

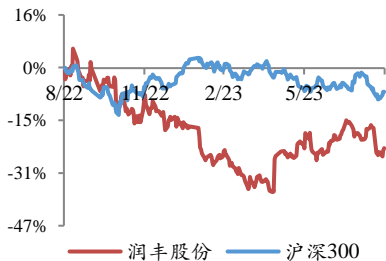
上半年业绩短期承压，全球登记布局 and ToC 渠道建设持续深化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-30

收盘价（元）	76.51
近 12 个月最高/最低（元）	106.2/63.6
总股本（百万股）	277
流通股本（百万股）	88
流通股比例（%）	31.70
总市值（亿元）	212
流通市值（亿元）	67

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 深耕农药领域二十年，推进中国品牌全球化 2023-04-28

主要观点：

● 事件描述

8月29日晚间，公司发布2023年中期报告，公司2023H1实现营业总收入50.44亿元，同比-35.16%，实现归母净利润4.24亿元，同比-52.19%；2023年Q2实现营业总收入28.10亿元，同比-39.69%，环比+25.84%，实现归母净利润2.42亿元，同比-51.69%，环比32.14%。

● 主营产品价格同比下降，公司上半年业绩承压下滑

公司2023H1实现营业总收入50.44亿元，同比-35.16%，实现归母净利润4.24亿元，同比-52.19%。主要原因是产品售价下降及部分主要市场库存偏高，客户推迟采购影响所致。2023上半年，国内外市场需求不足，市场端采购观望、延迟采购及去库存，加剧了阶段性的供应过剩，导致农药价格整体持续下行。而公司主营业务以制剂销售为主，毛利率水平相对稳定，2023H1公司除草剂业务毛利率为20.12%，同比仅下降0.74pct。同时各主要市场处于降库存期。大多数作物保护品原药品种价格的持续走低以及各主要市场（尤其是美国和巴西）渠道中偏高库存，使得各市场普遍处于去库存期，即便是库存水平并不高的市场也普遍对于新的需求尽可能推迟以避免降价风险，进而导致公司销量情况不佳。

● 全面加码全球登记布局，持续开展新市场 ToC 渠道建设

润丰全面加码并提速了在全球的登记布局，目前登记团队成员规模从2022年的169人增加到现有的180人。首次在波兰、突尼斯、亚美尼亚、津巴布韦、多哥、马达加斯加、博茨瓦纳等国获得登记。截至2023年6月30日，公司共拥有300多项中国国内登记，约5,400多项海外登记。同时润丰持续开展新市场的拓展，加速完善全球营销网络的构建。新完成美国、加拿大、马里、几内亚、摩尔多瓦、蒙古等市场的深度调研；新成立了澳大利亚、新西兰、土耳其、圭亚那、加纳、多米尼加、突尼斯、阿尔及利亚等新的全资或合资子公司或办事处；新在土耳其、柬埔寨全资或合资组建当地团队启动了在当地的TOC渠道构建和品牌销售。未来随着全球登记布局 and ToC 渠道建设的全面深入，公司可以进一步掌握制剂销售主动权，同时进一步增厚公司利润。

● 加快公司产品一体化布局，降本增效提高公司盈利能力

公司多个产能扩大项目同步进行，加快公司产品一体化布局，一方面通过扩大制剂产能增强对于终端市场的掌控，下沉销售渠道，提升盈利能力；另一方面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。截至 2023 年 6 月 30 日，公司 1 个国内首创工艺单线多产品项目目前正在试生产运行；2 个原药产品全流程连续化项目已完成开发，具备实施条件；2 个原药产品预计 2023 年下半年完成开发，2024 年具备实施条件；1 个原药产品预计 2024 年下半年完成开发，2025 年具备实施条件。

● 投资建议

我们看好公司未来全球登记布局和 ToC 渠道建设的全面深入以及产品一体化布局带来的利润增量。考虑到农药行业低景气现状，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.13、14.61、17.31 亿元（原预测值为 16.05、19.72、22.34 亿元），同比增速为-14.2%、20.5%、18.4%。对应 PE 分别为 17.48、14.51、12.25 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 主要农药进口国政策变化；
- (2) 农药产品境外自主登记投入；
- (3) 汇率波动；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 产品出口退税政策变动。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14460	13165	14744	17238
收入同比 (%)	47.6%	-9.0%	12.0%	16.9%
归属母公司净利润	1413	1213	1461	1731
净利润同比 (%)	76.7%	-14.2%	20.5%	18.4%
毛利率 (%)	20.2%	18.3%	18.7%	19.1%
ROE (%)	22.9%	17.4%	17.3%	16.9%
每股收益 (元)	5.12	4.38	5.27	6.25
P/E	17.01	17.48	14.51	12.25
P/B	3.90	3.04	2.50	2.08
EV/EBITDA	10.14	10.72	8.58	6.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	9015	9276	10016	12034	
现金	3794	3903	4319	5229	
应收账款	3202	3022	3324	3922	
其他应收款	34	23	30	33	
预付账款	75	88	88	108	
存货	1657	1976	1962	2422	
其他流动资产	253	264	292	321	
非流动资产	2584	3924	4838	5888	
长期投资	2	2	1	1	
固定资产	1692	2752	3442	4274	
无形资产	226	339	450	562	
其他非流动资产	664	831	945	1050	
资产总计	11599	13200	14854	17923	
流动负债	5117	5825	5896	7104	
短期借款	404	424	444	464	
应付账款	753	947	919	1148	
其他流动负债	3959	4454	4533	5492	
非流动负债	95	121	144	159	
长期借款	17	37	57	77	
其他非流动负债	78	84	87	82	
负债合计	5212	5947	6041	7264	
少数股东权益	203	270	349	443	
股本	277	277	277	277	
资本公积	2301	2325	2325	2325	
留存收益	3606	4381	5863	7614	
归属母公司股东权益	6184	6984	8465	10216	
负债和股东权益	11599	13200	14854	17923	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1371	2111	1605	2261	
净利润	1488	1280	1540	1825	
折旧摊销	186	241	302	318	
财务费用	24	68	72	76	
投资损失	260	-39	-49	-57	
营运资金变动	-805	553	-263	89	
其他经营现金流	2511	735	1804	1745	
投资活动现金流	-867	-1558	-1179	-1329	
资本支出	-584	-1527	-1208	-1368	
长期投资	-26	-17	-20	-18	
其他投资现金流	-258	-14	49	57	
筹资活动现金流	-465	-441	-29	-41	
短期借款	-146	20	20	20	
长期借款	-8	20	20	20	
普通股增加	1	0	0	0	
资本公积增加	74	24	0	0	
其他筹资现金流	-386	-504	-69	-81	
现金净增加额	44	109	416	910	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	14460	13165	14744	17238	
营业成本	11533	10761	11987	13947	
营业税金及附加	18	17	19	22	
销售费用	292	281	306	363	
管理费用	370	366	393	469	
财务费用	-345	-84	-84	-96	
资产减值损失	-7	-13	0	-6	
公允价值变动收益	-171	0	0	0	
投资净收益	-259	39	49	57	
营业利润	1776	1502	1811	2145	
营业外收入	6	0	0	0	
营业外支出	29	0	0	0	
利润总额	1753	1502	1811	2145	
所得税	265	222	271	319	
净利润	1488	1280	1540	1825	
少数股东损益	74	67	79	94	
归属母公司净利润	1413	1213	1461	1731	
EBITDA	2051	1659	2030	2366	
EPS (元)	5.12	4.38	5.27	6.25	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	47.6%	-9.0%	12.0%	16.9%
营业利润	75.3%	-15.4%	20.6%	18.4%
归属于母公司净利润	76.7%	-14.2%	20.5%	18.4%
获利能力				
毛利率 (%)	20.2%	18.3%	18.7%	19.1%
净利率 (%)	9.8%	9.2%	9.9%	10.0%
ROE (%)	22.9%	17.4%	17.3%	16.9%
ROIC (%)	23.1%	15.6%	15.7%	15.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	44.9%	45.0%	40.7%	40.5%
净负债比率 (%)	81.6%	82.0%	68.5%	68.1%
流动比率	1.76	1.59	1.70	1.69
速动比率	1.39	1.20	1.32	1.31
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.06	1.05	1.05
应收账款周转率	5.23	4.23	4.65	4.76
应付账款周转率	14.13	12.66	12.85	13.49
每股指标 (元)				
每股收益	5.12	4.38	5.27	6.25
每股经营现金流薄)	4.95	7.62	5.79	8.16
每股净资产	22.32	25.20	30.55	36.86
估值比率				
P/E	17.01	17.48	14.51	12.25
P/B	3.90	3.04	2.50	2.08
EV/EBITDA	10.14	10.72	8.58	6.99

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。