

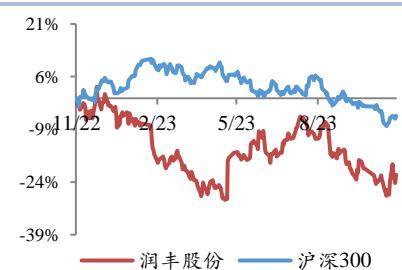
单季度业绩持续改善，全球登记和 ToC 渠道建设加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-06

收盘价（元）	69.80
近 12 个月最高/最低（元）	92.35/63.57
总股本（百万股）	277
流通股本（百万股）	88
流通股比例（%）	31.70
总市值（亿元）	193
流通市值（亿元）	61

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

10月27日，公司发布2023年三季度业绩。2023年前三季度公司实现营收85.19亿元，同比下降28.51%，实现归母净利润7.22亿元，同比下降44.74%。其中2023Q3实现营收34.75亿元，同比下降15.99%，实现归母净利润2.97亿元，同比下降29.25%。

● 公司单季度盈利环比持续改善，毛利率稳步提升

2023Q3公司实现营收环比提升23.67%，归母净利润环比提升23.04%，公司营收及归母净利连续两个季度实现环比提升。2023Q3公司销售毛利率25.26%，同比提升4.8pcts，环比提升2.82pcts，连续三个季度实现毛利率环比上涨。Q3毛利率提升主因是占公司Model C比重较大的巴西等南美市场8月中旬之后开始进入当地销售旺季所致。Model C业务的成长一般在第一年属于搭建和磨合期，一般在第二年到第五年期间会持续快速增长。公司2021年开始在更多国家推行Model C，在这些新推行的国家，Model C目前尚在起步期或快速成长期，这些国家Model C的快速成长会给公司毛利率和净利率的持续提升提供坚实的基础。

● 积极进行存货管理，四季度需求回暖带来业绩弹性

公司三季度末存货达到29.51亿元，相比二季度末的19.77亿增加9.74亿，增幅达49.27%。2023年年中，多种农药价格已经来到历史低位，公司积极发货主动提高了成本低位的各产品在各重要市场子公司的库存水平，以便各子公司能以即期交付满足市场所需。四季度为南美传统农药旺季，随巴西、阿根廷用药季开始农药需求有望快速增长，公司在南美区域积极备货四季度业绩弹性大。

● 全球登记布局和新市场 ToC 渠道建设加速，静待成长性释放

公司全面加码并提速了在全球的登记布局。公司共拥有300多项中国国内登记，约5400多项海外登记，遍布全球90多个国家。公司持续进行新市场的拓展，加速完善全球营销网络的构建。公司巴西子公司有四个产品今年实现首年销售，预计新增销售收入约7000万美金。美国，加拿大的登记投入会在今年四季度开始启动。欧盟登记团队预计2024年底开始将陆续在欧盟国家获得产品登记。未来随着全球登记布局和ToC渠道建设的全面深入，公司可以进一步掌握制剂销售主动权，同时进一步增厚公司利润。

● 投资建议

我们看好公司未来全球登记布局和ToC渠道建设的全面深入以及产

相关报告

1. 上半年业绩短期承压，全球登记布局和 ToC 渠道建设持续深化 2023-08-30

2. 深耕农药领域二十年，推进中国品牌全球化 2023-04-28

品一体化布局带来的利润增量。考虑到农药行业低景气现状，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.29、13.61、16.10 亿元（原预测值为 12.13、14.61、17.31 亿元），同比增速为 -20.1%、20.6%、18.3%。对应 PE 分别为 17.14、14.21、12.01 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 主要农药进口国政策变化；
- (2) 农药产品境外自主登记投入；
- (3) 汇率波动；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 产品出口退税政策变动。

主要财务指标	单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14460	12385	13870	16195
收入同比 (%)	47.6%	-14.4%	12.0%	16.8%
归属母公司净利润	1413	1129	1361	1610
净利润同比 (%)	76.7%	-20.1%	20.6%	18.3%
毛利率 (%)	20.2%	18.1%	18.6%	19.0%
ROE (%)	22.9%	16.3%	16.4%	16.2%
每股收益 (元)	5.12	4.07	4.91	5.81
P/E	17.01	17.14	14.21	12.01
P/B	3.90	2.79	2.33	1.95
EV/EBITDA	10.14	10.27	8.23	6.73

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9015	8928	9559	11373	营业收入	14460	12385	13870	16195
现金	3794	3857	4183	4960	营业成本	11533	10142	11296	13123
应收账款	3202	2843	3127	3684	营业税金及附加	18	16	18	21
其他应收款	34	22	28	31	销售费用	292	264	288	341
预付账款	75	82	83	101	管理费用	370	344	370	441
存货	1657	1863	1849	2279	财务费用	-345	-84	-82	-91
其他流动资产	253	261	289	317	资产减值损失	-7	-13	0	-6
非流动资产	2584	3912	4826	5876	公允价值变动收益	-171	0	0	0
长期投资	2	2	1	1	投资净收益	-259	37	46	53
固定资产	1692	2752	3442	4274	营业利润	1776	1398	1687	1995
无形资产	226	339	450	562	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	664	819	933	1038	营业外支出	29	0	0	0
资产总计	11599	12840	14385	17249	利润总额	1753	1398	1687	1995
流动负债	5117	5521	5589	6720	所得税	265	207	252	297
短期借款	404	424	444	464	净利润	1488	1191	1434	1698
应付账款	753	893	866	1081	少数股东损益	74	62	73	88
其他流动负债	3959	4204	4279	5175	归属母公司净利润	1413	1129	1361	1610
非流动负债	95	127	150	165	EBITDA	2051	1555	1907	2222
长期借款	17	37	57	77	EPS (元)	5.12	4.07	4.91	5.81
其他非流动负债	78	90	93	88					
负债合计	5212	5648	5739	6885					
少数股东权益	203	265	339	427					
股本	277	277	277	277					
资本公积	2301	2338	2338	2338					
留存收益	3606	4312	5693	7323					
归属母公司股东权益	6184	6926	8308	9938					
负债和股东权益	11599	12840	14385	17249					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	成长能力				
经营活动现金流	1371	2033	1517	2132	营业收入	47.6%	-14.4%	12.0%	16.8%
净利润	1488	1191	1434	1698	营业利润	75.3%	-21.3%	20.7%	18.3%
折旧摊销	186	241	302	318	归属于母公司净利润	76.7%	-20.1%	20.6%	18.3%
财务费用	24	68	72	76	盈利能力				
投资损失	260	-37	-46	-53	毛利率 (%)	20.2%	18.1%	18.6%	19.0%
营运资金变动	-805	556	-247	84	净利率 (%)	9.8%	9.1%	9.8%	9.9%
其他经营现金流	2511	648	1683	1622	ROE (%)	22.9%	16.3%	16.4%	16.2%
投资活动现金流	-867	-1547	-1182	-1333	ROIC (%)	23.1%	14.6%	14.9%	14.8%
资本支出	-584	-1527	-1208	-1368	偿债能力				
长期投资	-26	-17	-20	-18	资产负债率 (%)	44.9%	44.0%	39.9%	39.9%
其他投资现金流	-258	-3	46	53	净负债比率 (%)	81.6%	78.5%	66.4%	66.4%
筹资活动现金流	-465	-438	-29	-41	流动比率	1.76	1.62	1.71	1.69
短期借款	-146	20	20	20	速动比率	1.39	1.23	1.33	1.31
长期借款	-8	20	20	20	营运能力				
普通股增加	1	0	0	0	总资产周转率	1.32	1.01	1.02	1.02
资本公积增加	74	36	0	0	应收账款周转率	5.23	4.10	4.65	4.76
其他筹资现金流	-386	-514	-69	-81	应付账款周转率	14.13	12.32	12.85	13.48
现金净增加额	44	63	326	778	每股指标(元)				
					每股收益	5.12	4.07	4.91	5.81
					每股经营现金流	4.95	7.34	5.47	7.69
					每股净资产	22.32	24.99	29.98	35.86
					估值比率				
					P/E	17.01	17.14	14.21	12.01
					P/B	3.90	2.79	2.33	1.95
					EV/EBITDA	10.14	10.27	8.23	6.73

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。