

结构优化推动毛利率提升，长期竞争力不断增强

核心观点

- **高毛利产品销量增加推动毛利率持续提升：**公司 25 上半年综合毛利率达到 47%，其中核心的农药业务毛利率达到 51%，是近五年来最高水平。我们认为主要是植调剂为核心的高毛利产品销量增长较快所拉动，而上游原药的同比回调也有一定贡献。公司植调剂产品销售的持续增长源于公司长期积累带来的竞争优势，公司在国内植调剂领域是登记品种最多、收入规模最大的公司，并沉淀了丰富的应用经验。由于植调剂的应用难度明显高于其他基础农药品种，公司得以在高度分散的植调剂行业展现出突出的产品组合与技术服务优势，并推动公司利润的持续增长。公司 25 上半年实现归母净利润 2.31 亿元，同比增长 6.05%。
- **产品组合不断丰富，长期竞争力持续增强：**公司 25 上半年取得了 9 个农药登记证，11 个肥料登记证，进一步丰富产品线。公司也持续加大新产品登记力度，上半年研发费用同比增长 40% 以上，虽然研发投入增加短期导致上半年利润增速略慢于收入增速，但这是为了长期竞争力做储备。植调剂产品的特点在于用量少但用法讲究，讲究不同成分功能的组合，所以难有大单品逻辑，而是要通过产品组合形成解决方案。同时植调剂是按照农药监管，自有包括登记周期等在内的进入壁垒，所以要形成规模优势需要长期的时间和资金投入。在营销环节由于其相对高的应用难度，需要配套专业的技术服务团队，相对传统农药营销更有知识密集型的特点。所以这个行业赚的是个辛苦钱和慢钱，这也就不难理解为何长期在该垂直领域持续投入并取得规模的企业寥寥无几。公司在植调剂领域的长期竞争力持续增强且难以撼动。
- **农药“一证一品同标”政策落地，利好制剂龙头：**行业层面，今年农业农村部第 925 号公告（农药标签和说明书标注有关事项）发布，其核心内容为同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标，委托加工、分装的产品不得标注受托人的商标。政策针对市场流通的产品数远远高于登记证对应的数量的问题，从中长期维度规范行业秩序，有望推动不合规企业逐步退出。以公司为代表的具备丰富登记证储备及自主渠道能力的头部制剂企业竞争优势也将得到进一步提升。

盈利预测与投资建议

- 由于产品结构优化，我们小幅下调收入增速并上调毛利率预测，预测 25-27 年公司归母净利润为 4.30、5.26 和 6.47 亿元（原 25-27 年预测为 4.57、5.57 和 6.53 亿元），按照可比公司 25 年 24 倍市盈率，给予目标价 22.08 元并维持买入评级。

风险提示：原材料和产品价格波动风险；市场推广进度不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,860	1,986	2,360	2,878	3,466
同比增长(%)	12.8%	6.8%	18.8%	21.9%	20.5%
营业利润(百万元)	371	454	534	651	796
同比增长(%)	149.9%	22.2%	17.6%	21.9%	22.4%
归属母公司净利润(百万元)	302	367	430	526	647
同比增长(%)	165.9%	21.5%	17.1%	22.5%	22.9%
每股收益(元)	0.65	0.79	0.92	1.13	1.39
毛利率(%)	41.5%	45.4%	46.5%	46.8%	46.8%
净利率(%)	16.2%	18.5%	18.2%	18.3%	18.7%
净资产收益率(%)	18.6%	18.9%	19.5%	21.9%	24.5%
市盈率	23.9	19.7	16.8	13.7	11.2
市净率	4.1	3.4	3.1	2.9	2.6

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）	15.47 元
目标价格	22.08 元
52 周最高价/最低价	15.99/10.33 元
总股本/流通 A 股（万股）	46,636/45,365
A 股市值（百万元）	7,215
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%	2.5	1.52	5.92	25.49
相对表现%	-1.68	-4.77	-5.94	-6.65
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

业绩创新高，作物全程方案推广助成长 2025-04-18
 大田全程方案模式有望带来新增长极 2024-07-05

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	3.43	4.04	4.58	23.57	20.39	17.31	15.26
安道麦 A	7.03	-1.25	0.14	0.21	0.26	-5.64	50.91	34.14	27.21
联化科技	10.60	0.11	0.32	0.47	0.63	93.64	32.64	22.80	16.72
润丰股份	72.41	1.60	3.78	4.69	5.68	45.17	19.13	15.44	12.75
诺普信	13.27	0.58	0.88	1.23	1.53	22.82	15.12	10.79	8.68
调整后平均						30.52	24.05	18.51	14.91

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	1,249	1,420	1,688	2,014	2,426	营业收入	1,860	1,986	2,360	2,878	3,466
应收票据、账款及款项融资	83	89	107	131	158	营业成本	1,087	1,084	1,262	1,531	1,844
预付账款	22	23	27	33	40	销售费用	236	261	325	389	458
存货	353	360	414	505	607	管理费用	120	139	176	208	242
其他	160	32	33	35	37	研发费用	63	67	80	96	116
流动资产合计	1,868	1,924	2,269	2,719	3,269	财务费用	(15)	(17)	(9)	(1)	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	4	5	(2)	7	8
固定资产	435	415	436	733	671	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	30	81	266	91	94	投资净收益	6	3	3	3	3
无形资产	169	154	137	120	103	其他	1	4	2	(0)	(3)
其他	154	147	143	139	139	营业利润	371	454	534	651	796
非流动资产合计	789	797	983	1,083	1,005	营业外收入	1	2	2	2	2
资产总计	2,657	2,721	3,252	3,802	4,274	营业外支出	1	9	9	9	9
短期借款	46	0	308	569	709	利润总额	371	447	527	644	789
应付票据及应付账款	79	114	112	148	171	所得税	51	62	73	89	109
其他	207	254	263	275	290	净利润	321	385	454	555	680
流动负债合计	333	367	683	992	1,170	少数股东损益	19	18	24	28	33
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	302	367	430	526	647
应付债券	306	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.65	0.79	0.92	1.13	1.39
其他	59	55	55	55	55						
非流动负债合计	365	55	55	55	55	主要财务比率					
负债合计	698	422	737	1,047	1,225		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	185	196	220	248	281	成长能力					
实收资本 (或股本)	435	468	469	469	469	营业收入	12.8%	6.8%	18.8%	21.9%	20.5%
资本公积	76	446	489	489	489	营业利润	149.9%	22.2%	17.6%	21.9%	22.4%
留存收益	1,196	1,186	1,335	1,547	1,808	归属于母公司净利润	165.9%	21.5%	17.1%	22.5%	22.9%
其他	67	3	3	3	3	获利能力					
股东权益合计	1,959	2,299	2,515	2,755	3,050	毛利率	41.5%	45.4%	46.5%	46.8%	46.8%
负债和股东权益总计	2,657	2,721	3,252	3,802	4,274	净利率	16.2%	18.5%	18.2%	18.3%	18.7%
						ROE	18.6%	18.9%	19.5%	21.9%	24.5%
						ROIC	14.4%	16.3%	17.6%	18.2%	19.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	26.3%	15.5%	22.7%	27.5%	28.6%
净利润	321	385	454	555	680	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	62	64	66	87	103	流动比率	5.61	5.24	3.32	2.74	2.79
财务费用	(15)	(17)	(9)	(1)	3	速动比率	4.53	4.24	2.71	2.22	2.27
投资损失	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)	营运能力					
营运资金变动	(82)	130	(69)	(81)	(108)	应收账款周转率	54.7	38.8	31.8	34.0	35.3
其它	119	(121)	(1)	7	8	存货周转率	2.9	3.0	3.2	3.3	3.3
经营活动现金流	399	438	437	564	683	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
资本支出	(73)	(61)	(252)	(188)	(26)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.65	0.79	0.92	1.13	1.39
其他	(65)	(213)	3	3	3	每股经营现金流	0.92	0.93	0.93	1.20	1.46
投资活动现金流	(138)	(274)	(249)	(185)	(23)	每股净资产	3.80	4.51	4.92	5.38	5.94
债权融资	21	(306)	0	0	0	估值比率					
股权融资	11	403	43	0	0	市盈率	23.9	19.7	16.8	13.7	11.2
其他	(52)	(453)	36	(52)	(248)	市净率	4.1	3.4	3.1	2.9	2.6
筹资活动现金流	(20)	(356)	79	(52)	(248)	EV/EBITDA	13.9	11.6	9.8	7.9	6.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.3	13.3	11.1	8.9	7.3
现金净增加额	241	(192)	267	327	412						

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。