

基础化工

2026年05月13日

海利尔 (603639)

——恒宁基地持续减亏，行业景气有望持续修复

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2026年05月12日	
收盘价(元)	12.01
一年内最高/最低(元)	16.28/12.00
市净率	1.2
股息率(分红/股价)	4.16
流通A股市值(百万元)	4,082
上证指数/深证成指	4,214.49/15,824.92

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2026年03月31日	
每股净资产(元)	10.05
资产负债率%	49.32
总股本/流通A股(百万)	350/340
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

周超 A0230525090001
zhouchao@swsresearch.com

研究支持

李彦宏 A0230125030002
liyih@swsresearch.com

联系人

李彦宏 A0230125030002
liyih@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年报：**报告期内，公司实现营收 42.03 亿元 (YoY+8%)，归母净利润 1.82 亿元 (YoY+0%)，扣非净利润 1.58 亿元 (YoY-3%)，销售毛利率 24.97 (YoY+1.04pct)，销售净利率 4.33% (YoY-0.31pct)。其中 25Q4 单季度实现营收 8.12 亿元 (YoY+17%，QoQ+4%)，归母净利润-0.26 亿元 (YoY-79%，QoQ-503%)，扣非净利润-0.35 亿元 (YoY-118%，QoQ-1441%)，销售毛利率 28.08% (YoY+4.71pct，QoQ+2.65pct)，销售净利率-3.20% (YoY-1.11pct，QoQ-4.02pct)，业绩不及预期。25Q4 管理费用 1.35 亿元，环比变动较大，对业绩影响较大，主要系安全生产费投入、车间三化提升改造期间人工及折旧费用、股份支付等费用增加。公司发布 2025 年利润分配预案：公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.3 元，共计派发现金红利 1.05 亿元，占归母净利润的比例为 57.65%。
- **公司发布 2026 年一季报：**26Q1 单季度实现营收 11.62 亿元 (YoY-8%，QoQ+43%)，归母净利润 0.75 亿元 (YoY-28%，QoQ+390%)，扣非净利润 0.67 亿元 (YoY-30%，QoQ+291%)，销售毛利率 25.19% (YoY+1.22pct，QoQ-2.89pct)，销售净利率 6.48% (YoY-1.82pct，QoQ+9.68pct)，业绩符合预期。其中管理费用 0.99 亿元，去年同期为 0.57 亿元，对业绩影响较大。
- **25 年恒宁基地持续减亏，核心产品价格依旧承压。**根据公司公告，25 年公司农药实现营业收入 41.03 亿元 (YoY+8%)，销量 5.98 万吨 (YoY+6%)，单吨价格 6.87 万元 (YoY+2%)，毛利率 24.44% (YoY+0.80pct)；肥料实现营收 0.73 亿元 (YoY+9%)，销量 0.84 万吨 (YoY+30%)，单吨价格 0.87 万元 (YoY-16%)，毛利率 49.58% (YoY+8.90pct)。根据中农立华原药数据，2025 年丙硫菌唑价格 12.96 万元/吨 (YoY-10%)，吡唑醚菌酯价格 15.07 万元/吨 (YoY-7%)，苯醚甲环唑价格 8.99 万元/吨 (YoY-9%)，吡虫啉价格 6.82 万元/吨 (YoY-12%)，啶虫脒 6.71 万元/吨 (YoY-7%)，噻虫嗪 5.28 万元/吨 (YoY-7%)，噻虫胺价格 6.51 万元/吨 (YoY-9%)，甲维盐价格 67.25 万元/吨 (YoY+19%)。2025 年，公司产销量持续提升，恒宁项目陆续达产、成本下降，经营业绩保持稳健增长。子公司青岛奥迪斯 20,000 吨农用化学品制剂及肥料制造项目已建设完工，青岛恒宁二期项目于 2022 年开工建设，其中二批项目啶虫脒原药及吡虫啉原药已于 2024 年试生产，正在建设氟唑菌酰胺、联苯吡菌胺等原药项目。报告期内青岛恒宁实现净利润-0.94 亿元，去年同期为-1.63 亿元，同比实现减亏，随着后续产能陆续爬坡，氟唑菌酰胺、联苯吡菌胺等原药项目建设持续推进，丰富的产品布局有望加速扭亏为盈。
- **26Q1 公司核心产品迎普涨潮，丰富的产能布局有望持续受益。**海外地缘冲突持续扰动全球能源供应链，导致原材料价格上涨。目前行业进入刚需旺季，价格传导顺畅，产品整体走势呈现普涨局面。根据中农立华原药数据，截至 2026 年 5 月 10 日，噻虫嗪价格 6.1 万元/吨，年初至今涨幅 20%，噻虫胺价格 7.5 万元/吨，年初至今涨幅 21%，吡虫啉价格 8.2 万元/吨，年初至今涨幅 24%，啶虫脒价格 7.0 万元/吨，年初至今涨幅 17%，吡虫啉价格 13.0 万元/吨，年初至今涨幅 24%，苯醚甲环唑价格 9.5 万元/吨，年初至今涨幅 12%。恒宁基地的持续推进有效深化了公司制剂、原药和中间体一体化战略，实现农药制剂业务与原药业务互相补充、互相促进，将有利削弱原药的周期性波动风险，丰富的产能布局也有望在本轮涨价潮中持续受益。
- **投资分析意见：**我们预计 2026-2028 年原药销量增速分别为 15%、13%、5%，营收增速分别为 17%、12%、6%，毛利率分别为 22%、22%、23%；制剂营收增速分别为 10%、10%、10%，毛利率分别为 27%、28%、28%。下调公司 2026-2027 年归母净利润预测分别为 2.69、3.35 亿元 (原值为 4.45、5.56 亿元)，新增 2028 年归母净利润预测为 4.01 亿元，当前市值对应 PE 分别为 16、13、10X，根据 wind 一致预期，可比公司扬农化工、润丰股份、和邦生物 2026 年平均 PE 为 18X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 新项目进展不及预期；2) 产品价格大幅下跌；3) 原材料价格大幅上涨。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4,203	1,162	4,771	5,299	5,722
同比增长率(%)	7.6	-8.1	13.5	11.1	8.0
归母净利润(百万元)	182	75	269	335	401
同比增长率(%)	0.3	-28.2	47.7	24.5	19.9
每股收益(元/股)	0.54	0.22	0.77	0.96	1.15
毛利率(%)	25.0	25.2	24.6	25.1	25.6
ROE(%)	5.3	2.1	7.4	8.7	9.9
市盈率	23		16	13	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,908	4,203	4,771	5,299	5,722
其中：营业收入	3,908	4,203	4,771	5,299	5,722
减：营业成本	2,973	3,153	3,599	3,969	4,256
减：税金及附加	19	21	23	26	28
主营业务利润	916	1,029	1,149	1,304	1,438
减：销售费用	202	237	239	254	263
减：管理费用	226	304	334	360	372
减：研发费用	209	234	250	275	300
减：财务费用	2	17	8	8	8
经营性利润	277	237	318	407	495
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-12	-20	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-44	-16	0	0	0
加：投资收益及其他	21	41	40	40	40
营业利润	242	242	358	446	535
加：营业外净收入	8	-5	-6	-6	-6
利润总额	251	236	352	440	529
减：所得税	69	55	83	105	127
净利润	181	182	269	335	401
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	181	182	269	335	401

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。