

基础化工

2025 年 05 月 05 日

海利尔 (603639)

—— 25Q1 制剂旺季带动业绩超预期，持续推进恒宁基地建设强化中间体、原药、制剂一体化战略布局

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 30 日

收盘价 (元)	12.92
一年内最高/最低 (元)	16.04/10.25
市净率	1.2
息率 (分红/股价)	3.87
流通 A 股市值 (百万元)	4,391
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

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)	10.39
资产负债率%	50.46
总股本/流通 A 股 (百万)	340/340
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海利尔 (603639) 点评：产品价格低迷致业绩承压，恒宁基地建设持续推进带来增量》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：**报告期内，公司实现营收 39.08 亿元 (YoY-11%)，归母净利润 1.81 亿元 (YoY-62%)，扣非归母净利润 1.63 亿元 (YoY-67%)，销售毛利率 23.93% (YoY-7.11pct)，净利率 4.64% (YoY-6.12pct)。其中，24Q4 单季度实现营收 6.94 亿元 (YoY+0%，QoQ-14%)，实现归母净利润-0.15 亿元 (YoY-147%，QoQ-143%)，实现扣非归母净利润-0.16 亿元 (YoY-194%，QoQ-200%)，业绩不及预期。24Q4 单季度公司销售毛利率为 23.37%，同、环比分别变动-7.36pct、+1.74pct，净利率为-2.09%，同、环比分别变动-6.57pct、-6.27pct。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元人民币 (含税)，现金分红占归母净利润的比例为 93.7%。
- **公司发布 2025 年一季报：**报告期内，公司实现营收 12.64 亿元 (YoY+10%，QoQ+82%)，归母净利润 1.05 亿元 (YoY+16%，QoQ+824%)，扣非归母净利润 0.95 亿元 (YoY-2%，QoQ+692%)，业绩超预期。25Q1 单季度公司销售毛利率为 23.97%，同、环比分别变动-1.81pct、+0.60pct，净利率为 8.30%，同、环比分别变动+0.39pct、+10.39pct。
- **25Q1 下游需求逐步修复，部分产品价格筑底回升，制剂销售旺季带动业绩释放。**根据公司经营数据披露，2024 年公司农药业务完成销量 5.66 万吨 (YoY+3%)，实现营收 38.08 亿元 (YoY-11%)，不含税均价 6.73 万元/吨 (YoY-14%)，毛利率 23.64% (YoY-7.05pct)。25Q1 单季度公司农药业务完成销量 1.72 万吨 (YoY+10%)，实现营收 12.31 亿元 (YoY+9%)，不含税均价 7.18 万元/吨 (YoY-1%)。25Q1 主要原材料丙烯腈、二甲苯甲酰胺、甲苯、一甲胺精品、液氯变化幅度分别为+5%、-13%、-9%、-6%、-87%。25H1 是国内制剂销售旺季，公司营收近半数来自制剂类产品，其价格相较于原药表现更好，稳定了产品季度均价。原药方面，烟碱类产品价格同比持续承压；丙硫菌唑虽价格同比承压，但小麦一喷三防需求正当季；此外，甲维盐产品量价齐升，吡唑醚菌酯、苯醚甲环唑等因溴素原因价格有支撑。
- **恒宁基地 25 年预计逐步减亏，布局新品种支撑后续成长。**根据公司 23、24 年报披露，恒宁基地 23、24 年分别亏损约 1.4、1.6 亿元，25 年随着一期项目持续爬坡，以及二期 2000 吨唑虫酰胺、1500 吨呋虫胺产品顺利投产，预计将逐步减亏。同时公司公告新增投资 7.8 亿元，建设 6000 吨/年溴虫腈、5000 吨/年氟吡菌酰胺、6000 吨氟唑菌酰胺、3000 吨联苯吡菌胺等原料药及 10000 吨/年二氟吡唑酸等中间体。恒宁基地的持续推进有效深化了公司制剂、原药和中间体一体化战略，实现农药制剂业务与原药业务互相补充、互相促进，将有利削弱原药的周期性波动风险。截至 2025 年一季报，公司固定资产 20.72 亿元，在建工程 4.14 亿元。
- **投资分析意见：**25H1 为制剂业务的销售旺季，但 25H2 将逐步进入淡季，原药业务方面考虑公司核心产品丙硫菌唑、烟碱类杀虫剂价格仍持续承压，以及恒宁基地扭亏仍需时间，假设 2025-2026 年公司核心产品丙硫菌唑销量分别为 3500、4000、4500 吨，产品价格稳定在 16 万元/吨，毛利率稳定为 17%左右；制剂业务分别实现营收 21、23、25 亿元，毛利率稳定在 24%左右，下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 3.65、4.45 亿元 (原值为亿元 5.69、7.35 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 5.56 亿元，当前市值对应 PE 分别为 12、10、8X，根据 Wind 一致预期，可比公司扬农化工、国光股份 2025 年平均 PE 为 15X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 新项目建设进展不及预期；2) 主要产品价格大幅下跌；3) 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)	3,908	1,264	4,452	5,041	5,694
同比增长率 (%)	-11.2	10.2	13.9	13.2	12.9
归母净利润 (百万元)	181	105	365	445	556
同比增长率 (%)	-61.7	15.6	101.3	22.0	24.9
每股收益 (元/股)	0.53	0.31	1.07	1.31	1.64
毛利率 (%)	23.9	24.0	24.5	24.4	24.5
ROE (%)	5.3	3.0	10.2	11.6	13.3
市盈率	24		12	10	8

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

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,398	3,908	4,452	5,041	5,694
其中: 营业收入	4,398	3,908	4,452	5,041	5,694
减: 营业成本	3,033	2,973	3,362	3,810	4,298
减: 税金及附加	21	19	22	25	28
主营业务利润	1,344	916	1,068	1,206	1,368
减: 销售费用	176	202	200	212	216
减: 管理费用	248	226	245	252	256
减: 研发费用	223	209	225	250	275
减: 财务费用	-13	2	0	0	-3
经营性利润	710	277	398	492	624
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	1	-12	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-117	-44	0	0	0
加: 投资收益及其他	-26	31	25	25	25
营业利润	570	242	423	517	648
加: 营业外净收入	2	8	5	5	5
利润总额	572	251	428	522	653
减: 所得税	99	69	63	77	96
净利润	473	181	365	445	556
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	473	181	365	445	556

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。