

短期利润承压，成长蓄势待发

核心观点

- 行业低迷景气及税率政策变更带来短期利润压力：**2025 年我国农药市场整体需求维持低迷态势，公司整体收入增速放缓，但毛利率还是维持较高水平；且从结构看，公司植物生长调节剂业务的收入增速明显高于公司整体水平。另一方面，2025 年公司部分重要的利润来源子公司所得税率优惠政策发生变化，年底公告缴纳税款和滞纳金约 6000 万并计入当期损益。上述不利影响下，公司 2025 年实现营业收入 20.57 亿元，同比增长 3.57%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比下滑 14.94%。今年一季度行业整体延续前期态势，虽然后期部分农化产品价格出现上涨，但我们认为由于今年过年相对较晚，整体影响相对滞后。公司实现营业收入 3.80 亿元，同比下滑 1.24%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比下滑 23.50%。但值得注意的是，公司 2026 年一季度合同负债同比增长 4000 万元，背后是对客户预收款的增加，说明实际需求坚挺并且有望在二季度确认对收入和利润的贡献。
- 公司持续完善产品组合，充实技术服务能力储备：**2025 年公司新获得农药登记证 17 个（其中植物生长调节剂 13 个），截至年底公司共计有 338 个农药产品登记证，其中植物生长调节剂登记证 155 个；公司 2025 年研发投入同比增长 33.59%。持续的投入使得公司始终保持国内植调剂领域登记品种最多、收入规模最大公司的地位。我们前期报告也有所分析，植调剂产品的特点在于用量少但用法讲究，所以难有大单品逻辑，而是要通过产品组合形成解决方案。同时植调剂是按照农药监管，自有包括登记周期等在内的进入壁垒，所以要形成规模优势需要长期的时间和资金投入。在营销环节由于其相对高的应用难度，需要配套专业的技术服务团队，相对传统农药营销更有知识密集型的特点。这个行业赚的是个辛苦钱和慢钱，像公司一样长期在该垂直领域持续投入并取得规模的企业寥寥无几。我们看好粮食安全重要性日益提升的当下，公司通过技术赋能提升种植效率的战略意义和成长机遇。

盈利预测与投资建议

- 我们基于 2025 年情况调整了公司产品价格、销量及所得税率等预测，预测 26-28 年公司归母净利润为 3.88、4.55 和 5.29 亿元（原 26-27 年预测为 5.26 和 6.47 亿元），按照可比公司 26 年 20 倍市盈率，给予目标价 16.60 元并维持买入评级。

风险提示：

- 原材料和产品价格波动风险；市场推广进度不及预期风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,986	2,057	2,332	2,704	3,149
同比增长(%)	6.8%	3.6%	13.4%	15.9%	16.5%
营业利润(百万元)	454	456	526	615	715
同比增长(%)	22.2%	0.5%	15.3%	17.1%	16.2%
归属母公司净利润(百万元)	367	312	388	455	529
同比增长(%)	21.5%	-14.9%	24.2%	17.3%	16.3%
每股收益(元)	0.79	0.67	0.83	0.97	1.13
毛利率(%)	45.4%	45.4%	45.2%	46.3%	46.9%
净利率(%)	18.5%	15.2%	16.6%	16.8%	16.8%
净资产收益率(%)	18.9%	16.0%	21.7%	25.3%	28.4%
市盈率	15.7	18.5	14.9	12.7	10.9
市净率	2.7	3.2	3.3	3.2	3.0

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 买入（维持）

股价（2026年04月21日）	12.32 元
目标价格	16.60 元
52 周最高价/最低价	16.09/12.1 元
总股本/流通 A 股（万股）	46,636/45,360
A 股市值（百万元）	5,746
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026 年 04 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.03	-5.45	-8.74	-14.83
相对表现%	-7.45	-9.85	-9.69	-40.8
沪深 300%	1.42	4.4	0.95	25.97



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

结构优化推动毛利率提升，长期竞争力不断增强	2025-08-23
业绩创新高，作物全程方案推广助成长	2025-04-18
大田全程方案模式有望带来新增长极	2024-07-05

表 1：可比公司估值（截至 2026/4/21）

可比公司	最新 价格	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
扬农化工	72.41	2.97	3.17	3.99	4.65	24.42	22.82	18.13	15.58
安道麦 A	6.14	-1.25	-0.45	0.14	0.23	-4.93	-13.68	43.03	26.77
联化科技	16.67	0.11	0.46	0.63	0.76	145.46	35.94	26.40	21.91
润丰股份	76.76	1.60	4.07	4.82	5.89	47.89	18.87	15.92	13.03
诺普信	10.14	0.58	0.82	1.25	1.61	17.43	12.35	8.09	6.31
调整后平均						29.91	18.01	20.15	16.84

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	1,420	1,137	1,288	1,494	1,740	营业收入	1,986	2,057	2,332	2,704	3,149
应收票据、账款及款项融资	89	93	89	106	121	营业成本	1,084	1,123	1,279	1,453	1,672
预付账款	23	26	28	33	38	销售费用	261	286	309	363	426
存货	360	353	413	463	536	管理费用	139	121	150	174	197
其他	32	20	22	22	24	研发费用	67	89	86	103	124
流动资产合计	1,924	1,628	1,840	2,118	2,460	财务费用	(17)	(13)	(8)	(1)	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	7	(1)	5	16
固定资产	415	391	388	395	403	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	81	122	153	209	239	投资净收益	3	3	3	3	3
无形资产	154	140	126	112	98	其他	4	8	6	5	3
其他	147	152	148	148	148	营业利润	454	456	526	615	715
非流动资产合计	797	805	815	863	888	营业外收入	2	2	2	2	2
资产总计	2,721	2,434	2,655	2,981	3,348	营业外支出	9	9	9	9	9
短期借款	0	0	212	427	653	利润总额	447	450	519	609	708
应付票据及应付账款	114	83	114	119	143	所得税	62	119	109	128	149
其他	254	308	310	324	335	净利润	385	330	410	481	560
流动负债合计	367	391	636	869	1,131	少数股东损益	18	18	23	26	31
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	367	312	388	455	529
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.79	0.67	0.83	0.97	1.13
其他	55	46	46	46	46						
非流动负债合计	55	46	46	46	46	主要财务比率					
负债合计	422	437	682	915	1,177		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	196	190	212	239	270	成长能力					
实收资本(或股本)	468	466	466	466	466	营业收入	6.8%	3.6%	13.4%	15.9%	16.5%
资本公积	446	436	468	468	468	营业利润	22.2%	0.5%	15.3%	17.1%	16.2%
留存收益	1,186	900	821	888	962	归属于母公司净利润	21.5%	-14.9%	24.2%	17.3%	16.3%
其他	3	4	5	5	5	获利能力					
股东权益合计	2,299	1,996	1,973	2,066	2,171	毛利率	45.4%	45.4%	45.2%	46.3%	46.9%
负债和股东权益总计	2,721	2,434	2,655	2,981	3,348	净利率	18.5%	15.2%	16.6%	16.8%	16.8%
						ROE	18.9%	16.0%	21.7%	25.3%	28.4%
						ROIC	16.3%	15.1%	19.5%	20.7%	21.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	15.5%	18.0%	25.7%	30.7%	35.2%
净利润	385	330	410	481	560	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	64	61	59	60	65	流动比率	5.24	4.16	2.89	2.44	2.17
财务费用	(17)	(13)	(8)	(1)	5	速动比率	4.24	3.24	2.23	1.89	1.69
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	营运能力					
营运资金变动	130	24	(20)	(62)	(75)	应收账款周转率	38.8	31.6	35.8	37.8	38.6
其它	(121)	25	(1)	5	16	存货周转率	3.0	3.1	3.3	3.3	3.3
经营活动现金流	438	423	438	479	568	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
资本支出	(61)	(43)	(69)	(108)	(90)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.79	0.67	0.83	0.97	1.13
其他	(213)	156	3	3	3	每股经营现金流	0.93	0.91	0.94	1.03	1.22
投资活动现金流	(274)	113	(66)	(105)	(87)	每股净资产	4.51	3.87	3.77	3.92	4.08
债权融资	(306)	12	(6)	3	(1)	估值比率					
股权融资	403	(11)	32	0	0	市盈率	15.7	18.5	14.9	12.7	10.9
其他	(453)	(638)	(247)	(171)	(233)	市净率	2.7	3.2	3.3	3.2	3.0
筹资活动现金流	(356)	(637)	(221)	(169)	(235)	EV/EBITDA	9.4	9.3	8.1	7.0	6.0
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.8	10.6	9.1	7.7	6.5
现金净增加额	(192)	(102)	152	205	246						

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

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。