

结构优化推动盈利能力提升，海外经营风险控制能力进一步加强

核心观点

- **二季度经营性成果同比大幅改善：**随着农化行业进入正常运行周期，公司内生成长开始清晰展现。公司二季度实现营收 38.44 亿，同比增长 28.64%；实现归母净利润 2.99 亿，同比增长 932.30%。二季度公司收入增速快于我国农药制剂出口额 20.69% 的同比增速，收入回暖强于行业周期。二季度公司综合毛利率延续提升趋势达到 22.92%，背后是模式、产品、区域覆盖结构的持续优化。此外，二季度汇兑综合收益约 0.52 亿，信用减值损失计提 0.43 亿，而上半年递延所得税费用 1.1 亿且主要体现在二季度导致综合所得税偏高，公司实际经营性的利润水平可能更好。
- **高毛利模式、产品和区域占比提升是盈利能力改善核心驱动：**二季度公司 Model C 收入占比由去年同期的 37.84% 提升至 41.35%，毛利率由去年同期的 29.32% 提升至 31.54%；杀虫、杀菌剂收入占比由去年同期的 13.89%、9.93% 提升至 16.10%、10.02%，毛利率分别由去年同期的 27.62%、22.50% 提升至 29.09%、27.25%。欧盟、北美市场收入占比也由去年上半年的 11.42% 提升至 14.08%。结构持续改善叠加产品回暖共同推动公司毛利率的增长。且从费用率看，公司业务模式持续下沉推进没有带来费用率压力的明显提升，二季度销售加管理费用率稳定在 8% 左右的水平。公司 25 上半年累计获得登记证数量 600 余项，主要在亚洲（含中国）、拉美、欧洲、中东/非洲，截至 25 年 6 月底已累计获证 8400 余项；此外，公司强化了生物制剂板块的业务拓展。而未来随着持续性的投入布局落地，结构优化带来的毛利率提升还有望继续。
- **海外经营风险控制能力进一步加强：**公司二季度经营性现金流净额达到 9.60 亿，在行业景气底部实现了近两年单季度最好水平，也有望进一步打消市场对公司业务下沉后回款困难的担忧。半年末资产负债率稳定在 54% 的水平，也并未因为业务下沉而明显放大。整体而言，公司渠道下沉扩张进入出海深水区对现金流的风险已基本自证可控。

盈利预测与投资建议

- 我们预测 25-27 年公司 EPS 分别为 4.10、4.89、5.94 元，给予可比公司 25 年 21 倍 PE，对应目标价 86.10 元，维持买入评级。

风险提示：

- 市场开拓不及预期；海外经营不确定性风险；原材料等成本波动风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,485	13,296	15,073	17,376	19,900
同比增长(%)	-20.6%	15.8%	13.4%	15.3%	14.5%
营业利润(百万元)	945	435	1,517	1,834	2,246
同比增长(%)	-46.8%	-54.0%	248.7%	20.9%	22.4%
归属母公司净利润(百万元)	771	450	1,152	1,372	1,668
同比增长(%)	-45.4%	-41.6%	155.9%	19.1%	21.5%
每股收益(元)	2.75	1.60	4.10	4.89	5.94
毛利率(%)	21.2%	19.8%	20.8%	21.4%	21.9%
净利率(%)	6.7%	3.4%	7.6%	7.9%	8.4%
净资产收益率(%)	12.1%	6.8%	16.0%	16.5%	17.7%
市盈率	26.4	45.2	17.7	14.8	12.2
市净率	3.1	3.1	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月22日）	72.41 元
目标价格	86.10 元
52 周最高价/最低价	78.47/35.27 元
总股本/流通 A 股（万股）	28,077/28,034
A 股市值（百万元）	20,331
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025 年 08 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.06	14.45	33.77	96.68
相对表现%	3.88	8.16	21.91	64.54
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



证券分析师

万里扬 021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

平台壁垒持续强化，出海价值亟待重估： 2025-06-30
润丰股份深度报告系列之二
农化行业震荡磨底，公司积蓄成长动能 2024-10-31
经营性利润好于预期，公司已进入向上拐点 2023-11-14

表 1：可比公司估值（截至 2025/8/22）

可比公司	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
扬农化工	69.88	2.97	3.42	4.03	4.58	23.57	20.44	17.33	15.27
联化科技	10.60	0.11	0.32	0.47	0.63	93.64	32.64	22.80	16.72
国光股份	15.47	0.79	0.94	1.12	1.32	19.66	16.55	13.80	11.76
诺普信	13.27	0.58	0.88	1.23	1.53	22.82	15.12	10.79	8.68
安道麦 A	7.03	-1.25	0.14	0.21	0.26	-5.64	50.91	34.14	27.21
中农立华	14.29	0.76	0.90	1.13	1.38	18.89	15.84	12.66	10.39
调整后平均						21.23	21.37	16.64	13.54

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,272	3,127	4,254	4,944	5,928	营业收入	11,485	13,296	15,073	17,376	19,900
应收票据、账款及款项融资	4,763	5,387	6,105	7,038	8,060	营业成本	9,052	10,665	11,943	13,663	15,535
预付账款	129	73	83	96	109	销售费用	433	654	713	811	904
存货	3,336	2,418	2,707	3,097	3,522	管理费用	515	547	587	637	691
其他	381	473	424	432	440	研发费用	298	169	180	193	204
流动资产合计	11,881	11,478	13,573	15,606	18,059	财务费用	(37)	677	23	98	160
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产、信用减值损失	81	203	58	74	80
固定资产	2,008	2,330	2,317	2,199	1,987	公允价值变动收益	118	52	10	(25)	(35)
在建工程	396	381	463	531	615	投资净收益	(294)	60	(28)	10	20
无形资产	214	289	271	253	235	其他	(22)	(56)	(34)	(51)	(66)
其他	398	817	365	354	347	营业利润	945	435	1,517	1,834	2,246
非流动资产合计	3,017	3,818	3,417	3,338	3,186	营业外收入	12	8	9	10	9
资产总计	14,898	15,296	16,990	18,944	21,245	营业外支出	17	30	26	24	27
短期借款	2,261	2,499	2,499	2,499	2,499	利润总额	940	413	1,501	1,819	2,228
应付票据及应付账款	5,154	4,553	5,098	5,833	6,632	所得税	90	(115)	225	273	334
其他	478	717	722	741	761	净利润	850	528	1,276	1,546	1,894
流动负债合计	7,894	7,770	8,320	9,073	9,892	少数股东损益	79	78	124	174	226
长期借款	78	346	346	346	346	归属于母公司净利润	771	450	1,152	1,372	1,668
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.75	1.60	4.10	4.89	5.94
其他	87	131	32	32	32						
非流动负债合计	165	477	377	377	377	主要财务比率					
负债合计	8,058	8,247	8,697	9,450	10,269		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	294	388	512	686	912	成长能力					
实收资本(或股本)	279	281	281	281	281	营业收入	-20.6%	15.8%	13.4%	15.3%	14.5%
资本公积	2,383	2,317	2,442	2,442	2,442	营业利润	-46.8%	-54.0%	248.7%	20.9%	22.4%
留存收益	3,900	4,021	5,058	6,084	7,340	归属于母公司净利润	-45.4%	-41.6%	155.9%	19.1%	21.5%
其他	(15)	41	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,840	7,049	8,293	9,494	10,976	毛利率	21.2%	19.8%	20.8%	21.4%	21.9%
负债和股东权益总计	14,898	15,296	16,990	18,944	21,245	净利率	6.7%	3.4%	7.6%	7.9%	8.4%
						ROE	12.1%	6.8%	16.0%	16.5%	17.7%
						ROIC	10.3%	14.9%	12.4%	13.9%	15.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	54.1%	53.9%	51.2%	49.9%	48.3%
净利润	850	528	1,276	1,546	1,894	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	(708)	1,220	551	653	748	流动比率	1.51	1.48	1.63	1.72	1.83
财务费用	(37)	677	23	98	160	速动比率	1.08	1.16	1.30	1.37	1.46
投资损失	294	(60)	28	(10)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(2,542)	(298)	(476)	(666)	(732)	应收账款周转率	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5
其它	793	(1,316)	346	99	115	存货周转率	3.6	3.7	4.6	4.6	4.6
经营活动现金流	(1,350)	751	1,748	1,721	2,165	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
资本支出	2,443	(3,584)	(590)	(572)	(594)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	0	0	0	每股收益	2.75	1.60	4.10	4.89	5.94
其他	(3,337)	2,852	(18)	(15)	(15)	每股经营现金流	-4.85	2.68	6.22	6.13	7.71
投资活动现金流	(893)	(731)	(608)	(587)	(609)	每股净资产	23.31	23.72	27.71	31.37	35.84
债权融资	49	327	0	0	0	估值比率					
股权融资	83	(63)	125	0	0	市盈率	26.4	45.2	17.7	14.8	12.2
其他	1,287	(254)	(138)	(444)	(572)	市净率	3.1	3.1	2.6	2.3	2.0
筹资活动现金流	1,419	9	(13)	(444)	(572)	EV/EBITDA	103.1	8.8	9.9	8.0	6.5
汇率变动影响	(66)	74	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.7	18.5	13.4	10.7	8.6
现金净增加额	(891)	103	1,127	690	984						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。