公司研究

立足创新基因与国际化布局，植保与新材料双线并进

——泰禾股份（301665.SZ）投资价值分析报告

要点

依托核心技术与国际化布局，构建植保与新材料的综合业务体系。公司是以泰禾集团核心资产整合设立的规范化股份制企业，专注于作物保护及新材料领域发展，并于 2025 年 4 月在深交所创业板上市。历经多年的经营和持续投入，公司逐步形成以百菌清、2,4-D、嘧菌酯、硫代氨基甲酸酯系列原药为核心的农药产品矩阵，以及四氯丙烯、间苯二甲胺等功能化学品布局。在生产基地方面,公司以高 QHSE 标准建成南通如东、徐州新沂、苏州相城、江西新干四大生产基地。随着国际化布局的深入推进，公司在北美、欧洲、南美等核心农化市场设立境外机构并完成自主登记，同时与先正达、陶氏、安道麦、UPL 等跨国巨头建立了长期稳定的战略合作关系。

全球农药行业景气有望回升，核心产品价格上涨公司业绩显著改善。2025 年全球大部分地区农药渠道库存已回归至 2020 年之前水平，行业迎来景气复苏拐点。2025 年前三季度，受益于百菌清、2,4-D 等核心产品价格上涨，公司盈利能力显著改善。随着公司 IPO 募投项目的陆续投产，公司产能结构将进一步优化，为未来持续增长奠定坚实基础。此外，公司拟于埃及建设农药及功能化学品项目，将进一步强化公司的国际竞争力，扩大公司的全球市场份额。

创制农药环丙氟虫胺正式获证上市，彰显公司创新化合物研发能力。2025 年 10 月，公司自主创制的新型杀虫剂环丙氟虫胺正式通过农业农村部审批并获得农药新产品登记证。公司规划有 500 吨/年环丙氟虫胺产能，已与先正达签订环丙氟虫胺在中国水稻市场的独家战略合作协议，并与 UPL 达成全球战略合作共同推进国际商业化。该产品的成功上市充分验证了公司的创新化合物研发能力，将为公司开辟高附加值的新增长极。

延伸功能化学品布局，拓展新材料领域成长轨道。公司利用在氨氧化、加氢、氯化等核心技术上的积累，成功布局四氯丙烯、间苯二甲胺(MXDA)、二苯甲酮等功能化学品。四氯丙烯作为第四代含氟制冷剂原料，公司现有 7000 吨/年产能，并与世界五百强霍尼韦尔建立专供关系。MXDA 作为重要精细化工中间体，可应用于聚氨酯树脂原料、环氧树脂固化剂、特种尼龙 MXD6 等领域，公司现已建成 2 万吨/年产能。二苯甲酮作为重要的精细化学品中间体，可应用于化妆品、涂料、医药等领域，公司已建成 1 万吨/年产能。此外，我们认为公司凭借自身核心技术有望陆续开发出新的功能化学品产品，进一步丰富公司产品矩阵。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.55、5.64、6.83 亿元。结合相对估值和绝对估值，我们给予公司目标价 33.67 元，对应 2026 年 PE 约为 26.8 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，产品及原材料价格波动，募投项目建设及达产不及预期，汇率波动风险，环保及安全生产风险，次新股股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,868	4,236	5,138	5,859	6,681
营业收入增长率	-24.14%	9.51%	21.29%	14.03%	14.03%
归母净利润（百万元）	346	266	455	564	683
归母净利润增长率	-46.62%	-23.24%	71.25%	23.91%	20.95%
EPS（元）	0.86	0.66	1.01	1.25	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.59%	8.79%	12.28%	14.22%	15.90%
P/E	33	43	28	22	18
P/B	4.1	3.8	3.4	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-18，2023 年及 2024 年公司总股本为 4.05 亿股，2025 年及以后公司总股本为 4.50 亿股。

买入（首次）

当前价/目标价：28.02/33.67 元

作者

分析师：赵乃迪
执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺
执业证书编号：S0930523070007
021-52523675
zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.50
总市值(亿元):	126.09
一年最低/最高(元):	26.25/44.13
近 3 月换手率:	419.35%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	上市至今
相对	-9.68	-7.66	-44.15
绝对	-10.02	-6.44	-28.65

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

（1）除草剂：考虑到 2,4-D 等除草剂价格的上涨，以及公司新增产能的释放。我们预计 2025-2027 年公司除草剂业务营收同比分别增长 13.2%、8.1%、3.6%，除草剂业务毛利率分别为 24.1%、24.8%、24.6%。

（2）杀菌剂：百菌清价格上涨且供需紧张格局有望延续，同时公司将新增嘧菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑等产能。我们预计 2025-2027 年公司杀菌剂业务营收同比分别增长 39.4%、15.2%、18.0%，业务毛利率分别为 31.4%、30.1%和 28.6%。

（3）创制农药：环丙氟虫胺已于 2025 年 10 月获得国内登记证。公司规划有 500 吨/年环丙氟虫胺产能。预计 26-27 年销量分别为 100 吨和 200 吨，对应单价为 150 万元/吨，对应毛利率分别为 50%和 55%。

（4）功能化学品：我们预计 2025-2027 年公司功能化学品业务营收同比分别变动-4.6%、+8.7%、+22.7%，业务毛利率分别为 38.9%、37.0%、36.1%。

我们区别于市场的观点

由于近年来农药价格的持续下跌，市场当前对于农药板块关注度较低。且由于泰禾股份属于次新股，市场对公司认知有所不足。（1）伴随着渠道库存的去化，我们认为当前农药行业景气已到达底部，后续有望逐步回升。公司核心产品百菌清价格因供需紧张有望保持高位，其他核心产品价格有望企稳或触底回升。（2）公司创制农药环丙氟虫胺已正式获得国内登记证。公司通过与先正达、UPL 等行业巨头合作有望快速开拓环丙氟虫胺市场空间，进而为公司带来业绩增量。同时，公司自身的农药创制能力具备可持续性，后续有望有新产品陆续推出。（3）公司凭借自身氨氧化、加氢、氯化等核心技术，在农药基本盘上布局有四氯丙烯、MXDA 等功能化学品，相关产品在下游新材料领域具备应用潜力。

股价上涨的催化因素

（1）农药景气回升，公司核心产品价格上涨；（2）公司创制农药环丙氟虫胺市场推广顺利，销售情况好于预期；（3）公司凭借自身创制农药研发能力和核心技术开发出新的创制农药品种或新的功能化学品品种。

估值与目标价

泰禾股份在百菌清、嘧菌酯、2,4-D 等核心产品上拥有全球领先的技术和产能优势，产品在主要海外农化市场均具备良好的竞争力，公司也持续推进重点品种的国际登记与渠道建设，进而实现全球化布局。随着渠道库存出清、行业景气回升，公司核心品类价格与销量同步改善。同时，公司近年的建设项目（含 IPO 募投项目）将显著扩充公司农药产能，进一步夯实公司未来成长的坚实基础。此外，公司创制农药环丙氟虫胺正式获得国内登记证，该产品的推出表明了公司创制产品端的研发实力，也将为公司带来可观的业绩回报。此外，公司凭借自身核心技术，布局四氯丙烯、间苯二甲胺等功能化学品，可应用于新材料领域。随着现有功能化学品的放量和新产品的陆续推出，公司产品矩阵有望进一步强化。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.55、5.64、6.83 亿元，折算 EPS 分别为 1.01、1.25、1.52 元/股。我们给予公司目标价 33.67 元，对应 2026 年 PE 约为 26.8 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

目 录

1、 紧扣创新主线，国际化布局推动植保与新材料发展 6
1.1 立足核心技术与产品，推动企业创新与国际化 6
1.2 核心产品持续放量，产品价格回升盈利改善 11
2、 农药行业景气企稳回升，公司依靠核心产品打造优势 14
2.1 全球农药渠道库存去化完成，行业迎来景气回升拐点 14
2.2 公司以百菌清、嘧菌酯、2,4-D 等核心产品铸就行业影响力，IPO 募投项目扩增杀菌剂产能 16
2.2.1 百菌清：全球第二大保护性杀菌剂，公司产能占全球超 50% 18
2.2.2 嘧菌酯：全球第一大杀菌剂产品，公司拟扩建至年产 5000 吨规模 20
2.2.3 2,4-D：全球重要的选择性除草剂之一，公司进一步布局下游产品 22
2.2.4 硫代氨基甲酸酯类（COS）除草剂：通过自主工艺实现大规模连续化清洁生产 24
2.2.5 肟菌酯：杀菌剂领域的新兴品种，公司 IPO 募投 2000 吨/年产能已进入试生产 24
2.2.6 丙硫菌唑：公司具备成熟技术与工艺，IPO 募投项目拟布局 2000 吨/年产能 26
3、 创制农药环丙氟虫胺上市在即，充分打开公司未来成长空间 27
3.1 农药创新难度持续攀升，但仍保有高额利润 27
3.2 公司战略性布局新农药创制，创新化合物环丙氟虫胺已正式获证 30
4、 基于核心技术布局功能化学品，进军新材料领域开辟成长新路线 32
4.1 依靠四大核心技术，横跨植保与功能化学品 32
4.2 功能化学品销量提高，助推进军新材料领域 33
4.2.1 四氯丙烯：第四代制冷剂原料，下游客户绑定霍尼韦尔 33
4.2.2 间苯二甲胺：国内亟待发展的精细化工中间体，公司建有 2 万吨/年产能 34
4.2.3 二苯甲酮：重要的精细化工中间体及添加剂，应用领域广泛 35
5、 盈利预测与估值 36
5.1 关键假设及盈利预测 36
5.2 相对估值 38
5.3 绝对估值 39
5.4 投资建议 40
6、 风险分析 42

图目录

图 1：公司的三大发展阶段 6
图 2：2019 年-2025H1 公司内销与外销收入占比情况 8
图 3：2019 年-2024H1 公司外销收入区域分布情况 8
图 4：公司创新路径复制模式示意图 9
图 5：公司核心产品正反馈循环图 10
图 6：公司股权结构图 10
图 7：2018 年-2025Q1-3 公司营业收入 12
图 8：2018 年-2025Q1-3 公司归母净利润 12
图 9：2018 年-2025H1 公司各业务营收占比 12
图 10：2018 年-2025H1 公司各业务毛利润占比 12
图 11：2018 年-2025 年 Q1-3 公司销售毛利率与销售净利率 13
图 12：2018 年-2025 年 Q1-3 公司销售/管理/财务费用率 13
图 13：2018-2025 年 Q1-3 公司研发费用及研发费用率 13
图 14：国内农药原药价格指数 14
图 15：国内农药原药产量（万吨） 15
图 16：2012-2024 年国内农药出口量（折百，万吨） 15
图 17：我国农药行业百强销售总额（亿元） 16
图 18：百菌清与谷胱甘肽的作用原理 18
图 19：公司百菌清生产工艺流程图 19
图 20：国内百菌清价格走势（元/吨） 19
图 21：嘧菌酯作用机理图 20
图 22：公司嘧菌酯生产工艺流程图 21
图 23：国内嘧菌酯价格走势（元/吨） 22
图 24：国内嘧菌酯行业月度开工率（%） 22
图 25：2,4-D 生产工艺流程图 23
图 26：国内 2,4-D 原药价格走势（元/吨） 24
图 27：国内 2,4-D 异辛酯价格走势（元/吨） 24
图 28：硫代氨基甲酸酯系列除草剂生产工艺流程图 24
图 29：肟菌酯拥有多种合成工艺路线 25
图 30：丙硫菌唑的结构式 26
图 31：农药研发过程 27
图 32：1995-2014 年开发新农药的平均成本（百万美元） 27
图 33：农药产品生命周期不断延长 28
图 34：1980-2018 年全球植保化学品新活性成分引入数量（个） 28
图 35：农药产业链利润分配的“微笑曲线” 29
图 36：环丙氟虫胺的创制过程 31
图 37：2019 年-2024 年公司功能化学品营收及营收占比 33
图 38：公司四氯丙烯生产工艺流程图 34
图 39：间苯二甲胺工业合成路线 34

图 40：MXD6 的合成路线 35

表目录

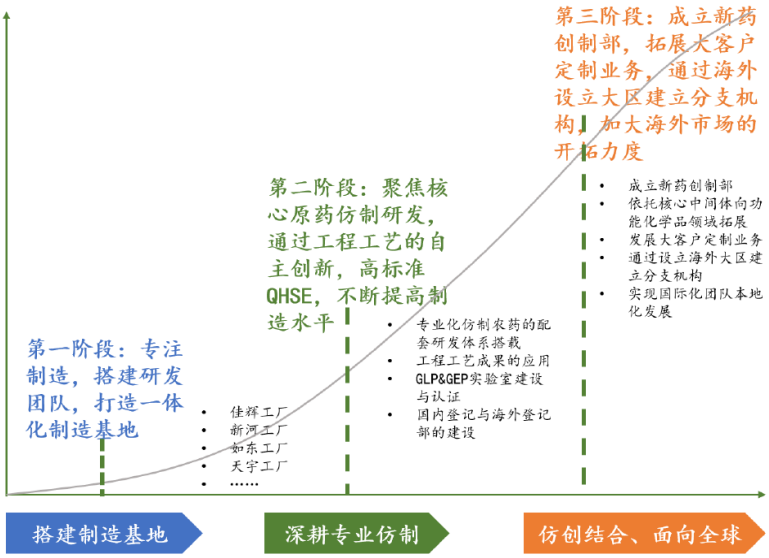
表 1：公司核心产品 6
表 2：公司各子公司的主营业务、主要产品及在公司业务板块中的定位情况 7
表 3：公司主要产品的主要销售区域情况 8
表 4：公司及子公司在境外的农药产品自主登记情况 8
表 5：公司非独立董事、高管及其他核心人员履历 10
表 6：2015 年以来我国农药相关政策 15
表 7：公司当前核心农药产品产能及 IPO 募投项目新增产能规划情况 17
表 8：IPO 募投“杀菌剂项目”情况 17
表 9：IPO 募投“杀菌剂项目”效益预测 17
表 10：我国百菌清主要生产企业及产能 19
表 11：公司的嘧菌酯在研项目与行业技术水平的比较情况 21
表 12：我国嘧菌酯主要生产企业及产能 21
表 13：公司的 2,4-D 在研项目与行业技术水平的比较情况 23
表 14：我国 2,4-D 原药主要生产企业及产能 23
表 15：不同时期上市一个新农药所需要合成的先导化合物数量 28
表 16：环丙氟虫胺对二化螟的田间防效 31
表 17：公司核心技术 32
表 18：二苯甲酮的主要用途 35
表 19：泰禾股份关键项目预测（万元） 37
表 20：可比公司估值比较 39
表 21：绝对估值核心假设表 39
表 22：现金流折现及估值表 40
表 23：敏感性分析表（单位：元） 40

1、 紧扣创新主线，国际化布局推动植保与新材料发展

1.1 立足核心技术与产品，推动企业创新与国际化

南通泰禾化工股份有限公司（以下简称“公司”）是以泰禾集团核心资产整合设立的规范化股份制企业，专注于作物保护及新材料领域的发展。公司以自有技术和自有产品为依托，以先进的制造管理经验和良好的国际市场信誉为基础，面向全球客户开展产品的自主销售和定制业务，是一家在核心产品上拥有较强市场竞争力的集团化制造企业。2025 年 4 月 11 日，公司于深圳证券交易所创业板正式上市。

图 1：公司的三大发展阶段



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

立足核心技术与核心产品，打造国际化战略布局。公司成立以来，陆续以高 QHSE 标准建成了南通如东、徐州新沂、苏州相城、江西新干四大生产基地，拥有由知名专家领衔的新农药创制中心，同时建设有氨氧化、氯化、加氢、氟化等核心技术团队。基于公司强大的科研与技术实力，公司先后承担多项国家“十二五”、“十三五”科技攻关项目。历经多年的经营和持续投入，公司百菌清、2,4-D、嘧菌酯、硫代氨基甲酸酯（COS）系列农药原药以及间苯二甲胺（MXDA）、四氯丙烯（4E）等材料中间体的生产规模和综合技术水平具有较强的市场竞争力。随着集团化、国际化、品牌化战略的实施，公司与多家跨国公司建立了战略合作关系，除中国大陆外，不断深耕美国、巴西、欧盟市场，并在北美、欧洲、南美等国家和地区设立了子公司和研究机构。

表 1：公司核心产品

产品类别	产品分类	细分产品	用 途	技术情况
农药	杀菌剂	百菌清	百菌清是全球最主要的多位点广谱保护性杀菌剂之一，其作用机理是与真菌细胞中的三磷酸甘油醛脱氢酶发生作用，与该酶中含有半胱氨酸的蛋白质相结合，从而破坏该酶活性，使真菌细胞的新陈代谢受破坏而失去生命力。百菌清适用作物广，几乎没有抗性风险。	自主专利技术
		嘧菌酯	嘧菌酯是全球最大的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂，其作用机理是通过抑制病害真菌线粒体呼吸，破坏病菌的能量合成，具有保护、治疗和铲除三重功效。几乎对所有真菌病害：如白粉病、锈病、颖枯病、网斑病、霜霉疫病、稻瘟病等均有优良的防治效果。	自主专利技术
	除草剂	2,4-D	2,4-D 属于苯氧乙酸类除草剂，其作用机理类似植物激素，通过干扰植物体内激素平衡，破坏核酸与蛋白质代谢，促进或抑制某些器官生长，使杂草茎叶扭曲、茎基变粗、肿裂等。在农业生产中刺激作用	自主专利技术

		用来提高产品的产量或质量，抑制作用主要用作除草剂使用。	
	硫代氨基甲酸酯系列除草剂	硫代氨基甲酸酯系列除草剂可以抑制植物多个代谢过程，主要品种包括野麦畏、苄草丹、茵达灭、禾草丹等品种，主要用于麦田、水稻、油菜、豌豆、亚麻、甜菜、青梨、蚕豆和大豆等作物。可有效地防除禾本科杂草和阔叶杂草，尤其是猪殃殃、鼠尾看麦娘、多花黑麦草、早熟禾、白芥、繁缕、婆婆纳属等。其主要作用机制为抑制植物脂肪代谢，从而导致杂草叶片蜷曲等症状，从而达到抑制生长的目的。	自主创新技术
功能化学品	第四代含氟制冷剂核心中间体	四氯丙烯	四氯丙烯是一种除草剂野麦畏的中间体，同时也可用于制造新一代环保型空调制冷剂。	自主专利技术

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司各子公司职责明确，共同构成植保产品与新材料业务布局。公司有多家全资及控股子公司，其中，全资子公司江西天宇是国内最大的 2,4-D 原药生产企业，在产品质量、价格、交付能力方面具有较强优势，现有 4 万吨/年 2,4-D 原药产能。控股子公司新河农用是全球主要的百菌清原药生产企业，现有 3 万吨/年百菌清原药产能。另外，全资子公司江西仰立则是公司的功能化学品与新材料业务主体之一，目前拥有 2 万吨/年间苯二甲胺产能和 1 万吨/年二苯甲酮产能。与此同时，公司布局有多个持有登记证的境外贸易子公司。

表 2：公司各子公司的主营业务、主要产品及在公司业务板块中的定位情况

子公司名称	主营业务	主要产品	业务板块定位
新河农用	农药产品的研发、生产、销售	百菌清原药等	百菌清原药生产基地
江西天宇	农药产品及中间体的研发、生产、销售	2,4-D 原药、四氯丙烯等	2,4-D 原药、四氯丙烯生产基地
香港泰禾	农药及农药中间体产品的国际贸易	公司生产的产品及其他贸易产品	境外销售、采购中心
上海泰禾贸易	农药产品研发、销售	公司生产的产品及其他贸易产品	境内销售、采购中心
金佳辉	无实际经营业务	-	制剂的研发、生产、销售中心
上海泰禾化工	农药产品研发	农药产品研发服务	产品研发中心
长沙嘉桥	农药产品研发	农药产品研发服务	产品研发中心
晓明检测	化工产品检测服务	检测服务	农药检测中心
江西仰立	化工新材料研发、生产、销售	功能化学品	化工新材料生产基地
苏州佳辉	农药制剂加工分装	农药制剂	农药制剂加工分装
新沂泰禾	已停业	-	目前未实际开展生产经营
阿根廷泰禾	推广、进口和销售农化产品	-	持有登记证的境外贸易公司
天盛亚太	对外投资	-	投资中心
墨西哥泰禾	农化产品进出口及销售	-	持有登记证的境外贸易公司
巴西泰禾	农药配方的注册和研究	-	持有登记证的境外贸易公司
德国泰禾	化学品进出口	农药及精细化工品等	持有登记证的境外贸易公司
哥伦比亚泰禾	开展与农用化学农药进口、商业化和分销有关的自然科学和工程领域的实验研究和开发活动	-	持有登记证的境外贸易公司
美国泰禾	农药以及精细化工品进口	-	持有登记证的境外贸易公司
科特迪瓦泰禾	农药产品销售		持有登记证的境外贸易公司
英国泰禾、尼日利亚泰禾、印尼泰禾、肯尼亚泰禾、柬埔寨泰禾、菲律宾泰禾、厄瓜多尔泰禾、泰国泰禾、巴基斯坦泰禾	无实际经营业务	-	持有登记证的境外贸易公司

