

2026 年 06 月 24 日

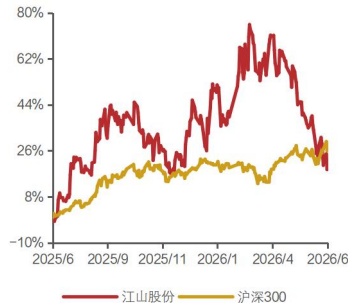
投资评级： 买入（首次）

证券分析师

李辉
SAC: S1350526010001
lihui01@huayuanstock.com
张峰
SAC: S1350525120003
zhangfeng03@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
沈露瑶
SAC: S1350526060002
shenluyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 06 月 24 日

收盘价（元）	21.69
一年内最高/最低（元）	33.30/18.17
总市值（百万元）	9,340.80
流通市值（百万元）	9,340.80
总股本（百万股）	430.65
资产负债率（%）	55.22
每股净资产（元/股）	9.71

资料来源：聚源数据

江山股份(600389.SH)

——基本盘稳定，成长性较强

投资要点：

- **草甘膦成本高压下，公司可通过调整不同工艺生产负荷及内部产业链协同有效降低成本冲击。**2026 年 3 月以来，受国际地缘政治冲突及石油等原料价格波动因素影响，草甘膦价格持续上涨，根据百川盈孚数据，2026 年 3 月/4 月/5 月草甘膦均价分别为 26089/ 33365/ 31766 元/吨，同比分别+13.6%/+44.7%/+36.7%。5 月以来，春耕逐步结束，下游需求减弱，截至 2026 年 6 月 23 日草甘膦价格为 27292 元/吨，较 4 月高点下跌约 7000 元/吨，与此同时，原材料硫磺/黄磷价格持续上涨，对草甘膦生产企业形成成本压力。公司草甘膦分为 IDAN 和甘氨酸法两种工艺路线，可以根据原材料价格变化灵活调整生产负荷以优化综合成本。此外，公司贵州江山一期 5 万吨/年草甘膦项目已于 2025 年底建成，瓮福江山一期 6.6 万吨黄磷项目已于 2025 年 12 月投产，通过内部产业链协同公司可以有效降低硫磺/黄磷涨价带来的成本冲击。
- **苯嘧草唑终端使用价格竞争力强，二季度或开始贡献利润。**公司独家生产的专利化合物苯嘧草唑已于 2026 年 2 月获得国内登记证，苯嘧草唑产品定价高（我们测算 100%含量原药终端指导零售价为 250 万元/吨），但每亩使用成本相对较低。根据公司测算，10%苯嘧草唑 EW 使用成本为 10-15 元/亩，相较同行业类似产品竞争力强。公司预计可在 2026 年底前取得 31%草甘膦·苯嘧草唑 OD 国内农药登记，该制剂每亩使用成本为 10.5-13.1 元，价格竞争力进一步提高。2026 年 3 月 15 日，公司举办苯嘧草唑全球上市发布会，首发签单金额突破 2.58 亿元，我们预计 2026Q2 苯嘧草唑或开始贡献收入及利润。
- **管理层增持完毕，秉承积极稳定分红政策，注重股东回报。**2026 年 5 月 29 日，公司 9 名董事及高级管理人员使用 2025 年度激励专项奖励，通过集中竞价方式合计增持公司股份 27.7 万股，增持金额 691.66 万元。此外，公司积极与股东共享发展成果，2025 年度公司共分红 2 次，合计现金分红总额达到 2.37 亿元，占公司 2025 年度归母净利润的 44.47%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.00/9.43/11.31 亿元，同比增速分别为 50.24%/17.86%/19.91%，当前股价对应的 PE 分别为 11.7/9.9/8.3 倍。公司是草甘膦行业头部企业之一，基本盘业务扎实，且第二第三基地开始放量，预计未来成长空间充足，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：产品价格波动、产能投放进度不及预期、新产品推广不及预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,432	5,816	7,436	8,308	9,256
同比增长率（%）	6.80%	7.08%	27.85%	11.73%	11.41%
归母净利润（百万元）	224	533	800	943	1,131
同比增长率（%）	-20.69%	137.35%	50.24%	17.86%	19.91%
每股收益（元/股）	0.52	1.24	1.86	2.19	2.63
ROE（%）	6.03%	13.32%	17.68%	18.32%	19.18%
市盈率（P/E）	41.63	17.54	11.67	9.90	8.26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	875	744	831	926
应收票据及账款	622	756	845	942
预付账款	58	91	101	113
其他应收款	6	18	20	22
存货	851	1,130	1,237	1,355
其他流动资产	1,408	1,274	1,384	1,505
流动资产总计	3,821	4,013	4,419	4,862
长期股权投资	862	1,062	1,362	1,712
固定资产	3,053	3,995	5,613	6,709
在建工程	1,431	1,215	750	750
无形资产	416	426	463	499
长期待摊费用	12	11	10	15
其他非流动资产	137	167	167	167
非流动资产合计	5,909	6,876	8,365	9,852
资产总计	9,730	10,888	12,784	14,713
短期借款	435	662	1,667	2,606
应付票据及账款	1,997	2,183	2,390	2,617
其他流动负债	1,320	1,691	1,864	2,053
流动负债合计	3,752	4,536	5,921	7,276
长期借款	1,497	1,335	1,214	1,031
其他非流动负债	163	163	163	163
非流动负债合计	1,660	1,498	1,377	1,194
负债合计	5,412	6,034	7,298	8,470
股本	431	431	431	431
资本公积	189	189	189	189
留存收益	3,380	3,908	4,530	5,276
归属母公司权益	3,999	4,527	5,149	5,896
少数股东权益	319	327	337	348
股东权益合计	4,318	4,854	5,486	6,244
负债和股东权益合计	9,730	10,888	12,784	14,713

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	526	524	684	850
折旧与摊销	244	304	390	453
财务费用	13	32	45	65
投资损失	-182	-350	-330	-360
营运资金变动	-325	234	61	68
其他经营现金流	20	359	339	369
经营性现金净流量	295	1,102	1,189	1,445
投资性现金净流量	-1,464	-995	-1,621	-1,657
筹资性现金净流量	911	-239	518	307
现金流量净额	-254	-132	87	95

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,816	7,436	8,308	9,256
营业成本	4,806	6,026	6,598	7,223
税金及附加	25	27	31	34
销售费用	81	110	123	137
管理费用	248	317	354	395
研发费用	178	243	272	302
财务费用	13	32	45	65
资产减值损失	-5	-30	-33	-37
信用减值损失	-3	16	18	20
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	182	350	330	360
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	2	3	3	3
其他收益	23	23	23	23
营业利润	666	1,044	1,227	1,469
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	8	15	15	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	658	1,030	1,214	1,455
所得税	132	221	261	313
净利润	526	808	953	1,142
少数股东损益	-6	8	10	11
归属母公司股东净利润	533	800	943	1,131
EPS(元)	1.24	1.86	2.19	2.63

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	7.08%	27.85%	11.73%	11.41%
营业利润增长率	94.96%	56.75%	17.63%	19.69%
归母净利润增长率	137.35%	50.24%	17.86%	19.91%
经营现金流增长率	-14.17%	273.07%	7.91%	21.52%
盈利能力				
毛利率	17.36%	18.96%	20.59%	21.96%
净利率	9.05%	10.87%	11.47%	12.34%
ROE	13.32%	17.68%	18.32%	19.18%
ROA	5.47%	7.35%	7.38%	7.69%
估值倍数				
P/E	17.54	11.67	9.90	8.26
P/S	1.61	1.26	1.12	1.01
P/B	2.34	2.06	1.81	1.58
股息率	2.54%	2.91%	3.43%	4.12%
EV/EBITDA	14	8	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。