

农药行业见底，葫芦岛项目放量在即

核心观点

- 公司业务规模不断扩大，但业绩仍受到行业景气底部拖累：**公司近期发布 2024 年年报，全年实现营业收入 104.3 亿元，同比-9.1%；实现归母净利润 12.0 亿元，同比-23.2%。单四季度来看，公司实现营业收入 24.2 亿元，同比+9.8%，环比+4.4%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比-13.7%，环比-32.9%。2024 年公司综合毛利率为 23.1%，同比-2.5pct，净利率为 11.5%，同比-2.1pct。单四季度毛利率为 20.1%，同比变动-3.2pct，净利率为 7.3%，同比变动-2.0pct。2024 年公司原药及制剂销量分别同比增长 3.50%、1.77%，但价格分别同比下滑 16.01%、9.38%，业绩仍受到农化行业景气底部拖累。
- 行业持续探底，价格同比降幅缩窄：**从公司主要原药产品价格来看，除了受反倾销影响的氯氰菊酯外，24Q4 大多产品均价仍同比下降，联苯菊酯/功夫菊酯/氯氰菊酯/草甘膦/硝磺草酮/麦草畏/苯醚甲环唑/吡唑醚菌酯分别-16%/-13%/+2%/-12%/-15%/-11%/-11%/-7%，但从 25Q1 均价来看，同比下滑幅度已有不同程度缩窄，分别为-11%/-5%/+20%/-9%/-14%/-6%/-8%/-1%。长期看，农药产品终端需求稳中有升，而目前全球农化去库周期也基本结束，跨国公司最新期末存货已回到或接近疫情前水平，部分原药价格也有反弹迹象，农药行业景气在经历长期磨底后有望缓慢回升。
- 葫芦岛一期项目放量在即：**2024 年期间，公司提前 6 个月完成葫芦岛基地一期一阶段项目建设，目前已进入试生产阶段，功夫菊酯等多个品种已拿出合格产品，同时二期二阶段项目也已进入机电安装阶段，预计今年三季度全面投入生产，二期项目清单也在准备中。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

- 公司在农药行业且淡季期间仍能保持毛利率相对稳定，业绩具有一定韧性，同时葫芦岛项目建设进程加速，我们仍看好公司长期成长性。我们根据市场情况对公司主要产品价格进行调整，并调整 25-27 年归母净利润分别为 14.21、17.48 和 19.45 亿元（原 25-26 年预测分别为 16.67 和 19.62 亿元），给予可比公司 25 年调整后平均 19 倍 PE，对应目标价 66.31 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,478	10,435	12,116	13,299	14,198
同比增长(%)	-27.4%	-9.1%	16.1%	9.8%	6.8%
营业利润(百万元)	1,869	1,413	1,669	2,051	2,282
同比增长(%)	-12.9%	-24.4%	18.1%	22.9%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,565	1,202	1,421	1,748	1,945
同比增长(%)	-12.8%	-23.2%	18.2%	23.0%	11.3%
每股收益(元)	3.85	2.96	3.49	4.30	4.78
毛利率(%)	25.6%	23.1%	24.8%	25.5%	26.1%
净利率(%)	13.6%	11.5%	11.7%	13.1%	13.7%
净资产收益率(%)	17.2%	11.9%	12.8%	14.1%	14.0%
市盈率	12.5	16.3	13.8	11.2	10.1
市净率	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

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（2025年04月16日）	48.26 元
目标价格	66.31 元
52 周最高价/最低价	69.7/46.12 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,669/40,287
A 股市值（百万元）	19,627
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025 年 04 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.09	-12.17	-9.79	-11.58
相对表现%	-5.42	-6.34	-9.06	-19.03
沪深 300%	2.33	-5.83	-0.73	7.45



证券分析师

万里扬	021-63325888*2504 wanliyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

行业磨底业绩坚挺，葫芦岛项目将带来新增量	2024-10-31
业绩略好于预期，葫芦岛项目进展顺利	2023-11-19

表 1：可比公司（截至 2025/4/16）

公司	最新价格 (元)	每股收益（元）			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
兴发集团	20.09	1.45	1.83	2.13	13.84	10.97	9.42
联化科技	6.11	0.12	0.34	0.42	51.09	18.08	14.50
润丰股份	56.45	1.91	3.35	4.18	29.61	16.86	13.52
贝斯美	9.02	0.22	0.43	0.78	41.24	21.15	11.59
安道麦 A	5.45	-1.25	0.05	0.15	-4.37	106.03	35.74
调整后平均					28.23	18.70	13.20

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					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,763	1,618	3,063	3,416	4,714
应收票据、账款及款项融资	3,302	3,512	4,078	4,476	4,778
预付账款	201	198	230	253	270
存货	1,590	1,105	1,255	1,364	1,445
其他	2,219	749	886	904	918
流动资产合计	9,075	7,182	9,513	10,414	12,125
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,106	5,612	6,990	6,770	6,663
在建工程	1,196	1,536	468	1,175	1,740
无形资产	641	584	560	535	511
其他	685	2,751	1,711	2,230	1,970
非流动资产合计	6,628	10,483	9,729	10,710	10,883
资产总计	15,703	17,665	19,242	21,123	23,008
短期借款	361	1,192	1,192	1,192	1,192
应付票据及应付账款	3,708	4,463	5,071	5,512	5,837
其他	1,676	974	997	1,013	1,025
流动负债合计	5,744	6,629	7,260	7,717	8,054
长期借款	3	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	278	493	294	294	294
非流动负债合计	281	493	294	294	294
负债合计	6,026	7,122	7,554	8,011	8,348
少数股东权益	6	7	8	9	10
实收资本（或股本）	406	407	407	407	407
资本公积	609	629	629	629	629
留存收益	8,594	9,438	10,582	12,006	13,551
其他	63	62	62	62	62
股东权益合计	9,677	10,543	11,688	13,112	14,660
负债和股东权益总计	15,703	17,665	19,242	21,123	23,008

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,566	1,203	1,422	1,749	1,946
折旧摊销	691	699	474	546	570
财务费用	(58)	(65)	23	14	5
投资损失	15	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(1,453)	1,927	(332)	(114)	(94)
其它	1,634	(1,606)	1,162	(504)	274
经营活动现金流	2,395	2,155	2,745	1,688	2,699
资本支出	(1,611)	(2,455)	(805)	(1,000)	(1,000)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(1,934)	262	3	3	3
投资活动现金流	(3,545)	(2,193)	(802)	(997)	(997)
债权融资	(251)	(62)	(199)	0	0
股权融资	113	21	0	0	0
其他	(358)	212	(299)	(338)	(404)
筹资活动现金流	(495)	172	(498)	(338)	(404)
汇率变动影响	13	13	-0	-0	-0
现金净增加额	(1,633)	147	1,445	353	1,297

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,478	10,435	12,116	13,299	14,198
营业成本	8,539	8,023	9,116	9,909	10,493
销售费用	230	232	269	296	316
管理费用	517	468	543	596	636
研发费用	418	358	416	456	487
财务费用	(58)	(65)	23	14	5
资产、信用减值损失	(66)	50	123	16	14
公允价值变动收益	3	(3)	0	0	0
投资净收益	(15)	3	3	3	3
其他	(16)	45	39	35	32
营业利润	1,869	1,413	1,669	2,051	2,282
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	5	12	12	12	12
利润总额	1,866	1,406	1,662	2,045	2,275
所得税	300	203	240	295	329
净利润	1,566	1,203	1,422	1,749	1,946
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司净利润	1,565	1,202	1,421	1,748	1,945
每股收益（元）	3.85	2.96	3.49	4.30	4.78

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-27.4%	-9.1%	16.1%	9.8%	6.8%
营业利润	-12.9%	-24.4%	18.1%	22.9%	11.2%
归属于母公司净利润	-12.8%	-23.2%	18.2%	23.0%	11.3%
获利能力					
毛利率	25.6%	23.1%	24.8%	25.5%	26.1%
净利率	13.6%	11.5%	11.7%	13.1%	13.7%
ROE	17.2%	11.9%	12.8%	14.1%	14.0%
ROIC	15.5%	10.5%	11.8%	13.0%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	40.3%	39.3%	37.9%	36.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.58	1.08	1.31	1.35	1.51
速动比率	1.30	0.91	1.13	1.17	1.32
营运能力					
应收账款周转率	5.0	5.3	5.5	5.3	5.3
存货周转率	4.6	5.8	7.5	7.4	7.3
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
每股指标（元）					
每股收益	3.85	2.96	3.49	4.30	4.78
每股经营现金流	5.89	5.30	6.75	4.15	6.64
每股净资产	23.78	25.91	28.72	32.22	36.02
估值比率					
市盈率	12.5	16.3	13.8	11.2	10.1
市净率	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.7	9.4	8.9	7.4	6.7
EV/EBIT	10.6	14.2	11.4	9.3	8.4

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

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。