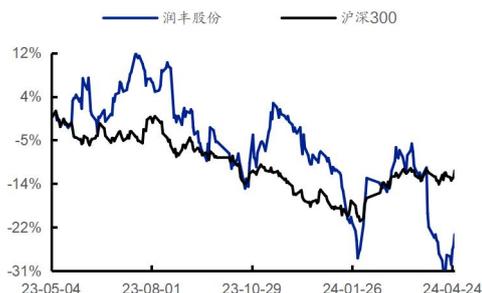


研究所:  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人: 杨丽蓉 S0350122080038  
 yanglr@ghzq.com.cn

## 2024Q1 业绩环比改善, 持续拓展 To-C 模式

### ——润丰股份(301035)2023 年年报及 2024 年一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
润丰股份	-13.9%	-3.0%	-9.5%
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%

#### 市场数据

市场数据	2024/04/26
当前价格(元)	57.56
52 周价格区间(元)	50.05-86.35
总市值(百万)	16,039.79
流通市值(百万)	5,142.70
总股本(万股)	27,866.21
流通股本(万股)	8,934.51
日均成交额(百万)	119.88
近一月换手(%)	1.94

#### 相关报告

《润丰股份(301035.SZ)深度报告: 农药自主登记领先, 持续完善全球营销网络(买入)\*农化制品\*董伯骏, 李永磊》——2023-12-14

《润丰股份(301035)2023 年三季报点评报告: Q3 盈利水平环比改善, 持续推进 Model C(买入)\*农化制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-11-03

《润丰股份(301035)2023H1 点评报告: Q2 业绩环比改善, 持续完善全球营销网络建设(买入)\*农化制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-09-01

#### 事件:

2024 年 4 月 25 日, 润丰股份发布 2023 年年度报告: 2023 年实现营业收入 114.8 亿元, 同比下降 20.6%; 实现归母净利润 7.7 亿元, 同比下降 45.4%; 实现扣非后归母净利润 7.6 亿元, 同比下降 46.2%; 销售毛利率 21.2%, 同比增长 0.9 个 pct, 销售净利率 7.4%, 同比下降 2.9 个 pct; 经营活动现金流净额为-13.5 亿元。

2023 年 Q4 单季度, 公司实现营业收入 29.7 亿元, 同比+16.6%, 环比-14.7%; 实现归母净利润为 0.5 亿元, 同比-53.9%, 环比-83.3%; 扣非后归母净利润 0.5 亿元, 同比-56.3%, 环比-84.5%; 经营活动现金流净额为-11.0 亿元。销售毛利率为 17.1%, 同比-0.1 个 pct, 环比-8.2 个 pct。销售净利率为 2.5%, 同比-3.1 个 pct, 环比-6.8 个 pct。

2024 年 Q1 单季度, 公司实现营业收入 26.9 亿元, 同比+20.6%, 环比-9.2%; 实现归母净利润为 1.5 亿元, 同比-16.4%, 环比+208.8%; 扣非后归母净利润 1.5 亿元, 同比-17.2%, 环比+229.8%; 经营活动现金流净额为-3.0 亿元。销售毛利率为 20.1%, 同比+1.3 个 pct, 环比+3.0 个 pct。销售净利率为 6.1%, 同比-2.5 个 pct, 环比+3.6 个 pct。

#### 投资要点:

##### 2023 年业绩受农药周期及费用增加影响

2023 年, 公司实现归母净利润 7.7 亿元, 同比下降 45.4%, 主要由于国内大多数作物保护品原药品种价格走低, 据 2023 年 12 月 31 日中农立华原药价格指数报 80.19 点, 同比下跌 37.5。分板块来看, 2023 年除草剂实现营业收入 84.2 亿元, 同比-31%, 毛利率为 18.5%, 同比下降 1.3 个 pct, 销量 24.8 万吨, 同比下滑 2%, 平均价格为 2.4 万元/吨, 同比下降 38%; 杀虫剂实现营业收入 15.4 亿元, 同比+54%, 毛利率为 32.9%, 同比上升 9.4 个 pct; 杀菌剂实现营业收入 13.7 亿元, 同比+72.5%, 毛利率为 22.2%, 同比下降 0.3 个 pct。期间费用方面, 2023 年公司销售费用率 3.8%, 同比上升 1.7 个 pct, 主要由于海外员工薪酬、登记费用、差旅费、咨询费、促销品费等增加; 管理费用率为 4.5%, 同比上升 1.9 个 pct, 主要由于海外职工薪酬、办公费、咨询评估、折旧摊销增加; 财

务费用率为-0.3%，同比上升 2.1 个 pct，主要由于 2023 年汇兑收益下降。

利润分配方面，据公司 2023 年年报，2023 年公司拟每股派息 1 元（含税），合计派发现金分红 2.79 亿元，占 2023 年归母净利润的 36.2%。

### 2024 年 Q1 业绩环比改善，农药去库存接近尾声

2024 年 Q1 公司实现归母净利润 1.53 亿元，同比减少 0.3 亿元，环比增加 1.0 亿元。同比来看，公司毛利润 5.4 亿元，同比增加 1.2 亿元；而销售费用同比增加 0.6 亿元，主要由于海外市场的拓展费用、职工薪酬、登记费用增加；公允价值变动净收益同比减少 0.9 亿元，主要由于衍生金融资产公允价值变动；信用减值损失同比增加 0.4 亿元，主要由于应收账款信用减值损失增加。环比来看，公司毛利润环比增加 0.4 亿元，销售/管理/研发费用环比分别减少 0.6/0.6/0.2 亿元，投资净收益环比增加 0.7 亿元，资产减值损失/信用减值损失环比均减少 0.1 亿元，税金及附加/财务费用环比分别增加 0.2/0.6 亿元，公允价值变动净收益环比减少 0.6 亿元。

### ■ To-C 模式占比提升，持续推进全球营销网络构建

2023 年，公司加速推进全球营销网络构建，包括海外销售团队构建、市场拓展及全球登记等方面，截至 2023 年 12 月 31 日，公司共拥有境内外登记证 6000 多项。2023 年公司模式 A+模式 B 的营业收入占比为 66%，毛利率为 17.2%；模式 C 营业收入占比为 34%，同比提升 7.1 个 pct，毛利率为 28.9%，同比提升 0.23 个 pct。随着海外各市场去库存结束和需求回暖，以及公司过去两年新启动的 Model C 子公司逐个走上健康快速发展进程，公司长期成长势头良好。

**盈利预测和投资评级** 2024 年预计大多数农药价格将底部盘整，叠加公司 To-C 模式开拓初期，期间费用有所增长，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入分别为 138、165、195 亿元，归母净利润分别为 8.84、10.69、13.12 亿元，对应 PE 分别为 18、15、12 倍，公司是领先的全球非专利农药自主登记企业，具有较强的登记证壁垒，叠加公司持续推进 Model C，看好公司 To-C 业务快速成长有望带来盈利能力提升，因此维持“买入”评级。

**风险提示** 农药行业市场需求不及预期、全球非专利农药竞争格局加剧风险、主要农药出口国政策变化风险、农药产品境外自主登记投入风险、ToC 渠道建设低于预期风险、汇率波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11485	13846	16540	19514
增长率(%)	-21	21	19	18
归母净利润(百万元)	771	884	1069	1312
增长率(%)	-45	15	21	23
摊薄每股收益(元)	2.78	3.17	3.84	4.71
ROE(%)	12	12	13	13
P/E	25.18	18.14	15.00	12.23
P/B	2.98	2.16	1.89	1.63
P/S	1.70	1.16	0.97	0.82
EV/EBITDA	13.79	8.93	7.39	6.09

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、分产品经营数据

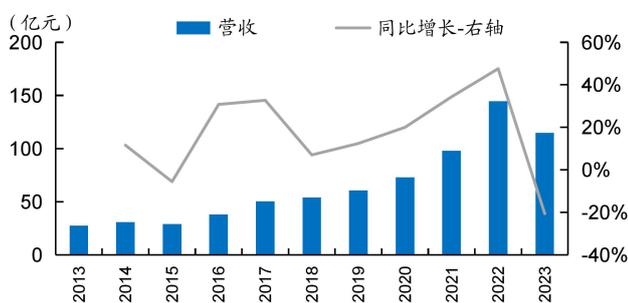
表 1：润丰股份分产品经营数据

		2020	2021	2022	2023	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
除草剂	营收 (亿元)	58.01	79.93	122.83	84.23	32.22	47.71	67.60	55.23	40.56	43.67
	营业成本 (亿元)	48.86	65.47	98.58	68.67	27.28	38.19	53.49	45.09	32.40	36.27
	毛利 (亿元)	9.15	14.46	24.25	15.56	4.94	9.52	14.11	10.14	8.16	7.40
	毛利率	15.8%	18.1%	19.7%	18.5%	15.3%	20.0%	20.9%	18.4%	20.1%	16.9%
杀虫剂	营收 (亿元)	6.84	8.64	10.03	15.44	3.90	4.74	3.89	6.14	4.75	10.69
	营业成本 (亿元)	5.16	6.45	7.68	10.36	3.19	3.26				
	毛利 (亿元)	1.68	2.19	2.35	5.08	0.71	1.48				
	毛利率	24.6%	25.3%	23.4%	32.9%	18.2%	31.2%				
杀菌剂	营收 (亿元)	6.66	6.71	7.97	13.75			4.11	3.86	4.35	9.40
	营业成本 (亿元)	5.40	5.25	6.18	10.69						
	毛利 (亿元)	1.26	1.46	1.79	3.05						
	毛利率	18.9%	21.8%	22.5%	22.2%						
营业总收入 (亿元)		72.90	97.97	144.60	114.85	40.14	57.83	77.79	66.81	50.44	64.41
营业总成本 (亿元)		60.40	79.38	115.33	90.52	33.78	45.60	61.35	53.98	39.94	50.58
毛利润 (亿元)		12.50	18.59	29.27	24.33	6.36	12.23	16.43	12.84	10.49	13.84
综合毛利率		17.1%	19.0%	20.2%	21.2%	15.8%	21.1%	21.1%	19.2%	20.8%	21.5%
归母净利润 (亿元)		4.38	8.00	14.13	7.71	2.75	5.25	8.88	5.26	4.24	3.47
净利率		6.0%	8.2%	9.8%	6.7%	6.9%	9.1%	11.4%	7.9%	8.4%	5.4%

资料来源：Wind，国海证券研究所

## 2、公司财务数据

图 1：2023 年营业总收入同比下降 20.6%



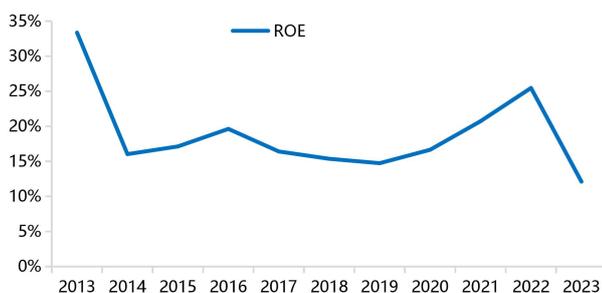
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：2023 年归母净利润同比下降 45.4%



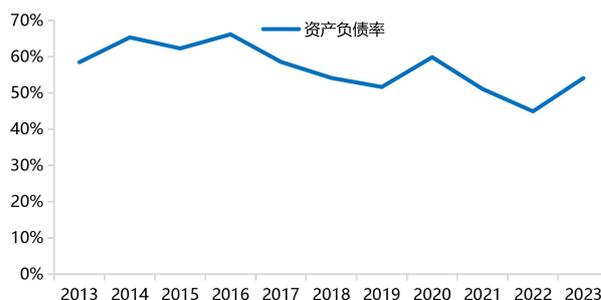
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年净资产收益率下降



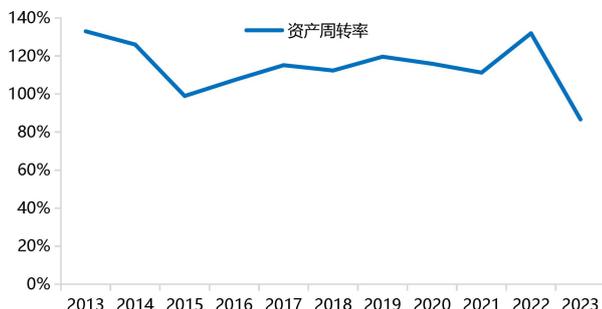
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年资产负债率上升



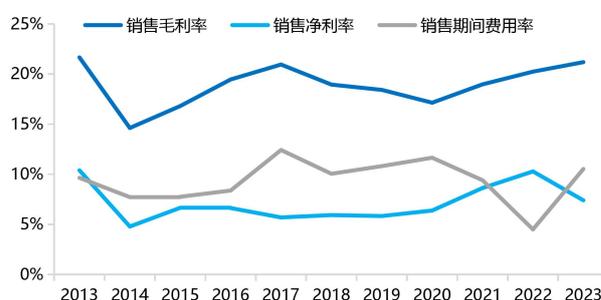
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产周转率为 86.7%



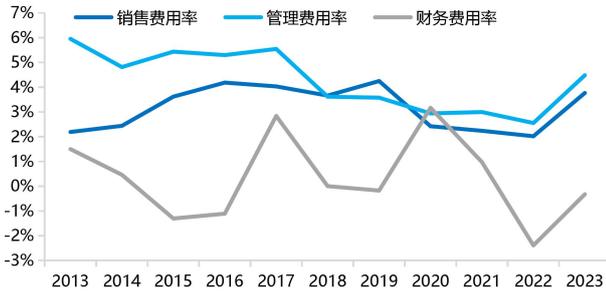
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年毛利率为 21.2%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年期间费用率上升



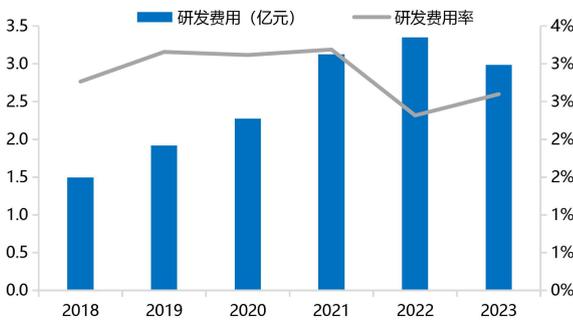
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年经营活动现金流净额-13.5 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年研发费用 2.98 亿元



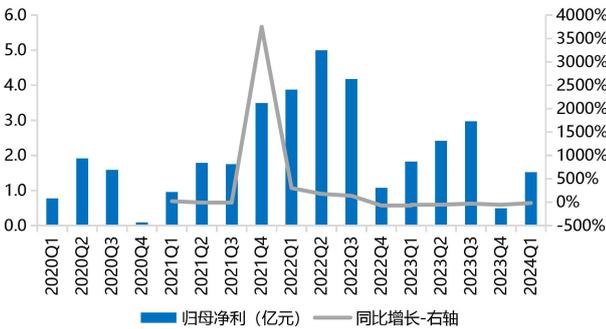
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2024 年 Q1 营收环比下降 9.2%



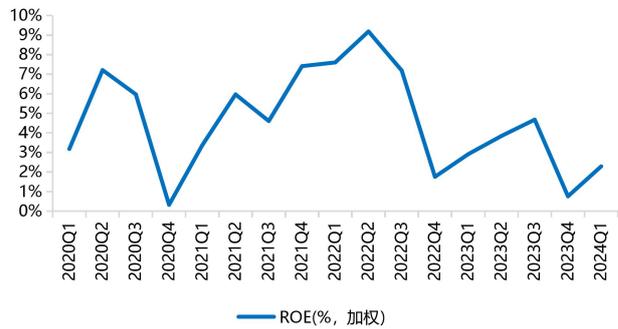
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2024 年 Q1 归母净利润环比上升 208.8%



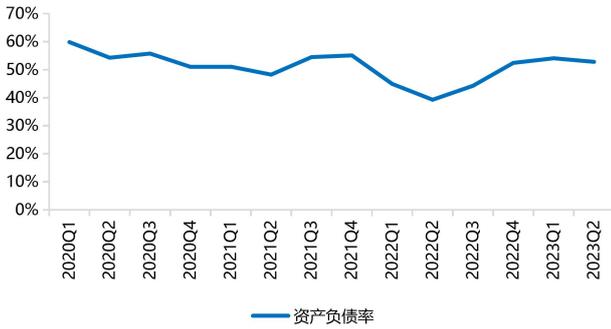
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



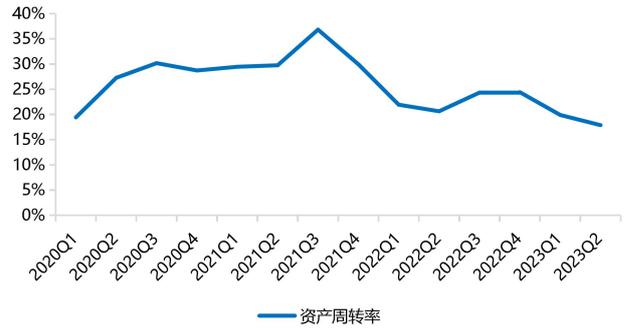
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 季度资产负债率



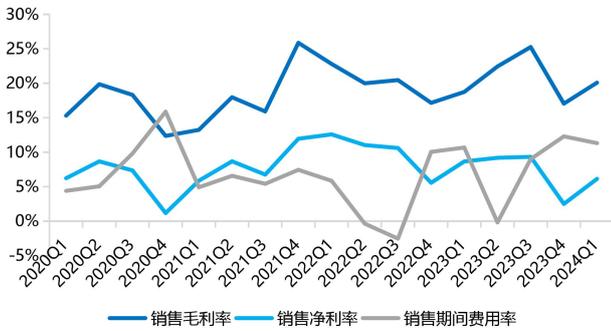
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



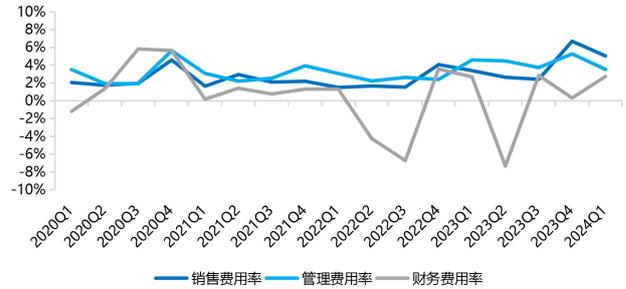
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度毛利率及净利率



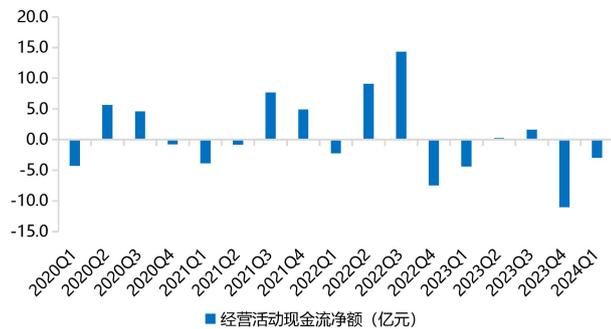
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2024 年 Q1 经营活动现金流净额-3.0 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

### 3、盈利预测与评级

2024 年预计大多数农药价格将底部盘整，叠加公司 To-C 模式开拓初期，期间费用有所增长，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入分别为 138、165、195 亿元，归母净利润分别为 8.84、10.69、13.12 亿元，对应 PE 分别为 18、15、12 倍，公司是领先的全球非专利农药自主登记企业，具有较强的登记证壁垒，叠加公司持续推进 Model C，看好公司 To-C 业务快速增长有望带来盈利能力提升，因此维持“买入”评级。

### 4、风险提示

农药行业市场需求不及预期、全球非专利农药竞争格局加剧风险、主要农药出口国政策变化风险、农药产品境外自主登记投入风险、ToC 渠道建设低于预期风险、汇率波动风险。

附表：润丰股份盈利预测表

证券代码:	301035				股价:	57.56		投资评级:	买入		日期:	2024/04/26	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	12%	12%	13%	13%	EPS	2.78	3.17	3.84	4.71				
毛利率	21%	21%	21%	21%	BVPS	23.49	26.67	30.50	35.21				
期间费率	8%	8%	8%	8%	<b>估值</b>								
销售净利率	7%	6%	6%	7%	P/E	25.18	18.14	15.00	12.23				
<b>成长能力</b>					P/B	2.98	2.16	1.89	1.63				
收入增长率	-21%	21%	19%	18%	P/S	1.70	1.16	0.97	0.82				
利润增长率	-45%	15%	21%	23%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.77	0.88	0.90	0.92	营业收入	11485	13846	16540	19514				
应收账款周转率	2.44	3.21	3.21	3.22	营业成本	9052	10956	13056	15371				
存货周转率	3.44	3.57	3.57	3.58	营业税金及附加	29	36	50	59				
<b>偿债能力</b>					销售费用	433	523	632	751				
资产负债率	54%	51%	51%	51%	管理费用	515	623	761	898				
流动比	1.51	1.58	1.59	1.64	财务费用	-37	-7	-6	-10				
速动比	1.07	1.07	1.07	1.09	其他费用/(-收入)	298	360	447	527				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	945	1086	1318	1616				
现金及现金等价物	3278	3597	4229	4760	营业外净收支	-5	-3	-6	-5				
应收款项	4763	4372	5228	6159	利润总额	940	1083	1312	1611				
存货净额	3336	3882	4630	5450	所得税费用	90	106	131	161				
其他流动资产	504	487	524	555	净利润	850	977	1181	1449				
<b>流动资产合计</b>	<b>11881</b>	<b>12338</b>	<b>14611</b>	<b>16923</b>	少数股东损益	79	93	112	138				
固定资产	2008	2543	2941	3278	归属于母公司净利润	771	884	1069	1312				
在建工程	396	248	174	137	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	611	687	716	770	经营活动现金流	-1350	1360	1445	1384				
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	771	884	1069	1312				
<b>资产总计</b>	<b>14898</b>	<b>15818</b>	<b>18443</b>	<b>21109</b>	少数股东损益	79	93	112	138				
短期借款	2261	2200	2300	2400	折旧摊销	264	310	342	380				
应付款项	5154	5076	6259	7246	公允价值变动	-118	2	0	0				
合同负债	30	40	45	54	营运资金变动	-2770	-262	-436	-830				
其他流动负债	449	471	576	647	投资活动现金流	-893	-978	-910	-946				
<b>流动负债合计</b>	<b>7894</b>	<b>7786</b>	<b>9181</b>	<b>10347</b>	资本支出	-602	-764	-693	-729				
长期借款及应付债券	78	128	178	228	长期投资	0	-4	-2	-3				
其他长期负债	87	87	87	87	其他	-291	-210	-215	-215				
<b>长期负债合计</b>	<b>165</b>	<b>215</b>	<b>265</b>	<b>315</b>	筹资活动现金流	1419	-63	97	93				
<b>负债合计</b>	<b>8058</b>	<b>8001</b>	<b>9445</b>	<b>10661</b>	债务融资	1897	-13	150	150				
股本	279	279	279	279	权益融资	40	0	0	0				
股东权益	6840	7817	8998	10448	其它	-518	-50	-53	-57				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14898</b>	<b>15818</b>	<b>18443</b>	<b>21109</b>	现金净增加额	-891	319	633	530				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。