徘徊，2016 年中国钾肥进口大合同价格为 CFR219 美元，继续保持全球钾肥价格洼地的地位。

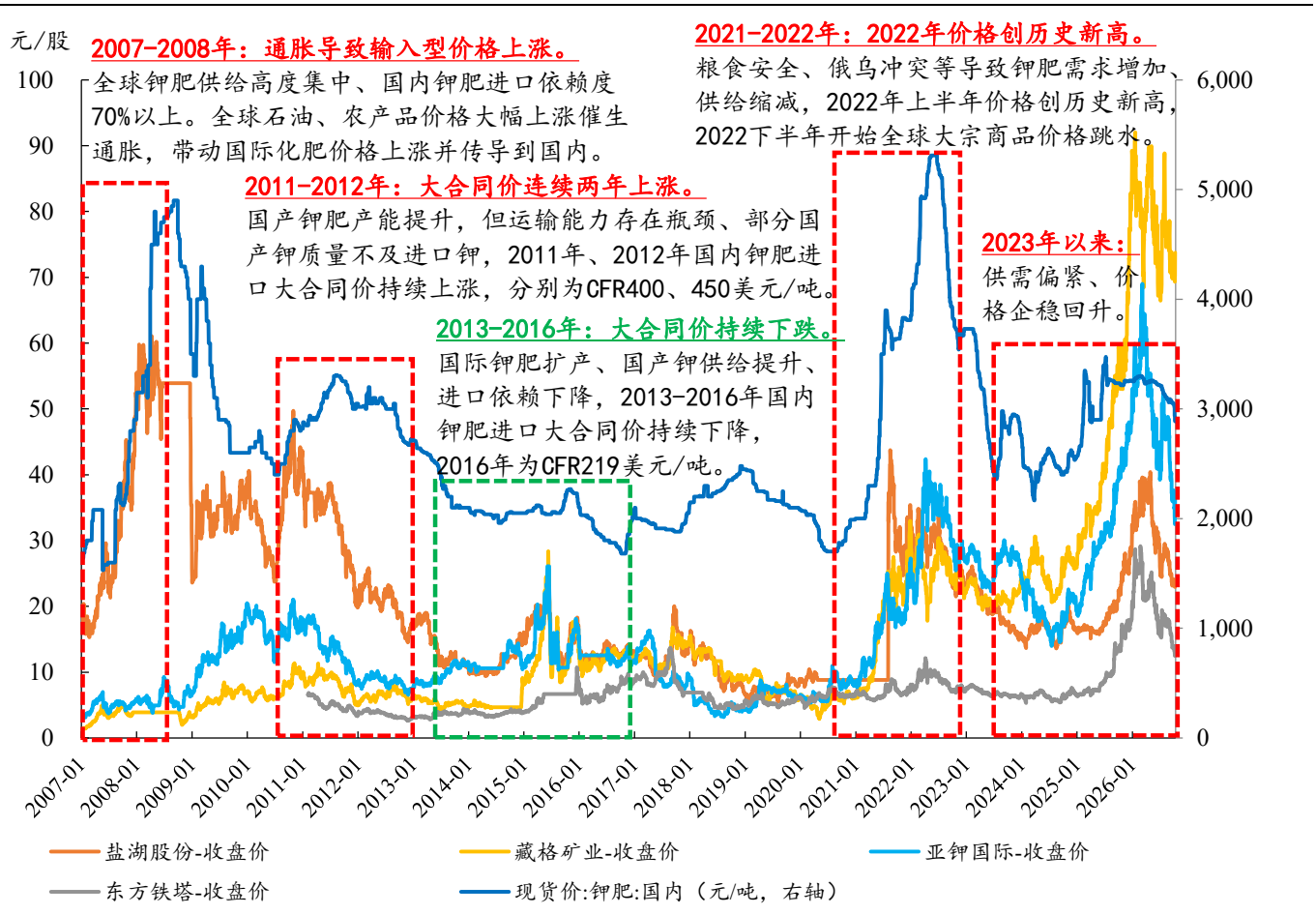
2017-2020 年：2017 年，中央“一号文件”明确提出要“深入推进农业供给侧结构性改革”，加上 2016 年以来国内加大环保检查和治理力度，导致国内华北地区的硫酸钾企业应环保因素处于低开工率状态乃至淘汰出清，总体上国内受到资源禀赋的制约，钾肥等化肥行业产能利用率稳中向上，2017 年、2018 年国内钾肥现货价分别为 1,946、2,277 元/吨。2019 年-2020 年，国内化肥施用量进入负增长阶段，进口钾港存居高，国产钾外输通畅，国内钾肥整体供应面充裕；海外寡头为实现控价目的，推动高成本产能逐渐退出或协调减产，总体上钾肥行业供需不平衡的局面导致市场压力增大，弱稳运行，2019 年、2020 年国内钾肥现货价分别为 2,220、1,875 元/吨。

2021-2022 年：2020 年以来，各国对粮食安全重视程度显著提升，而开工率下降等因素也导致钾肥供给出现缺口，加之海运费不断上涨等影响，推动钾肥需求、价格逐步走高。2021 年 6 月至 8 月，欧盟和美国分别宣布对白俄罗斯钾肥行业进行制裁。欧盟方面，于 2021 年 6 月末宣布并立即执行对白俄罗斯制裁，条例中禁止直接或间接进口、购买和转运白俄罗斯 K_2O 含量低于 40%及高于 62%的氯化钾。美国方面，美国财政部于 2021 年 12 月初宣布禁止与 Belaruskali 以及该公司拥有或控制 50%以上权益的任何实体的交易，并于 2022 年 4 月 1 日开始执行。随着制裁的持续发酵，加上钾肥新增产能有限，全球钾肥供应偏紧、价格开始持续上涨。2022 年 2 月俄乌冲突再度影响欧洲地区的钾肥产量，2022 年 6 月全球钾肥价格创下历史新高，达到 5,310 元/吨。2022 年下半年，由于全球经济恢复乏力，全球大宗商品价格下跌，且钾肥进入消费淡季，氯化钾国际、国内市场价格出现下滑趋势。据 Wind 数据，2021 年、2022 年国内钾肥现货价分别为 3,001、4,491 元/吨。

2023-2025 年：全球钾肥供需紧平衡，运输成本抬升、海外头部挺价态度坚决，价格企稳回升。2023 年以来，随着俄罗斯和白俄罗斯钾肥出口的回归缓解了钾肥供应紧张的局面，钾肥价格逐渐恢复平稳，但巴以冲突、俄乌冲突及相关制裁事件对钾肥供应仍有制约，地缘政治风险导致钾肥运输成本上升。此外，2024 年 8 月 Nutrien 宣布暂停扩大生产计划，2024 年 11 月白俄罗斯与俄罗斯化肥生产商协调削减 10-11%的钾肥产量，运输成本的增加以及减产规划推动国际钾肥价格中枢修复。在海外头部企业集中挺价，以及东南亚区域棕榈、巴西大豆以及国内种植需求快速提升下，全球钾肥价格自 2024 年 11 月开始逐步回暖。2025 年 1-3 月 Belaruskali、Uralkali 以及 Euro Chem 均有检修计划，进一步推动了全球钾肥价格的回升。据 Wind 数据，2023 年、2024 年、2025 年国内钾肥现货价分别为 3,027、2,486、3,101 元/吨。

2026 年以来：国内氯化钾港口库存累积，价格小幅回落。2025 年 11 月 23 日，中方钾肥进口谈判小组与食安供应链有限公司（迪拜）就 2026 年钾肥年度进口合同价格达成一致，合同价格为 348 美元/吨（CFR），为国内钾肥价格奠定了价格基础。2026 年 5 月印度与白俄罗斯钾肥签订 383 美元/吨（CFR）的采购大合同，与国内大合同价格价差在 35 美元/吨，进一步提高了海外市场对钾肥价格的信心。据 Wind 和百川盈孚数据，2026 年 5 月以来，国内进入用肥淡季，港口钾肥持续累库，市场钾肥成交价格小幅走弱。

图48：国内钾肥价格复盘：2007-2008 年、2011-2012 年、2021-2022 年期间经历三轮上涨行情



数据来源：Wind、盐湖股份公告、农资网等、开源证券研究所

表21：2023-2026 年国内钾肥大合同定价低于印度，保持世界钾肥进口“价格洼地”

年份	中国签订时间	国内现货价（元/吨）	中国大合同价（CFR，美元/吨）	印度大合同价（CFR，美元/吨）	中印大合同价差（美元/吨）	东南亚标准钾到岸价（美元/吨）	巴西大颗粒到岸价（美元/吨）
2018	2018/9/17	2,340	290	290，印度先签订	0	250-260	290-295
2019	2019/10/25	2,100	未签	280，印度先签订		278-285	290-305
2020	2020/4/30	1,930	220	230，印度先签订	-10	232-255	210-220
2021	2021/2/10	2,000	247	247-280-445		240-260	275-290
2022	2022/2/15	4,300	590	590，印度先签订	0	600-625	770-800
2023	2023/6/6	2,730	307	422，印度先签订	-115	390-420	345-370
2024	2024/7/9	2,450	273	279，印度后签订	-6	275-305	305-315
2025	2025/6/12	2,956	346	349，印度后签订	-3	350-375	365-370
2026	2025/11/23	3,260	348	383，印度后签订	-35	360-380	350-360

数据来源：Wind、隆众资讯等、开源证券研究所（注：图 49 中国大合同价按签订当月美元兑人民币即期汇率折算为人民币；2019 年国内未签订，以印度大合同价 280 美元/吨进行折算。）

图49：国内钾肥现货价与进口大合同价格走势趋同



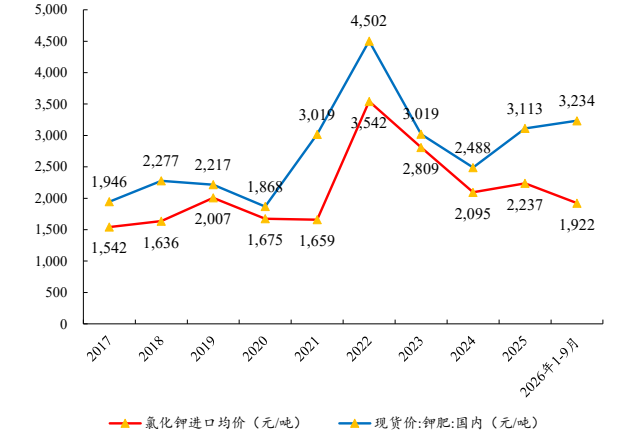
数据来源：Wind、隆众资讯等、开源证券研究所

图50：国内氯化钾价格走势与国际价格基本保持一致



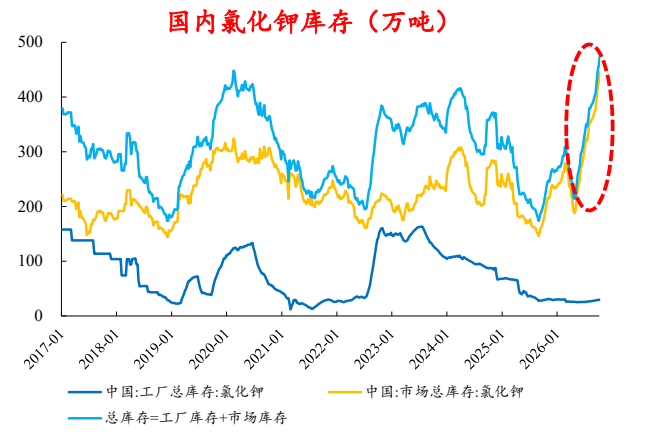
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图51：2026 年以来，国产钾肥价格上行、进口价格下跌



数据来源：Wind、海关总署、开源证券研究所

图52：2026 年 5 月以来，国内氯化钾港口库存持续累库



数据来源：海关总署、开源证券研究所

5.4、 相关标的：盐湖股份、藏格矿业为国产氯化钾龙头，亚钾国际、东方铁塔等老挝钾肥新兴力量崛起

盐湖股份：公司依托察尔汗盐湖丰富的氯化钾、氯化镁、氯化锂、氯化钠等资源储备，打造氯化钾、碳酸锂双主业。2026 年 1 月 31 日完成五矿盐湖 51%股权收购并完成资产过户，将一里坪盐湖并表，在资源、技术及产业链协同方面持续推进整合，公司氯化钾产能增加至 530 万吨/年、锂盐产能增加至 9.8 万吨/年。未来发展规划方面，公司积极融入控股股东中国盐湖发展战略，到 2030 年形成 1000 万吨/年钾肥、20 万吨/年锂盐、3 万吨以上/年镁及镁基材料产能；到 2035 年初步构建以盐湖为核心的锂电全生命周期产业、绿色氢能循环利用产业、高端镁基材料产业、新型储能产业，成为中国最大、世界一流的盐湖产业集群。

藏格矿业：公司依托察尔汗盐湖资源，专注于钾盐和锂盐的开发与利用，拥有 120 万吨/年氯化钾、1 万吨/年碳酸锂。此外，公司持有巨龙铜业 30.78%的股权，主营矿产铜开采，同时伴生钼、银、金等金属。**新增产能方面，**（1）氯化钾：公司老挝万象钾盐项目规划建设 200 万吨/年氯化钾产能，项目临建工程已完成竣工验收，可行性研究、环境影响评价同步推进，现阶段重点攻关地下开采胶结充填关键技术。（2）锂盐：西藏麻米错盐湖项目拟分两期建设年产 10 万吨碳酸锂产能，首期规划年产 5 万吨碳酸锂。截至 2026 年中报，目前麻米错盐湖项目项目联动调试完成，取得试生产批复，满足试生产条件；麻米措矿业已及时组织试生产。结则茶卡与龙木错盐湖项目申请报告均已编制完成，同时龙木错 7 万吨碳酸锂项目环评批复已获取，结则茶卡 3 万吨氢氧化锂项目环评已完成，5 万吨碳酸锂项目环评报告正在编制送审中。（3）铜矿：2026 年 1 月 23 日，巨龙铜业巨龙铜矿二期工程正式建成投产，铜年产量将从 2025 年的 19 万吨提高至约 30-35 万吨，钼年产量将从 2025 年的 0.8 万吨提高至约 1.3 万吨，银年产量将从 2025 年的 109 吨提高至约 230 吨。此外，巨龙铜业正在进一步规划实施三期工程，达产后年产铜将达到约 60 万吨。

亚钾国际：公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，区域内钾矿矿藏丰富，埋藏较浅，矿层分布连续，资源禀赋好，适于规模化开发钾盐项目。根据 2026 年中报，东泰矿区第二个 100 万吨/年钾肥项目正在有序开展 3#主斜井井筒消缺加固等投运前工作，小东布矿区第三个 100 万吨/年钾肥项目已实现稳定生产。同时，公司正在积极推进第四个、第五个 100 万吨/年钾肥项目产能批复，公司钾肥产量目标为中期 450-500 万吨/年，长期 700 万吨以上/年。此外，公司参股的亚洲溴业拥有 5 万吨/年的溴素产能装置。

东方铁塔：公司目前主营业务涉及钢结构行业和钾肥行业。公司钢结构业务优势突出，涉及产品种类齐全，结构完善。钾肥方面，境外子公司老挝开元拥有老挝甘蒙省 133 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量超过 4 亿吨，已拥有 100 万吨/年氯化钾产能(其中包含 40 万吨/年颗粒钾）以及 9000 吨/年溴化钠产能。此外，公司全资子公司四川省汇元达钾肥有限责任公司以现金方式收购昆明市帝银矿业有限公司 72%的股权，2026 年 9 月昆明帝银取得舒姑磷矿采矿许可证及不动产权证书（采矿权），将有利于公司完善钾、磷一体化产业链布局。

表22：国内钾肥上市公司业务梳理：盐湖股份钾锂双主业，亚钾国际钾肥产能快速扩张

公司简称	主要业务（万吨/年）	现有产能	规划新增产能
盐湖股份	氯化钾	530	2030 年达到 1000 万吨
	碳酸锂	9.8	2030 年达到 20 万吨
	镁/镁基新材料		2030 年达到 3 万吨以上

藏格矿业	氯化钾	120	老挝 200 万吨
	碳酸锂	1	5+5 万吨
	巨龙铜业（持股 30.78%）	二期达产后年产铜 30-35 万吨。	三期达产后年产铜约 60 万吨。
亚钾国际	氯化钾	老挝 200	2026 年内增加至 300 万吨/年，中期计划 450-500 万吨/年，长期计划 700 万吨以上/年。
	溴素	5	
东方铁塔	氯化钾	老挝 100	老挝 100 万吨
	溴化钠	老挝 0.9	
	钢结构产品		
	舒姑磷矿		取得采矿权证

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表23：氯化钾产能市值弹性表：东方铁塔>亚钾国际>盐湖股份>藏格矿业

证券代码	证券简称	2026 年 10 月 30 日 总市值（亿元）	氯化钾设计产能（万吨/年）	设计产能/总市值（万吨/亿元×100）	每上涨 100 元/吨增厚净利润（亿元，25%所得税）	氯化钾新增规划产能（万吨/年）
000792.SZ	盐湖股份	1,151	530	46	3.98	2030 年达到 1000 万吨
000408.SZ	藏格矿业	1,068	120	11	0.90	老挝 200 万吨
000893.SZ	亚钾国际	315	老挝 200	63	1.50	老挝长期目标 700 万吨以上
002545.SZ	东方铁塔	141	老挝 100	71	0.75	老挝 100 万吨

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

6、 复合肥：供需向好，单质肥价格震荡偏稳，龙头企业有望迎来量利齐升

6.1、 我国复合肥施用折纯量稳步增长，行业供需淡旺季特征明显

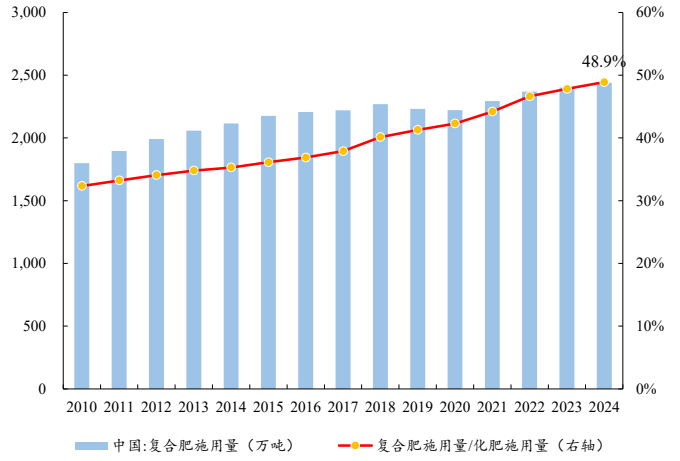
我国复合肥施用折纯量稳步增长，化肥复合化率平稳提高。复合肥行业的上游主要为氮肥、磷肥、钾肥等基础化肥，下游对接的是农业生产，直接面向经销商、农资流通企业和大型农户等，终端消费人群为广大种植户。据国家统计局数据，2010 至 2024 年，国内农用复合肥施用折纯量自 1,799 万吨增长至 2,439 万吨，CAGR 达到 2.2%，占到农用化肥施用折纯量的比例自 2010 年的 32.3%提升至 2024 年的 48.9%。

复合肥的供需具有季节性，行业以销定产、多基地运营、开工率偏低。据百川盈孚数据，2025 年，国内复合肥行业产能 13,549 万吨，产量 5,231 万吨、同比+4.8%，开工率 38.7%、同比-0.1pct；2026 年 1-9 月，产量 3,837 万吨、同比-2.3%，年化开工率 37.2%。

行业开工率水平较低主要是因为我国农资市场广阔而分散、区域差异化明显、销售季节集中，通常每年 3 月至 10 月为销售旺季，11 月至次年 1 月为销售淡季。用肥旺季复合肥需求逐渐上升，用肥旺季过后需求开始逐渐下降，直到下一个用肥旺季的到来。然而，近年来复合肥及其原料价格频繁波动，叠加极端天气等因素影响，国内用肥季节提前或推迟的情况增加。复合肥企业一般采取以销定产为主的模式进

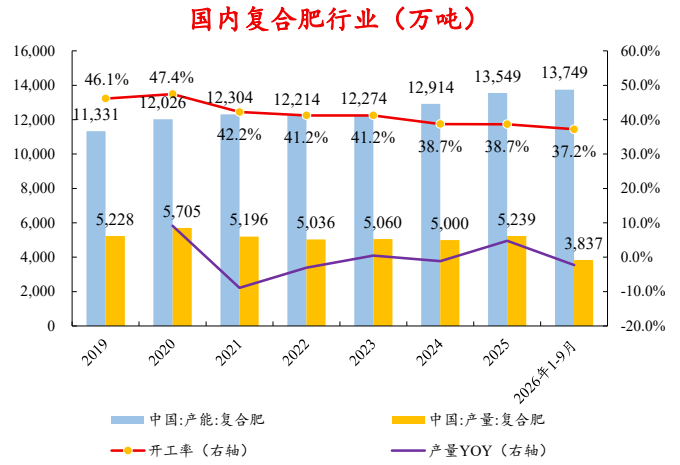
行生产销售，淡季主要生产畅销品种，确保库存充足；旺季则按订单计划生产，以最大化产能提高存货周转率。此外，化肥行业存在一定销售半径，为降低运输成本和终端销售价格，提升产品竞争力，生产企业多集中在资源产地或销售所在地，复合肥行业产能扩张主要以贴近市场为目的，企业一般在多个地区拥有生产基地，行业内整体产能布局较分散，也是造成开工率较低的原因之一。

图53：2024 年，国内化肥复合化率提升至 48.9%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图54：国内复合肥行业以销定产、开工率偏低



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表24：国内复合肥行业产能集中度：山东、湖北、河南、江苏等地区产能占比高

地区/有效产能	有效产能（万吨）	产能占比
山东	2,060	15.0%
湖北	1,690	12.3%
河南	830	6.0%
江苏	685	5.0%
安徽	545	4.0%
河北	545	4.0%
四川	525	3.8%
辽宁	378	2.7%
江西	360	2.6%
吉林	230	1.7%
山西	230	1.7%
贵州	210	1.5%
云南	125	ó
甘肃	115	ó
宁夏	65	0.5%
陕西	50	0.4%
重庆	50	0.4%
天津	38	0.3%
黑龙江	30	0.2%
广西	20	0.1%
其他	4,968	36.1%

地区/有效产能	有效产能（万吨）	产能占比
合计	13,749	100%
200 万吨/年及以上（7 家企业）	1,945	14.1%
100 万吨/年至 200 万吨/年（29 家企业）	3,710	27.0%
50 万吨/年至 100 万吨/年（31 家企业）	2,070	15.1%
50 万吨/年以下（38 家企业）	1,188	8.6%

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

6.2、 价格复盘：复合肥主要采用成本加成定价，单质肥价格震荡偏稳，复合肥行业有望迎来量利齐升

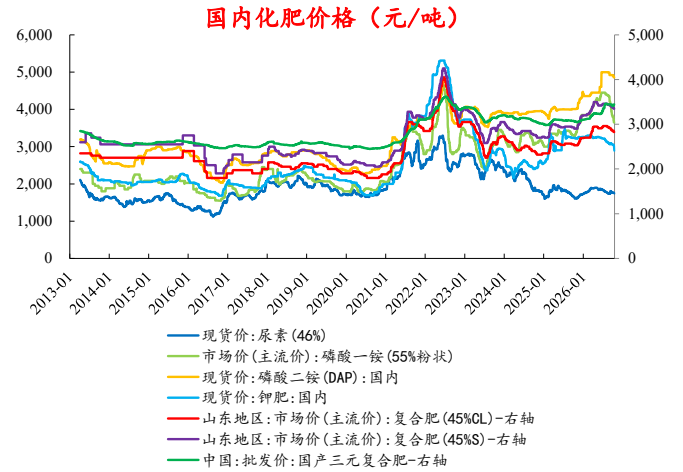
复合肥产品主要采用成本加成结合市场价格情况定价模式，原材料成本约占复合肥总成本的 80%以上，对复合肥产品成本及销售价格影响较大。其中，上游氮肥主要包括尿素、氯化铵和硝酸铵等，其价格主要受煤炭、天然气等能源价格波动影响；磷肥主要包括磷酸一铵，其价格受磷矿石、硫磺等大宗产品价格波动影响；钾肥主要包括氯化钾、硫酸钾等，进口依存度较高，其价格受国内外钾肥市场供需和波动影响较大。总体上，复合肥的价格与尿素、磷酸一铵和氯化钾的相关性趋强。

