

二季度业绩同比增长，恒宁基地持续减亏

核心观点

- 销量提升及减值损失收窄推动二季度业绩同比增长：**随着全球农化去库周期逐渐进入尾声，原药价格下跌趋势收窄但仍受到行业供给过剩的压制，整体景气度低迷。今年上半年公司主营产品如吡虫啉、啉虫脒、吡啶醚菌酯、丙硫菌唑等大多处于底部震荡区间，部分产品如甲维盐有所上涨，公司农药业务整体均价二季度同比下滑 1.26%，已基本企稳。同时，二季度公司农药业务销量同比增长 9.20%，推动公司收入达到 13.45 亿，同比增长 6.84%。二季度公司毛利率 23.79%，同比基本持平；而毛利润与期间费用等成本同比增多的绝对额基本一致，资产减值损失同比收窄 0.23 亿是财务报表维度二季度净利润同比增长的关键边际驱动，主要是存货跌价损失及合同履约成本减值损失方面的改善。整体而言，销量提升及资产减值损失收窄推动公司二季度实现归母净利润 0.97 亿，同比增长 35.24%。
- 恒宁基地开工率提升带来持续减亏，未来有望带来正贡献：**恒宁子公司作为公司发展的重要第二增长极，是近几年资本开支的重点方向，目前总资产已达到近 20 亿。但自 22 年 6 月一期整体及 24 年 8 月二期部分原药投产以来，效益一直未达预期，23、24 全年分别亏损 1.41 亿、1.63 亿，我们推测是前期公辅设施投资较重而装置开工率不高所致。目前看，随着恒宁项目产能利用率逐步提升、成本下降，今年上半年亏损 0.65 亿，较去年同期亏损 0.82 亿已明显改善。未来随着恒宁基地布局的大单品持续落地，开工率逐渐提升，子公司有望持续减亏并带来正向贡献。

盈利预测与投资建议

- 考虑农药行业景气磨底，公司主要产品价格下滑，故下调盈利预测，我们预测 25-27 年公司 EPS 为 0.95、1.35 和 1.79 元（原 25-26 年预测为 1.65 和 2.15 元），按照可比公司 25 年 22 倍市盈率，给予目标价 20.90 元并维持买入评级。

风险提示

- 新产能投放不及预期；终端市场开拓不及预期；产品和原材料价格波动。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,398	3,908	4,830	5,740	6,860
同比增长(%)	-3.0%	-11.2%	23.6%	18.8%	19.5%
营业利润(百万元)	570	242	378	537	712
同比增长(%)	25.1%	-57.5%	55.9%	42.0%	32.6%
归属母公司净利润(百万元)	473	181	324	460	610
同比增长(%)	2.9%	-61.7%	78.4%	42.2%	32.5%
每股收益(元)	1.39	0.53	0.95	1.35	1.79
毛利率(%)	31.0%	23.9%	24.5%	25.3%	25.7%
净利率(%)	10.8%	4.6%	6.7%	8.0%	8.9%
净资产收益率(%)	14.4%	5.3%	9.2%	12.1%	14.1%
市盈率	11.0	28.7	16.1	11.3	8.5
市净率	1.5	1.5	1.5	1.3	1.1

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09月01日）	15.32 元
目标价格	20.9 元
52 周最高价/最低价	15.75/9.89 元
总股本/流通 A 股（万股）	33,988/33,988
A 股市值（百万元）	5,207
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025 年 09 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.79	4.64	11.99	27.97
相对表现%	0.57	-6.92	-5.81	-8.23
沪深 300%	1.22	11.56	17.8	36.2



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

行业景气基本触底，期待新项目放量 2024-06-24

表 1：可比公司估值（截至 2025/9/1）

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	74.55	2.97	3.42	4.04	4.62	25.14	21.81	18.44	16.14
利尔化学	12.80	0.27	0.54	0.70	0.88	47.58	23.59	18.30	14.53
长青股份	6.23	-0.18	0.10	0.20	0.28	-33.73	59.96	31.03	22.37
中农立华	13.84	0.76	0.90	1.13	1.38	18.29	15.34	12.26	10.06
润丰股份	80.04	1.60	3.97	4.89	5.97	49.93	20.17	16.37	13.40
调整后平均						30.34	21.86	17.70	14.69

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	981	1,347	963	1,206	1,686	营业收入	4,398	3,908	4,830	5,740	6,860
应收票据、账款及款项融资	789	873	973	1,219	1,420	营业成本	3,033	2,973	3,649	4,290	5,096
预付账款	75	69	83	100	119	销售费用	176	202	233	272	321
存货	968	933	1,155	1,352	1,610	管理费用	248	226	238	260	286
其他	583	452	470	499	500	研发费用	223	209	251	299	360
流动资产合计	3,395	3,675	3,644	4,377	5,334	财务费用	(13)	2	29	28	25
长期股权投资	67	0	67	67	67	资产、信用减值损失	116	56	56	53	51
固定资产	1,856	2,098	2,195	2,329	2,440	公允价值变动收益	1	(10)	0	0	0
在建工程	273	354	595	728	725	投资净收益	(30)	12	12	10	10
无形资产	521	500	476	452	428	其他	(17)	(1)	(9)	(12)	(18)
其他	337	237	222	222	222	营业利润	570	242	378	537	712
非流动资产合计	3,054	3,189	3,555	3,799	3,882	营业外收入	9	18	13	13	15
资产总计	6,449	6,864	7,199	8,176	9,216	营业外支出	7	10	10	9	10
短期借款	912	1,203	1,058	1,131	1,094	利润总额	572	251	381	541	717
应付票据及应付账款	1,378	1,460	1,725	2,068	2,433	所得税	99	69	57	81	108
其他	568	563	630	731	832	净利润	473	181	324	460	610
流动负债合计	2,858	3,226	3,413	3,930	4,360	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	473	181	324	460	610
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.39	0.53	0.95	1.35	1.79
其他	208	214	214	214	214	主要财务比率					
非流动负债合计	208	214	214	214	214		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	3,066	3,440	3,627	4,144	4,574	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-3.0%	-11.2%	23.6%	18.8%	19.5%
实收资本（或股本）	340	340	340	340	340	营业利润	25.1%	-57.5%	55.9%	42.0%	32.6%
资本公积	674	705	708	708	708	归属于母公司净利润	2.9%	-61.7%	78.4%	42.2%	32.5%
留存收益	2,325	2,336	2,490	2,950	3,559	获利能力					
其他	43	43	35	35	35	毛利率	31.0%	23.9%	24.5%	25.3%	25.7%
股东权益合计	3,382	3,424	3,572	4,032	4,642	净利率	10.8%	4.6%	6.7%	8.0%	8.9%
负债和股东权益总计	6,449	6,864	7,199	8,176	9,216	ROE	14.4%	5.3%	9.2%	12.1%	14.1%
现金流量表						ROIC	11.2%	4.0%	7.5%	9.8%	11.5%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	473	181	324	460	610	资产负债率	47.6%	50.1%	50.4%	50.7%	49.6%
折旧摊销	224	223	183	203	226	净负债率	0.0%	0.0%	2.7%	0.0%	0.0%
财务费用	(13)	2	29	28	25	流动比率	1.19	1.14	1.07	1.11	1.22
投资损失	30	(12)	(12)	(10)	(10)	速动比率	0.82	0.83	0.70	0.74	0.82
营运资金变动	97	(32)	(19)	(98)	(62)	营运能力					
其它	145	(75)	64	53	51	应收账款周转率	5.0	4.2	4.7	4.7	4.7
经营活动现金流	955	286	569	637	840	存货周转率	3.1	2.9	3.2	3.1	3.2
资本支出	(381)	(478)	(498)	(448)	(308)	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
长期投资	4	68	(69)	0	0	每股指标（元）					
其他	(59)	376	(45)	10	10	每股收益	1.39	0.53	0.95	1.35	1.79
投资活动现金流	(436)	(34)	(612)	(438)	(298)	每股经营现金流	2.81	0.84	1.67	1.87	2.47
债权融资	0	(0)	0	(0)	0	每股净资产	9.95	10.07	10.51	11.86	13.66
股权融资	33	31	3	0	0	估值比率					
其他	(744)	(274)	(344)	44	(62)	市盈率	11.0	28.7	16.1	11.3	8.5
筹资活动现金流	(712)	(243)	(342)	44	(62)	市净率	1.5	1.5	1.5	1.3	1.1
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	6.3	10.6	8.4	6.4	5.1
现金净增加额	(191)	9	(384)	243	480	EV/EBIT	8.9	20.2	12.1	8.7	6.7

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。