

## 行业磨底业绩坚挺，葫芦岛项目将带来新增量

### 核心观点

- 行业景气磨底公司业绩符合预期：**公司近期发布 24 年三季报，前三季度实现营业收入 80.16 亿元，同比-13.57%；实现归母净利润 10.26 亿元，同比-24.61%。单三季度来看，公司实现营业收入 23.17 亿元（同比+4.98%），实现归母净利润 2.63 亿元（同比+10.87%）。公司前三季度综合毛利率为 24.02%，同比变动-2.12pct；净利率为 12.80%，同比变动-1.88pct。单三季度毛利率为 23.51%，同比变动-0.40pct，环比变动-0.57pct；净利率为 11.34%，同比变动+0.59pct，环比变动-1.91pct。前三季度四费率为 9.53%，同比变动+0.21pct，其中管理/销售/研发/财务费用率分别为 4.76%/2.07%/3.11%/-0.41%，同比变动+0.16pct/+0.23pct/-0.14pct/-0.05pct。单三季度的四费率为 12.00%，同比变动-0.11pct。公司主要原药品种 24Q3 均价大都同比下降，联苯菊酯/功夫菊酯/氟氰菊酯/草甘膦/硝磺草酮/麦草畏/苯醚甲环唑/吡唑醚菌酯分别-20%/-18%/+7%/-23%/-17%/-13%/-13%/-11%，景气下行磨底期公司业绩体现出较强韧性。截至 24Q2，海外跨国公司库存大都回到接近正常分位，去库周期接近尾声，正常采购需求逐渐复苏，部分原药产品价格底部有所反弹；但由于原药行业供给过剩压力依旧较大，且产能去化周期更长，行业大概率还将磨底震荡。
- 葫芦岛一期项目建设进入收尾期，支撑未来成长性：**公司葫芦岛基地 23 年 6 月正式开工建设，一期总投资约 42 亿元，为年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品项目，主要产品包括咪草烟、功夫菊酯、氟唑菌酰胺、啶菌噁唑、莎稗磷、四氯虫酰胺等，其中有公司传统优势非专利产品，也有全新的创制产品。葫芦岛一期一阶段今年 7 月 3 日开始投料试生产，计划 11 月底前一期土建工程全面完工，二期二阶段的厂房建设和设备安装也已经完成总体进度的 50%，明年上半年将进入试生产阶段。作为公司重要的北方基地，葫芦岛项目的持续落地将为公司长期成长注入动力。

### 盈利预测与投资建议

- 公司三季度业绩环比承压下滑但同比实现增长，在农药行业下行且淡季期间仍能保持毛利率相对稳定，业绩具有一定韧性，同时长期有葫芦岛项目贡献增量，我们仍看好公司长期成长性。由于产品价格下调，我们调整 24-26 年归母净利润分别为 13.29、16.67 和 19.62 亿元（原 24-25 年预测分别为 18.18 和 21.30 亿元），给予可比公司 24 年调整后平均 24 倍 PE，对应目标价 78.48 元，维持增持评级。

**风险提示：**产品和原材料价格波动，项目投产进度不及预期。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,811	11,478	11,845	13,730	15,574
同比增长(%)	33.5%	-27.4%	3.2%	15.9%	13.4%
营业利润(百万元)	2,147	1,869	1,584	1,989	2,341
同比增长(%)	48.7%	-12.9%	-15.3%	25.6%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,794	1,565	1,329	1,667	1,962
同比增长(%)	46.8%	-12.8%	-15.1%	25.5%	17.7%
每股收益(元)	4.41	3.85	3.27	4.10	4.83
毛利率(%)	25.7%	25.6%	24.8%	25.5%	26.1%
净利率(%)	11.3%	13.6%	11.2%	12.1%	12.6%
净资产收益率(%)	23.2%	17.2%	13.0%	14.4%	15.0%
市盈率	13.1	15.0	17.7	14.1	12.0
市净率	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7

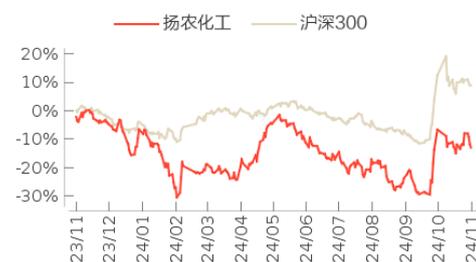
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（维持）
股价（2024年10月31日）	57.79 元
目标价格	78.48 元
52 周最高价/最低价	69.7/43.26 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,671/40,287
A 股市值（百万元）	23,504
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024 年 10 月 31 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.11	-6.79	5.02	-13
相对表现%	-0.15	-3.63	-8.02	-21.92
沪深 300%	-0.96	-3.16	13.04	8.92



### 证券分析师

万里扬 021-63325888\*2504  
wanliyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

### 相关报告

业绩略好于预期，葫芦岛项目进展顺利 2023-11-19  
经营性业绩符合预期，未来成长值得期待 2022-11-20

表 1：可比公司估值（截至 2024/10/31）

可比公司	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
兴发集团	22.13	1.25	1.62	2.01	2.30	17.71	13.65	11.01	9.60
联化科技	5.96	-0.50	0.09	0.25	0.40	-11.83	67.12	24.08	14.87
润丰股份	47.25	2.77	2.24	3.59	4.46	17.08	21.07	13.18	10.59
贝斯美	10.84	0.24	0.28	0.50	0.80	44.28	38.76	21.69	13.48
海利尔	12.13	1.39	1.28	1.64	2.15	8.72	9.48	7.38	5.65
<b>调整后平均</b>						14.50	24.49	15.29	11.22

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,358	1,763	1,942	2,227	2,428	营业收入	15,811	11,478	11,845	13,730	15,574
应收票据、账款及款项融资	3,335	3,302	2,984	3,459	3,924	营业成本	11,750	8,539	8,905	10,230	11,517
预付账款	357	201	207	240	273	销售费用	346	230	248	281	323
存货	2,084	1,590	1,658	1,905	2,144	管理费用	841	517	582	647	749
其他	168	2,219	2,402	2,430	2,458	研发费用	498	418	402	483	538
<b>流动资产合计</b>	<b>9,302</b>	<b>9,075</b>	<b>9,193</b>	<b>10,261</b>	<b>11,226</b>	财务费用	(246)	(58)	8	5	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	268	(66)	97	67	71
固定资产	4,073	4,106	4,766	5,472	6,294	公允价值变动收益	(81)	3	(5)	0	0
在建工程	335	1,196	2,347	2,624	3,097	投资净收益	(106)	(15)	1	0	0
无形资产	613	641	617	592	567	其他	(20)	(16)	(16)	(27)	(31)
其他	471	685	375	375	374	<b>营业利润</b>	<b>2,147</b>	<b>1,869</b>	<b>1,584</b>	<b>1,989</b>	<b>2,341</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,491</b>	<b>6,628</b>	<b>8,106</b>	<b>9,062</b>	<b>10,332</b>	营业外收入	6	2	1	2	1
<b>资产总计</b>	<b>14,793</b>	<b>15,703</b>	<b>17,299</b>	<b>19,323</b>	<b>21,558</b>	营业外支出	18	5	1	3	2
短期借款	300	361	361	361	361	<b>利润总额</b>	<b>2,135</b>	<b>1,866</b>	<b>1,584</b>	<b>1,987</b>	<b>2,340</b>
应付票据及应付账款	3,384	3,708	3,867	4,442	5,001	所得税	340	300	255	319	376
其他	2,077	1,676	1,896	1,941	1,985	<b>净利润</b>	<b>1,796</b>	<b>1,566</b>	<b>1,330</b>	<b>1,668</b>	<b>1,964</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,761</b>	<b>5,744</b>	<b>6,123</b>	<b>6,744</b>	<b>7,347</b>	少数股东损益	1	1	1	1	2
长期借款	253	3	3	3	3	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,794</b>	<b>1,565</b>	<b>1,329</b>	<b>1,667</b>	<b>1,962</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.41	3.85	3.27	4.10	4.83
其他	240	278	329	330	331						
<b>非流动负债合计</b>	<b>493</b>	<b>281</b>	<b>332</b>	<b>333</b>	<b>334</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,254</b>	<b>6,026</b>	<b>6,455</b>	<b>7,077</b>	<b>7,681</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	4	6	7	8	10	成长能力					
实收资本(或股本)	310	406	407	407	407	营业收入	33.5%	-27.4%	3.2%	15.9%	13.4%
资本公积	592	609	746	746	746	营业利润	48.7%	-12.9%	-15.3%	25.6%	17.7%
留存收益	7,529	8,594	9,565	10,966	12,595	归属于母公司净利润	46.8%	-12.8%	-15.1%	25.5%	17.7%
其他	104	63	120	120	120	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,539</b>	<b>9,677</b>	<b>10,844</b>	<b>12,246</b>	<b>13,877</b>	毛利率	25.7%	25.6%	24.8%	25.5%	26.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14,793</b>	<b>15,703</b>	<b>17,299</b>	<b>19,323</b>	<b>21,558</b>	净利率	11.3%	13.6%	11.2%	12.1%	12.6%
						ROE	23.2%	17.2%	13.0%	14.4%	15.0%
						ROIC	18.4%	15.5%	12.3%	13.8%	14.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	42.3%	38.4%	37.3%	36.6%	35.6%
净利润	1,796	1,566	1,330	1,668	1,964	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	177	691	344	415	497	流动比率	1.61	1.58	1.50	1.52	1.53
财务费用	(246)	(58)	8	5	3	速动比率	1.25	1.30	1.23	1.23	1.23
投资损失	106	15	(1)	0	0	营运能力					
营运资金变动	(156)	(1,358)	367	(200)	(199)	应收账款周转率	6.3	4.7	5.8	6.1	6.0
其它	447	1,539	525	68	72	存货周转率	5.9	4.6	5.4	5.6	5.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,124</b>	<b>2,395</b>	<b>2,572</b>	<b>1,956</b>	<b>2,337</b>	总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.7	0.8
资本支出	(283)	(1,611)	(2,157)	(1,401)	(1,800)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	4.41	3.85	3.27	4.10	4.83
其他	(1,186)	(1,934)	(11)	0	0	每股经营现金流	6.85	5.89	6.32	4.81	5.75
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,469)</b>	<b>(3,545)</b>	<b>(2,168)</b>	<b>(1,401)</b>	<b>(1,800)</b>	每股净资产	20.98	23.78	26.65	30.09	34.10
债权融资	(305)	(251)	3	0	0	估值比率					
股权融资	0	113	137	0	0	市盈率	13.1	15.0	17.7	14.1	12.0
其他	(202)	(358)	(365)	(271)	(336)	市净率	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(507)</b>	<b>(495)</b>	<b>(225)</b>	<b>(271)</b>	<b>(336)</b>	EV/EBITDA	10.6	8.8	11.3	9.1	7.7
汇率变动影响	107	13	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.6	12.1	13.8	11.0	9.4
<b>现金净增加额</b>	<b>256</b>	<b>(1,633)</b>	<b>179</b>	<b>285</b>	<b>201</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。