

利尔化学（002258.SZ）

增持（维持）

农药行业持续低迷影响业绩，精草铵膦带来新机遇

事件：公司发布 2024 年年报，报告期内实现营业收入 73.11 亿元，同比下降 6.88%，归母净利润 2.15 亿元，同比下降 64.34%；扣非净利润 2.01 亿元，同比下降 66.41%；其中四季度单季实现营业收入 21.23 亿元，同比增长 15.10%，环比增长 14.21%，归母净利润 0.83 亿元，同比增长 89.94%，环比增长 113.98%。

□ 农药行业景气度低迷，产品价格和毛利率下降。2024 年农药行业未有明显复苏，市场竞争依然激烈，大部分农药产品价格仍在底部盘整，虽然农药市场库存逐步回归正常水平，但总体市场仍是供大于需，给行业发展带来了一定影响。2024 年公司农药原药收入 41.01 亿元，同比下降 14.45%，毛利率 16.90%，同比下降 9.36 pct，销量 5.93 万吨，同比增长 7.72%，销售均价 6.92 万元/吨，同比下跌 20.58；农药制剂收入 15.0 亿元，同比下降 9.42%，毛利率 16.80%，同比下降 3.35 pct，销量 6.99 万吨，同比增长 14.6%，销售均价 2.15 万元/吨，同比下跌 22.01%。

□ 草铵膦价格跌至近几年底部，需求有望进一步提升。根据百川盈孚统计，2024 年国内草铵膦有效产能 15.1 万吨/年，同比增长 33.63%，产量 9.2 万吨，同比增长 42.69%。由于草铵膦供给增长过快，下游需求不足，草铵膦价格下跌明显，2024 年草铵膦市场均价 5.43 万元/吨，同比下跌 34.2%，50%精草铵膦母液折百价 8.89 万元/吨，同比下跌 35.64%，当前市场价分别为 4.55 万、7 万元/吨，处于近几年来底部水平。草铵膦已成为全球第二大转基因作物除草剂，随着跨国公司研发的抗草铵膦基因新产品推广和应用和上市，特别国内正在从政策层面有序推进转基因作物产业化，草铵膦需求有望进一步提升。

□ 新项目投产助推产能提升，精草铵膦市场前景广阔。目前公司是国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地，以及国内大规模的草铵膦、精草铵膦原药生产企业。截至报告期末，公司拥有原药、制剂、化工产品（含中间体）产能分别为 8.63 万、8.12、12.35 万吨/年，同比分别增长 43.4%、36.2%、50.6%，原药在建产能 2.2 万吨/年。精草铵膦的除草活性更强、作用更快、适用范围更广，其需求处于快速发展的趋势，公司已率先布局精草铵膦市场，并在全球推广精草铵膦业务发展方面与跨国公司建立了长期的战略合作，未来精草铵膦将带给公司更大的市场机遇。

□ 维持“增持”投资评级。由于农药行业持续低迷，草铵膦价格大幅下跌，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.07 亿、4.41 亿、6.01 亿元，EPS 分别为 0.38、0.55、0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 23、16、12 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7851	7311	7864	8403	10628
同比增长	-23%	-7%	8%	7%	26%
营业利润(百万元)	881	352	480	685	929
同比增长	-64%	-60%	36%	43%	36%
归母净利润(百万元)	604	215	307	441	601
同比增长	-67%	-64%	43%	44%	36%
每股收益(元)	0.75	0.27	0.38	0.55	0.75

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：8.91 元

基础数据

总股本（百万股）	800
已上市流通股（百万股）	799
总市值（十亿元）	7.1
流通市值（十亿元）	7.1
每股净资产（MRQ）	9.7
ROE（TTM）	2.8
资产负债率	42.4%
主要股东	四川久远投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	23.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	15	1
相对表现	7	10	-10



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《利尔化学（002258）—草铵膦价格下跌影响业绩，精草铵膦市场前景广阔》2024-03-26
- 《利尔化学（002258）—草铵膦行情低迷拖累业绩，积极布局新产品新项目》2023-10-25
- 《利尔化学（002258）—草铵膦跌价影响业绩，持续推进新项目成长性》2023-08-27

周锋 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

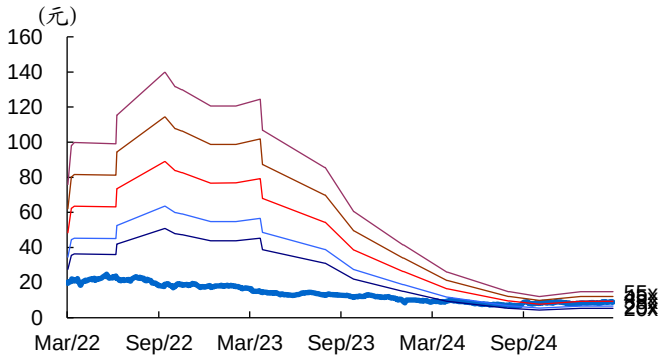
曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

PE	11.8	33.1	23.2	16.2	11.9
PB	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

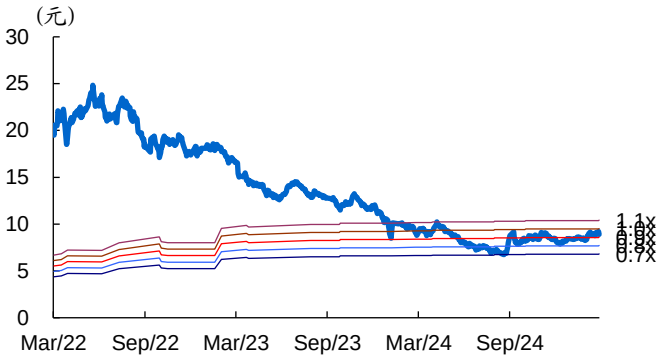
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：利尔化学历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：利尔化学历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5166	5673	4833	5443	6809
现金	1465	1450	362	709	836
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1441	1872	1992	2129	2693
其它应收款	6	39	42	45	57
存货	1625	1689	1768	1847	2322
其他	629	623	669	713	901
非流动资产	9663	9975	9995	10011	10024
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	6206	7608	7746	7868	7976
无形资产商誉	1167	1171	1054	948	854
其他	2290	1196	1196	1195	1194
资产总计	14829	15648	14829	15454	16833
流动负债	3616	4050	2981	3095	3783
短期借款	240	220	0	0	0
应付账款	2267	2235	2352	2457	3089
预收账款	187	185	195	203	256
其他	922	1410	434	435	438
长期负债	2466	2587	2587	2587	2587
长期借款	2001	2156	2156	2156	2156
其他	464	432	432	432	432
负债合计	6081	6638	5568	5682	6370
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	1508	1508	1508	1508	1508
留存收益	5184	5418	5565	5930	6420
少数股东权益	1255	1284	1387	1534	1734
归属于母公司所有者权益	7493	7727	7874	8238	8729
负债及权益合计	14829	15648	14829	15454	16833

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	939	313	1270	1412	1223
净利润	767	298	410	588	801
折旧摊销	628	818	980	984	987
财务费用	40	55	74	60	58
投资收益	0	(1)	(72)	(72)	(72)
营运资金变动	(529)	(782)	(123)	(150)	(559)
其它	33	(76)	2	2	8
投资活动现金流	(1918)	(1146)	(928)	(928)	(928)
资本支出	(1972)	(1183)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	54	37	72	72	72
筹资活动现金流	1018	755	(1431)	(137)	(169)
借款变动	1332	740	(1196)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(3)	0	0	0	0
股利分配	(400)	0	(160)	(77)	(110)
其他	89	15	(74)	(60)	(58)
现金净增加额	39	(78)	(1088)	347	127

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7851	7311	7864	8403	10628
营业成本	6018	6136	6456	6744	8480
营业税金及附加	42	49	52	56	71
营业费用	118	137	148	158	200
管理费用	451	363	391	417	528
研发费用	302	264	284	304	384
财务费用	15	30	74	60	58
资产减值损失	(55)	(51)	(51)	(51)	(51)
公允价值变动收益	(12)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	43	73	73	73	73
投资收益	(0)	1	1	1	1
营业利润	881	352	480	685	929
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	6	13	13	13	13
利润总额	877	343	471	675	920
所得税	110	44	61	87	119
少数股东损益	163	83	102	147	200
归属于母公司净利润	604	215	307	441	601

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-23%	-7%	8%	7%	26%
营业利润	-64%	-60%	36%	43%	36%
归母净利润	-67%	-64%	43%	44%	36%
获利能力					
毛利率	23.3%	16.1%	17.9%	19.7%	20.2%
净利率	7.7%	2.9%	3.9%	5.3%	5.7%
ROE	8.2%	2.8%	3.9%	5.5%	7.1%
ROIC	7.5%	2.8%	4.1%	5.6%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	42.4%	37.5%	36.8%	37.8%
净负债比率	17.9%	21.4%	14.5%	13.9%	12.8%
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.8	1.8
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.6	3.7	3.7	3.7	4.1
应收账款周转率	5.2	4.4	4.1	4.1	4.4
应付账款周转率	2.8	2.7	2.8	2.8	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.27	0.38	0.55	0.75
每股经营净现金	1.17	0.39	1.59	1.76	1.53
每股净资产	9.36	9.65	9.84	10.29	10.91
每股股利	0.00	0.20	0.10	0.14	0.19
估值比率					
PE	11.8	33.1	23.2	16.2	11.9
PB	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.2	11.8	8.9	7.9	7.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。