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

客户覆盖多家跨国公司，持续推动产品国际化布局

公司已与全球多家跨国公司建立了长期的战略合作关系。公司产品主要销往境外，产品出口地区覆盖南美、北美、东南亚、欧洲等全球多个主要市场区域，出口地区主要集中在巴西、美国、英国、澳大利亚、印度、哥伦比亚、日本、法国等国家。依托于良好的产品质量、稳定的生产供应能力、较强的技术研发能力，公司已与先正达、陶氏、纽发姆、安道麦、UPL 等国际知名农药企业建立了长

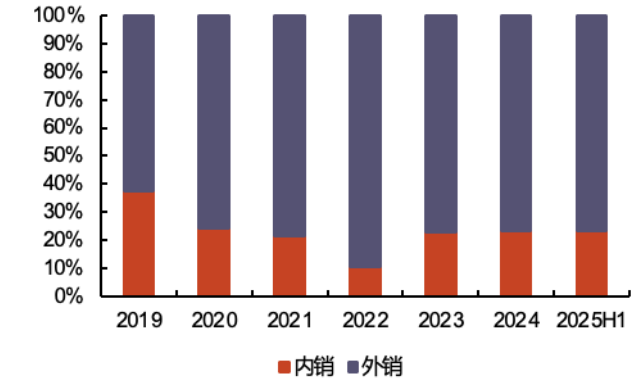
期稳定的业务合作关系。2025 年上半年，公司于境外实现营收 18.46 亿元，同比增长 27.0%，对应营收占比约为 76.5%。

表 3：公司主要产品的主要销售区域情况

主要产品	主要销售区域	销售收入占外销比例
百菌清原药	巴西、美国、哥伦比亚等	15.02%
嘧菌酯原药	印度、巴西、波兰、英国、法国、以色列、阿根廷、美国、比利时、哥伦比亚、俄罗斯、澳大利亚等	14.60%
2,4-D 原药	美国、巴西、哥伦比亚、阿根廷、印度、印度尼西亚、德国、俄罗斯、荷兰、土耳其、危地马拉、尼日利亚等	21.87%
野麦畏原药	澳大利亚、英国、加拿大、比利时、美国、德国等	4.82%
苄草丹原药	澳大利亚、比利时、荷兰、西班牙、英国、爱尔兰等	3.11%
四氯丙烯	美国	4.53%

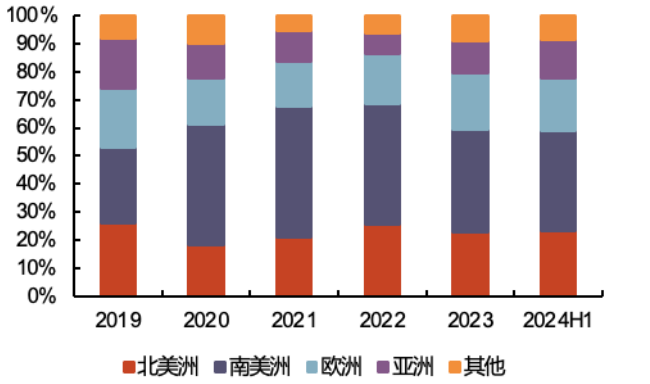
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，注：本表统计时间范围为 2021 年、2022 年、2023 年、2024H1

图 2：2019 年-2025H1 公司内销与外销收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

图 3：2019 年-2024H1 公司外销收入区域分布情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司在全球多个市场布局有核心产品的相关自主登记。经过多年发展，公司已逐渐从合作登记，发展到具有布局并办理海外自主登记的能力，能完成反向工程、杂质分析和确定、毒理试验报告等全套登记资料。公司现已在美国、巴西等多个核心农化市场布局了核心产品的相关自主登记。根据公司招股说明书，截至 2024 年 6 月 30 日公司拥有 229 个境外农药自主登记证。其中，公司已在美国、欧盟、澳大利亚、巴西、阿根廷、加拿大取得嘧菌酯原药登记；已在澳大利亚、阿根廷、欧盟取得肟菌酯原药的登记，并在巴西等国家申请办理相关登记；已在澳大利亚和欧盟取得丙硫菌唑原药的登记，并在阿根廷、巴西等国家申请办理相关登记。随着境外子公司陆续设立以及农药产品境外自主登记的增加，公司的全球营销网络将进一步完善。

表 4：公司及子公司在境外的农药产品自主登记情况

权利人	登记国家/地区	登记证数量（个）	登记的主要产品
阿根廷泰禾	阿根廷	19	2,4-D、百菌清、嘧菌酯等
香港泰禾	澳大利亚	15	2,4-D、百菌清、嘧菌酯、苄草丹等
巴西泰禾	巴西	8	2,4-D、百菌清、嘧菌酯等
德国泰禾	欧盟	88	2,4-D、嘧菌酯、苄草丹等
南通泰禾		2	
美国泰禾	美国	10	2,4-D、百菌清、嘧菌酯等
	加拿大	4	2,4-D、嘧菌酯等
墨西哥泰禾	墨西哥	8	2,4-D、嘧菌酯等
哥伦比亚泰禾	哥伦比亚	13	农药制剂等
柬埔寨泰禾	柬埔寨	34	农药制剂等

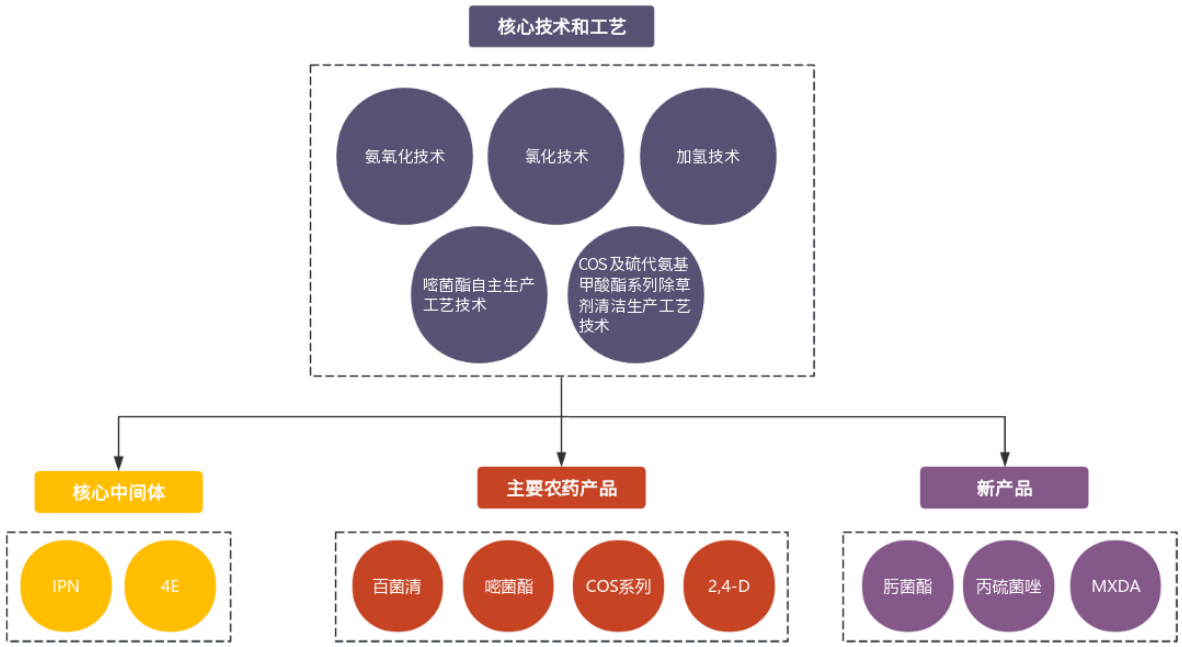
尼日利亚泰禾	尼日利亚	8	农药制剂等
菲律宾泰禾	菲律宾	2	农药制剂等
科特迪瓦泰禾	科特迪瓦	18	农药制剂等

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，数据截至 2024.06.30

公司具备优良的创新路径，持续完善产品矩阵布局

基于核心技术与成熟工艺，打造优势产品矩阵。公司深入探索相关产品的底层合成路径，建立了具有自主创新特色的核心技术储备，形成了具有深度创造空间和持续升级前景的成套工艺包，并通过产业化实践将核心技术和工艺转化为中间体、核心产品和新产品。再根据市场需求和公司战略发展的需要将优势技术和工艺包进行组合和嫁接，从而形成层出不穷的优势产品矩阵，实现从单个产品创新模式到产品矩阵复制创新模式的结构化升级。这种创新模式一方面可以保证核心产品的较高市场份额，夯实既有市场；另一方面可以使公司在优势合成路径上灵活选择符合市场需求的产品，破除对于单一产品的过度依赖，增强公司抗风险能力。

图 4：公司创新路径复制模式示意图



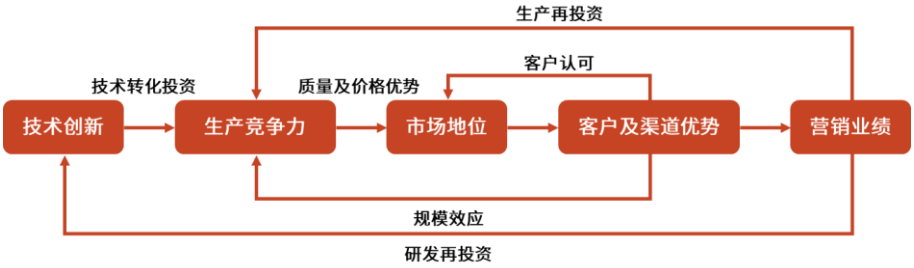
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司覆盖农药行业价值链各环节，并在供应链配套整合方面具备较强优势，为层出不穷的产品矩阵提供了结构性的支撑。一方面，公司围绕战略布局开展新农药创制，并逐步形成稳定的专利化合物研发机制。公司的研发体系包括化合物设计与合成、生物筛选、工艺研究、制剂研究等，覆盖了新化合物从实验室走向实际应用的大部分技术研发环节，并且目前已经在全球核心市场取得核心产品的自主登记，形成了从创制研发、工程工艺、高端制造到登记品牌的全价值链闭环；另一方面，公司与供应商和客户均保持长期的稳定合作关系，具备完善的供应链运营和管理中心，实现了重要中间体与主要产品和新产品的配套发展，为公司不断向新产品和新市场进军提供了可持续性发展保障。

核心产品提供正反馈循环，保证公司长期可持续发展。近年来，公司在重量级产品中的优势逐渐显现，市场份额持续扩大，行业影响力不断上升。由于公司在核心产品上的领先地位充分得到国际知名客户的认可，近年来公司与国际顶尖

跨国农药公司合作不断加深，进一步提升了公司的核心产品市场地位，形成了正反馈循环。此外，公司核心产品大多为农药行业市场容量排名前列的大型单品，且易与其他原药进行复配，这对公司自建制剂营销渠道提供有力支撑，有利于紧跟原药制剂一体化的市场趋势，实现从自身核心原药出发的仿制制剂及登记布局，为未来创新制剂进入市场提供可靠路径。

图 5：公司核心产品正反馈循环图

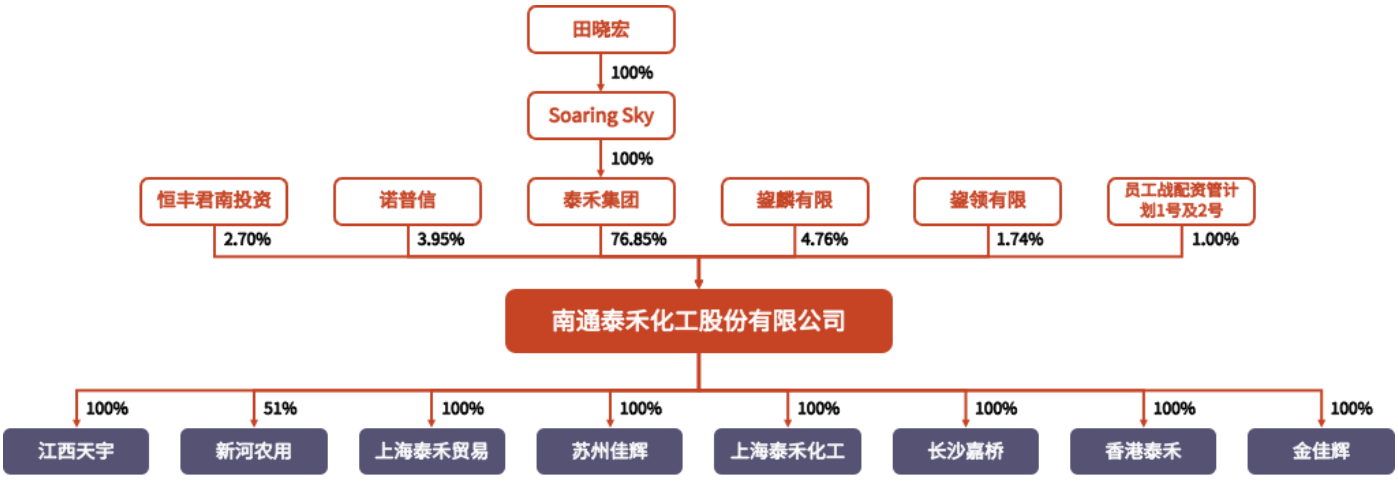


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司股权结构稳定，高管团队实力雄厚

截至 2025 年 9 月 30 日，公司控股股东泰禾集团持有公司 76.85%股权，田晓宏是公司的主要创始人及实际控制人，已深耕农药行业多年，目前间接持有泰禾集团 100%的股权。公司的创始团队在农药行业深耕多年，具有国际化的销售视野以及深厚的农药研发技术背景，对农药行业的发展趋势有着深刻的理解。目前公司共有 9 名董事（其中独立董事 3 名），各位高管均具有多年技术或管理经验，实力强劲。

图 6：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2025.09.30

表 5：公司非独立董事、高管及其他核心人员履历

姓名	职务	学历	简　介
谢思勉	董事长 职工董事	本科	1991 年 7 月至 2003 年 9 月历任湖北沙隆达集团技术员、研究所副所长、农一厂厂长、公司副总工；2003 年 9 月至 2004 年 5 月任温州乐斯化学有限公司常务副总；2004 年 5 月至 2006 年 3 月任湖北晨天化工有限公司总经理；2006 年 3 月至 2007 年 7 月任南通泰禾化工有限公司总经理；2007 年 7 月至 2010 年 6 月任江苏新河农用化工有限公司总经理;2010 年 7 月至 2016 年 6 月任南通泰禾化工有限公司董事、总经理;2016 年 6 月至 2025 年 8 月任南通泰禾化工股份有限公司董事、总经理；2025 年 8 月至今任南通泰禾化工股份有限公司董事长。
田晓宏	董事 总经理	本科	1984 年 7 月至 1988 年 1 月任无锡微电机厂厂长助理；1988 年 1 月至 1994 年 12 月任中国环亚集团贸易部经理；1995 年 1 月至今任泰禾有限公司董事；2000 年 1 月至今任泰禾集团有限公司董事、Soaring Sky Holdings Limited 董事；2001 年 7 月至今任金山化学有限公司董事；2002 年 9 月至今任上海泰伯生物化工有限公司执行董事；2004 年 4 月至今任长生科技有限公司董事；2008 年 5 月至 2016 年 6 月任南通泰禾化

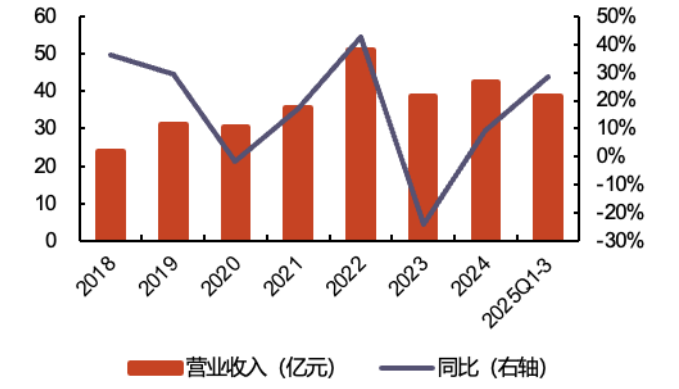
			工有限公司董事长；2016 年 6 月至 2025 年 8 月任南通泰禾化工股份有限公司董事长；2025 年 8 月至今任南通泰禾化工股份有限公司董事、总经理。
亓轶群	董事 副总经理 董事会秘书	硕士	高级经济师。1997 年 8 月至 1999 年 6 月任山东省供销社职员；1999 年 6 月至 2003 年 1 月先后任泰禾有限公司销售、采购部经理等职；2003 年 1 月至 2010 年 7 月先后任上海泰禾国际贸易有限公司国内贸易副总经理、运行中心总经理等职；2010 年 7 月至 2016 年 6 月任南通泰禾化工有限公司董事、副总经理；2016 年 6 月至今任南通泰禾化工股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。
孙美敏	董事 副总经理	专科	1980 年 10 月至 1997 年 3 月，任无锡华晶微电子集团公司计划运营主管；1997 年 3 月至 2003 年 1 月先后任泰禾有限公司企发部经理、人力资源部经理等职；2003 年 1 月至 2010 年 7 月任上海泰禾国际贸易有限公司人力资源部经理、副董事长；2010 年 7 月至 2016 年 6 月任南通泰禾化工有限公司董事、副总经理；2016 年 6 月至今任南通泰禾化工股份有限公司董事、副总经理。
苗育	董事	硕士	2015 年 9 月至 2021 年 8 月，任江西天宇化工有限公司总经理；2021 年 8 月至今，任江西仰立新材料有限公司董事长；2021 年 8 月至 2024 年 12 月，任南通泰禾化工股份有限公司战略发展部总经理；2024 年 1 月至今，任南通泰禾化工股份有限公司制造管理部副总裁。
倪珏萍	董事 晓明检测总经理	硕士	研究员级高级工程师。1987 年 8 月至 2016 年 2 月先后任江苏省农药研究所（2000 年改制为江苏省农药研究所股份有限公司）实验人员、生测部副主任、技术副总监、副总经理兼江苏南方农药研究中心主任；2016 年 3 月至今任上海晓明检测技术服务有限公司总经理；2019 年 5 月至今任南通泰禾化工股份有限公司其他核心人员。
庞怀林	副总经理 技术中心主任	博士	1990 年 7 月至 1996 年 12 月任湖南化工研究院合成室研究实习员、助理研究员；1997 年 1 月至 2000 年 11 月任湖南化工研究院农药所助理研究员、副研究员；2000 年 12 月至 2005 年 2 月先后任湖南化工研究所农药所副所长、副总工程师、所长；2005 年 3 月至 2006 年 12 月任湖南化工研究所科研处处长、院长助理；2007 年 1 月至 2014 年 12 月任湖南化工研究院总工程师、研究员；2009 年 12 月至 2014 年 12 月任湖南海利化工股份有限公司总工程师、副总经理；2010 年 9 月至今任长沙理工大学硕士生导师；2015 年 4 月至 2016 年 6 月任南通泰禾化工有限公司副总经理；2016 年 4 月至 2019 年 3 月任南开大学化学学院研究生校外指导教师；2016 年 6 月至今任南通泰禾化工股份有限公司董事、副总经理；2019 年 5 月至今任南通泰禾化工股份有限公司其他核心人员；2019 年 8 月至 2021 年 8 月任湘南学院兼职博士生；2022 年 1 月至今任华东理工大学研究生校外指导教师。
段晓光	副总经理	博士	2020 年 1 月至 2023 年 8 月，任先正达集团中国首席战略官；2023 年至今，任南通泰禾化工股份有限公司植保事业部总裁。
吴浪明	副总经理	本科	2017 年 9 月至 2021 年 1 月，任陶氏杜邦农业事业部（科迪华）亚太区并购整合与战略转型项目总监，其中，2019 年 6 月起，同时兼任上海信与德投资管理有限公司商务顾问。2021 年 2 月起至今，任南通泰禾化工股份有限公司植保事业部全球营销副总裁。
吴立峰	副总经理	博士	2016 年 12 月至 2021 年 7 月，任职农业农村部国际合作司；2021 年 8 月至今，任南通泰禾化工股份有限公司副总裁；2022 年 8 月至今，任苏州佳辉化工有限公司总经理。
华虹	财务总监	硕士	1996 年 9 月至 1997 年 1 月任无锡蠡园经济开发区发展总公司财务部银行会计；1997 年 1 月至 2014 年 7 月历任上海泰禾国际贸易有限公司会计、财务主管、财务经理、财务总监；2014 年 7 月至 2016 年 6 月任南通泰禾化工有限公司财务总监；2016 年 6 月至今任南通泰禾化工股份有限公司财务总监。
卫一龙	技术中心工程副主任	博士	2005 年 6 月至 2010 年 6 月历任苏州佳辉化工工程师，总工程师；2010 年 7 月至 2016 年 6 月任泰禾有限技术中心工程副主任；2016 年 6 月至今任南通泰禾技术中心工程副主任；2019 年 5 月至今任南通泰禾其他核心人员。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.2 核心产品持续放量，产品价格回升盈利改善

