

公司研究

业绩符合预期，关注苯嘧草啞市场推广情况

——江山股份（600389.SH）2025 年报及 2026 年一季报点评

增持（维持）

当前价：28.48 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

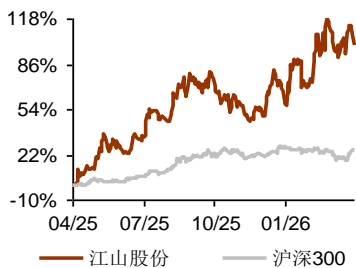
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.31
总市值(亿元):	122.65
一年最低/最高(元):	14.72/33.30
近3月换手率:	183.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.75	6.18	63.68
绝对	-0.07	6.91	89.38

资料来源：Wind

相关研报

25Q2 盈利环比改善，新产能加速推进——江山股份（600389.SH）2025 年半年报点评（2025-08-30）

要点

事件 1: 公司发布 2025 年年报。2025 年，公司实现营收 58.16 亿元，同比增长 7.08%；实现归母净利润 5.33 亿元，同比增长 137.35%；实现扣非后归母净利润 3.79 亿元，同比增长 89.75%。2025Q4，公司单季度实现营收 13.00 亿元，同比增长 14.18%，环比增长 12.37%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 103.09%，环比增长 23.84%。

事件 2: 公司发布 2026 年一季报。2026Q1，公司实现营收 19.45 亿元，同比增长 11.37%，环比增长 49.57%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比增长 17.46%，环比增长 70.08%。

事件 3: 公司发布公告表示拟与先正达签订《许可、供应和数据访问协议》。双方约定共同开发苯嘧草啞原药及制剂产品的海外市场，海外登记涉及试验费用及其他费用预估为 3321 万美元，该费用由公司承担，未来将根据实际发生额分期结算。苯嘧草啞相关产品海外市场的登记由双方共同完成。待苯嘧草啞原药及制剂产品取得相应国家登记后，双方就公司向先正达供应产品的数量和价格另行协商。

点评：

农药盈利能力改善，25 年公司业绩显著好转。2025 年，公司农药产品实现收入 32.94 亿元，同比增长 17.2%，毛利率同比提升 4.9pct 达 16.3%。其中，除草剂销量 9.88 万吨，同比增长 26.1%；杀虫剂销量 2.68 万吨，同比增长 26.8%，农药产品量增态势明显。氯碱产品实现收入 5.44 亿元，同比增长 8.4%，销量同比增长 9.7%至 61.2 万吨。阻燃剂（磷系）实现营收 5.31 亿元，同比下降 26.2%，销量 7.02 万吨，同比减少 17.9%。蒸汽产品实现收入 5.95 亿元，同比增长 11.6%，蒸汽销量同比增长 24.8%。此外，公司实现投资收益 1.82 亿元，同比增长 158.5%，其中主要为 2025 年公司出售联营公司江天化学股票确认投资收益 1.55 亿元。

26Q1 除草剂价格回升，农药行业景气持续回升。除草剂产品销量 4.02 万吨，同比增长 17.8%，平均售价 2.52 万元/吨，同比提升 2.8%，量价齐升推动除草剂实现销售收入 10.14 亿元，同比增长约 21.1%。阻燃剂（磷系）产品销量 2.29 万吨，同比增长 49.4%，平均售价 0.81 万元/吨，同比提升 3.4%，实现销售收入 1.85 亿元，同比增长约 54.4%，回暖趋势较为明显。杀虫剂产品销量 0.73 万吨，同比下降 19.8%。毛利率方面，受枝江、贵州等新建项目转固后折旧增加的影响，产品生产成本有所上升，26Q1 公司毛利率同比下降 1.5pct 至 16.5%。费用端，2026Q1 销售费用同比增长 29.4%，主要系新产品上市宣传投入增加所致；管理费用同比下降 5.7%，研发费用同比增长 11.3%；财务费用为 1,358.0 万元，而上年同期为-54.3 万元，主要系利息支出增加。2026Q1 公司实现投资收益 5209 万元，同比增长 1033%，仍主要系公司出售部分江天化学股权收益影响。

产能建设进展顺利，苯嘧草啞获国内登记正式上市。贵州基地磷化工资源综合利用项目已于 2025 年进入试生产阶段，新增草甘膦产能 5 万吨/年，使公司草甘膦总产能达到 12 万吨/年（其中甘氨酸法 8 万吨/年，IDAN 法 4 万吨/年）。南通基地“年产 10000 吨绿色高效手性农药精异丙甲草胺原药及副产 4000 吨氯化钠、20165 吨盐酸、2446 吨次氯酸钠技改项目”于 2025 年 7 月投产，新增（精）异丙甲草胺产能 1 万吨/年。在创制产品方面，枝江基地新型创制绿色除草剂原药及制剂项目于 2025 年末完成试生产，新增苯嘧草啞原药产能 500 吨/年。苯嘧草啞是公司独家生产的 PPO 抑制类创制除草剂，已在十多个国家申请专利，2025 年成功获得 ISO 通

用名称，并于 2026 年 2 月取得国内登记并上市销售，其中 92% 苯嘧草啞原药和 10% 苯嘧草啞 EW 均已获发农药登记证。公司与先正达就苯嘧草啞达成海外市场合作，有望加速该创制产品的全球推广，为公司中长期成长提供重要增量。

盈利预测、估值与评级：公司业绩符合预期，我们维持 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 7.41、8.71、10.35 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，新产品市场推广不及预期，环保及安全生产风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,432	5,816	6,776	7,256	7,899
营业收入增长率	6.80%	7.08%	16.49%	7.09%	8.86%
净利润 (百万元)	224	533	741	871	1,035
净利润增长率	-20.69%	137.35%	39.19%	17.49%	18.78%
EPS (元)	0.52	1.24	1.72	2.02	2.40
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.03%	13.32%	15.78%	15.81%	15.99%
P/E	55	23	17	14	12
P/B	3.3	3.1	2.6	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-20

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,432	5,816	6,776	7,256	7,899
营业成本	4,645	4,806	5,329	5,610	6,006
折旧和摊销	220	232	601	652	699
税金及附加	19	25	24	27	30
销售费用	89	81	102	109	118
管理费用	236	248	298	319	348
研发费用	207	178	233	249	262
财务费用	-35	13	51	46	40
投资收益	70	182	182	182	182
营业利润	341	666	933	1,097	1,298
利润总额	316	658	919	1,081	1,286
所得税	88	132	184	216	257
净利润	228	526	735	865	1,028
少数股东损益	3	-6	-6	-6	-6
归属母公司净利润	224	533	741	871	1,035
EPS(元)	0.52	1.24	1.72	2.02	2.40

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	347	295	866	1,399	1,615
净利润	224	533	741	871	1,035
折旧摊销	220	232	601	652	699
净营运资金增加	380	71	531	77	99
其他	-477	-540	-1,007	-201	-217
投资活动产生现金流	-2,541	-1,464	94	-218	-218
净资本支出	-1,246	-1,271	-400	-400	-400
长期投资变化	687	862	0	0	0
其他资产变化	-1,982	-1,055	494	182	182
融资活动现金流	693	911	-480	-580	-111
股本变化	-13	0	0	0	0
债务净变化	689	797	-386	-474	0
无息负债变化	1,034	-84	-79	125	176
净现金流	-1,504	-254	480	601	1,287

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	14.5%	17.4%	21.3%	22.7%	24.0%
EBITDA 率	9.4%	12.8%	20.7%	22.2%	23.5%
EBIT 率	5.3%	8.7%	11.9%	13.3%	14.7%
税前净利润率	5.8%	11.3%	13.6%	14.9%	16.3%
归母净利润率	4.1%	9.2%	10.9%	12.0%	13.1%
ROA	2.6%	5.4%	7.4%	8.3%	8.9%
ROE (摊薄)	6.0%	13.3%	15.8%	15.8%	16.0%
经营性 ROIC	4.3%	7.2%	10.5%	12.9%	16.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	54%	56%	50%	44%	41%
流动比率	1.20	1.02	1.30	1.70	2.07
速动比率	0.92	0.79	0.99	1.34	1.70
归母权益/有息债务	2.34	1.67	2.35	3.60	4.24
有形资产/有息债务	5.12	3.84	4.70	6.46	7.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	8,634	9,730	9,957	10,413	11,547
货币资金	1,132	875	1,355	1,956	3,243
交易性金融资产	232	331	0	0	0
应收账款	380	422	449	481	524
应收票据	191	156	210	225	244
其他应收款 (合计)	24	6	16	17	18
存货	929	851	1,021	1,075	1,152
其他流动资产	1,110	1,122	1,122	1,122	1,122
流动资产合计	4,076	3,821	4,249	4,957	6,389
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	687	862	862	862	862
固定资产	1,658	3,032	3,008	2,880	2,666
在建工程	1,600	1,427	1,220	1,065	949
无形资产	363	416	408	399	391
商誉	105	106	106	106	106
其他非流动资产	83	11	11	11	11
非流动资产合计	4,558	5,909	5,709	5,457	5,158
总负债	4,699	5,412	4,947	4,598	4,774
短期借款	376	435	494	0	0
应付账款	1,180	1,348	1,168	1,229	1,316
应付票据	912	649	883	930	995
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	36	35	35	35	35
流动负债合计	3,408	3,752	3,276	2,907	3,083
长期借款	1,113	1,478	1,508	1,528	1,528
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	74	67	67	67	67
非流动负债合计	1,291	1,660	1,671	1,691	1,691
股东权益	3,935	4,318	5,010	5,815	6,773
股本	431	431	431	431	431
公积金	753	768	768	768	768
未分配利润	2,546	2,812	3,511	4,322	5,285
归属母公司权益	3,718	3,999	4,697	5,508	6,472
少数股东权益	216	319	313	307	301

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.64%	1.40%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用率	4.34%	4.26%	4.40%	4.40%	4.40%
财务费用率	-0.64%	0.22%	0.75%	0.63%	0.50%
研发费用率	3.81%	3.06%	3.44%	3.44%	3.31%
所得税率	28%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.10	0.10	0.14	0.16	0.20
每股经营现金流	0.81	0.69	2.01	3.25	3.75
每股净资产	8.63	9.29	10.91	12.79	15.03
每股销售收入	12.61	13.51	15.73	16.85	18.34

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	55	23	17	14	12
PB	3.3	3.1	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	26.3	19.5	10.0	8.1	6.4
股息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%

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的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

静安区新闻路 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