

基础化工

2025 年 04 月 22 日

贝斯美 (300796)

—— Q1 业绩环比实现扭亏，农药板块业务景气底部回暖，C5 项目逐步贡献增量

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 21 日

收盘价 (元)	9.69
一年内最高/最低 (元)	17.27/8.10
市净率	2.0
息率 (分红/股价)	0.41
流通 A 股市值 (百万元)	3,499
上证指数/深证成指	3,291.43/9,905.53

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	4.80
资产负债率%	43.99
总股本/流通 A 股 (百万)	361/361
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《贝斯美 (300796) 点评：行业景气度低迷致业绩短期承压，C5 新材料项目技改提效即将贡献增量，出海战略稳步推进》
2024/04/29

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

周超 A0230123090004
zhouchao@swsresearch.com

联系人

周超
(8621)23297818x
zhouchao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2024 年报，业绩持续承压：**报告期内，公司实现营收 13.28 亿元 (YoY+90%)，归母净利润-0.33 亿元，扣非归母净利润-0.36 亿元，业绩低于预期。24 年公司销售毛利率 13.31%，同比-21.89pct，净利率-2.78%，同比-15.97pct，销售、管理、财务费用率 12.60%，同比-0.99pct。其中，24Q4 单季度实现营收 3.57 亿元 (YoY+53%，QoQ+17%)，归母净利润-0.35 亿元，扣非归母净利润-0.30 亿元，业绩持续承压。24Q4 单季度公司销售毛利率 10.36%，同、环比分别变动-18.28pct、+4.08pct，净利率-10.87%，同、环比分别变动-15.40pct、-6.22pct。
- **公司发布 2025 年一季报：**报告期内，公司实现营收 4.23 亿元 (YoY+19%，QoQ+18%)，归母净利润 0.26 亿元 (YoY+29%，环比扭亏)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (YoY+33%，环比扭亏)，业绩符合预期。25Q1 公司销售毛利率 19.96%，同、环比分别变化-3.02pct、+9.60pct，净利率 5.84%，同、环比分别变动+0.05pct、+16.71pct。
- **核心产品二甲戊灵量价齐跌，碳五项目技改调试使产能释放延后，导致公司业绩持续承压。**2024 年，农药行业整体仍处于去库存阶段，客户采购偏谨慎，受此影响，公司核心产品二甲戊灵及中间体业务营业收入规模缩减、毛利率和利润出现下滑。根据 24 年经营数据披露，报告期内，公司二甲戊灵原药营业收入 3.61 亿元 (YoY-35%)，销量 8096 吨 (YoY-19%)，产品均价 4.46 万元/吨 (YoY-20%)，毛利率 31.91% (YoY-9%)；二甲戊灵制剂营业收入 0.60 亿元 (YoY+45%)，销量 2061 千升 (YoY+68%)，产品均价 2.89 万元/千升 (YoY-13%)，毛利率 11.68% (YoY+2%)；农药中间体营业收入 0.76 亿元 (YoY+71%)，销量 9202 吨 (YoY+5%)，产品均价 0.83 万元/吨 (YoY+63%)，毛利率 16.72% (YoY-12%)。此外 24H1 铜陵“年产 8,500 吨戊酮系列绿色新材料项目”建成并转固，但 24H2 产线仍处于试生产及生产调整阶段，根据年报披露 24 年项目整体开工率仅 32.5%，折旧摊销等进一步拖累公司利润，24 年相关子公司铜陵贝斯美实现收入 9419 万元，净利润-7709 万元。
- **依托宁波捷力克海外渠道布局农药出海，碳五产业链持续拓展带来成长动力。**根据公司公告，2023 年 12 月，宁波捷力克完成工商变更登记手续，成为公司全资子公司。根据 24 年报数据披露，报告期内捷力克实现营收 7.58 亿元，净利润 3507 万元。后续看，融合公司农药制造优势与捷力克海外营销渠道优势，有望提升公司全球化布局能力和综合竞争实力。碳五项目方面，装置拥有正戊烯产能 4,000 吨/年、3-戊酮产能 5,500 吨/年、2-戊酮产能 3,000 吨/年，并联产环戊烯、醋酸甲酯等产品。其中，3-戊酮是公司二甲戊灵生产的关键原材料，配套后有望进一步巩固其成本优势。同时，公司积极进行产业链延伸，以戊酮系列绿色新材料项目为切入点，向碳五新材料领域进行深入布局和发展，“年产 12,100 吨环戊烷系列绿色新材料项目”目前已进入试生产阶段，此外环烯烃共聚物 (COC) 等高端新材料产品研发有序推进，为公司未来的产品布局和业务拓展提供持久动力。
- **投资分析意见：**核心产品二甲戊灵量价齐跌，C5 项目持续技改调试，导致业绩持续承压，展望 25 年农药采购需求逐步回暖，C5 项目将逐步贡献增量；关键假设：1) 二甲戊灵原药：预计 25-27 年销量分别为 1.0、1.1、1.2 万吨，价格稳定在 4.5 万元/吨，毛利率稳定在 32%；2) 宁波捷力克：预计 25-27 年收入增速均为 20%，毛利率分别为 13%、13%、13.5%；下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 1.08、1.65 (原值为 3.71、4.55 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 2.33 亿元，当前市值对应 PE 分别为 32、21、15X，根据 Wind 一致预期，可比公司先达股份 (对应公司农药业务)、阿科力 (对应公司 C5 新材料业务) 25 年平均 PE 为 33X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) C5 项目进展不及预期；2) 下游需求不及预期；3) 产品及原材料价格大幅波动。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,328	423	1,965	2,388	2,853
同比增长率 (%)	90.0	19.4	47.9	21.6	19.4
归母净利润 (百万元)	-33	26	108	165	233
同比增长率 (%)	-137.2	29.1	-	53.2	40.9
每股收益 (元/股)	-0.09	0.07	0.30	0.46	0.64
毛利率 (%)	13.3	20.0	20.8	21.8	23.0
ROE (%)	-1.9	1.5	5.9	8.4	10.8
市盈率	-106		32	21	15

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	699	1,328	1,965	2,388	2,853
其中: 营业收入	699	1,328	1,965	2,388	2,853
减: 营业成本	453	1,151	1,557	1,869	2,197
减: 税金及附加	4	9	14	17	20
主营业务利润	242	168	394	502	636
减: 销售费用	14	56	79	84	100
减: 管理费用	85	98	128	155	185
减: 研发费用	40	46	55	65	75
减: 财务费用	-4	13	16	14	10
经营性利润	107	-45	116	184	266
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	5	-3	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-5	-5	0	0	0
加: 投资收益及其他	6	-3	10	10	10
营业利润	112	-57	127	195	275
加: 营业外净收入	-2	-1	0	0	0
利润总额	111	-58	127	195	275
减: 所得税	19	-21	17	25	36
净利润	92	-37	111	170	239
少数股东损益	4	-4	3	4	6
归属于母公司所有者的净利润	88	-33	108	165	233

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。