

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)	6.55
总股本/流通股本(亿股)	4.65 / 3.44
总市值/流通市值(亿元)	30 / 23
52周内最高/最低价	17.10 / 5.20
资产负债率(%)	41.2%
市盈率	15.98
第一大股东	吴耀军

研究所

分析师: 张泽亮
SAC 登记编号: S1340523100003
Email: zhangzeliang@cnpsec.com
分析师: 马语晨
SAC 登记编号: S1340524030001
Email: mayuchen@cnpsec.com

中旗股份(300575)

行业去库致业绩承压，逆势扩张+加大研发带来长期增长潜力

- **事件**: 公司4月24日发布一季报, 24Q1实现营收4.54亿元, 同比-38.81%, 环比+10.72%; 归母净利润为-0.10亿元, 同比-110.66%, 环比+12.60%。
- **短期行业去库, 价格承压拖累营收下滑**。由于此前行业下游存在一定程度上的提前采购、美元加息使得库存持有成本上升, 加之不利气候等多重因素的影响, 农药行业短期处于去库存周期, 24Q1公司主营产品价格承压拖累营收下滑。据iFind数据: 1) **除草剂**: 24Q1 氯氟吡氧乙酸、氯氟草酯、炔草酯均价为9.35万元/吨、11.63万元/吨、20万元/吨, 同比-40.13%/-28.19%/-14.29%, 环比-1.92%/-6.75%/-4.00%; 2) **杀虫剂**: 24Q1 噻虫胺/虱螨脲均价为7.55/15.19万元/吨, 同比-35.56%/-27.89%, 环比-9.22%/-5.98%。
- **价格下行+新项目投放使得盈利短期承压**。公司24Q1毛利率为11.83%, 同比-15.04pcts, 环比-4.05pcts。毛利率下滑主因农药行业仍处于去库周期, 终端需求较弱, 海外市场以消耗库存为主, 同时国内农药扩产导致产品价格持续走低。此外随着公司新项目投放, 在建工程转固拖累短期利润。截至24Q1末, 公司在建工程、固定资产分别2.94、19.88亿元, 较2023年末分别-25.72%、+5.31%。由于部分产业链不具备优势、成本较高的企业面临淘汰压力, 部分农药品种未来产能过剩格局有望得到优化, 中长期公司盈利有望迎来改善。公司加大研发投入, 24Q1管理、研发费用率同比+2.94pcts、+0.79pct。
- **新型农药扩产+加大新产品研发, 看好公司长期增长潜力**。公司是农药行业的新质生产力代表, 在创制农药和非专利农药领域具备研发创新优势, 产品质量、稳定性行业处于领先, 农药品种选择全面(目前已开发并使用的农药原药已达1000余个)且具备丰富许可证资源。绑定头部客户供应关系稳定(公司是跨国农药公司科迪华、拜耳、先正达、巴斯夫农化的战略供应商)。截至23年末, 公司有17000吨/年的原药及农药中间体在建产能正处于设计、建设或试运行阶段。未来公司将继续对淮安基地(双氟磺草胺、噁唑酰草胺、氯虫苯甲酰胺)、南京东厂区(五氟磺草胺)和宁亿泰生产基地(自主研发除草剂精噁唑甘草胺, 15500吨新型农药原药)进行投资, 并继续加大研发投入, 扩充公司新产品和专利技术的储备。
- **投资建议**: 预计公司24/25/26年归母净利润为1.72/3.09/4.25亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示**: 需求不及预期; 项目建设不及预期; 产品价格波动。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2390	2663	3363	4184
增长率(%)	-19.52	11.41	26.31	24.41
EBITDA(百万元)	448.68	478.03	675.25	847.44
归属母公司净利润(百万元)	191.62	172.73	308.45	424.65
增长率(%)	-54.38	-9.86	78.57	37.67
EPS(元/股)	0.41	0.37	0.66	0.91
市盈率(P/E)	15.89	17.62	9.87	7.17
市净率(P/B)	1.41	1.30	1.15	0.99
EV/EBITDA	9.11	7.85	5.60	4.31

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2390	2663	3363	4184	营业收入	-19.5%	11.4%	26.3%	24.4%
营业成本	1854	2176	2648	3252	营业利润	-56.2%	-11.2%	78.6%	37.7%
税金及附加	11	8	10	13	归属于母公司净利润	-54.4%	-9.9%	78.6%	37.7%
销售费用	35	27	34	42	获利能力				
管理费用	175	186	235	293	毛利率	22.4%	18.3%	21.3%	22.3%
研发费用	68	69	87	109	净利率	8.0%	6.5%	9.2%	10.1%
财务费用	-5	13	18	19	ROE	8.9%	7.4%	11.6%	13.8%
资产减值损失	-18	0	0	0	ROIC	7.0%	5.4%	8.7%	10.4%
营业利润	215	191	341	470	偿债能力				
营业外收入	3	2	2	2	资产负债率	41.2%	42.0%	41.9%	41.8%
营业外支出	6	2	2	2	流动比率	1.29	1.15	1.17	1.26
利润总额	212	191	341	470	营运能力				
所得税	20	18	32	44	应收账款周转率	5.44	7.03	6.44	6.40
净利润	192	173	310	426	存货周转率	5.23	5.86	6.33	6.44
归母净利润	192	173	308	425	总资产周转率	0.61	0.66	0.75	0.82
每股收益(元)	0.41	0.37	0.66	0.91	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.41	0.37	0.66	0.91
货币资金	428	245	268	482	每股净资产	4.66	5.04	5.71	6.62
交易性金融资产	42	42	42	42	估值比率				
应收票据及应收账款	296	461	583	725	PE	15.89	17.62	9.87	7.17
预付款项	17	60	73	90	PB	1.41	1.30	1.15	0.99
存货	430	479	583	716	现金流量表				
流动资产合计	1352	1411	1684	2203	净利润	192	173	310	426
固定资产	1888	2127	2325	2482	折旧和摊销	199	274	316	359
在建工程	396	424	451	475	营运资本变动	-55	-48	-82	-91
无形资产	151	170	189	208	其他	68	22	23	24
非流动资产合计	2504	2806	3059	3269	经营活动现金流净额	403	421	567	718
资产总计	3856	4217	4743	5472	资本开支	-349	-570	-570	-570
短期借款	326	362	410	499	其他	-59	-7	0	0
应付票据及应付账款	454	597	726	892	投资活动现金流净额	-408	-577	-569	-569
其他流动负债	264	268	306	354	股权融资	31	0	0	0
流动负债合计	1045	1227	1443	1746	债务融资	67	-12	48	89
其他	545	543	543	543	其他	-65	-23	-23	-24
非流动负债合计	545	543	543	543	筹资活动现金流净额	33	-34	26	65
负债合计	1589	1770	1985	2288	现金及现金等价物净增加额	44	-183	23	215
股本	465	465	465	465					
资本公积金	199	199	199	199					
未分配利润	1321	1475	1737	2098					
少数股东权益	102	103	104	106					
其他	180	206	253	316					
所有者权益合计	2267	2448	2757	3183					
负债和所有者权益总计	3856	4217	4743	5472					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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