

精选层企业专题报告（十五）

颖泰生物（833819）：注重研发的农药企业，国内出口销售龙头

2020 年 8 月 8 日

研究员：杨梓航

报告摘要：

1、注重研发的农药公司，国内农药销售龙头

北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司是从事农药原药、中间体及制剂产品的研发、生产、销售的农化产品供应商，深耕农药行业十余年，构建了一体式产业链商业模式，注重研发投入，拥有国内首家农药 GLP 实验室。公司连续多年位于全国农药行业销售百强企业前三名，和出口销售收入前三，是国内农药销售龙头。

2、国内农药行业面临整改压力大，优秀公司拥有更大的发展空间

国内农化行业走向环保化和集约化，一些低产能、非环保的中小企业退出市场或被并购，颖泰生物作为一家规模化、清洁化、产销一体化的农药企业具备了更大的市场空间。国际市场超 160 个专利农药临近到期，仿制非专利药将新增超 110 亿美元市场，处于农药市场第二梯队的颖泰生物将迎来更大机遇。

3、坚持以研发作为发展动力，走细分差异化路线

颖泰生物重视研发，近三年研发投入占营收分别为 3.07%、3.44%、3.41%，不低于部分同行业 A 股上市公司，截至 2020 年末，公司已获得授权国家专利 248 项，涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类产品。同时，公司差异化产品定位，颖泰自产产品主要为细分品类，主打的除草剂为三嗪酮类、酰胺类等非专利、全球年销售数量 1 万吨以下的小品类原药，在一些品类上占据中国市场五成份额。利用丰富的成品种类和组合，打造细分产品领域的护城河，形成自己的核心竞争力。

4、颖泰生物与同行业 A 股上市公司相比毫不逊色

公司近三年营业收入为 61.4 亿元、62.32 亿元、52.95 亿元，高于同行业可比 A 股上市公司营收均值，近三年净利润分别为 2.92 亿元、4.43 亿元、2.82 亿元，达到同行业水平。在维持稳定盈利能力的同时，公司收缩了毛利率较低的贸易业务，提高自产业务比例，使得毛利率连续增长，三年来综合毛利率分别为 16.4%、23.1%、24.51%，高于同行业可比公司均值。

风险提示：行业竞争风险、企业管理风险、教育方式改革风险

研究领域

- ◆ TMT
- ◆ 先进制造
- ◆ 消费升级
- ◆ 大健康

新三板智库

政策研究、产业研究、
企业研究综合智库

电话：86-020-34262289

微信：zhikumei

广州：海珠区新港西路 135
号中大科技园 B 座 902北京：海淀区厂洼路半壁
街长昆名居首层上海：静安区南京西路中
信泰富广场 1008 室

目 录

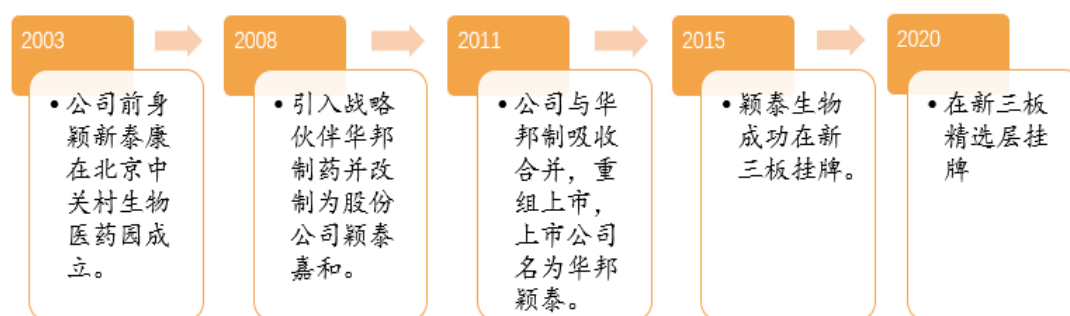
1、注重研发的农药公司，国内农药销售龙头	3
1.1、深耕农化行业十余年，构建一体式全产业链商业模式	3
1.2、自产产品比例逐年提升，收缩低毛利贸易业务	4
1.3、背靠华邦系，子公司为一体化产业链商业模式提供保障	6
2、国内农药行业面临整改压力大，优秀公司拥有更大的发展空间	8
2.1、农药行业发展景气，政策引导行业走向环保化、集约化	8
2.2、仿制药等迎来市场机遇，国际农药需求依然强劲	9
2.3、农药产业第二梯队位置稳固，积极开拓上下游市场	11
3、坚持以研发作为发展动力，走细分差异化路线	12
3.1、注重研发，以研发作为快速发展的重要条件	12
3.2、打造细分产品领域护城河，与国际知名农化企业有良好合作	14
4、毛利率连续提升，盈利能力不逊同行业可比 A 股公司	17
4.1、经营状况稳定，毛利率连续三年上升	17
4.2、对比可比同行业上市公司，颖泰生物的盈利能力毫不逊色	20
5、风险提示	22
重要声明	23

1、注重研发的农药公司，国内农药销售龙头

1.1、深耕农化行业十余年，构建一体式全产业链商业模式

北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司成立于 2003 年，于 2015 年挂牌新三板，2016 年至今多年处于新三板创新层，2020 年 7 月 27 日在新三板精选层挂牌交易。

图表 1：颖泰生物的发展历程



资料来源：公司官网、新三板智库

自成立以来，公司坚持以研发为基础、以市场需求为先导的经营模式，主要从事农药原药、中间体及制剂产品的研发、生产、销售和 GLP 技术服务，秉持着“担当、创新、协作”的核心价值观，以“让农化更好地服务于社会”为使命，经过多年的积累和创新，已形成品种丰富、工艺技术较为先进的除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大品类百余种产品。

公司将高品质产品销售给优质客户服务于全球植物保护市场，业务遍布全球 20 余个国家和地区，产品受到了 ADAMA（安道麦）、CORTEVA（科迪华）、NUFARM（纽发姆）、LANXESS（朗盛）等众多国际知名跨国农化公司的认可。

公司在农化行业深耕十余年，构建了集研究开发、技术分析、中间体、原药及制剂的生产和销售为一体的全产业链商业模式。以市场为导向，通过对农药市场发展的深刻理解，提前布局，确立科研项目，主动创新，开发新产品、新项目，同时对已有产品持续升级改进，以满足市场需求，做到以研发带动市场，以市场带动销售，以销售带动生产的发展路径，推行哑铃式的发展模式，将技术研发和市场营销确立为企业发展的两个重点，构建起一体式全产业链商业模式。

2016 年-2018 年，公司位列全球农化行业销售收入的第 13 名、第 12 名和第 10 名，位于中国本土农化公司之首。公司连续多年位于全国农药行业销售百强企业前三名。根据中国农药工业协会统计，2015 年-2019 年，公司分别位列全国

农药销售百强的第2名、第3名、第1名、第2名和第2名，出口销售收入连续多年位居前二。处于行业领先地位，是国内农药行业销售龙头公司，也是农药出口销售龙头。

图表2：公司产业布局



资料来源：公司官网、新三板智库

1.2、自产产品比例逐年提升，收缩低毛利贸易业务

公司的自产产品主要包括农药原药、制剂及中间体，涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大品类，分别应用于防除杂草等有害植物、防治原菌引起的植物病害及防治害虫，约有百余种产品。

图表3：公司自产产品主要产品

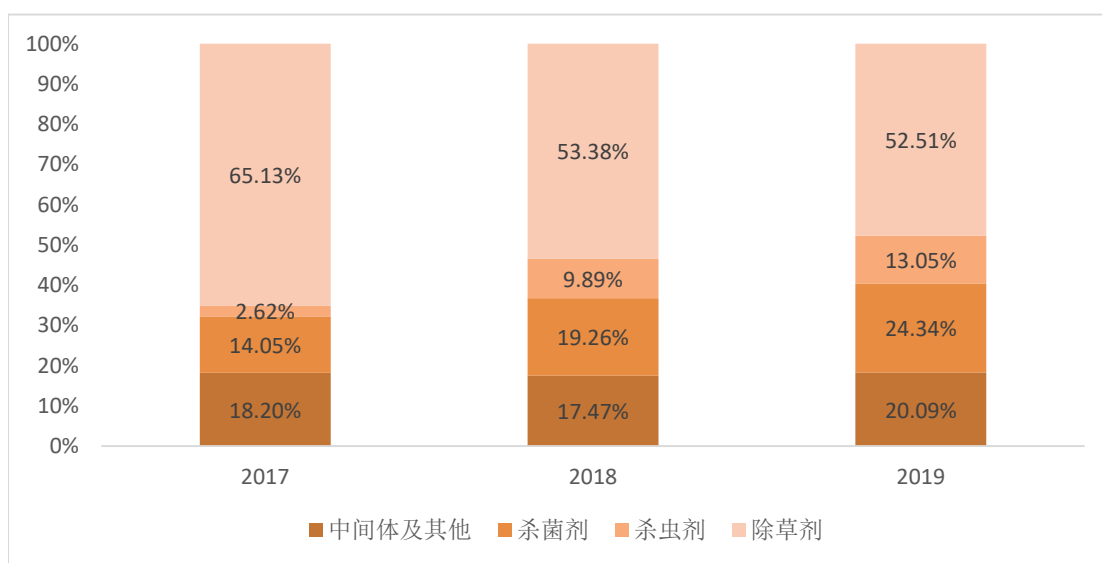
大类	化学种类	代表产品	功能特点
除草剂	三嗪酮类	苯嗪草酮	光合作用抑制剂，通过抑制光合作用中的希尔反应而起到杀草的作用。
	二苯醚类	乙氧氟草醚	原叶啉原氧化镁抑制剂。触杀型除草剂，在有光的情况下发挥杀草作用。
	酰胺类	乙草胺	通过阻碍蛋白质的合成来抑制细胞的生长，即乙草胺进入植物体内抑制蛋白酶的合成，使幼芽、幼根停止生长。
	三酮类	硝磺草酮	HPPD 抑制剂，在植物木质部和韧皮部传导，具有触杀作用和持效性。
杀菌剂	三唑类	戊唑醇	甾醇脱甲基抑制剂。不仅具有杀菌活性，还可促进作物生长，从而提高产量。
	甲氧基丙烯酸酯类	嘧菌酯	线粒体呼吸抑制剂。通过抑制线粒体呼吸，从而杀死细胞。
杀虫剂	新型脲类	丁醚脲	线粒体呼吸抑制剂。对幼虫、成虫有触杀、胃毒作用，也显示出一些杀卵作用。
中间体	中间体	氟苯	生产农药、医药、染料的主要原料。熔点-41.9 摄氏度，沸点 85.2 摄氏度，不溶于水，混溶于乙

			醇、乙醚、丙酮、苯。
--	--	--	------------

资料来源：公开发行说明书、新三板智库

2017-2019 年，除草剂、杀虫剂、杀菌剂合计占发行人自产农化产品业务收入的比例分别为 81.80%、82.53%及 79.91%。截至 2019 年，自产除草剂原药贡献的收入占自产产品中的比例为 42.51%。

图表 4：自产农化产品收入构成



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

公司的贸易业务为通过成熟的供销网络实现供需对接，增加与客户的粘性，贸易类产品主要为草甘膦、麦草畏、双甘膦等大品类广谱性除草剂原药及中间体产品。

图表 5：公司贸易产品种类

产品名称	主要用途	应用区域
草甘膦	广谱灭生性茎叶处理除草剂，草甘膦是全球用量最大的除草剂品种。由于目前大多数转基因作物的抗草甘膦性，草甘膦广泛用于转基因作物。	适用于果园、桑园、菜园、棉田等。用于防治多年生禾本科杂草、莎草科和阔叶杂草。
麦草畏	具有内吸传导作用的苯甲酸系列激素类除草剂。随着全球转基因作物的快速增长，耐草甘膦杂草增多，麦草畏+草甘膦复配除草带动麦草畏需求增长	适用于大豆、玉米、果园等领域的苗后除草。用于防除一年生和多年生的阔叶杂草。

资料来源：公开发行说明书、新三板智库

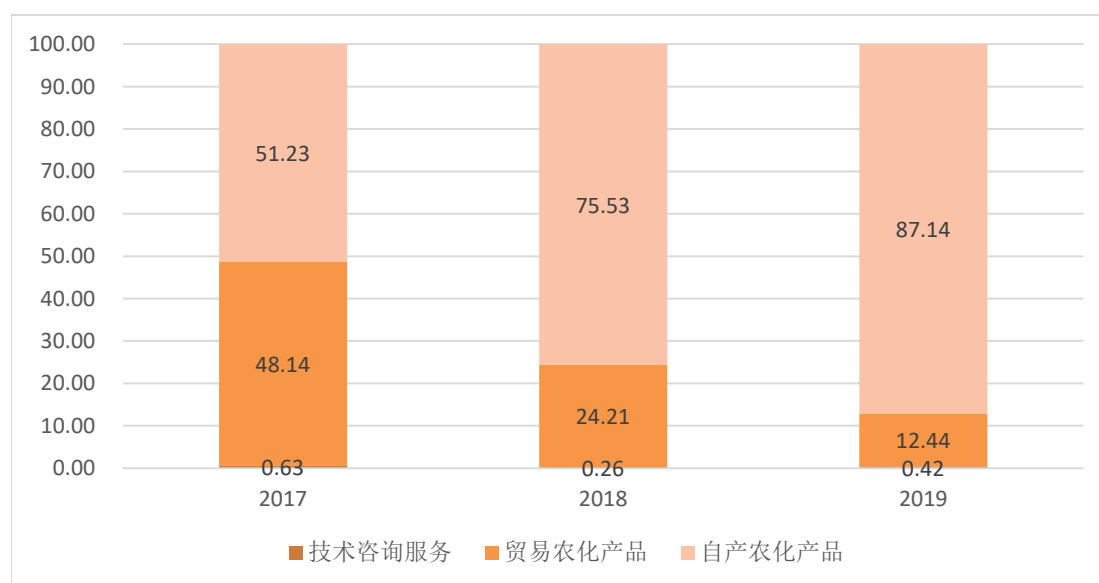
公司主营业务收入中自产农化产品业务收入占主营业务收入的比例逐年提

高，2017-2019 年分别为 51.23%、75.53%及 87.14%，贸易农化产品业务收入占主营业务收入的比重分别为 48.14%、24.21%及 12.44%，技术咨询服务主要为企业提供 GLP 检测服务的业务收入，占主营业务收入的比重分别为 0.63%、0.26%及 0.42%，占比很低。

近三年公司贸易业务持续收缩，截至 2019 年，贸易业务占比从 2017 年的 48%降低至 12.44%。

公司逐年扩大毛利率较高的自产农化产品业务，收缩毛利率较低的贸易业务，收入结构持续优化。

图表 6：主营业务产品结构（%）



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

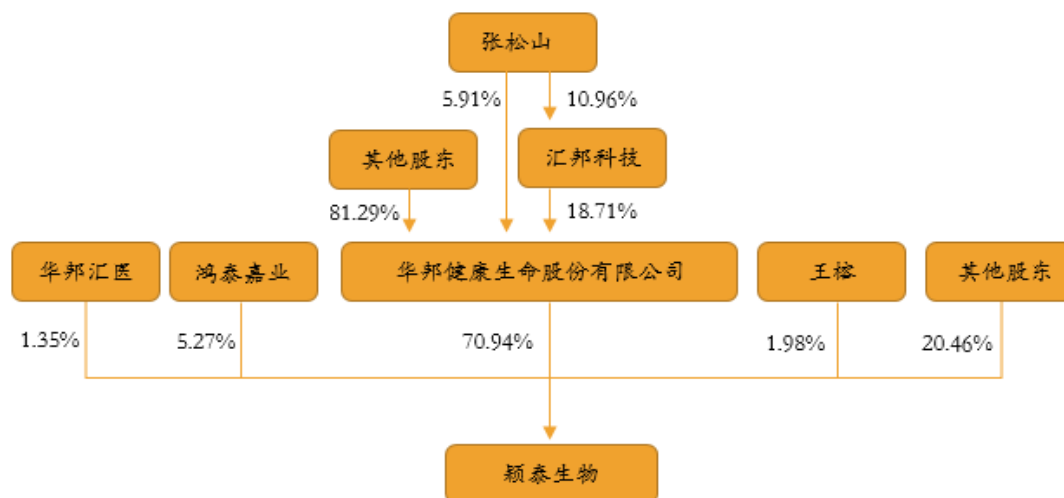
1.3、背靠华邦系，子公司为一体化产业链商业模式提供保障

公司控股股东为 A 股上市公司华邦健康，A 股上市公司具有融资方面优势。华邦健康为控股型公司，主要从事医药、农化及新材料产品的研发、生产、销售，医疗服务、旅游投资和运营业务，并以医药、医疗等人类健康相关产业为发展重点方向。华邦健康医药产品涵盖皮肤类、结核类、呼吸系统、抗癫痫、肿瘤类等各个领域，皮肤类产品几乎涵盖了主要的皮肤疾病，多项属于国内首仿或国内独家品种，在细分领域拥有较高的市场占有率，长期保持细分领域的行业龙头地位，具有较强的竞争优势，拥有成熟的研发和管理团队。

人药和农药之间具备共同点和互补性，如生产所用的生化原料相同、生产工艺和设备相近等，使得在技术和原材料上具有共享便利。公司与华邦健康主业同

属化工行业的精细化有机化学分支，在人员知识结构、技术、市场和研发上具有共性，并购后在这些方面可以有效地整合，公司不仅具有了资金来源优势，还能与母公司实现人才、技术、生产链、市场销售渠道上的共享。

图表 7：公司股权结构图



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

公司拥有 9 家控股子公司，其中从事农药生产、研发销售有 4 家，从事农药进出口业务有 6 家，从事化工产品、原料生产有 5 家。

公司控股的多家子公司都围绕集市场-研发-销售-生产一体化的经营模式提供战略支撑，其中江西禾益化工股份有限公司是另一家新三板挂牌公司，禾益化工 2016 到 2018 年净利润分别为 4498.37、6976.26、8448.31 万元，净利润同比增长率为 59.08%、55.08%、21.10%，算得上是新三板中优秀的公司，同属于农化行业，并购禾益化工提升了公司的体量和行业竞争力。

图表 8：主要子公司控股与业务

子公司名称	控股情况	主要业务
河北万全宏宇化工有限责任公司	全资	农药原药产品研发、生产、销售，进出口贸易业务
北京颖泰嘉和分析技术有限公司	全资	提供技术检测及分析服务
上虞颖泰精细化工有限公司	全资	农药原药及制剂产品研发、生产、销售
山东福尔有限公司	全资	化工中间体加工、研发、生产、销售
北京颖泰嘉和国际贸易有限公司	全资	农药相关产品销售
杭州庆丰进出口有限公司	全资	农药相关产品销售，货物进出口

盐城南方化工有限公司	全资	农药原药及中间体产品研发、生产、销售，生物制品的开发，进出口业务
科稷达隆生物技术有限公司	持股 51%	农务生物技术研究开发，进出口业务
江西禾益化工股份有限公司	持股 99.99%	农药原药、中间体、制剂产品研发、生产、销售

资料来源：公开发行说明书、新三板智库

2、国内农药行业面临整改压力大，优秀公司拥有更大的发展空间

2.1、农药行业发展景气，政策引导行业走向环保化、集约化

2003 年到 2015 年期间，国际制造业大量转移到中国，中国农药制造业产能爆发式增长，2005 年首次突破百万吨大关，超过美国成为世界第一的农药生产大国，多年以来，中国农药产量一直位居世界第二位，可生产 300 余种原药、千余种制剂，农药(折百)产量由 1983 年的 33 万吨上升至 2019 年的 225.4 万吨。

近年，跨国农药公司为了规避发达国家越来越严格的环保规定及降低生产成本，正加速将农药的生产向发展中国家转移。由于发展农药工业需要较强的化工基础，对配套的基础设施也有相应的要求，目前中国是能够承担这一任务的主要的两个发展中大国之一，因此我国的农药市场在境内外都仍有很大空间。

虽然行业总体呈现良好发展态势，但是**产业结构不合理、创新能力弱、环保水平低三大瓶颈一直制约着农药工业的健康发展，农药产业结构调整迫在眉睫。**

一方面是我国农药行业集中度过低，造成厂家多而分散、技术水平和产品质量参差不齐、生产过程的物耗和能耗较大、没有规模经济优势，特别是众多小企业造成环境污染严重、监控困难。同时，单个企业和中小企业实力弱，无力承担制造农药新品种的巨额资金，研发能力低，不利于提高我国农药行业的整体国际竞争力。

因此国家倡导行业走向集约化发展，根据《农药行业“十三五”规划纲要》，“十三五”期间农药原药生产进一步集中，到 2020 年，农药原药企业数量减少 30%，其中销售额在 50 亿元以上的农药生产企业 5 个，销售额在 20 亿元以上的农药生产企业有 30 个。国内排名前 20 位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的 70%以上。

同时，为推进生态文明建设和环境保护工作，中共中央、国务院建立环保督查制度，2018 年 1 月 1 日起正式实施中国环境保护税法。各项政策的推进，必

将推进农药行业进行结构性调整、实现农药使用零增长、淘汰落后产能，促使行业整体向环保、绿色、高效转型。新的环保政策将会淘汰落后产能、以牺牲环境为代价的超标排放企业，总供给收缩。国内环保压力增大，农药行业壁垒提高，安全、高效、经济和使用方便的农药产品将成为市场的主流产品，绿色环保是农药行业发展的要求。进一步地促使市场集中度的提高，规模以上环保达标的企业，受益订单增加和产品价格上升，经营业绩向好。

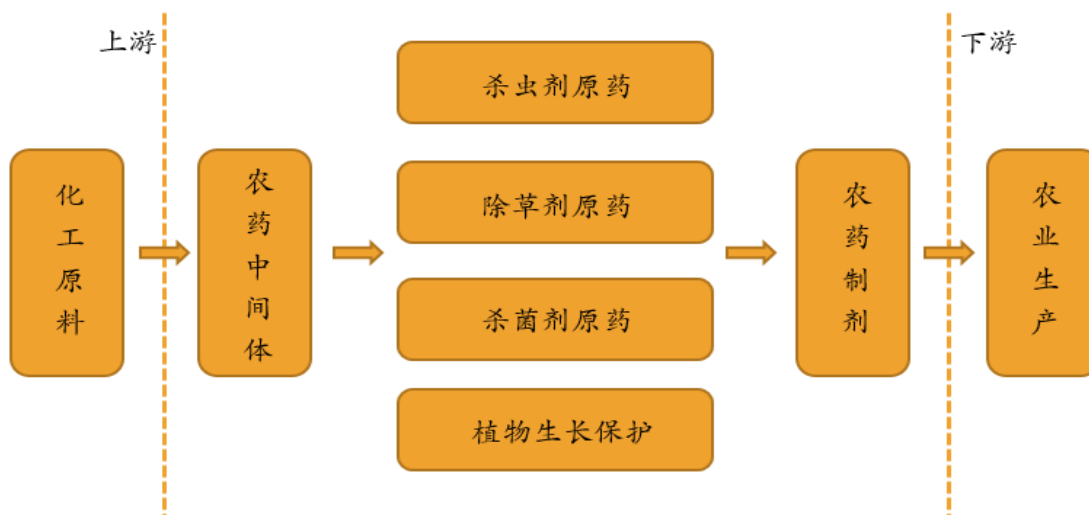
颖泰生物持续多年进行安全环保建设，将会迎来更大的发展空间。

2.2、仿制药等迎来市场机遇，国际农药需求依然强劲

尽管领先寡头占据全球农药市场 75% 市场份额，但根据 Phillips Mcdougall 预测，2023 年将有约 160 个农药专利到期，新增市场价值将超过 110 亿美元。在超百个专利农药即将到期的大背景下，有能力研发和制造高附加值农药、农药中间体的公司将从中获利。

农药中间体是从产业链细分角度说的，农药产品大致可分为农药中间体、农药原药和农药制剂三类。

图表 9：农药行业产业链



资料来源：新三板智库

农药中间体用于生产农药原药，而农药原药不可直接施用于作物，必须根据其活性成分的特性和不同的防治对象制成适合的制剂剂型以便施用。不同类型的农药也可以进行复配，得到防治范围更广泛、效果更好的农药制品。

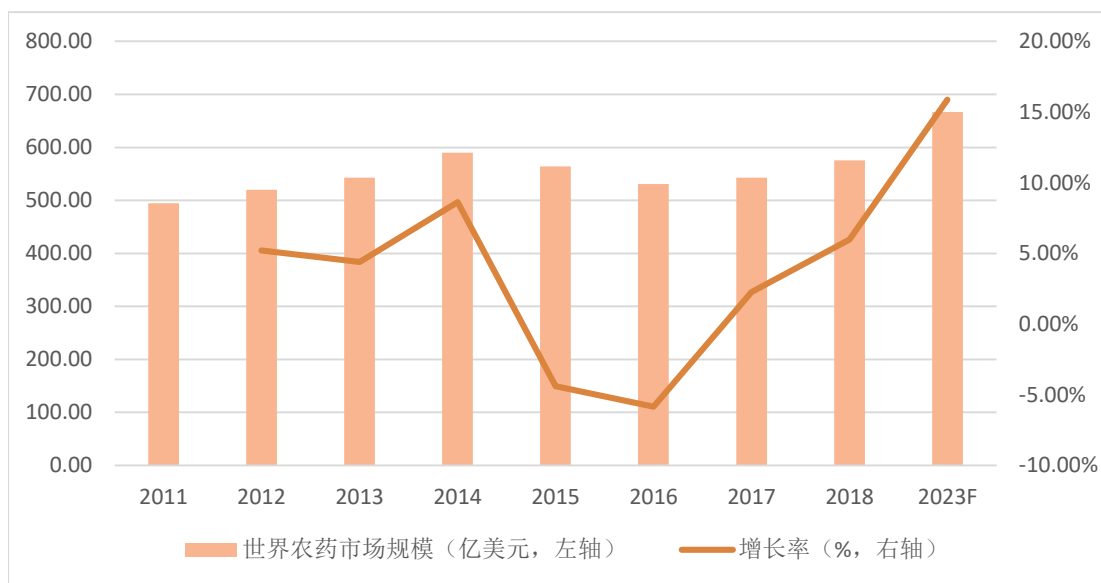
颖泰生物的产品即以农药原药、仿制药中间体为主，上述全球农药行业的背景下，有多年仿制药生产销售难经验的颖泰生物有望凭借工艺技术优势及环保

政策趋严后的头部公司地位而崛起，预计增速将显著高于全球农药市场增速。后续凭借持续的研发投入为基础，不断构建仿制型农化产品突围所需要的核心工艺体系，进而不断提升细分产品领域的竞争力。

从市场格局来说，农药的需求与人口的增长密切相关，人口的增长带动农作物的种植，从而带动农药的需求，农药产品未来市场空间仍然很大。据联合国粮农组织的统计，2017 年世界人口已达到 75.5 亿，到 2050 年将达到 98 亿。在人口不断增长的同时，未来全球人均耕种面积或继续减少。在此情况下通过农药提高作物的亩产量就显得尤为重要，农药的需求相对刚性，人口的增长将带动农化市场的需求。

全球农药市场规模预计达 667 亿美元。根据种子与农药咨询公司 Phillips McDougall 统计，2018 年全球植物保护市场销售额为 575.61 亿美元，同比增长了 6%，非农作物用农药市场达到 73.11 亿美元，同比增长了 3.1%，整体市场达到 650.99 亿美元，同比增长为 5.6%，预计 2023 年用于农作物的农药市场需求 667.03 亿美元，2018 年-2023 年全球农作物农药市场将保持 3% 的增速发展。

图表 10：全球农药市场规模



数据来源：PhillipsMcDougall，新三板智库

受益于全球农作物种植结构的调整，如蔬菜、水果以及各类经济作物种植面积的扩大，以及近年来气候变化引起全球范围内的高温高湿等极端天气现象频繁出现，作物病害威胁显著上升的影响，农药的国际需求量仍然充足。

2.3、农药产业第二梯队位置稳固，积极开拓上下游市场

全球农药行业由巨头主导。经过一系列的兼并重组，国际农药行业已趋于高度垄断，全球农药行业形成了由 6 家大公司主宰全球农药市场的格局。

根据英国农化资讯商 Agrow 发布的 2018 年度全球农药企业二十强名单，先正达以 92.44 亿美元的 2017 财年农药销售额蝉联榜首，拜耳作物科学以 87.13 亿美元居第二，巴斯夫 67.04 亿美元居第三，陶氏杜邦以 61 亿美元紧随其后居第四。2017 年，先正达、德国拜耳、巴斯夫、美国陶氏杜邦、美国孟山都和安道麦公司六大企业合计农药销售额达到 377.47 亿美元，约占全球农药市场的 61.3%，具有主宰全球农药市场的绝对优势，其中最大的两家瑞士先正达和德国拜耳分别占全球 15.0% 和 14.2% 的市场份额。

全球农药产业分为四个梯队，主要分为创制型原药企业（投入大、周期长）的第一梯队、仿制型原药企业（核心竞争力为研发、工艺、生产、规模、营销）的第二梯队、制剂生产企业（核心竞争力为营销和渠道）的第三梯队和其他微、小公司。

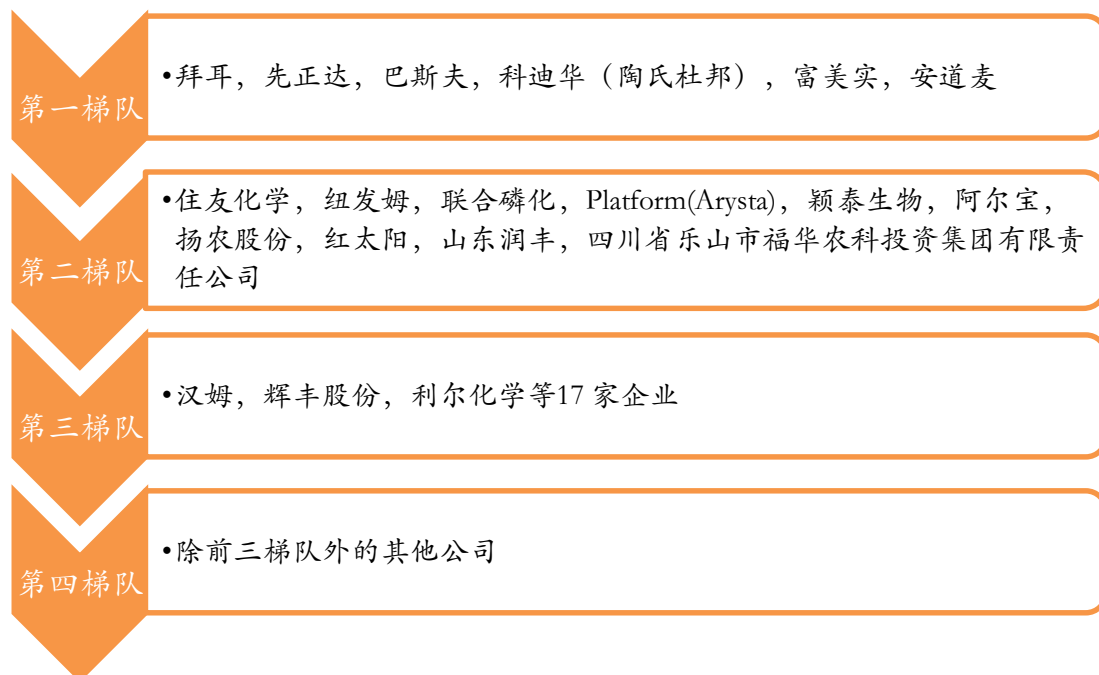
第一梯队：拜耳、先正达、巴斯夫、科迪华（陶氏杜邦）、富美实以及安道麦。这些公司的共同特点是以研发和创制为基础，拥有原创性专利技术和强大的品牌及市场营销渠道。根据 Phillips McDougall 统计，2018 年拜耳（Bayer）、先正达（Syngenta）、巴斯夫（BASF）、科迪华（陶氏杜邦）、富美实（FMC）以及安道麦（ADAMA）占全球农药销售额的比例分别为 20.30%、18.1%、12.2%、10.90%、7.4% 和 6.3%，合计占全球市场销售额的 75.20%。

第二梯队：住友化学（Sumitomo Chemical）、纽发姆（Nufarm）、联合磷化（UPL）、Platform（Arysta）、颖泰生物、阿尔宝（Albaugh）、扬农股份、红太阳、山东润丰和四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司。每家公司占全球农药市场的规模均大约 1%，但又算不上行业头部的寡头。

第三梯队：汉姆（helm）、辉丰股份、利尔化学等 17 家企业，2018 年销售额占全球农药销售的比重均高于 0.5% 且低于 1%。

其他公司属于第四梯队。

图表 11：全球农化市场竞争格局



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

颖泰生物位于第二梯队，立足全球需求最大的仿制非专业农药的工艺创新，规模效应显著。

随着我国农药行业的环保要求、创新要求和集中度提升的要求不断加严，中间体、原药的生产成本会有所提高，毛利率会随着下降。

未雨绸缪，颖泰生物开始增加在下游制剂领域行业的研发投入，积极与国际客户加强在制剂方面的合作，加大在国外的直接登记，培育登记优势，向制剂领域进行拓展，力求获得进一步的业绩增长点，拉开第二成长曲线。2016 年，公司获得了巴西第一个农药制剂登记证，目前在巴西的证照资源优势已非常明显。

3、坚持以研发作为发展动力，走细分差异化路线

3.1 、注重研发，以研发作为快速发展的重要条件

研发能力是颖泰生物竞争优势，建立了成熟的自主创新体系。公司 18 位创始人毕业于中国农业大学、中国农科院、北大、复旦、中国对外经贸大学等名校，其中博士后 1 位、博士 5 位、硕士 3 位，同时还很重视引入外部人才。

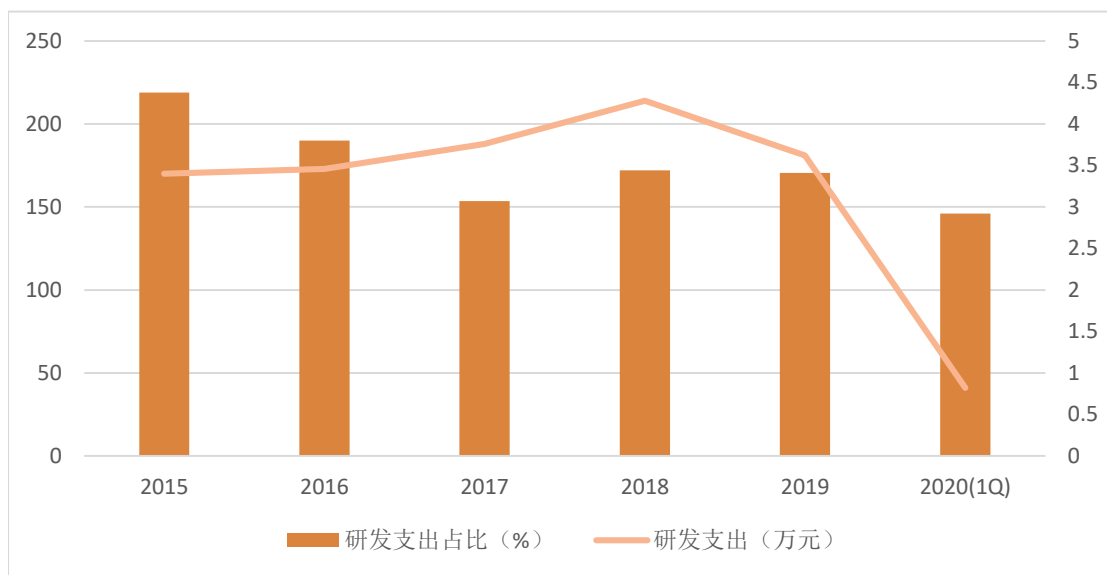
公司建立了省级企业研究院、省级研发中心、省级企业技术中心、省级院士专家工作站、省级协同创新中心等科研平台。2018 年院士专家工作站被评为全

国 2018 年度模范院士专家工作站，并获得省部级科学技术奖 4 项，承担了国家“十二五”科技支撑计划、国家火炬计划、省级千人计划、省级重大专项、省级新产品计划等多项科技项目，解决了多项行业关键共性技术难题。吸引了 404 名研发人员，其中博士、硕士及海归人士 183 名，包括多名曾任职孟山都、先正达、杜邦、陶氏等跨国公司的首席科学家、专家人员。从研发平台成立以来，已经立项研究了三百多个产品项目，其中一百多个产品项目在工厂实施，创造了经济效益。

在研究开发和技术分析方面，公司拥有植物保护研发、生物研发及技术分析三个子平台，研发内容涵盖传统农药产品以及优良性状的选育。子公司科稷达隆、颖泰生物、颖泰分析均为公司的研发平台。在生物技术研发方面，公司聚焦农作物品种性状的研究。公司的 CRISPR/Cas9 基因编辑技术达到国际先进水平，可通过对特定目标基因进行精准修饰，获得丰富的理想性状品系，显著加快育种进程。此外，公司的高效作物遗传转化技术水平国内领先，通过此技术可完成抗虫抗除草剂转基因棉花新材料及水稻品种的培育。

2017 年至 2019 年研发投入分别为 1.53 亿元、2.06 亿元、1.81 亿元，分别占当年营业收入的比例为 3.07%、3.44%、3.41%。

图表 12：公司研发支出情况



资料来源：公司年报、新三板智库

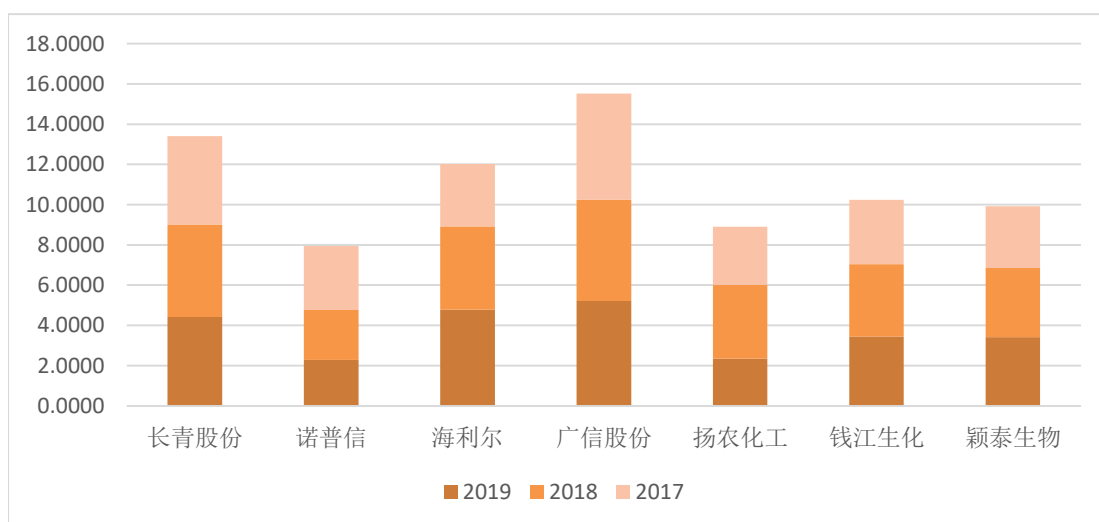
截至 2020 年末，公司已获得授权国家专利 248 项，涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类产品，获得国家北京市高新技术企业称号、北京市企业技术中心称号、十百千工程重点培育企业称号和中国农药企业百强称号。

2006 年公司建设的中国第一家农药 GLP 实验室目前仍为我国资质最广、服

务能力最强的 GLP 实验室之一，拥有较强的技术分析能力。拥有国内一流的技术分析设施和研发团队，公司的 GLP 实验室在 2006 年获得 OECD 成员国颁发的 GLP 实验室资格证书，成为中国大陆第一家农药 GLP 实验室。GLP 研究报告得到美国 EPA 和主要的 OECD 成员国认可。2012 年获得中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 下发实验室认可证书。2013 年，公司 GLP 实验室获得了北京市质量技术监督局下发的《资质认定计量认可证书》，同时 GLP 实验室也是中国农业部认定的农药原药登记全组分分析试验单位之一。

与同行业的 A 股上市公司相比，2017 年到 2019 年，三年来颖泰生物在研发上的投入占比也不逊色于优质的上市公司，甚至超过某些同行业的 A 股上市公司。

图表 13：近三年公司研发投入占比与同行业上市公司比较



资料来源：各公司年报、新三板智库

3.2、打造细分产品领域护城河，与国际知名农化企业有良好合作

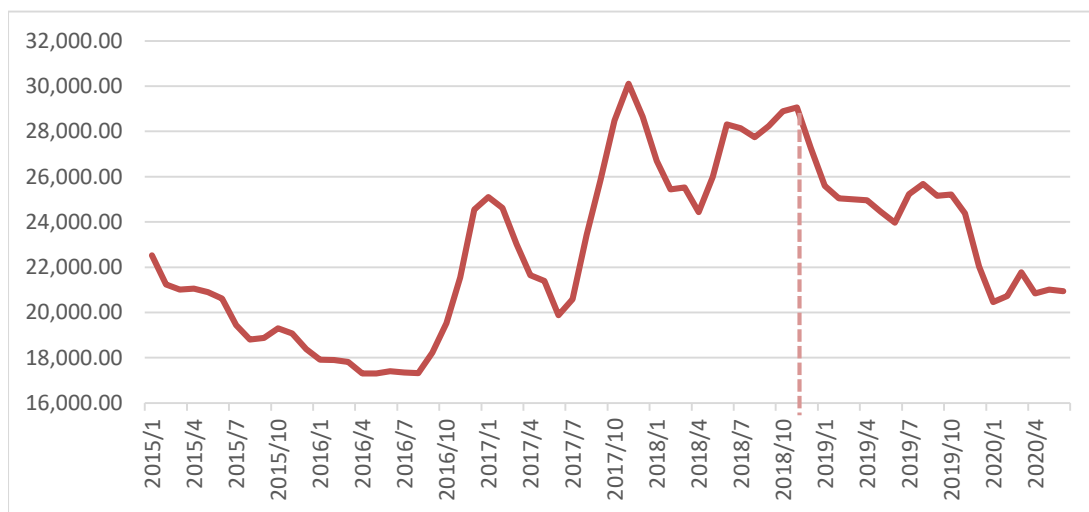
A 股上市公司产品多为草甘膦等大品类，大宗品类市场竞争激烈，公司进行差异化产品定位，主打细分领域“小而美”品种，这些品种竞争格局清晰，价格波动受行业整体周期影响较小。

从产品品类来看，A 股上市公司的除草剂多为草甘膦等大品类，颖泰自产产品主要为细分品类，主打的除草剂为三嗪酮类、酰胺类、二苯醚类、取代脲类、三酮类等非专利、全球年销售数量 1 万吨以下的小品类原药，在如戊唑醇、嘧菌酯等具竞争优势品种的上，颖泰生物有七八十个。其中有些品种，颖泰生物占据中国市场五成份额。未来两三年，颖泰生物将全力专注其中 30 个至 40 个品种，

使其成为行业领头产品。

至今，公司拥有自产农化产品主要品种包括除草剂、杀虫剂及杀菌剂等，约有百余种产品，拥有产品登记证 403 项，其中原药登记 156 项，国外登记数目覆盖 52 个主要国家和地区。

图表 14：2017 至今草甘膦月均价（元/吨）

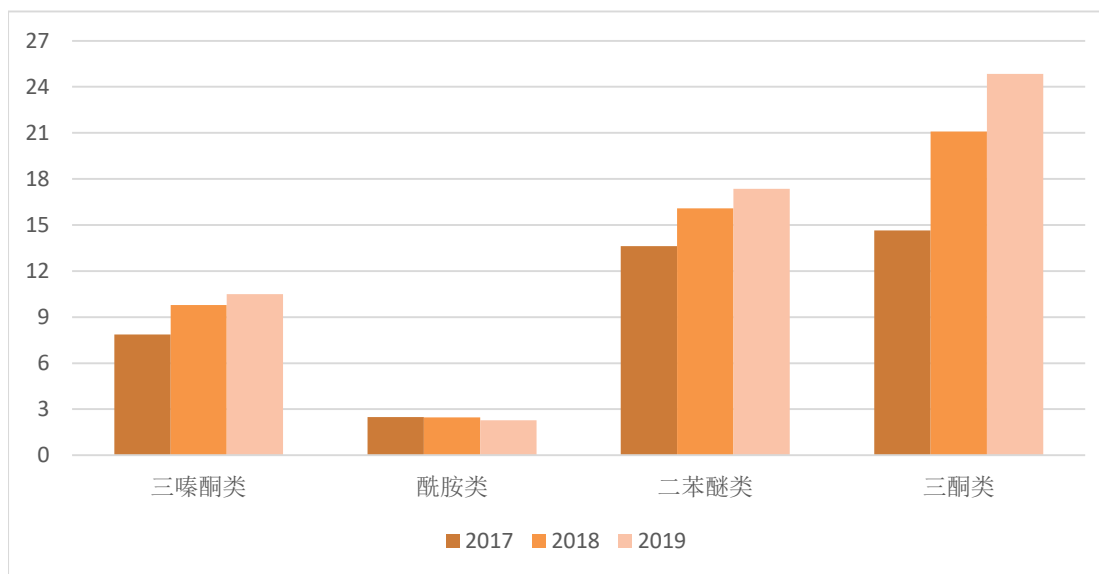


资料来源：Choice 数据库、新三板智库

2019 年，受国外极端天气导致需求下降及国内产能投放带来的供给增长的双重影响，以草甘膦价格为例，国内原药市场价格持续下跌，而颖泰生物由于其细分产品相对有序的竞争格局，并未受大行情影响。

颖泰大部分除草剂产品出售价格近 3 年呈稳定或连续上涨态势。

图表 15：部分除草剂产品近三年均价



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

同时，凭借技术先进的丰富产品组合和灵活的组合方式增强公司的竞争力。凭借种类繁多的细分品种产品及良好而有竞争力的产品组合，并且能够在生产前，与客户交流和沟通，将客户的要求、标准融入整个研发和设计过程中，满足客户的需求，从而开拓业务。

4、毛利率连续提升，盈利能力不逊同行业可比 A 股公司

4.1、经营状况稳定，毛利率连续三年上升

公司 2017 年至 2019 年分别实现营业收入 61.4 亿元、62.32 亿元、52.95 亿元，归母净利润为 2.92 亿元、4.43 亿元、2.82 亿元。

图表 16：营业收入和净利润变化（亿元）



资料来源：公司年报、新三板智库

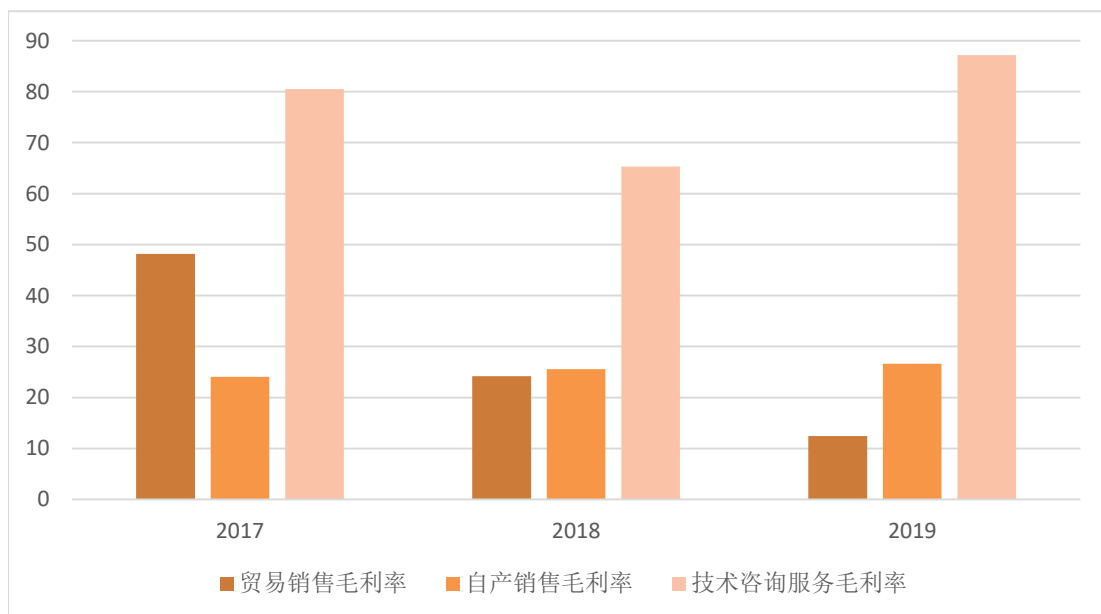
2019 年，营业收入和净利润有所下降，主要原因是受“3.21”江苏响水特大爆炸事故持续影响，环保督察更加严格，化工园区整治力度不断加码，同时随着

供给侧改革日渐深入，农化行业震荡加剧，国内供应端部分原材料和中间体价格上涨，供应紧张。

2020Q1 实现营收 14.07 亿元，同比仅下滑 1.21%，实现净利润 8000 万元，同比增长 102.29%，业绩有所回升，主要原因为公司在新冠疫情期间，在做好疫情防控的基础上有效组织复工复产，竭力降低疫情影响，稳健进行生产经营，持续巩固业务关系，积极开拓市场空间，深化内部运营管理，期间费用降低及外币汇兑收益增加等原因所致。

2017-2019 年，公司毛利率分别为 16.4%、23.17%、24.51%，处于稳定上升趋势。主要原因在于公司主动减少毛利率较低的贸易业务规模和发展毛利率较高的自产销售业务。

图表 17：各业务毛利率对比（%）



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

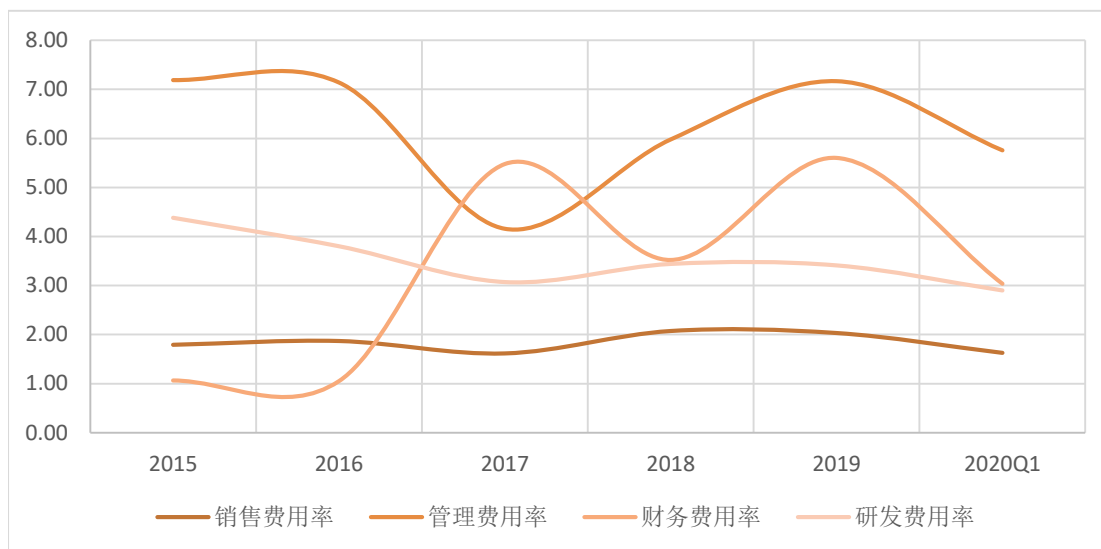
在费用方面，管理费用近年来有波动，2017 年公司规模快速增长，管理费用率因而下降到 4.2%，之后在营收放缓至下降的背景下，折旧及职工薪酬等增加，同时产生了一定的停产费用，在 2019 年回升至 7.2% 左右。

财务费用率较高，自 2017 年开始明显上升，2019 年为 5.6%，导致 2019 年颖泰生物财务费用率大幅攀升的原因有两个，一是公司负债较高，公司对外投资较大，2014 年以来公司先后收购禾益股 99.99% 的股权、常隆农化 93% 的股权等事项，资金来源主要是自有资金和银行借款等，使得利息费用持续维持在高位，2019 年营收下滑导致利息费用率升高，二是公司 2019 年汇兑收益较 2018 年减少 7267 万元导致 2019 年公司的财务费用整体同比增长 35.16%，同时汇率变动

带来较大损益的影响，但 2020Q1 财务费用同比大幅下降 5.6%，金额净减少 0.8 亿，其中利息支出减少 0.23 亿。

销售费用率一直相对稳定，在 2% 左右，而研发费用率则在 3.5% 左右。

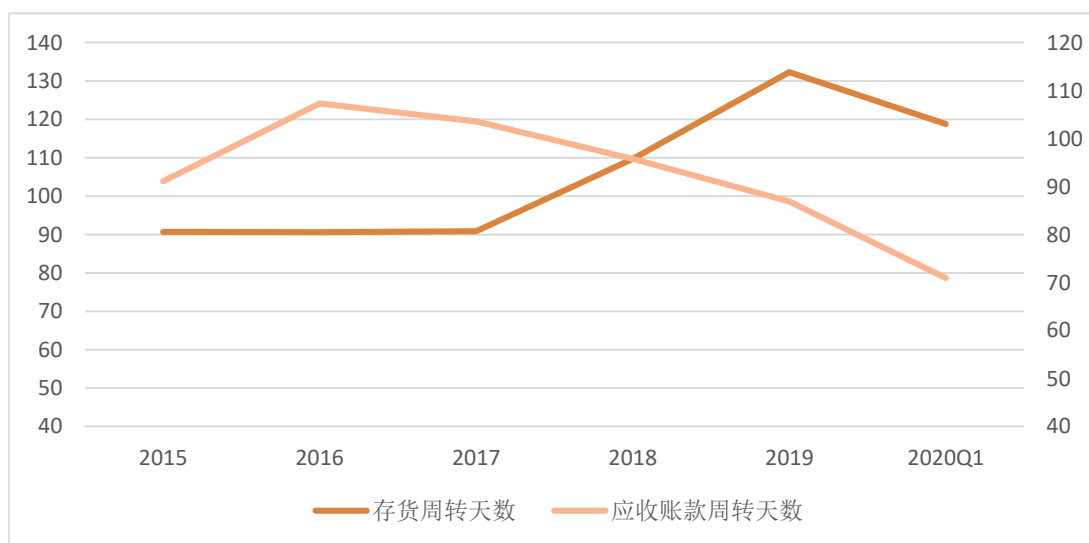
图表 18：各项费用率情况 (%)



资料来源：公司年报、新三板智库

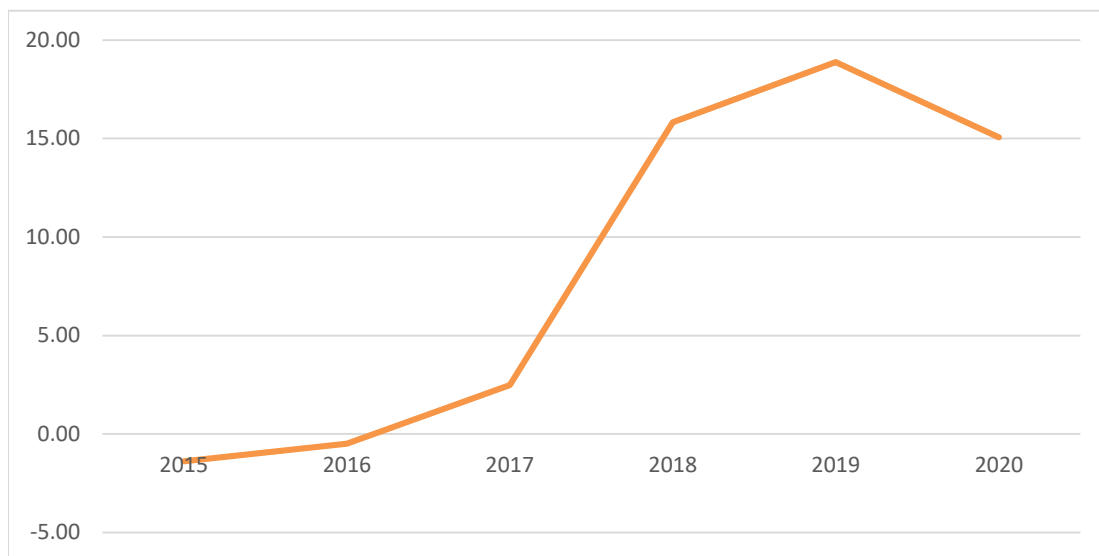
在运营和现金流方面，公司存货周转天数随自产业务占比的提高，从 2017 年的 91 天上升至 2019 年的 132 天左右，而应收账款周转天数持续下降，从 2017 年的 104 天下降至 2019 年的 87 天左右，同时公司经营现金流情况也得到大幅优化，与营收之比从 2017 年的 2.5% 上升至 2019 年的 18.9%。

图表 19：公司存货及应收账款周转天数 (天)



资料来源：公司年报、新三板智库

图表 20：经营活动现金流净额比营收（%）

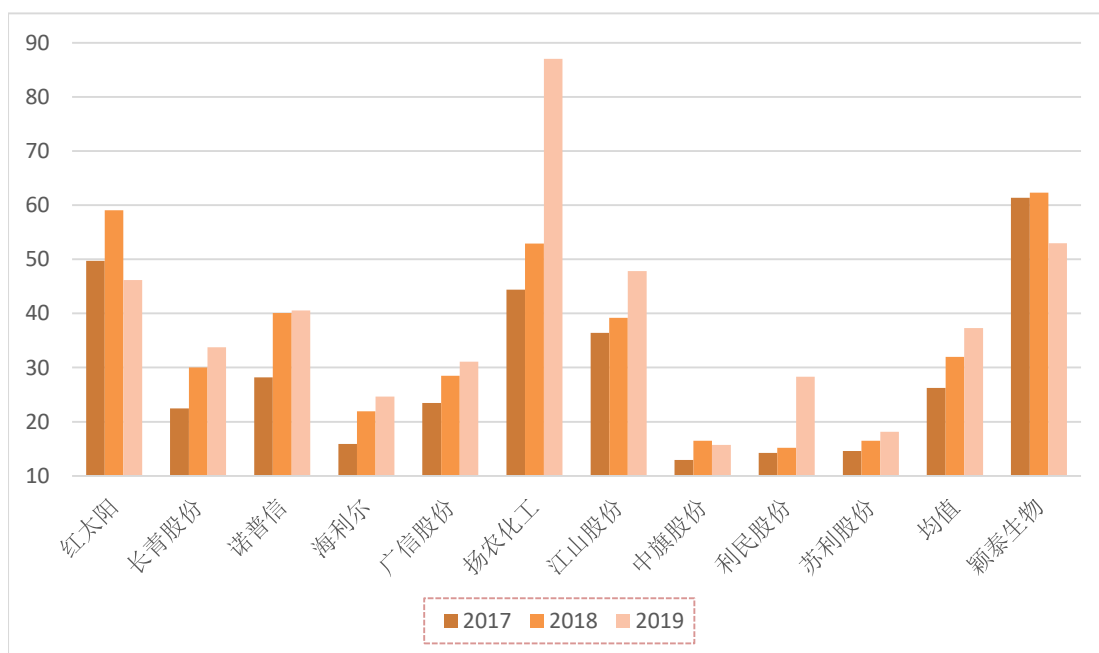


资料来源：公司年报、新三板智库

4.2、对比可比同行业上市公司，颖泰生物的盈利能力毫不逊色

对比行业可比公司，颖泰生物的主营业务收入明显高于可比公司均值，可比公司均值为 26.23 亿元、31.98 亿元、37.32 亿元。

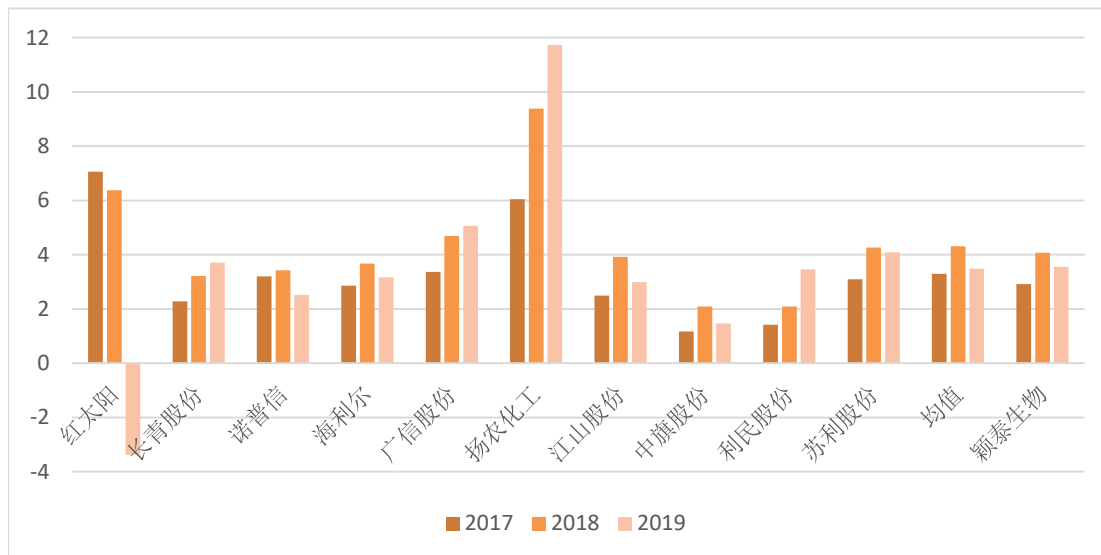
图表 21：可比公司主营业务收入（亿元）



资料来源：各公司年报、新三板智库

公司近三年归母净利润为 2.92 亿元、4.43 亿元、2.82 亿元，可比公司均值为 3.30 亿元、4.31 亿元、3.48 亿元，与均值水平相近。

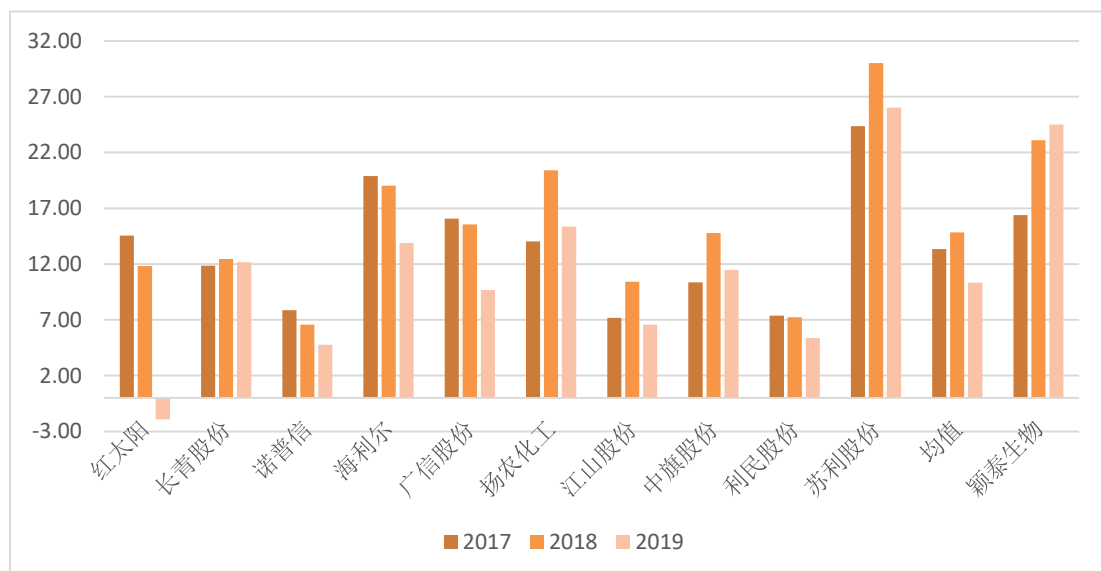
图表 22：可比公司净利润（亿元）



资料来源：各公司年报、新三板智库

2017-2019 年的毛利率分别为 16.4%、23.17%、24.51%，处于稳定上升态势，高于可比公司均值为 13.35%、14.83%、10.34%。

图表 23：可比公司综合毛利率（%）



资料来源：各公司年报、新三板智库

5、风险提示

5.1、商誉过高

近五年来，商誉一直维持在五个亿以上，而颖泰生物近三年的净利润在三个亿左右，商誉处在一个较高的水平，有商誉减值使得净利润亏损的风险。

5.2、原材料价格波动

农化产品周期性较强，且上游原材料价格波动较大，此外，投机性炒作等因素也会对农药原料药价格产生较大的影响，公司产品价格、经营业绩均有波动的趋势。

5.3、债务负担较重

公司财务费用显著高于行业水平，2019 年颖泰生物财务费用率大幅攀升的原因有两个，一是公司负债较高导致利息费用持续维持在高位；二是公司 2019 年汇兑收益较 2018 年减少 7267 万元导致 2019 年公司的财务费用整体同比增长 35.16%。

5.4、海外销售占比较高，业绩受汇率波动影响

颖泰生物与国际客户之间主要以美元进行计价和结算，由于产品外销订单签订与交付存在时间差以及货款结算存在信用账期，汇率变动将对公司盈利造成一定影响。2017 年至 2019 年，颖泰生物汇兑收益金额分别为-14178.59 万元、8536.61 万元和 1269.51 万元，存在较大的波动。

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，但新三板智库不对其准确性和完整性做任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映新三板智库于发布报告当日的判断。该等观点、意见和推测不需通知即可作出更改。在不同时期，或因使用不同的假设和标准、采用不同分析方法，本公司可发出与本报告所载观点意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成新三板智库对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成个人投资建议，且并未考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告版权归新三板智库所有，新三板智库对本报告保留一切权利，未经新三板智库事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得新三板智库同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新三板智库”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。