

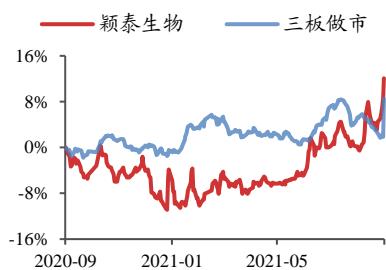
颖泰生物 (833819.OC) 国内仿制农药龙头，紧抓国际农药专利到期机遇

2021 年 09 月 05 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2021/9/3
当前股价(元)	6.22
一年最高最低(元)	7.00/5.04
总市值(亿元)	76.24
流通市值(亿元)	70.79
总股本(亿股)	12.26
流通股本(亿股)	11.38
近 3 个月换手率(%)	6.24

股价走势图


数据来源：聚源

任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

孙金钜（分析师）

sunjinju@kysec.cn

证书编号: S0790519110002

● 国内领先的仿制农药龙头，首次覆盖给予“买入”评级

公司深耕农药行业近二十年，通过持续并购重组打造出全产业链一体化布局的优势，目前已经成为具有较强国际竞争力的国内仿制农药龙头。受益于国际农药专利到期以及环保高压下行业整合加速的机遇，公司将重回增长趋势。公司主要农药产品以细分小品种为主，通过差异化竞争实现了国内领先。同时，通过与大宗农药龙头新安股份的战略合作，公司实现了产品的互补和丰富，全球销售网络也进一步完善，逐步向系统综合解决方案商转型升级。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.44/4.09/4.95 亿元，EPS 分别为 0.28/0.33/0.40 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 22.1/18.6/15.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 农药市场稳定增长，国际专利到期与行业整合加速推动龙头强者恒强

全球农药行业发展看，人口数量增加、人均可耕地面积减少的背景下，使用农药提升农作物单产需求明确。同时伴随着低毒高效农药对传统农药的替代，未来全球农药市场将保持稳步增长。国内农药行业来看，2023 年 166 个国际农药专利的到期将为国内仿制农药企业带来发展良机，其中具备研发与规模优势的仿制农药龙头有望显著受益。同时产业政策指引及环保高压常态化亦将推动行业加速整合。国内发展趋势与国际巨头经验均表明全产业链一体化布局的龙头有望凭借生产稳定性、成本控制等多方面的优势实现强者恒强。

● 紧抓专利到期机遇，国内市场拓展叠加龙头战略合作打开公司成长空间

作为国内仿制农药龙头，公司持续高投入打造成熟的研发体系，有望借助研发实力和国内市场优势抢占 2023 年由国际农药专利到期带来 110 亿美元的仿制非专利药新增市场。同时，公司积极开拓国内本土市场，2021 年上半年公司国内业务收入占比首次超过境外，成为新的增长点。此外，公司与新安股份达成战略合作，且新安股份通过受让华邦健康持有的公司股权成为公司第二大股东，形成利益同盟。未来公司将通过与新安的合作，进一步完善全球销售网络，丰富产品组合，向全方案解决提供商转型升级，进一步打开成长空间。

● 风险提示：原材料价格风险，汇率变动风险、新项目建设不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,295	6,225	6,654	7,296	8,227
YOY(%)	-15.0	17.6	6.9	9.7	12.8
归母净利润(百万元)	282	325	344	409	495
YOY(%)	-36.5	15.5	5.9	18.8	21.0
毛利率(%)	24.5	20.0	18.7	18.8	19.0
净利率(%)	5.0	5.0	5.1	5.5	5.9
ROE(%)	7.1	7.1	7.4	8.6	10.1
EPS(摊薄/元)	0.23	0.27	0.28	0.33	0.40
P/E(倍)	27.1	23.4	22.1	18.6	15.4
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 颖泰生物：国内领先的仿制农药巨头	3
1.1、 深耕农化行业，并购重组助力公司迈向行业龙头	3
1.2、 研产销一体化全产业链布局，竞争优势凸显	3
1.3、 产品组合丰富，抗风险能力强	5
1.4、 2020 年营收、净利润逆势增长，盈利能力整体上行	5
2、 全球农药市场空间大，专利到期驱动仿制农药迎发展良机	7
2.1、 全球农药市场规模 2023 年预计超 667 亿美元，呈现寡头垄断格局	7
2.2、 过百专利到期，仿制型农药企业迎发展良机	8
2.3、 产业政策+环保要求加速国内行业整合，龙头企业有望强者恒强	8
3、 紧抓专利到期机遇，国内拓展+产能投产推动新一轮成长	9
3.1、 研发、规模优势显著，紧抓国际专利到期机遇	9
3.2、 积极拓展国内市场，募投产能释放带来新增长	10
3.3、 与新安股份强强联合，打开未来成长空间	11
4、 盈利预测与投资建议	12
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1： 公司深耕农化行业十余年，通过并购重组成就行业领先地位	3
图 2： 公司已建立起研产销一体的全产业链	4
图 3： 2020 年营业收入实现 17.56% 逆势增长	6
图 4： 归母净利润总体上升	6
图 5： 2017-2019 年自产销售业务占比逐渐上升	6
图 6： 自产销售毛利率高于贸易销售	6
图 7： 管理费用率、财务费用率总体上升	7
图 8： 毛利率、净利率总体有所提升	7
图 9： 全球人均耕地面积持续减少	7
图 10： 全球农药市场稳步扩张，2023 年预计超 667 亿	7
图 11： 非专利农药市场份额逐渐上升	8
图 12： 近三年研发支出合计近 6 亿元（单位：亿元、%）	10
图 13： 2020 年国内市场业务收入快速增长	10
图 14： 2021 年上半年国内市场收入占比首超国外	10
图 15： 新安股份销售渠道遍布全球	12

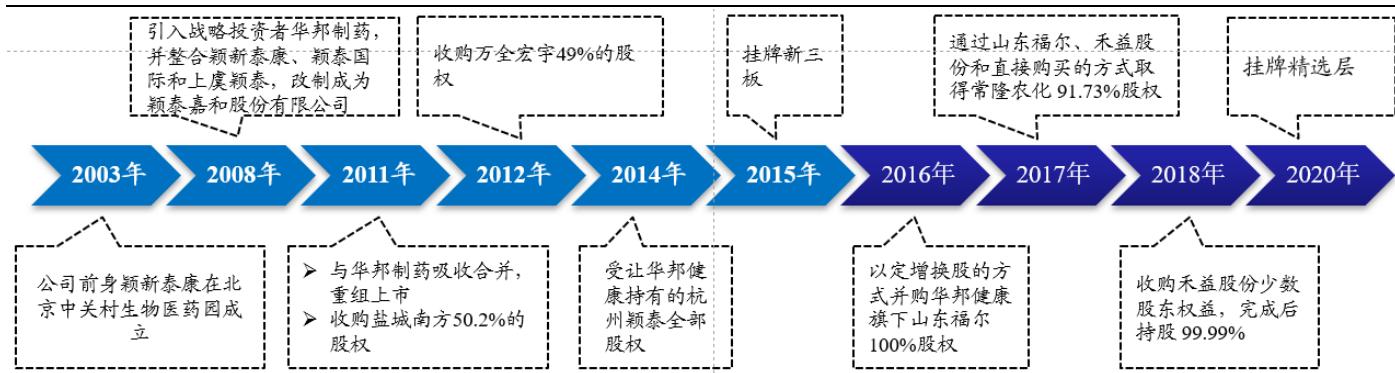
表 1： 公司围绕研产销全产业链进行子公司布局	4
表 2： 公司产品种类丰富	5
表 3： 4000t/a 硝磺草酮项目预计 2021 年完成建成投产	11
表 4： 可比公司估值参考（亿元、元/股）	12

1、颖泰生物：国内领先的仿制农药巨头

1.1、深耕农化行业，并购重组助力公司迈向行业龙头

颖泰生物深耕农化行业近 20 年，通过并购重组成功打造国内领先的仿制农药巨头。2003 年公司前身颖新泰康在北京中关村生物医药园成立。2008 年公司引入战略投资者华邦制药，并整合颖新泰康、颖泰国际和上虞颖泰，改制成为颖泰嘉和股份有限公司。2011 年，与华邦制药吸收合并，重组上市，公司名称变更为华邦颖泰。2015 年，颖泰生物在新三板挂牌上市，并通过增资股改和挂牌后定增，完成颖泰合伙人计划。2016 年，以定增换股的方式并购华邦健康旗下山东福尔 100% 股权。2017 年，通过山东福尔、禾益股份和直接购买的方式取得常隆农化 91.73% 股权（现持股 93%）。2018 年，收购禾益股份少数股东权益，完成后持股 99.99%。上述并购重组帮助公司进一步丰富产品结构，完善生产基地的分散布局战略，更大程度的提升生产能力、盈利能力及市场竞争力，促进公司成为中国本土成长的农化龙头企业之一，并在全球竞争中占有一席之地。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，位居中国本土农化公司之首。同时，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，处于行业领先地位。

图1：公司深耕农化行业十余年，通过并购重组成就行业领先地位



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、研产销一体化全产业链布局，竞争优势凸显

公司坚持以研发带动市场，以市场带动销售，以销售带动生产的发展思路，形成了集研产销全产业链为一体的商业模式。公司多年来积累了丰富的行业经验，形成了从研究开发、技术分析、登记注册、中间体及原药生产、制剂生产、销售渠道的完整产业链。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，既保障了公司现有产品的技术领先地位，又为后续持续增长提供了有力支撑。在登记注册方面，公司先发优势明显，早期即在全球最大的农药消费地区拉美地区启动产品自主登记工作，目前已在全球 52 个国家和地区拥有多项农药注册登记证。在生产方面，公司通过并购在浙江、江苏、山东、河北和江西等五省设有七大高标准的主要生产基地，涵盖了原药、中间体和制剂产品的生产，拥有先进的自动化、清洁化生产线，具备合规生产和可持续生产能力，满足了客户多样的采购需求。在销售渠道方面，公司产品销往全球 20 余个国家，并在国内拥有禾益股份等制剂产品的生产和销售主体。公司全产业链的商业模式为公司的可持续发展打下了坚实的基础，促进公司由单一业务向复合业务转型，开启“农化+种业性状”协同发展、相互促进的新模式。

图2：公司已建立起研产销一体的全产业链

丰富产品组合的全产业链平台



资料来源：公司公告、开源证券研究所

子公司布局合理，为全产业链构建提供保障。公司主要围绕研产销一体的全产业链商业模式进行子公司布局，现有生产型子公司十余家，销售型子公司2家，技术服务型子公司3家，持证型子公司2家。

表1：公司围绕研产销全产业链进行子公司布局

子公司类别	子公司名称	控制关系	主要业务/产品
生产型子公司	上虞颖泰及其子公司 (杭州颖泰、颖泰作物)	一级、二级、三级子公司	酰胺类除草剂、二苯醚类除草剂、三酮类除草剂、甲氧基丙烯酸酯类除草剂、三唑类杀菌剂等
	万全宏宇及其子公司（万全力华）	一级、二级子公司	三嗪酮类除草剂、吡啶羧酸类除草剂等
	禾益股份及其子公司 (禾益肥料、禾益作物)	一级、二级子公司	异菌脲、腐霉利、灭蝇胺等原药及制剂等
	常隆农化及其子公司 (常隆巨屹、吉隆达)	一级、二级子公司	酰胺类除草剂、酰胺类杀菌剂、噻二嗪酮类杀虫剂、新型脲类杀虫剂等
	山东福尔及其子公司 (福尔特种设备)	一级、二级子公司	三氯二甲基、苯胺、氟苯等中间体
销售型子公司	盐城南方	一级子公司	咪唑啉酮类除草剂、环己烯酮类除草剂和酰胺类除草剂、取代脲类除草剂等
	庆丰进出口	一级子公司	甲氧基丙烯酸酯类除草剂、酰胺类除草剂等
	颖泰贸易	一级子公司	草甘膦等
技术服务型子公司	北京颖泰嘉和分析技术有限公司	一级子公司	GLP 检测及其他技术咨询业务
	苏州敬咨达检测服务有限公司	二级子公司	GLP 检测及其他技术咨询业务
持证型子公司	科稷达隆生物技术有限公司	一级子公司	GLP 检测及其他技术咨询业务
	德国 Goal Up	二级子公司	持证平台
	Pro 巴西	三级子公司	持证平台

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、产品组合丰富，抗风险能力强

公司专注细分品类，打造差异化竞争优势。公司在与国际客户合作过程中，逐渐形成了自己的产品特色，即不做草甘膦、麦草畏等大宗农药，而做一些非专利、全球年销售数量1万吨以下的细分品类。通过持续的产品研发、生产及供应链建设、市场和客户建设，公司目前已形成品种丰富、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高品质产品，涵盖三嗪酮类、二苯醚类、酰胺类、三酮类、吡啶羧酸类、三唑类、甲氧基丙烯酸酯类、噻二嗪酮类、新型脲类、硝基亚甲基类等多个品类。其中三嗪酮类除草剂、二苯醚类除草剂、酰胺类除草剂具有较强的市场竞争力，市场占有率居国内前列。公司丰富的产品线不仅可满足客户的多元化需求、显著提高公司抗风险能力，增加客户黏性。同时公司可根据市场情况调整产品结构，在现有的丰富的产品中，筛选客户需求大、毛利率高的产品进行组合，通过产品研发不断提升产品质量、三废利用率，以平滑产品价格的周期性波动，保证盈利的稳定性。

表2：公司产品种类丰富

大类	化学种类	代表产品	应用领域
除草剂	三嗪酮类	苯嗪草酮	用于糖用甜菜和饲料甜菜
	二苯醚类	乙氧氟草醚	用于水稻、棉花、麦类、油菜、果园等
	酰胺类	乙草胺	用于大豆、花生、玉米、水稻、棉花、甘蔗、马铃薯、蔬菜等
	三酮类	硝磺草酮	用于玉米
杀菌剂	三唑类	戊唑醇	用于小麦、大麦、燕麦、玉米、高粱等重要经济作物
	甲氧基丙烯酸酯类	嘧菌酯	用于禾谷类作物、花生、马铃薯、果树等
杀虫剂	新型脲类	丁醚脲	用于棉花等多种田间作物、果树、观赏植物和蔬菜等
中间体	中间体	氟苯	用途广泛，在农药、医药、染料均有应用

资料来源：公司公告、开源证券研究所

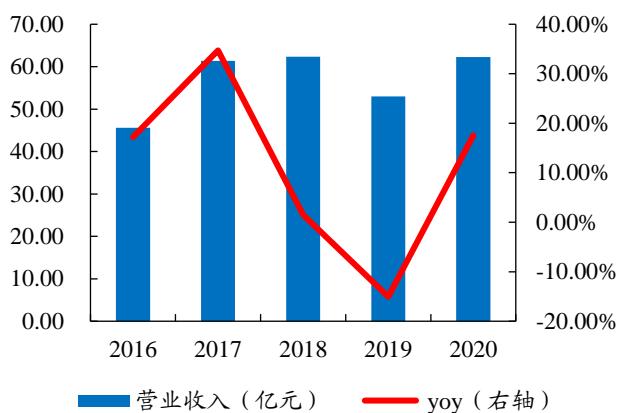
1.4、2020年营收、净利润逆势增长，盈利能力整体上行

2019年子公司停产导致业绩波动，2020年价格策略调整帮助公司业绩实现逆势增长。公司2016-2020年分别实现营业收入45.58/61.40/62.32/52.95/62.25亿元，CAGR为8.1%，对应归母净利润分别为2.03/2.92/4.43/2.82/3.25亿元，CAGR为12.5%。2019年营收、净利润出现下滑的主要原因为：(1)受江苏响水天嘉宜“3.21”特别重大爆炸事故影响，子公司盐城南方停产，自产业务营收下降；(2)国内供应端部分原材料和中间体价格上涨，供应紧张；(3)国际市场端遭遇极端气候，作物保护用量减少，部分产品市场需求遇冷。2020年疫情影响对全球农药行业造成较大冲击，公司为降低疫情影响，调整价格策略，加大促销力度，开拓国内外市场空间，保证产品盈利空间，促进公司营业收入和净利润实现逆势增长，营业收入由52.95亿元上升至62.25亿元，

同比增长 17.56%，归母净利润由 2.82 亿元上升至 3.25 亿元，同比增长 15.48%。

营收结构调整促进盈利能力优化，财务费用率波动较大。2017-2019 年的毛利率分别为 16.25%/22.87%/24.76%，呈现稳定上升态势，主要原因系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。2020 年毛利率有所下降主要系公司为应对疫情加大产品促销力度所致。费用方面，销售费用率、研发费用率保持相对稳定；财务费用率波动较大，主要系公司负债有所增长且近几年汇兑损益波动较为明显所致；管理费用率近年来有波动，2017 年因公司规模快速增长下降到 4.15%，2018 年营收增速下滑导致管理费用率逐渐回升，2019 年子公司停产拖累管理费用率进一步上升至 7.17%。

图3：2020年营业收入实现 17.56%逆势增长



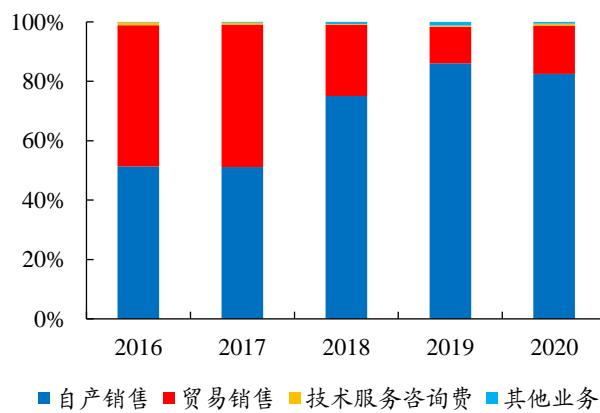
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：归母净利润总体上升



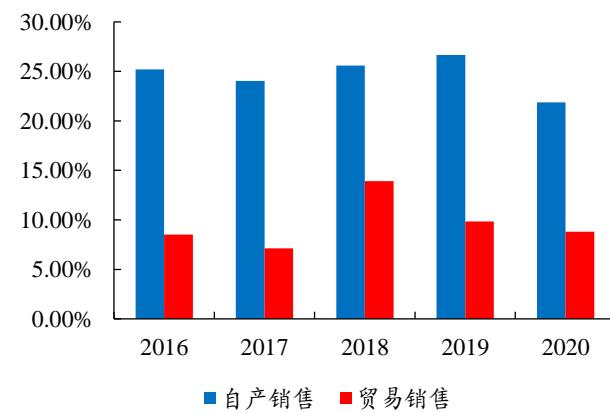
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2017-2019年自产销售业务占比逐渐上升

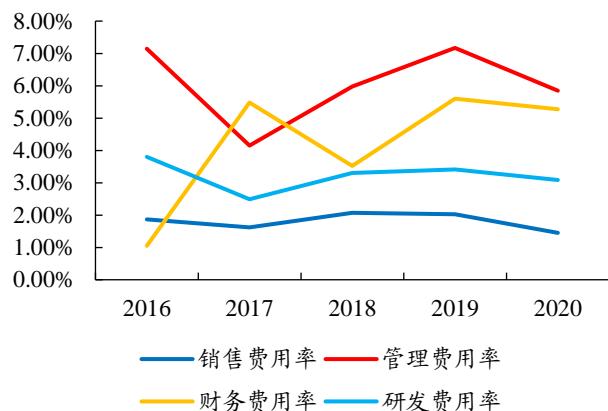


数据来源：Wind、开源证券研究所

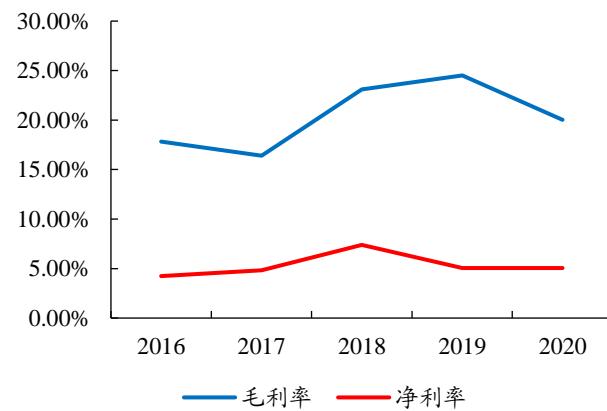
图6：自产销售毛利率高于贸易销售



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：管理费用率、财务费用率总体上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

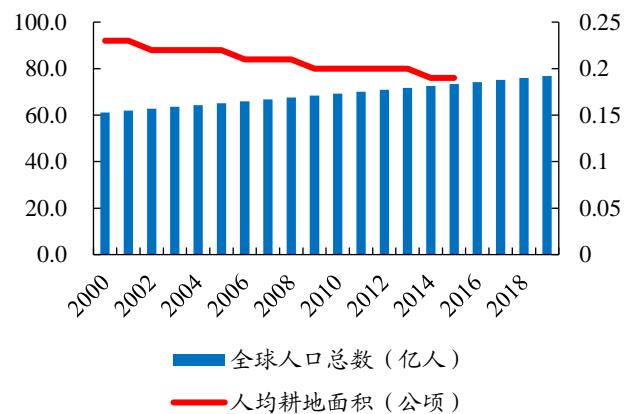
图8：毛利率、净利率总体有所提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、全球农药市场空间大，专利到期驱动仿制农药迎发展良机

2.1、全球农药市场规模 2023 年预计超 667 亿美元，呈现寡头垄断格局

人口稳步增长驱动农药需求持续扩张，2023 年全球农药市场规模预计超 667 亿美元。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 年预计达到 98 亿。伴随人口的增长，1970-2020 年（25 亿吨）对粮食的需求预计增加了至少 2.2 倍。与对粮食的需求增长相反，2015 年世界耕地面积实际上与 1965 年相同，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。根据种子与农药咨询公司 Phillips McDougall 统计，2004 年至 2018 年，全球农药市场规模不断扩大，从 356.79 亿美元增长至 650.99 亿美元，预计 2018-2023 年将保持 3% 的增速发展，2023 年市场需求预计达 667.03 亿美元。

图9：全球人均耕地面积持续减少


数据来源：世界银行、联合国粮农组织、开源证券研究所

图10：全球农药市场稳步扩张，2023 年预计超 667 亿


数据来源：Phillips McDougall、开源证券研究所

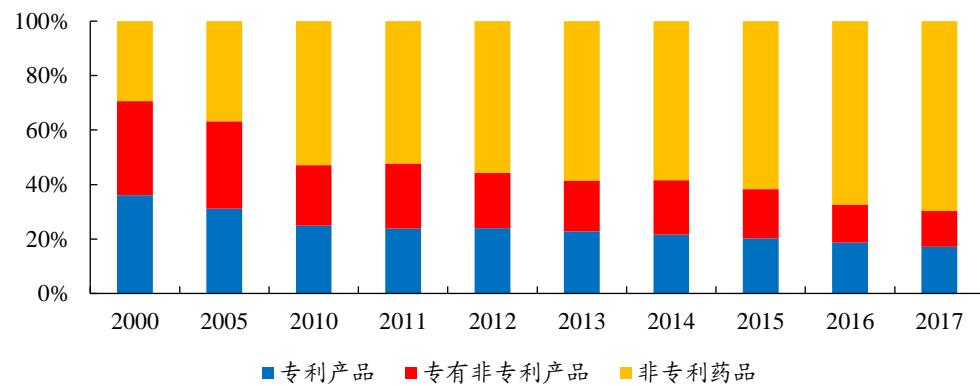
企业兼并重组迅速提升行业集中度，全球市场呈现寡头垄断格局。农药市场竞争激烈，新产品开发难度大，研发周期长，投入资金数额较大。为了寻求规模效应和协同作用，降低成本，扩大市场份额，十多年来全球农药企业兼并重组活动频繁，行业集中度迅速提高。经历了中国化工集团有限公司收购先正达（Syngenta）、陶氏（DOW）

和杜邦 (Dupont) 合并后分拆为科迪华 (Corteva)、拜耳收购孟山都、UPL (联合磷化) 收购 Arysta 后, 全球农化企业市场格局重塑, 形成具有寡头垄断特征的四大梯队。第一梯队为拜耳、先正达、巴斯夫、科迪华 (陶氏杜邦)、富美实以及安道麦, 根据公司公开发行说明书, 2018 年第一梯队公司农药销售额合计占全球农药市场销售额的 75.20%。第二梯队为住友化学 (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, 根据公司公开发行说明书, 上述公司 2018 年销售收入占全球农药销售收入的比重在 1-5%。第三梯队为汉姆 (helm)、辉丰股份、利尔化学等 17 家企业, 根据公司公开发行说明书, 第三梯队公司 2018 年销售额占全球农药销售的比重在 0.5-1%。

2.2、过百专利到期, 仿制型农药企业迎发展良机

专利到期为仿制型农药企业提供发展机遇, 研发、环保、规模领先的企业有望显著受益。农药分为专利农药和非专利农药两大类。专利农药具有投入大、周期长的特点, 根据 philips McDougall 统计, 一种新农药自开发至上市需要 10 年以上的时间和 1-3.5 亿美元的研发投入。整个流程包括选定候选农药、同步进行安全性、生物学和剂型研究、综合评估研究结果, 最后申请并获得登记。同时伴随着农药抗药性问题的突出, 仅依靠新药无法满足全球植物保护的需求。而非专利农药产品应用时间长、生产工艺成熟、市场较为稳定, 且申请、登记成本较低, 项目建设周期也较短, 能够广泛运用于植物保护市场。因此, 近年来非专利农药市场份额逐年提升, 二十世纪初期非专利产品占全球农药市场的比重约为 30%, 到 2015 年, 非专利农药已占据 60%以上的市场份额。根据 Phillips McDougall 预测, 2023 年全球将有 166 个农药专利到期, 新增市场价值将超过 110 亿美元, 以生产仿制农药为主的我国农药企业将迎来发展良机。而在仿制型农药企业中, 具有较强研发能力、清洁化生产以及规模化生产能力的企业具有更强的竞争力, 有望显著受益于这一机遇。一方面, 虽然各企业均可对专利期后原药进行仿制, 但由于研发实力和工艺水平的差异, 仿制产品的质量差别较大; 另一方面, 具备清洁化生产能力的企业才能够在环保趋严的形势下实现稳定的连续稳定的生产。

图11: 非专利农药市场份额逐渐上升



数据来源: Phillips McDougall、开源证券研究所

2.3、产业政策+环保要求加速国内行业整合, 龙头企业有望强者恒强

产业+环保双轮驱动, 国内竞争格局由“小而散”向“大而强”转变。产业政策方面,

《农药工业“十三五”发展规划》、《石化和化学工业发展规划(2016—2020)》和《农药管理条例》等国家政策致力于促使农药工业朝着集约化、规模化、专业化、特色化的方向转变。根据规划,到2020年我国农药原药企业数量减少30%,其中年销售额在50亿元以上的农药生产企业达到5个以上,年销售额在20亿元以上的企业达到30个以上,着力培育2-3个年销售额超过100亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。环保要求方面,自2017年以来我国环保政策趋严,环保不达标的中小型企业陆续出现停产、关停现象。在产业政策及环保政策的双轮驱动下,我国农药行业企业的格局将由既往的“小而散”向“大而强”转变。根据中国农药工业协会统计,2018年我国农药行业销售百强中,销售额在50亿元以上的农药生产企业有3家、年销售额在20亿元以上的企业共20家,接近《农药工业“十三五”发展规划》的要求。

行业逐渐走向一体化,全产业链龙头有望强者恒强。从国内行业发展现状看,随着国内环保严监管态势的持续,过去几年受环保限制及技术工艺限制,国内部分农药中间体和原药生产不稳定,价格波动较大。在中间体和原药供给收紧的大环境下,没有中间体、原药配套的生产企业或因原料短缺导致生产不稳定、或因原料价格上涨导致毛利率波动。而具有“中间体-原药-制剂”生产的一体化企业在生产稳定性、成本控制方面优势显著。从国际行业发展历史看,国际农化巨头的发展路径主要是以农化业务为基础完成资本的积累,随后向产业链上下游逐步延伸,形成以农化为起点、以生物技术/种业为突破、而后成为作物综合解决方案提供商。因此,随着行业的不断发展、产业政策调整及环保高压常态化,未来生产管理、工艺技术、研发投入突出的龙头将依托于自身核心产品建立起的行业壁垒,沿产业链横向和纵向发展,形成产业链一体化的经营模式,不断抢占全球农药市场的份额。

3、紧抓专利到期机遇,国内拓展+产能投产推动新一轮成长

3.1、研发、规模优势显著,紧抓国际专利到期机遇

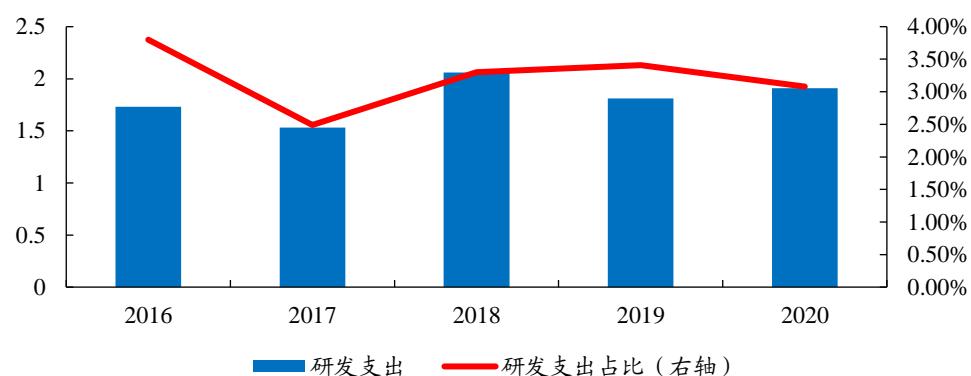
研发、规模优势突出,有望显著受益于国际专利到期机遇。2023年全球近160个农药专利到期为我国仿制农药企业创造了良好的发展机遇,而具有较强研发能力、稳定的工艺和技术水平以及规模化的生产能力的仿制型农药企业具有较强的竞争力。因此,我们认为,公司作为国内仿制农药龙头,在研发、规模上都具有突出优势,未来有望显著受益于国际农药专利到期这一行业机遇。

持续高投入打造成熟研发体系,研发成果显著。公司拥有国内一流的研发设施和研发队伍,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,承担了国家“十二五”科技支撑计划、国家火炬计划、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。同时,公司通过持续的高研发投入建立起涵盖生物技术研发、植物保护研发及技术分析三大板块的自主创新体系。在生物技术研发上,公司的CRISPR/Cas9基因编辑技术达到国际先进水平,高效作物(水稻、棉花、玉米、烟草)遗传转化技术水平国内领先;在植物保护研发上,公司在二苯醚类除草剂、酰胺类除草剂、甲氨基丙烯酸酯类杀菌剂等产品的工艺研发及工程技改方面投入大量精力,攻克多项生产技术瓶颈,解决了传统工艺收率低、污染大、产品质量不稳定、安全性差等多项问题,产品工艺工程技术水平行业领先;在技术分析上,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,在业界有良好的口碑,GLP研究报告得到美国EPA和主要的OECD成员国认可,并多次通过OECD成员国的复查认证。成熟的研发体系也帮助公司取得了一系列

列显著的研发成果，截至 2019 年末，公司已获得授权国家专利 174 项，拥有境内农药登记证 403 项，位于行业前列。此外，公司主持和参与制定公布实施的国家和行业标准 22 项，其中国家标准 5 项、行业标准 17 项，参与制定联合国粮食及农业组织(FAO)国际标准 5 项并均已公布实施，成为国内首家申请并获得通过的 FAO/WHO 国际农药标准的企业。

多基地布局成就可持续生产能力，规模优势凸显。公司自 2015 年在新三板挂牌以来，利用并购完成了在浙江、江苏、山东、河北和江西五省的主要七大生产基地的布局，通过多基地布局，公司在夯实生产能力的同时分散了单一基地的生产集中风险，在环保高压政策常态化的大环境下，具备可持续生产能力。凭借显著的规模优势，公司生产效率提高、生产成本有效降低、产品种类丰富、产品质量稳定，满足了客户多样的采购需求。

图12：近三年研发支出合计近 6 亿元（单位：亿元、%）

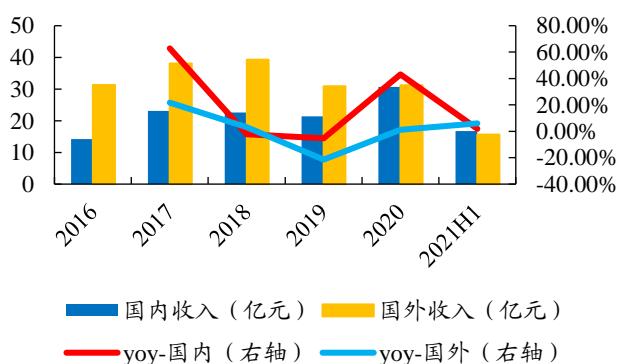


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、积极拓展国内市场，募投产能释放带来新增长

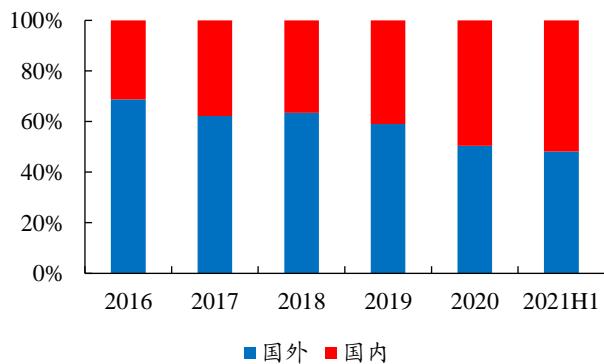
国内市场收入持续增长，成为新的增长点。公司国内市场收入从 2016 年的 14.21 亿元增至 2020 年的 30.68 亿元，CAGR 为 21.22%，其中 2020 年同比增长 43.10%，是公司业绩主要增长点。国内市场收入占比也从 2016 年的 31.24% 上升至 2020 年的 49.60%，2021H1 收入占比为 51.85%，首次超过国外。我们认为，随着公司不断开拓国内市场空间，公司国内业务有望持续扩张，推动经营业绩实现稳定增长。

图13：2020 年国内市场业务收入快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2021 年上半年国内市场收入占比首超国外



数据来源：公司公告、开源证券研究所

募投项目帮助优势产品实现产能及工艺双重升级，投产后业绩增量可期。公司本次拟公开发行不超过 10000 万股人民币普通股募集资金项目用于农药原药产品转型升级及副产精酚综合回收利用项目中硝磺草酮、嘧菌酯、戊唑醇以及乙氧氟草醚产品的建设。完成后，公司优势产品将实现产能及工艺双重升级，最终形成年产 4000 吨硝磺草酮、年产 4000 吨嘧菌酯、年产 3000 吨戊唑醇以及相关联产产品生产能力，改善当前产能不足的现状，进一步提高公司效益。同时，利用全新工艺新增建设年产 1000 吨乙氧氟草醚生产线，进一步提升对旧工艺中副产物精酚的利用率，实现绿色联产。预计项目投资静态所得税后回收期（含建设期）为 6.08 年，项目投资所得税后内部收益率 31.05%。2021 年，上虞颖泰 4000t/a 硝磺草酮项目将实现建成和投产，未来随着其他项目的相继投产和产能释放，将为公司带来新的业绩增长。

表3：4000t/a 硝磺草酮项目预计 2021 年完成建成投产

序号	项目名称	具体内容	估算投资额（万元）	建设期
1	农药原药产品转型升级及副产精酚综合回收利用项目	4000t/a 硝磺草酮	7,455.85	2019Q2-2021Q1
		4000t/a 嘧菌酯	8,854.60	2020Q2-2022Q1
		3000t/a 戊唑醇	7,512.10	2020Q2-2022Q4
		1000t/a 乙氧氟草醚	6,591.25	2020Q2-2022Q4
		公用工程建设	10,249.03	2019Q4-2020Q4
2	偿还银行贷款	流动资金	11,083.06	—
		合计	61,745.89	—

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、与新安股份强强联合，打开未来成长空间

与新安股份达成战略合作，强强联手共促发展。2021 年 6 月 9 日，公司与母公司华邦健康、国内农化巨头新安股份共同签订《战略合作协议》。各方为进一步推动业务共同发展，致力于以颖泰生物作为合作平台，在农化、转基因领域的产品布局、产业链拓展、市场及渠道协同等方面建立全面、深入的战略合作伙伴关系，达成合作意向。2021 年 9 月 3 日，华邦健康与新安股份签订《股份转让协议》，转让所持有的颖泰生物约 1.51 亿股股份，占其股本总额的 12.31%，交易价格 5.30 元/股，转让总价款约 8 亿元。转让完毕后，华邦健康持有公司的股比将由 66.76% 降至 54.44%，新安股份则成为公司第二大股东。

销售渠道共享完善全球布局。目前新安股份已在加纳、阿根廷、美国、香港设立四个海外子公司，在亚洲、欧洲、非洲、北美洲和南美洲设有 8 大销售机构合计 38 个营销网点，并即将入驻肯尼亚和乌拉圭。未来通过与新安股份共享销售渠道，公司有望进一步扩张全球销售网络。

图15: 新安股份销售渠道遍布全球



资料来源: 新安股份公司官网

产品品种互补助力向综合解决方案提供商转型。新安股份形成了以草甘膦原药及剂型产品为主导,草铵膦、敌草隆等为补充的除草剂,甲维盐为代表的杀虫剂,多菌灵、百菌清为代表的杀菌剂,信息素、性诱导剂为代表的生物防控等多品种同步发展的产品群,以及水稻、小麦、玉米、柑橘、草莓、茶叶、槟榔等作物的综合植保解决方案。此次战略合作有望丰富公司农化产品种类,完善公司产业链布局,并借助新安股份的经验转型作物综合解决方案提供商。

4、盈利预测与投资建议

公司通过持续整合重组不断完善产业链一体化布局,具备较强的成本控制能力,随着公司自产产品占比的提升,毛利率有望实现稳中有升。此外,公司凭借其在研发实力和国内市场上的优势,有望在未来快速抢占大量国际农药专利到期带来的广阔仿制农药新增市场。随着产能的逐渐释放以及国内市场的稳步拓展,公司将重回增长通道。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为3.44/4.09/4.95亿元, EPS分别为0.28/0.33/0.40元/股,当前股价对应的PE分别为22.1/18.6/15.4倍,公司估值水平较可比公司估值均值比较高,考虑到公司作为国内仿制农药的龙头,将充分受益于产业政策指引和环保高压常态化带来的行业加速整合,首次覆盖给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值参考 (亿元、元/股)

股票代码	公司简称	最新收盘价	总市值	EPS	2021E	2022E	2023E	P/E	2021E	2022E	2023E
002258.SZ	利尔化学	30.70	161.72	1.91	2.13	2.41	16.1	14.4	12.8		
600486.SH	扬农化工	123.01	381.21	5.11	5.62	6.99	24.1	21.9	17.6		
300575.SZ	中旗股份	22.00	45.54	1.36	1.84	2.33	16.2	11.9	9.5		
平均				2.79	3.20	3.91	18.8	16.1	13.3		
833819.NQ	颖泰生物	6.22	76.24	0.28	0.33	0.40	22.1	18.6	15.4		

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 可比公司盈利预测除扬农化工外均来自 Wind 一致预测, 收盘日期 2021 年 9 月 3 日)

5、风险提示

原材料价格上涨风险、汇率变动风险、新项目建设不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,630	4,133	4,296	4,707	5,302	营业收入	5,295	6,225	6,654	7,296	8,227
现金	1,493	1,338	665	730	823	营业成本	3,997	4,978	5,412	5,924	6,660
应收票据及应收账款	1,097	1,112	1,439	1,578	1,780	营业税金及附加	29	31	33	36	41
其他应收款	132	80	117	128	144	营业费用	108	90	93	109	123
预付账款	151	125	143	157	177	管理费用	380	364	379	420	473
存货	1,492	1,307	1,692	1,852	2,082	研发费用	181	191	200	241	280
其他流动资产	265	171	240	262	296	财务费用	297	328	129	75	48
非流动资产	6,677	6,590	5,980	5,360	4,749	资产减值损失	-15	-30	-11	-12	-14
长期投资	1,689	1,628	1,628	1,628	1,628	其他收益	0	0	0	0	0
固定资产	2,910	2,804	2,417	2,020	1,613	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
无形资产	846	823	686	549	412	投资净收益	18	131	0	0	0
其他非流动资产	904	926	921	916	912	资产处置收益	-1	6	2	2	2
资产总计	11,307	10,723	10,276	10,067	10,051	营业利润	320	430	440	522	631
流动负债	5,985	5,671	5,142	4,838	4,706	营业外收入	10	6	7	7	7
短期借款	2,429	3,599	1,685	1,050	445	营业外支出	11	10	13	13	13
应付票据及应付账款	1,232	1,370	1,624	1,778	1,999	利润总额	319	426	435	517	625
其他流动负债	94	86	86	86	86	所得税	52	112	96	115	139
非流动负债	1,287	452	452	452	452	净利润	267	314	338	402	487
长期借款	1,193	366	366	366	366	少数股东损益	-15	-11	-6	-7	-8
其他非流动负债	94	86	86	86	86	归母净利润	282	325	344	409	495
负债合计	7,272	6,123	5,595	5,290	5,158	EBITDA	998	1,162	1,175	1,212	1,283
少数股东权益	49	16	10	3	-5	EPS(元)	0.23	0.27	0.28	0.33	0.40
股本	1,126	1,226	1,226	1,226	1,226	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2,586	3,010	3,010	3,010	3,010	成长能力					
留存收益	274	348	435	537	662	营业收入(%)	-15.0	17.6	6.9	9.7	12.8
归属母公司股东权益	3,986	4,584	4,671	4,774	4,898	营业利润(%)	-48.2	34.3	2.4	18.6	20.8
负债和股东权益	11,307	10,723	10,276	10,067	10,051	归属于母公司净利润(%)	-36.5	15.5	5.9	18.8	21.0
						盈利能力					
						毛利率(%)	24.5	20.0	18.7	18.8	19.0
						净利率(%)	5.0	5.0	5.1	5.5	5.9
						ROE(%)	7.1	7.1	7.4	8.6	10.1
						偿债能力					
						ROIC(%)	6.9	8.3	5.6	6.9	8.5
						资产负债率(%)	64.3	57.1	54.4	52.5	51.3
						净负债比率(%)	52.8	57.1	29.6	14.4	-0.2
						流动比率	0.8	0.7	0.8	1.0	1.1
						速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	4.9	5.6	4.8	4.8	4.8
						应付账款周转率	8.8	7.9	5.4	5.4	5.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.23	0.27	0.28	0.33	0.40
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.91	1.30	0.85	0.88
						每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.74	3.81	3.89	4.00
						估值比率					
						P/E	27.1	23.4	22.1	18.6	15.4
						P/B	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6
						EV/EBITDA	9.7	9.4	8.2	7.5	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn