

## 颖泰生物 (833819.BJ)

## 国内农药行业龙头，把握海外订单内流机遇

2022 年 11 月 18 日

——北交所首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

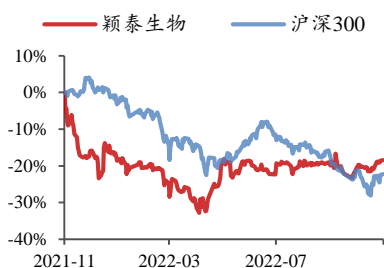
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2022/11/14
当前股价(元)	5.51
一年最高最低(元)	7.38/4.55
总市值(亿元)	67.54
流通市值(亿元)	66.56
总股本(亿股)	12.26
流通股本(亿股)	12.08
近 3 个月换手率(%)	7.27

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 国内农药行业龙头之一，2022 前三季度归母净利润达 9.2 亿元（+209%）

颖泰生物是国内农药行业龙头之一，成立以来一直专注于农化产品。主要产品包括除草剂、杀菌剂和杀虫剂三大类，已经形成中国农化行业内少有的拥有丰富产品组合、集研产销全产业链为一体的商业模式。公司 2022 年度增长较快，前三季度实现营收 63.41 亿元（+28.89%）、归母净利润 9.2 亿元（+208.77%），毛利率为 24.77%（+7.04pcts），净利率为 14.55%（+8.59pcts）。随着募投产能释放，我们预计 2022-2024 年的归母净利润分别为 10.04/10.72/11.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.82/0.87/0.93 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 6.7/6.3/5.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 人口增长带动农药需求持续增长，预计 2022 年全球市场规模 760.6 亿美元

根据联合国《世界人口展望 2022》数据及预测，2022 年全球人口将突破 80 亿人，2030 年和 2050 年，人口规模将分别上升至 85 亿人和 97 亿人，全球人口数量持续增长。农药的需求与人口的增长密切相关，人口的增长带动农作物的种植，从而带动农药的需求。根据 Phillips McDougall 数据，2010 年至 2021 年，全球农药市场规模从 471.71 亿美元增长至 734.2 亿美元，整体呈现增长趋势。

### ● 行业呈寡头垄断格局，我国农药企业向“大而强”转变

目前全球农药行业呈现寡头垄断的格局，先正达、拜耳、巴斯夫、科迪华等公司市占率超过 70%。目前我国农药行业总体仍以仿制为主，仅有少量企业正探索农药新产品的自主创制，在全球市场中，我国农药企业仍主要作为原料供应商。随着我国相关政策的推动，农药行业企业的格局将由既往的“小而散”向“大而强”转变，向平台一体化方向发展，研发创新实力有望提升。

### ● 风险提示：扩产项目进展不及预期风险、原材料价格大幅波动风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,225	7,354	8,578	9,400	10,311
YOY(%)	17.6	18.1	16.7	9.6	9.7
归母净利润(百万元)	325	481	1,004	1,072	1,140
YOY(%)	15.5	47.9	108.7	6.8	6.4
毛利率(%)	20.0	20.2	24.7	24.2	23.5
净利率(%)	5.0	6.2	11.7	11.4	11.1
ROE(%)	6.8	9.4	17.2	15.8	14.6
EPS(摊薄/元)	0.27	0.39	0.82	0.87	0.93
P/E(倍)	20.7	14.0	6.7	6.3	5.9
P/B(倍)	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司概况：国内农药行业龙头之一，产品种类丰富、产业链完善.....	4
1.1、 发展历史：深耕农化行业，专注农药产品研产销.....	4
1.2、 主营业务：具备农药全产业链生产能力，自产产品为公司主要业务.....	4
1.2.1、 自产产品：多年深耕下具备较强积累，拥有境内境外两种销售渠道.....	4
1.2.2、 贸易类产品：销售对象主要为跨国农企，包含草甘膦、麦草畏、双甘膦等产品.....	6
1.2.3、 其他业务：少量技术咨询服务.....	6
1.3、 财务表现：2022Q1-Q3 海外需求内流带动营收增长 28.89%，归母净利润增长 208.77%.....	7
2、 农化产品：人口增长背景下农药需求持续增长，行业呈寡头垄断格局国内企业仍存较大差距.....	10
2.1、 概念解析：农药是重要的农业生产资料和救灾物资，包括原药、母药和制剂.....	10
2.2、 行业概况：人口增长背景下农药需求呈上升态势，短期需求受当年气候影响较大.....	12
2.3、 竞争格局：行业呈现寡头垄断格局，国内企业主要产品仍为专利仿制农药.....	15
2.4、 行业趋势：国家政策推动下行业集中度加速提升，国内龙头企业有望收益.....	17
3、 核心竞争力：产业链一体化平台建设，持续研发投入提升公司竞争力.....	18
3.1、 经营优势：具备丰富产品组合的全产业链平台型企业.....	18
3.2、 研发优势：多年研发具备较多专利，持续研发投入进一步提升公司竞争力.....	19
3.3、 市场准入和渠道优势：农药行业等级注册制度构筑较强准入壁垒，积累优质客户保证公司稳定发展.....	20
3.4、 产品组合及生产规模优势：产品种类丰富，产能分散抗风险能力强.....	20
4、 盈利预测与投资建议.....	21
5、 风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

## 图表目录

图 1： 公司于成立于 2003 年，2020 年成为首批新三板精选层公司.....	4
图 2： 公司 2022Q1-Q3 营收 63.41 亿元（+29%）.....	7
图 3： 公司 2022Q1-Q3 归母净利润 9.2 亿元（+209%）.....	7
图 4： 农产品自产自销是公司的主要营收来源，2022H1 营收占比为 79.8%（亿元）.....	8
图 5： 2022H1 公司海外营收 25.41 亿元，同比增长 62.98%.....	8
图 6： 公司 2022Q1-Q3 毛利率为 24.77%，增长 7.02pcts.....	9
图 7： 自产农产品毛利率较高，2022H1 为 30.34%.....	9
图 8： 公司 2022 前三季度净利率为 14.55%，同比增加 8.59pcts.....	9
图 9： 2022Q1-Q3 公司期间费用率为 10.17%，相比 2021 年下降 2.71pcts.....	10
图 10： 农药产业链由农药中间体、农药原药合成和制剂加工三大环节构成.....	12
图 11： 预计世界人口 2030 年、2050 年达到 85 亿人、97 亿人.....	13
图 12： 全球农药市场规模持续上涨，2021 年达 734.2 亿美元，同比增长 5.06%.....	13
图 13： 作物保护类农药占据绝大部分农药市场，2021 年占比为 88.94%.....	14
图 14： 亚太、拉美仍为世界第一、二大作物用农药市场，分别占比 31%、25.9%.....	14
图 15： 除草剂占全球农药市场份额首位，占比约 44.2%.....	15
图 16： 我国农药出口整体呈上升趋势，2021 年出口金额达到峰值，为 80 亿美元.....	15
图 17： 农药市场呈寡头垄断格局，2020 年行业 CR5 为 75%.....	16
图 18： 国内农药行业呈现除产品“绿色化”，工艺清洁化等发展趋势.....	18
图 19： 公司搭建了具备丰富产品组合的全产业链平台.....	18
图 20： 公司研发费用率整体保持稳定.....	20

表 1： 公司自产产品主要包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类别.....	4
表 2： 公司自主登记数量总数为 71 个 .....	6
表 3： 公司贸易类产品主要为草甘膦、麦草畏等.....	6
表 4： 公司技术咨询业务依靠北京颖泰嘉禾等子公司进行.....	7
表 5： 农药可根据应用领域、防治对象、成分来源、化学结构、加工剂型等方式分类 .....	10
表 6： 农药剂型已有五十余种剂型，主要的剂型包括粉剂、可湿性粉剂、水分散粒剂等 .....	11
表 7： 农药企业分为创制类、仿制类、农药制剂类及农药中间体企业 .....	16
表 8： 我国农药优势企业主要位于二、三梯队.....	17
表 9： 公司与天津大学开展了研发合作 .....	19
表 10： 可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股） .....	21

## 1、公司概况：国内农药行业龙头之一，产品种类丰富、产业链完善

### 1.1、发展历史：深耕农化行业，专注农药产品研发产销

公司前身颖新泰康成立于 2003 年，自成立以来一直专注于农化产品的研发、生产和销售，主要产品包括除草剂、杀菌剂和杀虫剂三大类。公司 2008 年引入战略投资者华邦制药，后于 2011 年与华邦制药吸收合并重组上市，形成上市公司华邦健康（002004.SZ）。颖泰生物作为华邦健康的农化业务运营主体，其于 2015 年开始在新三板挂牌，并于 2020 年 7 月 27 日成为首批新三板精选层挂牌公司，后于 2021 年 11 月 15 日平移至北交所转变为上市公司。

图1：公司于成立于 2003 年，2020 年成为首批新三板精选层公司



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

### 1.2、主营业务：具备农药全产业链生产能力，自产产品为公司主要业务

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。公司主要产品可分为自产产品和贸易产品。

#### 1.2.1、自产产品：多年深耕下具备较强积累，拥有境内境外两种销售渠道

公司自产产品主要包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大品类，分别应用于防除杂草等有害植物、防治原菌引起的植物病害及防治害虫。

表1：公司自产产品主要包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类别

大类	化学种类	代表产品	功能特点	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。主要用于防除单子叶和双子叶杂草
	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。主要用于防除阔叶杂草、稗草、异型莎草等。
	酰胺类	乙草胺	通过阻碍蛋白质的合成来抑制细胞的生长,即乙草胺进入植物体内抑制蛋白酶的合成,使幼芽、幼根停止生长。	用于大豆、花生、玉米、水稻、棉花、甘蔗、马铃薯、蔬菜等。用于防除一年生禾本科杂草和某些阔叶杂草
	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，用于防除苘麻、刺苋等多种杂草

杀菌剂	三唑类	戊唑醇	甾醇脱甲基抑制剂。不仅具有杀菌活性，还可促进作物生长，从而提高产量。	用于小麦、大麦、燕麦、玉米、高粱等重要经济作物。可以防治白粉菌属、柄锈菌属、锈孢属、核腔菌属和壳针孢属菌引起的病害。
	甲氧基丙烯酸酯类	嘧菌酯	线粒体呼吸抑制剂。通过抑制线粒体呼吸，从而杀死细胞。	用于禾谷类作物、花生、马铃薯、果树等。是一种广谱杀菌剂，几乎对所有真菌性病害均有效。
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。对植食性螨虫、小菜蛾、菜青虫等有较好的效果。
中间体	中间体	氟苯	生产农药、医药、染料的主要原料。熔点-41.9摄氏度，沸点 85.2 摄氏度，不溶于水，混溶于乙醇、乙醚、丙酮、苯。	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：公司招股书、开源证券研究中心

公司自产品根据销售渠道分为境外销售和境内销售。

### ➤ 境外销售

公司境外销售的对象主要系大型跨国农化公司，产品主要为农药原药。跨国公司获得原药后，复配成制剂向经销商或者终端客户销售。

公司境外销售的登记方式分为合作登记与自主登记两种。合作登记即指公司为客户提供登记注册所需数据，由客户在不同市场进行登记，然后进行销售。除合作登记外，公司在巴西、阿根廷等地区进行了部分产品的自主登记，此外还在全球 52 个国家和地区拥有乙氧氟草醚和特丁噻草隆等产品登记证。

### ➤ 境内销售

公司内销产品以中间体和原药为主，公司内销一般采用直销方式。对于原药产品，公司在取得产品的农药登记证后直接将产品销售给农药厂商或农药贸易商，由其将原药复配成制剂销售或直接销售；对于中间体产品，一部分公司用于自行加工成为原药，另一部分直接销售给下游的医药、农药及化工厂商。

### ➤ 公司自主登记及合作登记情况

合作登记方面，根据公司招股书，公司在美国与 14 个客户合作登记 139 个；在巴西与 17 个客户合作登记 160 个；在阿根廷与 19 个客户合作登记 64 个；在欧盟及德国与 17 个客户合作登记 36 个；在以色列与 2 个客户合作登记 32 个；在南非与 5 个客户合作登记 29 个；在澳大利亚与 9 个客户合作登记 36 个。

自主登记方面，公司自主登记分为两部分，一部分为公司自主进行登记注册，另一部分系公司从陶氏收购的乙氧氟草醚和特丁噻草隆在全球的注册登记证。



**表2：公司自主登记数量总数为 71 个**

大洲	对应国家/区域	产品种类	登记证数量（个）
美洲	巴西	除草剂	20
		杀虫剂	11
		杀菌剂	10
	阿根廷	除草剂	13
		杀虫剂	6
		杀菌剂	9
欧洲	德国	除草剂	1
大洋洲	澳大利亚	除草剂	1

资料来源：公司招股书、开源证券研究中心

另外，公司通过收购陶氏的乙氧氟草醚和特丁噻草隆，在美洲、亚洲、大洋洲和非洲拥有 15 个丁噻隆（除草剂）自主登记证；在美洲、欧洲、亚洲、大洋洲、中东非洲拥有 94 个乙氧氟草醚（除草剂）自主登记证。

### 1.2.2、贸易类产品：销售对象主要为跨国农企，包含草甘膦、麦草畏、双甘膦等产品

公司的贸易类产品主要为草甘膦、麦草畏、双甘膦等大品类广谱性除草剂原药及中间体产品。

**表3：公司贸易类产品主要为草甘膦、麦草畏等**

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

资料来源：公司招股书、开源证券研究中心

公司贸易类产品的主要销售对象为跨国农化企业，公司主要销售农药原药，跨国公司复配成制剂后销售。公司通过成熟的供销网络实现供需对接。根据跨国公司的采购需求在境内采购质量可靠的产品，利用自身的渠道优势，将产品销售给跨国企业，增加与客户的黏性。

### 1.2.3、其他业务：少量技术咨询服务

此外公司还有少量技术咨询服务，主要为 GLP 检测及其他技术咨询业务，主要依靠公司北京颖泰嘉和技术分析有限公司等子公司进行。

**表4：公司技术咨询业务依靠北京颖泰嘉禾等子公司进行**

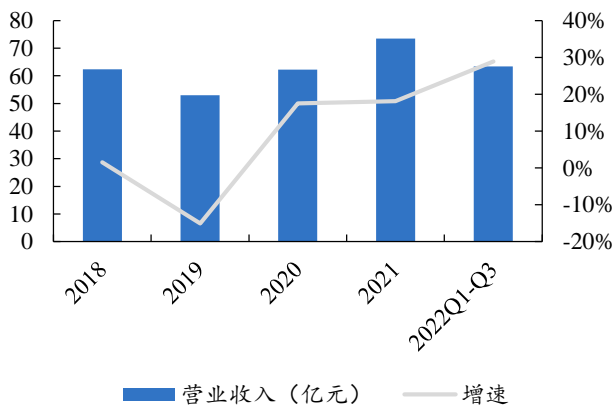
序号	实施主体	控制关系	主要业务
1	北京颖泰嘉和分析技术有限公司	一级子公司	研发、技术咨询服务
2	苏州敬咨达检测服务有限公司	颖泰分析子公司	研发、技术咨询服务
3	科稷达隆生物技术有限公司	一级子公司	研发、技术咨询服务

资料来源：公司招股书、开源证券研究中心

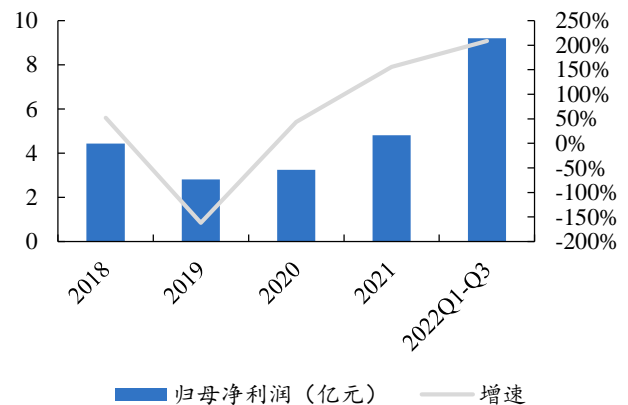
### 1.3、财务表现：2022Q1-Q3 海外需求内流带动营收增长 28.89%，归母净利润增长 208.77%

2022Q1-Q3 营业收入为 63.41 亿元，同比增长 28.89%。2019 年公司进行业务调整毛利较低的贸易业务收入下降，此后，受益于农产品行业整体向好的趋势，公司业务呈现稳步上涨的趋势。

归母净利润方面，公司 2022Q1-Q3 归母净利润为 9.2 亿元，同比增长 208.77%。主要由于公司产品销售规模扩大、盈利能力显著提高，加之联营企业盈利水平提高，归属于公司的投资收益相应增加共同所致；同时，受第三季度美元升值影响，归属于公司的汇兑收益也相应增加，较好的汇兑收益也提供了相应的业绩贡献。

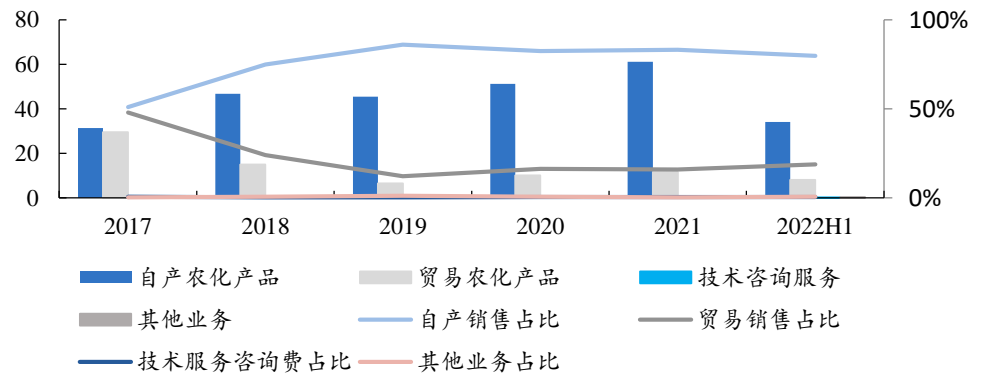
**图2：公司 2022Q1-Q3 营收 63.41 亿元（+29%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：公司 2022Q1-Q3 归母净利润 9.2 亿元（+209%）**


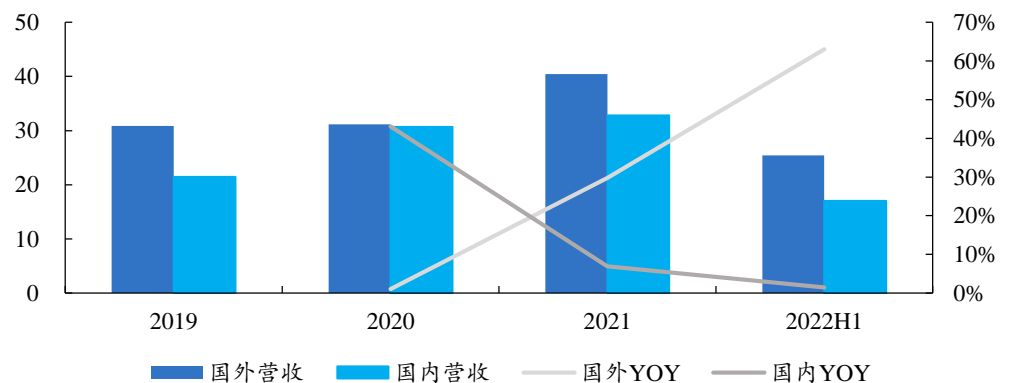
数据来源：Wind、开源证券研究所

**农产品自产销售是公司主要业务收入来源。**2022 年 H1 农产品自产销售实现营收 34.15 亿元，占公司总营业收入的 79.8%。公司产品以自产自销为主，贸易业务为辅，另外还有少量的技术咨询服务收入，从变化趋势看，2017 年起公司贸易营收占比逐渐下滑，至 2019 年后稳定在 20% 以下；自产销售营收占比自 2017 年起逐步上涨，至 2019 年后基本维持在 80% 左右。

**图4：农产品自产自销是公司的主要营收来源，2022H1 营收占比为 79.8%（亿元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区来看，公司境外营收大于境内营收，境外营收增长是公司 2022H1 营收增长的主要来源。公司 2022H1 海外营收为 25.41 亿元，同比增长 62.98%，境内营收为 17.04 亿元，同比增长 1.48%。海外营收增长是公司 2022H1 营收增长的主要来源，主要由于疫情、俄乌冲突等原因导致海外农化产品供应端开工不足，需求向国内转移刺激拉动国内农药出口。

**图5：2022H1 海外营收 25.41 亿元，同比增长 62.98%**


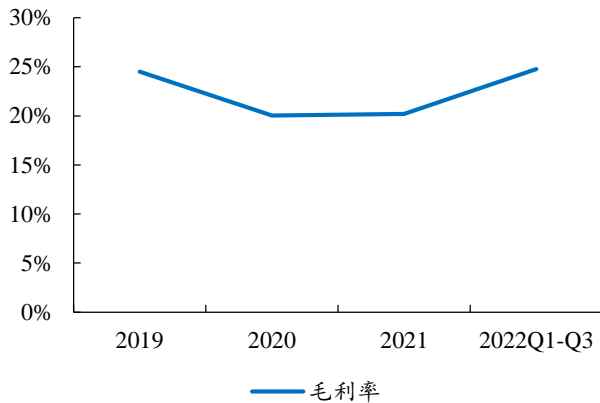
数据来源：Wind、开源证券研究所

2022Q1-Q3 毛利率为 24.77%，比去年同期增长 7.02pcts，涨幅明显。2020 年和 2021 年公司毛利率出现下降主要因疫情下受到原材料价格上涨的影响。2022Q1-Q3 公司毛利率回升，主要系农药产品价格上涨，公司盈利能力有所提升。

具体到各业务来看，自产农产品毛利率较高，2022H1 毛利率为 30.34%，上涨 10.12pcts。技术咨询服务是毛利率最高的产品但营业收入占比较小，2022H1 毛利率为 53.31%，同比下降 9.3pcts。贸易农化产品 2022H1 毛利率为 7.52%，同比下降 0.54pcts。

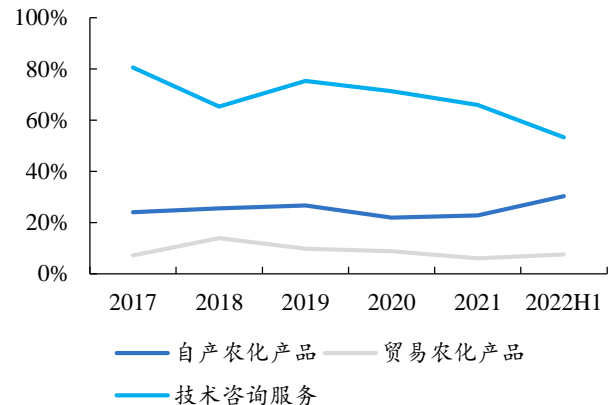


图6：公司 2022Q1-Q3 毛利率为 24.77%，增长 7.02pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

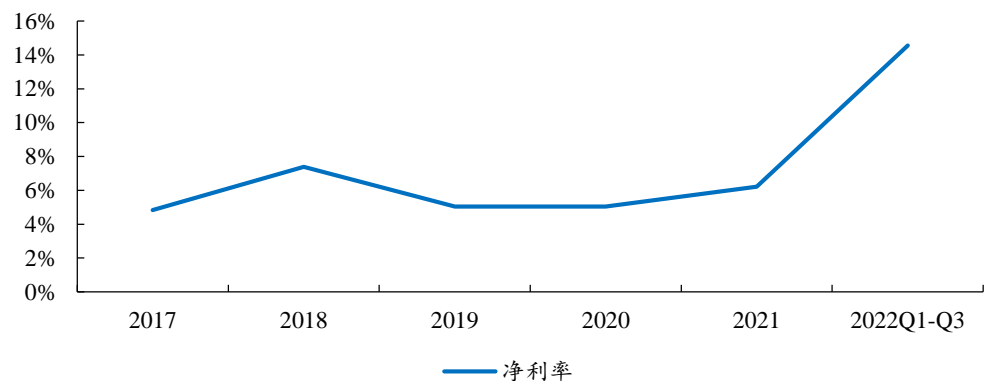
图7：自产农产品毛利率较高，2022H1 为 30.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

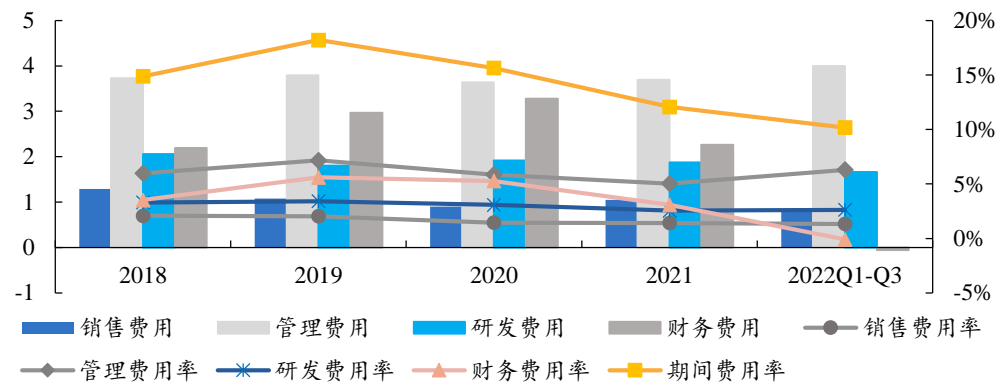
**2022 年前三季度实现净利率 14.55%，同比增加 8.59pcts，增幅明显。**公司净利率走势与毛利率走势相似，主要受益于销售规模扩大、盈利水平提升、美元汇率上涨等因素影响。

图8：公司 2022 前三季度净利率为 14.55%，同比增加 8.59pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022Q1-Q3 期间费率为 10.17%，相比 2021 年降低 1.9pcts。2022Q1-Q3 公司管理费用率变动较为明显，相比 2021 年增长 1.27pcts，主要系公司停产与运营成本增加所致，财务费用率同比相比 2021 年降低 3.17pcts，主要由于美元兑人民币汇率变动影响，公司汇兑收益大幅增加所致。

**图9：2022Q1-Q3 公司期间费用率为 10.17%，相比 2021 年下降 2.71pcts**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、农化产品：人口增长背景下农药需求持续增长

### 2.1、概念解析：农药是重要的农业生产资料和救灾物资，包括原药、母药和制剂

农药是指用于预防、消灭或者控制危害农业、林业的病、虫、草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。

**表5：农药可根据应用领域、防治对象、成分来源、化学结构、加工剂型等方式分类**

分类方法	具体内容
应用领域	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
防治对象	除草剂、杀菌剂、杀虫剂和植物生产调节剂
成分与来源	化学农药和生物农药。化学农药系通过化学反应制成，可根据成分进一步分为有机农药和无机农药；生物农药系来源于生物及其基因产生或表达的各种生物活性成分。
化学结构	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、噻二嗪酮类、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
加工剂型	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

资料来源：公司招股书、中农联合招股书、开源证券研究所

**农药是重要的农业生产资料和救灾物资。**据联合国粮农组织（FAO）预计，全世界每年由于病虫害导致的粮食减产率在 20%-40%之间。使用农药，可以防治农业有害生物、保障农业生产、有力挽回作物产量损失。在耕地面积有限的情况下，随着人口的增加和人们对生活水平要求的不断提高，保障农产品供给始终是关系国

家安全的重要问题，农药的使用是提高农作物生产产量、改善农产品质量的重要途径。

在农药大规模应用之初，在追求农药杀虫、杀菌及除草效果的同时，往往也会对农作物、有益的昆虫、甚至是土壤和水资源环境等造成伤害，还可能损及消费者的食用安全。近年来，世界各国对农药的规范日趋严格，农药行业不断研发新型有效成分、研究原药化合物的环境影响、改良制剂的配方，农药产品已实现高效、低毒、低残留的要求。

具体到农药剂型来看，农药制剂的形态称为剂型，剂型确定的主要依据是产品状态及有效成分的形态，不涉及农药加工过程、产品组成及介质。根据 2017 年 11 月原国家质量监督检验检疫总局发布《农药剂型名称及代码》(GB/T19378-2017)，目前农药制剂已有五十余种剂型，主要的农药制剂剂型简要介绍如下。

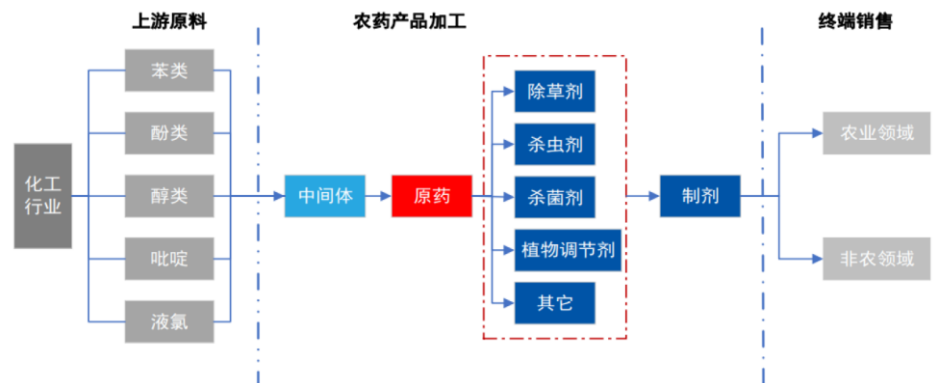
**表6：农药剂型已有五十余种剂型，主要的剂型包括粉剂、可湿性粉剂、水分散粒剂等**

序号	剂型名称	代码	说明
1	粉剂	DP	适用喷粉或撒布含有效成分的自由流动粉状制剂
2	可湿性粉剂	WP	可分散于水中形成稳定悬浮液的粉状制剂
3	水分散粒剂	WG	在水中崩解、有效成分分散成悬浮液的粒状制剂
4	可溶粉剂	SP	有效成分在水中形成真溶液的粉状制剂，可含有不溶于水的惰性成分
5	可溶液剂	SL	用水稀释成透明或半透明含有效成分的液体制剂，可含有不溶于水的惰性成分
6	乳油	EC	用水稀释分散成乳状液含有效成分的均相液体制剂
7	水乳剂	EW	有效成分（或其有机溶液）在水中形成乳状液液体制剂
8	微乳剂	ME	有效成分在水中成透明或半透明的微乳状液体制剂，直接或用水稀释后使用
9	悬浮剂	SC	有效成分以固体微粒分散在水中成稳定的悬浮液体制剂，一般用水稀释使用
10	微囊悬浮剂	CS	含有效成分的微囊分散在液体中形成稳定的悬浮液体制剂
11	可分散油悬浮剂	OD	有效成分以固体微粒分散在非水介质中成稳定的悬浮液体制剂，一般用水稀释使用
12	悬乳剂	SE	有效成分以固体微粒和水不溶的微小液滴形态稳定分散在连续的水相中成非均相液体制剂
13	种子处理可分散粉剂	WS	用水分散成高浓度浆状含有效成分的种子处理粉状制剂

资料来源：美邦股份招股书、开源证券研究中心

具体到产业链来看，农药产业链由农药中间体、农药原药合成和制剂加工三大环节构成。行业上游为黄磷、液氯等无机原料和甲醇、三苯等基本有机原料，下游为农林牧渔业生产和公共卫生等领域。公司的产品覆盖农药中间体、原药和制剂三个环节，产业链布局完善。

图10：农药产业链由农药中间体、农药原药合成和制剂加工三大环节构成



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

全球的农药生产企业均处于上图所示的产业链中的某一部分或全部。农药企业有从原料到制剂的全程生产企业，也有专做中间体、原药或制剂的企业。随着农药行业的发展以及市场竞争的日益加剧，部分企业向上下游延伸拓展产业链，这在一定程度上有利于企业强化风险抵御能力、降低市场波动带来的不利影响、拓宽收入来源、提升综合盈利能力。

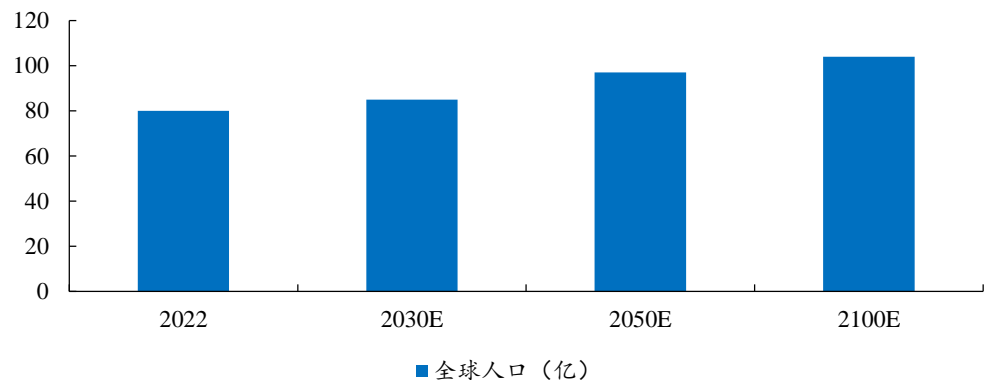
**农药行业上游行业为基础化工行业。**凭借我国较为完整的化工工业体系以及强大的供给能力，农药行业上游原料供应充足。但目前我国农药生产以已过专利期的仿制产品为主，市场议价能力不足，上游基础化工产品价格的上涨将导致农药企业生产成本的上升，影响其盈利能力。

**农药行业的下游行业主要为农林牧渔等农业生产领域，属于国民经济的基础性和战略性产业。**在世界人口不断增长、农产品消费升级、生物能源推广、耕作方式转变等因素的驱动下，下游农业生产对于农药将具有较强的刚性需求，有利于推动农药行业的持续发展。

## 2.2、行业概况：人口增长背景下农药需求呈上升态势，短期需求受当年气候影响较大

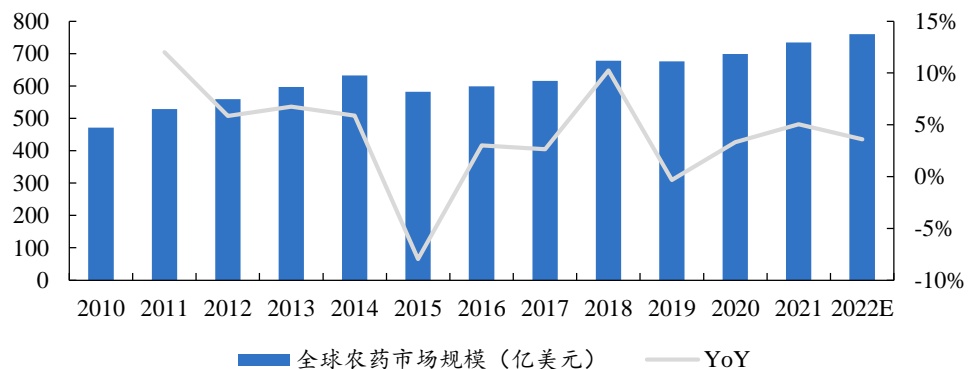
海外农药工业起步早，知识产权保护制度完善，农药工业已经走过了高速发展时期。由于农药工业面临越来越大的环保压力，农药研究开发的高投入、高风险，促使农药工业逐步走向高度集中、高度垄断。20世纪90年代以后，全球农药市场进入一个相对稳定的发展期。

农药的需求与人口的增长密切相关，人口的增长带动农作物的种植，从而带动农药的需求。根据联合国《世界人口展望2022》的数据及预测，世界人口将于2022年底突破80亿人，2030年和2050年，人口规模将分别上升至85亿人和97亿人。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。

**图11：预计世界人口 2030 年、2050 年达到 85 亿人、97 亿人**


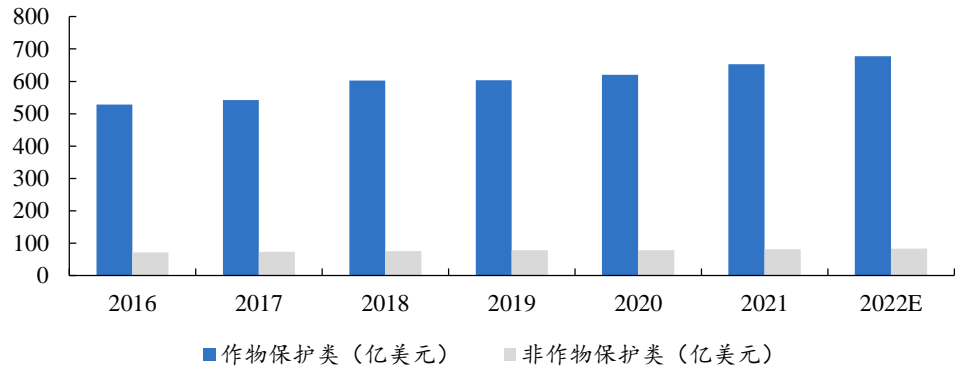
数据来源：联合国《世界人口展望 2022》、开源证券研究所

2010 年至 2021 年，全球农药市场规模不断扩大，从 471.71 亿美元增长至 734.2 亿美元，整体呈现增长趋势。但 2015 年受不利天气及农产品价格走低等因素的影响，造成当年农药市场需求低迷。自 2016 年开始，全球农药市场重回增长通道，特别是 2018 年全球农药市场增幅明显。根据种子与农药咨询公司 Phillips McDougall 统计，2018 年全球农药市场销售额为 678.42 亿美元，同比增长 10.26%；2021 年整体市场上涨 5.06%，达到 734.2 亿美元，据 Phillips McDougall 预计，2022 年整体市场规模将达到 760.6 亿美元，同比增长 3.6%，行业整体态势持续向好。

**图12：全球农药市场规模持续上涨，2021 年达 734.2 亿美元，同比增长 5.06%**


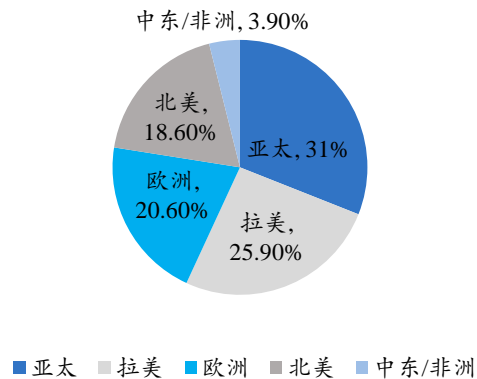
数据来源：Phillips McDougall、开源证券研究中心

具体分类来看，农药又可以分为作物保护类和非作物保护类，其中作物保护类占比较高，2021 年占比可达 88.94%。根据 Phillips McDougall 统计，2021 年全球作物保护市场销售额为 653.1 亿美元，同比增长 5.28%；非农作物用农药市场达到 81.2 亿美元，同比增长了 3.44%；预计 2022 年用于农作物的农药市场需求 667.5 亿美元，同比增长 3.74%。

**图13：作物保护类农药占据绝大部分农药市场，2021年占比为88.94%**


数据来源：Phillips McDougall、开源证券研究所

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。从区域分布看，根据 Phillips McDougall 统计，亚太地区 and 拉丁美洲的农药市场销售额分别占 2020 年全球农药市场销售额的 31% 和 25.9%。其中亚太地区 2020 年销售额为 192.41 亿美元，较去年同期增长 3.8%；拉丁美洲 2020 年农药销售额较 2019 年增长 2.1%，达到 160.58 亿美元。此外，欧洲、北美等传统农药消费市场需求均有所增长。

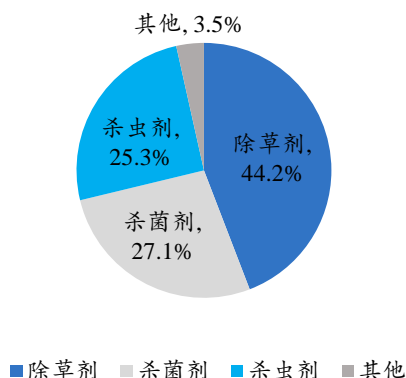
**图14：亚太、拉美仍为世界第一、二大作物用农药市场，分别占比 31%、25.9%**


数据来源：Phillips McDougall、开源证券研究所

从国家分布来看，2020 年全球十大农药消费国依次为巴西、美国、中国、日本、印度、加拿大、阿根廷、俄罗斯、法国和德国。上述国家农药销售额合计占世界总市场规模的 70.56%，其中巴西约占 18.23%，美国约占 13.64%，中国约占 12.61%。2013 年-2018 年，中国以 12.4% 的复合成长率成为农药销售额增速最快的国家。

从全球农药市场销售结构来看，目前除草剂在目前占有全球最大的农药市场份。2020 年，全球农用农药销售总额为 620.36 亿美元，其中，除草剂所占份额居于首位，约占 44.2%；其后分别为杀菌剂和杀虫剂，所占份额分别为 27.1% 和 25.3%。

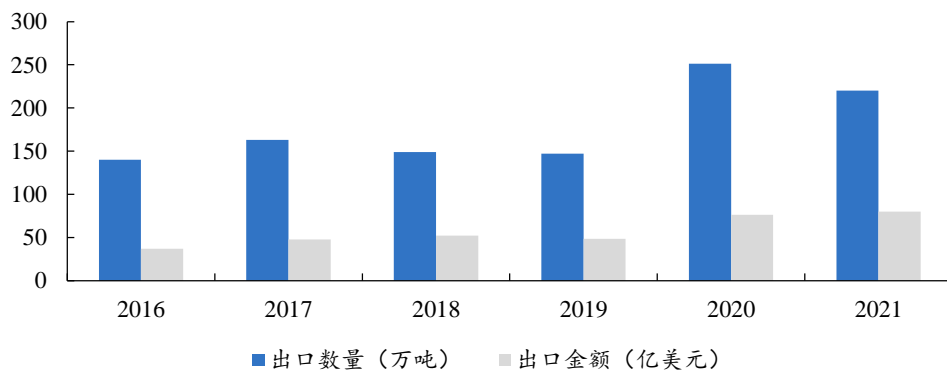


**图15：除草剂占全球农药市场份额首位，占比约 44.2%**


数据来源：Phillips McDougall、开源证券研究所

具体到国内市场来看，我国农药行业发展起步比较晚。在经历了上世纪 50 年代的初步发展阶段、80 年代的自主生产和进口并存阶段后，90 年代中期，我国农药登记制度进一步完善提高，吸引了一批更新的农药产品和技术，进一步缩短了和先进国家农药品种结构的差距，使我国农药工业又上了一个新的台阶。

我国农药出口量不断提升。1994 年我国农药出口量首次超过农药进口量，2016 年我国农药出口达到 140 万吨，出口值 37.08 亿美元；2021 年我国原药出口额为 80 亿美元。期间，我国产量和出口都出现快速增长。其中出口金额在 2021 年达到峰值，出口数量在 2020 年达到峰值 251.4 万吨，整体依旧呈现上升趋势。

**图16：我国农药出口整体呈上升趋势，2021 年出口金额达到峰值，为 80 亿美元**


数据来源：中国海关、开源证券研究所

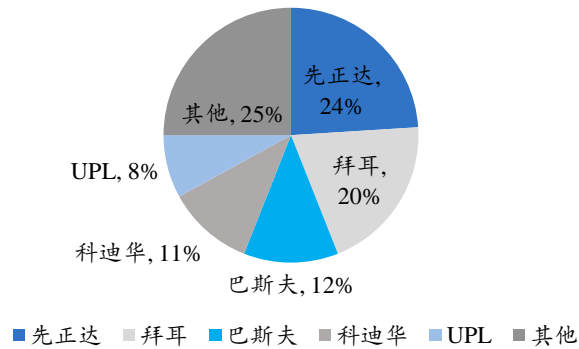
### 2.3、竞争格局：行业呈现寡头垄断格局，国内企业集中度在提升

农药产业链呈现典型的微笑曲线结构，即研发端和销售端享有较高的利润附加值的环节主要由跨国巨头从事，国内大型企业主要向国外农化巨头销售原药。农药新产品开发成本巨大、周期长。根据 2009 年 Phillips McDougall 的统计，研制一个新活性成分需要经过 140,000 个化合物的筛选，从研制到商业化平均需要 9.8 年，耗资约 2.5 亿美元，但相对应的新型专利农药利润率极高。

经过几十年的激烈竞争与发展，目前全球农药行业呈现寡头垄断的格局，先正

达（已被中国化工收购）、拜耳（已于 2018 年 6 月完成对孟山都的收购）、巴斯夫、科迪华（陶氏和杜邦合并后拆分组建）为第一集团的跨国公司农药市场占比份额已经接近 70%，并形成了“产权农药—丰厚利润—研发投入—新产权农药”的良性循环，农药新品种的开发已基本由这些公司垄断。

图17：农药市场呈寡头垄断格局，2020 年行业 CR5 为 75%



数据来源：Agbio Investor、开源证券研究所

国际农化巨头兼具科技创新、产业链延伸至上下游、产品门类丰富的高度一体化国际化发展模式。这些企业主要专注于制剂生产及新产品的开发，形成农药技术开发的垄断局面，从而巩固其在全球农药市场的优势地位，未来预计将进一步提升这一市场格局。全球农药工业和市场呈现高度集中态势，国际跨国公司的垄断优势短期内不会发生改变。

与其他制造业类似，农药行业的业务流程可大致分为研发、生产和销售，最终通过产品的销售实现盈利，其中相对于生产环节而言，研发和销售环节具有更高的附加值，特别是对于研发环节而言，由于农药新产品的开发具有投入大、周期长、风险高的特点，目前只有少数具有雄厚的资本与技术实力的跨国农药公司能够进行农药新药创制业务，并形成了以新药研发为核心竞争力的创制类农药企业梯队，在全球农药领域中占据主导地位。从全球农药行业看，根据新药创制能力进行区分，除了创制型农药企业外，其他企业类型包括仿制类原药企业、农药制剂企业及农药中间体企业等。

目前我国农药行业总体仍以仿制为主，仅有少量企业正积极探索农药新产品的自主创制，仿制类原药企业、农药制剂企业及农药中间体企业仍占据行业的绝大部分。在全球市场中，我国农药企业仍主要作为原料供应商，通过向国外农药厂商提供仿制类原药或贴牌制剂产品获得利润，很少用自主品牌直接向终端市场进行销售，缺乏市场主动权。

表7：农药企业分为创制类、仿制类、农药制剂类及农药中间体企业

类型	特点
创制类农药企业	巨额投入研发新产品，专利保护，获取高回报，继续研发新产品迭代，为行业领军企业。
仿制类原药企业	仿制专利过期产品，依靠生产成本优势生产原药，因为产品价格会快速下降，必须扩大市场规模，并做好产品阶梯储备。
农药制剂企业	采购原药生产制剂，靠近消费终端，必须掌控渠道、建立品牌优势才能保证竞

类型	特点
农药中间体企业	不参与终端竞争，主要面向跨国农药企业提供定制服务。

资料来源：润丰股份招股书、开源证券研究中心

若以市场份额对行业公司进行分类，则行业公司主要可分为四个梯队。我国农药优势企业主要位于第二和第三梯队，与行业龙头仍具备一定差距。

**表8：我国农药优势企业主要位于二、三梯队**

分类	分类依据（市场份额）	主要公司
第一梯队	>5%	拜耳、先正达、巴斯夫、科迪华、富美实、安道麦
第二梯队	1%-5%	住友化学、纽发姆、联合磷化、Platform、颖泰生物、阿尔宝、扬农股份、红太阳、山东润丰、福华农科
第三梯队	0.5%-1%	汉姆、辉丰股份、利尔化学等 17 家企业
第四梯队	<0.5%	其他企业

资料来源：公司招股书、开源证券研究中心

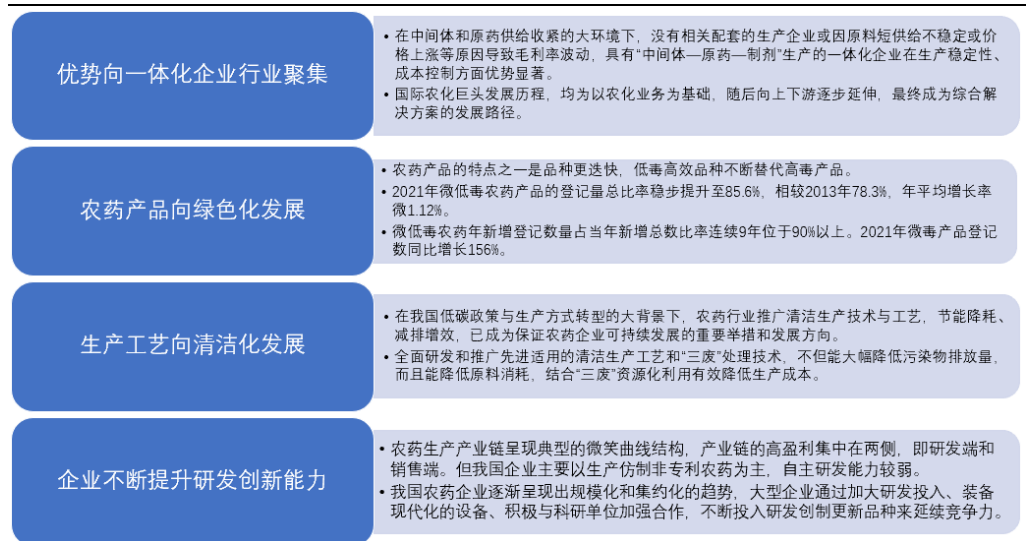
我国农药企业数量多、规模较小、整体实力较弱。农药产业链中，跨国公司通过控制专利药及销售渠道主导市场，国内农药生产企业大多在海外没有注册登记和销售渠道，主要为跨国公司提供原药，并通过与其建立长期合作关系发展壮大。虽然我国农药出口量较大，但大多数为非专利仿制农药原药，原药“强”、制剂“弱”，产品同质化严重，多数企业还停留在低端产品竞争层面上，国内农化企业在研发方面仍处于较弱的地位，较大型跨国公司仍存在一定差距。但随着近两年中国化工集团有限公司收购了先正达和安道麦，我国企业在全球农化市场的话语权或将进一步提升。

## 2.4、行业趋势：国家政策推动下行业集中度加速提升，国内龙头企业有望收益

《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。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。随着环保高压成为新常态，行业的格局将进一步重塑，规范的大型企业受益明显，加速行业内的重组。

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，2021 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 6 家、年销售额在 20 亿元以上的企业共 31 家，已达到《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。

从行业趋势来看，当前国内农药行业存在优势向一体化企业聚集，产品“绿色化”，生产工艺清洁化，企业提升研发能力四个发展趋势。

**图18：国内农药行业呈现除产品“绿色化”，工艺清洁化等发展趋势**


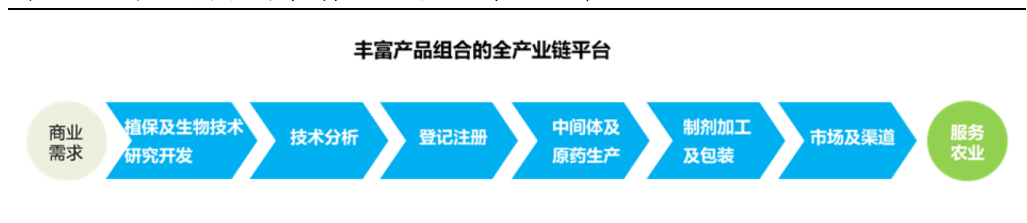
资料来源：世界农化网、开源证券研究所

### 3、核心竞争力：产业链一体化平台建设，持续研发投入提升公司竞争力

#### 3.1、经营优势：具备丰富产品组合的全产业链平台型企业

颖泰生物已经形成中国农化行业内少有的拥有丰富产品组合、集研产销全产业链为一体的商业模式。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19：公司搭建了具备丰富产品组合的全产业链平台**


资料来源：公司招股书

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，相互促进新模式。

### 3.2、研发优势：多年研发具备较多专利，持续研发投入进一步提升公司竞争力

公司共有 285 项国家专利，研发人员占比 9.01%。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，不断进行技术钻研，截至 2021 年末公司已获得授权国家专利 285 项，其中发明专利 143 项，涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类产品。此外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 2021 年末公司研发人员 452 人，研发人员占比 9.01%。

公司的自主研发创新体系，涵盖生物技术研发、植物保护研发及技术分析三大板块。

#### ➤ 植物保护研发

在植物保护产品的研发方面，公司在二苯醚类除草剂、酰胺类除草剂、甲氧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。

#### ➤ 生物技术研发

在生物技术研发方面，公司聚焦种业性状的研究。农作物新品种具有培育周期长、难度大的特点，通过生物技术可大幅加速品种改良进程，缩短育种周期。公司的 CRISPR/Cas9 基因编辑技术达到国际先进水平，可通过对特定目标基因进行精准修饰，获得丰富的理想性状品系，显著加快育种进程。此外，公司的高效作物（水稻、棉花、玉米、烟草）遗传转化技术水平国内领先，通过此技术可完成抗虫抗除草剂转基因棉花新材料及水稻品种的培育。

#### ➤ 技术分析

公司拥有国内一流的技术分析设施和研发队伍。公司的 GLP 实验室在 2006 年获得 OECD 成员国颁发的 GLP 实验室资格证书，成为中国大陆第一家农药 GLP 实验室。GLP 即 Good Laboratory Practice（良好实验室规范），在农药领域，GLP 报告已成为在世界主要农药消费国进行农药产品登记注册的必备文件。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。

另外公司还和天津大学等科研院校展开了研发合作。

**表9：公司与天津大学开展了研发合作**

合作单位	合作项目	合作协议主要内容
天津大学	噻菌酯结晶新技术研究	1、由公司提供研究经费和报酬、技术资料和产品样品；
		2、公司委托天津大学，为公司提供原有产品工艺的优化和评估服务，探索研发新的结晶工艺，试验、检测、技术指导等工作。
天津大学	年产 4000 吨硝磺草酮结晶新技术	1、由公司提供研究经费和报酬、技术资料和产品样品；
		2、公司委托天津大学，开发研究 4000 吨硝磺

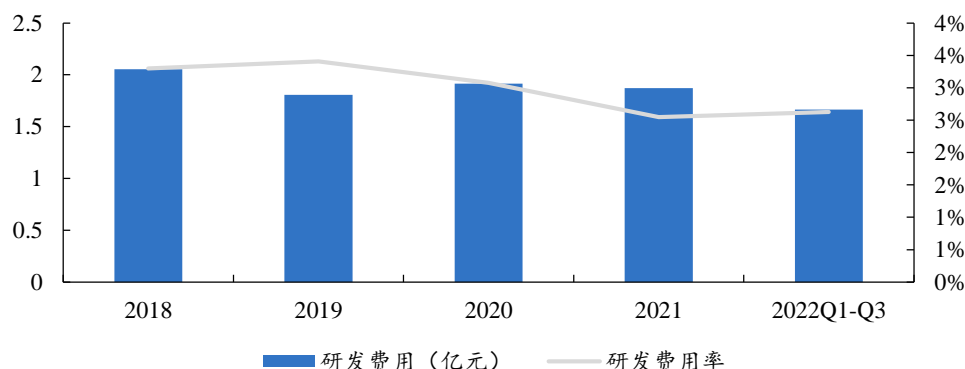


合作单位	合作项目	合作协议主要内容
		草酮连续结晶工艺与设备开发研究，工艺包核心内容设计、结晶器设计等，并进行工程实施的配套服务，校验、方案设计、安装调试指导，及对公司操作人员进行指导培训。

资料来源：公司年报、开源证券研究中心

研发费用方面，公司历年均保持了较高的研发投入，2022Q1-Q3 研发费用为 1.66 亿元，对应研发费用率分为 2.63%，相比 2021 年略微提升 0.08pcts。公司研发费用率整体保持稳定，且均围绕公司主营业务。

图20：公司研发费用率整体保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、市场准入和渠道优势：农药行业等级注册制度构筑较强准入壁垒，积累优质客户保证公司稳定发展

世界大多数国家均对农药的生产和销售进行严格监管，实行登记注册制度，登记耗费的时间成本和资金成本巨大。根据公司招股书数据，纵观农药前三大消费国巴西、美国和中国：美国取得原药登记证需要不少于 1 年时间且费用在数十万美元；巴西更为严苛，取得登记证的时间需要 5-7 年；目前，在我国取得正式农药登记证的时间至少需要 3 年。在严苛的注册登记门槛下，登记证的数量和品种对企业的发展尤其重要。

**公司市场准入优势突出。**在全球市场，公司凭借丰富的市场经验及对市场的敏锐判断，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，并凭借强大的自主登记能力拥有多个农药登记证，快速打开市场，先发优势突出。公司还拥有乙氧氟草醚和特丁噻草隆原药及制剂产品在全球 52 个主要国家和地区的登记注册等知识产权。在国内市场，公司拥有 403 项国内农药产品登记证，其中原药登记证 156 项，位于领先地位。

**公司为多个国际农化公司供应商，客户关系稳定。**公司客户对于供应商的选定有着严格的标准和流程，一旦关系确定，不会轻易变更。公司目前已与 ADAMA（安道麦）、CORTEVA（陶氏杜邦）、NUFARM（纽发姆）、LANXESS（朗盛）等国际农化公司形成了长期、稳定、良好的战略合作关系，为长期发展打下基础。

### 3.4、产品组合及生产规模优势：产品种类丰富，产能分散抗风险能力强

**公司拥有丰富的产品线，**目前拥有除草剂、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。公司丰富的产品线可满足客户的多元化需求，增加客户黏性，同时公司可根据市场情况调整产品结构，筛选客户需求大、毛利率高的产品进行组合。

公司完成了在浙江、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，同时凭借显著的规模优势，公司可有效提高生产效率，降低生产成本，保持产品多样化以满足客户不同需求。

#### 4、盈利预测与投资建议

公司为国内农化行业龙头，是国内少有的具备丰富的产品组合及从研发到销售完整产业链的公司，具备较强的市场地位与竞争优势。随着全球人口的稳步增加，预计全球农药市场规模将持续上涨，同时在国家政策推动的背景下，我国农药行业呈现优势向龙头企业聚集的趋势，公司作为龙头企业有望受益。未来随着公司募投项目的推进，公司产能将逐步释放，带动业绩稳步提升，我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 10.04/10.72/11.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.82/0.87/0.93 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 6.7/6.3/5.9 倍。可比公司 2022 年 PE 均值为 14X，颖泰生物估值水平较可比公司估值均值比较低，首次覆盖给予“买入”评级。

表10：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市值	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
利尔化学	002258.SZ	19.36	154.96	2.25	2.50	2.91	8.60	7.74	6.65
扬农化工	600486.SH	101.51	314.58	6.45	7.26	8.08	15.74	13.98	12.56
中旗股份	300575.SZ	22.58	70.01	1.33	1.60	2.06	16.98	14.11	10.96
均值			179.85				13.77	11.95	10.06
颖泰生物	833819.BJ	5.51	67.54	0.82	0.87	0.93	6.72	6.33	5.92

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致性预测 收盘日为 2022 年 11 月 14 日）

#### 5、风险提示

扩产项目进展不及预期风险、原材料价格大幅波动风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4133	5595	6146	7000	8192
现金	1338	1840	2093	2774	3336
应收票据及应收账款	1064	1480	1640	1717	1900
其他应收款	80	197	212	236	267
预付账款	125	150	162	187	210
存货	1307	1629	1771	1789	2157
其他流动资产	218	299	269	297	322
<b>非流动资产</b>	6593	6346	6789	6775	6883
长期投资	1628	1619	2219	2459	2709
固定资产	2949	2690	2610	2485	2406
无形资产	823	806	778	737	691
其他非流动资产	1193	1232	1182	1094	1077
<b>资产总计</b>	10726	11941	12935	13775	15075
<b>流动负债</b>	5671	6552	6666	6678	7066
短期借款	3599	3548	3600	3650	3700
应付票据及应付账款	1370	1987	2055	2114	2286
其他流动负债	702	1017	1011	914	1080
<b>非流动负债</b>	455	554	429	305	198
长期借款	366	446	334	218	113
其他非流动负债	90	108	95	87	85
<b>负债合计</b>	6126	7106	7095	6983	7264
少数股东权益	16	1	2	4	6
股本	1226	1226	1226	1226	1226
资本公积	3010	3011	3011	3011	3011
留存收益	528	825	1463	2180	2961
<b>归属母公司股东权益</b>	4584	4835	5839	6788	7806
<b>负债和股东权益</b>	10726	11941	12935	13775	15075

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1117	504	1209	1147	1157
净利润	314	457	1005	1074	1142
折旧摊销	66	62	334	339	359
财务费用	328	226	142	172	187
投资损失	-131	-212	-210	-220	-230
营运资金变动	247	-479	-64	-208	-277
其他经营现金流	293	451	2	-11	-24
<b>投资活动现金流</b>	-419	172	-579	-97	-228
资本支出	262	170	190	112	202
长期投资	-194	291	-600	-240	-250
其他投资现金流	36	51	211	255	223
<b>筹资活动现金流</b>	-486	-358	-377	-369	-367
短期借款	1170	-51	52	50	50
长期借款	-827	80	-112	-116	-106
普通股增加	100	0	0	0	0
资本公积增加	424	1	0	0	0
其他筹资现金流	-1353	-388	-317	-303	-311
<b>现金净增加额</b>	187	332	253	681	562

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6225	7354	8578	9400	10311
营业成本	4978	5868	6460	7121	7892
营业税金及附加	31	33	43	46	50
营业费用	90	105	107	113	120
管理费用	364	370	431	479	516
研发费用	191	187	206	226	247
财务费用	328	226	142	172	187
资产减值损失	-30	-117	-68	-90	-115
其他收益	55	56	53	55	54
公允价值变动收益	2	7	-30	0	0
投资净收益	131	212	210	220	230
资产处置收益	6	10	5	7	7
<b>营业利润</b>	430	714	1509	1616	1722
营业外收入	6	3	6	5	5
营业外支出	10	37	19	22	26
<b>利润总额</b>	426	680	1496	1599	1700
所得税	112	223	491	524	558
<b>净利润</b>	314	457	1005	1074	1142
少数股东损益	-11	-24	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	325	481	1004	1072	1140
EBITDA	994	1208	1972	2072	2184
EPS(元)	0.27	0.39	0.82	0.87	0.93

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.6	18.1	16.7	9.6	9.7
营业利润(%)	34.3	66.1	111.4	7.1	6.6
归属于母公司净利润(%)	15.5	47.9	108.7	6.8	6.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.0	20.2	24.7	24.2	23.5
净利率(%)	5.0	6.2	11.7	11.4	11.1
ROE(%)	6.8	9.4	17.2	15.8	14.6
ROIC(%)	5.0	6.1	11.1	10.8	10.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.1	59.5	54.8	50.7	48.2
净负债比率(%)	58.7	50.7	33.8	18.0	7.8
流动比率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	5.9	5.8	5.5	5.6	5.7
应付账款周转率	9.2	9.2	9.2	9.3	9.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.39	0.82	0.87	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.41	0.99	0.94	0.94
每股净资产(最新摊薄)	3.74	3.94	4.76	5.54	6.37
<b>估值比率</b>					
P/E	20.7	14.0	6.7	6.3	5.9
P/B	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.5	7.6	4.4	3.8	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

## 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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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