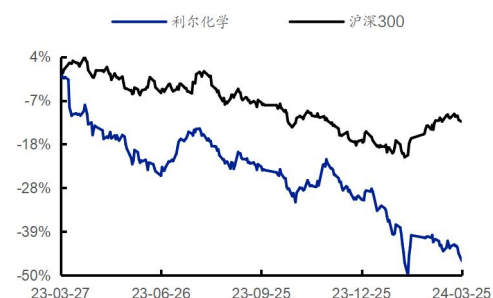


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：杨丽蓉 S0350122080038  
 yanglr@ghzq.com.cn

## 受草铵膦价格影响业绩下滑，精草铵膦项目逐步落地

### ——利尔化学（002258）2023 年年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	2024/03/25		
	1M	3M	12M
利尔化学	-10.0%	-21.8%	-46.1%
沪深 300	1.0%	5.3%	-12.4%

#### 市场数据

2024/03/25	
当前价格(元)	9.07
52 周价格区间(元)	8.24-17.52
总市值(百万)	7,259.97
流通市值(百万)	7,248.29
总股本(万股)	80,043.72
流通股本(万股)	79,915.03
日均成交额(百万)	101.94
近一月换手(%)	1.18

#### 相关报告

《利尔化学（002258）2023 年三季报点评报告：草铵膦价格下滑拖累业绩，多项目建设进行中（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-10-28

《利尔化学（002258）点评报告：2022 年业绩同比+69%，精草铵膦有望带来新成长（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-01-11

《利尔化学（002258）点评报告：Q3 业绩同比大增 317%，看好精草铵膦未来成长（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2022-10-29

#### 事件：

2024 年 3 月 22 日，利尔化学发布 2023 年年度报告：2023 年实现营业收入 78.51 亿元，同比下滑 22.5%；实现归母净利润 6.04 亿元，同比下滑 66.7%；实现扣非后归母净利润 5.97 亿元，同比下滑 67.7%；销售毛利率 23.3%，同比下滑 8.6 个 pct，销售净利率 9.8%，同比下滑 10.2 个 pct；ROE 为 8.2%，同比下降 21.4 个 pct；经营活动现金流净额为 9.4 亿元。

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 18.4 亿元，同比-23%，环比+20%；实现归母净利润为 0.44 亿元，同比-86.3%，环比-45.3%；扣非后归母净利润 0.43 亿元，同比-88.1%，环比-40.8%；经营活动现金流净额为 6.0 亿元。销售毛利率为 18.3%，同比-11.9 个 pct，环比-1.6 个 pct。销售净利率为 3.2%，同比-11.5 个 pct，环比-3.3 个 pct。

#### 投资要点：

##### ■ 2023 年草铵膦价格下滑，公司业绩承压

2023 年公司营业收入同比下滑 22.5%，分产品板块来看，农药原药板块实现营收 47.94 亿元，同比下滑 26.1%，销量 5.50 万吨，同比+11.4%，农药原药平均价格为 8.71 万元/吨，同比下滑 33.6%，毛利率为 26.3%，同比下降 8.6 个 pct。农药制剂板块实现营收 16.56 亿元，同比-26.0%，销量 6.02 万吨，同比-3.6%，农药制剂平均价格为 2.75 万元/吨，同比下滑 23.2%，毛利率为 20.2%，同比下降 12.2 个 pct。2023 年以来，随着国内农药新增产能的投产，加上渠道内积压的库存，市场竞争加剧，整体进入供大于求的趋势，草铵膦行业明显供大于求，价格回落至历史低位。2023 年，草铵膦行业平均价格为 8.2 万元/吨，同比-64%。

2023Q4 公司归母净利润为 0.44 亿元，同比减少 2.76 亿元，主要由于主力产品草铵膦价格下滑较多，2023Q4 草铵膦行业均价为 6.5 万元/吨，同比-66%，拖累公司毛利润和毛利率，Q4 公司毛利润为 3.38 亿元，同比减少 3.86 亿元。环比来看，2023Q4 归母净利润环比减少 0.36 亿元，一方面，受 Q4 草铵膦价格环比小幅回升 6% 的影响，2023Q4 公司毛利润环比增加 0.31 亿元；另一方面，2023Q4 公司管理/财务费

用环比分别增加 0.3/0.1 亿元，资产减值损失环比增加 0.4 亿元。

据 Wind，截至 2024 年 3 月 22 日，草铵膦原药价格为 5.65 万元/吨，处于历史最低位（自 2017 年 1 月 1 日以来），3 月 22 日当周国内草铵膦工厂库存为 7400 吨，目前库存处于历史最高（2017 年 1 月以来）。据百川盈孚，目前草铵膦行业利润微薄，市场价格已贴近成本线，部分工厂已出现亏损，后续价格下降空间有限。预期未来，行业经历一定时期的产能优化、整合阵痛后，没有竞争优势的企业将逐步退出，具有竞争优势的原药龙头企业发展空间将进一步提升。

### ■ 新项目逐步落地，精草铵膦行业领先

据公司 2023 年年报，广安利华农药中间体项目进度为 100%，荆州三才堂化工中间体一期项目进度 97%，湖南津市基地生物发酵项目进度 59%，广安利尔 1.1 万吨农药项目进度 45%，广安利尔化工中间体项目进度 67%，比德生化新区项目进度 79%。此外，公司技术储备充足，持续优化氯虫苯甲酰胺、唑啉草酯工艺技术。

公司精草铵膦产能建设和技术行业领先，有望带来新成长。据公司 2023 年年报，子公司利尔生物 2 万吨/年酶法精草铵膦项目完成建设并顺利投产，荆州三才堂启动实施 1 万吨/年精草铵膦项目建设。

■ **盈利预测和投资评级** 基于目前农药周期位置尤其是草铵膦价格判断，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别 6.08、6.89、8.47 亿元，对应 PE 12、11、9 倍，公司是国内草铵膦龙头，技术和成本优势突出，看好公司精草铵膦未来成长空间，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 草铵膦行业竞争格局加剧风险；主要产品价格下降风险；新建项目投产不及预期风险；原材料价格大幅上涨风险；精草铵膦推广不及预期风险；环保风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7851	7867	8572	9827
增长率(%)	-23	0	9	15
归母净利润（百万元）	604	608	689	847
增长率(%)	-67	1	13	23
摊薄每股收益（元）	0.75	0.76	0.86	1.06
ROE(%)	8	8	8	9
P/E	15.87	11.94	10.53	8.57
P/B	1.28	0.90	0.83	0.75
P/S	1.22	0.92	0.85	0.74
EV/EBITDA	6.91	4.76	4.23	3.65

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、分产品经营数据

表 1: 利尔化学分板块经营数据

业务板块		2019	2020	2021	2022	2023	2023同比
原药	营收 (亿元)	25.28	34.13	43.31	64.86	47.94	-26.1%
	销量 (万吨)			3.52	4.94	5.50	11.4%
	单吨价格 (万元/吨)			12.29	13.12	8.71	-33.6%
	毛利 (亿元)	6.78	10.54	15.05	22.61	12.59	-44.3%
	毛利率	26.8%	30.9%	34.7%	34.9%	26.3%	-8.6%
制剂	营收 (亿元)	13.47	11.09	13.63	22.37	16.56	-26.0%
	销量 (万吨)			4.37	6.24	6.02	-3.6%
	单吨价格 (万元/吨)			3.12	3.58	2.75	-23.2%
	毛利 (亿元)	3.44	2.91	4.25	7.24	3.34	-53.9%
	毛利率	25.6%	26.2%	31.2%	32.4%	20.2%	-12.2%
化工材料	营收 (亿元)	1.12	3.17	4.78	9.03	7.34	-18.7%
	毛利 (亿元)	0.41	0.83	1.12	2.14	2.03	-5.1%
	毛利率	36.7%	26.0%	23.5%	24.7%	28.5%	3.7%
贸易	营收 (亿元)	1.70	1.23	3.04	5.33	6.69	25.5%
	毛利 (亿元)	0.13	0.10	0.23	0.30	0.21	-30.0%
	毛利率	7.5%	8.3%	7.5%	5.7%	3.2%	-2.5%
营业收入 (亿元)		41.64	49.69	64.94	101.36	78.51	-22.5%
毛利润 (亿元)		10.77	14.39	20.78	32.41	18.32	-43.5%
毛利率		25.9%	29.0%	32.0%	32.0%	23.3%	-8.6%
归母净利润 (亿元)		3.11	6.12	10.72	18.12	6.04	-66.7%

资料来源: wind, 国海证券研究所

## 2、主要产品价格及库存情况

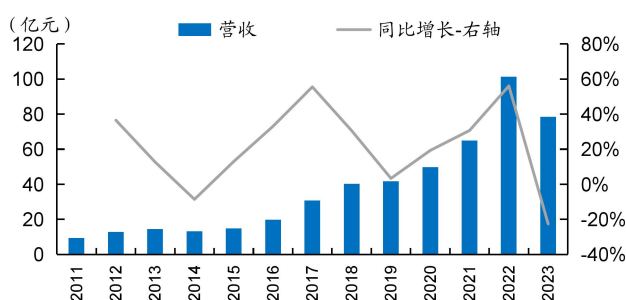
图 1：草铵膦价格情况



资料来源：wind，国海证券研究所

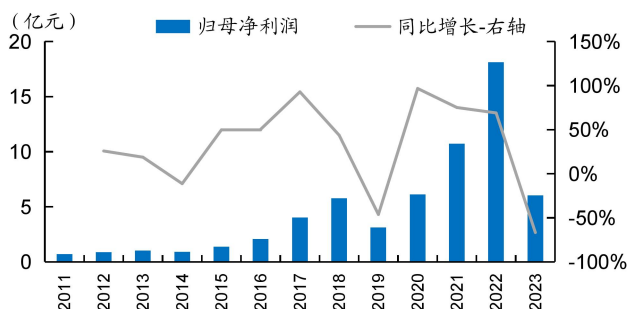
## 3、公司财务数据

图 2：2023 年营收同比下降 22.5%



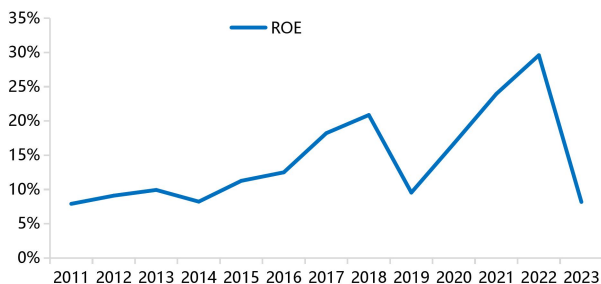
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年归母净利润同比下降 66.7%



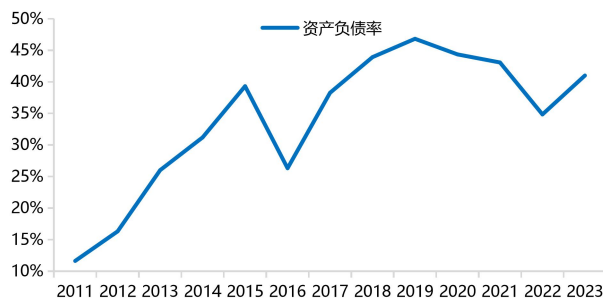
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年净资产收益率下滑



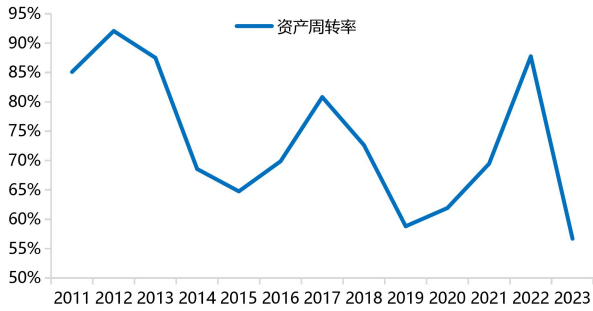
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产负债率上升



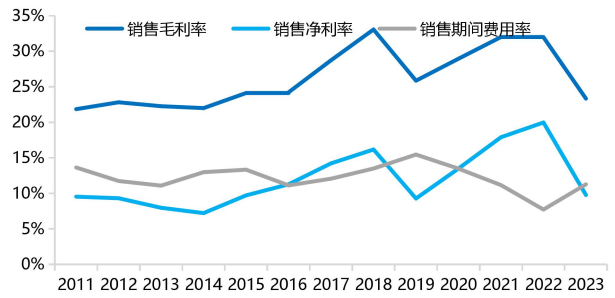
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6: 2023 年资产周转率为 56.69%



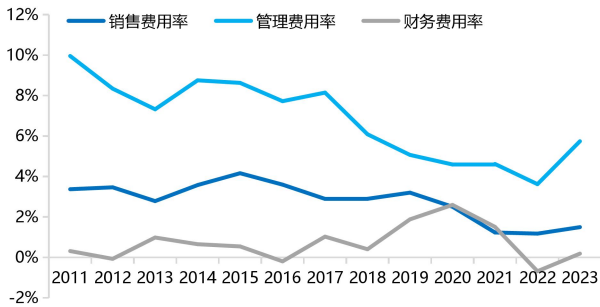
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: 2023 年毛利率为 23.3%



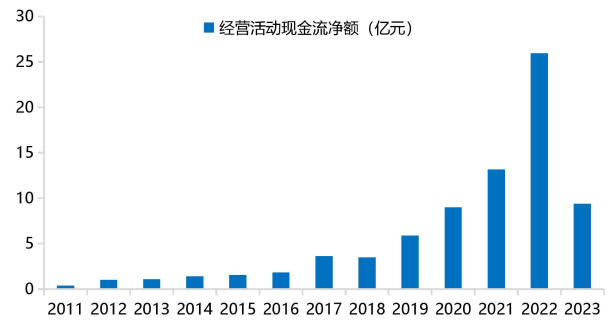
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 2023 年期间费用率有所上升



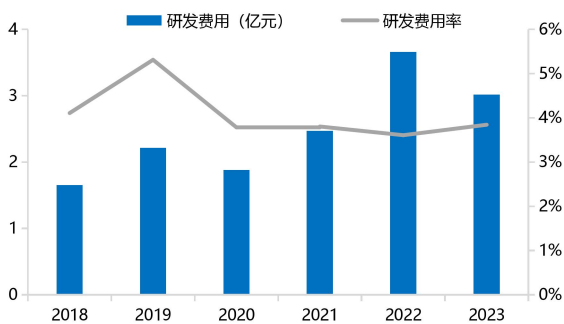
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 9: 2023 年经营活动现金流净额 9.4 亿元



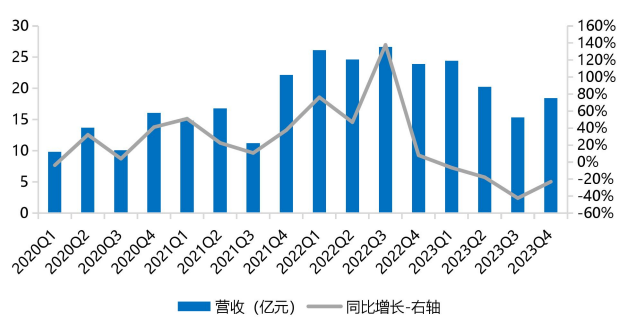
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: 2023 年研发费用达 3.02 亿元



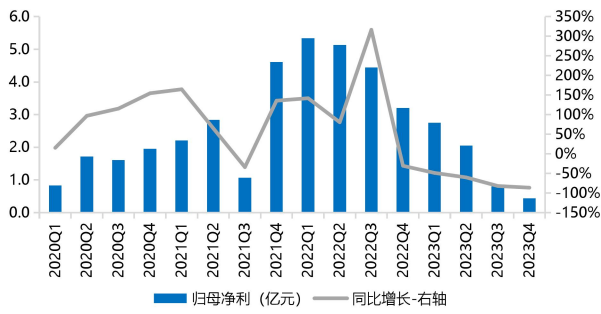
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 年 Q4 营收环比增长 20%



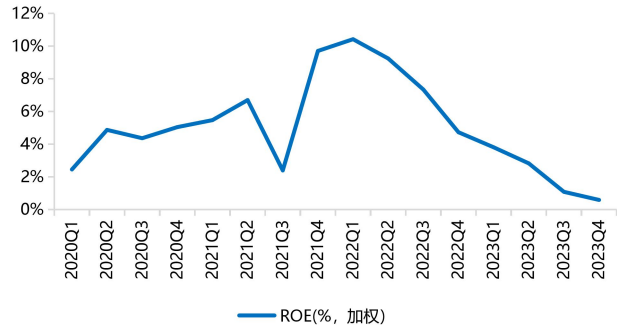
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023Q4 归母净利润环比下降 45.3%



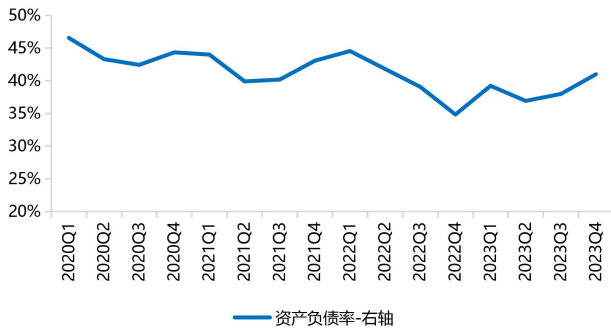
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 季度净资产收益率



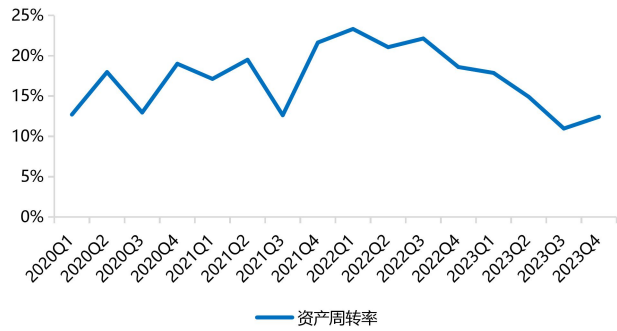
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产负债率



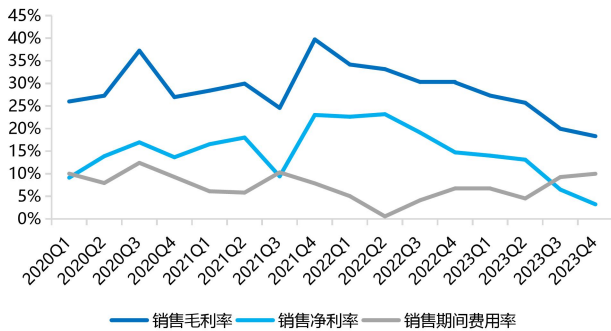
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度资产周转率



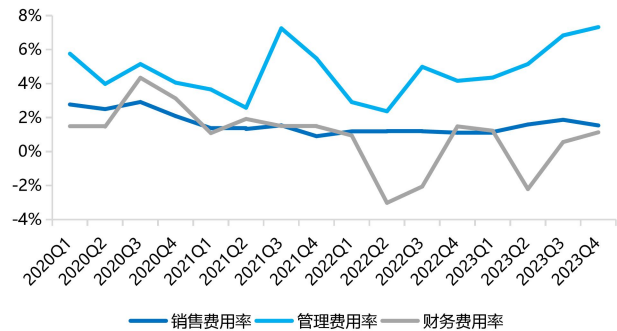
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度毛利率及净利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

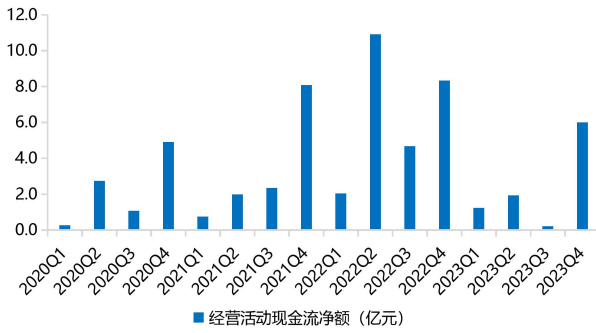
图 17: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

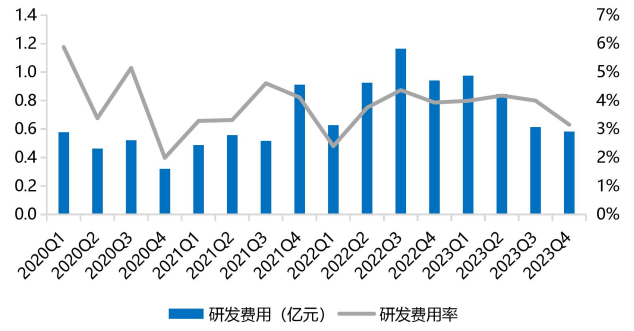


图 18: 2023Q4 经营活动现金流净额 6.0 亿元



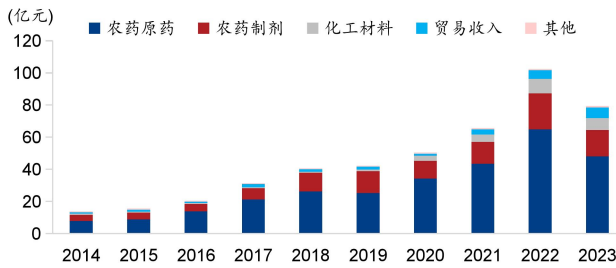
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度研发费用情况



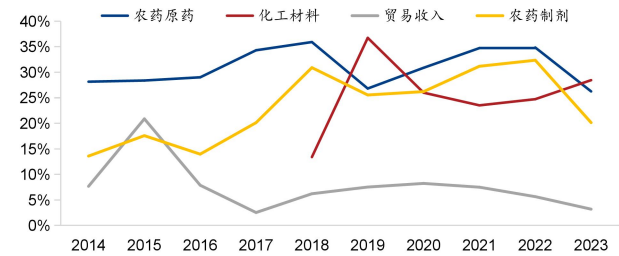
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 公司主要产品收入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 公司主要产品毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

## 4、盈利预测与评级

基于目前农药周期位置尤其是草铵膦价格判断,我们下调公司盈利预测,预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别 6.08、6.89、8.47 亿元,对应 PE 12、11、9 倍,公司是国内草铵膦龙头,技术和成本优势突出,看好公司精草铵膦未来成长空间,维持“买入”评级。

## 5、风险提示

草铵膦行业竞争格局加剧风险;主要产品价格下降风险;新建项目投产不及预期风险;原材料价格大幅上涨风险;精草铵膦推广不及预期风险;环保风险。

附表：利尔化学盈利预测表

证券代码:	002258		股价:	9.07	投资评级:	买入	日期:	2024/03/25	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	8%	8%	8%	9%	EPS	0.75	0.76	0.86	1.06
毛利率	23%	22%	22%	22%	BVPS	9.36	10.12	10.98	12.04
期间费率	7%	7%	7%	7%	<b>估值</b>				
销售净利率	8%	8%	8%	9%	P/E	15.87	11.94	10.53	8.57
<b>成长能力</b>					P/B	1.28	0.90	0.83	0.75
收入增长率	-23%	0%	9%	15%	P/S	1.22	0.92	0.85	0.74
利润增长率	-67%	1%	13%	23%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.53	0.52	0.53	0.56	营业收入	7851	7867	8572	9827
应收账款周转率	5.45	5.45	5.45	5.45	营业成本	6018	6176	6697	7629
存货周转率	4.83	4.72	4.74	4.77	营业税金及附加	42	31	34	39
<b>偿债能力</b>					销售费用	118	94	111	123
资产负债率	41%	37%	37%	36%	管理费用	451	354	386	432
流动比	1.43	1.55	1.48	1.47	财务费用	15	118	125	140
速动比	0.93	0.96	0.91	0.86	其他费用/(-收入)	302	315	343	383
					<b>营业利润</b>	<b>881</b>	<b>788</b>	<b>893</b>	<b>1100</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-4	0	0	-1
现金及现金等价物	1465	1064	1079	871	<b>利润总额</b>	<b>877</b>	<b>788</b>	<b>893</b>	<b>1099</b>
应收款项	1441	1444	1574	1804	所得税费用	110	113	128	157
存货净额	1625	1667	1808	2060	<b>净利润</b>	<b>767</b>	<b>675</b>	<b>766</b>	<b>941</b>
其他流动资产	635	641	673	731	少数股东损益	163	68	77	94
<b>流动资产合计</b>	<b>5166</b>	<b>4816</b>	<b>5133</b>	<b>5465</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>604</b>	<b>608</b>	<b>689</b>	<b>847</b>
固定资产	6206	7418	8291	9112					
在建工程	2020	1160	980	890	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	1438	1651	1808	1994	经营活动现金流	939	1247	1968	2177
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	604	608	689	847
<b>资产总计</b>	<b>14829</b>	<b>15045</b>	<b>16212</b>	<b>17460</b>	少数股东损益	163	68	77	94
短期借款	240	200	300	200	折旧摊销	631	967	1128	1289
应付款项	2267	1810	1990	2251	公允价值变动	12	0	0	0
预收帐款	3	2	3	3	营运资金变动	-602	-520	-51	-184
其他流动负债	1105	1094	1166	1260	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1918</b>	<b>-1551</b>	<b>-1995</b>	<b>-2224</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3616</b>	<b>3106</b>	<b>3458</b>	<b>3714</b>	资本支出	-1904	-1549	-1996	-2224
长期借款及应付债券	2001	2051	2101	2151	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	464	464	464	464	其他	-14	-2	1	-1
<b>长期负债合计</b>	<b>2466</b>	<b>2516</b>	<b>2566</b>	<b>2616</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1018</b>	<b>-96</b>	<b>41</b>	<b>-161</b>
<b>负债合计</b>	<b>6081</b>	<b>5622</b>	<b>6023</b>	<b>6330</b>	债务融资	1465	10	150	-50
股本	800	800	800	800	权益融资	0	0	0	0
股东权益	8748	9423	10189	11130	其它	-447	-106	-109	-111
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14829</b>	<b>15045</b>	<b>16212</b>	<b>17460</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>48</b>	<b>-401</b>	<b>15</b>	<b>-208</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所



## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。