复合肥产品利润空间的变动同样受到原料价格波动的影响。在用肥旺季，当原料价格上涨时，复合肥公司可能会相应提高产品售价以保持合理的利润空间。然而，如果原料价格上涨的频率过高、涨幅过大，而产品售价无法及时跟进调整，那么产品利润空间就可能会被压缩。相反，在用肥旺季原料价格下跌时，如果复合肥公司没有相应降低产品售价，那么产品利润空间虽然会扩大，但产品的高价可能会影响产品顺价策略的有效执行，进而影响销量提升。另外，当复合肥产品与单质肥原料的价差过大时，单质肥在一定条件下可能会替代复合肥。

2020 年至 2023 年上半年，单质肥价格宽幅波动对复合肥的产销造成负面影响；2023Q3 至今单质肥价格波动趋缓，复合肥企业迎来量利修复。

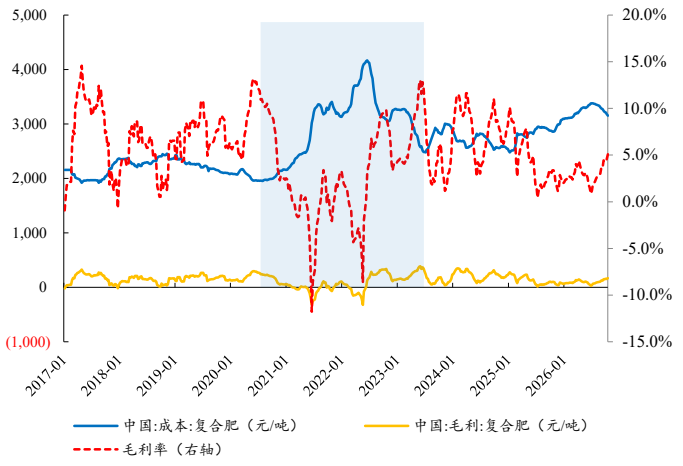
据 Wind 和百川盈孚数据，**2019 年至 2020 年，**受上游原材料价格走弱影响，复合肥整体价格呈波动下行趋势。**2020 年至 2022 年上半年，**磷复肥及其原材料钾肥、合成氨、硫磺等产品的价格在全球通胀水平提升、能源价格上涨、地区局部冲突等多重因素的影响下持续走高，在此期间单质肥价格大幅上涨，全球化肥供需格局仍维持紧平衡状态。为保障国内市场的稳定性，国家针对化肥保供稳价出台了较为密集的调控政策，包括保障化肥生产用煤用电用气供应，保障重点化肥企业开足马力生产，春耕肥、夏管肥储备和投入以及出口“法检”政策延续等。**2022 年下半年至 2023 年上半年，**随着原油、天然气等能源价格走弱短期内快速下跌，主要原材料全年呈现大起大落走势，单质肥价格开始迅速下跌，至 2023 年 6 月，氯化钾、磷酸一铵等均将此前的涨幅基本回吐。单质肥价格波动较大扰乱了复合肥经销商的采购节奏，经销商只能持观望谨慎态度，行业整体以消化库存为主，给复合肥企业的销售和生产都造成了负面影响。**2023 年下半年至今，**单质肥的价格虽仍有波动，但波动幅度已经显著趋缓趋小，整体呈现出底部震荡的格局，在较低的渠道库存和复合肥需求刚性的影响下，单质肥和复合肥整体均显现出较强的底部特征，为复合肥企业的生产和销售、复合肥经销商采购的正常开展创造了良好的市场环境。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。

图55：复合肥价格与单质肥价格走势趋同



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图56：2020 年至 2023 年上半年，单质肥价格波动导致复合肥成本涨跌波动较大



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

6.3、 相关标的：新洋丰、史丹利、云图控股等龙头企业优势显著，产业链一体化不断完善

目前国内复合肥企业包括生产型和营销型两大类，前者起家于生产氮肥、磷肥等单质肥料，资产较重；后者起家于复合肥品牌和渠道营销，资产相对较轻。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，尤其是 2020 年以来，复合肥及其上游原料氮、磷、钾单质肥价格经历了宽幅震荡到回归理性阶段，市场价格波动频繁，用肥季节或需求推迟现象增加，复合肥市场竞争加剧，围绕成本、产品、品牌和渠道等全方位的角逐已成常态。在激烈的市场竞争中，具备产业链优势、规模优势、渠道优势、创新优势、环保优势以及品牌影响力显著的头部企业，能够更好地应对市场风险，竞争优势愈发突出。

新洋丰：公司目前产品覆盖磷肥、常规复合肥、新型复合肥三大板块多个系列，且拥有上游磷矿资源和部分原材料自给能力，产业链较完善，公司复合肥和磷肥产能规模优势明显。

（1）产品产能：根据 2025 年报，公司具备年产 839 万吨复合肥、[illegible]万吨磷酸一铵的生产能力（含工业磷酸一铵产能 25 万吨）和 90 万吨磷矿石开采能力，配套生产硫酸 402 万吨/年（含硫铁矿制酸 110 万吨/年）、合成氨 30 万吨/年，形成了较完备的产业链，具备较强的规模优势。**（2）磷矿资源：**雷波新洋丰磷矿资源储量为 24.31 亿吨，已具备 90 万吨磷矿石开采能力，采矿产权有效期至 2034 年 6 月。保康竹园沟矿业磷矿资源储量为 9,050 万吨，平均地质品位为 24.93%。2022 年竹园沟矿业的 180 万吨/年矿山项目开始建设，项目计划建设 6 年，计划投资 11.07 亿元，预计投产后，公司磷矿自给率提升到 30%以上。

云图控股：公司自成立以来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。

（1）产品产能：根据 2025 年报，公司拥有磷复肥年产能超 940 万吨，产品线

覆盖水溶肥、液体肥、增效肥、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氯基、高浓度硫基、中低浓度复合肥、有机-无机复混肥、生物菌肥、水溶性及工业级磷酸一铵等产品。其他产品包括联碱 60 万吨/年、黄磷 6 万吨/年、磷酸铁 5 万吨/年等。**（2）磷矿资源：**公司旗下拥有雷波牛牛寨东段磷矿、西段磷矿及阿居洛呷磷矿，磷矿采矿设计产能共计 1,090 万吨/年（其中牛牛寨东段磷矿和阿居洛呷磷矿在建产能 690 万吨）。

史丹利：公司是国内复合肥行业领先的全国性龙头企业之一。**（1）产品产能：**根据 2025 年报，公司具备年产复合肥 590 万吨、农用磷酸一铵 100 万吨、工业磷酸一铵 10 万吨（在建 6 万吨/年）、精制磷酸、磷酸铁 5 万吨的生产能力。2021 年开始，公司相继在河北省承德市和湖北省松滋市分别投资建设了磷化工项目，向上游磷产业链进行延伸，以求打通磷肥-复合肥产业链，满足磷肥原料的自供。目前两个磷化工项目已进入使用状态，公司实现了磷肥原料的部分自供。**（2）磷矿资源：**公司现阶段磷矿石主要通过市场化采购。

表25：国内复合肥公司梳理：新洋丰、史丹利、云图控股的复合肥产能规模优势明显，产业链一体化不断完善

公司简称	主要业务（万吨/年）	2025 年设计产能	规划新增产能	备注
新洋丰	复合肥	839	110	配套生产硫酸 402 万吨/年（含硫铁矿制酸 110 万吨/年）、合成氨 30 万吨/年。
	农业磷酸一铵	170	20	
	工业磷酸一铵	25		
	磷酸铁	10	10	
	精制磷酸		20	
	磷矿石（雷波新洋丰）	90		储量 24.31 亿吨，采矿产权有效期至 2034 年 6 月。
	磷矿石（保康竹园沟矿业）		180	2022 年项目开始建设，项目计划建设 6 年。
云图控股	磷复合肥	715	35	2025 年末磷复合肥产能合计 793 万吨/年，截至 2025 年报披露日磷复肥产能超 940 万吨/年。
	农业磷酸一铵	43		
	工业磷酸一铵	35		
	黄磷	6		
	纯碱/氯化铵	60		配套合成氨 70 万吨/年，纯碱、氯化铵 60 万双吨，硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨，混合熔盐 10 万吨。
	磷酸铁	5	15	
	磷矿石（阿居洛呷磷矿）		290	在建。
	磷矿石（牛牛寨东段磷矿）		400	在建。
	磷矿石（牛牛寨西段磷矿）		400	已经取得不动产权证书（采矿权）与采矿许可证。
	磷矿石（二坝磷矿）		50	在建，参股 49%。
	热法磷酸		20	湖北荆州 7 万吨热法磷酸、宜城基地 15 万吨食品级精制磷酸（热法）。
	钾盐			全资子公司应城化工与藏格矿业合资成立公司并投资刚果（布）钾盐项目。
史丹利	复合肥	590	100	
	农业磷酸一铵	100		
	工业磷酸一铵	10	6	

	精制磷酸	10		
	磷酸铁	5		

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表26：复合肥产能市值弹性表：史丹利>云图控股>新洋丰

证券代码	证券简称	2026 年 10 月 30 日 总市值（亿元）	复合肥设计产能（万吨/年）	设计产能/总市值（万吨/亿元×100）	每上涨 100 元/吨增厚净利润（亿元，25%所得税）
000902.SZ	新洋丰	178	839	473	5.77
002539.SZ	云图控股	130	715	550	4.92
002588.SZ	史丹利	81	590	733	4.06

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

7、 盈利预测及投资建议

化肥是农业发展和国家粮食安全的重要保障，主要包括氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四个子行业，农业种植结构的调整、农民施肥习惯的改变以及农产品价格的波动等农业发展状况对化肥需求量有直接影响。

供需端，全球化肥供需高度集中，供给端中国、俄罗斯、加拿大、美国合计占比 50%以上，消费端“氮高钾低”特征显著。新增供给方面，全球氮肥产需保持增长，磷肥受到磷矿资源和出口政策限制，氯化钾规划新增产能较多但实际增量需考虑资源禀赋、资本壁垒、物流体系等多重因素影响。

价格端，粮食安全、俄乌冲突等助推全球化肥价格在 2022 年上半年创下历史新高、国内化肥出口管控加剧。2022 年下半年以来化肥价格震荡回落、走势分化，2026 年以来中东地缘冲突进一步扰动全球化肥供应链。其中：上游煤气能源放大氮肥价格波动，预计中长期价格向成本端回归；磷矿石、硫磺等成本支撑磷肥价格中枢向上，磷化工产业链资源属性进一步增强；2023-2025 年全球钾肥供需紧平衡，价格企稳回升，2027 年起新增产能释放或导致价格承压。总体上，2022 年下半年以来磷肥价格相对高于氮肥和钾肥，单质肥价格震荡偏稳有望助力复合肥龙头企业量利修复。

我们认为，2022 年俄乌冲突、2026 年以来美以伊冲突扰动全球能源、化肥供应链稳定性，2026/2027 年强厄尔尼诺事件或将直接传导至全球大宗农产品的生产、流通和价格体系，从能源价格、化肥成本、海运成本等多渠道间接影响农业生产成本。国内氮肥、钾肥、磷肥三大主肥产能增量受限，复合肥行业供需向好，化肥行业盈利弹性可期。

【推荐标的】华鲁恒升、兴发集团、云图控股、盐湖股份、亚钾国际等。【受益标的】中国心连心化肥、云天化、湖北宜化、东方铁塔、藏格矿业、新洋丰、史丹利等。

表27：相关标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速（%）			PE（倍）			PB（倍）	评级
		2026 年 10 月 30 日		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
600426.SH	华鲁恒升	524.1	19.1	33.2	50.4	60.1	-15.0	52.0	19.2	20.7	10.4	8.7	1.50	买入
600141.SH	兴发集团	264.2	22.1	14.9	20.3	26.8	-6.8	36.3	31.9	23.8	13.0	9.9	1.07	买入
002539.SZ	云图控股	130.0	10.8	8.3	12.6	17.6	2.8	52.0	39.7	17.6	10.3	7.4	1.29	买入

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速（%）			PE（倍）			PB（倍）	评级
		2026 年 10 月 30 日		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
000792.SZ	盐湖股份	1,150.9	21.8	84.8	109.8	127.5	81.8	29.5	16.2	24.7	10.5	9.0	2.27	买入
000893.SZ	亚钾国际	315.5	34.1	16.7	31.6	40.1	76.0	88.6	27.1	24.7	10.0	7.9	2.09	买入
1866.HK	中国心连心化肥	102.9	9.4	9.3	14.9	19.1	-36.1	59.6	28.6	7.5	6.9	5.4	0.98	未评级
600096.SH	云天化	450.6	24.7	51.6	50.5	55.0	-3.4	-2.1	9.1	10.8	8.9	8.2	1.75	未评级
000422.SZ	湖北宜化	97.2	8.9	8.1	7.4	10.7	-24.3	-8.2	43.9	21.9	13.1	9.1	1.60	未评级
002545.SZ	东方铁塔	141.4	11.4	12.1	17.4	20.9	113.8	44.4	20.1	24.8	8.1	6.8	1.36	未评级
000408.SZ	藏格矿业	1,067.6	68.1	38.5	82.6	98.8	49.3	114.3	19.7	38.3	12.9	10.8	5.90	未评级
000902.SZ	新洋丰	177.5	14.2	16.1	16.7	19.5	22.6	3.6	16.5	12.4	10.6	9.1	1.39	未评级
002588.SZ	史丹利	80.5	7.0	10.3	8.7	10.9	25.1	-15.6	24.9	11.8	9.2	7.4	1.02	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：“未评级”标的盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，其余来自开源化工团队。）

8、 风险提示

气候异常：根据国家气候中心发布最新监测信息，2026 年 9 月一次超强厄尔尼诺事件正式形成，但近年来全球恶劣天气或异常异常情况频繁发生，对农作物的生长以及农药、化肥的供需的影响存在不确定性。

产品价格波动：化肥行业受宏观经济、供需格局、市场竞争等多重因素影响，产品价格具有较强波动性。由于贸易摩擦、地缘政治、国家政策所导致的任何贸易限制、费用或其他影响，都可能会对行业公司的业务、财务状况和经营业绩产生不利影响。

安全生产和环保风险等：我国大力推动节能减排、环境保护及农业可持续发展，并发布水土气固废“十条”、“三磷整治”、“双碳”目标以及磷资源高效高值利用等一系列政策，引导化肥、化工行业加快绿色转型升级。随着国家对安全生产和环保的不断重视，有关标准和要求可能进一步提高，行业公司可能面临资金和技术投入增加，经营成本上升的压力，若公司不能及时适应政策变化，生产和发展将会受到限制。

其他风险：根据盐湖股份 2026 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 2.77%的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn