

利民股份 (002734.SZ)

多个主营产品价格上涨，公司归母净利润大幅改善

优于大市

核心观点

全球农化去库拖累 2024 年业绩，2025 年一季度业绩大幅改善。利民股份披露 2024 年年报及 2025 年一季报，公司 2024 年实现营业收入 42.37 亿元，同比增长 0.32%；归母净利润为 0.81 亿元，同比增长 31.11%；公司 2024 年归母净利润下降主要系受全球农化去库周期影响，多数农药产品价格下降，使得公司营收和毛/净利率下降。随着全球农化去库周期渐进尾声，公司的营收和盈利水平逐渐趋稳。2025 年第一季度，受益于多个主营产品涨价，公司实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 1373.23%，环比增长 258.51%。

核心产品景气度持续向好，盈利能力增强。据百川盈孚，2024 年 3 月中旬至今，甲维盐和阿维菌素市场价格分别从 50、35 万元/吨上涨至 71.5、51.5 万元/吨；2025 年 3 月以来，代森锰锌的市场价格从 2.35 万元/吨上涨至 2.5 万元/吨；百菌清市场价格已从 2024 年 1 月的 1.8 万元/吨上涨至 2025 年 5 月的 2.9 万元/吨；此外，2025 年 5 月 22 日国内酒石酸泰乐菌素市场主流成交参考 290-310 元/千克，较年初的 235 元/千克上涨 23.40%-31.91%。2024 年以来公司多个主营产品价格上涨，预计盈利水平改善明显；此外公司已在巴西市场成功获得代森锰锌、苯醚甲环唑、啉菌酯、丙硫菌唑和硝磺草酮五项原药的自主登记，预计未来几年海外销量将进一步提升。

新业务布局加速，AI+农药创制与合成生物学打开成长空间。2024 年，公司完成对德彦智创⁷ 51%股权收购，德彦智创致力于全球化农药创制平台，并应用 AI 技术提升药物开发效率，2025 年 3 月，德彦智创与巴斯夫签署战略合作框架协议，将携手推进新农药在中国的开发、登记及商业化进程。在合成生物学方面，2024 年，公司建成合成生物学实验室，有效提升了菌种性能、生物合成效率、酶催化能力，推动了生物合成产品的产业化进程。公司与上海植生优谷、厦门昶科生物、成都绿信诺生物等科技公司签署战略合作协议，共同开展 RNA、噬菌体、新型小肽生物农药等产品的创制研发。这些新技术的突破有望为公司带来高壁垒的新产品和增长点。

风险提示：市场竞争风险；安全生产风险；国际贸易摩擦风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司多个主营产品涨价带来的利润弹性，以及公司未来与多个合作伙伴在农药创新领域的合作取得进展，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.02/4.78/5.22 亿元，EPS 为 0.95/1.13/1.24 元，对应当前股价 PE 为 15.9/13.4/12.3X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,224	4,237	4,958	5,255	5,513
(+/-%)	-15.8%	0.3%	17.0%	6.0%	4.9%
归母净利润(百万元)	62	81	402	478	522
(+/-%)	-71.7%	31.1%	394.0%	18.9%	9.3%
每股收益(元)	0.17	0.22	0.95	1.13	1.24
EBIT Margin	3.5%	4.4%	12.6%	13.7%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	2.2%	3.1%	14.3%	16.0%	16.3%
市盈率 (PE)	89.9	68.5	15.9	13.4	12.3
EV/EBITDA	19.2	16.7	10.4	9.5	9.1
市净率 (PB)	2.01	2.11	2.28	2.14	2.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

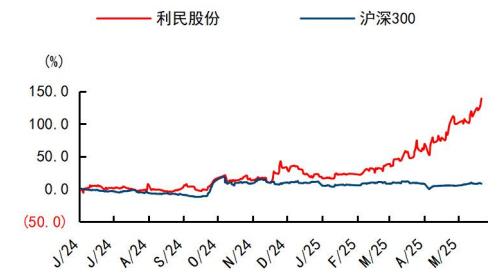
0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.93 元
总市值/流通市值	6710/6038 百万元
52 周最高价/最低价	16.00/6.36 元
近 3 个月日均成交额	478.54 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

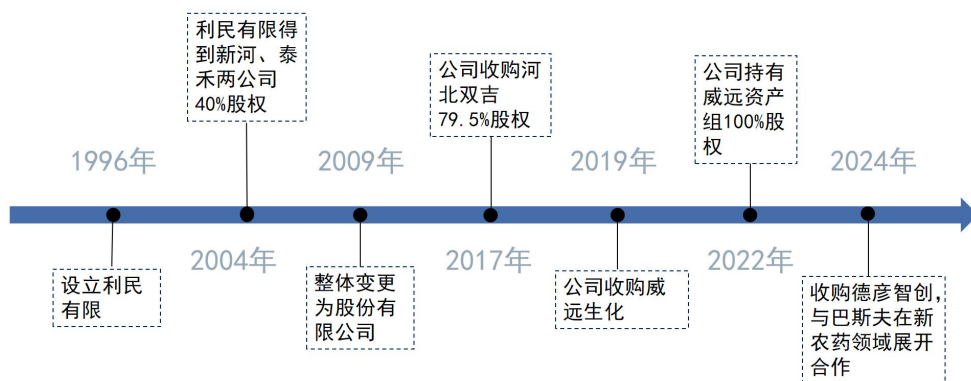
相关研究报告

公司简介：国内杀菌剂行业的领军企业之一

公司发展历程：利民控股集团股份有限公司的前身为成立于 1996 年的利民化工有限责任公司，2009 年变更为股份有限公司。2015 年，公司在深圳证券交易所主板上市。2017 年，公司收购河北双吉，2019 年，公司收购威远生化，资产规模大幅扩张。2020 年，公司启动公开发行 9.8 亿元可转换公司债券项目。2024 年，公司，公司收购德彦智创 51% 股权，与巴斯夫达成战略合作框架协议，将携手推进新农药在中国的开发登记及商业化进程。

经过 20 余年发展，公司已成长为集农药、兽药原料药及制剂的研发、生产和销售于一体的现代化企业集团，是国家定点农药制造骨干企业、全国农药行业销售 TOP20 企业。公司产品覆盖农药杀菌剂、杀虫剂、除草剂三大品类及兽药，市场遍布国内以及海外 130 多个国家和地区。

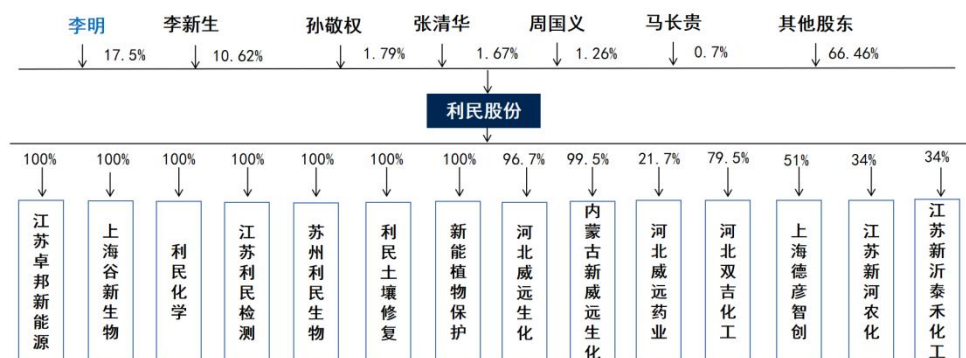
图1：利民股份发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构：公司目前股权比例较为集中，控股股东、实际控制人、一致行动人为李明、李新生父子，二人持股比例合计达到 28.12%。公司拥有多个子公司和参股公司。子公司包括利民化学有限责任公司、河北威远生物化工有限公司、河北威远药业有限公司、内蒙古新威远生物化工有限公司、河北双吉化工有限公司等；参股公司包括江苏新河农用化工有限公司、上海德彦智创、江苏新沂泰禾化工有限公司。

图2：利民股份股权结构图



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主营产品：公司产品包括农用杀菌剂、杀虫剂、除草剂以及兽药原料药、粉剂、预混剂和水针剂等系列制剂。

(1) 杀菌剂产品主要包括代森类、百菌清、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺、威百亩、嘧菌酯等原药及制剂；杀虫剂产品包括阿维菌素、甲氨基阿维菌素苯甲酸盐、噻虫啉、吡蚜酮、噻虫胺、噻唑膦、呋虫胺、除虫脲及其他复配制剂；

(2) 除草剂产品主要包括草铵膦、硝磺草酮等原药及制剂；

(3) 兽药产品主要包括伊维菌素、乙酰氨基阿维菌素、泰妙菌素、沃尼妙林等。公司多个产品的产能、产量、销量在国内外行业中位于前列，其中主导产品代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺、威百亩、阿维菌素、甲维盐等具有较明显的规模优势。

公司主营业务结构：随着公司 2019 年收购威远相关资产之后，公司收入和毛利结构发生较大变化，2024 年公司的营收构成为：杀菌剂占比 50.79%，杀虫剂占比 30.21%，除草剂占比 8.98%，兽药占比 9.01%。

图3：公司营收构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司毛利构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

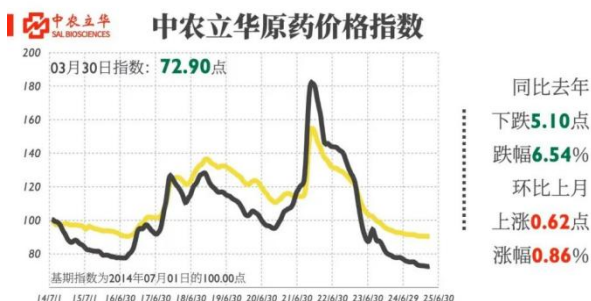
公司近期经营状况分析

此轮全球农化行业库存周期及产能周期简介

全球农化行业此轮库存周期：中国农药以出口为主，2024 年中国农药出口量突破 205 万吨（折百），占全年产量的 89.5%，中国农药在全球农药市场的份额也较高。2021 年开始，受公共卫生事件影响国内农药出现阶段性供应不畅，导致海外进行恐慌性备货，叠加产品原料价格上涨等诸多因素，全球农药价格一路走高，中国农药的出口数量在 2021、2022 年不断创下新高，导致海外库存累积，而 2023 年以来，随着全球农药供应秩序恢复正常，农药行业进入去库周期，同时新增产能不断投放使得行业供过于求矛盾日益显现，绝大多数农药产品价格持续下跌，中国农药出口数量也在 2023 年上半年出现显著下滑。2023 年四季度以来，中国农药出口到南美的数量逐渐恢复到正常区间，2024 年下半年以来中国农药出口到北美的数量也已恢复，整体看目前全球农药行业的供需秩序已经恢复，此轮全球农药行业的去库周期已经接近尾声，产能过剩已取代行业去库成为当前全球农化行业的首要矛盾。

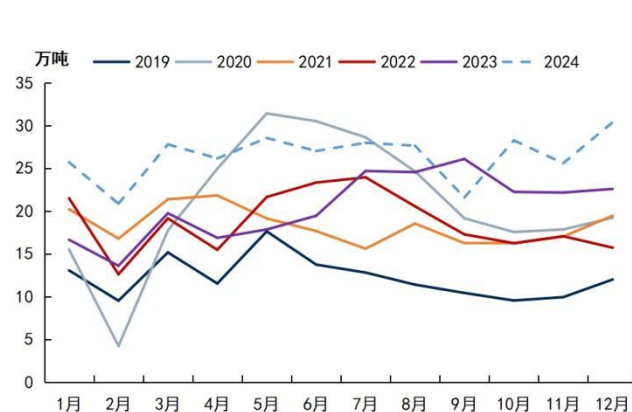
全球农化行业进入去产能周期：受 2021/2022 年农药价格大幅上涨、海外种植面积增加带来需求增量等利好影响，国内农药企业开始进行产能扩张，多数扩产不受限制的非专利农药产能快速增长，2021-2023 年 SW 农药行业资本开支分别达到 141.04、161.90、173.48、154.19 亿元，大幅超过 2020 年的 105.16 亿元，以利民股份的草铵膦产品为例，据百川盈孚，2024 年底国内草铵膦产能达 15.10 万吨/年，较 2020 年底增长 11 万吨/年，增速 268.29%。而根据中农纵横估算，2021 年全球草铵膦需求量约 5 万吨，预期 2026-2028 年后，随着新生代转基因的渗透、百草枯的禁用替代、复配制剂的增加和草铵膦价格下降后部分替代其他除草剂，草铵膦需求量还将增加不少于 4.5 万吨，届时全球草铵膦使用量有望达到 10 万吨左右，即当前国内草铵膦产能便可满足预期的 2028 年全球草铵膦需求并有富足，说明草铵膦行业的产能过剩问题严峻，无原料/技术优势的企业多陷入亏损。2024 年 SW 农药行业资本开支开始下降，我们认为当前多数农药均面临产能过剩问题，部分农药品种出现大范围亏损，2025 年以来中农利华原药价格指数的下跌速度也有所放缓，多数农药价格进入磨底周期，落后产能将不断出清，全球农化行业进入新一轮去产能周期。

图5：中农立华原药价格指数



资料来源：中农立华，国信证券经济研究所整理

图6：中国农药月度出口数量（HS 编码 3808）



资料来源：Trade Map，国信证券经济研究所整理

图7: SW 农药行业资本开支



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 中国草铵膦行业产能



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

2023/2024 年公司业绩承压。在全球农化行业库存周期及扩产周期的共同作用下，2023/24 年公司多个农药产品价格和盈利水平下降，归母净利润承压，这两年公司分别实现归母净利润 0.62/0.81 亿元，为 2016 年以来最低的两年。

图9: 利民股份营业收入及同比增速



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

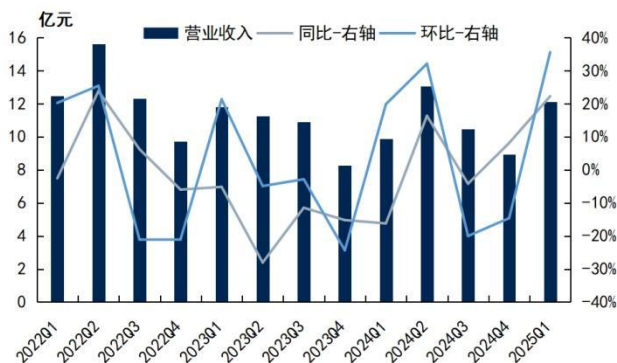
图10: 利民股份归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

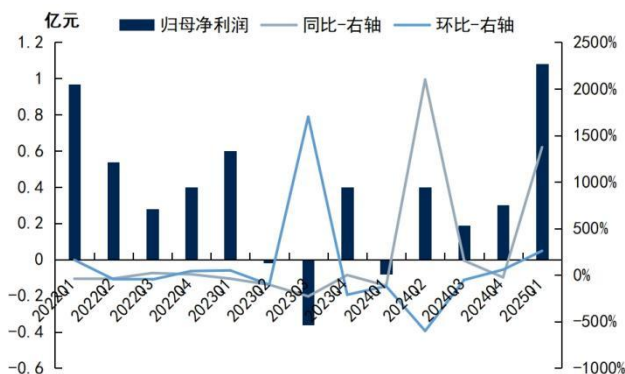
2025 年一季度公司业绩大幅改善。2025 年第一季度，公司实现营业收入 12.11 亿元，同比增长 22.28%；实现归母净利润 1.08 亿元，去年同期为亏损 849.17 万元，同比增长 1373.23%，成功扭亏为盈。归母净利润的显著提升主要受益于报告期内主要农药产品市场需求回暖、价格上涨以及成本端的有效控制。

图11: 利民股份季度营业收入及增速



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 利民股份季度归母净利润及增速



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司 2024 年年报及 2025 年一季报简析：多个产品价格上涨，新业务布局加速

核心产品景气度持续向好，盈利能力增强

代森锰锌：公司拥有 4.5 万吨/年产能，国内市占率 70-80%，全球产能第二。2024 年，虽然代森锰锌价格波动不大，但主要原材料乙二醇价格从 1.2 万元/吨降至 0.91 万元/吨，显著降低了生产成本，推动毛利率提升。2025 年 3 月以来，代森锰锌的市场价格从 2.35 万元/吨上涨至 2.5 万元/吨，同时乙二醇价格继续下行，预计代森锰锌的盈利能力将进一步提升。在海外市场方面，公司积极拓展巴西等南美市场，代森锰锌原药巴西自主登记于今年 4 月获得正式批准，而巴西因大豆种植面积增加及锈病频发对杀菌剂的需求显著提升，我们预计公司后续向巴西市场出货量将持续提升。

百菌清：公司通过参股 34%的江苏新河化工间接拥有百菌清权益产能约 1.02 万吨/年（新河化工总产能 3 万吨/年，销量占全球市场份额 60%以上）。受南美大豆锈病等因素影响，百菌清需求旺盛，渠道库存低位。据百川盈孚，百菌清市场价格已从 2024 年 1 月的 1.8 万元/吨上涨至 2025 年 5 月的 2.9 万元/吨，公司将受益于新河化工的投资收益增加。

甲维盐与阿维菌素：公司拥有甲维盐产能 800 吨/年，阿维菌素产能 500 吨/年。市场方面，由于部分竞争对手转产或生产不连续，以及下游康宽（氯虫苯甲酰胺）抗性显现和需求恢复，甲维盐和阿维菌素价格自 2024 年 3 月中旬持续回暖。据百川盈孚，2024 年 3 月中旬至今，甲维盐和阿维菌素市场价格分别从 50、35 万元/吨上涨至 71.5、51.5 万元/吨，目前价格仍有修复空间，公司相关产线满负荷生产，订单饱满。

图13: 代森锰锌与百菌清市场价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图14: 甲维盐与阿维菌素市场价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

兽药：公司还拥有泰乐菌素（产能 500 吨/年）、泰妙菌素（产能 600 吨）等发酵产品，发酵装置具备一定柔性生产能力，这些产品部分受益于兽药市场回暖，价格有所上涨，预计将贡献稳定利润，并有望在 2025 年达到满产状态。以泰乐菌素为例，据百川盈孚，2025 年 5 月 22 日国内酒石酸泰乐菌素市场主流成交参考 290-310 元/千克，较年初的 235 元/千克上涨 23.40%-31.91%，目前市场渠道库存低位，现货供应偏紧。

新业务布局加速，AI+农药创制与合成生物学打开成长空间

公司将生物合成为主、绿色化学合成与新能源电池电解质技术为辅作为“一主两辅”的产业格局。

AI+农药创制：2024 年，公司完成对“上海德彦智创农业科技有限公司”的 51% 股权收购，成为其第一大股东。德彦智创致力于全球化农药创制平台，并应用 AI 技术提升药物开发效率。2024 年 11 月，德彦智创生测实验中心正式运营，2025 年 3 月，德彦智创与巴斯夫签署战略合作框架协议，将携手推进新农药在中国的开发、登记及商业化进程。AI 技术有望大幅缩短农药创制研发周期、降低研发成本，助力公司向农药创制企业迈进。

合成生物学：2024 年，公司建成合成生物学实验室，有效提升了菌种性能、生物合成效率、酶催化能力、产品纯度及生产经济性，推动了生物合成产品的产业化进程。公司与上海植生优谷、厦门昶科生物、成都绿信诺生物等科技公司签署战略合作协议，共同开展新型 RNA、噬菌体、新型小肽生物农药等产品的创制研发。这些新技术的突破有望为公司带来高壁垒的新产品和增长点。

表1: 公司主要研发投入项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
新除草剂中间体 101	新产品开发	完成产业化设计	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新杀菌剂 102	新产品开发	完成产业化设计	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新杀菌剂 103	新产品开发	中试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新杀菌剂中间体 105	新产品开发	中试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新杀菌剂 106	新产品开发	中试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新杀虫剂 107	新产品开发	产业化设计	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新杀虫剂 109	新产品开发	中试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
绿色生物杀虫剂 201	新产品开发	中试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
绿色生物杀虫剂 202	新产品开发	完成产业化设计	新产品产业化	增加新的盈利增长点
绿色生物杀虫剂 204	新产品开发	中试	新产品产业化	增加新的盈利增长点

表1：公司主要研发投入项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
绿色生物杀虫剂 205	新产品开发	小试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
绿色生物杀菌剂 206	新产品开发	完成中试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新型创制化合物 301	新产品开发	小试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新型创制化合物 302	新产品开发	小试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
新型创制化合物 303	新产品开发	小试	新产品产业化	增加新的盈利增长点
电池电解质添加剂 401	新产品开发	完成产业化设计	新产品产业化	增加新的盈利增长点
除草剂 501 技术改进	工艺技术改进	中试	降本增效	提升产品市场竞争力
除草剂 502 技术改进	工艺技术改进	中试	降本增效	提升产品市场竞争力
除草剂 503 技术改进	工艺技术改进	完成中试，应用到生产	降本增效	提升产品市场竞争力
杀菌剂 504 技术改进	工艺技术改进	完成中试，应用到生产	降本增效	提升产品市场竞争力
杀菌剂 505 技术改进	工艺技术改进	中试	降本增效	提升产品市场竞争力
杀虫剂 506 技术改进	工艺技术改进	中试	降本增效	提升产品市场竞争力
杀虫剂 507 技术改进	工艺技术改进	中试	降本增效	提升产品市场竞争力
杀虫剂 508 技术改进	工艺技术改进	完成中试，应用到生产	降本增效	提升产品市场竞争力
杀虫剂 509 技术改进	工艺技术改进	完成中试，应用到生产	降本增效	提升产品市场竞争力
杀虫剂 510 技术改进	工艺技术改进	完成中试，应用到生产	降本增效	提升产品市场竞争力

资料来源：公司 2024 年年报，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下主要假设条件：

杀菌剂：公司 2024 年杀菌剂外销量 151183.77 吨，销售均价 14234.30 元/吨，目前公司已在巴西市场成功获得代森锰锌、苯醚甲环唑、啮菌酯、丙硫菌唑原药的自主登记，预计销量将进一步提升，我们假设 2025-2027 年公司杀菌剂销量分别为 166302.15、174617.25、183348.12 吨。2025 年 3 月以来，代森锰锌的市场价格从 2.35 万元/吨上涨至 2.5 万元/吨，同时原材料乙二胺价格继续下行；百菌清市场价格也从 2024 年 1 月的 1.8 万元/吨上涨至 2025 年 5 月的 2.9 万元/吨。公司 2024 年杀菌剂业务毛利率 27.54%，我们预计代森锰锌和百菌清为代表的杀菌剂业务销售价格和盈利水平提升，假设 2025-2027 年杀菌剂销售均价分别为 15373.04、15500.00、15500.00 元/吨，毛利率分别为 31.00%、32.00%、32.00%。

杀虫剂：在出口需求的强力拉动之下，2024 年公司的甲维盐、阿维菌素价格触底反弹，涨价态势一直持续到现在，我们预计价格还有上行空间。公司 2024 年杀虫剂销量 21444.38 吨，我们假设 2025-2027 年公司杀虫剂销售量分别为 23588.82、24768.26、26006.67 吨；公司 2024 年杀虫剂销售均价 59700.00 元/吨，我们假设 2025-2027 年公司杀虫剂销售均价分别为 66000.00、67000.00、67000.00 元/吨；公司 2024 年杀虫剂毛利率为 15.06%，我们假设 2025-2027 年公司杀虫剂毛利率分别为 25.00%、26.00%、26.00%。

除草剂：公司 2024 年除草剂销量 25837.93 吨，我们假设 2025-2027 年公司除草剂销售量分别为 26000.00、27000.00、28000.00 吨；公司 2024 年除草剂销售均价 14732.70 元/吨，我们假设 2025-2027 年公司除草剂销售均价分别为 14200.00、14500.00、14500.00 元/吨；公司 2024 年除草剂毛利率为-15.12%，我们假设 2025-2027 年公司除草剂毛利率分别为 0.00%、3.00%、5.00%。

兽药：公司 2024 年兽药销量 4608.08 吨，销售均价 82852.22 元/吨，毛利率 21.46%，今年以来随着泰乐菌素等兽药价格大幅上涨，我们预计公司兽药的产销量及价格、毛利率均会改善，我们预计 2025-2027 年公司兽药销量分别为 5000.00、5200.00、5500.00 吨，销售均价分别为 85000.00、86000.00、86000.00 元/吨，毛利率分

别为 25.00%、26.00%、26.00%。

基于以上主要假设条件，我们预计 2025-2027 年利民股份的营业收入分别为 495763.23、525474.08、551334.28 万元，毛利率分别为 26.34%、27.47%、27.64%，对应毛利润分别为 130603.93、144361.86、152375.99 万元。

表2：利民股份盈利拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
农用杀菌剂						
营业收入（万元）	205680.51	208316.06	215199.52	255657.03	270656.74	284189.58
营业成本（万元）	164137.81	166916.89	155927.44	176403.35	184046.59	193248.92
毛利润（万元）	41542.7	41399.17	59272.08	79253.68	86610.16	90940.67
毛利率	19.89%	19.87%	27.54%	31.00%	32.00%	32.00%
农用杀虫剂						
营业收入（万元）	171153.71	124783.93	128022.95	155686.20	165947.33	174244.70
营业成本（万元）	135419.74	107082.4	108740.30	116764.65	122801.03	128941.08
毛利润（万元）	35733.97	17701.53	19282.65	38921.55	43146.31	45303.62
毛利率	18.93%	14.19%	15.06%	25.00%	26.00%	26.00%
农用除草剂						
营业收入（万元）	71253.7	46177.65	38066.25	36920.00	39150.00	40600.00
营业成本（万元）	55945.72	43729.39	43823.33	36920.00	37975.50	38570.00
毛利润（万元）	15307.98	2448.26	(5757.08)	0.00	1174.50	2030.00
毛利率	19.72%	5.30%	-15.12%	0.00%	3.00%	5.00%
兽药						
营业收入（万元）	46398.51	36962.67	38178.97	42500.00	44720.00	47300.00
营业成本（万元）	37993.44	29389.7	29986.21	31875.00	33092.80	35002.00
毛利润（万元）	8405.07	7572.97	8192.76	10625.00	11627.20	12298.00
毛利率	18.11%	20.49%	21.46%	25.00%	26.00%	26.00%
其他业务						
营业收入（万元）	7149.56	6153.39	4272.60	5000.00	5000.00	5000.00
营业成本（万元）	13623.14	3556.25	2731.30	3196.30	3196.30	3196.30
毛利润（万元）	-6473.58	2597.14	1541.30	1803.70	1803.70	1803.70
毛利率	-90.55%	42.21%	36.07%	36.07%	36.07%	36.07%
合计						
营业收入（万元）	501635.99	422393.70	423740.29	495763.23	525474.08	551334.28
营业成本（万元）	407119.85	350674.63	341208.59	365159.30	381112.22	398958.30
毛利润（万元）	94516.14	71719.06	82531.70	130603.93	144361.86	152375.99
毛利率	18.84%	16.98%	19.48%	26.34%	27.47%	27.64%
营收增速（%）	5.88%	-15.80%	0.32%	17.00%	5.99%	4.92%
营业成本/营业收入	81.16%	83.02%	80.52%	73.66%	72.53%	72.36%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：每股股价 15.61–21.69 元

基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，我们预计公司未来三年费用率小幅下降，未来三年估值具体假设条件见下表：

表3：公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	5.88%	-15.80%	0.32%	17.00%	5.99%	4.92%
营业成本/营业收入	81.16%	83.02%	80.52%	73.66%	72.53%	72.36%
管理费用/营业收入	5.23%	5.59%	6.45%	5.80%	5.60%	5.50%
研发费用/营业收入	3.90%	3.49%	3.62%	3.80%	4.00%	4.00%
销售费用/销售收入	3.04%	2.99%	3.42%	3.00%	3.00%	3.00%
营业税及附加/营业收入	0.61%	0.69%	0.74%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税税率	10.94%	1.28%	18.88%	18.88%	18.88%	18.88%
股利分配比率	78.23%	222.67%	197.33%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

注：此处管理费用不含无形资产摊销；股利分配比率=分配股利、利润或偿付利息支付的现金/税后利润

表4：资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1.3	T	18.88%
无风险利率	2.50%	Ka	10.95%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.67
公司股价	15.2	Ke	13.35%
发行在外股数	421	E/(D+E)	74.09%
股票市值(E)	6403	D/(D+E)	25.91%
债务总额(D)	2239	WACC	10.62%
Kd	3.50%	永续增长率	1.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析：

表5：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
永续增长率变化		9.6%	10.1%	10.62%	11.1%	11.6%
	1.6%	21.69	20.18	18.84	17.64	16.55
	1.4%	21.37	19.91	18.61	17.44	16.38
	1.2%	21.07	19.65	18.39	17.25	16.22
	1.0%	20.79	19.41	18.18	17.06	16.06
	0.8%	20.51	19.18	17.97	16.89	15.90
	0.6%	20.25	18.95	17.78	16.72	15.76
	0.4%	20.00	18.74	17.59	16.56	15.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 49.58/52.55/55.13 亿元，归母净利润为 4.02/4.78/5.22 亿元，摊薄 EPS 为 0.95/1.13/1.24 元（以最新股本数 421239571 股计算）。采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 15.61-21.69 元，在 1%的永续增长率以及 10.62%的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 18.18 元。

相对估值：每股股价 15.20-17.10 元

我们选取国内农药行业龙头扬农化工，主营海外农药制剂的润丰股份，以及国内草甘膦产能最大的兴发集团作为利民股份的可比公司，选择理由如下：

1、扬农化工（600486.SH）：扬农化工是中国中化控股有限责任公司旗下成员企业，全球拟除虫菊酯原药重要供应商，全球农化企业十强。公司核心品种拟除虫菊酯是全国制造业单项冠军产品，2018 年获中国工业大奖。公司现有员工 3000 余人，经过多年市场布局，与全球主要农化跨国巨头均形成紧密良好的合作，产品远销全球 80 多个国家和地区，是全球农药原药产品的核心供应商。扬农化工的优势在于研产销一体化，在新农药产品创制及非专利产品创新上具有显著优势。公司发展愿景是成为“行业领先、受人尊重、科技驱动的创新型农化标杆企业”。2024 年，扬农化工实现营业收入 104.35 亿元，归母净利润 12.02 亿元。

2、利尔化学（002258.SZ）：利尔化学股份有限公司成立于 1993 年，位于四川省绵阳市，是由中国工程物理研究院发起设立的军转民高新技术企业，于 2008 年 7 月在深交所挂牌上市。公司主要从事高效、安全类农药的研发、生产和销售，产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列共 30 余种原药、100 余种制剂和化工中间体，产品出口美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等三十多个国家和地区，出口量稳居国内前茅。公司在国内最先研发出毕克草、毒莠定、氟草烟等氯代吡啶系列除草剂产品，是继美国陶氏益农之后全球范围内最先全面掌握氰基吡啶氯化工业化关键技术的企业，与科迪华、巴斯夫、UPL、纽发姆等国际顶尖农化企业建立了长期稳定的战略合作关系。2024 年，利尔化学实现营业收入 73.11 亿元，归母净利润 2.15 亿元。

3、兴发集团（002215.SZ）：草甘膦是目前全球第一大除草剂，兴发集团的草甘膦产能达 23 万吨/年，排名国内第一，全球第二，兴发集团凭借较高的磷资源自给和能源自给率，以及配套有机硅产业链，具有较强的成本竞争优势。2024 年，兴发集团实现营业收入 283.96 亿元，归母净利润 16.01 亿元。

表6: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2025/5/22)	EPS			PE			PB	总市值 亿元
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	52.08	2.96	3.43	4.03	19.58	15.07	12.82	1.91	211
002258.SZ	利尔化学	农药原药、制剂	10.28	0.27	0.52	0.67	30.74	20.21	15.61	1.07	82
600141.SH	兴发集团	磷化工、草甘膦	21.67	1.45	1.75	2.03	14.95	11.83	10.19	1.04	228
平均值							21.76	15.70	12.87	1.34	
002734.SZ	利民股份	农药原药、制剂	15.20	0.22	0.95	1.13	68.5	15.9	13.4	2.05	64

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

相对估值方面, 根据可比公司的平均 PE (2025 年) 约 15.70 倍, 我们预计利民股份当前股价对应 2025 年预期 EPS 的 PE 为 15.90 倍, 基本与可比公司平均水平持平。利民股份 2025 年一季度实现归母净利润 1.08 亿元, 同比增长 1373.23%, 环比增长 258.51%, 随着公司多个主营产品价格持续上涨, 我们预计公司业绩会持续修复, 因此我们认为利民股份在当前阶段应当享有一定的估值溢价, 所以按照公司 2025 年 EPS 给予 16-18 倍 PE 来估值较合理, 对应股价区间 15.20-17.10 元。

投资建议: 维持“优于大市”评级

我们看好公司多个主营产品涨价带来的利润弹性, 以及公司未来与多个合作伙伴在农药创新领域的合作取得进展, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.02/4.78/5.22 亿元, EPS 为 0.95/1.13/1.24 元, 对应当前股价 PE 为 15.9/13.4/12.3X。综合绝对及相对估值, 我们认为当前阶段公司股票合理估值区间在 15.61-17.10 元之间, 2025 年 EPS 对应动态市盈率为 16.43-18.00X, 相对于公司 5 月 22 日收盘价 (15.20 元) 有 2.70%-12.50% 的溢价空间, 维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法, 多角度综合得出公司的合理估值在 15.61-17.10 元之间, 但该估值是建立在相关假设前提基础上的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 (WACC) 的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定, 都融入了很多个人的判断, 进而导致估值出现偏差的风险, 具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本 (WACC) 对公司绝对估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低, 从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的扬农化工、利尔化学、兴发集团等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑利民股份多个主营产品涨价带来利润提升，在行业平均动态 PE 为 15.70 的基础上给予了一定溢价，最终给予公司 2024 年 16-18 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 17.0%/6.0%/4.9%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 26.34%/27.47%/27.64%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受农药的价格影响较大，我们预计未来 3 年公司农药的市场价格和盈利水平上涨，若由于形势变化，后续公司农药相关产品的实际价格低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

生产经营风险

市场竞争风险：就现有产品而言，公司目前仍在国内具有一定的技术、规模和客户优势，但国内外竞争对手的威胁明显加大，其产能规模逐步扩大，使得公司面临较大的竞争压力，这在一定程度上将影响公司销售和盈利能力。

环保风险：公司主要从事化学农药原药及制剂的生产，生产过程中会产生一定量的废水、废气、废渣。随着国家对生态文明建设、推进绿色低碳发展的要求不断增强，公司将采取一系列节能减排降碳和技术优化等措施来转型升级，进一步提升废物资源化利用，这将增加公司在环保设施、三废治理、碳排放管理等方面的投入和支出，从而对公司的收益水平造成一定的影响。

安全生产风险：公司生产过程中，部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质。产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，存在着因设备、工艺管理不到位导致操作不当或能量异常释放等原因导致安全事故的风险。虽然近些年公司未发生过较大及以上安全事故，但不能保证公司绝对不会发生较大及以上安全事故的发生；若发生较大及以上事故，可能给公司的生产经营带来一定的不利影响。

公司快速发展的管理风险：在目前公司快速发展的形势下，公司基地增加较多，异地建设项目也相应增多，集团及子公司管理更趋复杂。如果公司的管理人员、管理体系无法适应公司业务、规模迅速扩大带来的变化，将对公司经营造成不利影响。

国际贸易摩擦风险：在全球地缘政治博弈加剧的背景下，多国贸易保护主义带来的关税壁垒、市场准入限制和产业链布局调整等措施对中国出口企业带来的不利影响可能会持续，特别是中美贸易摩擦的持续发酵，导致中国出口产品的市场价格上涨、人民币汇率波动频繁以及供应链转移，将对公司发展造成一定不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	807	666	954	1529	2096	营业收入	4224	4237	4958	5255	5513
应收款项	595	671	679	720	755	营业成本	3507	3412	3652	3811	3990
存货净额	766	763	782	770	808	营业税金及附加	29	31	35	37	39
其他流动资产	166	238	248	236	221	销售费用	126	145	149	158	165
流动资产合计	2344	2443	2768	3360	3985	管理费用	265	308	312	318	327
固定资产	3362	3255	2964	2683	2399	研发费用	147	154	188	210	221
无形资产及其他	463	480	456	432	408	财务费用	74	68	54	44	33
投资性房地产	360	165	165	165	165	投资收益	(18)	7	0	0	0
长期股权投资	286	317	317	317	317	资产减值及公允价值变动	(27)	(44)	0	0	0
资产总计	6815	6660	6669	6957	7274	其他收入	(115)	(123)	(188)	(210)	(221)
短期借款及交易性金融负债	1019	1074	1000	1000	1000	营业利润	64	114	569	677	739
应付款项	1054	918	920	962	1011	营业外净收支	0	2	0	0	0
其他流动负债	586	673	569	595	624	利润总额	64	115	569	677	739
流动负债合计	2658	2664	2489	2557	2634	所得税费用	1	22	107	128	140
长期借款及应付债券	1251	1239	1239	1239	1239	少数股东损益	1	12	60	71	78
其他长期负债	90	62	62	62	62	归属于母公司净利润	62	81	402	478	522
长期负债合计	1342	1300	1300	1300	1300	现金流量表（百万元）					
负债合计	4000	3965	3789	3857	3935	净利润	62	81	402	478	522
少数股东权益	42	53	77	105	136	资产减值准备	16	33	(4)	(5)	(5)
股东权益	2773	2643	2804	2995	3204	折旧摊销	350	384	354	359	364
负债和股东权益总计	6815	6660	6669	6957	7274	公允价值变动损失	27	44	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	74	68	54	44	33
每股收益	0.17	0.22	0.95	1.13	1.24	营运资本变动	5	6	(127)	46	14
每股红利	0.38	0.44	0.57	0.68	0.74	其它	(18)	(45)	28	33	36
每股净资产	7.56	7.20	6.66	7.11	7.61	经营活动现金流	442	504	652	912	931
ROIC	2.17%	2.67%	11%	13%	14%	资本开支	0	(233)	(50)	(50)	(50)
ROE	2.24%	3.08%	14%	16%	16%	其它投资现金流	(3)	(95)	0	0	0
毛利率	17%	19%	26%	27%	28%	投资活动现金流	3	(358)	(50)	(50)	(50)
EBIT Margin	4%	4%	13%	14%	14%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	20%	21%	21%	负债净变化	4	(51)	0	0	0
收入增长	-16%	0%	17%	6%	5%	支付股利、利息	(138)	(161)	(241)	(287)	(313)
净利润增长率	-72%	31%	394%	19%	9%	其它融资现金流	(129)	137	(74)	0	0
资产负债率	59%	60%	58%	57%	56%	融资活动现金流	(402)	(286)	(315)	(287)	(313)
股息率	2.5%	2.9%	4.3%	5.1%	5.6%	现金净变动	42	(140)	288	575	567
P/E	89.9	68.5	15.9	13.4	12.3	货币资金的期初余额	764	807	666	954	1529
P/B	2.0	2.1	2.3	2.1	2.0	货币资金的期末余额	807	666	954	1529	2096
EV/EBITDA	19.2	16.7	10.4	9.5	9.1	企业自由现金流	0	310	682	940	953
						权益自由现金流	0	396	565	904	927

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032