

# 润丰股份 (301035.SZ)

买入 (首次评级)

## 公司深度研究

证券研究报告

## 依托登记，布局全球渠道的农化制剂企业

### 公司简介

公司主营业务为农药制剂，依托轻架构和快速响应能力，持续做全球化制剂登记和渠道布局，扩大南美份额，发力亚非欧市场，打造布局全球化运营能力。

### 投资逻辑

**依托丰富登记和全球渠道，公司积极布局。**公司自2008年起探索境外自主登记模式，截至2023年一季度公司共拥有境外农药产品登记证5099个，已在境外设有80多个下属公司并在全球80多个国家开展业务，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。此外，公司积极开拓to C业务试点，并规划在2024年年底前在不少于25个新增目标国予以开展。

**以南美为支撑，扩大亚非欧市场。**近五年公司南美地区营收占比始终维持在50%左右，基于以巴西与阿根廷为代表的南美市场的稳定增长与出色的盈利能力，公司未来仍会以南美作为战略重心拓展其他美洲国家。与此同时，公司积极开拓亚洲、欧洲、非洲等新兴市场，营业收入与获得登记证数量快速增长，未来有望推动公司业绩持续增长。

**拟定增募资不超过24.57亿元，强化上游原药布局。**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，募集资金计划用于建设“年产8000吨烯草酮项目、年产6万吨全新绿色连续化工艺2,4-D及其酯项目、年产1000吨二氯吡啶酸项目、年产1000吨丙炔氟草胺项目”4个原药生产项目。

**23年一季度农药价格加速下滑，行业进入下行周期，目前价格指数处于历史较低水平。**根据中国农药工业协会发布的农药价格指数，2023年1-3月，受需求端消化库存周期延长，农药价格指数出现加速下滑趋势，从2022年12月的136.85大幅下降至2023年3月的115.53。我们预计，伴随2023年2-3季度巴西、阿根廷等南美洲市场进入需求旺季，将进一步加速库存去化速度，三大农药价格指数处于底部震荡阶段。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测，2023/2024/2025年公司实现营业收入147.38亿/168.47亿/195.93亿元，同比+1.92%/+14.31%/+16.3%，归母净利润13.28亿/15.07亿/17.48亿元，同比-6.04%/+13.48%/+15.99%，对应EPS为4.79/5.44/6.31元。给予2023年20XPE，目标价95.8元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

人民币汇率波动；海外制剂价格下滑风险；原材料价格波动风险；新项目建设进度不及预期，市场开拓不及预期。

### 基础化工组

分析师：王明辉 (执业S1130521080003)

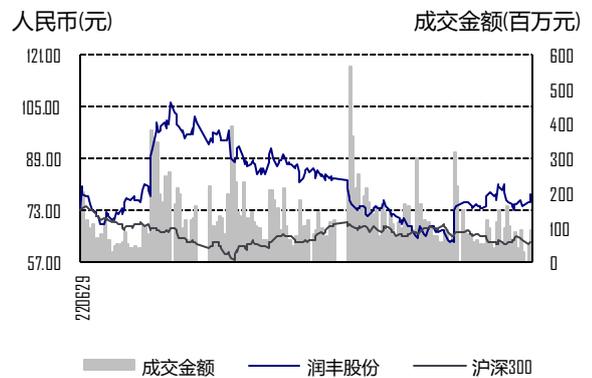
wangmh@gjzq.com.cn

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：77.98 元

目标价 (人民币)：95.80 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,797	14,460	14,738	16,847	19,593
营业收入增长率	34.39%	47.60%	1.92%	14.31%	16.30%
归母净利润(百万元)	800	1,413	1,328	1,507	1,748
归母净利润增长率	82.74%	76.72%	-6.04%	13.48%	15.99%
摊薄每股收益(元)	2.896	5.100	4.792	5.438	6.307
每股经营性现金流净额	2.86	4.95	7.63	6.46	7.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.29%	22.85%	18.14%	17.46%	17.22%
P/E	20.03	17.08	15.55	13.70	11.81
P/B	3.26	3.90	2.82	2.39	2.03

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

一、轻架构+快速响应，农药制剂领先企业.....	5
1.1、聚焦点作物保护领域十余年，立足中国走向全球.....	5
1.2、扎根非专利农药制剂环节，实施“轻架构，快速响应”战略.....	7
1.3、经营业绩稳步增长，股权激励彰显发展信心.....	8
二、非专利药占比持续提升，“登记+渠道”构成主要壁垒.....	11
2.1、农药需求相对刚性，市场规模稳步提升.....	11
2.2、专利药研发周期延长，非专利药占比逐年提升.....	15
2.3、全球市场格局高度集中，五大巨头份额相对稳定.....	16
2.4 农药登记管理制度构筑行业壁垒，登记证数量代表制剂企业的核心竞争力.....	17
2.5、农药行业具有周期性，制剂与原药价格进入下行周期，目前处于底部震荡阶段.....	19
三、境外自主登记构筑盈利护城河，全球化渠道日益完善.....	19
3.1、传统出口模式与境外自主登记有机结合，形成具有较强竞争力的销售模式.....	19
3.2、以南美市场为战略支撑，持续扩大市场份额.....	22
3.3、发力亚非欧市场，完善全球化布局.....	23
三、盈利预测与投资建议.....	24
4.1、盈利预测.....	24
4.2、投资建议及估值.....	26
五、风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司制造基地与全球业务布局.....	5
图表 3：公司产品销售分布.....	5
图表 4：公司现有制造基地概况.....	6
图表 5：公司股权结构.....	7
图表 6：农药产业链.....	7
图表 7：公司主要竞争对手营收规模（百万元）比较.....	8
图表 8：公司主要竞争对手毛利率（%）比较.....	8
图表 9：公司销售期间费用率较低.....	8
图表 10：公司销售人员数量（人）.....	8
图表 11：公司人均创利（百万元）处于行业内较高水平.....	8
图表 12：公司存货周转率领先于行业.....	8
图表 13：公司营业收入（左）与同比变化（右）.....	9

图表 14:	公司归母净利润 (左) 与同比变化 (右)	9
图表 15:	公司营收结构 (按产品)	9
图表 16:	2022 年公司营收结构 (按地区)	9
图表 17:	公司销售毛利率 (%) 与销售净利率 (%)	10
图表 18:	公司主营业务成本构成	10
图表 19:	公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核要求	10
图表 20:	公司在建项目情况	11
图表 21:	公司拟定增项目概况	11
图表 22:	全球耕地面积、人口与作物产量变化	12
图表 23:	2016 年相对 1960 年作物单产显著提升	12
图表 24:	全球植物保护产品市场规模 (亿美元)	12
图表 25:	中国植保市场规模 (左) 与同比增速 (右)	12
图表 26:	2020 年全球农药区域市场占比	12
图表 27:	2021 年全球农药市场细分产品结构	12
图表 28:	2019 年全球除草剂销售额前十品种	13
图表 29:	全球除草剂市场规模预测 (亿美元)	13
图表 30:	2019 年全球杀虫剂销售额分布	13
图表 31:	全球杀虫剂市场规模预测 (亿美元)	13
图表 32:	杀虫剂分类与作用机理	14
图表 33:	2019 年全球杀菌剂市场按作物分布	14
图表 34:	全球杀菌剂市场规模 (亿美元)	14
图表 35:	杀菌剂分类与具体产品	15
图表 36:	新农药研发成本变化 (百万美元)	15
图表 37:	全球非专利药占比持续提升	16
图表 38:	2020 年全球农药市场竞争格局	16
图表 39:	2021 年全球农药市场竞争格局	16
图表 40:	全球主要农药企业概况	17
图表 41:	部分国家农药登记制度	18
图表 42:	境外自主登记难度不断加大	18
图表 43:	2020 年 1 月至 2023 年 3 月农药价格指数变化	19
图表 44:	农药传统出口模式与境外自主登记模式对比	19
图表 45:	公司境外自主登记毛利率较高	20
图表 46:	公司境外自主登记营收与占比	20
图表 47:	公司在各地区登记证数量变化	20
图表 48:	截至 23 年一季度公司境外农药登记按地区分布	20

图表 49: 截至 23 年一季度公司境外农药登记按产品分布 .....	20
图表 50: 公司境外自主登记情况 (截至 2023 年 3 月 31 日) .....	21
图表 51: 公司 Model C 业务开展情况 .....	22
图表 52: 巴西农药市场规模 (左) 与同比变化 (右) .....	22
图表 53: 公司产品毛利率情况 (按国家) .....	22
图表 54: 公司南美洲营收 (左) 与占总营收比例 (右) .....	23
图表 55: 公司巴西与阿根廷登记证持续增加 .....	23
图表 56: 公司亚洲地区营收 (左) 与同比变化 (右) .....	23
图表 57: 公司非洲地区营收 (左) 与同比变化 (右) .....	23
图表 58: 公司欧洲地区营收 (左) 与同比变化 (右) .....	24
图表 59: 2023 年公司各地区境外自主登记数量变化 .....	24
图表 60: 公司分地区盈利预测 .....	25
图表 61: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	26

## 一、轻架构+快速响应，农药制剂领先企业

### 1.1、聚焦作物保护领域十余年，立足中国走向全球

深耕农药原药与制剂业务，逐步打开全球市场。公司成立于2005年，自创立以来始终聚焦于作物保护领域，公司依托以“快速市场进入”为特点的全球营销网络、丰富的产品种类和生产能力以及国内充足的原材料供应链，构建了涵盖农药原药及制剂的研发、制造以及面向全球市场的品牌、渠道、销售与服务的完整业务链，为全球客户提供植保产品和服务。

图表1：公司发展历程



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

加速完善全球营销网络，“原药+制剂”一体化布局。公司主要产品包括农药原药及制剂两大类，以制剂销售为主，涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列，其中除草剂类产品占比较大，包括草甘膦、2,4-D、莠去津、百草枯等原药及制剂产品，广泛适用于大豆、玉米、小麦、水稻、甘蔗、棉花、蔬菜、果树等各类农作物。公司在国际市场的长时间探索实践中确定了逐步构建全球“快速市场进入平台”的战略规划和商业模式，目前已在拉美、亚太、非洲、欧洲区域多个国家设有子公司或代表处并投资建设了“快速市场进入平台”，且正在更多国家持续进行该平台的投资建设工作。截至目前公司已在境外设有80多个下属公司，在全球80多个国家开展业务，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。

图表2：公司制造基地与全球业务布局



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司产品销售分布



来源：公司公告，国金证券研究所

供应链方面，公司依托在山东潍坊、青岛、宁夏平罗及海外阿根廷、西班牙的五处制造基地提供原料药辐射全球市场。

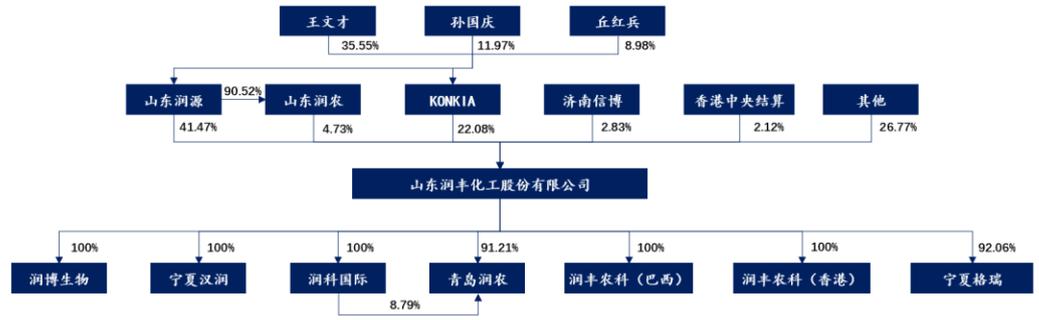
**图表4：公司现有制造基地概况**

制造基地	成立时间	发展概况
潍坊润丰	2005年6月	坐落于国家级经济技术开发区——山东潍坊滨海经济技术开发区，下辖三个生产厂区，占地627亩。制造基地拥有多种作物保护产品的原药合成及系列制剂的加工能力。基地生产装备精良，检测仪器先进，安全环保设施配套齐全，系省级安全文化建设示范企业、山东省双体系建设的标杆企业。并已先后通过了ISO9001：2015质量管理体系认证、ISO14001：2015环境管理体系认证和ISO45001：2018职业健康安全管理体系等体系的认证。
青岛润农	2013年7月	坐落于青岛平度新河生态化工科技产业基地，占地253亩，主要生产杀虫剂、杀菌剂和植物生长调节剂，面向全球客户提供作物保护产品和服务。制造基地拥有多种作物保护产品的原药合成能力及多套独立的制剂加工生产装置，可严格的防止交叉污染，同时生产多种不同的产品，并拥有多套分装装置，可快速灵活切换满足不同规格的分装要求。基地管理规范，安全环保设施配套齐全，生产装备精良，检测仪器先进，先后通过了ISO9001：2015质量管理体系认证、ISO14001：2015环境管理体系认证和ISO45001：2018职业健康安全管理体系等体系的认证。
宁夏格瑞	2015年5月	坐落于宁夏石嘴山市生态经济开发区，占地470亩，主要从事农药原药及制剂、农药中间体等精细化工产品的生产和加工。宁夏格瑞制造基地主要从事各种农药原药的生产。基地管理规范，安全环保设施配套齐全，生产装备精良，检测仪器先进，先后通过了ISO9001：2015质量管理体系认证、ISO14001：2015环境管理体系认证和ISO45001：2018职业健康安全管理体系等体系的认证。
宁夏汉润	2022年1月	坐落于宁夏平罗县红崖子精细化工园区，占地232亩，主要从事农药原药及制剂、农药中间体等精细化工产品的生产和加工。宁夏汉润制造基地主要从事各种农药原药的生产。基地管理规范，安全环保设施配套齐全，生产装备精良，检测仪器先进。
阿根廷润丰	2010年3月	坐落于阿根廷恩特雷奥斯省瓜莱瓜伊丘市工业园区内。阿根廷润丰制造基地配套齐全，生产设施精良，包装自动化程度较高，检测手段齐全，已具备品质管理实验室，SC, EC, SL和WG等多套生产线；通过生产流程优化、设备升级、自动化设备引进以及派请本部工程、技术人员驻厂等一系列措施，极大的提升了基地制剂加工能力和质量管控水平，并在2019年通过了ISO9001：2015质量管理体系认证和ISO14001：2015环境管理体系认证，为快速响应满足南美区域客户不同需求，提供优质产品和服务提供了有力的保障。
西班牙润丰	1985年	工厂位于西班牙莱里达省。润丰已完成股权交割，Sarabia成为润丰的全资子公司。Sarabia是一家历史悠久的西班牙家族企业，在西班牙及周边市场拥有良好的品牌声誉，工厂配套齐全，专注于作物保护产品的生产。润丰将基于对欧盟市场战略规划进一步整合Sarabia产品体系，通过生产流程优化、设备升级、自动化设备引进等系列措施，为快速响应满足欧盟区域客户不同需求，提供优质产品和服务提供有力的保障。

来源：公司官网，国金证券研究所

公司实控人行业经验丰富，股权结构集中稳健。公司实控人王文才、孙国庆和丘红兵均为公司主要创始人，王文才担任公司董事长，孙国庆担任公司董事，丘红兵担任公司董事兼副总裁，通过控股山东润源、山东润农以及KONKIA合计持股处于绝对控股地位。此外，公司三位实控人均具备化工专业背景，且之前均在山东绿野任职，自润丰股份设立以来一直担任公司重要职务，在长期、良好的合作中建立了充分的相互信任和默契，具有共同的利益基础，并在公司的生产经营决策过程中起主导作用，稳健集中的股权结构有助于公司制定长期发展战略并获得持续强劲的发展动力。

图表5: 公司股权结构

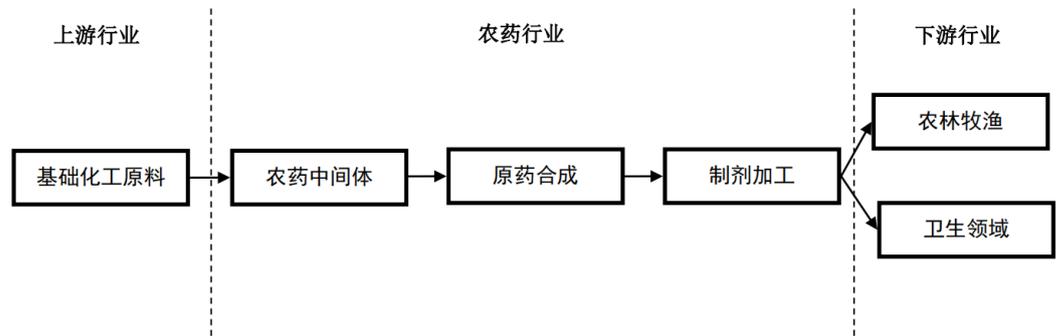


来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 国金证券研究所

1.2、扎根非专利农药制剂环节，实施“轻架构，快速响应”战略

制剂环节靠近需求终端，非专利农药制剂竞争激烈。农药产业链主要包括“中间体-原药-制剂加工”三个环节，上游主要通过加工基础化工原料生产中间体，下游主要用于农林牧渔与卫生领域。由于制剂加工靠近终端需求，因此制剂加工企业在产业链的利润分配中占据主导地位，根据华经产业研究院数据，2020年制剂环节可获取产业链整体利润的50%，而中间体和原药仅能获得20%与15%，其余的15%依靠服务获取。而公司的主要产品均为非专利农药制剂，产品同质化严重导致市场竞争异常激烈，主要产品毛利率持续下行，因此广泛的渠道布局、快速响应市场变化的能力、成本费用的控制能力是非专利农药制剂企业发展的核心。

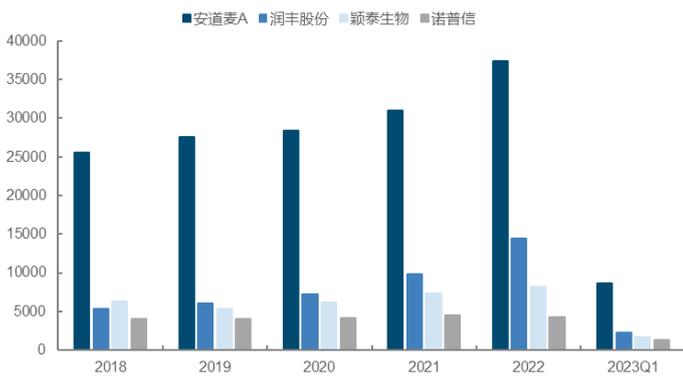
图表6: 农药产业链



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

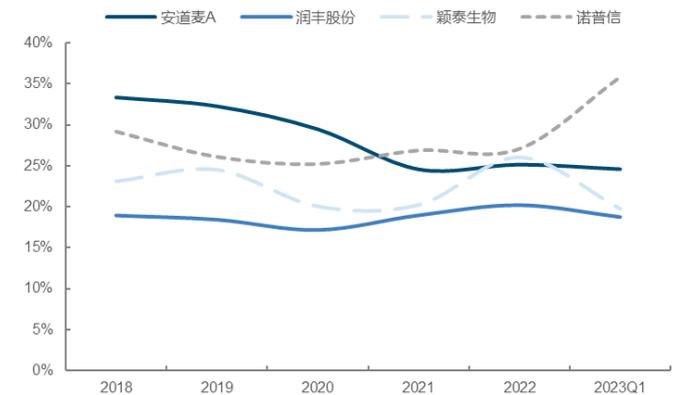
实施“轻架构，快速响应”战略，费用控制能力较强。公司目前的制剂销售以“to B”为主，并在部分国家开展“to C”的渠道构建与品牌销售，依托公司自产能力和中国国内强大供应链及全球营销网络，以“轻架构、快速响应”为特点应对供应端、成本端及全球各国市场端的快速变化。作为国内连续多年农化品出口额最大的企业，公司在销售人员数量并不占优的情况下的人均创收仍处于行业内较高水平，并始终将期间费用率控制在行业内较低水平，展现出公司在轻架构下的较强渠道布局与费用控制能力。此外，公司存货周转率也长期领先于国内其他主要制剂生产企业，销售与营运能力较强。

图表7: 公司主要竞争对手营收规模(百万元)比较



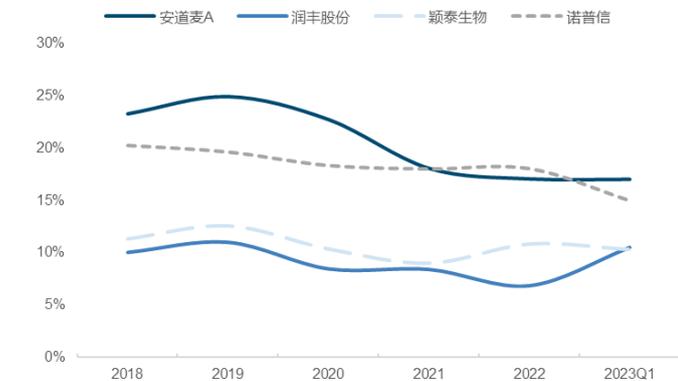
来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表8: 公司主要竞争对手毛利率(%)比较



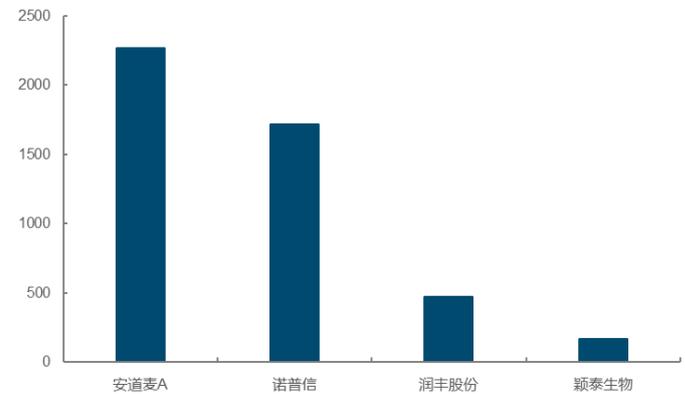
来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表9: 公司销售期间费用率较低



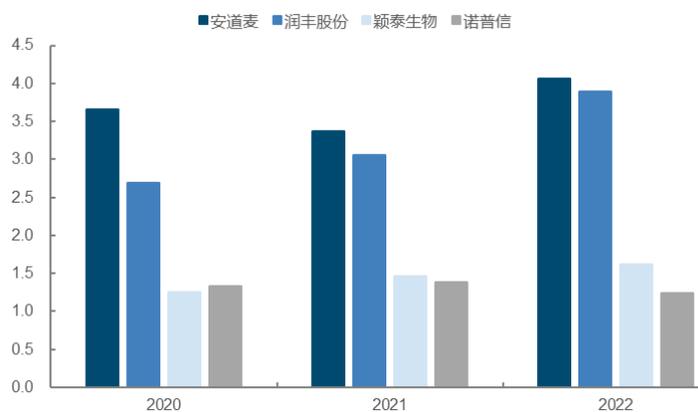
来源: Wind, 国金证券研究所; 备注: 期间费用率包含管理费用率、研发费用率、销售费用率

图表10: 公司销售人员数量(人)



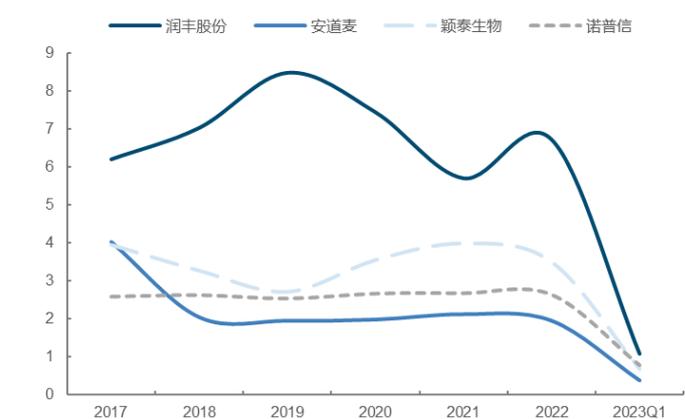
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 公司人均创利(百万元)处于行业内较高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 公司存货周转率领先于行业



来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.3、经营业绩稳步增长, 股权激励彰显发展信心

营收与归母净利润持续增长。由于农药行业的刚性需求以及公司产能规模与销售渠道的持续扩张, 公司营业收入与归母净利润连续多年持续稳定增长。2022年, 由于全球疫情以及俄乌冲突引发的粮食安全担忧、生物燃料需求复苏以及因天气导致的相关农产品供应问题, 全球大宗农产品的需求强劲, 大宗农产品价格维持高位, 全球作物保护产品的需求整体旺盛, 公司全年实现营业收入144.6亿元, 归母净利润14.1亿元, 同比分别增长47.6%和

76.7%。但是 2022 年 3 季度后，伴随大部分市场先前超量订购的货物的送抵以及供应端产能的持续扩增导致供求关系反转而出现明显的阶段性的供大于求，作物保护品价格整体下行导致市场端采购的犹豫、延迟及去库存，从而进一步加剧了阶段性的供应过剩，致使作物保护品价格整体持续下行。2023 年一季度农药行业延续了 22 年 Q4 的低迷且农药价格继续下降，导致公司一季度营业收入与归母净利润分别同比下降 28.4%和 52.8%。但伴随二三季度主要收入来源的巴西、阿根廷等南美洲市场进入需求旺季以及下游去库存进入尾声，公司业绩有望逐步回暖。

图表13: 公司营业收入 (左) 与同比变化 (右)

图表14: 公司归母净利润 (左) 与同比变化 (右)



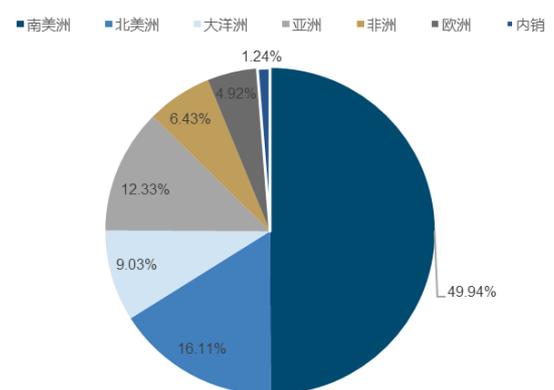
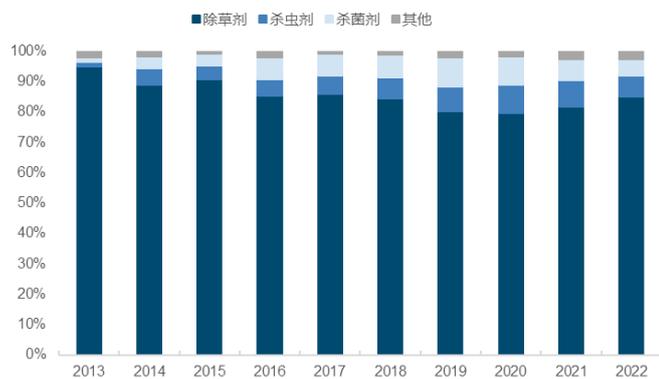
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

除草剂贡献主要收入，南美地区为最大外销市场。长期以来，公司以草甘膦为代表的除草剂业务营收占比维持在 80%以上，2022 年除草剂业务实现营收 122.83 亿元，占营业总收入的 84.95%。从营收的地区构成来看，2022 年南美地区营收占比为 49.94%，北美洲、亚洲营收占比也均在 10%以上，整体而言 2022 年公司外销收入占比约为 97.86%，内销收入仅占 1.24%，公司的市场重心主要在以南美洲的巴西、阿根廷为主的海外市场。公司的主要客户包括 Albaugh LLC、NUFARM (纽发姆)、ADAMA (安道麦)、DUPONT (杜邦)、FMC (富美实)、拜耳、先正达等国际知名跨国农化企业以及阿根廷、巴西等国家当地市场的农化行业知名企业。

图表15: 公司营收结构 (按产品)

图表16: 2022 年公司营收结构 (按地区)



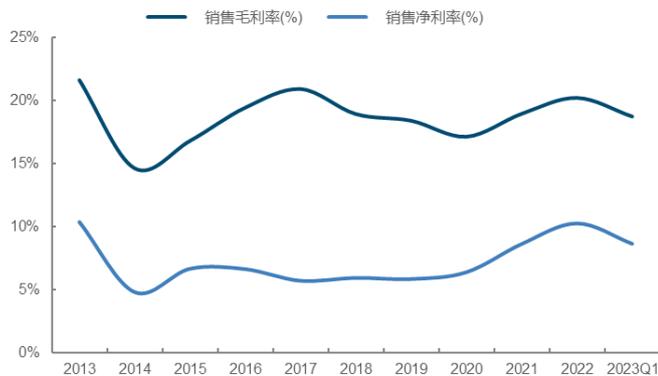
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

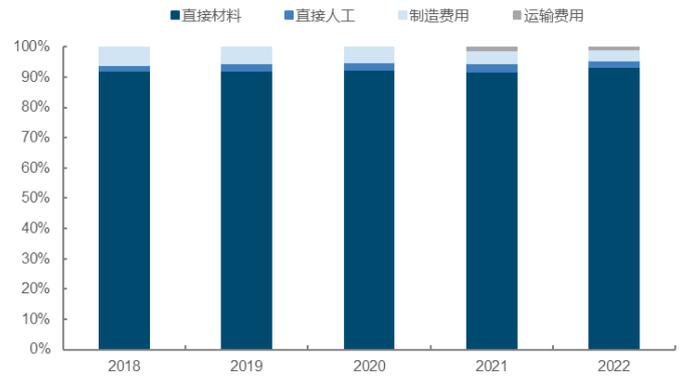
盈利能力较为稳定，直接材料成本占比较高。公司主营业务成本结构较为稳定，直接材料（主要包括原药、化工原料、包装物等）成本占比长期保持在 90%以上，因此原材料尤其是原药价格对于公司主要农药制剂产品的盈利能力影响较大，而中国是全球最大的农药生产国之一且公司在长期业务过程中与生产所需的主要原材料供应商建立了较为稳定的合作关系，因此公司原材料供应相对稳定。公司现阶段主要产品根据来源可划分为贸易类和自产类，贸易类产品是指公司会根据需要采购原药或制剂后直接进行销售，该种贸易类业务的毛利率水平较低，一般在 10%左右，贸易类业务主要分布在农药产品传统出口模式中。而自产类是指公司购进原料（含成品）经公司生产加工环节后出售的产品，毛利率远高于贸易类业务。根据公司招股说明书，以公司主要产品除草剂为例，2018-2020 年自产类除草剂毛利率为 20.78%、19.50%、19.70%，而贸易类除草剂同期毛利率仅为 10.58%、9.08%、10.66%。因此公司的毛利率水平一方面取决于自产类与贸易类产品所占比例，即公司产能与订单之间的关系。另一方面，对于公司自产类产品而言，由于公司原药主要仍依赖于外

购，因此原料成本与制剂价格的波动对于公司整体的毛利率水平有比较大的影响，2022 年公司整体毛利率和净利率分别约为 20.24%和 10.29%。

图表17: 公司销售毛利率 (%) 与销售净利率 (%)



图表18: 公司主营业务成本构成



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

股权激励激发企业活力，业绩考核目标彰显成长信心。公司于 2021 年实行限制性股票激励计划，首次授予限制性股票的激励对象共计 153 人，共授予限制性股票 493.19 万股，按照员工历史贡献和对其未来潜力的评估，将激励对象分两类人员，第一类激励对象 51 人，第二类激励对象 102 人，第一类激励对象为在公司工龄 10 年以上且对公司具有一定历史贡献的人员，第二类激励对象主要为对公司业务发展起关键驱动作用且绩效表现优秀或具备较大潜力的核心人员。激励计划在业绩考核层面对于 2021-2023 年的营业收入增长率提出明确目标，彰显出公司的业务持续增长的信心。

图表19: 公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核要求

第一类激励对象和第二类激励对象			
归属期	考核年度	营业收入增长率	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
首次授予的限制性股票 第一个归属期	2021 年	10%	5%
首次授予的限制性股票 第二个归属期	2022 年	20%	10%
首次授予的限制性股票 第三个归属期	2023 年	30%	15%
考核指标		业绩完成度	公司层面归属比例
以公司 2020 年营业收入为基数，各考核年度实际考核指标完成值 (A)		$A \geq Am$	100%
		$An \leq A < Am$	$80\% + (A - An) / (Am - An) * 20\%$
		$A < An$	0

来源: 公司公告, 国金证券研究所

持续扩大制剂产能，定增布局上游原药。公司在拓展全球销售渠道、增加境外自主登记数量的同时不断扩大农药制剂产能，目前在建项目包括“年产 9000 吨克菌丹项目”、“年产 62000 吨除草剂项目（一期）-禾本田液体制剂项目”、“年产 8000 吨环己烯酮类除草剂项目”等，且主要产品以除草剂、杀菌剂为主，多个项目计划集中在 2024 年 7 月及之前投产。此外，公司在 2023 年发行定增，拟募集资金不超过 24.57 亿元用于建设“年产 8000 吨烯草酮项目、年产 6 万吨全新绿色连续化工艺 2,4-D 及其酯项目、年产 1000 吨二氯吡啶酸项目、年产 1000 吨丙炔氟草胺项目 4 个原药生产项目。项目实施后，公司 2,4-D、烯草酮的原药产能将显著增加，在生产效率、成本、质量方面具有较强的竞争力，有利于满足市场需求，并通过先进制造技术与规模效应带来的成本 and 产品质量优势取代行业内部分落后产能，进而加强公司在上述产品领域的的话语权；同时新增具有较大市场发展潜力的丙炔氟草胺、二氯吡啶酸原药产能，进一步丰富公司原药产品种类，在现有制剂生产端具有较强优势的情况下强化上游原药生产端布局，强化产业链优势，落实先进制造战略，提升公司综合竞争力。

图表20: 公司在建项目情况

项目名称	项目进展
年产 1000 吨高效杀菌剂项目	截至 22 年底已完成 10%
年产 8000 吨环己烯酮类除草剂项目	截至 22 年底已完成 5%
年产 12000 吨有机硫类杀菌剂启动项目	截至 22 年底已完成 5%
固体制剂一期新增生产线项目	截至 22 年底已完成 60%
苯氧羧酸类除草剂技改项目	截至 22 年底已完成 90%
年产 1000 吨高效低毒除草剂项目	截至 22 年底已完成 95%
年产 62000 吨除草剂项目（一期）-禾本田液体制剂项目	预计 2024 年 1 月 31 日投产
年产 25000 吨草甘膦连续化技改项目	预计 2024 年 5 月 31 日投产
年产 25000 吨草甘膦连续化技改项目	预计 2024 年 5 月 31 日投产
6000 吨/年小吨位苯氧羧酸项目	预计 2024 年 7 月 31 日投产
植保产品研发中心项目	预计 2024 年 7 月 31 日投产
农药产品境外登记项目（调整实施国家及投资结构）	预计 2024 年 7 月 31 日投产
年产 9000 吨克菌丹项目	预计 2024 年 7 月投产
年产 38800 吨除草剂项目（一期）—30000 吨/年草甘膦可溶粒剂	预计 2024 年 7 月投产
高效杀虫杀菌剂技改项目	预计 2024 年 7 月投产

来源：公司公告，国金证券研究所

图表21: 公司拟定增项目概况

定增项目	建设内容	实施主体	建设周期
年产 8000 吨烯草酮项目	8000 吨烯草酮原药	宁夏汉润	2 年
年产 6 万吨全新绿色连续化工艺 2,4-D 及其酯项目	4 万吨 2,4-D 原药、2 万吨 2,4-D 异辛酯	宁夏汉润	1 年
年产 1000 吨二氯吡啶酸项目	1000 吨二氯吡啶酸原药	宁夏汉润	1 年
年产 1000 吨丙炔氟草胺项目	1000 吨丙炔氟草胺原药	宁夏格瑞	1.5 年

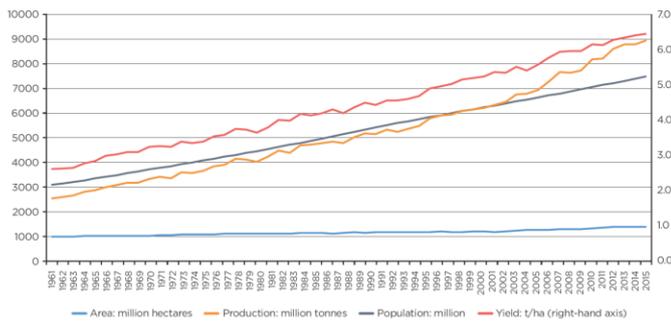
来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、非专利药占比持续提升，“登记+渠道”构成主要壁垒

### 2.1、农药需求相对刚性，市场规模稳步提升

农药有效提升作物单产，满足全球人口增长需求。农药主要是指用来防治危害农林牧业生产的有害生物和调节植物生长的化学药品，对于农产品的保产增收具有重要的作用，目前主要的农药产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类。根据 Phillips McDougall 数据，1960 年以来全球耕地面积并未发生明显增长，但由于全球人口数量的迅速提升对于农作物的需求量也同步提高。与 1960 年相比，2016 年全球主要粮食作物玉米、小麦和水稻的单位面积产量均实现了翻倍以上的增长，从而在耕地面积基本没有发生变化的情况下大幅提升了作物产量。根据联合国粮食及农业组织（FAO）的报告指出，在没有植物保护产品（包括农药）的情况下作物产量损失可达 50%~80%，因此农药对于全球农业生产而言属于刚性需求，在全球人口继续增长的背景下依然具有继续增长的空间。

图表22: 全球耕地面积、人口与作物产量变化



图表23: 2016年相对1960年作物单产显著提升

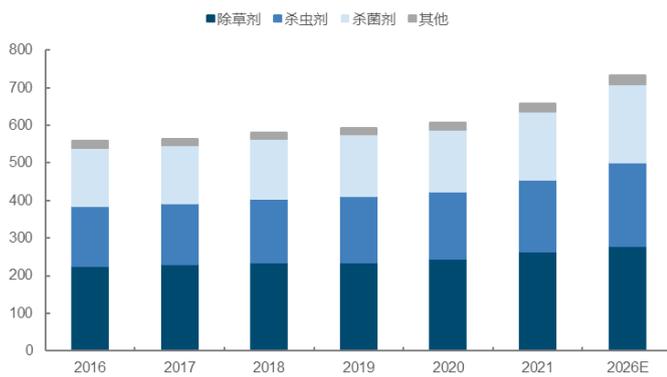
	1960年	2016年	产量比(2016/1960)
总产量(亿吨)	25.88	89.23	3.4
玉米单产(吨/公顷)	2	5.8	2.9
小麦单产(吨/公顷)	1.1	3.4	3.1
水稻单产(吨/公顷)	1.9	4.5	2.4

来源: Phillips McDougall, 国金证券研究所

来源: Phillips McDougall, 国金证券研究所

全球农药市场规模稳步提升。根据 AgbiolInvestor 统计,2021 年全球农药市场规模为 658 亿美元,2016-2021 年年均复合增长率约为 3.3%,但是由于欧美国家对植物保护产品环保要求提升,低端产品用量已呈现出逐步减少的趋势。根据 AgbiolInvestor 预测,2022-2026 年全球植物保护产品的市场规模年均复合增长率约 2.2%,在新型产品的发现、新技术在新兴市场不断应用、先进且符合环保要求的产品对旧产品的替代等因素影响下,农药市场规模将不断提升。与此同时,2021 年国内农药市场规模约为 480 亿元,2016-2021 年年均复合增长率约为 3.1%,由于我国属于传统农业大国且逐步采用更为先进且更具可持续性的植物保护产品技术,预计 2026 年国内农药整体市场规模将达到 628 亿元,年均复合增长率约为 5.5%。

图表24: 全球植物保护产品市场规模(亿美元)



图表25: 中国植保市场规模(左)与同比增速(右)

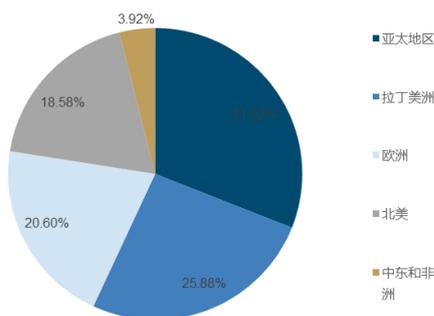


来源: AgbiolInvestor, 灼识咨询, 先正达招股说明书, 国金证券研究所

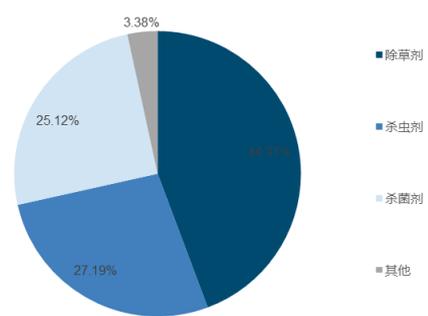
来源: AgbiolInvestor, 灼识咨询, 先正达招股说明书, 国金证券研究所

亚太地区占据主要需求,除草剂销售额占比较大。从全球农药市场的区域分布来看,亚太地区约占 31.02%,自 2016 年起连续 5 年销售额超过拉美地区并成为全球最大的农药市场,而拉丁美洲、欧洲与北美分别占比 25.88%,20.60%和 18.58%。从细分产品来看,除草剂、杀虫剂与杀菌剂三大主要产品分别占比 44.31%、27.19%和 25.12%。

图表26: 2020 年全球农药区域市场占比



图表27: 2021 年全球农药市场细分产品结构



来源: Phillips McDougall, 国金证券研究所

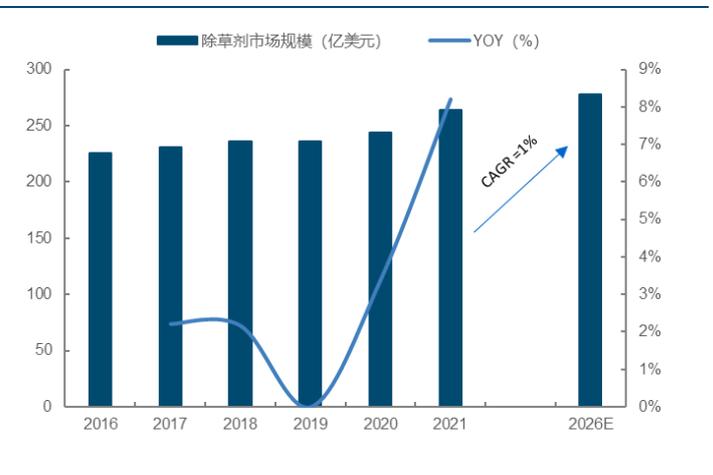
来源: Global Commodity Insights, 国金证券研究所

除草剂：除草剂泛指用以消灭或控制杂草生长的农药。目前全球范围内正在使用的除草剂种类众多，草甘膦作为作为产销量最大的细分品种2019年全球销售额约为52.51亿美元。根据 AgbioInvestor 统计，2021 年全球除草剂市场规模约为 264 亿美元，预计到 2026 年将达到 278 亿美元。

图表28：2019 年全球除草剂销售额前十品种

排序	有效成分	销售额 (亿美元)	类型
1	草甘膦	52.51	氨基酸类
2	草铵膦	9.80	氨基酸类
3	2,4-滴	8.15	苯氧类
4	硝磺草酮	8.00	HPPD 抑制剂类
5	莠去津	6.68	三嗪类
6	异丙甲草胺	6.30	乙酰胺类
7	百草枯	6.20	联吡啶类
8	乙草胺	4.52	乙酰胺类
9	唑啉草酯	4.21	其他类
10	麦草畏	4.09	其他类

图表29：全球除草剂市场规模预测 (亿美元)

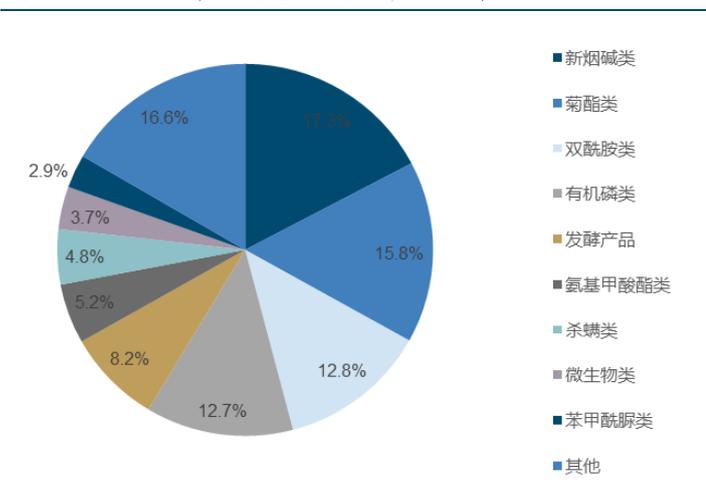


来源：农药资讯网，国金证券研究所

来源：AgbioInvestor，灼识咨询，先正达招股说明书，国金证券研究所

杀虫剂：杀虫剂是指被用于杀死昆虫或防止昆虫进行破坏性行为的农药产品。按照化学成分划分，杀虫剂可以分为有机磷类、新烟碱类、拟除虫菊酯类等，作用机理包括触杀、内毒、胃吸等。根据 AgbioInvestor 统计，2021 年全球杀虫剂市场规模约为 192 亿美元，预计到 2026 年将达到 224 亿美元。

图表30：2019 年全球杀虫剂销售额分布



图表31：全球杀虫剂市场规模预测 (亿美元)



来源：世界农化网，国金证券研究所

来源：AgbioInvestor，灼识咨询，先正达招股说明书，国金证券研究所

图表32: 杀虫剂分类与作用机理

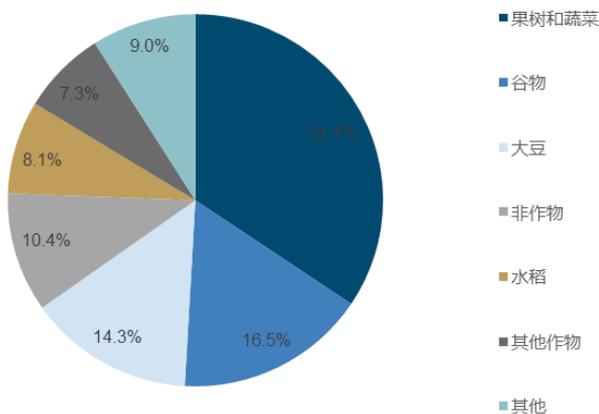
类型	作用方式	作用位点	主要产品
有机磷类	触杀、胃毒、内吸、熏蒸	吸附昆虫体内神经元释放的乙酰胆碱酯酶,使传导昆虫神经冲动的乙酰胆碱无法水解,在突触处大量积累,从而干扰神经冲动的正常传导,诱发神经毒素,导致昆虫死亡	敌敌畏、毒死婢、丙溴磷、三唑磷、辛硫磷、氧乐果、杀扑磷
新烟碱类	根部内吸、触杀、驱避	新烟碱类杀虫剂作为烟碱乙酰胆碱受体激动剂与乙酰胆碱受体选择性结合与昆虫乙酰胆碱产生竞争,阻断中枢神经正常传导,进而导致昆虫麻痹、死亡	吡虫啉、啉虫脒、烯啶虫胺、噻虫嗪、噻虫啉
拟除虫菊酯类	触杀、胃毒	昆虫的神经冲动在传导过程中,神经元的轴突有大量的钠离子和钾离子的进出,并受离子通道的控制。该类药剂就是破坏神经元轴突的离子通道扰乱钠离子的进出,导致其神经功能紊乱,中毒死亡	溴氰菊、氯菊酯高效氯氟菊酯、氰戊菊、高效氯氟菊酯、甲氰菊酯、联苯菊酯
有机氯类	触杀、胃毒、熏蒸	滴滴涕类作用于昆虫神经系统的轴突部位,影响钠离子通道而使昆虫的正常神经传导受到干扰或破坏而中毒;六六六则主要作用于中央神经系统的突触部位,使突触前膜过多地释放乙酰胆碱,从而引起典型的兴奋、痉挛、麻痹等征象。此外,有些有机氯杀虫剂还是 GABA 受体的抑制剂	滴滴涕、六六六、艾氏剂、林丹、硫丹
氨基甲酸酯类	触杀、胃毒、内吸、熏蒸	和有机磷类相似,但莪虫威则是钠离子通道抑制剂	灭多威、异丙威、仲丁威、涕灭威、克百威、丁硫克百威、都虫威

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

杀菌剂: 杀菌剂是指用于防治由各种病原微生物引起的植物病害的农药, 主要施用作物果树和经济作物。按照作用机理不同杀菌剂可以分为保护性和内吸性杀菌剂两大类, 保护性杀菌剂主要用于保护未被病菌侵染的部分免受病菌的侵染, 需要在作物没有接触到病害之前施用, 而内吸性杀菌剂施用于作物的某一部位后被作物吸收, 并在体内运输到作物的其他部位发生作用。根据 AgbiolInvestor 统计, 2021 年全球杀菌剂市场规模约为 181 亿美元, 预计到 2026 年将达到 208 亿美元。

图表33: 2019 年全球杀菌剂市场按作物分布

图表34: 全球杀菌剂市场规模 (亿美元)



来源: 农药资讯网, 国金证券研究所

来源: AgbiolInvestor, 灼识咨询, 先正达招股说明书, 国金证券研究所

图表35: 杀菌剂分类与具体产品

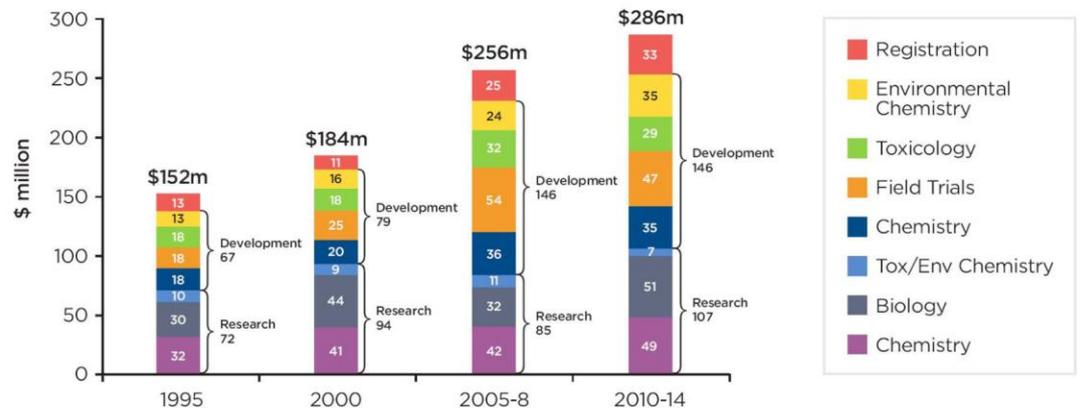
项目	类别	具体产品
保护性杀菌剂	硫及无机硫化合物	硫黄悬浮剂、固体石硫合剂等
	有机硫化合物	福美双、代森锌、代森铵、代森锌等
	铜制剂	波尔多液、铜氨合剂等
	抗生素类	井冈霉素、灭瘟素、多氧霉素等
	酞酰亚胺	克菌丹、敌菌丹、灭菌丹等
	其他保护性杀菌剂	叶枯灵、叶枯净、百菌清、叶穗宁等
内吸性杀菌剂	三唑类	丙硫菌唑、苯醚甲环唑、戊唑醇等
	苯并咪唑类	苯菌灵、多菌灵、噻菌灵、硫菌灵等
	甲氧基丙烯酸酯类	啞菌酯、吡唑醚菌酯、啞氧菌酯、肟菌酯等
	二甲酰亚胺	异菌脲、乙烯菌核利等
	有机磷类	稻瘟净、异稻瘟净、三乙磷酸铝等
	苯基酰胺	甲霜灵等
	甾醇生产抑制剂	甲菌啞、十三吗啉、啞胺灵、丁硫啞等
	其他内吸性杀菌剂	噁唑菌酮等

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

## 2.2、专利药研发周期延长, 非专利药占比逐年提升

新农药研发成本大幅上升, 研发周期逐渐延长。农药行业经过几十年的发展已经日趋成熟, 产品数量与种类都实现了大幅提升, 同时随着国际植物保护产品行业发展受到愈发严格的政策与监管影响, 新农药的开发难度和成本逐年增加。根据 Phillips McDougall 数据, 2005 年-2008 年发现、开发和登记 1 个农药有效成分的研发成本约为 2.56 亿美元, 而 2010-2014 年上升了 11.7% 至 2.86 亿美元。此外, 新农药的研发周期也由于研发难度的增加递增。1995 年从新成分的首次合成到首次上市所需的时间大约为 8.3 年, 2000 年延长至 9.1 年, 2005-2008 年延长至 9.8 年, 而到 2010-2014 年期间已经达到 11.3 年。

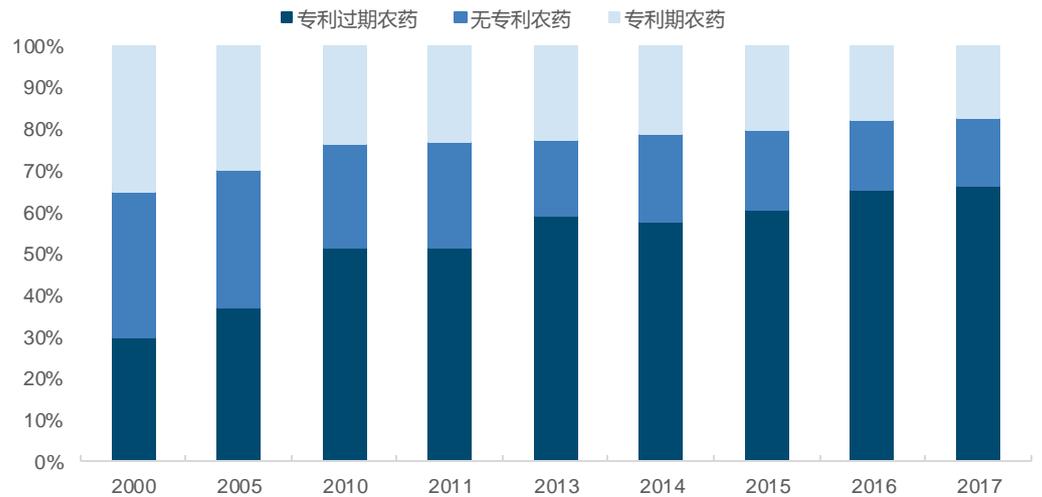
图表36: 新农药研发成本变化 (百万美元)



来源: Phillips McDougall, 国金证券研究所

非专利药占比逐年提升。一方面, 专利药的研发与登记难度加大, 上市周期逐步延长。另一方面, 部分专利药的专利保护逐步过期, 非专利药企业开始大规模生产, 依靠多元化的销售渠道与成本优势快速扩大市场份额。两方面因素导致 2000-2017 年期间全球非专利药占比逐年提升, 根据 Phillips McDougall 数据, 2017 年全球专利过期农药占比约为 66.48%。根据英国 Enigma 统计, 在 2015-2023 年期间专利到期农药约有 42 个, 其中除草剂 15 个、杀菌剂 19 个、杀虫剂 7 个、除草剂安全剂 1 个。

图表37: 全球非专利药占比持续提升

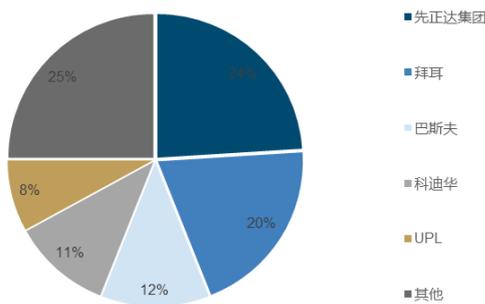


来源: Phillips McDougall, 国金证券研究所

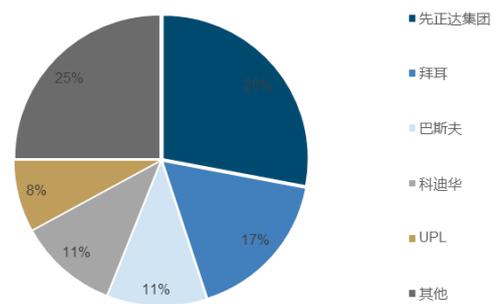
### 2.3、全球市场格局高度集中，五大巨头份额相对稳定

五大农药企业优势明显，全球市场集中度较高。根据 AgbioInvestor 数据，2021 年全球农药行业 CR5 约为 75%，市场集中度较高，其中先正达集团占比约为 28%，拜耳、巴斯夫、科迪华、UPL 分别占比 17%、11%、11%、8%。按照产品种类与发展模式划分，全球农药企业可以分为创制药企业与仿制药企业两大类。其中以先正达、拜耳、巴斯夫、科迪华为代表的创制药企业具有悠久的发展历史与深厚的技术沉淀，同时具有雄厚的资金与研发能力，有实力从事规模性的新型原药和相应制剂的创制并拥有知识产权。而以 UPL 为代表的第二梯队农药企业主要聚焦于中间体、过期专利原药和制剂的加工环节，拥有广泛而深入的渠道布局与低成本制造能力，依靠销售渠道、产业链布局、规模效应等优势占据一定的市场份额。

图表38: 2020 年全球农药市场竞争格局



图表39: 2021 年全球农药市场竞争格局



来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

来源: AgbioInvestor, 先正达招股说明书, 国金证券研究所

图表40: 全球主要农药企业概况

公司	简介	主要产品	2022年总营收	2022年农业板块营收	2022年农业业务EBITDA利润率(%)	主要业务区域与营收占比	分产品营收占比	农业板块研发费用与营收占比
拜耳 (Bayer)	成立于 1863 年, 总部位于德国, 于 1953 年 2 月在法兰克福交易所上市。拜耳是化学及制药工业领域中首屈一指的国际化企业, 现拥有处方药、健康消费品、作物科学三大事业部, 核心业务集中在医药保健和农业领域, 并于 2018 年完成对孟山都的收购。	除草剂、杀虫剂、杀菌剂、种子	507.39 亿欧元	251.69 亿欧元	29.98%	欧洲/中东/非洲: 48.43 亿欧元/19% 北美: 103.41 亿欧元/41% 亚太: 24.33 亿欧元/10% 拉丁美洲: 75.52 亿欧元/30%	玉米种子: 60.89 亿欧元/24% 除草剂: 83.25 亿欧元/33% 杀菌剂: 32.73 亿欧元/13% 大豆种子: 24.62 亿欧元/10% 杀虫剂: 15.84 亿欧元/6% 环境科学: 11.30 亿欧元/4% 蔬菜种子: 7.17 亿欧元/3% 其他: 15.89 亿欧元/6%	28.76 亿欧元/11%
巴斯夫 (BASF)	成立于 1865 年, 总部位于德国, 于法兰克福 (代码 BAS)、伦敦 (代码 BFA)、苏黎世 (代码 AN) 三地证券交易所上市。巴斯夫是世界最大的化工企业之一, 涵盖化学品、塑料、植物保护以及原油和天然气等, 目前在全球 91 个国家共计拥有 239 个生产基地。	除草剂、杀虫剂、杀菌剂、种子	873 亿欧元	102.8 亿欧元	18.70%	欧洲: 24.68 亿欧元/24% 北美: 40.09 亿欧元/39% 亚太: 11.31 亿欧元/11% 南美/非洲/中东: 26.73 亿欧元/26%	杀菌剂: 29.77 亿欧元/29% 除草剂: 35.68 亿欧元/35% 杀虫剂: 10.57 亿欧元/10% 拌种剂: 8.06 亿欧元/8% 种子: 18.72 亿欧元/18%	9.44 亿欧元/9%
科迪华 (Corteva)	原为 DowDuPont 农业事业部, 2019 年 6 月从 DowDuPont 完成拆分, 在纽约证券交易所独立上市, 成为一家完全独立运作的全球性纯农业公司。科迪华拥有生物育种、植物保护产品和数字农业解决方案, 是目前世界种子研发巨头之一。	除草剂、杀虫剂、杀菌剂、种子	174.55 亿美元	植保: 84.67 亿美元 种子: 89.79 亿美元	18.47%	北美: 82.94 亿美元/48% 欧洲/中东/非洲: 32.56 亿美元/19% 拉丁美洲: 44.45 亿美元/25% 亚太: 14.60 亿美元/8%	种子: 89.79 亿美元/51% 除草剂: 45.91 亿美元/26% 杀虫剂: 18.31 亿美元/10% 杀菌剂: 14.50 亿美元/8% 其他: 6.04 亿美元/3%	12.16 亿美元/7%
UPL	UPL 公司成立于 1969 年, 总部位于印度孟买。目前 UPL 是全球五大农化跨国公司之一, 公司营收约 65 亿美金, 业务遍及 130 多个国家和地区, 全球拥有超过 12400 个登记, 48 家工厂, 10800 名员工。UPL 公司技术覆盖种子、作物保护、生物激活素和创新营养、采后保鲜、土壤和水处理以及水产等领域。	除草剂、杀虫剂、杀菌剂、种子、农业服务	5357.6 亿卢比	5357.6 亿卢比	20.86%	印度: 653.9 亿卢比/12% 拉美: 2197.5 亿卢比/41% 欧洲: 732.4 亿卢比/14% 北美: 873.5 亿卢比/16% 其他地区: 900.2 亿卢比/17%	除草剂: 1928.74 亿卢比/36% 杀虫剂: 1392.98 亿卢比/26% 杀菌剂: 1071.52 亿卢比/20% 其他: 964.37 亿卢比/18%	(FY2022) 16.4 亿卢比/1%
先正达集团	先正达集团于 2019 年注册于上海, 主要由瑞士先正达、安道麦及中化集团农业业务组成, 追溯公司的前身, 其历史超过 250 年。先正达集团由先正达植保、先正达种子、先正达集团中国和安道麦四个业务单元构成, 拥有丰富的产品及业务组合, 涵盖植物保护、种子、作物营养以及现代农业服务, 并在各自市场领域占据领先地位。	除草剂、杀菌剂、杀虫剂、种子、作物营养、现代农业服务	2240.29 亿元	植保: 1471.95 亿元 种子: 314.74 亿元 作物营养: 213.77 亿元 现代农业服务: 202.41 亿元	毛利率: 植保: 36.86% 种子: 44.12% 作物营养: 11.71% 现代农业服务: 8.76%	植保业务: 欧洲/非洲/中东: 20% 拉丁美洲: 37% 北美洲: 22% 亚太 (不含中国): 12% 中国: 7.34% 其他: 1.57%	植保业务: 除草剂: 632.64 亿元/43% 杀菌剂: 382.41 亿元/26% 杀虫剂: 270.40 亿元/18% 种子: 93.88 亿元/6% 其他: 6%	127.69 亿元/6%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

## 2.4 农药登记管理制度构筑行业壁垒, 登记证数量代表制剂企业的核心竞争力

登记证是各国农药市场的“敲门砖”, 获取成本持续提升。目前世界各国一般均有自己的农药登记管理制度, 农药原药或制剂要在该国销售, 必须符合该国对有效成分含量、毒理、环境影响等方面的要求, 并取得主管部门颁发的农药登记证书后才能进入该国市场销售。作物保护品进入任何一国市场均需要按照该国的相关法规要求获得在该国的产品登记证, 且在 A 国获得了某产品登记并不代表能在 B 国销售, 即同一产品也需要按照每个国家的法规要求逐个国家进行申请以获得在目标国的产品登记证。同时随着科技手段的快速发展和环保意识的提高, 部分国家、地区对农药登记提出了越来越严格的要求, 农药产品登记的投入越来越大, 且产生效益一般需要在 3 年以上。此外, 各国农药登记与维护费用也会跟随政策进行调整, 一定程度上增加了农药企业的运营和销售成本。以美国为例, 2022 年 12 月 23 日, 美国国会重新授权《农药注册改进法案》, 根据新法案要求 2023 年农药产品年度维护费将从 3400 美元上涨到 4875 美元, 增长比例约为 43%。

图表41：部分国家农药登记制度

国家	主管部门	政策
阿根廷	阿根廷动植物卫生检疫局	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，如果登记证制剂，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当地代理。
巴西	农业部 (MAPA)、卫生部 (ANVISA) 和环保部 (IBAMA)	巴西的农药登记证具有三种类型：原药和相关产品的登记证、研究和试验用农药和相关产品的特殊临时登记证、出口农药和相关产品的登记证。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	农药兽药管理局	依据《澳大利亚农业和兽药用化学品法》的要求，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。申请登记的主要流程为：递交登记资料→初审→技术资料审核→标签审核。只有在原药登记后才能进行相关制剂产品的登记。
美国	环境保护署 (EPA)、美国联邦食品与药物管理局 (FDA)、美国农业部 (USDA)	美国农药的登记按农药的使用类型进行，分为一般使用、限制使用和混合使用3类。由于限制应用类农药易产生环境污染，危险性很大，使用者必须向美国环境保护署申请取得使用资格证书。
泰国	泰国农业与合作社部	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。从2011年起，泰国农业与合作社部启动农药登记新政，大幅提高了农药登记门槛，要求登记申请人提供其所申请登记的产品的货源国登记证明、生产许可证明以及所登记制剂产品及其对应原药的6项急性毒性报告（必须由GLP实验室出具）。

来源：先正达招股说明书，国金证券研究所

图表42：境外自主登记难度不断加大

申请要素	主要情况
成本	登记政策或审批收费标准的调整使得单个产品在各国的登记费用均在上升：如印度2017对于进口产品登记政策的调整就使得登记单个进口原药品种的费用从先前的2万美金左右直接上升到现在的40-80万美金左右；在中国，伴随2017年新颁布的农药管理条例的实施，单个原药老品种的登记费用从先前的20万元左右上升到现在的500万元左右。
政策	登记政策均朝着数据高标准化、资料繁杂化的方向在调整使得登记难度加大：即便是原先要求很宽松的国家也越来越多地从原先可以接受公开数据变更到要求GLP实验报告，且要求的报告种类越来越繁杂，使得单个产品登记申请所需准备的资料种类增加，标准提高，资料准备时长增加，且有些资料的准备专业难度极高。
审批效率	各国政府的审批颁证效率在下降：如在阿根廷、孟加拉、斯里兰卡、马来西亚等国政府部门甚至限制每家公司的申请年度提交或获批个数，这使得产品新获证在大多数国家耗时普遍延长且十分缓慢。不少诸如阿根廷、孟加拉、马来西亚、阿尔及利亚等甚至推出限制每个申请人年度产品登记申请个数的政策。
周期	重要作物保护品市场普遍登记耗时漫长：全球重要的作物保护品市场诸如巴西、阿根廷、墨西哥、俄罗斯、印度、中国、欧盟等均耗时漫长。巴西一般耗时5-8年；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。

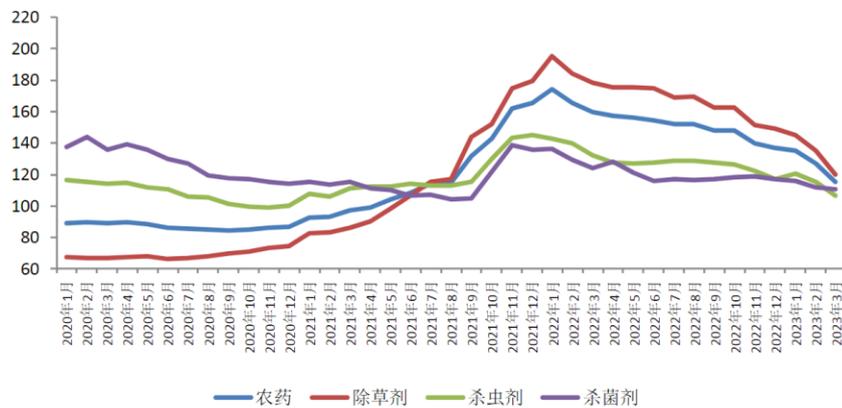
来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.5、农药行业具有周期性，制剂与原药价格进入下行周期，目前处于底部震荡阶段

23 年一季度农药行业仍处于下行周期，二三季度公司业绩有望逐步回暖。中国作为全球主要的农药生产国及出口国，产品出口已成为中国农药企业消化产能的主要渠道，使得中国农药行业与全球农药市场的联系日益紧密，两者的市场价格水平基本一致。根据中国农药工业协会发布的农药价格指数，2020 年初至 2022 年 1 月，农药价格指数呈上升趋势，其中 2021 年度，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，农药价格指数上升速度加快，并于 2022 年 1 月达到近年来高点，其后由于市场消化库存等因素导致需求阶段性减少，并出现阶段性供大于求，使得价格逐步回落。2023 年 1-3 月，受需求端消化库存周期延长、市场观望情绪较浓等因素影响，农药价格指数出现加速下滑趋势，从 2022 年 12 月的 136.85 大幅下降至 2023 年 3 月的 115.53。在三大类农药产品中，除草剂价格指数波动幅度最大，2022 年 1 月除草剂价格指数达到 174.07，而 2023 年 3 月除草剂价格指数已回落至 115.53。

伴随 2023 年 3-4 季度作为公司主要收入来源的巴西、阿根廷等南美洲市场进入需求旺季，预计行业整体的去库存节奏将进一步加速，大部分产品的价格基本处于底部震荡阶段。

图表43：2020 年 1 月至 2023 年 3 月农药价格指数变化



来源：中国农药工业协会，公司公告，国金证券研究所

## 三、境外自主登记构筑盈利护城河，全球化渠道日益完善

### 3.1、传统出口模式与境外自主登记有机结合，形成具有较强竞争力的销售模式

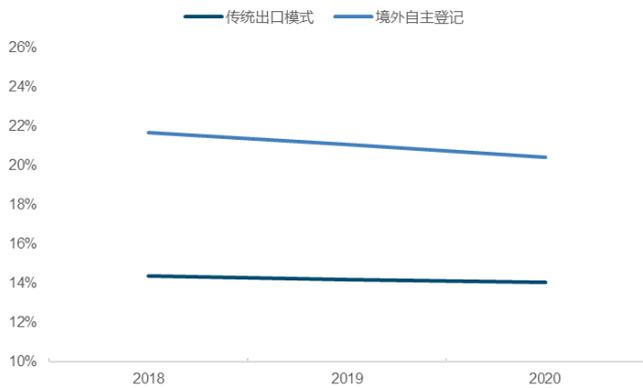
境外自主登记模式具有更强的盈利能力和主动性。目前国内农药企业出口销售方式主要分为传统出口模式和境外自主登记两种，本质区别在于出口销售业务中公司所销售的产品是否使用了自有境外农药产品登记证。在农药产品传统出口模式中，由于未取得境外相关原药及制剂产品的登记证，公司需要通过拥有当地市场农药产品登记证的客户才能实现销售。而境外自主登记无需通过第三方就可以直接进入当地市场，对于公司的渠道布局、品牌建设等方面均具有积极的作用。与此同时，境外自主登记由于完全由公司在当地市场进行销售，因此相对于传统出口模式能够获得更高的利润回报。

图表44：农药传统出口模式与境外自主登记模式对比

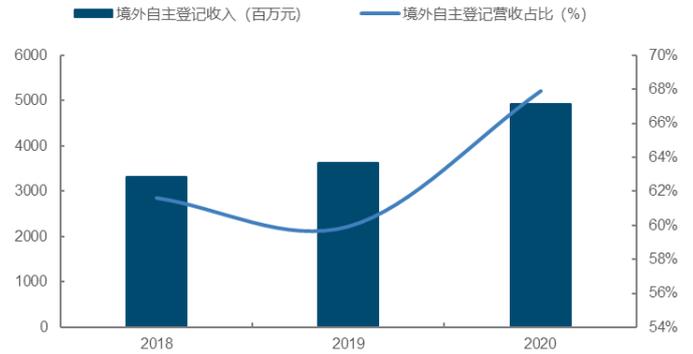
	销售模式	特点
传统出口模式	农药产品传统出口模式，是指国内农药厂商由于在出口国未取得原药或制剂等农药产品的登记证，因而只能作为供应商将产品出口给在该国持有相应农药产品登记证的客户，由相关客户再分装或复配成制剂后进行销售。	目前，国内绝大部分农药出口企业采用该种销售模式，并以原药出口为主。市场竞争激烈，出口企业在该类业务中处于相对被动地位。
境外自主登记	农药产品境外自主登记模式，是指国内农药厂商在相关国家根据市场需求情况直接对部分农药产品进行自主登记并取得登记证，并在国外进行销售。	具有境外自主登记能力的农药企业处于相对主动地位，更有利于市场开拓，且对市场具有一定的掌控力，利润水平较高，因而对于公司提升品牌影响力，提高盈利能力具有重要作用。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表45：公司境外自主登记毛利率较高



图表46：公司境外自主登记营收与占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

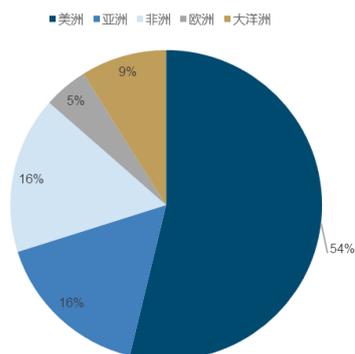
公司境外自主登记持续推进，全球化布局不断深入。由于境外自主登记模式具备较强的盈利能力且有助于公司开拓海外市场，建立自身品牌与销售渠道，公司近年来持续推进境外自主登记进程，获得境外登记证数量不断增加。截至2023年一季度，公司共拥有境外农药产品登记证5099个，按地区划分美洲地区现有登记证2714个，约占登记证总数的54%，亚洲和非洲均占比约16%。从已有登记证产品种类来看，除草剂约占47%，是目前公司主要布局的产品，杀虫剂和杀菌剂分别占比约26%与24%。2022年，公司快速扩增全球登记团队规模，登记团队成员规模从2021年的119人增加到现有的169人，全球登记费上半年支出同比增加约3600万。同时，公司首次在塞尔维亚、埃及、马里、科特迪瓦、坦桑尼亚、乌兹别克斯坦等国家新获得登记总计137个；并于2022年新启动了在白俄罗斯、伊朗、伊拉克、卢旺达、马拉维、博茨瓦纳、纳米比亚、多哥、贝宁、阿塞拜疆、智利、日本等16个国家的登记调研和推进；并继续加码在已有登记的国家投资更多登记，以形成丰富而完整的产品组合来全面满足各国市场所需。

图表47：公司在各地区登记证数量变化

地区	2020年	2023年一季度	数量变化	变化比率
美洲	1987	2741	754	38%
亚洲	417	834	417	100%
非洲	272	835	563	207%
欧洲	0	235	235	-
大洋洲	406	454	48	12%
合计	3082	5099	2017	65%

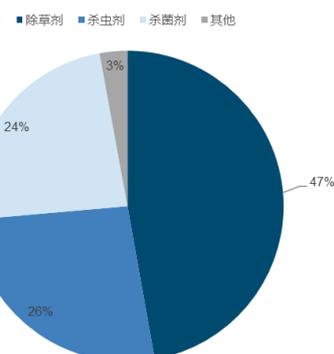
来源：公司公告，国金证券研究所

图表48：截至23年一季度公司境外农药登记按地区分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表49：截至23年一季度公司境外农药登记按产品分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表50: 公司境外自主登记情况 (截至2023年3月31日)

地区	登记国家/对应区域	登记证总数	所在地区占比	地区	登记国家/对应区域	登记证总数	所在地区占比
美洲	巴拿马	600	21.89%	亚洲	哈萨克斯坦	41	4.92%
	危地马拉	273	9.96%		乌兹别克斯坦	35	4.20%
	洪都拉斯	226	8.25%		越南	34	4.08%
	阿根廷	196	7.15%		格鲁吉亚	25	3.00%
	萨尔瓦多	185	6.75%		阿联酋	3	0.36%
	墨西哥	148	5.40%	合计	834	100.00%	
	尼加拉瓜	144	5.25%	非洲	赞比亚	138	16.53%
	哥伦比亚	116	4.23%		莫桑比克	117	14.01%
	玻利维亚	114	4.16%		加纳	101	12.10%
	巴西	109	3.98%		南非	84	10.06%
	乌拉圭	104	3.79%		尼日利亚	74	8.86%
	多米尼加	98	3.58%		肯尼亚	74	8.86%
	巴拉圭	98	3.58%		科特迪瓦	58	6.95%
	厄瓜多尔	91	3.32%		埃塞俄比亚	57	6.83%
	古巴	81	2.96%		喀麦隆)	46	5.51%
	秘鲁	64	2.33%		坦桑尼亚	24	2.87%
	哥斯达黎加	52	1.90%		乌干达	23	2.75%
	牙买加	37	1.35%		马拉维	22	2.63%
	委内瑞拉	5	0.18%		埃及	17	2.04%
总计	2741	100.00%	合计		835	100.00%	
亚洲	印尼	120	14.39%	欧洲	欧盟	207	88.09%
	马来西亚	104	12.47%		匈牙利	22	9.36%
	柬埔寨	83	9.95%		马其顿	2	0.85%
	缅甸	76	9.11%		科索沃	2	0.85%
	菲律宾	71	8.51%		阿尔巴尼亚	2	0.85%
	泰国	64	7.67%	合计	235	100.00%	
	韩国	64	7.67%	大洋洲	澳大利亚	323	71.15%
	巴基斯坦	60	7.19%		新西兰	131	28.85%
	印度	54	6.47%		合计	454	100.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

积极开展 Model C 业务, 实施国家数量持续提升。目前公司的业务模式可以按照直接客户分为 Model A, Model B 和 Model C。Model A 是指公司基于良好的性价比、专业稳定可信赖的交付保障和强大的资金支持, 成为各国自持登记的进口商客户的原材料供应商, 属于传统出口模式。而 Model B 是基于产品优势和各目标国丰富而完善产品组合的登记, 授权 TO B 客户使用公司登记或公司品牌开展市场端, 利润共享的 TO B 业务, 本质上仍然需要依赖于目标国家的本地企业开展业务, 但相对于 Model A 已经有较大提升。Model C 是指公司寻找各国优秀经理人或合作伙伴, 通过自建团队、合资公司等方式, 在各国开展公司品牌或非公司品牌的 TO C 业务, 该种模式可以越过中间商直接对接终端用户, 既能够提升公司盈利能力, 也可以加深公司对于各国农药需求的理解, 对于公司优化产品结构、因地制宜制定市场开拓与产品销售策略。根据公司中期战略规划, 在自建当地团队开展自有品牌的 B-C 业务方面, 公司将于 2024 年年底前完成在不少于 25 个新增目标国予以开展。

图表51: 公司 Model C 业务开展情况

时间	业务开展情况
2015-2016	公司于 2015-2016 开始在首批 13 个目标国实践，这些国家中除了在印尼 Model C 的运营失败而停止，其他国家均得以顺利快速成长并成为了大多数国家当地市场的 TOP 5。应该说在此期间丰富了认知，积累了经验，锻炼了团队，形成了有效的方法论，从原先的对于在异国开展 Model C 运营的畏惧到从容
2019-2021	基于 2015-2016 首批目标国的实践，公司在 2019 年研讨确定中期战略规划（2020-2024）中决定将在更多的国家开展 Model C 运营并加速 Model C 成长纳入为期间的关键任务之一。
2022	2022 年 8 月公司进行中期战略规划年度复盘时，在 2020-2021 两年期间在更多国家开展 Model C 的实践基础上认为公司具备进一步加速 Model C 的成长的基础，故而将 2024 年底之前 Model C 新实施的国家数从去年的 16 个调整到 25 个，以便加速各目标市场业务模式的优化升级。

来源：公司公告，国金证券研究所

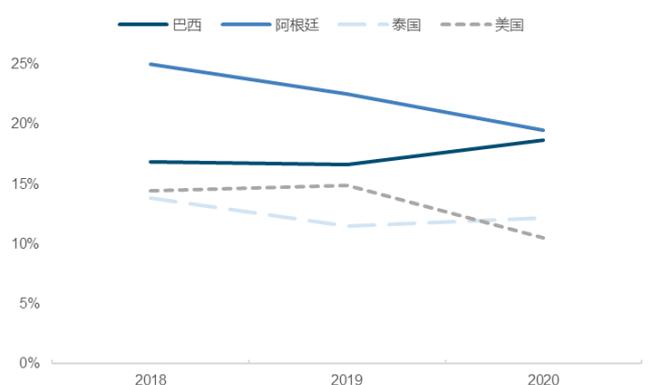
### 3.2、以南美市场为战略支撑，持续扩大市场份额

南美洲农业较为发达，农化产品需求持续旺盛。农业是南美洲的支柱产业之一，巴西与阿根廷是南美洲两大具有代表性的农业国。巴西可耕地面积约 1.525 亿公顷，已耕地 0.62 亿公顷，约占国土面积的 7%，牧场 1.77 亿公顷。巴西农牧业研究所（Embrapa）公布数据显示，2020 年巴西粮食产量 2.39 亿吨，占全球 7.8%，位于中国、美国和印度之后，是全球第四大粮食（包括大米、大麦、大豆、玉米和小麦）生产国。阿根廷农牧业发达，是世界粮食和肉类重要生产和出口国之一，大部分地区土壤肥沃，气候温和，适于农牧业发展。阿根廷可耕地和多年生作物用地 3700 万公顷，占国土面积的 13.3%。与此同时，阿根廷是世界最大的豆粉、豆油、葵花籽油、蜂蜜、梨和柠檬出口国，是玉米和高粱的第二大出口国，是大豆的第三大出口国，由于农业的高度发达与广阔的耕地面积，巴西与阿根廷两国对于农化产品的需求持续增长且农化产品的盈利水平显著高于其他国家，使其成为全球各大农药企竞争的主要市场。

图表52: 巴西农药市场规模（左）与同比变化（右）



图表53: 公司产品毛利率情况（按国家）

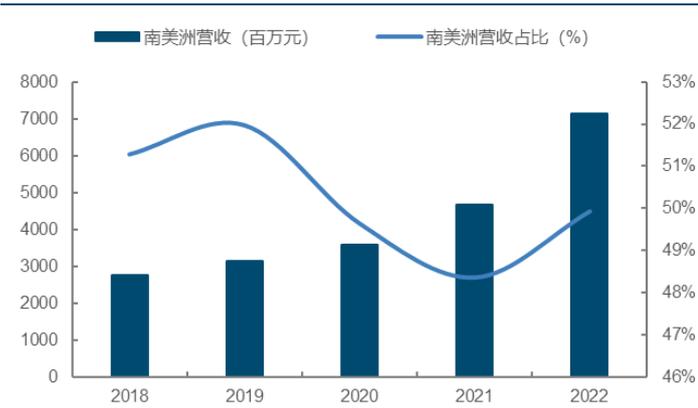


来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

营收占比接近一半，登记证数量持续增加。由于南美洲地区市场空间广阔且产品盈利能力较强，公司始终将南美地区作为主要发力点。2018 年以来，公司来自南美市场的营业收入始终占总营收的一半左右，是公司海外最大的市场。此外，公司持续推进南美洲市场的自主登记进度，相较于 2020 年，公司在巴西和阿根廷的登记证数量分别增加了 37 和 9 个。

图表54: 公司南美洲营收(左)与占总营收比例(右)



图表55: 公司巴西与阿根廷登记证持续增加

国家	类别	2020年	2023年一季度
巴西	除草剂	51	68
	杀虫剂	10	20
	杀菌剂	10	21
	其他	1	-
	合计	72	109
阿根廷	除草剂	114	122
	杀虫剂	39	33
	杀菌剂	34	39
	其他	-	2
	合计	187	196

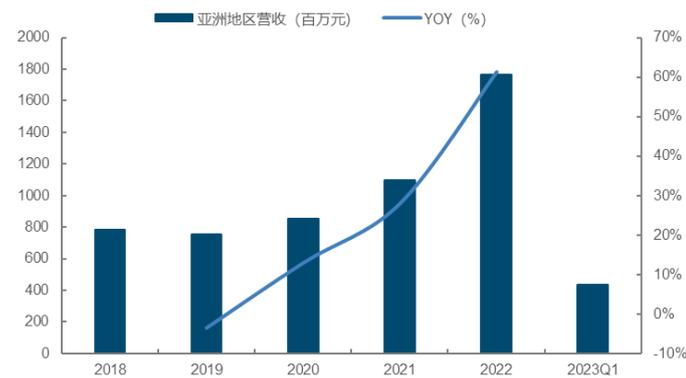
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

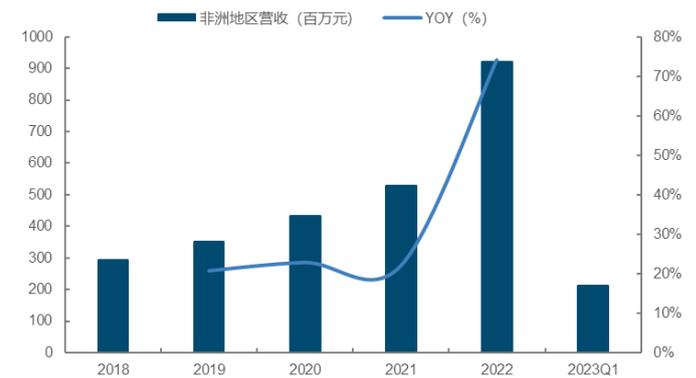
### 3.3、发力亚非欧市场, 完善全球化布局

亚非欧市场营收快速提升, 产品登记加速推进。除南美洲外, 公司在亚洲、非洲、欧洲市场也通过成立子公司、农药产品登记等方式不断打开市场, 完善自身全球化运营团队与渠道建设。亚洲方面, 公司在上市以来分别在乌兹别克斯坦和日本进行了开拓。2021年10月, 公司安排团队对乌兹别克斯坦进行了深入调研, 找寻优秀的合作伙伴并最终确定了同当地合作伙伴成立乌兹别克斯坦合资公司。而日本农化市场巨大, 一直位居全球前列, 且日本登记投入大、门槛高, 尽早布局 and 进入日本市场, 对公司具有重要的战略意义。公司于2021年启动对日本的深度调研, 决定成立润丰·日本公司对于日本市场进行开拓。欧洲方面, 公司于2022年3月决定投资成立俄罗斯公司, 并构建当地运营团队, 通过购买新增23个俄罗斯产品登记, 覆盖了当地主要作物, 谷物, 甜菜, 向日葵, 玉米等。此外, 公司为加速登记进程, 尽早进入欧洲市场, 通过收购 Sarabia 获得了欧盟登记131个。非洲方面, 公司在2022年完成了塞内加尔、卢旺达、布隆迪、纳米比亚、博茨瓦纳、莫桑比克、阿尔及利亚等市场的深度调研, 在科特迪瓦、尼日利亚、卢旺达等国通过自建或合资组建了当地团队启动了在当地的 TO C 的渠道构建和品牌销售, 并在科特迪瓦、坦桑尼亚等国首次获得产品登记, 非洲市场持续开拓。

图表56: 公司亚洲地区营收(左)与同比变化(右)



图表57: 公司非洲地区营收(左)与同比变化(右)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表58：公司欧洲地区营收（左）与同比变化（右）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表59：2023年公司各地区境外自主登记数量变化

地区	2020年	2023年一季度	数量变化	变化比率
美洲	1987	2741	754	38%
亚洲	417	834	417	100%
非洲	272	835	563	207%
欧洲	0	235	235	-
大洋洲	406	454	48	12%
合计	3082	5099	2017	65%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### 4.1、盈利预测

**南美洲：**南美洲是公司目前的优势市场与主要收入来源地区，在巴西、阿根廷两大主要目标市场布局时间较长，具有良好的市场基础。此外，公司在乌拉圭、巴拉圭、厄瓜多尔、哥伦比亚等其他南美国家不断加速布局，登记证数量快速增加，有望推动南美洲地区的业绩增长。我们预计2023-2025年，公司在南美洲地区的营收分别为72.95/81.71/91.51亿元，增速分别为+2%/+12%/+12%，毛利率为22.0%/22.3%/22.7%。

**北美洲：**一方面，公司在主要目标市场美国不断推进市场布局，巩固现有优势；另一方面，公司持续加快在包括巴拿马、危地马拉、洪都拉斯等其他北美国家的市场布局，登记证数量稳步提升，未来有望扩大北美洲地区的市场份额。因此对于北美洲市场预计公司营收会实现加速增长，同时随着公司C端业务的持续布局，毛利率水平在23、24年市场快速拓展过程中出现小幅下降以后会在25年触底回升。因此我们预计2023-2025年，公司在北美洲地区的营收分别为23.53/27.06/32.47亿元，增速分别为+2%/+15%/+20%，毛利率为15.5%/15.0%/15.3%。

**大洋洲：**公司在大洋洲的主要目标市场包括澳大利亚和新西兰，由于整体市场空间相对有限，公司未来在大洋洲的布局相对保持稳定，营收预计会保持稳中有增的趋势，同时毛利率在23年小幅下滑之后，24、25年保持稳定。我们预计2023-2025年，公司在大洋洲地区的营收分别为13.20/14.51/15.97亿元，增速分别为+2%/+10%/+10%，毛利率为16.5%/16.6%/16.0%。

**亚洲：**亚洲地区整体农药市场规模较大且需求稳步增长，公司以泰国为布局重点，持续开拓包括印尼、缅甸、柬埔寨等国家的市场，截至2023年一季度，公司亚洲地区登记证数量相较于2020年实现了翻倍增长，未来有望推动公司在亚洲地区业绩的大幅提升。我们预计2023-2025年，公司在亚洲地区的营收分别为18.19/21.83/27.29亿元，增速分别为+3%/+20%/+25%，毛利率为18.0%/18.3%/18.5%。

**非洲：**非洲农药市场相对其他地区规模较小但增速可观，且全球农药头部企业在非洲投入占比较小，公司在莫桑比克、加纳、尼日利亚等国加快布局，有望实现业绩快速提升。我们预计2023-2025年，公司在非洲地区的营收分别为9.39/11.46/14.32亿元，增速分别为+2%/+22%/+25%，毛利率为14.2%/14.5%/15.0%。

**欧洲：**欧洲地区农药市场规模较大，且产品毛利率较高，但整体市场进入和产品登记的难度较大。公司近两年通过收购西班牙Sarabia等方式成功进入欧洲市场，并以此为基础加快在其他欧洲国家的市场布局，欧洲市场作为公司未来的发展重点有望实现业绩的大幅提升。我们预计2023-2025年，公司在欧洲地区的营收分别为7.90/9.48/11.85亿元，增速分别为+12%/+20%/+25%，毛利率为26.5%/26.5%/27.0%。

**内销：**公司的战略重点以外销为主，因此预计公司内销规模将保持相对稳定。我们预计2023-2025年，公司内销营收分别为2.2/2.4/2.5亿元，毛利率稳定在15%。

图表60: 公司分地区盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>南美洲</b>						
营业收入 (百万元)	3592.64	4682.12	7152.81	7295.87	8171.37	9151.94
YOY (%)		30%	53%	2%	12%	12%
毛利 (百万元)	700.57	1006.66	1609.38	1605.09	1822.22	2077.49
毛利率 (%)	19.5%	21.5%	22.5%	22.0%	22.3%	22.7%
<b>北美洲</b>						
营业收入 (百万元)	1067.65	1435.24	2307.44	2353.59	2706.63	3247.96
YOY (%)		34%	61%	2%	15%	20%
毛利 (百万元)	138.79	215.29	392.27	364.81	405.99	496.94
毛利率 (%)	13.0%	15.0%	17.0%	15.5%	15.0%	15.3%
<b>大洋洲</b>						
营业收入 (百万元)	869.93	1355.12	1293.65	1319.52	1451.47	1596.62
YOY (%)		56%	-5%	2%	10%	10%
毛利 (百万元)	121.79	216.82	232.86	217.72	232.24	255.46
毛利率 (%)	14.0%	16.0%	18.0%	16.5%	16.0%	16.0%
<b>澳洲</b>						
营业收入 (百万元)	855.44	1095.09	1766.19	1819.18	2183.01	2728.77
YOY (%)		28%	61%	3%	20%	25%
毛利 (百万元)	128.32	186.17	335.58	327.45	399.49	504.82
毛利率 (%)	15.0%	17.0%	19.0%	18.0%	18.3%	18.5%
<b>非洲</b>						
营业收入 (百万元)	433.32	528.52	920.63	939.05	1145.64	1432.04
YOY (%)		22%	74%	2%	22%	25%
毛利 (百万元)	62.92	74.25	140.10	133.34	166.12	214.81
毛利率 (%)	14.5%	14.0%	15.2%	14.2%	14.5%	15.0%
<b>欧洲</b>						
营业收入 (百万元)	348.98	374.57	705.14	789.76	947.71	1184.63
YOY (%)		7%	88%	12%	20%	25%
毛利 (百万元)	87.25	97.39	197.44	209.29	251.14	319.85
毛利率 (%)	25.0%	26.0%	28.0%	26.5%	26.5%	27.0%
<b>内销</b>						
营业收入 (百万元)	68.41	209.93	177.76	220	240	250
YOY (%)		207%	-15%	24%	9%	4%
毛利 (百万元)	9.95	62.33	19.00	33.00	36.00	37.50
毛利率 (%)	14.55%	29.69%	10.69%	15%	15%	15%
<b>其他</b>						
营业收入 (百万元)	0.53	1.17	1.37	1.5	1.5	1.5
YOY (%)		118%	17%	10%	0%	0%
毛利 (百万元)	0.03	0.06	0.09	0.09	0.09	0.09
毛利率 (%)	5%	4.92%	6.37%	6%	6%	6%

来源: 公司公告、国金证券研究所

#### 4.2、投资建议及估值

- 我们预测,2023/2024/2025年公司实现营业收入147.38亿/168.47亿/195.93亿元,同比+1.92%/+14.31%/+16.3%,归母净利润13.28亿/15.07亿/17.48亿元,同比-6.04%/+13.48%/+15.99%,对应EPS为4.79/5.44/6.31元。
- 我们选取4家公司对于公司进行估值,我们认为,公司开拓全球制剂业务,看好未来海外业务拓展能力和增速情况,我们给予2023年20XPE,目标价95.8元,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表61:可比公司估值比较(市盈率法)

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
				2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1	000553	安道麦A	8.32	0.07	0.26	0.35	0.45	0.56	124.9	34.6	23.5	18.7	15.0
2	002749	国光股份	11.23	0.47	0.26	0.63	0.75	0.89	21.1	34.0	17.5	14.6	12.1
3	002215	诺普信	7.32	0.31	0.33	0.47	0.68	0.88	20.6	16.0	15.6	10.8	8.3
4	600486	扬农化工	87.71	3.94	5.79	6.01	6.82	7.89	33.3	17.9	14.6	12.8	11.1
		中位数							27.2	26.0	16.5	13.7	11.6
		平均数							50.0	25.6	17.8	14.2	11.6
	301035	润丰股份	77.98	2.90	5.10	4.79	5.44	6.31	20.0	17.1	15.6	13.7	11.8

来源:Wind,国金证券研究所;备注:股价基准日为2023年6月28日收盘价

## 五、风险提示

人民币汇率波动:公司90%以上收入来自海外,人民币汇率波动对公司收入会有一定影响。

海外制剂价格下滑风险:目前海外农药处于去库存阶段,预计海外制剂价格将伴随着原料药价格下跌而下跌,公司业务主要在海外,我们认为,制剂价格下行或对公司业绩造成一定影响。

原材料价格波动风险:原材料成本约占公司成本80-90%左右,原材料价格波动或对公司成本端造成一定影响。

新项目建设进度不及预期:公司目前在建产能较多,若未来出现项目建设进度不及预期,可能会对于公司的经营与盈利能力产生不利影响。

市场开拓不及预期:公司在海外市场的开拓仍存在不确定性,Model C模式市场开拓不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>7,290</b>	<b>9,797</b>	<b>14,460</b>	<b>14,738</b>	<b>16,847</b>	<b>19,593</b>	货币资金	2,414	3,725	3,794	4,878	5,372	6,126	
增长率		34.4%	47.6%	1.9%	14.3%	16.3%	应收款项	2,150	2,375	3,295	2,895	3,309	3,849	
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,040</b>	<b>-7,938</b>	<b>-11,533</b>	<b>-11,848</b>	<b>-13,534</b>	<b>-15,686</b>	存货	1,009	1,775	1,657	1,750	1,999	2,316	
%销售收入	82.9%	81.0%	79.8%	80.4%	80.3%	80.1%	其他流动资产	375	591	269	191	203	218	
<b>毛利</b>	<b>1,250</b>	<b>1,859</b>	<b>2,927</b>	<b>2,891</b>	<b>3,313</b>	<b>3,907</b>	流动资产	5,948	8,466	9,015	9,714	10,883	12,509	
%销售收入	17.1%	19.0%	20.2%	19.6%	19.7%	19.9%	%总资产	81.6%	82.1%	77.7%	76.7%	74.0%	72.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-24</b>	长期投资	2	2	11	11	11	11	
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	1,125	1,500	2,053	2,550	3,403	4,196	
<b>销售费用</b>	<b>-177</b>	<b>-220</b>	<b>-292</b>	<b>-295</b>	<b>-354</b>	<b>-431</b>	%总资产	15.4%	14.6%	17.7%	20.1%	23.1%	24.5%	
%销售收入	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	无形资产	149	147	353	381	405	427	
<b>管理费用</b>	<b>-215</b>	<b>-294</b>	<b>-370</b>	<b>-383</b>	<b>-455</b>	<b>-549</b>	非流动资产	1,346	1,846	2,584	2,956	3,833	4,647	
%销售收入	2.9%	3.0%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	%总资产	18.4%	17.9%	22.3%	23.3%	26.0%	27.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-227</b>	<b>-312</b>	<b>-335</b>	<b>-354</b>	<b>-404</b>	<b>-470</b>	<b>资产总计</b>	<b>7,294</b>	<b>10,312</b>	<b>11,599</b>	<b>12,671</b>	<b>14,716</b>	<b>17,156</b>	
%销售收入	3.1%	3.2%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	短期借款	660	570	426	250	250	250	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>619</b>	<b>1,020</b>	<b>1,912</b>	<b>1,841</b>	<b>2,080</b>	<b>2,434</b>	应付款项	3,422	4,278	4,164	4,370	4,992	5,786	
%销售收入	8.5%	10.4%	13.2%	12.5%	12.3%	12.4%	其他流动负债	185	323	527	434	478	535	
<b>财务费用</b>	<b>-231</b>	<b>-96</b>	<b>345</b>	<b>-195</b>	<b>-253</b>	<b>-321</b>	流动负债	4,266	5,171	5,117	5,054	5,720	6,571	
%销售收入	3.2%	1.0%	-2.4%	1.3%	1.5%	1.6%	长期贷款	49	26	17	17	17	17	
<b>资产减值损失</b>	<b>-43</b>	<b>-63</b>	<b>-63</b>	<b>-36</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	其他长期负债	51	72	78	6	5	3	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>118</b>	<b>-84</b>	<b>-171</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	4,366	5,269	5,212	5,078	5,742	6,592	
<b>投资收益</b>	<b>86</b>	<b>224</b>	<b>-259</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,802</b>	<b>4,909</b>	<b>6,184</b>	<b>7,320</b>	<b>8,631</b>	<b>10,152</b>	
%税前利润	15.7%	22.7%	n.a	2.3%	2.0%	1.8%	其中：股本	207	276	277	277	277	277	
<b>营业利润</b>	<b>566</b>	<b>1,013</b>	<b>1,776</b>	<b>1,648</b>	<b>1,860</b>	<b>2,144</b>	未分配利润	1,632	2,239	3,422	4,577	5,888	7,409	
营业利润率	7.8%	10.3%	12.3%	11.2%	11.0%	10.9%	少数股东权益	126	134	203	273	343	413	
<b>营业外收支</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,294</b>	<b>10,312</b>	<b>11,599</b>	<b>12,671</b>	<b>14,716</b>	<b>17,156</b>	
<b>税前利润</b>	<b>548</b>	<b>989</b>	<b>1,753</b>	<b>1,648</b>	<b>1,860</b>	<b>2,144</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	7.5%	10.1%	12.1%	11.2%	11.0%	10.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-83</b>	<b>-143</b>	<b>-265</b>	<b>-251</b>	<b>-283</b>	<b>-326</b>	每股收益	2.113	2.896	5.100	4.792	5.438	6.307	
所得税率	15.1%	14.5%	15.1%	15.2%	15.2%	15.2%	每股净资产	13.527	17.774	22.317	26.415	31.146	36.633	
<b>净利润</b>	<b>465</b>	<b>846</b>	<b>1,488</b>	<b>1,398</b>	<b>1,577</b>	<b>1,818</b>	每股经营现金净流	2.471	2.864	4.946	7.628	6.462	7.512	
少数股东损益	28	46	74	70	70	70	每股股利	0.650	0.650	0.650	0.623	0.707	0.820	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>438</b>	<b>800</b>	<b>1,413</b>	<b>1,328</b>	<b>1,507</b>	<b>1,748</b>	<b>回报率</b>							
净利率	6.0%	8.2%	9.8%	9.0%	8.9%	8.9%	净资产收益率	15.62%	16.29%	22.85%	18.14%	17.46%	17.22%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	6.00%	7.76%	12.18%	10.48%	10.24%	10.19%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	14.29%	15.35%	23.57%	19.87%	19.09%	19.05%	
<b>净利润</b>	<b>465</b>	<b>846</b>	<b>1,488</b>	<b>1,398</b>	<b>1,577</b>	<b>1,818</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	28	46	74	70	70	70	主营业务收入增长率	20.02%	34.39%	47.60%	1.92%	14.31%	16.30%	
<b>非现金支出</b>	<b>151</b>	<b>207</b>	<b>249</b>	<b>249</b>	<b>265</b>	<b>328</b>	EBIT增长率	41.04%	64.96%	87.37%	-3.68%	12.96%	16.99%	
非经营收益	-141	-105	439	4	-36	-37	净利润增长率	28.97%	82.74%	76.72%	-6.04%	13.48%	15.99%	
<b>营运资金变动</b>	<b>37</b>	<b>-157</b>	<b>-805</b>	<b>462</b>	<b>-14</b>	<b>-28</b>	总资产增长率	38.14%	41.37%	12.48%	9.24%	16.14%	16.58%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>512</b>	<b>791</b>	<b>1,371</b>	<b>2,114</b>	<b>1,791</b>	<b>2,082</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-316</b>	<b>-604</b>	<b>-584</b>	<b>-668</b>	<b>-1,136</b>	<b>-1,136</b>	应收账款周转天数	97.6	83.3	69.8	70.0	70.0	70.0	
投资	0	-200	-26	0	0	0	存货周转天数	49.0	64.0	54.3	55.0	55.0	55.0	
其他	86	224	-258	38	38	38	应付账款周转天数	28.7	32.5	25.8	26.0	26.0	26.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-230</b>	<b>-580</b>	<b>-867</b>	<b>-630</b>	<b>-1,098</b>	<b>-1,098</b>	固定资产周转天数	46.3	45.4	42.7	44.3	44.3	43.5	
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>1,429</b>	<b>23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>578</b>	<b>-119</b>	<b>-227</b>	<b>-189</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-62.82%	-66.98%	-52.60%	-60.84%	-56.98%	-55.54%	
<b>其他</b>	<b>-678</b>	<b>-188</b>	<b>-261</b>	<b>-207</b>	<b>-197</b>	<b>-229</b>	EBIT利息保障倍数	2.7	10.7	-5.5	9.4	8.2	7.6	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-100</b>	<b>1,122</b>	<b>-465</b>	<b>-397</b>	<b>-197</b>	<b>-229</b>	资产负债率	59.86%	51.09%	44.93%	40.07%	39.02%	38.42%	
<b>现金净流量</b>	<b>136</b>	<b>1,313</b>	<b>44</b>	<b>1,087</b>	<b>495</b>	<b>755</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；  
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；  
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；  
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806