

# 利民股份 (002734.SZ)

## 公司快报

### 产品上行提振业绩，持续推进研发战略布局

基础化工 | 农药III

投资评级

**买入(首次)**

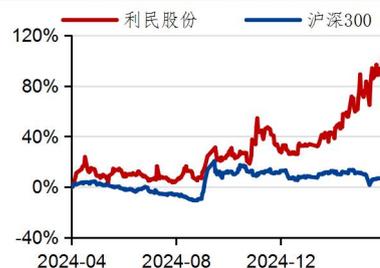
股价(2025-04-24)

12.75 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	5,169.43
流通市值(百万元)	4,630.98
总股本(百万股)	405.45
流通股本(百万股)	363.21
12个月价格区间	12.15/6.50

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	32.09	57.52	105.36
绝对收益	28.27	56.25	112.82

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001  
 luohongyong@huajinsec.com

#### 相关报告

#### 投资要点

- 事件:** 利民股份发布 2024 年报及 2025 年一季报, 2024 年实现营收 42.37 亿元, 同比增长 0.32%; 归母净利润 0.81 亿元, 同比增长 31.11%; 扣非归母净利润 0.51 亿元, 同比增长 12.52%; 毛利率 19.48%, 同比提升 2.50pct。2025Q1 单季度实现营收 12.11 亿元, 同比增长 22.28%, 环比增长 35.57%; 归母净利润 1.08 亿元, 同比增长 1373.23%, 环比增长 258.51%; 扣非归母净利润 0.96 亿元, 同比增长 1072.59%, 环比增长 449.28%; 毛利率 23.97%, 同比提升 5.00pct, 环比下滑 0.55pct。
- 农兽药特色布局。** 公司拥有原药 11.02 万吨、制剂 13.27 万吨产能, 在国内农兽药行业形成较强比较优势。作为国内杀菌剂行业领军企业, 公司代森锰锌、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺和威百亩等产品国内最大、国际领先, 代森锰锌产能 4.5 万吨, 市占率 70-80%, 三乙膦酸铝产能 1.2 万吨, 市占率 60-70%, 参股公司新河公司百菌清产能 3 万吨, 约占全球产能 47%。杀虫剂方面, 公司是国内最早从事阿维菌素、甲维盐、除虫脲、噻虫胺等工业化开发企业之一, 拥有 500 吨阿维菌素、800 吨甲维盐产能, 市占率分别达 25-35%、20-30%, 居国内国际前列, 噻唑膦产能 300 吨, 市占率达 25-30%。除草剂方面, 公司布局已初具规模, 拥有 6000 吨草铵膦、2000 吨生物法制精草铵膦、1000 吨硝磺草酮及 500 吨环磺酮产能。兽药方面, 公司泰妙菌素年产能 550 吨, 拥有年产 500 吨多杀菌素、500 吨截短侧耳素、500 吨泰乐菌素生产能力, 可根据市场需求和价格合理安排发酵农兽药品种的柔性生产。
- 多产品涨价带动业绩提升。** 从 2024 年二季度开始, 农药市场呈现出逐步走出低迷态势、触底反弹迹象, 进入三季度后, 市场回暖特征更加明显, 受生产成本持续上升、市场需求旺盛以及产品供货紧张等多重因素共同作用, 包括利民在内有影响力企业纷纷发布价格上调公告。代森锰锌因 2025 年 3 月以来南美、东南亚等地区种植季备货需求旺盛带动, 产线满负荷运行, 公司暂停新订单报价, 后续将根据市场动态调整价格策略。百菌清需求主要集中在南美洲尤其是巴西, 由于气候条件导致的真菌病害爆发, 需求增长显著, 渠道库存处于低位, 部分地区缺货。2023 年 12 月百菌清含税价不到 15000 元, 而 2024 年 12 月价格已涨至 26000 元, 涨幅约为 70%, 截止 2025 年 4 月 24 日价格已达 28000 元/吨。历史上百菌清价格弹性较大, 曾在 2019 年达每吨 55000 元高位, 目前价格距离正常年份和高点仍有差距。阿维菌素、甲维盐等产品亦处于“零库存”状态, 产能恢复周期长, 短期内供需矛盾难缓解, 价格上行趋势明确。阿维菌素、甲维盐原药价格从 2024 年 3 月开始上涨, 2025 年 3 月 23 日, 据有关监测数据, 阿维菌素精粉报价 50 万元/吨, 较 2024 年 2 月的 35 万元/吨上涨了 15 万元/吨, 涨幅 42.86%; 甲维盐原药报价 70 万元/吨, 较 2024 年 1 月份的 49 万元/吨, 上涨了 21 万元/吨, 涨幅 42.86%, 目前两个产品价格相比历史价格还有较大差距。整体需求拉动对阿维菌素和甲维盐有利, 行业产能集中在几家龙头企业, 后市展望较乐观。除草剂产品目前处于价格历史低位, 产品价格及毛利在一段时期内还将承受一定压力, 利民股份不断加大技术研发投入, 持续对现有产品进行技改提升、降本增效, 巩固产品保持竞争力。



◆ **优化研发战略布局，加速成果转化。**利民统筹内部资源整合成立技术研发中心，有效承接完善“以生物合成为主，以绿色化学合成、新能源电池电解质技术与产品为辅，协同发展的‘一主两辅’产业格局”战略先导使命。先后与四川抗生素研究所、中科院微生物所、浙江工业大学、中国农业大学、东北农业大学、河南大学等多家科研院所公司建立战略合作关系。重点布局“生物合成”产品方向，实现新产品产业化和传统发酵工艺与酶法的迭代升级，目前生物发酵装置体积超 10000 立方。公司合成生物学实验室于 2024 年 10 月建成投入使用，提升了菌种性能、生物合成效率、酶催化能力、产品纯度及生产经济性，推动生物合成产品产业化进程；依托控股子公司德彦智创，结合中国、日本、美国经验，加速新农药品种研发，积极探索 AI+农药创制研发新思路，11 月生测实验中心正式运营；2024 年与巴斯夫达成战略合作框架协议，推进新农药在中国开发登记及商业化进程；与上海植生优谷、厦门昶科生物、成都绿信诺生物等签署战略合作协议，共同开展新型 RNA、噬菌体、新型小肽生物农药等产品创制研发。项目落地方面，500 吨环磺酮、2000 吨精草铵膦两个新项目均顺利达产；氟吡菌酰胺项目成功获得投资项目备案证；环磺酮酸项目完成了工艺优化，具备了项目建设条件；生物发酵产品领域实现多产品柔性化生产模式转化，提升该类应对市场需求能力。卓邦新能源项目已获得投资项目备案证，建成后 will 形成年产 2 万吨双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI) (分三期实施) 及联产 1 千吨氯化钙、3.8 万吨盐酸、2.4 万吨亚硫酸钠、1.1 万吨氯化钾生产能力，目前已取得 118 亩土地使用权，已获得环评批复，正在推进环评和能评工作，以及建设图纸的深度设计，开始地勘与主要设备生产商考察工作。

◆ **投资建议：**利民股份是国内农药兽药领域特色企业，代森锰锌、百菌清产能领先，阿维菌素、甲维盐等品种涨价带动业绩向上，AI+生物合成加速研发转化，新能源项目储备有望构筑新增长点。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 50.23/52.48/53.48 亿元，同比增长 18.5%/4.5%/1.9%，归母净利润分别为 4.13/5.26/6.13 亿元，同比增长 407.2%/27.4%/16.7%，对应 PE 分别为 12.5x/9.8x/8.4x；首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；行业政策变化；贸易摩擦风险；项目进度不确定性；安全环保风险。

### 财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,224	4,237	5,023	5,248	5,348
YoY(%)	-15.8	0.3	18.5	4.5	1.9
归母净利润(百万元)	62	81	413	526	613
YoY(%)	-71.7	31.1	407.2	27.4	16.7
毛利率(%)	17.0	19.5	27.4	29.8	31.7
EPS(摊薄/元)	0.15	0.20	1.02	1.30	1.51
ROE(%)	2.3	3.5	15.0	16.3	16.2
P/E(倍)	83.3	63.5	12.5	9.8	8.4
P/B(倍)	2.0	2.1	1.8	1.6	1.3
净利率(%)	1.5	1.9	8.2	10.0	11.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务分拆

**农用杀菌剂：**公司产能释放，百菌清等品种自去年二季度来持续上行，销量和毛利率稳步提升，预计 2025-2027 年收入分别为 27.20/28.80/29.12 亿元，毛利率分别为 37.50%/40.63%/43.75%。

**农用杀虫剂：**阿维菌素甲维盐等品种价格上行，带动收入和毛利率提升，预计 2025-2027 年收入分别为 14.61/14.85/15.06 亿元，毛利率分别为 21.26%/21.88%/22.00%。

**兽药：**产销保持相对稳定，价格稳中有升，预计 2025-2027 年收入分别为 4.01/4.20/4.37 亿元，毛利率分别为 22.16%/23.21%/23.45%。

**农用除草剂：**草铵膦等项目爬产带来销量增长，价格有望低位企稳走高，毛利率逐步改善，预计 2025-2027 年收入分别为 3.99/4.21/4.50 亿元，毛利率分别为-14.29%/-10.34%/-6.67%。

**其他：**预期保持相对稳定，预计 2025-2027 年收入分别为 0.43/0.43/0.43 亿元，毛利率分别为 36.03%/36.03%/36.03%。

表 1：公司业务分拆和预测

利民股份	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>合计</b>					
收入（百万元）	4223.94	4237.40	5023.02	5248.02	5347.87
YoY (%)	-15.80%	0.32%	18.54%	4.48%	1.90%
毛利率 (%)	16.98%	19.48%	27.43%	29.81%	31.66%
<b>农用杀菌剂</b>					
收入（百万元）	2083.16	2152.00	2720.00	2880.00	2912.00
YoY (%)	1.28%	3.30%	26.39%	5.88%	1.11%
毛利率 (%)	19.87%	27.54%	37.50%	40.63%	43.75%
<b>农用杀虫剂</b>					
收入（百万元）	1247.84	1280.23	1460.50	1484.80	1506.35
YoY (%)	-27.09%	2.60%	14.08%	1.66%	1.45%
毛利率 (%)	14.19%	15.06%	21.26%	21.88%	22.00%
<b>兽药</b>					
收入（百万元）	369.63	381.79	400.80	420.00	436.80
YoY (%)	-20.34%	3.29%	4.98%	4.79%	4.00%
毛利率 (%)	20.49%	21.46%	22.16%	23.21%	23.45%
<b>农用除草剂</b>					
收入（百万元）	461.78	380.66	399.00	420.50	450.00
YoY (%)	-35.19%	-17.57%	4.82%	5.39%	7.02%
毛利率 (%)	5.30%	-15.12%	-14.29%	-10.34%	-6.67%
<b>其他</b>					
收入（百万元）	61.53	42.72	42.72	42.72	42.72
YoY (%)	-13.92%	-30.57%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	42.19%	36.03%	36.03%	36.03%	36.03%

资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、估值对比

我们选择跟公司业务贴近农药标的扬农化工、利尔化学、中农立华作为可比公司，2025-2027 可比公司平均 PE 分别为 16.8x/13.2x/11.0x，利民股份对应 PE 分别为 12.5x/9.8x/8.4x。公司百菌清、阿维菌素、甲维盐等多产品涨价带来业绩向上弹性，AI+合成生物助力研发转化和工艺优化，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600486.SH	扬农化工	50.03	203	3.50	4.10	4.56	14.3	12.2	11.0
002258.SZ	利尔化学	11.02	88	0.52	0.68	0.85	21.1	16.3	13.0
603970.SH	中农立华	13.22	36	0.89	1.17	1.49	14.9	11.3	8.8
平均值							16.8	13.2	11.0
002734.SZ	利民股份	12.75	52	1.02	1.30	1.51	12.5	9.8	8.4

资料来源：数据截止 2025 年 4 月 24 日收盘，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2344	2443	2861	3478	4336	<b>营业收入</b>	4224	4237	5023	5248	5348
现金	807	666	854	1173	1578	营业成本	3507	3412	3645	3684	3655
应收票据及应收账款	583	665	814	965	1174	营业税金及附加	29	31	37	39	40
预付账款	41	61	107	127	179	营业费用	126	145	172	180	183
存货	766	763	788	925	1105	管理费用	265	308	365	381	388
其他流动资产	148	288	298	289	299	研发费用	147	154	182	190	194
<b>非流动资产</b>	4471	4217	4488	4597	4671	财务费用	74	68	48	44	38
长期投资	286	317	362	406	450	资产减值损失	-29	-64	-76	-79	-81
固定资产	3206	3219	3276	3308	3339	公允价值变动收益	2	18	18	18	18
无形资产	499	507	509	510	513	投资净收益	-18	7	7	7	7
其他非流动资产	481	174	341	373	369	<b>营业利润</b>	64	114	556	709	827
<b>资产总计</b>	6815	6660	7349	8075	9006	营业外收入	4	7	7	7	7
<b>流动负债</b>	2658	2664	2817	2967	2918	营业外支出	4	6	6	6	6
短期借款	677	763	763	763	763	<b>利润总额</b>	64	115	558	710	829
应付票据及应付账款	1054	918	1053	1114	1068	所得税	1	22	84	107	124
其他流动负债	927	983	1001	1090	1087	<b>税后利润</b>	64	93	474	604	704
<b>非流动负债</b>	1342	1300	1325	1372	1442	少数股东损益	1	12	61	78	91
长期借款	1251	1239	1263	1311	1381	<b>归属母公司净利润</b>	62	81	413	526	613
其他非流动负债	90	62	62	62	62	EBITDA	462	552	924	1107	1257
<b>负债合计</b>	4000	3965	4141	4339	4360	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	42	53	114	192	283	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	367	367	405	405	405	<b>成长能力</b>					
资本公积	830	830	830	830	830	营业收入(%)	-15.8	0.3	18.5	4.5	1.9
留存收益	1400	1358	1690	2112	2605	营业利润(%)	-75.1	76.7	389.3	27.5	16.7
归属母公司股东权益	2773	2643	3094	3544	4363	归属于母公司净利润(%)	-71.7	31.1	407.2	27.4	16.7
<b>负债和股东权益</b>	6815	6660	7349	8075	9006	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	17.0	19.5	27.4	29.8	31.7
						净利率(%)	1.5	1.9	8.2	10.0	11.5
						ROE(%)	2.3	3.5	15.0	16.3	16.2
						ROIC(%)	2.2	2.7	9.2	10.4	10.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.7	59.5	56.4	53.7	48.4
						流动比率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.5
						速动比率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
						应收账款周转率	7.5	6.8	6.8	5.9	5.0
						应付账款周转率	3.3	3.5	3.7	3.4	3.4
						<b>估值比率</b>					
						P/E	83.3	63.5	12.5	9.8	8.4
						P/B	2.0	2.1	1.8	1.6	1.3
						EV/EBITDA	14.5	12.3	7.3	6.0	5.1

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)