

中国本土崛起的全球化农药企业

2023 年 11 月 20 日

➤ **润丰股份是本土诞生的跨国作物保护公司。**公司主营除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂和种子处理剂等多种植保产品，公司业务领域覆盖全球，已在境外设有 90 多个下属子公司，在全球 90 多个国家和地区开展业务，并基于公司强大的全球登记能力，正在持续加速完善全球营销网络。2022 年，公司在全中国农药行业销售百强榜和全球农化企业 20 强榜中分别位列第 3 和第 11。

➤ **农产品价格维持景气，农化品需求有望保持旺盛。**全球粮食需求平稳向上，从粮食库存看，玉米、小麦、大米等主粮的全球库销比自 19 年后有所回落，反映出一定的粮食安全压力，加之近年来极端天气频发对粮食生产安全形成影响，20 年以来粮价整体保持景气运行。与此同时，种植利润回升下，农民的种植意愿和资金投入得到改善，而种植成本中土地租金、人工成本相对固定，种植者在农药化肥等农资品上可投入更多资金，支撑农化品需求保持旺盛。

➤ **非创制药类市场规模快速提升带来结构性增长。**全球农药市场整体看是存量，近 20 年复合增长率约为 2.4%，但同时存在结构性的增长，一方面是随着转基因种植面积的增加，以美洲为代表的地区除草剂需求增长迅猛，另一方面是非创制药类农药市场逐渐成为市场的主导，新活性物的开发难度不断加大叠加专利到期的农药种类不断增加下，非创制类农药企业通过工艺优化降低成本，技术创新为客户提供更具竞争力的综合植保方案，不断将新的专利过期农药销量放大。

➤ **登记证获取壁垒高、周期长，润丰获证数量遥遥领先。**各国对农药的市场准入均有严格的审批和登记制度，农药登记证的获取具有资金壁垒高、周期长、技术难度高等特点。润丰自 2008 年后开始逐步转型境外自主登记的农药企业，是我国最早大规模布局海外登记证的农药公司，截至 23 年 Q1 公司境外登记证共有 5099 张，其中一半以上来自美洲地区，境外农药登记的先发优势明显。润丰利用登记证实现了灵活多变、价值共赢销售模式，在全球多国构建了 ToB 和 ToC 的销售网络。

➤ **强化产业链一体化，差异化布局原药产能。**公司募投建设 8000 吨烯草酮、6 万吨全新绿色连续化工艺 2,4-D 及其酯、1000 吨二氯吡啶酸和 1000 吨丙炔氟草胺等项目，有望通过先进制造技术与规效应带来的成本和产品质量优势取代行业内部分落后产能，进一步增强公司在上游原药制造的话语权。

➤ **投资建议：**公司是国内稀缺的境外自主登记农药公司，丰富且持续增加的登记证数量将助力公司进一步强化海外的品牌影响力，带动市场占有率的提升，未来随着公司募投产能投放，公司成长动力将进一步增长，预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 10.2、14.3、17.5 亿元，EPS 分别为 3.67、5.13、6.28 元，现价（2023 年 11 月 17 日）对应 PE 分别为 21x、15x、12x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**农药原药价格大幅波动的风险；汇率短期大幅波动的风险；境外目标国农药登记政策变化的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14,460	11,775	13,652	16,210
增长率（%）	47.6	-18.6	15.9	18.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1,413	1,024	1,430	1,750
增长率（%）	76.7	-27.5	39.7	22.3
每股收益（元）	5.07	3.67	5.13	6.28
PE	15	21	15	12
PB	3.5	3.2	2.7	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 17 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

77.25 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李家豪

执业证书：S0100122060011

电话：15919000973

邮箱：lijiahao@mszq.com

目录

1 本土诞生的跨国作物保护公司	3
2 农产品价格维持景气，农化品需求有望保持旺盛	7
3 农药：全球产业链分工下不同的路径与机遇	9
3.1 定位：微笑曲线中三种典型的分工模式	9
3.2 新机：非创制药类市场规模快速提升	11
3.3 护城河：登记证为基础，组建丰富产品管线	16
3.4 强化制造：差异化布局原药产能	19
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析	22
4.3 投资建议	23
5 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 本土诞生的跨国作物保护公司

润丰股份是本土诞生的跨国作物保护公司，主营除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂和种子处理剂等多种植保产品的原药及制剂的生产与销售。公司总部设立于山东潍坊滨海高新区，在山东潍坊、青岛、宁夏平罗、南美阿根廷、欧洲西班牙拥有 5 处制造基地，业务领域覆盖全球，已在境外设有 90 多个下属子公司，在全球 90 多个国家和地区开展业务，并基于公司强大的全球登记能力，正在持续加速完善全球营销网络。

图1：公司覆盖全球的业务布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2005 年 6 月，成立山东润丰有限公司，潍坊润丰制造基地建成。2008 年金融危机后，国内农药产业产能过剩，行业整体盈利水平下降，公司进行战略调整，逐步形成以“团队+平台+创新”为基础要素，农药产品传统出口模式与境外自主登记模式相结合，以“快速市场进入”为特点的全球营销网络，重点布局竞争较小的海外农化市场。2010 年 3 月，公司建立阿根廷润丰制造基地，加快海外产业链布局。随着公司销售规模的壮大，公司继续扩大产能规模，青岛润农制造基地和宁夏格瑞制造基地分别在 2013 年和 2015 年建成投产。2021 年 7 月，公司在深圳证券交易所正式上市。

图2：公司历史沿革


资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司是中国农药销售的领军者。2022 年全国农药行业销售 TOP100 揭晓，安道麦股份有限公司销售额达 337.69 亿元，继续位居首位。江苏扬农化工股份有限公司销售额达 155.55 亿元，位列第 2；山东潍坊润丰化工股份有限公司销售额达 144.60 亿元，位列第 3。

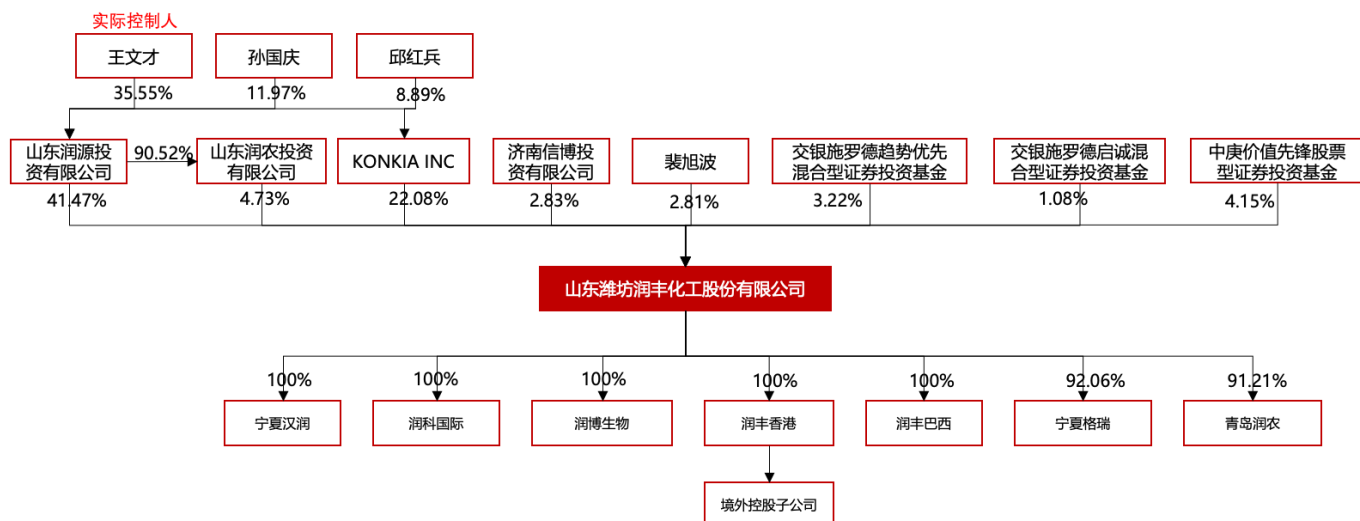
表1：全球农化 top15 企业和中国农化 top15 企业的排名与销售额

中国农化 TOP15			全球农化 TOP15	
名次	企业	2022 年销售额 (亿元)	企业	2022 年销售额 (亿美元)
1	安道麦	337.69	先正达	159.69
2	扬农化工	155.55	拜耳作物科学	138.75
3	山东润丰	144.60	巴斯夫	88.51
4	中农立华	116.87	科迪华	84.76
5	连云港立本	104.90	UPL	58.81
6	浙江新安	95.96	富美实	53.96
7	利尔化学	92.17	安道麦	50.2
8	安徽广信	90.62	住友化学	35.94
9	湖北兴发	86.70	纽发姆	26.2
10	北京颖泰嘉和	79.96	扬农化工	23.12
11	福华通达	73.99	山东润丰	21.29
12	浙江中山化工	68.70	中农立华	17.37
13	南京红太阳	63.73	立本作物	15.59
14	永农生物	60.98	新安股份	14.27
15	江山股份	58.90	利尔化学	13.7

资料来源：世界农化网，民生证券研究院

公司股权结构较为稳定，为战略部署的推动提供强力保证。山东润源是公司第一大股东，持股比例 41.47%，第二大股东为 KONKIA，持股比例 22.08%。公司实际控制人一直是王文才、孙国庆和丘红兵三人，三人通过山东润源、KONKIA 和山东润农三家公司合计控制公司 68.28% 的表决权。公司控股或参控股子公司主要有润科国际(100%)、宁夏汉润(100%)、宁夏格瑞(92.06%)、青岛润农(91.21%)、山东润博(持股比例 100%)、润丰巴西(100%)和润丰香港(100%)。

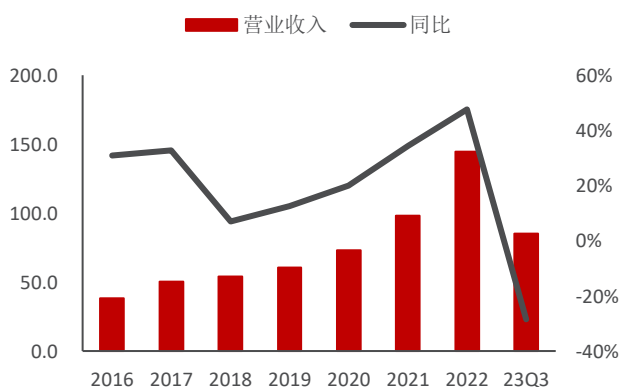
图3：公司股权结构（截至 2023 半年报）



资料来源：wind，民生证券研究院

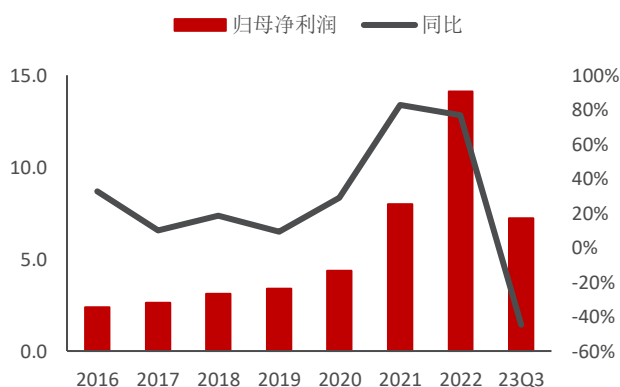
营收和利润规模保持稳定快速增长。凭借先进的生产工艺，雄厚的技术实力，日益完善的全球营销网络及质量管理优势，近年来公司主营业务和经营业绩保持了良好的发展态势，2016-2022 年期间，公司营收规模从 38.0 亿元提升到 144.6 亿元，CAGR 为 24.9%；归母净利润规模从 2.4 亿元提升至 14.1 亿元，CAGR 达到 34.6%。2022 年在全球大宗农产品市场价格维持高位叠加粮食安全的意识增强下，植保产品整体保持需求旺盛，多种农药产品价格创新高，作物保护产品行业整体业务良好；与此同时，公司坚持全球业务布局，扩大境外农药登记团队，在多个国家和地区市场份额继续提升，2022 年公司营收和归母净利润均实现历史新高。进入 2023 年，受到农药景气周期影响，农药原药价格整体大幅下行，公司营收和归母净利润同比 2022 年同期出现较大幅回落。

图4：公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

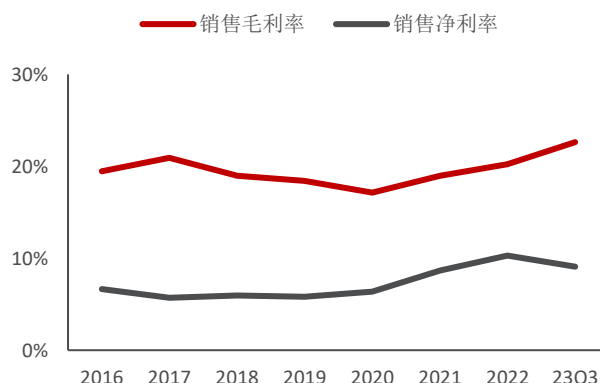
图5：公司归母净利润（亿元）及增速（%）



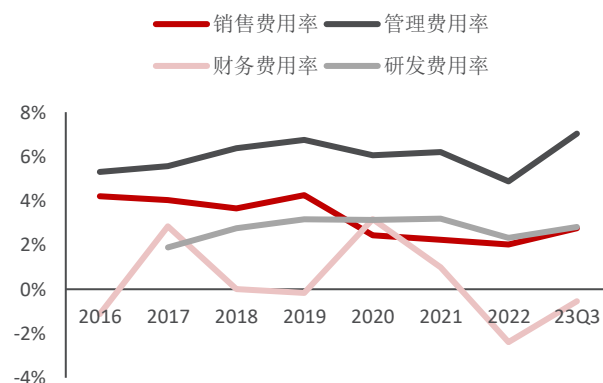
资料来源：wind，民生证券研究院

盈利能力保持稳定，期间费用率稳中有降。公司的销售毛利率和净利率比较稳定，16-22 年销售毛利率维持在 17%-20%，销售净利润维持在 5%-10%，近三年销售毛利率和净利率都维持稳定增长的趋势。2022 年，公司销售毛利率为 20.24%，

销售净利率为 10.29%。期间费用率整体保持稳中有降，其中 19-22 年管理费用率从 6.7%降至 4.9%，销售费用率从 4.3%降至 2.0%。

图6：公司毛利率和净利率情况 (%)


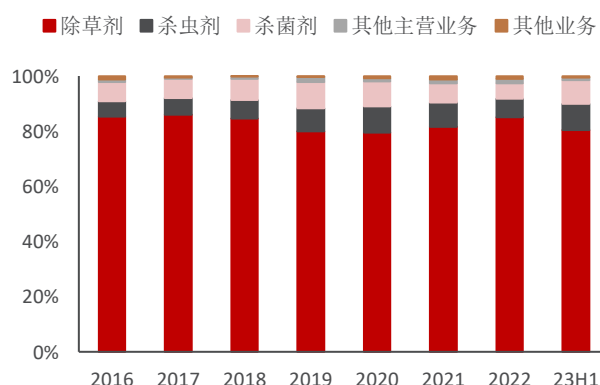
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司期间费用率情况 (%)


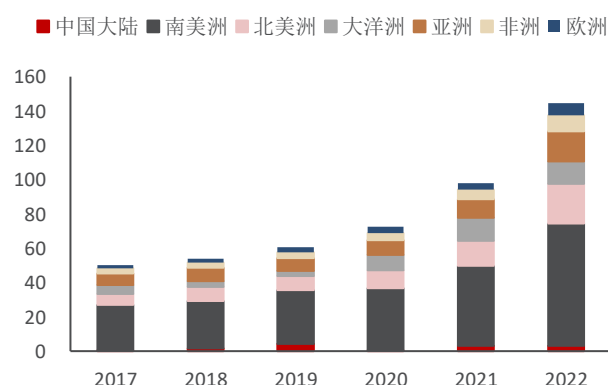
资料来源：wind，民生证券研究院

从产品种类结构来看，16-22 年以来收入结构维持稳定，除草剂类产品占据了核心地位，占总收入比为 80%-85%，杀虫剂和杀菌剂占比维持在 5%-8%。2022 年，公司除草剂产品收入 122.8 亿元，杀虫剂产品收入 10.0 亿元，杀菌剂产品收入 8.0 亿元，分别占总收入比 84.9%、6.9%、5.5%。

按地区来看，主营收入主要来自国外地区，近年来收入占比高达 95%以上，这也与公司重点布局国外市场的战略相契合。在国外市场中，南美洲地区收入占比最高，约占 50%，其次是北美洲、大洋洲和亚洲，分别约占 14-16%、9-14%和 11-12%，非洲和欧洲地区收入占比不足 10%。

图8：公司收入结构（按产品种类，单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

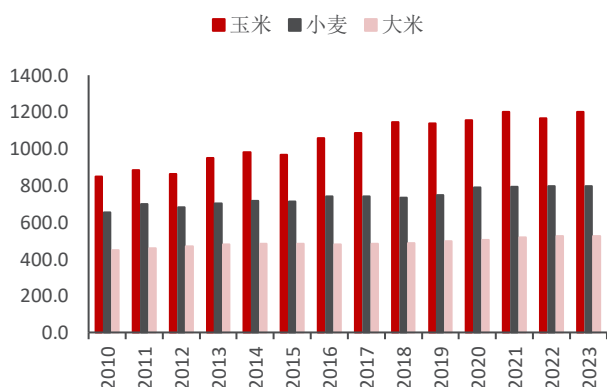
图9：公司收入结构（按地区，单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2 农产品价格维持景气，农化品需求有望保持旺盛

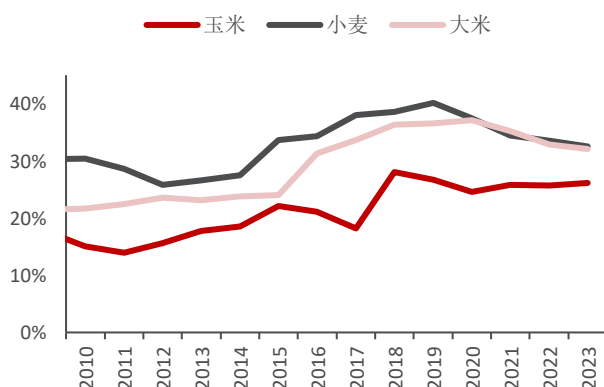
全球粮食需求平稳向上，粮食安全风险下有望支撑粮价维持景气。国际粮食价格主要由供需关系和原油价格所主导，其中主要粮食出口国如美国、巴西、阿根廷等国对粮价影响较大。从原油价格看，22年以来原油价格维持高位波动，同时带动燃料乙醇对玉米等粮食的需求修复，OPEC+减产协议+全球油气资本开支不足的情况下全球原油市场供给增速放缓，中长期看有望支撑油价保持高位运行。从粮食库存看，玉米、小麦、大米等主粮的全球库销比自19年后有所回落，反映出一定的粮食安全压力，加之近年来极端天气频发对粮食生产安全形成影响，20年以来粮价整体保持景气运行。

图10：全球主粮消费量变化情况（百万吨）



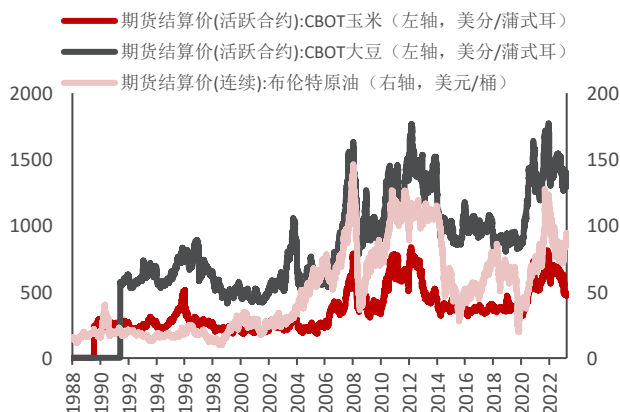
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：全球主粮库销比变化情况



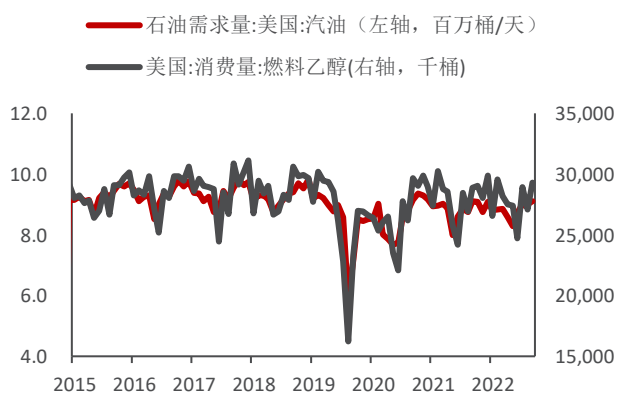
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：国际粮价与原油价格呈较高关联性



资料来源：wind，民生证券研究院

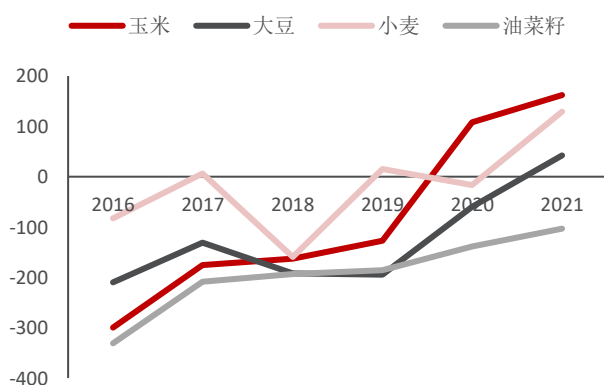
图13：燃料乙醇需求回升



资料来源：wind，民生证券研究院

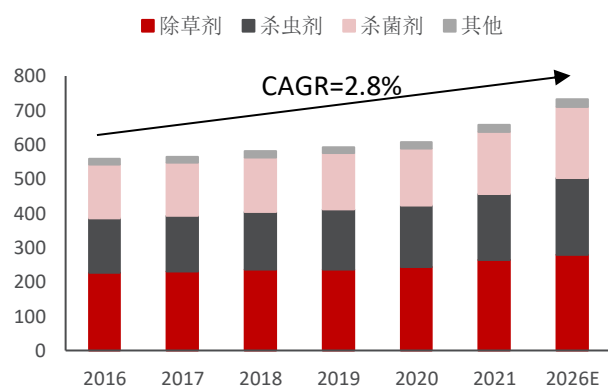
种植利润回升带动农化品需求回暖。近年来由粮价回升带动的种植利润修复较为显著，农民的种植意愿和资金投入得到改善，而种植成本中土地租金、人工成本相对固定，种植者在农药化肥等农资品上可投入更多资金，支撑农化品需求保持旺盛。

图14：中国种植利润变化情况（元/亩）



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：全球植保市场规模变化情况（亿美元）



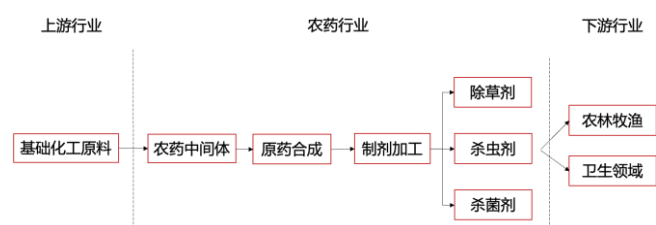
资料来源：先正达招股说明书，民生证券研究院

3 农药：全球产业链分工下不同的路径与机遇

3.1 定位：微笑曲线中三种典型的分工模式

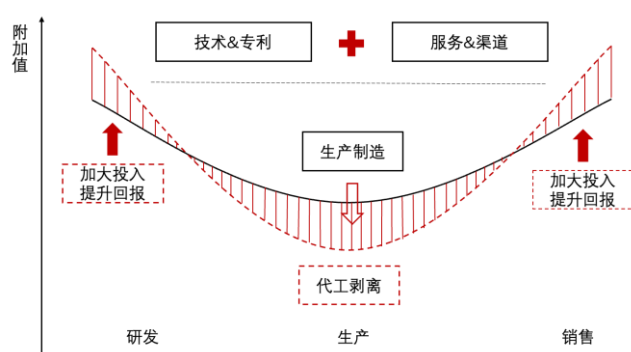
农药行业是一个高度市场化、形成全球分工的行业。农药产业链可以简单划分为创制研发，生产制造，运营分销三大环节，其中生产制造又包括农药中间体、农药原药合成和制剂加工。农药产业链微笑曲线中利润分配向两端倾斜，研发创新端凭借专利期内的创制药获取高额利润，运营分销端通过农药登记、销售网构建和技术服务等多种手段创造附加价值。

图16：农药产业链结构



资料来源：润丰股份招股书，民生证券研究院

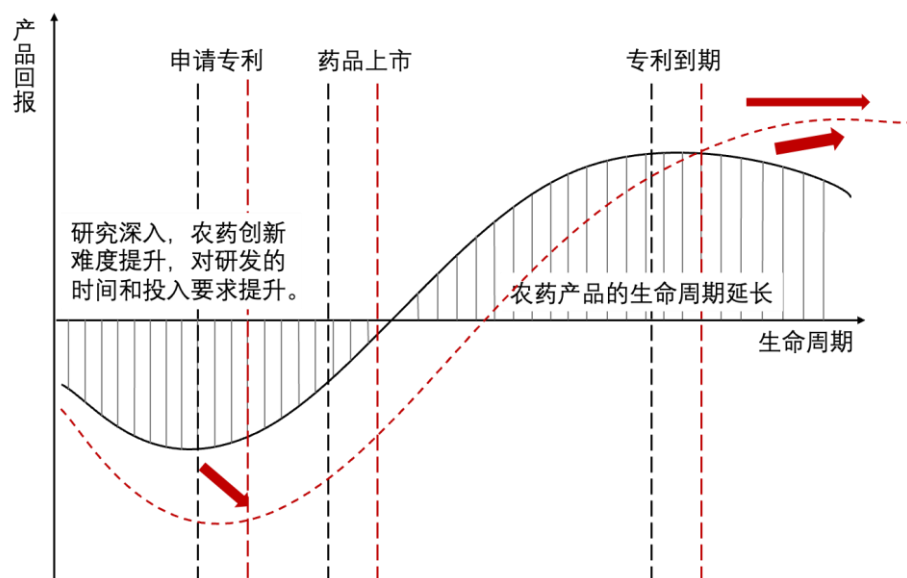
图17：农药产业链利润分配的微笑曲线



资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》杨益军，民生证券研究院

根据农药产品开发和运营的特点，不同企业根据自身优势在产业链中不同环节开展业务，目前形成了三种较为典型的农药分工模式（企业）：

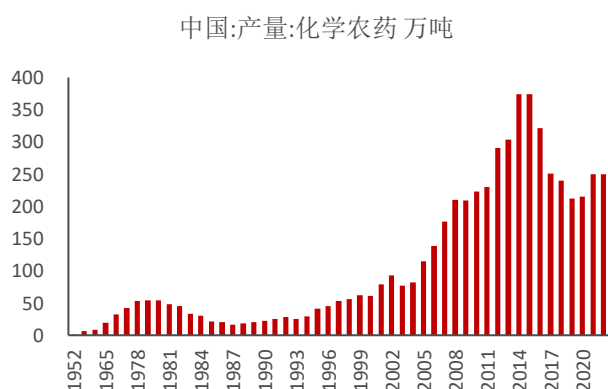
- （1）创制类农药企业：主要为先正达、拜耳、巴斯夫、科迪华等为代表的跨国农药巨头，为全球农药行业第一梯队。由于创制药（新活性组分）的开发投入大、周期长、风险高，需要承担高额的开发费用和开发损失，一般需要较为雄厚的资本实力。创制类企业的最大优势在于企业能凭借产品专利保护在保护期内获得独家生产权利，从而获得巨额垄断利润。而且专利保护到期后，这些企业在产品的技术水平上仍要高于仿制型企业，其产品毛利率也将长期高于业内平均水平。创制药类企业通常会同时开发多个活性组分，形成“产权农药—丰厚利润—研发投入—新产权农药”的良性循环。农药新品种的开发创制业务已基本由这些公司垄断，呈现寡头垄断格局。

图18：农药产品的全生命周期


资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》杨益军，民生证券研究院

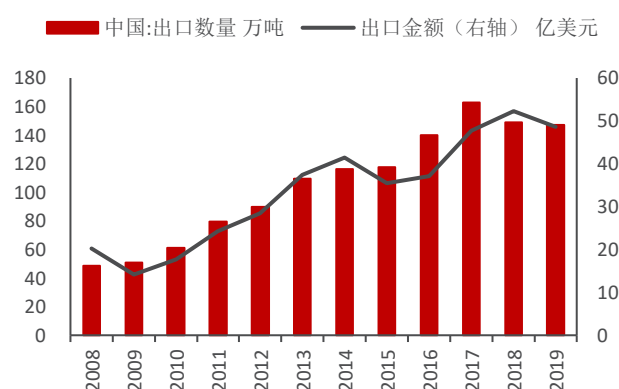
- (2) 仿制药类跨国企业：主要代表企业有安道麦（ADAMA）、富美实（FMC）、纽发姆（NUFARM）、住友化学、联合磷化等。仿制药指的是生产专利期已满或是不受专利法保护的农药，生产技术成熟，药效、施用技术和安全性经过了市场的检验，市场需求也有一定的保障。仿制药在专利期后一般会经过“量增利降”的过程，对传统的农药竞品形成一定的替代。仿制药类跨国企业则着重投入于产能建设和市场推广运营，一方面背靠中国、印度等新兴国家转移农药产能，另一方面在凭借各自在研发、生产、分销、市场推广等产业链环节的优势或通过收购兼并的途径，有效整合资源，不断更迭产品管线并提供完整的植保处理方案，迅速扩大全球植保市场份额。
- (3) 中国本土的仿制药企业：主要代表有扬农化工、广信股份、利尔化学、江山股份、海利尔、颖泰生物、中旗股份等。基于我国较为完整的化工工业体系以及强大的供给能力，在承接海外产能的过程中我国涌现出来一批本土的原药和中间体生产企业，其化工生产供应链优势和成本护城河在全球农药产业链中竞争力突出，使得国内农药产量和出口量在近二十年间迅速提升。近年来中国仿制药企业依靠产能复制带来的高速增长模式日渐显得乏力，低水平重复建设而形成的产能过剩问题愈发突出，加之我国农药行业在产业链中定价权较弱，头部企业的发展路径开始出现多种分化，一部分通过产业整合，完善产业链布局，继续提高工艺成本优势，在行业周期轮动中谋求更强竞争力；一部分加大力度研发创制，向微笑曲线左侧迈进；还有一部分公司打造“生产-分销-服务”一体式的架构，致力于开发终端市场，在国内乃至海外更大的市场中寻觅新机。

图19: 中国化学农药产量情况 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 中国农药出口量和出口金额情况 (万吨、亿美元)

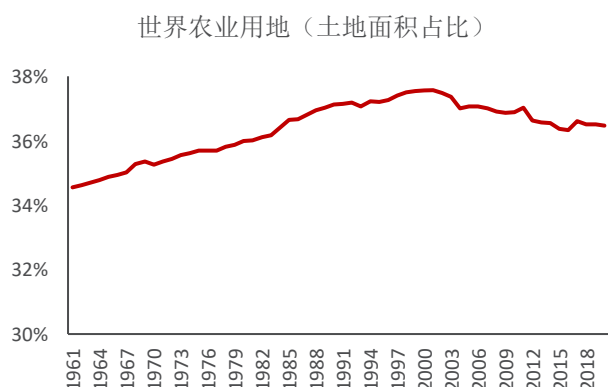


资料来源: wind, 民生证券研究院

3.2 新机: 非创制药类市场规模快速提升

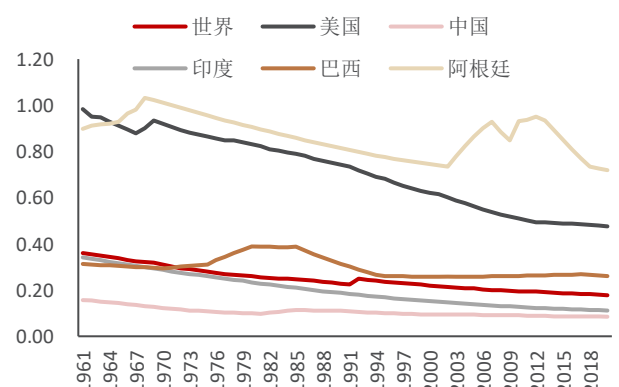
使用农药仍是保障粮食产量的重要手段。在全球人口增长和农用地减少的大背景下,全球人均耕地面积呈现出持续下滑的趋势,粮食安全问题愈发受到重视,需要在避免过度耕种的前提下持续提高种植收成效率。据FAO估计,植物有害生物导致全球作物产量每年损失20%至40%,而为了满足日益增长人口的粮食需求,全球粮食产量到2050年仍然需要增加多达50%,在人口增长和气候挑战下粮食不安全状况加剧,人类不堪承受粮食损失的后果。中国农药工业协会也指出,由于用药不当或停止用药,当年可导致作物减产35%~40%,其中水果和蔬菜受到的损失可达40~60%,第2年甚至出现绝产。因此,可持续发展的使用农药仍然是目前保护农作物产量的重要手段。

图21: 世界农业用地面积占比 (%)



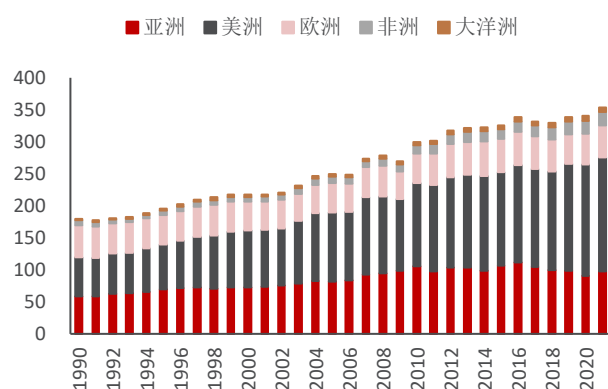
资料来源: 世界银行, 民生证券研究院

图22: 全球及主要国家的人均耕地面积 (公顷/人)

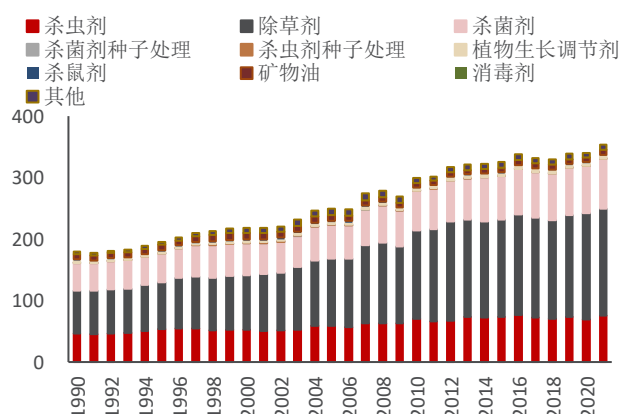


资料来源: 世界银行, 民生证券研究院

全球农药使用量保持增长态势，美洲区域贡献增量最多。根据 FAO 的统计数据，2021 年全球农药用量为 353.5 万吨，较 2000 年增加了 135.7 万吨，年复合增长率为 2.4%，整体来看农药使用量在过去的二十多年中仍维持增长趋势。其中增量贡献最大的区域为美洲区域，2000-2021 年期间其农药使用量增加了 88.3 万吨，美洲区域使用量的全球占比也从 41.0%提升到了 50.2%。究其原因，转基因作物自 96 年首次实现商业化种植后，在美洲区域实现了快速推广，而耐除草剂性状是转基因作物的主要性状之一，由此带动了美洲除草剂用量快速的增加。从农药结构去看，除草剂增量最大，2000-2021 年期间除草剂使用量增加了 85.1 万吨，占农药整体增量的 63%，而美洲地区除草剂贡献 66.1 万吨增量，占农药整体增量的 49%。

图23：全球农药总使用量保持增长态势（万吨）


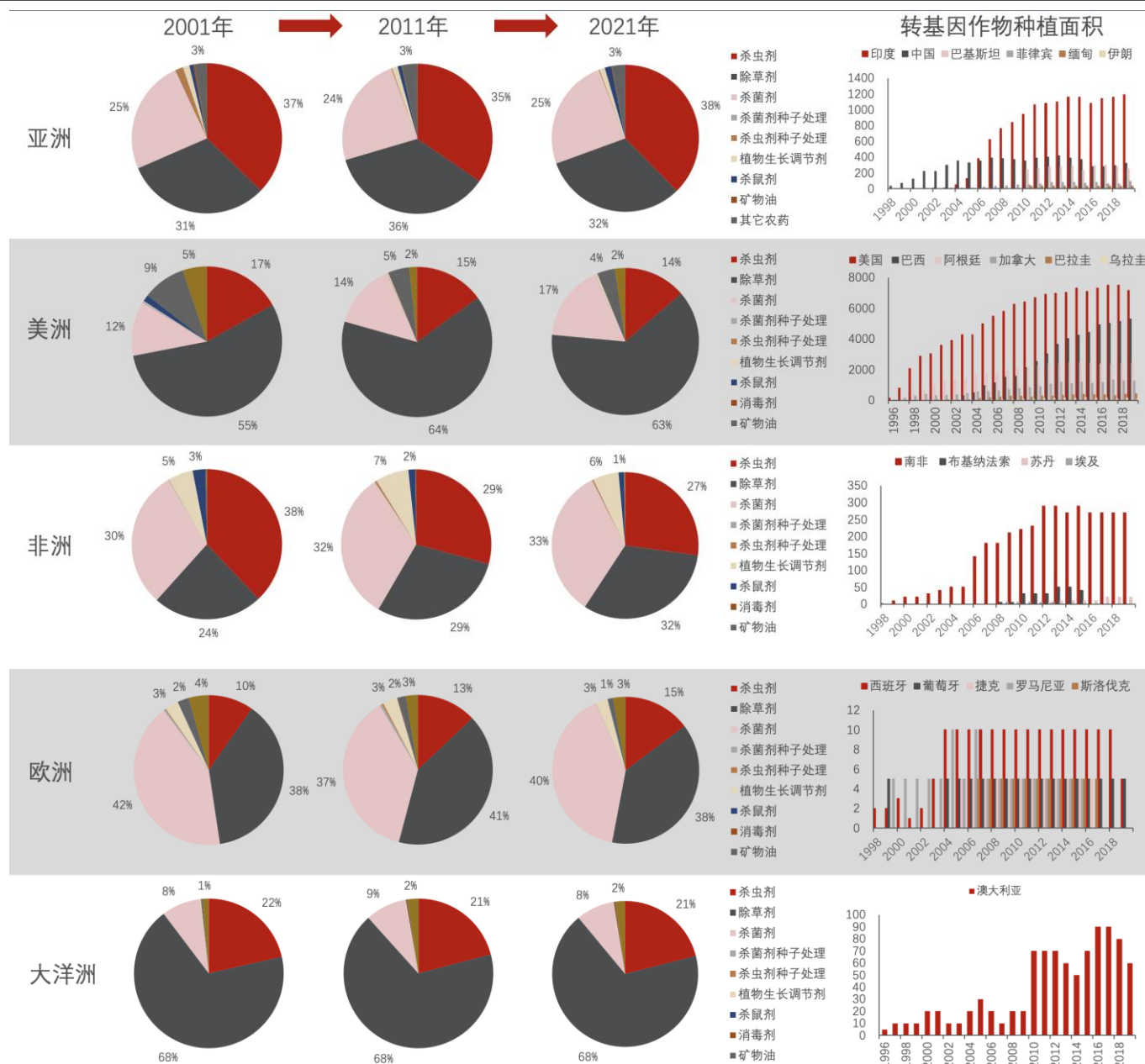
资料来源：FAO，民生证券研究院

图24：全球农药使用量结构变化情况（万吨）


资料来源：FAO，民生证券研究院

转基因生物技术的推广是农药使用量结构发生变化的重要推手。横向对比各大洲转基因作物种植面积的变化和农药使用量中杀虫剂和除草剂的使用量占比，彼此之间呈现出较强的相关性。抗虫/耐除草剂（IR/HT）复合性状是主流的性状之一，覆盖了全球 45%的转基因作物种植面积，可减少杀虫剂使用和增强转化体对除草剂的耐受性。以美洲为例子，近二十年来主要转基因作物种植国的转基因种植面积均实现了大幅增加，2019 年全球前四大转基因种植面积国家均在美洲，美国（7150 万公顷）、巴西（5280 万公顷），阿根廷（2400 万公顷）和加拿大（1250 万公顷）合计占全球转基因面积的 84.5%，相应可以观察到近二十年来随着转基因种植面积的增加，美洲地区杀虫剂和除草剂的使用量占比分别呈现下降和上升趋势。反观欧洲和大洋洲，不同种类农药的使用量结构则较稳定。可以说转基因作物的种植面积快速增加不仅改变了种植业的农药使用结构，其实也是过去二十多年推动农药市场增长的关键。

图25：各大洲农药使用量结构与转基因种植面积变化的对比情况（%，万公顷）

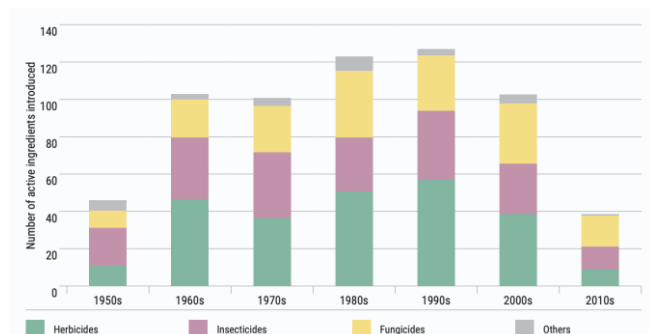


资料来源：FAO，wind，民生证券研究院

农药新活性成分推出市场的速度放缓。整体上看农药活性成分仍在持续增加，从上世纪 60 年代的 100 多个活性成分增加到目前约 600 个化学合成有效成分和约 300 个生物农药有效成分。但在 1990 年代后期新成分推出的增速逐渐放缓，一方面是北美和欧盟等发达经济体对环境和人类健康的标准趋于严格；另一方面是发现新有效成分的难度加大，一个活性成分从筛选到合成需要提供的合成物数量在显著增加，1995 年大约需要 52500 个，到了 2010-2014 年期间该数量已经大幅提升到了 159574 个。据 Phillips McDougal 统计，从 1995 年到 2010-2014 年期间用于开发一种新活性成分的名义总成本几乎是翻了一倍，从 1.52 亿美元上升到了 2.86 亿美元，同期新活性成分从研发到推出市场的周期也从 8.3 年拉长到 11.3 年。在递增的研发周期和开发成本的挤出效应下，形成了目前国际巨头垄断

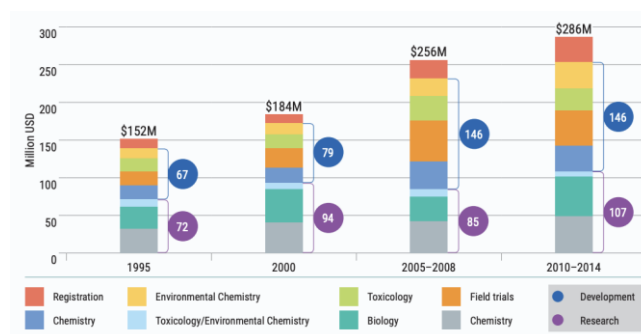
创制药市场的局面。

图26：新上市农药有效活性成分数量增速放缓



资料来源：Phillips McDougal，民生证券研究院

图27：新农药活性成分研发成本上升 (百万美元)



资料来源：Phillips McDougal，民生证券研究院

表2：植物保护产品研发周期不断延长 (年)

	1995	2000	2005-8	2010-14
植物保护产品从首次合成到首次上市销售所需时间/年	8.3	9.1	9.8	11.3

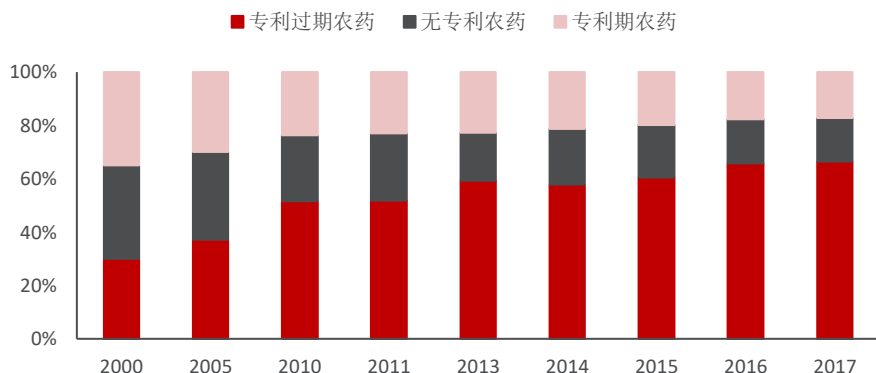
资料来源：Phillips McDougal，民生证券研究院

表3：一个植物保护产品成功上市需要研究、开发和登记的合成物数量 (个)

	1995	2000	2005-8	2010-14
研究	52500	139429	140000	159574
开发	4	2	1.3	1.5
登记	1	1	1	1

资料来源：Phillips McDougal，民生证券研究院

专利过期农药逐渐成为了市场的主导，源源不断的到期专利农药带来市场增量。随着新活性成分研发周期拉长，专利农药到期的数量不断增加，专利过期农药产品的市场占比从 2000 年的 30%左右提升到 2017 年的 66%以上，成为市场上主流产品。专利药到期后，承接的仿制企业通过工艺优化降低成本，技术创新为客户提供更具竞争力的综合植保方案，专利过期农药会进入一个快速放量的过程，价格相较专利保护期会有所下降，最终走向成熟期。

图28：全球非专利农药逐渐成为市场主导


资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》，民生证券研究院

据农药资讯网统计，2022 年到 2024 年主要的专利过期农药共有 17 种，其中包括 12 个杀菌剂，2 个杀虫剂和 3 个除草剂。预计专利到期后原专利农药的销量将快速提升，同时带动中间体、制剂等相应产业的发展，公司作为仿制药类农药公司有望受益。

表4：2022-2024 年专利过期的主要农药品种

专利过期年份	活性成分	公司	2019 市场价值 (百万美元)
2022	氟唑菌酰胺	巴斯夫	491
2022	胺苯吡菌酮	住友	11
2023	吡唑萘菌胺	先正达	129
2023	双炔酰菌胺	先正达	179
2023	联苯吡菌胺	拜耳	276
2024	氟唑菌苯胺	拜耳	170
2024	氯虫苯甲酰胺	富美实	1750
2024	啶磺草胺	科迪华	215
2024	氟苯虫酰胺	拜耳	507
2024	氟吡菌胺	拜耳	45
2024	氟吡菌酰胺	拜耳	87
2024	吡噻菌胺	科迪华	85
2024	苯啶菌酮	石原	5
2024	氟唑环菌胺	先正达	108
2024	噻酮磺隆	拜耳	155
2024	缬菌胺	石原	25
2024	苯啶磺草胺	巴斯夫	225

资料来源：农药资讯网，民生证券研究院

3.3 护城河：登记证为基础，组建丰富产品管线

申请农药登记证的资金投入大。一般而言，在目标国申请登记证需要大量技术实验资料准备，包括产品和工艺技术资料、进行田间试验，并由 GLP 实验室出具的物化报告、急性毒性报告等报告，需要耗费较多的时间和成本。例如，在巴西申请单个登记证的成本约为 10-20 万美元，在阿根廷申请单个登记证的成本约为 5-10 万美元。不仅如此，在单个国家的登记证数量需要达到一定的规模才能形成较为完善的产品线，较好地满足当地客户的需求，对于构建全球营销网络而言，则至少要在主要农药市场国家进行产品登记，对自主登记公司的资金实力提出了较高的要求。

表5：润丰股份单个原药登记证费用情况（截至 2020 年）

单个登记证登记费区间	登记证数量	占比
8 万美元以上	76	14%
1-3 万美元	55	10%
1 万美元以下	420	76%
合计	551	100%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表6：润丰股份单个制剂登记证费用情况（截至 2020 年）

单个登记证登记费区间	登记证数量	占比
5 万美元以上	43	2%
3-5 万美元	99	4%
1-3 万美元	434	18%
5,000-1 万美元	522	22%
5,000 美元以下	1276	54%
合计	2374	100%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

农药登记证的获证时间长。根据登记证申请时间，除了资金投入外，在全球主要农药市场国家，自申请登记至最终获得登记所需时间较长，在全球主要农药市场国家诸如巴西、阿根廷、墨西哥、俄罗斯、印度、中国、欧盟等，自申请登记至最终获得登记所需时间较长，一般耗时 5-8 年，比如俄罗斯、印度、欧盟一般耗时 4-6 年、阿根廷、墨西哥、中国一般耗时 3-5 年、美国一般耗时 2-3 年。若在巴西进行登记，根据专门从事农药登记的 AllierBrasil 咨询公司进行的调查，以基于原药等同产品的制剂产品（也称为非专利产品）为例，在 2019 年的 78 项登记中，85%以上需要 5 年或更长时间才能获得批准，72%需要 6 年或更长时间。漫长的审批周期对于申请农药产品自主登记的企业而言，意味着需要忍受长时间的资金投入且数年后才逐步产生回报，期间流动性和市场需求变动的风险并非所有农药企业都可承受。

表7：主要农药市场国家的农药登记政策

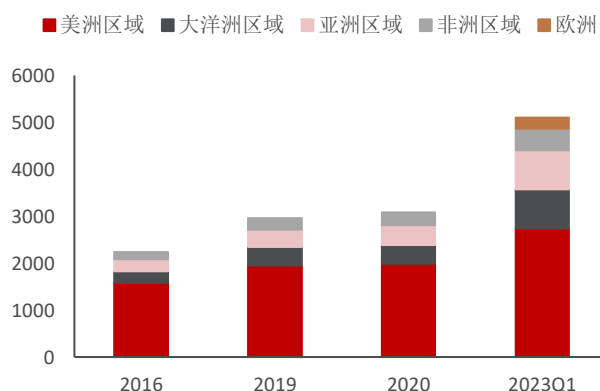
国家	主管部门	政策要点
阿根廷	阿根廷动植物卫生检疫局 (SENASA)	阿根廷农药登记实行一个产品一张登记证许可制度，并实行双重登记，如果登记制剂，则首先必须先登记对应的原药。原药每 5 年更新登记，制剂每 1 年更新登记。阿根廷市场上的农药登记证持有人必须是阿根廷公司或国外企业在阿根廷的办事处或子公司或其 在阿根廷当地的代理。
巴西	由农业部 (MAPA)、卫生部 (ANVISA) 和环保部 (IBAMA) 共同负责	巴西农药登记证持有人必须是巴西法人或国外企业在巴西的办事处或子公司或其当地的代理。巴西农药管理实行同一生产厂商产品多次登记，允许同一个经销商登记不同生产厂商的同一产品，获得登记后也可以在登记证上再增加新的生产厂商，但每增加一个生产厂家的名字就相当于一次重新登记。在巴西登记进口制剂的同时必须进行原药登记。原药获证后一到两年内可获得制剂登记。
澳大利亚	澳大利亚农药兽药管理局	农药产品在进入澳大利亚市场流通之前，必须在澳大利亚农药兽药管理局获得登记，经过风险评估程序的审查。只有在原药登记后才能进行相关制剂产品的登记。除了登记制度以外，澳大利亚还设有农药许可使用制度，对于特殊条件下未登记农药的使用及供应 提供了法律依据。
美国	美国环境保护署 (EPA) 与美国联邦食品与药物管理局 (FDA)、美国农业部 (USDA)	农药在美国的登记需要提供产品化学、毒理学、环境化学、田间药效、对水生和陆生生物及野生动物的影响，对非靶标生物的影响，职业及非职业接触等资料，建立最大残留限量 (Tolerance, MRL)，并制定了详细的实验及数据的评价准则，同时有计划地进行 再评审及风险评估工作
泰国	农业与合作社部、卫生部	泰国农药登记证只有在泰国当地注册公司才能够持有，同时泰国当地的制剂工厂的登记审核较为容易，产品必须以制剂形式登记，而后才能申请原药进口登记，且目前贸易类 公司无法持有原药进口许可。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

登记证更大的难度在于选品和境外运营。丰富的产品组合意味着更开阔的销售路和市场潜力，但由于登记周期长，需要企业预判目标国未来的种植结构、病虫害、农户需求，政策禁用等诸多因素，存在较高的不确定性，十分考验企业对目标国的调研能力或长期掌握一线终端农户的需求信息。再者，多数境外登记持有人要求是所在国的法人或者子公司，一般需要设立当地子公司。而且不同国家法律法规和政府系统差异性极大，需要长期外驻专业的登记团队，管理难度直线上升。

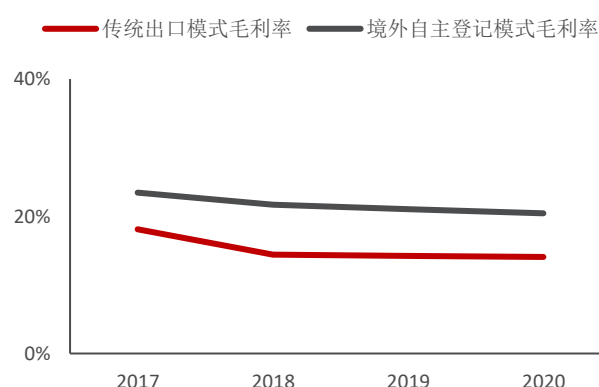
公司境外登记证储备丰富，通过自主登记实现销售模式灵活多变。截至 23 年 Q1 公司境外登记证共有 5099 张，其中一半以上来自最早布局的美洲地区，亚洲、大洋洲地区近年也取得显著的增加，另外欧洲区域也通过收购的方式加快了获证的进程。公司开展农药产品境外自主登记的转型比较早，早在 2008 年便开始研究布局境外自主登记的销售模式，相对于其他国内农药企业而言，公司在登记证储备方面具有较强的先发优势。销售模式上，相比传统农药出口，自主登记不仅拥有更强的议价能力，也拥有更灵活广阔的业务模式。传统出口模式中，公司仅作为来源地供应商，产品出口到当地持有登记证的客户后由其分装或复配成制剂进行销售，议价能力弱，同类型的出口商之间内卷激烈，整体毛利率偏低。而通过自主登记方式，公司可以有更灵活多样的业务模式，包括授权 To B 客户使用公司登记（克隆登记），销售自有 Rainbow 品牌的产品，实现利润共赢，乃至自建团队和渠道在境外开展 To C 业务。

图29：公司境外农药登记证获证数量（张）



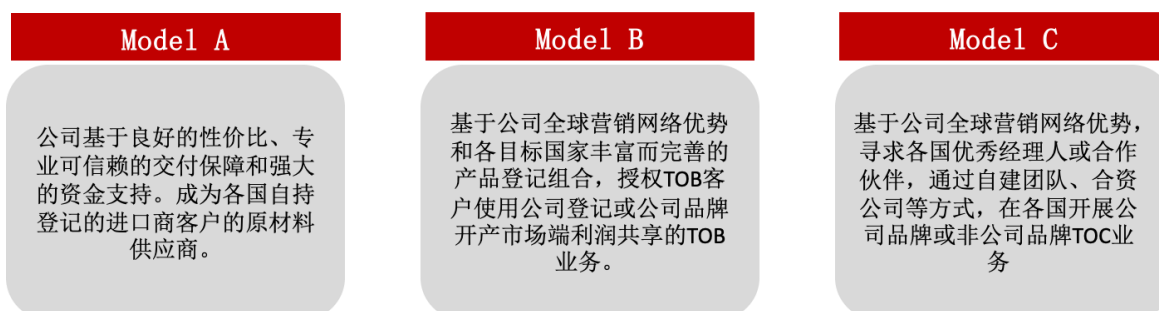
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图30：自主登记模式毛利率较传统出口模式高出 5-6 个点



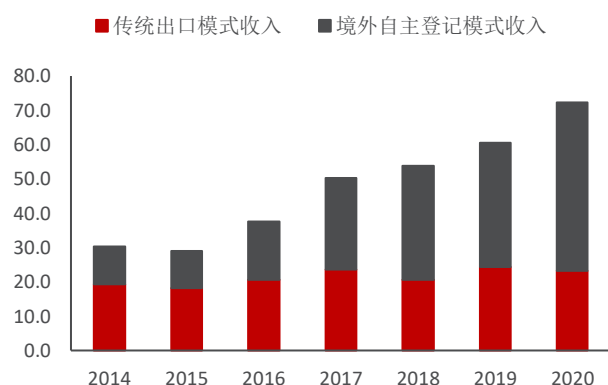
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图31：公司的三种销售业务模式对比

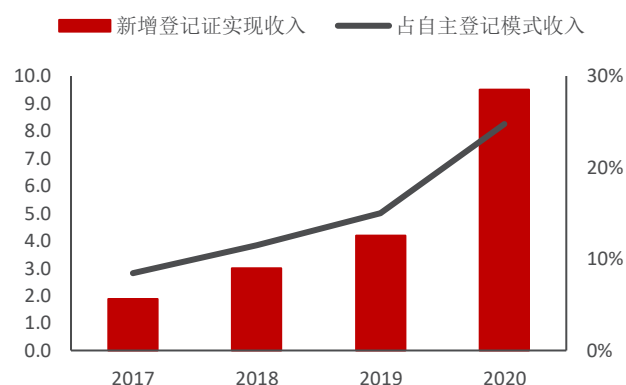


资料来源：公司公告，民生证券研究院

本质上，登记证类似于某种销售资质，随着登记组合的丰富，产品组合带来的品牌影响力扩大，单个登记证的引流能力边际增强，并且不断摊薄销售通路费用，到达某个临界点后开始真正形成“自主登记，丰富产品组合，单证销售额提升，单证回报率提升，老证养更多新证”的良性循环。农药是一个特种商品行业，润丰的破局在于是国内最早开始研究从制造端跨越到海外终端销售的公司，跳离了国内农药企业长期“重制造轻销售，出口端原药大于制剂，销售端贴牌大于自有品牌”的模式，找到农药价值链条的增值路径，跟跨国公司和当地公司竞争更为广阔的海外终端销售市场。公司背靠中国强大的农药产业链，对原材料波动的掌控具有天然优势，结合全球化运营带来的一线市场信息，公司轻架构对需求变化的反应更敏捷，使得公司具备穿越周期的能力。

图32：境外自主登记模式驱动公司收入增长（亿元）


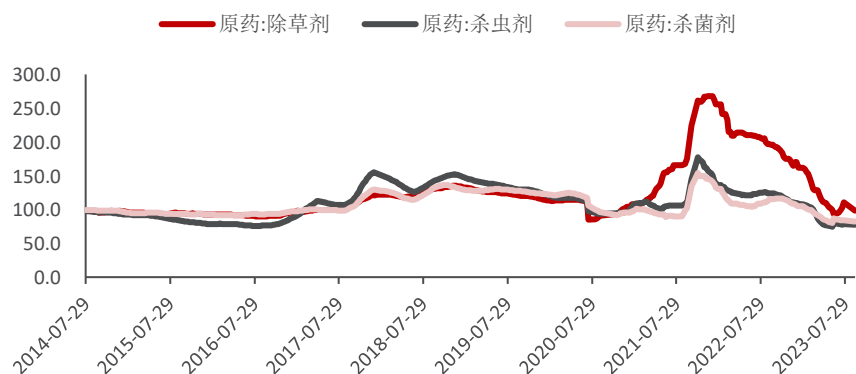
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图33：新获取登记证转化的收入占比提升（亿元）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.4 强化制造：差异化布局原药产能

原药产能迎来发展机遇，差异化布局强化上游话语权。一方面，农药行业历经环保政策及行业供给侧结构性改革的调整后，部分高毒农药产能和技术落后产能出清，行业整体产能呈现一定的收缩，可满足日益严格的环保、能耗等监管政策且具备工艺先进性和规模效应的原药产能有望迎来一轮成长周期。另一方面，20-22年在供给端产能有限的情况下，受环保、能耗双控等监管加强、全球农药需求旺盛、化工原材料价格上涨等因素叠加，国内大部分农药原药价格出现了较大幅度的上涨，产业链波动对下游影响较大。对此公司加快向上游布局原药产能，补全产业链，依托原药生产掌握经营主动权，规避原料价格的大幅波动，进而提高抗风险能力。

图34：农药原药价格指数波动情况


资料来源：wind，民生证券研究院

2023年，公司拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过245711.82万元投入到年产8000吨烯草酮项目等4个原药生产项目、全球运营数字化管理提升项目以及补充流动资金。本次募投项目实施后，公司烯草酮、2,4-D、2,4-D异辛

酯的原药产能将显著增加，同时新增丙炔氟草胺、二氯吡啶酸原药产能。

表8：公司募投项目拟建原药产能情况

项目名称	现有产品扩产项目			新产品建设项目	
	年产 8000 吨烯草酮	年产 6 万吨全新绿色连续化工艺 2,4-D 及其酯	2,4-D 异辛酯原药	年产 1000 吨二氯吡啶酸	年产 1000 吨丙炔氟草胺
产品名称	烯草酮原药	2,4-D 原药	2,4-D 异辛酯原药	二氯吡啶酸原药	丙炔氟草胺原药
原有产能/吨	2000	25000	10000	-	-
扩建计划/吨	8000	40000	20000	1000	1000
扩产后总产能	10000	65000	30000	1000	1000
22 年外购量/吨	4260.97	10823.39	-	166.00	169.50

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

在建项目方面，截至 23 年半年报，“克菌丹和苯氧羧酸项目”为公司原药板块的新技术与新产能，进一步拓展产业链，助力公司在相关产品上掌握全球话语权；

“高效杀虫杀菌剂技改项目”依托于已有产能基础进一步优化产品结构，能进一步巩固原有业务、技术优势；“草甘膦可溶剂和除草剂项目”属制剂加工项目，近十万吨产能建成释放后，对提升公司市场份额、增加新的利润增长点具有重要意义。

“年产 25000 吨草甘膦连续化技改项目”即对原有的两套不同路线的草甘膦进行合并，并予以技术提升，整体建设一套 2.5 万吨/年甘氨酸路线草甘膦生产装置。草甘膦系列产品是公司主要产品之一，但公司自有的草甘膦生产线基于生产成本、生产工艺等因素处于暂时停产状态，草甘膦原药均来源于外购。此项目有助于提升原药供应链的稳定性，确保客户订单交付，降低草甘膦生产成本。

表9：公司在建项目进展情况（截至 2023/6/30）

项目名称	投资总额（万元）	投资进度	预计投产日期
年产 9000 吨克菌丹项目	21950.56	14.62%	2024/7/31
6000 吨/年小吨位苯氧羧基项目	10847	96.31%	2023/7/31
年产 62000 吨除草剂项目（一期）-禾本田液体制剂	10347	59.38%	2024/1/31
年产 38800 吨除草剂项目（一期）-30000 吨/年草甘膦可溶粒剂	7916.45	0%	2024/7/31
高效杀虫杀菌剂技改项目	10029	0.25%	2024/7/31
植保产品研发中心项目	7860	0.86%	2024/7/31
年产 25000 吨草甘膦连续化技改项目	33934	3.02%	2024/5/31
农药产品境外登记项目	27648.28	36.66%	2024/7/31

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 整体而言, 公司依然维持以制剂+原药出口为主的业务形态, 通过传统出口模式和自主登记模式不断提升境外农药市场占比, 受到全球农药景气周期的影响, 23 年原药价格较 22 年高点大幅回落, 导致公司收入增速波动较大, 假设 23 年原药整体价格将逐步回落到历史中枢水平, 24-25 年价格企稳向上。

2) 除草剂业务: 公司收入主要源于除草剂, 除草剂板块收入占比达 80% 以上, 其中草甘膦、莠去津、2, 4-D 等大宗产品占比较高。2023 年除草剂销量受到海外去库存影响, 销量增速有所下滑, 预计随着美洲地区高价库存去化叠加原药价格筑底, 预计 24-25 年销量增速将逐步修复。假设 23-25 年自产除草剂均价为 5.2、5.0、5.0 万元/吨, 销量增速为 10%、15%、15%, 毛利率水平为 22%、22%、22%。

3) 杀虫剂业务: 杀虫剂收入占比较小, 约占 5-10%, 依托公司 TOC 渠道的快速发展带动销售通路拓宽, 公司有望加快提升该板块收入比例。参考公司募集说明书 (2023 年半年报更新稿), 假设 23-25 年自产杀虫剂均价为 17.9、19.0、20.0 万元/吨, 销量增速为 60%、40%、30%, 毛利率水平为 27%、27%、27%。

4) 杀菌剂业务: 杀菌剂收入占比较小, 约占 5-10%, 依托公司 TOC 渠道的快速发展带动销售通路拓宽, 公司有望加快提升该板块收入比例。假设 23-25 年自产杀菌剂均价为 7.8、8.6、10.0 万元/吨, 销量增速为 50%、30%、20%, 毛利率水平为 26%、26%、26%。

5) 管理费用率方面, 公司继续在全球营销网络构建上加大投入, 包括海外团队人员扩充、加快欧洲及北美地区的登记投资以及 TOC 业务增加带动海外子公司开办费、办公室、仓储租赁费等费用增加, 23-25 年管理费用率上升并保持在 4.2%。销售费用率方面, 预计 23 年营收下滑导致销售费用率上升, 24-25 年随着销售规模的扩大, 销售费用率逐步小幅下降, 假设 23-25 年销售费用率为 2.6%、2.5% 和 2.4%。

表10: 公司分业务盈利预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
除草剂	营业收入/百万元	1228332	912382	1000800	1139356
	营收增速	54%	-26%	10%	14%
	毛利/百万元	242530	201122	220933	251875
	毛利率	20%	22%	22%	22%
杀虫剂	营业收入/百万元	100324	107906	153718	206124
	营收增速	16%	8%	42%	34%
	毛利/百万元	23526	28905	41698	56258

杀菌剂	毛利率	23%	27%	27%	27%
	营业收入/百万元	79711	105494	145860	198587
	营收增速	19%	32%	38%	36%
	毛利/百万元	17890	26923	37645	51854
	毛利率	22%	26%	26%	26%
其他	营业收入/百万元	37651	51697	64851	76918
	营收增速	40%	37%	25%	19%
	毛利/百万元	8725	11740	15121	18091
	毛利率	23%	23%	23%	24%
合计	营业收入/百万元	1446018	1177480	1365228	1620985
	营收增速	48%	-19%	16%	19%
	毛利/百万元	292671	268691	315397	378079
	毛利率	20%	23%	23%	23%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司全球农药销售模式为终端制剂销售+海外自主登记销售的相结合，目前 A 股票直接可对标的公司较少，根据农药制剂销售比例、全球化营销布局和农药出口销售比例等几个要素我们选取了诺普信，安道麦和扬农化工作为可比公司。

诺普信：公司主要从事农药制剂和植物营养产品的研发、生产和销售，并为农户提供相应的植保技术服务，是国内规模领先的农药制剂企业，公司产品和服务基本覆盖全国有效种植县域地区。

安道麦：公司主要从事非专利作物保护产品的开发、生产及销售，通过其遍布全球各地的约 60 家子公司向 100 多个国家的农民提供除草、杀虫及杀菌解决方案。业务模式整合了终端客户覆盖、产品登记经验以及先进的全球研发、原药和制剂生产设施。

扬农化工：公司是国内领先的研产销一体化农药企业，在产原药品种近 70 个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等不同类别，具备完整产业链式产能布局。公司销售规模领先，2023 年全国农药行业销售百强榜位于第二名。

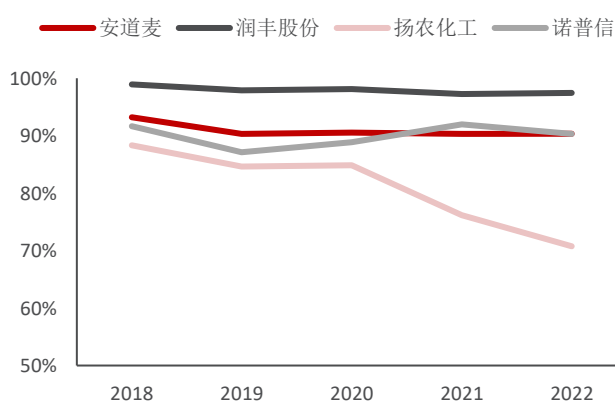
可比公司 2024-2025 年 PE 平均值分别为 18 倍、14 倍，而润丰股份 2024-2025 年 EPS 预测值分别为 5.13 元、6.28 元，现价（2023 年 11 月 17 日）对应 PE 分别为 15 倍、12 倍。公司低于行业平均值，具备投资价值。

表11：可比公司 PE 数据对比

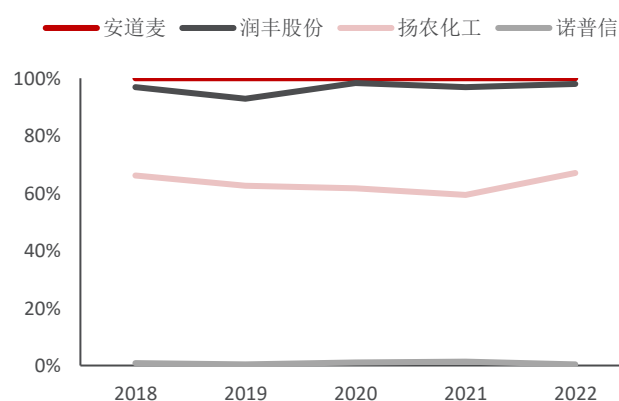
股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600486.SH	扬农化工	65.70	3.93	4.70	5.57	17	14	12
000553.SZ	安道麦 A	7.60	-0.07	0.27	0.39	/	28	19
002215.SZ	诺普信	8.36	0.41	0.68	0.89	20	12	9
平均值						19	18	14
301035.SZ	润丰股份	77.25	3.67	5.13	6.28	21	15	12

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 11 月 17 日

图35：可比公司农药业务收入占比


资料来源：wind，民生证券研究院

图36：可比公司境外营收占比


资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 投资建议

公司是国内稀缺的境外自主登记农药公司，丰富且持续增加的登记证数量将助力公司进一步强化海外的品牌影响力，带动市场占有率的提升，未来随着公司募投产能投放，公司成长动力将进一步增长，预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 10.2、14.3、17.5 亿元，EPS 分别为 3.67、5.13、6.28 元，现价（2023 年 11 月 17 日）对应 PE 分别为 21x、15x、12x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 农药原药价格大幅波动的风险。公司部分农药原药依靠外部采购，当农药原药快速大幅上涨时，价格传导不及时可能导致利润受损；另一方面，农药原药快速大幅下滑会导致制剂产品价格下跌，产生存货减值的风险。

2) 汇率短期大幅波动的风险。公司的农药制剂业务面向海外，若汇率短期内大幅波动，公司面临较大的汇率波动风险。

3) 境外目标国农药登记政策变化的风险。各国农药登记政策存在因当地政治经济环境变化而作出调整的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,460	11,775	13,652	16,210
营业成本	11,533	9,088	10,498	12,429
营业税金及附加	18	15	17	20
销售费用	292	306	341	389
管理费用	370	495	573	681
研发费用	335	330	410	486
EBIT	1,864	1,500	1,770	2,153
财务费用	-345	-6	-4	-17
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	-259	-235	0	0
营业利润	1,776	1,270	1,774	2,170
营业外收支	-23	0	0	0
利润总额	1,753	1,270	1,774	2,170
所得税	265	192	268	328
净利润	1,488	1,078	1,506	1,842
归属于母公司净利润	1,413	1,024	1,430	1,750
EBITDA	2,051	1,701	2,006	2,432

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,794	5,634	6,664	7,933
应收账款及票据	3,261	2,600	3,021	3,587
预付款项	75	59	69	81
存货	1,657	996	1,151	1,362
其他流动资产	228	474	477	482
流动资产合计	9,015	9,764	11,381	13,445
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	1,692	1,844	1,989	2,197
无形资产	226	226	226	226
非流动资产合计	2,584	2,856	2,970	3,048
资产合计	11,599	12,620	14,352	16,493
短期借款	404	1,704	1,704	1,704
应付账款及票据	4,120	3,247	3,750	4,440
其他流动负债	592	508	557	625
流动负债合计	5,117	5,459	6,012	6,769
长期借款	17	13	13	13
其他长期负债	78	85	85	85
非流动负债合计	95	98	98	98
负债合计	5,212	5,557	6,110	6,867
股本	277	279	279	279
少数股东权益	203	257	332	424
股东权益合计	6,387	7,063	8,241	9,626
负债和股东权益合计	11,599	12,620	14,352	16,493

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	47.60	-18.57	15.94	18.73
EBIT 增长率	89.82	-19.56	18.01	21.68
净利润增长率	76.72	-27.54	39.69	22.32
盈利能力 (%)				
毛利率	20.24	22.82	23.10	23.32
净利润率	9.77	8.70	10.48	10.79
总资产收益率 ROA	12.18	8.11	9.97	10.61
净资产收益率 ROE	22.85	15.05	18.09	19.02
偿债能力				
流动比率	1.76	1.79	1.89	1.99
速动比率	1.39	1.51	1.62	1.71
现金比率	0.74	1.03	1.11	1.17
资产负债率 (%)	44.93	44.03	42.58	41.64
经营效率				
应收账款周转天数	80.82	80.82	80.82	80.82
存货周转天数	52.45	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.32	0.97	1.01	1.05
每股指标 (元)				
每股收益	5.07	3.67	5.13	6.28
每股净资产	22.19	24.42	28.38	33.02
每股经营现金流	4.92	6.08	6.36	7.70
每股股利	1.63	1.17	1.64	2.01
估值分析				
PE	15	21	15	12
PB	3.5	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.67	11.65	9.88	8.15
股息收益率 (%)	2.11	1.52	2.12	2.60

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,488	1,078	1,506	1,842
折旧和摊销	186	201	237	279
营运资金变动	-805	90	-89	-102
经营活动现金流	1,371	1,695	1,771	2,146
资本开支	-584	-419	-347	-353
投资	-26	0	0	0
投资活动现金流	-867	-694	-347	-353
股权募资	23	35	0	0
债务募资	-227	1,287	0	0
筹资活动现金流	-465	840	-394	-524
现金净流量	44	1,840	1,029	1,269

插图目录

图 1:	公司覆盖全球的业务布局	3
图 2:	公司历史沿革	4
图 3:	公司股权结构 (截至 2023 半年报)	5
图 4:	公司营业收入 (亿元) 及增速 (%)	5
图 5:	公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	5
图 6:	公司毛利率和净利率情况 (%)	6
图 7:	公司期间费用率情况 (%)	6
图 8:	公司收入结构 (按产品种类, 单位: %)	6
图 9:	公司收入结构 (按地区, 单位: 亿元)	6
图 10:	全球主粮消费量变化情况 (百万吨)	7
图 11:	全球主粮库销比变化情况	7
图 12:	国际粮价与原油价格呈较高关联性	7
图 13:	燃料乙醇需求回升	7
图 14:	中国种植利润变化情况 (元/亩)	8
图 15:	全球植保市场规模变化情况 (亿美元)	8
图 16:	农药产业链结构	9
图 17:	农药产业链利润分配的微笑曲线	9
图 18:	农药产品的全生命周期	10
图 19:	中国化学农药产量情况 (万吨)	11
图 20:	中国农药出口量和出口金额情况 (万吨、亿美元)	11
图 21:	世界农业用地面积占比 (%)	11
图 22:	全球及主要国家的人均耕地面积 (公顷/人)	11
图 23:	全球农药总使用量保持增长态势 (万吨)	12
图 24:	全球农药使用量结构变化情况 (万吨)	12
图 25:	各大洲农药使用量结构与转基因种植面积变化的对比情况 (%、万公顷)	13
图 26:	新上市农药有效活性成分数量增速放缓	14
图 27:	新农药活性成分研发成本上升 (百万美元)	14
图 28:	全球非专利农药逐渐成为市场主导	15
图 29:	公司境外农药登记证获证数量 (张)	18
图 30:	自主登记模式毛利率较传统出口模式高出 5-6 个点	18
图 31:	公司的三种销售业务模式对比	18
图 32:	境外自主登记模式驱动公司收入增长 (亿元)	19
图 33:	新获取登记证转化的收入占比提升 (亿元)	19
图 34:	农药原药价格指数波动情况	19
图 35:	可比公司农药业务收入占比	23
图 36:	可比公司境外营收占比	23

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 全球农化 top15 企业和中国农化 top15 企业的排名与销售额	4
表 2: 植物保护产品研发周期不断延长 (年)	14
表 3: 一个植物保护产品成功上市需要研究、开发和登记的合成物数量 (个)	14
表 4: 2022-2024 年专利过期的主要农药品种	15
表 5: 润丰股份单个原药登记证费用情况 (截至 2020 年)	16
表 6: 润丰股份单个制剂登记证费用情况 (截至 2020 年)	16
表 7: 主要农药市场国家的农药登记政策	17
表 8: 公司募投项目拟建原药产能情况	20
表 9: 公司在建项目进展情况 (截至 2023/6/30)	20
表 10: 公司分业务盈利预测	21

表 11：可比公司 PE 数据对比	23
公司财务报表数据预测汇总	25

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026