

## 公司研究

## 25Q1 归母净利润同环比改善，积极布局海外市场

——海利尔（603639.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季报。24 年公司实现营业收入 39.08 亿元，同比-11.16%，实现归母净利润 1.81 亿元，同比-61.67%。25Q1 公司实现营业收入 12.64 亿元，同比+10.16%，环比+82.22%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比+15.64%，环比增加 1.19 亿元。

**24 年公司归母净利润同比下降，25Q1 公司归母净利润同环比改善。**24 年公司营业收入减少主要原因是农药部分产品价格下降，产销量提升不足以弥补价格下降影响。24 年，公司农药、肥料、农业及服务分别实现营收 38.08、0.67、0.28 亿元，同比分别变动-11.29%、+38.85%、-43.55%。销量方面，24 年公司农药、化肥分别实现销量 5.66、0.64 万吨，同比分别+2.56%、+58.05%。毛利率方面，23 年公司农药、肥料、农业及服务的毛利率分别为 23.64%、40.68%、14.47%，同比分别变动-7.05、+5.47、-38.89pct。25Q1，公司部分产品的价格有所上涨，恒宁项目产销量持续提升，归母净利润同环比均有改善。

**公司原药发展战略步伐稳健，持续深化制剂、原药和中间体一体化战略。**公司持续深化制剂、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，有利地削弱原药的周期性波动风险。2024 年 8 月青岛恒宁生物科技有限公司年产 2000 吨唑虫酰胺原药项目已进入试生产，2024 年 12 月青岛恒宁生物科技有限公司年产 1500 吨呋虫胺项目已进入试生产。公司青岛恒宁二期项目按计划推进。

**公司制剂和原药产品种类丰富、结构完善。**公司拥有 254 个农药登记证，奥迪斯拥有 172 个农药登记证，山东海利尔有 66 个农药登记证，凯源祥持有 80 个农药登记证，海阔利斯持有 61 个农药登记证，青岛恒宁持有 9 个农药登记，涵盖了杀虫剂、杀菌剂、除草剂等制剂和原药。肥料证件方面，公司拥有 3 个登记证、6 个备案证，奥迪斯拥有 1 个登记证、8 个备案证，凯源祥拥有 1 个登记证，涵盖含氨基酸水溶肥料、含腐植酸水溶肥料、大量元素水溶肥料、中量元素水溶肥料和微量元素水溶肥料。此外，公司还积极布局海外市场，目前已取得巴拉圭、埃及、肯尼亚、泰国、巴基斯坦等数十个国家 2100 多个产品的登记证件，正在哥伦比亚、多米尼加、塞尔维亚等 90 多个国家进行支持登记和欧盟、美国、加拿大、巴西等 14 个区域的自主登记。

**盈利预测、估值与评级：**由于农药行业景气下行，农药产品价格仍处低位，我们下调公司 25-26 年的盈利预测，新增 27 年的盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 3.96（下调 28.6%）/5.03（下调 30.7%）/5.43 亿元。伴随着公司恒宁项目的有序开展，公司仍具有较好的发展潜力，维持“增持”评级。

**风险提示：**产品及原材料价格波动，产能建设不及预期，下游需求不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,398	3,908	4,674	5,593	5,873
营业收入增长率	-3.01%	-11.16%	19.62%	19.67%	5.00%
净利润（百万元）	473	181	396	503	543
净利润增长率	2.87%	-61.67%	118.23%	27.07%	7.98%
EPS（元）	1.39	0.53	1.16	1.48	1.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.99%	5.30%	10.85%	12.53%	12.40%
P/E	9	24	11	9	8
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30，2023 年及以后公司总股本为 3.40 亿股。

## 增持（维持）

当前价：12.92 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：胡星月

执业证书编号：S0930524070016

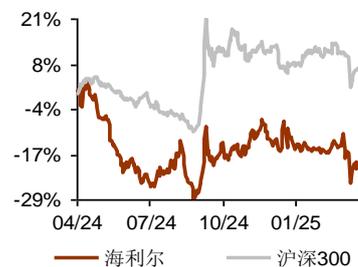
010-56513142

huxingyue@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	3.40
总市值(亿元)	43.92
一年最低/最高(元)	10.25/15.35
近 3 月换手率	34.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.73	5.69	-16.43
绝对	17.78	5.04	-13.35

资料来源：Wind

## 相关研报

24Q1 业绩环比改善，深化制剂、原药和中间体一体化战略——海利尔（603639.SH）2023 年年度报告及 2024 年一季报点评（2024-05-07）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,398	3,908	4,674	5,593	5,873
营业成本	3,033	2,973	3,456	4,072	4,275
折旧和摊销	229	240	206	229	254
税金及附加	21	19	23	27	29
销售费用	176	202	187	256	252
管理费用	248	226	267	321	350
研发费用	223	209	243	295	308
财务费用	-13	2	14	23	39
投资收益	-30	12	12	12	12
营业利润	570	242	457	583	631
利润总额	572	251	466	592	639
所得税	99	69	70	89	96
净利润	473	181	396	503	543
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	473	181	396	503	543
EPS(元)	1.39	0.53	1.16	1.48	1.60

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	955	286	652	650	751
净利润	473	181	396	503	543
折旧摊销	229	240	206	229	254
净营运资金增加	-214	-118	175	409	169
其他	467	-18	-125	-490	-215
投资活动产生现金流	-436	-34	-502	-513	-488
净资本支出	-456	-335	-500	-500	-500
长期投资变化	2	67	0	0	0
其他资产变化	17	235	-2	-13	12
融资活动现金流	-712	-243	115	179	-167
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	200	291	298	340	48
无息负债变化	241	83	175	337	102
净现金流	-191	9	264	317	96

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.0%	23.9%	26.1%	27.2%	27.2%
EBITDA 率	23.8%	14.9%	16.7%	15.6%	15.9%
EBIT 率	18.6%	8.8%	12.2%	11.5%	11.6%
税前净利润率	13.0%	6.4%	10.0%	10.6%	10.9%
归母净利润率	10.8%	4.6%	8.5%	9.0%	9.2%
ROA	7.3%	2.6%	5.2%	5.8%	6.0%
ROE (摊薄)	14.0%	5.3%	10.8%	12.5%	12.4%
经营性 ROIC	15.7%	5.6%	10.0%	9.8%	9.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	48%	50%	52%	53%	52%
流动比率	1.19	1.14	1.09	1.09	1.11
速动比率	0.85	0.85	0.82	0.82	0.83
归母权益/有息债务	3.71	2.84	2.43	2.18	2.32
有形资产/有息债务	6.32	5.18	4.59	4.29	4.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,449	6,864	7,563	8,605	9,121
货币资金	981	1,347	1,612	1,929	2,025
交易性金融资产	456	252	252	252	252
应收账款	789	873	894	1,107	1,199
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	36	41	51	66	76
存货	968	933	1,028	1,226	1,291
其他流动资产	91	159	159	159	159
流动资产合计	3,395	3,675	4,097	4,842	5,113
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	67	0	0	0	0
固定资产	1,856	2,098	2,160	2,237	2,317
在建工程	273	354	502	613	696
无形资产	521	500	539	578	616
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	111	43	43	43	43
非流动资产合计	3,054	3,189	3,466	3,762	4,008
总负债	3,066	3,440	3,913	4,591	4,740
短期借款	912	1,203	1,502	1,842	1,890
应付账款	733	792	921	1,085	1,139
应付票据	645	669	777	916	961
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	2	2	2	2
流动负债合计	2,858	3,226	3,760	4,437	4,587
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	36	36	36	36
非流动负债合计	208	214	154	154	154
股东权益	3,382	3,424	3,650	4,014	4,381
股本	340	340	340	340	340
公积金	828	858	878	878	878
未分配利润	2,206	2,186	2,392	2,756	3,123
归属母公司权益	3,382	3,424	3,650	4,014	4,381
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.00%	5.17%	4.00%	4.58%	4.29%
管理费用率	5.63%	5.78%	5.71%	5.74%	5.96%
财务费用率	-0.31%	0.05%	0.30%	0.41%	0.67%
研发费用率	5.08%	5.34%	5.21%	5.27%	5.24%
所得税率	17%	28%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.50	0.41	0.52	0.56
每股经营现金流	2.81	0.84	1.92	1.91	2.21
每股净资产	9.94	10.07	10.74	11.81	12.89
每股销售收入	12.93	11.50	13.75	16.46	17.28

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	9	24	11	9	8
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.1	9.1	7.2	6.8	6.4
股息率	3.9%	3.9%	3.2%	4.0%	4.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明:</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP