

大洋生物 (003017.SZ)

钾盐、兽药全球龙头，业绩迎来高速增长长期

2025 年 11 月 03 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

金益腾（分析师）

蒋跨越（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

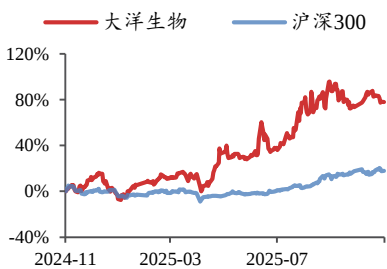
jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790523120001

日期	2025/11/3
当前股价(元)	32.92
一年最高最低(元)	37.99/16.80
总市值(亿元)	27.65
流通市值(亿元)	22.81
总股本(亿股)	0.84
流通股本(亿股)	0.69
近 3 个月换手率(%)	474.82

股价走势图



数据来源：聚源

● 钾盐、兽药全球龙头，首次覆盖，给予“买入”评级

公司主营钾盐、兽药与含氟化学品业务，其中在钾盐与兽药领域，公司均为全球行业龙头。展望未来，我们认为，伴随行业供需格局改善，钾盐及兽药产品盈利有望上行。同时，在含氟化学品板块，我们积极看好公司由氟苯向下游氟酮及 PEEK 环节延伸的潜力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.15、1.67、2.21 亿元，EPS 分别为 1.37、1.98、2.63 元，当前股价对应 PE 分别为 24.0、16.6、12.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 钾盐：供需格局向好，盈利中枢有望抬升

供给端，国内碳酸钾行业呈现寡头竞争格局，玩家较少且短期内无大幅扩产的规划。同时，轻质碳酸钾龙二振兴化肥面临债务困境，或存在被整合的预期，届时国内碳酸钾行业集中度或将进一步提升，龙头企业定价权也有望随之进一步增强。**需求端**，碳酸钾主要用于食品、农药、医药、玻璃、畜牧等行业，尤其是轻质碳酸钾，其下游需求与国民经济息息相关，预计其需求增速较为稳定，或与 GDP 增速相当。我们认为未来国内碳酸钾行业供需格局有望不断改善，行业景气度也或将迎来上行周期。

● 兽药：海外友商供给端或有扰动，2025 年至今产品价格持续提升

盐酸氨丙啉是高效的抗球虫药物，主要应用于家禽、牛、羊等动物。目前，全球盐酸氨丙啉供应商主要为公司和美国辉宝（其生产基地在以色列）。据互动易消息，截至 2025 年 9 月，公司盐酸氨丙啉价格与销量较 2024 年同期均有所上升。当前中东地区地缘冲突加剧背景下，美国辉宝以色列基地的生产经营情况及发货等方面或受到一定程度的影响。同时，从下游客户角度考虑，为保障产品供应稳定性，部分辉宝客户或积极寻求第二供应商，在此背景下，公司有望充分受益。

● 含氟化学品：拥有氟苯产能，具备向下游氟酮、PEEK 延伸的潜力

公司含氟化学品业务产品包括 2-氯-6-氟苯甲醛、氟苯等，其中拥有氟苯产能 650 吨/年，另外公司拥有 PEEK 中间体氟酮生产的中试技术，未来或具备向下游氟酮、PEEK 环节进行产业链延伸的潜力。

● 风险提示：项目投产不及预期、下游需求不及预期、原材料价格大幅波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	919	910	1,035	1,225	1,351
YOY(%)	-13.1	-1.0	13.7	18.3	10.3
归母净利润(百万元)	50	64	115	167	221
YOY(%)	-38.1	27.5	80.7	44.7	32.6
毛利率(%)	18.1	19.6	24.5	25.9	28.8
净利率(%)	5.4	7.0	11.1	13.6	16.4
ROE(%)	5.0	6.1	10.1	13.0	15.0
EPS(摊薄/元)	0.60	0.76	1.37	1.98	2.63
P/E(倍)	55.3	43.4	24.0	16.6	12.5
P/B(倍)	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、大洋生物：钾盐、兽药全球龙头，业绩迎来高速增长期.....	3
2、钾盐：供需格局向好，盈利中枢有望抬升.....	6
2.1、供给：国内碳酸钾呈寡头竞争格局，未来或存行业整合预期.....	7
2.2、需求：应用领域广泛，需求稳步增长.....	9
2.3、小结：碳酸钾行业景气度有望迎来上行周期.....	10
3、盐酸氨丙啉：海外友商供给端或有扰动，2025 年至今产品价格持续提升.....	11
4、含氟化学品业务：拥有氟苯产能，公司具备向下游氟酮、PEEK 进行产业链延伸的潜力.....	12
5、盈利预测与投资建议.....	13
6、风险提示.....	14
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

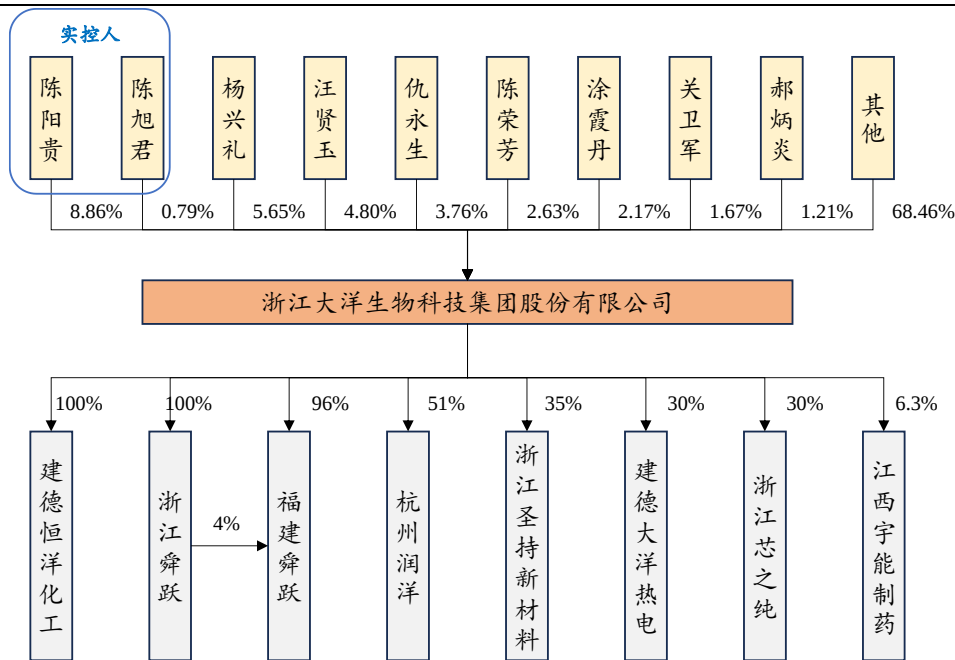
图 1：公司实控人为陈阳贵先生与陈旭君女士.....	3
图 2：2025Q1-Q3 公司营收同比增长 11.2%.....	4
图 3：2025Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 56.1%.....	4
图 4：2025Q1-Q3 公司销售毛利率、净利率分别达到 23.6%、10.7%.....	5
图 5：无机盐产品与盐酸氨丙啉为公司主要营收来源.....	5
图 6：2025H1 无机盐产品与盐酸氨丙啉营收占比分别为 70%、18%（单位：亿元）.....	5
图 7：无机盐产品与盐酸氨丙啉为公司主要利润来源.....	6
图 8：2025H1 无机盐产品与盐酸氨丙啉毛利占比分别为 59%、30%（单位：亿元）.....	6
图 9：碳酸钾下游应用领域包括食品、农药、医药、玻璃、畜牧等.....	6
图 10：过去几年间，振兴化肥一直面临债务困境.....	8
图 11：农药为碳酸钾第一大需求来源（以 2023 年估算数据为基础）.....	9
图 12：2025 年至今碳酸钾价格稳中有升.....	10
图 13：2024 年公司公司盐酸氨丙啉销量达到 643 吨.....	11
图 14：2025H1 公司盐酸氨丙啉毛利率达到 40.1%.....	11
图 15：氟酮为 PEEK 材料的主要原材料之一.....	12
表 1：公司主营产品为钾盐、兽药及含氟精细化学品.....	4
表 2：碳酸钾主流工艺为离子交换法和离子膜电解-碳化法.....	7
表 3：目前国内在产轻质碳酸钾企业仅有大洋生物与振兴化肥.....	8
表 4：碳酸钾主要消费领域为玻璃制造、农药、陶瓷、食品、医药等方面.....	9
表 5：公司业绩拆分与盈利预测.....	13
表 6：预计 2027 年公司 PE 低于可比公司平均 PE.....	14

1、大洋生物：钾盐、兽药全球龙头，业绩迎来高速增长期

浙江大洋生物科技集团股份有限公司（以下简称“大洋生物”或“公司”）创建于 1976 年，前身为大洋化工厂，2003 年改制为有限责任公司，2009 年完成股份有限公司改造。公司拥有全资子公司 3 家，系国家高新技术企业、国家专精特新“小巨人”企业、国家知识产权优势企业、中国石油和化工企业 500 强、浙江省“守合同重信用”企业，是“浙江制造”团体标准主制单位。2020 年，公司成功在深交所主板上市，正式登陆资本市场。

公司实控人为陈阳贵先生与陈旭君女士。据 Wind 数据，截至 2025 年 9 月 30 日，公司第一大股东为陈阳贵先生，其直接持有公司 8.86% 的股权，同时其与陈旭君女士（与陈阳贵先生为父女关系，直接持股比例为 0.79%）为公司实际控制人，合计直接持股比例为 9.65%。此外，汪贤玉、仇永生、关卫军、郝炳炎、陈荣芳、曾邵平与实控人为一致行动人。

图1：公司实控人为陈阳贵先生与陈旭君女士



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 注：股权比例数据截至 2025Q3

经过多年发展，公司现已形成以钾盐为主、兽药及含氟精细化学品共同发展的“一体两翼”产业格局。截至 2025 年 10 月，公司具备浙江建德及福建邵武两大生产基地，拥有碳酸钾、碳酸氢钾产能 8.5、2.5 万吨/年，拥有盐酸氨丙啉产能 600 吨/年，另有 800 吨/年搬迁项目在建中，预计 2026 年 6 月投产。同时，公司布局含氟化工品业务，拥有 2-氯-6-氟苯甲醛、氟苯等产品生产能力，同时在建三氟乙酰系列产品产能 3800 吨/年。

此外，2024 年公司完成对浙江芯之纯半导体材料有限公司的战略投资（投资金额 6600 万元，直接持股比例为 30%），正式切入半导体材料新赛道。芯之纯主营业务为石墨基高纯陶瓷产品的研发、生产与销售，产品可应用于半导体设备以及 LED

等外延设备的关键零部件方面，目前项目主体建设已基本竣工，预计 2025 年 10 月进入试生产状态。

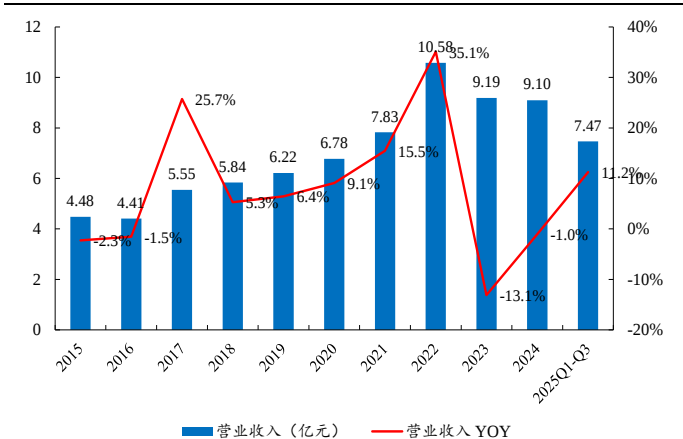
表1：公司主营产品为钾盐、兽药及含氟精细化学品

生产基地	分类	产品	现有产能	规划/在建产能
浙江建德	无机盐	碳酸钾	8.5 万吨	-
		碳酸氢钾	2.5 万吨	-
	兽药	盐酸氨丙啉	600 吨	搬迁项目 2026 年 6 月投产，届时设计产能达到 800 吨/年
福建邵武	含氟化学品	氟苯	650 吨	-
		2-氯-6-氟苯甲醛	400 吨	-
		4-氟苯甲醛系列	200 吨	-
		三氟乙酰系列产品项目	-	3800 吨，预计 2026H1 投产

资料来源：公司公告、《福建舜跃三期项目环境影响报告书》、开源证券研究所

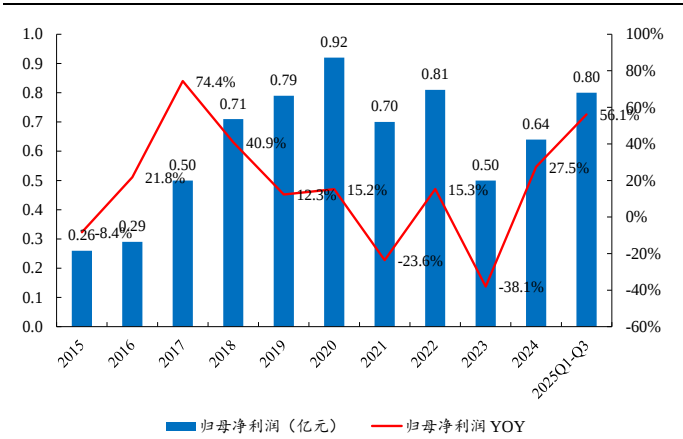
钾盐、兽药行业景气向上，公司业绩迈入高速增长期。据 Wind 数据，2015 年至 2024 年间，公司营收由 4.48 亿元提升至 9.10 亿元，年均复合增速 8.2%。同期，公司归母净利润虽有波动，但整体维持在的千万元级别的水平。2025 年以来，伴随钾盐、兽药行业景气度的持续提升，公司业绩迈入高速增长期。**2025Q1-Q3 公司销售毛利率、净利率分别达到 23.6%、10.7%，较 2024 年全年分别+4.1pcts、+3.7pcts，同期公司实现营收 7.47 亿元，同比增长 11.2%，实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 56.1%。**

图2：2025Q1-Q3 公司营收同比增长 11.2%

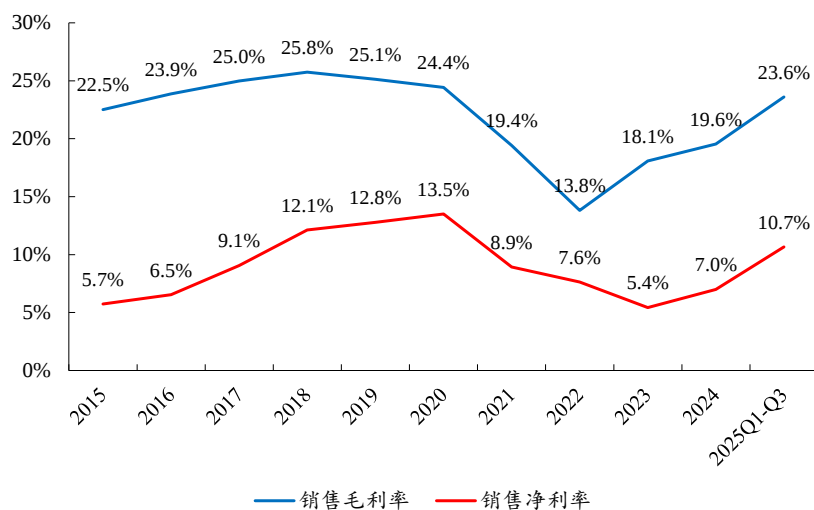


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 56.1%

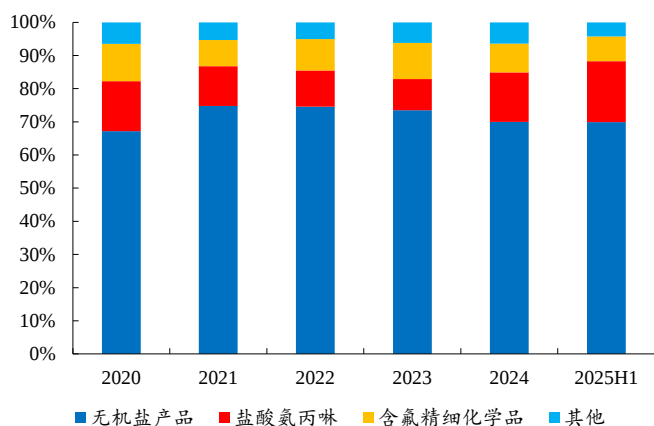


数据来源：Wind、开源证券研究所

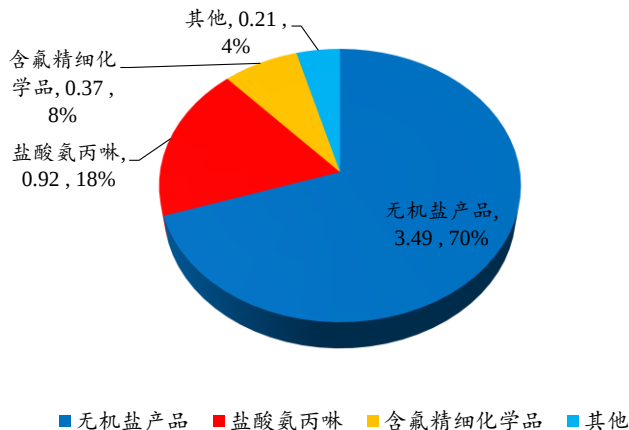
图4：2025Q1-Q3 公司销售毛利率、净利率分别达到 23.6%、10.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

无机盐产品与盐酸氨丙啉为公司主要营收与利润来源。据 Wind 数据，2025H1 公司无机盐产品（碳酸钾、碳酸氢钾及氯化铵）与盐酸氨丙啉产品分别营收 3.49、0.92 亿元，分别占公司总营收的 70%、18%。同期，二者分别贡献毛利 0.71、0.37 亿元，分别占公司总毛利的 59%、30%。

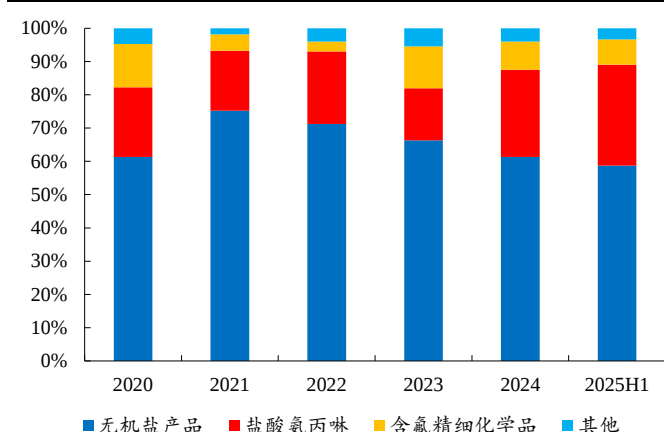
图5：无机盐产品与盐酸氨丙啉为公司主要营收来源


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025H1 无机盐产品与盐酸氨丙啉营收占比分别为 70%、18%（单位：亿元）


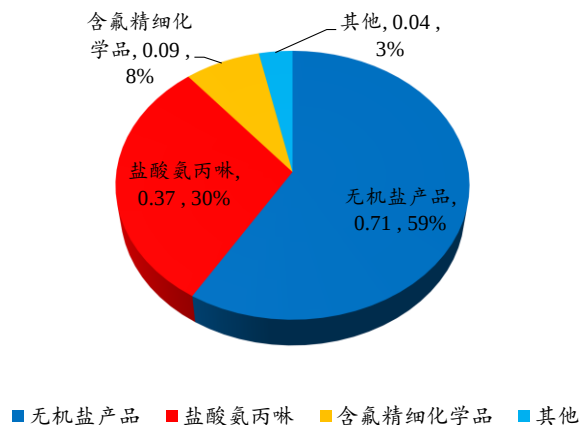
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：无机盐产品与盐酸氯丙啉为公司主要利润来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025H1 无机盐产品与盐酸氯丙啉毛利占比分别为 59%、30%（单位：亿元）



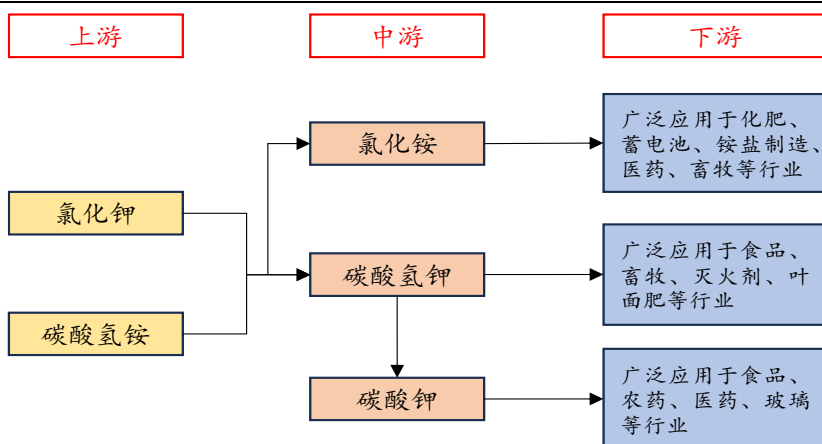
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、钾盐：供需格局向好，盈利中枢有望抬升

公司钾盐业务涉及的产品主要为碳酸钾、碳酸氢钾与氯化铵，其中碳酸氢钾与氯化铵为公司采用离子交换法生产轻质碳酸钾过程中的联产产品。

从碳酸钾产业链来看，若采用离子交换法工艺，其上游主要原材料为氯化钾及碳酸氢铵，中游为碳酸钾及联产产品氯化铵及碳酸氢钾，下游为终端应用领域，包括食品、农药、医药、玻璃、畜牧等行业。

图9：碳酸钾下游应用领域包括食品、农药、医药、玻璃、畜牧等



资料来源：公司公告、开源证券研究所

从生产工艺来看，碳酸钾主流工艺为离子交换法和离子膜电解-碳化法。从 20 世纪 50 年代至今，全球碳酸钾生产工艺主要经历了草木灰法、路布兰法、电解法、有机胺法、离子交换法和离子膜电解-碳化法。前四种生产工艺因为能耗高、污染严重、产品质量差且不适应规模化生产等原因已被淘汰。目前市场上普遍采用离子交换法和离子膜电解-碳化法工艺。

从产品分类来看，碳酸钾分为轻质碳酸钾（对应离子交换法工艺）和重质碳酸钾（对应离子膜电解-碳化法工艺），其理化性质、用途均有较大区别。重质碳酸钾的产品堆积密度为 1.5g/cm^3 ，表面积小，溶解速度慢，主要应用于玻璃、陶瓷等行业。轻质碳酸钾的产品堆积密度一般小于 0.8g/cm^3 ，表面积大，溶解速度快，对最终产品收率和质量有显著提高，主要应用于食品、医药、农药等高端应用领域，其产品价格通常也高于重质碳酸钾。

表2：碳酸钾主流工艺为离子交换法和离子膜电解-碳化法

工艺	原料	技术原理	优点	缺点	对应碳酸钾种类
离子交换法	碳酸氢铵、氯化钾	该技术主要以碳酸氢铵、氯化钾为原料，通过阳离子交换树脂制得碳酸氢钾和氯化铵溶液，碳酸氢钾溶液经蒸发浓缩、碳化结晶、离心分离、水洗、煅烧后得到碳酸钾成品。	原料易得、产品规格多样、工艺流程简单	污染问题较难解决	轻质碳酸钾
离子膜电解-碳化法	氯化钾	该技术主要以氯化钾为原料，通过电解槽电解超纯氯化钾溶液得到氢氧化钾溶液，氢氧化钾溶液经蒸发浓缩、高温碳化、结晶后得到碳酸钾成品。该工艺采用了一次性完成碳化、煅烧、干燥的流化床设备。	生产自动化程度高、环境污染小	投资规模大、能耗高	重质碳酸钾

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、供给：国内碳酸钾呈寡头竞争格局，未来或存行业整合预期

碳酸钾生产存在较为严格的环保壁垒。传统碳酸钾、碳酸氢钾生产污染大、能耗高，是国家重点环保监控对象，企业在投资、建设项目过程中，需要预先执行“环境影响评价”，在生产工艺设计中，需要设计合理的“三废”处理工艺保证污染物排放达标。企业环保投入资金规模较大，也为行业新进入者设定了一定的障碍，行业内不具备绿色核心生产工艺和不具有规模成本优势的小型企业将难以生存和发展。据中国新闻网消息，2012年3月，《焦点访谈》节目就曾报道过山西文水振兴化肥水污染事件。彼时，文水县振兴化肥有限公司（主营碳酸钾、硝酸钾）超标排污导致文峪河水污染，致汾阳26个村庄农作物因河水污染颗粒无收，后企业被要求关停整改。

国内碳酸钾已经历较长的出清周期。国内碳酸钾工业化生产始于20世纪70年代初，鲁南化工与曲阜师范大学合作首创了离子交换法生产碳酸钾。80年代后，随着国内经济的快速发展，尤其是90年代电视机、计算机显示器行业的发展，碳酸钾市场需求增长较快，同时碳酸钾工业化生产也已形成规模，大大推动了我国碳酸钾行业的发展。90年代中后期，国内生产规模较大的碳酸钾生产厂家主要有鲁南化工、振兴化肥、大洋生物、成都化工等，此外还有中小型厂家20家左右，国内碳酸钾生产达到一个小高峰。但此后受到亚洲经济危机和国内彩电行业LCD技术发展的影响，碳酸钾行业市场难以突破，加上受离子交换法工艺环保等问题的困扰，国内部分生产厂家停产或者关闭。

当前国内碳酸钾生产企业较少，供给格局相对稳定。进入21世纪以来，碳酸钾在食品、农药、医药等应用领域快速增长，同时随着行业内技术进步和工艺改进，少数生产厂家有效地解决了离子交换法工艺生产过程中的环境污染问题，国内碳酸钾产业进入了良性发展期。截至目前，国内碳酸钾主要生产企业仅有大洋生物、振

兴化肥、优利德、瑞达泰丰、盐湖股份、昌邑海能等，其中轻质碳酸钾在产企业仅
有大洋生物与振兴化肥，其余均为重质碳酸钾。

表3：目前国内在产轻质碳酸钾企业仅有大洋生物与振兴化肥

公司	所在地	类型	碳酸钾现有产能 (万吨)	扩产计划	备注
大洋生物	浙江	轻质	8.5	暂无	-
振兴化肥	山西	轻质	3	暂无	-
优利德	江苏	重质	8	计划在湖北宜昌，扩产 5.2 万 吨，投产时间待定	以氢氧化钾为原料，扩产轻质碳酸 钾
瑞达泰丰（金友化工）	内蒙古	重质	2	暂无	-
盐湖股份	青海	重质	7.2	暂无	-
昌邑海能	山东	重质	-	暂无	已停车
合计			28.7	-	-

资料来源：百川盈孚、公司公告、各公司官网、宜昌市人民政府管网、开源证券研究所

注：以氢氧化钾为原料，扩产轻质碳酸钾，需要增加碳化装置，增加额外的设备投资与加工成本，且产品成本受氢氧化钾价格影响。

轻质碳酸钾龙二振兴化肥面临债务困境，未来国内碳酸钾行业供给端或存整合
预期。据企查查及公众号山西省产权交易市场、山西交易集团消息，过去几年间，
山西文水振兴化肥尽管一直在正常经营，但存在着多个被执行项目，始终面临债务
困境。振兴化肥作为国内轻质碳酸钾在产的主要企业之一，未来或存在被其他企业
进行行业整合的预期。届时，国内碳酸钾行业集中度或将进一步提升，龙头企业定
价权也有望随之进一步增强。

图10：过去几年间，振兴化肥一直面临债务困境



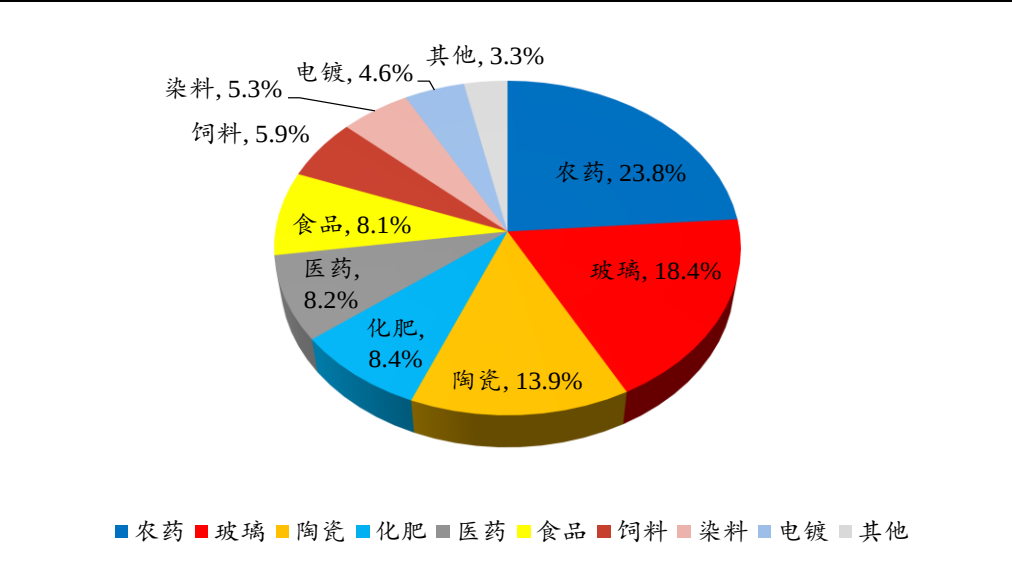
资料来源：企查查、公众号山西省产权交易市场、公众号山西交易集团

2.2、需求：应用领域广泛，需求稳步增长

国内碳酸钾的主要消费领域是玻璃制造、农药、陶瓷、食品和医药方面，其中重质碳酸钾主要是用在玻璃制造和陶瓷等领域，轻质碳酸钾由于其产品的先天结构所带来的优点，主要应用在农药、医药和食品等领域。整体来看，碳酸钾，尤其是轻质碳酸钾的下游需求与国民经济息息相关，预计其需求增速较为稳定，或与 GDP 增速相当。

与此同时，综合来看，轻质碳酸钾与重质碳酸钾的应用领域侧重各有不同，但二者也存在部分重叠的应用领域，这使得轻质碳酸钾与重质碳酸钾价格存在一定程度上的联动关系。

图11：农药为碳酸钾第一大需求来源（以 2023 年估算数据为基础）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：碳酸钾主要消费领域为玻璃制造、农药、陶瓷、食品、医药等方面

产品名称	应用领域	主要用途	下游代表产品
碳酸钾	食品	能收敛面筋、改变淀粉糊化特性，强化面团，进而改善面制品的色泽、风味和食感	面粉改良剂
		水溶液喷洒在果品上加速体内水分蒸发，作为促干剂使用	促干剂、防腐剂
	医药	作为缚酸剂广泛应用于醇醛缩合反应、酰化反应和羧化反应等，在合成反应中及时除去目标产物中的酸，可起到提高反应速度和产物转化率、降低副反应的作用	蛋氨酸、青霉素钾、青霉素 V 钾原药、肉桂酸、阿司匹林等
	农药	作为缚酸剂广泛应用于醇醛缩合反应、酰化反应和羧化反应等，在合成反应中及时除去目标产物中的酸，可起到提高反应速度和产物转化率、降低副反应的作用	麦草畏、高效氟吡甲禾灵、精吡氟禾草灵、低毒性杀菌剂三唑酮、植物生长调节剂多效唑等
	玻璃	用于配制珐琅粉，加入玻璃中起助熔作用，可以提高玻璃透明度、强度和折光系数，大量用于制造电视机显像管玻壳、计算机显示器、电子管、精密玻璃器皿及各种特殊玻璃等	玻璃绝缘子
碳酸氢钾	食品	替代碳酸氢钠作为低钠膨松剂用于烘焙和食品加工的酸度调节剂，	烘焙产品、葡萄酒等

适用于需要低钠饮食的人群

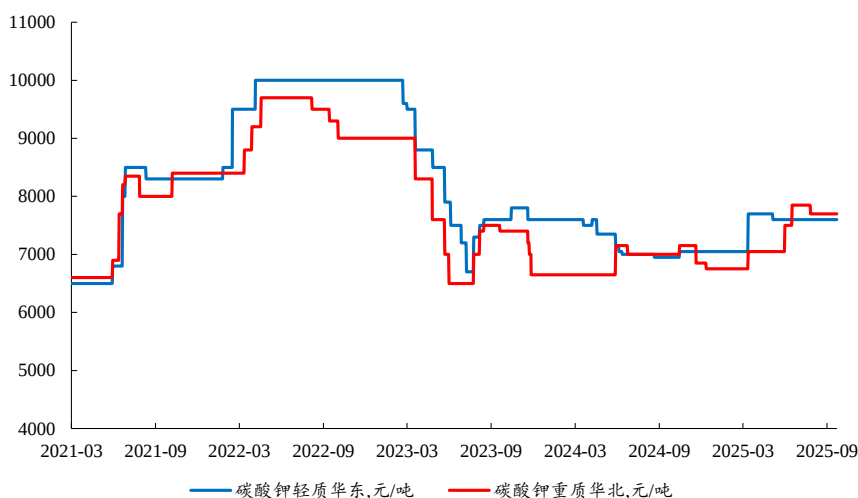
畜牧	用于制造饲料添加剂，作为酸度调节剂中和动物体内的酸性物质； 同时调节钾钠平衡，并可预防和减少动物的热应激反应	饲料添加剂
农药	用于制造新型农药，在水溶液中被离解成钾离子与碳酸氢根离子， 既能杀菌，又能充当植物肥料，目前日本、美国已广泛应用	叶面肥和杀菌剂
工业	用于制备超细干粉灭火剂。超细灭火粒子表面积大、活性高，能在 空气中悬浮数分钟，形成相对稳定的气溶胶，其灭火效能是一般碳 酸氢钠灭火剂的 10 倍，且灭火后沉积物不明显，对火场污染少	灭火剂

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、小结：碳酸钾行业景气度有望迎来上行周期

供给端，国内碳酸钾行业呈现寡头竞争格局，玩家较少且短期内无大幅扩产的规划。同时，轻质碳酸钾龙二振兴化肥面临债务困境，届时国内碳酸钾行业集中度或将进一步提升，龙头企业定价权也有望随之进一步增强。**需求端**，碳酸钾主要用于食品、农药、医药、玻璃、畜牧等行业，尤其是轻质碳酸钾，其下游需求与国民经济息息相关，预计其需求增速较为稳定，或与 GDP 增速相当。在此背景下，我们认为未来国内碳酸钾行业供需格局有望不断改善，行业景气度也或将迎来上行周期。

图12：2025 年至今碳酸钾价格稳中有升



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

3、盐酸氨丙啉：海外友商供给端或有扰动，2025 年至今产品价格持续提升

价格持续提升

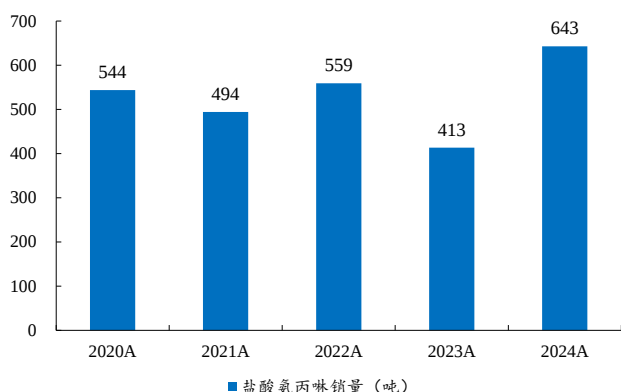
盐酸氨丙啉是高效的抗球虫药物，是维生素 B1 的类似物。其作用机理是通过竞争性抑制球虫对维生素 B1 的摄取，实现疗效，对于艾美尔属球虫的作用尤为明显。由于该药物作用机理特殊，疗效显著，相较于其它抗球虫药物具有毒性小、残留少、性价比高、抗球虫各类广、用药安全等特点，成为公认的动物抗球虫安全用药，目前主要应用于家禽、牛、羊等动物。

供给端，盐酸氨丙啉行业呈寡头垄断特征，竞争格局良好。由于盐酸氨丙啉产品技术壁垒高、反应链条长、控制要求严格，全球盐酸氨丙啉供应商主要为国内上市公司大洋生物和美国辉宝（其生产基地在以色列）。其中，大洋生物从事盐酸氨丙啉产品生产有近 15 年的历史，相较美国辉宝虽然起步略晚，但已拥有多项发明专利，产品质量、服务都具有竞争优势。

需求端，产品以出口为主，全球主要消费地区为北美、欧洲与中东。盐酸氨丙啉属于抗球虫药品种中偏中高档的品种，当前世界发达国家选用该品种作为主要的抗球虫药，预计全球目前的年市场需求量在 1200 吨至 1500 吨。据大洋生物公司公告，2024 年公司盐酸氨丙啉产量约 614 吨、销量约 643 吨，其中内销量不足百吨，产品以出口为主，出口去向为欧洲、美洲、非洲、东南亚等地区。

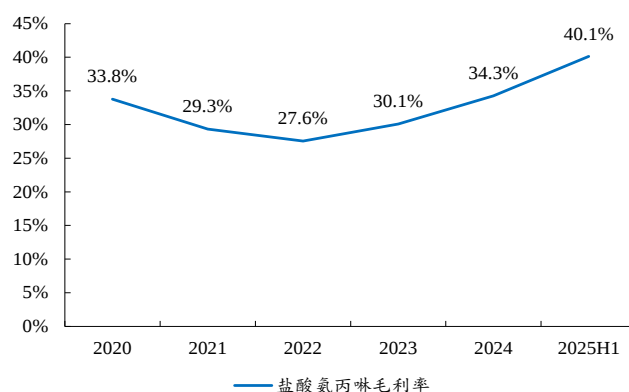
据互动易消息，截至 2025 年 9 月，公司盐酸氨丙啉价格与销量较 2024 年同期均有所上升。当前中东地区地缘冲突加剧背景下，美国辉宝以色列基地的生产经营情况及发货等方面或受到一定程度的影响。同时，从下游客户角度考虑，为保障产品供应稳定性，部分辉宝客户或积极寻求第二供应商，在此背景下，公司有望充分受益。

图13：2024 年公司公司盐酸氨丙啉销量达到 643 吨



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图14：2025H1 公司盐酸氨丙啉毛利率达到 40.1%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

4、含氟化学品业务：拥有氟苯产能，公司具备向下游氟酮、PEEK 进行产业链延伸的潜力

公司含氟化学品业务产品包括 2-氯-6-氟苯甲醛、氟苯等，其中拥有氟苯产能 650 吨/年，另外公司拥有 PEEK 中间体氟酮生产的中试技术，未来或具备向下游氟酮、PEEK 环节进行产业链延伸的潜力。

同时，PEEK 材料具有机械特性好、耐热等级高、耐腐蚀等诸多优点，下游广泛应用于工业机械、汽车、能源、电子信息、医疗、航空航天等领域。

图15：氟酮为 PEEK 材料的主要原材料之一



资料来源：中研股份招股说明书

5、盈利预测与投资建议

针对公司盈利预测，我们主要做出以下假设：

1、考虑到公司无机盐、兽药产品的销量及售价提升，预计 2025-2027 年公司无机盐/兽药板块营收分别达到 7.00/1.95、8.82/2.03、9.59/2.52 亿元。

2、考虑到无机盐、兽药盈利的修复，预计 2025-2027 年公司无机盐/兽药板块毛利率分别为 20.7%/42.3%、22.9%/44.4%、25.7%/46.4%。

3、假设公司含氟化学品业务 2025-2027 年营收与毛利率基本维持稳定。

表5：公司业绩拆分与盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
无机盐产品					
营业收入（亿元）	6.76	6.37	7.00	8.82	9.59
营业成本（亿元）	5.65	5.28	5.55	6.80	7.12
毛利（亿元）	1.10	1.09	1.45	2.02	2.47
毛利率	16.3%	17.1%	20.7%	22.9%	25.7%
兽药					
营业收入（亿元）	0.86	1.36	1.95	2.03	2.52
营业成本（亿元）	0.60	0.89	1.13	1.13	1.35
毛利（亿元）	0.26	0.47	0.83	0.90	1.17
毛利率	30.1%	34.3%	42.3%	44.4%	46.4%
含氟化学品					
营业收入（亿元）	1.00	0.79	0.80	0.80	0.80
营业成本（亿元）	0.79	0.64	0.64	0.64	0.64
毛利（亿元）	0.21	0.15	0.16	0.16	0.16
毛利率	20.9%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
其他					
营业收入（亿元）	0.57	0.59	0.60	0.60	0.60
营业成本（亿元）	0.48	0.51	0.50	0.50	0.50
毛利（亿元）	0.09	0.07	0.10	0.10	0.10
毛利率	15.9%	12.3%	16.7%	16.7%	16.7%
合计					
营业收入（亿元）	9.19	9.10	10.35	12.25	13.51
营业成本（亿元）	7.53	7.32	7.82	9.07	9.61
毛利（亿元）	1.66	1.78	2.54	3.18	3.90
毛利率	18.1%	19.6%	24.5%	25.9%	28.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主营钾盐、兽药与含氟化学品业务，其中在钾盐与兽药领域，公司均为全

球行业龙头。展望未来，我们认为，伴随行业供需格局改善，钾盐及兽药产品盈利有望上行。同时，在含氟化学品板块，我们积极看好公司由氟苯向下游氟酮及 PEEK 环节延伸的潜力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.15、1.67、2.21 亿元，EPS 分别为 1.37、1.98、2.63 元，当前股价对应 PE 分别为 24.0、16.6、12.5 倍。

同时，我们选取了同样涵盖无机盐业务的上市公司盐湖股份、振华股份、藏格矿业进行估值比较。我们预计公司当前股价对应 2025 年 PE 为 24.0 倍，低于可比公司 27.1 倍的平均 PE，同时预计公司当前股价对应 2027 年 PE 为 12.5 倍，同样低于可比公司 18.1 倍平均 PE。首次覆盖，给予“买入”评级

表6：预计 2027 年公司 PE 低于可比公司平均 PE

股票代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	EPS（摊薄/元）				PE（倍）			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000792.SZ	盐湖股份	1302	24.61	0.86	0.99	1.09	1.15	19.2	24.9	22.6	21.4
603067.SH	振华股份	181	25.51	0.93	0.82	1.19	1.36	13.6	31.1	21.4	18.8
000408.SZ	藏格矿业	904	57.56	1.63	2.28	3.25	4.10	17.0	25.2	17.7	14.1
平均值				-	-	-	-	16.6	27.1	20.6	18.1
003017.SZ	大洋生物	28	32.92	0.76	1.37	1.98	2.63	24.5	24.0	16.6	12.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、藏格矿业盈利预测来自 Wind 一致预期，其余均来自开源证券研究所；2、以上盈利预测与估值以 2025 年 11 月 3 日数据为基础。

6、风险提示

项目投产不及预期；若公司盐酸氨丙啉搬迁项目进展不及预期，或导致公司产品销售受到影响。

下游需求不及预期；下游食品、农药、医药等领域需求不及预期，或使得产品盈利下降。

原材料价格大幅波动；若原材料氯化钾等价格大幅波动，或导致公司生产成本承压。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	662	691	758	934	995
现金	382	354	414	504	613
应收票据及应收账款	39	62	53	86	65
其他应收款	2	1	2	2	2
预付账款	16	43	24	55	32
存货	152	120	154	176	172
其他流动资产	70	111	111	111	111
非流动资产	885	963	1001	1066	1089
长期投资	35	101	120	140	159
固定资产	489	526	571	637	652
无形资产	93	91	95	99	106
其他非流动资产	267	245	215	190	171
资产总计	1547	1654	1759	2001	2084
流动负债	430	568	583	691	581
短期借款	180	358	380	400	350
应付票据及应付账款	189	159	141	242	166
其他流动负债	60	51	62	49	65
非流动负债	108	33	33	33	33
长期借款	69	0	0	0	0
其他非流动负债	39	33	33	33	33
负债合计	538	600	616	724	614
少数股东权益	0	1	1	1	1
股本	84	84	84	84	84
资本公积	519	528	528	528	528
留存收益	428	455	518	612	720
归属母公司股东权益	1008	1052	1142	1276	1469
负债和股东权益	1547	1654	1759	2001	2084

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	182	66	169	237	287
净利润	50	64	115	167	221
折旧摊销	69	68	58	69	80
财务费用	-2	-3	1	0	-1
投资损失	-3	1	-1	0	-0
营运资金变动	38	-95	-3	3	-11
其他经营现金流	31	31	-1	-2	-1
投资活动现金流	145	-167	-95	-134	-101
资本支出	104	63	77	115	82
长期投资	242	-106	-19	-20	-19
其他投资现金流	7	2	1	1	1
筹资活动现金流	-76	67	-13	-13	-77
短期借款	-72	178	22	20	-50
长期借款	69	-69	0	0	0
普通股增加	24	0	0	0	0
资本公积增加	-18	9	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-51	-35	-33	-27
现金净增加额	252	-34	60	90	108

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	919	910	1035	1225	1351
营业成本	753	732	782	907	961
营业税金及附加	7	8	8	10	11
营业费用	10	10	10	12	14
管理费用	67	70	79	93	100
研发费用	39	29	31	37	41
财务费用	-2	-3	1	0	-1
资产减值损失	-12	-7	-15	1	1
其他收益	20	19	23	22	23
公允价值变动收益	-1	1	-0	1	0
投资净收益	3	-1	1	-0	0
资产处置收益	-0	0	-0	0	-0
营业利润	56	75	135	190	251
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	9	4	7	5	6
利润总额	47	72	128	185	245
所得税	-3	8	13	19	25
净利润	50	64	115	167	221
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	50	64	115	167	221
EBITDA	120	151	197	264	331
EPS(元)	0.60	0.76	1.37	1.98	2.63

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-13.1	-1.0	13.7	18.3	10.3
营业利润(%)	-4.9	33.9	78.5	41.5	32.1
归属于母公司净利润(%)	-38.1	27.5	80.7	44.7	32.6
获利能力					
毛利率(%)	18.1	19.6	24.5	25.9	28.8
净利率(%)	5.4	7.0	11.1	13.6	16.4
ROE(%)	5.0	6.1	10.1	13.0	15.0
ROIC(%)	4.3	5.2	8.2	10.4	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	34.8	36.3	35.0	36.2	29.5
净负债比率(%)	-12.0	2.1	-2.2	-7.5	-17.3
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.4	1.7
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	17.1	18.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.1	6.8	14.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.76	1.37	1.98	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	0.79	2.01	2.82	3.41
每股净资产(最新摊薄)	12.00	12.53	13.60	15.19	17.49
估值比率					
P/E	55.3	43.4	24.0	16.6	12.5
P/B	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	22.1	18.2	13.7	9.9	7.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn