

2025年07月22日

买入（首次覆盖）

广信股份（603599）：农药行业周期底部蓄力，依托光气延链开拓新空间

——公司深度报告

证券分析师

张磊 S0630524090001

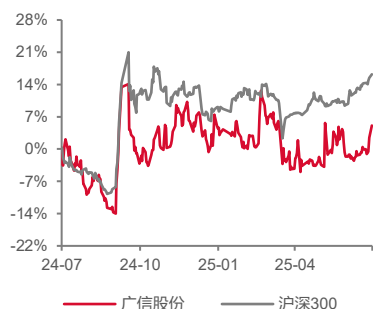
zjlei@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

数据日期	2025/07/21
收盘价	11.52
总股本(万股)	91,027
流通A股/B股(万股)	91,027/0
资产负债率(%)	32.23%
市净率(倍)	1.06
净资产收益率(加权)	1.65
12个月内最高/最低价	14.03/9.56



相关研究

1. 农药行业利润分配向制剂及销售端倾斜，相关企业盈利有望改善——化工系列研究（九）

2. 农药减量增效政策推动生物农药市场占比提升，生物农药替代空间广阔——化工系列研究（十三）

3. 出海研究：全球钾资源供需错配，我国持续推进钾肥企业出海发展——化工系列研究（十五）

投资要点：

- **优化光气农药一体化产业链，拓展产业新方向：**广信股份是国内较大的以光气为原料的农药原药及农药中间体生产企业，布局有光气产业链、氯苯产业链以及上游配套产能，形成了原料-中间体-农化产品的产业链条，一体化程度高，公司拥有光气许可产能32万吨/年，现合计使用产能6.8万吨/年，仅占许可的21%，公司已广泛布局了农药以及中间体的生产，包括多菌灵、甲基硫菌灵、噁唑菌酮等杀菌剂，敌草隆、草甘膦、环嗪酮等除草剂以及啮菌酯中间体水杨腈、茚虫威中间体KL540等农药中间体产能，公司光气农药及中间体产业链成本优势明显，为公司提供竞争力。光气下游应用广泛，广泛应用于我国农药、医药和染料等领域，且可用于生产异氰酸酯，其改性产品性能优异，为公司产业发展提供新方向。
- **农药价格整体处于相对底部，行业景气度有望上行：**自2021年下半年以来，受到能耗双控等政策影响，上游原料大幅涨价，行业开工率不足，农药原药供给受限，价格指数上行，2022年1月，伴随草甘膦等主要除草剂产品价格回落，农药原药价格指数开始回落，2023年8月以来始终处于低位波动。我国农药出口方面，自2008年以来，出口量呈现波动上行态势。2025年1月以来，部分农药价格已出现回升，伴随全球农药行业库存去化以及落后产能出清，行业景气度有望上行。
- **公司现金流充沛，为产业链升级提供保障，助力优化成本：**2022年以来，公司陆续完成了20万吨/年对（邻）硝基氯化苯二期、年产30万吨离子膜烧碱项目的投产，并实现中间体延伸至邻苯二胺、多菌灵、对氨基苯酚等产品，解决了原料液氯的运输问题，公司产业链原料端进一步向上游延伸，生产成本进一步优化。2024年公司货币资金、交易性金融资产与其他流动资产之和为86.85亿元，为长期建设和发展提供充足的资金保障。
- **投资建议：**我们预计公司2025-2027年实现营业总收入分别为50.21、54.49、59.67亿元，同比增速分别为8.15%/8.52%/9.51%；实现归母净利润分别为9.39、11.18、12.26亿元，同比增速分别为20.59%/19.07%/9.62%；EPS分别为1.03元、1.23元、1.35元，对应PE分别为11.17倍、9.38倍、8.55倍；首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格剧烈波动的风险；农化产品价格下跌的风险；生产企业产能项目进度不及预期的风险。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营总收入	9062.37	5867.56	4642.65	5021.00	5449.00	5967.00
同比增速（%）	63.29%	-35.25%	-20.88%	8.15%	8.52%	9.51%
归属母公司股东净利润	2315.65	1438.95	778.74	939.12	1118.17	1225.75
同比增速（%）	56.53%	-37.86%	-45.88%	20.59%	19.07%	9.62%
毛利率（%）	40.99%	37.84%	30.74%	33.10%	34.45%	33.08%
每股盈利（元）	3.56	1.58	0.86	1.03	1.23	1.35
净资产收益率（ROE）	26.68%	15.17%	8.02%	9.07%	10.06%	10.25%
市盈率（P/E）	4.25	6.84	12.65	11.17	9.38	8.55

资料来源：同花顺，东海证券研究所（截至2025年7月21日）

正文目录

1. 完备产业链助力公司快速发展	5
1.1. 公司产业链完善，一体化程度高	5
1.2. 股权结构稳健，实际控制人股权集中度高	6
1.3. 公司资金充裕，为产业链优化提供保障	7
2. 公司农药板块稳步发展，产业链不断完善	8
2.1. 农药板块价格处于底部区间，有望回升增厚利润	9
2.1.1. 农业安全政策推动我国植物保护产品行业市场规模不断提升	9
2.1.2. 公司多菌灵、甲基硫菌灵国内领先	10
2.1.3. 公司是国内首批实现敌草隆生产的企业	12
2.1.4. 草甘膦有望底部回升	13
2.1.5. 茚虫威、噁草酮项目即将投产，有望带来业绩增量	16
2.2. 公司农药中间体产能逐步完善，成本优势提升	18
2.2.1. 硝基氯化苯为公司氯苯产业链奠定基础	18
2.2.2. 离子膜烧碱投产，进一步打通上游原材料产业链	19
2.3. 农药产品价格处于底部区域，部分品种陆续开始回升	20
3. 依托光气资源，开展产业链延链补链	21
3.1. 光气生产准入门槛高，公司是光气化农药行业龙头	21
3.2. 光气资源稀缺，下游产品丰富	22
3.3. 光气可用于生产异氰酸酯，改性产品性能优异	24
4. 盈利预测及估值	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1 广信股份产业链图	5
图 2 公司股权结构图	6
图 3 广信股份营业总收入情况（亿元）	7
图 4 广信股份归母净利润情况（亿元）	7
图 5 广信股份现金流情况（亿元）	7
图 6 广信股份流动资产情况（亿元）	7
图 7 广信股份盈利能力情况	8
图 8 广信股份费用率情况	8
图 9 植物保护产品产业链图	8
图 10 2016-2026 年全球植物保护产品市场规模及预测（亿美元）	9
图 11 2016-2026 年我国植物保护产品行业市场规模及预测（亿元）	10
图 12 多菌灵生产工艺	10
图 13 2019-2022 年全球杀菌剂市场规模（亿美元）	11
图 14 多菌灵价格走势（万元/吨）	11
图 15 2025 年我国多菌灵生产企业产能情况（%）	11
图 16 2021-2025 年 6 月我国多菌灵产能、产量及同比增速（吨/年，吨，%）	11
图 17 2025 年我国甲基硫菌灵生产企业产能情况（%）	12
图 18 甲基硫菌灵价格走势（万元/吨）	12
图 19 敌草隆生产工艺	12
图 20 2025 年我国敌草隆生产企业产能情况（%）	13
图 21 2020-2025 年 6 月我国敌草隆产能、产量及同比增速（吨/年，吨，%）	13
图 22 1995-2025 年全球除草剂市场情况及预测 亿美元	13
图 23 2015-2020 年全球氨基酸类除草剂市场情况 亿美元	13
图 24 2000-2019 年全球转基因作物种植面积	14
图 25 全球草甘膦使用领域	14
图 26 全球草甘膦市场结构	14
图 27 2003-2019 各国转基因作物种植面积（百万公顷）	14
图 28 2017-2021 年中国草甘膦产能产量及增速	15
图 29 2017-2021 年中国草甘膦产能利用率	15
图 30 草甘膦价格复盘（元/吨）	16
图 31 茚虫威产品价格（万元/吨）	16
图 32 2015-2019 年噁草酮原药出口国家及出口量（吨）	17
图 33 噁草酮产品价格（万元/吨）	18
图 34 对、邻硝基氯化苯产业链图	19
图 35 对硝基氯化苯产能分布	19
图 36 邻硝基氯化苯产能分布	19
图 37 离子膜烧碱产业链图	20
图 38 国内液体烧碱价格（元/吨）	20
图 39 国内液体烧碱折百毛利（元/吨）	20
图 40 农药原药价格指数	21
图 41 2008-2025 年 4 月中国农药出口量（万吨）	21
图 42 光气产业链	22
表 1 广信股份产能	6
表 2 2025 年全球草甘膦企业产能分布	15
表 3 我国茚虫威产能规划（吨/年）	17

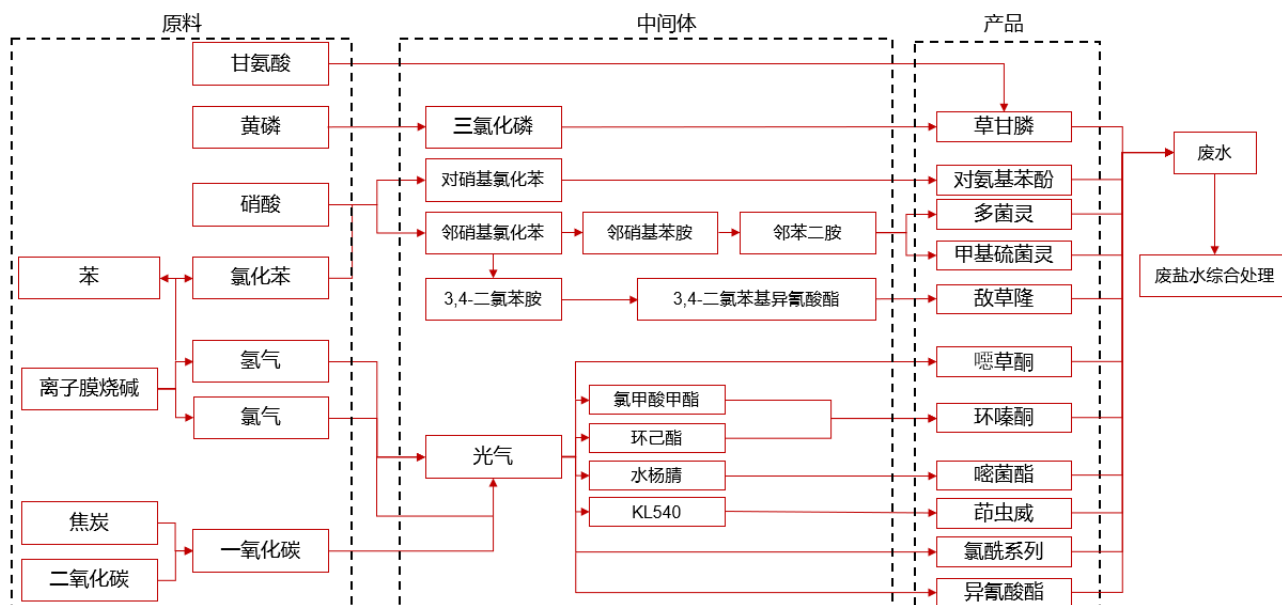
表 4 2025 年我国噁草酮产能分布（吨/年）	18
表 5 国内光气生产企业	21
表 6 2020 年我国主要光气化中间体发展情况	23
表 7 光气生产工艺与氯化亚砷生产工艺对比	23
表 8 异氰酸酯分类及产品应用情况	24
表 9 广信股份盈利预测	25
表 10 可比公司估值	25
附录：三大报表预测值	27

1.完备产业链助力公司快速发展

1.1.公司产业链完善，一体化程度高

广信股份是国内较大的以光气为原料的农药原药及农药中间体生产企业，布局有光气产业链、氯苯产业链以及上游配套产能，形成了原料-中间体-农化产品的产业链条。公司主营产品包括杀菌剂：多菌灵、甲基硫菌灵等；除草剂：敌草隆、草甘膦、环嗪酮等；农药中间体：氨基甲酸甲酯、异氰酸酯、邻苯二胺、对（邻）硝基氯化苯等，广泛应用于农业、医药、有机材料等领域。

图1 广信股份产业链图



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司是国内少数具有较为完整农药生产体系的专业厂商之一，一体化程度高，具有较强的市场竞争力。公司目前是国内杀菌剂大宗品种多菌灵的主要生产基地之一，甲基硫菌灵较大规模生产基地之一，同时也是国内少数几家自主掌握敌草隆合成技术的专业生产厂商之一。

公司产业链向上游延伸，优化成本。中间体方面，公司拥有光气许可产能 32 万吨/年，现合计使用产能 6.8 万吨/年，仅占许可的 21%。2022 年公司 20 万吨/年对（邻）硝基氯化苯二期投产，并实现中间体延伸至邻苯二胺、多菌灵、对氨基苯酚等。2023 年公司 30 万吨/年离子膜烧碱项目达产，解决了原料液氯的运输问题，公司原料端进一步向上游延伸优化生产成本。

表1 广信股份产能

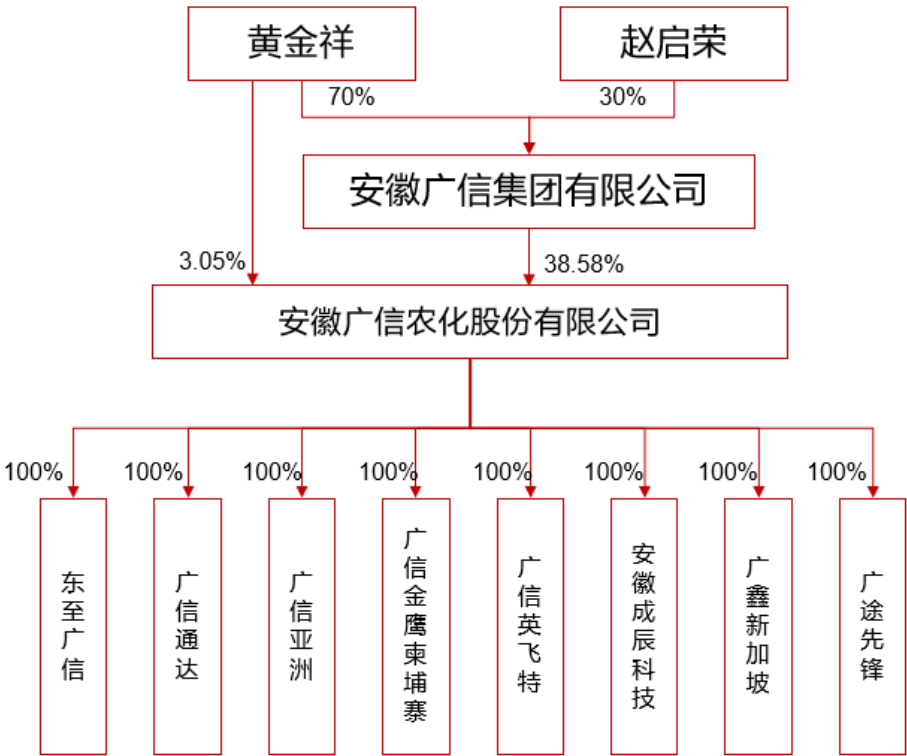
产品类别	产品名称	产能（吨/年）	备注
杀菌剂	多菌灵	18000	
	甲基硫菌灵	6000	
除草剂	敌草隆	10000	包含 2000 吨异丙隆
	草甘膦	30000	
	噁草酮	1500	计划 3000 吨，一期在建 1500 吨
	环嗪酮	3000	
杀虫剂	茚虫威	1000	在建
	噻嗪酮	5000	
精细化工	光气	68000	储备光气许可 32 万吨/年
	离子膜烧碱	300000	
	邻（对）硝基氯化苯	200000	
	香兰素	2000	
	对氨基苯酚	40000	

资料来源：公司公告，东海证券研究所整理

1.2.股权结构稳健，实际控制人股权集中度高

公司实际控制人黄金祥、赵启荣夫妇合计持有广信股份 41.63%股权，持股比例较高，有利于公司长远稳健发展。

图2 公司股权结构图

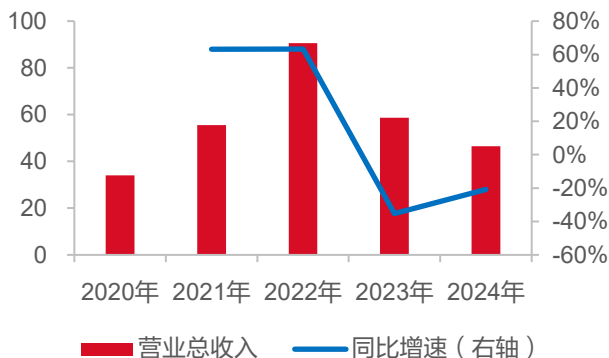


资料来源：同花顺，东海证券研究所整理，数据截至 2025 年一季报

1.3.公司资金充裕，为产业链优化提供保障

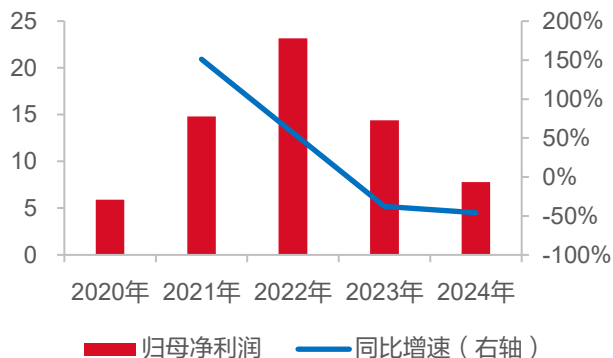
2021-2022 年，农产品及农药价格大幅抬升，推动公司业绩大增，营业总收入和归母净利润分别从 2020 年的 34.02 亿元和 5.89 亿元快速增长至 2022 年的 90.62 亿元和 23.16 亿元，2023 年以来，农药行业周期下行，公司营收及净利润波动下降，受益于公司产业链的完善，公司 2024 年仍然实现了营业收入 46.43 亿元和归母净利润 7.79 亿元。

图3 广信股份营业总收入情况（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

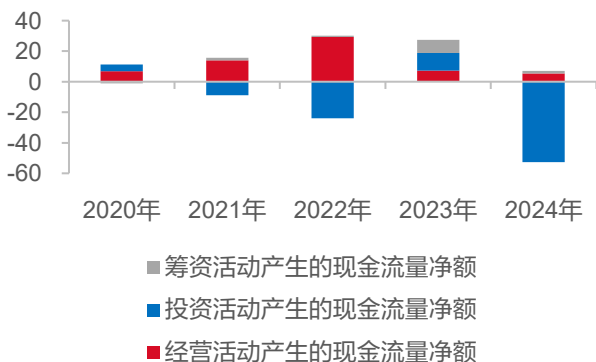
图4 广信股份归母净利润情况（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

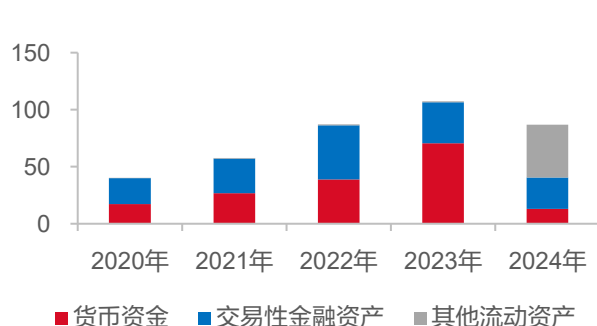
业绩爆发期积累利润，公司现金流充沛，为公司长期发展提供资金保障。2020 年至 2023 年，公司货币资金与交易性金融资产累计增加 66.33 亿元，2024 年货币资金、交易性金融资产与其他流动资产之和为 86.85 亿元，现金流充沛，为公司长期建设和发展提供充足的资金保障。

图5 广信股份现金流情况（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

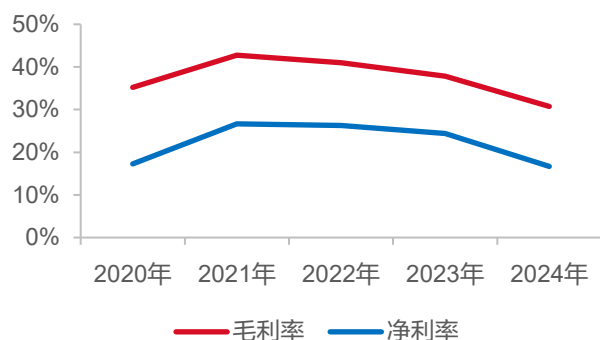
图6 广信股份流动资产情况（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

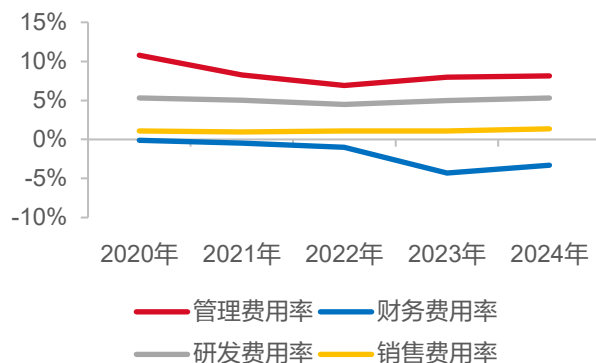
公司管理费用持续优化，持续向上游布局原料及中间体产能，伴随产业链配套的逐步完善，公司毛利率优化，在行业下行周期时，公司盈利能力较农药价格更具韧性，抗周期能力提升。

图7 广信股份盈利能力情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图8 广信股份费用率情况

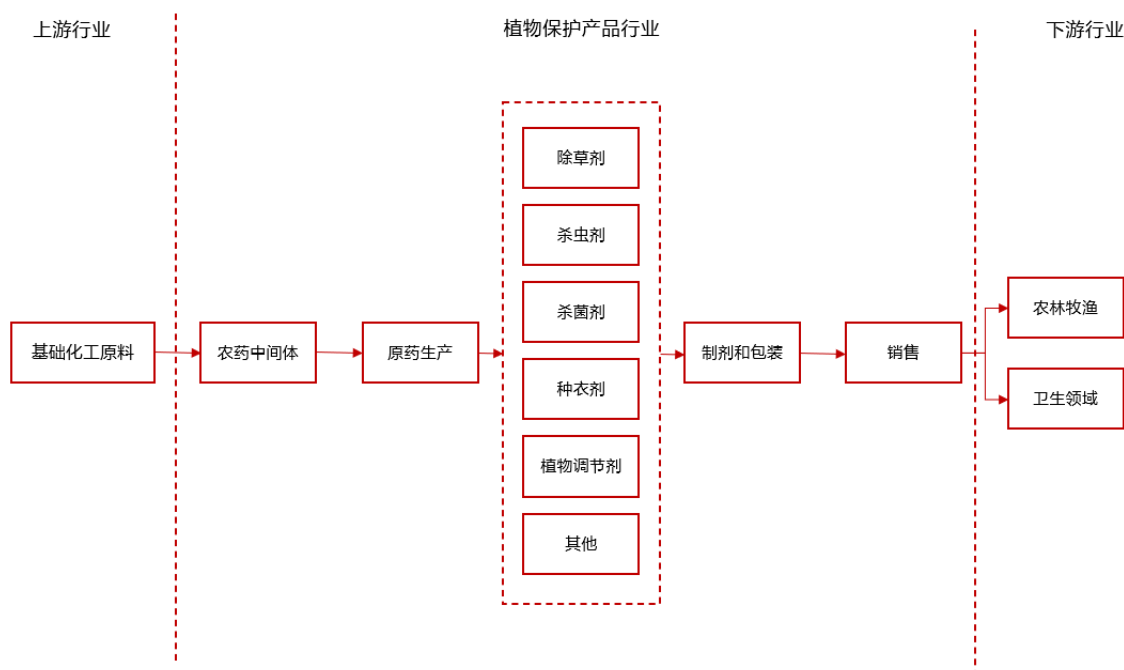


资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.公司农药板块稳步发展，产业链不断完善

植物保护产品产业链可分为原材料-中间体-原药生产-制剂和包装-销售五大环节。农药行业处于中游位置，包括农药中间体、原药生产和制剂加工，上游行业为基础化工原料，目前我国化工工业体系已经较为完整，原料供应充足，为农药企业生产提供了原料保障；下游行业主要是农林牧渔等农业生产领域和卫生领域等，下游行业属于国民经济的基础产业，对农药产品的需求刚性较强，对于农药行业的持续发展起到推动作用。

图9 植物保护产品产业链图

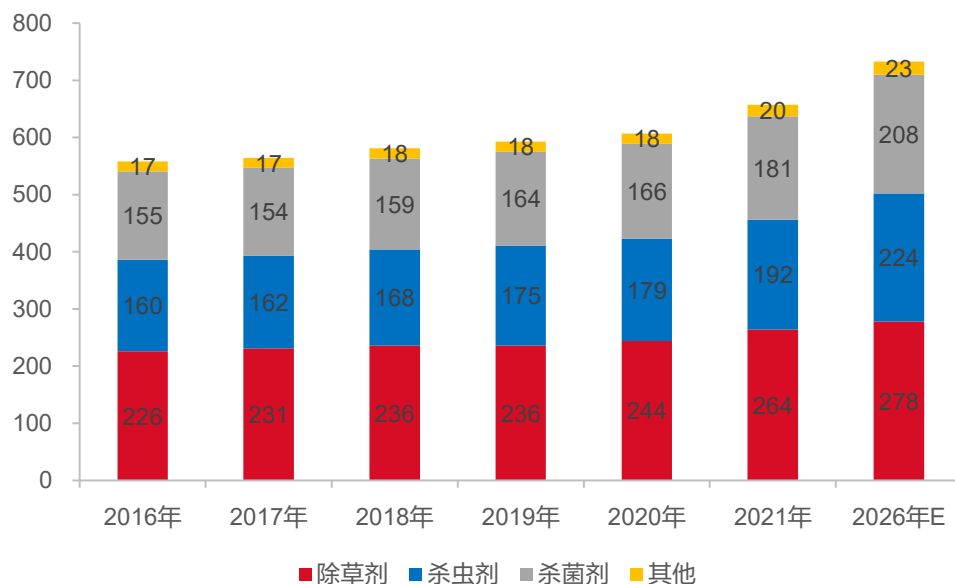


资料来源：先正达招股说明书，润丰股份招股说明书，东海证券研究所

全球农药行业经过数十年的发展已经比较成熟，主要分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂、种衣剂及其他特殊用途产品。根据 Agbiolnvestor 统计数据，2021 年全球植物保护产品用于农业领域的市场规模为 657 亿美元，自 2016 年到 2021 年平均复合增速为 3.3%，主要由于欧

美等国家对植物保护产品环保要求提升，低端产品用量已呈现逐步减少的趋势。根据 AgbiolInvestor 预测，2021-2026 年预计植物保护产品市场的年均复合增速将达到 2.2%，在新型产品的发现、新技术在新兴市场不断应用、先进且符合环保要求的产品对旧产品的替代等因素影响下，植物保护产品行业整体市场价值有望不断提升。

图10 2016-2026 年全球植物保护产品市场规模及预测（亿美元）

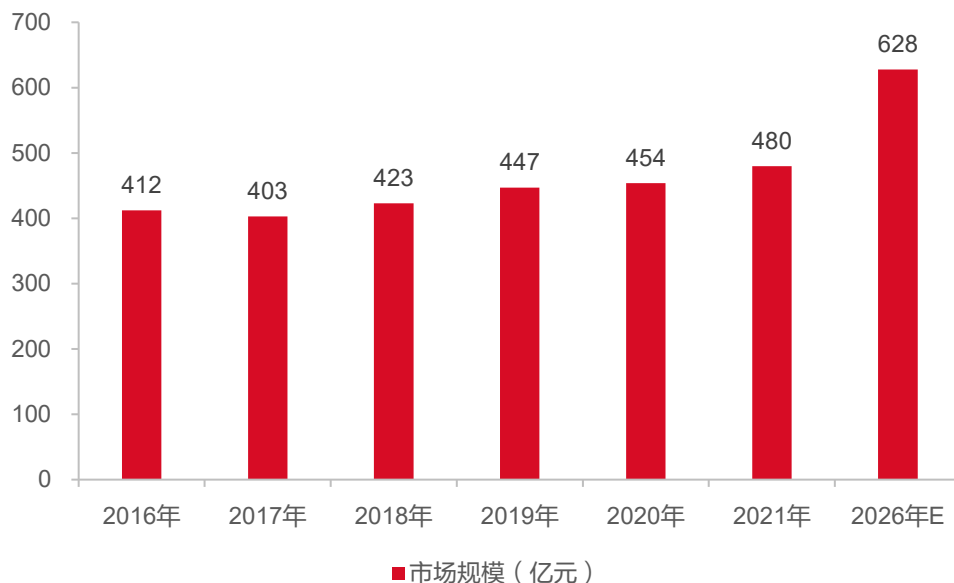


资料来源：先正达招股说明书，AgbiolInvestor，灼识咨询，东海证券研究所整理，假设 2026 年美元兑人民币汇率为 1:7

2.1. 农药板块价格处于底部区间，有望回升增厚利润

2.1.1. 农业安全政策推动我国植物保护产品行业市场规模不断提升

近年来，我国始终把保障粮食安全摆在首位，2023 年中央一号文件要求全方位夯实粮食安全根基，深入实施种业振兴行动，提到“统筹做好粮食和重要农产品调控”，“加强化肥等农资生产、储运调控”。根据 AgbiolInvestor 数据，2021 年我国植保产品市场规模 480 亿元，自 2016-2021 年复合增速 3.1%；预计 2026 年将达到 628 亿元，2021 至 2026 年年均复合增速预计为 5.5%。

图11 2016-2026 年我国植物保护产品行业市场规模及预测（亿元）

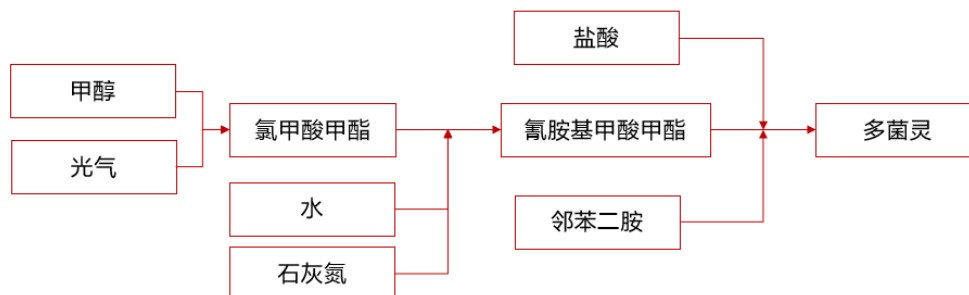
资料来源：先正达招股说明书，Agbiolnvestor，灼识咨询，东海证券研究所整理

注：假设 2026 年美元对人民币汇率为 1:7

2.1.2. 公司多菌灵、甲基硫菌灵国内领先

公司是国内杀菌剂大宗品种多菌灵、甲基硫菌灵的主要生产企业之一。多菌灵是一种广谱内吸性苯并咪唑类杀菌剂，自 20 世纪 70 年代起被广泛应用于农业、园艺和工业领域，如小麦、水稻、棉花、果蔬、蔬菜和花卉等。多菌灵属于杀菌剂中的大宗品种，具有高效低毒、广谱性、适配性强、应用领域广等特点，通常加工成粉剂、可湿性粉剂和悬浮剂使用，主要应用于水稻、小麦、棉花、油菜、果树、蔬菜、花生、甘薯、花卉等农作物领域以及造纸、油漆、涂料、纺织、橡胶、皮革等工业领域。随着产业规模的不断扩大，产品质量和技术水平不断提高，多菌灵已发展成为我国农药出口的主要品种之一。

多菌灵以光气、甲醇、石灰氮、邻苯二胺为原料，通过酯化、胺化、缩合等多步反应合得到多菌灵，再经过离心脱水、干燥处理后得到成品。

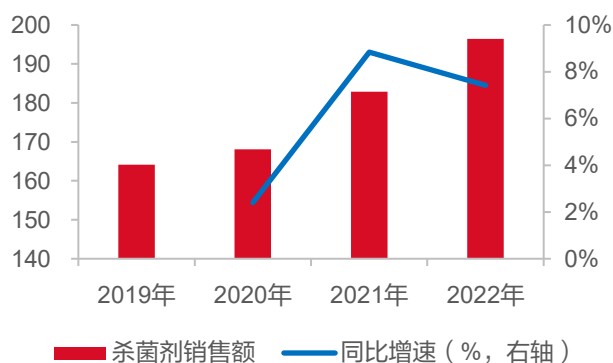
图12 多菌灵生产工艺

资料来源：公司公告，东海证券研究所整理

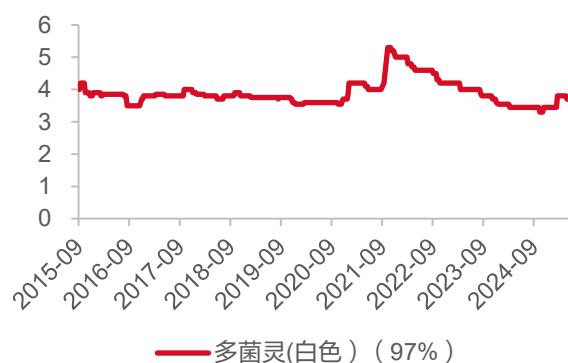
巴西地区对多菌灵的禁令受到禁止，多菌灵需求及出口有望回升。

2022 年，巴西国家卫生监督局技术部门调查报告指出，多菌灵产品有可能诱发癌症，损害人的生殖能力，影响人的发育，并且“无法确定安全剂量阈值”，考虑到多菌灵被广泛用于水稻、大豆和其他重要农产品的生产中，为了保护农业生产者和普通民众的健康，巴西国家卫生监督局决议在全国范围内禁止将多菌灵用于农业生产，2024 年，巴西众议院农业、畜牧、供应和农村发展委员会批准了一项立法法令项目（PDL 312/22），法令强调，该活性成分在 80 多个国家广泛使用，并指出没有全球科学共识来证明其禁止的合理性。此外，文件还强调了多菌灵对豆类和水稻等作物病害控制的重要性，废除了巴西国家卫生监督局针对多菌灵的第 739/22 号决议。此次再度允许多菌灵登记使用将有助于消化国内库存，提升出口量。

