利民股份（002734.SZ）

多个主营产品价格上涨，公司半年度业绩大幅改善

优于大市

核心观点

公司发布2025年半年度业绩预告，业绩实现同比大幅增长。预计2025年上半年利民股份实现归母净利润2.6-2.8亿元，同比增长719.25%-782.27%；实现扣除非经常性损益后的净利润2.47-2.68亿元，同比增长770.37%-844.37%。结合公司第一季度归母净利润1.08亿元，第二季度公司预计实现归母净利润中枢约1.62亿元，环比继续高增。公司业绩大幅增长的主要原因是公司主要产品销量和价格同比上涨、毛利率提升，以及参股公司业绩上涨带来投资收益增加。

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70.5、50万元/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7月的2.95万元/吨；2025年7月4日国内酒石酸泰乐菌素市场主流成交参考280元/千克，较年初的235元/千克上涨19.15%。当前正值年内需求旺季，工厂库存下降，出口数量提升，后续有望看到行业反内卷自律举措，草铵膦价格有望触底反弹。销量方面，公司已在巴西市场成功获得代森锰锌、苯醚甲环唑、嘧菌酯、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”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。公司还与上海植生优谷、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。考虑公司多个产品涨价幅度及持续性超预期，我们上调盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为5.29/5.88/6.48亿元（原值为4.02/4.78/5.22亿元），EPS为1.26/1.40/1.54元，对应当前股价PE为16.7/15.0/13.7X，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	529	588	648
(+/-%)	-71.7%	31.1%	550.5%	11.2%	10.0%
每股收益（元）	0.17	0.22	1.26	1.40	1.54
EBIT Margin	3.5%	4.4%	16.2%	16.7%	17.2%
净资产收益率（ROE）	2.2%	3.1%	18.5%	19.0%	19.3%
市盈率（PE）	124.3	94.8	16.7	15.0	13.7
EV/EBITDA	23.4	20.4	10.9	10.2	9.7
市净率（PB）	2.78	2.92	3.10	2.87	2.64

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

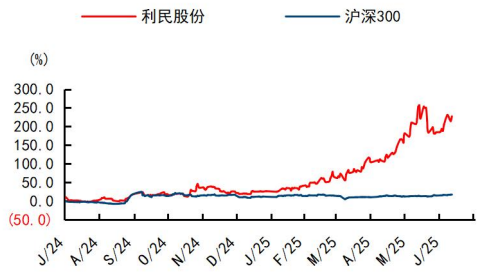
证券分析师：杨林
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

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	21.02元
总市值/流通市值	9271/8400百万元
52周最高价/最低价	24.87/6.36元
近3个月日均成交额	1139.82百万元

市场走势



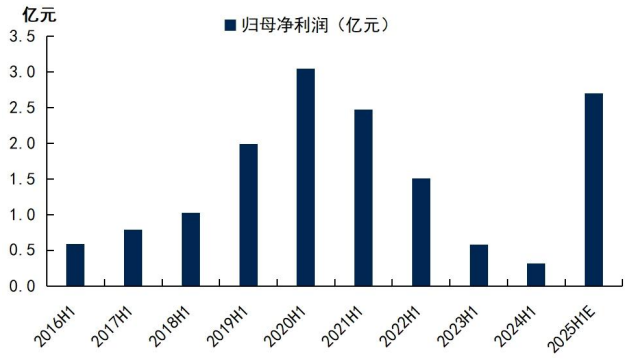
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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》——2025-05-25

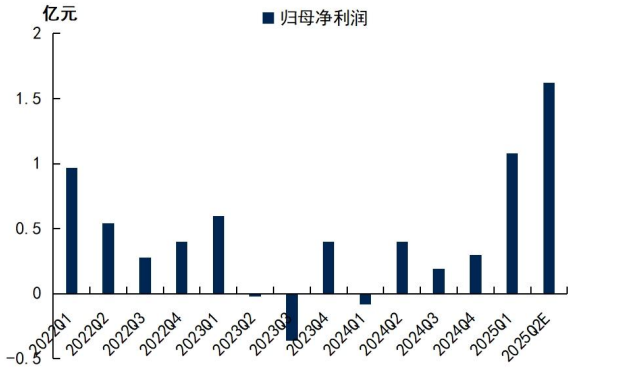
公司发布 2025 年半年度业绩预告，业绩实现同比大幅增长。预计 2025 年上半年利民股份实现归母净利润 2.6-2.8 亿元，同比增长 719.25%-782.27%；实现扣除非经常性损益后的净利润 2.47-2.68 亿元，同比增长 770.37%-844.37%。结合公司第一季度归母净利润 1.08 亿元，第二季度公司预计实现归母净利润中枢约 1.62 亿元，环比继续高增。公司业绩大幅增长的主要原因是公司主要产品销量和价格同比上涨、毛利率提升，以及参股公司业绩上涨带来投资收益增加。

图1：利民股份半年度归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：利民股份季度归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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，但主要原材料乙二胺价格从 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，同时乙二胺价格继续下行，预计代森锰锌的盈利能力将进一步提升。需求方面，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 7 月的 2.95 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）抗性显现及 5 月突发事故后作为替代品的甲维盐和阿维菌素需求增加，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 70.5、50 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3：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4：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，价格上涨，预计将贡献稳定利润，并有望在 2025 年实现满产状态。以泰乐菌素为例，据百川盈孚，2025 年 7 月 4 日国内酒石酸泰乐菌素市场主流成交参考 280 元/千克，较年初的 235 元/千克上涨 19.15%，目前市场渠道库存低位，现货供应偏紧。

草铵膦：据百川盈孚，2025 年 7 月 11 日国内草铵膦市场均价 4.37 万元/吨，精草铵膦市场价格 5.7 万元/吨。我们认为，考虑草铵膦行业价格下跌超三年，行业内企业普遍盈利水平承压，加之当前正值年内需求旺季，工厂库存下降，替代品草甘膦价格上涨，近期国内某主流草铵膦企业价格推涨，我们认为草铵膦价格已基本见底，后续有望看到行业反内卷自律举措，草铵膦价格有望触底反弹。利民股份现有草铵膦产能 6000 吨/年，精草铵膦产能 2000 吨/年，若后续草铵膦价格上涨，公司盈利将得到修复。

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。考虑公司多个产品涨价幅度及持续性超预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.29/5.88/6.48 亿元（原值为 4.02/4.78/5.22 亿元），EPS 为 1.26/1.40/1.54 元，对应当前股价 PE 为 16.7/15.0/13.7X，维持“优于大市”评级。

表1：同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价（2025/7/11）	EPS			PE			PB	总市值
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		亿元
002734.SZ	利民股份	农药原药、制剂	21.02	0.22	1.26	1.40	94.8	16.7	15.0	2.92	93
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	59.82	2.96	3.43	4.03	19.58	17.13	14.58	2.22	243
600141.SH	兴发集团	农药、磷化工	22.04	1.45	1.75	2.03	14.95	11.99	10.33	1.17	243
002258.SZ	利尔化学	农药原药、制剂	11.47	0.27	0.50	0.65	33.2	17.8	13.8	1.19	92

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	807	666	978	1606	2227
应收款项	595	671	679	720	755
存货净额	766	763	740	736	770
其他流动资产	166	238	248	236	221
流动资产合计	**2344**	**2443**	**2750**	**3403**	**4078**
固定资产	3362	3255	2964	2683	2399
无形资产及其他	463	480	456	432	408
投资性房地产	360	165	165	165	165
长期股权投资	286	317	317	317	317
资产总计	**6815**	**6660**	**6651**	**7001**	**7367**
短期借款及交易性金融负债	1019	1074	1000	1000	1000
应付款项	1054	918	870	920	963
其他流动负债	586	673	542	571	597
流动负债合计	**2658**	**2664**	**2412**	**2491**	**2560**
长期借款及应付债券	1251	1239	1239	1239	1239
其他长期负债	90	62	62	62	62
长期负债合计	**1342**	**1300**	**1300**	**1300**	**1300**
负债合计	**4000**	**3965**	**3713**	**3792**	**3860**
少数股东权益	42	53	84	119	158
股东权益	2773	2643	2855	3090	3349
负债和股东权益总计	**6815**	**6660**	**6651**	**7001**	**7367**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.17	0.22	1.26	1.40	1.54
每股红利	0.38	0.44	0.75	0.84	0.92
每股净资产	7.56	7.20	6.78	7.34	7.95
ROIC	2.17%	2.67%	14%	15%	18%
ROE	2.24%	3.08%	19%	19%	19%
毛利率	17%	19%	30%	30%	31%
EBIT Margin	4%	4%	16%	17%	17%
EBITDA Margin	12%	13%	23%	24%	24%
收入增长	-16%	0%	17%	6%	5%
净利润增长率	-72%	31%	551%	11%	10%
资产负债率	59%	60%	57%	56%	55%
股息率	1.8%	2.1%	4.1%	4.6%	5.0%
P/E	124.3	94.8	16.7	15.0	13.7
P/B	2.8	2.9	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	23.4	20.4	10.9	10.2	9.7

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**4224**	**4237**	**4958**	**5255**	**5513**
营业成本	3507	3412	3471	3656	3814
营业税金及附加	29	31	35	37	39
销售费用	126	145	149	158	165
管理费用	265	308	312	318	327
研发费用	147	154	188	210	221
财务费用	74	68	53	43	30
投资收益	(18)	7	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(27)	(44)	0	0	0
其他收入	(115)	(123)	(188)	(210)	(221)
营业利润	64	114	749	833	917
营业外净收支	0	2	0	0	0
利润总额	**64**	**115**	**749**	**833**	**917**
所得税费用	1	22	141	157	173
少数股东损益	1	12	79	87	96
归属于母公司净利润	**62**	**81**	**529**	**588**	**648**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	62	81	529	588	648
资产减值准备	16	33	(4)	(5)	(5)
折旧摊销	350	384	354	359	364
公允价值变动损失	27	44	0	0	0
财务费用	74	68	53	43	30
营运资本变动	5	6	(161)	49	10
其它	(18)	(45)	36	40	44
经营活动现金流	**442**	**504**	**753**	**1031**	**1059**
资本开支	0	(233)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	(3)	(95)	0	0	0
投资活动现金流	**3**	**(358)**	**(50)**	**(50)**	**(50)**
权益性融资	(5)	0	0	0	0
负债净变化	4	(51)	0	0	0
支付股利、利息	(138)	(161)	(318)	(353)	(389)
其它融资现金流	(129)	137	(74)	0	0
融资活动现金流	**(402)**	**(286)**	**(391)**	**(353)**	**(389)**
现金净变动	**42**	**(140)**	**312**	**628**	**621**
货币资金的期初余额	764	807	666	978	1606
货币资金的期末余额	807	666	978	1606	2227
企业自由现金流	0	310	793	1069	1092
权益自由现金流	0	396	676	1034	1067

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±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±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