

毛利率稳步提升，恒宁项目减亏显著

核心观点

- 景气底部收入及毛利率逆势增长：**2025 年农药行业整体还是在底部震荡，大多数产品景气度表现低迷。但公司在景气底部持续推动原药的负荷提升、品类丰富及成本优化，2025 年公司农药销量同比增长 5.61%，农药销售均价同比提升 2.01%。以上共同推动公司 2025 年整体实现营业收入 42.03 亿元，同比增长 7.55%，毛利率达到 24.97%，同比提升 1.04pct。利润则主要受到管理费用和财务费用明显提升的影响，其中管理费用中因车间技改带来的停工损失达到 1.07 亿元，整体导致管理费用同比增加 8000 万左右，而财务费用也因汇率波动带来的汇兑损失增加同比提升 792.97%至 1661 万元。费用端的扰动使得公司 2025 年实现归母净利润 1.82 亿元，同比小幅增长 0.32%。今年一季度公司继续推进车间三化改造，一定程度影响了收入也抬升了整体费用水平，同时受到产品和原材料价格波动影响，虽然一季度毛利率同比持续提升至 25.19%（去年同期为 23.97%），但归母净利润同比下滑 28.22%至 0.75 亿。
- 恒宁基地开工优化持续减亏：**恒宁子公司作为公司发展的重要第二增长极，是近几年资本开支的重点方向。但自 22 年 6 月一期整体及 24 年 8 月二期部分原药投产以来，效益一直未达预期，23、24 全年分别亏损 1.41 亿、1.63 亿，我们推测是前期公辅设施投资较重而装置开工率不高所致。随着恒宁项目产能利用率逐步提升、新产品放量和成本下降，子公司 2025 年上半年亏损 0.65 亿，下半年亏损收窄至 0.29 亿，2025 全年亏损 0.94 亿，较同期大幅减亏。未来随着恒宁基地布局的大单品持续落地，开工率逐渐提升，子公司有望持续减亏并带来正向贡献。

盈利预测与投资建议

- 我们依据 2025 年及 2026 年的实际情况对主要原药产品、原材料价格以及制剂收入进行调整，并更新了未来费用率预测，我们预测 26-28 年公司 EPS 为 0.92、1.26 和 1.47 元（原 26-27 年预测为 1.35 和 1.79 元），按照可比公司 26 年 18 倍市盈率，给予目标价 16.56 元并维持买入评级。

风险提示

- 新产能投放不及预期；终端市场开拓不及预期；产品和原材料价格波动。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,908	4,203	4,832	5,479	6,065
同比增长(%)	-11.2%	7.6%	15.0%	13.4%	10.7%
营业利润(百万元)	242	242	401	548	643
同比增长(%)	-57.5%	-0.3%	65.8%	36.7%	17.3%
归属母公司净利润(百万元)	181	182	322	440	514
同比增长(%)	-61.7%	0.3%	76.9%	36.5%	16.9%
每股收益(元)	0.52	0.52	0.92	1.26	1.47
毛利率(%)	23.9%	25.0%	26.2%	26.8%	27.1%
净利率(%)	4.6%	4.3%	6.7%	8.0%	8.5%
净资产收益率(%)	5.3%	5.3%	9.0%	11.3%	12.2%
市盈率	23.6	23.5	13.3	9.7	8.3
市净率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

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声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年05月11日）	12.23元
目标价格	16.56元
52周最高价/最低价	15.75/12.15元
总股本/流通A股（万股）	34,965/33,988
A股市值（百万元）	4,276
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年05月12日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-4.08	-10.53	-14.54	-4.17
相对表现%	-7.09	-17.33	-19.59	-32.92
沪深300%	3.01	6.8	5.05	28.75



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

二季度业绩同比增长，恒宁基地持续减亏 2025-09-02
行业景气基本触底，期待新项目放量 2024-06-24

表 1：可比公司估值（截至 2026/5/11）

可比公司	最新 价格	每股收益（元）				市盈率			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
扬农化工	67.00	3.17	3.99	4.63	5.16	21.12	16.77	14.47	12.98
利尔化学	12.37	0.60	0.76	0.93	1.08	20.68	16.18	13.26	11.49
泰禾股份	27.39	1.04	1.25	1.52	1.84	26.46	21.85	18.05	14.89
联化科技	17.09	0.40	0.64	0.79	1.12	42.49	26.66	21.56	15.29
润丰股份	79.30	3.72	4.93	6.05	7.26	21.32	16.10	13.10	10.92
调整后平均						22.97	18.27	15.26	13.12

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	1,347	1,134	1,201	1,348	1,736	营业收入	3,908	4,203	4,832	5,479	6,065
应收票据、账款及款项融资	873	1,090	1,167	1,372	1,492	营业成本	2,973	3,153	3,567	4,013	4,422
预付账款	69	76	86	99	109	销售费用	202	237	277	323	363
存货	933	809	1,018	1,087	1,230	管理费用	226	304	268	257	255
其他	452	460	504	505	510	研发费用	209	234	258	297	330
流动资产合计	3,675	3,570	3,976	4,411	5,077	财务费用	2	17	24	24	21
长期股权投资	0	0	67	67	67	资产、信用减值损失	56	36	46	21	33
固定资产	2,098	2,326	2,295	2,292	2,273	公允价值变动收益	(10)	4	0	0	0
在建工程	354	101	389	490	494	投资净收益	12	18	12	10	10
无形资产	500	480	458	436	414	其他	(1)	(1)	(4)	(7)	(10)
其他	237	236	223	223	223	营业利润	242	242	401	548	643
非流动资产合计	3,189	3,143	3,432	3,508	3,470	营业外收入	18	2	10	10	7
资产总计	6,864	6,714	7,408	7,919	8,547	营业外支出	10	8	8	9	8
短期借款	1,203	996	1,100	1,048	1,074	利润总额	251	236	402	550	642
应付票据及应付账款	1,460	1,495	1,722	1,920	2,125	所得税	69	55	80	110	128
其他	563	568	640	694	753	净利润	181	182	322	440	514
流动负债合计	3,226	3,059	3,461	3,661	3,952	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	181	182	322	440	514
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.52	0.52	0.92	1.26	1.47
其他	214	223	223	223	223						
非流动负债合计	214	223	223	223	223	主要财务比率					
负债合计	3,440	3,282	3,684	3,884	4,175		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	340	350	350	350	350	营业收入	-11.2%	7.6%	15.0%	13.4%	10.7%
资本公积	705	703	774	774	774	营业利润	-57.5%	-0.3%	65.8%	36.7%	17.3%
留存收益	2,336	2,348	2,565	2,876	3,214	归属于母公司净利润	-61.7%	0.3%	76.9%	36.5%	16.9%
其他	43	31	35	35	35	获利能力					
股东权益合计	3,424	3,431	3,724	4,034	4,372	毛利率	23.9%	25.0%	26.2%	26.8%	27.1%
负债和股东权益总计	6,864	6,714	7,408	7,919	8,547	净利率	4.6%	4.3%	6.7%	8.0%	8.5%
						ROE	5.3%	5.3%	9.0%	11.3%	12.2%
						ROIC	4.0%	4.4%	7.3%	9.2%	10.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	50.1%	48.9%	49.7%	49.1%	48.8%
净利润	181	182	322	440	514	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	223	261	223	239	257	流动比率	1.14	1.17	1.15	1.20	1.28
财务费用	2	17	24	24	21	速动比率	0.83	0.89	0.84	0.89	0.96
投资损失	(12)	(18)	(12)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(32)	(49)	(48)	(55)	(46)	应收账款周转率	4.2	3.8	3.8	3.9	3.8
其它	(75)	20	67	21	33	存货周转率	2.9	3.4	3.7	3.6	3.6
经营活动现金流	286	413	575	658	768	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(478)	(194)	(463)	(316)	(219)	每股指标(元)					
长期投资	68	1	(70)	0	0	每股收益	0.52	0.52	0.92	1.26	1.47
其他	376	(121)	(21)	10	10	每股经营现金流	0.84	1.18	1.65	1.88	2.20
投资活动现金流	(34)	(314)	(554)	(306)	(209)	每股净资产	9.79	9.81	10.65	11.54	12.50
债权融资	(0)	(0)	0	(0)	0	估值比率					
股权融资	31	8	71	0	0	市盈率	23.6	23.5	13.3	9.7	8.3
其他	(274)	(73)	(25)	(204)	(170)	市净率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
筹资活动现金流	(243)	(66)	46	(204)	(170)	EV/EBITDA	8.5	7.6	6.1	4.9	4.3
汇率变动影响	0	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.2	15.3	9.3	6.9	6.0
现金净增加额	9	32	67	147	388						

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。