

公司是国内仿制农药领先企业

风险评级：中高风险

大消费北交所系列研究之颖泰生物（833819）

2021年12月15日

投资要点：

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

- **公司是国内仿制农药领先企业。**公司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高品质产品，服务于ADAMA(安道麦)、CORTEVA(科迪华)、NUFARM(纽发姆)、LANXESS(朗盛)等众多全球大型植物保护跨国公司。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。
- **公司具备全产业链一体化平台优势。**经过多年的发展，公司积累了丰富的行业经验，通过持续的创新和有效的组合，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；公司在产品登记方面先发优势明显，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，公司在全国设有七大高标准的主要生产基地，涵盖了中间体、原药和制剂产品的生产，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。
- **公司拥有国内一流的研发团队和技术分析设施。**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，同时公司还很重视引入外部人才。多年来公司一直重视研发团队的培养，现已形成一支高技术、高学历、高素质的研发团队。截至2020年末公司研发人员470人，其中硕士以上研发人员97名。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。公司的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，并屡次通过OECD成员国的复查认证。
- **风险提示：**安全生产风险；原材料价格波动的风险；汇率变动风险；环保政策风险等。

目录

1、公司是国内仿制农药领先企业	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司产品线丰富	5
1.3 公司业绩成长性较好	6
1.4 公司自产销售业务占比提升	7
2、全球农药市场需求持续增长	7
2.1 农药简介及其分类	7
2.1.1 农药简介	7
2.1.2 农药分类	8
2.2 农药市场现状	8
2.2.1 全球农药市场现状	8
2.2.2 国内农药市场发展概况	9
2.3 中国农药行业未来发展趋势	10
2.3.1 国内非专利农药市场份额将进一步提升	10
2.3.2 高压环保政策和产业政策加速行业整合	10
2.3.3 农药产品向“绿色化”发展	11
2.3.4 一体化程度领先的企业未来或将占据优势地位	12
2.3.5 企业提升研发能力是未来发展长久之道	12
3、公司拥有研产销全产业链并注重研发创新	12
3.1 公司具备全产业链一体化平台优势	12
3.2 公司注重研发，坚持以研发作为发展动力	13
3.3 公司拥有工艺技术较为先进百余种较高品质产品	14
4、风险提示	14

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截至 2020 年年末）	5
图 3：公司营收及其同比增速	6
图 4：公司归母净利润及其同比增速	6
图 5：公司毛利率和净利率情况	6
图 6：公司期间费用率情况	6
图 7：公司营收收入构成	7
图 8：公司自产销售和贸易销售业务毛利率情况	7
图 9：农药产业链	8
图 10：全球农药市场规模（亿美元）	9
图 11：2019 年全球各地区作物用农药销售额占比	9
图 12：2000-2020 年我国化学农药原药产量及增速	10
图 13：公司全产业链平台	12
图 14：2017-2020 年公司研发支出	13

表格目录

表 1：公司的主要产品及其应用区域	5
表 2：农药行业政策梳理	11

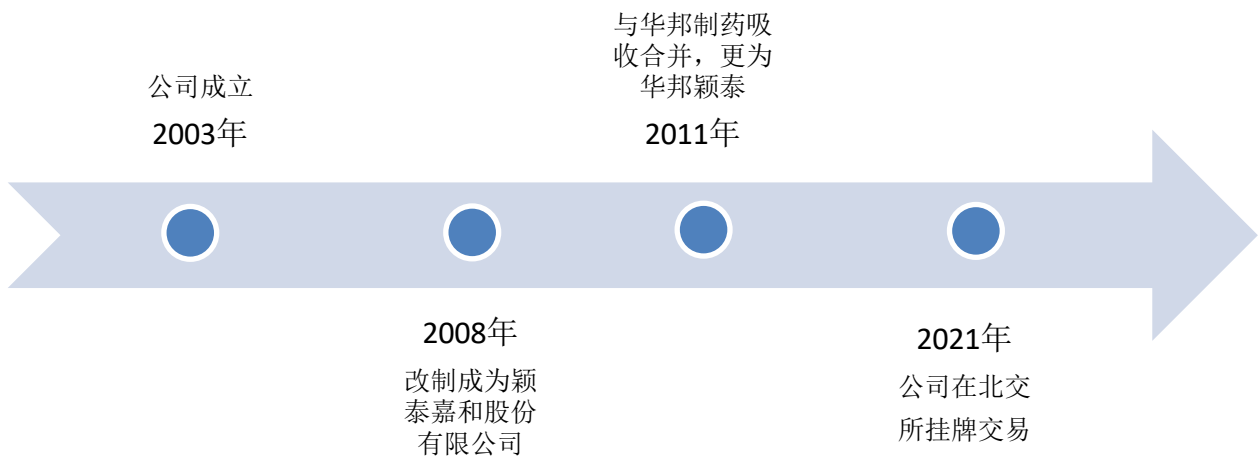
1、公司是国内仿制农药领先企业

1.1 公司概况

公司是国内仿制农药领先企业。公司是以研发为基础、以市场需求为先导的农化产品供应商，主营业务为农药原药、中间体及制剂产品的研发、生产、销售和 GLP 技术服务。公司自成立以来秉持“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高品质产品，服务于 ADAMA(安道麦)、CORTEVA(科迪华)、NUFARM(纽发姆)、LANXESS(朗盛)等众多全球大型植物保护跨国公司。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。

并购重组助力公司快速发展。公司成立于 2003 年，2008 年通过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，公司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。2018 年，收购禾益股份少数股东权益，完成后持股 99.99%。2020 年 7 月 27 日，公司在新三板精选层挂牌交易；2021 年 11 月 15 日，公司在北交所挂牌交易。纵观公司发展历程，并购重组助力公司快速发展。

图 1：公司发展历程

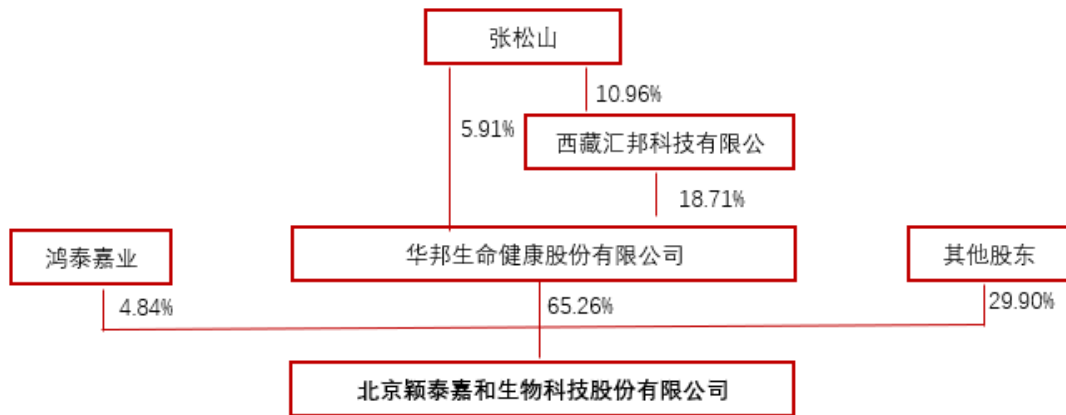


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司与控股母公司产生协同效应。公司控股股东为华邦生命健康股份有限公司。华邦健康是集农药、医药、原料药出口等为一体的跨区域公司，主营业务主要为农药和医药。华邦健康医药产品涵盖皮肤类、结核类、呼吸系统、抗癫痫、肿瘤类等多个领域，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。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，公司能与母公司实现人才、技术、生产链、市场销售渠道上的共享，产生协同效应。

图 2：公司股权结构图（截至 2020 年年末）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 公司产品线丰富

公司主营产品主要有酰胺类除草剂、三嗪酮类除草剂、二苯醚类除草剂。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。公司倚靠成熟的自主研发创新体系在酰胺类除草剂、三嗪酮类除草剂、二苯醚类除草剂领域不断开发创新，截至 2019 年末已获得授权国家专利 174 项，在全球 52 个国家和地区拥有多项农药注册登记证并拥有境内农药登记证 403 项，位于行业前列。公司三嗪酮类除草剂、二苯醚类除草剂和酰胺类除草剂产品市场竞争力较强。公司丰富多样的产品线能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，保证盈利的稳定性。

表 1：公司的主要产品及其应用区域

主营产品	化学种类	代表产品	功能特点和应用区域
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。用于糖用甜菜和饲料甜菜。
	二苯醚类	乙氧氟草醚	原卟啉原氧化镁抑制剂。触杀型除草剂，在有光的情况下发挥杀草作用。用于水稻、棉花、麦类、油菜、果园等。
	酰胺类	乙草胺	通过阻碍蛋白质的合成来抑制细胞的生长。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	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。用于玉米。广谱除草剂。
杀菌剂	三唑类	戊唑醇	甾醇脱甲基抑制剂。具有杀菌活性，可以促进作物生长，从而提高产量。用于小麦、大麦、燕麦、玉米、高粱等重要经济作物。

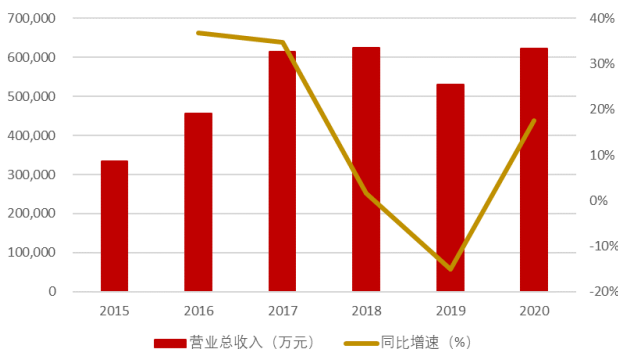
	甲氧基丙烯酸酯类	噻菌酯	线粒体呼吸抑制剂。通过抑制线粒体呼吸，从而杀死细胞。用于禾谷类作物、花生、马铃薯、果树等。
杀虫剂	新型脲类	丁醚脲	线粒体呼吸抑制剂。对幼虫、成虫有触杀、胃毒作用，也显示出一些杀卵作用。用于棉花等多种田间作物、果树、观赏植物和蔬菜等。
中间体	中间体	氟苯	生产农药、医药、染料的主要原料。用途广泛，在农药、医药、染料均有应用。主要用于生产甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂 F500、含氟染料等。

资料来源：颖泰生物招股说明书，东莞证券研究所

1.3 公司业绩成长性较好

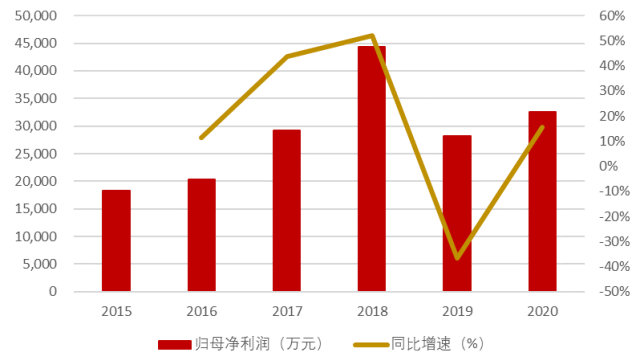
公司营收和归母净利润保持较好增长。2015年-2020年，公司营业总收入从33.33亿元增长至62.25亿元，CAGR为13.31%；公司归母净利润从1.82亿元上升至3.25亿元，CAGR为12.27%。2019年，受江苏响水天嘉宜“3.21”特别重大爆炸事故影响，子公司盐城南方停产。叠加国际市场端遭遇极端气候，作物保护用量减少部分产品市场需求遇冷的影响。公司营收和净利润出现下滑。2020年，在全球疫情因素的不利影响下，公司通过调整价格策略，加大促销力度，积极开拓国内外市场空间，公司营业收入和净利润逆势增长。除2019年外，公司营收和归母净利润保持稳定增长趋势。

图 3：公司营收及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：公司归母净利润及其同比增速

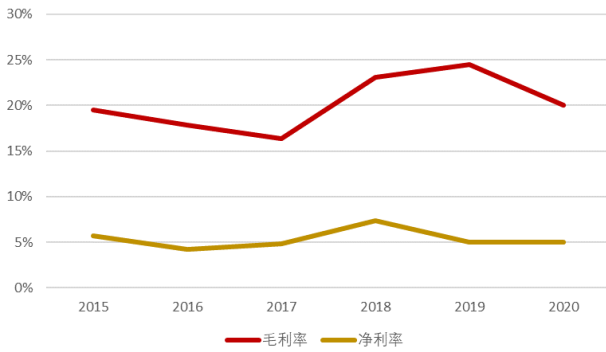


资料来源：Wind，东莞证券研究所

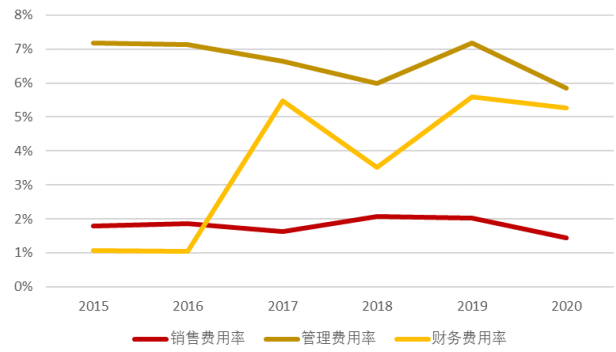
公司毛利率呈现稳定上升趋势，期间费用率较为稳定。公司毛利率从2017年的16.40%提升到了2019年的24.51%，公司扩大毛利率较高的自产农化产品业务，毛利率较低的贸易业务营收占比进一步降低，收入结构持续优化，毛利率呈现稳定上升趋势。2020年，为了应对疫情等不利因素的影响，公司调整价格策略，加大促销力度，毛利率出现一定下滑。费用方面，公司2017-2020年期间费用率分别为13.75%、11.57%、14.80%和12.57%。其中销售费用率和管理费用率较为稳定。

图 5：公司毛利率和净利率情况

图 6：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

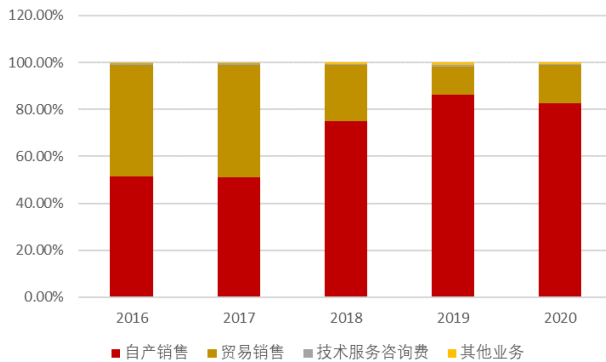


资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.4 公司自产销售业务占比提升

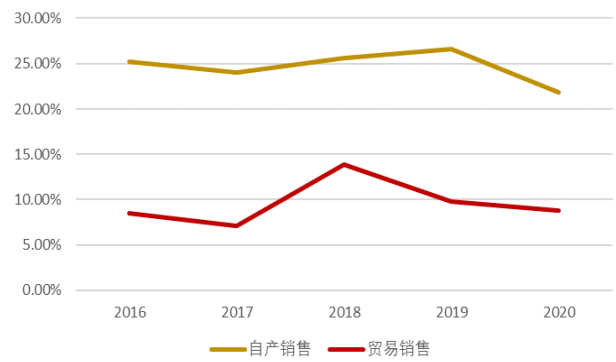
公司毛利率较高的自产销售业务收入占比提升。公司营业收入来自自产销售业务、贸易销售业务、技术服务咨询费和其他业务，其中自产销售业务和贸易销售业务贡献了主要的营收。2016年，公司自产销售业务和贸易销售业务收入占比分别为51.37%和47.53%；2020年，公司自产销售业务收入占比提高到82.46%，贸易销售业务收入占比降低至16.37%。公司自产销售业务毛利率较贸易销售业务高。疫情前，公司自产销售业务毛利率稳步提升，2020年受疫情影响有所下滑。

图 7：公司营收收入构成



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：公司自产销售和贸易销售业务毛利率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

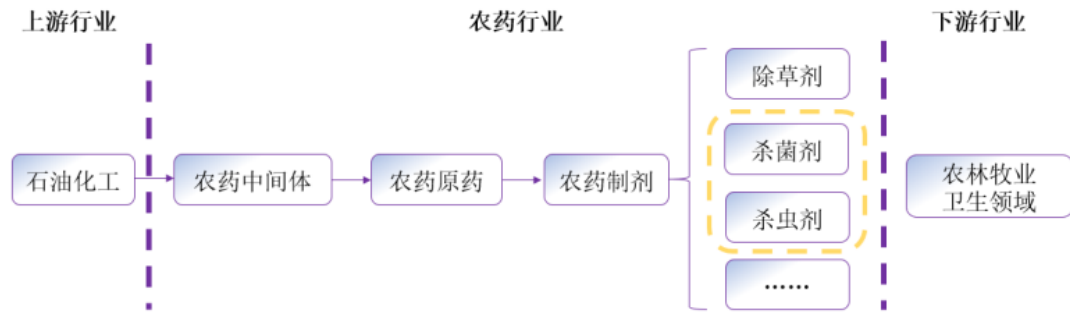
2、全球农药市场需求持续增长

2.1 农药简介及其分类

2.1.1 农药简介

农药包括农药原药、母药和制剂。根据新管理条例，农药是指用于预防、控制危害农业、林业的病、虫、草、鼠和其他有害生物以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学合成或者来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。农药包括农药原药、母药和制剂，原药是指生产过程中得到的由有效成分及其有关杂质组成的产品；母药系在原药的基础上添加适当的稀释剂；制剂是在原药或母药的基础上，加上助剂等辅料，经研制、复配、加工成的，或由生物发酵、植物提纯等方法加工而成的状态稳定的农药产品，即广义上认定的可直接用于作物的农药。

图 9：农药产业链



资料来源：美邦股份招股说明书，东莞证券研究所

2.1.2 农药分类

根本不同分类标准，农药可以分为不同种类。①根据加工剂型，农药主要分为粉剂、可湿性粉剂、乳剂、乳油、乳膏、糊剂、悬浮剂、油剂、胶体剂、颗粒剂等；②根据成分与来源，农药主要分为化学农药和生物农药。化学农药即主要由化学合成方法取得，目前广泛运用于农业种植中；生物农药是指利用生物活体(真菌，细菌，昆虫病毒，转基因生物，天敌等)或其代谢产物(信息素，生长素，萘乙酸，2,4-D等)针对农业有害生物进行杀灭或抑制的制剂；③根据防治对象，作物保护类农药可分为四大类，包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂和植物生产调节剂等其他类。除草剂用于防除农田、林地杂草或有害植物；杀菌剂用于防治因病原菌引起的植物病害；杀虫剂用于防治害虫；植物生长调节剂用于促进或抑制农林作物生长发育；④根据应用领域，农药可分为用于农作物保护的作物保护类农药以及用于住宅用药、害虫防治等的非作物保护类农药。通常说的农药是指作为作物保护类农药；⑤根据化学结构，农药主要分为酰胺类、吡啶类、脲类、磺酰胺类、三嗪类、三嗪酮类、二苯醚类、三唑类、甲氧基丙烯酸酯(Strobilurin)类、噁二嗪酮类、硝基亚甲基类、拟除虫菊酯类、植物生长调节剂类等 40 余种分类。

2.2 农药市场现状

2.2.1 全球农药市场现状

全球农药市场规模持续发展。根据 Phillips McDougall 统计，2010 年-2019 年全球农药行业销售额由 442 亿美元增至 676.29 亿美元。除 2015 年不利天气及农产品价格走低等因素导致当年农药市场需求低迷，全球农药行业持续发展。农药的市场需求与人类对粮食及其他农作物的需求呈正相关关系，随着世界人口的不断增长，对粮食需求不断增加，加之全球气候异常导致的病虫害增多，使得未来对农药的刚性需求增量形成强力支撑。未来，全球人口不断增加与可耕地面积紧缩的矛盾将日益激化，通过使用农药提高单位面积产量来解决粮食问题愈发重要，全球农药行业仍然具有较大的发展空间。

亚太地区、拉丁美洲农药市场需求增长较快。2019 年，亚太地区和拉丁美洲作物用农药销售额占全球各地区作物用农药销售额的比例分别为 29.77%和 28.86%，两者占比合计接近 60%。农药消费水平通常与经济发展，尤其是与农业经济的发展密切相关，地理特征决定了区域农作物的种植面积和种植结构，从而在一定程度上影响了对农药的需求。欧洲、北美洲等地区是传统农药消费市场，近年来其对农药需求趋于稳定。而随着亚太地区和拉丁美洲经济发展水平以及农业现代化、规模化发展趋势推动生产效率的提升，

对农药需求量持续扩大，亚太地区和拉丁美洲市场已位居全球农药销售额前两位。

图 10：全球农药市场规模（亿美元）

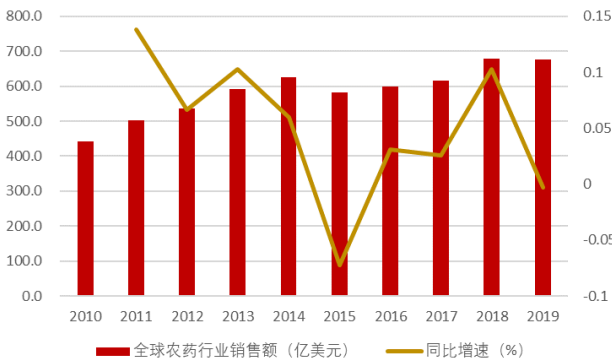
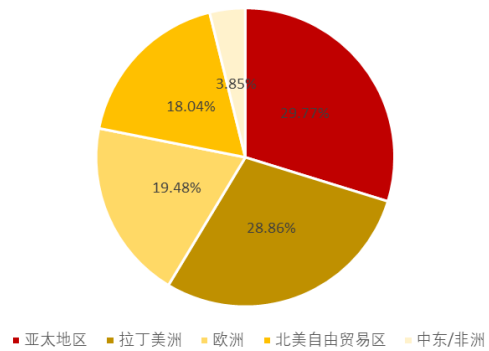


图 11：2019 年全球各地区作物用农药销售额占比



资料来源：Phillips McDougall，美邦股份招股说明书，东莞资料来源：Phillips McDougall，美邦股份招股说明书，东莞证券研究所

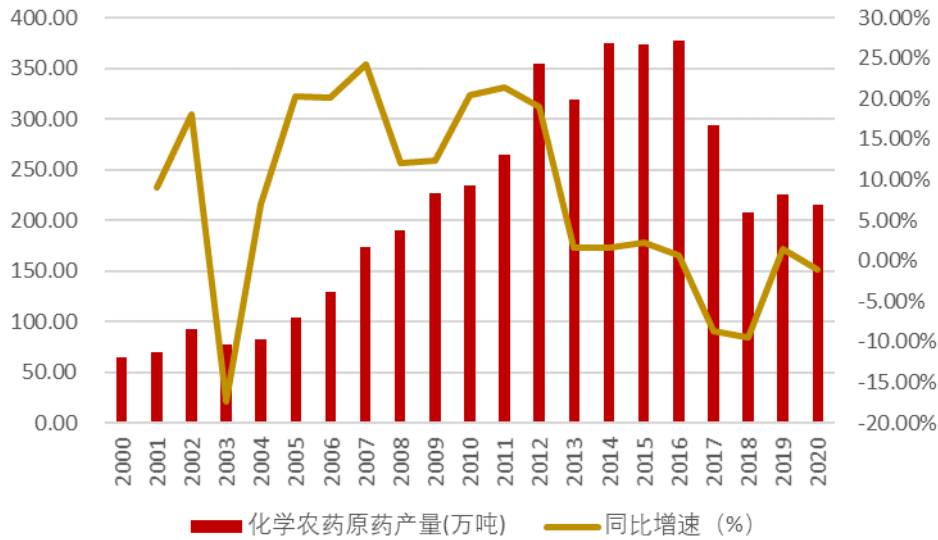
全球农药企业集中度高，呈现“二八”分布。2015 年之前，先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏、孟山都和杜邦这六大公司位居全球农化行业第一梯队。农药市场竞争激烈，新产品开发难度大，研发周期长，投入资金数额巨大，加之全球农作物价格下跌，2015 年六大农化巨头农药销售额均有所下降，上述企业试图通过并购整合抵御低迷市场形势，寻求规模效应和协同作用，降低成本，扩大市场份额。因此，世界农化巨头间发生数例世界级并购，如拜耳收购孟山都、中国化工集团收购先正达和安道麦、陶氏与杜邦完成对等合并等。农化巨头之间合并重组完成后，全球农药行业市场份额愈发头部集中。根据 Phillips McDougall 统计，2018 年全球农药市场销售额占比超过 5% 的六家公司合计占比 75.2%，前十大公司占比合计达 91.5%，瓜分全球农药行业大部分利润。

2.2.2 国内农药市场发展概况

中国已成为全球第一大农药生产国。经过多年发展，全球农药产业分工格局已经形成。跨国农化巨头依托先发优势，掌握专利原药、大量制剂登记证与销售渠道，主要专注于新有效成分的研发与品牌渠道建设。而发展中国家特别是中国则成为后专利时期中间体、原药的生产基地。我国化学农药原药产量从 2000 年的 64.77 万吨增长到 2020 年的 214.80 万吨，目前全球大约 60% 的农药原药供给来自中国，中国已成为全球第一大农药生产国。2016 年我国化学农药原药产量为 377.80 万吨，此后随着行业监管力度和环境保护意识提升，部分经营不规范的中小企业陆续关停整改，行业落后产能得以淘汰，农药行业实现健康可持续发展。具体到农药制剂产业，我国经历了以粉剂为主的开创期，以乳油为主的调整发展期和 2000 年以来的快速发展期。经过数十年的发展，我国农药制剂行业不仅产量明显提升，在剂型开发方面也取得了重大突破，从粉剂和可湿性粉剂为主，到 20 世纪 80 年代初剂型种类发展到 20 多个，2000 年登记生产剂型达 43 种，之后悬浮剂、水分散粒剂、微囊悬浮剂等农药新剂型产品先后产业化。据农业农村部农药检定所统计，截至 2018 年底，国内农药登记企业 2010 家，其中原药登记企业 705 家，制剂登记企业 1935 家，原药和制剂登记企业 630 家。我国已建立严格的农药标准系统，产品标准多采用国外标准的技术指标和检测方法，尤其是通用方法几乎全部等同或等效采用了国际标准，我国农药制剂产业已与全球农药产业全面接轨。中国化工集团收购先

正达和安道麦之后，我国农药行业参与全球竞争将更具主动权。

图 12：2000-2020 年我国化学农药原药产量及增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

中国农药技术研发有所进步，与国外农药企业差距不断缩小。我国农药企业在技术设备和创新能力方面与国外农药企业尤其是跨国农药企业的差距不断缩小。技术设备方面，跨国企业农药生产已实现了连续化、自动化、设备大型化，我国企业生产也已实现工艺参数集中显示、遥控操作，依靠生产线或设备的持续改进调整推动产能增加。主要农药品种生产工艺开发、生产装备的集约化和大型化、工艺控制自动化、水基型剂型加工技术等共性关键技术已成功应用于农药工业化生产，促进了产业结构和产品结构优化调整。创新能力方面，国外创新型农药公司研发投入占销售额的比例平均为 10%以上，我国相应研发投入占比也在不断提升。通过充分发挥产学研的协同效应，近年来我国农药企业创制了一批具有自主知识产权的农药新品种并取得了国内外专利。

2.3 中国农药行业未来发展趋势

2.3.1 国内非专利农药市场份额将进一步提升

国外农药专利权集中到期，国内非专利农药市场份额将进一步提升。农药分为专利产品和非专利产品两大类。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 年将有约 160 个农药专利到期，新增市场价值将超过 110 亿美元。国外农药的专利权人在专利保护期内可以享受高额的利润回报，专利期满后其他农药生产厂商将对该专利农药大规模生产推动其产业化进程，产品市场价格下降推动市场需求大幅增加。我国农药企业主要仿制国外专利到期农药，在全球产业链中主要从事中间体、原药和制剂的生产。未来几年专利到期农药品种较多，将催生广阔的市场空间。随着农药专利密集到期，国内领先企业将率先抓住机遇，深度参与到全球农药产业链中，进一步发展壮大。

2.3.2 高压环保政策和产业政策加速行业整合

产业政策调整及环保高压常态化加速行业整合。在长期以来，我国农药行业偏重原药生

产，而附加值较高、对环境损害较小、经济价值较高的农药制剂行业仍有较大的发展空间。随着国家对“三农”的大力支持，规模小、研发技术水平薄弱的制剂企业被优势企业整合，同时上游农药原药生产面临越来越严格的环保政策，我国农药制剂行业迎来结构调整期。《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。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。随着行业的不断发展，部分生产管理、工艺技术、研发投入突出的龙头开始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，逐步形成产业链一体化和平台化的发展趋势。

表 2：农药行业政策梳理

发布年度	文件名	政策内容
2019年	《全国农药管理工作会议农药行业“四化”目标》	到2025年，我国农药发展要努力实现“四化”目标：生产集约化，化学农药企业进驻工业园区比例70%以上，培育大中型企业集团100个；经营专业化，创建农药经营标准化门店10000家，全面推行开方卖药持证上岗。
2019年	《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	稳定粮食产量，确保粮食播种面积稳定在16.5亿亩。巩固和提高粮食生产能力，到2020年确保建成8亿亩高标准农田。调整优化农业结构，大力发展紧缺和绿色优质农产品生产，推进农业由增产导向转向提质导向。加快突破农业关键核心技术。
2019年	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	“高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型、专用中间体、助剂的开发与生产，定向合成法手性和立体结构农药生产，生物农药新产品、新技术的开发与生产”被列为鼓励类产业。
2016年	《农药工业“十三五”发展规划》	明确农药产业的发展目标为到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。到2020年，培育2-3个销售额超100亿元，具有国际竞争力的大型企业集团。
2015年	《农药产业政策》	控制总量，全面权衡国内外需求、经济效益与社会、资源、环境等关系。国家通过科技扶持、技术改造、经济政策引导等措施，支持高效、安全、经济、环境友好的农药新产品发展，高污染、高风险产品的替代和淘汰，促进品种结构不断优化。降低农药对社会和环境的风险。加快高安全、低风险产品和应用技术的研发，逐步限制、淘汰高毒、高污染、高环境风险的农药产品和加工技术。

资料来源：颖泰生物招股说明书，东莞证券研究所

2.3.3 农药产品向“绿色化”发展

低毒、高效、安全、环保的农药已成为我国农业发展的必然趋势。我国制定了到2020年力争实现农药使用总量零增长的目标，在化学农药仍然是主要农药品类的情况下，大力推广高效低毒低残留农药，替代高毒高残留农药将至关重要，低毒、高效、安全、环保的农药已成为我国农业发展的必然趋势。随着经济发展方式的转变，社会环保意识和食品安全意识不断加强，我国积极响应全球对高毒、高风险农药的禁用、限用措施，加

快淘汰剧毒、高毒和高残留农药，先后颁布《国家禁用和限用农药名录》、《食品安全国家标准食品中农药最大残留限量》等针对高毒、高风险农药的限制性政策和标准，规范禁限用农药品种范围，有效引导低毒、高效、低残留农药进入市场。未来农药剂型结构将不断优化，以低毒、高效、安全、环保为目标的农药新剂型逐步兴起，产品朝水性化、粒状化、缓释化、低毒化、纳米化、多功能化方向发展。

2.3.4 一体化程度领先的企业未来或将占据优势地位

国内农药行业将呈现原药、制剂一体化发展的趋势。农药按照能否直接施用，一般分为农药原药和制剂。原药是以石油化工等相关产品为主要原料，通过化学合成技术和工艺生产或生物工程而得到的农药，是农药活性成分，一般不能直接使用。制剂是农药原药经加工复配后，成为具有一定的形态、成分、性能、规格和用途的产品，经稀释后直接用于病虫害的防治。长期以来，我国农药行业偏重原药生产，而附加值较高、对环境损害较小、经济价值较高的农药制剂行业仍有较大的发展空间，我国农药制剂行业迎来结构调整期。制剂企业通过产品深加工，掌握销售渠道，不断提升盈利水平；实力较强的原药企业为了增强市场竞争能力，开始进入制剂领域；制剂企业也加快向上游原药领域延伸，积极获取行业竞争的主动权。随着行业纵向一体化的发展，国内农药行业将呈现原药、制剂一体化发展的趋势。

2.3.5 企业提升研发能力是未来发展长久之道

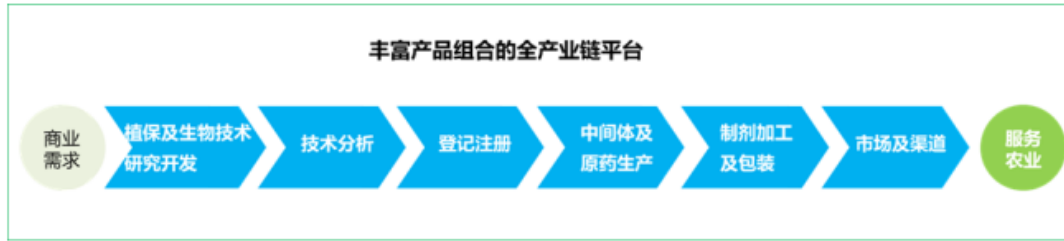
仿制为主走向自主研发创新的新格局。目前，我国已成为全球第一大农药生产国，但主要以生产仿制非专利农药为主，自主研发能力较弱。随着我国供给侧改革、农药零增长政策的实施，我国农药企业逐渐呈现出规模化和集约化的趋势，出现了一批“大而强”的企业，大型企业通过加大研发投入、装备现代化的设备、积极与科研单位加强合作，不断投入研发创制更新品种来延续竞争力。随着我国农药行业的进一步发展，研发实力强的大型企业的不断崛起，中国农药由仿制为主走向自主研发创新的新格局。

3、公司拥有研产销全产业链并注重研发创新

3.1 公司具备全产业链一体化平台优势

公司具备全产业链一体化平台优势。经过多年的发展，公司积累了丰富的行业经验，通过持续的创新和有效的组合，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；在产品登记方面先发优势明显，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，公司在全国设有七大高标准的主要生产基地，涵盖了中间体、原药和制剂产品的生产，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。

图 13：公司全产业链平台

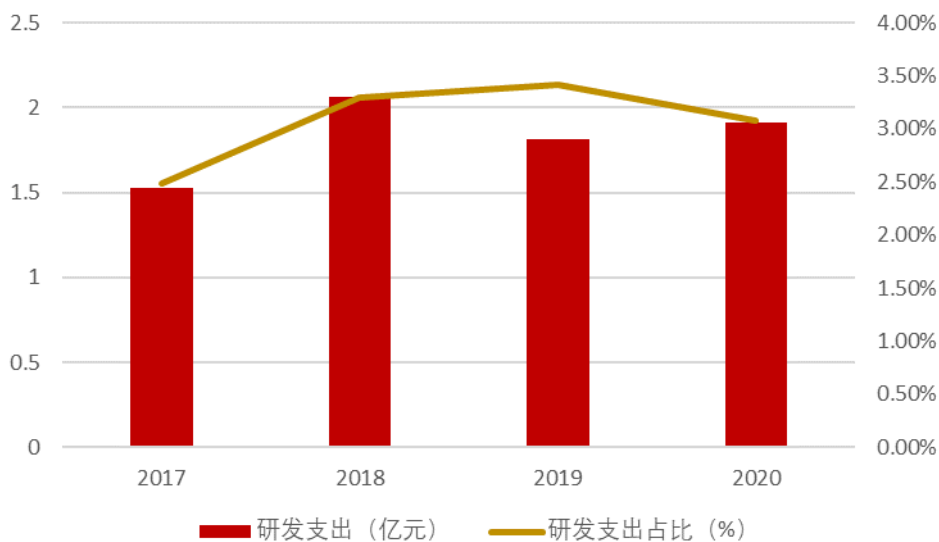


资料来源：颖泰生物招股说明书，东莞证券研究所

3.2 公司注重研发，坚持以研发作为发展动力

公司拥有国内一流的研发团队和技术分析设施。2017年至2020年，公司研发投入分别为1.53亿元、2.06亿元、1.81亿元和1.91亿元，分别占当年营业收入的比例为2.49%、3.30%、3.41%和3.08%。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，同时还非常重视引入外部人才。多年来公司一直重视研发团队的培养，现已形成一支高技术、高学历、高素质的研发队伍。截至2020年末公司研发人员470人，其中硕士以上研发人员97名。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。公司的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，并屡次通过OECD成员国的复查认证。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。

图 14：2017-2020 年公司研发支出



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司注重研发，坚持以研发作为发展动力。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。截至2020年末公司已获得授权国家专利241项，涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类产品。公司围绕

高效、安全、新型农药新产品的开发、农药清洁生产技术研发及工艺改进、节能、减排及三废综合治理技术的研究和开发，促进农药技术转型升级，推动研发成果应用与推广。

3.3 公司拥有工艺技术较为先进百余种较高品质产品

公司拥有工艺技术较为先进百余种较高品质产品。公司通过持续的产品研发、生产及供应链建设、市场和客户建设，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较高品质产品，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，公司三嗪酮类除草剂、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。其他农药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，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。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。

4、风险提示

(1) **安全生产风险。**公司为农药生产企业，在生产中涉及较多的化学危险品，部分原材料、半成品、副产品等为易燃、易爆、有毒物质或具有较强腐蚀性物质；而且农药生产过程中涉及高压、高温等危险化工工艺，对生产管理、设备安全性和工人操作适当性等方面具有较高要求。若在装卸、搬运、贮存及使用过程中稍有不慎，便可能导致安全事故的发生。

(2) **原材料价格波动的风险。**公司生产所需的原材料主要包括各类化工原料、化工中间体等。公司主营业务成本中原材料占比较高，因此原材料价格上涨会对公司产品成本构成较大影响。公司所处农化行业的基础原料石油价格易受到国际政治经济环境的影响，从而导致下游化工原料价格波动使公司面临由于主要原材料价格变动所引发的盈利不确定风险。

(3) **汇率变动风险。**公司的产品销售以出口为主，公司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。若未来人民币对美元等其他外币的汇率在短期内发生较大波动，将对公司的经营业绩产生一定的影响。

(4) **环保政策风险。**公司属于化学农药制造业，下属控股子公司直接从事农药产品生产，生产过程中通常会产生一定量废水、废气及废渣，若得不到有效的处理，将会对环境造成污染，甚至会威胁到所在地居民的健康及生命安全。随着公司生产规模的扩大，废水、废气、废渣的排放量可能会相应增加。如公司的环保治理、“三废”排放不能满足监管要求，则存在受到罚款、停限产等监管措施的可能，从而对公司的生产经营造成不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn