

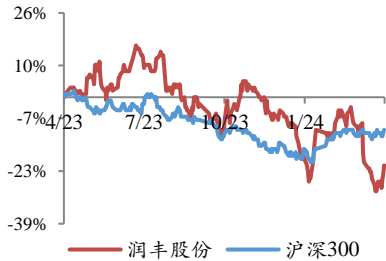
## 公司业绩同比承压下滑，静待全球登记布局 and ToC 渠道建设开花结果

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-28

收盘价 (元)	57.56
近 12 个月最高/最低 (元)	86.35/50.05
总股本 (百万股)	279
流通股本 (百万股)	89
流通股比例 (%)	32.06
总市值 (亿元)	160
流通市值 (亿元)	51

### 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

联系人：刘旭升

执业证书号：S0010122070055

电话：17610267257

邮箱：liuxs@hazq.com

### 相关报告

1. 单季度业绩持续改善，全球登记和 ToC 渠道建设加速 2023-11-06

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

3. 深耕农药领域二十年，推进中国品

### 主要观点：

#### ● 事件描述

4 月 25 日晚间，公司发布 2023 年年度报告和 2024 年一季度报告。2023 年公司实现营业总收入 114.85 亿元，同比-20.58%；实现归母净利润 7.71 亿元，同比-45.44%；实现扣非归母净利润 7.62 亿元，同比-46.23%。其中，2023 年 Q4 公司实现营业总收入 29.66 亿元，同比+16.56%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比-53.89%；实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比-56.25%。2024 年 Q1 公司实现营业总收入 26.93 亿元，同比+20.59%；实现归母净利润 1.53 亿元，同比-16.39%；实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比-17.21%。

#### ● 农药去库周期叠加产能过剩影响，产品价格下滑拖累公司业绩

公司 2023 年实现归母净利润 7.71 亿元，同比-45.44%，2024Q1 公司实现归母净利润 1.53 亿元，同比-16.39%。主要原因是受农药行业去库周期和产能过剩影响，农药原药价格持续下行，进而导致公司业绩承压同比下滑。根据中农立华农药原药价格指数，截至 2023 年 12 月 31 日，中农立华原药价格指数报 80.19 点，同比去年大幅下跌 48.0 点，跌幅 37.5%，其中除草剂原药价格指数下跌 63.2 点，跌幅 42%，大吨位原药产品草甘膦、草铵膦、烯草酮、2,4-D 分别下跌 48%、58%、56%、45%。截至 2024 年 4 月 21 日，中农立华原药价格指数报 77.68 点，同比去年下跌 18.4%，中农立华除草剂原药价格指数报 87.53 点，同比去年下跌 16.7%。

#### ● 加速完善全球营销网络构建，全面加码并提速全球登记布局

公司持续开展新市场的拓展，加速完善全球营销网络的构建。2023 年公司新在俄罗斯、土耳其、厄瓜多尔、柬埔寨、孟加拉全资或合资组建当地团队启动了在当地的 TOC 渠道构建和品牌销售。根据公司公众号披露，2024 年 3 月，公司完成收购一家位于美国德克萨斯州休斯顿附近的农化制剂工厂，加速美国市场的开拓。伴随加速完善全球营销网络构建，同步全面加码并提速了在全球的登记布局。登记团队成员规模从 2022 年的 169 人增加到现有的 190 余人，首次在波兰、土耳其、波黑、阿塞拜疆、突尼斯、亚美尼亚、津巴布韦、多哥、马达加斯加、博茨瓦纳、纳米比亚等国获得登记。截止 2023 年 12 月 31 日，公司共拥有境内外农药登记证 6000 余项，遍布全球 100 多个国家。未来随着全球登记布局 and 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 and ToC 渠道建设的全面深入以及产

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，我们下调公司 2024-2025 年业绩预期，同时新增 2026 年盈利预期。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.04、12.24、15.88 亿元（原 2024-2025 年预测值为 13.61、16.10 亿元），同比增速为 30.2%、21.9%、29.7%。对应 PE 分别为 16X、13X、10X 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。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11485	12428	13391	14463
收入同比 (%)	-20.6%	8.2%	7.8%	8.0%
归属母公司净利润	771	1004	1224	1588
净利润同比 (%)	-45.4%	30.2%	21.9%	29.7%
毛利率 (%)	21.2%	20.5%	22.1%	23.7%
ROE (%)	11.8%	13.1%	13.8%	15.1%
每股收益 (元)	2.78	3.60	4.39	5.70
P/E	25.18	15.97	13.10	10.10
P/B	2.98	2.09	1.80	1.53
EV/EBITDA	13.79	7.60	6.60	4.73

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				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11881	12018	13974	15466
现金	3272	5010	5244	6790
应收账款	4707	3923	4858	4906
其他应收款	45	39	47	48
预付账款	129	103	129	125
存货	3336	2532	3258	3135
其他流动资产	392	412	439	463
<b>非流动资产</b>	3017	3508	3818	4141
长期投资	1	1	1	1
固定资产	2008	2329	2582	2820
无形资产	214	262	280	313
其他非流动资产	793	915	955	1007
<b>资产总计</b>	14898	15526	17792	19607
<b>流动负债</b>	7894	7322	8211	8271
短期借款	2261	2281	2301	2321
应付账款	1097	921	1118	1105
其他流动负债	4535	4119	4791	4844
<b>非流动负债</b>	165	174	197	212
长期借款	78	98	118	138
其他非流动负债	87	77	80	75
<b>负债合计</b>	8058	7497	8408	8483
少数股东权益	294	371	480	613
股本	279	279	279	279
资本公积	2383	2388	2388	2388
留存收益	3885	4992	6237	7845
归属母公司股东权益	6546	7659	8903	10512
<b>负债和股东权益</b>	14898	15526	17792	19607

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-1350	2712	1146	2511
净利润	850	1081	1334	1720
折旧摊销	264	295	333	365
财务费用	64	368	372	376
投资损失	294	-37	-44	-48
营运资金变动	-2770	1029	-843	104
其他经营现金流	3568	28	2172	1610
<b>投资活动现金流</b>	-893	-750	-604	-644
资本支出	-602	-770	-635	-677
长期投资	0	-16	-13	-15
其他投资现金流	-291	36	44	48
<b>筹资活动现金流</b>	1419	-235	-329	-341
短期借款	1857	20	20	20
长期借款	60	20	20	20
普通股增加	2	0	0	0
资本公积增加	82	5	0	0
其他筹资现金流	-582	-280	-369	-381
<b>现金净增加额</b>	-891	1739	234	1546

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	11485	12428	13391	14463
营业成本	9052	9885	10429	11029
营业税金及附加	29	24	30	30
销售费用	433	360	446	450
管理费用	515	438	536	544
财务费用	-37	237	172	166
资产减值损失	-12	8	6	7
公允价值变动收益	118	0	0	0
投资净收益	-294	37	44	48
<b>营业利润</b>	945	1234	1499	1948
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	17	0	0	0
<b>利润总额</b>	940	1234	1499	1948
所得税	90	153	165	227
<b>净利润</b>	850	1081	1334	1720
少数股东损益	79	77	110	132
<b>归属母公司净利润</b>	771	1004	1224	1588
EBITDA	1349	1766	2004	2480
EPS (元)	2.78	3.60	4.39	5.70

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-20.6%	8.2%	7.8%	8.0%
营业利润	-46.8%	30.5%	21.5%	30.0%
归属于母公司净利润	-45.4%	30.2%	21.9%	29.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	21.2%	20.5%	22.1%	23.7%
净利率 (%)	6.7%	8.1%	9.1%	11.0%
ROE (%)	11.8%	13.1%	13.8%	15.1%
ROIC (%)	10.7%	12.4%	12.6%	13.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	54.1%	48.3%	47.3%	43.3%
净负债比率 (%)	117.8%	93.4%	89.6%	76.3%
流动比率	1.51	1.64	1.70	1.87
速动比率	1.02	1.24	1.25	1.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.87	0.82	0.80	0.77
应收账款周转率	2.90	2.88	3.05	2.96
应付账款周转率	9.79	9.80	10.23	9.92
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.78	3.60	4.39	5.70
每股经营现金流薄)	-4.85	9.73	4.11	9.01
每股净资产	23.49	27.48	31.95	37.72
<b>估值比率</b>				
P/E	25.18	15.97	13.10	10.10
P/B	2.98	2.09	1.80	1.53
EV/EBITDA	13.79	7.60	6.60	4.73

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。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。