

颖泰生物 (920819.BJ)

国内领先的全产业链农化龙头，行业筑底静待农药周期反转

2025 年 05 月 25 日

——北交所公司深度报告

投资评级：增持（维持）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/5/23
当前股价(元)	4.22
一年最高最低(元)	5.13/1.99
总市值(亿元)	51.73
流通市值(亿元)	50.71
总股本(亿股)	12.26
流通股本(亿股)	12.02
近 3 个月换手率(%)	124.37

北交所研究团队

● 全产业链布局的农化行业龙头，行业筑底给予“增持”评级

颖泰生物是国内农药行业龙头之一，公司在农化行业深耕二十余年，是行业内少有的产品组合丰富、集研产销为一体的全产业链农化产品供应商。当前农化行业出现回暖迹象，部分农药价格开始上行，受益于此，2025 年 Q1 公司业绩重回正增长，归母净利润同比+107.89%。我们根据农药市场情况下调 2025 年盈利预测，新增 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.80(原 4.05)/2.05/3.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.07/0.17/0.30 元，对应当前股价的 PE 分别为 64.4/25.2/13.9 倍。当前农药行业正处于景气修复期，公司产品种类丰富，产业链完善，我们看好公司长期成长性，维持“增持”评级。

● 农药行业扩产周期已过，行业供需或将迎来再平衡

农药是农业生产的基础物资，与农业生产活动关系密切，被广泛的用来预防和控制农作物病虫害，提升作物的产量、品质与效益。在世界人口不断增长、农产品消费升级、生物能源推广等因素的驱动下，下游农业生产对于农药将具有较强的刚性需求。在经历过连续几年的高强度投资后，国内农药行业进入产能过剩阶段，从 2023 年国内农药价格开始大幅下行，当前农药价格正处于历史底部位置。我们预计“十四五”末期，农药行业有望回归理性，投资额将明显回落，行业供需或将迎来再平衡。

● 农药产业链利润分配集中在后端，登记证资源丰富的企业拥有更强盈利能力

农药产业链利润分配集中在研发及销售端，农药在产品研发、生产以及应用服务领域都具较高的发展壁垒；颖泰生物早期即在拉美地区启动产品自主登记工作，部分原药及制剂产品拥有全球多个国家和地区的登记注册等知识产权。截至 2024 年年末，公司拥有境外登记注册 1298 项，其中自主登记注册 213 项；此外，还拥有国内农药产品登记证 421 项，其中原药登记证 157 项，位于行业前列。

● 风险提示：原料及产品价格波动风险、贸易政策风险、项目建设不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,868	5,830	6,200	7,152	8,027
YOY(%)	-28.1	-0.7	6.3	15.4	12.2
归母净利润(百万元)	96	-587	80	205	373
YOY(%)	-90.9	-713.8	113.7	155.0	82.2
毛利率(%)	17.1	10.4	13.4	16.2	19.0
净利率(%)	1.6	-10.1	1.3	2.9	4.7
ROE(%)	1.6	-11.8	1.5	3.8	6.6
EPS(摊薄/元)	0.08	-0.48	0.07	0.17	0.30
P/E(倍)	54.1	-8.8	64.4	25.2	13.9
P/B(倍)	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

目 录

1、国内农药行业龙头之一，产品种类丰富、产业链完善	4
1.1、国内领先的全产业链农化企业	4
1.2、具备农药全产业链生产能力，产品矩阵丰富	4
1.3、2025 年 Q1 公司业绩重回正增长，归母净利润同比+107.89%	5
2、农药市场发展稳步向好，终端需求稳健	7
2.1、全球农药市场规模不断扩大	7
2.2、全球农药需求整体稳步增长	8
2.3、农药在作物种植成本中占比低，需求具备刚性	10
2.4、价格磨底，部分品种价格触底回升	11
2.5、扩产周期已过，农药行业供需再平衡	12
3、全球农药登记政策趋严，公司登记证优势显著	13
3.1、农药产业链利润分配集中在后端	13
3.2、农药登记管理制度下，海外农药市场准入愈发困难	14
3.3、公司境外登记证数量位于行业前列	14
3.4、看好公司发展，高管增持彰显经营信心	15
4、盈利预测与估值	17
5、风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1：颖泰生物是国内少数具备全产业链商业模式的农化企业之一	4
图 2：2025 年一季度公司营收重回正增长	5
图 3：2024 年公司归母净利润为-5.87 亿元，创历史新低	5
图 4：自产产品销售是公司的主要营收来源，2024 年收入为 48.94 亿元	5
图 5：海外营收逐年下滑，2024 年占比跌破 50%	6
图 6：公司 2025Q1 毛利率为 13.30%	6
图 7：自产产品的毛利率水平显著高于贸易类产品	6
图 8：公司各项费用率整体保持稳定，2025Q1 管理费用率有所上升，为 6.34%	6
图 9：农药产业链由农药中间体、农药原药合成和制剂加工三大环节构成	7
图 10：2017-2022 年全球农药行业市场规模不断扩大	7
图 11：除草剂是最大的农药细分品种	8
图 12：亚太和拉美地区是农药主要销售市场	8
图 13：全球农药使用量稳步增长	8
图 14：中国玉米种植面积有较大幅度的上升（千公顷）	9
图 15：美国三大主要农作物种植面积均保持在较高水平（千英亩）	9
图 16：巴西主要作物种植面积快速扩张（千公顷）	10
图 17：2025 年美国玉米种植成本中农药占比为 6%	10
图 18：2025 年美国大豆种植成本中农药占比为 7%	10
图 19：2025 年美国小麦种植成本中农药占比为 5%	11
图 20：2025 年美国棉花种植成本中农药占比为 10%	11
图 21：当前农药价格处于历史底部位置	11
图 22：除草剂原药价格持续下跌	11

图 23: 杀虫剂价格拐点初现	12
图 24: 杀菌剂原药价格跌至历史低点	12
图 25: “十三五”期间投资新形成的生产能力 (万吨/年)	12
图 26: “十四五”前三年投资新形成的生产能力 (万吨/年)	12
图 27: 预计“十四五”后期农药行业投资活动将明显减弱	13
图 28: 农药产业链利润分配集中在两端	13
图 29: 公司境外登记证数量位于行业前列 (项)	15
图 30: 境外自主登记模式毛利率高于传统出口模式	15
表 1: 截至 2024 年底, 公司拥有除草剂、杀菌剂、杀虫剂产能 12.8 万吨左右	4
表 2: 全球主要国家和地区农药登记政策趋严	14
表 3: 公司高管集体增持彰显经营信心	16
表 4: 可比公司 PE (2025E) 均值为 16.6x	17

1、国内农药行业龙头之一，产品种类丰富、产业链完善

1.1、国内领先的全产业链农化企业

颖泰生物是国内领先的农化生产企业，主要从事农药原药、中间体及制剂产品的研发、生产、销售和 GLP 登记注册技术服务及生物技术研究开发。公司构建了集研究开发、技术分析、原药、中间体及制剂的生产和销售为一体的全产业链商业模式，经过多年的积累和创新，已形成品种丰富、工艺技术较为先进的除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大品类百余种产品。其中，三嗪酮类除草剂、二苯醚类除草剂、酰胺类除草剂具有较强的市场竞争力，市场占有率居国内前列。

图1：颖泰生物是国内少数具备全产业链商业模式的农化企业之一

颖泰生物全产业链商业模式图



资料来源：颖泰生物 2024 年年报

1.2、具备农药全产业链生产能力，产品矩阵丰富

目前公司拥有除草剂、杀菌剂、杀虫剂产能 12.8 万吨左右，另外还拥有中间体产能近 5.5 万吨；2025-2027 年，公司除草剂、杀菌剂类还有 4300 吨产能将陆续建成投产，产品矩阵不断扩展。

表1：截至 2024 年底，公司拥有除草剂、杀菌剂、杀虫剂产能 12.8 万吨左右

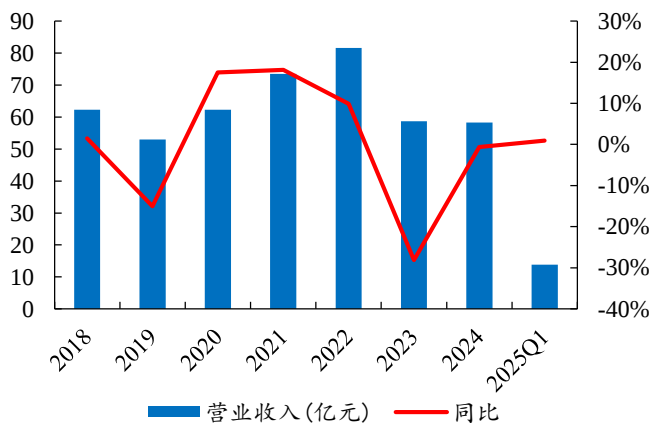
分类	设计产能（吨）	产能利用率	在建产能情况	代表产品
除草剂	107750	74.39%	年产 2500 吨 NC106、NC134 项目等；预计 2025-2027 年陆续达产	苯嗪草酮、乙氧氟草醚、乙草胺、硝磺草酮
杀菌剂	11250	69.66%	年产 1800 吨 NC102 项目等；预计 2025-2027 年陆续达产	戊唑醇、啉菌酯
杀虫剂	8950	65.31%	-	丁醚脲
中间体	54549	51.10%	-	氟苯

数据来源：颖泰生物招股书、颖泰生物 2024 年年报、开源证券研究所

1.3、2025 年 Q1 公司业绩重回正增长，归母净利润同比+107.89%

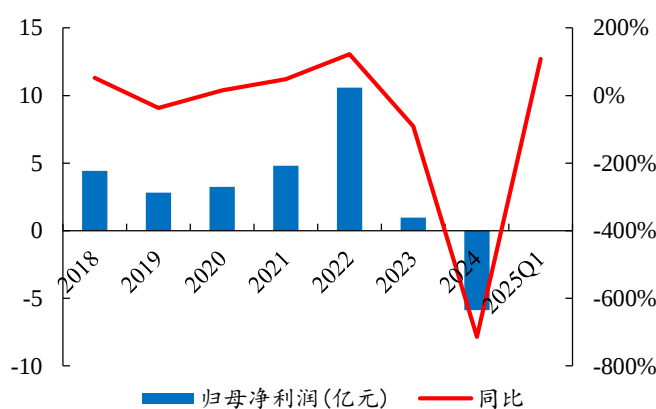
受行业下行，农药产品价格大幅下跌影响，2024 年公司业绩出现较大幅度的下滑，实现营收 58.3 亿元，同比-0.65%，归母净利润-5.87 亿元，历史首次出现亏损。2025 年 Q1，农药行业逐渐回暖，公司业绩重回正增长，实现营收 13.87 亿元，同比+0.96%，归母净利润 0.02 亿元，同比+107.89%。

图2：2025 年一季度公司营收重回正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

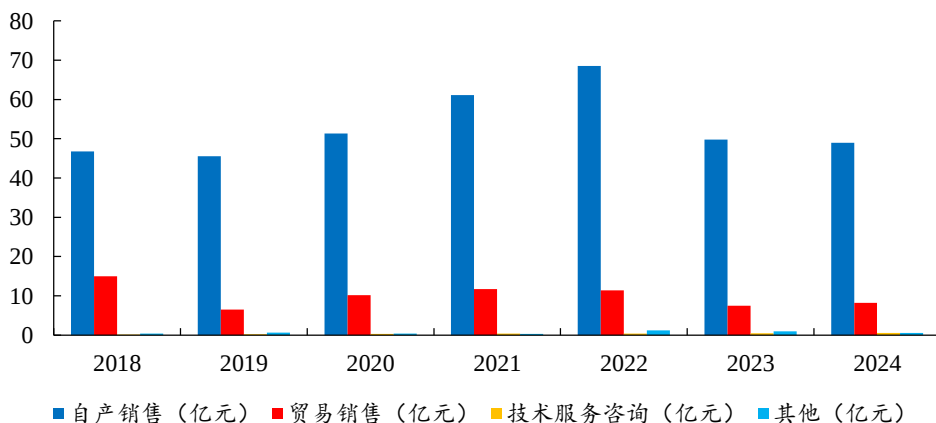
图3：2024 年公司归母净利润为-5.87 亿元，创历史新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

农产品自产销售是公司主要业务收入来源，2024 年自产产品收入 48.94 亿元，占全部营收的 83.95%。

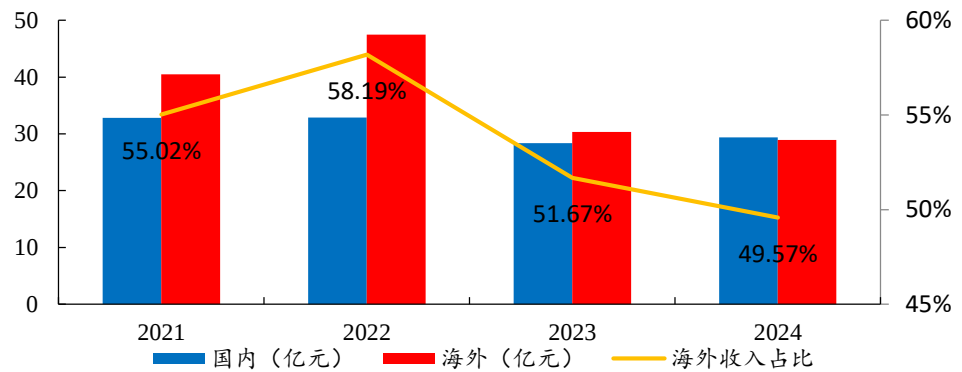
图4：自产产品销售是公司的主要营收来源，2024 年收入为 48.94 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区来看，海外地区营收向来是公司收入的重点。公司 2022 海外营收为 47.49 亿元，占全部营收的 58.19%。但 2022 年以来，受海外需求下滑，库存高企等因素影响，公司海外地区的营收逐年下降，2024 年海外地区营收 28.90 亿元，占比 49.57%，首次跌破 50%。

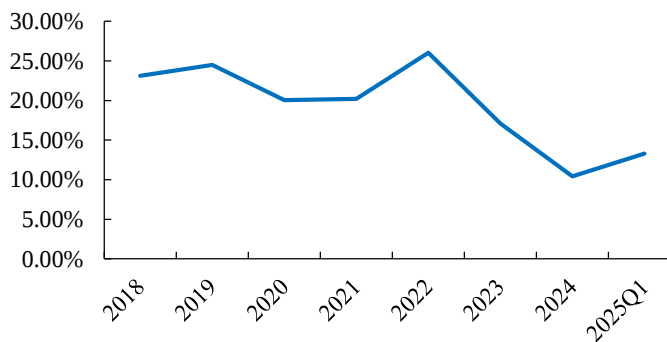
图5：海外营收逐年下滑，2024 年占比跌破 50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

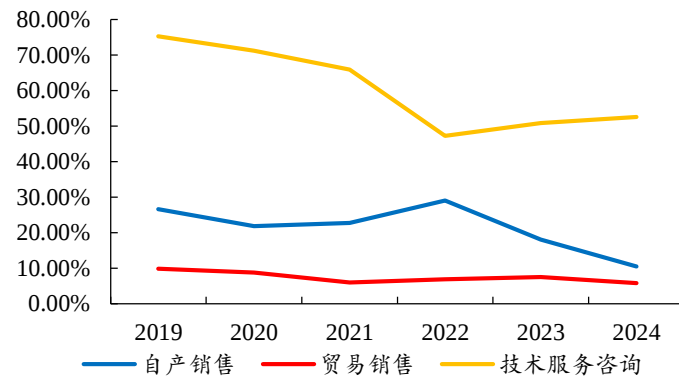
2025 年 Q1 毛利率为 13.30%，在经历连续两年的下滑之后实现回升；由于农药行业景气度下行，国内农药价格不断下跌，对公司 2023-2024 年的盈利水平造成一定程度的影响，毛利率分别为 17.12%、10.44%，均低于历史平均水平。

图6：公司 2025Q1 毛利率为 13.30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

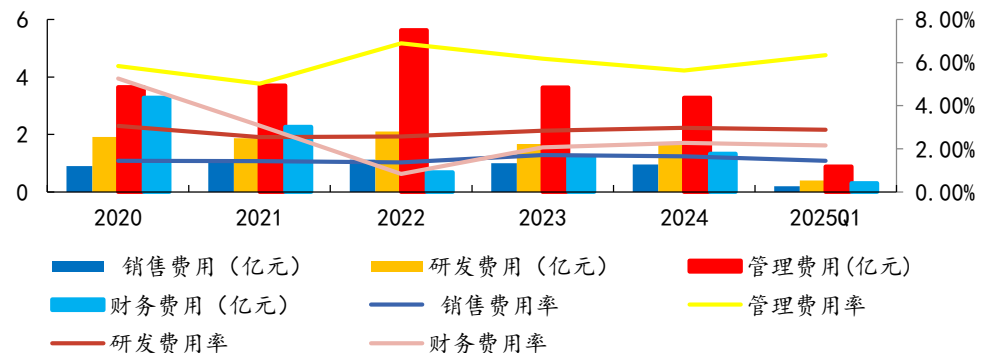
图7：自产产品的毛利率水平显著高于贸易类产品



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年 Q1 公司各项费用率相较于往年处于正常水平，管理费用率有所上升，为 6.34%。2020 年以来，公司研发支出较为稳定，费用率保持在 3%左右。

图8：公司各项费用率整体保持稳定，2025Q1 管理费用率有所上升，为 6.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

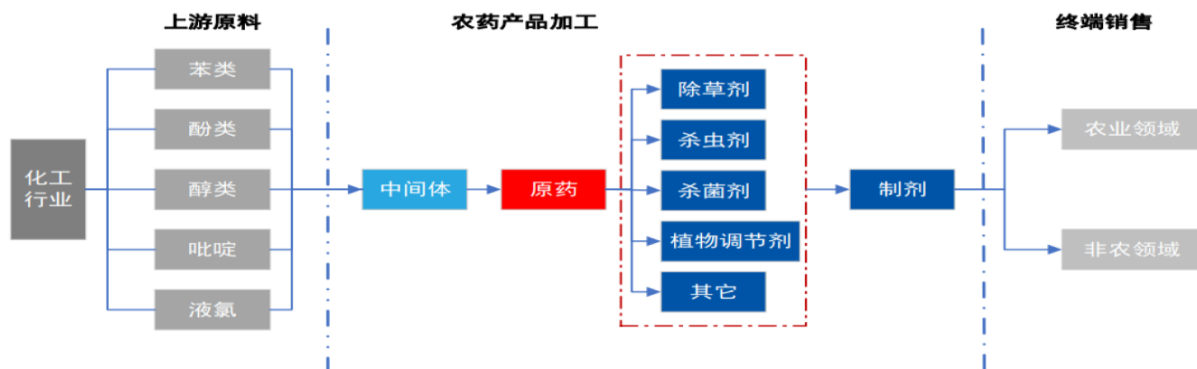
2、农药市场发展稳步向好，终端需求稳健

2.1、全球农药市场规模不断扩大

农药是农业生产的基础物资，与农业生产活动关系密切，被广泛的用来预防和控制农作物病虫害，提升作物的产量、品质与效益，化学农药的使用，可以挽回世界农作物总产量 30-40% 的损失。

农药产业链由农药中间体、农药原药和制剂加工三大环节构成。行业上游为苯类、酚类、吡啶和液氯等基础化工原料，下游为农林牧渔业生产和公共卫生等非农领域。农药是化工产业链的下游延伸，我国拥有完整的化工工业体系以及强大的供给能力，所以国内的农药行业上游原料供应充足，生产自主可控。但目前我国农药行业以生产过专利期的仿制产品为主，市场议价能力不足。农药行业的下游行业主要为农林牧渔等农业生产领域，属于国民经济的基础性和战略性产业。在世界人口不断增长、农产品消费升级、生物能源推广等因素的驱动下，下游农业生产对于农药将具有较强的刚性需求。

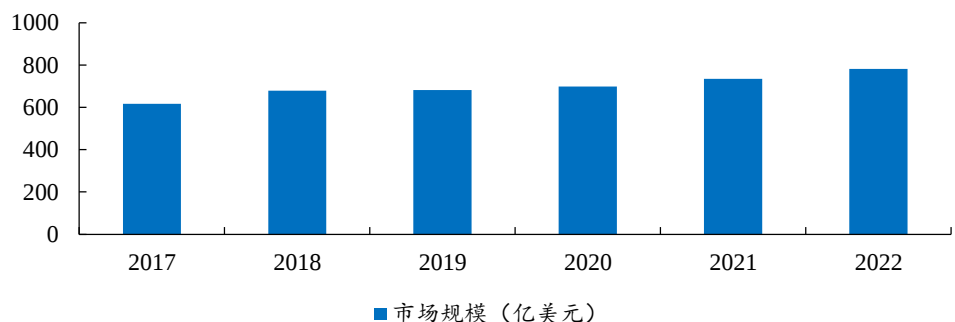
图9：农药产业链由农药中间体、农药原药合成和制剂加工三大环节构成



资料来源：颖泰生物公转书

全球农药市场规模不断扩大，根据 Phillips McDougall 数据显示，2017-2022 年全球农药市场的规模由 616.3 亿美元上升至 781.9 亿美元，其中作物用农药占比接近九成，市场销售额达 692.56 亿美元。但受农产品价格下跌、库存正常化以及极端天气等因素影响，2024 年全球作物保护市场规模出现收缩，名义市值降至 700 亿美元左右。

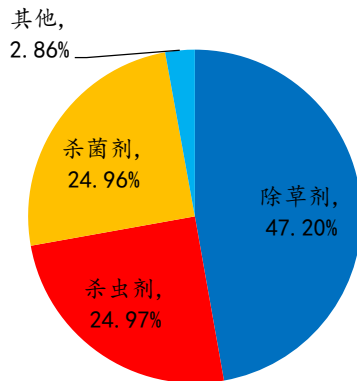
图10：2017-2022 年全球农药行业市场规模不断扩大



数据来源：Phillips McDougall、中商情报网、开源证券研究所

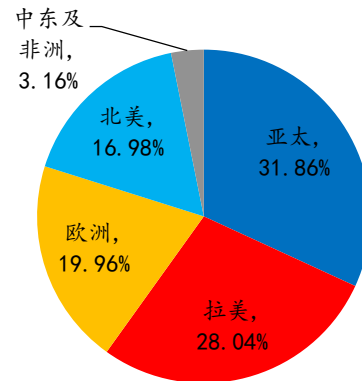
从全球农药产品销售结构来看，除草剂是规模最大的品种，占作物用农药市场的 47.2%；杀虫剂和杀菌剂占比分别为 24.97%、24.96%。从销售区域来看，亚太和拉美地区是全球农药主要的销售市场，2022 年销售占比分别为 31.86%、28.04%。

图11：除草剂是最大的农药细分品种



数据来源：S&P Global Commodity Insights、开源证券研究所

图12：亚太和拉美地区是农药主要销售市场

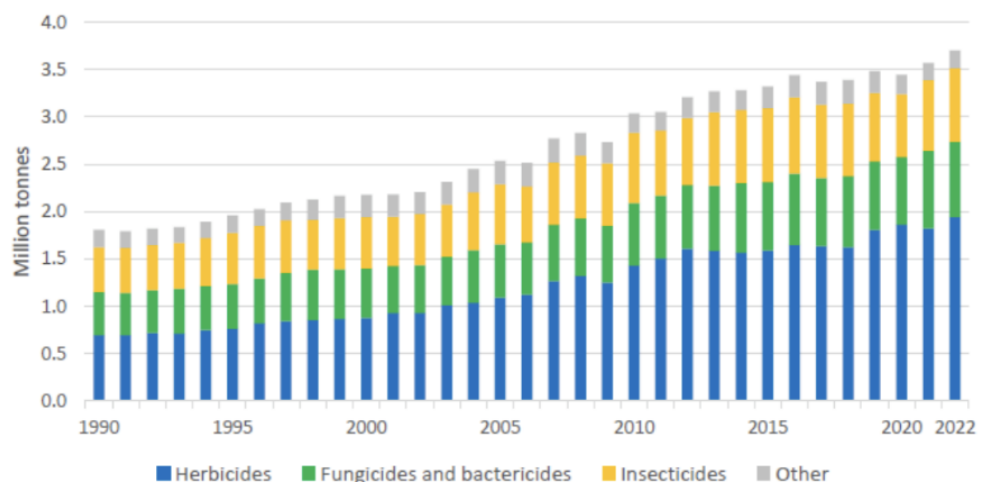


数据来源：S&P Global Commodity Insights、开源证券研究所

2.2、全球农药需求整体稳步增长

1990 以来，世界农药总用量整体呈上升趋势，以美国为例，美国是全球粮食生产大国，也是农药使用大国，农药在美国的农业生产中占据重要的位置，是美国农业现代化产业中重要的组成部分。而我国是传统的农业大国，30 年间农药的用量变化可分为 2 个阶段：1990-2014 年，农药用量呈稳步上升的趋势；2015-2020 年，中国实行了农药和化肥的双减政策，农药使用量逐年减少。

图13：全球农药使用量稳步增长



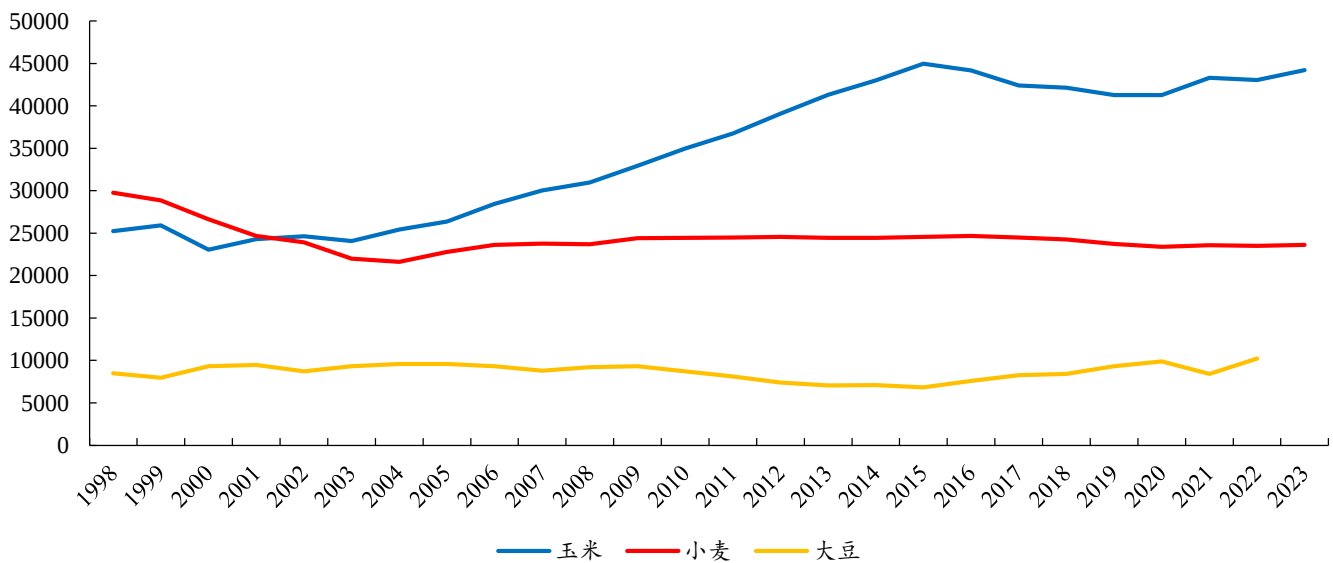
资料来源：FAOSTAT

农药是现代农业保障粮食安全的重要“武器”。根据 FAO 研究数据显示，农药的使用挽回世界农作物总产量 30-40% 的损失。目前在世界各国作物面积和农药用量中，中国排名 73 位，远低于一些重要的经济发达国家；其中，拥有顶级农业技术水平的国家以色列和荷兰的单位面积用药量分别是中国的 7.45 倍和 5.56 倍，新西兰是

世界上对农药实施严格管理的国家，其单位面积农药用量依旧是我国的 4.52 倍。农药作为重要的农业生产资料，对保障我国粮食安全具有重大的意义，但是在农药用量方面距离世界发达经济体还有不小的差距，所以我们认为中国在农药用量和行业规模方面还有较大的增长空间。

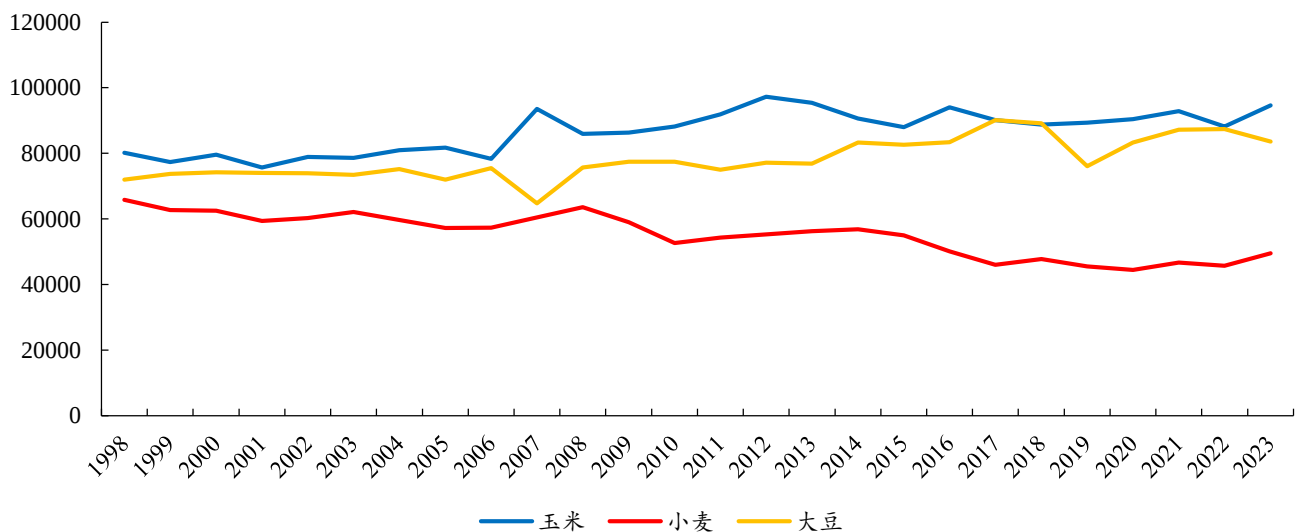
通过统计世界主要粮食生产国的作物种植面积发现，三十多年以来中美两国玉米、小麦、大豆等作物种植面积稳中有升，目前均保持在较高的水平，而中美两国都是农药使用大国，较高的农作物种植面积为全球农药市场贡献了持续且稳定的需求，我们预计未来农药的终端需求将表现出较强的稳定性。

图14：中国玉米种植面积有较大幅度的上升（千公顷）

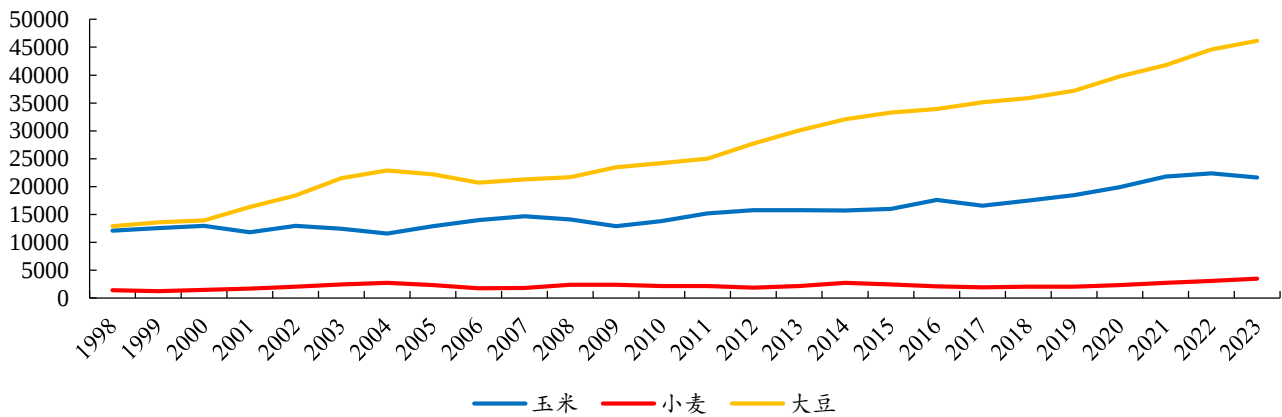


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美国三大主要农作物种植面积均保持在较高水平（千英亩）



数据来源：Wind、开源证券研究所

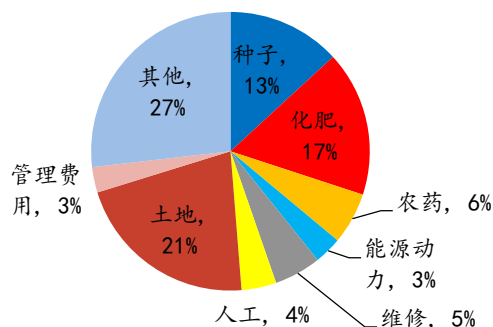
图16：巴西主要作物种植面积快速扩张（千公顷）


数据来源：Wind、开源证券研究所

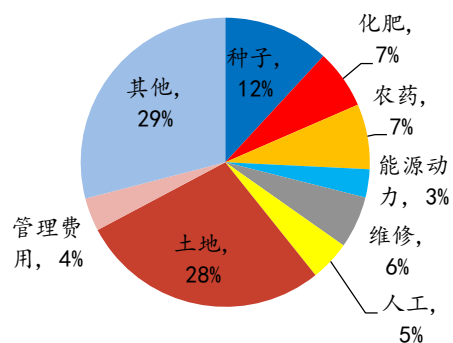
值得关注的是，2008 年以来，巴西农业迅速崛起，大豆、玉米等作物种植面积处于快速扩张期，现在巴西已经成为世界上最大的农产品净出口国，同时巴西已经是我国农产品进口总额最大的来源地。此外根据联合国粮农组织统计，巴西的耕地后备资源是世界上最丰富的，2000-2022 年，世界耕地面积增加了 3.75 亿亩，增幅不足 2%，而巴西的耕地面积增加了 1.53 亿亩，增幅超过 22%。根据巴西农业部公布的研究报告显示，到 2031/32 年度，巴西的大豆、玉米种植面积有望较 2021/22 年度继续提高 24.4%、14.4%。长期来看，巴西农业将继续维持扩张趋势，成为全球农药需求增长的重要市场。

2.3、农药在作物种植成本中占比低，需求具备刚性

对于作物种植来说，其成本主要由种子、化肥、农药、燃油、土地等直接费用和保险、管理、运输、折旧等间接成本以及人工成本构成；一般来说、农产品价格的调整，以及各类成本的变动，都会影响终端农户的种植意愿，从而影响产业链利润的分配。根据美国农业部（USDA）的调查研究结果，种子、化肥、土地是作物种植成本主要的构成要素，农药的占比相对而言则比较低；根据 USDA 的预测数据，2025 年农药成本在玉米、大豆、小麦、棉花的种植成本中分别占比 6%、7%、5%、10%。

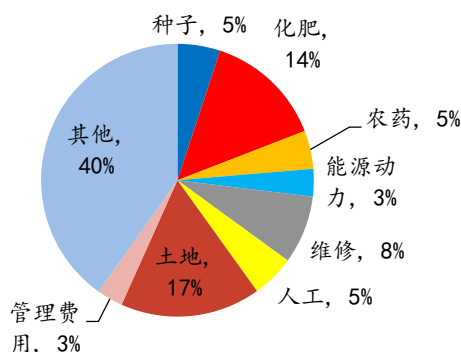
图17：2025 年美国玉米种植成本中农药占比为 6%


数据来源：USDA、开源证券研究所（注：以上数据为 USDA 基于 2023 年生产成本以及 2025 年农场投入价格指数的预测值）

图18：2025 年美国大豆种植成本中农药占比为 7%


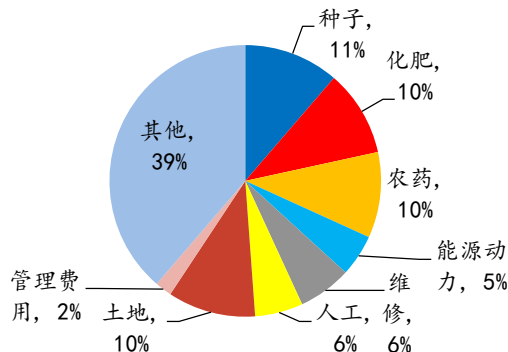
数据来源：USDA、开源证券研究所

图19：2025年美国小麦种植成本中农药占比为5%



数据来源：USDA、开源证券研究所

图20：2025年美国棉花种植成本中农药占比为10%



数据来源：USDA、开源证券研究所

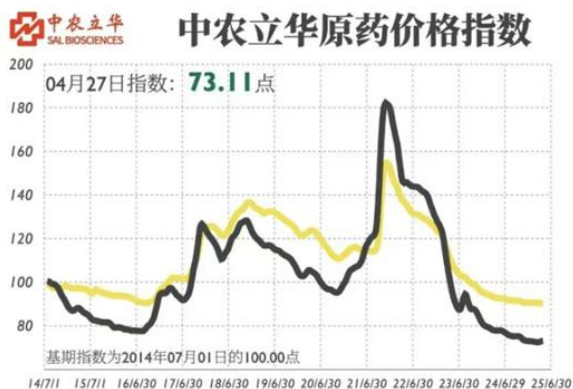
由此可见，在农业生产活动中，尤其是农业机械化水平较高的国家，农药成本占比并不高，但却对作物增产稳产起着重要作用。农药主要有除草、杀虫、杀菌等功能，和种子、化肥一起被称为三大主要农资投入品，以农药为代表的植保产品在保障农业产量上担纲着重要角色。

鉴于农药在种植活动中起到的关键作用，以及种植成本占比低的特点，我们认为农药具备较低的需求价格弹性，即当粮食价格面临下行压力时，农户往往倾向于减少土地租金、机械设备、化肥等成本项目的投入，而不会减少农药的使用，所以农药的需求具备“刚性”。长期来看，农药的终端需求较为稳定，波动性低。

2.4、价格磨底，部分品种价格触底回升

根据中农立华编制的农药价格指数，当前国内农药价格水平正处于历史底部，不同品种之间价格表现出现分化：2025年4月27日，除草剂原药价格指数报79.06点，与2024年同期相比下跌10.4%；杀虫剂原药价格指数报66.85点，与2024年同期相比上涨1.01%；杀菌剂原药价格指数报71.88点，与2024年同期相比下跌4.26%。从历史数据来看，当前除草剂、杀虫剂、杀菌剂均处于历史低位，并且价格跌势逐渐趋缓，目前正处于磨底阶段，其中杀虫剂价格已经出现回升迹象。我们认为短期内农药价格将继续保持底部震荡运行，而部分竞争格局较好的细分品种将率先迎来反弹。

图21：当前农药价格处于历史底部位置



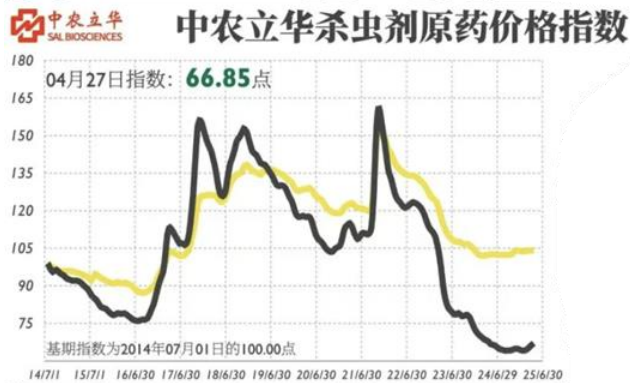
资料来源：中农立华

图22：除草剂原药价格持续下跌



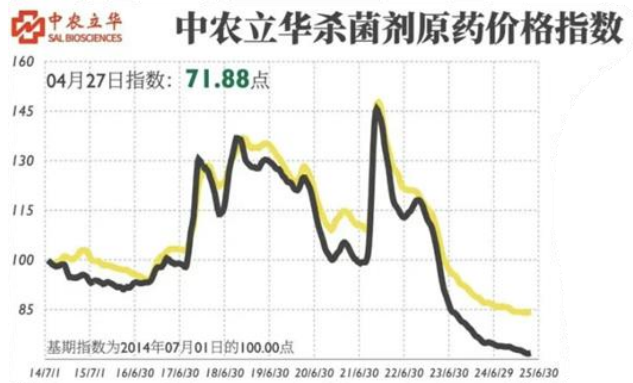
资料来源：中农立华

图23：杀虫剂价格拐点初现



资料来源：中农立华

图24：杀菌剂原药价格跌至历史低点

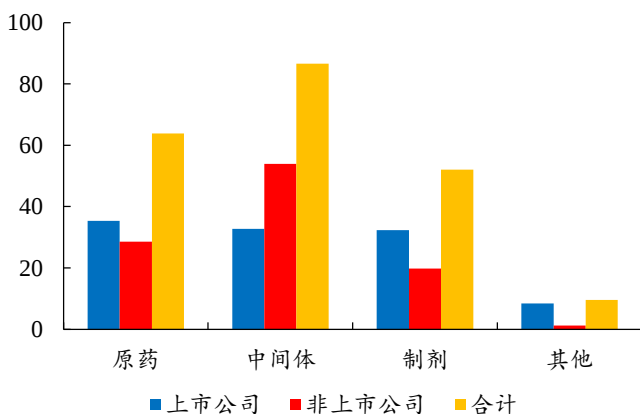


资料来源：中农立华

2.5、扩产周期已过，农药行业供需再平衡

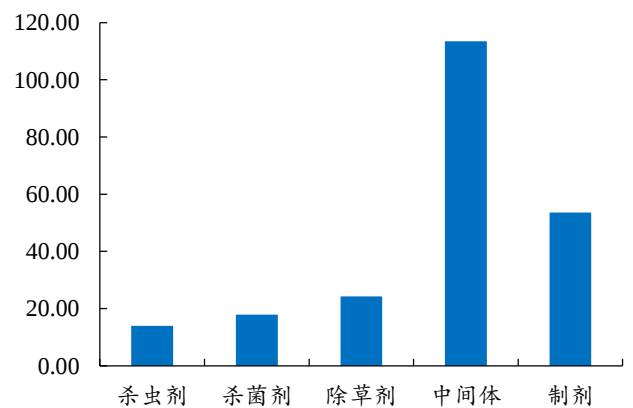
在“十三五”以及“十四五”的前三年，国内农药行业的投资活动旺盛，形成大量的新产能，根据统计，“十三五”期间，农药行业新增原药产能 63.9 万吨/年，中间体 86.6 万吨/年，制剂 52.1 万吨/年。这种投资活动一直延续到“十四五”，2021 年至 2023 年的三季度末，国内又新增原药产能 55.99 万吨/年，中间体 113.50 万吨/年，制剂 53.64 万吨/年。

图25：“十三五”期间投资新形成的生产能力（万吨/年）



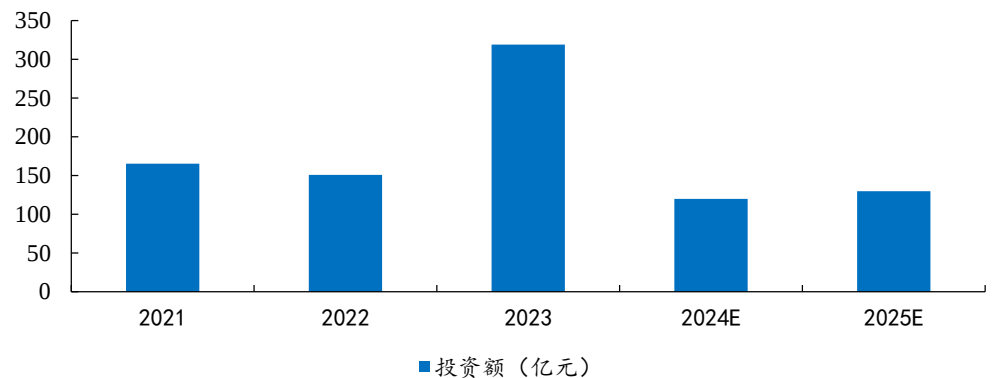
数据来源：《农药行业投资情况及风险规避》杨光亮、开源证券研究所

图26：“十四五”前三年投资新形成的生产能力（万吨/年）



数据来源：《“十四五”农药行业投资情况及展望》杨光亮、开源证券研究所（注：统计区间为 2021 年 1 月 1 日至 2023 年 9 月 30 日）

在经历过连续几年的高强度投资后，国内农药行业进入产能过剩阶段，从 2023 年国内农药价格开始大幅下行，据中农立华原药价格指数显示，当前农药价格处于十年来的最低点。受价格低迷影响，预计“十四五”末期，农药行业将回归理性，投资额将有明显的回落，行业供需或将迎来再平衡。

图27：预计“十四五”后期农药行业投资活动将明显减弱


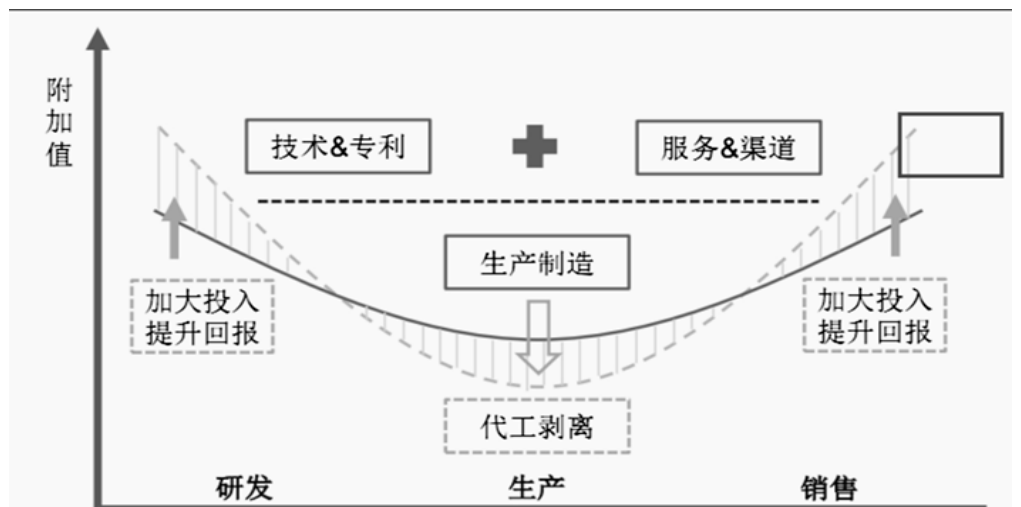
数据来源：《“十四五”农药行业投资情况及展望》杨光亮、开源证券研究所

3、全球农药登记政策趋严，公司登记证优势显著

3.1、农药产业链利润分配集中在后端

农药产业链利润分配具有明显的“微笑曲线”特征，产业链盈利集中在研发及销售端，农药产品既有相对稳定的消费市场，又兼具较高的技术要求，产品本身专业化程度较高，无论是在产品研发、生产以及应用服务领域都具较高的发展壁垒。然而在产业链内部，农药生产各个环节的“微笑曲线”特征明显，国际农化龙头企业凭借多年的发展积淀，在研发、销售环节优势极为突出，资金的投入回报也明显较高。

当下全球农药新创制效率降低，企业为保证领先的产品优势，不得不加大前段产品研发的资金投入。近十年来，全球农化巨头企业在产品研发的投入占比都不同程度上呈现上升趋势，叠加产品发展周期延长，单位资本投入的价值回报有下行趋势，企业的资本回报存在减少的压力。目前，全球农药产业链的主要盈利环节集中在下游制剂调配以及终端农资服务上，其盈利在产业链中占到 60%以上，利润分配向“微笑曲线”的右端倾斜。

图28：农药产业链利润分配集中在两端


资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》杨益军

3.2、农药登记管理制度下，海外农药市场准入愈发困难

世界大多数国家都对农药实行严格管控，实行注册登记制度，即农药原药或者制剂要在该国销售，必须符合该国对有效成分含量、毒理、环境影响等方面的要求，并取得主管部门颁发的农药登记证书。随着科技手段的快速发展和环保意识的提高，部分国家、地区对农药登记提出了越来越严格的要求，在部分国家进行农药产品登记的投入越来越大。

世界农药前三大消费国巴西、美国和中国：美国取得原药登记证需要不少于 1 年时间且费用在数十万美元；巴西更为严苛，取得登记证的时间需要 5-7 年；目前，在我国取得正式农药登记证的时间至少需要 3 年。在严苛的注册登记门槛下，登记证的数量和品种对企业的发展尤其重要。

表2：全球主要国家和地区农药登记政策趋严

进口国	农药登记相关政策
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卫⽣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。
南非	南非农药管理实行农药登记证许可制度，所有进口农药产品必须在南非农业部办理产品登记注册手续后，才可以在南非国内销售。相关法律依据是南非 1947 年通过的第 36 号法案，即《肥料、饲料、农药和兽药法》。

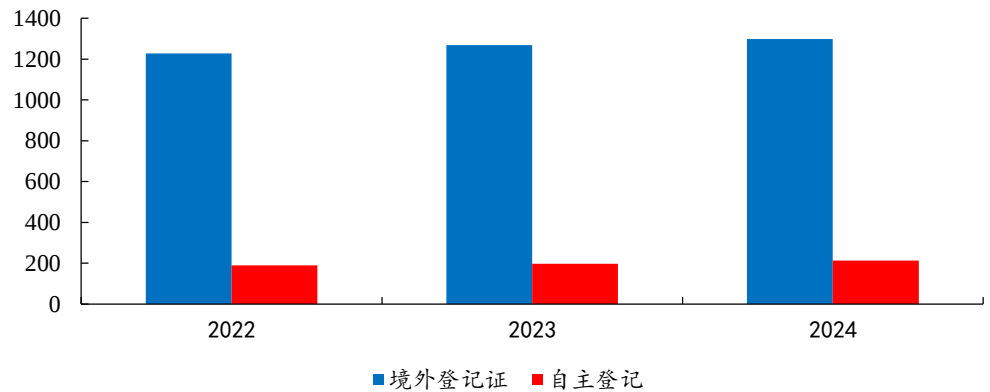
资料来源：泰禾股份招股书、颖泰生物公转书、开源证券研究所

3.3、公司境外登记证数量位于行业前列

凭借丰富的市场经验及对市场的敏锐判断，颖泰生物早期即在全球最大的农药消费地区拉美地区启动产品自主登记工作，拥有乙氧氟草醚和特丁噻草隆原药及制剂产品在全球 50 余个国家和地区的登记注册等知识产权。截至 2024 年年末，颖泰生物拥有境外登记注册 1298 项，其中自主登记注册 213 项；此外，还拥有国内农药产品登记证 421 项，其中原药登记证 157 项，位于行业前列。

公司拥有多个 GLP（Good Laboratory Practice 良好实验室规范）实验室，其出具 GLP 研究报告得到美国 EPA 和主要的 OECD 成员国认可，并屡次通过 OECD 成员国的复查认证。凭借强大的技术分析及优质的 GLP 实验室，公司可以实现从原料、中间体到原药产品质量的全面分析与控制，也满足了国外农药登记对微量杂质数据的需要。

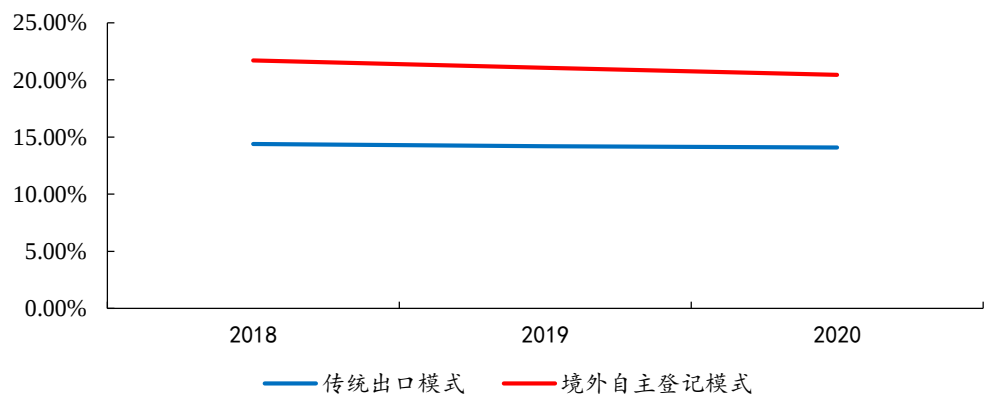
图29：公司境外登记证数量位于行业前列（项）



数据来源：颖泰生物年度报告、开源证券研究所

与传统出口模式相比，境外自主登记模式拥有更高的盈利水平；凭借在相关国家拥有的农药产品登记，在通过农药产品境外自主登记模式与客户进行洽谈、合作的过程时，公司处于相对主动地位，特别是在持有同类产品登记证的竞争者较少的情况下，将具有更强的议价能力。此外丰富的登记证资源有助于公司在市场产生需求时能够及时、准确的投放产品，从而具有较高的盈利水平。

图30：境外自主登记模式毛利率高于传统出口模式



数据来源：润丰股份招股书、开源证券研究所

3.4、看好公司发展，高管增持彰显经营信心

2025 年 5 月 13 日，颖泰生物发布增持股份结果公告，包括公司董事长、总经理在内的部分高级管理人员和董事基于对公司未来发展前景以及对公司投资价值的认可，通过集中竞价的方式对公司股票进行增持，增持数量共计 75.1 万股。

我们认为在当前农药行业正处于周期底部时对公司股份进行增持，彰显了经营管理层对公司后续发展的信心以及长期成长价值的认可，有望加深高管和公司利益

的深度绑定。本次增持有利于提升投资者信心，促进公司长远稳定发展。

表3：公司高管集体增持彰显经营信心

增持主体及身份	增持数量（股）	增持价格区间(元)	当前持股数量（股）	当前持股比例
陈伯阳（董事长）	80,000	4.15	80,000	0.0065%
张海安（董事）	100,000	2.02-2.06	100,000	0.0082%
刘晓亮（董事、总经理、董秘）	50,000	4.11	50,000	0.0041%
杨玉松（高级管理人员）	150,000	2.02-4.33	150,000	0.0122%
王榕（离任董事长）	371,000	2.02-3.79	24,010,000	1.9587%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

公司为国内农化行业龙头，是国内少有的具备丰富的产品组合及从研发到销售完整产业链的公司，具备较强的市场地位与竞争优势。在世界人口不断增长、农产品消费升级、生物能源推广等因素的驱动下，下游农业生产对于农药将具有较强的刚性需求。同时在国家政策推动以及行业落后产能出清的背景下，我国农药行业呈现优势向龙头企业聚集的趋势，公司作为龙头企业有望受益。

我们根据农药市场情况下调 2025 年盈利预测，新增 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.80（原 4.05）/2.05/3.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.07/0.17/0.30 元，对应当前股价的 PE 分别为 64.4/25.2/13.9 倍。当前农药行业正处于景气修复期，公司产品种类丰富，产业链完善，我们看好公司长期成长性，维持“增持”评级。

表4：可比公司 PE（2025E）均值为 16.6x

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元)	最新总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
利尔化学	002258.SZ	10.51	84.13	0.52	0.67	0.84	20.2	15.6	12.5
扬农化工	600486.SH	51.66	210.09	3.47	3.93	4.48	14.9	13.1	11.5
润丰股份	301035.SZ	54.35	152.60	3.69	4.62	5.64	14.7	11.8	9.6
均值			148.94	2.56	3.07	3.65	16.6	13.5	11.2
颖泰生物	920819.BJ	4.22	51.73	0.07	0.17	0.30	64.4	25.2	13.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：颖泰生物、扬农化工盈利预测取自开源证券研究所，其余均来自 Wind 一致性预测，截至 2025 年 5 月 23 日）

5、风险提示

原料及产品波动风险、贸易政策变化风险、项目建设不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4843	4550	3740	3840	4474
现金	1506	1116	1187	1369	1536
应收票据及应收账款	973	1427	0	0	0
其他应收款	59	51	66	69	83
预付账款	75	56	83	78	103
存货	1961	1550	2058	1971	2403
其他流动资产	268	349	346	353	350
非流动资产	7799	7356	6928	6748	6410
长期投资	2027	1715	1479	1211	854
固定资产	2772	3358	3354	3550	3663
无形资产	748	712	644	574	503
其他非流动资产	2253	1571	1452	1414	1390
资产总计	12642	11906	10668	10588	10884
流动负债	5933	5847	4720	4662	4837
短期借款	3209	2613	3992	3893	4060
应付票据及应付账款	1921	1637	0	0	0
其他流动负债	803	1597	728	769	776
非流动负债	920	1023	834	671	501
长期借款	768	849	660	497	327
其他非流动负债	153	174	174	174	174
负债合计	6854	6870	5554	5333	5338
少数股东权益	3	-9	-10	-13	-20
股本	1226	1226	1226	1226	1226
资本公积	3014	3014	3014	3014	3014
留存收益	1606	895	946	1060	1237
归属母公司股东权益	5785	5045	5125	5269	5565
负债和股东权益	12642	11906	10668	10588	10884

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	38	250	-165	898	576
净利润	91	-596	79	202	367
折旧摊销	57	46	390	433	478
财务费用	121	133	184	181	151
投资损失	71	227	-68	-32	49
营运资金变动	-687	-169	-737	119	-459
其他经营现金流	385	609	-12	-5	-11
投资活动现金流	-528	-385	116	-213	-178
资本支出	746	461	198	522	496
长期投资	112	36	236	268	357
其他投资现金流	106	40	78	40	-39
筹资活动现金流	8	-70	-1260	-403	-397
短期借款	48	-596	1380	-100	168
长期借款	577	82	-190	-162	-170
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
其他筹资现金流	-618	445	-2450	-141	-395
现金净增加额	-482	-179	-1309	282	-0

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5868	5830	6200	7152	8027
营业成本	4864	5221	5366	5992	6505
营业税金及附加	33	32	30	36	42
营业费用	100	96	95	112	129
管理费用	363	328	367	441	480
研发费用	167	173	169	199	227
财务费用	121	133	184	181	151
资产减值损失	-87	-276	0	0	0
其他收益	69	28	53	53	51
公允价值变动收益	-1	0	0	-2	-1
投资净收益	-71	-227	68	32	-49
资产处置收益	22	3	10	10	11
营业利润	167	-629	122	282	506
营业外收入	8	6	7	8	7
营业外支出	12	15	20	16	16
利润总额	163	-639	109	274	497
所得税	72	-43	30	72	130
净利润	91	-596	79	202	367
少数股东损益	-5	-9	-2	-3	-7
归属母公司净利润	96	-587	80	205	373
EBITDA	420	-412	689	927	1186
EPS(元)	0.08	-0.48	0.07	0.17	0.30

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-28.1	-0.7	6.3	15.4	12.2
营业利润(%)	-88.5	-477.2	119.4	131.4	79.2
归属于母公司净利润(%)	-90.9	-713.8	113.7	155.0	82.2
获利能力					
毛利率(%)	17.1	10.4	13.4	16.2	19.0
净利率(%)	1.6	-10.1	1.3	2.9	4.7
ROE(%)	1.6	-11.8	1.5	3.8	6.6
ROIC(%)	2.0	-4.4	2.2	3.7	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	54.2	57.7	52.1	50.4	49.0
净负债比率(%)	48.0	69.6	73.1	62.7	56.4
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	5.3	4.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.9	6.3	13.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	-0.48	0.07	0.17	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.20	-0.13	0.73	0.47
每股净资产(最新摊薄)	4.72	4.12	4.18	4.30	4.54
估值比率					
P/E	54.1	-8.8	64.4	25.2	13.9
P/B	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	18.9	-21.1	12.9	9.1	7.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn