

## 景气磨底回暖，成长释放可期

### 核心观点

- 景气底部公司量增带动业绩增长：**2025 年农药景气依旧维持底部震荡的趋势，除个别产品因为行业供给扰动事件上涨外，大部分产品表现依旧低迷。据公司年报，原药产品价格压力带来的损失达 2.8 亿元。然而公司在此背景下通过销量增长实现业绩逆势提升，背后是公司积极挖掘装置潜能，开展瓶颈工序改造，以多产支持多销。公司 2025 年原药销量增长 14%，带动公司实现营业收入 118.7 亿元，同比增长 14%，实现归母净利润 12.9 亿元，同比增长 7%；且单 2025 四季度来看，公司实现营业收入 27.1 亿元，同比增长 12%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 31%。
- 农化景气复苏趋势开启：**当前在全球供应链扰动及刚需启动的背景下，农化行业有望出现量、价提升的上行趋势。一方面能源相关的直接原材料和中间体已陆续出现实质性供应紧张，价格上涨；另一方面，北半球农需旺季持续推进，且后续还将过渡到南半球需求。虽然我们认为地缘冲突整体趋势在向缓和的方向发展，但当下难以预判的局势反复仍将带来产业链的焦虑情绪的提升，尤其是在较为刚性的农需领域。供应链的焦虑情绪带来的是下游采购策略的改变，包括前期我们提及的安全库存的提升，卖方市场的格局正逐步形成，有望为公司带来业绩向上弹性。
- 公司成长性将持续释放：**葫芦岛基地的放量将成为公司新阶段增长的核心引擎。2025 年，辽宁优创一期项目表现亮眼，二阶段提前半年完成中交，并实现了“投产即盈利”的既定目标，全年生产原药达万吨级别，贡献营收达 14.2 亿元。在创新方面，公司继续坚持专利药与非专利药“双轮驱动”战略，2025 年两个创制品种获得 ISO 通用名；公司加快了重点创制产品的商业化进程，并成功创成农业农村部杀虫剂智能创制重点实验室。

### 盈利预测与投资建议

- 我们依据 2025 年的实际情况及 2026 年以来的变化，对价格、成本、销量等预测进行修正，预计 26-28 年归母净利润分别为 16.35、18.30 和 20.67 亿元（原 26-27 年预测分别为 17.48 和 19.45 亿元），给予可比公司 26 年 20 倍 PE，对应目标价 80.60 元并维持增持评级。

### 风险提示

- 产品和原材料价格波动，项目投产进度不及预期。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,435	11,870	13,689	14,825	16,010
同比增长(%)	-9.1%	13.8%	15.3%	8.3%	8.0%
营业利润(百万元)	1,413	1,515	1,925	2,155	2,433
同比增长(%)	-24.4%	7.2%	27.1%	11.9%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,202	1,286	1,635	1,830	2,067
同比增长(%)	-23.2%	7.0%	27.1%	12.0%	12.9%
每股收益(元)	2.97	3.17	4.03	4.52	5.10
毛利率(%)	23.1%	22.0%	23.6%	23.7%	24.3%
净利率(%)	11.5%	10.8%	11.9%	12.3%	12.9%
净资产收益率(%)	11.9%	11.7%	13.3%	13.1%	12.9%
市盈率	24.0	22.5	17.7	15.8	14.0
市净率	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

增持（维持）

股价（2026年04月20日）	71.3元
目标价格	80.60元
52周最高价/最低价	89.71/47.61元
总股本/流通A股（万股）	40,533/40,399
A股市值（百万元）	28,900
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年04月20日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-10.65	0.56	-3.84	48.23
相对表现%	-13.05	-3.61	-4.66	22.12
沪深300%	2.4	4.17	0.82	26.11



### 证券分析师

万里扬 执业证书编号：S0860519090003  
wanliyang@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 相关报告

农药行业见底，葫芦岛项目放量在即 2025-04-17  
行业磨底业绩坚挺，葫芦岛项目将带来新 2024-10-31  
增量

表 1：可比公司估值（截至 2026/4/20）

可比公司	最新 价格	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
兴发集团	31.71	1.33	1.24	1.83	2.17	23.80	25.54	17.29	14.61
联化科技	16.69	0.11	0.46	0.63	0.76	145.64	35.99	26.43	21.93
润丰股份	76.20	1.60	4.07	4.82	5.89	47.54	18.73	15.80	12.94
国光股份	12.37	0.79	0.67	1.02	1.20	15.72	18.48	12.16	10.32
安道麦 A	6.19	-1.25	-0.45	0.14	0.23	-4.97	-13.79	43.38	26.98
<b>调整后平均</b>						29.02	20.92	19.84	16.49

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,618	1,332	4,223	5,884	8,023	营业收入	10,435	11,870	13,689	14,825	16,010
应收票据、账款及款项融资	3,512	4,577	3,767	4,079	4,405	营业成本	8,023	9,260	10,464	11,307	12,125
预付账款	198	372	429	464	501	销售费用	232	224	259	280	303
存货	1,105	1,027	1,046	1,131	1,213	管理费用	468	453	523	566	611
其他	749	1,271	828	845	862	研发费用	358	393	453	491	530
<b>流动资产合计</b>	<b>7,182</b>	<b>8,578</b>	<b>10,293</b>	<b>12,403</b>	<b>15,004</b>	财务费用	(65)	(55)	17	(15)	(34)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	50	72	32	20	17
固定资产	5,612	5,830	6,530	6,560	6,483	公允价值变动收益	(3)	2	0	0	0
在建工程	1,536	1,189	486	790	673	投资净收益	3	(1)	(1)	(1)	(1)
无形资产	584	564	540	517	493	其他	45	(8)	(15)	(20)	(24)
其他	2,751	2,025	2,366	2,191	2,278	<b>营业利润</b>	<b>1,413</b>	<b>1,515</b>	<b>1,925</b>	<b>2,155</b>	<b>2,433</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,483</b>	<b>9,609</b>	<b>9,923</b>	<b>10,058</b>	<b>9,927</b>	营业外收入	5	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>17,665</b>	<b>18,187</b>	<b>20,216</b>	<b>22,461</b>	<b>24,931</b>	营业外支出	12	8	8	8	8
短期借款	1,192	911	911	911	911	<b>利润总额</b>	<b>1,406</b>	<b>1,511</b>	<b>1,921</b>	<b>2,151</b>	<b>2,429</b>
应付票据及应付账款	4,463	4,462	5,042	5,448	5,842	所得税	203	225	286	320	361
其他	974	851	864	872	880	<b>净利润</b>	<b>1,203</b>	<b>1,287</b>	<b>1,636</b>	<b>1,831</b>	<b>2,068</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,629</b>	<b>6,224</b>	<b>6,816</b>	<b>7,231</b>	<b>7,633</b>	少数股东损益	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,202</b>	<b>1,286</b>	<b>1,635</b>	<b>1,830</b>	<b>2,067</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.97	3.17	4.03	4.52	5.10
其他	493	489	290	290	290						
<b>非流动负债合计</b>	<b>493</b>	<b>489</b>	<b>290</b>	<b>290</b>	<b>290</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>7,122</b>	<b>6,712</b>	<b>7,106</b>	<b>7,520</b>	<b>7,922</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	7	7	8	9	11	成长能力					
实收资本(或股本)	407	405	405	405	405	营业收入	-9.1%	13.8%	15.3%	8.3%	8.0%
资本公积	629	671	671	671	671	营业利润	-24.4%	7.2%	27.1%	11.9%	12.9%
留存收益	9,438	10,351	11,986	13,816	15,883	归属于母公司净利润	-23.2%	7.0%	27.1%	12.0%	12.9%
其他	62	39	39	39	39	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,543</b>	<b>11,474</b>	<b>13,110</b>	<b>14,941</b>	<b>17,009</b>	毛利率	23.1%	22.0%	23.6%	23.7%	24.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,665</b>	<b>18,187</b>	<b>20,216</b>	<b>22,461</b>	<b>24,931</b>	净利率	11.5%	10.8%	11.9%	12.3%	12.9%
						ROE	11.9%	11.7%	13.3%	13.1%	12.9%
						ROIC	10.5%	10.3%	12.5%	12.2%	12.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	40.3%	36.9%	35.2%	33.5%	31.8%
净利润	1,203	1,287	1,636	1,831	2,068	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	699	803	464	520	552	流动比率	1.08	1.38	1.51	1.72	1.97
财务费用	(65)	(55)	17	(15)	(34)	速动比率	0.91	1.21	1.35	1.56	1.81
投资损失	(3)	1	1	1	1	营运能力					
营运资金变动	2,070	(1,254)	1,151	(54)	(80)	应收账款周转率	5.1	4.7	4.5	4.7	4.7
其它	(1,748)	1,435	(317)	194	(70)	存货周转率	5.8	8.5	10.0	10.3	10.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,155</b>	<b>2,217</b>	<b>2,953</b>	<b>2,477</b>	<b>2,436</b>	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(2,455)	(633)	(431)	(831)	(331)	每股指标(元)					
长期投资	0	(7)	7	0	0	每股收益	2.97	3.17	4.03	4.52	5.10
其他	262	(252)	579	(1)	(1)	每股经营现金流	5.30	5.47	7.28	6.11	6.01
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,193)</b>	<b>(892)</b>	<b>156</b>	<b>(832)</b>	<b>(332)</b>	每股净资产	25.99	28.29	32.32	36.84	41.94
债权融资	(62)	0	(199)	0	0	估值比率					
股权融资	21	41	0	0	0	市盈率	24.0	22.5	17.7	15.8	14.0
其他	212	(765)	(17)	15	34	市净率	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>172</b>	<b>(724)</b>	<b>(216)</b>	<b>15</b>	<b>34</b>	EV/EBITDA	13.9	12.6	11.8	10.7	9.7
汇率变动影响	13	(22)	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.1	19.5	14.7	13.3	11.9
<b>现金净增加额</b>	<b>147</b>	<b>579</b>	<b>2,892</b>	<b>1,660</b>	<b>2,139</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。