

润丰股份 (301035.SZ)

制剂出海龙头，向全球领先的作物保护公司迈进

买入 (首次评级)

当前价格: 48.41元

投资要点:

➤ **农药制剂出海领军企业。**公司是扎根中国本土的跨国作物保护公司，在全球90多个国家和地区开展农药制剂业务。公司作物保护产品出口额持续多年排名全国第一，出口国家主要包括巴西、阿根廷、澳大利亚等。公司海外销售模式多样，在全球不同国家和地区能够自建团队，因地制宜开展自有品牌或其他品牌产品销售。

➤ **农药创制成本逐年增加，海外登记证获取难度加大，公司具备先发优势。**近年来农药创制药所需的成本和时间投入较大且在逐年增加，跨国巨头基本已对新品种的开发形成垄断，各国已拥有各自的农药登记管理制度，为全球农药创制及销售构成较高壁垒。因此通过生产专利到期农药，凭借低成本优势抢占市场的仿制型农药企业迎来发展机遇，从各国登记政策来看，单个产品的登记费用持续上升，登记数据向高标准化、所需资料向繁杂化发展，农药企业在海外获得原药登记证的难度持续增加。公司已具备全球领先的农药产品登记能力，截至2023H1公司共拥有300多项中国国内登记，5400多项海外登记，先发优势显著。

➤ **“快速市场进入平台”逐步完善，海外业务有望迎来高速增长。**公司销售网络布局全球，已在拉美、亚太、非洲、欧洲区域多个国家设有子公司或代表处，并投资建设“快速市场进入平台”，计划于2025年-2029年完成对全球主要市场的“快速市场进入平台”的构建。当前公司采用农药产品传统出口模式与农药产品境外自主登记模式相结合的销售模式，两种模式能够实现有效协同。此外，公司专注人才建设，持续加大研发投入，将利用“轻架构、快速响应”优势，在各目标国自建团队，实现自有品牌TO C与TO B业务并举，公司海外业务有望迎来高速增长。

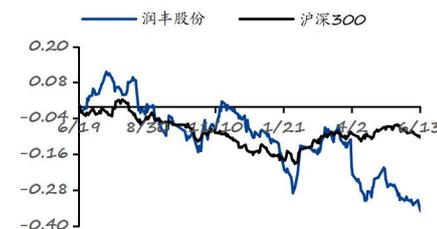
➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司24-26年营业收入分别为118.50、128.30、145.90亿元，归母净利润分别为8.41、11.36和13.52亿元，对应EPS分别为3.02、4.08和4.85元，当前股价对应PE分别为16.0、11.9和10.0倍。公司依托海外登记证护城河，传统出口与境外自主登记结合，海外TO C与TO B业务并举，长期成长确定性强，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**农药行业景气不及预期的风险、农药进口国政策变化的风险、汇率波动风险、产能建设不及预期的风险、安全生产风险

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)	4,325.20
每股净资产(元)	24.39
资产负债率(%)	52.81
一年内最高/最低价(元)	86.35/47.80

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 张汪强(S0210523100002)
 zww30327@hfzq.com.cn
 联系人: 韩锐贻(S0210122100073)
 HRY3950@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,460	11,485	11,850	12,830	14,590
增长率	48%	-21%	3%	8%	14%
净利润(百万元)	1,413	771	841	1,136	1,352
增长率	77%	-45%	9%	35%	19%
EPS(元/股)	5.07	2.77	3.02	4.08	4.85
市盈率(P/E)	9.5	17.5	16.0	11.9	10.0
市净率(P/B)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件 关键假设

除草剂：当前大部分市场去库存已经基本结束，预计市场会持续回暖，旺季来临时采购商预计会在低价时加大采购，提高下游库存水平。公司依托海外登记证护城河，采用农药产品传统出口与境外自主登记相结合的销售模式，海外 TO C 与 TO B 业务并举，预计 24/25/26 年销量恢复增长，预计 24-26 年销量分别为 250000/270000/310000 吨，成本端价格下降，自主登记以及 TO C 业务逐步发展，综合预计产品价格平稳，预计 24-26 年价格分别为 3.40/3.40/3.40 万元/吨，预计 24-26 年毛利率分别为 20.6%/21.2%/22.1%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司 2022 年充分享受了农药景气，当前农药景气下行未见底，公司利润仍有触底过程。我们认为公司具备中国制造和快速响应优势，且北美地区去库已近尾声，当前虽是左侧但公司利润底部已现。

市场认为公司业务全球布局较难跟踪，长期成长性存疑。我们认为虽然公司业务较难跟踪，短期内业绩波动会影响市场信心从而影响股价表现，但是公司依托海外登记先发优势，“快速市场进入平台”逐步完善，海外业务增长确定性强，短期波动正是中长期布局的好时机。

股价上涨的催化因素

农产品景气上行农药价格上涨超预期、海外 TO C 业务突破等

盈利预测与投资建议

预测公司 24-26 年营业收入分别为 118.50、128.30、145.90 亿元，归母净利润分别为 8.41、11.36 和 13.52 亿元，对应 EPS 分别为 3.02、4.08 和 4.85 元，当前股价对应 PE 分别为 16.0、11.9 和 10.0 倍。公司依托海外登记证护城河，采用农药产品传统出口与境外自主登记相结合的销售模式，海外 TO C 与 TO B 业务并举，中长期成长确定性强，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

农药行业景气不及预期的风险、农药进口国政策变化的风险、汇率波动风险、产能建设不及预期的风险、安全生产风险



正文目录

1 跨国作物保护龙头，全球营销网络完善	4
1.1 产品销售面向全球，营销网络布局完善	5
1.2 公司整体经营稳健，盈利中枢稳步向上	6
2 农药市场持续增长，创制成本逐年增加	7
2.1 作物保护市场长期稳定发展，农药产品受益刚需提升	7
2.2 创制成本逐年增加，非专利药市场份额提升	9
2.3 全球实行农药登记管理制度，登记政策不断趋严	11
3 构建“快速市场进入平台”，完善全球营销网络建设	13
3.1 “快速市场进入平台”，产品销售网络布局全球	13
3.2 境外自主登记模式成熟，两种模式相辅相成	15
3.3 海外子公司快速布局，研发投入持续增加	16
4 推进原药先进制造，扩大产能规模和优化产品结构	17
5 盈利预测及投资建议	19
6 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司 2023 业务营收占比	4
图表 3: 公司股权穿透图（截至 2024 年 3 月 31 日）	5
图表 4: 公司 2022 年各地区营收占比	5
图表 5: 公司营收呈增长态势	6
图表 6: 公司归母净利润略有承压	6
图表 7: 公司费用率情况	6
图表 8: 公司毛利率及净利率	6
图表 9: 农药产品产业链	7
图表 10: 世界农业用地面积及世界人均耕地面积	7
图表 11: 全球人口数量及增速	7
图表 12: 近年全球作物保护市场发展	8
图表 13: 未来全球作物保护市场规模预测	9
图表 14: 全球作物用农药销售额及增速	9
图表 15: 全球农药公司分类	10
图表 16: 历史上研究和发一种新的作物保护化学品所需成本（百万美元）	10
图表 17: 历史上农药产品首次合成和首次销售间隔年数	11
图表 18: 海外农药登记政策	11
图表 19: 全球原药登记政策趋严相关描述	12
图表 20: 公司海外登记分布情况（截至 2023 年 3 月 31 日）	13
图表 21: 公司全球营销网络示意图	14
图表 22: 公司全球业务布局	15
图表 23: 海外农药登记模式介绍	15
图表 24: 公司两种出口模式历史毛利率对比	16
图表 25: 公司两种出口模式历史营收占比	16
图表 26: 公司全球各区域海外登记数量及分布（截至 2023 年 3 月 31 日）	17
图表 27: 公司研发投入	17
图表 28: 公司研发人员数量及结构	17
图表 29: 公司中期战略规划中与活性组分单品先进制造相关描述	18
图表 30: 公司在建及拟建项目	18
图表 31: 公司分产品盈利预测	20
图表 32: 可比公司估值	21
图表 33: 财务预测摘要	22

1 跨国作物保护龙头，全球营销网络完善

公司成立于 2005 年 6 月，作为扎根中国本土的跨国作物保护公司专注于在全球范围内在作物保护领域进行深耕，当前已构建了涵盖农药原药及制剂的研发、制造以及面向全球市场的品牌、渠道、销售与服务的完整业务链。公司具有较为完善的全球布局，当前在山东潍坊、山东青岛、宁夏平罗、南美阿根廷、欧洲西班牙拥有 5 处制造基地，此外在境外设有 90 多个下属子公司，在全球 90 多个国家和地区开展业务，全球营销网络持续完善。

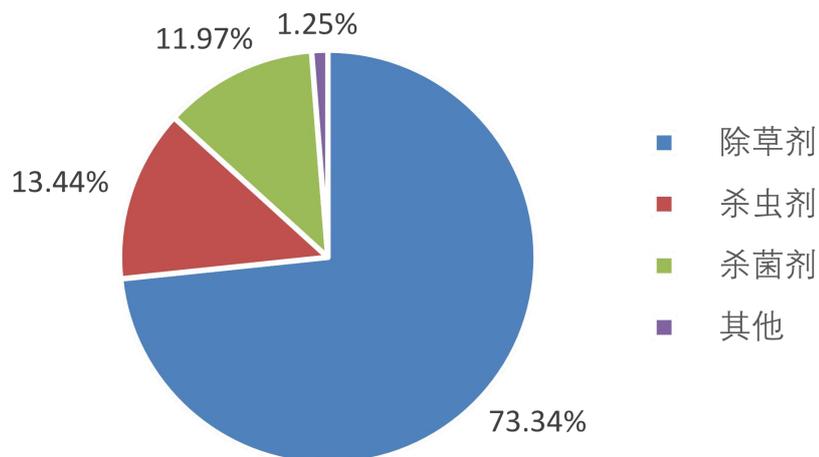
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司主营业务为农药原药及制剂的研发、生产和销售，具备除草剂、杀虫剂、杀菌剂等多种植保产品的原药合成及制剂加工能力，当前公司产品以除草剂为主，主要产品包括草甘膦、2,4-D、莠去津、百草枯等原药及制剂产品。2023 年公司除草剂业务营收占比约 73.34%，杀虫剂、杀菌剂业务营收分别占 13.44%、11.97%，未来随着公司持续发展，产品布局有望不断完善。

图表 2：公司 2023 业务营收占比



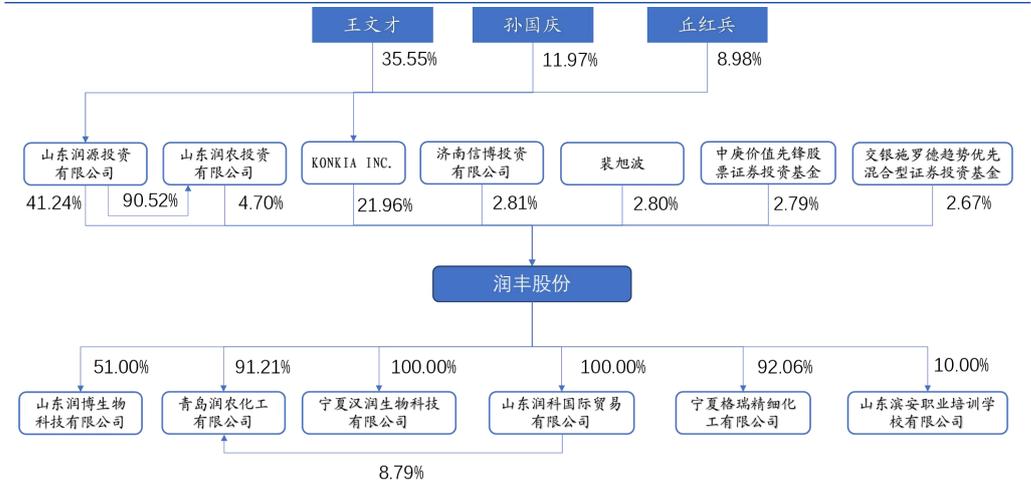
数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

公司股权较为集中，公司创始股东及实际控制人王文才、孙国庆及丘红兵三人通过控股股东山东润源、KONKIA 及山东润农间接持有总股本的 38.3%，多年以来以其为首的运营管理团队凭借深厚的专业知识和丰富的实务经验始终专注于作物保护领域，为公司发展带来强有力支撑。公司子公司布局紧紧围绕主业，除直接持



控股子公司以外，公司通过全资子公司山东润丰农科有限公司（香港）下属的超过 70 家境外子公司进行全球范围内的农药产品销售，未来随着下属于子公司稳定经营，公司有望实现全球布局的快速推进及盈利能力的迅速提升。

图表 3: 公司股权穿透图（截至 2024 年 3 月 31 日）

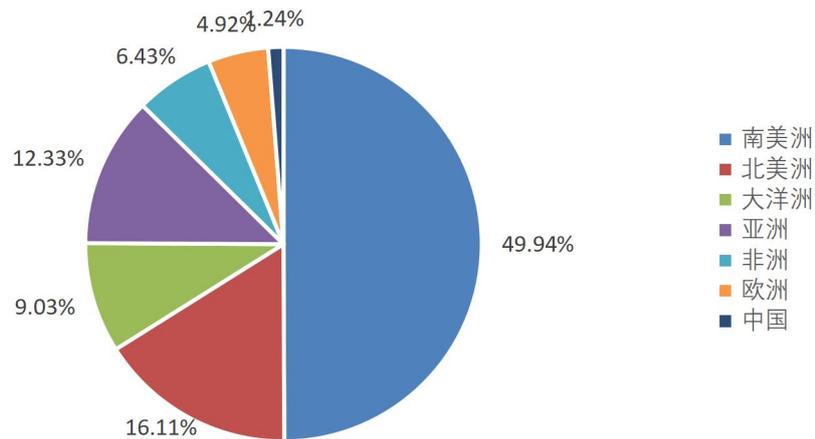


数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，华福证券研究所

1.1 产品销售面向全球，营销网络布局完善

公司产品主要面向国际市场进行销售，产品出口的国家主要包括巴西、阿根廷、澳大利亚、美国等。2022 年公司营业收入最大来源地区为南美洲，占全部营收的 49.94%，其次分别为北美洲、大洋洲、亚洲等，来自中国的营收占比仅为 1.24%，公司海外业务布局较为完善。

图表 4: 公司 2022 年各地区营收占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司拥有完善的全球营销网络，公司自 2008 年下半年开始探究、谋划销售模式和发展路线的优化升级，当前已经形成多样化的海外销售模式，在全球不同国家和地区能够根据当地市场状况自建团队，公司将以“轻架构、快速响应”为特点加速在各目标国自建团队开展自有品牌的 B-C 业务，依托公司自身及中国强大的供应链，积极推进以实现“全球中国造到中国品牌全球化”。

1.2 公司整体经营稳健，盈利中枢稳步向上

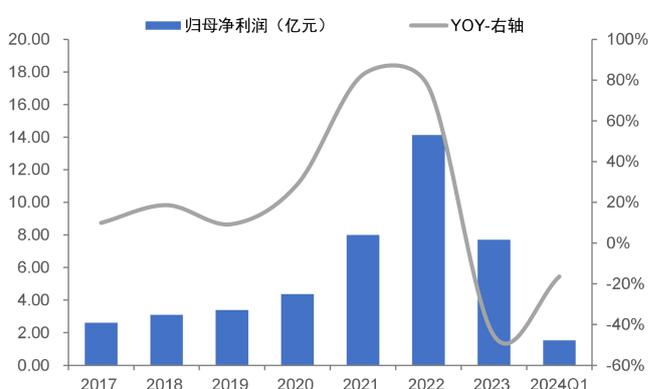
近年来公司经营稳健，随着自身全球布局持续发展，公司营收及利润逐步提升。2017-2023 年公司营收从 50.47 亿元增长至 114.85 亿元，复合增长率 14.69%，2017-2023 年公司归母净利润从 2.62 亿元增长至 7.71 亿元，复合增长率 19.74%。2023 年受全球农药行业景气下滑导致公司营收及业绩同比大幅下降，2024Q1 公司实现收入 26.93 亿元，同比增长 20.59%，营收企稳同比重回正增长，实现归母净利润 1.53 亿元，同比减少 16.39%，未来随着行业景气回升及公司业务持续发展，公司盈利能力有望逐步提升。

