

利民股份 (002734.SZ) 农药一体化龙头，或受益于百菌清和代森锰锌上涨

2024年12月05日

——公司深度报告
投资评级：买入（维持）
金益腾（分析师）
张晓锋（分析师）
宋梓荣（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

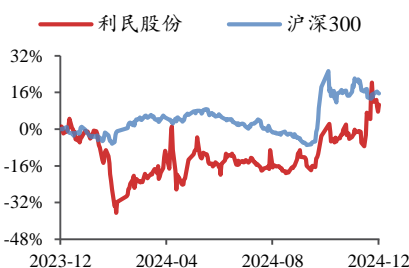
songzorong@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790123070025

日期	2024/12/5
当前股价(元)	8.74
一年最高最低(元)	9.90/5.04
总市值(亿元)	32.06
流通市值(亿元)	28.39
总股本(亿股)	3.67
流通股本(亿股)	3.25
近3个月换手率(%)	199.73

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《产能不断投放，看好公司成长——公司信息更新报告》-2022.04.30

《材料上涨及检修拖累业绩，不改未来成长本色——公司信息更新报告》

-2021.08.20

《代森锰锌与草铵膦价格上涨，公司Q1业绩超预期——公司信息更新报告》

-2021.04.28

● 公司为农药行业龙头之一，有望受益于产品价格上涨，维持“买入”评级

公司是集农兽药原料药及制剂的研发、生产和销售于一体的现代化集团企业。根据公司2023年报，公司拥有新沂、河北、内蒙古等地的五个化工园区生产基地，拥有国内产能领先的代森锰锌、霜脍氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺和威百亩等品种布局，参股公司新河公司具有全球名列前茅的百菌清产能。随着百菌清、代森锰锌价格上涨，公司有望充分受益。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.80、2.02、2.42亿元，EPS分别为0.22、0.55、0.66元，当前股价对应PE分别为39.9、15.9、13.3倍，维持“买入”评级。

● 百菌清、代森锰锌等产品价格上涨，公司有望受益

由于南美地区受降雨及大豆锈病等影响，2024年百菌清整体市场需求增加。大豆锈病是大豆最主要的病害，其防治一直是世界性难题。百菌清系多作用位点保护性杀菌剂品种，不易出现抗药性。受南美地区大豆锈病影响，我们预计百菌清需求有望持续增长。公司持有新河化工34%股权，拥有百菌清权益产能1.02万吨，以1.02万吨计，若百菌清价格每上涨1,000元/吨，则有望增厚公司投资收益676.99万元，弹性较大，未来有望充分受益于百菌清价格上涨。代森锰锌方面，随着库存降低，10月9日，代森锰锌价格由10月8日的23,000元/吨，上涨至24,000元/吨，公司合计拥有代森锰锌产能4.5万吨，有望受益于代森锰锌价格上涨。

● 草铵膦价格处于历史低位，对公司业绩拖累或见底

根据百川盈孚数据，公司全资子公司威远生化拥有草铵膦产能6,500吨，其中5,000吨产能为2022年11月新投产产能。2022年以来，草铵膦价格持续下跌，加之公司草铵膦新产能投产，持续拖累公司草铵膦业务。当前草铵膦价格处于历史低位，多数企业或已亏损，我们预计对公司草铵膦业务的影响或已见底。目前草铵膦行业产能合计15.10万吨，CR5为92.05%，随着草铵膦行业持续亏损，未来行业开工率或继续下行，草铵膦价格有望触底反弹。

● 风险提示：粮食价格下跌、宏观需求不及预期、行业产能扩张等。
财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,016	4,224	4,523	4,723	4,753
YOY(%)	5.9	-15.8	7.1	4.4	0.6
归母净利润(百万元)	219	62	80	202	242
YOY(%)	-28.6	-71.7	29.6	150.7	19.9
毛利率(%)	18.8	17.0	15.8	19.2	19.7
净利率(%)	4.4	1.5	1.8	4.3	5.1
ROE(%)	8.0	2.3	3.0	7.2	8.1
EPS(摊薄/元)	0.60	0.17	0.22	0.55	0.66
P/E(倍)	14.6	51.7	39.9	15.9	13.3
P/B(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司农药行业龙头企业，百菌清、代森锰锌权益产能较大.....	3
1.1、 公司多项原药产能国内领先，为农药行业龙头之一.....	3
1.2、 业绩低点已过，2024 年前三季度归母净利润同比有所改善.....	5
2、 杀菌剂：百菌清、代森锰锌价格上涨，公司有望充分受益.....	6
2.1、 百菌清价格持续上涨，公司参股公司为百菌清龙头企业.....	6
2.2、 价格上涨，原料价格持续下跌，代森锰锌盈利有望上行.....	8
3、 杀虫剂：阿维菌素、甲维盐价格上涨，公司有望充分受益.....	9
4、 除草剂：草铵膦价格跌至历史低位，对公司业绩拖累或见底.....	10
5、 盈利预测：公司打造中间体、原药和制剂一体化的全产业链优势，有望受益于百菌清、代森锰锌等价格上涨.....	12
6、 风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	14

图表目录

图 1： 2024 年前三季度，公司营收同比小幅下降.....	5
图 2： 2023 年，公司杀菌剂毛利率为 2019 年以来的低点.....	5
图 3： 2024 年前三季度，公司归母净利润同比大幅增长.....	5
图 4： 2023 年公司销售净利率见底迹象明显.....	5
图 5： 泰禾股份控股子公司江苏新河采用氨氧化技术生产百菌清.....	6
图 6： 2024 年 6 月以来，百菌清价格持续走高.....	7
图 7： 2024 年 11 月，百菌清行业开工率为 75.23%.....	7
图 8： 截至 2024 年 11 月 29 日，百菌清库存仅为 95 吨.....	8
图 9： 2024 年以来，乙二胺价格处于历史低位.....	8
图 10： 2024 年以来，代森锰锌月度开工率持续走高.....	8
图 11： 截至 11 月 29 日，代森锰锌库存水平已到历史低位.....	9
图 12： 2024 年 4 月以来，阿维菌素、甲维盐价格持续上涨.....	10
图 13： 2022 年以来，草铵膦价格持续下跌.....	11
图 14： 2019 年以来，草铵膦产能大幅扩张.....	11
图 15： 2024 年 11 月，草铵膦行业开工率较低.....	11
图 16： 2023 年以来，草铵膦库存持续走高.....	11
表 1： 根据公司 2023 年报，公司多个产品市场占有率名列前茅.....	3
表 2： 部分品种产能：公司为代森锰锌行业龙头，参股公司为百菌清行业龙头.....	4
表 3： 江苏新河为百菌清行业龙头.....	6
表 4： 公司为代森锰锌行业龙头.....	9
表 5： 目前公司全资子公司威远生化具有草铵膦产能 6,500 吨.....	11
表 6： 随着代森锰锌、阿维菌素等价格上涨，公司杀菌剂、杀虫剂业务等有望修复.....	12
表 7： 2025 年，预计公司 PE 略高于可比公司.....	13

1、公司农药行业龙头企业，百菌清、代森锰锌权益产能较大

1.1、公司多项原药产能国内领先，为农药行业龙头之一

公司为国内农药行业龙头之一。公司是集农兽药原料药及制剂的研发、生产和销售于一体的现代化集团企业，尤其在保护性杀菌剂、杀虫剂、除草剂和生物农药等品类上具有独特优势，能够为客户提供整套作物解决方案。根据公司 2023 年报，公司拥有新沂、河北、内蒙古等地的五个化工园区生产基地。截至 2023 年末，公司拥有原药产能 10.27 万吨，制剂产能 11.44 万吨。公司拥有国内产能领先的代森锰锌、霜脍氰、三乙磷酸铝、嘧霉胺和威百亩等品种布局，参股公司新河公司具有全球名列前茅的百菌清产能；公司是国内最早从事阿维菌素、甲维盐、除虫脲、噻虫胺等杀虫剂产品工业化开发的企业之一。随着百菌清、代森锰锌价格上涨，公司有望充分受益。

同时公司国内、外有多张原药产品登记证。国际方面，公司较早的启动了全球各个农药消费市场的自主登记与授权登记工作，并获取了丰富的农药登记证资源，使公司能够快速打开市场，突显先发优势。公司累计取得境外授权登记证 2,515 项，境外自主登记证 110 项。国内方面，公司拥有丰富的细分市场产品组合，具备杀菌剂、除草剂、杀虫剂、肥料四大类多品种高品质产品系列。2023 年，公司新取得国内农药登记证 43 项，包括 97%环磺酮原药登记证和 90%精草铵膦原药登记证，累计取得国内农药登记证 277 项，其中原药登记 47 项，制剂登记 230 项。

生物农药方面，公司在内蒙古生产园区布局有生物发酵法制农药产能，如阿维菌素、甲维盐等产品。同时公司掌握了 L-草铵膦生物制造技术，以合成生物学技术为核心，利用细胞及其组分介导物质加工，并融合工程学、化学、物理学等理论和方法，可实现近 100%转化率，且无中间物残留，真正做到了实现农药的增效减量和生产过程减碳。

表1: 根据公司 2023 年报，公司多个产品市场占有率名列前茅

主要产品	用途	竞争优势	市场占有率
代森锰锌	主要用于防治蔬菜霜霉病、炭疽病、褐斑病、西红柿早疫病、马铃薯晚疫病、梨黑星病、苹果斑点落叶病等	公司的络合态代森锰锌采用全新自主研发工艺和设备，国际领先，产品质量高，对作物安全性高，获 FAO 国际标准认定。国内产能最大，生产过程连续化生产，具有节能、节水和生产安全性高等特点。“络合态代森锰锌”绿色清洁生产新技术新产品被列入《江苏省重点推广应用的新技术新产品目录》	70%-80%
三乙磷酸铝	主要用于黄瓜、蔬菜、莴苣、葡萄霜霉病，此外还用于番茄、马铃薯、茄子绵疫病，西瓜褐腐病、柑橘根腐病、水稻纹枯病等	获 FAO 国际标准认定，生产过程采用微通道连续化反应工艺，产品收率高、质量好、本质安全	60%-70%
霜脍氰	主要用于防治由霜霉目真菌侵染引起的蔬菜霜霉病、疫病等病害	技术成熟、参与行业标准制定、规模化生产、中间体供应稳定、制造成本具有优势。“霜脍氰绿色环保清洁生产技术”被列入《江苏省重点推广应用的新技术新产品目录》	70%-80%
草铵膦	主要用于果园、非耕地、蔬菜种植前除草	草铵膦产品具备气相法、连续化等核心技术	10%-20%

主要产品	用途	竞争优势	市场占有率
	多种一年生、多年生阔叶杂草和一些禾本科杂草;可以用于抗草铵膦转基因作物田防除一年生、多年生杂草与禾本科杂草;也可作为向日葵、马铃薯等作物叶片干燥剂	成本优势, 生产成本低、产品收率高、三废量少、劳动强度低, 属于绿色环保工艺。用户使用, 反馈良好	
阿维菌素	主要用于蔬菜、果树、蚕豆、棉花、花生、花卉等作物防治小菜蛾、青虫、棉铃虫、烟青虫、甜菜夜蛾、潜叶蝇、斑潜蝇、蚜虫、木虱、桃小食心虫以及叶螨、瘿蝇等	在国内率先实现工业化生产, 是阿维菌素国家标准第一参与起草单位, 同时被农业农村部指定为阿维菌素标准品制备单位, 《阿维菌素的微生物高效合成及其生物制造》项目荣获国家科学技术进步二等奖, 效价、质量、杀虫活性及品牌具备明显优势	25%-35%
甲氨基阿维菌素苯甲酸盐	广泛用于蔬菜、果树、棉花等农作物上的多种害虫的防治。对螨类、鳞翅目、鞘翅目害虫活性高。如在蔬菜、烟草、茶叶、棉花、果树等经济作物上使用, 尤其是对小菜蛾、甜菜叶蛾、棉铃虫、草地贪夜蛾等害虫具有较好的防治效果	在国内率先实现工业化生产, 《甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新工艺产业化》项目荣获河北省科学技术进步三等奖, 效价、质量、杀虫活性及品牌具备明显优势	20%-30%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司为代森锰锌行业龙头, 参股公司为百菌清行业龙头。根据环评报告和公司公告, 公司目前合计拥有代森锰锌产能 4.5 万吨, 其中利民化学拥有 2.5 万吨, 控股子公司河北双吉 (权益 79.51%) 拥有代森锰锌产能 2.0 万吨。参股公司江苏新河 (权益 34%) 拥有百菌清 30,000 吨, 公司拥有百菌清权益产能 10,200 吨。未来若百菌清、代森锰锌价格上涨, 公司有望明显受益。

表2: 部分品种产能: 公司为代森锰锌行业龙头, 参股公司为百菌清行业龙头

公司	产品类型	产品名称	产能 (吨/年)	
控股公司	杀菌剂	三乙膦酸铝原药	12,000	
		94%络合代森锰锌原药	5,000	
		代森锰锌及制剂	82%络合态代森锰锌	15,000
		75%络合态代森锰锌	5,000	
	除草剂	草铵膦系列	草铵膦	6,500
		杀虫剂	甲氨基阿维菌素苯甲酸盐	300
参股公司	杀虫剂	甲氨基阿维菌素苯甲酸盐	500	
	杀菌剂	代森锰锌及制剂	20,000	
江苏新河农用化工	杀菌剂	百菌清	百菌清原药	30,000

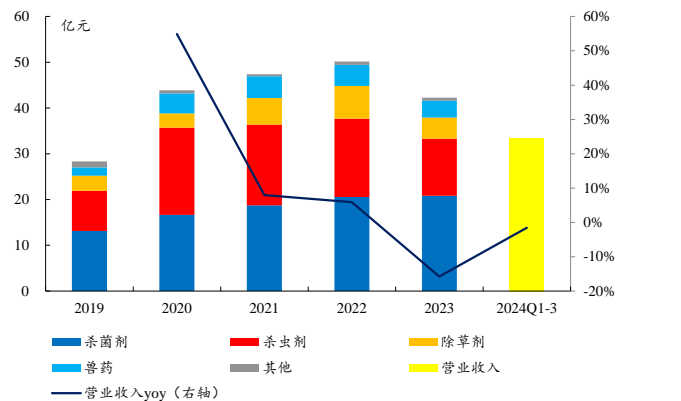
资料来源: 公司公告、环评报告、农药资讯网、世界农化网、开源证券研究所

1.2、业绩低点已过，2024 年前三季度归母净利润同比有所改善

2024 年前三季度，公司归母净利润同比大增。营业收入方面，2023 年，公司实现营业收入 42.24 亿元，同比-15.80%；2024 年前三季度公司实现营收收入 33.44 亿元，同比仅小幅下降 1.58%。归母净利润方面，2023 年公司实现归母净利润 0.62 亿元，同比大幅下降 71.67%；2024 年前三季度，公司实现归母净利润 0.51 亿元，同比大幅增长 132.76%。2024 年前三季度，公司销售毛利率和净利率分别为 18.13%、1.76%，同比分别+0.56pcts、+1.11 pcts。2023 年以来，公司受农药产能过剩、渠道库存、产品价格竞争激烈等因素影响，公司营收增速、归母净利润增速双双下降。随着海外渠道库存逐渐消化，公司部分农药品种盈利有所修复，带动公司 2024 年前三季度归母净利润、销售净利率等盈利指标同比增长。

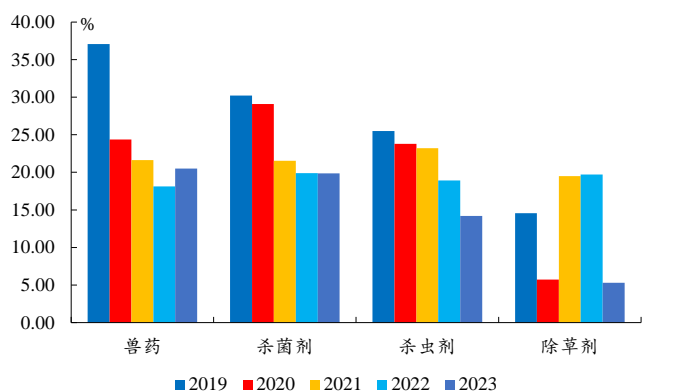
分业务情况来看，2023 年公司杀菌剂、杀虫剂、除草剂业务毛利率分别为 19.87%、14.19%、5.30%，分别同比-0.02 pcts、-4.74 pcts、-14.42 pcts。2023 年，公司销售毛利率和净利率分别为 16.98%、1.50%，同比分别-1.86 pcts、-3.03 pcts。2023 年，草铵膦价格持续下跌，拖累公司除草剂业务毛利率和整体盈利水平。

图1：2024 年前三季度，公司营收同比小幅下降



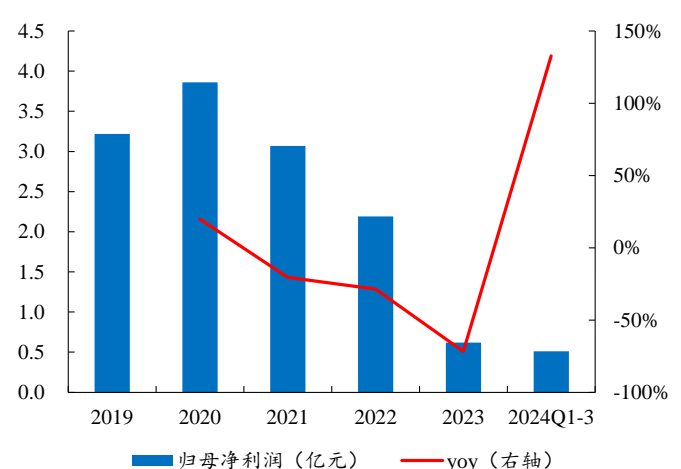
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2023 年，公司杀菌剂毛利率为 2019 年以来的低点



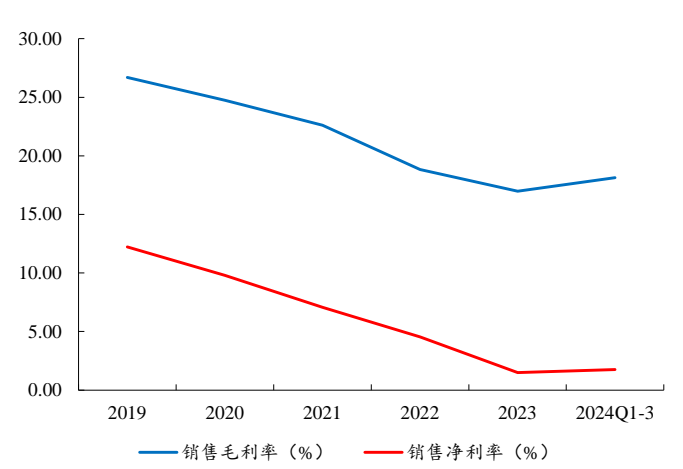
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2024 年前三季度，公司归母净利润同比大幅增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2023 年公司销售净利率见底迹象明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、杀菌剂：百菌清、代森锰锌价格上涨，公司有望充分受益

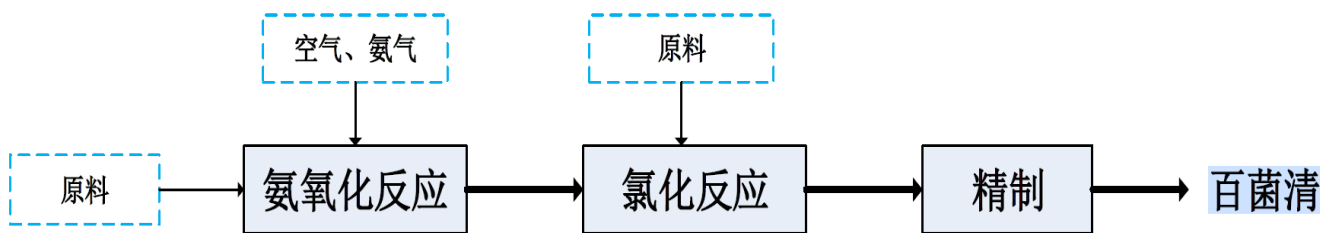
2.1、百菌清价格持续上涨，公司参股公司为百菌清龙头企业

百菌清是全球最主要的多位点广谱保护性杀菌剂之一。百菌清的作用机理是与真菌细胞中的三磷酸甘油醛脱氢酶发生作用，与该酶中含有半胱氨酸的蛋白质相结合，从而破坏该酶活性，使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。百菌清适用作物广，几乎没有抗性风险。

百菌清的终端市场主要为南美、北美和东南亚等地区。欧盟就百菌清产品制定了相关限制措施，根据其发布的公告 Commission Implementing Regulation (EU) 2019/677，欧盟不再批准百菌清 (Chlorothalonil, CAS No. 1897-45-6) 的再评审申请，并于2019年5月20日正式生效。新西兰于2017年4月发布通报，撤销了Yates Bravo、Yates Greenguard、Yates Guardall、Tui Disease Eliminator 四项百菌清制剂品牌的批准申请，同时对部分含百菌清的品牌制剂采取更严格的限制措施，使用者需经过专业培训 and 认证后方可使用，该限制主要系对部分含百菌清的品牌制剂作出限制，对原药产品销售不存在影响。

南美地区受大豆锈病影响，百菌清需求增加。根据苏利股份10月17日的投资者问答，由于南美地区受降雨及大豆锈病等影响，2024年百菌清整体市场需求增加。根据新京报报道，大豆锈病是大豆最主要的病害，其防治一直是世界性难题。南美洲是世界主要的大豆锈病发病区域之一，大豆种植面积超过10亿亩，每年锈病防治费用超20亿美元。同时百菌清系多作用位点保护性杀菌剂品种，不易出现抗药性。受南美地区大豆锈病影响，我们预计百菌清需求有望持续增长。

图5：泰禾股份控股子公司江苏新河采用氨氧化技术生产百菌清



资料来源：泰禾股份招股说明书（注册稿）

公司参股子公司江苏新河为百菌清行业龙头。根据百川盈孚数据，国内百菌清产能合计6.3万吨，其中江苏新河产能为3万吨，苏利股份产能2万吨，CR2达79.37%，行业集中度较高，行业暂无新增产能。

表3：江苏新河为百菌清行业龙头

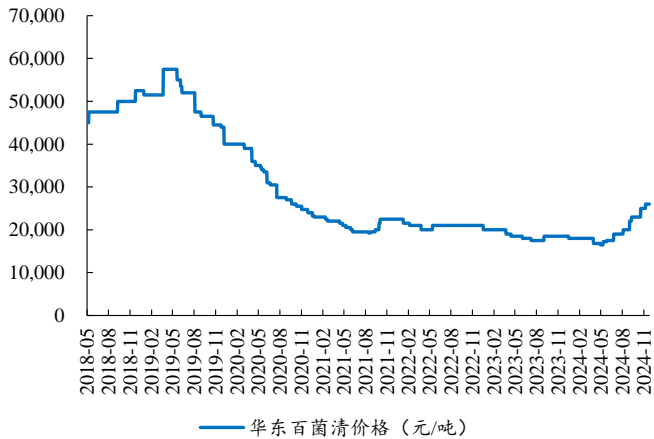
企业名称	产能 (万吨)	省份
江苏新河农用化工有限公司	3.00	江苏省
苏利股份	2.00	江苏、宁夏
山东大成生物化工有限公司	1.00	山东省

企业名称	产能 (万吨)	省份
江苏维尤纳特精细化工有限公司	0.30	江苏省
合计	6.30	
CR2	79.37%	

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

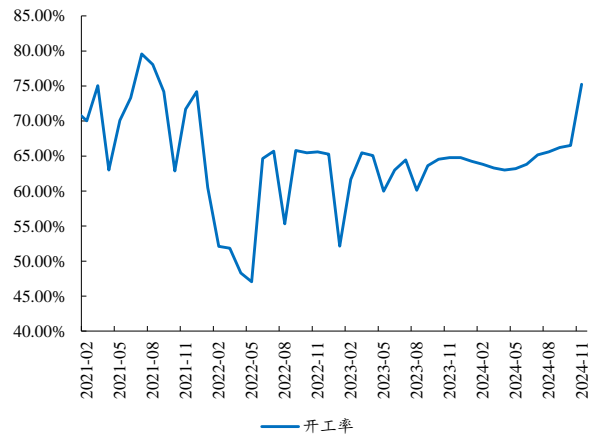
2024年6月以来，百菌清价格持续上涨。根据百川盈孚数据，截至11月29日，百菌清价格为26,000元/吨，较年内低点16,500元/吨上涨了57.58%。开工率方面，2024年11月，行业开工率为75.23%，环比上升了8.71pcts。库存方面，百菌清工厂库存仅为95吨，同比下降38.71%。未来随着百菌清需求增长，我们预计百菌清供需矛盾将逐渐突出，百菌清价格有望持续上涨。根据我们测算，公司持有新河化工34%股权，即拥有百菌清权益产能1.02万吨，以权益销量1.02万吨计，若百菌清价格每上涨1,000元/吨，则有望增厚公司投资收益676.99万元，弹性较大，公司未来有望充分受益于百菌清价格上涨。

图6：2024年6月以来，百菌清价格持续走高

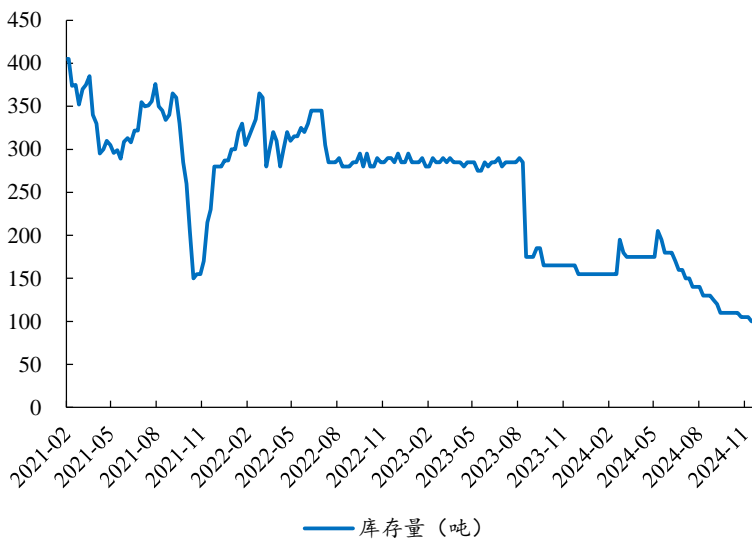


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图7：2024年11月，百菌清行业开工率为75.23%



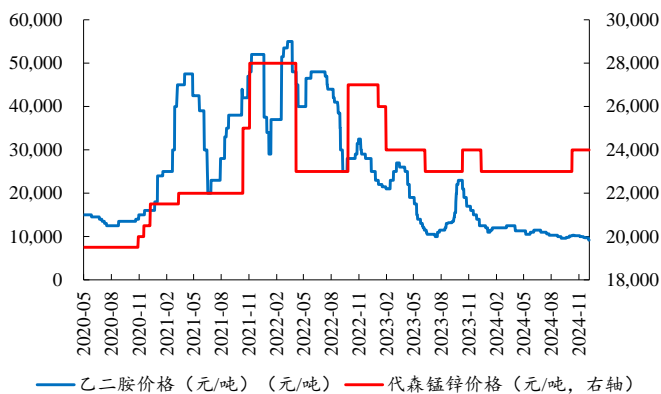
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图8：截至 2024 年 11 月 29 日，百菌清库存仅为 95 吨


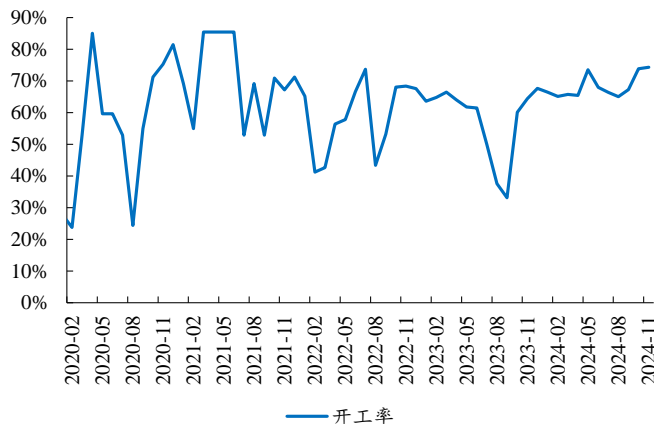
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.2、价格上涨，原料价格持续下跌，代森锰锌盈利有望上行

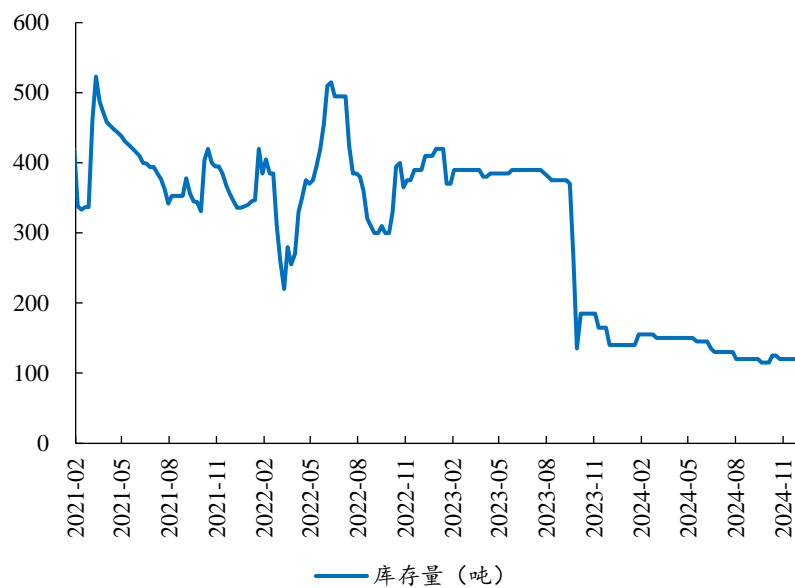
库存低位，成本下降，代森锰锌盈利有望上行。根据百川盈孚、Wind 等数据以及公司公告，随着代森锰锌主要原料乙二胺国内产能扩产、达产，乙二胺价格持续下跌，代森锰锌成本压力持续下降，虽然 2023 年以来，代森锰锌价格呈现下降趋势，但是乙二胺价格已跌至 2020 年以来的低位，代森锰锌盈利或进一步扩大。11 月 22 日-28 日，需求方面，目前代森锰锌外贸需求尚可，下游用户存一定拿货需求。供应端，国内厂家开工情况良好，现货主交订单，工厂开工率暂无变化，代森锰锌整体供应较为稳定。2024 年 11 月，代森锰锌行业开工率高达 74.26%，明显高于前期水平，侧面反映代森锰锌需求增长。库存方面，截至 11 月 29 日，代森锰锌库存仅为 120 吨，同比大幅下降 14.29%，库存处于较低水平。价格方面，随着库存降低，代森锰锌价格有所上涨。10 月 9 日，代森锰锌价格由 10 月 8 日的 23,000 元/吨，上涨至 24,000 元/吨。

图9：2024 年以来，乙二胺价格处于历史低位


数据来源：百川盈孚、Wind、开源证券研究所

图10：2024 年以来，代森锰锌月度开工率持续走高


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图11: 截至 11 月 29 日, 代森锰锌库存水平已到历史低位


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

公司为代森锰锌行业龙头。根据百川盈孚、公司公告等数据, 公司母公司利民化学拥有代森锰锌 2.5 万吨产能, 控股子公司河北双吉(权益 79.51%) 拥有代森锰锌 2.0 万吨, 公司合计拥有代森锰锌产能 4.5 万吨, 权益产能 4.09 万吨, 以公司代森锰锌权益销量 4.09 万吨计算, 代森锰锌每上涨 1,000 元/吨, 则有望增厚公司归母净利润 3,077 万元, 弹性较大, 公司有望充分于代森锰锌价格上涨。

表4: 公司为代森锰锌行业龙头

企业名称	产能(吨/年)	省份	
利民股份	利民化学	25,000	江苏省
	河北双吉	20,000	河北省
其他	5,000		
西安近代科技实业有限公司	3,000	陕西省	
合计	53,000		

数据来源: 百川盈孚、Wind、开源证券研究所

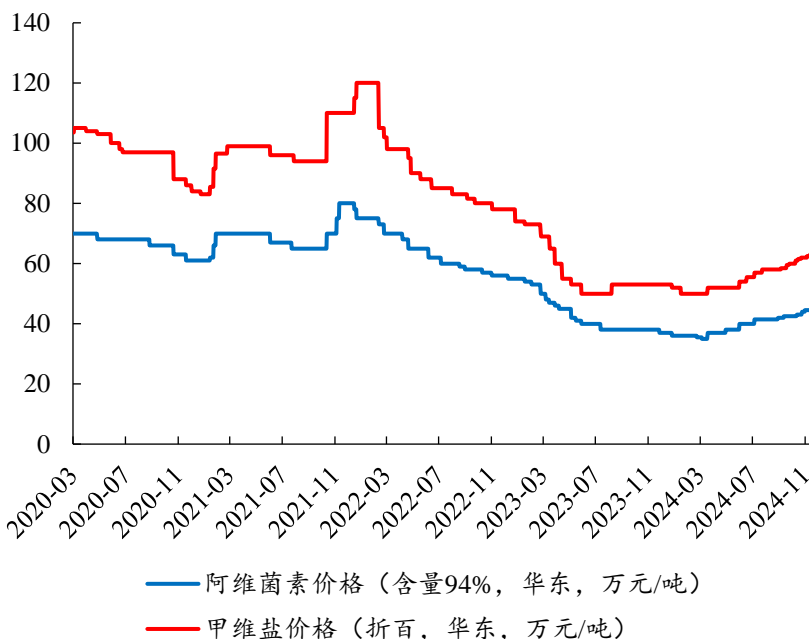
3、杀虫剂: 阿维菌素、甲维盐价格上涨, 公司有望充分受益

2024 年 4 月以来, 阿维菌素价格持续上涨。根据百川盈孚数据, 阿维菌素华东 94%含量的价格由 2024 年 3 月低点的 35 万元/吨, 上涨至目前的 46 万元/吨。11 月 22 日-28 日阿维菌素市场维持供应紧张, 价格高位运行。截至 11 月 21 日, 阿维菌素主流供应商报价至 46-52 万元/吨, 市场实际成交价格参考至 45-46 万元/吨, 较 11 月 21 日价格上涨 0.5 万元/吨, 涨幅 1.12%。成本方面: 11 月 22 日-28 日上游原料玉米淀粉、甲苯价格震荡盘整, 对阿维菌素成本支撑稳中偏弱。供应方面, 阿维菌素多数工厂开工不满, 市场实时供应低位, 现货货源紧张, 企业接单空间有限。需求方面, 下游需求端偏暖维持, 国内下游厂家刚需采购, 南美市场订单下发良好, 个别厂家可排单至 2025 年春节前后。**根据公司公告, 公司具有阿维菌素 500 吨, 有望充分受益于阿维菌素价格上涨。**

2024 年 4 月以来, 甲维盐价格持续上涨。根据百川盈孚数据, 甲维盐华东折百

价格由 2024 年 3 月低点的 50 万元/吨，上涨至目前的 64 万元/吨。11 月 22 日-28 日甲氨基阿维菌素苯甲酸盐市场供应紧张，价格高位运行。70%甲氨基阿维菌素苯甲酸盐主流供应商报价 64-69 万元/吨，市场成交价为 63-64 万元/吨，95%甲氨基阿维菌素苯甲酸盐市场主流成交价格参考至 72-73 万元/吨。成本方面，上游原料阿维菌素货紧价高，甲氨基阿维菌素苯甲酸盐成本端支撑坚挺。供应方面，主流厂家开工不满，以交付前期订单为主，企业接单空间有限，现货供应紧张。需求方面，需求表现尚佳，下游采购情绪较高，询单积极，主要交付东南亚、南美前期订单，企业排单生产为主。公司拥有甲维盐产能 800 吨，有望充分受益于自配套阿维菌素的成本优势和甲维盐价格上涨。

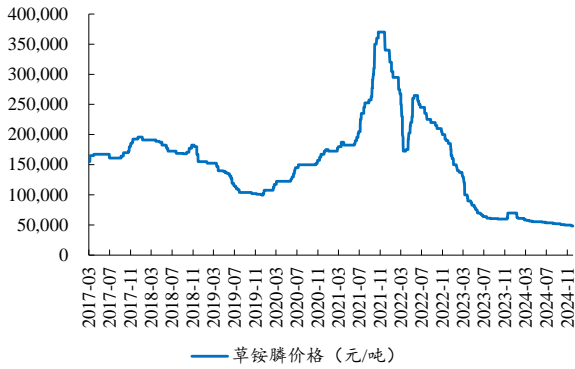
图12：2024 年 4 月以来，阿维菌素、甲维盐价格持续上涨



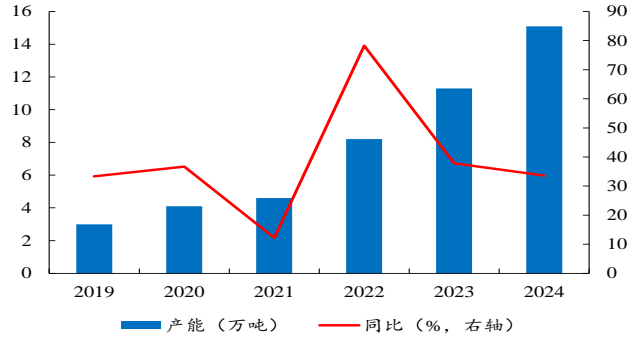
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

4、除草剂：草铵膦价格跌至历史低位，对公司业绩拖累或见底

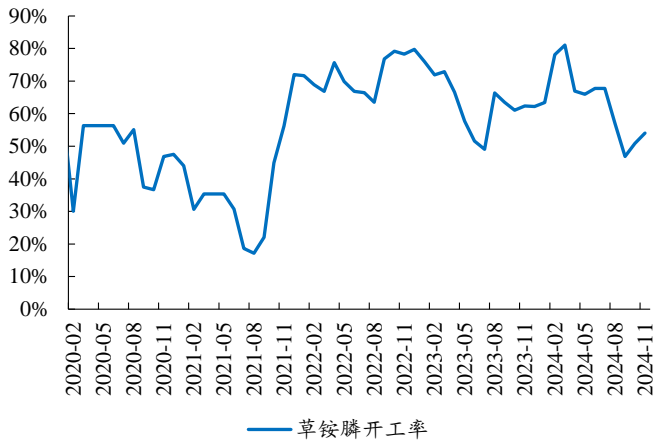
2022 年以来，草铵膦产能持续高增，价格下跌。根据 Wind、百川盈孚等数据，2019 年底以来，草铵膦价格持续上涨，由 99,900 元/吨上涨至 2021 年 11 月最高的 370,000 元/吨，企业盈利持续增长，但同时也伴随着草铵膦产能的快速扩张。2022 年，草铵膦产能为 8.2 万吨，同比增长 78.26%。截至 2024 年 10 月，草铵膦产能为 15.1 万吨，较 2019 年大幅增长了 403.33%。截至 11 月 29 日，草铵膦价格为 48,500 元/吨，已下跌至 2017 年以来的历史低位。开工率方面，截至 2024 年 10 月，草铵膦开工率为 54.04%，处于历史低位。库存方面，截至 11 月 29 日，草铵膦工厂库存为 8,980 吨，处于历史高位。从开工率、库存等各方面水平来看，目前草铵膦行业多数企业或已亏损。

图13：2022 年以来，草铵膦价格持续下跌


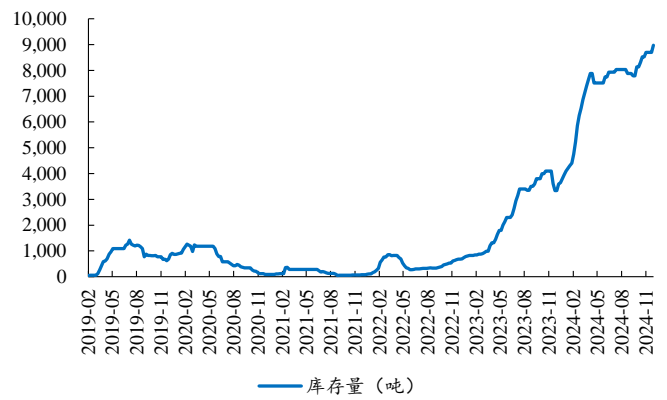
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图14：2019 年以来，草铵膦产能大幅扩张


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图15：2024 年 11 月，草铵膦行业开工率较低


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图16：2023 年以来，草铵膦库存持续走高


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

公司全资子公司威远生化草铵膦产能位列行业第五。根据百川盈孚数据，公司全资子公司威远生化拥有草铵膦产能 6,500 吨，其中 5,000 吨产能为 2022 年 11 月新投产产能。2022 年以来，草铵膦价格持续下跌，加之公司草铵膦新产能投产，持续拖累公司草铵膦业务。当前草铵膦价格下，多数企业或已亏损，草铵膦价格或难以大幅下跌，我们预计对公司草铵膦业务的影响或已见底。目前草铵膦行业产能合计 15.10 万吨，CR5 为 92.05%，随着草铵膦行业持续亏损，未来行业开工率或继续下行，草铵膦价格有望触底反弹。

表5：目前公司全资子公司威远生化具有草铵膦产能 6,500 吨

企业名称	产能 (万吨)	省份
内蒙古灵圣作物科技有限公司	7.50	内蒙古自治区
山东亿盛实业股份有限公司	2.40	山东省
利尔化学股份有限公司	2.35	四川省
甘肃滨农科技有限公司	1.00	甘肃省
河北威远生物化工有限公司	0.65	河北省
浙江富农生物科技有限公司	0.50	浙江省

企业名称	产能 (万吨)	省份
石家庄瑞凯化工有限公司	0.30	河北省
福华通达化学股份公司	0.30	四川省
山东滨农科技有限公司	0.10	山东省
合计	15.10	

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

5、盈利预测：公司打造中间体、原药和制剂一体化的全产业链优势，有望受益于百菌清、代森锰锌等价格上涨

公司拥有产业链一体化优势。公司已完成了在江苏、河北、内蒙古等地的生产基地布局，稳定的生产能力为公司可持续发展提供了坚实保障。公司是国内杀菌剂龙头企业，具有国内最大的代森锰锌、霜脍氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺和威百亩产能。其中，代森锰锌产能 45,000 吨，产品质量优势明显；拥有阿维菌素、甲维盐一体化产业链，生物发酵及合成技术具有明显优势。

公司布局新能源、生物合成等前沿技术。公司成立技术研发中心，承接优化立项了一批生物合成、绿色化学及新能源电解质重大技术研发项目，包括生物合成实验室在 5,000 吨草铵膦、10,000 吨精草铵膦（一期）以及新型绿色生物产品制造等项目建设、技改中起到强有力的支撑作用，新能源实验室在六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂以及钠离子电池研发方面取得了系列成果。公司积极开展对外技术合作，积极推进连续流技术、氟化学新能源材料实验室、生物技术合作、晶型合作开发等平台建设。

随着百菌清、阿维菌素-甲维盐等原药价格上涨、代森锰锌盈利修复，公司杀菌剂、杀虫剂业务盈利有望上行。同时草铵膦价格已处于历史低位，对公司业绩拖累或已见底，看好公司在农药景气度底部上行背景下，业绩有望持续修复。根据我们对代森锰锌景气度判断，假设 2024-2026 年代森锰锌销售均价分别为 22,500、24,600、24,700 元/吨，公司其他杀菌剂品种加总毛利率维持稳定，则公司有望杀菌剂业务盈利水平有望逐步修复，则我们预计公司杀菌剂业务毛利率有望分别修复至 20.89%、25.36%、25.50%。

表6：随着代森锰锌、阿维菌素等价格上涨，公司杀菌剂、杀虫剂业务等有望修复

业务类型	指标 (单位)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
杀菌剂	营业收入 (亿元)	13.14	16.66	18.72	20.57	20.83	21.51	22.38	22.42
	营业成本 (亿元)	9.17	11.82	14.69	16.41	16.69	17.02	16.70	16.70
	毛利率 (%)	30.24%	29.09%	21.53%	20.20%	19.87%	20.89%	25.36%	25.50%
杀虫剂	营业收入 (亿元)	8.76	19.06	17.67	17.12	12.48	15.17	16.46	16.71
	营业成本 (亿元)	6.53	14.52	13.56	13.54	10.71	13.23	13.23	13.23
	毛利率 (%)	25.50%	23.79%	23.22%	20.88%	14.19%	12.82%	19.62%	20.86%
除草剂	营业收入 (亿元)	3.32	3.10	5.80	7.13	4.62	4.62	4.40	4.40
	营业成本 (亿元)	2.83	2.92	4.67	5.59	4.37	4.37	4.70	4.70
	毛利率 (%)	14.55%	5.72%	19.50%	21.48%	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

我们预计公司当前股价对应 2024-2026 年 PE 均高于可比公司同期的平均 PE，

2024 年受草铵膦等弹性品种景气下行，拖累公司业绩。2025-2026 年，公司 PE 或仅略高于可比公司，但公司布局原药-制剂一体化产业链，具有一定的规模优势。同时公司布局生物农药赛道，未来或有望进一步贡献。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.80、2.02、2.42 亿元，EPS 分别为 0.22、0.55、0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 39.9、15.9、13.3 倍，维持“买入”评级。

表7：2025 年，预计公司 PE 略高于可比公司

证券代码	证券简称	12月5日		EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
		总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600486.SH	扬农化工	222.91	54.81	3.85	3.06	3.68	5.13	14.2	17.9	14.9	10.7
603970.SH	中农立华	44.33	16.49	0.84	0.92	1.13	1.41	19.6	17.9	14.6	11.7
301035.SZ	润丰股份	142.04	50.60	2.77	2.08	3.40	4.24	18.3	24.3	14.9	11.9
002258.SZ	利尔化学	71.56	8.94	0.75	0.38	0.65	0.83	11.9	23.5	13.8	10.7
平均值								16.0	20.9	14.5	11.3
002734.SZ	利民股份	32.06	8.74	0.17	0.22	0.55	0.66	51.7	39.9	15.9	13.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除扬农化工外，其他公司盈利预测均来自于 Wind 一致预测。）

6、风险提示

宏观需求不及预期：需求疲弱背景下，导致农作物需求下降，种植收益下降，农民种植意愿下降；

粮食价格下跌：粮食价格下跌后，下游或减少农药用量，导致农药价格下滑；

行业产能扩张：部分盈利品种盈利能力恢复后，或导致行业产能进一步扩张，品种能力或下滑。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2540	2344	2677	2584	2684
现金	764	807	864	902	908
应收票据及应收账款	538	583	436	715	397
其他应收款	17	13	19	14	19
预付账款	87	41	96	47	97
存货	977	766	1127	771	1127
其他流动资产	155	135	135	135	135
非流动资产	4516	4471	4471	4336	4074
长期投资	293	286	310	317	322
固定资产	2592	3206	3117	2958	2695
无形资产	480	499	541	555	570
其他非流动资产	1152	481	503	505	487
资产总计	7056	6815	7147	6920	6757
流动负债	2894	2658	3234	3169	3166
短期借款	945	677	1373	1140	1376
应付票据及应付账款	1079	1054	970	1193	900
其他流动负债	870	927	891	836	891
非流动负债	1322	1342	1086	803	482
长期借款	1208	1251	996	712	391
其他非流动负债	114	90	90	90	90
负债合计	4216	4000	4320	3972	3648
少数股东权益	42	42	47	58	69
股本	373	367	367	367	367
资本公积	851	830	830	830	830
留存收益	1431	1400	1438	1517	1593
归属母公司股东权益	2798	2773	2780	2890	3040
负债和股东权益	7056	6815	7147	6920	6757

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	643	471	112	889	294
净利润	227	64	86	213	253
折旧摊销	280	350	322	340	351
财务费用	36	74	40	53	36
投资损失	-14	18	-29	-15	-13
营运资金变动	81	-42	-310	297	-336
其他经营现金流	33	9	4	2	3
投资活动现金流	-560	-240	-291	-189	-75
资本支出	735	237	298	197	84
长期投资	113	-3	-23	-8	-5
其他投资现金流	62	0	30	16	14
筹资活动现金流	-289	-155	-460	-428	-449
短期借款	-119	-268	696	-234	236
长期借款	184	43	-255	-284	-321
普通股增加	0	-6	0	0	0
资本公积增加	-61	-21	0	0	0
其他筹资现金流	-294	97	-900	89	-364
现金净增加额	-172	72	-638	272	-230

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5016	4224	4523	4723	4753
营业成本	4071	3507	3807	3817	3817
营业税金及附加	31	29	30	32	32
营业费用	152	126	136	142	143
管理费用	291	265	276	291	292
研发费用	196	147	167	170	173
财务费用	36	74	40	53	36
资产减值损失	-13	-29	-22	-28	-25
其他收益	32	32	27	28	30
公允价值变动收益	-2	2	0	0	0
投资净收益	14	-18	29	15	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	259	64	97	234	275
营业外收入	4	4	6	4	5
营业外支出	8	4	9	7	7
利润总额	255	64	94	230	272
所得税	28	1	8	18	19
净利润	227	64	86	213	253
少数股东损益	8	1	5	11	11
归属母公司净利润	219	62	80	202	242
EBITDA	649	514	505	663	706
EPS(元)	0.60	0.17	0.22	0.55	0.66

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	-15.8	7.1	4.4	0.6
营业利润(%)	-31.7	-75.1	50.8	140.8	17.6
归属于母公司净利润(%)	-28.6	-71.7	29.6	150.7	19.9
获利能力					
毛利率(%)	18.8	17.0	15.8	19.2	19.7
净利率(%)	4.4	1.5	1.8	4.3	5.1
ROE(%)	8.0	2.3	3.0	7.2	8.1
ROIC(%)	6.5	3.2	3.1	5.9	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	59.7	58.7	60.4	57.4	54.0
净负债比率(%)	52.6	53.4	63.5	42.1	37.0
流动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.6	0.4	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	15.7	11.7	13.7	12.7	13.2
应付账款周转率	6.9	4.9	5.9	5.4	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.17	0.22	0.55	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	1.28	0.31	2.42	0.80
每股净资产(最新摊薄)	7.17	7.08	7.10	7.40	7.81
估值比率					
P/E	14.6	51.7	39.9	15.9	13.3
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.3	9.2	10.0	6.8	6.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn