

## 润丰股份(301035)

### 景气低迷致业绩承压，高毛利业务模式加速推广

**事件：**公司发布2023年报和2024年一季报，2023年公司实现营业收入115亿元，同比下滑21%；实现归母净利润7.7亿元，同比下滑45%；实现扣非后归母净利润7.6亿元，同比下滑46%。

2024年一季度，公司实现营业收入27亿元，同比增长21%；实现归母净利润为1.5亿元，同比下降16%，环比增长212%。

#### 景气低迷致盈利承压，Model C 业务加速推进

2023年公司业绩出现显著下滑，主要是农药行业景气低迷，大多数作物保护原药品种价格走低，根据2023年12月31日中农立华原药价格指数报80.19点，同比去年跌幅37.5%，很多产品价格跌至或跌破历史低位。

2023年公司加码推进Model C业务模式，对已有国家全面加速成长以及在更多新的国家的落地实施，Model C占公司营收比重从2022年的26.71%上升到33.82%；Model C业务的平均毛利率高出Model A/B业务的平均毛利率约11.66pct；全年公司毛利率同比上升1.26pct。

2024Q1公司营收同比增长明显，但净利润同比仍略有下滑，主要是销售费用同比增加0.6亿以及面临汇率波动同比多损失0.4亿元，另外农药产品价格仍处于较低水平。2024Q1公司Model C营收比重继续上升至37.17%，2024Q1公司毛利率同比上升1.35pct至20.10%。

展望后市，目前巴西市场库存较正常年份偏低，结合目前海运费快速上涨，巴西市场有可能会在2024年8-10月当地销售旺季期间出现部分缺货状况。

#### 积极布局欧美市场，强化农药登记证壁垒

为早日进入投入和市场壁垒较高的北美和欧盟市场，公司继续加大在北美、欧盟市场的高额登记投入(2024年仅该俩市场投入预算约为4000万美元)，以及伴随登记获得进程的当地团队的构建和运行费用。目前北美和欧盟市场尚处在投入期，登记获得周期2-4年，公司预计2025年底会开始有批量登记获得，2026年开始有商业化后的回报，有望推动公司长期成长。

#### 盈利预测、估值与评级

由于农药行业尚处于景气低点，我们预计公司2024-26年营收分别为136/159/183亿元，对应增速分别为18%/17%/15%，归母净利润分别为10/12/15亿元，对应增速分别为31%/21%/23%，EPS分别为3.63/4.40/5.43元，3年CAGR为25%。考虑到公司境外登记证业务快速发展，高毛利业务模式加速推进，我们给予公司2024年PE目标值20倍，对应目标价格为72.6元，维持“买入”评级。

**风险提示：**农药行业需求持续疲软，海外登记证政策壁垒松动，公司在建项目投产不及预期

行业：基础化工/农化制品  
投资评级：买入(维持)  
当前价格：60.45元  
目标价格：72.60元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	278.66/89.35
流通A股市值(百万元)	5,400.91
每股净资产(元)	24.39
资产负债率(%)	52.81
一年内最高/最低(元)	86.35/50.05

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：郭荆璞  
执业证书编号：S0590523070003  
邮箱：jgguo@glsc.cn

联系人：申起昊  
邮箱：shenqh@glsc.cn  
联系人：李绍程  
邮箱：lishch@glsc.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14460	11485	13574	15921	18301
增长率(%)	47.60%	-20.58%	18.19%	17.29%	14.94%
EBITDA(百万元)	1589	1162	1569	1844	2215
归母净利润(百万元)	1413	771	1012	1227	1512
增长率(%)	76.72%	-45.44%	31.19%	21.26%	23.24%
EPS(元/股)	5.07	2.77	3.63	4.40	5.43
市盈率(P/E)	11.9	21.8	16.7	13.7	11.1
市净率(P/B)	2.7	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.2	17.2	9.8	8.1	6.5

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年05月06日收盘价

#### 相关报告

1、《润丰股份(301035)：业绩符合预期，看好四季度修复弹性》2023.10.28  
2、《润丰股份(301035)：国内领先的高端农药制剂出海团队》2023.10.15

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3794	3272	3324	3983	4885	营业收入	14460	11485	13574	15921	18301
应收账款+票据	3261	4763	3989	4679	5378	营业成本	11533	9052	10723	12498	14275
预付账款	75	129	110	129	148	营业税金及附加	18	29	23	27	31
存货	1657	3336	2630	3066	3502	营业费用	292	433	516	613	686
其他	227	381	349	409	469	管理费用	705	814	937	1130	1244
<b>流动资产合计</b>	<b>9015</b>	<b>11881</b>	<b>10402</b>	<b>12266</b>	<b>14382</b>	财务费用	-345	-37	41	-10	-13
长期股权投资	2	1	1	1	1	资产减值损失	-7	-12	-13	-16	-18
固定资产	1707	2023	2179	2475	2533	公允价值变动收益	-171	118	0	0	0
在建工程	361	396	398	200	200	投资净收益	-259	-294	0	-50	-100
无形资产	226	214	198	182	165	其他	-44	-62	-57	-69	-81
其他非流动资产	290	383	359	334	327	<b>营业利润</b>	<b>1776</b>	<b>945</b>	<b>1263</b>	<b>1528</b>	<b>1879</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2586</b>	<b>3017</b>	<b>3135</b>	<b>3192</b>	<b>3225</b>	营业外净收益	-23	-5	-17	-17	-17
<b>资产总计</b>	<b>11601</b>	<b>14898</b>	<b>13537</b>	<b>15458</b>	<b>17608</b>	<b>利润总额</b>	<b>1753</b>	<b>940</b>	<b>1246</b>	<b>1511</b>	<b>1862</b>
短期借款	404	2261	0	0	0	所得税	265	90	163	197	243
应付账款+票据	4120	5154	5225	6090	6956	<b>净利润</b>	<b>1488</b>	<b>850</b>	<b>1083</b>	<b>1313</b>	<b>1618</b>
其他	592	478	507	591	675	少数股东损益	74	79	71	86	107
<b>流动负债合计</b>	<b>5117</b>	<b>7894</b>	<b>5732</b>	<b>6681</b>	<b>7630</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1413</b>	<b>771</b>	<b>1012</b>	<b>1227</b>	<b>1512</b>
长期带息负债	26	86	71	54	37	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	71	79	79	79	79	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>97</b>	<b>165</b>	<b>149</b>	<b>133</b>	<b>115</b>	营业收入	47.60%	-20.58%	18.19%	17.29%	14.94%
<b>负债合计</b>	<b>5214</b>	<b>8058</b>	<b>5882</b>	<b>6814</b>	<b>7746</b>	EBIT	29.69%	-35.80%	42.49%	16.60%	23.16%
少数股东权益	203	294	365	451	558	EBITDA	29.64%	-26.91%	35.12%	17.46%	20.13%
股本	277	279	279	279	279	归属于母公司净利润	76.72%	-45.44%	31.19%	21.26%	23.24%
资本公积	2301	2383	2383	2383	2383	<b>获利能力</b>					
留存收益	3606	3885	4628	5531	6642	毛利率	20.24%	21.19%	21.00%	21.50%	22.00%
<b>股东权益合计</b>	<b>6387</b>	<b>6840</b>	<b>7655</b>	<b>8644</b>	<b>9862</b>	净利率	10.29%	7.40%	7.98%	8.25%	8.84%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11601</b>	<b>14898</b>	<b>13537</b>	<b>15458</b>	<b>17608</b>	ROE	22.85%	11.78%	13.88%	14.97%	16.25%
						ROIC	52.62%	15.59%	16.10%	22.98%	25.78%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	44.94%	54.09%	43.45%	44.08%	43.99%
						流动比率	1.8	1.5	1.8	1.8	1.9
						速动比率	1.4	1.0	1.3	1.3	1.4
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.5	2.4	3.5	3.5	3.5
						存货周转率	7.0	2.7	4.1	4.1	4.1
						总资产周转率	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	5.1	2.8	3.6	4.4	5.4
						每股经营现金流	4.9	-4.9	10.9	5.2	6.4
						每股净资产	22.2	23.5	26.2	29.4	33.4
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	11.9	21.8	16.7	13.7	11.1
						市净率	2.7	2.6	2.3	2.1	1.8
						EV/EBITDA	14.2	17.2	9.8	8.1	6.5
						EV/EBIT	16.0	22.2	11.9	10.0	7.8

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年05月06日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