

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.53
总股本/流通股本(亿股)	3.40 / 3.37
总市值/流通市值(亿元)	60 / 59
52周内最高/最低价	27.99 / 16.35
资产负债率(%)	45.0%
市盈率	12.99
第一大股东	张爱英

研究所

分析师:张泽亮
SAC 登记编号:S1340523100003
Email:zhangzeliang@cnpsec.com

海利尔(603639)

行业底部业绩逆势增长超预期，绑定农化巨头未来成长可期

- **事件:**公司 10 月 27 日发布三季报,第三季度实现营业收入 10.44 亿元,同比增长 5.24%,实现归母净利润 1.10 亿元,同比增长 9.90%。

● 点评:

销量逆势增长，盈利能力稳定，业绩增长超预期。销量方面，根据公司公告，2023 年第三季度公司实现销量 1.27 万吨，同比增长 8.23%，我们预计主因是丙硫菌唑产能逐步释放以及巴西等海外市场需求好转。**价格方面**，根据公司公告，2023 年第三季度公司农药销售均价为 8.03 万元/吨，同比下降 2.35%，下降幅度低于吡虫啉等原药跌幅，我们预计主因是具备自有品牌制剂业务以及与跨国公司合作定价较为稳定。**盈利能力方面**，公司第三季度毛利率为 29.96%，同比提高 2.69pct，净利率为 10.67%，同比提高 0.46pct，我们预计主因是丙硫菌唑等高毛利率产品占比提高以及原药回落增厚制剂业绩毛利。

吡虫啉等产品价格触底反弹，业绩或将持续向好。根据百川盈孚，吡虫啉/啉虫脒价格触底反弹，截止 2023 年 10 月 28 日，吡虫啉/啉虫脒价格为分别为 9.40/8.50(万/吨)，相较于 9 月 18 日，涨幅为 4.44%/6.25%。

新产能落地奠定成长基础，绑定农化巨头未来成长可期。恒宁一期年产 2000 吨溴虫腈、年产 2000 吨丁醚脒、年产 3000 吨苯醚甲环唑、年产 2000 吨丙环唑原药项目及配套中间体已于 2022 年 6 月投产，截止 2023 年 6 月 30 日，青岛恒宁子公司净利润为 -0.42 亿元。展望 2024 年，恒宁一期效益有望进一步提高，恒宁二期产品相继落地（累计投资额为 20.21 亿元），公司业绩中枢有望持续提高。根据公司公众号，10 月 18 日，拜耳作物科学与公司签署合作协议，双方宣布建立全面战略合作伙伴关系，促进国内外资源互补，在原药合作、创新化合物开发、产品联合登记、农药配方开发、产品委托生产、制剂独家代理等领域展开深入合作，有利于公司长期发展。

预计公司 23/24/25 年归母净利润为 5.02/6.53/7.88 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示:

项目投产不及预期风险；产能消化不及预期风险；竞争格局恶化风险；汇率波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4535	4605	5726	6905
增长率(%)	22.60	1.55	24.35	20.58
EBITDA（百万元）	583.57	686.52	878.80	1060.33
归属母公司净利润（百万元）	460.01	501.66	653.41	788.34
增长率(%)	2.28	9.05	30.25	20.65
EPS(元/股)	1.35	1.47	1.92	2.32
市盈率（P/E）	12.97	11.89	9.13	7.57
市净率（P/B）	1.86	1.78	1.49	1.24
EV/EBITDA	14.85	8.83	7.65	5.52

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	4535	4605	5726	6905	营业收入	22.6%	1.5%	24.3%	20.6%
营业成本	3336	3339	4123	4971	营业利润	-14.0%	9.0%	30.1%	20.6%
税金及附加	14	14	18	21	归属于母公司净利润	2.3%	9.1%	30.2%	20.7%
销售费用	179	181	226	272	获利能力				
管理费用	314	319	397	478	毛利率	26.4%	27.5%	28.0%	28.0%
研发费用	234	238	296	356	净利率	10.1%	10.9%	11.4%	11.4%
财务费用	-71	0	0	0	ROE	14.3%	14.9%	16.3%	16.4%
资产减值损失	-25	0	0	0	ROIC	11.2%	11.6%	12.6%	13.0%
营业利润	456	497	647	780	偿债能力				
营业外收入	12	12	12	12	资产负债率	45.0%	47.3%	47.4%	46.5%
营业外支出	14	14	14	14	流动比率	1.22	1.20	1.22	1.29
利润总额	454	495	644	777	营运能力				
所得税	-6	-7	-9	-11	应收账款周转率	6.44	5.91	6.50	6.41
净利润	460	502	653	788	存货周转率	5.16	5.40	6.14	6.07
归母净利润	460	502	653	788	总资产周转率	0.83	0.75	0.82	0.83
每股收益(元)	1.35	1.47	1.92	2.32	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.35	1.47	1.92	2.32
货币资金	755	865	401	1367	每股净资产	9.44	9.87	11.79	14.11
交易性金融资产	313	457	601	745	估值比率				
应收票据及应收账款	773	785	976	1177	PE	12.97	11.89	9.13	7.57
预付款项	133	133	847	263	PB	1.86	1.78	1.49	1.24
存货	871	835	1031	1243	现金流量表				
流动资产合计	2952	3205	4000	4927	净利润	460	502	653	788
固定资产	1874	2110	2520	2927	折旧和摊销	151	192	234	283
在建工程	83	57	111	122	营运资本变动	-10	10	-708	619
无形资产	548	548	548	548	其他	94	-10	47	56
非流动资产合计	2886	3165	3631	4048	经营活动现金流净额	695	693	227	1746
资产总计	5838	6370	7631	8975	资本开支	-608	-402	-702	-702
短期借款	712	950	1149	1252	其他	-420	-214	-189	-198
应付票据及应付账款	1088	1089	1344	1621	投资活动现金流净额	-1028	-616	-891	-900
其他流动负债	622	632	784	960	股权融资	12	4	0	0
流动负债合计	2422	2670	3277	3833	债务融资	408	239	201	120
其他	204	341	342	342	其他	-240	-188	0	0
非流动负债合计	204	341	342	342	筹资活动现金流净额	179	56	201	120
负债合计	2626	3012	3619	4175	现金及现金等价物净增加额	-151	109	-463	966
股本	341	340	340	340					
资本公积金	701	706	706	706					
未分配利润	2075	2138	2694	3364					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	95	174	272	390					
所有者权益合计	3212	3358	4012	4800					
负债和所有者权益总计	5838	6370	7631	8975					

资料来源: iFind, 公司公告, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048