多菌灵价格 2021 年伴随能耗双控达到高点，根据中农立华农药价格数据，2021 年 10 月 31 日，国内多菌灵价格达到 5.30 万元/吨，2021 年 11 月以来，多菌灵价格保持下跌态势，截至 2024 年 11 月 24 日，国内多菌灵价格为 3.30 万元/吨，随后多菌灵价格开始回升。截至 2025 年 7 月 13 日，多菌灵价格为 3.60 万元/吨。

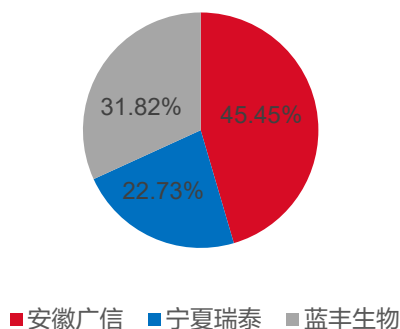
图13 2019-2022 年全球杀菌剂市场规模（亿美元）


资料来源：世界农化网，东海证券研究所

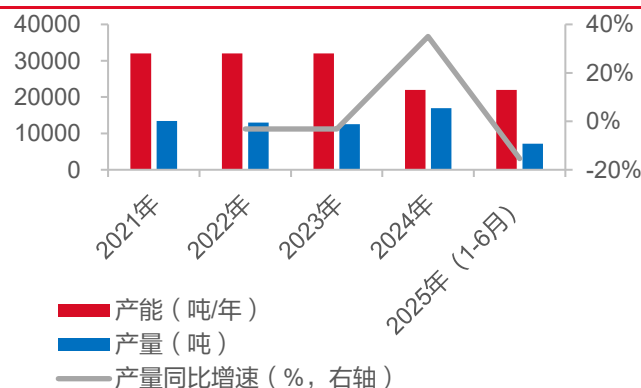
图14 多菌灵价格走势（万元/吨）


资料来源：中农立华，东海证券研究所

广信股份多菌灵产能国内领先，配套完善，具备规模优势。供给方面，根据百川盈孚数据，2025 年国内多菌灵产能为 22000 吨/年，其中广信股份产能最多，占比达 45.45%，且公司具备丰富的光气产能以及邻苯二胺产能，配套优势明显。

图15 2025 年我国多菌灵生产企业产能情况（%）


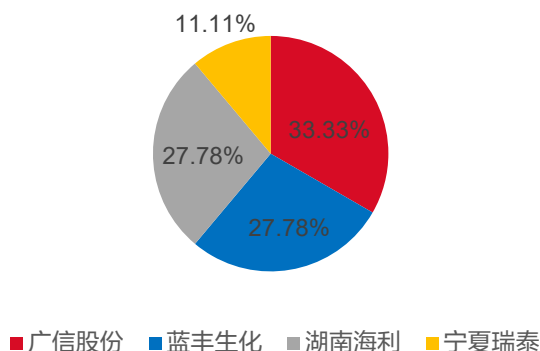
资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图16 2021-2025 年 6 月我国多菌灵产能、产量及同比增速（吨/年，吨，%）


资料来源：百川盈孚，东海证券研究所，数据截至 2025 年 6 月

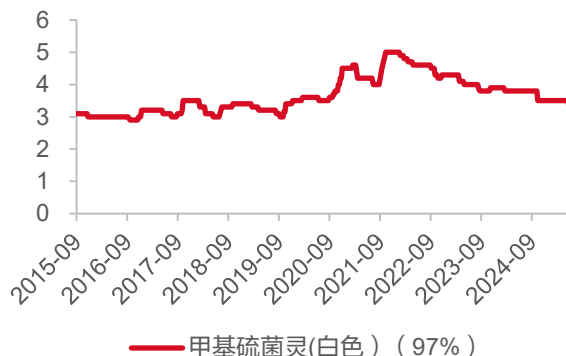
甲基硫菌灵系高效广谱内吸性低毒杀菌剂，兼有保护和治疗作用，最初系由日本曹达公司研制开发生产，主要用于防治小麦、水稻、油菜、蔬菜、果树、花卉、大豆、甘薯、棉花等各种经济作物的白粉病、赤霉病、稻瘟病、纹枯病、菌核病、黑穗病、灰霉病、炭疽病、轮纹病、叶霉病、黑斑病、褐斑病等，也能和大多数杀虫剂、杀菌剂、杀螨剂混合使用。由于该产品安全性好，能有效应对多种水果和蔬菜上的病害等特点，市场需求尤其是新兴市场的需求量持续增加，是近年来苯并咪唑类杀菌剂增长较快的品种之一，该产品目前已在包括欧美在内的 80 多个市场得到广泛使用。广信股份甲基硫菌灵产能处于全国领先水平，产能达到 6000 吨/年，占全国总产能的 33.33%。

图17 2025 年我国甲基硫菌灵生产企业产能情况 (%)



资料来源：百川盈孚，各公司官网，东海证券研究所

图18 甲基硫菌灵价格走势 (万元/吨)



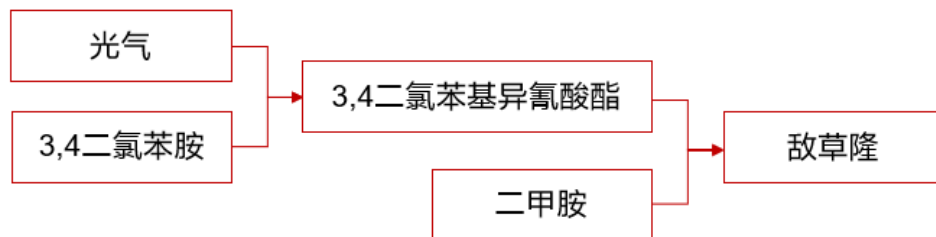
资料来源：中农立华，东海证券研究所

2.1.3. 公司是国内首批实现敌草隆生产的企业

敌草隆是美国杜邦公司开发的一种取代脲类除草剂，具有内吸传导作用和一定的触杀作用。主要用于棉花、大豆、玉米、花生、甘蔗、果蔬等旱地作物防除一年生禾本科杂草和某些阔叶杂草，对多年生杂草也有良好的防除效果。

以光气、3,4-二氯苯胺、二甲胺为原料，通过酯化、加成反应合成得到敌草隆，再经过抽滤、离心洗涤、干燥等后处理得到成品。

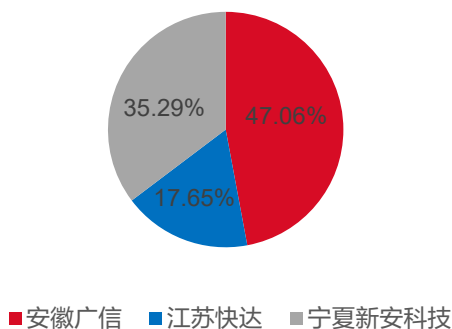
图19 敌草隆生产工艺



资料来源：公司公告，东海证券研究所整理

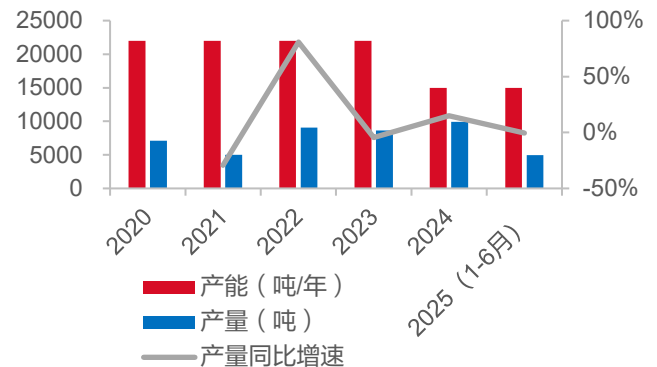
公司是国内少数几家自主掌握敌草隆合成技术的专业生产厂商之一，2024 年，公司敌草隆产能在国内排到首位，占国内总产能的 47.06%。截至 2025 年 5 月，我国敌草隆总产能为 15000 吨/年，产量 4280 吨，同比增长 5.68%。

图20 2025年我国敌草隆生产企业产能情况(%)



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图21 2020-2025年6月我国敌草隆产能、产量及同比增速(吨/年, 吨, %)



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所，数据截至2025年6月

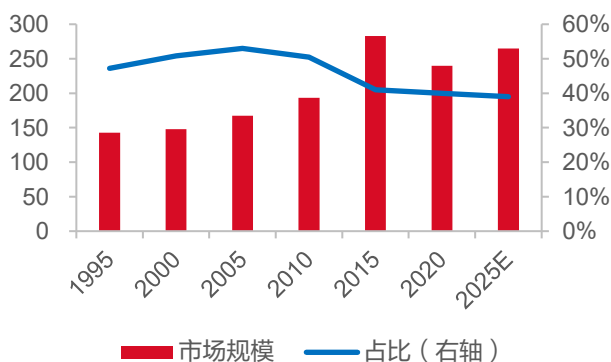
2.1.4. 草甘膦有望底部回升

草甘膦，N-(磷酸甲基)甘氨酸，是1971年首先由美国孟山都公司研制成功的非耕田灭生性除草剂。广义上的草甘膦是指草甘膦酸与各种草甘膦盐的总称，而除草时具有除草活性的部分是草甘膦酸。

草甘膦是全球最大的农药品种，具有高效、低毒、广谱灭生性等优点，主要用于转基因作物如大豆、玉米和棉花。草甘膦的作用机理为阻断植物体内芳香族氨基酸和某些由其参与合成的维生素等代谢物的生物合成，抑制EPSPS合成酶，从而导致磷酸化合物如NADP的积累，对植物产生毒性。

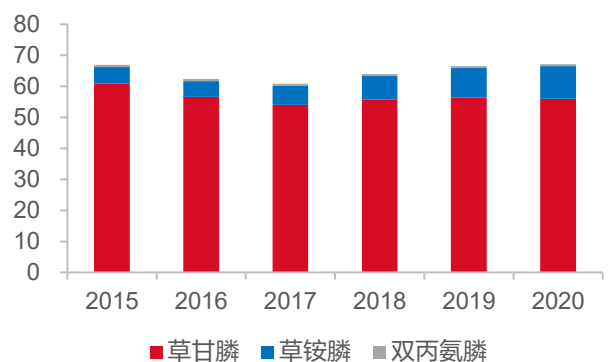
2015年之前，全球除草剂市场处于增长趋势明显阶段，转基因作物大量推广、种植，以及草甘膦的大量使用，使得1995-2015年除草剂复合增速达到3.67%，尤其是北美地区草甘膦累计使用量超过500万吨(折百)。2020年以来，全球除草剂在农药中占比约为40%，呈缓慢下降趋势，但市场规模仍然保持在240亿美元以上。预计2025年全球除草剂市场可达265亿美元。2015-2020年，草甘膦市场基本保持稳定在56亿美元左右，预计，2025年全球氨基酸类除草剂市场有望达到78亿美元，5年复合增长率为2.8%。

图22 1995-2025年全球除草剂市场情况及预测 亿美元



资料来源：《2021年全球氨基酸类除草剂发展概况和趋势综述》杨益军等，东海证券研究所

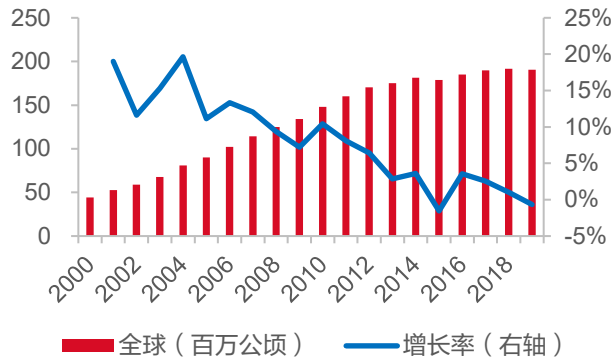
图23 2015-2020年全球氨基酸类除草剂市场情况 亿美元



资料来源：《2021年全球氨基酸类除草剂发展概况和趋势综述》杨益军等，东海证券研究所

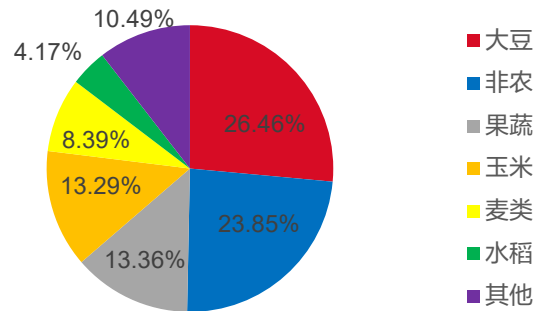
抗草甘膦转基因作物的上市，是草甘膦销售大增的主要原因。草甘膦市场的发展壮大主要是由于其应用领域的开拓，草甘膦上市的前 20 年间，在农业和非农上使用量稳步上升，但市场规模增长较缓慢。随着抗草甘膦转基因作物的上市、崛起，近年来草甘膦销售大增，草甘膦的下游需求中，50%是转基因作物，主要包括大豆、玉米、棉花、油菜、甜菜等，其中大豆为最主要的品种，其对草甘膦的消费量占 26.46%。

图24 2000-2019 年全球转基因作物种植面积



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图25 全球草甘膦使用领域

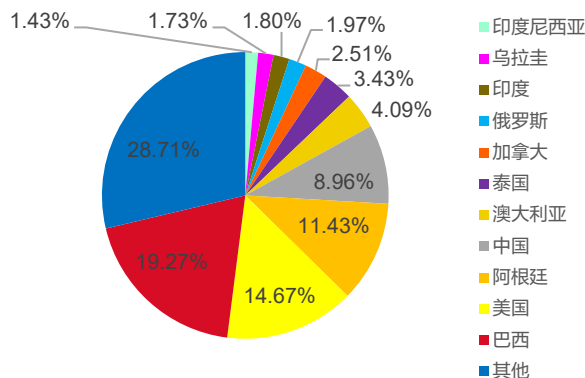


资料来源：《2021 年全球氨基酸类除草剂发展概况和趋势综述》杨益军等，东海证券研究所

草甘膦海外需求占比为 91.04%，巴西和美国使用量超过 10 万吨/年。全球草甘膦市场规模为 56 亿美元，全球使用量为 73.84 万吨，其中使用超过 1 万吨的国家有 11 个，依次是巴西、美国、阿根廷、中国、澳大利亚、泰国、加拿大、俄罗斯、印度、乌拉圭和印度尼西亚，前 11 位占市场总量的 71.3%。中国使用量占比仅为 8.96%。

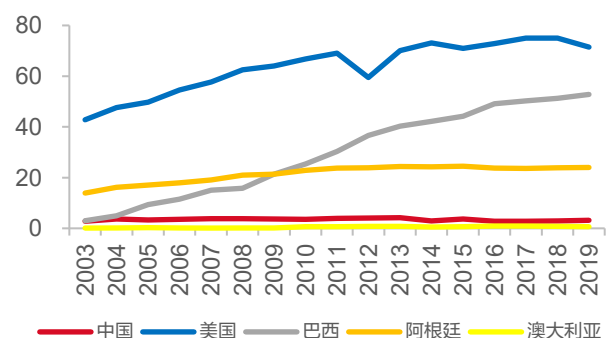
国内转基因作物种植面积有望提升，草甘膦市场空间大。当前全球草甘膦使用量前五的国家中，我国转基因作物种植面积较低，仅占全球转基因作物种植面积的 2%，未来增长空间很大。2019 年，农业农村部发布了《2020 年农业转基因生物安全证书（生产应用）批准清单》，其中包含玉米和大豆，2023 年中央一号文件指出，深入实施种业振兴行动，加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围，规范种植管理，中国转基因作物种植面积有望开启增长，进而带动草甘膦国内需求上升。

图26 全球草甘膦市场结构



资料来源：《2021 年全球氨基酸类除草剂发展概况和趋势综述》杨益军等，东海证券研究所

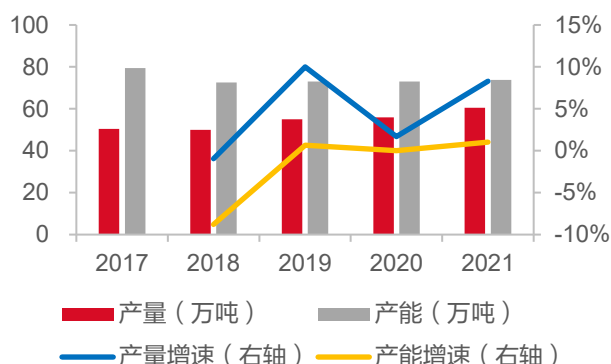
图27 2003-2019 各国转基因作物种植面积（百万公顷）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

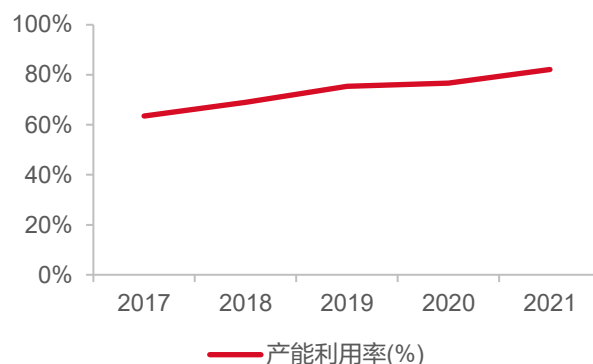
草甘膦除草剂一直是全球用量增长最快的农药，也是当前生产量最大的农药。全球草甘膦主要由中国和拜耳（孟山都）供应，2020 年全球总产能约为 112 万吨/年，拜耳（孟山都）是全球最大的草甘膦生产商，全球产能占比超过 30%，其余产能主要分布在中国，2021 年我国草甘膦产能和产量分别为 73.75 万吨和 60.56 万吨，同比上升 1.03% 和 8.28%。

图28 2017-2021 年中国草甘膦产能产量及增速



资料来源：隆众化工网，东海证券研究所

图29 2017-2021 年中国草甘膦产能利用率



资料来源：隆众化工网，东海证券研究所

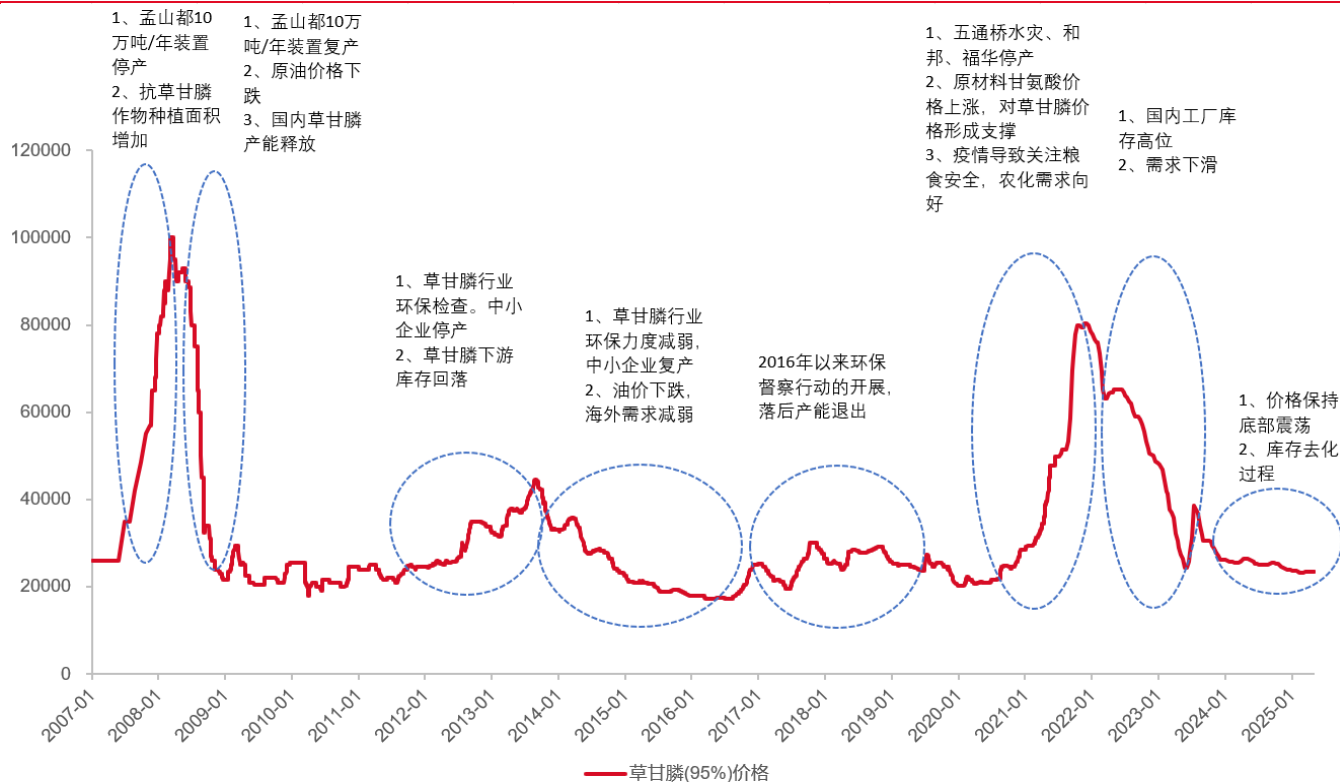
表2 2025 年全球草甘膦企业产能分布

生产企业	产能 (万吨)	生产企业	产能 (万吨)
兴发集团	23	好收成韦恩	7
乐山福华	15	江山股份	7
许昌东方	3	扬农化工	4
广信化工	3	和邦股份	5
新安化工	8	拜耳孟山都	37

资料来源：百川盈孚，中农纵横农药产业信息体系库，东海证券研究所

草甘膦行业反内卷，供需关系有望得到改善。上一轮草甘膦价格上行受益于 2021 年海外极端天气影响海外生产商的开工，叠加国内能耗双控政策限制国内企业的生产，供给趋紧导致草甘膦价格大幅上涨，2021 年底达到 8.1 万元/吨，2022 年以来，随着企业开工率恢复，国内草甘膦库存上行至高位，产品价格快速下行，行业进入去库周期，截至 2025 年 6 月国内草甘膦价格仍在低位运行，价格为 2.38 元/吨，伴随近期草甘膦行业反内卷，国内转基因推广，草甘膦供需关系有望改善。

图30 草甘膦价格复盘（元/吨）



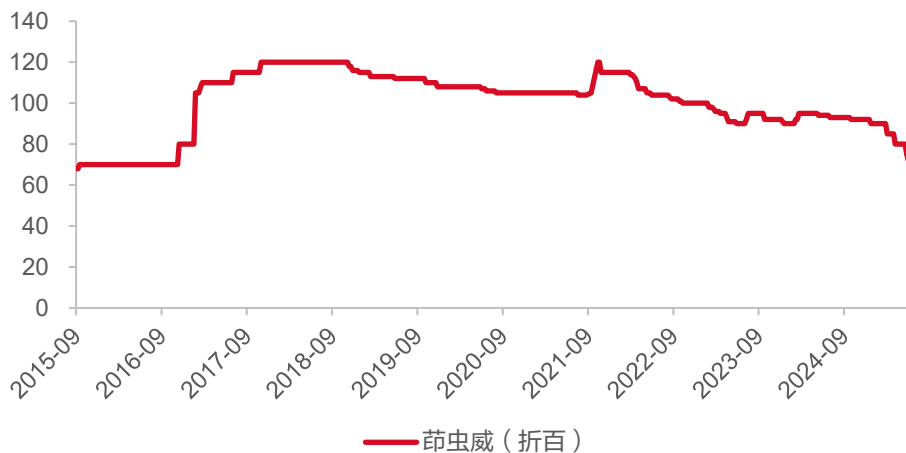
资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.1.5. 茚虫威、噁草酮项目即将投产，有望带来业绩增量

茚虫威作为高效低毒的钠通道阻断剂类杀虫剂，主要防治菜青虫、小菜蛾、甜菜夜蛾和棉铃虫等鳞翅目害虫，具有触杀、胃毒作用，具备对哺乳动物低毒、环境残留少的特点，广泛应用于蔬菜、水果、棉花等作物。

2007年氯虫苯甲酰胺上市后，茚虫威应用市场受到挤压，一度淡出市场，近几年随着氯虫苯甲酰胺抗性问题的凸显，茚虫威再次回归大众视野，随着国内茚虫威产能建设的增加，产品价格有所下滑。

图31 茚虫威产品价格（万元/吨）



资料来源：中农立华，东海证券研究所整理

根据世界农化网不完全统计，2020 年以来中国茚虫威产能建设稳步增长，总申报产能新增约 8000 吨，原药生产企业主要是广信股份、京博农化、甘肃康农植保、淮北龙溪生物、四川禾本、德州新势立，以及江苏禾裕泰等。

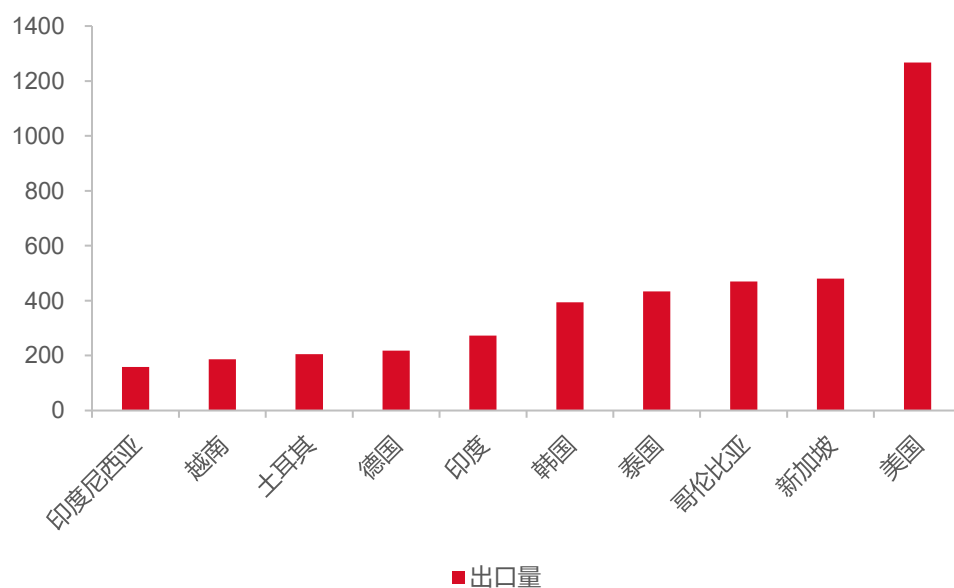
表3 我国茚虫威产能规划（吨/年）

公司名称	产能	占比
广信股份	3000	36.14%
京博农化	2000	24.10%
甘肃康农	1000	12.05%
龙溪生物	1000	12.05%
德州新势立	500	6.02%
江苏禾裕	500	6.02%
四川禾本	300	3.61%

资料来源：农药资讯网，世界农化网，中国政府网，东海证券研究所

噁草酮是一种选择性芽前、芽后除草剂，主要通过杂草幼芽和茎叶吸收而起作用，在有光的条件下能发挥良好的杀草活性，广泛应用于水稻、大豆、棉花、甘蔗等作物的田间以及果园中。当前噁草酮原药在国内的实际产能不到 2,000 吨，国内需求在 400~500 吨，其他均为出口销售。

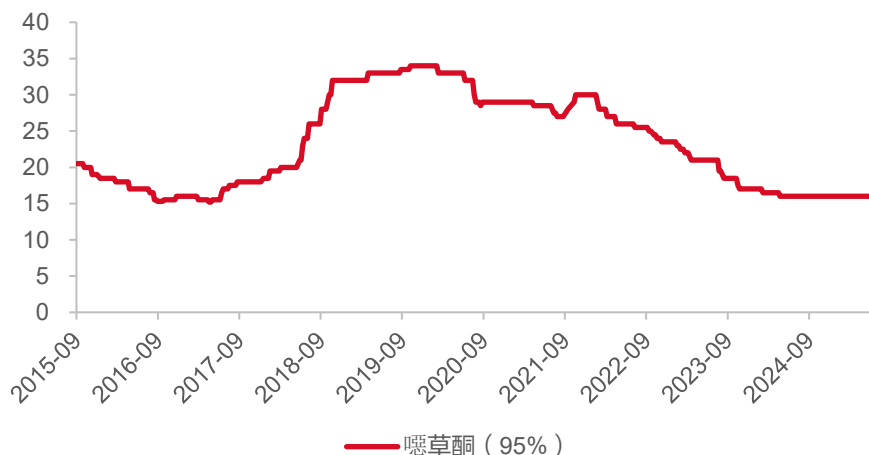
图32 2015-2019 年噁草酮原药出口国家及出口量（吨）



资料来源：中农立华，东海证券研究所整理

受新增产能市场预期及农药景气度下行影响，国内噁草酮价格回落。截至 2025 年 7 月 13 日，国内噁草酮价格为 15.5 万元/吨，较 2022 年高点 30 万元/吨大幅回落。

图33 噁草酮产品价格（万元/吨）



资料来源：中农立华，东海证券研究所整理

根据农药资讯网数据，当前我国噁草酮产能为 5400 吨/年，在建产能约 5500 吨/年，其中，广信股份在建产能为 3000 吨/年，一期 1500 吨/年将于 2025 年内投产。

表4 2025 年我国噁草酮产能分布（吨/年）

公司名称	装置产能	在建产能
金固农化	1800	
安徽科利华化工	1200	1000
宁夏蓝田农业	1000	
合肥星宇化学	600	1500
重庆农药化工集团	500	
润丰股份	300	
广信股份		3000
合计	5400	5500

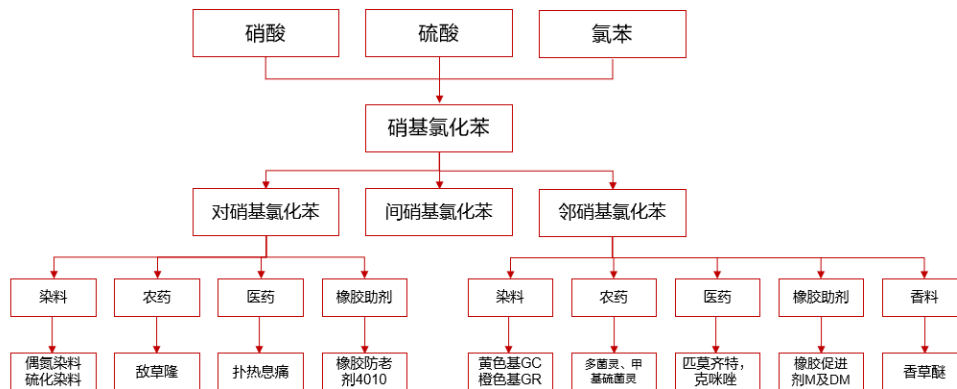
资料来源：农药资讯网，东海证券研究所

2.2.公司农药中间体产能逐步完善，成本优势提升

2.2.1.硝基氯化苯为公司氯苯产业链奠定基础

硝基氯化苯通过氯化苯硝化制成，主要得到对硝基氯化苯和邻硝基氯化苯，是生产农药、医药、染料、新材料、橡胶助剂、香料等的重要基础有机化工原料。对、邻硝基氯化苯是公司重要的农药中间体，其中，对硝基氯化苯可用于生产 3,4-二氯苯胺，进而生产敌草隆。邻硝基氯化苯则可以用于生产邻苯二胺，进一步可生产多菌灵及甲基硫菌灵。

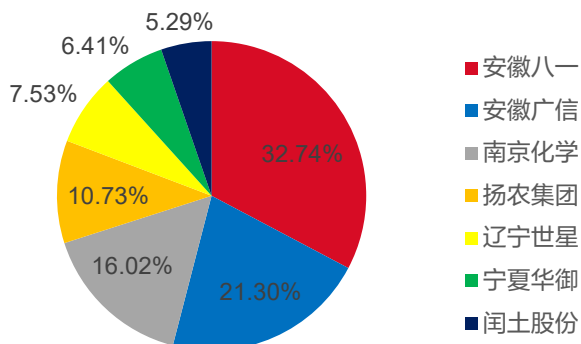
图34 对、邻硝基氯化苯产业链图



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所整理

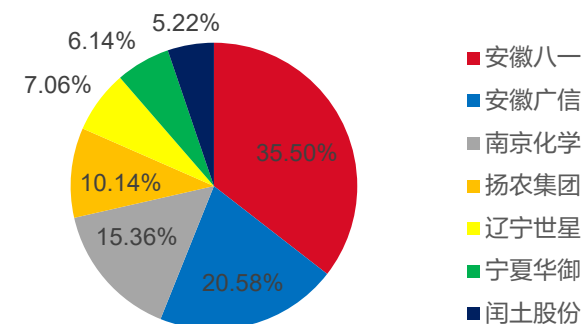
目前，我国硝基氯化苯行业由规模企业主导，市场充分竞争。行业共有 7 家企业，分别为安徽八一化工、安徽广信、南京化学、扬农集团、辽宁世星、宁夏华御和闰土股份，其中，安徽八一化工产能占比居首，广信股份其次，其对硝基氯化苯和邻硝基氯化苯产能占比分别为 21.30%和 20.58%。

图35 对硝基氯化苯产能分布



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图36 邻硝基氯化苯产能分布

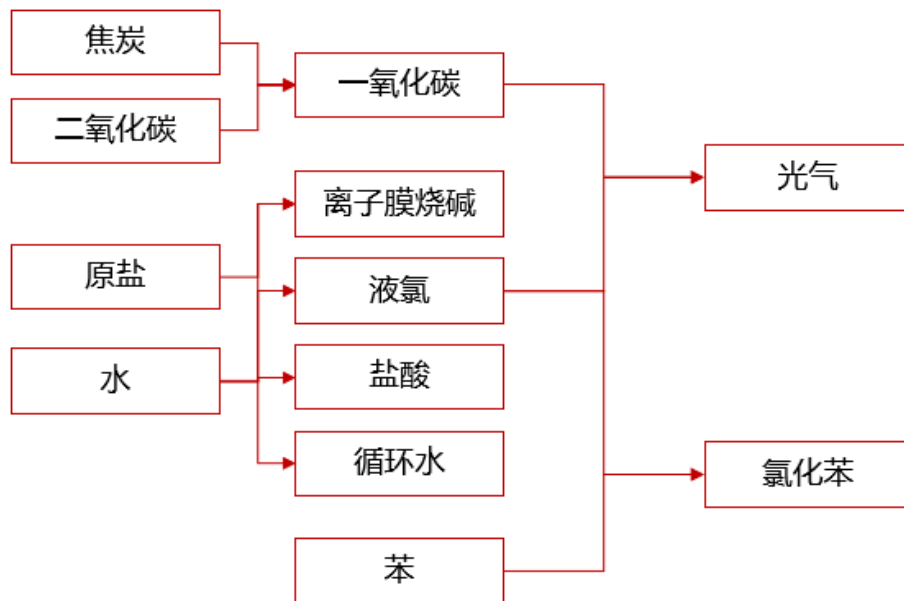


资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

2.2.2.离子膜烧碱投产，进一步打通上游原材料产业链

2023 年，公司公告年产 30 万吨离子膜烧碱项目已达产，解决了光气原材料液氯的运输问题，进一步打通氯化苯上游原材料。公司主要原料液碱、液氯和氢气全部实现自供。丰富了精细化工板块产品结构的同时，满足工厂连续生产的需要，并进一步优化了生产成本。

图37 离子膜烧碱产业链图



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所整理

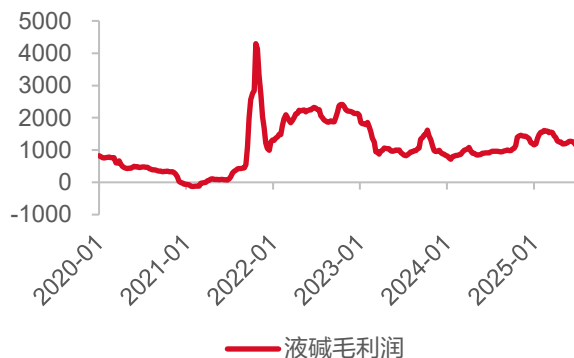
烧碱价格处于中部区间震荡。自 2021 年能耗双控以来，国内液体烧碱参考价格由高点 1902.06 元/吨下行后震荡，根据百川盈孚数据显示，截至 2025 年 7 月 17 日，国内液体烧碱参考价格为 920 元/吨，国内液体烧碱折百毛利为 1099.29 元/吨，毛利率 37.67%。

图38 国内液体烧碱价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图39 国内液体烧碱折百毛利（元/吨）

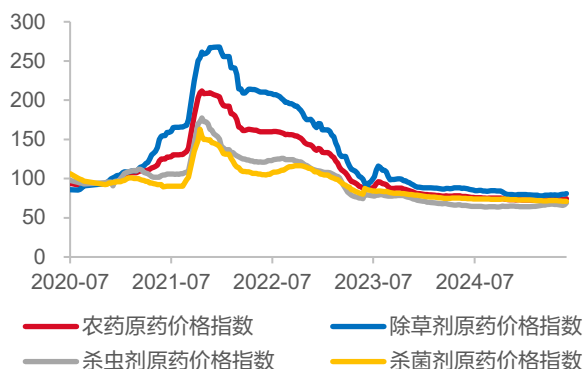


资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

2.3. 农药产品价格处于底部区域，部分品种陆续开始回升

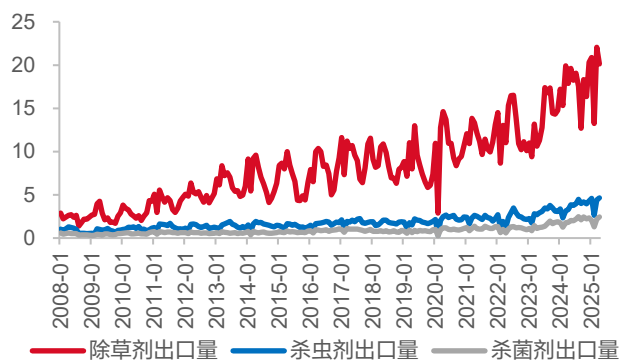
农药价格整体处于相对底部，出口量长期呈现上行趋势。自 2021 年下半年以来，受到能耗双控等政策影响，上游原料大幅涨价，行业开工率不足，农药原药供给受限，价格指数上行。2022 年 1 月，伴随草甘膦等主要除草剂产品价格回落，农药原药价格指数开始回落，2023 年 8 月以来始终处于低位波动。我国农药出口方面，自 2008 年以来，出口量呈现波动上行态势。2025 年 1 月以来，部分农药价格已出现回升，伴随全球农药行业库存去化以及落后产能出清，行业景气度有望上行。

图40 农药原药价格指数



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图41 2008-2025 年 4 月中国农药出口量（万吨）



资料来源：同花顺，海关总署，东海证券研究所

3.依托光气资源，开展产业链延链补链

3.1.光气生产准入门槛高，公司是光气化农药行业龙头

光气生产准入门槛高，目前全国光气生产厂家及产量十分有限，使得光气产能成为稀缺资源。广信股份拥有光气产能许可 32 万吨/年，目前实际产能 6.8 万吨/年，是国内光气许可产能头部企业。

光气作为第三类监控化学品，目前全球各国对光气生产严格控制，根据工业和信息化部颁布的《监控化学品生产设施建设和生产特别许可审批》规定，监控化学品生产特别许可需经省级禁化武办成立考核专家组考核合格后报国家禁化武办，国家禁化武审查通过后颁发监控化学品生产特别许可证书。近年来，我国光气企业数量没有明显增加，根据中国监控化学品协会光气协作组提供的厂家名单，截至 2015 年，我国光气生产企业仅 38 家。

表5 国内光气生产企业

公司名称	所处行业	省份	公司名称	所处行业	省份
安徽广信农化股份有限公司	农药及精细化工	安徽	山东天安化工股份有限公司	农药及精细化工	山东
开封华瑞化工新材料股份有限公司	农药及精细化工	河南	山东华阳科技股份有限公司	农药及精细化工	山东
鹤岗市旭祥禾友化工有限公司	农药及精细化工	黑龙江	联化科技（德州）有限公司	农药及精细化工	山东
湖北沙隆达股份有限公司	农药及精细化工	湖北	天津市敬业精细化工有限公司	农药及精细化工	天津
沙隆达蕲春有限公司	农药及精细化工	湖北	海宁三联化工有限公司	农药及精细化工	浙江
湖南国发精细化工科技有限公司	农药及精细化工	湖南	浙江龙游绿得农化有限公司	农药及精细化工	浙江
湖南海利化工股份有限公司	农药及精细化工	湖南	重庆长风化学工业有限公司	农药及精细化工	重庆
益海嘉里连云港化工有限公司	农药及精细化工	江苏	蓝星化工有限责任公司	聚碳酸酯	山西
江苏嘉隆化工有限公司	农药及精细化工	江苏	帝人聚碳酸酯有限公司	聚碳酸酯	浙江
江苏常隆农化有限公司	农药及精细化工	江苏	福建省东南电化股份有限公司	聚氨酯	福建
江苏蓝丰生物化工股份有限公司	农药及精细化工	江苏	甘肃银光聚银化工有限公司	聚氨酯	甘肃

连云港市金国农化有限公司	农药及精细化工	江苏	沧州大化 TDI 有限责任公司	聚氨酯	河北
江苏安邦电化有限公司	农药及精细化工	江苏	辽宁北方锦化聚氨酯有限公司	聚氨酯	辽宁
海利贵溪化工农药有限公司	农药及精细化工	江西	万华化学集团股份有限公司	聚氨酯	山东
辽宁红山化工股份有限公司	农药及精细化工	辽宁	烟台巨力精细化工股份有限公司	聚氨酯	山东
金凯（辽宁）化工有限公司	农药及精细化工	辽宁	拜耳材料科技（中国）有限公司	聚氨酯	上海
宁夏瑞泰科技股份有限公司	农药及精细化工	宁夏	上海联恒异氰酸酯有限公司	聚氨酯	上海
宁夏新安科技有限公司	农药及精细化工	宁夏	上海巴斯夫异氰酸酯有限公司	聚氨酯	上海
平原信达化工股份有限公司	农药及精细化工	山东	万华化学（宁波）有限公司	聚氨酯	浙江

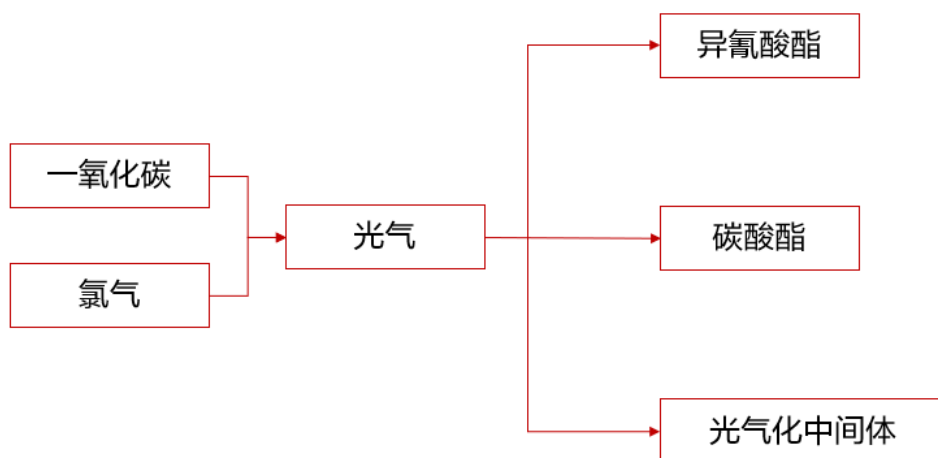
资料来源：中国监控化学品协会光气协作组，广信股份招股说明书，东海证券研究所

3.2.光气资源稀缺，下游产品丰富

光气应用广泛，光气化中间体产品丰富。

光气（ COCl_2 ）学名碳酰氯，是一种无色带特殊气味的有毒气体。由于光气分子中含有 2 个酰氯，化学形式十分活泼，是一种非常重要的化工原料，在有机合成上有着广泛的用途，国际上研发和工业化的光气化产品可达上万种，可以与伯胺类化合物生成异氰酸酯，与双酚 A 生成聚碳酸酯，同时光气还广泛应用于农药、医药和染料等中间体合成过程中。

图42 光气产业链



资料来源：《光气化产品发展现状及行业成长性分析》闫泽等，东海证券研究所整理

光气化中间体产品种类最多，广泛应用于我国农药、医药和染料等领域。截至 2020 年，我国光气化中间体主要包括四大类型，分别是 N-酰化中间体、酰氯中间体、O-酰化中间体和芳环酰化中间体，总产能达到 152 万吨/年。

表6 2020 年我国主要光气化中间体发展情况

类别	主要原料	典型产品	应用领域	国内产能（吨/年）
N-酰化中间体	光气、胺	异氰酸酯、脲衍生物、氨基甲酰氯等系列	农药、医药、助剂等	65
酰氯中间体	光气、羧酸	酰氯系列中间体	农药、医药、染料、新材料等	52
O-酰化中间体	光气、醇（酚）	氯代甲酸酯、碳酸脂等系列	农药、引发剂、增塑剂等	28
芳环酰化中间体	光气、芳环	二苯甲酮系列中间体	紫外吸收剂、定香剂	7

资料来源：《光气化产品发展现状及行业成长性分析》闫泽等，东海证券研究所

光气生产工艺与采用氯化亚砷生产工艺相比具有明显的优势。由于光气生产成本低，且其参与的酰氯化和氯化反应释放出的二氧化碳较氯化亚砷、三氯化磷等反应释放出的二氧化硫和含磷废水等环保性更好，产品纯度和品质更高。

表7 光气生产工艺与氯化亚砷生产工艺对比

项目	光气生产工艺	氯化亚砷生产工艺
生产规模	光气合成技术取得了重大突破，在光气发生器设计、材质和催化剂选型等方面进行了技术优化，为光气及光气化产品的规模化生产解决了技术瓶颈。	非光气路线工艺目前主要应用于聚碳酸酯和芳香族异氰酸酯合成，现有装置规模较小。
生产成本	合成光气主要原料为液氯和焦炭，采用特殊催化剂一步催化合成，原料成本低。	采用碳酸二甲酯、氯化亚砷、固体光气等原料，存在原料成本高、反应条件苛刻、副反应多和后处理复杂等。
产品品质	光气含量高，杂质少，主要杂质是过量的一氧化碳，而一氧化碳不参与光气化产品合成反应，所以采用光气路线生产的产品副反应少，有害杂质低、纯度高。	部分原料含有硫、磷等杂质，对下游产品质量有影响。
环境保护	工艺清洁，反应后的主要废气为氯化氢，此气体用水吸收后可以生成副产品盐酸外售	废气中含有的二氧化硫和硫化氢，废气量比光气生产多约 20%，且会产生大量的废液，处理难度大。
安全性	光气剧毒，安全生产方面投入较高，对于工艺设计、安全措施、管理水平要求较高。	氯化亚砷高毒，安全生产方面投入较大。

资料来源：广信股份招股说明书，东海证券研究所

依托光气资源布局光气产业链，成本优势明显。公司已广泛布局了农药以及中间体的生产，包括多菌灵、甲基硫菌灵、噁唑菌酮等杀菌剂，敌草隆、草甘膦、环嗪酮等除草剂以及啞菌酯中间体水杨腈、茚虫威中间体 KL540 等农药中间体产能，公司光气农药及中间体产业链有望凭借成本优势为公司贡献盈利。

3.3.光气可用于生产异氰酸酯，改性产品性能优异

异氰酸酯可分为芳香族异氰酸酯和脂肪族异氰酸酯，TDI 全称为甲苯二异氰酸酯，是芳香族异氰酸酯的一种，广泛应用于家具、建筑、日用品、交通和家电等领域。HDI 全称为六亚甲基二异氰酸酯，是目前最主要、应用最多的脂肪族异氰酸酯，具有较高的反应活性，可提供制品的初粘性，主要用于生产聚氨酯涂料，如高铁面漆、汽车修补漆、舰船和风电叶片等使用的复合涂料。由于其单体毒性较大，一般将其制备成 HDI 类衍生物，主要包括 HDI 缩二脲和 HDI 三聚体。

表8 异氰酸酯分类及产品应用情况

分类	特性	产品	结构特点	备注
芳香族异氰酸酯	由于结构中存在双键，因此所制的制品容易泛黄、耐候性差；采用价格低廉的苯/甲苯作为原料	二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）	异氰酸酯基与苯环直接相连，紫外线照射后分解生成芳胺并与苯环产生共振重利生成共轭结构的生色团	是目前聚氨酯领域的主要原料
		甲苯二异氰酸酯（TDI）		
脂肪族异氰酸酯（ADI）	由于结构中不饱和性结构少，因此所制制品不易泛黄、具有优秀的耐光耐候性能；由于原材料成本高，工艺难度大，ADI 产品价格远高于 MDI 和 TDI	六亚甲基二异氰酸酯（HDI）	不含芳基、不会产生苯环共轭结构的生色团	HDI 产量约为 ADI 总产量的 65%
		异佛尔酮二异氰酸酯（IPDI）		IPDI 总产量约为 ADI 总产量的 15%
		二环己基甲烷二异氰酸酯（HMDI）		HMDI 总产量约为 ADI 总产量的 5%
		甲基环己烷二异氰酸酯（HTDI）		
		苯二亚甲基二异氰酸酯（XDI）	异氰酸基团和芳环之间增加烷基，以阻止氨基甲酸酯基团与芳环形成共轭醌式结构	-
		三甲基六次甲基二异氰酸酯（TMDI）、四甲基二次甲基苯二异氰酸酯（TXDI）		

资料来源：华经情报网，东海证券研究所

4.盈利预测及估值

我们对公司 2025-2027 年业绩做出如下预测：

1）农药板块：农药原药方面，粮食需求刚性，当前国际局势复杂，叠加关税不稳定，种植意愿提升，农药等农化产品需求提升；当前仍处于农药价格周期相对底部区间，价格有望回暖；公司噁草酮、茚虫威、噻嗪酮和啮菌酯项目开始贡献业绩，我们预计公司农药板块营收增速将分别达到 10%/10%/12%；毛利率将分别达到 33%/34%/33%。

2）农药中间体及其他板块：公司中间体产能提升，产能爬坡结束，生产优化带来成本优化，毛利率提升；化工板块特定事件带来中间体供应间歇性受影响，需求提升，价格提升带来营收提升，中间体价格有望提升，因此我们预计公司农药中间体板块营收增速将分别达到 5%/6%/5%；毛利率将分别达到 33%/35%/33%。

表9 广信股份盈利预测

业务板块		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
农药	yoy				10%	10%	12%
	营收（亿元）	56.59	35.09	29.06	31.97	35.16	39.38
	营业成本	32.65	21.63	19.99	21.42	23.21	26.39
	毛利（亿元）	23.94	13.46	9.07	10.55	11.96	13.00
	毛利率（%）	42.30%	38.35%	31.20%	33%	34%	33%
农药中间体及其他	yoy				5%	6%	5%
	营收（亿元）	33.83	23.09	17.23	18.09	19.18	20.14
	营业成本	20.79	14.75	12.12	12.12	12.47	13.49
	毛利（亿元）	13.03	8.34	5.11	5.97	6.71	6.64
	毛利率（%）	38.53%	36.12%	29.67%	33%	35%	33%
其他	营收（亿元）	0.21	0.50	0.12	0.15	0.15	0.15
	营业成本	0.03	0.09	0.03	0.05	0.05	0.05
	毛利（亿元）	0.18	0.41	0.09	0.1	0.1	0.1
	毛利率（%）	84.52%	81.78%	72.67%	66.67%	66.67%	66.67%
合计	营收（亿元）	90.63	58.68	46.41	50.21	54.49	59.67
	营业成本	53.47	36.47	32.14	33.59	35.72	39.93
	毛利（亿元）	37.16	22.21	14.27	16.62	18.77	19.74
	毛利率（%）	41.00%	37.85%	30.75%	33.10%	34.44%	33.08%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

预计公司 2025-2027 年实现营业总收入分别为 50.21、54.49、59.67 亿元，同比增速分别为 8.15%/8.52%/9.51%；实现归母净利润分别为 9.39、11.18、12.26 亿元，同比增速分别为 20.59%/19.07%/9.62%；EPS 分别为 1.03 元、1.23 元、1.35 元。我们选取农药相关公司扬农化工、利尔化学、兴发集团作为可比公司比较，广信股份估值明显低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10 可比公司估值

证券代码	简称	最新价 (元)	总市值（亿元）	EPS（元）			P/E		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600486.SH	扬农化工	61.35	248.7	3.40	4.00	4.53	17.99	15.3	13.49
002258.SZ	利尔化学	11.80	94.5	0.52	0.68	0.86	22.50	17.43	13.82
600141.SH	兴发集团	24.65	272.0	1.74	2.04	2.31	14.14	12.09	10.66
行业平均							18.21	14.94	12.66
603599.SH	广信股份	11.52	104.9	1.03	1.23	1.35	11.17	9.38	8.55

资料来源：除广信股份，其他均取自同花顺一致预期，东海证券研究所预测，截至 2025 年 7 月 21 日

5.风险提示

原材料价格剧烈波动的风险；公司原材料占生产成本比例高，原材料价格取决于国内原材料市场价格波动，若原材料价格大幅上涨，将影响公司盈利能力。

农化产品价格下跌的风险；目前农药价格处于底部区间，部分品种仍产能过剩或有新项目在建，或将进一步加剧农药行业竞争，进而影响部分农药产品价格。

生产企业产能项目进度不及预期的风险。若公司在建项目不及预期，新产能爬坡进度不及预期，或将影响公司相关产品产量及营业收入。

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,643	5,021	5,449	5,967
%同比增速	-21%	8%	9%	10%
营业成本	3,216	3,359	3,572	3,993
毛利	1,427	1,662	1,877	1,974
%营业收入	31%	33%	34%	33%
税金及附加	23	25	27	30
%营业收入	0%	1%	1%	1%
销售费用	63	70	76	84
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	377	402	436	477
%营业收入	8%	8%	8%	8%
研发费用	246	276	300	328
%营业收入	5%	6%	6%	6%
财务费用	-152	-16	-54	-74
%营业收入	-3%	0%	-1%	-1%
资产减值损失	-54	-37	-25	-10
信用减值损失	-12	-5	0	5
其他收益	103	50	54	60
投资收益	-44	151	163	179
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	44	0	0	0
资产处置收益	-6	25	27	30
营业利润	902	1,088	1,312	1,393
%营业收入	19%	22%	24%	23%
营业外收支	10	2	-1	2
利润总额	911	1,090	1,311	1,395
%营业收入	20%	22%	24%	23%
所得税费用	137	142	170	181
净利润	774	949	1,141	1,214
%同比增速	-46%	23%	20%	6%
归属于母公司的净利润	779	939	1,118	1,226
%营业收入	17%	19%	21%	21%
少数股东损益	-4	9	23	-12
EPS（元/股）	0.86	1.03	1.23	1.35

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.86	1.03	1.23	1.35
BVPS	10.66	11.37	12.21	13.14
PE	13.47	11.17	9.38	8.55
PEG		0.54	0.49	0.89
PB	1.08	1.01	0.94	0.88
EV/EBITDA	12.36	5.65	3.82	2.66
ROE	8%	9%	10%	10%
ROIC	5%	7%	8%	8%

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,292	4,641	6,830	8,467
交易性金融资产	2,755	1,255	1,755	2,255
应收账款及应收票据	94	134	177	166
存货	880	709	831	982
预付账款	10	10	11	12
其他流动资产	4,821	2,767	1,278	291
流动资产合计	9,851	9,517	10,881	12,172
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,780	1,714	1,625	1,064
无形资产	280	319	356	437
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	21	23	23	23
其他非流动资产	2,729	3,518	3,609	3,736
资产总计	14,661	15,091	16,494	17,431
短期借款	2,893	2,593	2,893	2,693
应付票据及应付账款	1,459	1,493	1,736	1,997
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	21	20	21	24
应交税费	146	201	218	239
其他流动负债	282	289	342	369
流动负债合计	4,801	4,596	5,211	5,322
长期借款	20	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	72	73	73	73
其他非流动负债	63	59	59	59
负债合计	4,956	4,727	5,343	5,453
归属于母公司的所有者权益	9,705	10,354	11,119	11,958
少数股东权益	0	9	32	20
股东权益	9,705	10,363	11,151	11,978
负债及股东权益	14,661	15,091	16,494	17,431

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	535	3,576	3,154	2,717
投资	-5,057	1,498	-495	-495
资本性支出	-289	-423	-474	-68
其他	86	-579	163	179
投资活动现金流净额	-5,260	496	-805	-384
债权融资	133	-320	300	-200
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-560	-404	-460	-496
其他	607	-1	0	0
筹资活动现金流净额	180	-724	-160	-696
现金净流量	-4,539	3,349	2,189	1,637

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2025 年 7 月 21 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089