

业绩创新高，作物全程方案推广助成长

核心观点

- 营收净利创新高：**公司近期发布 2024 年年报，全年实现营业收入 19.9 亿元，同比+6.8%；实现归母净利润 3.7 亿元，同比+21.5%。单四季度来看，公司实现营业收入 5.5 亿元，同比+7.7%，环比+40.1%，实现归母净利润 1.0 亿元，同比+22.5%，环比 84.3%。2024 年公司全年综合毛利率为 45.4%，同比+3.9pct，净利率为 19.4%，同比+2.1pct。2024 年公司农药及肥料销量分别同比增长 11.81%、14.10%，营收净利创新高。此外，受益于成本端原材料价格下降以及产品端植物生长调节剂的较强竞争力，公司利润率水平也实现不错增长。
- 登记证规模不断扩大，国际化布局持续推进：**2024 年公司新增农药产品登记证 14 个（其中植物生长调节剂登记证 13 个），肥料登记证新增 12 个，公司登记证规模不断扩大，同时也是国内植物生长调节剂登记品种最多、制剂销售额最大的企业。海外布局方面，目前公司在缅甸、澳大利亚共计取得 12 个植调剂登记证，同时积极支持海外客户在美国、俄罗斯、韩国、巴西、澳大利亚等国家完成 14 项植物生长调节剂原药及制剂的登记工作，为持续拓展海外市场和产品出口奠定基础。
- 作物全程方案持续推广，成长动力充足：**2024 年公司主要在小麦、玉米、水稻等作物上推广全程方案，共计推广约 70 万亩。从增收效果来看，使用方案相对不使用方案增产约 10-15%，有效帮助种植户增产增收。2025 年公司将进一步加大推广力度，目前小春作物解决方案推广正在进行，效果较好，我们看好公司以这类新型商业模式来获得更高的客户粘性，从而打开更广阔的增长空间。

盈利预测与投资建议

- 公司是国内植物生长调节剂龙头企业，未来伴随全程方案的进一步推广放量，收入和利润有望继续保持高增速。我们根据农药行业价格走势情况适当调整公司收入和利润，预测 25-27 年公司归母净利润为 4.57、5.57 和 6.53 亿元（原 25-26 年预测为 4.77 和 5.64 亿元），按照可比公司 25 年 18 倍市盈率，给予目标价 17.64 元并维持买入评级。

风险提示：原材料和产品价格波动风险；市场推广进度不及预期风险。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年04月17日）	16元
目标价格	17.64元
52周最高价/最低价	18.47/10.81元
总股本/流通A股（万股）	46,875/42,281
A股市值（百万元）	7,500
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025年04月18日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	2.63	14.12	16.61	13.22
相对表现%	1.64	19.74	17.66	7.42
沪深300%	0.99	-5.62	-1.05	5.8



证券分析师

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

相关报告

大田全程方案模式有望带来新增长极	2024-07-05
成本压力进一步缓解，产品序列持续扩充	2023-06-28

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,860	1,986	2,608	3,156	3,697
同比增长(%)	12.8%	6.8%	31.3%	21.0%	17.1%
营业利润(百万元)	371	454	566	687	804
同比增长(%)	149.9%	22.2%	24.8%	21.3%	17.0%
归属母公司净利润(百万元)	302	367	457	557	653
同比增长(%)	165.9%	21.5%	24.5%	21.8%	17.3%
每股收益(元)	0.64	0.78	0.98	1.19	1.39
毛利率(%)	41.5%	45.4%	43.9%	44.2%	44.3%
净利率(%)	16.2%	18.5%	17.5%	17.6%	17.7%
净资产收益率(%)	18.6%	18.9%	20.7%	22.9%	24.5%
市盈率	24.8	20.4	16.4	13.5	11.5
市净率	4.2	3.6	3.2	2.9	2.7

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。

表 1：可比公司估值（截至 2025/4/17）

公司	最新价格 (元)	每股收益（元）			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
扬农化工	48.67	2.96	3.52	4.12	16.47	13.83	11.81
安道麦 A	5.51	(1.25)	0.05	0.15	(4.42)	107.20	36.13
联化科技	6.20	0.12	0.34	0.42	51.84	18.34	14.71
润丰股份	55.74	1.91	3.35	4.18	29.23	16.65	13.35
诺普信	8.92	0.64	0.91	1.11	13.97	9.76	8.02
贝斯美	9.25	0.22	0.43	0.78	42.30	21.69	11.89
调整后平均					25.49	17.63	12.94

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,249	1,420	1,865	2,209	2,588	营业收入	1,860	1,986	2,608	3,156	3,697
应收票据、账款及款项融资	83	89	118	144	168	营业成本	1,087	1,084	1,462	1,762	2,059
预付账款	22	23	30	36	43	销售费用	236	261	328	391	460
存货	353	360	480	582	678	管理费用	120	139	176	208	242
其他	160	32	34	36	38	研发费用	63	67	80	96	116
流动资产合计	1,868	1,924	2,528	3,007	3,515	财务费用	(15)	(17)	(6)	5	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	4	5	6	7	6
固定资产	435	415	436	733	671	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	30	81	266	91	94	投资净收益	6	3	3	3	3
无形资产	169	154	137	120	103	其他	1	4	1	(2)	(4)
其他	154	147	143	139	139	营业利润	371	454	566	687	804
非流动资产合计	789	797	983	1,083	1,005	营业外收入	1	2	2	2	2
资产总计	2,657	2,721	3,511	4,090	4,521	营业外支出	1	9	9	9	9
短期借款	46	0	514	788	906	利润总额	371	447	559	680	797
应付票据及应付账款	79	114	130	171	191	所得税	51	62	78	94	110
其他	207	254	269	282	295	净利润	321	385	482	586	686
流动负债合计	333	367	913	1,241	1,392	少数股东损益	19	18	25	29	33
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	302	367	457	557	653
应付债券	306	0	0	0	0	每股收益（元）	0.64	0.78	0.98	1.19	1.39
其他	59	55	55	55	55	主要财务比率					
非流动负债合计	365	55	55	55	55		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	698	422	968	1,295	1,447	成长能力					
少数股东权益	185	196	221	250	283	营业收入	12.8%	6.8%	31.3%	21.0%	17.1%
实收资本（或股本）	435	468	469	469	469	营业利润	149.9%	22.2%	24.8%	21.3%	17.0%
资本公积	76	446	489	489	489	归属于母公司净利润	165.9%	21.5%	24.5%	21.8%	17.3%
留存收益	1,196	1,186	1,362	1,584	1,830	获利能力					
其他	67	3	3	3	3	毛利率	41.5%	45.4%	43.9%	44.2%	44.3%
股东权益合计	1,959	2,299	2,543	2,795	3,073	净利率	16.2%	18.5%	17.5%	17.6%	17.7%
负债和股东权益总计	2,657	2,721	3,511	4,090	4,521	ROE	18.6%	18.9%	20.7%	22.9%	24.5%
现金流量表						ROIC	14.4%	16.3%	18.0%	17.9%	18.5%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	321	385	482	586	686	资产负债率	26.3%	15.5%	27.6%	31.7%	32.0%
折旧摊销	62	64	66	87	103	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(15)	(17)	(6)	5	9	流动比率	5.61	5.24	2.77	2.42	2.52
投资损失	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)	速动比率	4.53	4.24	2.23	1.95	2.03
营运资金变动	(82)	130	(134)	(88)	(102)	营运能力					
其它	119	(121)	6	7	6	应收账款周转率	54.7	38.8	33.2	33.9	34.9
经营活动现金流	399	438	412	595	701	存货周转率	2.9	3.0	3.4	3.3	3.2
资本支出	(73)	(61)	(252)	(188)	(26)	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(65)	(213)	3	3	3	每股收益	0.64	0.78	0.98	1.19	1.39
投资活动现金流	(138)	(274)	(249)	(185)	(23)	每股经营现金流	0.92	0.93	0.88	1.27	1.49
债权融资	21	(306)	0	0	0	每股净资产	3.79	4.49	4.95	5.43	5.95
股权融资	11	403	43	0	0	估值比率					
其他	(52)	(453)	239	(66)	(298)	市盈率	24.8	20.4	16.4	13.5	11.5
筹资活动现金流	(20)	(356)	283	(66)	(298)	市净率	4.2	3.6	3.2	2.9	2.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	14.5	12.2	9.7	7.8	6.6
现金净增加额	241	(192)	445	344	379	EV/EBIT	17.1	13.9	10.9	8.8	7.5

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。