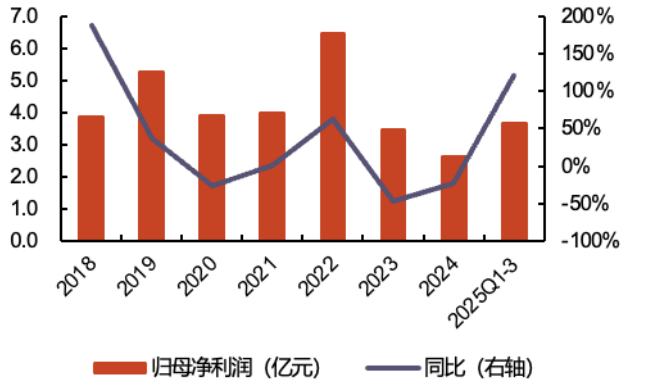
产品产销提升带动营收增长，25 年前三季度核心产品价格回升盈利改善。随着全球市场对农药产品需求的不断增加，公司顺应市场需求及时扩大了百菌清、嘧菌酯、2,4-D 等产品的供给，2020-2022 年新增的产能和较高的产销率确保了公司主营业务收入的增长，同时也为公司带来了规模优势和成本优势。2023 年，由于植保产品渠道端库存的增多，公司客户对于植保产品的采购量有所减少，同时由于相关原材料价格的下跌，公司产品价格同步回落，致使公司业绩下滑。2024 年，虽然公司产品价格同比仍有所回落，但得益于产销量的提升，公司营收同比实现增长。然而，产品价格下跌导致利润率下滑，公司归母净利润同比下降。2024 年，公司实现营收 42.4 亿元，同比增长 9.5%；实现归母净利润 2.66 亿元，同比下滑 23.2%。2025 年前三季度，公司百菌清等核心产品价格同比显著上涨，从而带动公司营收的提升以及利润的显著改善。2025 年前三季度，公司实现营收 38.9 亿元，同比增长 28.7%；实现归母净利润 3.67 亿元，同比大幅增长 121%。

图 7：2018 年-2025Q1-3 公司营业收入



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所整理

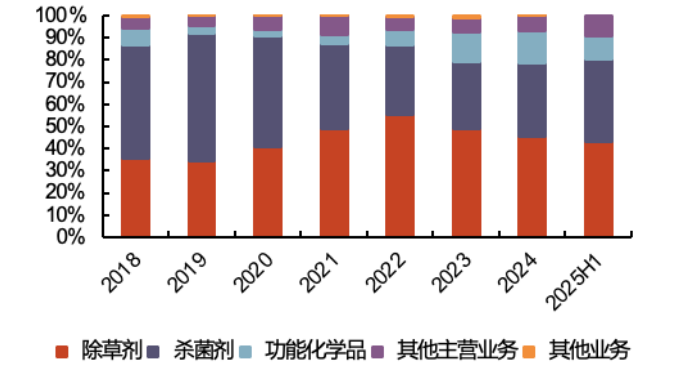
图 8：2018 年-2025Q1-3 公司归母净利润



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所整理

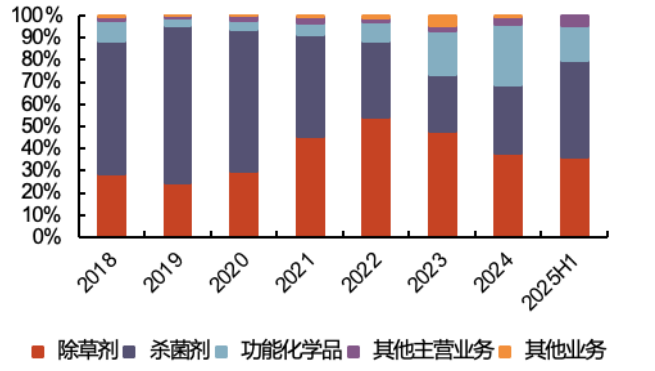
百菌清价格上涨，2025H1 杀菌剂营收及毛利占比显著提高。得益于公司百菌清、嘧菌酯产品较高的市场份额，杀菌剂业务在公司历年营收结构及毛利结构中拥有相对较高的占比。2022 年，得益于 2,4-D 原药、草甘膦制剂等除草剂产品和嘧菌酯等杀菌剂产品价格的上涨，叠加公司间苯二甲胺、二苯甲酮等功能化学品新增产能的投放，公司除草剂、功能化学品业务的营收及毛利占比提升明显。2023 年，由于除草剂、杀菌剂产品价格的下跌以及渠道端客户需求的减少，公司除草剂、杀菌剂业务营收及毛利占比出现下滑。得益于间苯二甲胺产品的显著放量，公司功能化学品业务营收及毛利占比显著提升。2024 年，公司营收结构相较于 2023 年变动较小；毛利结构方面，由于公司杀菌剂产品销量的提升，以及核心百菌清价格的提升，2024 年公司杀菌剂毛利占比同比提升 5.4pct 至 31.0%。2025 年上半年，由于百菌清价格的进一步上涨，公司杀菌剂业务营收及毛利占比较 2024 年分别提升 4.0pct 和 12.6pct。

图 9：2018 年-2025H1 公司各业务营收占比



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所整理

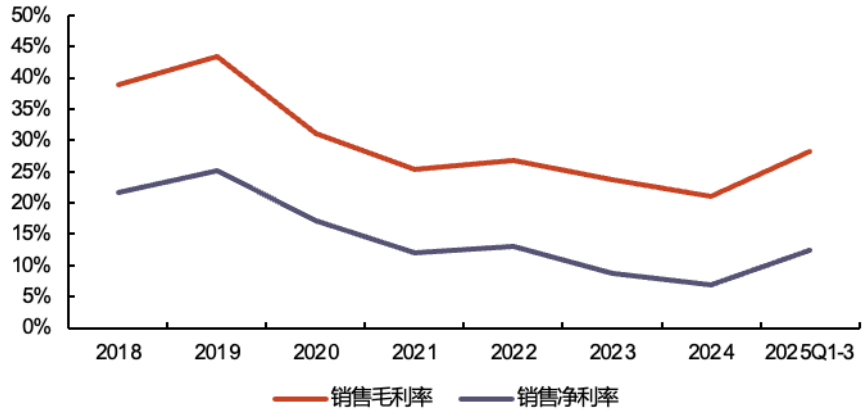
图 10：2018 年-2025H1 公司各业务毛利润占比



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所整理

受益于产品价格回升以及高毛利率功能化学品放量，2025Q1 公司盈利能力改善。2020 年开始，公司执行新收入准则，将销售产品发生的运输费用作为合同履约成本计入了营业成本，因此使得 2020 年公司销售毛利率出现下滑。2022 年至 2024 年，由于农药原药产品价格下跌以及终端需求的减少，公司整体销售毛利率和销售净利率出现下滑。进入 2025 年，得益于公司核心产品百菌清价格的回升，以及农药行业整体景气程度的企稳，叠加高毛利率功能化学品的放量，公司盈利能力得到改善。2025 年前三季度，公司销售毛利率为 28.3%，较 2024 年水平提升 7.2pct；销售净利率为 12.4%，较 2024 年水平提升 5.6pct。

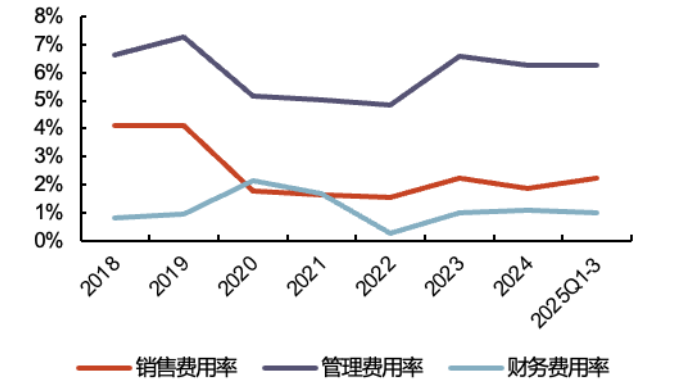
图 11：2018 年-2025 年 Q1-3 公司销售毛利率与销售净利率



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所整理

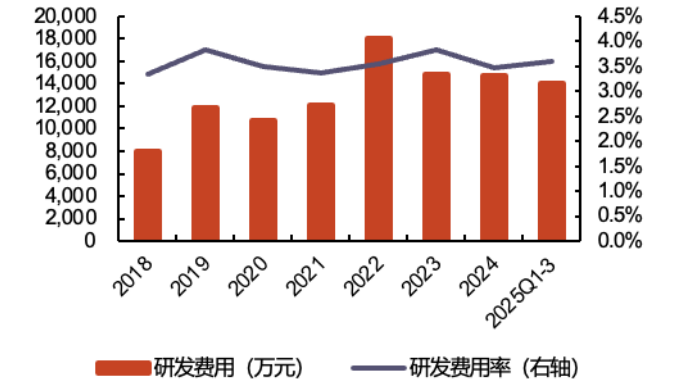
期间费用率相对平稳，始终保持高强度研发投入。2023 年，公司销售费用率和管理费用率的上升主要是因为当期公司营收下滑所致，销售费用及管理费用的绝对额同比变化幅度不大。2023-2025 年 Q1-3，公司管理费用率相对平稳。2025 年前三季度，公司销售费用率的提升主要是因为员工薪酬以及新产品推广费用增加所致，整体变动幅度可控。财务费用方面，由于公司海外业务营收占比相对较高，因此近年来公司财务费用变动的主要原因为人民币汇率变动导致汇兑损益变动。研发方面，公司持续保持较大力度的研发投入，积极推进公司技术研发，将研发成果应用于公司生产经营中。2025 年前三季度，公司研发费用约为 1.40 亿元，研发费用率为 3.6%。

图 12：2018 年-2025 年 Q1-3 公司销售/管理/财务费用率



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所整理

图 13：2018-2025 年 Q1-3 公司研发费用及研发费用率



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所整理

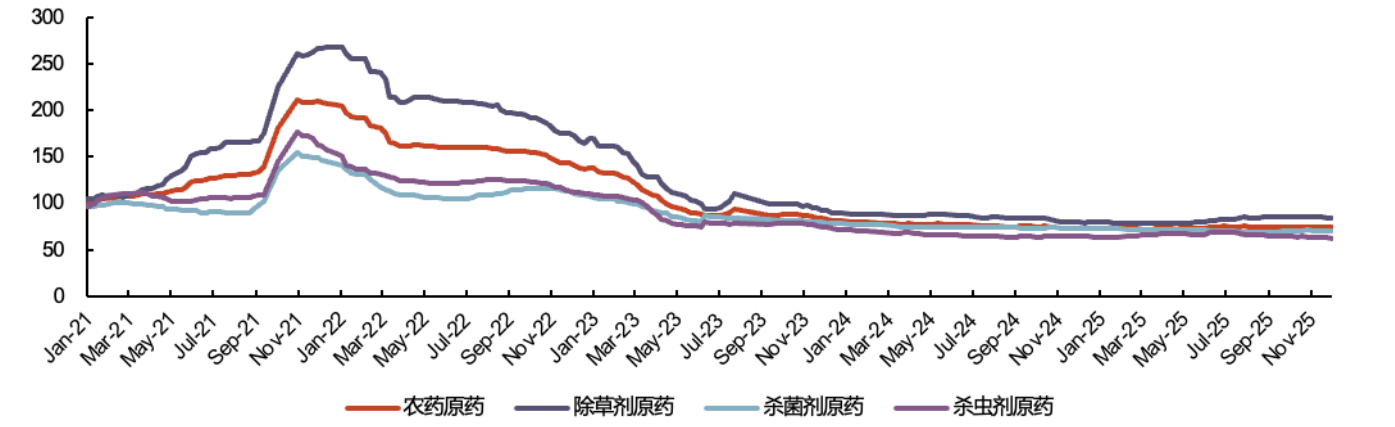
2、 农药行业景气企稳回升，公司依靠核心产品打造优势

2.1 全球农药渠道库存去化完成，行业迎来景气回升拐点

渠道库存完成去化价格有望好转，国内农药出口保持强势

渠道库存去化完成，农药原药价格开始回升。2022 年，由于全球公共卫生事件影响以及俄乌地缘政治冲突事件影响，全球农药产业链出现超额采购，导致行业面临严重的库存高企问题。先正达、科迪华、安道麦等国际农化巨头的存货金额在 2022 年年末均出现大幅度上涨。与此同时，农药产品价格在 2022 年 Q1 阶段性冲顶后开始持续回落。随着全球范围内去库存进程的推进，头部农化企业的存货金额相较于高点逐步回落，渠道端库存也在持续消化。价格层面，进入 2023 年 Q4 以后农药产品价格下降速度逐步放缓。进入 2025 年，全球大部分地区农药渠道库存已回到 2020 年之前的水平。部分农药原药价格由于供给端收缩（如不可抗力事件影响或厂家存在停产与减产预期等）、海外市场的需求旺盛等原因开始出现回升，其中以除草剂品种表现尤为显著。根据 iFinD 数据，截至 11 月 30 日农药原药价格指数相较于 2025 年年初上涨 1.3%。分品种看，除草剂、杀菌剂、杀虫剂原药价格指数相较于 2025 年年初分别变动+5.5%、-2.8%、-2.2%。

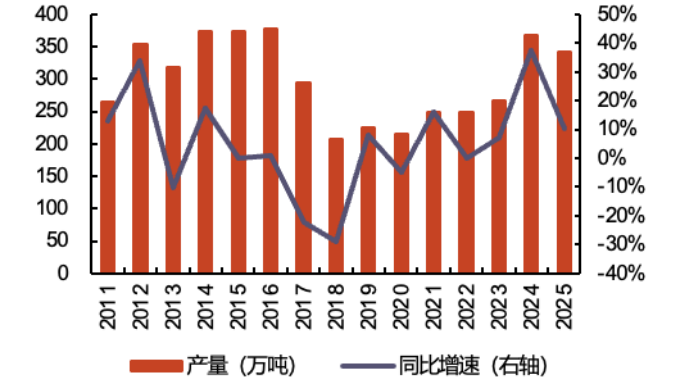
图 14：国内农药原药价格指数



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11.30

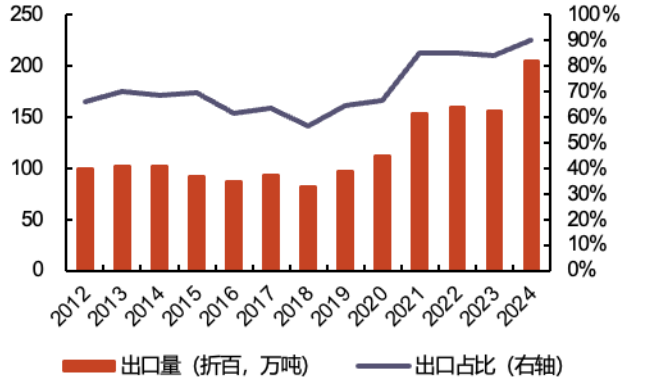
国内农药原药产量及出口量逆势增长。2024 年我国农药原药产量逆势增长，全年产量约为 367.5 万吨，同比增长 37.6%。2025 年国内农药原药产量延续增长趋势，2025 年 1-10 月国内农药原药总产量为 342.3 万吨，同比增长 10.5%。近年农药整体景气处于底部水平，我们认为国内农药原药产量逆势增长的原因主要有两点：其一，上一轮农药高景气周期所投产能开始逐步释放；其二，在行业底部情境下，国内企业增加产量，大力推进出海，抢占全球市场份额。2024 年，国内农药出口量达 205 万吨（折百），同比增长 31.4%。

图 15：国内农药原药产量（万吨）



资料来源：国家统计局，Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2025.10

图 16：2012-2024 年国内农药出口量（折百，万吨）



资料来源：农药市场信息，CAC 农化展，全球农药市场研究，光大证券研究所整理

我国农药产品监管持续加强，市场份额逐步向龙头企业集中

我国农药相关政策及监管趋严，农药生产朝绿色清洁低碳的方向发展。长期以来我国滥用农药现象较为严重，严重影响着农产品质量和生态环境安全。2015 年，农业部（现“农业农村部”）推出《到 2020 年农药使用量零增长行动方案》，组织开展化肥农药使用量零增长行动。后续随着国家环保政策趋严、全球农药原药市场发展放缓等影响，高污染的农药行业进入调整阶段，大批高毒农药品种被逐步淘汰。2022 年 2 月，农业农村部会同七部门制定了《“十四五”全国农药产业发展规划》，再次明确指出我国农药生产将向清洁化、低碳化、循环化发展。我国农药相关政策及监管的趋严，使得农药行业进入门槛持续提高，有利于促进供给侧结构的改革，推动农药企业不断升级转型，向高标准 QHSE、技术领先、产能集中的规范性、规模化企业发展。2024 年 2 月，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，该目录将“高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型、专用中间体、助剂的开发与生产，定向合成法手性和立体结构农药生产，生物农药新产品、新技术的开发与生产”作为鼓励类项目进行优先发展。2025 年 9 月，工业和信息化部等 7 部委联合发布《石化化工行业稳增长方案（2025-2026 年）》，该方案提及将推动农药等具有比较优势的大宗产品提质升级。

表 6：2015 年以来我国农药相关政策

时 间	发布部门	政策名称	政策内容
2015 年 2 月	农业部（现“农业农村部”）	《到 2020 年农药使用量零增长行动方案》	在减少农药使用量的同时，提高病虫害综合防治水平，做到病虫害防治效果不降低，促进粮食和重要农产品生产稳定发展，保障有效供给。在保障农业生产安全的同时，更加注重农产品质量的提升，推进绿色防控和科学用药，保障农产品质量安全。在保障粮食和农业生产稳定发展的同时，统筹考虑生态环境安全，减少农药面源污染，保护生物多样性，促进生态文明建设。在减少农药使用量的同时，大力推广新药剂、新药械、新技术，做到提质增效，促进农业增产、农民增收。
2017 年 2 月	国务院	《农药管理条例》（修订）	对农药登记、农药生产、农药经营、农药使用、农药监督管理以及相关法律责任划分进行了说明与规定，严把准入关、质量关、使用关、在登记许可方面加强对登记试验质量和数据真实性的核查，在生产许可方面优化农药产业布局，促进行业转型升级。
2018 年 7 月	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	减少化肥农药使用量，增加有机肥使用量，实现化肥农药使用量负增长。提高化肥利用率，到 2020 年，京津冀及周边地区、长三角地区达到 40%以上。
2021 年 2 月	国务院	《中共中央 国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	到 2025 年，农业农村现代化取得重要进展。农村生产生活方式绿色转型取得积极进展，化肥农药使用量持续减少，农村生态环境得到明显改善。持续推进化肥农药减量增效，推广农作物病虫害绿色防控产品和技术。
2021 年 7 月	农业农村部	《关于加快发展农业社会化服务的指导意见》	与农业高质量发展的要求相比，我国农业面临化肥农药用量大、利用率低，技术装备普及难、应用不充分，农产品品种杂、品质不优，以及农民组织化程度低等问题，迫切需要用现代科学技术、物质装备、产业体系、经营形式改造和提升农业。
2022 年 2 月	农业农村部	《“十四五”全国农药产业发展规划》	要着力构建现代农药生产体系，优先发展生物农药产业和化学农药制剂加工，适度发展化学农药原药企业。在长江经济带、黄河流域、重点江河湖泊等环境敏感区，从严控制农药生产项目建设。着力打造一批农药产业集群，提高生产集约化水平。支持发展高效低风险新型化学农药，大力发展生物农药，逐步淘汰退出老旧农药品种和剂型，严格管控高毒高风险农药及助剂。鼓励企业加

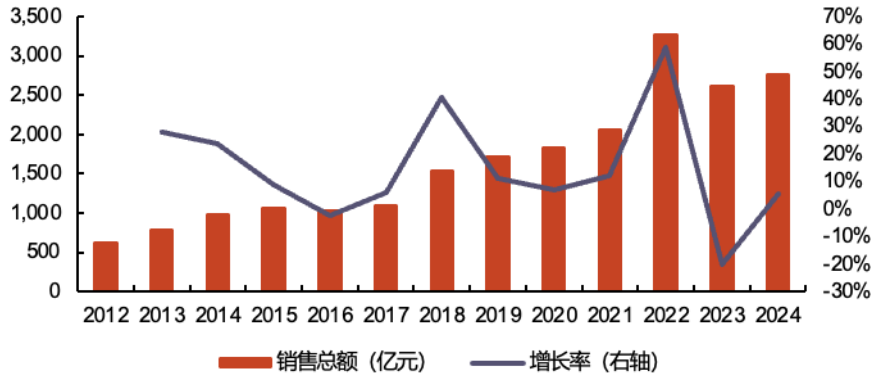
			强技术创新和工艺改造，淘汰落后生产技术和工艺设备，促进农药生产清洁化、低碳化、循环化发展。
2024 年 2 月	国家发改委	《产业结构调整指导目录》（2024 年本）	将“高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型、专用中间体、助剂的开发与生产，定向合成法手性和立体结构农药生产，生物农药新产品、新技术的开发与生产”作为鼓励类项目，优先发展。
2025 年 9 月	工信部等	《石化化工行业稳增长方案（2025-2026 年）》	推动涂料、染料、农药等具有比较优势的大宗产品提质升级，引导上下游企业建立协同机制，提升产品性能和应用水平，由销售产品向提供一体化解决方案转型。

资料来源：国务院，农业农村部，工业和信息化部，国家发改委，光大证券研究所整理

受政策及监管的影响，我国农药产业正经历深度调整和优化。在产品结构方面，高效、低毒、低残留的新型环保农药成为主要发展方向，活性高、用量小的新型品种使用占比逐年增大，老旧品种和高毒产品逐步淘汰，农药剂型也向水基化、无尘化、控制释放等安全高效方向发展，水分散粒剂、悬浮剂、水乳剂等新剂型得到快速推广。在产业结构方面，针对我国农药行业市场集中度低、企业规模小、竞争力弱、产品同质化严重等问题，国家出台系列政策大力推进企业并购重组，推动安全隐患和环保不达标的中小企业退出市场，引导农药工业朝着集约化、规模化、专业化、特色化的方向转变。2022 年 2 月，《“十四五”全国农药产业发展规划》将农药产业发展目标明确为：到 2025 年，着力培育 10 家产值超 50 亿元企业、50 家产值超 10 亿元企业、100 家产值超 5 亿元企业，园区内农药生产企业产值提高 10 个百分点。到 2025 年，农药生产企业由 2020 年的 1705 家减少到 1600 家以下，农药经营门店控制在 30 万家。

农药行业的市场竞争将会更加激烈，市场份额逐步向龙头集中。根据中国农药工业协会发布的中国农药行业销售百强榜显示，我国农药行业百强企业的销售总额从 2010 年的 500.52 亿元增长至 2024 年的 2762.26 亿元，CAGR 为 12.98%，其中 2024 年销售额超过 10 亿元的企业达 81 家，产业集中度明显提升。随着农药减量增效、农药产品逐渐向低毒性高品质方向发展，农药市场竞争加剧，而龙头企业往往能够凭借其强大的技术实力、创新能力、优异的成本控制力、一体化优势等快速抢占市场份额、整合行业资源，逐步提高行业话语权，具备更为广阔的成长空间。未来我国农药行业优势企业还将加速兼并整合，农药产能将持续向头部企业集中。

图 17：我国农药行业百强销售总额（亿元）



资料来源：公司招股说明书，中国农药工业协会等，光大证券研究所整理

2.2 公司以百菌清、嘧菌酯、2,4-D 等核心产品铸就行业影响力，IPO 募投项目扩增杀菌剂产能

百菌清原药、嘧菌酯原药、2,4-D 原药、COS 系列除草剂原药为公司核心农药产品。自成立以来，公司持续专注于农药相关业务，现已布局多种杀菌剂、除草剂、杀虫剂等，掌握了百菌清原药、嘧菌酯原药和 2,4-D 原药等产品的先进生

产技术，依托于此投建、运营了全球领先的生产基地，目前已形成具有国际影响力的核心产品群。截至目前，在杀菌剂产品中，公司拥有 30000 吨/年百菌清原药产能和 2000 吨/年嘧菌酯产能。同时，公司另有肟菌酯原药、嘧菌酯制剂、百菌清制剂、肟菌酯制剂等 30 余种杀菌剂产品。在除草剂产品中，公司拥有 40000 吨/年 2,4-D 原药产能、9800 吨/年 COS 系列除草剂产能、10000 吨/年 2,4-D 异辛酯产能和 20000 吨/年 2,4-D 二甲铵盐水剂产能。此外，公司还有氯苯胺灵原药、草铵膦制剂等近 60 种除草剂产品。截至目前，公司合计拥有 18.7 万吨/年农药及中间体产能，同时在建有 1.4 万吨/年农药及中间体产能。

表 7：公司当前核心农药产品产能及 IPO 募投项目新增产能规划情况

核心产品	现有产能（吨/年）	新增产能规划（吨/年）
杀菌剂		
百菌清	30,000	/
嘧菌酯	2,000	3,000
肟菌酯	/	2,000（已试生产）
丙硫菌唑	/	2,000
除草剂		
2,4-D 原药	40,000	/
2,4-D 异辛酯	10,000	/
2,4-D 二甲胺盐水剂	20,000	/
COS 系列除草剂	9,800	/

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，注：根据公司招股说明书，公司原 IPO 募投项目中的“除草剂项目”（10000 吨/年 2,4-D 异辛酯和 20000 吨/年 2,4-D 二甲胺盐水剂）已基本建设完成，肟菌酯项目也已进入试生产阶段。

IPO 募投项目扩增杀菌剂产能及品类。2025 年 4 月 11 日，公司于深圳证券交易所创业板正式上市。公司向社会公众公开发行 4500 万股人民币普通股，募集资金净额约为 3.90 亿元。公司 IPO 募集资金将主要用于建设公司“杀菌剂项目”和“研发中心项目”。其中，“杀菌剂项目”投产后将形成年产 3,000 吨嘧菌酯原药、年产 2,000 吨肟菌酯原药、年产 2,000 吨丙硫菌唑原药及对应中间体产能，该项目总投资约为 10.05 亿元。届时，公司嘧菌酯原药产能将由 2,000 吨/年提升至 5,000 吨/年，公司杀菌剂业务还将新增肟菌酯原药和丙硫菌唑原药两大品种。该项目计划建设期为 12 个月，项目全部达产后，将实现年销售收入 20.55 亿元，净利润 4.49 亿元。

表 8：IPO 募投“杀菌剂项目”情况

项目名称		实施主体	实施地点
年产 3,000 吨嘧菌酯原药及中间体项目	年产 3,000 吨嘧菌酯技改项目	南通泰禾	如东县洋口化学工业园公司厂区内
	年产 4,000 吨 70%苯并呋喃酮醋酐溶液、4,000 吨水杨酰胺、2,500 吨水杨腈钠盐项目		
年产 2,000 吨肟菌酯原药及中间体项目	2,000 吨/年肟菌酯原药项目	江西天宇	新干县盐化工业城公司厂区内
	3,200 吨/年肟菌酯中间体项目		
	5,000 吨/年取代苯乙腈项目		
年产 2,000 吨丙硫菌唑原药及中间体项目	2,000 吨/年丙硫菌唑原药项目		
	2,300 吨/年丙硫菌唑中间体项目		

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

表 9：IPO 募投“杀菌剂项目”效益预测

财务指标	数值
项目投资税后财务内部收益率	38.48%
项目投资税前财务内部收益率	43.56%
项目投资税后财务净现值（ic=14%）	13.42 亿元
项目投资税前财务净现值（ic=14%）	16.59 亿元

项目税后投资回收期（ic=14%）	4.58 年
项目税前投资回收期（ic=14%）	4.32 年
年均销售收入	20.55 亿元
年均净利润	4.49 亿元

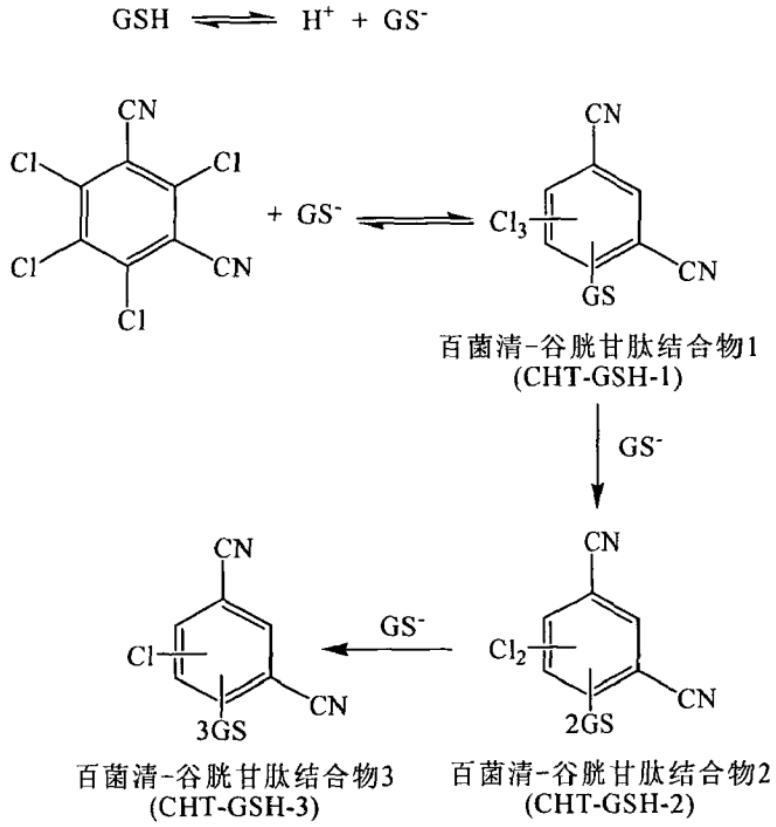
资料来源：公司招股说明书预测，光大证券研究所整理

拟建设埃及项目，深化国际化布局。根据公司 2025 年 11 月发布的公告，公司拟在埃及建设农药及功能化学品项目，主要用于除草剂、杀菌剂、功能化学品等产品及中间体生产，项目将新增相关产品及中间体产能 11.3 万吨/年，对应总投资额不超过 2.71 亿美元，建设周期为 2 年。在埃及建设农药及功能化学品项目，将显著提升公司对海外市场的交付效率与服务响应能力，强化公司的国际竞争力，同时进一步扩大公司的全球市场份额。

2.2.1 百菌清：全球第二大保护性杀菌剂，公司产能占全球超 50%

百菌清是全球最主要的多位点广谱保护性杀菌剂之一，具备高效、低毒，不易使病害产生抗药性、药效时间长等特点，且易与其他农药复配。百菌清的作用机理主要在于百菌清分子中的活泼氯能够与生物体内蛋白质、酶的自由巯基（-SH）发生亲核取代反应，从而抑制蛋白质或者酶的活性，影响菌体的氧化呼吸作用，进而起到杀菌的作用。近年来由于百菌清在防治大豆锈病上的应用取得了良好的效果，百菌清的市场需求得到进一步提升。根据 Phillps McDougall 数据，百菌清为全球第二大的保护性杀菌剂。根据 Verified Market Research 数据，2024 年全球百菌清的市场规模约为 2.34 亿美元，同时预计 2031 年全球百菌清的市场规模将达到 3.24 亿美元，对应 2024-2031 年期间 CAGR 约为 4.6%。

图 18：百菌清与谷胱甘肽的作用原理



资料来源：《百菌清酶免疫检测技术研究》（郭乃菲），光大证券研究所整理

公司百菌清的生产工艺先进，现已建成全球最大单套万吨级氨氧化连续化生产装置。百菌清的生产工艺主要是将主要原料间二甲苯，经氨氧化催化反应得到中间体间苯二甲腈，再经高温氯化得到百菌清。历经 5 次重大技术改进，公司百菌清连续化清洁生产技术采用自主研发的氨氧化催化剂，建成全球最大单套万吨级氨氧化连续化生产装置。与此同时，公司开发出百菌清连续化提纯工艺，产能大，能耗低，产品质量可达到 99%以上，并获得 FAO 标准的等同性认同。此外，公司还采用了新捕集方式，更加环保，且引进了先进的尾气处理系统，保证排放达标。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已获得百菌清相关发明专利授权 30 件和实用新型专利授权 21 件。

图 19：公司百菌清生产工艺流程图

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

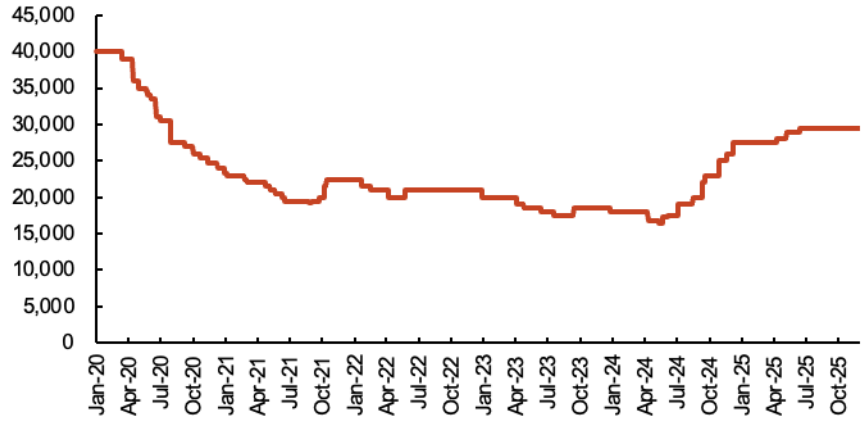
公司子公司新河农用为全球主要的百菌清原药生产企业。目前，全球百菌清原药产能主要集中在中国。根据百川盈孚统计，我国主要生产企业包括泰禾股份子公司新河农用、江阴苏利化学股份有限公司、苏利（宁夏）新材料科技有限公司、江苏维尤纳特精细化工有限公司和山东大成生物化工有限公司，行业集中度较高。公司子公司新河农用（江苏新河）具备 3 万吨/年百菌清产能，是全球主要的百菌清原药生产企业。

表 10：我国百菌清主要生产企业及产能

厂商简称	省份	产能（吨/年）
江苏新河（公司控股子公司）	**江苏省**	**30,000**
宁夏苏利	宁夏回族自治区	20,000
江阴苏利	江苏省	15,000
山东大成	山东省	10,000
维尤纳特	江苏省	3,000

资料来源：公司招股说明书，百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11

图 20：国内百菌清价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11.30

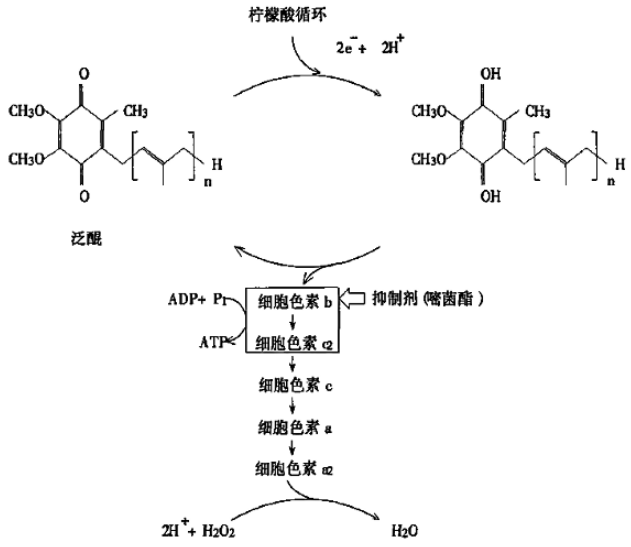
百菌清价格筑底反弹，公司作为行业龙头显著受益。2019 年，欧盟否决了百菌清的再评审申请，导致百菌清需求减弱，价格开始逐步下跌。2022-2024

年上半年，受植保行业景气影响，百菌清价格维持疲弱状态。2024 年下半年，伴随渠道库存的去化，同时南美市场因多雨气候潮湿以及大豆锈病等影响，百菌清等高性价杀菌剂的需求激增。而供给端，百菌清被列入我国“两高”产品目录，无法新建产能或进行扩产，市场整体供给有限。百菌清由此进入供不应求状态，产品价格于 2024 年下半年开始持续上涨。根据百川盈孚数据，截至 2025 年 11 月 30 日，国内百菌清销售均价为 2.95 万元/吨，相较于 2024 年 6 月末上涨约 68.6%。公司作为全球主要的百菌清原药供应商，在当前百菌清的上涨态势下将显著受益。

2.2.2 嘧菌酯：全球第一大杀菌剂产品，公司拟扩建至年产 5000 吨规模

嘧菌酯是全球第一大杀菌剂产品，其是一种兼具广谱性、保护性、治愈性、铲除性、内吸性和传导性的高效杀菌剂，且易与其他杀菌剂复配。嘧菌酯主要通过抑制病原菌线粒体呼吸作用来阻止其能量合成，细胞核外的线粒体主要通过呼吸为细胞提供能量（ATP），若线粒体呼吸受阻，不能产生 ATP，细胞就会死亡。嘧菌酯已经在世界上所有重要杀菌剂市场上取得登记，根据 Phillps McDougall 数据，嘧菌酯为全球第一大杀菌剂。根据 Maximize Market Research 统计及预测，2024 年全球嘧菌酯市场规模约为 12 亿美元，其中亚太地区为最大的销售市场，预计 2032 年全球嘧菌酯市场规模将达到 25.5 亿美元，对应 2024-2032 年期间 CAGR 约为 9.9%。

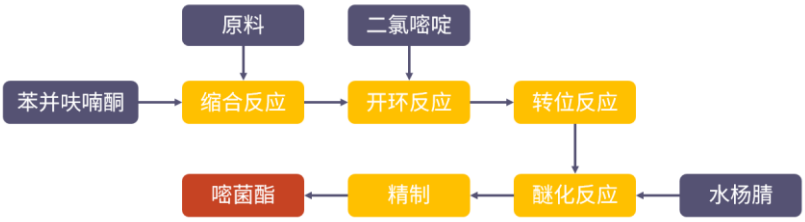
图 21：嘧菌酯作用机理图



资料来源：《广谱高效杀菌剂嘧菌酯》（刘长令等），光大证券研究所整理

公司嘧菌酯合成技术突破海外垄断，具备高效自主工艺技术。嘧菌酯自主生产工艺关键步骤催化合成技术一直被跨国公司垄断，严重制约国内外嘧菌酯生产及应用。公司通过对关键合成步骤的催化机理进行剖析，成功开发了新型催化剂，该新型催化剂具备效率高、成本低、可回收的特点。公司目前已经形成了嘧菌酯自主生产工艺技术，截至 2024 年 6 月 30 日已获得嘧菌酯相关中外发明专利授权 38 件和实用新型专利 1 件。借助专利技术的实施，公司顺利推动嘧菌酯进入欧美、巴西等高端市场，市场占有率提升。

图 22：公司嘧菌酯生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司持续加大嘧菌酯的研发投入力度，并拟由 2000 吨/年产能扩建至 5000 吨/年。公司在研有“嘧菌酯合成工艺改进及配套中间体合成技术开发”项目，该项目致力于进一步提高嘧菌酯产品的收率，减少三废，并对核心中间体苯并呋喃酮、水杨腈和二氯嘧啶进行工艺开发。产能方面，根据百川盈孚数据，截至 2025 年 11 月，国内嘧菌酯产能为 14300 吨/年。公司已经持续生产嘧菌酯多年，公司子公司新河农用（江苏新河）目前拥有 2000 吨/年嘧菌酯产能。公司拟通过此次 IPO 募投项目将嘧菌酯产能扩增至 5000 吨/年，同时配套新增苯并呋喃酮醋酐溶液、水杨酰胺、水杨腈钠盐等中间体产能。

表 11：公司的嘧菌酯在研项目与行业技术水平的比较情况

研发项目名称	行业目前技术水平	与行业技术的比较
嘧菌酯合成工艺改进及配套中间体合成技术开发	国内嘧菌酯生产工艺路线基本一致，但最后两步反应所用催化剂大部分采用三乙烯二胺或其类似物或高温热熔法合成原药，收率低成本高。中间体水杨腈采用光气或固光法，受光气资源限制且废水多气味重，处理困难。	该项目采用自主知识产权的催化剂，针对嘧菌酯生产过程中存在的问题进行再研究，强酸转位以提高收率，减少三废，保持技术先进性；对核心中间体苯并呋喃酮、水杨腈和二氯嘧啶进行工艺开发，配套进行生产进一步提高嘧菌酯的竞争力。
	嘧菌酯生产多为原料和生产分离，生产过程的副产和嘧菌酯原料生产结合程度不高，上下游没有形成完整系统，生产过程资源未能得到充分的综合利用。	嘧菌酯绿色工艺开发，在新的双减大环境下，针对工艺中水、电、气，三废资源循环利用等进行研究，降低工艺中能耗以及三废排放。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

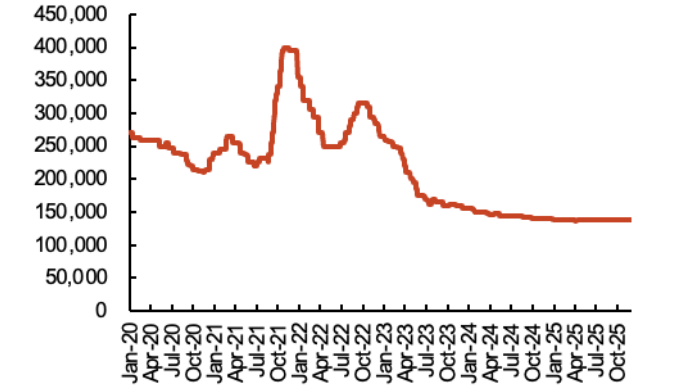
表 12：我国嘧菌酯主要生产企业及产能

厂商简称	省份	产能（吨/年）
内蒙古灵圣	内蒙古自治区	5,000
江阴苏利	江苏省	3,000
江苏新河（公司控股子公司）	**江苏省**	**2,000**
上虞颖泰	浙江省	2,000
托球生物科技	甘肃省	1,000
广东立威	广东省	800
河北威远	河北省	500

资料来源：公司招股说明书，百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11

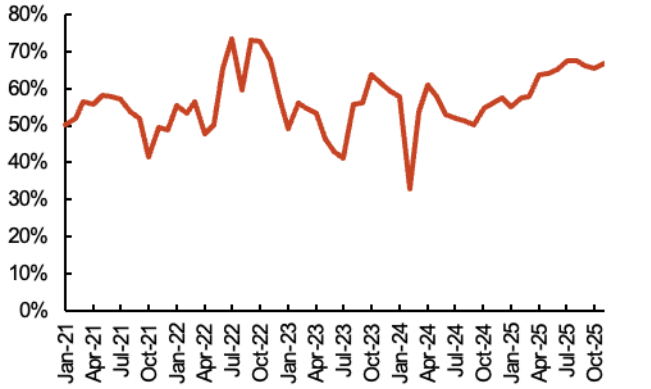
嘧菌酯价格逐步企稳，开工率持续回升。2021-2023 年期间，由于环保督察、能耗双控、俄乌地缘政治冲突等事件影响出现较大幅度的价格波动。2023 年下半年，由于前期渠道库存累积较多，嘧菌酯产品处于持续去库状态，对应产品价格呈现缓慢下跌态势。进入 2025 年，嘧菌酯产品库存已基本消耗完毕，但整体供求关系相对较为稳定，产品价格基本筑底企稳。同时，随着植保行业景气的回升，2024 年年末以来，嘧菌酯行业开工率也呈现上升态势。根据百川盈孚数据，2025 年 11 月国内嘧菌酯行业开工率约为 66.7%，同比提升 10.5pct。

图 23：国内嘧菌酯价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11.30

图 24：国内嘧菌酯行业月度开工率（%）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11

2.2.3 2,4-D：全球重要的选择性除草剂之一，公司进一步布局下游产品

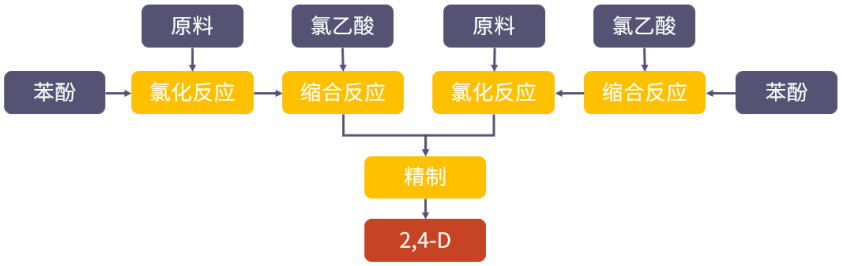
2,4-D 是全球重要的选择性除草剂之一。2,4-D 是一种苯氧乙酸类除草剂，物化特性表现为难溶于水，但可溶于多种有机溶剂，且在 15℃以上的温度下具有明显的挥发性。其作用机理类似植物激素，通过干扰植物内部激素平衡，破坏核酸与蛋白质代谢，促进或抑制特定器官的生长，导致杂草茎叶的扭曲、茎基的增粗和肿裂等现象。其在农业生产中表现出两种活性，即刺激和抑制植物生长，可用于提高农产品的质量或产量，同时作为强效的除草剂，用于防除禾本科作物（如小麦、大麦等）田间的双子叶杂草、莎草以及一些具有恶性特征的杂草。

2,4-D 产品一般不能直接应用于作物，为了能应用于作物防治有害杂草，需要将其与其他化合物反应，生产相应的盐（如 2,4-D 二甲胺盐）或酯（如 2,4-D 异辛酯、2,4-D 丁酯）后再配以必要的助剂，制成相应的制剂。由于 2,4-D 丁酯的产品存在易挥发的特性，容易产生漂移而影响使用效果，因此，**目前最主要的应用方向为 2,4-D 异辛酯和 2,4-D 二甲胺盐**，主要剂型为乳油、悬浮剂、水剂等。

2,4-D 2024 年全球市场规模约为 18 亿美元。2,4-D 于 1945 年引入市场，此后迅速应用于小麦、玉米、水稻及其他禾谷类作物防除农田杂草，成为第一例成功的选择性除草剂。根据 Phillps McDougall 数据，2,4-D 为全球最大的苯氧羧酸类除草剂。根据 Verified Market Research 统计及预测，2024 年全球 2,4-D 市场规模约为 18 亿美元，预计 2032 年将增长至 25 亿美元，对应 2024-2032 年期间 CAGR 约为 4.2%。

公司开发出 2,4-D 清洁生产工艺，实现产品高质量生产。基于种种历史原因，国内的 2,4-D 产业曾长期落后于国际市场，主要原因是传统 2,4-D 工艺污染严重，产品品质不高，在海外高端市场缺乏竞争力。公司现已开发出 2,4-D 清洁生产工艺，突破了传统工艺生产过程中污染严重、废水量大且难于处理、产品品质低下等行业难题，被列为国家“十二五”科技支撑计划课题。公司的 2,4-D 生产工艺采用了新催化体系，进而提高了原子经济性。与此同时，公司产出的 2,4-D 产品含量达到 98%以上且无气味，产品中二噁英低于 FAO 标准。另外，公司的 2,4-D 生产工艺大幅减少了废水量，能够降低生产成本和能耗，还把废水中的副产羟基乙酸制成基础原料羟基乙酸丁酯，变废为宝。截至 2024 年 6 月 30 日，公司的 2,4-D 清洁生产工艺已获发明专利授权 5 件，实用新型专利授权 24 件。

图 25：2,4-D 生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

表 13：公司的 2,4-D 在研项目与行业技术水平的比较情况

研发项目名称	行业目前技术水平	与行业技术的比较
2,4-D 系列产品合成工艺改进及副产综合利用技术研究	国内 2,4-D 生产大部分采用氯化、缩合、酸化等工序生产，产品气味重，氯乙酸消耗高，废水成份复杂，处理成本高。	该项目采用新催化体系提高了原子经济性，催化剂循环使用；产品含量达到 98%以上且无气味，产品中二噁英低于 FAO 标准；大幅减少了废水量，降低生产成本和能耗；把废水中的副产羟基乙酸制成基础原料羟基乙酸丁酯，变废为宝。
2,4-D 系列产品三废和副产综合化资源利用	国内 2,4-D 生产副反应产物主要为固废焦油和副产等，缺乏继续处理成为新产品和自有生产原料的技术，资源未能得到充分利用。	该项目在原有羟基乙酸综合利用的基础上，继续对其他副反应杂质和副产进行研究，已在小试上完成部分综合利用，项目完成后，可以成为公司的新产品和新原料，在公司内形成循环利用，提高产品在市场上综合竞争优势。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司现有 4 万吨/年 2,4-D 原药产能，延伸布局下游 2,4-D 异辛酯及 2,4-D 二甲胺盐水剂产品。公司以生产、销售 2,4-D 原药为主，同时亦会根据客户需求定制生产 2,4-D 制剂。目前，公司在江西新干基地拥有 40000 吨/年 2,4-D 原药产能，属于行业领先水平。公司原 IPO 募投项目布局有年产 10000 吨 2,4-D 异辛酯和年产 20000 吨 2,4-D 二甲胺盐水剂产能，这两款产品均属于 2,4-D 原药的下游产品。根据公司招股说明书，该项目已基本建设完成。随着盐水剂和异辛酯产能的建成，公司 2,4-D 产品的综合生产实力及产品结构将进一步完善，公司将完成从原药生产商到原药、制剂一体化制造商的升级转型，进一步巩固其在 2,4-D 行业的领先地位。

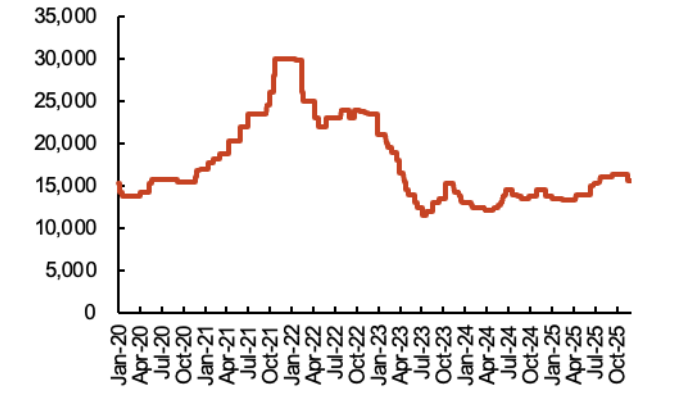
表 14：我国 2,4-D 原药主要生产企业及产能

厂商简称	省份	产能（吨/年）
湖北兴晨	湖北省	50,000
江西天宇（公司控股子公司）	**江西省**	**40,000**
甘肃智鹏科技	甘肃省	20,000
润丰股份	山东省	20,000
唐山晟红	河北省	20,000
威海韩孚	山东省	10,000
安徽兴隆	安徽省	10,000
山东科源	山东省	10,000

资料来源：公司招股说明书，百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11

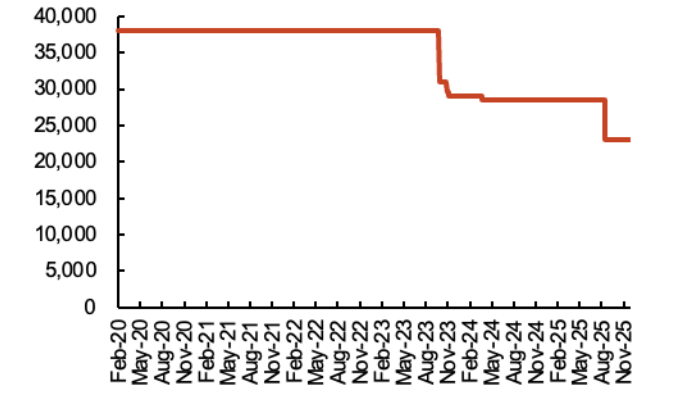
2,4-D 原药价格逐步回升，2,4-D 异辛酯价格仍处底部。2025 年 4 月，美国 ITC 认定从中国和印度进口的 2,4-D 原药给美国本土生产商造成损害，开始启动反倾销调查。该事件限制了 2,4-D 原药的供应，从而造成部分市场 2,4-D 原药供需紧张的情形，推升 2,4-D 原药价格。根据百川盈孚数据，截至 2025 年 11 月 30 日国内 2,4-D 原药价格为 1.56 万元/吨，相较于 2025 年 4 月末上涨约 11.4%。然而 2,4-D 原药下游产品 2,4-D 异辛酯产品价格仍然承压。根据百川盈孚数据，2025 年 8 月 2,4-D 异辛酯价格再度回落，截至 11 月 30 日国内 2,4-D 异辛酯价格为 2.3 万元/吨。

图 26：国内 2,4-D 原药价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11.30

图 27：国内 2,4-D 异辛酯价格走势（元/吨）

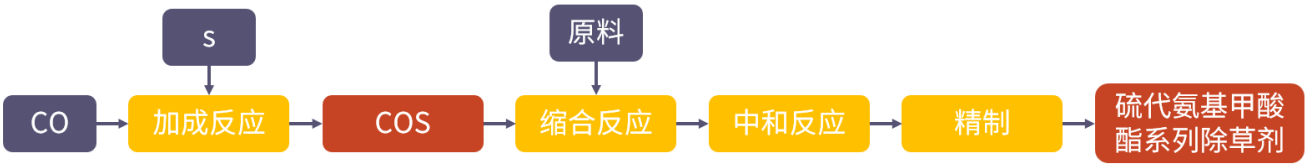


资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.11.30

2.2.4 硫代氨基甲酸酯类（COS）除草剂：通过自主工艺实现大规模连续化清洁生产

COS，化学名为羰基硫或氧硫化碳，是硫代氨基甲酸酯类除草剂产品的关键中间体。硫代氨基甲酸酯类除草剂，可以抑制植物多个代谢过程，主要品种包括野麦畏、苄草丹、茵达灭、禾草丹等品种，主要用于麦田、水稻、油菜、豌豆、亚麻、甜菜、青梨、蚕豆和大豆等作物。

图 28：硫代氨基甲酸酯系列除草剂生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

通过自主工艺，公司实现 COS 类除草剂的清洁连续化生产。国内 COS 均采用硫酸与硫氰酸铵反应来制备，所制备的 COS 含量低杂质多，用于生产硫代氨基甲酸酯系列除草剂产品颜色深杂质多，质量不稳定。发生 COS 过程时产生大量具有恶臭味的稀硫酸，处理困难。公司则以单质硫的蒸汽与一氧化碳为原料，经固定床催化反应，采用自主设计的分离装备，实现了全自动化控制、连续化生产，原子利用率接近 100%，几乎无三废产生，属于清洁生产工艺。由于该技术生产的 COS 产品质量稳定可靠，含量可达 99%以上，用于公司硫代氨基甲酸酯系列除草剂苄草丹、野麦畏等生产，不但便于实现该系列产品稳定的连续化和自动化生产，而且生产效率、产品含量及外观得到大幅提高，单个杂质含量大大降低，增加了该系列产品的竞争力。**此外，公司已开始与跨国公司合作 COS 产品在功能性化学品和电子化学品领域销售，COS 如经进一步提纯，可用于集成电路刻蚀工艺中。**

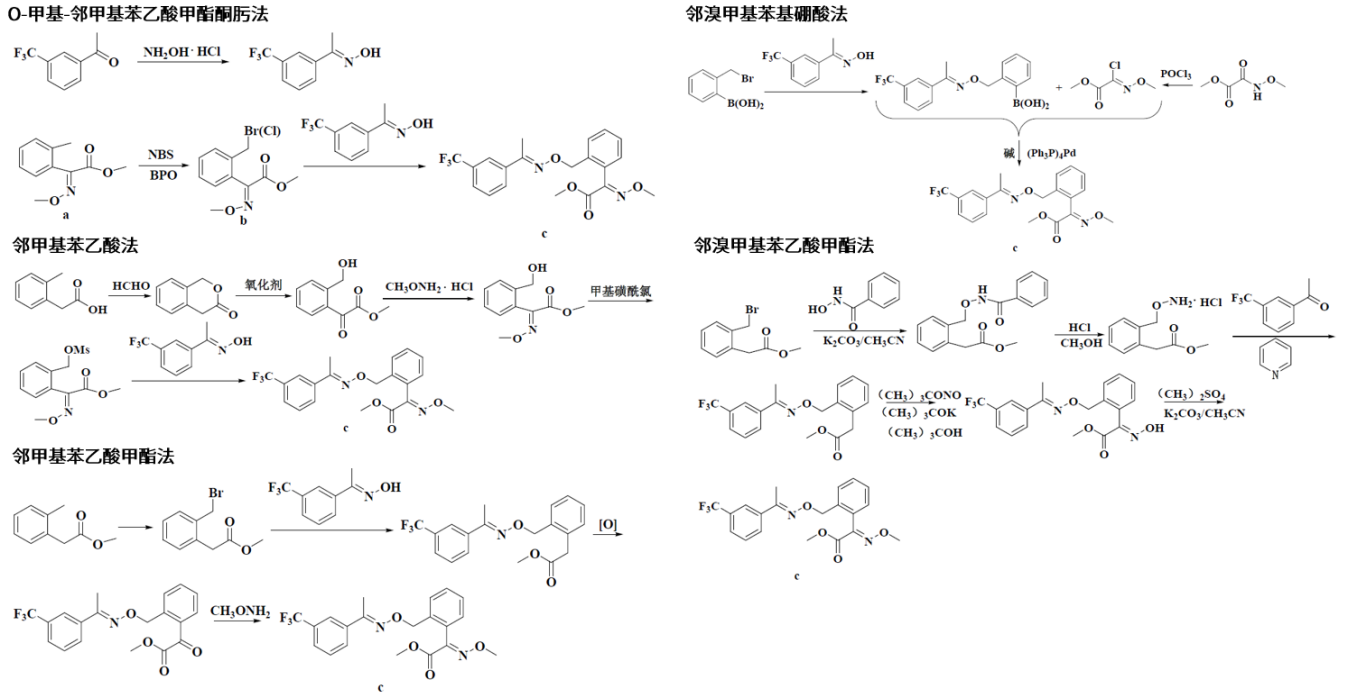
2.2.5 肟菌酯：杀菌剂领域的新兴品种，公司 IPO 募投 2000 吨/年产能已进入试生产

肟菌酯，属于目前全球最大的杀菌剂类别甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂的重要一员。肟菌酯具有广谱、渗透、快速分布等性能，作物吸收快且具有向上的内吸性，

故耐雨水冲刷性能好、持效期长，保护活性优异且兼具一定的治疗活性，除对白粉病、叶斑病有特效外，对锈病、霜霉病、立枯病、苹果黑星病亦有很好的活性。肟菌酯主要用于茎叶处理，主要应用作物包括大豆、谷物、果蔬、玉米、水稻、梨果和葡萄等。

公司具备成熟的肟菌酯技术储备和工艺路线。公司肟菌酯的技术储备和工艺路线已经成熟，公司对肟菌酯的中间体合成技术进行了二次开发，现已成功开发出新的合成工艺，避免使用危险而昂贵、需进口且供应不稳定的中间体，提高了溴化和缩合的收率，且与既有技术相比能够有效降低原料成本。此外，目前，国内肟菌酯规模化生产较少，普遍采用甲氧胺基盐酸盐为原料进行生产，三废量大，原料成本高，而公司的在研项目“新杀菌剂工艺工程研发”，是针对肟菌酯采用自有技术路线，以邻甲基氯苄为原料进行生产，在原料和三废处理成本方面有较大优势。

图 29：肟菌酯拥有多种合成工艺路线



资料来源：《肟菌酯的合成工艺研究》（李仁红），光大证券研究所整理

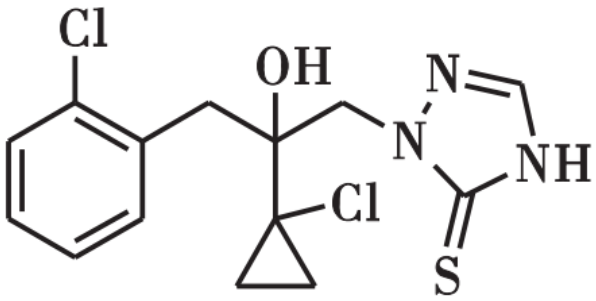
公司紧抓市场需求快速扩增的机会，IPO 募投 2000 吨/年肟菌酯产能已开始试生产。肟菌酯是高效、安全、经济、环境友好的农药新产品，目前除拜耳外，肟菌酯的生产厂家较少，随着其专利及国内资料保护期的到期，肟菌酯已进入专利后的快速发展期。肟菌酯是公司筹划多年的产品，公司已经进行了充分的市场调研分析，并为新产品的市场销售提前开拓了客户市场，重点开发具有市场优势和具有需求潜力的核心客户。公司的 IPO 募投项目包括有 2000t/a 肟菌酯原药及中间体项目，该项目由子公司江西天宇负责建设，建设地点在新干县盐化工业城公司厂区，有望在未来三年逐步放量，从而持续巩固公司在杀菌剂领域的优势地位。2024 年 9 月，公司肟菌酯原药项目已开始试生产，肟菌酯原药产品已实现销售并取得一定的利润。

2.2.6 丙硫菌唑：公司具备成熟技术与工艺，IPO 募投项目拟布局 2000 吨/年产能

丙硫菌唑是由拜耳作物科学公司发明并生产的新型广谱杀菌剂，属于其他唑类杀菌剂。由于其独特的化学结构，丙硫菌唑毒性低，无致畸、致突变性、对胚胎无毒性，对人和环境安全，且具有杀菌谱广、使用时机灵活、植物吸收迅速、有良好的耐雨淋性、持效期长等特点，成为防治植物病害的新标杆。丙硫菌唑的作用机理主要是抑制在真菌中存在的甾醇前体——羊毛甾醇或者 2，4-亚甲基二氢羊毛甾醇 14 位上的脱甲基化作用，即脱甲基化抑制剂(DMIs)。

丙硫菌唑可以与多种产品甚至杀虫剂进行复配，主要用于防治谷类（如花生、油菜、水稻、小麦、大麦）、豆类、甜菜和大田蔬菜等作物上的众多病害，如对小麦和大麦上的白粉病、纹枯病、枯萎病、叶斑病、锈病、菌核病、网斑病、云纹病等具有很好的防治效果；此外还能防治油菜和花生的土传病害，如菌核病，以及主要叶面疾病，如灰霉病、黑斑病、褐斑病、黑胫病、菌核病和锈病等病害。

图 30：丙硫菌唑的结构式



资料来源：《丙硫菌唑的合成工艺》（沈运河等），光大证券研究所整理

公司具备成熟的丙硫菌唑技术储备和工艺路线，IPO 募投项目拟建 2000 吨/年产能。在丙硫菌唑制备方面，公司采用新的中间体合成方法，提高了收率，且在格式反应、氧化反应等步骤上筛选出新的催化剂，显著缩短反应时间，可实现连续化生产，降低安全风险。另外，公司还开发独特的结晶工艺，避免跨国公司晶型专利约束，并能够将高风险杂质脱硫化物控制在 50ppm 以下。此外，丙硫菌唑国内生产采用乙酰γ丁内酯为原料，氯化、格式化反应大部分以间歇式生产为主，公司目前的在研项目则在关键中间体的合成上采用连续化工艺，能有效控制中间体质量和收率，减少工艺风险，在生产效率和品质控制上有优势。公司 IPO 募投项目包括有 2000 吨/年丙硫菌唑原药及中间体，该项目由子公司江西天宇负责建设，建设地点在新干县盐化工业城公司厂区。

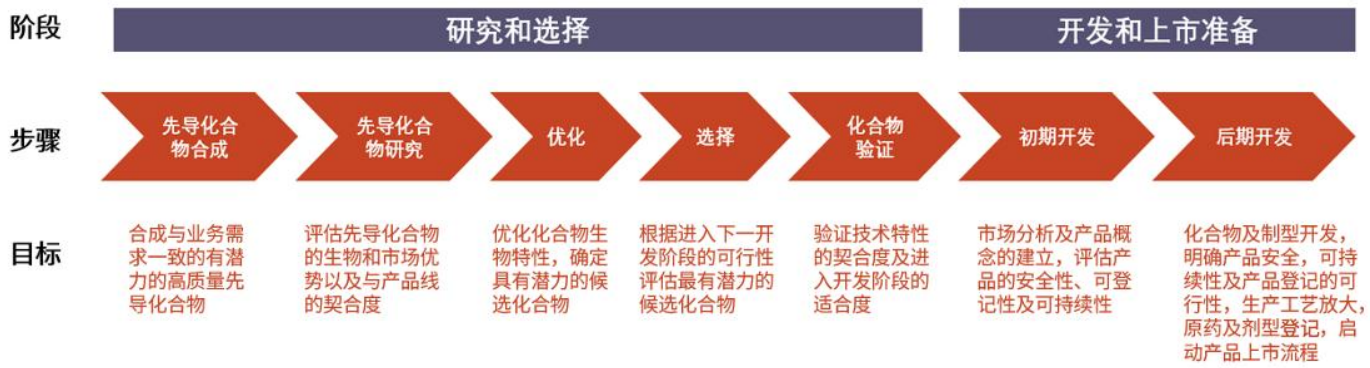
3、 创制农药环丙氟虫胺上市在即，充分打开公司未来成长空间

3.1 农药创新难度持续攀升，但仍保有高额利润

创制农药研发成本高增，跨国企业具备垄断地位

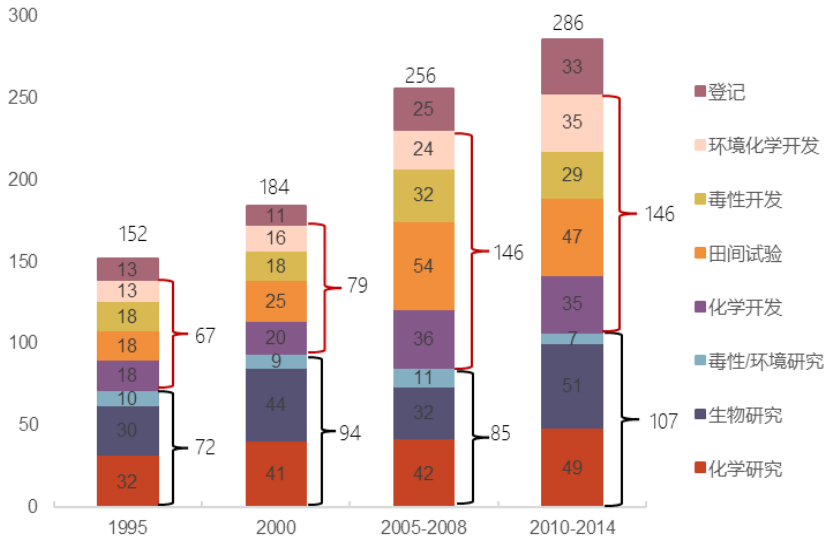
创制农药的研发过程包括两个阶段，分别为研究和选择阶段、开发与上市准备阶段。其中研究和选择阶段又进一步分为先导化合物合成、先导化合物研究、优化、选择及化合物确认等步骤，开发和上市准备阶段又进一步分为初期开发和后期开发两个步骤。上世纪 60 年代，农药研发的主要目的是通过控制作物的杂草、虫害和疾病从而实现作物产量的最大化，现如今由于高残留农药的环境污染问题，农药研发的标准开始向高效、低毒的方向发展。

图 31：农药研发过程



资料来源：先正达招股说明书，光大证券研究所整理并绘制

图 32：1995-2014 年开发新农药的平均成本（百万美元）



资料来源：Phillips McDougall，光大证券研究所整理
注：图中黑色和红色括号分别代表研究、开发阶段

农药新产品开发成本巨大、周期长、研发成功率低，行业壁垒较高。在农药研发过程中，每一个过程都要经过严格的测试以证明技术的有效性和安全性，而

持续趋严的全球监管审批流程以及逐年递增的新化合物开发难度，导致创制农药的研发成本、研发周期不断增加，研发成功率不断下降。据 Phillips McDougall 统计，1995 年发现和开发一种新农药的平均总成本约为 1.52 亿美元，2010-2014 年该项平均总成本已提升到 2.86 亿美元，较 1995 年涨幅约为 88%，其中产品研究阶段的平均成本涨幅约为 49%，产品开发阶段的平均成本涨幅约为 118%。在研发周期方面，据 Phillips McDougall 统计，1995 年，从研发出新农药到投放市场的周期约为 8.3 年，而 2010-2014 年该周期已经上升到了约 11.3 年。而从研发成功率上看，截至 2014 年，每成功上市一个新农药产品需要设计及合成约 16 万种化合物，新农药研发的高风险、高投入、长周期以及全球对环保要求的不断提高对新进入市场的企业构成了相当高的壁垒。

表 15：不同时期上市一个新农药所需要合成的先导化合物数量

	1995	2000	2005-2008	2010-2014
先导化合物的数量（种）	52,500	139,429	140,000	159,574
得到开发的化合物数量（种）	4	2	1.3	1.5
得到登记的农药数量（种）	1	1	1	1

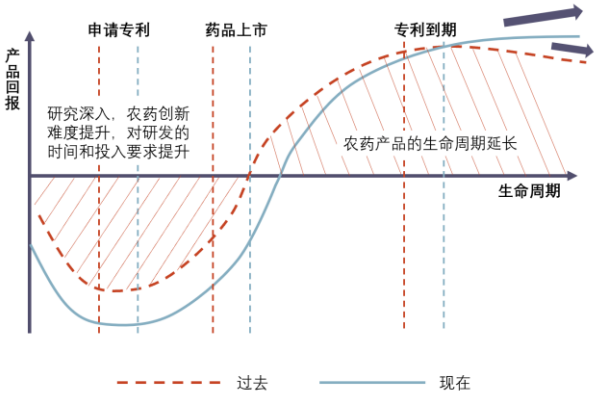
资料来源：Phillips McDougall，光大证券研究所整理

跨国公司几乎垄断了农药新产品的开发，这也间接强化了其在全球农药市场的垄断地位。农药新品种主要由国际跨国农药巨头公司开发创制，这些巨头企业已经形成了“产权农药——丰厚利润——研发投入——新产权农药”的良性循环，能够在农药产品专利保护期内获得独家生产权利，并因此获得巨额利润。根据 Phillips McDougall 统计，1980-2005 年的 25 年间，6 大农药企业（陶氏杜邦、拜耳孟山都合并前）共推出农药新品种 220 个，占全球农药新品种的 70%，2011 年 6 家公司（陶氏杜邦、拜耳孟山都合并前）总的专利申请数为 904 件，占 2011 年申请总数的 75.5%。

农药产品生命周期延长，研发端仍保有高额利润率及可观的成长空间

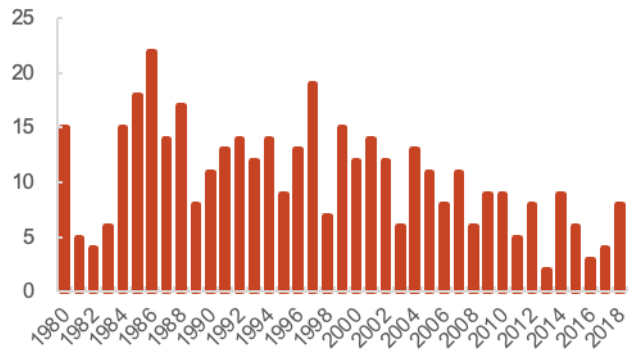
农药产品的创新难度提升，产品生命周期延长。农药行业经过几十年的发展，经历了大类农药产品的快速扩充期，产品种类逐步齐全，且产品不断升级，市场应用范围大幅扩展，效果明显提升。然而随着基础问题的逐步解决，新的要求应运而生，例如应对抗性、安全环保、产品利用率、应对生物多样性下降等，全球农药新的有效成分研制难度大幅增加，农药研发效率缓慢下行，产品研制到销售整体的生命周期有所延长。与此同时，农药活性成分引入数量逐渐减少。根据 Phillips McDougall 的数据显示，1990-1999 年，平均每年约有 13 个新农药活性成分上市；2000-2009 年，平均每年约有 10 个新农药活性成分上市；2010-2018 年，平均每年约只有 6 个新农药活性成分上市。

图 33：农药产品生命周期不断延长



资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》（杨益军），光大证券研究所整理

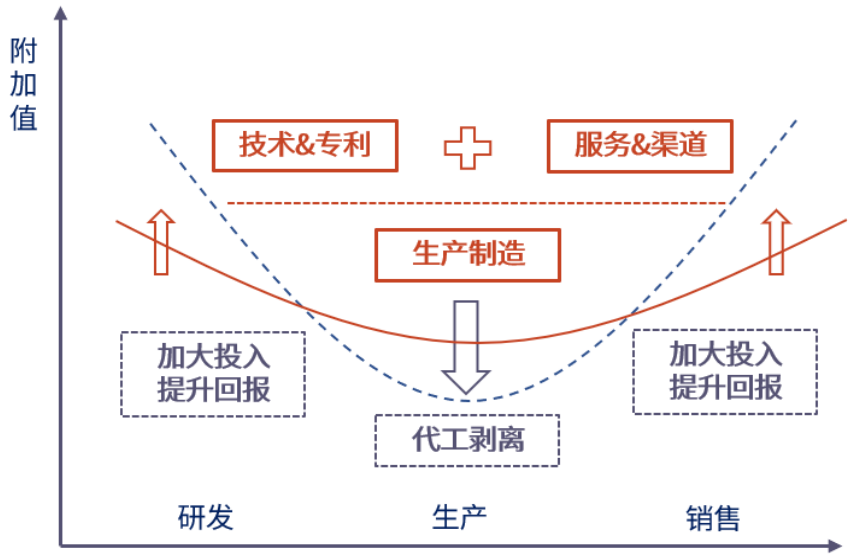
图 34：1980-2018 年全球植保化学品新活性成分引入数量（个）



资料来源：Phillips McDougall，光大证券研究所整理

农药产业链“微笑曲线”结构明显，研发端利润水平仍然较高。农药行业价值链分工包括产品研发，中间体、原药、制剂生产和渠道网络等环节，产业价值链的典型特征是“中间小、两头大”，即中间生产环节附加值较低，前端的技术研发、产品创制和后端的品牌、渠道拥有较高附加值，因此农药产业链的利润主要集中在研发和制剂销售左右两端。由于新创制农药的难度逐年提升，产品周期不断延长，虽然农药生产企业在产品研发阶段的投入很高，单位资本投入的回报有所减少，但总体仍维持着较高的利润率，跨国化工巨头的主要利润仍来源于专利保护期内的新品种。

图 35：农药产业链利润分配的“微笑曲线”



资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》（杨益军），光大证券研究所整理

提升创制能力，缩小与跨国农药企业的差距是我国农药发展的必经之路

目前我国农药行业仍以仿制农药为主，创制农药的数量有限。我国农药行业总体起步较晚，虽历经多年发展形成了较为完整的农药工业体系，也应用组合化学等高新技术方法，创制了一批具有自主知识产权的农药新品种并取得了国内外专利，但是，由于创制农药开发成本高、难度大，国内农药企业多难以承担巨额的新化合物创制费用，难以支撑高风险、高投入、长周期的农药自主创新，新型化合物创制能力和推广能力薄弱，在产品研发上以次新化合物仿制为主，主要生产后专利时期的农药品种，以承接跨国公司专利到期品种的产业转移为主，具有自主知识产权的产品较少。

缩小与国外农药企业特别是跨国农药企业的差距是我国农药发展的必经之路。在创新化合物领域，跨国化工巨头占据绝对的优势，由于我国农药企业主要生产仿制品种，我国新农药品种发展缓慢、研发能力弱、产品更新换代缓慢、无法及时满足市场需求，由此造成我国的农药产品无法向技术含量高、附加值高的自主创制农药领域纵深发展。未来随着我国农药行业集中度的提升，我国农药企业的研发投入将进一步提高，有利于企业提高自主创新能力、完善自主创新体系，使我国农药行业向新药创制和生产高附加值产品的方向转移，切实增加农药产品的科技含量和产品附加值，缩小与国外农药企业特别是跨国农药企业的差距。

3.2 公司战略性布局新农药创制，创新化合物环丙氟虫胺已正式获证

搭建新农药创制平台，专注发现全新高活性化合物

新农药创制是公司的战略之一。公司引进国内知名学科带头人，组建专业队伍，成立新药创制部。公司新药创制部研发内容涉及新化合物设计合成、生物活性筛选、工艺研发、制剂开发等，覆盖了产品从实验室走向田间的大部分技术研发环节。新药创制部围绕公司市场战略方向开展新农药创制工作，以杀虫剂和杀菌剂为主攻方向，紧跟国内外新药研究前沿趋势，采用自主及外协两种模式进行新药开发。

公司新药创制部配有功能齐全的合成实验室、先进设备、专业化生物测定平台以及完善的杀虫、杀菌和除草的筛选体系。该部门具备新农药活性分子的设计、合成及活性筛选能力，每年可完成近千个化合物的筛选。公司的生物测定中心通过了农业部“田间药效试验”单位认证，为终端制剂产品的开发和登记提供技术支持。公司的农药产品理化测试中心，配有核磁、质谱等先进仪器，通过了农业部良好实验室规范实验室（GLP）认证，可以满足公司新产品开发和登记试验需求，同时可开展第三方服务业务。

国内农药创制以结构优化为主，公司则专注发现全新高活性化合物。国内新农药创制大多是以已知高活性化合物为先导，对其结构进行优化，获得在成本、靶标、活性等方面具备一定优势的可商业化品种。目前相当一部分高等院校、科研院所、大中型企业都参与到了新农药创制研究中，研究方向几乎涉及到所有新出现的结构类型。公司的新农药创制研究项目针对水稻螟虫、果蔬霜霉病、小麦锈病、大豆锈病等目前难以防治的病虫害开展研究。根据公司招股说明书，公司已完成 7,000 多个化合物合成，已经发现高活性化合物 10 个。其中，创新化合物产品环丙氟虫胺已进入商业化开发阶段。通过持续的投入，公司的研发目标是发现更多的具有商业化前景的化合物。

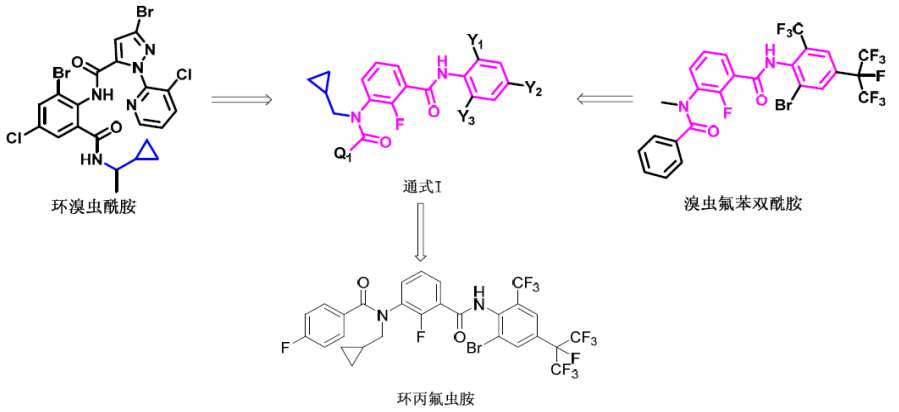
公司创新化合物环丙氟虫胺正式获证，绑定国际巨头先正达及 UPL 协作推广

水稻二化螟对现有杀虫剂的抗性逐步增强，亟需开发新的高效、安全、环境友好的杀虫剂。水稻作为我国的主要粮食作物之一，水稻的高产、稳产关系到社会稳定及粮食安全。但是，我国是水稻害虫发生严重的国家，其中二化螟是危害最为严重的常发性害虫之一。根据全国农业技术推广服务中心所发布的《2025 年全国主要农作物重大病虫害发生趋势及其原因分析》的预测，2025 年我国二化螟虫害将发生 1,666.7 万 hm^2 次，在全部水稻病虫害预计发生量中的占比约为 22.3%。其中，江西、浙江、湖南等地的二化螟对现有杀虫剂的抗性越来越强，部分地区已出现无药可用的局面。同时，现有主流二化螟防治药剂对水生生物的毒性较高，存在对环境不利的因素。鉴于水稻二化螟的抗性问题及现有杀虫剂品种的环境安全性问题，亟需开发新的高效、安全、环境友好的杀虫剂，解决农业生产中面临的虫害威胁和现有农药品种的安全性问题。

在此背景下，**公司成功研发出环丙氟虫胺（cyrpoflanilide），该产品具有高效、低毒、杀虫谱广、持效期长等特点。**根据 IRAC 分类，环丙氟虫胺属于γ-氨基丁酸（GABA）门控氯离子通道变构调节剂。公司基于间二酰胺类化合物杀虫广谱、活性高、作用机制新颖等特点，对间二酰胺类化合物进行了系统研究，在药物分子设计过程中将环溴虫酰胺结构中环丙甲基引入间二酰胺的骨架中，经过多轮优化发现了杀虫活性高、对水生生物低毒的全新化合物环丙氟虫胺。环丙氟虫胺对于鳞翅目二化螟、稻纵卷叶螟、甜菜夜蛾、小菜蛾、草地贪夜蛾、苹果小卷叶蛾、鞘翅目跳甲、缨翅目蓟马等防效优异，特别是对抗性二化螟有效，是

二化螟抗性管理的利器，且与现有其他杀虫剂无交互抗性，可广泛应用于水稻、玉米、棉花、大豆、果树、蔬菜等作物。

图 36：环丙氟虫胺的创制过程



资料来源：《创制杀虫剂环丙氟虫胺的研究开发》（刘吉永等），光大证券研究所整理

表 16：环丙氟虫胺对二化螟的田间防效

药剂名称	有效成分用量（g/hm²）	2019 年 7 月（南昌）		2020 年 5 月（南昌）		2020 年 5 月（长沙）	
		药后 29 天		药后 21 天		药后 21 天	
		枯心率（%）	防效（%）	枯心率（%）	防效（%）	枯心率（%）	防效（%）
10%环丙氟虫胺 SC	30	0.43	84.24	0.30	94.22	1.11	94.19
	60	0.24	91.48	0.07	98.60	0.48	97.50
5%阿维菌素 EC	150	0.67	74.48	0.95	81.48	0.44	97.68
200g/L 氯虫苯甲酰胺 SC	30	3.37	-23.21	3.19	37.77	16.38	14.10
清水对照	/	2.71	/	5.12	/	19.05	/

资料来源：《创制杀虫剂环丙氟虫胺的研究开发》（刘吉永等），光大证券研究所整理

环丙氟虫胺已于 2025 年 10 月正式获证。环丙氟虫胺化合物于 2019 年获得中国专利授权（专利号 ZL201811555432.3），同年，环丙氟虫胺中文通用名获得全国农药标准化技术委员会批准。2020 年 6 月，环丙氟虫胺化合物英文通用名“cyproflanilide”获得国际标准化组织（ISO）农药命名技术委员会批准。该产品的上市将有效解决二化螟抗性区域无药可用的痛点，将能在中国植保市场迸发出强劲动力。2023 年 12 月，公司年产 500 吨环丙氟虫胺原药、5000 吨嘧菌酯配套原料等扩建项目的环评已获得了相关部门的批复。2024 年 7 月，公司创制农药环丙氟虫胺取得中国农业农村部颁发的专供出口农药登记证。2025 年 10 月 11 日，公司环丙氟虫胺正式通过农业农村部审批及公告，获得农药新产品登记证。此次获登产品包括 98%环丙氟虫胺原药、20%环丙氟虫胺悬浮剂和 10%环丙氟虫胺可分散液剂。

环丙氟虫胺的海外市场也在同步拓展中。公司已在美国、欧洲、日本等十余个国家或区域申请了化合物专利，同时公司已完成了环丙氟虫胺混剂、用途、制剂、工艺、晶型和中间体的专利布局，形成了环丙氟虫胺完整的专利保护网。

绑定国际巨头先正达和 UPL，协作推广环丙氟虫胺。2022 年 7 月 25 日，公司与先正达植保签订《环丙氟虫胺中国深度战略合作协议》。在环丙氟虫胺的市场开拓环节，公司与先正达就环丙氟虫胺 20%悬浮剂产品达成在中国水稻作物市场上互为独家供应及独家销售的合作关系。协议约定先正达的年最低采购量（五年内最低采购量自 300 千升/年提高到 828 千升/年）及采购价格区间（不超过 404 元/升）。此外，公司与 UPL 达成全球战略合作，将共同推进环丙氟虫胺产品的开发、登记和国际商业化。

4、 基于核心技术布局功能化学品，进军新材料领域开辟成长新路线

4.1 依靠四大核心技术，横跨植保与功能化学品

公司依靠四大核心技术，有效支撑核心产品市场地位。技术创新是公司可持续发展的源泉，经过二十多年的发展，形成了以氨氧化、氯化、加氢等反应技术为核心的技术创新体系。目前，公司主要产品均有核心技术的基因，具有竞争力的技术可以有效支撑公司核心产品的市场地位。公司的技术先进性主要体现在**化合物创制能力、化合物合成技术、催化剂研发、生产工艺改进**等方面。

表 17：公司核心技术

技术名称	主要技术特点	相关产品	技术来源
氨氧化技术	公司具有完整的氨氧化技术研发体系，掌握从小试催化剂研发、制备、连续化考评，到反应器、分离纯化装备、尾气处理系统的设计，安装及调试；针对不同苯腈系列产品，开发了具有自主知识产权的催化剂，催化剂选择性好，使用寿命长、可回收再生；开发设计的流化床反应器和分离配套装置具有一定的通用性，可满足柔性生产要求，根据产品种类及生产规模适时调整。公司已建有全球最大的单套氨氧化生产装置，配套先进的连续捕集和分离工艺，同时开发了先进的氨氧化安全运行及应急管理系统，综合竞争力显著。	间苯二甲腈、对苯二甲腈、氯代苯腈类中间体等	自主开发
氯化技术	公司氯化技术，包括固定床氯化和釜式氯化，具有自主研发的催化剂，掌握低级烯（烷）烃与芳环高选择性氯化技术。利用高效催化剂和先进分离设备，集成了定向反应、高效分离及三废资源化利用技术，提高了生产效率和产品质量，实现万吨级规模，连续化清洁生产。	百菌清、2,4-D、嘧菌酯、四氯丙烯等	自主开发
加氢技术	公司掌握全球领先的用于大吨位精细化学品的固定床与流化床高低压加氢技术，尤其是苯腈类加氢，通过更换催化剂可以实现不同系列产品的生产。掌握苯腈和芳环加氢工艺技术，实现催化剂回收套用，选择性好，收率较高，分离纯化技术先进，产品含量达到 99%以上，可实现连续化、规模化生产。	MXDA、1,4-BAC 等	集成创新
COS 及硫代氨基甲酸酯系列除草剂清洁生产工艺技术	公司 COS 是以单质硫的蒸汽与一氧化碳为原料，经固定床催化反应，采用自主设计的分离装备，实现了全自动化控制，连续化生产，原子利用率接近 100%，几乎无三废产生，属于清洁生产工艺。由于该技术生产的 COS 产品质量稳定可靠，含量可达 99%以上，用于公司硫代氨基甲酸酯系列除草剂苄草丹、野麦畏等生产，不但便于实现该系列产品稳定的连续化和自动化生产，而且生产效率、产品含量及外观得到大幅提高，单个杂质含量大大降低，增加了该系列产品的竞争力。	COS、野麦畏、苄草丹、禾草丹、菌达灭等	集成创新

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

重视化合物创新，成功开发环丙氟虫胺、四氯丙烯和 1,4-BAC 等多种新物质。在创新化合物领域，跨国化工巨头占据绝对的优势，其主要利润来源于专利保护期内的新品种。而我国绝大部分化工企业则以承接跨国公司专利到期品种的产业转移为主，新型化合物创制能力和推广能力薄弱，属于仿制企业。公司重视化合物创新，除成功开发出前文提及的创新化合物环丙氟虫胺以外，公司还研发出四氯丙烯和 1,4-BAC 等多种新物质，目前均已进入产业化阶段。

公司具备全球领先的生产装置及生产技术以支持高品质化合物合成。氨氧化方面，公司建有全球领先的单套产能万吨级氨氧化生产装置，配套了先进的连续捕集和分离工艺，同时开发了先进的氨氧化安全运行及应急管理系统，综合技术位居全球前列。氯化方面，公司连续氯化技术分为固定床连续氯化和釜式连续氯化，公司掌握了低级烯（烷）烃与芳环高选择性氯化技术，利用高效催化剂和先进分离设备，集成了定向反应、高效分离和三废资源化利用技术，提高了生产效率和产品质量，实现万吨级规模连续化清洁生产。加氢方面，公司掌握全球领先的用于大吨位精细化学品的固定床与流化床高低压加氢技术（尤其是苯腈类加氢），并掌握了苯腈和芳环加氢工艺技术。催化剂研发方面，公司核心产品百菌清与嘧菌酯均采用自主研发的新型催化剂，明显提高了产品生产效率，并已取得了相关专利授权。

持续优化生产工艺，实现降本增效。先进的生产工艺是将原药技术转化为产品的关键环节，生产设备的设计及组装技术对生产过程的连续化、安全性、环保以及生产成本的控制具有重大影响。随着产能的提升，相关生产工艺要求会随之提升。公司通过不断改进生产工艺，保障核心产品得以实现大规模、连续化清洁生产，有效降低成本，确保供货的稳定性。成本优势和稳定供货为公司赢得了国内外知名农化公司的认可，使得公司能持续获得优质的订单，保障了盈利的稳定性。

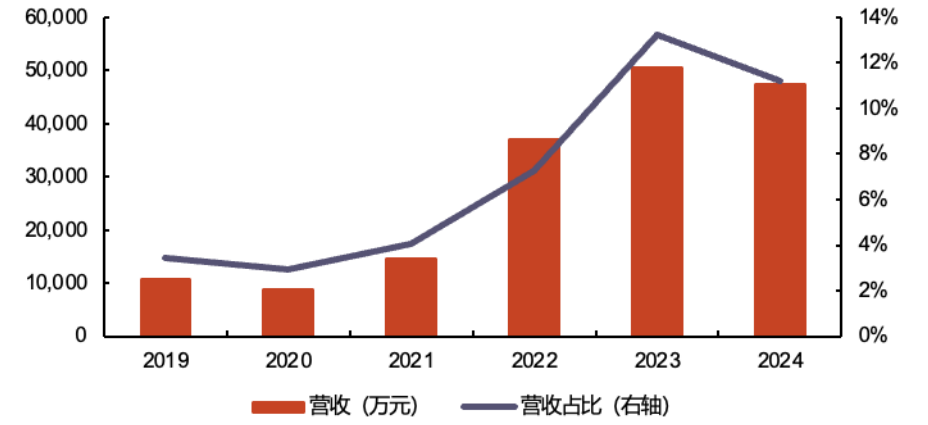
基于核心技术，公司产品由植保向功能化学品延伸，开拓全新应用领域。公司基于上述核心技术保障了百菌清、2,4-D、嘧菌酯等核心产品的高效、高品质、清洁生产。同时公司也将相关技术应用于四氯丙烯、1,4-BAC、间苯二甲胺等功能化工品的生产中。此外，经过长期的探索与实践，公司的功能化学品具备多领域的应用潜力。公司四氯丙烯产品为新一代环保型空调制冷剂的中间体，1,4-BAC 为环氧树脂固化剂，间苯二甲胺产品可应用于涂料固化剂、胶粘剂领域，而 COS 产品经过提纯后则可应用于集成电路刻蚀工艺中。

后续，随着公司核心技术的进一步精进，公司有望进一步提升当前核心植保产品和功能化学品的生产效率，同时也有望布局更多的高附加值功能化学品用于各类新兴领域。

4.2 功能化学品销量提高，助推进军新材料领域

MXDA 与二苯甲酮产能释放，公司功能化学品销量提高。公司功能化学品业务目前的主要产品为四氯丙烯、间苯二甲胺和二苯甲酮，对应产能分别为 7000 吨/年、20000 吨/年和 10000 吨/年。2022 年至 2023 年期间，由于间苯二甲胺和二苯甲酮新增产能的建成投产，公司功能化学品业务营收增速明显提高。2024 年，公司功能化学品业务由于产品价格的下跌，营收存在小幅的下降，但整体产品销量仍维持增长态势。2024 年，公司功能化学品业务实现营收 4.74 亿元，同比减少 6.3%；实现销量 2.62 万吨，同比增长 10.2%。

图 37：2019 年-2024 年公司功能化学品营收及营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

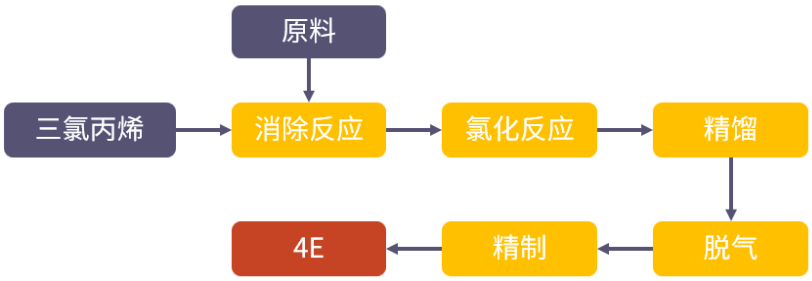
4.2.1 四氯丙烯：第四代制冷剂原料，下游客户绑定霍尼韦尔

公司的四氯丙烯产品主要指代 1,1,2,3-四氯丙烯，该产品为农药除草剂野麦畏和第四代制冷剂 HFO1,2,3,4-yf 的原料。四氯丙烯在中国属于新化学物质，公司于 2015 年取得了四氯丙烯的新化学物质登记证（常规四级登记，>1000 吨每

年）。此外，公司通过对核心产品链的研究，将四氯丙烯产品向功能化学品领域延伸，拓展了相关定制业务，丰富了公司的产品结构和业务模式。

持续优化四氯丙烯现有工艺，积极开发全新合成工艺。在工艺流程方面，目前国内在进行 1,1,2,3-四氯丙烯工艺研究的多以三氯丙烷为原料，经消除、加成、再消除等步骤进行合成，公司对现有工艺中产品分离方式进行改进，提高产品质量。同时，公司还在开发水分控制方法以减少设备腐蚀。此外，公司正在开发四氯化碳和乙烯为原料生产四氯丙烯的新生产工艺，有望简化流程，提高生产效率，降低成本。

图 38：公司四氯丙烯生产工艺流程图



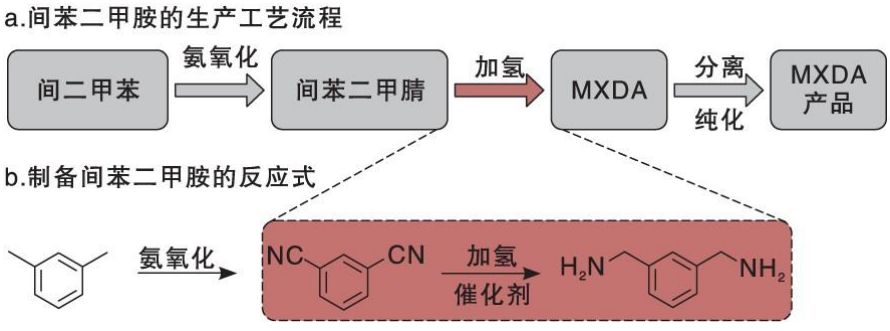
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，注：图中 4E 即为四氯丙烯

公司目前拥有 7000 吨/年四氯丙烯产能，其中一部分专供世界五百强霍尼韦尔，主要用于生产第四代含氟制冷剂；另一部分则由公司自用，用于生产硫代氨基甲酸酯系列除草剂原药中的野麦畏原药。由于存在产品自用，因此公司四氯丙烯产品产销率相对较低，若将公司自用量视作销量，则公司近年四氯丙烯产销率约为 9 成或 9 成以上。

4.2.2 间苯二甲胺：国内亟待发展的精细化工中间体，公司建有 2 万吨/年产能

间苯二甲胺（MXDA）是具有芳香环的脂肪胺，为无色透明液体，可溶于水和有机溶剂。间苯二甲胺可应用于聚氨酯树脂原料、环氧树脂固化剂、尼龙制品、合成功能性环氧树脂、造纸、农药、电子化学品等领域，是目前国内亟待发展的重要的精细化工中间体。目前工业上主要采用间二甲苯氨氧化制得间苯二腈（IPN），而后再通过催化加氢制得 MXDA。其中，由 IPN 催化加氢制备 MXDA 可采用釜式间歇加氢或固定床连续加氢工艺，后者的产品收率和产品质量明显高于前者，但后者的工艺相对更为复杂。

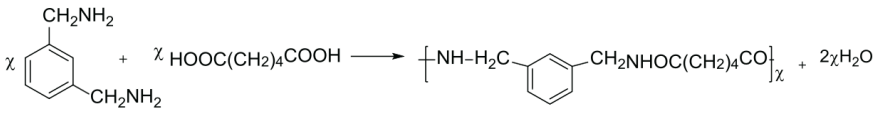
图 39：间苯二甲胺工业合成路线



资料来源：《间苯二甲腈加氢制备间苯二甲胺研究进展》（付伟等），光大证券研究所整理

间苯二甲胺是特种尼龙 MXD6 的重要单体。聚己二酰间苯二甲胺（MXD6）是以间苯二甲胺（MXDA）与己二酸缩聚制得的一系列结晶型聚酰胺的通用名称。在 MXD6 的生产中，间苯二甲胺单体的纯度将对最终产物的性能起到关键性影响，因此可以认为获得高品质间苯二甲胺单体原料为生产高品质 MXD6 的关键因素之一。MXD6 具备较高的气体阻隔性，其能够有效地阻隔氧气的渗入和二氧化碳的流失，因此在包装材料领域具有较大的应用潜力。此外，MXD6 复合材料同时具备较高的机械强度，其作为金属替代品可用于制造汽车、电子、电器领域的高质量结构件。

图 40：MXD6 的合成路线



资料来源：《新型高性能尼龙树脂聚己二酰间苯二甲胺》（禚文峰），光大证券研究所整理

公司兼具 MXDA 核心中间体及核心生产技术。公司子公司江苏新河农用化工有限公司目前拥有间苯二甲腈产能 2 万吨/年，目前主要用于百菌清的生产。这代表着公司掌握了成熟的间苯二甲腈生产技术，既可满足百菌清的生产需要，也可满足公司 MXDA 产品的生产需要。此外，MXDA 生产过程中所需的氨氧化技术和加氢技术也是公司目前的核心技术，能有效保证公司稳定产出相对高品质的 MXDA 产品。2022 年，公司子公司江西仰立建成投产 20000 吨/年间苯二甲胺产线。

4.2.3 二苯甲酮：重要的精细化工中间体及添加剂，应用领域广泛

二苯甲酮是一种重要的精细化工中间体和添加剂，被广泛应用于光引发剂、紫外线吸收剂、稳定剂、指示剂、医药中间体等领域中。近年来，随着对二苯甲酮研究的不断深入，其应用范围呈不断扩大趋势。目前，工业上合成二苯甲酮的方法较多，主要有光气法、氯化苄法、苯甲酰氯化法和四氯化碳法等。公司 1 万吨/年二苯甲酮产能于 2022 年建成投产。

表 18：二苯甲酮的主要用途

用途	主要特点
光引发剂	工业上可用来作氢转移型光引发剂，具有热稳定性好、固化速度快、引发的量子效率高、照射光源易与吸收光谱的范围相匹配、与单体和预聚物有很好的相容性等优点。二苯甲酮现已成为产量最大的光引发剂，约占中国光引发剂总产量的 65%。
紫外线吸收剂	二苯甲酮作紫外线吸收剂可减少 UVA、UVB 对皮肤的损伤，从而广泛用于化妆品行业，常用来生产高档的 SPF 产品，目前市场上几乎所有的防晒品都含有二苯甲酮类化合物。二苯甲酮类紫外线吸收剂属于物理防晒，具有安全、无依赖性等特点。
稳定剂	可作为聚合材料的光稳定剂，对日光中紫外线进行吸收，可防止紫外线对染色结构的破坏，对紫外线起到屏蔽、防护作用，从而提高织物的耐日晒牢度。
指示剂	二苯甲酮用作指示剂的原理是利用其氧原子可夺取钢中的电子，生成暗蓝色羰基自由基，而该自由基在立体上、电性方面是稳定的，从而间接指示无氧条件。在合成实验中，可将其作为处理甲苯、苯、THF、乙腈等产品的指示剂。
医药中间体	可广泛用于药物合成，主要用来合成二苯甲醇及系列衍生物、抗组胺药等。
其他	可应用于紫外光固化印刷油墨、制备香料、电子工业、染料等领域中。

资料来源：《四氯化碳法生产二苯甲酮的工业化研究》（禹兴利），光大证券研究所整理

5、 盈利预测与估值

5.1 关键假设及盈利预测

公司当前主营业务包括有除草剂、杀菌剂、功能化学品、其他主营业务四大板块。其中除草剂业务主要包括 2,4-D 原药、2,4-D 制剂、COS 系列原药、草甘膦制剂等现有产品，同时还包括 2,4-D 异辛酯、2,4-D 二甲胺盐水剂等新增除草剂产品。杀菌剂业务主要包括百菌清、嘧菌酯等现有产品，同时还包括肟菌酯、丙硫菌唑等新增杀菌剂产品。功能化学品主要包括四氯丙烯、间苯二甲胺、二苯甲酮等产品。此外，考虑到公司创制农药环丙氟虫胺已正式获得注册证，其将成为公司未来重要的业绩增量之一，因此我们将公司创制农药业务进行单独拆分。

（1） 除草剂

2024 年，公司除草剂业务实现营收 19.3 亿元，同比增长约 2.6%；业务毛利率为 16.6%，同比减少 6.7pct。受益于 2,4-D 原药价格的上涨以及 2,4-D 异辛酯、2,4-D 二甲胺盐水剂等新产能利用率的提升，2025 年上半年公司除草剂业务实现营收 10.4 亿元，同比增长 17.0%；实现毛利率 22.2%，同比增长 1.8pct。

考虑到 2,4-D 原药价格的上涨，以及新增产能的持续释放，我们预计 2025-2027 年公司除草剂业务营收同比分别增长 13.2%、8.1%、3.6%，对应营收总额分别为 21.8 亿元、23.6 亿元、24.5 亿元。由于 2,4-D 原药价格的上涨，我们认为公司 2025-2027 年公司除草剂业务毛利率相较于 2024 年将显著上升。然而考虑到新产能利用率的提升将一定程度带来产品结构的变化，因此 2025-2027 年公司除草剂毛利率将小幅波动。预计 2025-2027 年公司除草剂毛利率分别为 24.1%、24.8%、24.6%。

（2） 杀菌剂

2024 年，公司杀菌剂业务实现营收 14.6 亿元，同比增长 23.4%；业务毛利率为 22.4%，同比提升 2.6pct。受益于百菌清价格的大幅上涨，2025 年上半年公司杀菌剂业务实现营收 9.0 亿元，同比增长 38.0%；业务毛利率为 30.9%，同比提升 10.3pct。

考虑到百菌清价格的上涨，以及后续百菌清供需紧张格局仍将延续，对应产品高景气有望延续。同时，公司嘧菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑等新增产能将陆续放量。我们预计 2025-2027 年公司杀菌剂业务营收同比分别增长 39.4%、15.2%、18.0%，对应营收总额分别为 20.4 亿元、23.5 亿元、27.8 亿元。毛利率方面，由于百菌清价格的大幅上涨，我们预计 2025 年公司杀菌剂业务毛利率将提升至 31.4%。然而考虑到嘧菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑等产品价格仍处于低位，其盈利能力略弱于百菌清。因此，随着新增产能的释放，公司杀菌剂业务毛利率将小幅下降。我们预计 2026-2027 年公司杀菌剂业务毛利率分别为 30.1%和 28.6%。

（3） 创制农药

公司创制农药环丙氟虫胺已于 2025 年 10 月正式通过农业农村部审批及公告，获得农药新产品登记。同时，根据公司环评项目信息，公司在建有 500 吨/年环丙氟虫胺产能。此外，公司已与先正达、UPL 等国际巨头签订合作协议。

考虑到创制农药的产品推广周期，我们预计公司环丙氟虫胺产品将于 2026 年正式开启销售，预计 2026-2027 年公司环丙氟虫胺销量分别为 100 吨和 200 吨。价格方面，根据公司与先正达针对环丙氟虫胺 20%悬浮剂产品签署的独家合作协议，双方约定该产品采购价格区间不超过 404 元/升。在假设对应悬浮剂密度为 1kg/升和相关溶剂成本忽略不计的前提下，对应 100%环丙氟虫胺原药价格将不超过 202 万元/吨。考虑到该价格为对应的产品价格区间上限，同时考

虑到在创制农药销售初期，对应产品价格将维持在相对高位水平，因此我们预计2026-2027 年期间公司环丙氟虫胺产品的销售单价约为 150 万元/吨。对应2026-2027 年公司环丙氟虫胺产品的营收分别为 1.5 亿元和 3.0 亿元。

毛利率方面，我们以全球农药龙头之一拜耳作为参考。拜耳 2025 年前三季度作物科学（包括种子、农药等业务）营收为 2809 亿元，业务毛利率高达 58.1%。2026-2027 年期间公司创制农药环丙氟虫胺处于销售早期，基于产品稀缺性和前期开发资金回笼的考虑，我们认为该产品盈利水平将处于高位，可与全球农药龙头核心业务毛利率媲美。同时，随着公司产能装置利用率的提升，我们预计公司环丙氟虫胺产品毛利率将逐步提升。因此，我们预计 2026-2027 年公司环丙氟虫胺产品毛利率分别为 50%和 55%。

（4） 功能化学品

2024 年，公司功能化学品业务实现营收 4.7 亿元，同比减少 6.3%；业务毛利率为 36.8%，同比提升 1.8pct。2025 年上半年，公司功能化学品业务营收为 2.4 亿元，同比减少 12.3%；业务毛利率为 40.3%，同比下降 2.3pct。

2025 年上半年公司功能化学品营收有所下滑，然而考虑到下游需求的逐步复苏，我们预计 2025 年全年公司功能化学品营收降幅将小于 2025H1 降幅。此外，伴随着下游需求的逐步复苏，我们认为 2026-2027 年公司功能化学品营收将重回增长轨道。我们预计 2025-2027 年公司功能化学品业务营收总额同比分别变动-4.6%、+8.7%、+22.7%。毛利率方面，我们认为由于公司高毛利率的四氯丙烯产品产销量增量相对有限，主要增量来自于较低毛利率的间苯二甲胺和二苯甲酮等产品，因此我们预计 2025-2027 年公司功能化学品毛利率将呈现下降趋势，预计分别为 38.9%、37.0%和 36.1%。

（5） 其他主营业务

2025 年上半年，公司其他主营业务实现营收 2.3 亿元，同比增长 69.5%；业务毛利率为 13.4%，同比下降 6.2pct。我们预计 2025 年下半年该业务销售及盈利情况与上半年水平相当。同时，预计后续年份公司其他主营业务将保持稳健增长。预计 2025 公司其他主营业务营收同比增长约 25%，预计 2026-2027 年公司其他主营业务营收同比分别增长 10%，预计 2025-2027 年公司其他主营业务毛利率维持在 13%。

（6） 期间费用率

2024 年公司销售、管理、研发费用率分别为 1.9%、6.3%、3.5%。2025 年前三季度公司销售、管理、研发费用率分别为 2.2%、6.2%、3.6%。

销售费用率方面，考虑到公司针对环丙氟虫胺、肟菌酯等新产品市场开拓力度的加大，以及公司国际化布局的加强，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率相较于 2024 年将有所提升，预计维持在 2.2%。

管理费用率方面，考虑到公司国际化布局需要加大人员配置，同时对应人员薪酬、差旅费用将有所提升。因此，我们预计 2025-2027 年公司管理费用率将提升至 6.5%。

研发费用率方面，公司依靠四大核心技术持续推进创制农药和功能化学品研发，为保证公司后续拥有更强的市场竞争力，我们认为公司会进一步提升研发强度。预计 2025-2027 年公司研发费用率将提升至 3.8%。

表 19：泰禾股份关键项目预测（万元）

主营业务	财务数据类型	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除草剂	营收	187,902	192,855	218,349	235,933	244,512
	yoy	-33.3%	2.6%	13.2%	8.1%	3.6%

	毛利率	23.3%	16.6%	24.1%	24.8%	24.6%
杀菌剂	营收	118,715	146,479	204,157	235,105	277,531
	yoy	-25.5%	23.4%	39.4%	15.2%	18.0%
	毛利率	19.8%	22.4%	31.4%	30.1%	28.6%
创制农药	营收	/	/	/	15,000	30,000
	yoy	/	/	/	/	100.0%
	毛利率	/	/	/	50.0%	55.0%
功能化学品	营收	50,636	47,446	45,266	49,208	60,366
	yoy	37.0%	-6.3%	-4.6%	8.7%	22.7%
	毛利率	35.0%	36.8%	38.9%	37.0%	36.1%
其他主营业务	营收	24,811	36,848	46,060	50,665	55,732
	yoy	-17.1%	48.5%	25.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	8.4%	19.2%	13.0%	13.0%	13.0%
其他业务	营收	4,769	/	/	/	/
	yoy	130.8%	/	/	/	/
	毛利率	94.2%	/	/	/	/
合计	营收	386,833	423,628	513,832	585,912	668,141
	yoy	-24.1%	9.5%	21.3%	14.0%	14.0%
	毛利率	23.7%	21.1%	27.3%	27.6%	27.7%
期间费用率	销售费用率	2.2%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%
	管理费用率	6.6%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
	研发费用率	3.8%	3.5%	3.8%	3.8%	3.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

基于上述假设，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 51.4、58.6、66.8 亿元，对应营收增速分别为 21.3%、14.0%、14.0%，对应毛利率分别为 27.3%、27.6%、27.7%。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.55、5.64、6.83 亿元，折算 EPS 分别为 1.01、1.25、1.52 元/股。

5.2 相对估值

我们采用相对估值法对公司进行估值。公司主营业务可分为农药和功能化学品两大板块，同时公司核心技术包括有氨氧化、氯化、加氢等。我们选取扬农化工、联化科技、安道麦 A、利尔化学共四家上市公司作为可比公司。其中，扬农化工为农药行业的龙头企业；联化科技同时拥有农药和功能化学品业务布局，与公司类似；安道麦 A 为全球农药仿制药巨头，主要产品为农用化学品；利尔化学为国内最大的草铵膦原药生产企业，在国内农药行业位居前列。

考虑到当前已接近 2025 年年末，相关上市公司后续项目规划及进度已较为明确，因此我们以 2026 年作为相对估值的参考年度。截至 2025 年 12 月 18 日，4 家可比公司 2026 年的平均 PE 约为 27 倍，泰禾股份 2026 年的 PE 约为 22 倍，低于可比公司的 PE 平均值。我们认为当前国内农药行业已基本触底，后续行业整体景气将会明显改善。同时，我们认为市场暂未考虑公司创制农药产品为公司后续业绩成长提供的增量。此外，我们认为公司凭借自身核心技术和强大的研发能力，有望在农药行业以外的领域做出相应的产品突破和业务布局，进而拓宽公司的成长轨道。因此，我们认为当前公司价值被低估。我们以可比公司平均 PE 作为公司相对估值目标，对应 PE 倍数约为 27 倍，对应股价约为 34.32 元。

表 20：可比公司估值比较

公司名称	收盘价（元）	EPS（元）				P/E（X）			
		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
扬农化工	67.48	2.98	3.29	3.96	4.55	23	20	17	15
联化科技	12.06	0.11	0.45	0.59	0.70	110	27	20	17
安道麦 A	5.91	-1.25	-0.09	0.11	0.19	/	/	55	31
利尔化学	13.22	0.27	0.60	0.78	1.00	49	22	17	13
平均值						**60**	**23**	**27**	**19**
泰禾股份	28.02	0.66	1.01	1.25	1.52	43	28	22	18

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2025.12.18

注 1：扬农化工、联化科技、安道麦 A、利尔化学 2025-2027 年 EPS 为最新收盘价当日 Wind 一致预期，泰禾股份为光大证券研究所预测；注 2：可比公司 EPS 均按最新股本进行计算。

5.3 绝对估值

关于基本假设的几点说明：

1. **长期增长率：**长期增长率指标主要与 FCFF 估值中第三阶段相关，我们假定第三阶段公司已经十分成熟，公司经营情况趋于稳定，每年能实现一定程度的业绩增长，因此假设公司长期增长率为 2%。

2. **无风险利率：**参考 2025 年 12 月 18 日十年期国债平均到期收益率，约为 1.84%。

3. **风险溢价：**参考沪深 300 指数 2025 年 12 月 18 日的风险溢价，约为 5.33%。

4. **β值选取：**我们选取扬农化工、联化科技、利尔化学、安道麦 A 这四家可比公司自 2024 年 12 月 18 日至 2025 年 12 月 18 日期间的加权原始β值 1.0641 作为公司无杠杆β的近似。进一步结合公司目标有息负债率、税率等指标计算得到公司杠杆β为 1.36。

5. **税率：**我们预计公司未来税收政策较为稳定，结合公司过去几年的实际税率，我们假设公司未来税率为 12%。

6. **Kd：**根据最新一期年报（2024 年）中公司的短期债务与长期债务数额及利率情况，以及所假设的公司未来所得税率，计算得到公司 Kd 值为 3.99%。

7. **目标有息负债率：**结合公司近年资产负债率情况，我们假设公司目标有息负债率为 23.95%。

8. **WACC：**基于以上假设，按照公式 WACC= Kd×目标有息负债率+Ke×（1-目标有息负债率），计算出 WACC 为 7.86%。

我们根据 FCFF 估值方法得出的结果如下。

表 21：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	1.84%
β(βlevered)	1.36
Rm-Rf	5.33%
Ke(levered)	9.08%
税率	12.00%
Kd	3.99%
Ve（百万元）	4,800.31

Vd（百万元）	1,511.33
目标有息负债率	23.95%
WACC	7.86%

资料来源：光大证券研究所预测

表 22：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	2,160.23	12.35%
第二阶段	5,709.60	32.65%
第三阶段（终值）	9,619.11	55.00%
企业价值 AEV	17,488.94	100.00%
加：非经营性净资产价值	321.28	1.84%
减：少数股东权益（市值）	515.62	-2.95%
减：债务价值	1,511.33	-8.64%
总股本价值	15,783.27	90.25%
股本（百万股）	450.00	
每股价值（元）	35.07	
PE（隐含，2026 年）	27.97	
PE（动态，2026 年）	22.34	

资料来源：光大证券研究所预测

表 23：敏感性分析表（单位：元）

WACC/长期增长率	1.80%	1.90%	2.00%	2.10%	2.20%
7.66%	35.73	36.13	36.55	36.98	37.42
7.76%	35.02	35.40	35.80	36.21	36.63
7.86%	34.33	34.69	35.07	35.47	35.87
7.96%	33.66	34.01	34.37	34.75	35.14
8.06%	33.01	33.35	33.70	34.06	34.43

资料来源：光大证券研究所预测

根据相关核心假设，我们通过 FCFF 方法得出的公司合理股价为 35.07 元。在 WACC 和长期增长率±0.2%变动区间内，得到公司的股价区间为 33.01 元至 37.42 元。

5.4 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.55、5.64、6.83 亿元，折算 EPS 分别为 1.01、1.25、1.52 元/股。泰禾股份在百菌清、嘧菌酯、2,4-D 等核心产品上拥有全球领先的技术和产能优势，产品在主要海外农化市场均具备良好的竞争力，公司也持续推进重点品种的国际登记与渠道建设，进而实现全球化布局。随着渠道库存出清、行业景气回升，公司核心品类价格与销量同步改善。同时，公司近年的建设项目（含 IPO 募投项目）将显著扩充公司农药产能，进一步夯实公司未来成长的坚实基础。此外，公司创制农药环丙氟虫胺正式获得国内登记证，该产品的推出表明了公司创制产品端的研发实力，也将为公司带来可观的业绩回报。此外，公司凭借自身核心技术，布局四氯丙烯、间苯二甲胺等功能化学品，可应用于新材料领域。随着现有功能化学品的放量和新产品的陆续推出，公司产品矩阵有望进一步强化。

根据相对估值，公司可比公司的 2026 年平均 PE 约为 27 倍，公司 2026 年 PE 约为 22 倍。我们以可比公司平均 PE 作为公司相对估值目标，对应 PE 倍数约为 27 倍，对应股价约为 34.32 元。根据绝对估值，公司的股价区间为 33.01 元至 37.42 元。基于审慎考虑，我们以相对估值结果作为公司股价估值区间上限，以绝对估值结果的范围下限作为公司股价估值区间的下限。基于此，我们认为公司股价合理的估值区间为 33.01 元-34.32 元。我们给予公司目标价 33.67 元，对应 2026 年 PE 约为 26.8 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6、 风险分析

下游需求不及预期

全球农药行业虽处于库存去化后的复苏阶段，但下游作物种植结构、气候变化、粮价波动及农民收益水平仍可能影响用药需求。如果经销商补库意愿偏弱或主要农化市场需求恢复不及预期，公司产品的销量与价格可能承压，进一步影响公司收入与盈利。海外市场占比较高亦使需求波动的风险放大，从而对业绩造成不确定性。

产品及原材料价格波动

公司核心产品以及上游关键原材料价格均具有周期性波动特征，受行业景气、开工率、供需结构、能源成本以及国际宏观因素影响明显。若未来下游需求阶段性走弱或行业新增产能集中释放，可能导致产品价格下行压缩公司毛利；若原材料价格大幅上涨且传导不顺畅，也将推高生产成本、侵蚀利润，进而对公司经营表现造成压力。

募投项目建设及达产不及预期

公司 IPO 募投项目涉及安评、环评、设备调试及工艺稳定性等多个关键环节。若建设进度滞后、项目验收延迟或投产后产能爬坡不及预期，将影响新增产能释放节奏，从而导致收入和利润贡献不达预期。若实际收率、成本或中间体供应不达预设指标，也可能使项目收益率低于预测。

汇率波动风险

公司海外业务比重较高，人民币汇率波动对公司盈利影响显著。人民币升值可能削弱出口竞争力并减少外币收入折算收益；相反，人民币快速贬值也可能带来外币负债或采购成本端的汇兑损失。随着国际化布局持续深化，汇率波动对公司收入、成本与净利润的影响将进一步放大。

环保及安全生产风险

农药及化工中间体生产环保要求和安全生产标准持续提高。若未来国家或地方监管趋严，公司可能面临更高治理成本、环保设施改造、停限产要求或项目审批周期延长。此外，若生产过程中发生环保事故、装置故障或安全事件，将导致停产、赔偿支出和声誉损失，对公司经营造成不利影响。随着产能扩张，环境与安全管理的难度也同步提升。

次新股股价波动风险

公司于 2025 年 4 月上市，当前仍处于次新股阶段，流通盘较小，股价容易受到情绪面、资金面波动的影响，短期股价弹性较大。若市场整体风险偏好下降、行业估值体系调整或公司阶段性经营数据未达市场预期，均可能放大股价波动幅度。

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**3,868**	**4,236**	**5,138**	**5,859**	**6,681**
营业成本	2,952	3,343	3,735	4,244	4,831
折旧和摊销	222	241	291	358	408
税金及附加	16	16	19	23	27
销售费用	86	79	113	129	147
管理费用	254	265	334	381	434
研发费用	149	147	195	223	254
财务费用	38	46	56	66	76
投资收益	-17	-5	-11	-5	5
营业利润	**383**	**325**	**696**	**820**	**954**
利润总额	**382**	**324**	**691**	**815**	**949**
所得税	44	33	83	98	114
净利润	**338**	**291**	**608**	**717**	**835**
少数股东损益	-9	25	152	152	152
归属母公司净利润	**346**	**266**	**455**	**564**	**683**
EPS(元)	**0.86**	**0.66**	**1.01**	**1.25**	**1.52**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**633**	**-69**	**713**	**1,065**	**1,240**
净利润	346	266	455	564	683
折旧摊销	222	241	291	358	408
净营运资金增加	-599	582	357	168	173
其他	664	-1,157	-391	-26	-24
投资活动产生现金流	**-874**	**-531**	**-602**	**-605**	**-595**
净资本支出	-857	-505	-550	-550	-550
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-17	-26	-52	-55	-45
融资活动现金流	**192**	**667**	**0**	**-373**	**-546**
股本变化	0	0	45	0	0
债务净变化	-178	502	-171	-3	-112
无息负债变化	111	14	13	77	88
净现金流	**-23**	**91**	**111**	**86**	**98**

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	**4,774**	**5,588**	**6,265**	**6,752**	**7,205**
货币资金	409	504	614	701	799
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	549	1,000	1,169	1,225	1,269
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	12	24	30	34	39
存货	445	528	607	691	788
其他流动资产	75	80	80	80	80
流动资产合计	**1,606**	**2,236**	**2,615**	**2,860**	**3,122**
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,790	1,915	2,583	2,885	3,020
在建工程	1,050	1,071	568	367	287
无形资产	222	212	257	302	345
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	59	93	93	93	93
非流动资产合计	**3,168**	**3,352**	**3,650**	**3,892**	**4,083**
总负债	**1,609**	**2,125**	**1,966**	**2,040**	**2,017**
短期借款	433	623	626	573	411
应付账款	325	417	463	526	599
应付票据	0	8	9	10	12
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	1	1	1
流动负债合计	**1,204**	**1,600**	**1,396**	**1,419**	**1,346**
长期借款	396	500	550	600	650
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	18	18	18	18
非流动负债合计	**405**	**525**	**570**	**620**	**670**
股东权益	**3,165**	**3,463**	**4,299**	**4,712**	**5,189**
股本	405	405	450	450	450
公积金	426	446	791	791	791
未分配利润	1,905	2,155	2,448	2,709	3,033
归属母公司权益	2,751	3,025	3,708	3,968	4,293
少数股东权益	414	439	591	744	896

主要指标

盈利能力（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.7%	21.1%	27.3%	27.6%	27.7%
EBITDA 率	17.0%	15.5%	20.7%	21.4%	21.5%
EBIT 率	11.3%	9.8%	15.0%	15.3%	15.4%
税前净利润率	9.9%	7.6%	13.4%	13.9%	14.2%
归母净利润率	9.0%	6.3%	8.9%	9.6%	10.2%
ROA	7.1%	5.2%	9.7%	10.6%	11.6%
ROE（摊薄）	12.6%	8.8%	12.3%	14.2%	15.9%
经营性 ROIC	9.3%	7.6%	12.2%	13.2%	14.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	34%	38%	31%	30%	28%
流动比率	1.33	1.40	1.87	2.02	2.32
速动比率	0.96	1.07	1.44	1.53	1.73
归母权益/有息债务	2.91	2.09	2.91	3.12	3.70
有形资产/有息债务	4.78	3.69	4.68	5.04	5.88

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.22%	1.86%	2.20%	2.20%	2.20%
管理费用率	6.57%	6.25%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	0.99%	1.09%	1.10%	1.13%	1.14%
研发费用率	3.84%	3.47%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	11%	10%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.40	0.68	0.80	0.93
每股经营现金流	1.56	-0.17	1.58	2.37	2.75
每股净资产	6.79	7.47	8.24	8.82	9.54
每股销售收入	9.55	10.46	11.42	13.02	14.85

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	33	43	28	22	18
PB	4.1	3.8	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	19.4	20.2	13.6	11.7	10.2
股息率	0.0%	1.4%	2.4%	2.8%	3.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP