

2022 年 11 月 25 日

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818
15921910289
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

绿亨科技——“种子+农药”协同发展

——北交所新股申购策略报告之三十五

本期投资提示：

- **基本面：**聚焦果蔬高附加值作物，致力打造精品农药及蔬菜种子网络。公司 2004 年成立于广州，从事农药产品和蔬菜种子的研发、生产和销售，**农药产品**主要包括杀菌剂、除草剂和杀虫剂；**蔬菜种子**产品主要包括茄果、瓜豆、叶菜和鲜食玉米类种子。经过多年发展，公司已初步构建涵盖种子、农药、肥料和助剂的农作物整体解决方案服务体系。2021 年公司沧州农药工厂正式建成投产，增强产业链竞争力。**掌握核心技术，具备先发优势，产品质量领先行业。农药杀菌剂领域，**公司专注于解决作物的土传病害、苗期病害和疑难杂症，率先取得行业内有效成分含量最高的 98%噁霉灵农药登记证，研制的 50%氯溴异氰尿酸并拥有行业内唯一原药登记证，独家拥有行业内有效成分含量最高的 86.2%氧化亚铜登记证。**蔬菜种子领域，**公司推出“东风 199”毛粉番茄、“圣桃 6 号”小番茄、“亨椒 50”泡椒等各市场认可的优秀品种。公司高度重视制种质量，根据品种的环境适应性合理安排生产布局，选择光照充足、昼夜温差大和气候干燥的区域制种，保证植株获得充足的营养，提高种子芽率，降低病虫害发生概率及对种子品质的影响。**产品品类丰富齐全，满足客户多元化需求。**公司现行推广的蔬菜种子涵盖四十余种作物的众多优质品种，是国内拥有较全蔬菜品种的蔬菜种子企业之一；农药制剂涵盖杀菌剂、杀虫剂、除草剂等主要品类的产品，与多家农药生产企业保持密切合作，积极筛选优质产品共同开发，不断增加产品组合。丰富的产品线能够满足客户多元化需求，帮助客户节约寻找货源的成本，增强客户粘性，支持公司业绩持续稳定增长。**业绩端，业绩持续增长，盈利能力维持平稳。**19-21 年公司营收 CAGR 为 19.43%；19-21 年归母净利润 CAGR 为 23.02%。21 年毛利率 47.66%，净利率 16.34%。22 年 Q1-Q3 营收同比+0.47%，归母净利润同比-1.13%。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2022 年 11 月 29 日，申购代码“889009”。初始发行规模 4049.57 万股，占发行后公司总股本的 22.47%（超配行使前），预计募资 3.24 亿元，发行后公司总市值 14.42 亿。新股发行价格 8 元/股，与底价相同，发行 PE(TTM)为 23.3 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 18.08 倍。网上顶格申购需冻结资金 1538.8 万元，网下战略配售共 5 名战投。
- **申购分析意见：参与。**公司聚焦果蔬高附加值作物，致力打造精品农药及蔬菜种子网络，2021 年沧州农药工厂正式建成投产，产业链布局深化。公司首发 PEttm 较可比中值溢价，从主营角度，公司是“农药+种子”双主业，而可比均为农药企业，不实际可比；考虑公司种子板块估值，建议参与申购。
- **风险因素：**1) 产品责任纠纷的风险；2) 原材料价格波动的风险；3) 农药新产品研发的风险；4) 新产品推广不利的风险。

目录

1. 稀缺蔬菜种业标的, “种子+农药” 协同发展	4
2. 发行方案: 发行后可流通比例适中, 顶格申购门槛较高	5
3. 竞争优势: 技术研发、客户、品牌	6
4. 主要风险: 产品责任纠纷、原材料价格波动、新品研发、新品推广等.....	6
5. 可比公司: 小而美, 盈利性佳	6
6. 申购分析意见: 参与	7

图表目录

图 1：公司 2021 年主营构成（按产品）	4
图 2：公司 2021 年主营构成（按销售方式）	4
表 1：募投项目情况	5
表 2：绿亨科技重要发行要素一览	5
表 3：绿亨科技可比公司收入结构	6
表 4：绿亨科技可比公司财务对比	7
表 5：可比上市公司情况	7

1. 稀缺蔬菜种业标的，“种子+农药”协同发展

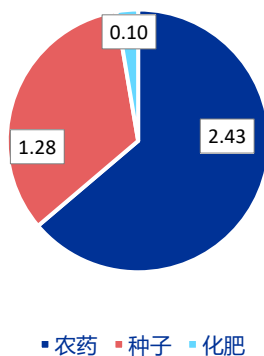
聚焦果蔬高附加值作物，致力打造精品农药及蔬菜种子网络。公司 2004 年成立于广州，从事农药产品和蔬菜种子的研发、生产和销售，农药产品主要包括杀菌剂、除草剂和杀虫剂；蔬菜种子产品主要包括茄果、瓜豆、叶菜和鲜食玉米类种子。经过多年发展，公司已初步构建涵盖种子、农药、肥料和助剂的农作物整体解决方案服务体系。为提升全产业链利润空间和竞争优势，公司沿产业链上游拓展原药业务，2021 年沧州农药工厂正式建成投产。

掌握核心技术，具备先发优势，产品质量领先行业。农药杀菌剂领域，公司专注于解决作物的土传病害、苗期病害和疑难杂症，率先取得行业内有效成分含量最高的 98%噁霉灵农药登记证，研制的 50%氯溴异氰尿酸并拥有行业内唯一原药登记证，独家拥有行业内有效成分含量最高的 86.2%氧化亚铜登记证。**蔬菜种子领域**，公司推出“东风 199”毛粉番茄、“圣桃 6 号”小番茄、“亨椒 50”泡椒等各市场认可的优秀品种。公司高度重视制种质量，根据品种的环境适应性合理安排生产布局，选择光照充足、昼夜温差大和气候干燥的区域制种，保证植株获得充足的营养，提高种子芽率，降低病虫害发生概率及对种子品质的影响。

产品品类丰富齐全，满足客户多元化需求。公司现行推广的蔬菜种子涵盖四十余种作物的众多优质品种，是国内拥有较全蔬菜品种的蔬菜种子企业之一；农药制剂涵盖杀菌剂、杀虫剂、除草剂等主要产品类别的产品，与多家农药生产企业保持密切合作，积极筛选优质产品共同开发，不断增加产品组合。丰富的产品线能够满足客户多元化需求，帮助客户节约寻找货源的成本，增强客户粘性，支持公司业绩持续稳定增长。

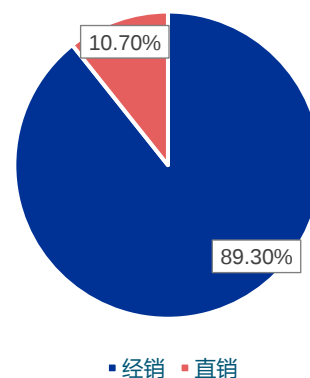
业绩持续增长，盈利能力维持平稳。2021 年实现营收 3.86 亿，近 3 年 CAGR 为+19.43%；2021 年实现归母净利 0.63 亿，近 3 年 CAGR+23.02%。2021 年毛利率 47.66%，较 2020 年增长 1.79pct；净利率 16.34%，较 2020 年小幅微降 0.35pct。

图 1：公司 2021 年主营构成（按产品）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2021 年主营构成（按销售方式）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投向上延伸产业链，加深产业链布局。募投农药制剂项目解决子公司生产使用 3-氰基吡啶的供应问题，有利降低生产成本；同时扩大 2-氯烟酸的生产能力，丰富产品种类。

表 1：募投项目情况

项目名称	建设期	新增产能
2-氯烟酸、3-氰基吡啶农药制剂项目	24 个月	农药制剂 8000 吨

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例适中，顶格申购门槛较高

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 8 元/股，与底价相同。初始发行规模 4049.57 万股，占发行后总股份的 22.47%。发行后预计可流通比例为 32.5%，老股占可流通比例为 34.4%，老股占比适中。

(2) 5 家机构投资者参与战略配售，包括 1 家公募，2 家券商，1 家私募，1 只员工持股计划。网上顶格申购量 192.35 万股，需冻结资金 1538.8 万元，顶格门槛较高。

表 2：绿亨科技重要发行要素一览

基本信息	股票代码	870866.BJ	所属申万一级行业	基础化工
	股票简称	绿亨科技	发行代码	889009
	定价方式	直接定价	发行价格（元/股）	8
	募集金额（万元）	32,397	主承销商	国泰君安
	初始发行股份数量（万股）	4049.57	占发行后总股本比例	22.47%
	战略配售比例	20.0%	超额配售比例	15.0%
日期与申购限制	路演日	2022.11.28	申购日	2022/11/29
	申购款退回日	2022.12.02	网上最高申购量（万股）	192.35
基本面信息	2021 年收入（万元）	39195.82	2021 年净利润（万元）	6240.84
	2021 年综合毛利率%	46.89	2021 年加权 ROE%	17.46
	2021 年收入增长率%	19.05	2021 年归母净利润增长率%	14.52
股本信息	发行前总股本（万股）	13,971.0	发行前限售股（万股）	11,953
	发行后预计可流通比例	32.5%	老股占可流通股本比例	34.4%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	23.3	发行底价/PE 水平	8 元/23.32 倍
	发行后 2021EPS (元)	0.35	发行 PE (LYR) (倍)	23.10
	停牌前 60 天交易均价	8.94	停牌收盘价 (元)	9.38

资料来源：wind,公司公告,申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2. 发行 PE (TTM) 按发行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3. 发行 PE (LYR) 按 2021 年归母净利润计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

3.竞争优势：技术研发、客户、品牌

(1) 研发创新优势。公司拥有农药专利 36 项，农药原药登记证 4 项，农药制剂登记证 99 项；拥有种子专利 10 项，农作物审定品种 14 项，农作物登记品种 138 项，植物新品种权 19 项。公司多个产品获得专业机构颁发的荣誉公司围绕农药制剂和蔬菜种子的研发生产形成了一系列技术创新成果。

(2) 营销与服务优势。公司提出“百品千店”计划，力求将营销服务网络下沉至县域和乡镇市场，建立“发行人-零售商-种植户”扁平化网络，实现售前售后推广咨询和物流发货的快速响应。公司会在核心推广区域内选择种植大户组织品种试种或药效试验，不定期组织产品宣传会、技术交流会，帮助用户学习高效使用产品和增产增收的技术方法。

(3) 品牌优势。公司持续深耕于农资行业，依托先进的技术、丰富而独特的产品、强大的渠道和专业的服务，积累起良好的口碑和优秀的品牌形象。“绿亨”品牌农药被中国保护消费者基金会评为“消费市场知名品牌”，“南澳绿亨”牌番茄种子被山东省质量评价协会评为“山东优质品牌”。公司品牌效应日益明显，对公司产品推广和市场开拓起到了有效的支撑作用。

4.主要风险：产品责任纠纷、原材料价格波动、新品研发、新品推广等

- (1) 产品责任纠纷风险；
- (2) 原材料价格波动的风险；
- (3) 农药新产品研发风险；
- (4) 种子新品种推广不利的风险。

5.可比公司：小而美，盈利性佳

表 3：绿亨科技可比公司收入结构

代码	简称	2021 年收入结构
605033.SH	美邦股份	杀菌剂:50.41%,杀虫剂:39.41%,其他:10.18%
603639.SH	海利尔	农药:98.56%,肥料:1.44%
002749.SZ	国光股份	调节剂:38.32%,杀菌剂:17.66%,水溶性肥料:14.12%,普通复合肥:9.58%,杀虫剂:8.03%,除草剂:6.2%,园林资材:6.09%

002215.SZ	诺普信	杀虫剂:30.54%, 杀菌剂:22.37%, 植物营养:17.77%, 除草剂:17.74%, 种植产业链:2.1%, 其他:1.98%, 种子:1.76%, 作物套餐:1.69%, 植物生长调节剂:1.54%, 技术服务费:1.22%, 粮食:0.97%, 助剂类:0.32%
870866.BJ	绿亨科技	农药:63.36%, 种子:33.31%, 化肥:2.64%, 其他:0.69%

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 4: 绿亨科技可比公司财务对比

代码	简称	2021 收入 (百万元)	2021 归 母净利润 (百万元)	2021 年 收入增长 率 (%)	2021 年扣非归 母净利润增长率 (%)	毛利率	研发支出占 比	应收账 款周转 天数
605033.SH	美邦股份	842.49	125.74	48.19	48.82	38.27	7.57%	24.18
603639.SH	海利尔	3,698.88	449.75	14.62	15.79	29.71	4.42%	59.99
002749.SZ	国光股份	1,358.48	206.17	17.11	-10.72	44.58	3.51%	15.61
002215.SZ	诺普信	4,500.57	305.33	8.94	108.20	26.92	2.39%	52.05
870866.BJ	绿亨科技	386.39	62.70	17.36	13.90	47.66	3.49%	0.19

资料来源: wind, 申万宏源研究

6. 申购分析意见: 参与

公司聚焦果蔬高附加值作物, 致力打造精品农药及蔬菜种子网络, 2021 年沧州农药工厂正式建成投产, 产业链布局深化。公司首发 P/Ettm 较可比中值溢价, 从主营角度, 公司是“农药+种子”双主业, 而可比均为农药企业, 不实际可比; 考虑公司种子板块估值, 建议参与申购。

表 5: 可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿)	PE (TTM)
002215.SZ	诺普信	55.4	20.05
002749.SZ	国光股份	40.6	22.39
605033.SH	美邦股份	26.1	15.02
603639.SH	海利尔	91.6	16.10
中值			18.08
均值			18.39
870866.BJ	绿亨科技	14.42	23.3

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 股价为 2022/11/24 收盘价格。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。