

润农节水 (830964)

节水灌溉领先企业，前瞻布局智慧农业助力新增长

增持 (首次)

2024年07月26日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 余慧勇

执业证书: S0600122080038

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

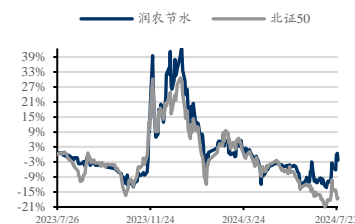
xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	659.92	749.57	1,131.58	1,543.55	1,982.19
同比	12.04	13.59	50.96	36.41	28.42
归母净利润 (百万元)	49.57	33.29	46.63	61.54	76.20
同比	(14.78)	(32.85)	40.07	31.98	23.83
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.19	0.13	0.18	0.24	0.29
P/E (现价&最新摊薄)	16.49	24.56	17.53	13.29	10.73

投资要点

- **节水灌溉“小巨人”**。公司成立于2011年，专注节水灌溉产品研发、生产制造、灌溉工程设计及施工的综合型企业，2020年在北交所上市，2021年入选国家级专精特新“小巨人”企业。2018-2023年公司营业收入持续增长，2018/2023年营收分别为4.35/7.50亿元，2018-2023年CAGR达14.59%；公司2023年归母净利润为0.33亿元，同比下降33%，主要系部分跨期项目工期延长成本增加。
- **多政策齐助力，节水灌溉行业市场规模稳增长**。节水灌溉行业竞争格局呈现区域化特征。润农节水为华北地区最大的节水灌溉企业之一。我国相继颁布政策，2024年7月发布《关于加快发展节水产业的指导意见》推动节水灌溉行业发展。根据中国水利部数据，我国2018/2023年高效节水灌溉面积分别为3.34/4.19亿亩，2018-2023年CAGR为4.26%，高效节水灌溉面积快速增长。同时根据华经产业研究院统计的数据，2015年我国节水灌溉设备市场规模为604.4亿元，预计2024年为2384.6亿元，同增20%，2015-2024年CAGR预计为16.47%。行业规模持续增长。
- **由北至南拓市场，前瞻布局智慧农业助力新增长**。1) **持续加强研发投入，不断开拓新品与新领域**：公司持续加大研发投入，2018-2023年研发投入逐年增长。2023年的研发投入为3531万元，同增1.79%。助力公司各产品核心技术处于行业领先地位，同时公司也紧随行业发展方向，根据下游市场需求不断开发新产品、拓展新领域；2) **拓展国内销售区域，助力公司业绩提升**：润农节水是目前华北地区规模最大的滴灌带生产企业，公司也在逐步扩大西南地区的市场份额，西南地区收入占比已由2020年9.8%提至2023年13.9%，未来看随公司的业务不断扩大，西南地区销售收入有望进一步提升；3) **丰富销售渠道、前瞻布局智慧农业有望反哺主业**。公司原有产品主要供应自身工程，公司目前逐步转变销售方式，开始逐步向直销拓展，随销售渠道的打开，公司业绩有望进一步成长。同时公司前瞻布局智慧农业，重点将智慧农业项目模板化，进而反哺主业，未来随着智慧农业的发展，有望进一步推动公司节水工程增长。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润为0.47/0.62/0.76亿元，同比+40%/32%/24%，对应PE为18/13/11倍，公司作为国内节水灌溉小巨人，为华北地区最大的节水灌溉企业之一，技术优势显著，持续研发能力强，稳步扩张市场有望提升增厚公司业绩，首次覆盖，给予公司“增持”评级
- **风险提示**：行业竞争加剧、原材料价格波动风险、收入主要依赖政府项目风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.04
一年最低/最高价	2.65/4.85
市净率(倍)	0.88
流通A股市值(百万元)	555.98
总市值(百万元)	794.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.47
资产负债率(%,LF)	24.02
总股本(百万股)	261.21
流通A股(百万股)	182.89

相关研究

内容目录

1. 润农节水：节水灌溉“小巨人”	4
1.1. 节水灌溉设备龙头，深耕行业十余载.....	4
1.2. 产品业务布局全面丰富，能独立承接大型节水灌溉项目.....	6
1.3. 营收整体增长，项目工期延长影响盈利能力有所下滑.....	7
2. 多政策齐助力，节水灌溉行业市场规模稳增长	10
2.1. 节水灌溉行业集中度低，竞争格局区域化.....	10
2.2. 国家政策持续推进，节水灌溉行业潜力巨大.....	12
2.3. 节水灌溉面积持续增长推动市场规模放量.....	13
3. 由北至南拓市场，前瞻布局智慧农业助力新增长	14
3.1. 持续加强研发投入，产品业务逐步全面化、高端化.....	14
3.2. 拓展国内销售区域，助力公司业绩提升.....	14
3.3. 丰富销售渠道、前瞻布局智慧农业有望反哺主业.....	15
4. 盈利预测及投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

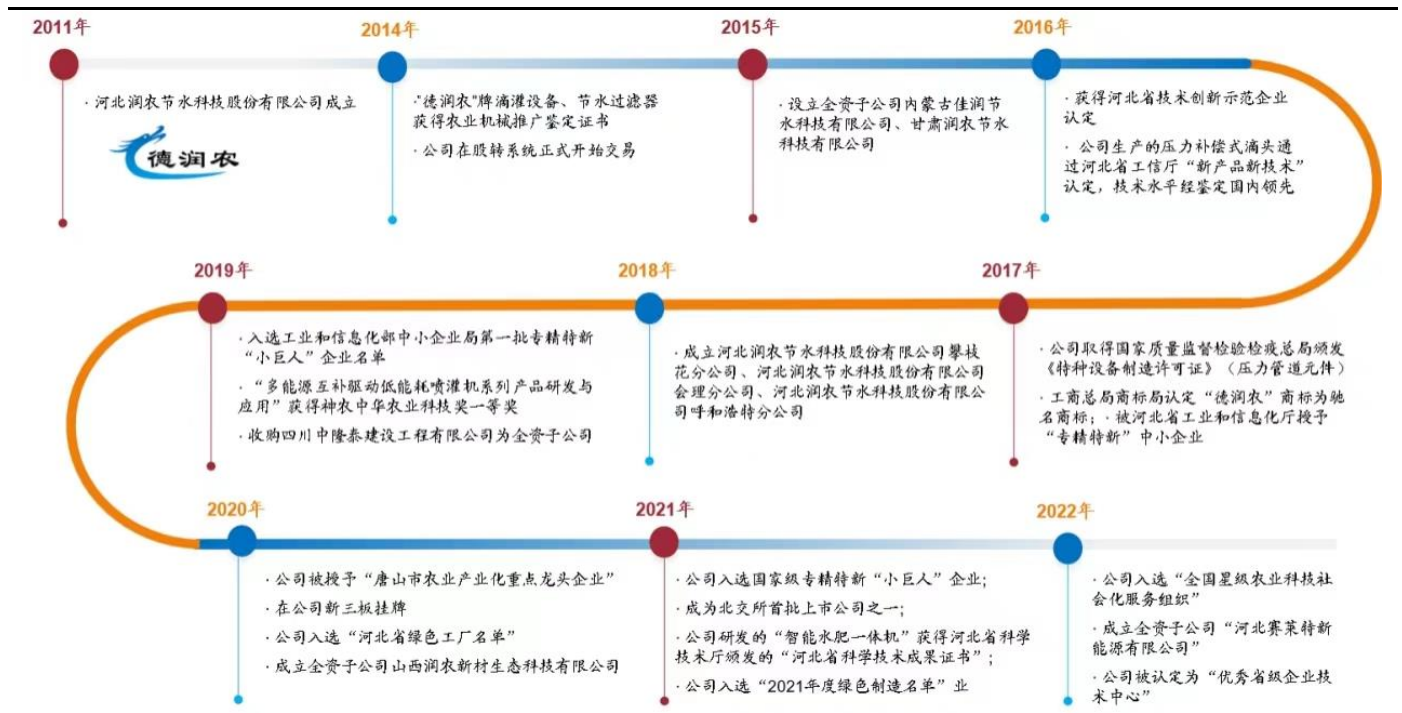
图 1: 润农节水发展历程.....	4
图 2: 润农节水股权结构 (截至 2024 年 4 月 25 日)	5
图 3: 核心管理层背景介绍.....	6
图 4: 润农节水主要产品.....	7
图 5: 营业收入整体增长.....	8
图 6: 归母净利润有所波动.....	8
图 7: 营业收入以节水工程为主.....	8
图 8: 盈利能力有所下滑.....	9
图 9: 公司分业务毛利率.....	9
图 10: 期间费用率稳步下降.....	9
图 11: 我国节水灌溉行业发展阶段.....	10
图 12: 我国节水灌溉行业品牌主要集中在中低端.....	11
图 13: 国内主要节水灌溉企业 (截至 2023 年年度报告, 市值截至 2024 年 7 月 23 日).....	11
图 14: 国家政策持续推进.....	12
图 15: 有效灌溉面积稳步提升.....	13
图 16: 高效节水灌溉面积增长较快.....	13
图 17: 节水灌溉市场规模逐年增加.....	13
图 18: 公司持续加大研发.....	14
图 19: 公司核心技术.....	14
图 20: 逐步拓展销售区域.....	15
图 21: 国外、东南区域毛利率有所提升.....	15
图 22: 公司智慧农业建设模式.....	15
图 23: 润农节水盈利拆分.....	16
图 24: 可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 24 日)	17

1. 润农节水：节水灌溉“小巨人”

1.1. 节水灌溉设备龙头，深耕行业十余载

深耕节水灌溉行业，始终致力于中国节水事业。公司成立于2011年，是一家专业从事节水灌溉产品研发、生产制造、灌溉工程设计、施工的综合性企业，始终致力于中国节水事业。公司商标“德润农”于2017年被工商总局商标局认定为驰名商标，同年被河北省工业和信息化厅授予“专精特新”中小企业。公司于2014年在新三板挂牌，2020年在北交所上市，2021年入选国家级专精特新“小巨人”企业。

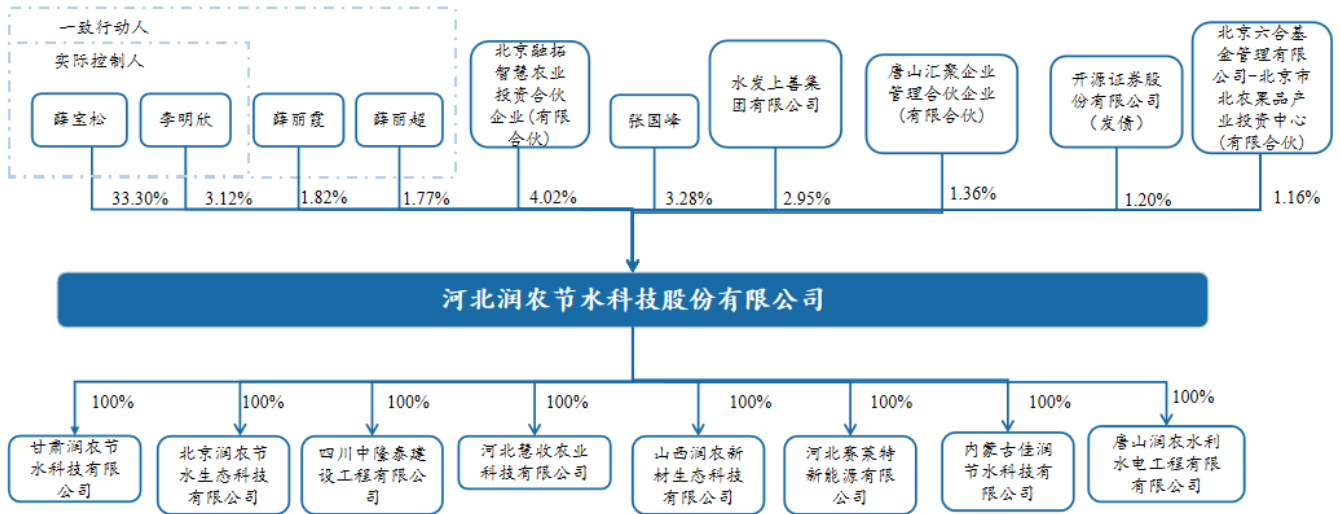
图1：润农节水发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权集中，结构清晰稳定。截至2024年4月25号，薛宝松与其妻子李明欣为公司实际控制人，分别持股33.3%和3.12%，直接合计持股约36.42%，公司股权较为集中。公司子公司数目众多，其中甘肃润农节水科技有限公司主要从事节水产品的生产和销售，河北赛莱特新能源有限公司主要负责销售、安装光伏设备。

图2: 润农节水股权结构 (截至 2024 年 4 月 25 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司组织架构稳定, 管理层行业经验丰富。董事长薛宝松先后在前进钢铁、前进塑料任职执行董事、总经理等职务, 2014 年至今担任公司董事长一职, 管理经验丰富。其余管理层大部分也在润农节水工作十年以上, 管理经验丰富。

图3: 核心管理层背景介绍

姓名	职务	履历
薛宝松	董事长	薛宝松先生, 1977年出生, 2003年毕业于南开大学管理学院, 专科学历; 2019年毕业于北京大学光华管理学院, 高级管理人员工商管理硕士 (EMBA)。2003年至今担任唐山前进塑料制品有限公司执行董事; 2008年至今担任唐山前进钢铁有限公司执行董事 (其中2008年至2015年4月16日任执行董事兼总经理); 2008年至2019年11月担任唐山致达电梯设备有限公司执行董事 (其中2008年至2015年4月21日任执行董事兼总经理); 2010年至今担任玉田县前进汽车悬架有限公司执行董事; 2010年至今担任唐山悦农房地产开发有限公司执行董事、总经理; 2010年至今担任青州山河房地产开发有限公司执行董事、总经理; 2015年至今担任北京鼎佳口腔医疗管理咨询有限公司监事; 2016年至今担任唐山禾木佳售电有限公司执行董事、总经理; 2017年3月至今担任河北玉田农村商业银行股份有限公司监事; 2014年3月起担任河北润农节水科技股份有限公司董事长。
张国峰	董事、总经理	张国峰先生, 1978年出生, 2003年毕业于南开大学管理学院, 本科; 2015年毕业于南开大学商学院, 高级管理人员工商管理硕士 (EMBA)。2011年至2014年2月担任唐山润农节水科技有限公司执行董事、总经理; 2014年3月起担任河北润农节水科技股份有限公司董事、总经理。
李明欣	董事、副总经理	李明欣女士, 1980年出生, 2004年毕业于承德医学院临床专业, 本科学历; 2016年毕业于天津财经大学, 高级管理人员工商管理硕士 (EMBA)。2012年至2014年2月担任唐山润农节水科技有限公司副总经理; 2015年6月5日至2017年1月16日, 担任北京嘉天管理咨询有限公司监事; 2019年11月至今担任唐山致达电梯设备有限公司执行董事; 2014年3月起担任河北润农节水科技股份有限公司董事、副总经理。
齐乃凤	董事、董事会秘书	齐乃凤女士, 1967年出生, 1988年毕业于唐山企业管理学校, 1990年通过自学考试会计专业全部课程, 专科学历。2010年至2011年担任唐山前进钢铁集团财务总监; 2011年至2014年2月担任唐山润农节水科技有限公司财务总监; 2014年3月起担任河北润农节水科技股份有限公司董事、财务总监兼董事会秘书。
杨文博	财务负责人	杨文博先生, 1985年出生, 中国注册会计师。2009年6月毕业于南京航空航天大学会计学专业, 本科学历。2009年7月至2013年就职于立信会计师事务所 (特殊普通合伙) 浙江分所, 担任项目经理。2014年至2018年就职于汇中仪表股份有限公司, 任董事会秘书、财务总监。2018年-2020年就职于中顺洁柔纸业股份有限公司, 担任财务经理。2020年10月入职河北润农节水科技股份有限公司。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

1.2. 产品业务布局全面丰富, 能独立承接大型节水灌溉项目

产品业务布局全面丰富, 能为节水灌溉项目提供一站式服务。公司专注于节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售, 以及为节水灌溉项目提供从节水灌溉材料、设备到工程设计、施工、安装、调试、技术支持的一站式服务, 能够独立承接大型节水灌溉施工等项目, 提供从节水灌溉设备, 到工程设计、预算编制、施工安装、调试、售后服务的整体解决方案。公司产品全面丰富, 主要包括滴灌系统、输水管材、节水灌溉控制系统以及喷灌系统四大类。

图4：润农节水主要产品

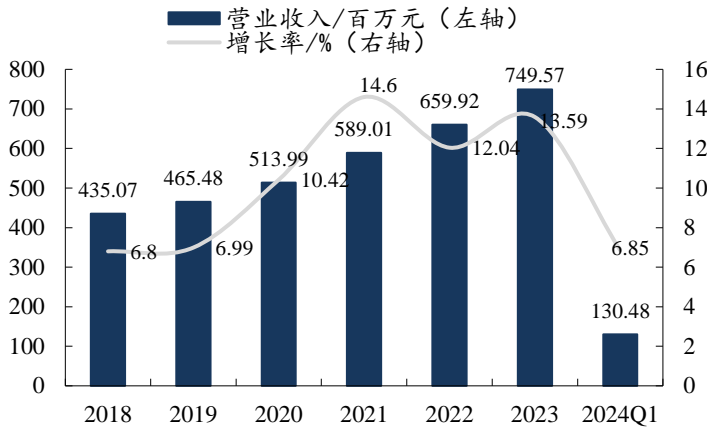
产品类别	主要产品名称	图例	用途
滴灌系统	内镶贴片式滴灌带		内镶贴片式滴灌带是滴灌系统的主要组成部分，直接铺设在耕地上面或埋于地下，灌溉水从滴灌带内镶的滴头均匀滴出，可降低土壤板结，增强土壤透气性，利于根系发育；水肥同施，提高肥料利用率，省工、省肥，节水75%以上，节能65%以上，增产30%以上。
	压力补偿式滴灌管		压力补偿式滴灌管内镶扁平式补偿滴头带有高弹性补偿片，在滴头进口处压力变化时调节和保持滴头流量恒定，压力补偿区间在0.08-0.40Mpa，具有良好的地形适应能力，特别适用于山地、丘陵滴灌灌溉。
	地埋式滴灌管		该产品具备更强的防泥沙堵塞能力，主要用于各类多年生作物的地埋式滴灌灌溉工程
输水管材	PVC管材		在节水灌溉系统中主要埋入地下作为主要输水管道，同时可作为饮用水给水管管道，适宜温度范围大。
	PE管材		具有较好的韧性，一般埋入地下作为主要输水管道，广泛应用于农田水利灌溉输水，排涝；市政工程，住宅小区地下埋地排水、排污管道等。
节水灌溉控制系统	自动控制器		控制器可根据灌溉管理人员输入的灌溉程序（灌水开始时间、延续时间、灌水周期等）向电磁阀发出电信号，开启及关闭灌溉系统。自动控制器可以有效地减少劳动力使用，降低人工成本。
	过滤系统		用于池塘，河流等地表水源的过滤，以及作为组合过滤器末级过滤，具有过滤精度高，过滤时效长的特点。
	施肥器		使易溶于水并适于根施的肥料、农药等在施肥罐内充分溶解，然后再通过滴灌系统输送到作物根部。施肥器选择可根据设计流量和灌溉面积的大小，肥料和化学药物的性质而定。
	自动配方施肥机		使易溶于水并适于根施的肥料、农药等在施肥罐内充分溶解，然后再通过滴灌系统输送到作物根部。施肥机选择可根据设计流量和灌溉面积的大小，肥料和化学药物的性质而定。
	卷盘式喷灌机		卷盘式喷灌机结构简单紧凑、机动性好、自动性高、维修管理方便，使用卷盘式喷灌机，可改善灌溉条件，节水、节能，同时还能增产增收，具有明显的经济效益。
喷灌系统	中心支轴式喷灌机		中心支轴式喷灌机，也称时针式喷灌机，喷灌机中心支轴端固定，其余桁架部分在电机驱动下绕固定端做圆周运动。水从河里或井里用水泵提上来，通过中心支轴端的接口，被送到喷灌机桁架上的输水管中，再通过喷头将水喷洒到田间，实现自动灌溉。
	平移式喷灌机		平移式喷灌机，喷灌机桁架整体在电机驱动的轮胎带动下沿田地做往复平移运动，形成矩形的灌溉区域。平移式喷灌机所灌溉的面积取决于喷灌机长度及平移距离两个因素，具有土地利用率高特点。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 营收整体增长，项目工期延长影响盈利能力有所下滑

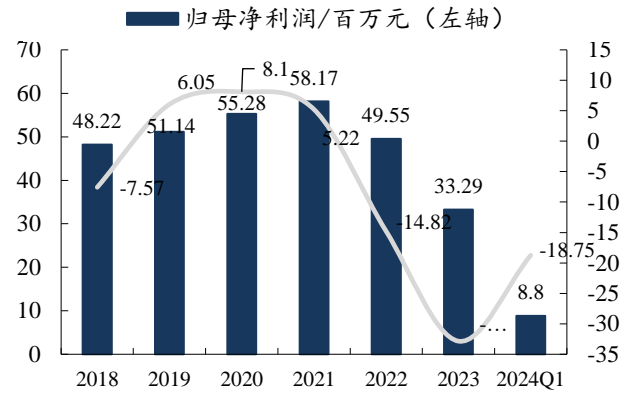
营业收入整体呈增长趋势，净利润有所波动。2018-2023 年公司受益于我国对高效节水灌溉行业的扶持，营业收入持续增长，2018/2023 年营收分别为 4.35/7.50 亿元，2018-2023 年 CAGR 达 14.59%；盈利方面，公司 2018/2023 年归母净利润分别为 0.48/0.33 亿元，同比下降 33%，主要原因为部分跨期项目因以前年度公共卫生事件原因导致工期延长成本增加。

图5: 营业收入整体增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

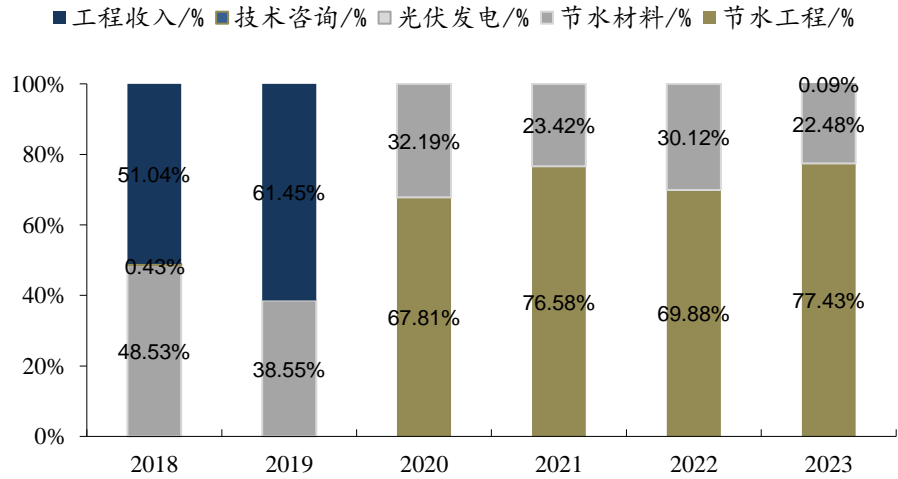
图6: 归母净利润有所波动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

营业收入以节水工程为主, 其他业务为辅。公司营收主要来自节水工程业务, 2018-2023年节水工程业务收入占比均超过50%, 营收规模其次为节水产品业务, 光伏发电业务为公司2023年度新开拓的业务类型。

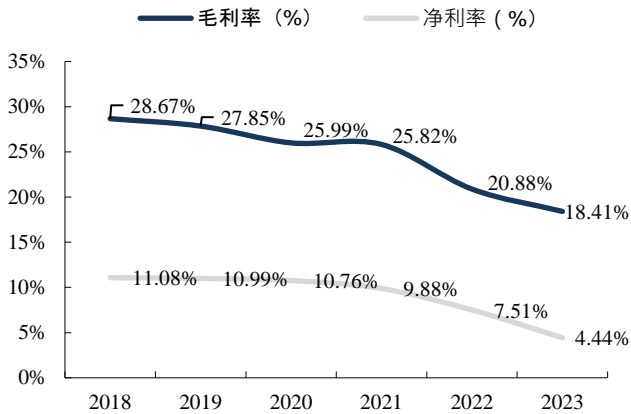
图7: 营业收入以节水工程为主



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

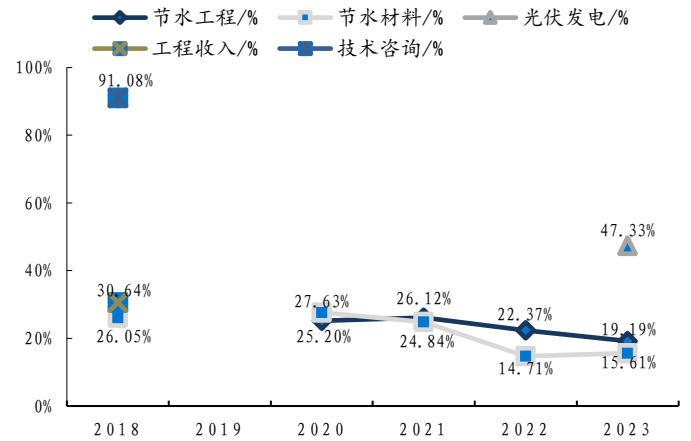
受项目工期延长影响, 公司盈利能力有所下滑。公司毛利率/净利率自2018年到2023年分别下降7.66pct/6.64pct, 公司盈利能力下降主要是因为毛利率很低的直销节水产品占比上升及疫情原因导致工期延长施工成本上升。2023年毛利率/净利率分别为18.41%/4.44%, 仍持续下降, 主要原因为新项目竞争激烈使得公司中标价格较低。

图8: 盈利能力有所下滑



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

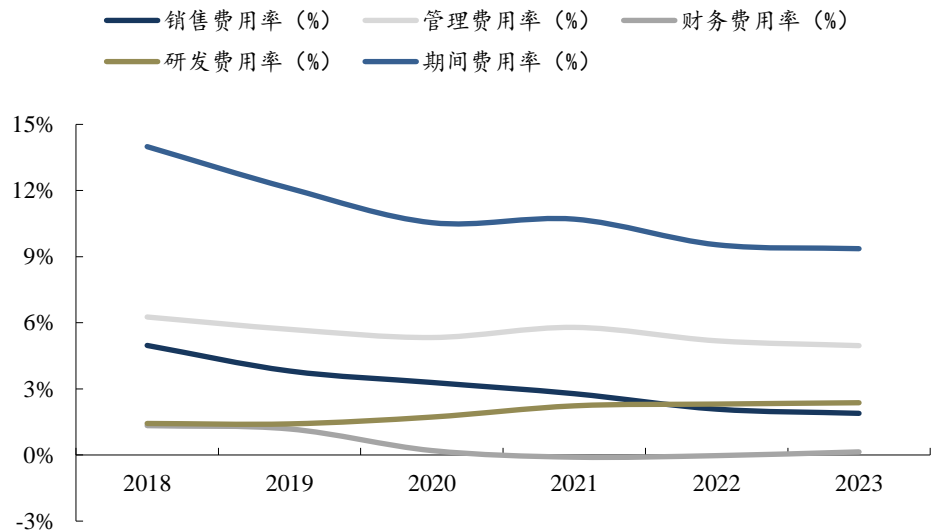
图9: 公司分业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

期间费用率稳步下降, 研发投入逐年增加。2018-2023年, 期间费用率呈现稳步下降的趋势, 已从2018年的12.56%降低至2023年的8.02%。公司研发投入逐年增加, 2018-2023年公司研发费用分别为0.06/0.15亿元, 研发费用率分别为1.4%/2.3%。

图10: 期间费用率稳步下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 多政策齐助力，节水灌溉行业市场规模稳增长

国际节水灌溉领域的主流发展方向为喷灌、滴灌、微喷灌。灌溉主要是为自然降水量不足或分布不均匀的耕地补充水分，而灌溉质量的好坏则取决于能否根据植物的需求特性、生育阶段、气候与土壤条件等自身与环境状况制定专门的灌溉计划。节水灌溉是指以较少的灌溉水量取得较好的生产效益和经济效益。喷灌、滴灌、微喷灌因其节水能力强、灌溉过程可控、灌溉效果好而成为国际节水灌溉领域的主流发展方向。

2.1. 节水灌溉行业集中度低，竞争格局区域化

我国节水灌溉行业发展历经三个阶段。第一阶段为 20 世纪 70 年代中期至 80 年代后期，节水灌溉技术及生产设备开始被引进并逐步消化吸收。这个阶段，我国的节水灌溉行业尚处于发展初期，除少数与科研单位合作参与研发制造和试验的工厂以外，生产喷微灌产品的企业很少。第二阶段为 20 世纪 90 年代初至末期，节水灌溉技术开始推广，节水灌溉行业进入快速发展期。这个时期由于水利、农业及其相关行业对节水灌溉产品和技术的需求旺盛，我国的节水灌溉行业发展很快，开始形成一定的规模。第三阶段为 21 世纪初至今，市场竞争日趋激烈，下游需求旺盛，行业发展前景明朗。

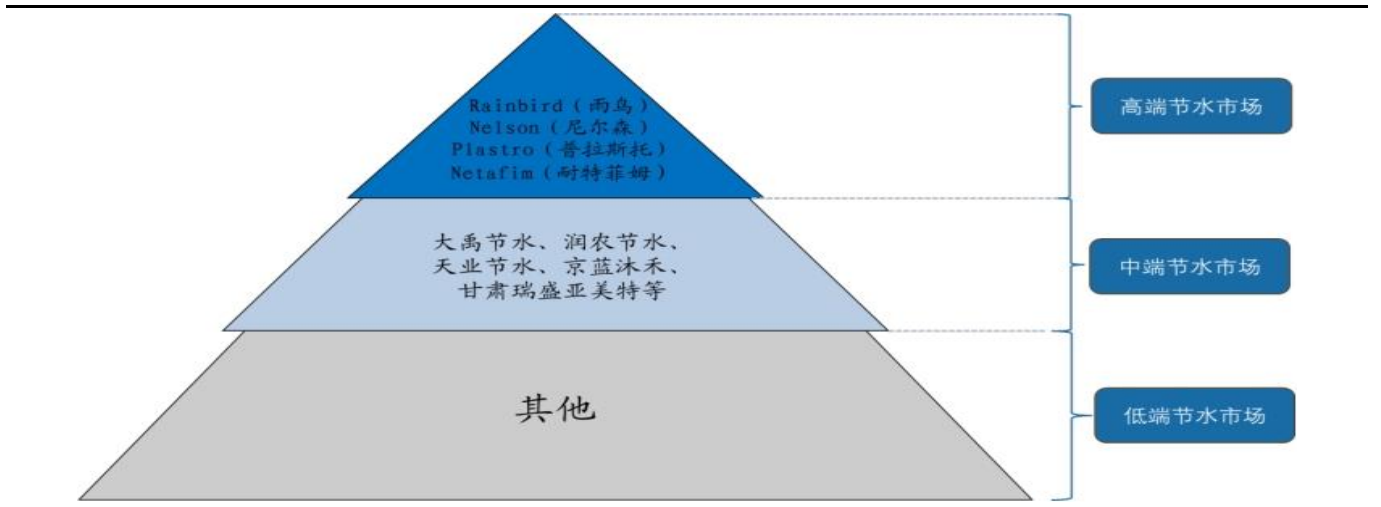
图11：我国节水灌溉行业发展阶段



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

节水灌溉行业集中度低，品牌主要集中在中低端。近几年由于国家加大了对节水农业的支持力度和资金投入，节水灌溉行业前景看好，进入该行业的投资者逐步增多，使得行业的市场竞争趋于激烈。国际节水灌溉巨头由于价格上处于劣势，已逐步退出国内中低端节水灌溉市场的竞争，在高端节水灌溉设备市场形成一定的垄断优势。国内节水灌溉龙头企业在产品质量和技术上不断进步，已经能在中端产品领域赢得竞争并向高端产品市场发起挑战。

图12: 我国节水灌溉行业品牌主要集中在中低端



数据来源: 华经情报网, 东吴证券研究所

节水灌溉行业竞争格局呈现区域化特征。目前, 市场上主要节水灌溉企业为大禹节水、京蓝科技、润农节水、天业节水和节水股份。大禹节水为国内规模最大的节水灌溉企业, 销售区域以西北和华北为主, 润农节水为华北地区最大的节水灌溉企业之一。

图13: 国内主要节水灌溉企业 (截至 2023 年年度报告, 市值截至 2024 年 7 月 23 日)

股票代码	公司名称	业务类型	销售区域	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率
300021.SZ	大禹节水	数字水利行业的技术研究与项目实践, 以提升水利项目数字化为核心, 通过针对项目的规划设计、产品制造、建设交付、运营维护以及总体智慧化提升, 服务范围涵盖从水源到田间的农业用水和农村水利全领域	以西北、华北为主	29.77	34.53	0.50	24.35%
830964.BJ	润农节水	节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售, 以及为节水灌溉项目提供从节水灌溉材料、设备到工程设计、施工、安装、调试、技术支持的一站式服务	以华北为主	8.18	34.53	0.50	18.41%
000711.SZ	京蓝科技	营业务为土壤修复、耕地土壤环境综合治理保护、高标准农田建设等业务。主要产品有节水灌溉、基础建设、市政园林、地产园林、土壤修复、清洁能源、产品销售、运营维护、技术服务。	以内蒙古地区为主	47.14	1.49	10.56	-18.78%
835283.NQ	节水股份	节水灌溉工程设计、施工和技术推广服务, 节水灌溉设备和管材的研发、生产、销售, 为客户提供一站式系统服务	以吉林市场为主	2.77	1.73	-0.56	32.49%
0840.HK	天业节水	设计、制造及销售滴灌带及滴灌配件和聚乙烯 (PE) 管及聚氯乙烯 (PVC) 管以及提供安装服务	以新疆市场为主	0.83	22.14	-0.12	4.35%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 国家政策持续推进，节水灌溉行业潜力巨大

国家政策持续推进，节水灌溉行业前景广阔。我国相继颁布了《全国高标准农田建设规划（2021-2030年）》、《“十四五”节水型社会建设规划》、《关于进一步加强水资源节约集约利用的意见》等有利于节水灌溉行业的产业政策，2024年7月22日发布的《关于加快发展节水产业的指导意见》指出到2035年，培育一批百亿级龙头企业，节水技术工艺、产品装备制造和管理服务达到世界先进水平，节水型生产生活方式全面形成。节水灌溉行业面临新的发展机遇，行业发展潜力巨大、前景看好。

高效节水灌溉与高标准农田建设统筹规划、同步实施。《全国高标准农田建设规划（2021-2030年）》指出，到2022年建成高标准农田10亿亩；到2025年建成10.75亿亩，并改造提升现有高标准农田1.05亿亩，以此稳定保障1.1万亿斤以上粮食产能；到2030年建成12亿亩，并改造提升现有高标准农田2.8亿亩，以此稳定保障1.2万亿斤以上粮食产能。将高效节水灌溉与高标准农田建设统筹规划、同步实施，2021—2030年完成1.1亿亩新增高效节水灌溉建设任务。

图14：国家政策持续推进

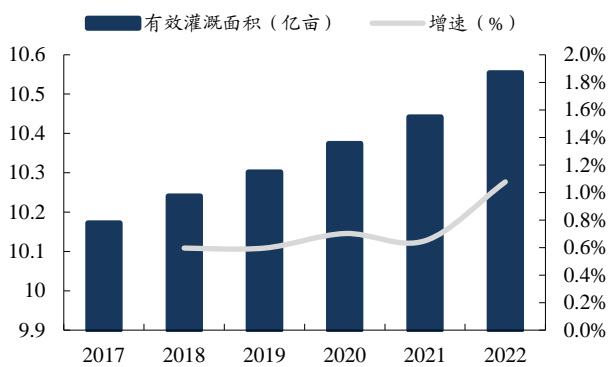
时间	政策文件	部门	政策内容
2020年	《中共中央国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》	国务院	农业高效节水方面，要如期完成大中型灌区续建配套与节水改造，加大农业节水力度；农村污水处理方面，要扎实搞好农村人居环境整治，梯次推进农村生活污水治理。农民安全饮水方面，要提高农村供水保障水平，全面完成农村饮水安全巩固提升工程任务。
2021年	《全国高标准农田建设规划（2021-2030年）》	农业农村部	到2025年累计建成10.75亿亩并改造提升1.05亿亩、2030年累计建成12亿亩并改造提升2.8亿亩高标准农田；到2035年，全国高标准农田保有量和质量进一步提高。
2021年	《“十四五”节水型社会建设规划》	国家发展改革委	贯彻“节水优先、空间均衡、系统治理、两手发力”的新时期治水思路，以实现水资源节约集约安全利用为目标。“十四五”新增高效节水灌溉面积0.6亿亩，创建200个节水型灌区，到2025年，全国建成高标准农田10.75亿亩。
2022年	《关于开展数字孪生灌区先行先试工作的通知》	水利部	按照“需求牵引、应用至上、数字赋能、提升能力”的要求，启动48处大中型灌区开展数字孪生灌区先行先试建设。
2023年	《深入贯彻落实党的二十大精神，扎实推动新阶段水利高质量发展》	水利部	加快建设国家水网，完善水资源调配格局。以联网、补网、强链为重点，着力提升水利基础设施网络效益。加强农村水利建设，夯实乡村振兴水利基础。坚持循序渐进、稳扎稳打，因地制宜、注重实效，扎实做好农村水利各项工作，推进乡村振兴建设水利任务。大力推进数字孪生水利建设，支撑保障“四预”工作。大力推进数字孪生水利建设。加快构建数字孪生流域，全面完成94项先行先试任务，实现水利关键信息基础设施和13个重要信息系统数据安全防护。推进数字孪生水网建设，编制数字孪生国家骨干水网建设方案，全力推进数字孪生南水北调工程建设。推进“两手发力”，激发治水管水活力。深化水利投融资改革。深化水价形成机制改革，把握有利于水资源节约利用、有利于灌区可持续发展、总体上不增加农民种粮负担的原则。
2023年	《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	国务院	加强高标准农田建设。完成高标准农田新建和改造提升年度任务，重点补上土壤改良、农田灌排设施等短板，统筹推进高效节水灌溉，健全长效管护机制。加强水利基础设施建设。扎实推进重大水利工程建设，加快构建国家水网骨干网络。加快大中型灌区建设和现代化改造。实施一批中小型水库及引调水、抗旱备用水源等工程建设。加强田间地头渠系与灌区骨干工程连接等农田水利设施建设。支持重点区域开展地下水超采综合治理，推进黄河流域农业深度节水控水。
2023年	《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	建设绿色智慧的数字生态文明。推动生态环境智慧治理，加快构建智慧高效的生态环境信息化体系，运用数字技术推动山水林田湖草沙一体化保护和系统治理，完善自然资源三维立体“一张图”和国土空间基础信息平台，构建以数字孪生流域为核心的智慧水利体系。加快数字化绿色化协同转型。倡导绿色智慧生活方式。
2023年	《关于进一步加强水资源节约集约利用的意见》	国家发展改革委等	到2025年，全国年用水总量控制在6400亿立方米以内，万元国内生产总值用水量较2020年下降16%左右，农田灌溉水有效利用系数达到0.58以上，万元工业增加值用水量较2020年降低16%。到2030年，节水制度体系、市场调节机制和技术支撑能力不断增强，用水效率和效益进一步提高。
2024年	《关于加快发展节水产业的指导意见》	国家发展改革委等	到2035年，培育一批百亿级龙头企业，节水技术工艺、产品装备制造和管理服务达到世界先进水平，节水型生产生活方式全面形成。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 节水灌溉面积持续增长推动市场规模放量

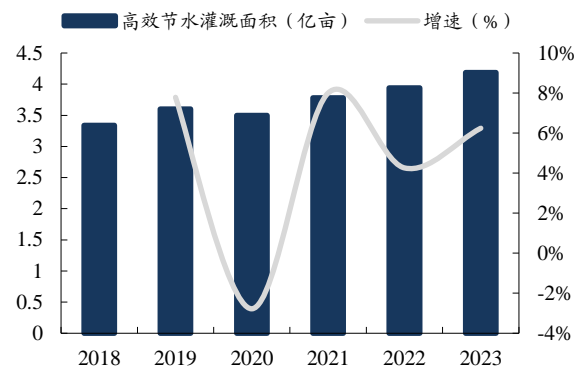
我国有效灌溉面积和高效节水灌溉面积呈现逐年增长趋势。根据国家统计局数据，我国 2017/2022 年有效灌溉面积分别为 10.17/10.55 亿亩，2017-2022 年 CAGR 为 0.74%，有效灌溉面积逐年稳步提升；根据中国水利部数据，我国 2018/2023 年高效节水灌溉面积分别为 3.34/4.19 亿亩，2018-2023 年 CAGR 为 4.26%，高效节水灌溉面积快速增长。我国水资源匮乏且分布不均、农业灌溉用水利用效率低下，大力发展节水灌溉是缓解我国水资源紧张的必然要求，也是构建节约型社会、建立水生态文明体系的重要手段。

图15: 有效灌溉面积稳步提升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

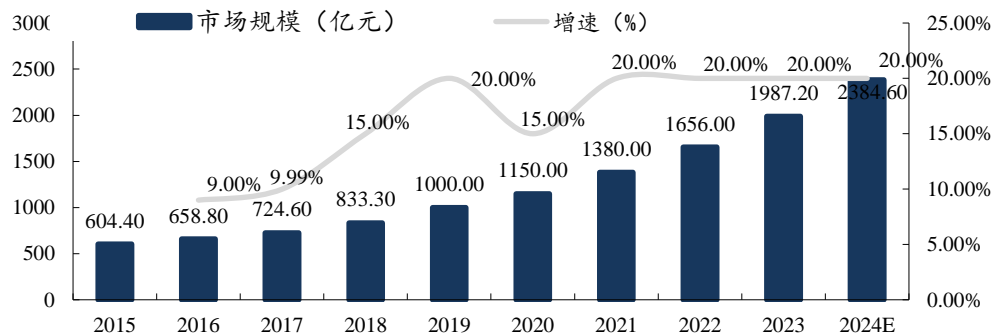
图16: 高效节水灌溉面积增长较快



数据来源：中国水利部，东吴证券研究所

节水灌溉设备市场规模逐年增加，2015-2024 年 CAGR 为 16.47%。我国有效灌溉面积和高效节水灌溉面积的持续增长为节水灌溉设备市场规模的增加创造了良好的客观条件。根据华经产业研究院统计的数据，2015 年我国节水灌溉设备市场规模为 604.4 亿元，预计 2024 年为 2384.6 亿元，同增 20%，2015-2024 年 CAGR 预计为 16.47%。

图17: 节水灌溉市场规模逐年增加



数据来源：观研网，东吴证券研究所

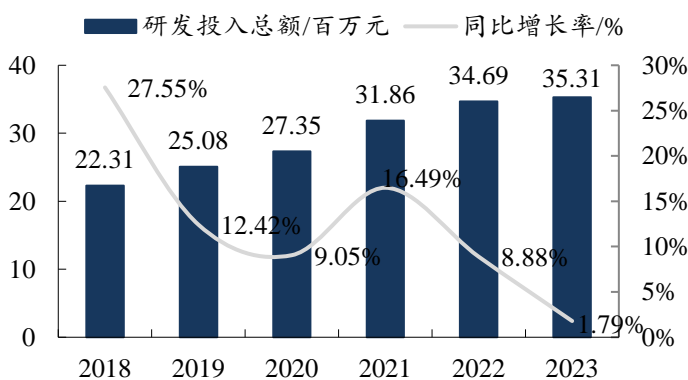
3. 由北至南拓市场，前瞻布局智慧农业助力新增长

3.1. 持续加强研发投入，产品业务逐步全面化、高端化

公司注重研发，技术巩固产业护城河。公司注重技术创新和科研投入，2018-2023 年研发投入逐年增长。2023 年的研发投入为 35.31 百万元，同比增长 1.79%。研发投入的持续加大助力公司各产品核心技术处于行业领先地位，同时公司也积极与各大高校合作，包括博士工作站及国家级实验室，进一步加强公司技术优势。

公司产品业务逐步全面化，持续加强新产品及新领域开拓。公司紧随行业发展方向，根据下游市场需求、客户反馈和技术发展，积极拓展业务、开发新型产品，并积累了大量先进的技术工艺，公司产品及服务逐渐完善齐全，已形成产业链一体化的综合服务。未来公司仍将根据客户需求不断开发新产品、开拓新领域，如高标准农田项目。

图18：公司持续加大研发



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19：公司核心技术

主要产品类别	与产品对应的核心技术名称	核心技术来源	技术水平
滴灌系统	滴灌带生产技术	自主研发	行业领先
	低间距滴灌带技术	自主研发	行业领先
	超薄壁滴灌带技术	自主研发	行业领先
	压力补偿式滴灌技术	自主研发	行业领先
	地理式滴灌技术	自主研发	行业领先
输水管材	各类输水管材生产技术	自主研发	行业领先
节水灌溉控制系统	组合式过滤器生产技术	自主研发	行业领先
	自动施肥机	自主研发	行业领先
以喷灌机为主的喷灌系统	高性能卷盘式喷灌机及大型喷灌机组	自主研发	行业先进
节水灌溉工程应用	节水灌溉工程应用技术	自主研发	行业先进

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 拓展国内销售区域，助力公司业绩提升

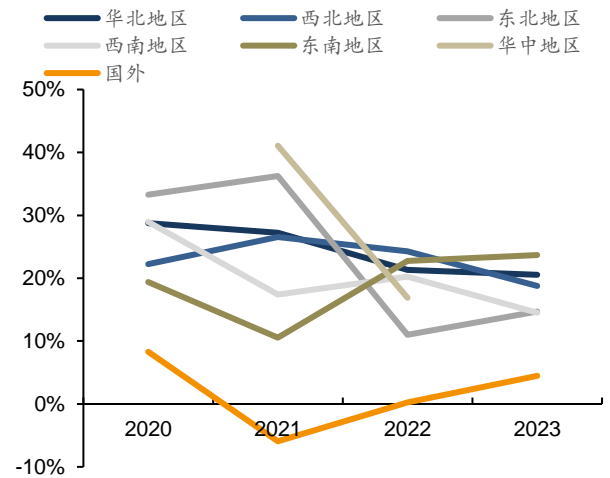
逐步扩大全国业务范围，从北向南逐步开拓市场。润农节水是目前华北地区规模最大的滴灌带生产企业，主要市场集中在华北地区和西北地区，2023 年华北及西北地区营收占比分别为 37.3%、37%。同时公司在逐步扩大西南地区的市场份额，2020 年西南地区销售收入 0.49 亿元，销售收入占比约 9.8%，到 2023 年西南地区销售收入 1.04 亿元，收入占比约 13.9%，三年内实现了销售收入翻倍。未来看随公司的业务不断扩大，西南地区销售收入有望进一步提升。

图20: 逐步拓展销售区域



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 国外、东南区域毛利率有所提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 丰富销售渠道、前瞻布局智慧农业有望反哺主业

公司逐步丰富销售渠道, 前瞻布局智慧农业业务, 未来有望成为公司新增长点。公司原有产品主要供应自身工程, 公司目前正在逐步转变销售方式, 开始逐步向直销拓展, 随销售渠道的打开, 公司业绩有望进一步成长。同时公司前瞻布局智慧农业, 重点将智慧农业项目模板化, 进而反哺主业, 未来随着智慧农业的发展, 有望进一步推动公司节水工程增长。

图22: 公司智慧农业建设模式

“1+5+8”智慧农业建设模式

- **1个平台**——智慧农业管控平台
- 智慧农业管控中心+云端平台
- **5大功能系统**——即水肥精准管理, 农田监测预警, 农产品溯源流通, 耕地质量提升, 农机智能作业5大功能。
- **8项配套建设**——“田、土、水、路、林、渠、电、技”配套基础设施建设, 涵盖灌溉排水、土地平整、土壤改良、高效节水、田间道路、农田防护林、农田输配电、科技培训等方面。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

节水工程业务：国家持续加大农业投入，后续节水设备市场有望持续高增，公司为节水灌溉行业领先龙头，公司有望受益高增，我们预计 2024/2025/2026 年公司节水工程业务实现营收增长 60%/40%/30%；随着市场竞争有一定加剧，我们预计毛利率略微下降，2024-2026 年分别为 19%/18.5%/18%。

节水材料业务：节水材料预计随节水灌溉市场逐步扩大需求稳定增长。我们预计节水材料业务 2024/2025/2026 年实现营收增长，增速稳定在 20% 左右，毛利率预计维持在 15%。

其他业务：公司通过多元化业务来分散风险，23 年增加光伏发电业务，增加收入来源，这块预计增长较为平稳，我们预计 2024-2026 年营收增长稳定在 10%，同时预计毛利率维持在约 45%。

节水工程和节水材料业务的强劲增长推动了整体营业收入的大幅提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 11.3/15.4/19.8 亿元，同比+51%/36%/28%。

图23：润农节水盈利拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收（百万元）	589.01	659.92	749.57	1131.58	1543.55	1982.19
yoy		12.04%	13.59%	50.96%	36.41%	28.42%
总成本（百万元）	436.94	522.15	611.58	924.48	1266.28	1633.90
毛利率	25.82%	20.88%	18.41%	18.30%	17.96%	17.57%
节水工程						
收入（百万元）	451.07	461.16	580.40	928.64	1300.10	1690.12
yoy		2.24%	25.86%	60.00%	40.00%	30.00%
成本（百万元）	333.27	358.00	469.02	752.20	1059.58	1385.90
毛利率	26.12%	22.37%	19.19%	19.00%	18.50%	18.00%
节水材料						
收入（百万元）	137.94	198.76	168.52	202.22	242.67	291.20
yoy		44.09%	-15.21%	20.00%	20.00%	20.00%
成本（百万元）	103.67	164.15	142.22	171.89	206.27	247.52
毛利率	24.84%	17.41%	15.61%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务						
收入（百万元）	0.00	0.00	0.65	0.72	0.79	0.87
yoy				10.00%	10.00%	10.00%
成本（百万元）	0.00	0.00	0.34	0.39	0.43	0.48
毛利率			47.33%	45.00%	45.00%	45.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.47/0.62/0.76 亿元，同比+40%/32%/24%，对应 PE 为 18/13/11 倍，可比公司我们选择同样以节水灌溉为主业的大禹节水，可比公司 2023 年 PE 及 PETTM 分别为 60/62 倍，公司自身 2023 年 PE 及 PETTM 分别为 25/26 倍，远低于可比公司水平，主要系北交所

板块流动性较弱，估值较低，公司作为国内节水灌溉小巨人，为华北地区最大的节水灌溉企业之一，技术优势显著，持续研发能力强，稳步扩张市场有望提升增厚公司业绩，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图24：可比公司估值（截至2024年7月24日）

股票代码	股票简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2023	TTM	2023	TTM
300021.SZ	大禹节水	30	0.50	0.49	60	62
		平均估值			60	62
830964.BJ	润农节水	8	0.33	0.31	25	26

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧。节水灌溉行业技术壁垒相对不高，政策支持节水灌溉行业发展下，行业参与者可能会更多，引起市场竞争加剧。

原材料价格波动风险。公司生产节水灌溉产品所需主要原料为聚氯乙烯和聚乙烯，属于大宗商品的石油化工产品，其价格的波动将对公司利润产生较大的影响。

收入主要依赖政府项目风险。公司的收入主要依赖政府招投标项目，将导致公司的收入在较大程度上受到政府工程招标进度、付款政策安排的影响，从而影响公司的业绩。

润农节水三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,003	1,710	2,280	2,961	营业总收入	750	1,132	1,544	1,982
货币资金及交易性金融资产	92	347	459	586	营业成本(含金融类)	612	924	1,266	1,634
经营性应收款项	551	785	1,050	1,386	税金及附加	3	4	5	7
存货	334	536	718	922	销售费用	14	20	26	32
合同资产	0	0	0	0	管理费用	37	55	73	89
其他流动资产	25	43	53	66	研发费用	18	26	36	46
非流动资产	145	137	149	140	财务费用	1	9	24	40
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	1	2	2
固定资产及使用权资产	93	85	77	69	投资净收益	1	1	2	2
在建工程	0	1	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	11	10	9	8	减值损失	(30)	(40)	(45)	(50)
商誉	17	17	17	17	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	1	1	1	营业利润	38	55	71	89
其他非流动资产	24	24	44	44	营业外净收支	0	0	1	1
资产总计	1,148	1,847	2,429	3,100	利润总额	39	55	72	90
流动负债	219	869	1,350	1,908	减:所得税	5	8	11	13
短期借款及一年内到期的非流动负债	13	561	943	1,390	净利润	33	47	62	76
经营性应付款项	135	203	273	357	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	31	48	64	84	归属母公司净利润	33	47	62	76
其他流动负债	41	56	69	78	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.13	0.18	0.24	0.29
非流动负债	32	32	82	132	EBIT	39	101	138	175
长期借款	0	0	50	100	EBITDA	51	111	148	185
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.41	18.30	17.96	17.57
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	4.44	4.12	3.99	3.84
其他非流动负债	27	27	27	27	收入增长率(%)	13.59	50.96	36.41	28.42
负债合计	251	901	1,432	2,041	归母净利润增长率(%)	(32.85)	40.07	31.98	23.83
归属母公司股东权益	897	946	997	1,060					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	897	946	997	1,060					
负债和股东权益	1,148	1,847	2,429	3,100					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(79)	(285)	(260)	(311)	每股净资产(元)	3.43	3.62	3.82	4.06
投资活动现金流	83	0	(19)	1	最新发行在外股份(百万股)	261	261	261	261
筹资活动现金流	(7)	538	390	435	ROIC(%)	3.72	7.10	6.67	6.53
现金净增加额	(3)	255	113	127	ROE-摊薄(%)	3.71	4.93	6.17	7.19
折旧和摊销	13	10	10	10	资产负债率(%)	21.86	48.80	58.96	65.82
资本开支	(12)	(1)	(20)	(1)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.56	17.53	13.29	10.73
营运资本变动	(151)	(391)	(404)	(491)	P/B(现价)	0.91	0.86	0.82	0.77

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>