图表 5: 公司营收呈增长态势



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

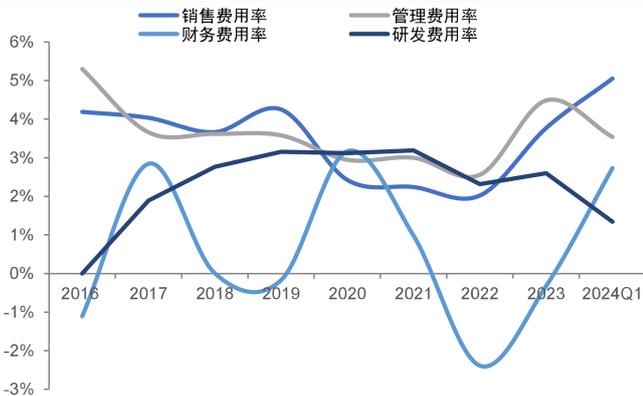
图表 6: 公司归母净利润略有承压



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

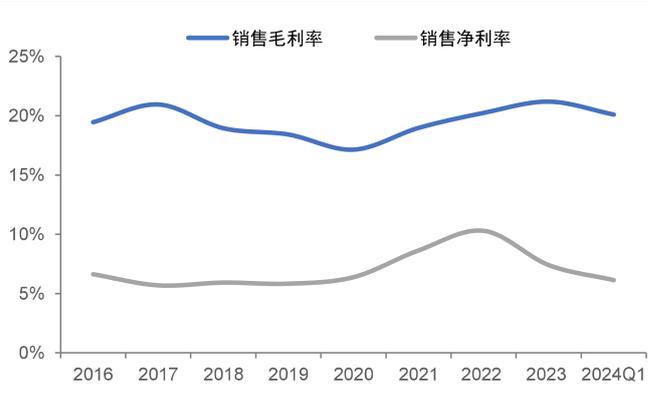
公司财务费用率波动较大主要由于公司境外收入占比高，汇率波动影响汇兑损益所致，销售费用和管理费用近年来呈下降趋势，2023 年管理费用率提高主要是股份支付的影响。在盈利能力方面，近年来公司毛利率在 20% 左右波动，2020 年毛利率最低跌至 17.14%，受行业景气回升影响 21-22 年公司净利率呈现明显上行，随着全球农药行业景气下滑，以及费用增加影响，公司 2023 及 2024Q1 净利率呈下降趋势。

图表 7: 公司费用率情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 8: 公司毛利率及净利率

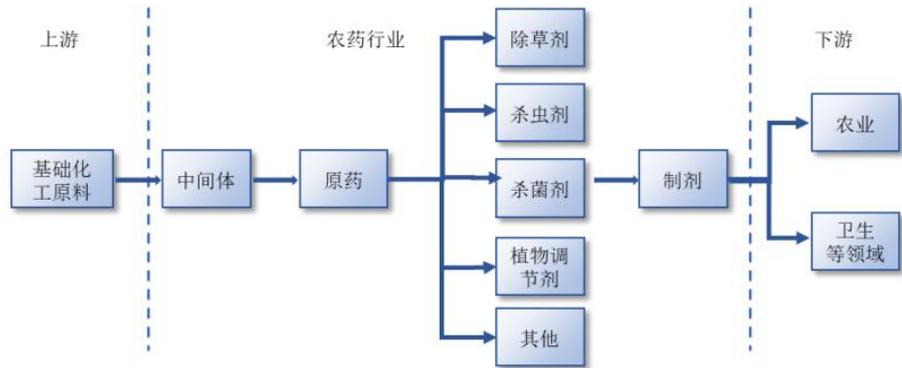


数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

2 农药市场持续增长，创制成本逐年增加

公司深耕农药行业，农药按是否能直接施用可分为农药原药和农药制剂。农药原药以石油化工等产品为主要原料，通过化学合成技术或生物工程技术获得，一般不能直接施用于作物，在原药基础上加上相关助剂等原辅材料，经分装和复配生产出的农药制剂则可直接用于作物。

图表 9: 农药产品产业链

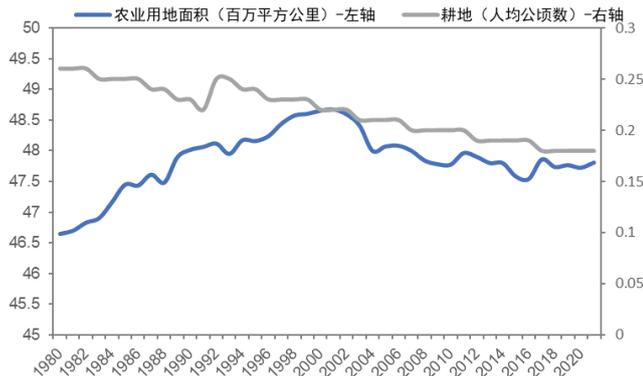


数据来源：泰禾股份招股书，华福证券研究所

2.1 作物保护市场长期稳定发展，农药产品受益刚需提升

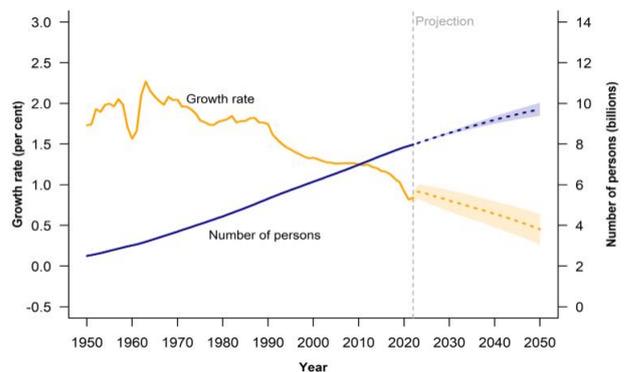
全球人口数量有望持续增长，维持稳定的全球粮食供应成迫切需求。根据联合国《世界人口展望 2022》，预计到 2030 年，全球人口将增长至 85 亿左右，2050 年达到 97 亿，21 世纪 80 年代达到约 104 亿的峰值，并保持这个水平到 2100 年。与粮食需求增长与人口增长形成鲜明对比的是，近年来城市化和工业化持续转化为农业用地面积的减少，主要是工业、房屋、高速公路和许多其他基础设施建筑数量的增长所致。全球人口持续增加，人均耕地面积持续下行。在全球耕地有限的背景下，需要提高单位耕地面积的农业生产率，农药作为能够保护作物免受害虫侵害并增加作物产量的作物保护化学品需求将稳步增长。

图表 10: 世界农业用地面积及世界人均耕地面积



数据来源：世界银行，华福证券研究所

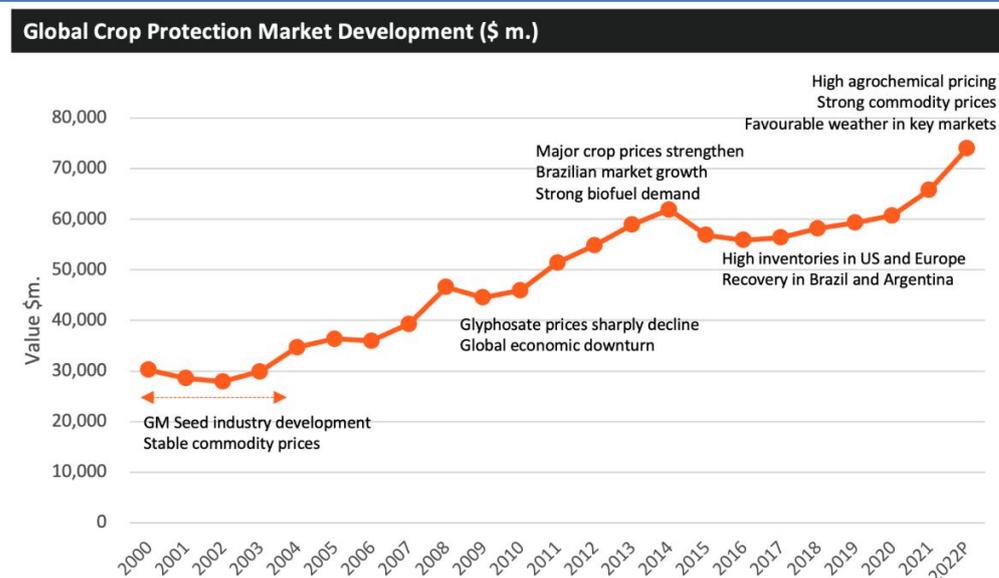
图表 11: 全球人口数量及增速



数据来源：联合国《世界人口展望 2022》，华福证券研究所



近年来全球粮食系统受多重冲击，全球作物保护市场的重要性与日俱增。根据 AgriBusiness，受益于作物价格大幅上涨，2022 年全球作物保护市场的总价值快速增长，但随着库存增加以及商品价格的降低，短期内作物保护市场较难维系前期的高速增长。健康、可持续和包容性的粮食系统对于实现世界发展目标至关重要，但近年来全球粮食系统受到了新冠肺炎造成的各种影响、极端天气、害虫和地缘冲突等多重冲击，致使粮食价格上涨和饥饿加剧。特别是全球气候变化日益严重，全球许多地区出现了极端天气事件和气候波动，进一步降低了全球粮食作物的产量，全球作物保护市场的重要性与日俱增，对作物保护产品的需求有望逐步增加。

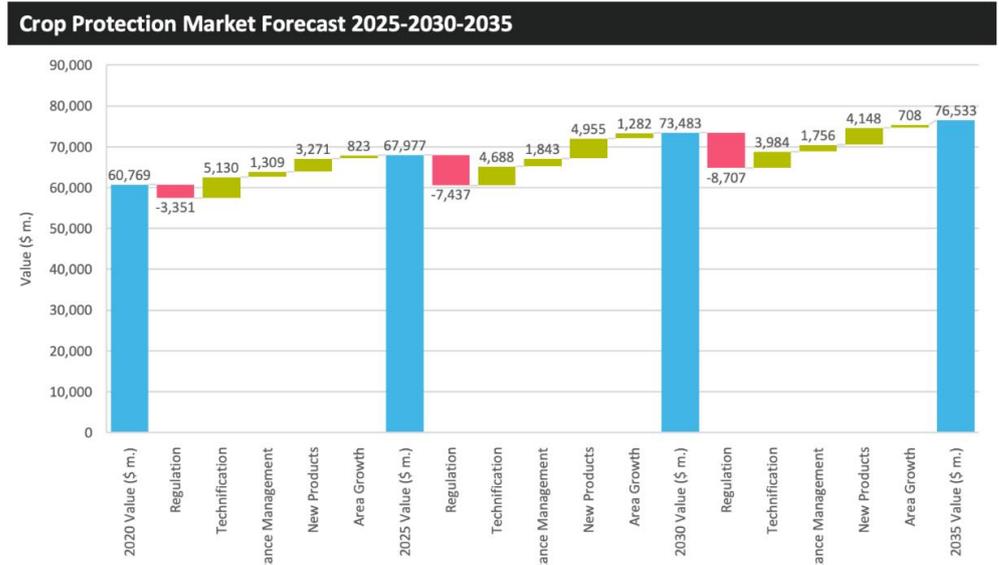
图表 12：近年全球作物保护市场发展


数据来源：AgriBusiness Global，华福证券研究所

长期来看全球作物保护市场将维持平稳增长的状态。根据 AgbiInvestor 预测，综合考虑种植面积和未来产量、投入成本波动、土地使用、畜牧生产、有机栽培、环境和气候变化、人口和社会经济因素、政治决策、新兴技术的增加等因素，以 2020 年作为基准，未来到 2035 年全球作物保护市场将维持平稳增长的状态。



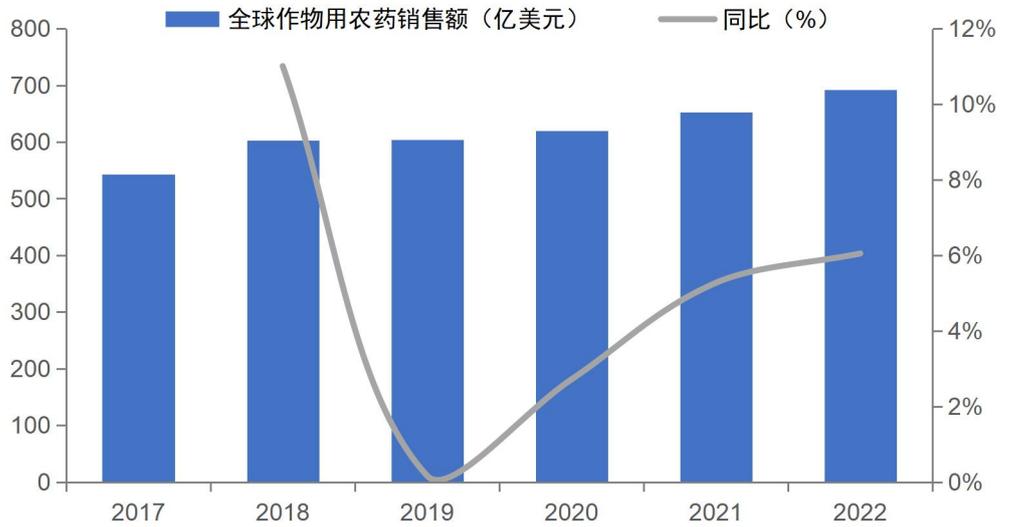
图 13: 未来全球作物保护市场规模预测



数据来源: AgbioInvestor, AgriBusiness Global, 华福证券研究所

全球农药市场规模稳步增长。根据 Phillips McDougall, 全球化学农药销售额由 2017 年 616.3 亿美元增长至 2022 年的 781.93 亿美元, CAGR 达 4.9%, 其中作物用农药销售总额由 2017 年 543.2 亿美元增长至 2022 年的 692.6 亿美元, CAGR 达 5.0%, 展望未来全球农药市场有望在全球人口不断增加的背景下稳步增长。

图 14: 全球作物用农药销售额及增速



数据来源: Phillips McDougall, 公司公告, 华福证券研究所

2.2 创制成本逐年增加, 非专利药市场份额提升

全球农药行业呈寡头垄断的竞争格局。按照农药行业中的参与者分类, 可以分为创制型企业、仿制类原药企业、农药制剂企业、农药中间体企业、经销商、贸易公司、登记运营等。海外发达国家的农药工业起步相对较早, 跨国农药巨头由于资本雄厚且能够承担昂贵的开发费用和开发损失, 对农药新品种的开发形成垄断。若按各公司 2021 年销售收入统计, 先正达、拜耳、巴斯夫、科迪华等跨国农药龙头已

占据全球农药市场一半以上的份额，并形成了“产权农药—丰厚利润—研发投入—新产权农药”的良性循环。

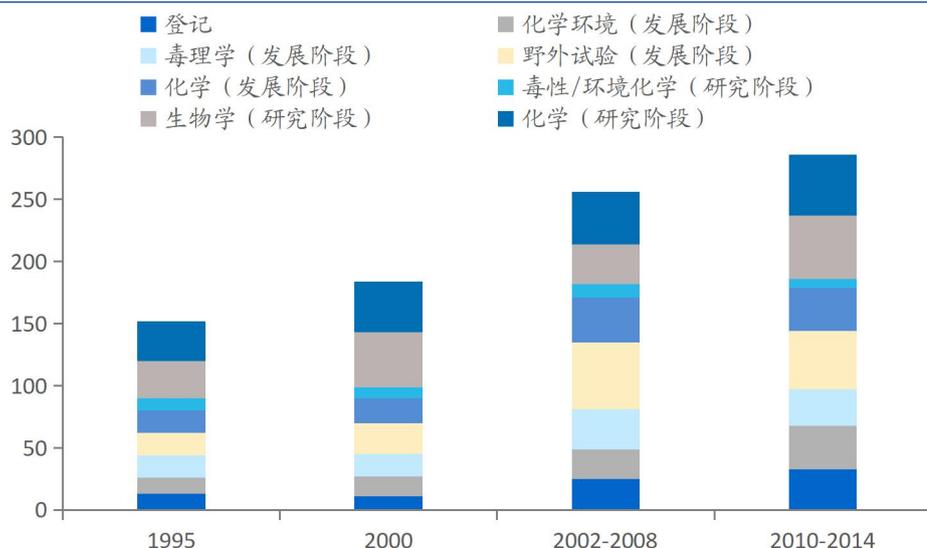
图表 15: 全球农药公司分类

梯队	企业类型	主要公司
第一梯队	创制型企业: 研发能力强, 大多具有种子、农药、化肥等多条产品线	先正达、拜耳、巴斯夫、孟山都、陶氏益农、杜邦
第二梯队	仿制型企业: 具有一体化产业链, 与创制型企业相比具有更低的成本	ADAMA、NUFARM、日本住友化学、曹达
	创制型企业: 具有一定研发能力, 但规模和实力无法与第一梯队企业相提并论	
第三梯队	发展中国家制剂企业: 为本国提供农药制剂和技术服务	中国、印度等发展中国家的大型仿制原药和制剂企业

数据来源: 农药快讯信息网, 华福证券研究所

农药创制所需的成本投入较大且在逐年增加。开发并市场化一种新的农用化学品需要超过 10 年的时间和 1-3.5 亿美元的研发支出, 该过程包括: 发现一种新的农用化学品候选物; 同步进行安全性研究、生物学研究和制剂研究; 综合评估这些研究的结果; 最后申请并获得农药登记。根据 Phillips McDougall, 随着在环境化学研究、初步田间试验所需的生物学支出等领域的支出增加, 对于农药创制企业来说, 近年来新产品研究的总成本显现出逐年增加的趋势。

图表 16: 历史上研究和发发展一种新的作物保护化学品所需成本 (百万美元)

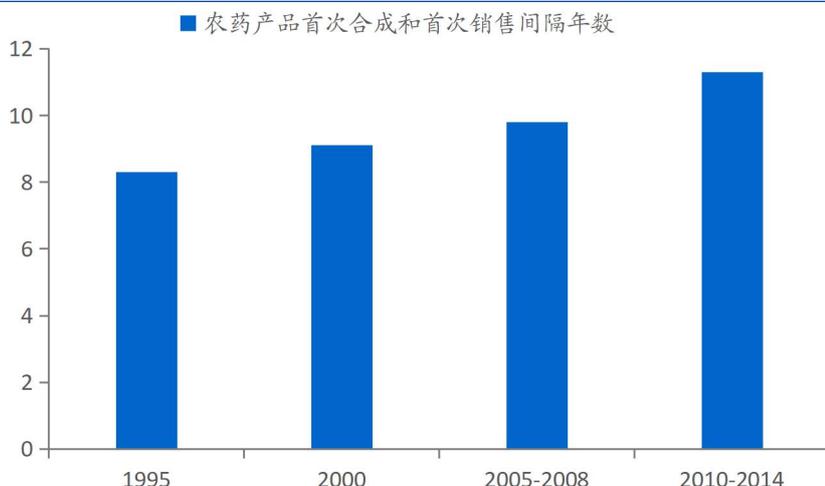


数据来源: Phillips McDougall, 江苏省农药协会, 农药资讯网, 华福证券研究所

上市新农药需耗用的时间不断延长。随着创制药领域的持续发展, 相关监管机构法规日益完善, 对于数据要求逐步提高。从首次合成新的作物保护有效成分, 到随后将其商业化的平均间隔时间呈逐步增加态势, 根据 Phillips McDougall 调查,

2010—2014 年间从 1 个新有效成分的首次合成到其首次上市的平均时间比 2005—2008 年时间段延长了 1.5 年。

图表 17: 历史上农药产品首次合成和首次销售间隔年数



数据来源: Phillips McDougall, 江苏省农药协会, 农药资讯网, 华福证券研究所

随着经济全球化的发展及全球农药生产专业分工的深化, 跨国农药巨头已开始逐渐分离上游的中间体和原料药生产环节, 将其转移到具有更低生产成本的中国、印度等发展中国家。在此背景下, 通过生产专利到期农药, 凭借低成本优势抢占市场的仿制型农药企业获得了较大发展动力。当前我国大部分农药企业仍属于仿制型原药企业, 经过多年的发展, 我国已成为全球最大的非专利农药生产国和出口国, 并形成包括科研开发、原药生产和制剂加工、原材料及中间体配套的较为完整的产业体系, 未来随着行业持续发展以及集中度不断提升, 我国农药行业有望向集约化、规模化方向持续发展。

2.3 全球实行农药登记管理制度, 登记政策不断趋严

农药产品在销售过程中同样具有较高壁垒。当前世界各国拥有各自的农药登记管理制度, 即农药原药或制剂要在该国销售, 就必须符合其对有效成分含量、毒理、环境影响等方面的要求, 并取得当地主管部门颁发的农药登记证书。

图表 18: 海外农药登记政策

	相关登记的政策
美国	美国农药登记由美国环境保护署 (EPA) 负责, 申请者需向 EPA 递交注册申请。在向 EPA 呈交注册申请表时, 申请者还必须一并呈交所有其他与其注册的产品有关的必需的文件和数据, 包括产品理化数据、毒理学数据、生产厂商信息以及生产制造过程的描述等。
欧盟	欧盟农药登记的主管机构是欧盟理事会及欧盟各成员国农药主管部门, 目前欧盟 27 个成员国在农药登记上采取风险评估政策, 所适用的法律是 1991 年出台的 91/414/EEC 法令和 Regulation1107/2009, 出口到欧盟的农药产品以欧盟进口商为登记主体。



巴西	巴西的《农用毒物法》规范了巴西的农药登记，对农药的药效以及农药对环境和公共健康的潜在影响等方面进行完整评估，评估由巴西农业部、巴西环保部和卫生部进行联合评估，程序如下：首先由巴西环保部对登记产品进行环境影响的评估，其次由巴西卫生部对登记产品对人体的影响进行评估，第三由巴西农业部对登记产品对农业的影响进行评估，最后由巴西农业部根据巴西环保部、巴西卫生部以及自己的评估结果，最终决定是否予以登记。
日本	日本农药登记以农林水产省的农药检查部为主负责具体的农药登记审批工作，并对全国的农药 GLP (Good Laboratory Practice) 实验室进行认证和监管。农药检查部还在农林水产省的指导下，会同日本全国的 47 个都、道、府、县所设置的农药检查科对各辖区内的农药使用和市场等进行监管。对于农药生产的监管，一般由农药检查部来具体负责。
印度	印度农药主管机构是中央农药委员会 (CIB)。中央农药委员会对印度中央政府和各邦政府就农药法实施的有关技术问题提供建议并被授权执行该法。印度中央政府成立了登记委员会 (RC)，负责对进口商或生产商提交的农药登记申请进行审查后予以登记。
澳大利亚	澳大利亚农药登记遵循澳大利亚 1994 年农业畜牧业化学品法令。由澳大利亚农药兽药管理局负责农药生产，登记，储运，分销，使用，及销毁登记活动进行规范和管理。
哥伦比亚	哥伦比亚农药管理采用的法规是安第斯农药管理法规。登记相关主管部门农业部主要负责审核田间试验报告，颁发农药登记证；卫生部主要负责评审农药毒性风险；环境部主要负责评审农药环境风险。

数据来源：泰禾股份招股书，华福证券研究所

全球原药登记政策不断趋严。近年来各国对于作物保护品的管理法规和政策调整频繁且日趋严格，单个产品在各国的登记费用持续上升的同时，各国登记政策均朝着数据高标准化、资料繁杂化的方向调整，共同导致农药企业在海外获得原药登记证的难度持续增加。

图表 19：全球原药登记政策趋严相关描述

	描述
登记政策或审批收费标准的调整使得单个产品在各国的登记费用均在上升	如印度 2017 对于进口产品登记政策的调整使得登记单个进口原药品种的费用从先前的 2 万美金左右直接上升到现在的 40-80 万美金左右；在中国，伴随 2017 年新颁布的农药管理条例的实施，单个原药老品种的登记费用从先前的 20 万元左右上升到现在的 500 万元左右。
登记政策均朝着数据高标准化、资料繁杂化的方向在调整使得登记难度加大	即便是原先要求很宽松的国家也越来越多地从原先可以接受公开数据变更到要求 GLP 实验报告，且要求的报告种类越来越繁杂，使得单个产品登记申请所需准备的资料种类增加，标准提高，资料准备时长增加，且有些资料的准备专业难度极高。



各国政府的审批颁证效率在下降	如在阿根廷、孟加拉、斯里兰卡、马来西亚等国政府部门甚至限制每家公司的申请年度提交或获批个数，这使得产品新获证在大多数国家耗时普遍延长且十分缓慢。不少诸如阿根廷、孟加拉、马来西亚、阿尔及利亚等甚至推出限制每个申请人年度产品登记申请个数的政策。
重要作物保护市场普遍登记耗时漫长	全球重要的作物保护市场诸如巴西、阿根廷、墨西哥、俄罗斯、印度、中国、欧盟等均耗时漫长。巴西一般耗时 5-8 年；俄罗斯、印度、欧盟一般耗时 4-6 年；阿根廷、墨西哥、中国一般耗时 3-5 年；美国一般耗时 2-3 年。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司已具备全球领先的农药产品登记能力。近年来农药登记费用的上升、耗时的增加以及登记难度的提高，使得公司作为拥有在全球各市场具有丰富登记经验以及较高决策效率的公司具备了较强发展优势。公司每年持续在全球各国进行的大量丰富而完善的产品组合的登记投入，使得每年不少国家均有新登记的获得，这些新登记的获得会带来新的业绩增长点，也会给未来带来持续的业绩贡献。截至 2023H1，公司共拥有 300 多项中国国内登记，5400 多项海外登记，其中 2023H1 首次在波兰、突尼斯、亚美尼亚、津巴布韦、多哥、马达加斯加、博茨瓦纳等国获得登记，登记团队规模持续扩大，成员从 2022 年的 169 人增加到现有的 180 人。

图表 20: 公司海外登记分布情况 (截至 2023 年 3 月 31 日)

	巴拿马	危地马拉	洪都拉斯	阿根廷	萨尔瓦多	乌拉圭	玻利维亚	多米尼加	哥斯达黎加	巴拉圭	墨西哥	秘鲁	厄瓜多尔	巴西
除草剂	275	104	105	122	99	68	59	51	21	43	65	17	34	68
杀虫剂	156	102	56	33	41	18	37	23	16	29	48	23	18	20
杀菌剂	160	66	58	39	45	18	18	22	15	26	33	24	34	21
其他	9	1	7	2	0	0	0	2	0	0	2	0	5	0
	印尼	缅甸	柬埔寨	泰国	马来西亚	印度	菲律宾	韩国	巴基斯坦	乌兹别克斯坦	阿联酋	越南	格鲁吉亚	哈萨克斯坦
除草剂	56	29	36	36	63	21	29	14	21	13	1	17	13	27
杀虫剂	38	33	34	16	29	16	21	28	32	12	2	10	3	5
杀菌剂	25	14	12	12	12	17	20	22	7	7	0	7	9	9
其他	1	0	1	0	0	0	1	0	0	3	0	0	0	0
	加纳	尼日利亚	南非	莫桑比克	肯尼亚	乌干达	埃及	喀麦隆	科特迪瓦	坦桑尼亚	埃塞俄比亚	马拉维	赞比亚	
除草剂	55	40	62	47	27	9	5	20	25	15	20	8	57	
杀虫剂	29	25	7	48	26	7	4	18	17	4	19	10	40	
杀菌剂	17	9	14	19	21	7	7	8	16	5	18	3	31	
其他	0	0	1	3	0	0	1	0	0	0	0	1	10	
	匈牙利	马其顿	科索沃	阿尔巴尼亚	欧盟 (润丰西班牙)	欧盟 (润丰股份)								
除草剂	14	0	0	0	15	42								
杀虫剂	5	0	2	2	38	12								
杀菌剂	2	2	0	0	69	24								
其他	1	0	0	0	2	5								
	澳大利亚 (澳格公司)	澳大利亚 (润科国际)	新西兰											
除草剂	87	93	69											
杀虫剂	8	16	22											
杀菌剂	13	22	37											
其他	13	71	3											

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 构建“快速市场进入平台”，完善全球营销网络建设

3.1 “快速市场进入平台”，产品销售网络布局全球

公司自建团队及诸多市场合作伙伴可通过“快速市场进入平台”多渠道快速扩大市场份额。公司自 2008 年下半年开始探究、谋划销售模式和发展路线的优化升级，在 2008 年至 2019 年聚焦于全球市场端的业务拓展与深耕，经过多年发展，在全球

农药市场普遍实施农药登记管理制度和市场许可准入制度的背景下已形成了以“团队+平台+创新”为基础要素，农药产品传统出口模式与农药产品境外自主登记模式相结合，以“快速市场进入”为特点的全球营销网络。“快速市场进入平台”的核心是在各目标国获得丰富而完善的产品组合登记以及坚持平台开放的理念。丰富而完善的产品组合登记能给种植者提供完整作物解决方案，平台开放的理念使得公司能利用平台自建当地团队开展自有品牌的 B-C 业务，也可将该平台开放给其他优秀的市场合作伙伴开展 B-B 业务，从而实现市场份额的快速扩大。

图表 21：公司全球营销网络示意图



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司销售网络布局全球，目前已在拉美、亚太、非洲、欧洲区域多个国家设有子公司或代表处并投资建设了“快速市场进入平台”。未来公司将持续进行全球营销网络的建设，根据公司中期战略规划，在“快速市场进入平台”的构建方面，公司将于 2024 年在除美国、加拿大、日本之外的全球所有主要市场初步完成“快速市场进入平台”的构建，于 2025 年-2029 年期间完成对全球所有主要市场的“快速市场进入平台”的构建。公司将利用“轻架构、快速响应”优势加速在各目标国自建团队开展自有品牌的 B-C 业务，将于 2024 年年底前完成在不少于 25 个新增目标国予以开展。

图表 22: 公司全球业务布局



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

3.2 境外自主登记模式成熟, 两种模式相辅相成

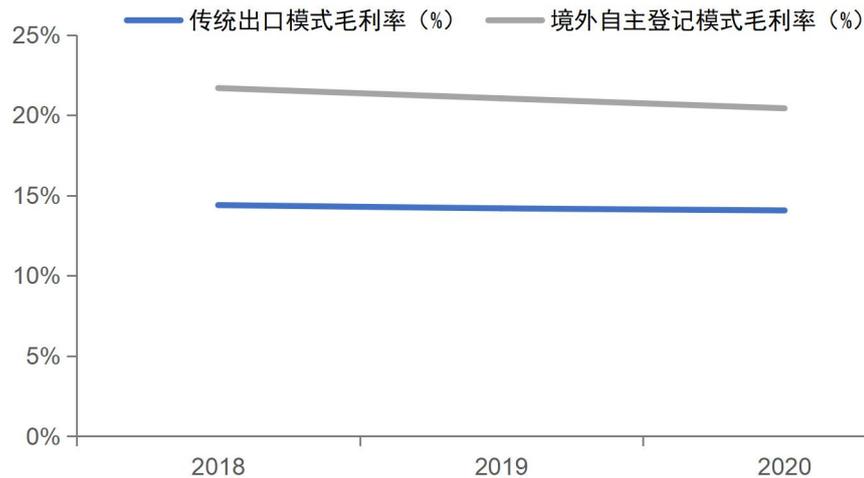
公司坚持传统出口模式与境外自主登记模式相结合的模式。由于国外农药产品登记的难度较大, 目前以原药供应商的角色参与全球农药产业的国内企业大多选择传统出口模式进入海外市场, 主要为海外龙头企业配套生产, 或通过国外经销商销售。公司采用传统出口模式与境外自主登记模式相结合, 可根据市场情况变化和产品的差异性, 在供应商、品牌商和服务商等不同市场角色间进行两种模式的灵活调整切换。两者能够产生较强的协同性, 其中前者为境外自主登记模式提供了坚实的客户基础和市场认知, 而丰富的境外自主登记不仅能够提升公司品牌知名度, 也能以更丰富的产品更好地满足客户需求, 对公司传统出口业务的开拓提供助力。

图表 23: 海外农药登记模式介绍

	描述
传统出口模式	指国内农药厂商由于在出口国未取得原药或制剂等农药产品的登记证, 因而只能作为供应商将产品出口给在该国持有相应农药产品登记证的客户, 由相关客户再分装或复配成制剂后进行销售。目前, 国内绝大部分农药出口企业采用该种销售模式, 并以原药出口为主。
境外自主登记模式	指国内农药厂商在相关国家根据市场需求情况直接对部分农药产品进行自主登记并取得登记证, 其客户通常不具有该产品的登记证, 需要依靠国内农药厂商具有的农药产品登记证进入市场, 因此在交易过程中国内农药厂商处于相对主动地位, 更有利于国外市场的开拓, 且对市场具有一定的掌控力。

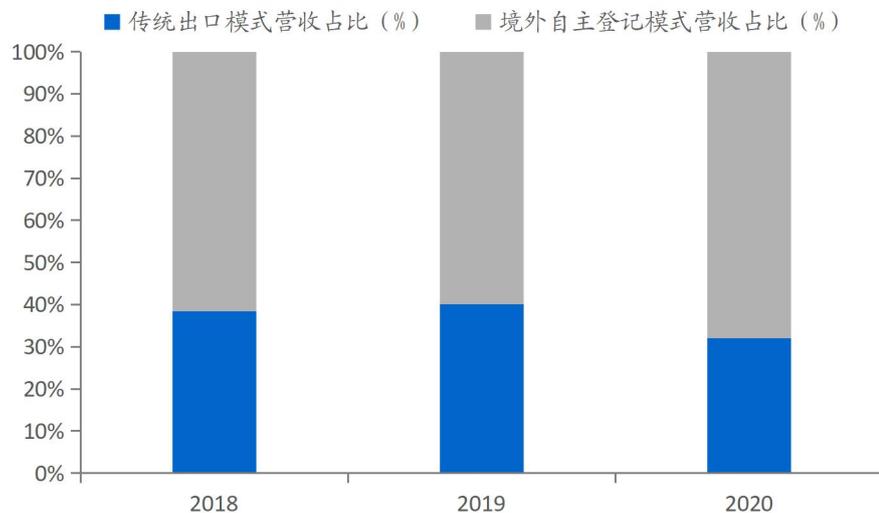
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

农药境外自主登记模式具有较高利润水平。借助于自身农药产品境外自主登记, 公司无须依赖具有农药产品登记的当地厂商, 在业务开展的过程中具有较强独立性及相对主动地位, 此外丰富的产品登记也有助于公司在市场产生需求的时候能够及时、准确地投放针对性较强的产品, 从而具有较高的利润率水平。


图表 24: 公司两种出口模式历史毛利率对比


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

公司自主登记模式营收占比持续提升。随着公司继续推进以“快速市场进入”为特点的全球营销网络建设,持续加大农药产品境外自主登记投入,境外自主登记数量有望持续增加,公司在海外国家的产品组合也将持续丰富,全球营销网络也有望涉及更多目标国家,未来随着公司在国际市场中具有更强市场影响力及竞争力,公司自主登记模式收入占比有望持续提升。

图表 25: 公司两种出口模式历史营收占比


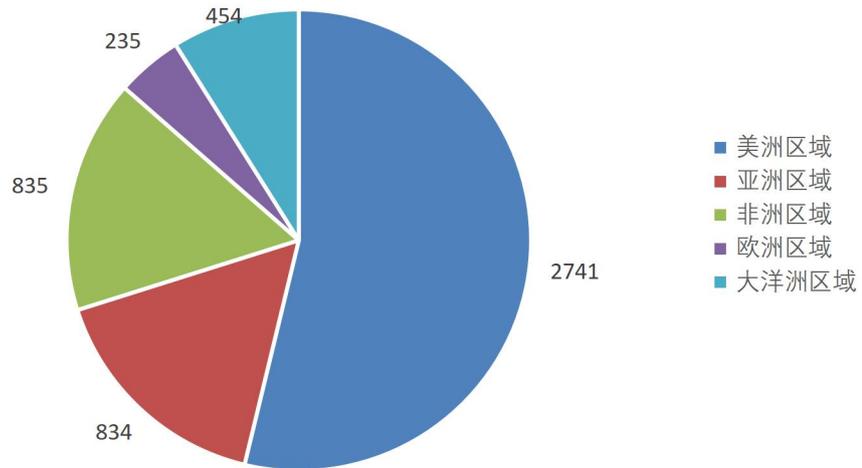
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

3.3 海外子公司快速布局,研发投入持续增加

海外子公司布局是推动海外登记业务持续推进的有力保障。为了加快登记进程,公司于2022年11月通过全资子公司 Shandong Rainbow Agrosociences Co., Limited 以现金方式收购 Exclusivas Sarabia,S.A.100%股权,一次性获得131个欧盟登记,全面提速在欧盟市场的投入和业务成长。基于西班牙 Sarabia 现有团队的专业经验,公司能更为准确的选择产品进行登记规划和投入,降低登记投资决策风险; Sarabia 公司在西班牙拥有良好的品牌和经销渠道,能成为公司更多产品组合在西班牙市场

To C 的绝佳通路，同时拥有工厂能本土生产，能成为公司新的制造基地。

图表 26: 公司全球各区域海外登记数量及分布 (截至 2023 年 3 月 31 日)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

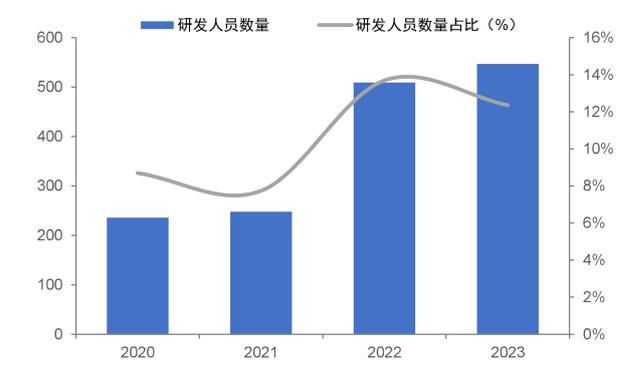
人才是公司开展自身出口业务及海外全球市场开拓的核心支撑。随着多年发展, 公司专业、专注、国际化的运营管理团队稳定且不断壮大, 形成了以创始股东王文才、孙国庆、丘红兵、袁良国、刘元强为首的运营管理团队, 团队对全球各细分市场和发展趋势有深入的研究, 在专业知识和实务经验方面具有深厚积累。同时公司持续加大招才引智力度, 持续进行海外优秀市场人才的招聘, 通过在当地招聘相关人才实现人才本土化, 为公司海外布局形成有力支撑。公司专注研发, 研发投入持续增加, 研发团队加速建设, 2022 年研发人员数量相较于 2021 年增加 261 人, 2023 年进一步增长到 547 人, 研发人员数量占比也从 2021 年的 7.74% 增至 2023 年的 12.36%, 为公司研发实力的增强奠定有力基础。登记团队持续扩容, 2023 年公司全球登记团队成员从 2021 年的 119 人增至 190 余人。

图表 27: 公司研发投入



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 28: 公司研发人员数量及结构



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

4 推进原药先进制造, 扩大产能规模和优化产品结构

顺势而为, 积极聚焦活性组分单品的先进制造。2017 年国家环保执法力度的提高, 要求原药单品生产企业为满足法规要求和稳定生产, 必须在制造的自动化, 连



续化，绿色化等方面寻求突破，落后的工艺和产能将被淘汰，国内合规且具有规模的原药生产企业迎来较好的发展成长周期。公司于 2019 年开始将积极调整到活性组分单品的先进制造，从全球整合各专业细分领域的顶尖专家资源，优化和完善研发流程，构建了具有国际一流水平的国际化技术团队和科学、严谨、高效、系统的工作流程，为公司规划中活性组分合成项目的成功实施和稳定运行提供了坚实的保障。

图表 29: 公司中期战略规划中与活性组分单品先进制造相关描述

	主要举措及聚焦的方向
1	从已过专利期的活性组分中筛选确定对于全球众多市场拓展重要，数量级大具有规模效应，存有较大的技术提升改造空间的产品进行研发创新和项目投资，对于此类项目坚决不搞低水平的重复建设，坚决不搞抓行情的大干快上，不能做到该活性组分单品在全球的规模和技术领先坚决不投资。
2	从将过专利期的活性组分中筛选对于公司市场拓展重要、市场潜力大的活性组分并在全球率先进行布局，对于此类活性组分坚定成为后专利期的市场率先进入者。
3	根据全球各终端市场应用痛点为导向的差异化制剂的研发与市场投放，此类项目在我司全球诸多目标市场已有成功收获并形成了方法论，目前持续在全力推进实施。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

扩大原药产能规模，优化原药产品结构。公司在现有制剂生产端具有较强优势的情况下进一步加强上游原药生产端布局，以强化产业链优势，落实先进制造战略，提升公司综合竞争力。2023 年 1 月公司公告拟通过向特定对象发行股票方式募集资金不超过 25.47 亿元，募投项目包括年产 8000 吨烯草酮项目、年产 6 万吨全新绿色连续化工艺 2,4-D 及其酯项目、年产 1000 吨二氯吡啶酸项目、年产 1000 吨丙炔氟草胺项目 4 个原药生产项目，项目投产后公司 2,4-D、烯草酮的原药产能将显著增加，通过先进制造技术与规模效应进一步增强自身生产效率、成本和产品质量优势，取代行业内部分落后产能，同时新增具有较大市场发展潜力的丙炔氟草胺、二氯吡啶酸原药产能，进一步丰富公司原药产品种类。

图表 30: 公司在建及拟建项目

项目名称	实施主体	主要产品或内容	达到预定可以使用状态日期
6000 吨/年小吨位苯氧羧酸一期项目	润丰股份	苯氧羧酸类除草剂	2023 年 7 月
高效杀虫杀菌剂技改项目	青岛润农	杀虫杀菌制剂	2024 年 7 月
年产 38800 吨除草剂项目（一期）—30000 吨/年草甘膦可溶粒剂	润丰股份	草甘膦可溶粒剂	2024 年 7 月
年产 9000 吨克菌丹项目	宁夏格瑞	克菌丹原药	2024 年 7 月



年产 62000 吨除草剂项目 (一期)-禾本田液体制剂 项目	润丰股份	禾本田液体制剂	2024 年 1 月
年产 25000 吨草甘膦连续 化技改项目	润丰股份	草甘膦原药	2024 年 5 月
植保产品研发中心项目	润丰股份	新产品、新技术的 研发及工程化实验	2024 年 7 月
年产 8000 吨烯草酮项目	宁夏格润	烯草酮原药	-
年产 6 万吨全新绿色连续 化工艺 2,4-D 及其酯项目	宁夏格润	2,4-D 原药及 2,4-D 异辛酯	-
年产 1000 吨二氯吡啶酸项 目	宁夏格润	二氯吡啶酸原药	-
年产 1000 吨丙炔氟草胺项 目	宁夏格润	丙炔氟草胺原药	-

数据来源：公司公告，华福证券研究所

5 盈利预测及投资建议

公司深耕农药市场，具备除草剂、杀虫剂、杀菌剂等多种植保产品的原药合成及制剂加工能力，此外经过多年发展已形成了以“团队+平台+创新”为基础要素，农药产品传统出口模式与农药产品境外自主登记模式相结合，以“快速市场进入”为特点的全球营销网络，未来公司将持续进行全球营销网络的建设，随着海外登记证储备的持续增加以及全球销售的快速发展，公司有望受益。

除草剂：当前大部分市场去库存已经基本结束，预计市场会持续回暖，旺季来临临时采购商预计会在低价时加大采购，提高下游库存水平。预计 24-26 年销量分别为 250000/270000/310000 吨，成本端价格下降，自主登记以及 TO C 业务逐步发展，综合预计产品价格平稳，预计 24-26 年价格分别为 3.40/3.40/3.40 万元/吨，预计 24-26 年毛利率分别为 20.6%/21.2%/22.1%。

杀虫剂：业务占比较小，24-26 年预计平稳增长，预计 24-26 年营业收入增长率分别为 10.1%/11.8%/10.5%，预计价格随成本波动，毛利率稳定，预计 24-26 年毛利率分别为 27.3%/27.3%/27.3%。

杀菌剂：业务占比较小，24-26 年预计平稳增长，24-26 年营业收入增长率分别为 9.1%/6.7%/12.5%，预计价格随成本波动，毛利率稳定，预计 24-26 年毛利率分别为 22.1%/22.1%/22.1%。

费用假设：受海外拓展业务费用、职工薪酬、登记费用增加，公司短期内销售费用有所增加，未来随着公司产能不断投产，公司规模优势凸显，预测销售和管理



费用率呈下降趋势，预计 24-26 年公司销售费率分别为 5.5%/5.0%/5.0%，管理费用率分别为 3.8%/3.7%和 3.7%，预计财务费用率分别为-0.11%/-0.26%/-0.14%，公司坚持在研发上持续投入，预计 24-26 年研发投入占营收比例分别为 2.6%/2.6%/2.6%。

图表 31: 公司分产品盈利预测

		2023	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入(亿元)	114.85	118.50	128.30	145.90
	同比增长	-20.6%	3.2%	8.3%	13.7%
	毛利(亿元)	24.33	25.88	28.58	33.38
	毛利率	21.2%	21.8%	22.3%	22.9%
除草剂	营业收入(亿元)	84.23	85.00	91.80	105.40
	同比增长	-31.4%	0.9%	8.0%	14.8%
	毛利(亿元)	15.56	17.50	19.44	23.25
	毛利率	18.5%	20.6%	21.2%	22.1%
杀虫剂	营业收入(亿元)	15.44	17.00	19.00	21.00
	同比增长	53.9%	10.1%	11.8%	10.5%
	毛利(亿元)	5.08	4.63	5.18	5.72
	毛利率	32.9%	27.3%	27.3%	27.3%
杀菌剂	营业收入(亿元)	13.75	15.00	16.00	18.00
	同比增长	72.4%	9.1%	6.7%	12.5%
	毛利(亿元)	3.05	3.32	3.54	3.98
	毛利率	22.2%	22.1%	22.1%	22.1%
其他业务	营业收入(亿元)	1.44	1.50	1.50	1.50
	毛利(亿元)	0.65	0.43	0.43	0.43
	毛利率	45.1%	28.7%	28.7%	28.7%

数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，华福证券研究所

公司聚焦农药主业，持续深化制剂、原药和中间体一体化战略，坚持全球化布局，我们预测公司 24-26 年营业收入分别为 118.50、128.30、145.90 亿元，归母净利润分别为 8.41，11.36 和 13.52 亿元，对应 EPS 分别为 3.02，4.08 和 4.85 元，当前股价对应 PE 分别为 16.0，11.9 和 10.0 倍。选取同样是农药原药及制剂厂商安道麦、国光股份、中农立华作为可比公司，根据 iFinD 机构一致预测可比公司当前股价对应 24-26 年 PE 中位数分别为 20.7，16.8，14.5 倍。公司依托海外登记证护城河，采用农药产品传统出口与境外自主登记相结合的销售模式，海外 TO C 与 TO B 业务并举，中长期成长确定性强，首次覆盖给予“买入”评级。



图表 32: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000553	安道麦 A	5.20	0.09	0.20	0.31	61.18	25.68	17.05
002749	国光股份	17.44	0.84	1.04	1.20	20.67	16.75	14.51
603970	中农立华	18.26	0.98	1.18	1.42	18.70	15.47	12.83
	中位数					20.67	16.75	14.51
301035	润丰股份	48.41	3.02	4.08	4.85	16.04	11.87	9.98

数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所, 可比公司 EPS 取自 iFinD 机构一致预测 (截止 2024 年 6 月 14 日)

6 风险提示

农药行业景气不及预期的风险。农药产品下游需求存在一定周期性, 若下游需求恢复不及预期, 可能影响公司产品的销量和盈利水平。

农药进口国政策变化的风险。公司产品主要面向国际市场, 若全球主要农药进口国出台农药产品的进口和使用更严格的管制政策, 或者采取针对出口农药产品的反倾销调查等贸易保护措施, 将对公司经营造成一定不利影响。

汇率波动风险。公司产品外销收入占比较大, 产品外销货款大都以美元进行计价和结算, 若未来人民币对美元的汇率发生较大波动, 将对公司的盈利产生一定的影响。

产能建设不及预期的风险。公司当前已规划及在建产能存在项目建设进度推迟, 产能消化或盈利水平不达预期, 将会影响未来公司业绩表现。

安全生产风险。公司部分原材料及成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质, 生产过程涉及高温、高压等工艺, 若因设备及工艺不完善, 物品保管及操作不当等原因造成意外安全事故将对公司经营产生不利影响。



图表 33: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,272	3,674	3,977	4,523
应收票据及账款	4,763	4,550	4,927	5,603
预付账款	129	93	100	113
存货	3,336	2,586	2,784	3,141
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	381	255	275	312
流动资产合计	11,881	11,157	12,063	13,691
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	2,008	2,153	2,411	2,708
在建工程	396	316	286	236
无形资产	214	241	280	297
商誉	95	95	95	95
其他非流动资产	303	261	267	274
非流动资产合计	3,017	3,067	3,339	3,611
资产合计	14,898	14,224	15,402	17,303
短期借款	2,261	1,709	1,592	1,785
应付票据及账款	5,154	4,353	4,687	5,288
预收款项	0	0	0	0
合同负债	30	47	51	58
其他应付款	81	81	81	81
其他流动负债	367	333	352	387
流动负债合计	7,894	6,524	6,764	7,600
长期借款	78	98	118	138
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	87	60	60	60
非流动负债合计	165	158	178	198
负债合计	8,058	6,682	6,941	7,798
归属母公司所有者权益	6,546	7,162	7,964	8,871
少数股东权益	294	380	496	635
所有者权益合计	6,840	7,542	8,460	9,505
负债和股东权益	14,898	14,224	15,402	17,303

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1,350	1,700	1,290	1,382
现金收益	1,071	1,175	1,500	1,787
存货影响	-1,679	751	-198	-357
经营性应收影响	-1,544	249	-383	-689
经营性应付影响	1,071	-801	333	602
其他影响	-269	326	38	40
投资活动现金流	-893	-500	-588	-623
资本支出	-598	-353	-548	-581
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-295	-147	-40	-42
融资活动现金流	1,419	-798	-398	-213
借款增加	1,906	-532	-97	213
股利及利息支付	-506	-453	-564	-659
股东融资	40	0	0	0
其他影响	-21	187	263	233

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,485	11,850	12,830	14,590
营业成本	9,052	9,262	9,972	11,252
税金及附加	29	20	22	26
销售费用	433	652	642	730
管理费用	515	450	475	540
研发费用	298	308	334	379
财务费用	-37	-13	-34	-20
信用减值损失	-69	-6	-6	-6
资产减值损失	-12	0	0	0
公允价值变动收益	118	-1	-1	-1
投资收益	-294	-140	-30	-30
其他收益	7	7	7	7
营业利润	945	1,031	1,391	1,654
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	17	17	17	17
利润总额	940	1,026	1,386	1,649
所得税	90	99	133	158
净利润	850	927	1,253	1,491
少数股东损益	79	86	116	139
归属母公司净利润	771	841	1,136	1,352
EPS (按最新股本摊薄)	2.77	3.02	4.08	4.85

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-20.6%	3.2%	8.3%	13.7%
EBIT 增长率	-35.8%	12.1%	33.5%	20.4%
归母公司净利润增长率	-45.4%	9.1%	35.1%	19.0%
获利能力				
毛利率	21.2%	21.8%	22.3%	22.9%
净利率	7.4%	7.8%	9.8%	10.2%
ROE	11.3%	11.2%	13.4%	14.2%
ROIC	10.2%	11.2%	13.7%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	47.0%	45.1%	45.1%
流动比率	1.5	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	124	140	132	129
存货周转天数	99	115	97	95
每股指标 (元)				
每股收益	2.77	3.02	4.08	4.85
每股经营现金流	-4.84	6.10	4.63	4.96
每股净资产	23.49	25.70	28.58	31.83
估值比率				
P/E	17	16	12	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	137	125	97	82

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn