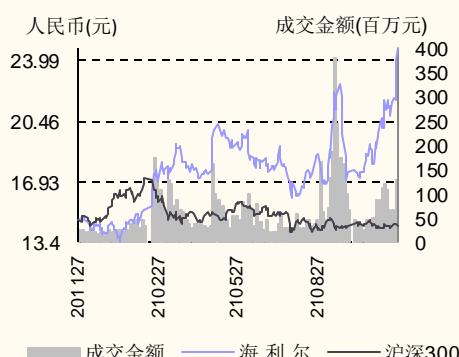


市场价格(人民币): 24.70元  
 目标价格(人民币): 31.35-31.35元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	3.40
已上市流通A股(亿股)	3.32
总市值(亿元)	83.98
年内股价最高最低(元)	24.70/13.40
沪深300指数	4860
上证指数	3564



陈屹 分析师SAC执业编号: S1130521050001  
 chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 分析师SAC执业编号: S1130521080003  
 wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师SAC执业编号: S1130520090002  
 yangyiying@gjzq.com.cn

**新烟碱类杀虫剂龙头，新产品拓展助推成长****公司基本情况(人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,467	3,227	3,581	4,776	5,948
营业收入增长率	12.56%	30.83%	10.96%	33.39%	24.53%
归母净利润(百万元)	316	407	478	711	879
归母净利润增长率	-14.05%	28.78%	17.66%	48.52%	23.63%
摊薄每股收益(元)	1.862	1.713	1.407	2.090	2.584
每股经营性现金流净额	3.49	2.37	3.84	3.32	4.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.08%	15.54%	17.24%	22.19%	23.56%
P/E	13.38	11.91	17.55	11.82	9.56
P/B	1.88	1.85	3.03	2.62	2.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **原药、制剂双轮驱动，一体化产业链优势明显。**海利尔属国家定点农药生产企业，是集农药和功能性肥料研发、生产、销售为一体的大型农化集团。公司以农药制剂产品为基础，逐步向上游原药及中间体业务领域延伸，目前已基本形成制剂、原药及中间体协调发展的一体化产业链格局。
- **新烟碱类杀虫剂一体化布局，产品结构完善。**公司目前拥有核心产品虫剂吡虫啉和啶虫脒产能4000吨；公司第二代烟碱类新产品噻虫嗪、噻虫胺原药共计3000吨产能处于产能爬坡阶段，第三代烟碱类杀虫剂500吨呋虫胺产能目前正在建设中，预计2022年底建设完成。与竞争对手相比，公司在新烟碱类杀虫剂产品系列布局完善，配套吡虫啉和啶虫脒原材料二氯，噻虫嗪和噻虫胺配套原材料噻唑，公司原材料一体化布局在保证原药生产稳定性的同时进一步优化成本空间。
- **农药产品受供需影响，价格持续上行。**2021年10月份后，农药价格受供需格局改善和成本双重支撑一路上行，公司核心产品吡虫啉价格由3季度均价15万元/吨涨至目前25万元/吨，啶虫脒价格由2季度均价12.2万元/吨涨至目前25万元/吨，吡唑醚菌酯价格由15.5万元/吨涨至目前30万元/吨，我们预计随着冬储和春耕传统旺季的来临，且全行业库存持续低位情况下，产品价格有望维持高位运行。
- **丰富农药产品品类，新项目扩张助力长期成长。**2020年4月，公司投资约20亿元建设恒宁一期原药及中间体项目，恒宁一期项目预计于2021年底全部建成，我们测算，恒宁一期项目在2022-2023年完全投产后将给公司带来17.1亿元收入；2021年4月，公司启动建设恒宁二期项目，我们测算，二期项目完全达产后将为公司贡献58.86亿元营收（其中8000吨丙硫菌唑完全达产贡献收入33亿元）。

**盈利预测与投资建议**

- 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为4.78、7.11和8.79亿元；EPS分别为1.41、2.09和2.58元，当前市值对应PE分别为17.55X、11.82X和9.56X，我们给予公司2022年15倍PE，目标价31.35元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示**

- 市场竞争加剧风险；产品价格下跌风险；需求不及预期风险；新建项目进度不及预期风险；解禁风险；高管减持风险；汇率波动风险

## 内容目录

一、深耕农药行业二十载，打造新烟碱类杀虫剂龙头企业 .....	4
1.1 一体化优势明显，原药制剂双驱动 .....	4
1.2 公司业绩稳健增长 .....	6
1.3 重视创新药研发，产品品类不断丰富 .....	7
二、新烟碱类杀虫剂龙头，丰富产品品类布局 .....	7
2.1 新烟碱类杀虫剂是杀虫剂重要的品类之一 .....	7
2.2 公司吡虫啉和啶虫脒产能稳居前列 .....	8
2.3 第二代新烟碱类杀虫剂产能逐渐释放，提升利润空间 .....	10
三、进一步完善杀菌剂和除草剂品类 .....	12
3.1 杀菌剂市场稳步增长，公司布局吡唑醚菌酯和丙硫菌唑 .....	12
3.2 吡唑醚菌酯供需格局有望逐步改善 .....	13
3.3 丙硫菌唑在国内市场逐步打开，公司提前布局抢占市场 .....	15
3.4 公司除草剂环磺酮获国内首个原药出口登记 .....	15
四、外延并购丰富产业链，募投新项目创造新的盈利增长点 .....	16
4.1 收购凯源祥引入甲维盐产品 .....	16
4.2 奥迪斯制剂项目产能持续扩张 .....	16
4.3 青岛恒宁项目稳步推进 .....	16
五、盈利预测 .....	17
六、风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 公司主要子公司及经营情况 .....	4
图表 2: 公司经营产品 .....	4
图表 3: 吡虫啉和啶虫脒一体化产业链 .....	5
图表 4: 噻虫嗪和噻虫胺一体化产业链 .....	5
图表 5: 公司主要产品产能及在建项目 .....	5
图表 6: 2011-2020 年公司营业收入构成情况（亿元） .....	6
图表 7: 2011-2020 年公司主要产品毛利率情况 .....	6
图表 8: 公司营收及增速情况 .....	6
图表 9: 公司归母净利润及增速情况 .....	6
图表 10: 2011-2020 年公司出口额 .....	7
图表 11: 杀虫剂种类及代表性产品 .....	8
图表 12: 十种新烟碱类杀虫剂在我国的登记作物 .....	8
图表 13: 国内吡虫啉生产企业及产能 .....	9
图表 14: 国内啶虫脒生产企业及产能 .....	9
图表 15: 吡虫啉原药价格情况（万元/吨） .....	10
图表 16: 啶虫脒原药价格情况 .....	10

图表 17: 国内二氯中间体产能情况.....	10
图表 18: 2018 年全球销量领先的十五大杀虫剂.....	11
图表 19: 国内噻虫嗪生产企业及产能.....	11
图表 20: 噻虫胺原药价格情况 (万元/吨) .....	12
图表 21: 2011-2019 年全球市场杀菌剂销售额及增速.....	12
图表 22: 2018 年全球杀菌剂销售额前 15.....	13
图表 23: 全球吡唑醚菌酯应用情况.....	13
图表 24: 2009-2018 年全球吡唑醚菌酯销售额及增速.....	14
图表 25: 国内吡唑醚菌酯登记企业所在省份分布情况.....	14
图表 26: 国内吡唑醚菌酯生产企业及产能.....	15
图表 27: 吡唑醚菌酯原药价格情况.....	15
图表 28: 丙硫菌唑国内登记情况.....	15
图表 29: 2010-2019 年环磺酮全球销售额及增速.....	16
图表 30: HPPD 抑制剂类除草剂市场占比 .....	16
图表 31: 奥迪斯制剂项目情况.....	16
图表 32: 青岛恒宁项目将再造一个海利尔.....	17
图表 33: 公司各项收入与毛利拆分.....	18
图表 34: 可比公司估值对比 .....	18

## 一、深耕农药行业二十载，打造新烟碱类杀虫剂龙头企业

### 1.1 一体化优势明显，原药制剂双驱动

- 海利尔成立于 1999 年，属国家定点农药生产企业，是集农药和功能性肥料研发、生产、销售为一体的大型农化集团，于 2017 年 1 月 12 日在上交所主板上市。公司主营业务包括农药制剂、农药中间体、农药原药和水溶性肥料的研发、生产和销售。

图表 1：公司主要子公司及经营情况

子公司名称	成立时间	主营业务	具体经营
青岛奥迪斯生物科技有限公司	2001. 9	农药制剂的研发、生产与销售	主要为杀虫剂、杀菌剂、除草剂、营养制剂等农药制剂的生产
山东海利尔化工有限公司	2007. 12	原药生产与销售	吡虫啉、啶虫脒等农药原中间体的生产与销售
青岛海利尔农资有限公司	2009. 2	农资的销售	主要销售海利尔药业制剂产品
青岛海利尔植保科技有限公司	2010. 2	农资的销售	主要为海利尔药业制剂产品在胶东地区的零售店直销业务
青岛大护农业科技有限公司	2011. 10	农业、林有害生物防治	农业、林有害生物防治
山东泰格伟德生物科技有限公司	2015. 7	农资的销售	主要销售山东海利尔制剂产品
青岛嘉美特植物营养工程有限公司	2015. 10	化肥生产、销售	肥料的研发、生产与销售
青岛凯源祥化工有限公司	2002. 10	农药原药和制剂生产销售	甲维盐及农药制剂生产
青岛恒宁生物科技有限公司	2019. 07	农药原药的生产销售	农药原药的生产销售
青岛田地头农业服务有限公司	2015. 10	咨询服务	咨询服务

来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

- 产品种类齐全，核心突出。公司农药制剂主要涵盖杀虫剂、杀菌剂、除草剂等系列品种，农药原药主要包括吡虫啉、啶虫脒、噻虫嗪、噻虫胺、吡唑醚菌酯、丙硫菌唑和甲维盐等，农药中间体为二氯，水溶性肥料主要涵盖含氨基酸水溶肥料和大量元素水溶肥料，同时具备生产微量元素水溶肥料和含腐植酸水溶肥料的生产能力。

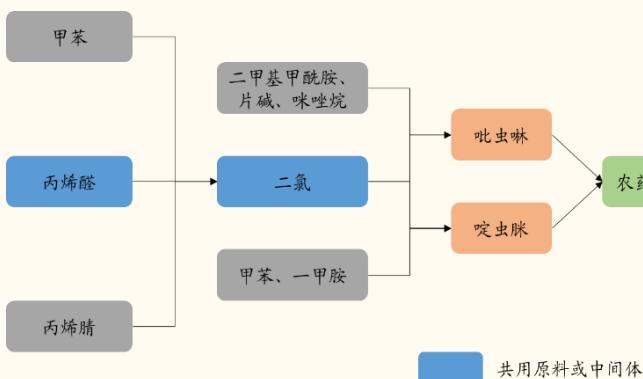
图表 2：公司经营产品

类别	主要产品
农药制剂	杀虫剂、杀菌剂、除草剂、拌种剂
农药原药	吡虫啉、啶虫脒、吡唑醚菌酯、丙硫菌唑、甲维盐、噻虫嗪、噻虫胺
农药中间体	2-氯-5-氯甲基吡啶
肥料	含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料

来源：公司官网，国金证券研究所

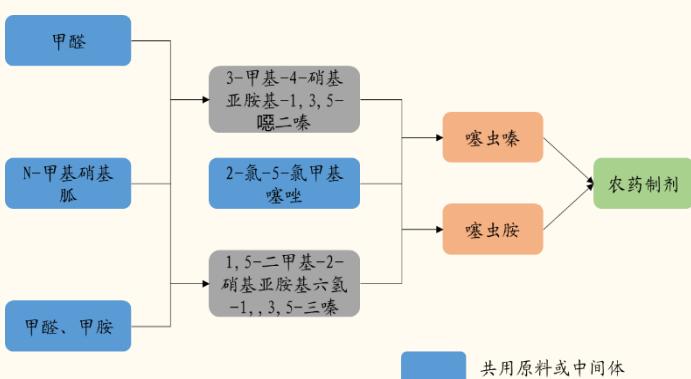
- 公司“制剂、原药与中间体”一体化优势明显。公司以农药制剂产品为基础，逐步向上游原药及中间体业务领域延伸，目前已基本形成制剂、原药、原药中间体协同发展的一体化产业链，公司核心产品吡虫啉、啶虫脒需使用自身生产的中间体二氯，同时公司新建噻虫嗪、噻虫胺项目也存在共用中间体 N-甲基硝基胍和 2-氯-5-氯甲基噻唑的情况，通过一体化产业链可以发挥相互间的协同效应，增强公司的盈利能力和抗风险能力。

图表 3: 吡虫啉和啶虫脒一体化产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4: 噻虫嗪和噻虫胺一体化产业链



来源：CNKI，国金证券研究所

注：根据合成工艺推测

■ **产品结构日臻完善，新项目陆续投产。**农药原药及中间体方面，公司核心产品吡虫啉、啶虫脒产能分别为 2500、1200 吨，吡唑醚菌酯 1000 吨，甲维盐 200 吨均已满产。2020 年 6 月，公司第二代烟碱类新产品噻虫嗪、噻虫胺原药项目已进入试生产阶段，满产后将带来 3000 吨的增量，2020 年 9 月丙硫菌唑进入试生产，当前产能达 2000 吨。另外公司拥有自用二氯中间体 2500 吨，青岛恒宁一期项目 19600 吨化学品原料药及中间体项目在建中，预计也将于 2021 年底密集完工。农药制剂方面，奥迪斯 7000 吨制剂项目和 23000 吨农用化学品制剂及肥料制造项目主要设备安装已完成。

图表 5: 公司主要产品产能及在建项目

主要厂区或项目	产品名称	设计产能 (吨)	产能利用率	在建产能情况
山东海利尔	二氯中间体	2500	242.58%	
	吡虫啉	2500	222.07%	
	啶虫脒	1200	210.96%	
	吡唑醚菌酯	1000	99.17%	
	噻虫嗪	2000	0%	2020 年 6 月试生产
	噻虫胺	1000	40.64%	
	丙硫菌唑	2000	10.02%	2020 年 9 月试生产
海利尔、奥迪斯、凯源祥	甲维盐	200	230.93%	
	农药制剂	18500	180.51%	
	水性化制剂	7000	/	预计 2021 年全面完工
	农用化学品制剂及肥料	23000	/	预计 2021 年全面完工
	农用化学品制剂及肥料	20000	/	预计 2022 年建设完工
青岛恒宁一期	农用化学品制剂及肥料	50000	/	预计 2024 年建设完工
	苯醚甲环唑	3000	/	
	丙环唑	2000	/	
	溴虫腈	2000	/	
	丁醚脲	2000	/	预计 2021 年建设完工
	苯醚酮	2600	/	
	2,4-二氯苯乙酮	2000	/	
	4-溴-2-(4-氯苯基)-5-三氟甲基吡咯-3-腈	2000	/	

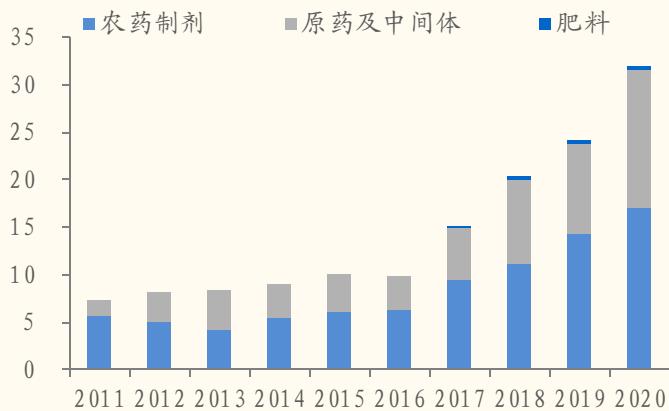
4-苯氧基-2, 6-二异丙基苯基硫脲	2200	/
4-苯氧基-2, 6-二异丙基苯基硫代异氰酸酯	1800	

来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 公司业绩稳健增长

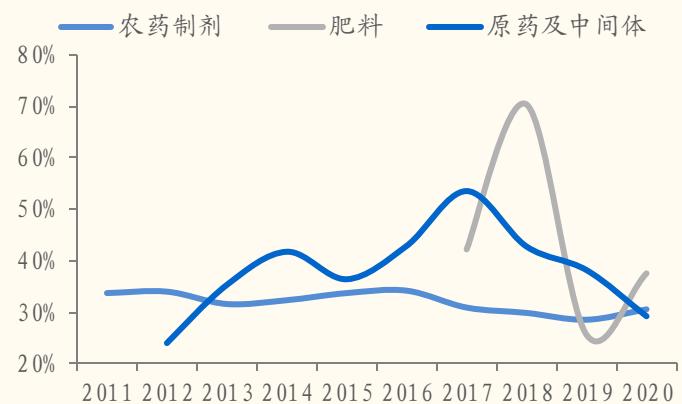
- 2020 年公司农药制剂实现营收 17 亿元，总营收占比将近 53%；原药及中间体 2020 年实现营收 14.44 亿元，营业收入占比 45.9%。毛利率方面，农药制剂较为平稳，基本保持 30% 左右的毛利率水平。原药及中间体更多受市场供需的影响，毛利率有所波动。

图表 6：2011-2020 年公司营业收入构成情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

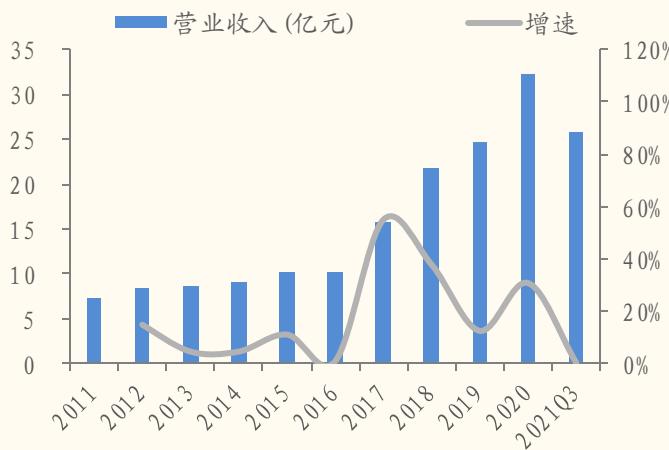
图表 7：2011-2020 年公司主要产品毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016-2020 年，公司营业收入从 10.26 亿元增至 32.27 亿元，期间 CAGR 达到 33.17%；归母净利润从 1.46 亿元增至 4.07 亿元，期间 CAGR 达到 29.21%。分业务来看，公司制剂收入保持稳健增长，毛利率基本稳定。原药方面，2017-2018 年，受益于供给侧改革，原药价格处于高位，公司业绩迅速增长；2019 年后，原药价格回落，但得益于公司产量上升，业绩整体保持平稳。受市场供需影响，公司农药产品价格在 2021 年 10 月份之后持续上行，我们认为，农药价格中枢上行，且伴随着公司新项目的投产，预计公司的业绩有望迎来新的增长台阶。

图表 8：公司营收及增速情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司归母净利润及增速情况

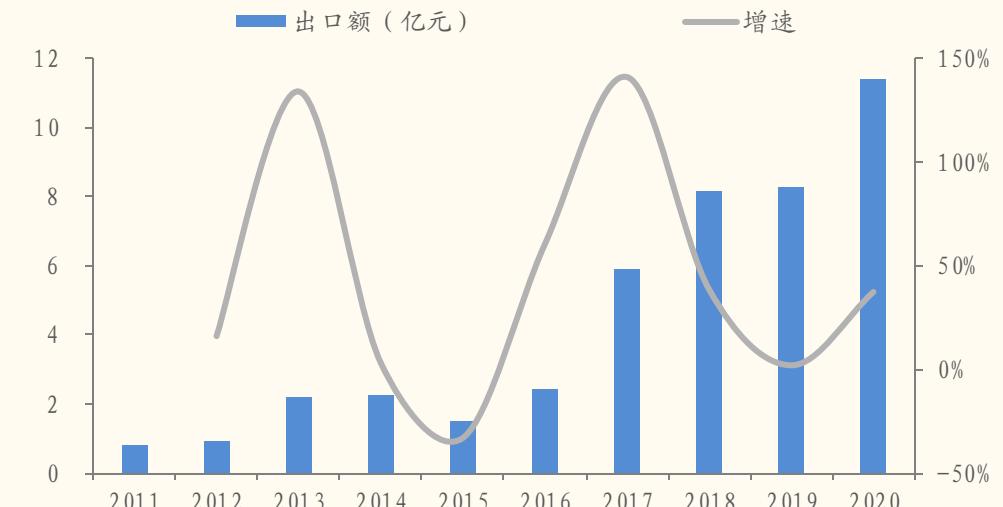


来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司积极布局海外市场。目前公司已取得澳大利亚、新西兰、玻利维亚等 64 个国家 1400 多个产品的支持登记和自主登记，正在哥伦比亚、多米尼

加、肯尼亚等 70 多个国家进行支持登记和欧盟、美国、加拿大、巴西的自主登记。公司已完成海利尔阿根廷公司、海利尔菲律宾公司和海利尔柬埔寨公司等公司设立的工作，目前正在对巴西等境外分支机构等主体设立的规划和实施。近年来，公司海外业务扩张明显，2015-2020 年，公司出口额从 1.52 亿元增至 11.4 亿元，年复合增长率达到 49.63%。

图表 10：2011-2020 年公司出口额



来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 重视创新药研发，产品品类不断丰富

- 公司一直将研发、创新作为公司成长的重要驱动因素，研发投入维持较高水平。2018 年以来，公司研发费用率一直保持在 4% 以上，处于行业第一梯队，保障了公司的持续创新。2020 年公司研究所合成新化合物近 1500 个，获得 4 个以上具有较佳生物活性的全新结构化合物，其中至少 2 个具有登记及上市前景。制剂所全年共顺利投产近 30 个制剂新产品，并降低了 57 个已有产品的成本。目前公司还有四个高活性化合物（一个杀虫剂、两个杀菌剂、一个除草剂）在进行田间实验，三个高活性化合物（两个除草剂、一个杀菌剂）在实验室测试，后备弹药充足。
- 自研新产品氟氯虫双酰胺正在进行产品登记程序，待正式获批后计划投入生产。2021 年 6 月，2 个新有效成分获得 ISO 农药通用名技术委员会临时批准的英文通用名。其中一个就是海利尔研发的双酰胺类杀虫剂，其中文名称为氟氯虫双酰胺。氟氯虫双酰胺可以高效防治小菜蛾、甜菜夜蛾、蚜虫、二化螟等，其活性高于氯虫苯甲酰胺、溴氰虫酰胺。该产品是公司自主创制的第一款杀虫剂，其系列制剂产品将于 2022 年上市，将为抗性鳞翅目害虫管理提供新的工具，持续为中国农业创造更多的价值。
- 公司除草剂环磺酮获国内首个原药出口登记。环磺酮是由拜耳公司 2007 年研制的三酮类玉米田除草剂（HPPD 抑制剂）新品种，该药剂在作物的整个生长期均保持良好的除草活性，具有较强的抗雨水冲刷能力，且对作物安全。公司此次获得该产品在国内首个原药出口登记将形成先发优势，对丰富公司产品种类、提高创收有积极意义。

## 二、新烟碱类杀虫剂龙头，丰富产品品类布局

### 2.1 新烟碱类杀虫剂是杀虫剂重要的品类之一

- 目前全球杀虫剂产业形成了新烟碱类、拟除虫菊酯类、有机磷类、氨基甲酸酯类、天然类、其他结构类六大种类。

图表 11：杀虫剂种类及代表性产品

种类	代表性品种
新烟碱类	吡虫啉、呋虫胺、啶虫脒、噻虫啉、噻虫嗪、噻虫胺、烤烟虫胺、眼虫啶、氯噻啉等
拟除虫菊酯类	氰戊菊酯、氯菊酯、醚菊酯、乙氰菊酯、四溴菊酯等
有机磷类	硫磷、甲基对硫磷、三唑磷、噻唑磷、辛硫磷、丙硫磷氧氢磷、丁基吃啶磷、哒嗪硫磷、毒虫畏丙溴磷等
氨基甲酸酯类	甲攀威、列克百威、灭多威、涕灭威等
天然产物类	苏云金杆菌、绿僵菌、白僵菌、雷皮霉素、乙基多杀菌素、阿维菌素、多杀菌素、乙基多杀菌素等
其他结构类	四聚乙醒、氯虫苯甲酰胺、氟虫双酰胺

来源：智研咨询，国金证券研究所

■ **新烟碱类杀虫剂产品多样，应用范围广泛。**新烟碱类杀虫剂包括氯代烟碱、硫代烟碱、呋喃型烟碱，目前为止是国内外最主要的杀虫剂组成，尽管其对蜜蜂等环境生物上的影响受到了来自社会各界的广泛关注，但就目前甚至较长的未来时间内均不存在完全的替代产品。目前在市场上使用最为广泛、市场潜力最大的新烟碱类杀虫剂包括吡虫啉、烯啶虫胺、啶虫脒、噻虫啉、噻虫嗪、噻虫胺、呋虫胺等品种。

图表 12：十种新烟碱类杀虫剂在我国的登记作物

品种	登记作物	备注
吡虫啉	水稻、小麦、玉米、棉花、花生、大豆、甘蔗、蔬菜等	共计 51 种（类），油菜、橄榄树、森林、堤坝等作物/场所不在登记有效期内
噻虫嗪	水稻、小麦、玉米、棉花、花生、大豆、油菜、甘蔗等	共计 43 种（类）
啶虫脒	水稻、小麦、棉花、十字花科蔬菜、大白菜等	共计 26 种（类），韭菜不在登记有效期内
呋虫胺	水稻、小麦、玉米、花生、大白菜、甘蓝等	共计 20 种（类）
噻虫啉	水稻、花生、甘蓝、番茄、黄瓜、辣椒等	共计 16 种（类）
噻虫胺	水稻、小麦、玉米、花生、甘蔗、番茄等	共计 13 种（类）
烯啶虫胺	水稻、棉花、甘蓝、柑橘树、茶树、观赏菊花、咖啡树	共计 7 种（类）
氯噻啉	水稻、小麦、甘蓝、番茄（大棚）、柑橘树、茶树、烟草	共计 7 种（类）
哌虫啶	水稻、小麦	共计 2 种（类）
环氧虫啶	水稻、甘蓝	共计 2 种（类）

来源：农药快讯信息网，国金证券研究所

■ 公司杀虫剂品种主要有新烟碱类的吡虫啉、啶虫脒、噻虫嗪和噻虫胺，天然产物类的甲维盐，苯基吡唑类的氟虫腈，恶二嗪类的茚虫威。其中，公司是国内新烟碱类农药龙头之一，产能位居全国前三。

## 2.2 公司吡虫啉和啶虫脒产能稳居前列

- 吡虫啉是德国拜耳公司和日本农药株式会社共同开发并实现产业化的一个新烟碱类高活性杀虫剂，它具有高效、低毒、广谱、对环境友好、持效期长等特点，主要用于防治刺吸式口器害虫（蚜虫、飞虱等），主要应用作物为大豆、小麦、果蔬、水稻、玉米、棉花等。吡虫啉一经推出，便获得极大成功，迅速占领市场，规模一直占据领先地位。
- **吡虫啉在拌种剂领域的应用前景广阔。**目前拌种剂用量较大的作物包括玉米、水稻、小麦、棉花等。随着以克百威、甲基异柳磷和甲拌磷等高毒农药为有效成分的传统拌种剂逐步退出市场，吡虫啉因其更加有效而且低毒的特质将逐步渗透传统拌种剂市场。海利尔目前具有 2500 吨吡虫啉产能，是吡虫啉龙头企业之一。

图表 13: 国内吡虫啉生产企业及产能

公司名称	吡虫啉名义产能 (吨/年)	CCMP 配套情况
中农联合	4000	CCMP 和咪唑烷全部自给
江苏克胜	4000	CCMP 全部自给, 咪唑烷外购
河北野田	4000	CCMP 全部自给, 咪唑烷外购
长青股份	3000	配套 CCMP 产能 2000 吨/年, 咪唑烷外购
海利尔	2500	CCMP 全部自给, 咪唑烷外购
扬农集团	2000	CCMP 部分自给, 咪唑烷外购
江苏常隆	2000	CCMP 部分自给, 咪唑烷外购
红太阳	2000	CCMP 全部自给, 咪唑烷外购
华盛化工	1200	CCMP 全部自给, 咪唑烷外购
三江益农	2000	配套 CCMP 产能 700 吨/年
海正化工	1500	
华星化工	1500	CCMP 和咪唑烷外购
总计	29700	

来源: 卓创资讯, 百川资讯, 国金证券研究所

- 吡虫啉具有内吸与渗透作用, 杀虫谱比啶虫脒更广, 但长期使用易产生抗性, 用于防治小麦蚜虫时, 可进行土壤处理, 能有效防治地下害虫。目前公司具有啶虫脒产能 3000 吨(包括青岛凯源祥 1500 吨), 在啶虫脒市场具有一定的地位。

图表 14: 国内啶虫脒生产企业及产能

公司名称	所在地区	名义产能(吨)
长青股份	江苏	1000
中农联合	山东	2000
扬农集团	江苏	2000
克胜化工	江苏	1500
海利尔	山东	1500
江苏常隆	江苏	1000
野田化工	河北	1000
中化国际	浙江	800
江苏丰山	江苏	700
青岛凯源祥(海利尔)	山东	1500
江苏绿叶	江苏	500
威远生化	河北	300
盐城利民	江苏	200
华星化工	安徽	200
合计		14200

来源: 卓创资讯, 百川资讯, 国金证券研究所

- 吡虫啉、啶虫脒价格有望持续高位。由于啶虫脒与吡虫啉在生产过程中均需要相同的原材料中间体 2-氯-5-氯甲基吡啶 (CCMP), 生产工艺较为相似, 因此多数生产企业同时具备吡虫啉和啶虫脒产能, 吡虫啉与啶虫脒的行业供需格局以及价格走势关联性较强。2017 年受环保监管影响, 国内吡虫啉行业有效产能收缩, 需求稳定增长带动行业产量、有效产能开工率提升, 供需格局紧缩推动价格大幅上涨, 2018-2019 年随着产能逐渐恢复以及需求回落, 吡虫啉、啶虫脒供需持续偏松, 价格有所回落, 2020 年 9 月到达相对底部位置。2020 年四季度-2021 年三季度, 吡虫啉和啶虫脒价格底部震荡。2021 年 10 月份后, 各地限电政策此起彼伏, 并且部分地区的电价上调已经明确, 原药价格受供需和成本双重支撑, 冬储和春耕传统旺季的来临, 各厂家订单量持续饱和, 全行业库存持续低位, 加上化工原材

料价格上涨的推动，农药原药价格持续上涨，我们预计未来产品价格有望高位持续。

图表 15：吡虫啉原药价格情况 (万元/吨)



图表 16：啶虫脒原药价格情况



来源：中农立华原药，国金证券研究所

来源：中农立华原药，国金证券研究所

- **公司自配吡虫啉和啶虫脒中间体。**吡虫啉和啶虫脒的合成都需要通过相同的关键中间体 2-氯-5-氯甲基吡啶，该中间体工艺复杂、生产技术门槛高、三废处理难度大，各农药公司自用为主，市售较少，是制约产品成本的关键因素。公司拥有 2500 吨左右的二氯中间体产能，不仅在成本端优势显著，且保证了原材料供应安全稳定。

图表 17：国内二氯中间体产能情况

公司	所在地	名义产能 (吨)
海利尔	山东	2500
长青股份	江苏	4000
东营德赛	山东	2000
远东化工	河南	2000
盐城志达	江苏	3500
冀河鑫塑料合金	河北	1000
武威捷达	甘肃	2000
滨海康杰	江苏	3000
新协和化工	河北	1000
久邦生物	内蒙古	3200
辛集化工	河北	800
威耳化工	江苏	1800
野田化工	河北	5000
中农联合	山东	1500

来源：卓创资讯，国金证券研究所

### 2.3 第二代新烟碱类杀虫剂产能逐渐释放，提升利润空间

- **噻虫嗪是全球杀虫剂第二大单品。**新烟碱类杀虫剂面世至今已近 30 年，发展过程中经历 3 次迭代。第一代属氯代烟碱类杀虫剂，以吡虫啉、烯啶虫胺、啶虫脒为代表；第二代属硫代烟碱类，以噻虫嗪、噻虫胺、噻虫啉为代表；第三代属呋喃烟碱类，以呋虫胺为代表。
- **噻虫嗪是瑞士先正达公司在欧洲、美国和亚太地区同步推出的第二代新烟碱类杀虫剂。**其作用机理与第一代吡虫啉等杀虫剂相似，通过破坏昆虫中枢神经系统的正常传导，造成害虫死亡，但噻虫嗪具有更高的活性、更高的安全性、更广的活性谱。噻虫嗪是第二代新烟碱类产品中最具代表性的产品，在全球市场中占有很高的份额。根据 Phillips McDougall 公司的统计，

2018 年噻虫嗪以 10.5 亿美元销售额列全球杀虫剂排行榜第 2 位。

图表 18: 2018 年全球销量领先的十五大杀虫剂

排名	有效成分	销售额(亿美元)	类型	上市时间(年)	主要开发公司
1	氯虫苯甲酰胺	15.9	双酰胺类	2008	富美实
2	噻虫嗪	10.5	新烟碱类	1999	先正达
3	吡虫啉	9.2	新烟碱类	1991	拜耳
4	毒死蜱	6.25	有机磷类	1965	科迪华
5	高效氯氟氰菊酯	6.08	拟除虫菊酯类	1984	富美实
6	阿维菌素	5.5	生物发酵产品类	1985	先正达
7	氟苯虫酰胺	4.77	双酰胺类	2007	日本农药
8	噻虫胺	4.3	新烟碱类	2002	住友化学
9	氟虫腈	4.22	其他类	1993	巴斯夫
10	乙酰甲胺磷	3.5	有机磷类	1971	爱利思达
11	氯氰菊酯	3.45	拟除虫菊酯类	1978	富美实
12	多杀霉素	3.3	生物发酵产品类	1995	科迪华
13	溴氰菊酯	3.25	拟除虫菊酯类	1977	拜耳
14	啶虫脒	2.9	新烟碱类	1996	日本曹达
15	联苯菊酯	2.48	拟除虫菊酯类	1986	富美实

来源: Phillips McDougall, 国金证券研究所

- 行业集中度不高, 公司有望凭借规模优势迅速抢占市场份额。目前国内噻虫嗪总产能将近 2 万吨, 产能较为分散, 行业集中度较低, 市场尚未形成绝对的龙头企业。公司于 2018 年开始布局第二代新烟碱杀虫剂噻虫嗪、噻虫胺和第三代新烟碱杀虫剂呋虫胺, 共计产能 3500 吨, 其中噻虫嗪 2000 吨产能。2020 年 6 月份, 公司第二代烟碱类杀虫剂噻虫嗪和噻虫胺原药项目整体工程已完工并进行试生产。凭借公司一体化产业链优势及优质销售渠道, 公司有望迅速切入市场并占据 10%以上的市场份额, 为公司业绩提供新的增长点。

图表 19: 国内噻虫嗪生产企业及产能

公司名称	所在地	名义产能(吨)
辉丰股份	江苏	3000
犇星化工	湖北	3000
河北瑞德	河北	3000
海利尔	山东	2000
金固农化	江苏	2000
山东科信	山东	2000
苏滨生物	江苏	2000
江苏绿叶	江苏	1000
中农联合	山东	800
河北昊阳	河北	500

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

- 噻虫胺未来逐渐打开市场空间。噻虫胺是新烟碱类中的高效低毒杀虫剂, 其作用与烟碱乙酰胆碱受体类似, 适用于叶面喷雾、土壤处理作用, 主要用于水稻、蔬菜、果树及其他作物上防治半翅目、鞘翅目、双翅目和某些鳞翅目类害虫, 具有高效、广谱、用量少、毒性低、药效持效期长、对作物无药害等优点。
- 噻虫胺国内目前登记证共 109 个, 其中原药登记 11 个, 制剂单剂登记 56 个, 制剂复配登记 42 个。随着国内制剂登记证件的完善并开始正式投入销

售，未来2-3年内噻虫胺的用量会呈逐年增长趋势，尤其是在药肥、拌种、种衣剂等方面会逐渐占取噻虫嗪、吡虫啉、毒死蜱等产品的市场份额。噻虫胺价格相对稳定，主要原因还是在于前期噻虫胺相对市场需求量有限，在国内属于相对较新的产品，未来随着国内噻虫胺的持续推广，其需求量将逐步增加。

图表 20：噻虫胺原药价格情况 (万元/吨)



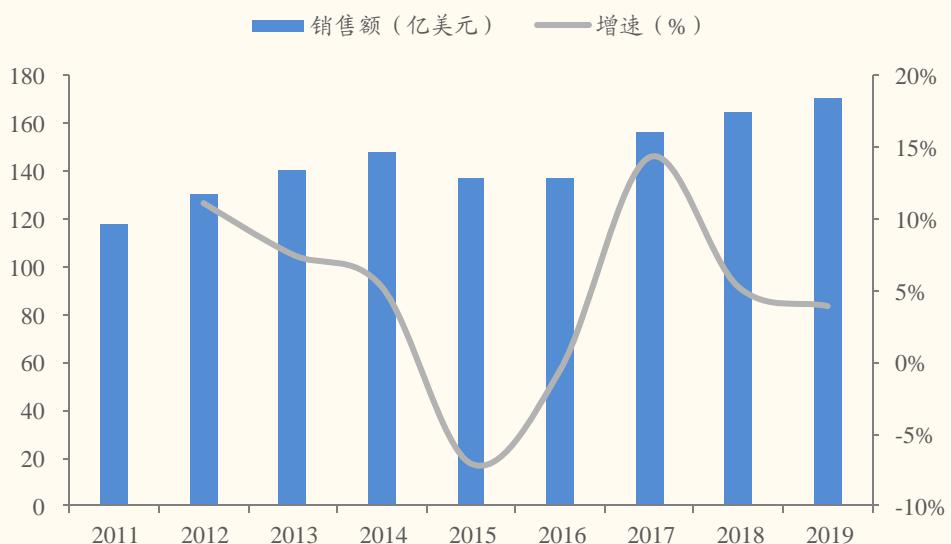
来源：中农立华原药，国金证券研究所

### 三、进一步完善杀菌剂和除草剂品类

#### 3.1 杀菌剂市场稳步增长，公司布局吡唑醚菌酯和丙硫菌唑

■ **杀菌剂市场规模稳步增长。**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，一般指杀真菌剂，主要施用作物果树和经济作物。短期内，其需求的主要影响因素是病虫害发生的程度和气候的影响；长期看，由于杀菌剂是提高农作物产量和品质的重要因素之一，长期内杀菌剂整体市场稳定增长，2011-2019年全球杀菌剂市场规模由117.28亿美元增长至171亿美元，期间年均复合增长率为4.79%，增速高于整体农药行业1.62个百分点。

图表 21：2011-2019年全球市场杀菌剂销售额及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **吡唑醚菌酯和丙硫菌唑全球销售额居于前列。**根据 Phillips McDougall 公司的数据统计，2018 年全球前 15 大杀菌剂有嘧菌酯、代森锰锌、吡唑醚菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑等，以上全球前 15 大杀菌剂的销售总额为 95.76 亿美元，占当年 181.58 亿美元杀菌剂销售额（包括非作物用杀菌剂）的 52.7%。公司 2017 建设年产 1000 吨吡唑醚菌酯原药项目，2019 年满产产出吡唑醚菌酯原药产品 1110.62 吨，同时年产 2000 吨丙硫菌唑杀菌剂原药项目在 2020 年完工。公司顺利布局全球杀菌剂前五大单品中的两个，利好杀菌剂业务长期发展。

图表 22：2018 年全球杀菌剂销售额前 15

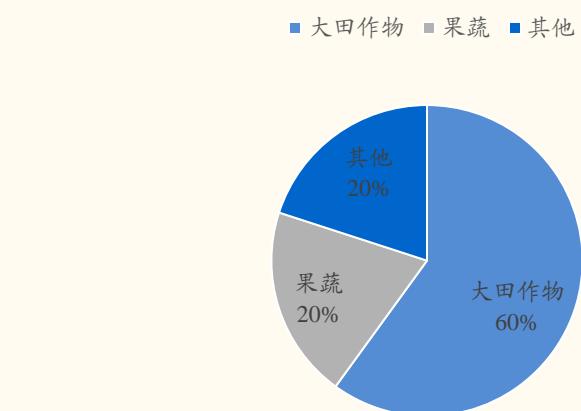
排名	杀菌剂品种名称	销售额（亿美元）
1	嘧菌酯	14.2
2	代森锰锌	10.28
3	吡唑醚菌酯	9.75
4	肟菌酯	8.1
5	丙硫菌唑	7.85
6	戊唑醇	6.05
7	氟环唑	5.26
8	甲霜灵	4.8
9	啶氧菌酯	4.7
10	氟唑菌酰胺	4.7
11	铜类杀菌剂	4.35
12	百菌清	4.31
13	苯并烯氟菌唑	3.91
14	丙环唑	3.85
15	啶酰菌胺	3.65

来源：Philips McDougall，国金证券研究所

### 3.2 吡唑醚菌酯供需格局有望逐步改善

- **吡唑醚菌酯在杀菌剂行业地位显著。**吡唑醚菌酯为甲氧基丙烯酸酯类广谱杀菌剂，为线粒体呼吸抑制剂，对作物病害具有保护、治疗和根治作用，是 1993 年巴斯夫公司发现的含吡唑结构的 strobin 类杀菌剂，具有高效、广谱、低毒，而且对环境安全、友好等特点，主要应用于谷物、柑橘、棉花、葡萄、香蕉、花生、大豆、甜菜、蔬菜、向日葵和草坪，也可用于种子处理。

图表 23：全球吡唑醚菌酯应用情况



来源：农资与市场，国金证券研究所

- 吡唑醚菌酯自 2002 年推广上市以来，深受使用者的喜爱，销售额迅速上升，2018 年全球吡唑醚菌酯销售额达 9.75 亿美元，在全球最重要的 15 个杀菌剂品种中位列第三。

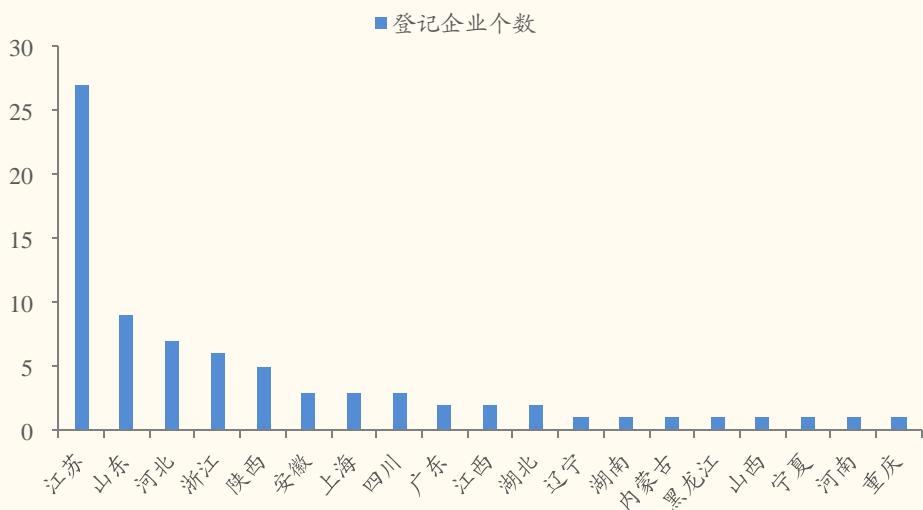
图表 24：2009-2018 年全球吡唑醚菌酯销售额及增速



来源：Philips McDougall，国金证券研究所

- 国内吡唑醚菌酯厂家众多。2015 年巴斯夫吡唑醚菌酯专利到期，国内掀起了吡唑醚菌酯的登记热潮。国内企业纷纷投产建设吡唑醚菌酯产能，希望抢占专利市场，截至 2020 年，我国吡唑醚菌酯原药登记企业达 79 家，其中国内厂商达 77 家。

图表 25：国内吡唑醚菌酯登记企业所在省份分布情况



来源：CNKI，国金证券研究所

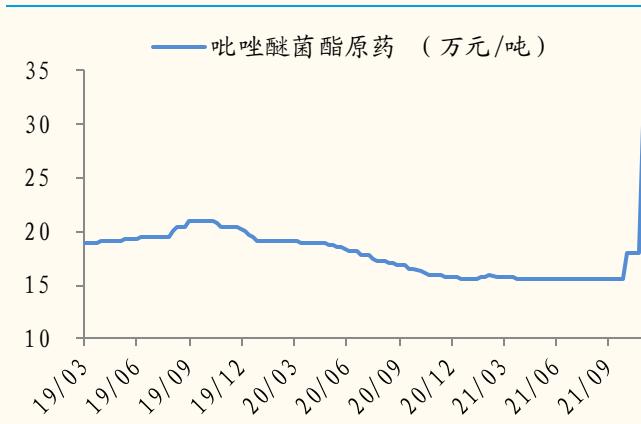
- 吡唑醚菌酯长期市场规模将不断扩大。目前国内吡唑醚菌酯原药产能约 9000 吨，康桥生物、青岛海利尔、河北成悦和江苏新农化工等四家企业产能均超过 1000 吨，合计占比 52.2%。近年来，吡唑醚菌酯整体仍然呈现供大于求的局面，价格从 2019 年初 21 万元/吨跌至 2021 年 9 月份 15 万元/吨，2021 年 10 月之后，随着供需的改善，价格逐步上行至 30 万元/吨。

图表 26: 国内吡唑醚菌酯生产企业及产能

生产企业	所在地	产能 (吨/年)
康乔生物	山东	1500
海利尔	山东	1000
成悦化工	河北	1200
新农化工	江苏	1000
巴菲特化工	江西	600
永诚化工	江苏	800
托球农化	江苏	600
武穴旭日	湖北	600
金元菜	江西	500
其他	/	1200

来源: 中国报告网, 国金证券研究所

图表 27: 吡唑醚菌酯原药价格情况



来源: 中农立华原药, 国金证券研究所

### 3.3 丙硫菌唑在国内市场逐步打开, 公司提前布局抢占市场

- 丙硫菌唑性能优异, 在全球杀菌剂市场表现不凡。丙硫菌唑是拜耳公司研制的一种新型广谱三唑硫酮类杀菌剂, 主要用于防治谷类、麦类豆类作物等众多病害。丙硫菌唑的作用机理是抑制真菌中甾醇的前体——羊毛甾醇或 24-亚甲基二氢半毛醉 14 位上的脱甲基化作用, 即脱甲基化抑制剂 (DMIs)。不仅具有很好的内吸活性, 优异的保护、治疗和铲除活性, 且持效期长。丙硫菌唑自从 2004 上市后, 现已成为拜耳的主打产品, 全球谷物用杀菌剂市场的第一大产品, 大豆用杀菌剂领域的第四大产品。
- 目前我国仅有三家企业取得了原药登记, 分别是山东海利尔、安徽久易农和江苏溧阳中南化工。2017 年海利尔募投资金 1.33 亿元建设 2000 吨/年丙硫菌唑原药及多功能生产车间项目, 于 2020 年 9 月进入试产, 投产后主要卖给制剂厂家或进行出口贸易。2021 年 8 月, 丙硫菌唑列入中华人民共和国进出口农药管理名录 (2021 年), 进一步规范了丙硫菌唑的出口行为, 对国内丙硫菌唑合法的登记企业形成重大利好, 将更加有利于公司直接拓展境外农药市场。

图表 28: 丙硫菌唑国内登记情况

登记证号	农药名称	剂型	总含量	有效期至	登记证持有人
PD20190041	丙硫菌唑	原药	95%	2024/1/29	山东海利尔化工有限公司
PD20190015	丙硫菌唑·多菌灵	悬浮剂	28%	2024/1/29	海利尔药业集团股份有限公司
PD20190014	丙硫菌唑·戊唑醇	悬浮剂	40%	2024/1/29	江苏省溧阳中南化工有限公司
		可分散油悬			
PD20190005	丙硫菌唑	悬浮剂	30%	2024/1/29	安徽久易农业股份有限公司
PD20190004	丙硫菌唑	原药	97%	2024/1/29	安徽久易农业股份有限公司

来源: 中国农药信息网, 国金证券研究所

### 3.4 公司除草剂环磺酮获国内首个原药出口登记

- 2021 年 11 月 11 日, 农业农村部公布的新获批登记的 136 个农药产品名单中显示, 来自公司的国内首家出口的 98% 环磺酮原药获得登记。环磺酮是由拜耳公司 2007 年研制的三酮类玉米田除草剂 (HPPD 抑制剂) 新品种, 其活性高于硝磺草酮, 为苗后茎叶处理除草剂, 可用于防除玉米田一年生禾本科杂草和阔叶杂草。该药剂在作物的整个生长期均保持良好的除草活性, 具有较强的抗雨水冲刷能力, 且对作物安全。
- 环磺酮在 HPPD 抑制剂类除草剂中发展潜力首屈一指, 未来市场值得期待。据 Agropages, 该产品是第三大 HPPD 抑制剂类除草剂, 自 2008 年进入市场后销售额一路攀升, 2009-2014 年复合年增长率达 51.6%。近年来, 环磺酮的年销售额均超 2 亿美元, 每年都有大幅上升, 在美国、巴西、墨西哥、欧盟等市场表现优异。随着莠去津的逐步退出市场, 预测环磺酮仍

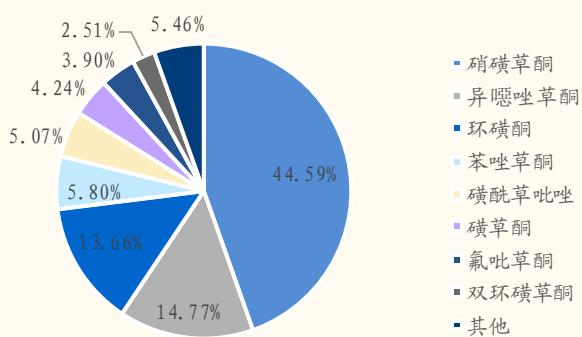
然会保持逐年上升的趋势，因此获得国内外农药企业的持续关注。公司此次获得该产品在国内首个原药出口登记料将形成先发优势，对丰富公司产品种类、提高创收有积极意义。

图表 29: 2010-2019 年环磺酮全球销售额及增速



来源：农药资讯网，国金证券研究所

图表 30: HPPD 抑制剂类除草剂市场占比



来源：农药资讯网，国金证券研究所

## 四、外延并购丰富产业链，募投新项目创造新的盈利增长点

### 4.1 收购凯源祥引入甲维盐产品

- **收购凯源祥，新增甲维盐原药产品。**为满足公司市场布局拓展需要，提升市场综合竞争力，公司 2019 年 7 月以自有资金人民币约 1 亿元收购威海韩孚生化药业有限公司持有的青岛凯源祥化工有限公司 100% 股权，股权转让完成后，凯源祥将成为公司全资子公司。凯源祥成立于 2002 年 10 月 30 日，位于青岛莱西市水集沽河工业园，是国家农药定点生产企业，主要经营甲维盐原药和农药制剂，收购凯源祥进一步丰富公司在生物农药方面的布局。

### 4.2 奥迪斯制剂项目产能持续扩张

- **奥迪斯新建 10 万吨制剂和肥料制造项目。**公司以全资子公司青岛奥迪斯生物科技有限公司为实施主体，投资建设合计 10 万吨的制剂和肥料制造项目，目前，7000 吨水性化制剂项目和 2.3 万吨农用化学品制剂及肥料制造项目主要设备安装已完成，另外 2 万吨和 5 万吨制剂及肥料制造项目分别将于 2022 年和 2024 年完工。

图表 31: 奥迪斯制剂项目情况

项目名称	项目规模	产品类型
7000T 水性化制剂项目	7000 吨	悬浮剂、微乳剂、微胶囊、水乳剂、营养剂、水溶肥、有机肥等
23000T 农用化学品制剂及肥料制造项目	23000 吨	悬浮剂、微胶囊、油悬浮剂、微乳剂、水乳剂、水剂、乳油、水溶肥等
20000T 农用化学品制剂及肥料制造项目	20000 吨	可湿性粉剂、可溶性粉剂、水分散粒剂、水溶性颗粒剂、粉剂、干悬浮剂、颗粒剂、肥料等
50000 吨农用化学品制剂及肥料制造项目	50000 吨	悬浮剂、微胶囊、油悬浮剂、微乳剂、水乳剂、水剂、乳油、水溶肥等

来源：公司公告，国金证券研究所

### 4.3 青岛恒宁项目稳步推进

- **青岛恒宁一二期项目将进一步提升公司规模和实力。**2020 年 4 月，公司公布发行可转债预案用于建设“青岛恒宁生物科技有限公司 4 万吨/年农用化学品原料药及中间体项目（一期）”，项目整体投资约 20 亿元，一期主要产品苯醚甲环唑 3000 吨/年，丙环唑 2000 吨/年，溴虫腈 2000 吨/年，丁醚

脲 2000 吨/年，配套中间体 10600 吨，预计 2021 年底能够建设完成。2021 年 4 月，公司宣布投建青岛恒宁二期项目，主要产品包括 1500 吨/年 吡虫胺、2000 吨/年 吡蚜酮、1000 吨/年 氯虫苯甲酰胺(K 胺)、8000 吨/年 丙硫菌唑、2000 吨/年 噻菌酯、2000 吨/年 肠菌酯、1000 吨/年 喹酰菌胺原 料药及其他各类原药中间体共计超 15 万吨/年。

- **青岛恒宁项目建成投产后将对公司业绩有较大利好，有望再造一个海利尔。** 我们测算，青岛恒宁一二期项目投产后预计将贡献收入 75.96 亿元。仅短期看，青岛恒宁一期在 2021 年建设完成并在 2022-2023 年逐步满产后将增厚公司营业收入 17.1 亿元。

图表 32：青岛恒宁项目将再造一个海利尔

青岛恒宁一二期项目	类型	产品	产能 (吨)	预测价格 (万元/吨)	预测收入 (亿元)
一期主要产品	杀菌剂	苯醚甲环唑	3000	19	5.70
	杀菌剂	丙环唑	2000	15	3.00
	杀虫剂	溴虫腈	2000	28	5.60
	杀虫剂	丁醚脲	2000	14	2.80
<b>一期合计</b>					<b>17.10</b>
二期主要产品	杀虫剂	呋虫胺	1500	27	4.05
	杀虫剂	吡蚜酮	2000	18	3.60
	杀虫剂	氯虫苯甲酰胺(胺)	1000	1.6	0.16
	杀菌剂	丙硫菌唑	8000	42	33.85
	杀菌剂	噻菌酯	2000	28	5.60
	杀菌剂	肟菌酯	2000	58	11.60
<b>二期合计</b>					<b>58.86</b>
<b>一二期合计</b>					<b>75.96</b>

来源：公司公告，中农立华原药，国金证券研究所

## 五、盈利预测

### ■ 主要假设

**原药及中间体：销量：**公司老产品吡唑醚菌酯、吡虫啉、啶虫脒等销量维持稳定，恒宁项目能在 2022-2023 年按原计划投产和放量。**价格：**2021 年 4 季度之后，农药产品价格持续上行，我们预计这一走势将在明年仍持续高位。**毛利率：**公司在核心产品自配原材料，且农药价格中枢上行，预计公司 2021-2022 年产品毛利率将逐步向上，2023 年若价格会有回落，公司毛利率恢复至正常水平。

**农药制剂：销量：**2021-2023 年，奥迪斯制剂项目共有约 5 万吨/年各型制剂和肥料产品陆续投产，公司渠道持续扩张，制剂销售维持稳定增长。**价格：**价格方面基本保持稳定。**毛利率：**受上游原料价格持续上涨影响，农药制剂毛利率或有所下行。

**化肥：销量：**考虑公司的渠道布局，且产能逐步释放，化肥销量有所增长。**价格：**假设未来价格基本保持平稳。**毛利率：**预计该业务毛利率保持平稳。

图表 33: 公司各项收入与毛利拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>农药制剂</b>						
收入 (百万元)	1102	1432	1700	2012	2370	2607
毛利 (百万元)	329	409	520	563	664	730
毛利率 (%)	29.9%	28.6%	30.6%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>化肥</b>						
收入 (百万元)	51	46	41	60	78	86
毛利 (百万元)	36	12	15	28	23	9
毛利率 (%)	70.4%	25.6%	37.6%	32.0%	32.0%	32.0%
<b>原药及中间体</b>						
收入 (百万元)	894	946	1444	1408	2228	3155
毛利 (百万元)	382	361	422	467	806	1119
毛利率 (%)	42.8%	38.2%	29.2%	33.1%	36.2%	35.5%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.78、7.11 和 8.79 亿元；EPS 分别为 1.41、2.09 和 2.58 元，当前市值对应 PE 分别为 17.55X、11.82X 和 9.56X，公司已基本形成制剂、原药及中间体协调发展的一体化产业链格局，同时不断丰富产品，扩大产能创造新的盈利增长点，我们给予公司 2022 年 15 倍 PE，目标价 31.35 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 34：可比公司估值对比

上市公司	代码	当前股价 (元)	市值 (亿元)	PB	EPS			PE		
					2021	2022	2023	2021	2022	2023
扬农化工	600486.SH	126.88	393.20	5.82	4.51	5.68	6.63	28.10	22.32	19.15
利民股份	002734.SZ	13.26	49.40	1.96	1.12	1.52	1.72	11.88	8.74	7.69
广信股份	603599.SH	39.71	184.51	2.84	2.81	3.05	3.36	14.14	13.03	11.83
长青股份	002391.SZ	7.77	50.81	1.14	0.46	0.65	0.80	16.73	12.04	9.73
先达股份	603086.SH	10.29	22.83	1.31	0.58	0.94	1.10	17.71	10.98	9.36
<b>行业中位数</b>							16.73	12.04	9.73	
海利尔	603639.SH	24.70	83.98	2.91	1.41	2.09	2.58	17.52	11.82	9.57

来源：Wind，数据截至日期 2021 年 11 月 27 日，国金证券研究所

## 六、风险提示

- **市场竞争加剧风险：**全球农药行业经过数十年的发展已经进入比较成熟的发展阶段，目前国内企业众多，受环保政策影响，部分小企业逐渐倒闭被淘汰，规模性企业间的竞争将进一步加剧。
- **产品价格下跌风险：**2021 年 10 月份以来，公司原药价格高位运行，若未来行业竞争进一步加剧，公司原药产品价格或有下跌风险。
- **需求不及预期风险：**目前农药市场需求趋于平稳，对于公司新建噻虫嗪、噻虫胺和丙硫菌酯产能，可能因市场需求不足而受限。
- **新建项目进度不及预期风险：**恒宁项目是公司未来的主要盈利增长点，若产能建设进度和投放节奏不及预期，将影响公司的成长性。

感谢实习生吴俊成对本文的贡献

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,191</b>	<b>2,467</b>	<b>3,227</b>	<b>3,581</b>	<b>4,776</b>	<b>5,948</b>
增长率	12.6%	30.8%	11.0%	33.4%	24.5%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,430</b>	<b>-1,678</b>	<b>-2,262</b>	<b>-2,508</b>	<b>-3,268</b>	<b>-4,076</b>
%销售收入	65.2%	68.0%	70.1%	70.0%	68.4%	68.5%
<b>毛利</b>	<b>762</b>	<b>789</b>	<b>965</b>	<b>1,073</b>	<b>1,508</b>	<b>1,872</b>
%销售收入	34.8%	32.0%	29.9%	30.0%	31.6%	31.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>销售费用</b>	<b>-128</b>	<b>-169</b>	<b>-159</b>	<b>-179</b>	<b>-239</b>	<b>-297</b>
%销售收入	5.8%	6.9%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>管理费用</b>	<b>-113</b>	<b>-160</b>	<b>-169</b>	<b>-190</b>	<b>-253</b>	<b>-315</b>
%销售收入	5.2%	6.5%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
<b>研发费用</b>	<b>-91</b>	<b>-118</b>	<b>-141</b>	<b>-158</b>	<b>-210</b>	<b>-262</b>
%销售收入	4.1%	4.8%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>420</b>	<b>332</b>	<b>487</b>	<b>534</b>	<b>790</b>	<b>978</b>
%销售收入	19.2%	13.5%	15.1%	14.9%	16.5%	16.4%
<b>财务费用</b>	<b>30</b>	<b>11</b>	<b>-47</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>12</b>
%销售收入	-1.4%	-0.5%	1.5%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-33</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
%税前利润	0.5%	n.a	4.5%	3.1%	2.1%	1.7%
<b>营业利润</b>	<b>421</b>	<b>365</b>	<b>467</b>	<b>549</b>	<b>813</b>	<b>1,005</b>
营业利润率	19.2%	14.8%	14.5%	15.3%	17.0%	16.9%
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
<b>税前利润</b>	<b>423</b>	<b>360</b>	<b>462</b>	<b>545</b>	<b>809</b>	<b>1,001</b>
利润率	19.3%	14.6%	14.3%	15.2%	16.9%	16.8%
<b>所得税</b>	<b>-56</b>	<b>-44</b>	<b>-55</b>	<b>-66</b>	<b>-99</b>	<b>-122</b>
所得税率	13.2%	12.3%	12.0%	12.2%	12.2%	12.2%
<b>净利润</b>	<b>367</b>	<b>316</b>	<b>407</b>	<b>478</b>	<b>711</b>	<b>879</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>367</b>	<b>316</b>	<b>407</b>	<b>478</b>	<b>711</b>	<b>879</b>
净利率	16.8%	12.8%	12.6%	13.4%	14.9%	14.8%

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>722</b>	<b>399</b>	<b>508</b>	<b>659</b>	<b>709</b>	<b>884</b>
<b>应收账款</b>	<b>456</b>	<b>399</b>	<b>615</b>	<b>886</b>	<b>1,182</b>	<b>1,472</b>
<b>存货</b>	<b>667</b>	<b>734</b>	<b>760</b>	<b>748</b>	<b>975</b>	<b>1,216</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>263</b>	<b>564</b>	<b>761</b>	<b>704</b>	<b>742</b>	<b>783</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,108</b>	<b>2,097</b>	<b>2,643</b>	<b>2,997</b>	<b>3,608</b>	<b>4,355</b>
%总资产	65.3%	60.0%	61.3%	61.7%	62.3%	63.4%
<b>长期投资</b>	<b>8</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>
<b>固定资产</b>	<b>548</b>	<b>716</b>	<b>926</b>	<b>1,219</b>	<b>1,535</b>	<b>1,868</b>
%总资产	17.0%	20.5%	21.5%	25.1%	26.5%	27.2%
<b>无形资产</b>	<b>512</b>	<b>493</b>	<b>605</b>	<b>605</b>	<b>606</b>	<b>607</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,121</b>	<b>1,400</b>	<b>1,670</b>	<b>1,864</b>	<b>2,180</b>	<b>2,514</b>
%总资产	34.7%	40.0%	38.7%	38.3%	37.7%	36.6%
<b>资产总计</b>	<b>3,230</b>	<b>3,497</b>	<b>4,313</b>	<b>4,861</b>	<b>5,788</b>	<b>6,868</b>
<b>短期借款</b>	<b>243</b>	<b>82</b>	<b>111</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>6</b>
<b>应付款项</b>	<b>947</b>	<b>1,071</b>	<b>976</b>	<b>1,537</b>	<b>1,897</b>	<b>2,365</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>63</b>	<b>61</b>	<b>533</b>	<b>361</b>	<b>476</b>	<b>587</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,253</b>	<b>1,214</b>	<b>1,620</b>	<b>1,954</b>	<b>2,430</b>	<b>2,959</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>78</b>	<b>131</b>	<b>156</b>	<b>180</b>
<b>负债</b>	<b>1,273</b>	<b>1,254</b>	<b>1,697</b>	<b>2,084</b>	<b>2,586</b>	<b>3,139</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,957</b>	<b>2,243</b>	<b>2,616</b>	<b>2,776</b>	<b>3,203</b>	<b>3,730</b>
其中：股本	169	170	237	237	237	237
未分配利润	1,036	1,296	1,586	1,873	2,300	2,827
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,230</b>	<b>3,497</b>	<b>4,313</b>	<b>4,861</b>	<b>5,788</b>	<b>6,868</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.169	1.862	1.713	1.407	2.090	2.584
每股净资产	11.550	13.222	11.018	8.165	9.419	10.970
每股经营现金净流	1.442	3.490	2.370	3.835	3.319	4.545
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.806	1.197	1.480
<b>回报率</b>						
净资产收益率	18.78%	14.08%	15.54%	17.24%	22.19%	23.56%
总资产收益率	11.38%	9.03%	9.43%	9.84%	12.28%	12.79%
投入资本收益率	16.51%	12.39%	15.55%	16.23%	20.90%	22.61%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	37.88%	12.56%	30.83%	10.96%	33.39%	24.53%
EBIT增长率	15.07%	-20.92%	46.73%	9.71%	47.82%	23.76%
净利润增长率	28.45%	-14.05%	28.78%	17.66%	48.52%	23.63%
总资产增长率	40.71%	8.28%	23.34%	12.69%	19.08%	18.66%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	59.1	60.0	55.4	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	133.6	152.4	120.5	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	74.4	97.0	87.0	97.0	84.0	84.0
固定资产周转天数	74.8	76.4	89.5	90.1	76.4	69.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-24.49%	-31.13%	-36.54%	-41.83%	-37.83%	-38.53%
EBIT利息保障倍数	-13.9	-29.3	10.3	-104.3	-90.4	-78.6
资产负债率	39.42%	35.86%	39.35%	42.88%	44.67%	45.70%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>367</b>	<b>316</b>	<b>407</b>	<b>478</b>	<b>711</b>	<b>879</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>87</b>	<b>77</b>	<b>87</b>	<b>127</b>	<b>149</b>	<b>182</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-37</b>	<b>16</b>	<b>-26</b>	<b>76</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-173</b>	<b>184</b>	<b>95</b>	<b>229</b>	<b>-63</b>	<b>29</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>244</b>	<b>592</b>	<b>563</b>	<b>911</b>	<b>788</b>	<b>1,079</b>
<b>资本开支</b>	<b>-549</b>	<b>-240</b>	<b>-322</b>	<b>-373</b>	<b>-467</b>	<b>-517</b>
<b>投资</b>	<b>587</b>	<b>-532</b>	<b>-62</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>38</b>	<b>-766</b>	<b>-362</b>	<b>-356</b>	<b>-450</b>	<b>-500</b>
<b>股权募资</b>	<b>22</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>-98</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>186</b>	<b>-163</b>	<b>27</b>	<b>-80</b>	<b>0</b>	<b>-50</b>
<b>其他</b>	<b>-30</b>	<b>-62</b>	<b>-173</b>	<b>-226</b>	<b>-288</b>	<b>-353</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>179</b>	<b>-220</b>	<b>-146</b>	<b>-404</b>	<b>-288</b>	<b>-404</b>
<b>现金净流量</b>	<b>461</b>	<b>-394</b>	<b>55</b>	<b>151</b>	<b>50</b>	<b>175</b>

**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
买入	1	2	13	15	26
增持	0	1	4	5	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
评分	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.24</b>	<b>1.25</b>	<b>1.39</b>

来源：朝阳永续

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH