

评级：买入（维持）

市场价格：47.81

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：王鹏

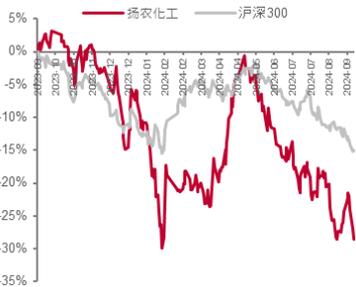
执业证书编号：S0740523020001

Email: wangpeng07@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	407
流通股本(百万股)	403
市价(元)	47.81
市值(百万元)	19,445
流通市值(百万元)	19,261

股价与行业-市场走势对比



相关报告

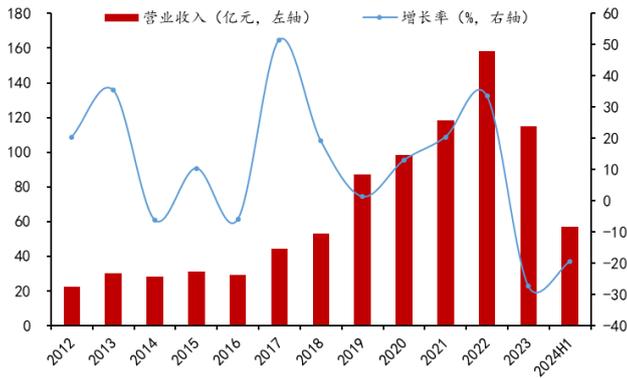
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,811	11,478	11,031	13,705	15,830
增长率 yoy%	34%	-27%	-4%	24%	16%
净利润(百万元)	1,794	1,565	1,261	1,549	1,925
增长率 yoy%	47%	-13%	-19%	23%	24%
每股收益(元)	4.41	3.85	3.10	3.81	4.73
净资产收益率	21%	16%	12%	13%	14%
P/E	10.8	12.4	15.4	12.5	10.1
P/B	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4

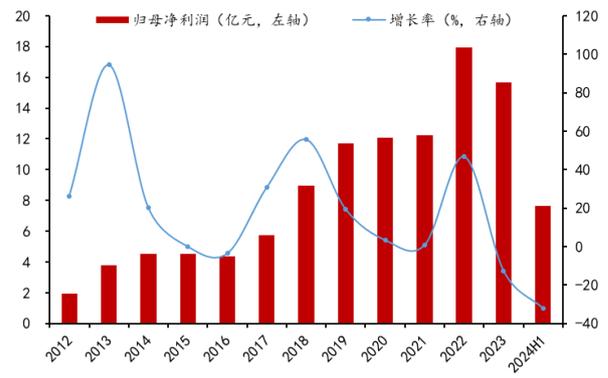
备注：股价取自2024年9月10日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

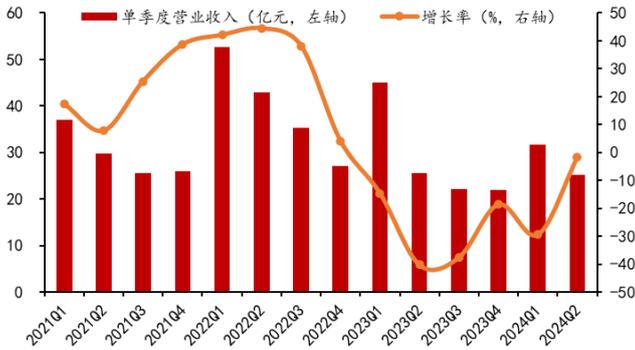
- **事件**：8月26日公司发布2024年半年报，上半年实现营业收入57亿元，同比-19.4%，实现归母净利润7.6亿元，同比-32.1%，实现扣非归母净利润7.4亿元，同比-31.8%。其中，Q2实现营业收入25.2亿元，同比-1.7%，环比-20.6%；归母净利润3.3亿元，同比-9.6%，环比-22.2%。
- **Q2原药/制剂价格同环比下滑，业绩阶段承压。**
H1农药市场整体需求低迷、价格呈下降趋势。根据百川盈孚，草甘膦/草铵膦/麦草畏/高效氯氟氰菊酯/吡唑醚菌酯等H1均价同比下跌15%-45%。截至2024年6月30日，原药价格指数报76.14点，同比下跌12.6%。
从公司数据看，公司以市场份额不下降为首要目标，以多产支持快销，重点品种产能利用率达到90%以上：
① 原药：Q2销量环比+0.2%，同比+5.5%；价格环比-7.3%、同比-7.5%。
② 制剂：Q2销量环比-12.6%，同比+37.4%；价格环比-54.5%、同比-27.4%。
同时，公司将降本增效提到重要地位，上半年完成节支2.26亿元，营业成本同比-16%、管理费用-20%。
展望下半年，三季度是原药传统淡季，后期若全球通胀扩散至农产品，将对农药需求形成正反馈，农药周期有望迎来修复。
- **加快项目建设，高质量推进辽宁优创一期项目投产。**
辽宁优创项目于2023年6月全面开工，计划分两个阶段建设，项目建成后将成为北方地区具有国际先进水平的大型农化产品生产基地，目前一阶段已进入试生产，二阶段项目已进入机电安装阶段。同时，优士化学年产200吨四氟对甲基苄醇、3万吨草甘膦升级改造项目，江苏优嘉扩建年产3000吨吡唑醚菌酯项目均正常推进。
公司作为国内农药龙头企业，核心品种拟除虫菊酯品种、规模名列全国农药行业第一，是全球拟除虫菊酯原药核心供应商；公司卫生用药在国内和东南亚市场占有率达70%左右，是全球第二大卫药供应商；公司自主创新水平行业领先，在我国自主创新、年销售额超过亿元的6个品种中，公司占3个。我们认为，公司通过不断丰富农药品种、做大农药市场，将能穿越周期、迎来成长。
- **盈利预测**：基于农化行业复苏节奏较预期缓慢，我们调整盈利预测，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为12.61亿元、15.49亿元、19.25亿元（前次预测24-26年为16.72、19.07、24.44亿），对应PE分别为15.4、12.5、10.1倍。维持“买入”评级。
- **风险提示**：农化景气持续下行、项目进展不及预期、原油价格波动大、原料供应不稳定、环保及安全生产风险、信息更新不及时等。

图表 1: 24H1 营收 57 亿, 同比-19%


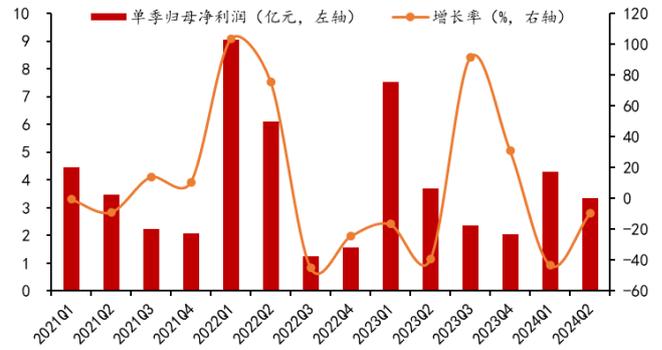
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 24H1 归母净利润 7.6 亿, 同比-32%


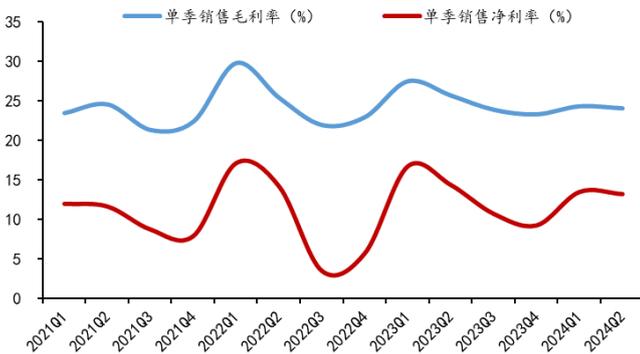
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 24Q2 营收 25 亿元, 同比-2%, 环比-21%


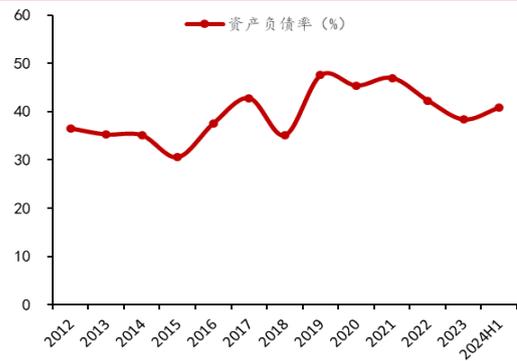
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 24Q2 归母净利润 3.3 亿元, 同比-10%, 环比-22%


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 24Q2 净利率 13.3%, 同比-1 pct, 环比-0.3 pct


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 24H1 末资产负债率 41%


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表7: 公司核心财务数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,763	2,654	2,847	2,909	营业收入	11,478	11,031	13,705	15,830
应收票据	653	599	744	814	营业成本	8,539	8,322	10,309	11,899
应收账款	1,895	1,770	2,283	2,615	税金及附加	47	34	42	52
预付账款	201	310	313	362	销售费用	230	238	290	331
存货	1,590	1,650	1,973	2,238	管理费用	517	543	674	757
合同资产	0	0	0	0	研发费用	418	375	482	547
其他流动资产	2,974	1,065	1,611	2,377	财务费用	-58	-64	-77	-97
流动资产合计	9,075	8,048	9,773	11,314	信用减值损失	90	-15	-8	22
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-24	-65	-86	-58
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	-12	-30	-13
固定资产	4,106	5,513	6,774	8,202	投资收益	-15	-27	-49	-31
在建工程	1,196	1,396	896	596	其他收益	27	24	24	24
无形资产	641	647	672	675	营业利润	1,869	1,493	1,838	2,290
其他非流动资产	685	404	447	500	营业外收入	2	4	5	3
非流动资产合计	6,628	7,960	8,789	9,974	营业外支出	5	12	11	11
资产合计	15,703	16,009	18,562	21,289	利润总额	1,866	1,485	1,832	2,282
短期借款	361	312	324	333	所得税	300	223	281	355
应付票据	1,758	1,484	1,877	2,143	净利润	1,566	1,262	1,551	1,927
应付账款	1,950	1,467	1,851	2,317	少数股东损益	1	1	1	1
预收款项	8	17	17	21	归属母公司净利润	1,565	1,261	1,549	1,925
合同负债	268	480	497	544	NOPLAT	1,517	1,207	1,486	1,845
其他应付款	387	307	336	328	EPS (按最新股本摊薄)	3.85	3.10	3.81	4.73
一年内到期的非流动负债	257	268	335	280					
其他流动负债	756	559	751	889	主要财务比率				
流动负债合计	5,744	4,894	5,987	6,854	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	3	3	3	3	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-27.4%	-3.9%	24.2%	15.5%
其他非流动负债	278	244	234	249	EBIT增长率	-4.3%	-21.4%	23.5%	24.5%
非流动负债合计	281	247	237	252	归母公司净利润增长率	-12.8%	-19.4%	22.9%	24.2%
负债合计	6,026	5,141	6,224	7,106	获利能力				
归属母公司所有者权益	9,672	10,861	12,329	14,173	毛利率	25.6%	24.6%	24.8%	24.8%
少数股东权益	6	7	8	9	净利率	13.6%	11.4%	11.3%	12.2%
所有者权益合计	9,677	10,868	12,337	14,183	ROE	16.2%	11.6%	12.6%	13.6%
负债和股东权益	15,703	16,009	18,562	21,289	ROIC	18.6%	12.9%	14.1%	15.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	38.4%	32.1%	33.5%	33.4%
					债务权益比	9.3%	7.6%	7.3%	6.1%
单位:百万元					流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
经营活动现金流	2,395	3,332	2,107	2,607	营运能力				
现金收益	2,263	1,998	2,526	3,110	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
存货影响	495	-61	-323	-265	应收账款周转天数	72	60	53	56
经营性应收影响	933	134	-576	-392	应付账款周转天数	74	74	58	63
经营性应付影响	406	-828	805	730	存货周转天数	77	70	63	64
其他影响	-1,702	2,089	-325	-576	每股指标(元)				
投资活动现金流	-3,545	-2,300	-1,991	-2,544	每股收益	3.85	3.10	3.81	4.73
资本支出	-1,679	-2,412	-1,838	-2,412	每股经营现金流	5.89	8.19	5.18	6.41
股权投资	0	0	0	0	每股净资产	23.78	26.71	30.31	34.85
其他长期资产变化	-1,866	112	-153	-132	估值比率				
融资活动现金流	-495	-140	77	-1	P/E	12	15	13	10
借款增加	-191	-37	79	-48	P/B	2	2	2	1
股利及利息支付	-427	-80	-89	-112					
股东融资	141	0	0	0					
其他影响	-18	-23	87	159					

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。