

公司研究

22Q3 业绩同比稳步增长，原药制剂新增产能有序推进

——海利尔（603639.SH）2022年三季度报点评

要点

事件：公司发布2022年三季度报，2022年前三季度公司实现营收38.0亿元，同比增长47.2%；实现归母净利润4.3亿元，同比增加38.4%；实现扣非后归母净利润4.8亿元，同比增加62.9%。其中2022Q3公司实现营收9.9亿元，同比增加59.0%，环比减少38.4%；实现归母净利润1.0亿元，同比增加22.7%，环比减少45.7%。

三季度为农药传统销售淡季，22Q3公司业绩同比增长环比下降。受益于农药的价量齐升，22Q3公司业绩同比增长，但22年8月，公司全资子公司山东海利尔发生的安全事故，对公司生产经营业绩造成了一定影响，叠加三季度是农药的传统销售淡季，22Q3公司业绩环比下降。销量方面，22Q3公司农药的销量为1.17万吨，环比减少26.1%，但同比增加64.5%；肥料的销量为961.26吨，同环比分别减少49.9%、61.2%。销售单价方面，22Q3农药价格环比有所回落，公司农药的平均售价为8.22元/吨，同环比分别减少2.1%、17.9%；肥料价格环比上涨，公司肥料的平均售价1.15元/吨，同环比分别增加27.7%、61.3%。成本端，2022年前三季度公司主要原材料产品价格持续波动，丙烯腈、二甲基甲酰胺、甲苯、一甲胺精品、液氯同比分别变动-21.08%、+13.91%、+49.03%、+107.29%、-59.42%。另外，公司持续加大研发投入，2022年前三季度公司的研发费用同比上涨51.2%至1.60亿元。

农药一体化产业链布局进展良好，制剂和原药产品登记布局完善。公司不断深化原药和中间体、制剂一体化战略。22年6月，公司青岛恒宁一期项目杀虫剂丁醚脲原药、溴虫腈原药和杀菌剂苯醚甲环唑原药、丙环唑原药进入试生产，青岛恒宁二期项目进入建设阶段。山东海利尔还将新建新型杀菌剂、除草剂原药及原药中间体建设项目，主要包括年产3000吨丙硫菌唑原药产品。另外，公司还不断加强对外开拓力度，通过多品种、多市场以对冲市场变化带来的不利影响。与此同时，公司制剂和原药产品种类丰富、结构完善，截至22H1，公司拥有238个农药登记证和7个肥料登记证，广泛涵盖了杀虫剂、杀菌剂、除草剂等制剂和原药以及含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料、中量元素水溶肥料、微量元素水溶肥料和含腐植酸水溶肥料。

盈利预测、估值与评级：公司22Q3业绩增长符合预期。考虑到公司新增产能建设稳步推进，我们维持公司22-24年的盈利预测，预计22-24年公司归母净利润分别为6.03/8.04/9.91亿元。伴随着公司恒宁项目和奥迪斯项目的有序开展，公司仍具有较好的发展潜力，维持“增持”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，产能建设不及预期，下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,227	3,699	4,254	5,299	6,344
营业收入增长率	30.83%	14.62%	15.02%	24.55%	19.72%
净利润（百万元）	407	450	603	804	991
净利润增长率	28.78%	10.59%	34.04%	33.31%	23.29%
EPS（元）	1.71	1.32	1.77	2.36	2.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.54%	14.79%	18.25%	20.00%	20.27%
P/E	15	19	14	11	9
P/B	2.3	2.8	2.6	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-31，注：2020年年末公司总股本为2.37亿股，2021年年末公司总股本为3.40亿股，2022年及以后公司总股本为3.41亿股

增持（维持）

当前价：25.20元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.41
总市值(亿元)	85.85
一年最低/最高(元)	17.03/28.95
近3月换手率	74.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	21.91	38.45	59.23
绝对	14.13	22.21	36.70

资料来源：Wind

相关研报

农药量价提升业绩稳增长，新项目有序推进拓宽发展空间——海利尔（603639.SH）2021年年报及2022年一季报点评（2022-04-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,227	3,699	4,254	5,299	6,344
营业成本	2,262	2,600	2,887	3,481	4,167
折旧和摊销	89	117	120	151	185
税金及附加	9	11	12	16	19
销售费用	159	172	203	250	301
管理费用	169	214	235	299	354
研发费用	141	163	187	233	279
财务费用	47	23	72	89	96
投资收益	21	29	29	29	29
营业利润	467	530	703	933	1,146
利润总额	462	514	687	917	1,130
所得税	55	64	84	114	139
净利润	407	450	603	804	991
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	407	450	603	804	991
EPS(元)	1.71	1.32	1.77	2.36	2.91

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	588	438	674	827	1,083
净利润	407	450	603	804	991
折旧摊销	89	117	120	151	185
净营运资金增加	56	245	172	426	398
其他	36	-373	-222	-555	-491
投资活动产生现金流	-362	-356	-612	-646	-621
净资本支出	-322	-677	-650	-650	-650
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-41	322	38	4	29
融资活动现金流	-140	52	64	57	-225
股本变化	68	102	1	0	0
债务净变化	29	199	475	237	-8
无息负债变化	414	204	72	269	317
净现金流	79	133	126	237	238

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.9%	29.7%	32.1%	34.3%	34.3%
EBITDA 率	18.6%	18.4%	20.4%	22.4%	22.6%
EBIT 率	15.8%	15.2%	17.6%	19.6%	19.7%
税前净利润率	14.3%	13.9%	16.1%	17.3%	17.8%
归母净利润率	12.6%	12.2%	14.2%	15.2%	15.6%
ROA	9.4%	8.7%	10.1%	11.2%	11.9%
ROE (摊薄)	15.5%	14.8%	18.2%	20.0%	20.3%
经营性 ROIC	18.9%	15.5%	16.9%	18.9%	19.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	39%	41%	44%	44%	41%
流动比率	1.63	1.46	1.23	1.26	1.35
速动比率	1.16	1.01	0.85	0.87	0.93
归母权益/有息债务	23.59	9.80	4.21	3.93	4.82
有形资产/有息债务	32.94	14.50	6.71	6.31	7.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,313	5,140	5,952	7,170	8,350
货币资金	508	841	967	1,205	1,442
交易性金融资产	559	169	169	169	169
应收账款	598	634	712	916	1,082
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	17	12	25	29	35
存货	760	887	986	1,191	1,428
其他流动资产	84	122	122	122	122
流动资产合计	2,643	2,887	3,172	3,867	4,581
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	4	5	5	5	5
固定资产	791	835	1,084	1,349	1,614
在建工程	130	531	713	850	953
无形资产	591	564	603	640	677
商誉	9	9	9	9	9
其他非流动资产	44	151	151	151	151
非流动资产合计	1,670	2,253	2,780	3,304	3,768
总负债	1,697	2,100	2,648	3,153	3,462
短期借款	111	310	785	1,022	1,014
应付账款	552	538	598	721	862
应付票据	384	531	589	710	850
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	4	4	4	4
流动负债合计	1,620	1,982	2,570	3,075	3,384
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	45	45	45	45
非流动负债合计	78	118	78	78	78
股东权益	2,616	3,040	3,304	4,017	4,888
股本	237	340	341	341	341
公积金	775	776	832	832	832
未分配利润	1,586	1,958	2,165	2,878	3,748
归属母公司权益	2,616	3,040	3,304	4,017	4,888
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.92%	4.64%	4.78%	4.71%	4.75%
管理费用率	5.25%	5.79%	5.52%	5.65%	5.58%
财务费用率	1.47%	0.63%	1.69%	1.69%	1.52%
研发费用率	4.36%	4.42%	4.39%	4.40%	4.39%
所得税率	12%	13%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.30	1.00	0.27	0.35	0.44
每股经营现金流	2.47	1.29	1.98	2.43	3.18
每股净资产	11.02	8.95	9.70	11.79	14.35
每股销售收入	13.59	10.88	12.49	15.55	18.62

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	15	19	14	11	9
PB	2.3	2.8	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.6	12.8	10.5	7.9	6.5
股息率	1.2%	4.0%	1.1%	1.4%	1.7%

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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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和 Everbright Securities(UK) Company Limited 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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 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
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE