

利民股份 (002734.SZ)

杀菌剂景气度提升，与大客户合作深化

优于大市

核心观点

主营产品量价齐升，业绩实现大幅增长。2025年，公司实现营业收入45.27亿元，同比增长6.83%；实现归母净利润4.80亿元，同比大幅增长489.70%；扣非后归母净利润4.54亿元，同比增长786.88%。公司业绩高增主要源于：1) 核心产品量价齐升与成本优化，推动公司整体毛利率同比提升6.92pcts至26.40%；2) 对联营企业新河公司（主营产品百菌清）的投资收益大幅增加，全年确认投资收益1.06亿元，其中对联营合营企业投资收益9666万元，同比增加8334万元。2025年以来，公司相继与巴斯夫、拜耳签署合作协议，与大客户的合作正持续加深。

2026年第一季度，公司实现营业收入13.28亿元，同比增长9.65%；实现归母净利润1.32亿元，同比增长22.23%，净利润的增长主要得益于核心产品价格持续上涨带来的毛利率提升。

核心产品景气度向好，盈利能力增强。2025年，利民股份的农用杀菌剂实现营业收入24.73亿元，同比增长14.95%，毛利率33.57%，同比提升6.03pcts；农用杀虫剂实现营业收入12.16亿元，同比下降5.02%，毛利率22.23%，同比提升7.17pcts；农用除草剂实现营业收入3.13亿元，同比下降17.90%，毛利率-8.45%，同比提升6.67pcts；兽药实现营业收入4.58亿元，同比增长19.91%，毛利率20.29%，同比下降1.17pcts。

新业务布局加速，AI+农药创制与合成生物学打开成长空间。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。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。

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。我们看好公司多个主营产品涨价带来的利润弹性，与大客户的合作程度持续深化，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年盈利预测并新增2028年盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润分别为5.88/6.47/7.11亿元，EPS为1.24/1.36/1.49元，对应当前股价PE为14.2/12.9/11.7X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,237	4,527	5,070	5,552	5,996
(+/-%)	0.3%	6.8%	12.0%	9.5%	8.0%
归母净利润(百万元)	81	480	588	647	711
(+/-%)	31.1%	489.7%	22.6%	10.0%	10.0%
每股收益(元)	0.22	1.01	1.24	1.36	1.49
EBIT Margin	4.4%	12.6%	14.4%	14.4%	14.6%
净资产收益率(ROE)	3.1%	12.1%	13.6%	13.8%	13.9%
市盈率(PE)	79.1	17.4	14.2	12.9	11.7
EV/EBITDA	18.2	11.4	10.7	10.1	9.5
市净率(PB)	2.44	2.11	1.94	1.78	1.63

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

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

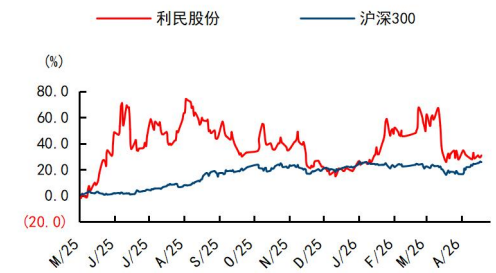
wangxinhang@guosen.com.cn

S0980525080002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.55元
总市值/流通市值	8351/7623百万元
52周最高价/最低价	24.87/12.14元
近3个月日均成交额	755.77百万元

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)-与拜耳签订16亿元供货合同，持续深化与大客户合作》——2026-02-28
- 《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

主营产品量价齐升，业绩实现大幅增长。2025年，公司实现营业收入45.27亿元，同比增长6.83%；实现归母净利润4.80亿元，同比大幅增长489.70%；扣非后归母净利润4.54亿元，同比增长786.88%。公司业绩高增主要源于：1) 核心产品量价齐升与成本优化，推动公司整体毛利率同比提升6.92 pcts至26.40%；2) 对联营企业新河公司（主营产品百菌清）的投资收益大幅增加，全年确认投资收益1.06亿元，其中对联营合营企业投资收益9666万元，同比增加8334万元。2025年以来，公司相继与巴斯夫、拜耳签署合作协议，与大客户的合作正持续加深。2026年第一季度，公司实现营业收入13.28亿元，同比增长9.65%；实现归母净利润1.32亿元，同比增长22.23%，净利润的增长主要得益于核心产品价格持续上涨带来的毛利率提升。

图1：利民股份营业收入及增速


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：利民股份季度归母净利润及增速


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心产品景气度持续向好，盈利能力增强

农药业务毛利率实现明显改善。2025年，利民股份的农用杀菌剂实现营业收入24.73亿元，同比增长14.95%，毛利率33.57%，同比提升6.03 pcts；农用杀虫剂实现营业收入12.16亿元，同比下降5.02%，毛利率22.23%，同比提升7.17 pcts；农用除草剂实现营业收入3.13亿元，同比下降17.90%，毛利率-8.45%，同比提升6.67 pcts；兽药实现营业收入4.58亿元，同比增长19.91%，毛利率20.29%，同比下降1.17 pcts。

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3.05万元/吨，同时主要原材料乙二胺的价格在2025年处于低位，显著降低了生产成本，推动毛利率提升。需求方面，公司积极拓展巴西等南美市场，代森锰锌原药巴西自主登记于2025年4月获得正式批准，并于2025年8月收购了巴西代森锰锌制剂登记证，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。此外，2026年2月公司与拜耳签订了6年合计约16亿元农用化学品长期供货合同，我们预计今年利民股份的代森锰锌销量将实现可观增长。

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4月的2.8万元/吨，公司持续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 62、46 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。

兽药：公司拥有泰乐菌素（产能 500 吨/年）、泰妙菌素（产能 600 吨）等发酵产品，具备一定柔性生产能力，这些产品部分受益于兽药市场回暖，价格上涨，为公司贡献稳定利润。以泰乐菌素为例，据百川盈孚，2026 年 4 月 23 日国内酒石酸泰乐菌素市场主流成交参考 285 元/千克，较 2025 年初的 235 元/千克上涨 21.28%。

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

新业务布局加速，AI+农药创制与合成生物学打开成长空间。2024 年，公司完成对德彦智创” 51%股权收购，德彦智创积极应用 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。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。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们看好公司多个主营产品景气度修复，与大客户的合作程度持续深化，以及公司未来在农药创新领域取得进展。我们维持对公司 2026/2027 年盈利预测并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.88/6.47/7.11 亿元，EPS 为 1.24/1.36/1.49 元，对应当前股价 PE 为 14.2/12.9/11.7X，维持“优于大市”评级。

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。

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 (2026/4/23)	EPS			PE			PB	总市值 亿元
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E		
002734.SZ	利民股份	农药原药、制剂	17.55	1.01	1.24	1.36	17.4	14.2	12.9	2.11	84
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	70.99	3.17	3.99	4.64	21.9	17.8	15.3	2.68	288

002258.SZ 利尔化学 农药原药、制剂 13.85 0.60 0.77 0.95 21.8 17.9 14.6 1.41 111

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）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	666	769	900	1100	1300	营业收入	4237	4527	5070	5552	5996
应收款项	671	764	695	761	821	营业成本	3412	3332	3676	4025	4347
存货净额	763	696	747	823	892	营业税金及附加	31	34	37	40	42
其他流动资产	238	294	228	222	240	销售费用	145	119	127	140	151
流动资产合计	2443	2626	2673	3008	3356	管理费用	308	315	326	350	370
固定资产	3255	2983	2758	2541	2319	研发费用	154	157	176	197	213
无形资产及其他	480	444	422	400	378	财务费用	68	56	14	17	13
投资性房地产	165	146	146	146	146	投资收益	7	106	0	0	0
长期股权投资	317	387	387	387	387	资产减值及公允价值变动	(44)	(55)	0	0	0
资产总计	6660	6586	6385	6482	6585	其他收入	(123)	(137)	(176)	(197)	(213)
短期借款及交易性金融负债	1074	877	1000	1000	1000	营业利润	114	585	714	783	861
应付款项	918	699	934	1029	1116	营业外净收支	2	(3)	0	0	0
其他流动负债	673	597	576	633	685	利润总额	115	583	714	783	861
流动负债合计	2664	2172	2510	2662	2801	所得税费用	22	72	88	94	103
长期借款及应付债券	1239	331	331	331	331	少数股东损益	12	31	38	42	46
其他长期负债	62	42	42	42	42	归属于母公司净利润	81	480	588	647	711
长期负债合计	1300	373	373	373	373	现金流量表（百万元）					
负债合计	3965	2545	2883	3035	3174	净利润	81	480	588	647	711
少数股东权益	53	80	103	129	156	资产减值准备	33	(1)	(3)	(4)	(5)
股东权益	2643	3961	4314	4702	5128	折旧摊销	384	389	325	333	340
负债和股东权益总计	6660	6586	7300	7865	8459	公允价值变动损失	44	55	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	68	56	14	17	13
每股收益	0.22	1.01	1.24	1.36	1.49	营运资本变动	6	(379)	312	12	(14)
每股红利	0.44	0.30	0.49	0.54	0.60	其它	(45)	23	26	29	32
每股净资产	7.20	8.32	9.07	9.88	10.78	经营活动现金流	504	567	1248	1017	1065
ROIC	2.67%	10.39%	14%	16%	18%	资本开支	0	(21)	(90)	(90)	(90)
ROE	3.08%	12.11%	14%	14%	14%	其它投资现金流	(95)	2	0	0	0
毛利率	19%	26%	28%	28%	27%	投资活动现金流	(126)	(89)	(90)	(90)	(90)
EBIT Margin	4%	13%	14%	14%	15%	权益性融资	14	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	21%	21%	20%	20%	负债净变化	(51)	8	0	0	0
收入增长	0%	7%	12%	10%	8%	支付股利、利息	(161)	(144)	(235)	(259)	(285)
净利润增长率	31%	490%	23%	10%	10%	其它融资现金流	(110)	(104)	123	0	0
资产负债率	60%	40%	41%	40%	39%	融资活动现金流	(519)	(375)	(112)	(259)	(285)
股息率	1.9%	1.7%	2.8%	3.1%	3.4%	现金净变动	(140)	103	1046	668	690
P/E	79.1	17.4	14.2	12.9	11.7	货币资金的期初余额	807	666	769	900	1100
P/B	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6	货币资金的期末余额	666	769	1815	1568	1790
EV/EBITDA	18.2	11.4	10.7	10.1	9.5	企业自由现金流	0	488	1186	959	1005
						权益自由现金流	0	392	1297	944	993

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