

# 利民股份 (002734.SZ)

## 与拜耳签订 16 亿元供货合同，持续深化与大客户合作

优于大市

### 核心观点

公司与国际农化巨头拜耳签订 6 年期 16 亿元重大合同。利民股份于 2026 年 2 月 26 日与 BAYER S. A. (拜耳) 签订农用化学品长期供货合同，首期 3 年，若无异议自动续期 3 年，合计最长 6 年。按照拜耳年度采购量预估，前 3 年合同金额约 8 亿元，6 年合计约 16 亿元，最终以实际订单为准。拜耳与先正达、巴斯夫、科迪华为全球农化行业四大跨国公司，在新农药创制、终端制剂品牌、销售渠道等方面具备强大的竞争优势，据世界农化网，2024 年拜耳的植保产品销售额达 110.86 亿美元，排名全球第二。

BAYER S. A 注册地为巴西圣保罗州，而拉丁美洲是拜耳仅次于北美洲的第二大销售区域，杀菌剂销售额较大，利民股份等中国农药企业在拉丁美洲杀菌剂市场具有较强的竞争优势，2025 年中国出口到巴西的杀菌剂数量较 2022 年大幅增长 833.38%。此次利民股份与拜耳签订长期供货合同，是对利民股份在代森锰锌等杀菌剂品类上的龙头地位与供货可靠性的认可，我们预计未来利民股份向拜耳供应量将大幅增长，长协价格和利润率将得到保障。

与巴斯夫深化在 AI+新农药创制领域的合作。2024 年，公司完成对德彦智创”51%股权收购，德彦智创致力于全球化农药创制平台，并应用 AI 技术提升药物开发效率，2025 年 3 月，德彦智创与巴斯夫签署战略合作框架协议，将携手推进新农药在中国的开发、登记及商业化进程。此外，公司还与上海植生优谷、厦门昶科生物、成都绿信诺生物等科技公司签署战略合作协议，共同开展 RNA、噬菌体、新型小肽生物农药等产品的创制研发。这些新技术的突破有望为公司带来高壁垒的新产品和增长点。

核心产品景气度持续向好，盈利能力增强。公司核心产品百菌清市场价格已从 2024 年 1 月的 1.8 万元/吨上涨至 2026 年 2 月的 2.8 万元/吨，甲维盐和阿维菌素市场价格自 2024 年 3 月中旬至今分别从 50、35 万元/吨上涨至 61、43 万元/吨，草铵膦价格自低点的 4.39 万元/吨上涨至目前的 4.6 万元/吨，公司多个产品价格较前期低点上涨，对利润增厚起到积极作用。

风险提示：市场竞争风险；安全生产风险；国际贸易摩擦风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司与拜耳、巴斯夫等国际农化巨头的合作加深，多个主营产品涨价将带来利润弹性，以及公司未来与多个合作伙伴在农药创新领域的合作取得进展。我们维持对公司 2026/2027 年的盈利预测，结合 2025 年业绩预告，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.82/5.88/6.47 亿元，EPS 为 1.14/1.40/1.54 元，对应当前股价 PE 为 19.6/16.1/14.6X，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,224	4,237	4,958	5,255	5,513
(+/-%)	-15.8%	0.3%	17.0%	6.0%	4.9%
归母净利润(百万元)	62	81	482	588	647
(+/-%)	-71.7%	31.1%	492.5%	22.0%	10.0%
每股收益(元)	0.17	0.22	1.14	1.40	1.54
EBIT Margin	3.5%	4.4%	14.8%	16.7%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	2.2%	3.1%	17.0%	19.2%	19.4%
市盈率 (PE)	132.9	101.4	19.6	16.1	14.6
EV/EBITDA	24.5	21.4	12.1	10.7	10.2
市净率 (PB)	2.97	3.12	3.34	3.08	2.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

S0980525080002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.48 元
总市值/流通市值	10697/9764 百万元
52 周最高价/最低价	24.87/8.84 元
近 3 个月日均成交额	530.28 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

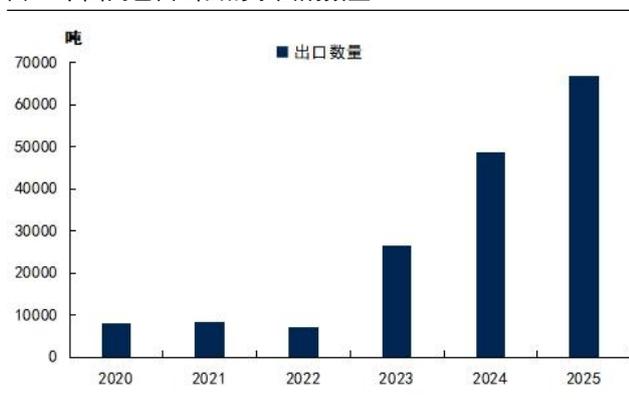
#### 相关研究报告

- 《利民股份 (002734.SZ) - 多个主营产品量价齐升，代森锰锌在巴西获原药及制剂登记》——2025-10-10
- 《利民股份 (002734.SZ) - 杀菌剂、杀虫剂量价齐升，公司上半年业绩大幅增长》——2025-08-15
- 《利民股份 (002734.SZ) - 多个主营产品价格上涨，公司半年度业绩大幅改善》——2025-07-13
- 《利民股份 (002734.SZ) - 多个主营产品价格上涨，公司归母净利润大幅改善》——2025-05-25

公司与国际农化巨头拜耳签订 6 年期 16 亿元重大合同。利民股份于 2026 年 2 月 26 日与 BAYER S. A.（拜耳）签订农用化学品长期供货合同，首期 3 年，若无异议自动续期 3 年，合计最长 6 年。按照拜耳年度采购量预估，前 3 年合同金额约 8 亿元，6 年合计约 16 亿元，最终以实际订单为准。拜耳与先正达、巴斯夫、科迪华为全球农化行业四大跨国公司，在新农药创制、终端制剂品牌、销售渠道等方面具备强大的竞争优势，据世界农化网，2024 年拜耳的植保产品销售额达 110.86 亿美元，排名全球第二。

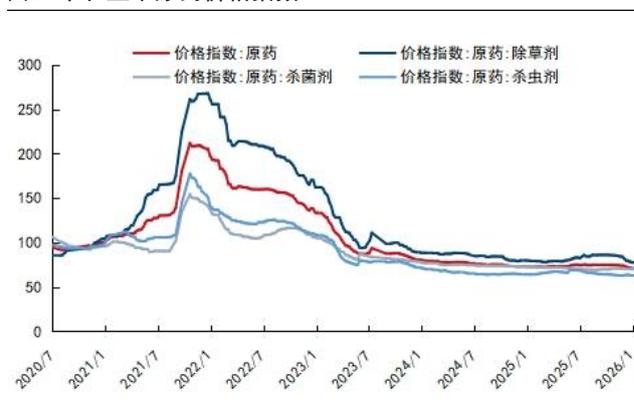
BAYER S. A 注册地为巴西圣保罗州，而拉丁美洲是拜耳仅次于北美洲的第二大销售区域，杀菌剂销售额较大，利民股份等中国农药企业在拉丁美洲杀菌剂市场具有较强的竞争优势，2025 年中国出口到巴西的杀菌剂数量较 2022 年大幅增长 833.38%。此次利民股份与拜耳签订长期供货合同，是对利民股份在代森锰锌等杀菌剂品类上的龙头地位与供货可靠性的认可，我们预计未来利民股份向拜耳供应量将大幅增长，长协价格和利润率将得到保障。

图1：中国向巴西出口的杀菌剂数量



资料来源：Wind、海关总署，国信证券经济研究所整理

图2：中农立华原药价格指数



资料来源：Wind、中农立华，国信证券经济研究所整理

与巴斯夫深化在 AI+新农药创制领域的合作。2024 年，公司完成对德彦智创” 51% 股权收购，德彦智创致力于全球化农药创制平台，并应用 AI 技术提升药物开发效率，2025 年 3 月，德彦智创与巴斯夫签署战略合作框架协议，将携手推进新农药在中国的开发、登记及商业化进程。此外，公司还与上海植生优谷、厦门昶科生物、成都绿信诺生物等科技公司签署战略合作协议，共同开展 RNA、噬菌体、新型小肽生物农药等产品的创制研发。这些新技术的突破有望为公司带来高壁垒的新产品和增长点。

### 核心产品景气度持续向好，盈利能力增强

**代森锰锌：**公司拥有 4.5 万吨/年产能，国内市占率 70-80%，全球产能第二。2025 年 3 月以来，代森锰锌的市场价格从 2.35 万元/吨上涨至 2.8 万元/吨，同时原材料乙二醇价格下行，代森锰锌的盈利水平持续提升。需求方面，公司积极拓展南美市场，代森锰锌原药巴西自主登记于 2025 年 4 月获得正式批准，2025 年 8 月利民股份正式签署巴西代森锰锌登记证（涵盖原药及 80% WP 制剂）的收购协议。巴西是全球最大的农化市场，同时也是代森锰锌全球第一大市场，2024 年巴西代森锰锌市场容量超过 8 万吨，且 2025 年以来随着大豆种植面积的增加需求持续旺盛，利民股份在取得代森锰锌原药和制剂登记证后在巴西的销量将大幅增长。

**百菌清：**公司通过参股 34%的江苏新河化工间接拥有百菌清权益产能约 1.02 万吨/年（新河化工总产能 3 万吨/年，销量占全球市场份额 60%以上）。受南美大豆锈病等因素影响，百菌清需求旺盛，渠道库存低位。据百川盈孚，百菌清市场价格已从 2024 年 1 月的 1.8 万元/吨上涨至 2026 年 2 月的 2.8 万元/吨，公司受益于新河化工的投资收益增加。

**甲维盐与阿维菌素：**公司拥有甲维盐产能 800 吨/年，阿维菌素产能 500 吨/年。市场方面，由于部分竞争对手转产或生产不连续，以及下游康宽（氯虫苯甲酰胺）抗性显现及行业突发爆炸事故后作为替代品的甲维盐和阿维菌素需求增加，甲维盐和阿维菌素价格自 2024 年 3 月中旬持续回暖。据百川盈孚，2024 年 3 月中旬至今，甲维盐和阿维菌素市场价格分别从 50、35 万元/吨上涨至 61、43 万元/吨，目前价格仍有修复空间，公司相关产线满负荷生产，订单饱满。

**草铵膦：**4 月 1 日起草铵膦将取消出口退税，2022-2025 年草铵膦价格持续下跌，受取消出口退税影响，2026 年 1 月草铵膦价格自低点的 4.39 万元/吨上涨至目前的 4.6 万元/吨，考虑草铵膦降价后下游需求快速增长，而行业扩产趋缓，工厂库存持续下降，行业开工率连续多个月维持高位，我们预计 2026 年草铵膦价格有望继续上涨，利民股份现有草铵膦产能 6000 吨/年，精草铵膦产能 2000 吨/年，公司除草剂盈利水平有望得到修复。

图3：代森锰锌与百菌清市场价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：甲维盐与阿维菌素市场价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

### 投资建议：维持“优于大市”评级

我们看好公司与拜耳、巴斯夫等国际农化巨头的合作加深，多个主营产品涨价将带来利润弹性，以及公司未来与多个合作伙伴在农药创新领域的合作取得进展。我们维持对公司 2026/2027 年的盈利预测，结合 2025 年业绩预告，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.82/5.88/6.47 亿元，EPS 为 1.14/1.40/1.54 元，对应当前股价 PE 为 19.6/16.1/14.6X，维持“优于大市”评级。

表1：同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2026/2/27)	EPS			PE			PB	总市值 亿元
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
002734.SZ	利民股份	农药原药、制剂	22.48	0.22	1.14	1.40	101.4	19.6	16.1	2.79	107
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	80.50	2.96	3.26	3.91	19.6	24.7	20.6	2.90	326
002258.SZ	利尔化学	农药原药、制剂	16.75	0.27	0.60	0.80	30.7	21.8	21.1	1.70	134

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	807	666	969	1584	2205	营业收入	4224	4237	4958	5255	5513
应收款项	595	671	679	720	755	营业成本	3507	3412	3538	3656	3814
存货净额	766	763	755	736	770	营业税金及附加	29	31	35	37	39
其他流动资产	166	238	248	236	221	销售费用	126	145	149	158	165
<b>流动资产合计</b>	<b>2344</b>	<b>2443</b>	<b>2756</b>	<b>3382</b>	<b>4056</b>	管理费用	265	308	312	318	327
固定资产	3362	3255	2964	2683	2399	研发费用	147	154	188	210	221
无形资产及其他	463	480	456	432	408	财务费用	74	68	54	43	31
投资性房地产	360	165	165	165	165	投资收益	(18)	7	0	0	0
长期股权投资	286	317	317	317	317	资产减值及公允价值变动	(27)	(44)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6815</b>	<b>6660</b>	<b>6658</b>	<b>6979</b>	<b>7345</b>	其他收入	(115)	(123)	(188)	(210)	(221)
短期借款及交易性金融负债	1019	1074	1000	1000	1000	营业利润	64	114	683	833	916
应付款项	1054	918	889	920	963	营业外净收支	0	2	0	0	0
其他流动负债	586	673	552	571	597	<b>利润总额</b>	<b>64</b>	<b>115</b>	<b>683</b>	<b>833</b>	<b>916</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2658</b>	<b>2664</b>	<b>2440</b>	<b>2491</b>	<b>2560</b>	所得税费用	1	22	129	157	173
长期借款及应付债券	1251	1239	1239	1239	1239	少数股东损益	1	12	72	87	96
其他长期负债	90	62	62	62	62	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>62</b>	<b>81</b>	<b>482</b>	<b>588</b>	<b>647</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1342</b>	<b>1300</b>	<b>1300</b>	<b>1300</b>	<b>1300</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4000</b>	<b>3965</b>	<b>3741</b>	<b>3792</b>	<b>3860</b>	净利润	62	81	482	588	647
少数股东权益	42	53	81	116	155	资产减值准备	16	33	(4)	(5)	(5)
股东权益	2773	2643	2836	3071	3330	折旧摊销	350	384	354	359	364
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6815</b>	<b>6660</b>	<b>6658</b>	<b>6979</b>	<b>7345</b>	公允价值变动损失	27	44	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	74	68	54	43	31
每股收益	0.17	0.22	1.14	1.40	1.54	营运资本变动	5	6	(149)	36	10
每股红利	0.38	0.44	0.69	0.84	0.92	其它	(18)	(45)	33	40	44
每股净资产	7.56	7.20	6.73	7.29	7.90	<b>经营活动现金流</b>	<b>442</b>	<b>504</b>	<b>716</b>	<b>1018</b>	<b>1059</b>
ROIC	2.17%	2.67%	12%	15%	18%	资本开支	0	(233)	(50)	(50)	(50)
ROE	2.24%	3.08%	17%	19%	19%	其它投资现金流	(3)	(95)	0	0	0
毛利率	17%	19%	29%	30%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>3</b>	<b>(358)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
EBIT Margin	4%	4%	15%	17%	17%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	22%	24%	24%	负债净变化	4	(51)	0	0	0
收入增长	-16%	0%	17%	6%	5%	支付股利、利息	(138)	(161)	(289)	(353)	(388)
净利润增长率	-72%	31%	493%	22%	10%	其它融资现金流	(129)	137	(74)	0	0
资产负债率	59%	60%	57%	56%	55%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(402)</b>	<b>(286)</b>	<b>(363)</b>	<b>(353)</b>	<b>(388)</b>
股息率	1.7%	1.9%	3.5%	4.3%	4.7%	<b>现金净变动</b>	<b>42</b>	<b>(140)</b>	<b>303</b>	<b>615</b>	<b>620</b>
P/E	132.9	101.4	19.6	16.1	14.6	货币资金的期初余额	764	807	666	969	1584
P/B	3.0	3.1	3.3	3.1	2.8	货币资金的期末余额	807	666	969	1584	2205
EV/EBITDA	24.5	21.4	12.1	10.7	10.2	企业自由现金流	0	310	752	1056	1092
						权益自由现金流	0	396	635	1021	1066

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032