

润丰股份 (301035)

具备全球登记能力的特色农化企业

业务布局全球的国内制剂出口龙头。公司成立于 2005 年，主营农药制剂与原药出口，具备除草剂、杀菌剂、杀虫剂等多种植保产品的原药合成及制剂加工能力。公司面向全球客户提供植保产品和服务，在山东济南和潍坊设有两大研发中心，在山东潍坊、山东青岛、宁夏平罗、阿根廷拥有 4 处制造基地，并设有 51 家境外下属公司。2016~2020 年，公司连续五年雄踞国内农药出口企业榜首，并在 2019 年全球农化企业农药销售二十强榜单中稳居第十一名。2020 年公司营业收入达 73 亿元，实现净利润 4.4 亿元。

独特的境外自主登记模式推动企业成长。公司全球农药市场营销网络以“团队+平台+创新”为基础要素，农药产品传统出口模式与农药产品境外自主登记模式相结合，以“快速市场进入”为特点，为全球客户提供及时、灵活和全面的植保产品与服务。公司近七成收入来自于境外自主登记模式，并贡献过去 5 年销售主要增量。公司农药产品销售分布全球 72 个国家和地区，供货 Albaugh LLC、NUFARM、ADAMA、DUPONT、FMC、拜耳、先正达等国际知名跨国农化企业。

拥有逾 3000 张全球农药登记证，构筑专业壁垒。农药作为特殊化学品，各国均实行严格的市场准入及农药登记管理制度。而农药登记证的获取具备投入大、时间长、技术要求高等壁垒。公司能够实现在农药出口行业内出色的业绩，归功于多年来在境外农药产品自主登记模式的积极开拓和大力投入，其登记证储备具有较强的先发优势，凭借较大规模的农药产品登记证数量与在主要国家开展的登记工作的丰富经验，在境外农药产品自主登记中构筑起平台效应。截至 2020 年年底，公司拥有 3082 项境外农药产品自主登记证书。

募投项目优化产品结构，做大做强公司主业。募投项目将新增 6.86 万吨制剂产能和 2.35 万吨原药产能，积极扩大公司在制剂和原药产品的生产规模和丰富产品种类，降低对于部分生产所需的原药的依赖程度，提高在原药采购中的议价能力。与此同时，公司还将继续发展农药产品境外自主登记模式，募投项目中的资金将主要在巴西、阿根廷、墨西哥、印度及俄罗斯、澳大利亚六个国家进行农药产品境外自主登记。此外，公司计划建设植保产品研发中心项目，负责公司新产品、新剂型、新技术的研发和研发成果进行工业化转化的工程化实验工作。

盈利预测与估值：随公司募投项目产能释放，叠加持续发展海外登记证，我们预计未来几年公司业务有望保持平稳增长。预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 86.8、104.0、124.9 亿元，净利润分别为 6.09、7.94、9.79 亿元，按照当前 2.76 亿股总股本计，对应 EPS 分别为 2.21、2.87、3.55 元。参考农药行业可比公司安道麦（全球非专利药龙头），但其在登记证数量及全球销售渠道商仍有差距，结合农药行业整体估值水平，给予公司 2021 年 30 倍 PE，目标价 66.3 元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

风险提示：环境保护风险、主要农药进口国政策变化的风险、汇率变动的风险、产品出口退税政策变动风险、主要原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,073.61	7,289.83	8,676.14	10,401.90	12,492.58
增长率(%)	12.44	20.02	19.02	19.89	20.10
EBITDA(百万元)	725.95	1,161.17	1,008.75	1,216.52	1,436.37
净利润(百万元)	339.34	437.63	609.31	793.51	979.23
增长率(%)	9.33	28.97	39.23	30.23	23.41
EPS(元/股)	1.23	1.58	2.21	2.87	3.55
市盈率(P/E)	40.13	31.12	22.35	17.16	13.91
市净率(P/B)	5.56	4.86	3.90	3.24	2.68
市销率(P/S)	2.24	1.87	1.57	1.31	1.09
EV/EBITDA	0.00	0.00	11.31	8.72	6.63

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2021 年 08 月 17 日

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	54.36 元
目标价格	66.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	276.18
流通 A 股股本(百万股)	65.49
A 股总市值(百万元)	15,013.14
流通 A 股市值(百万元)	3,560.07
每股净资产(元)	14.01
资产负债率(%)	54.29
一年内最高/最低(元)	56.88/31.38

作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 国内制剂出口龙头企业.....	5
1.1. 业务布局全球的国内制剂出口龙头	5
1.2. 多维度拆分公司业务结构	8
2. 全球农药营销网络，公司定位领先农药产品服务商	11
2.1. 全球农药市场规模逐步扩张，我国农药行业向集约化方向发展	11
2.2. 公司商业模式：以出口农药制剂为主导的农药领域服务提供商	12
2.3. 积极扩展境外自主登记模式，快速切入海外农药市场	15
公司拥有逾 3000 张全球农药登记证	15
海外农药登记难度大、壁垒高	18
3. 募投项目优化产品结构，做大做强主业	21
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司主营业务及所处产业链位置	5
图 2：公司大事记	5
图 3：2019 年全球农化企业农药销售二十强（2019 年销售额（百万美元））	6
图 4：公司股权架构图	7
图 5：公司全球市场销售分布	7
图 6：2014-2020 年公司营收、归母净利润及增速	8
图 7：2014-2020 年销售毛利率、销售净利率（单位：%）	8
图 8：2013-2020 年公司费用率	8
图 9：2014-2020 年 ROE、ROIC（单位：%）	8
图 10：2017-2020 年公司原药和制剂产量	8
图 11：境外自主登记模式下实现收入前 20 位农药产品收入占比	8
图 12：2014-2020 年公司营收来源分布情况（单位：亿元）	9
图 13：2020 年公司营收来源（分国家）	9
图 14：公司自产/贸易业务占比	9
图 15：公司自产/贸易业务毛利率情况	9
图 16：2020 年公司各产品自产/贸易业务占比	9
图 17：公司销售收入（按业务类型）	10
图 18：公司收入增量来源（按产品、业务）	10
图 19：公司分业务（按产品类型）营收增长情况	10
图 20：2020 年公司分业务（按产品类型）收入占比情况	10
图 21：公司分业务（按产品类型）毛利增长情况	10
图 22：2020 年公司分业务（按产品类型）毛利占比情况	10
图 23：公司自产除草剂细分品种拆分（量）	11

图 24：公司自产除草剂细分品种拆分（模拟收入）	11
图 25：1961-2018 年世界人均耕地公顷数	11
图 26：2015-2025E 年全球农药市场规模（单位：亿美元）	11
图 27：2020 年全球作物农药种类市场份额占比情况	11
图 28：2020 年全球按地区分作物农药市场份额占比情况	11
图 29：2000-2020 年我国化学农药产量及增速	12
图 30：2000-2020 年我国主要农药产品出口情况	12
图 31：2011-2019 年我国农药企业数量变化情况	12
图 32：2017-2019 年我国农药行业企业合并重组情况	12
图 33：公司农药产品面向全球市场销售（2020 年）	13
图 34：2014-2020 年公司销售区域分布情况	13
图 35：2017-2020 主要销售国家销售情况（单位：亿元）	13
图 36：公司两种客户类型销售规模及增速	14
图 37：公司两种客户类型销售占比	14
图 38：2017-2020 年公司直销、经销模式销售收入及毛利率水平	14
图 39：2017-2020 年公司直销、经销模式收入占比	14
图 40：公司 2020 年前十大客户销售占比	15
图 41：公司传统出口模式和境外自主登记模式的营收	16
图 42：公司传统出口模式和境外自主登记模式的毛利率	16
图 43：公司现有登记证-按登记类型	16
图 44：公司现有登记证-按农药类型	16
图 45：公司境外农药产品登记证分布情况	17
图 46：公司主要国家登记证收入及新增登记证收入占比	17
图 47：公司主要国家登记证毛利及新增登记证毛利占比	17
图 48：2020 年公司自主登记模式营收增量来源主要国家新增登记	18
图 49：2020 年公司自主登记模式毛利增量来源主要国家新增登记	18
图 50：2017-2020 年公司不同时段获登记证贡献营收占比情况	18
图 51：公司农药产品境外登记一般流程	19
图 52：公司原药登记证投入资金成本分布（单位：个）	20
图 53：公司制剂登记证投入资金成本分布（单位：个）	20
表 1：2020 年中国农药出口企业 TOP20	6
表 2：公司生产基地及子公司情况	7
表 3：公司客户类型	14
表 4：公司直销、经销模式对比	14
表 5：农药产品传统出口模式与境外自主登记模式对比	15
表 6：境外农药登记制度	19
表 7：巴西农药登记成本	19
表 8：公司未来三年农药境外产品登记数量及所需资金（万美元）	20
表 9：公司募投项目	21

表 10：盈利预测核心假设21

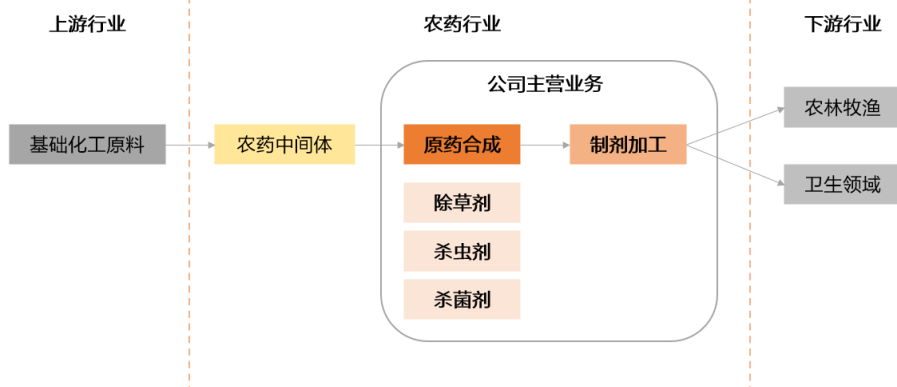
表 11：可比公司估值.....22

1. 国内制剂出口龙头企业

1.1. 业务布局全球的国内制剂出口龙头

山东潍坊润丰化工股份有限公司（以下简称“润丰股份”或“公司”）于2005年6月在山东潍坊滨海高新区注册成立，主营农药原药与制剂的研发、生产和销售，具备除草剂、杀菌剂、杀虫剂等多种植保产品的原药合成及制剂加工能力。公司面向全球客户提供植保产品和服务，在山东济南和潍坊设有两大研发中心，在山东潍坊、山东青岛、宁夏平罗、阿根廷拥有4处制造基地，并设有51家境外下属公司。

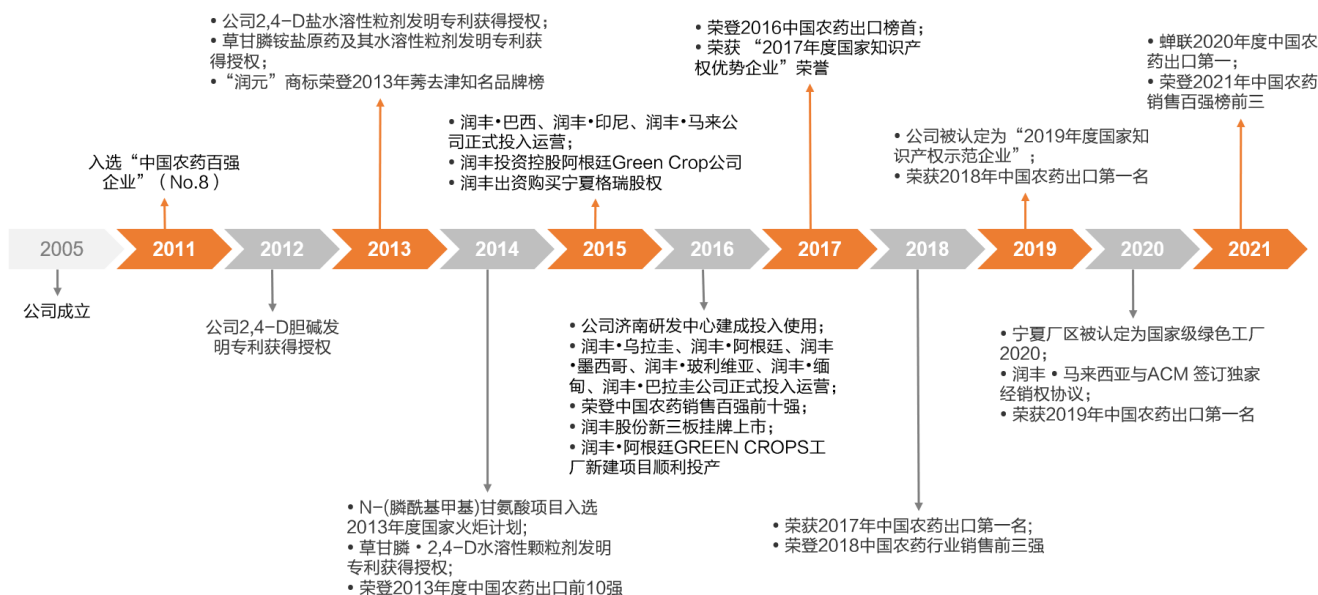
图1：公司主营业务及所处产业链位置



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2005年6月，山东润丰化工有限公司（以下简称“山东润丰”）与KONKIA共同发起设立山东潍坊润丰化工有限公司（以下简称“润丰有限”），注册资本241.648万美元。随后，润丰有限进行同一控制下企业合并，于2007年12月吸收合并山东润博化工有限公司（以下简称“山东润博”）。山东润博主营草甘膦的生产及销售，重组事项完成后，有助于公司整合生产基地资源，增强整体盈利能力。2013年4月，润丰有限整体变更为股份公司，注册资本1.8亿元。2016年，公司多家境外子公司投入运营，负责农药产品的销售业务。公司自成立以来主营业务没有发生重大变化。

图2：公司大事记



资料来源：公司官网、天风证券研究所

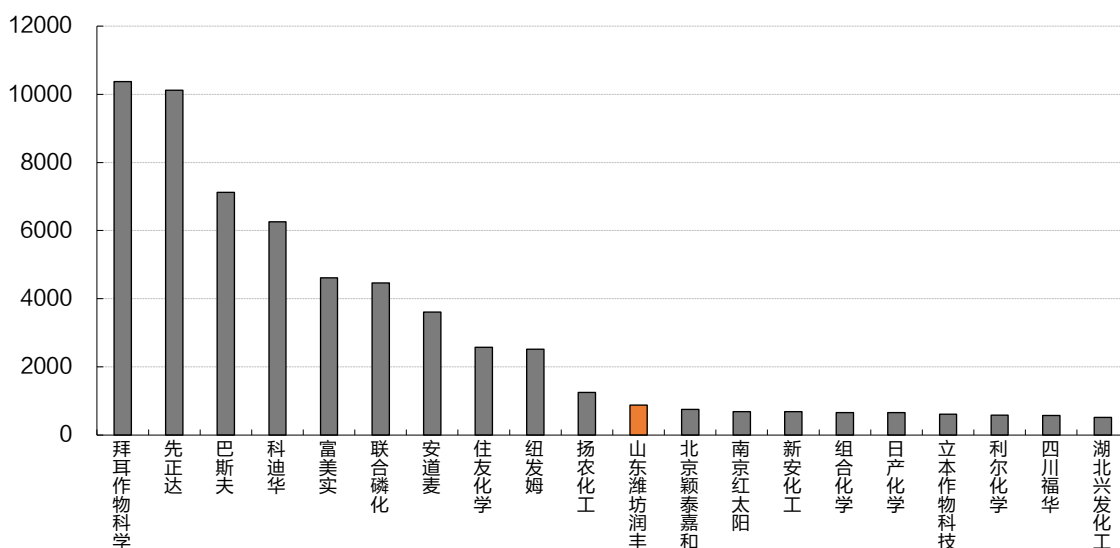
2016~2020 年，公司连续五年雄踞国内农药出口企业榜首，并在 2019 年全球农化企业农药销售二十强榜单中稳居第十一名。在 21 世纪初，我国凭借着强大的制造能力成为世界工厂，公司通过农药产品传统出口模式进行出口，获得了较为丰厚的收益，以农药原药制造商的身份快速成长。2008 年全球发生金融危机，同时国内农药原药产能过剩现象严重，行业内出现价格的恶性竞争，农药出口企业盈利空间逐渐缩小。公司迅速调整发展策略，借鉴跨国农药企业的成功经验，通过进行农药产品境外自主登记，成功实现了销售模式的优化和提升，目前已成为国内的农药制剂出口的龙头企业。

表 1：2020 年中国农药出口企业 TOP20

排名	企业名称	排名	企业名称
1	山东潍坊润丰化工股份有限公司	11	浙江中山化工集团股份有限公司
2	江苏扬农化工股份有限公司	12	宁波捷力克化工有限公司
3	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	13	泰达集团
4	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	14	山东滨农科技有限公司
5	浙江新安化工集团股份有限公司	15	利民控股集团股份有限公司
6	南通泰禾化工股份有限公司	16	江苏仁信化工有限公司
7	南通江山农药化工股份有限公司	17	永农生物科学有限公司
8	利尔化学股份有限公司	18	海利尔药业集团股份有限公司
9	合力科技股份有限公司	19	宁波三江益农化学有限公司
10	中国江苏国际经济技术合作集团公司海外进出口分公司	20	江苏省激素研究所股份有限公司

资料来源：AgroPages、天风证券研究所

图 3：2019 年全球农化企业农药销售二十强（2019 年销售额（百万美元））

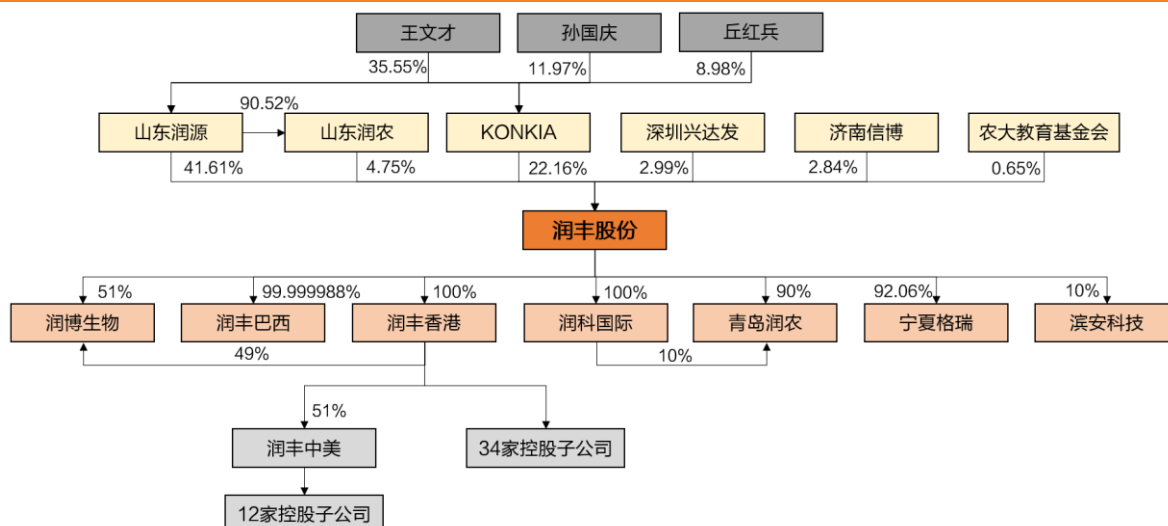


资料来源：AgroPages、天风证券研究所

公司实际控制人为主要创始人，公司股权结构稳定。公司实际控制人为王文才、孙国庆及丘红兵（均为公司的主要创办人）三人通过公司控股股东山东润源（直接持有公司 41.61% 的股权）、KONKIA 及山东润农合计实际持有公司总股本的 38.71%。

公司业务布局全球，子公司负责各区域农药产品的生产及销售。公司在山东潍坊、山东青岛、宁夏平罗及阿根廷拥有 4 处制造基地，各基地具备先进的生产装备和检测仪器，负责公司的全球农药产品生产及供应。同时，公司下属公司共有 58 家（包括境外子公司 51 家），其中一级子公司 6 家、二级及以下控股子公司 49 家。公司二级及以下控股子公司主营各地区的农药销售业务，主要分布在美洲区域（25 家）、亚洲区域（不包括中国，10 家）、非洲区域（12 家）和大洋洲及欧洲区域（各 1 家）。

图 4：公司股权架构图



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

表 2：公司生产基地及子公司情况

制造基地	对应子公司	成立日期	占地面积（公顷）	生产产品类型	2020 年总资产 （亿元）	2020 年净利润 （万元）
潍坊润丰	山东潍坊润丰化工股份有限公司	2005.06	41.8	原药、制剂	55.42	26899
青岛润农	青岛润农化工有限公司	2013.07	16.87	制剂	11.42	9008
宁夏格瑞	宁夏格瑞精细化工有限公司	2015.05	31.33	原药	6.22	227
阿根廷润丰	阿根廷格林公司	2010.03	-	制剂	0.17	-375

资料来源：公司招股说明书、公司官网、天风证券研究所

公司凭借雄厚的技术实力，构建全球农药营销网络。公司全球农药市场营销网络以“团队+平台+创新”为基础要素，农药产品传统出口模式与农药产品境外自主登记模式相结合，以“快速市场进入”为特点，为全球客户提供及时、灵活和全面的植保产品与服务。公司农药产品销售分布全球，销售市场区域有南美洲、亚洲、北美洲、非洲、大洋洲和欧洲，包括 72 个国家和地区。根据公司的未来发展计划，公司仍将通过实施农药产品境外登记项目加快在巴西、阿根廷等主要市场的农药产品自主登记工作，增加境外农药产品自主登记数量，提升核心竞争力。

图 5：公司全球市场销售分布

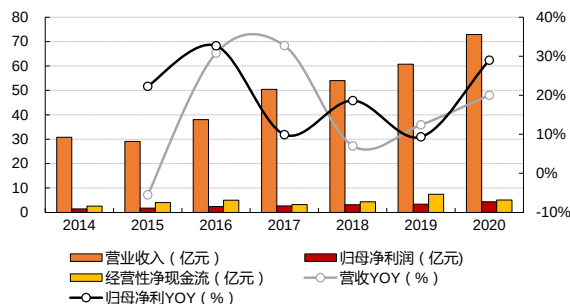


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.2. 多维度拆分公司业务结构

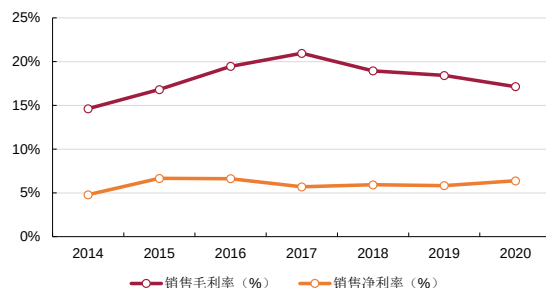
销售规模稳步增长，利润水平较为稳定。整体来看，2014~2020 年，公司营业收入从 30.77 亿元增长至 72.90 亿元，归属于母公司净利润从 1.47 亿元增长至 4.38 亿元，年均复合增长率分别为 15.46%和 19.96%。公司毛利率基本维持在 18%~20%左右，净利润维持在 5~6%。公司自 2018 年以来销售毛利率水平有所下降，主要由于 2018 年农药行业受到环境监管趋严的影响，公司生产所需原药如草甘膦、莠去津等市场价格较高，提高了公司的生产成本；同时为提高市场份额，公司在 2019 年对客户进行适当让利，对销售毛利率有负面影响。

图 6：2014-2020 年公司营收、归母净利润及增速



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

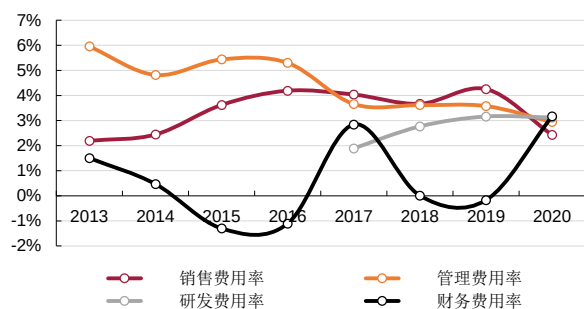
图 7：2014-2020 年销售毛利率、销售净利率（单位：%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

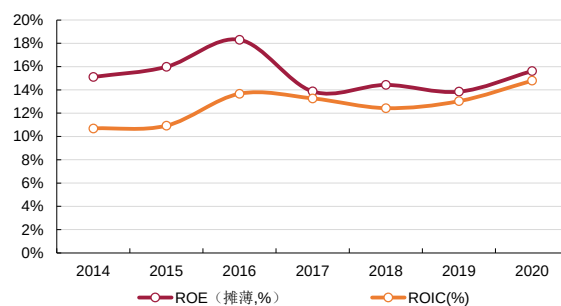
公司成本控制能力强，投资回报率稳步上行。2016 年以来，公司销售费用率与管理费用率合计整体呈下降趋势，而研发费用稳步提升；财务费用率主要受到境外业务的汇兑损益的影响，波动较为明显。公司资本投资回报率呈稳中上升态势，2014 年 ROE、ROIC 分别 15.11%和 10.69%，2020 年二者分别 15.62%和 14.79%。

图 8：2013-2020 年公司费用率



资料来源：公司招股书、天风证券研究所；注：16 年前管理费用包含研发

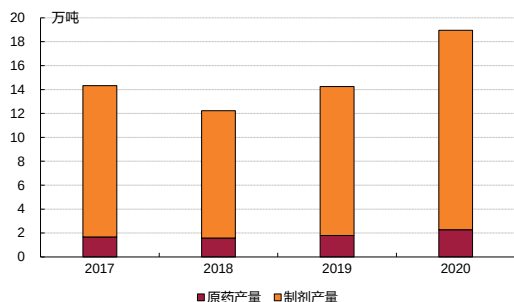
图 9：2014-2020 年 ROE、ROIC（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

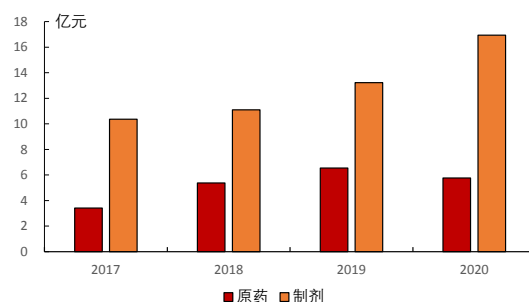
公司为农药制剂出口型企业。公司产品包括制剂和原药，其中制剂营收占比超过 70%，从产量上则超过 85%（2017~2020 年，公司农药原药产量分别 1.67/1.58/1.79/2.27 万吨，农药制剂产量分别 12.66/10.64/12.47/16.69 万吨）。与之相对应的，2017~2020 年公司实现销售收入较高的前 20 项农药产品登记证中制剂产品登记证实现的销售收入占比较高。公司营收主要来源于海外市场销售，2018~2020 年，公司境外市场销售收入分别 52.38 亿元、56.40 亿元和 71.68 亿元，占总营业收入比例 97.16%、93.22%和 99.05%。

图 10：2017-2020 年公司原药和制剂产量



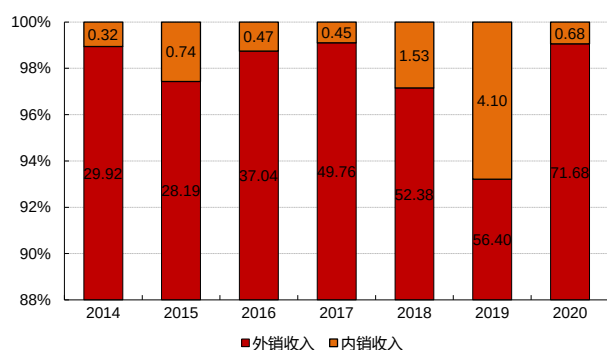
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 11：境外自主登记模式下实现收入前 20 位农药产品收入占比



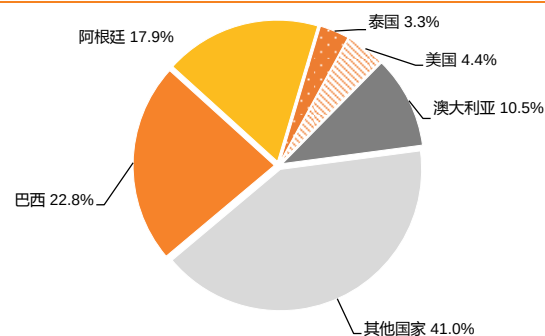
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 12：2014-2020 年公司营收来源分布情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

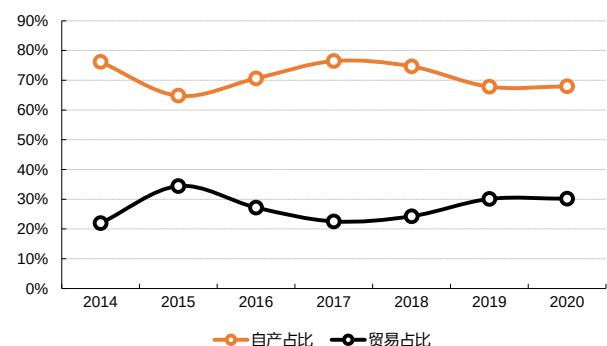
图 13：2020 年公司营收来源（分国家）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

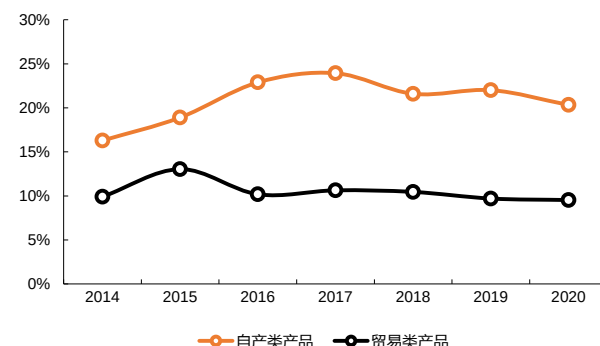
公司自产产品为主，兼有贸易业务。按照公司业务类型，可分为自产产品、贸易产品，自产类为公司利用自身或外购原药，加工成制剂产品出售，销售的自产类产品大部分依赖公司相关核心技术，产品技术附加值高。公司自产类除草剂以制剂为主，贸易类除草剂以原药为主，产品包括草甘膦、莠去津、2,4-D 和百草枯系列产品；自产类杀虫剂主要有噻虫嗪和吡虫啉系列产品；自产类杀菌剂主要有嘧菌酯和百菌清系列产品。贸易类产品为公司根据需要，采购原药或制剂后直接进行销售，该种业务的产品平均售价和毛利率水平均低于自产类产品，且主要分布在农药产品传统出口模式。公司自产产品销售比例约 70%，按不同类型产品划分，2020 年公司除草剂、杀虫剂、杀菌剂中自产比例分别为 72%、58%、55%。2016 年起，公司营业收入逐年均有较快增长，分结构看，主要来自除草剂自产业务。

图 14：公司自产/贸易业务占比



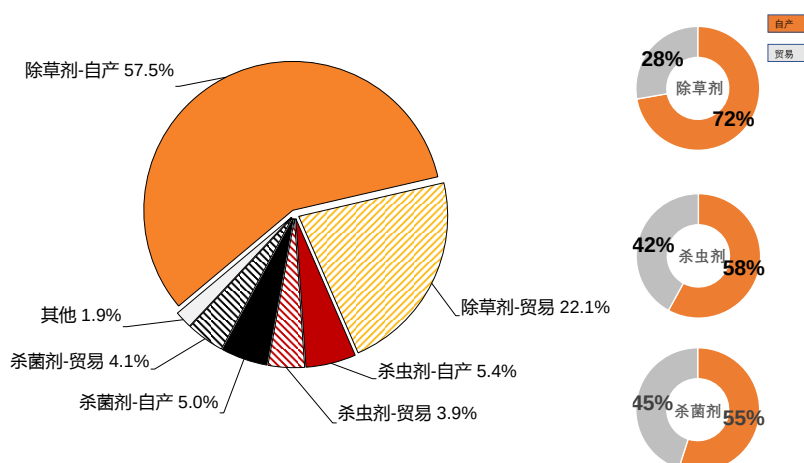
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 15：公司自产/贸易业务毛利率情况



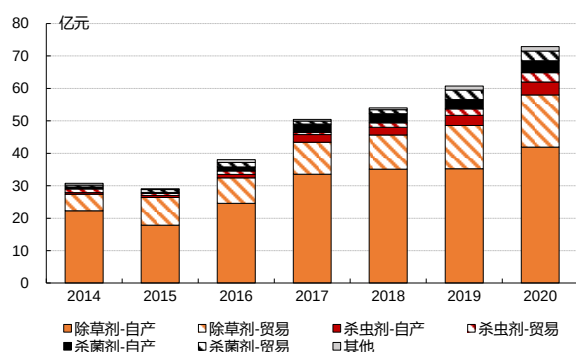
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 16：2020 年公司各产品自产/贸易业务占比



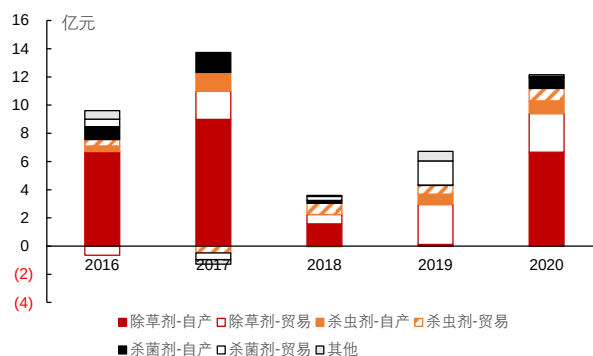
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 17：公司销售收入（按业务类型）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 18：公司收入增量来源（按产品、业务）

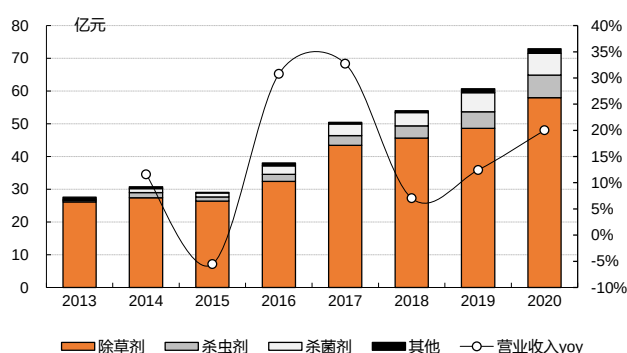


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

除草剂是公司营收和利润的主要来源。按产品类型，2020 年公司营业收入 72.90 亿元，其中除草剂 58.01 亿元（包括草甘膦、2,4-D、莠去津、百草枯等）、杀虫剂 6.84 亿元和杀菌剂 6.66 亿元，占比分别 79.57%、9.38%和 9.14%；公司实现毛利 12.50 亿元，其中除草剂 9.16 亿元、杀虫剂 1.68 亿元和杀菌剂 1.26 亿元，占比分别 73.28%、13.44%和 10.08%。

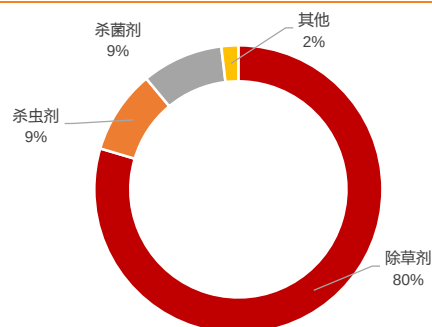
2014~2020 年，除草剂为公司贡献营收和毛利均达到 70%以上，是收入和利润的最主要来源。自产类产品中，除草剂主要包括草甘膦、莠去津、2,4-D、莠灭净等，杀虫剂主要包括毒死蜱、吡虫啉、噻虫嗪等，杀菌剂主要包括啞菌酯、百菌清、多菌灵、氟环唑、克菌丹等。

图 19：公司分业务（按产品类型）营收增长情况



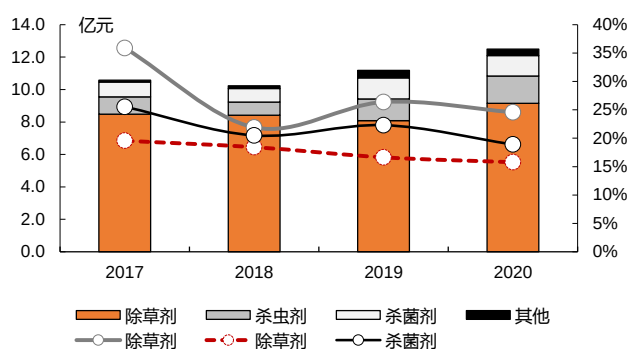
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 20：2020 年公司分业务（按产品类型）收入占比情况



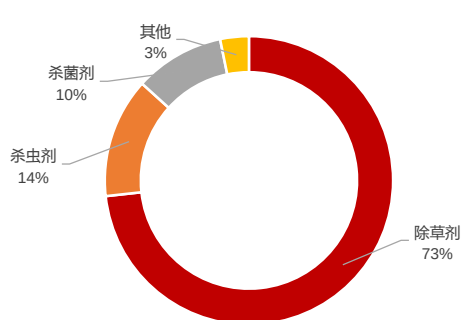
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 21：公司分业务（按产品类型）毛利增长情况



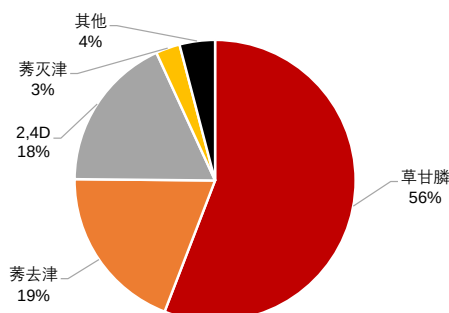
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 22：2020 年公司分业务（按产品类型）毛利占比情况



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

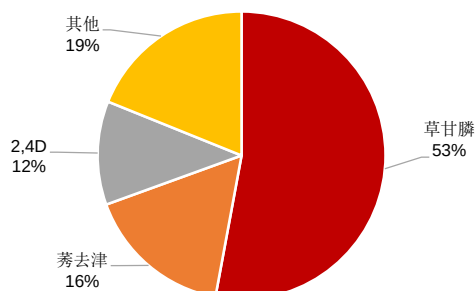
图 23：公司自产除草剂细分品种拆分（量）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

注：2020 年数据，按照原品种的产量+外购量/自产除草剂产量

图 24：公司自产除草剂细分品种拆分（模拟收入）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

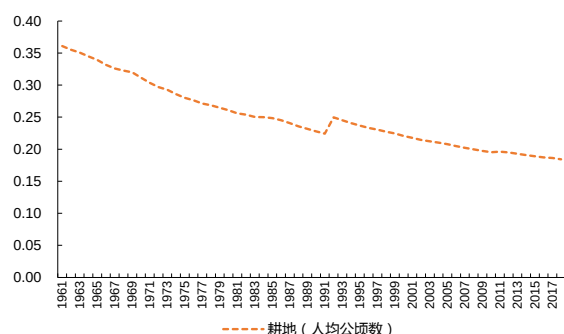
注：2020 年数据，总收入=自产除草剂业务收入，细分产品模拟收入=原料量（产量+外购量）*销售均价

2. 全球农药营销网络，公司定位领先农药产品服务商

2.1. 全球农药市场规模逐步扩张，我国农药行业向集约化方向发展

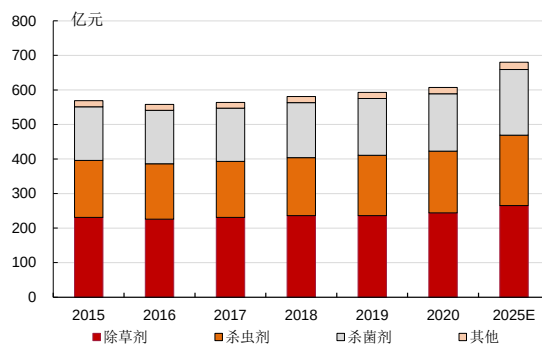
全球农药行业发展成熟，销售规模持续增长。农药在确保农作物稳产、丰收、保证全球粮食供应中发挥了重要作用，在全球人口数量增长，而世界可用耕地面积增长空间有限的背景下，1961 年至 2018 年，全球人均耕地面积从 0.361 公顷下降至 0.184 公顷，从而带来对农药的刚性需求，2020 年全球农药销售额为 608 亿美元。

图 25：1961-2018 年世界人均耕地公顷数



资料来源：世界银行、天风证券研究所

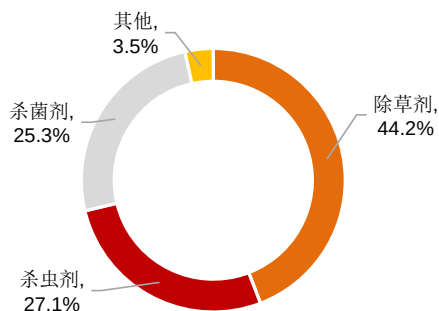
图 26：2015-2025E 年全球农药市场规模（单位：亿美元）



资料来源：先正达公司招股说明书、天风证券研究所

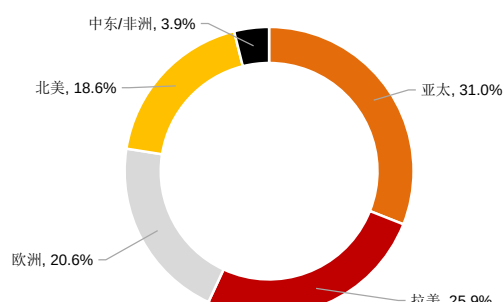
全球农药市场中，除草剂占据主要市场份额。据 Phillips McDougall 统计，2020 年，全球除草剂、杀虫剂和杀菌剂销售额分别为 274.07 亿美元、168.04 亿美元和 156.81 亿美元，占比分别 44.2%、27.1%和 25.3%。从分布区域来看，亚洲、拉丁美洲为主要的消费市场，2020 年消费额分别为亚太 192.41 亿美元（占比 31%）、拉美 160.58 亿美元（占比 25.9%）、欧洲 127.78 亿美元、北美洲 115.26 亿美元以及中东和非洲地区 24.33 亿美元。

图 27：2020 年全球作物农药种类市场份额占比情况



资料来源：农药资讯网、Phillips McDougall、天风证券研究所

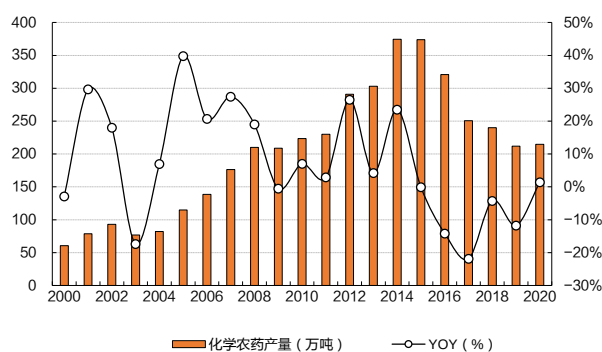
图 28：2020 年全球按地区分作物农药市场份额占比情况



资料来源：农药资讯网、Phillips McDougall、天风证券研究所

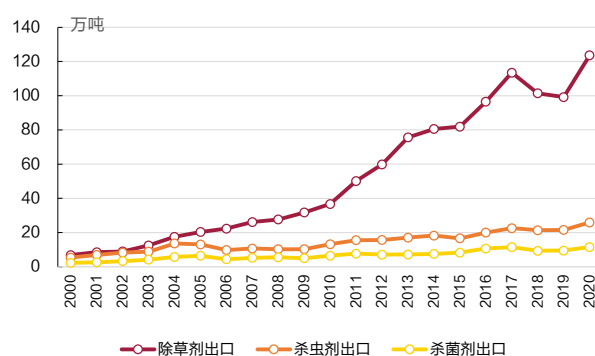
我国已发展成为全球最大的农药生产和出口国。我国拥有涵盖从科研开发、原药生产、制剂加工、原材料、中间体配套、毒性测定、残留分析、安全评价及推广应用等在内的较为完整的农药工业体系。2000 年我国化学农药产量为 60.7 万吨,2015 年产量达到峰值为 374 万吨。此后,随着国内对农药的环保要求趋严,中小农药企业产能逐渐退出,自 2016 年起,我国农药产量逐渐下降,2020 年为 214.8 万吨。随着全球农药市场生产的专业化分工不断深化,目前,全球约有 70% 的农药原药在我国生产,我国农药产品出口至 180 多个国家和地区。其中,我国除草剂为主要出口产品,且出口规模不断增长,2000~2020 年,我国除草剂出口数量从 6.83 万吨增长至 123.61 万吨。

图 29: 2000-2020 年我国化学农药产量及增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

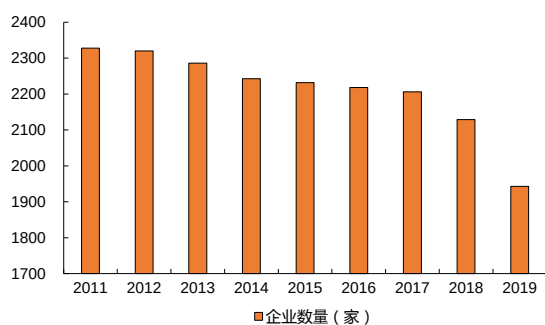
图 30: 2000-2020 年我国主要农药产品出口情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

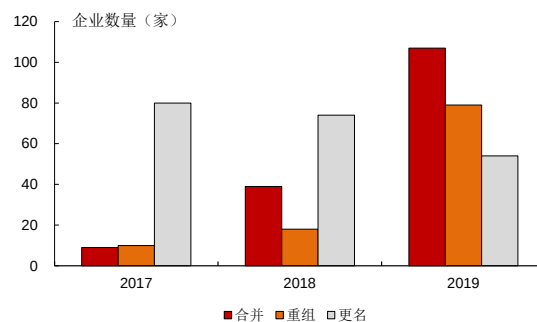
未来我国农药市场将向着集约化、规模化方向不断发展。我国农药生产企业数目众多,规模普遍较小,产业集中度低、低水平落后产能过剩。随着产业的竞争加剧、资源和环境约束的强化以及相关产业政策的引导,我国农药行业整合加速,朝着集约化、规模化方向发展。我国农药企业数量从 2011 年 2328 家减少至 2019 年 1943 家,同时行业内兼并收购的案例数量呈增长趋势:2017 年,国内农药企业发生企业合并 9 例,到 2019 年数量已增加至 107 例。

图 31: 2011-2019 年我国农药企业数量变化情况



资料来源: 农药资讯网、天风证券研究所

图 32: 2017-2019 年我国农药行业企业合并重组情况

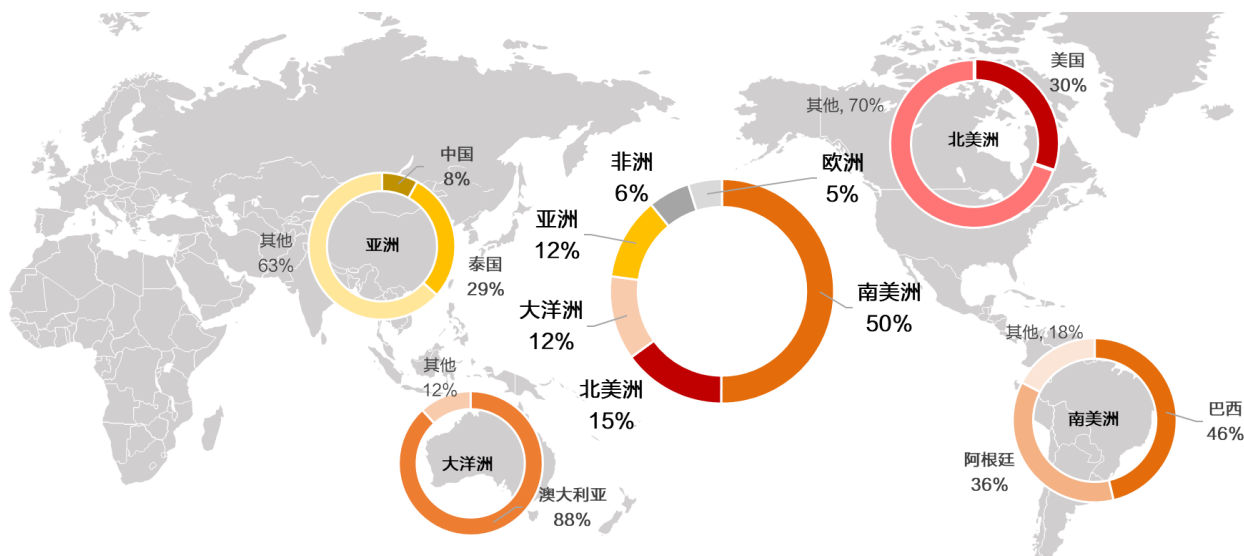


资料来源: 农药资讯网、天风证券研究所

2.2. 公司商业模式：以出口农药制剂为主导的农药领域服务提供商

农药产品面向全球市场进行销售。2020 年,公司在全球各区域销售收入分别为:南美洲 35.93 亿元、北美洲 10.68 亿元、大洋洲 8.70 亿元、亚洲 8.55 亿元、非洲 4.33 亿元以及欧洲 3.49 亿元。其中,南美洲为公司最主要销售区域,2018~2020 年,该地区贡献营收分别为 27.65 亿元、31.45 亿元和 35.93 亿元,销售占比分别为 51.29%、51.98%和 49.65%。

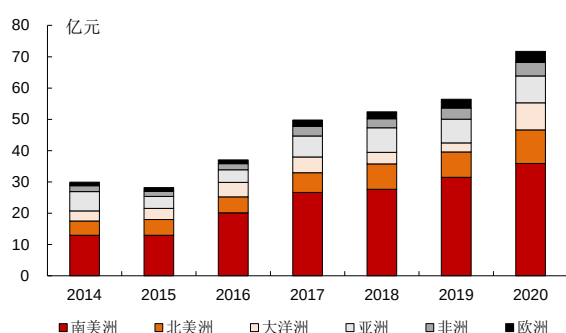
图 33：公司农药产品面向全球市场销售（2020 年）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

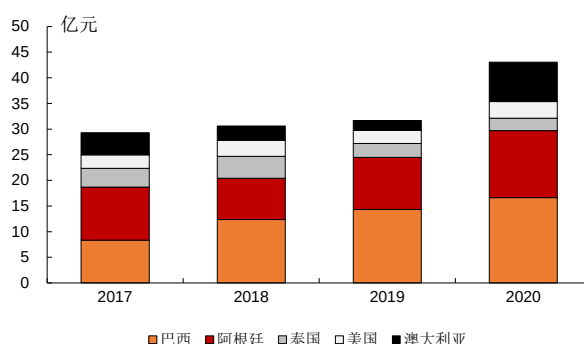
分国家来看，公司销售收入主要来自巴西、阿根廷、泰国、美国、澳大利亚五国，2020 年合计收入占比达 59%。公司在南美洲主要销售国家为巴西和阿根廷，2020 年公司在两国销售额分别 16.64 亿元、13.04 亿元，在南美洲销售占比分别 46%和 36%。巴西农药市场占据全球农药市场的 20%，且进口农药约占巴西农业总用量的 80%，同时，阿根廷农药进口需求量较大。公司近年来积极开拓两国市场，2017~2020 年，两地区贡献营收规模呈上升趋势。公司在大洋洲最主要销售国家为澳大利亚，2020 年出口至该国农药产品的销售收入为 7.68 亿元，在大洋洲销售占比达 88%。2017~2020 年，该区域销售收入贡献涨幅明显，主要由于 2018 至 2019 年澳大利亚经历罕见极端干旱天气，2020 年以来天气情况好转，农药需求量上涨。公司在北美洲主要销售国家为美国，在亚洲区域主要为泰国。2020 年，两国销售收入分别 3.23 亿元和 2.44 亿元，占各洲比例 30%和 29%。相比于公司在巴西和阿根廷的农药产品销售收入规模，在美国销售收入额较小的原因主要为美国农药登记门槛较高，公司主要通过农药产品传统出口模式进行销售，产品毛利水平相对较低。

图 34：2014-2020 年公司销售区域分布情况



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 35：2017-2020 主要销售国家销售情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司以生产型客户为主，供货国际知名跨国农化企业。根据客户的主营业务类型，公司的客户类型可以分为生产型客户及贸易型客户两类。生产型客户拥有生产基地，具备完整的采购、生产、销售业务体系，能够自行采购原材料生产自有品牌产品，并通过其营销网络进行销售。贸易型客户是以农化产品贸易为主要业务的客户，其自身不具备产品生产能力。

公司生产型客户主要有 Albaugh LLC、NUFARM、ADAMA、DUPONT、FMC、拜耳、先正达等国际知名跨国农化企业以及在相关国家或区域市场处于领先地位的综合型农化企业；贸易型客户包括销售地国家的农化产品进口商以及经销商，如 Techno Farm Crop、北京凯祥恒业贸易有限公司、Titan AG Pty Ltd.等。

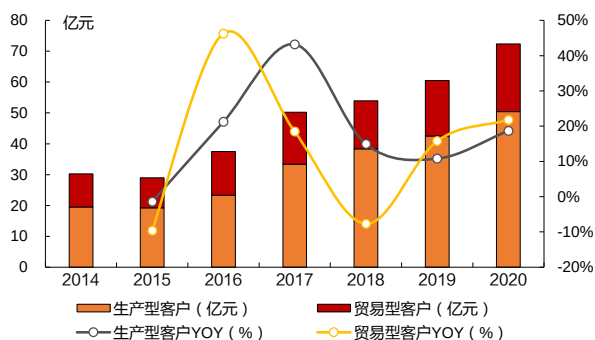
表 3：公司客户类型

客户类型	业务特点	公司主要客户	经营模式
生产型客户	同时具备生产能力、自有品牌及销售渠道三大要素的客户	阿宝、纽发姆、安道麦、杜邦、富美实、拜耳、先正达、LOS GROBO 集团、Villa Crop.、Joint Stock Company AUGUST Inc.、Tecnomyl、Drexel Chemical Company、Sifatec.	直销
贸易型客户	自身不具备产品生产能力，以农化产品贸易为主要业务的客户	Techno Farm Crop.、北京凯祥恒业贸易有限公司、Titan AG Pty Ltd.	直销+经销

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

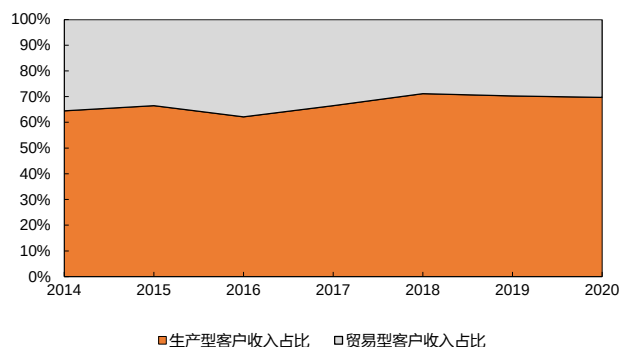
2020 年，公司生产型客户销售收入为 50.45 亿元，贸易型客户销售收入为 21.91 亿元，占比分别为 69.21%、30.06%。2020 年，公司前十大客户销售额为 30.04 亿元，占营收比例为 41.24%。公司凭借在阿根廷拥有的农药产品登记优势，与 ATANOR S.C.A 建立了稳定的合作关系，2020 年公司与该客户及相关子公司的销售金额共计 7.70 亿元，占营收比例为 10.57%，为公司最主要合作客户。公司 2019 年开始与先正达巴西子公司开展草甘膦颗粒剂的合作，获得良好的市场反应，2020 年公司与该子公司展开进一步的合作，销售业务规模快速增长，销售金额为 6.52 亿元，占营收比例为 8.94%，为公司第二大合作客户。

图 36：公司两种客户类型销售规模及增速



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 37：公司两种客户类型销售占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

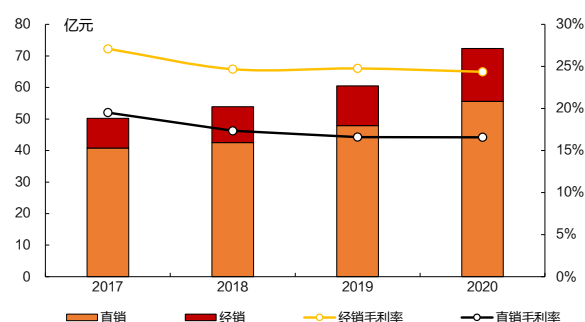
直销为主，经销为辅。对于生产型和贸易型客户公司均有直销模式，而经销模式仅针对贸易型客户。2014~2020 年，公司直销模式收入规模高于经销模式，占销售收入比例超过 70%。公司经销模式毛利率均高于直销模式毛利率，主要为经销模式销售的产品为可直接用于终端市场销售，且附加值较高的公司自有品牌小包装制剂产品，公司具有较强的议价能力，故利润率水平较高。

表 4：公司直销、经销模式对比

模式	描述	产品类型	客户类型
直销	根据客户要求生产的贴牌或者大包装制剂产品(采购后委托其他企业进行分装及贴牌)	公司自产产品、贸易产品	生产型客户、贸易型客户
经销	直接在市场上销售的润丰的自有品牌制剂产品	公司自产产品	贸易型客户

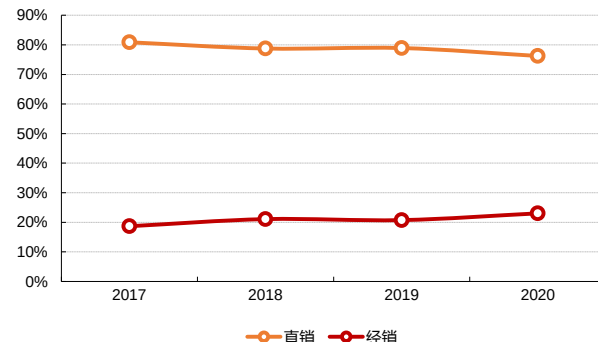
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 38：2017-2020 年公司直销、经销模式销售收入及毛利率水平



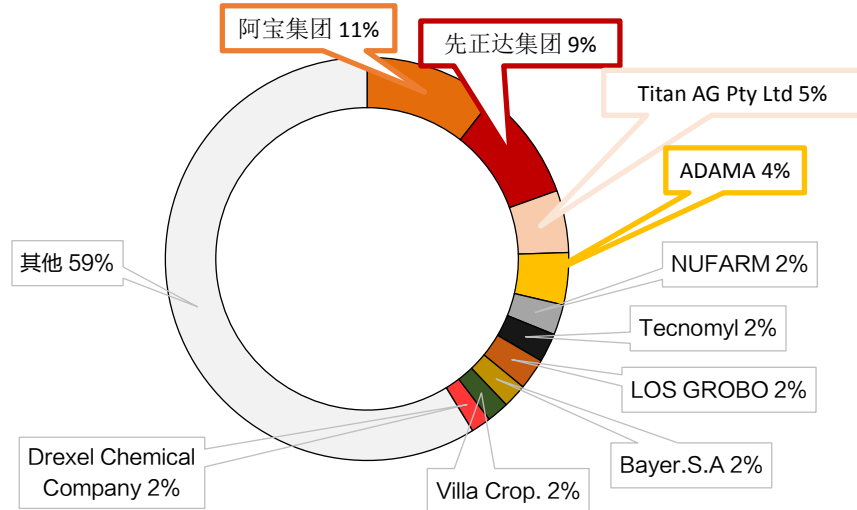
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 39：2017-2020 年公司直销、经销模式收入占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 40：公司 2020 年前十大客户销售占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.3. 积极扩展境外自主登记模式，快速切入海外农药市场

公司拥有逾 3000 张全球农药登记证

公司能够实现在农药出口行业内出色的业绩，归功于多年来在境外农药产品自主登记模式的积极开拓和大力投入。目前，公司已在该业务领域构筑起三大专业壁垒：**资本、时间、平台效应**。未来公司有望继续依托自主登记模式实现业务规模的进一步扩张，维护核心竞争力水平，提升市场地位。

表 5：农药产品传统出口模式与境外自主登记模式对比

销售模式	主要内容	特点
农药产品传统出口模式	国内农药厂商在出口国未取得原药或制剂等农药产品的登记证，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	国内绝大部分农药出口企业采用该种销售模式，市场竞争激烈，出口企业在该类业务中处于相对被动地位（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）
农药产品境外自主登记模式	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，其客户通常不具有该产品的登记证，需要依靠国内农药厂商具有的农药产品登记证进入市场	国内农药厂商处于相对主动地位，更有利于国外市场的开拓，且对市场具有一定的掌控力

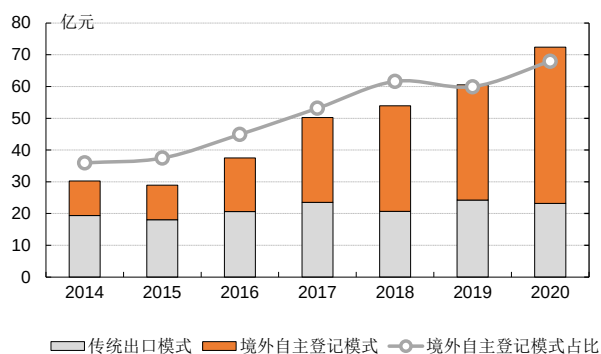
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

目前我国绝大多数农药出口企业采用农药产品传统出口模式，在该种模式下，出口企业未能取得销售地的相关原药及制剂产品的登记证，只能依靠当地的农药销售企业。2008 年，公司成功优化升级发展路线，结合全球农药市场的变化和需求，制定了农药产品境外自主登记模式。公司面向国际市场进行销售，出口的国家主要包括阿根廷、巴西、澳大利亚、美国、泰国等。

公司采用农药产品传统出口模式与境外自主登记模式相结合，推动公司产品盈利能力不断提高。2014~2020 年，公司农药产品境外自主登记模式实现的收入规模呈逐年递增趋势，2014 年营收占比为 35.98%，到 2020 年达 67.91%，比例不断提高，公司收入的增量也源于境外自主登记模式。

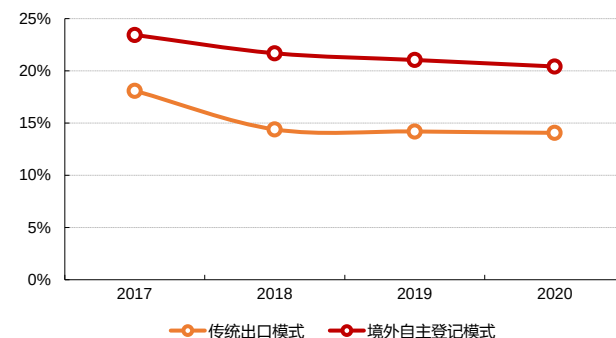
公司农药产品境外自主登记模式的毛利率水平普遍高于传统出口模式，主要是由于公司境外自主登记的农药产品数量持续增加，同时产品结构不断优化，公司能够及时把握市场中同类产品登记较少且具有较强市场竞争力的高毛利率产品，在海外市场中的议价能力和盈利水平不断提高。

图 41：公司传统出口模式和境外自主登记模式的营收



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 42：公司传统出口模式和境外自主登记模式的毛利率



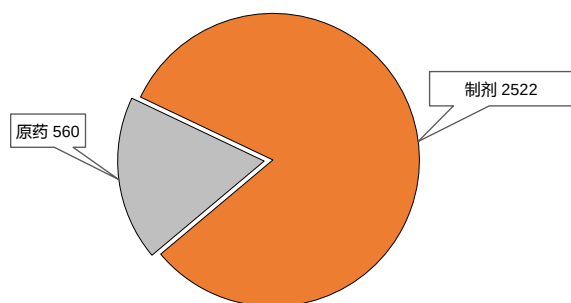
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

截至 2020 年年底，公司拥有 3082 项境外农药产品自主登记证书，其中 2925 项系公司自身登记获得（其他登记证系公司收购澳格公司、阿根廷格林公司、润丰泰国时取得），对应登记费投入超过 3000 万美元。

按登记类型看，原药登记证 560 项、制剂登记证 2522 项。在各销售区域中，除草剂登记证占据最大份额。以南美洲为例，公司在巴西、阿根廷等主要市场陆续获得了草甘膦水分散粒剂、百草枯水剂等重要农药产品登记，该类产品在当地市场具有较大的市场需求，且在当地市场持有同类产品登记证的竞争者少，显著提升了公司在当地市场的竞争力。

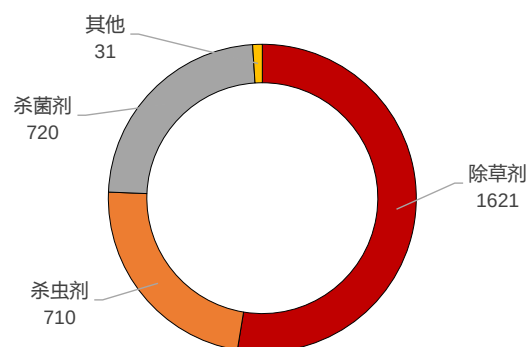
从登记证数量区域分布看，美洲区域 1987 项、亚洲区域 417 项、大洋洲区域 406 项、非洲区域 272 项。公司在美洲区域登记证集中在巴拿马、洪都拉斯、阿根廷等 17 个国家；在大洋洲区域为澳大利亚和新西兰，登记证数量分别占 73%和 27%；亚洲区域主要有印尼、马来西亚、缅甸和泰国等 8 个国家；非洲区域集中在加纳、南非、莫桑比克等 6 国。

图 43：公司现有登记证-按登记类型



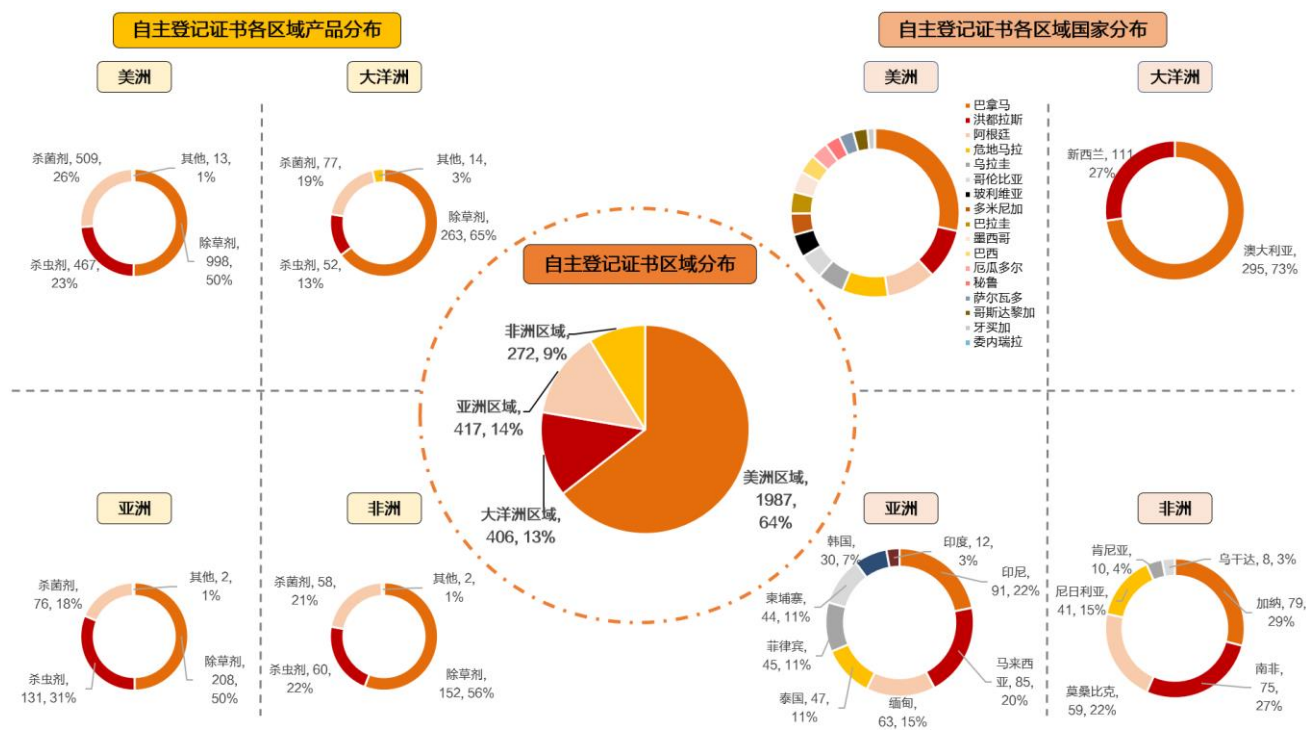
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所；注：截至 2020 年底

图 44：公司现有登记证-按农药类型



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所；注：截至 2020 年底

图 45：公司境外农药产品登记证分布情况



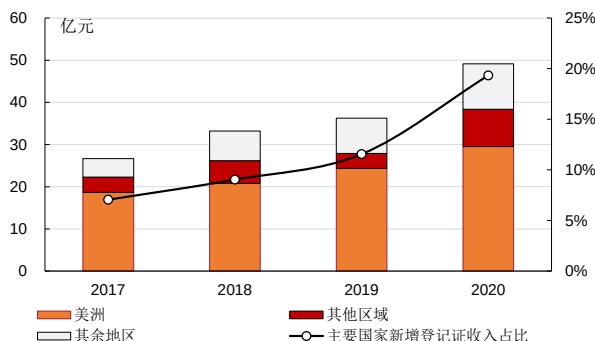
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

从农药登记产品的地区贡献的收入来看，巴西、阿根廷、墨西哥、泰国、澳大利亚、加纳、玻利维亚、巴拉圭、乌拉圭、哥伦比亚（以下简称“主要国家”）是农药产品自主登记模式销售收入的主要来源。

将主要国家根据地域分布，分为美洲区域（包括巴西、阿根廷、墨西哥、玻利维亚、巴拉圭、乌拉圭、哥伦比亚 7 个国家）和其他区域（包括泰国、澳大利亚、加纳 3 个国家）。2017~2020 年，主要国家通过农药产品自主登记模式实现的销售收入分别 22.30/26.18/27.91/38.37 亿元，占相应年度农药产品自主登记模式销售收入的比例分别为 83.57%、78.82%、76.96%和 78.09%。

同时，2017~2020 年，主要国家新增登记证收入对公司整体自主登记模式收入贡献比例逐年上升，2020 年占比达 19.33%。从毛利角度看，主要国家对自己登记模式毛利贡献与收入贡献水平相匹配，2020 年主要国家新增登记证毛利占当年自主登记模式毛利的 20.93%。

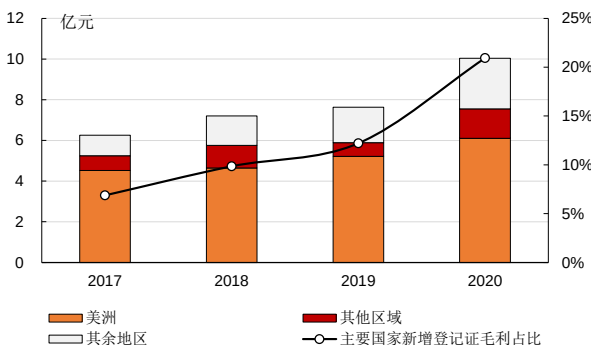
图 46：公司主要国家登记证收入及新增登记证收入占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

注：占比指新增登记证实现收入/自主登记模式实现收入

图 47：公司主要国家登记证毛利及新增登记证毛利占比

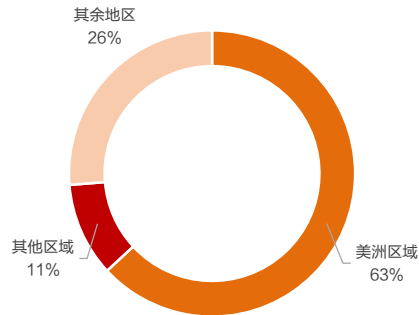


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

注：占比指新增登记证实现毛利/自主登记模式实现毛利

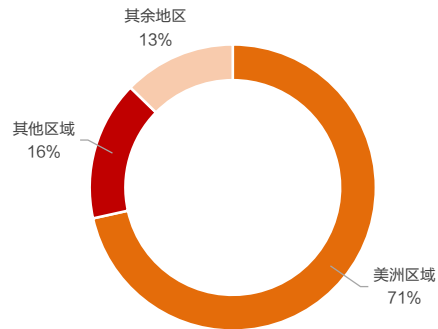
公司在主要国家的登记证收入和毛利为公司自主登记模式收入和利润的主要来源。2020 年，公司自主登记模式营收增量为 12.88 亿元，主要国家新增登记证收入为 9.50 亿元，来源于主要国家新增登记证收入比例为 74%；自主登记模式毛利新增 2.41 亿元，其中有 87% 来源于公司在主要国家的新增登记证毛利。

图 48：2020 年公司自主登记模式营收增量来源主要国家新增登记



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 49：2020 年公司自主登记模式毛利增量来源主要国家新增登记

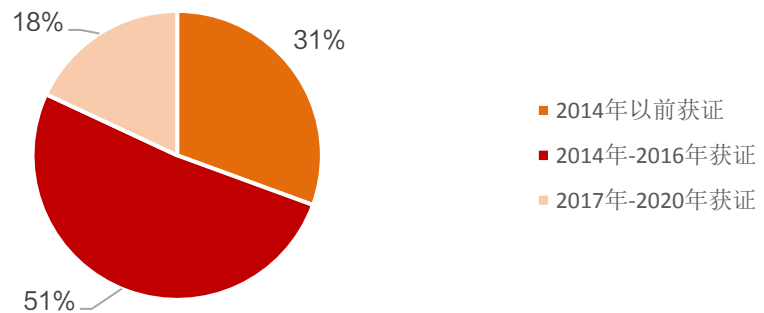


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

从公司登记证获取时间来看，2014~2016 年获得的登记证书贡献收入比例最高。2017 年~2020 年所获得的登记证实现的收入占比 18%，2014 年~2016 年所获得的登记证实现的收入占比 51%，2014 年以前所获得的登记证实现的收入占比 31%。

公司主要国家自主登记模式实现的销售收入主要来源于 2014 年~2016 年所获得的农药产品境外登记证，这主要由于 2014 年~2016 年为公司获证高峰期，共取得 1200 多项得境外农药产品登记证，且上述登记证已经过较长时间的市场推广。另外，公司来源于 2014 年以前所获得的登记证对公司主要国家自主登记模式收入贡献占比达 31%，说明经过较长时间的市场选择和竞争，该类“老证”仍有着较大的市场需求，对公司业绩持续发挥着重要作用。

图 50：2017-2020 年公司不同时段获登记证贡献营收占比情况



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

海外农药登记难度大、壁垒高

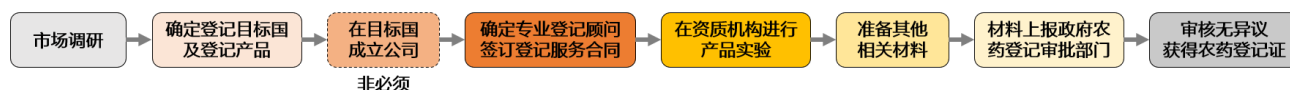
境外农药登记制度日趋严格，国内农药企业产品登记投入较大。世界各国对进口到国内的农药都指定有一套完整的农药登记管理制度，农药原药或制剂要在该国销售，必须符合该国对有效成分含量、毒理、环境影响等方面的要求，并取得主管部门颁发的农药登记证书。近年来，随着各国对环保意识的提高，部分国家农药登记制度日趋严格，为满足出口国的制度要求，国内不少农药企业的境外农药登记投入不断加大。

表 6：境外农药登记制度

国家	农药主管部门	农药登记制度
阿根廷	阿根廷动植物卫生检疫局 (SENASA)	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	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	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，提供的登记资料必须确保产品质量、人类和动物的健康和动物安全、药效、环境安全并不对国际贸易产生影响。只有在原药登记后才能进行相关制剂产品的登记。
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)	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 (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，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。另外，要求登记申请人提供其所申请登记的产品的货原国登记证明、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)。

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 51：公司农药产品境外登记一般流程



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

以巴西农药登记为例，境外企业在该国原药登记费用约为 63.4 万美元，农药制剂登记费用约为 7.72 万美元，包括试验费用、登记申请及评审费用等；登记维持费用约为 1900-4300 美元/年。

表 7：巴西农药登记成本

	申请费用 (万美元)			实验费用 (万美元)		合计 (万美元)	登记周期 (月)	登记维持费用 (美元/年)
	农业部	卫生部	环保部	毒性、理化性质分析	环境毒性代谢等资料补充			
原药登记费用	0	0.1	1.32	8	54	63.42	24-36	1900-4300
制剂登记费用	0	0.1	0.02	2.6	5	7.72	24-36	1900-4300

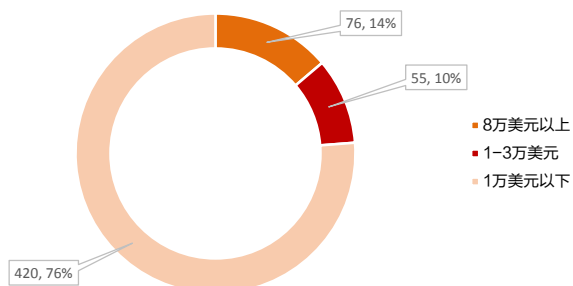
资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

农药作为一类特殊化学品，各国均实行严格的市场准入及农药登记管理制度，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、环境影响等的要求，并取得主管部门颁发的农药登记证书。随着全球范围内环保意识的增强，部分国家、地区对农药登记提出了越来越严格的要求，在部分国家进行农药产品登记的难度与投入日益增加。

第一，资本壁垒。境外农药产品登记费用一般由资料费、咨询费及政府费等组成，其中资料费为登记费用主要支出项目 (占比达 80% 左右)，通常由具有相应资质的 GLP 实验室根据相关国家要求进行相应实验，并出具杂质分析报告、物化报告及毒性毒理报告等书面资料。整体来看，境外农药产品登记费用高，且不同国家间、不同产品间的登记费用差别较大，公司为获得不同国家登记证书需具备专业的人力、物力和财力。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 至 10 万美元。

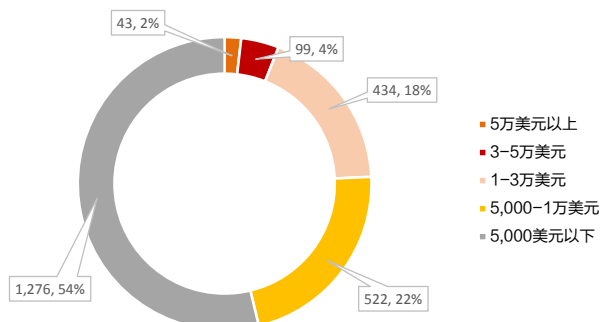
截至 2020 年底，公司自身登记获得的 2925 项农药产品登记证 (其余登记证为公司收购澳格公司、阿根廷格林公司、润丰泰国时取得)，包括原药登记证 551 个、制剂登记证 2374 个，对应登记费投入超过 3000 万美元，资本投入较大。

图 52：公司原药登记证投入资金成本分布（单位：个）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 53：公司制剂登记证投入资金成本分布（单位：个）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

第二，时间壁垒。登记证的获证时间较长，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，一般为 3 年以上。以在巴西进行登记为例，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。公司境外农药产品自主登记证从申请登记至最终获得登记所需时间较长，一般耗时 3 年以上。

第三，平台效应。公司从 2008 年进行农药登记证的申请工作，至今在登记证储备方面具有较强的先发优势，凭借较大规模的农药产品登记证数量与在主要国家开展的登记工作的丰富经验，实现在境外农药产品自主登记中“资料共享”。有些国家对于农药产品的某些项目的登记资料要求是一致的，而公司已在全球 33 个国家拥有了品类众多的农药产品登记以及为获得这些登记所需的登记资料，这使得公司可以在某些国家就同一农药产品的登记时可以共享使用已有的登记资料，从而也会降低登记最主要支出项目-资料费的金额，实现平台效应。

公司还有 3000 余个产品注册登记申请仍在进程中，未来将进一步拓宽公司海外市场。根据公司招股说明书披露，自公司上市之日起分三年分别向巴西、阿根廷、墨西哥、印度及俄罗斯、澳大利亚六个国家相应主管部门进行 583 个农化产品登记申请，其中包括 275 个原药登记产品和 308 个制剂登记产品，需投入 4,343 万美元资金。上述六国农化产品登记所需时间较长（一般为 3 年以上），所需费用较高，获得登记的进入门槛较高，而公司在这些国家有良好的市场基础，在未来获得相应登记后可以更好地发挥公司核心竞争优势。

表 8：公司未来三年农药境外产品登记数量及所需资金（万美元）

国家	原药登记产品数量 (项)	原药登记成本 (万美元/项)	制剂登记产品数量 (项)	制剂登记成本 (万美元/项)	所需资金合计 (万美元)
巴西	42	10	60	15.5	1350
阿根廷	90	6.95	85	3	880.5
墨西哥	60	7.5	50	2.6	580
印度	28	9.01	26	10.11	515.14
俄罗斯	-	-	27	21	567
澳大利亚	55	6	60	2	450
合计	275	-	308	-	4342.64

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3. 募投项目优化产品结构，做大做强主业

募投项目积极扩大公司在制剂和原药产品的生产规模和丰富产品种类，有助于公司拓展市场份额。本次募投项目将新增 6.86 万吨制剂产能和 2.35 万吨原药产能，包括 4 个制剂类产能扩大项目（年产 3.53 万吨除草剂产品加工项目、大豆田作物植保解决方案配套制剂加工项目、甘蔗田植保作物解决方案配套制剂加工项目、年产 1 万吨杀虫杀菌制剂项目），2 个原药类产能扩大项目（年产 2 万吨 2,4-D、2000 吨烯草酮、500 吨高效盖草能项目；年产 1,000 吨高效杀菌剂项目）。

未来随着公司的募投项目的建成与投产，有利于优化公司的产能结构；同时，可以降低对于部分生产所需的原药的依赖程度，提高在原药采购中的议价能力，进一步完善全球营销网络，公司整体业务规模与国际市场影响力不断提高。以公司原药产品 2,4-D 为例，目前需要每年外购约 1.5 万吨产品，在此次募投项目中，新建 2 万吨该产品产能将实现自我原料配套，降低公司外购原料成本。

公司还将继续发展农药产品境外自主登记模式，本次募投项目中的资金将主要在巴西、阿根廷、墨西哥、印度及俄罗斯、澳大利亚六个国家进行农药产品境外自主登记。

公司计划建设植保产品研发中心项目，负责公司新产品、新剂型、新技术的研发和研发成果进行工业化转化的工程化实验工作。项目建成后将提高公司的产品研发能力，提升公司产品的技术附加值。

表 9：公司募投项目

项目类型	地点	项目名称	投资金额 (亿元)	募集资金金额 (亿元)
产能扩大类	山东潍坊	年产 3.53 万吨除草剂产品加工项目	2.20	2.20
		大豆田作物植保解决方案配套制剂加工项目	1.08	1.08
		甘蔗田植保作物解决方案配套制剂加工项目	1.03	1.03
	山东青岛	年产 1 万吨杀虫杀菌制剂项目	1.16	1.16
	宁夏平罗	年产 2 万吨 2,4-D、2000 吨烯草酮、500 吨高效盖草能项目	3.39	3.39
	山东青岛	年产 1,000 吨高效杀菌剂项目	1.00	1.00
研发及全球营销 网络完善类项目（2 个）	山东潍坊	植保产品研发中心项目	0.79	0.79
	境外 6 个国家	农药产品境外登记项目	3.00	2.76
合计			13.66	13.42

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

随着公司募投项目产能的释放，叠加持续发展海外登记证，我们预计未来几年公司业务有望保持平稳增长。预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 86.8、104.0、124.9 亿元，净利润分别为 6.09、7.94、9.79 亿元，按照当前 2.76 亿股总股本计，对应 EPS 分别为 2.21/2.87/3.55 元。

表 10：盈利预测核心假设

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5402	6074	7290	8676	10402	12493
除草剂	4565	4861	5801	6962	8354	10025
杀虫剂	371	507	684	875	1119	1433
杀菌剂	407	580	666	740	828	935
其他主营业务	47	103	85	100	100	100
营业成本	4378	4955	6040	7129	8489	10165
除草剂	3724	4052	4886	5813	6934	8306
杀虫剂	290	373	516	653	830	1059
杀菌剂	323	451	540	588	651	725
其他主营业务	35	67	60	75	75	75

毛利	1023	1119	1250	1547	1913	2328
除草剂	841	809	916	1149	1420	1718
杀虫剂	81	134	168	222	290	374
杀菌剂	83	129	126	152	178	210
其他主营业务	13	36	25	25	25	25
毛利率(%)	18.9%	18.4%	17.1%	17.8%	18.4%	18.6%
除草剂	18.4%	16.6%	15.8%	16.5%	17.0%	17.1%
杀虫剂	21.9%	26.4%	24.6%	25.4%	25.9%	26.1%
杀菌剂	20.5%	22.3%	18.9%	20.5%	21.5%	22.5%
其他主营业务	26.5%	34.9%	29.4%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：wind，天风证券研究所测算

公司是国内制剂出口龙头企业农药，拥有丰富的境外农药产品自主登记证，区域优势和技术优势明显，随着今明两年募投项目陆续投产，公司未来业务发展有望加速。参考农药行业可比公司安道麦（全球非专利药龙头），但其在登记证数量及全球销售渠道商仍有差距，给予公司 2021 年 30 倍 PE，目标价 66.3 元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

表 11：可比公司估值

公司名称	PE2019	PE2020	PE2021	PE2022
安道麦	88.31	51.97	37.78	26.58
农药（申万）	30.71	29.27	21.68	22.34
润丰股份	40.45	31.36	16.90	13.01

资料来源：wind，天风证券研究所；注：安道麦、农药指数 PE 均来自 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1、环境保护风险。随着国家可持续发展战略的全面实施，环保政策日益严格，环境污染管理目标日益提高，存在加大公司环保成本，进而影响公司经营效益的风险
- 2、主要农药进口国政策变化的风险。公司产品主要面向国际市场进行销售，主要农药进口国相关政策的变动与准入标准的提高可能对公司经营业绩造成一定的不利影响。
- 3、汇率变动的风险。随着公司海外市场开拓规模的扩大，外销收入将进一步增加，如果未来汇率波动较大，将对公司的业绩产生一定的影响。
- 4、产品出口退税政策变动风险。出口退税率的调整会影响公司相关产品的销售成本，进而影响毛利率水平。如果国家降低公司主要产品的出口退税率，对公司收益将会产生一定程度的影响。
- 5、公司原材料成本占主营业务成本较高，主要原料价格波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,632.02	2,414.45	2,634.93	3,640.67	4,516.50
应收票据及应收账款	1,755.95	2,143.57	2,435.51	3,054.39	3,538.92
预付账款	91.73	76.10	145.68	118.42	197.82
存货	613.72	1,009.03	654.37	1,326.40	1,045.40
其他	120.18	305.08	322.97	247.22	308.15
流动资产合计	4,213.59	5,948.23	6,193.46	8,387.09	9,606.79
长期股权投资	2.00	1.83	1.83	1.83	1.83
固定资产	744.79	924.36	1,001.43	1,064.76	1,117.85
在建工程	114.40	200.82	180.49	168.30	160.98
无形资产	123.12	120.49	116.89	113.30	109.70
其他	82.09	98.14	80.11	85.37	87.08
非流动资产合计	1,066.40	1,345.64	1,380.76	1,433.56	1,477.44
资产总计	5,279.99	7,293.87	7,574.21	9,820.65	11,084.23
短期借款	172.49	650.35	300.00	514.72	300.00
应付票据及应付账款	2,326.46	3,386.84	3,345.95	4,671.44	5,211.07
其他	201.41	229.18	229.08	217.41	271.32
流动负债合计	2,700.36	4,266.37	3,875.03	5,403.56	5,782.39
长期借款	0.00	48.95	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.58	51.04	33.18	36.93	40.38
非流动负债合计	26.58	99.98	83.18	86.93	90.38
负债合计	2,726.94	4,366.36	3,958.21	5,490.49	5,872.77
少数股东权益	103.60	125.62	125.62	125.62	125.62
股本	207.13	207.13	276.18	276.18	276.18
资本公积	858.29	858.29	858.29	858.29	858.29
留存收益	2,235.60	2,604.89	3,214.20	3,928.35	4,809.66
其他	(851.57)	(868.42)	(858.29)	(858.29)	(858.29)
股东权益合计	2,553.05	2,927.51	3,616.00	4,330.16	5,211.47
负债和股东权益总	5,279.99	7,293.87	7,574.21	9,820.65	11,084.23

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	354.43	465.40	609.31	793.51	979.23
折旧摊销	106.80	107.28	46.85	52.46	57.83
财务费用	18.24	28.88	226.22	214.83	204.19
投资损失	33.84	(86.13)	(87.85)	(89.61)	(91.40)
营运资金变动	205.95	(116.77)	(56.24)	124.40	251.41
其它	27.37	113.20	110.00	110.00	110.00
经营活动现金流	746.62	511.87	848.29	1,205.59	1,511.27
资本支出	201.00	344.54	117.86	96.25	96.55
长期投资	2.00	(0.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(453.96)	(574.34)	(240.01)	(216.64)	(215.15)
投资活动现金流	(250.96)	(229.98)	(122.15)	(120.39)	(118.60)
债权融资	172.49	708.62	350.00	564.72	350.00
股权融资	21.11	(247.77)	(147.04)	(214.83)	(204.19)
其他	(587.44)	(560.40)	(708.62)	(429.35)	(662.64)
筹资活动现金流	(393.85)	(99.56)	(505.66)	(79.46)	(516.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	101.81	182.34	220.48	1,005.74	875.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,073.61	7,289.83	8,676.14	10,401.90	12,492.58
营业成本	4,954.88	6,040.22	7,128.84	8,489.00	10,164.86
营业税金及附加	12.77	12.46	14.75	17.68	21.24
营业费用	258.22	176.75	225.58	280.85	349.79
管理费用	217.39	214.63	260.28	312.06	374.78
研发费用	191.79	227.23	277.64	332.86	399.76
财务费用	(10.53)	230.92	226.22	214.83	204.19
资产减值损失	(8.23)	(5.62)	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	15.45	117.83	110.00	110.00	110.00
投资净收益	(33.84)	86.13	87.85	89.61	91.40
其他	49.57	(377.14)	(395.70)	(399.21)	(402.80)
营业利润	426.15	566.42	735.68	949.23	1,174.35
营业外收入	5.05	9.80	6.42	7.09	7.77
营业外支出	6.60	27.93	18.25	17.60	21.26
利润总额	424.61	548.29	723.84	938.72	1,160.86
所得税	70.18	82.88	114.53	145.22	181.63
净利润	354.43	465.40	609.31	793.51	979.23
少数股东损益	15.09	27.77	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	339.34	437.63	609.31	793.51	979.23
每股收益（元）	1.23	1.58	2.21	2.87	3.55

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	12.44%	20.02%	19.02%	19.89%	20.10%
营业利润	8.15%	32.92%	29.88%	29.03%	23.72%
归属于母公司净利润	9.33%	28.97%	39.23%	30.23%	23.41%
获利能力					
毛利率	18.42%	17.14%	17.83%	18.39%	18.63%
净利率	5.59%	6.00%	7.02%	7.63%	7.84%
ROE	13.85%	15.62%	17.46%	18.87%	19.25%
ROIC	29.95%	65.18%	70.38%	77.00%	97.25%
偿债能力					
资产负债率	51.65%	59.86%	52.26%	55.91%	52.98%
净负债率	-57.17%	-58.27%	-63.19%	-71.04%	-79.95%
流动比率	1.56	1.39	1.60	1.55	1.66
速动比率	1.33	1.16	1.43	1.31	1.48
营运能力					
应收账款周转率	3.46	3.74	3.79	3.79	3.79
存货周转率	10.40	8.98	10.43	10.50	10.53
总资产周转率	1.20	1.16	1.17	1.20	1.20
每股指标（元）					
每股收益	1.23	1.58	2.21	2.87	3.55
每股经营现金流	2.70	1.85	3.07	4.37	5.47
每股净资产	8.87	10.15	12.64	15.22	18.41
估值比率					
市盈率	40.13	31.12	22.35	17.16	13.91
市净率	5.56	4.86	3.90	3.24	2.68
EV/EBITDA	0.00	0.00	11.31	8.72	6.63
EV/EBIT	0.00	0.00	11.86	9.11	6.90

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com