

中农立华 (603970)

证券研究报告

2024年06月24日

公司主业稳步复苏，出海业务加速布局！

中农立华：农药流通龙头服务商，服务规模全国领先

中农立华前身为中国供销社的成员，具备全国性的仓储配送和销售服务网络、专业的植保技术服务团队和完善的产业链布局。公司收入和利润规模总体保持增长趋势，公司营业总收入4年CAGR为25%；归母净利润4年CAGR为17%。从公司业务板块来看，公司农药流通收入规模当前占据主要地位，种子流通肩负使命，植保收入作为重要补充。

行业：粮食安全战略需要现代农资供应链助力，一带一路政策下央企加速走出去

1) 国内市场，公司助力国内粮食安全大战略。粮食安全是国家安全重要基石，而现代农业供应链是提升粮食安全的主要抓手。我们认为现代农业供应链有利于增加信息透明度、节省生产成本，并且粮食安全依赖供应链的现代化程度。2) 国外市场，公司作为央企践行走出去布局。近年央企作为共建“一带一路”的“先行军”与“主力军”，参与建设了一大批示范性项目。央企在全球190个国家(地区)有8000多个机构和项目，境外资产总额近8万亿元，较10年前翻了一倍，并不断探索提升企业国际竞争力的路径。

中农立华是供销社体系内唯一农药流通上市平台，多元业务协同发展

作为中农集团下属唯一农药流通上市平台以及国内农药流通龙头，公司已建立覆盖全国主要粮食产区的仓储配送和销售服务网络，能够高效服务广大农户；集农药采购、销售、分装加工、植保技术服务、植保机械经营为一体，2023年公司农药流通业务营收达104亿元。公司提供国内专业权威的原药价格指数服务和行业领先的分装加工配套服务，其资讯服务已成为市场行情风向标。2022年，中农立华收购中农种业股权，开启“种子+农药”协同发展的新篇章。中农种业旗下有“泰丰A”、“太麦198”等众多优质水稻、小麦、玉米育种材料与品种。中农立华在农药制剂和流通领域积累的渠道资源与中农种业的研发经验形成优势互补，有望带动农药与种子业务的双向增长。

公司进军海外市场，“走出去”加速！

公司国际业务覆盖90多个国家和地区，近几年境外收入增长快，2022年收入突破40亿，与国内外具有核心竞争力的农药制造企业建立了长期稳定的合作伙伴关系。2014年起，公司重点推进海外登记工作，已在数十个国家开展了包括自主登记和支持登记在内的登记工作。2019年公司与南京红太阳强强联合，加快国际化布局，提升全球影响力。2023年公司加大与业内头部企业的合作力度，并发布新品牌Logo及理念，提升海外影响力。截止2023年底，中农立华累计开展登记3599项，获得登记1735项，位于行业前列。未来，公司将继续实施差异化措施，加快“走出去”进军海外市场。

盈利预测和投资建议：我们预计2024-2026年，公司实现营收116/132/156亿元，净利润2.50/3.18/4.22亿元，同比增长11%/27%/33%。我们认为中农立华作为供销社旗下唯一农药流通上市平台，其渠道网络布局全国主要粮食产区，有望助力国内粮食安全大战略，具备稀缺性；公司积极开拓国内外海外业务，并推动农药、种子等多元业务协同发展，具备较强成长性。我们看好公司未来发展潜力，给予2025年25倍PE，目标价30元，给予“买入”评级。

风险提示：农药销售的季节性和地域性引致的风险、市场竞争加剧的风险、公司可能存在产品质量风险、存货损失风险等公司运营相关风险、汇率波动风险、测算主观性风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,698.77	10,459.62	11,610.67	13,205.60	15,586.17
增长率(%)	32.61	(10.59)	11.00	13.74	18.03
EBITDA(百万元)	512.53	560.73	513.24	628.09	778.78
归属母公司净利润(百万元)	210.33	224.84	250.44	317.60	422.10
增长率(%)	23.50	6.90	11.38	26.82	32.90
EPS(元/股)	0.78	0.84	0.93	1.18	1.57
市盈率(P/E)	22.30	20.86	18.73	14.77	11.11
市净率(P/B)	3.56	3.26	3.04	2.77	2.48
市销率(P/S)	0.40	0.45	0.40	0.36	0.30
EV/EBITDA	6.99	5.67	7.17	3.07	3.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/农化制品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	17.45元
目标价格	30元

基本数据

A股总股本(百万股)	268.80
流通A股股本(百万股)	268.80
A股总市值(百万元)	4,690.56
流通A股市值(百万元)	4,690.56
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	76.99
一年内最高/最低(元)	21.20/14.07

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中农立华-季报点评: 季报业绩增长明显，“种子+农药”业务拓展可期》 2022-11-02
- 《中农立华-半年报点评: 半年报业绩持续增长，“种子+农药”协同发展可期》 2022-08-21
- 《中农立华-年报点评报告: 国际业务实现跨越式发展，农药原药大幅增长提升整体业绩》 2021-04-21

内容目录

1. 公司简介：农药流通龙头服务商，服务规模全国领先	4
1.1. 发展历程：前身中国供销联社，立足中华、服务三农.....	4
1.2. 股权结构：中农集团为第一股东.....	5
1.3. 财务分析：归母净利润持续上升，毛利率稳中有进.....	6
1.4. 公司业务：立足农药流通，拓展植保，推动种业协同发展.....	7
2. 行业：粮食安全强调农资供应链助力，央企加速海外市场“走出去”	8
2.1. 国内市场：粮食安全是国家安全重要基石，农资供应链关键性突出.....	9
2.1.1. 粮食安全重要性突出，推动小农户与现代农业衔接重要性提升.....	9
2.1.2. 发展现代农资供应链是助力粮食安全的重要途径.....	10
2.2. 海外市场：一带一路深入布局，央企加速海外拓展.....	11
3. 公司竞争优势：供销社体系内唯一农药流通上市平台，业务协同发展	12
3.1. 中国供销合作社系统内唯一全国农药流通上市平台，农资供应链管理能力强.....	12
3.2. “种子+农药”协同发展，公司业务类型持续拓展.....	13
4. 公司进军海外市场，加速“走出去”！	15
4.1. 公司国际业务覆盖 90 多个国家和地区，近几年境外收入增长快.....	15
4.2. 内生外延同步推进，看好公司走出去业务布局！.....	15
5. 盈利预测和投资建议	16
6. 风险提示	18

图表目录

表 1：公司部分参股/控股公司.....	5
表 2：公司经营模式介绍.....	7
表 3：农业经营主体数量（万户、万个）.....	10
表 4：中农立华盈利预测（单位：亿元）.....	17
表 5：农药上市公司 PE 对比.....	17
图 1：公司股权结构图.....	5
图 2：公司近 5 年营业收入.....	6
图 3：公司近 5 年归母净利润.....	6
图 4：公司近 5 年销售、管理、财务费用.....	6
图 5：公司近 5 年研发费用.....	6
图 6：公司近 5 年毛利.....	7
图 7：公司近 5 年毛利率.....	7
图 8：国务院第三次全国国土调查结果（万亩）.....	9
图 9：2019 年全国耕地质量等级情况公报中全国耕地质量等级比例.....	9
图 10：现代农业全产业链标准体系框架.....	10
图 11：“中农立华原药”价格指数.....	12
图 12：中农种业下属公司情况.....	13

图 13: 中农立华合作企业	14
图 14: 公司近 5 年营业总收入 (百万元, 分地区)	15
图 15: 公司近 5 年毛利率 (分地区)	15
图 16: 中农立华 2023 年发布新 LOGO	16

1. 公司简介：农药流通龙头服务商，服务规模全国领先

中农立华生物科技股份有限公司是一家主要从事农药流通及植保技术服务业务的高新技术企业。公司成立于 2009 年，致力于构建以植保技术服务为中心、以现代信息技术为支撑，集产品、服务、信息于一体的综合性服务平台。公司还建立了覆盖全国主要粮食产区的仓储配送和销售服务网络，打造了一支由数百名专业技术人员组成的一线植保技术服务团队。2023 年，公司荣获中国农药工业协会国际贸易委员会“2022 年度中国农药出口额 TOP50”第 9 名、AgroPages“2022 财年全球农化企业二十强排行榜”第 12 名、中国农药工业协会“2023 全国农药行业销售 TOP100”第 4 名。

1.1. 发展历程：前身中国供销联社，立足中华、服务三农

中农立华前身为中国供销联社的成员，将为农服务的基因融入血脉，不断扎根国内市场、开拓海外市场，当今在巩固主营业务的同时，**业务协同发展，立志“成为农化流通服务领域优秀的国家队”**。

- 1950 年，中国供销联社及其分支机构成立，其中之一就是中农集团前身——中华全国供销合作社化肥农药采购供应站。
- 2009 年中农立华成立。
- 2011 年与农科院共建农药剂型联合研发中心，优势互补、共谋发展。
- 2014 年融合自身业务，开创药械一体化模式；2014 年通过设立爱格（上海）生物科技有限公司积极开展海外农药登记和出口贸易。
- 2015 年开通国内首家专业原药价格指数分析平台，致力于“立足中华，服务三农”，充分跟踪行业周期性变化，为业内人士提供最准确、即时的信息参考。
- 2017 年在上交所主板挂牌上市，迈入发展的新起点。
- 2019 年，面对海外市场对优质农资产品和服务日益高涨的需求，公司与南京红太阳股份有限公司合资设立新公司——中农红太阳（南京）生物科技有限公司组建为一个以绿色农药跨境供应链为主营业务的新平台公司，至此公司的组织架构更加完整和体系化。
- 2022 年，公司收购中农集团种业控股有限公司，将“农药+种子”作为公司可持续发展的重要战略方向持续发力。

公司致力于打造“安全、高效、放心、专业”的品牌形象，荣获农资行业多项荣誉。

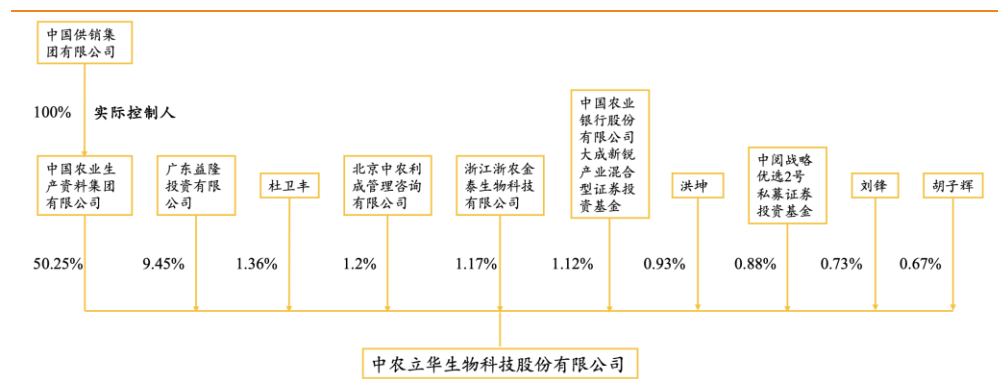
- 2019 年，荣获“金质量”上市公司“优秀党建奖”、中关村西城园“2019 年度高成长企业”称号。
- 2020 年，荣获中国农业生产资料流通协会评选的“2020 年度中国农资最佳渠道品牌”。
- 2021 年，荣获中国农药工业协会“2021 全国农药行业销售 TOP100”第 4 名、党支部获得中央和国家机关“先进基层党组织”称号。
- 2022 年，公司第一党支部被命名为中央和国家机关“四强”党支部、作物健康销售部荣获“2019-2020 年度中央和国家机关青年文明号”称号、拉美团队荣获“第十五届中国农药创新贡献奖”的“市场拓展奖”。
- 2023 年，荣获中国农药工业协会国际贸易委员会“2022 年度中国农药出口额 TOP50”第 9 名、AgroPages“2022 财年全球农化企业二十强排行榜”第 12 名、中国农药工业协会“2023 全国农药行业销售 TOP100”第 4 名。
- 2024 年，以 104.09 亿元的农药销售额荣获中国农药工业协会“2024 全国农药行业销售 TOP100”第 4 名。

1.2. 股权结构：中农集团为第一大股东

从股权结构来看，中国农业生产资料集团有限公司为公司第一大股东，持股比例为 50.25%。其他前四大股东分别为广东益隆投资有限公司、杜卫丰、北京中农利成管理咨询有限公司和浙江浙农金泰生物科技有限公司，其持股比例分别为 9.45%、1.36%、1.20%和 1.17%。

公司第一大股东中国农业生产资料集团有限公司在全国具有深入的农资产业布局。中农集团前身是 1950 年设立的中华全国合作社联合总社供应局农业生产资料处，现为中华全国供销合作总社直属中国供销集团有限公司的全资企业。依托完备的生产、物流、销售体系以及品牌优势，经过多年的发展，中农集团现已成为国内重要的农资流通企业，围绕农资流通主责主业，逐步形成化肥、农药、农用汽柴油、种业、农机、农膜等多个业务板块协同发展的经营格局。中农集团在全国建有 1 个万吨级码头、9 条铁路专用线、14 个农资生产基地、200 余座加油站、120 多家中国农资®·服务中心以及遍布全国的 2 万余个农资经销服务网点，国际贸易网络遍布世界 10 余个主要农资供应地和需求国。

图 1：公司股权结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所，注：截至 2024 年 5 月 10 日

公司总共控股或者参股 23 家公司。其中中农丰茂植保机械有限公司是植保机械制造商，主要从事喷雾机、无人机、果园的全程机械化方案和相关产品的生产销售；中农红太阳（南京）生物科技有限公司主要从事农药的国际贸易；爱格（上海）生物科技有限公司主要从事制剂和原药出口贸易业务，已在哥伦比亚、厄瓜多尔、秘鲁、阿根廷、多米尼加和新加坡等国家设有子公司；中农立华（天津）农用化学品有限公司主要从事跨国农药企业高效、低毒、低残留、环境友好型农药制剂的分装、复配服务；黑龙江中农立华北大荒生物科技有限公司主要为黑龙江垦区提供优质农化产品和专业化农技服务。

表 1：公司部分参股/控股公司

被参股公司	参控关系	直接持股比例
中农丰茂植保机械有限公司	控股子公司	51%
中农红太阳（南京）生物科技有限公司	间接控股子公司	-
爱格（上海）生物科技有限公司	控股子公司	70%
青岛天悦振兴私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	控股子公司	99%
中农立华（天津）农用化学品有限公司	控股子公司	51%
中农立华农业科技（北京）有限公司	全资子公司	100%
黑龙江中农立华北大荒生物科技有限公司	控股子公司	55%
中农立华农业科技（上海）有限公司	全资子公司	100%
中农立华广东生物科技有限公司	控股子公司	54%
中农立华通联农业科技江苏有限公司	控股子公司	51%
中农立华（广州）生物科技有限公司	全资子公司	100%

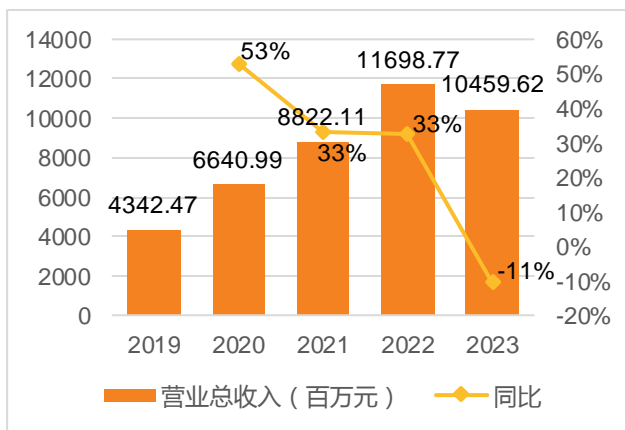
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 财务分析：归母净利润持续上升，毛利率稳中有进

近 5 年公司营业总收入和归母净利润呈总体上升趋势。公司 2023 年营业总收入为 104.60 亿元，较上年同比-11%，4 年 CAGR 为 24.58%；归母净利润 2.25 亿元，较上年同比+7%，4 年内 CAGR 为 17.27%。2023 年营业收入下降主要系原药价格大幅下跌所致，2023 年国内原药价格持续下降，行业内产品库存处于较高水平。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%，跟踪的上百个产品中，约 90% 的产品价格下跌。从供应端看，行业内生产企业不断提升生产效率和技术创新，采取大规模生产不断降低成本，化工全行业成本走低，产能过剩。我们认为，随着后续原材料价格企稳回升，国内备货活跃度有望增加，市场信心有望逐步修复。

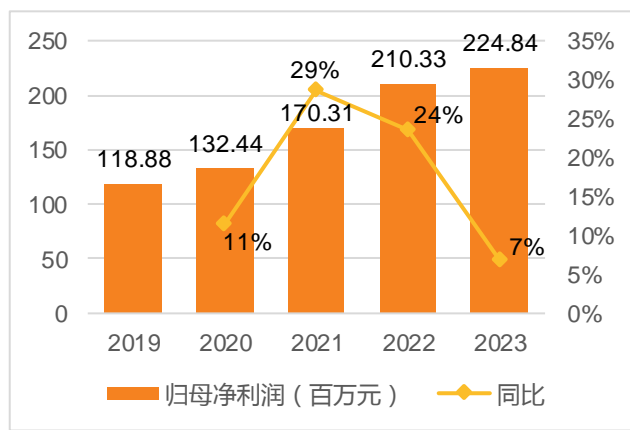
海外布局对收入规模扩大有明显贡献。公司 2020 年后收入增长的主要原因在于公司于 2019 年整合了南京红太阳的国际业务团队和渠道，同时依托中农立华原有的平台资源（如品牌、渠道和资金优势），融合成为颇具竞争性和成长性的业务板块，迅速推进全球市场布局的进程。

图 2：公司近 5 年营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司近 5 年归母净利润



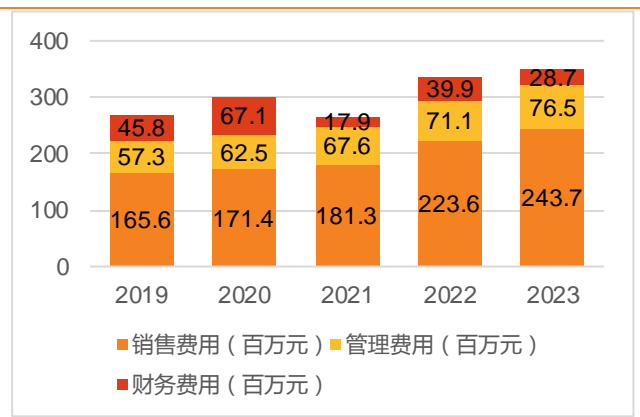
资料来源：Wind，天风证券研究所

2023 年公司“三费”（销售、管理、财务费用）变化较小，研发费用增长创 5 年新高。2023 年公司销售费用同比+9.0%，主要系差旅费和宣传推广费增加所致；管理费用同比+7.5%，主要系培训费和租赁费增加所致；财务费用同比-28.2%，主要系利息支出减少所致；研发费用从 2022 年的 4579 万元增长至 2023 年的 6536 万元，同比+42.8%，主要是加大研发投入所致。

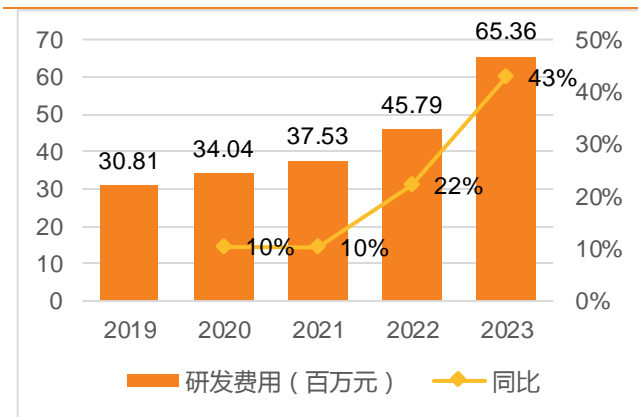
公司重视“科技立华”，围绕绿色农药制剂不断提升研发水平。中农立华设有农药应用研发中心，在“科技立华”战略的引领下，以农药制剂产品的终端应用为核心，在农药制剂配方优化、性能评价、减量增效、应用试验、产品检测、农产品质量检测等方面开展了一系列深入扎实的工作。2023 年取得“农药登记试验单位”资质，获得 3 项国家发明专利授权；与中国农业大学、中国农业科学院植物保护研究所等国内农药科研院所以及三井化学、石原产业、日本曹达等国际领先的农药研发企业紧密合作，不断提升农药应用技术研发水平，强化农药产品质量管理，为公司的长远发展提供坚实的技术支撑。

图 4：公司近 5 年销售、管理、财务费用

图 5：公司近 5 年研发费用



资料来源: Wind, 天风证券研究所

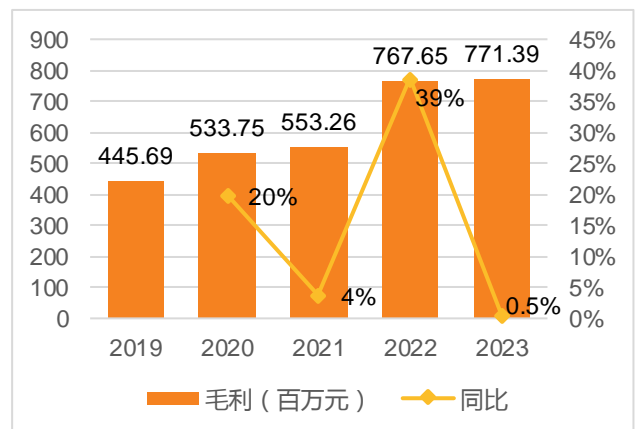


资料来源: Wind, 天风证券研究所

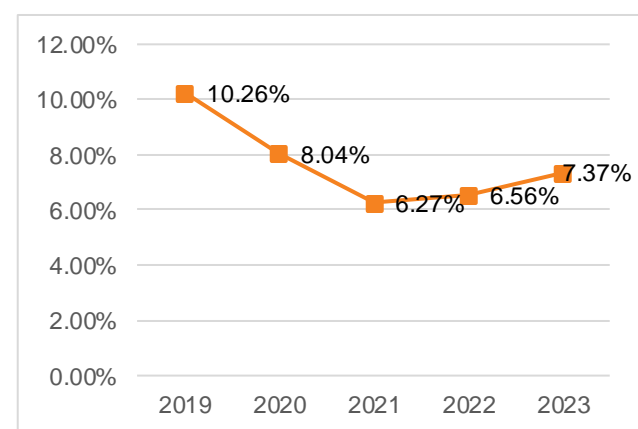
公司近年毛利稳中有进。2023 年公司毛利达 7.71 亿元, 同比+0.5%。毛利率方面, 近 3 年公司毛利率稳步提升。分行业来看, 2023 年公司农药流通毛利率 7.4%, 较上年+0.8%; 植保机械毛利率 3.9%, 较上年+6.2%。受原药价格持续走低影响, 农药原药产品销售虽有一定程度的下降, 但制剂产品销售比上年同期+11.49%, 加上公司销售费用变化不大, 因此公司 2023 年毛利稳中有升。

图 6: 公司近 5 年毛利

图 7: 公司近 5 年毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.4. 公司业务: 立足农药流通, 拓展植保, 推动种业协同发展

公司主要业务为农药流通及植保技术服务业务, 其中农药流通业务是公司的主导业务。公司销售农药原药、制剂及相关产品, 同时面向种植户提供作物健康解决方案, 开展植保产品的使用技术指导、应用示范、加工和分装等服务。

公司集采购、销售、分装加工、服务、植保机械经营为一体综合经营。公司一方面在全球主要目标市场开展农药产品登记, 另一方面通过整合国内原药和制剂产品资源, 建立稳定的供应链, 致力为国际市场客户提供优质的农化产品和服务, **业务范围涉及南美、非洲、东南亚、中东和欧洲等地区 90 多个国家和地区**。植保技术服务方面, 公司对不同地区的不同农作物, 提供有针对性的作物健康解决方案, 通过新媒体线上渠道、经销商渠道和遍布全国主要农业区域的一线植保技术服务队伍, 为种植户进行产品应用示范和科学用药技术指导。此外, 中农立华控股子公司中农丰茂以经销的方式开展植保机械销售业务, 通过投标、直销和经销商分销等方式获取订单。

表 2: 公司经营模式介绍

经营模式	子经营模式	描述
采购模式	原药和中间体采购	公司在对原药和中间体生产厂商进行综合评价后，与供应商就合作框架条款进行双向谈判，对每一个品种筛选出 2 或 3 家优质生产厂商，列入合格供应商名录。同时，公司对供应商的交货效率、产品质量稳定性等进行持续跟踪考评，以实现对供应商的动态调整，从而确保供应商的产品质量。
	制剂采购	公司通过全球采购为我国广大种植户提供高效、低毒、低残留的农药制剂产品。依靠领先的 品牌优势及综合服务能力，通过联合销售、区域代理、产品代理等多种方式与国际领先 农药企业建立了良好的合作关系。
销售模式	境内销售	化工业务： 整合上游厂商的优质产品资源，构建“一站式”化工产品供应平台，为下游制 剂厂商客户提供原药、中间体和助剂等产品。 制剂业务： 整合上游国内外知名农药制剂厂商产品资源，主要通过经销商、零售商渠道进 行销售，同时为种植户进行产品应用示范和科学用药技术指导，通过植保技术服务带动产 品销量增长。
	境外销售	主要从事原药和制剂出口贸易业务，已在哥伦比亚、厄瓜多尔、秘鲁、阿根廷、新加坡等 国家设有下属公司。
分装加工模式		控股子公司天津立华建有专业的分装加工基地，拥有先进的分装设备和高素质、专业化的 技术队伍，可对大包装制剂进行分装，还可根据合作厂商的要求提供配套的复配服务。
服务模式	供应链服务	公司建立了由“中农集团自有仓储中心+委托加工厂仓储”与第三方物流相结合的科学高 效的仓储运输体系和供应链信息化系统，可以为客户提供采购管理（含代理进口）、产品 分装、订单处理、仓储配送、货款结算等供应链服务及可追溯的信息服务。
	植保技术服务	在探索层面，开展农药制剂产品配方的筛选研究，对产品稳定性、兼容性等进行评估，对 产品药效和安全性等进行评价，不断开发农药制剂产品，并探索和拓展产品应用范围。在 应用层面，对不同地区的不同农作物，提供有针对性的作物健康解决方案。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，中农立华的植保服务打通了对农服务的“最后一公里”。在探索层面，公司开展农药制剂产品配方的筛选研究，不断开发农药制剂产品，并探索和拓展产品应用范围。如公司对引进的产品进行田间试验，以检验其药效及安全性，确定其田间使用范围、防治对象、使用量及其他技术条件。在应用层面，公司针对不同地区的不同农作物提供有针对性的作物健康解决方案。公司植保技术人员拜访农药零售店和种植户，通过田间植保技术推广、新型产品田间试验示范、店面技术讲解、产品说明会、新产品推广会和农民会等形式，向种植户提供专业的植保技术服务和作物健康解决方案，有力提升了中农立华在广大种植户中的品牌影响力，促进了公司农药制剂产品的销售。

农药流通占据主营地位，种子流通肩负使命，植保收入作为重要补充。公司营业收入主要来源于农药流通业务，2023 年农药流通业务营收 104.09 亿元，占总营业收入的 99.51%。2022 年 7 月 14 日，中农立华计划 2700 万元收购中农集团持有的中农种业 18%的股权，计划通过种业研究，形成“种子+农药”协同发展的新格局，通过供销体系的协同，最终在终端提供延伸的服务，将有优势的方案推荐给农户。2024 年 1 月 2 日，中农种业公司成功获得国家知识产权局授予的“一种创造优势杂交粳稻的育种方法”发明专利权，与原有品种相比，实验测亩产量可以提高 15%以上。我们认为，从公司的远期发展而言，农化和种业协同关系较强，发挥“种子+农药”的协同作用意义重大，公司发展有望步入“快车道”。

2. 行业：粮食安全强调农资供应链助力，央企加速海外市场“走出去”

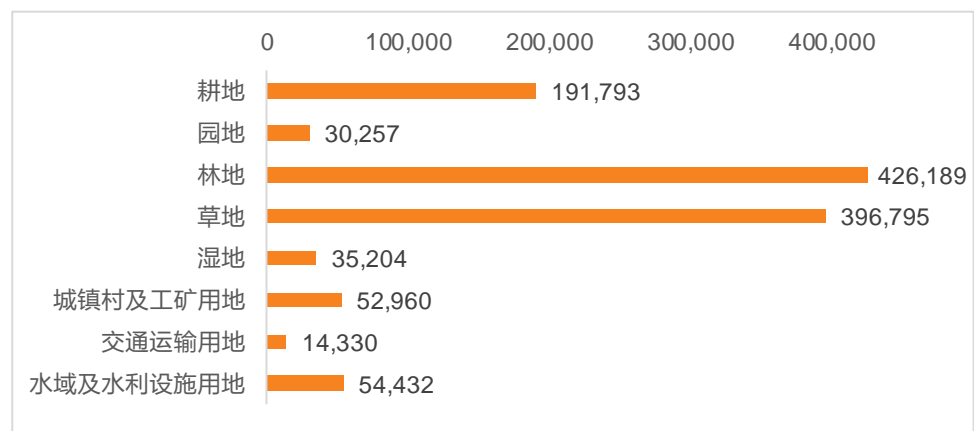
2.1. 国内市场：粮食安全是国家安全重要基石，农资供应链关键性突出

2.1.1. 粮食安全重要性突出，推动小农户与现代农业衔接重要性提升

粮食安全是我国发展的必然趋势。“洪范八政，食为政首”，粮食安全是国家安全的重要基石。习近平主席指出粮食安全是“国之大者”，并强调“解决好十几亿人口的吃饭问题，始终是我们党治国理政的头等大事”。我们认为，由于耕地面积、耕地质量与生产成本三种因素，重视粮食安全、保障农业自主化是推行总体国家安全观的必然趋势。

从耕地面积看，第三次全国国土调查数据显示，我国耕地面积为 19.18 亿亩，守住了习近平主席强调的“18 亿亩耕地红线”。然而，从“三调”数据看，“二调”以来的 10 年间，全国耕地地类减少了 1.13 亿亩，主要原因是农业结构调整和国土绿化。与此同时，2019 年建设用地 6.13 亿亩，较 2009 年二调增加 1.28 亿亩，增幅 26.5%。由于粮食安全关系长远，但与当地经济发展关系不大，因此各地方的土地使用存在“非粮化”的趋势，粗放型的发展模式使得土地利用效率偏低、建设用地需求居高不下。

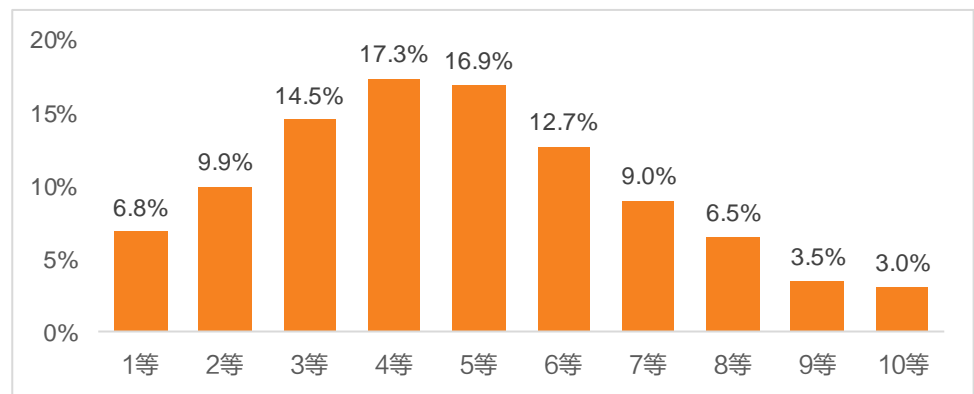
图 8：国务院第三次全国国土调查结果（万亩）



资料来源：中央人民政府，天风证券研究所

根据《2019 年全国耕地质量等级情况公报》显示，目前我国农田耕地面积为 20.23 亿亩，土壤有机质含量在 20g/kg 以上的耕地面积为 9.82 亿亩，尚有 10.41 亿亩耕地的土壤有机质含量在 20g/kg 以下。耕地质量问题需要关注。

图 9：2019 年全国耕地质量等级情况公报中全国耕地质量等级比例



资料来源：农业农村部，天风证券研究所

从生产成本来看，中国主要农产品生产成本快速增加，人工成本和土地成本是推高农产品生产成本的最主要原因。1992-2018 年，剔除物价上涨因素，中国小麦每亩人工成本实际增长了 1.7 倍，每亩土地成本实际增长了 6.2 倍。其中，2005-2018 年，中国小麦每亩人工成本实际增长了 1.06 倍，每亩土地成本实际增长了 1.91 倍。2018 年，水稻、小麦和玉米的人工和土地成本占总成本的比重分别达到 57.94%、63.27%、55.55%。我们认为，国内农产品生产成本的提高，可能推动农产品价格上涨，从而提升粮食进口量与对外依赖

度。

尽管我国保持了 18 亿亩耕地的基本线，但近年来耕地面积有所缩减，土地利用效率低，建设用地需求增加，导致了“非粮化”趋势。同时，耕地质量较差，化肥和农药的高使用量严重影响了耕地质量的保护与提高。此外，生产成本迅速上升，尤其是人工和土地成本的增加，推高了农产品的生产成本。为此，国家尤其重视保住粮食安全的“命根子”。2022 年中央一号文件提出，“落实和完善耕地占补平衡政策”“实现补充耕地产能与所占耕地相当”。2023 年中央一号文件明确，“严格耕地占补平衡管理”“确保补充的耕地数量相等、质量相当、产能不降”。2024 年中央一号文件进一步强调，“坚持‘以补定占’，将省域内稳定利用耕地净增加量作为下年度非农建设允许占用耕地规模上限”。由此，我们认为，重视粮食安全和保障农业自主化是国家安全的重要课题之一，是我国向综合强国发展的必然趋势。

我国的基本国情是“大国小农”。第三次农业普查数据显示，全国小农户数量占农业经营主体的 98% 以上，小农户从业人员占农业从业人员的 90%，小农户经营的耕地面积占总耕地面积的 70%。2019 年，我国有 2.3 亿农户，户均经营规模为 7.8 亩，其中经营耕地面积在 10 亩以下的农户有 2.1 亿户，形成了小规模甚至超小规模的经营格局。从户均经营面积看，除黑龙江、吉林、内蒙古、宁夏和新疆外，其他省份的户均经营面积均在 10 亩以下。例如，江苏户均经营面积仅为 3.8 亩，广东为 2.6 亩，浙江更少，仅为 1.3 亩。

从土地流转情况看，根据 2016 年的统计数据，15.45 亿亩家庭承包经营耕地中，仍然由承包农户耕种的为 9.9 亿亩，占耕地总面积的近 2/3；流转出去的耕地 5.55 亿亩，占耕地总面积的 1/3 略强。从流入的主体看，流入到农户的面积最大，为 3.12 亿亩，占流转总面积的 56.78%。其他流入方是家庭农场、农民专业合作社和涉农企业等。因此，我们认为，小农户经营是中国农业发展和粮食生产的基本力量，小农户能否与现代农业实现有机衔接，直接关系到提高我国农业质量效益和竞争力。

表 3：农业经营主体数量（万户、万个）

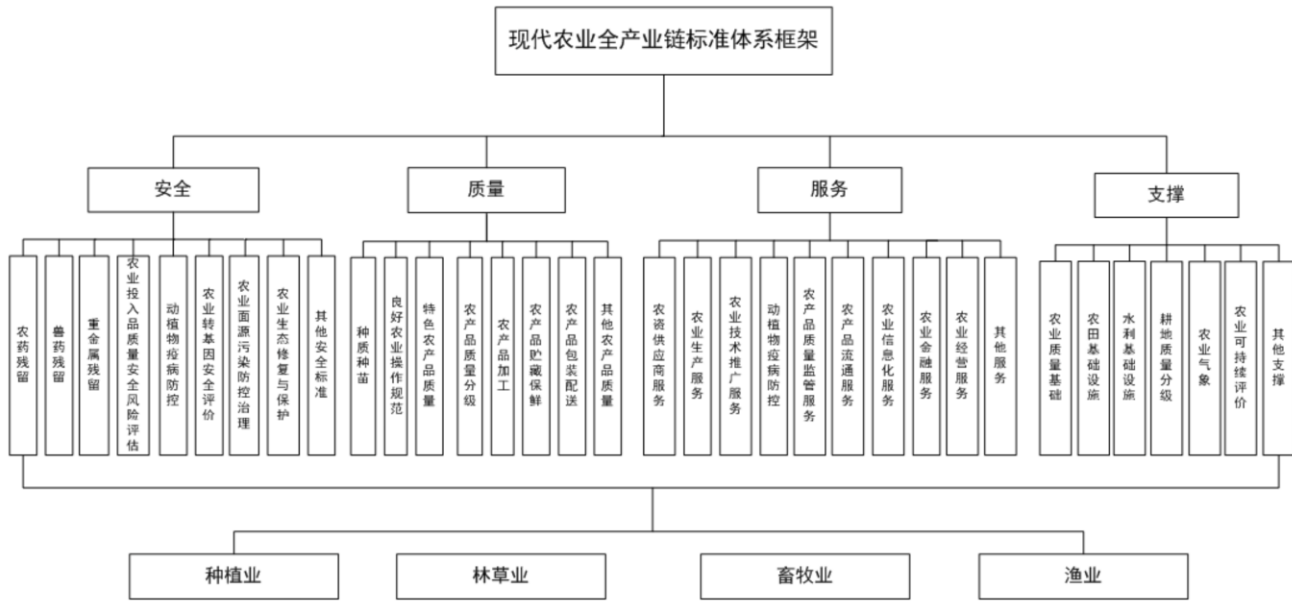
指标	全国	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区
农业经营户	20,743	6,479	6,427	6,647	1,190
规模农业经营户	398	119	86	110	83
农业经营单位	204	69	56	62	17
农民专业合作社	91	32	27	22	10

资料来源：国家统计局，天风证券研究所 注明：2016 年数据

2.1.2. 发展现代农资供应链是助力粮食安全的重要途径

依据中国标准化研究院的定义，农业全产业链是指由农资供应与采购、农产品生产、农产品仓储与物流、农产品加工与深加工、品牌建立与营销、农产品销售等多个环节组成的完整的产业链系统。而现代农业全产业链标准体系是在农业全产业链基础上，以市场需求为导向，所形成的覆盖农业生产、加工、流通等全过程和全要素的各类标准的有机体，标准体系中的标准不仅是齐全、成套的，而且是相互协调、相互配合，相关指标优化的、有特定功能的整体。我们认为，在粮食安全重要性逐渐提升，以及“大国小农”基本国情的背景下，发展现代化农资供应链是解决粮食安全问题的方法之一。

图 10：现代农业全产业链标准体系框架



资料来源：中国标准化研究院官网，天风证券研究所

现代农业供应链是提升农产品现实竞争力的主要抓手。从农业生产主体看，当前，我国农业生产主体是小农户，规模小、能力弱、市场能力差，品牌推销和保护的能力弱小，没有竞争优势。小农户只有加入供应链和核心企业联盟，形成完善的农产品供应链，才能在市场上与其他农产品进行竞争，取得竞争优势。从供应链结构看，现阶段，我国农产品的供应形式单一，一般农产品采用“农户—产地批发市场—农产品运输商—销地批发市场—农贸市场或超市”的供应链模式，农产品需求与供给的信息单向流动，生产者与消费者之间信息不对称，并且中间环节多，链条长，成本高，各环节之间统一协调难。这些问题的存在使得我国的农业建设情况严重滞后于农业强国的要求。因此，我们认为现代农业供应链有利于增加信息透明度、节省生产成本，并且农产品的竞争力在很大程度上决定于供应链的现代化程度。

现代农业供应链是提升国家粮食安全和农产品供给保障能力的重要途径。建设农业强国的首要任务是确保农产品供给能力充足，实现供给与需求的有机对接。由于农产品不同于集中生产的工业产品，其生产分散在各农户的田间地头，我国又是以小农户分散经营为主的农业大国，导致农产品集中度不高，供应链不发达，生产与消费之间的对接不紧密甚至脱节。因此，我们认为，要实现国家粮食安全和重要农产品的保障供给，提高农业供给能力，必须加快建设现代农业供应链体系，推进农业生产与消费之间的有效对接。

2.2. 国外市场：一带一路深入布局，央企加速海外拓展

“一带一路”深入布局，央企承担“先行军”与“主力军”角色。2023年是共建“一带一路”倡议提出的第十年。十年内，中央企业作为共建“一带一路”的“先行军”与“主力军”，参与建设了一大批示范性项目。中央企业在全世界190个国家（地区）有8000多个机构和项目，境外资产总额近8万亿元，较10年前翻了一番。国务院国资委表示，党的十八大以来，国资委指导中央企业以参与共建“一带一路”为重点，不断探索提升企业国际竞争力的路径，国际化经营取得新成效。

央企勇担社会责任，铸造中国品牌形象。“十三五”期间，中央企业实现的海外营业收入超过24万亿元，利润总额接近6000亿元，对外投资收益率达到6.7%。中央企业参与建设“一带一路”沿线项目超过3400个，打造了中老铁路、希腊比雷埃夫斯港、蒙内铁路、匈塞铁路、巴西美丽山特高压输电项目等一批标志性工程，参与建设的中欧班列也成为贯通亚欧大陆的“钢铁驼队”。高铁、核电等一批高质量产品走向国门，有力带动产业链上下游企业共同走出去。在实现自身发展的同时，中央企业大力支持全球减贫事业，在海外履行社会责任成效显著，实施的惠民工程也促进了所在国经济社会的发展，积极促进对外

开放，共同构建人类命运共同体。

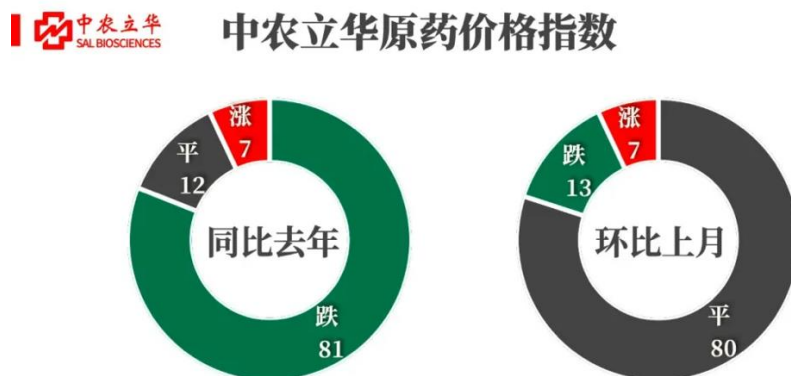
3. 公司竞争优势：供销社体系内唯一农药流通上市平台，业务协同发展

3.1. 中国供销合作社系统内唯一全国农药流通上市平台，农资供应链管理能力强

作为中农集团下属唯一农药流通上市平台以及国内农药流通龙头，中农立华已与巴斯夫、先正达、拜耳、扬农化工、红太阳、清原农冠等国内外知名企业保持长期稳定的合作关系。目前中农立华构建了品种齐全、结构合理、覆盖面广的“一站式”农药供应平台，保障公司能够持续稳定获得优质的农药产品，经营的农药产品超过400种。

公司处于国内农资产业链的重要地位，提供国内唯一的原药价格指数服务和行业领先的分装加工配套服务。公司拥有国内首家的原药价格指数分析平台“中农立华原药”，充分跟踪行业整体的周期性变化，目前覆盖108个品种，包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂、中间体等产品，为业内提供准确、即时的信息参考，不仅增加了市场价格的透明度，消除了不平等竞争，也极大地引导并促进了国内原药贸易行业的健康发展，已成为市场行情风向标。

图 11：“中农立华原药”价格指数



资料来源：“中农立华原药”微信公众号，天风证券研究所

我们认为，公司以国内供销合作社系统为基，打造了触点广泛、反应迅速的供应链生态，是公司的核心竞争力之一。从供应链设计上看，公司建立了由“中农集团自有仓储中心+

委托加工厂仓储”与第三方物流相结合的科学高效的仓储运输体系和供应链信息化系统，可以为客户提供采购管理（含代理进口）、产品分装、订单处理、仓储配送、货款结算等供应链服务及可追溯的信息服务。**从供应链效率上看**，中农立华化工事业部自成立以来，一直专注于国内农药原药及中间体供应链管理，销售区域遍布全国，往来业务达到人民币十几亿。在国内原药与中间体贸易商中，中农立华化工事业部销售与采购人员深入市场，与国内原药和中间体生产厂家、制剂厂家、贸易商等保持着良好的业务往来。同时公司通过第一时间获取各区域内的市场最新动向，由部门人员分析汇总每周信息，**保证了所辖区域原药资讯的时效性和准确性。**

我们认为，公司积极打造海外价值生态圈，探索扩展国外销售渠道，构建全球供应链网络。从供应端，立华国际将加大与大宗产品头部制造企业、创新型制造企业、制剂研发和加工分装企业、产业链优势企业的合作，完善供应商入库、评价、审核、风控管理体系，进一步优化产品供给，**提升供应链韧性和安全水平。在市场端**，立华国际将投入更多资源，扩展海外销售渠道网络，**持续加强与 B 端客户的合作关系**，帮助国内创制型生产企业拓展国际销售渠道，成为中国新化合物在海外市场的拓展者；**同时探索 C 端自主品牌销售创新模式和技术服务。**

3.2. “种子+农药”协同发展，公司业务类型持续拓展

2022年7月14日，中农立华公告计划2700万元收购中农集团持有的中农集团种业控股有限公司（简称“中农种业”）18%的股权。中农种业原为中农集团的全资子公司，主营业务涉及水稻种、小麦种、玉米种、杂粮种、蔬菜种等5大业务单元。2023年，中农种业为公司带来权益法下确认的投资损益22.8万元。中农种业旗下有多个种业优质资产：

- 中农种业的水稻种业务是以江西现代种业股份有限公司为依托，业务范围辐射南方稻区，是江西省第一家具有全国“育繁推”一体化经营资质的高科技种业公司，也是江西省农业产业化省级龙头企业、高新技术企业。中农江西现代种业公司在水稻良种领域耕耘多年，拥有国内市场独占开发经营权的优质不育系“泰丰 A”和数十个高新、特优水稻品种。
- 中农种业的小麦种业务是以山东中农汇德丰种业科技有限公司为依托，业务范围涵盖小麦主产区黄淮北片。公司位于我国旱粮主产区黄淮海中心区域聊城经济技术开发区，其小麦制种繁育基地主要分布于聊城东阿县、东昌府区等县区共计2万余亩，每年为全国提供优质小麦良种2000多万斤，公司主营产品“太麦198”是山东省农业农村厅主推小麦品种和聊城市“吨半粮”创建项目推荐品种。
- 中农种业的玉米种业务范围涵盖玉米主产区黄淮海、东华北两大区域，承担玉米和小麦生产试验、引种试验、品种展示以及新品种试验。

图 12：中农种业下属公司情况



水稻种

主要以江西现代种业股份有限公司为受托



小麦种

主要以山东中农汇德丰种业科技有限公司为受托



玉米种

涵盖玉米主产区

资料来源：中农种业微信公众号，天风证券研究所

我们认为，“种子+农药”是中农立华依据行业趋势的深刻洞察做出的关键发展决策。从行业发展趋势来看，2025至2026年我国转基因政策有望逐步放开，转基因技术在农业领域的应用将对农药行业产生深远影响，原因在于种子作为农业生产的源头，其蕴含的基因特性很大程度上决定了农药使用的种类和用量。因此，种子与农药的关系日益紧密，两者相互匹配、协同作用，共同服务于农业生产全过程，以保证农产品产量和质量，提升生产效率。不仅如此，“种子+农药”发展措施的可行性已被国际领先的农化企业所验证，它们普遍采用“种子+农药”的一体化发展模式，充分发挥两者的协同效应，如先正达、巴斯夫和拜耳集团。

农药促进种子业务，种子反哺农药业务，两大业务板块相互促进，形成良性循环。中农立华在农药制剂和流通领域积累的渠道资源、与拜耳、巴斯夫、科迪华等国际巨头多年的深度合作关系，可以帮助中农种业获得先进品种的合作权，有效拓展种子的销售渠道，帮助中农种业打开市场。而中农种业研发和生产的优质品种，也可以与中农立华的农药产品形成捆绑销售，实现优势互补，带动农药业务的增长。

图 13：中农立华合作企业

中农立华合作海外企业

中农立华合作国内企业

资料来源：各合作企业官网，公司官网，天风证券研究所

中农集团加大种业研究，未来有望进一步发挥协同作用。2024年5月28日，中国农业生

产资料集团有限公司在京召开种业研究院成立大会。集团党委副书记、总经理丁璐表示，中农集团一直高度重视种业板块的创新发展，种业板块是集团农业社会化服务全产业链条中非常重要的一环。种业研究院定位于市场需求牵引下的科企联合创新平台、成果转化平台，要围绕“神奇草稻”等先进品种、优势品种开展创新，做出典范和特色。下一步要以市场需求为导向，抓住机遇，充分发挥优势，努力赶上最新前沿科技。党委委员苏毅指出，种子决定作物产量和品质，被称为农业的“芯片”，是农业发展中最具科技含量的环节。种业研究院要把科研院所的科研优势和种业国家队的流通网络优势、混改优势相结合，实现互补共赢，在水稻、玉米等关键作物品种上重点发力，助力种业业务在新赛道上取得快速增长。

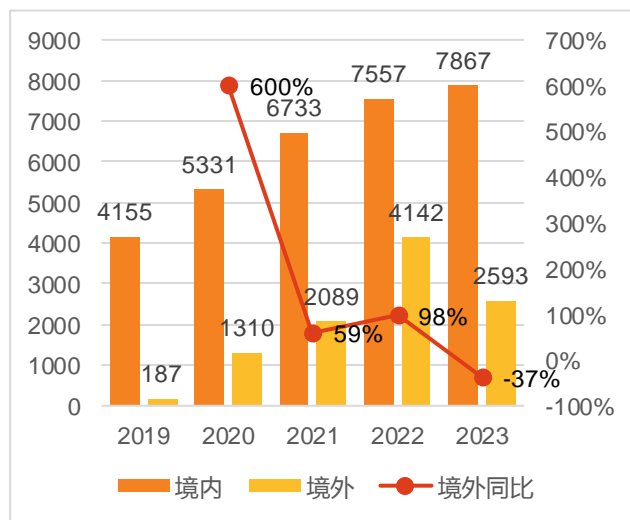
4. 公司进军海外市场，加速“走出去”！

4.1. 公司国际业务覆盖 90 多个国家和地区，近几年境外收入增长快

公司的国际业务板块增长迅速，构建了品种齐全、结构合理的“一站式”全球农药供应平台。与国内外具有核心竞争力的农药制造企业建立了长期稳定的合作伙伴关系，拥有行业领先的产品资源，打造百草枯、敌草快、草甘膦、草铵膦灭生性除草剂供应链价值平台。国际业务范围覆盖 90 多个国家和地区，截止 2023 年底，中农立华累计开展登记 3599 项，获得登记 1735 项，位于行业前列。

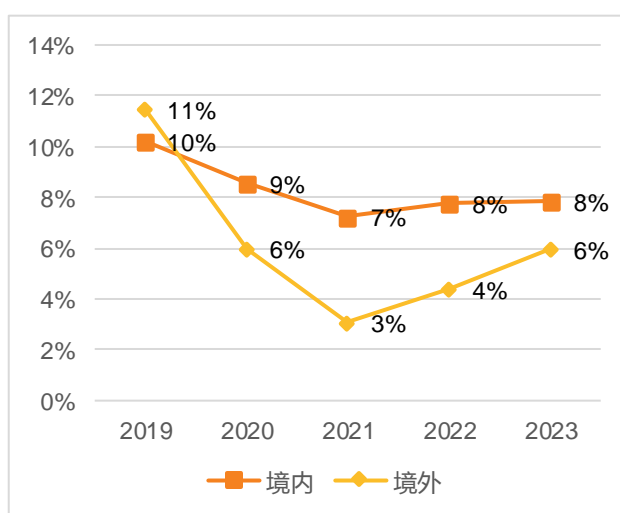
近 5 年来，公司的境外收入总体呈上升趋势。其中，2023 年公司境外收入为 25.93 亿元，短期下降，主要系境外高库存，采购量大幅降低；价格长期下跌导致信心不足，渠道备货积极性低。2021-2023 年境外毛利率逐渐上升，从 3% 上涨至 6%。我们认为，随着境外库存消耗结束，公司境外产品销量有望持续提升。

图 14：公司近 5 年营业总收入（百万元，分地区）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：公司近 5 年毛利率（分地区）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 内生外延同步推进，看好公司走出去业务布局！

中农立华在全球市场布局农化业务时采取两大策略：一是在主要目标市场开展农药产品登记；二是整合国内原药和制剂产品资源，建立稳定的供应链，为国际客户提供优质的农化产品和服务。在业务区域选择上，公司根据不同地区的特点，采取差异化的市场进入模式。在东欧、北美、非洲和亚太等地区，公司与不同规模的区域型进口商或本土进口商达成合作；在南美和中美地区，公司以支持登记为主，同时通过将已获证的自主登记授权给进口商和分销商，实现自主登记产品的销售。公司业务范围已涵盖拉美、北美、亚太、非洲和东欧市场，其中销售规模居前的国家包括巴西、阿根廷、美国、俄罗斯等在内的全球重要

农业国，以及尼日利亚、澳大利亚、哥伦比亚、巴拉圭、印度、印尼等发展前景广阔的地区。

2014年起，公司重点推进海外登记工作，目前已在数十个国家开展了包括自主登记和支持登记在内的登记工作。公司高度重视登记证的质量，尤其关注登记证转化为商业产出和成果的情况。在登记门槛高、市场潜力大的巴西，公司目前已获批 40 多个自主登记，涵盖丙硫菌唑、戊唑醇、百菌清、代森锰锌和草铵膦等重点产品，公司预计未来两年内还将有 50 余个自主登记证获批。

2019 年，公司与南京红太阳强强联合，合资设立中农红太阳（南京）生物科技有限公司，对于中农立华加快国际化布局，提升全球影响力具有重要意义。中农立华作为国家唯一农药流通上市公司，拥有强大的经营理念、资本实力、政策资源、市场信息、国际产品资源、销售网络和渠道优势。而南京红太阳在国际市场准入许可、规模、品牌、渠道、人才团队等方面积累了丰富的资源。双方优势互补，强强联合，可以充分整合各自在产业链上下游的优质资源，发挥协同效应，构建起一个全新的国际高科技绿色农业平台。我们认为，从长远来看，中农红太阳的成立有助于中农立华加快实现国际化发展，打造全球化的农化产品和服务供应链网络，提升在全球农化市场的话语权和影响力。

2023 年，公司加大与业内头部企业的合作力度，成立新加坡公司，创新业务运营模式。立华国际基于自身核心竞争力和发展定位的重新思考，决定对品牌进行焕新升级，聘请法国阳狮集团设计品牌 Logo 及理念，在发布会上推出新的品牌 Logo 和“为农而立，灼灼其华”的全新品牌理念，重新定义了中农立华的国际形象、提升了海外影响力。

图 16：中农立华 2023 年发布新 LOGO



品牌愿景为 To build a shared global future with inclusive agriculture (构建农业命运共同体，创造全球农业包容未来)

品牌主旨为 Agriculture for ALL (为农而立 灼灼其华)

灼灼其华语出《诗经·周南·桃夭》，字面意为农作物长势良好，引申为事物繁荣美好。立华国际新品牌理念浓缩中农立华之名，传承中国传统农耕文明，赓续“中国农资”品牌的为农服务基因。

资料来源：中国农资传媒微信公众号，天风证券研究所

未来，公司将继续实施差异化措施，加快“走出去”进军海外市场。一方面，公司将积极登记低毒低残留的优质产品，加快创制新产品的登记进程，为快速打开海外重点市场提供有力保障。另一方面，公司将立足于全球日益增长的绿色农药刚性需求，充分发挥红太阳在国内绿色农药技术、产品和产业链方面的优势，同时借助中农立华在全球市场的资源网络和渠道优势，打造一个集产供销、科工贸为一体的跨境供应链绿色农药服务平台。

5. 盈利预测和投资建议

盈利预测的基本假设：

- 1) 预计原药市场将从 2023 年的低迷状态中恢复，随着下游市场库存消耗，原药需求有望逐渐回升。国际市场（如南美、非洲和东南亚市场）的需求也将逐步增长。

- 2) 预计公司增加对植保机械和其他相关服务的投入，提升植保服务的市场份额和附加值。
- 3) 预计公司加大海外市场布局，提升国际市场的供应链效率和覆盖范围。
- 4) 预计公司拓展种子业务，进一步实现“种子+农药”的协同发展，提升整体业务的抗风险能力。且在转基因种子商业化的背景下，有望协同助力原药业务发展。

表 4：中农立华盈利预测（单位：亿元）

		2023	2024E	2025E	2026E
原药	分部营收	43.92	47.56	51.50	57.83
	营收 yoy	-30.19%	8.29%	8.27%	12.29%
	分部成本	41.32	45.18	48.67	54.51
	成本 yoy	-30.46%	9.35%	7.72%	12.00%
	毛利率	5.93%	5.00%	5.48%	5.73%
	毛利润	2.60	2.38	2.82	3.31
制剂	分部营收	60.16	68.24	79.96	97.23
	营收 yoy	11.49%	13.44%	17.17%	21.60%
	分部成本	55.07	62.20	72.80	88.44
	成本 yoy	10.67%	12.94%	17.04%	21.49%
	毛利率	8.46%	8.86%	8.96%	9.04%
	毛利润	5.09	6.05	7.16	8.79
其他	分部营收	0.51	0.30	0.60	0.80
	分部成本	0.49	0.29	0.53	0.69
	毛利率	3.85%	4.00%	12.00%	14.00%
	毛利润	0.02	0.01	0.07	0.11
加总	营收	104.60	116.11	132.06	155.86
	营收 yoy	-10.59%	11.00%	13.74%	18.03%
	成本	96.88	107.67	122.00	143.64
	成本 yoy	-11.36%	11.13%	13.31%	17.74%
	毛利率	7.38%	7.27%	7.62%	7.84%
	毛利润	7.72	8.44	10.06	12.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们预计 2024-2026 年，公司实现营收 116/132/156 亿元，归母净利润 2.50/3.18/4.22 亿元，同比增长 11%/27%/33%。

估值比较：我们选取农药板块可比公司进行估值对比。农药板块上市公司 2025 年 PE 最高值达 23 倍，平均值达 12 倍。

表 5：农药上市公司 PE 对比

证券简称	预测 PE-2024	预测 PE-2025	预测 PE-2026
安道麦 A	56.18	22.73	15.16
联化科技	33.47	15.57	9.41
中农立华	18.06	15.04	12.58
国光股份	18.45	14.93	12.89
长青股份	23.82	14.63	9.92

贝斯美	25.25	14.33	11.67
新安股份	17.03	13.00	10.82
百傲化学	14.13	12.78	
广康生化	17.30	12.42	
扬农化工	13.74	11.46	9.99
先达股份	60.39	11.17	6.37
诺普信	12.85	10.88	9.53
润丰股份	12.80	10.10	8.48
中旗股份	14.24	9.17	6.78
江山股份	14.99	9.05	7.06
利尔化学	9.28	7.85	6.72
海利尔	8.96	7.22	5.56
广信股份	8.02	6.58	5.53
平均值	21.05	12.16	9.28
最大值	60.39	22.73	15.16
最小值	8.02	6.58	5.53

资料来源: wind, 天风证券研究所 注明: 来源于 2024 年 6 月 24 日数据

我们认为中农立华作为供销社旗下唯一农药流通上市平台, 在全国主要粮食产区的仓储配送和销售服务网络, 助力国内粮食安全大战略, 具备稀缺性; 公司积极开拓国内海外业务, 并推动农药、种子等多元业务协同发展, 具备较强成长性。我们看好公司创新经营模式未来发展潜力, 认为公司 PE 估值应处于行业领先水平, 给予 2025 年 25 倍 PE, 目标价 30 元。给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1、农药销售的季节性和地域性引致的风险。我国幅员辽阔, 受天气和地理因素影响, 农药销售的季节性和地域性较为明显。通常情况下, 每年 3-6 月是我国北部地区的农药制剂销售旺季, 其他地区农药制剂销售的旺季则集中在每年 3-6 月和 8-10 月。农药厂商常年化生产与用户季节性消费之间存在矛盾。
- 2、市场竞争加剧的风险。我国农业发展处于转型阶段, 市场供需主体均呈现多元化的状态, 市场需求也处于不断发展变化之中。市场中存在不少拥有雄厚的资金实力和广泛的资源的拥有农药流通业务的企业, 参与者或面临更激烈的市场竞争。
- 3、公司可能存在产品质量风险、存货损失风险等公司运营相关风险。
- 4、汇率波动风险。公司海外业务发展较快, 未来人民币汇率波动的不确定性将可能对公司的经营业绩造成一定程度的影响。
- 5、测算具有主观性的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,931.72	864.09	1,161.07	2,135.98	1,558.62
应收票据及应收账款	253.09	1,640.69	574.92	811.32	1,189.23
预付账款	455.23	420.82	629.01	499.56	843.19
存货	1,562.87	1,535.89	2,053.13	2,013.41	2,774.70
其他	1,776.46	1,276.57	1,448.54	1,435.94	1,439.83
流动资产合计	5,979.37	5,738.05	5,866.67	6,896.21	7,805.57
长期股权投资	29.28	29.60	29.60	29.60	29.60
固定资产	50.54	42.56	33.74	24.91	16.08
在建工程	0.00	9.32	9.32	9.32	9.32
无形资产	5.14	4.29	3.19	2.08	0.98
其他	179.69	184.40	163.48	174.91	172.71
非流动资产合计	264.66	270.17	239.33	240.83	228.70
资产总计	6,244.03	6,008.22	6,106.00	7,137.04	8,034.27
短期借款	800.73	628.87	893.91	105.00	541.26
应付票据及应付账款	2,648.47	2,759.34	1,521.39	3,833.30	2,844.58
其他	250.85	374.97	1,952.67	1,296.08	2,513.30
流动负债合计	3,700.05	3,763.18	4,367.97	5,234.39	5,899.14
长期借款	100.00	0.00	0.56	0.00	9.45
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.35	26.47	28.46	27.43	27.45
非流动负债合计	127.35	26.47	29.02	27.43	36.90
负债合计	4,759.50	4,414.07	4,396.99	5,261.81	5,936.04
少数股东权益	166.20	154.62	167.97	184.59	206.89
股本	192.00	268.80	268.80	268.80	268.80
资本公积	302.15	238.23	241.73	241.73	241.73
留存收益	791.25	910.31	1,030.51	1,180.10	1,380.81
其他	32.93	22.20	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,484.53	1,594.15	1,709.01	1,875.22	2,098.23
负债和股东权益总计	6,244.03	6,008.22	6,106.00	7,137.04	8,034.27

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	247.91	247.58	250.44	317.60	422.10
折旧摊销	13.41	11.48	9.93	9.93	9.93
财务费用	42.44	32.82	21.97	35.06	26.80
投资损失	(9.49)	(24.68)	(10.00)	(12.00)	(14.00)
营运资金变动	1,045.49	(1,081.12)	(29.20)	1,576.25	(1,269.48)
其它	195.85	(130.29)	32.17	36.81	44.37
经营活动现金流	1,535.61	(944.21)	275.31	1,963.65	(780.28)
资本支出	(8.79)	12.55	(1.99)	1.03	(0.03)
长期投资	27.11	0.32	0.00	0.00	0.00
其他	(585.26)	237.05	12.39	10.97	14.03
投资活动现金流	(566.93)	249.91	10.41	12.00	14.00
债权融资	(87.29)	(193.99)	174.65	(814.06)	434.91
股权融资	(101.54)	(118.81)	(163.40)	(186.68)	(246.00)
其他	65.57	(15.46)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(123.27)	(328.26)	11.25	(1,000.74)	188.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	845.40	(1,022.55)	296.97	974.91	(577.36)

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,698.77	10,459.62	11,610.67	13,205.60	15,586.17
营业成本	10,931.13	9,688.23	10,767.06	12,199.63	14,364.31
营业税金及附加	4.55	7.77	8.62	8.25	10.96
销售费用	223.60	243.68	249.63	277.32	311.72
管理费用	71.13	76.45	80.11	91.12	107.54
研发费用	45.79	65.36	69.66	79.23	93.52
财务费用	39.89	28.66	21.97	35.06	26.80
资产/信用减值损失	(60.58)	(83.99)	(67.12)	(70.56)	(73.89)
公允价值变动收益	(18.55)	11.83	4.35	1.52	(2.53)
投资净收益	9.49	24.68	10.00	12.00	14.00
其他	127.44	81.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	324.89	315.41	360.84	457.95	608.89
营业外收入	1.62	0.36	1.32	1.10	0.93
营业外支出	0.82	0.64	0.77	0.75	0.72
利润总额	325.69	315.13	361.38	458.30	609.09
所得税	77.78	67.55	83.12	105.41	140.09
净利润	247.91	247.58	278.26	352.89	469.00
少数股东损益	37.58	22.74	27.83	35.29	46.90
归属于母公司净利润	210.33	224.84	250.44	317.60	422.10
每股收益(元)	0.78	0.84	0.93	1.18	1.57

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	32.61%	-10.59%	11.00%	13.74%	18.03%
营业利润	35.87%	-2.92%	14.40%	26.91%	32.96%
归属于母公司净利润	23.50%	6.90%	11.38%	26.82%	32.90%
获利能力					
毛利率	6.56%	7.37%	7.27%	7.62%	7.84%
净利率	1.80%	2.15%	2.16%	2.41%	2.71%
ROE	15.95%	15.62%	16.25%	18.79%	22.32%
ROIC	43.94%	-37.41%	59.86%	71.89%	-45.70%
偿债能力					
资产负债率	76.22%	73.47%	72.01%	73.73%	73.88%
净负债率	-69.21%	-7.85%	-13.19%	-105.55%	-44.81%
流动比率	1.29	1.31	1.34	1.32	1.32
速动比率	0.95	0.96	0.87	0.93	0.85
营运能力					
应收账款周转率	57.42	11.05	10.48	19.05	15.58
存货周转率	7.14	6.75	6.47	6.49	6.51
总资产周转率	2.13	1.71	1.92	1.99	2.05
每股指标(元)					
每股收益	0.78	0.84	0.93	1.18	1.57
每股经营现金流	5.71	-3.51	1.02	7.31	-2.90
每股净资产	4.90	5.36	5.73	6.29	7.04
估值比率					
市盈率	22.30	20.86	18.73	14.77	11.11
市净率	3.56	3.26	3.04	2.77	2.48
EV/EBITDA	6.99	5.67	7.17	3.07	3.84
EV/EBIT	7.17	5.79	7.31	3.12	3.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com