

颖泰生物(920819.BJ)

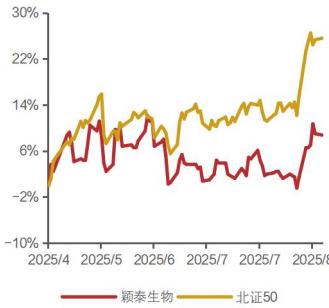
投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年08月25日

收盘价 (元)	4.48
一年内最高 / 最低 (元)	5.09 / 4.02
总市值 (百万元)	5,491.58
流通市值 (百万元)	5,409.63
总股本 (百万股)	1,225.80
资产负债率 (%)	56.02
每股净资产 (元/股)	4.16

资料来源：聚源数据

——全产业链农药领先企业，静待行业周期反转

投资要点：

- 全球农药市场规模超 700 亿美元，行业景气度有望逐步回升。根据 Phillips McDougall 数据，全球农药市场规模在 2017-2023 年间实现了 3.3% 的复合增速，2023 年为 748 亿美元。根据泰禾股份招股说明书，我国农药的产量已处于世界前列，2024 年原药产量达到 367.53 万吨，同比增长 37.59%。全球植物保护产品行业市场集中度较高（2021 年 CR5=75%），中国市场则相对分散（2021 年 CR5=24%）。中国是全球第一大农药出口国，World's Top Exports 数据显示，2023 年中国农药出口额高达 81 亿美元，显著高于第二名美国（47 亿美元）和第三名印度（43 亿美元），位居全球第一。2024 年我国农药出口数量和金额同比增长，海外市场库存水平处于低位，全球市场对于作物保护品的需求恢复正常且偏旺。公司作为基本面稳固的行业领先企业，有望在行业周期向上过程中展现更大的增长潜力。
- 研产销一体的农药领军企业，公司 2025Q1 营利双增。颖泰生物是以研发为基础、以市场需求为导向的农化产品提供商，主要从事农药原药、中间体及制剂产品的研产销和 GLP 登记注册技术服务及生物技术研究开发。根据公司 2024 年年报，张松山先生为公司的实际控制人，并通过华邦健康和卓远汇医合计控制公司 47.70% 股权。自产业务是公司技术与一体化优势的体现，贸易业务虽毛利较低，但有助于维持客户关系、完善产品组合并扩大市场规模。2025Q1 公司营收 13.87 亿元（yoY+0.96%）、归母净利润 234.84 万元，同比扭亏为盈。
- 公司近十年位列全国农药行业销售百强榜前十。截至 2024 年末，公司拥有专利 391 项，其中发明专利高达 216 项；拥有境外登记注册 1298 项，其中自主登记注册 213 项；拥有国内农药产品登记证 421 项，其中原药登记证 157 项。公司在国内外市场均处行业领先水平。根据公司 2024 年报，国内市场方面，公司近十年位列全国农药行业销售百强榜前十；国际市场方面，公司近五年均位列全球农化企业农药销售前二十（不含 2024 年）。在国内，公司在浙江、江苏、山东、河北和江西五省布局了生产基地；海外市场方面，公司不仅发展 B2B 业务模式，并且早期在全球较大的农药消费地区拉美地区展开产品自主登记工作，具有先发优势。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.42、1.53 和 2.68 亿元，截至 8 月 25 日收盘价，对应 PB 为 1.1、1.1、1.0 倍，我们选取扬农化工、安道麦 A、利尔化学、润丰股份作为可比公司，2025 年可比公司 PB 均值为 1.8 倍。公司为农药行业领先企业，具备研发、市场准入与渠道优势，我们看好其在农药行业周期上行过程中有望展现出更大的增长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济周期性波动风险、原材料供应价格上涨风险、税收优惠政策变动风险、出口退税率变动的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,868	5,830	6,170	6,828	7,706
同比增长率 (%)	-28.09%	-0.65%	5.83%	10.66%	12.86%
归母净利润 (百万元)	96	-587	42	153	268
同比增长率 (%)	-90.95%	-713.83%	107.17%	263.07%	74.91%
每股收益 (元/股)	0.08	-0.48	0.03	0.12	0.22
ROE (%)	1.65%	-11.64%	0.83%	2.94%	4.95%
市盈率 (P/E)	57.39	-9.35	130.37	35.91	20.53

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.42、1.53 和 2.68 亿元，截至 8 月 25 日收盘价，对应 PB 为 1.1、1.1、1.0 倍，我们选取扬农化工、安道麦 A、利尔化学、润丰股份作为可比公司，2025 年可比公司 PB 均值为 1.8 倍。公司为农药行业领先企业，具备研发、市场准入与渠道优势，我们看好其在农药行业周期上行过程中有望展现出更大的增长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合农药行业或将逐步回暖以及对于公司国内外业务积极拓展的预期，我们假设如下：

(1) 自产农化产品：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +5.0%/+10.0%/+12.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 51.39/56.53/63.31 亿元；

(2) 贸易农化产品：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +12.0%/+15.0%/+18.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 9.24/10.62/12.53 亿元；

(3) 技术服务咨询费：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +15.0%/+16.0%/+15.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.61/0.71/0.81 亿元。

投资逻辑要点

从行业来看，虽受阶段性供需关系调整的波动影响，但农化行业具备长远发展潜力。2024 年虽然多数产品价格大幅下行，但市场销量仍在增加。农药产品不论是在行业库存方面，还是产品价格方面均已接近历史低位。此外，由产能结构性过剩引发的供需关系紧张也会在国家宏观调控及行业供给侧改革推行下逐步缓解，供需格局或将逐步回归合理水平，颖泰生物有望受益于行业周期上行。

从公司来看，颖泰生物一方面通过为国际及国内知名农化公司如 ADAMA（安道麦）、CORTEVA（科迪华）、SYNGENTA（先正达）等提供高技术含量的产品，获得了稳定的销售渠道，保障了业绩基本盘。另一方面，公司前瞻性布局海外市场自主登记证业务，具有先发优势。这意味着公司可以向这些市场的经销商或终端用户销售自有品牌产品，有望能够获取产业链下游更高的利润。

核心风险提示

宏观经济周期性波动风险、原材料供应价格上涨风险、税收优惠政策变动风险、出口退税率变动的风险。

内容目录

1. 全球农药市场规模超 700 亿美元，行业景气度有望逐步回升	5
2. 研产销一体的农药领军企业，2025Q1 营利双增	9
3. 公司近十年位列全国农药行业销售百强榜前十	12
3.1. 坐拥 391 项专利与超 1700 项全球登记，构建核心护城河	12
3.2. 绑定先正达、科迪华等国内外知名农化企业，2024 年前五大客户贡献超 26% 营收	14
3.3. 募投项目已结项，优势产品有望实现产能及工艺双重升级	15
4. 盈利预测与评级	16
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 农药产业链中游主要是农药中间体、原药和制剂的生产制造环节	5
图表 2: 全球农药市场整体呈增长态势	5
图表 3: 近两年中国农药原药产量持续扩张	5
图表 4: 2022 年除草剂为全球农药市场第一大品类	6
图表 5: 目前国内农药价格指数正处于底部区域	6
图表 6: 全球转基因作物种植面积整体稳定增长	6
图表 7: 2023 年全球农业用地总面积前五区域占比约 37%	6
图表 8: 2023 年中国是全球农药出口第一大国	7
图表 9: 中国农药出口额有所波动	7
图表 10: 巴西为中国农药重要出口国之一	7
图表 11: 全球植保市场集中度较高, 2021 年 CR5 占比 75%	8
图表 12: 中国植保市场相对分散, 2021 年 CR5 占约 24%	8
图表 13: 颖泰生物可比公司业务信息	8
图表 14: 华邦生命健康股份有限公司为颖泰生物第一大股东, 占比 46.45%	9
图表 15: 颖泰生物全产业链商业模式图	9
图表 16: 颖泰生物主要产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂、中间体	10
图表 17: 2024 年公司自产农化产品收入占总营收 83.95%	10
图表 18: 2024 年公司国内外营收占比相当	10
图表 19: 2025Q1 利润率有所回升	11
图表 20: 公司专利数量不断积累, 研发成果有效转化	12
图表 21: 公司研发费用占营收比稳定, 保障技术创新	12
图表 22: 核心在研项目聚焦“绿色清洁”工艺, 构建成本与环保优势	12
图表 23: 颖泰生物销售额处于同行业领先	13
图表 24: 科稷达隆获得 KJ1003 和 KJC017 转基因生物安全证书	13
图表 25: 前五大客户销售额集中度处于 21%-34% 之间	14
图表 26: 颖泰生物在多地布局生产基地, 保障供应链安全与稳定性	14
图表 27: 募投项目均已结项	15
图表 28: 颖泰生物主营业务营收预测	16
图表 29: 颖泰生物可比公司估值表 (截至 20250825)	16

1. 全球农药市场规模超 700 亿美元，行业景气度有望逐步回升

中国凭借中游农药生产制造优势，在农药产业链中扮演着重要角色。根据智研咨询，农药行业价值链分工包括产品研发，中间体、原药、制剂生产和渠道网络等环节，产业价值链的特征是“中间小、两头大”，即中间生产环节附加值较低，前端的技术研发、产品创制和后端的品牌、渠道拥有较高附加值。技术水平、自主创新能力、渠道和品牌影响力是行业竞争的关键要素。

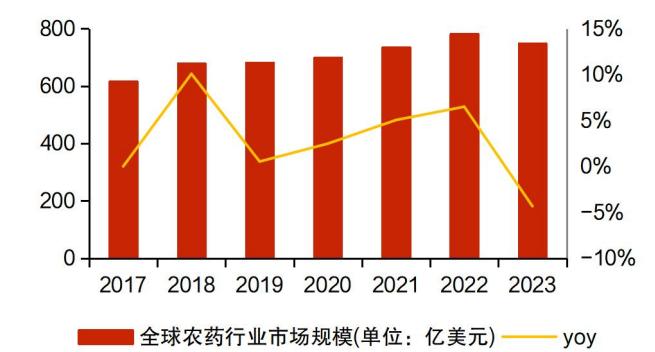
图表 1：农药产业链中游主要是农药中间体、原药和制剂的生产制造环节



资料来源：智研咨询、华源证券研究所

全球农药市场整体呈增长态势，中国原药产量居世界前列。根据 Phillips McDougall 数据，全球农药市场规模在 2017-2023 年间实现了 3.3% 的复合增速，2023 年为 748 亿美元。根据泰禾股份招股说明书，我国农药工业已形成了一套包括科研开发、原药生产、制剂加工、原材料及中间体配套较为完整的农药工业体系，农药产量与出口量已处于世界前列。2001-2015 年，我国化学农药原药从 78.72 万吨增加到 374.00 万吨，增长了 3.76 倍。2015 年国家农业部下发《到 2020 年农药使用量零增长行动方案》，积极探索产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的现代农业发展之路；与此同时，我国亦在环保、安全等方面采取更严格的管控措施，实施供给侧改革，2016 年-2018 年我国化学农药原药产量逐年下降。2019 年全国化学农药原药产量恢复性上涨 8.22%，2024 年原药产量达到 367.53 万吨，同比增长 37.59%。

图表 2：全球农药市场整体呈增长态势



资料来源：Phillips McDougall、农药快讯信息网、世界农化网、华源证券研究所

图表 3：近两年中国农药原药产量持续扩张

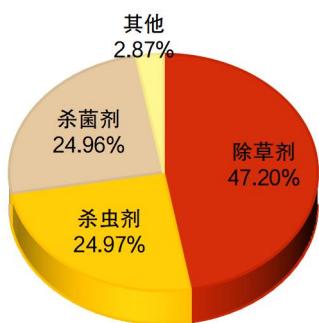


资料来源：wind、华源证券研究所

全球农药细分市场中，除草剂是第一大品类。全球农药市场按产品功能主要划分为除草剂、杀菌剂和杀虫剂。根据世界农化网数据，2022年除草剂市场规模达371.5亿美元，市场份额高达47.2%；杀菌剂与杀虫剂市场规模分别为196.5亿美元和196.6亿美元。除草剂市场规模大主要得益于转基因耐除草剂作物的广泛推广，以及大田作物机械化耕作模式的普及。

国内农药价格有所分化，静待价格走出周期低谷。据中国农药工业协会统计，农药价格指数在2022年初期达到历史高位后开始回调，目前价格指数已出现企稳迹象，2025年3月以来杀虫剂价格指数已有所上涨。6月中国农药价格指数持续小幅回涨，6月农药价格指数（CAPI）为79.48，环比小幅上涨0.47%，同比下跌3.77%。进入6月，市场需求稳定，终端市场用药有所放缓，企业开工随订单调整。

图表4：2022年除草剂为全球农药市场第一大品类



资料来源：泰禾股份招股说明书、世界农化网、华源证券研究所

图表5：目前国内农药价格指数正处于底部区域



资料来源：中国农药工业协会等、华源证券研究所

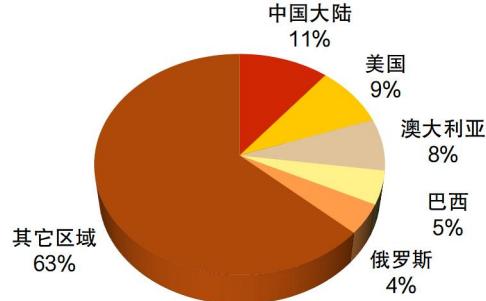
全球近48亿公顷农业用地提供广阔市场，转基因技术渗透率持续提升。根据联合国粮食与农业组织2023年数据，全球农业用地总面积接近48亿公顷，其中约37%集中在中国大陆、美国、澳大利亚、巴西和俄罗斯五个区域，农药下游市场广阔。根据智种网Novoseed、AgbioInvestor数据，全球转基因作物面积整体稳定增长，于2024年达到2.1亿公顷。目前转基因性状主要为抗虫、耐除草剂以及两者叠加。转基因抗虫性状的推广种植或减少杀虫剂的用量，而转基因耐除草剂性状的逐步推广，或推动草甘膦和草铵膦使用的增加。

图表6：全球转基因作物种植面积整体稳定增长



资料来源：智种网Novoseed微信公众号、AgbioInvestor、华源证券研究所

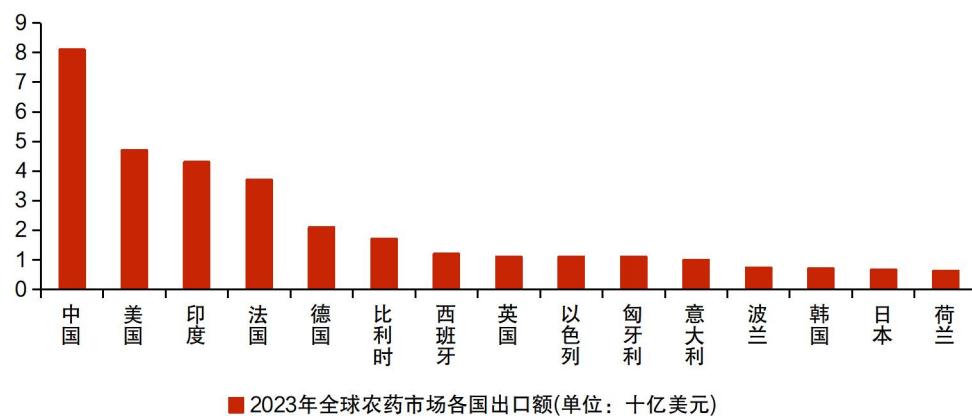
图表7：2023年全球农业用地总面积前五区域占比约37%



资料来源：联合国粮食与农业组织、华源证券研究所

中国是全球第一大农药出口国。World's Top Exports 数据显示, 2023 年中国农药出口额高达 81 亿美元, 显著高于第二名美国 (47 亿美元) 和第三名印度 (43 亿美元), 位居全球第一。根据颖泰生物 2024 年报, 在成本攀升和环保趋严的双重压力下, 跨国公司从 2000 年起将本土农药生产制造环节逐步转移到有成本优势和技术基础及产业基础的发展中国家, 中国接受产业转移程度最高, 中国供应全球农药接近 70% 的产能。近年来, 虽然随着全球地缘政治关系变化推动贸易格局转变及产业链重构, 但中国的精细化工产业链和工艺更为成熟完善, 且中国农药企业在压力下展现出了极强的韧性和可持续发展的动力, 并加速向高端制造转型发展以应对全球贸易环境的变化, 因此中国农药供应在全球供应链上位置相对可靠稳定。

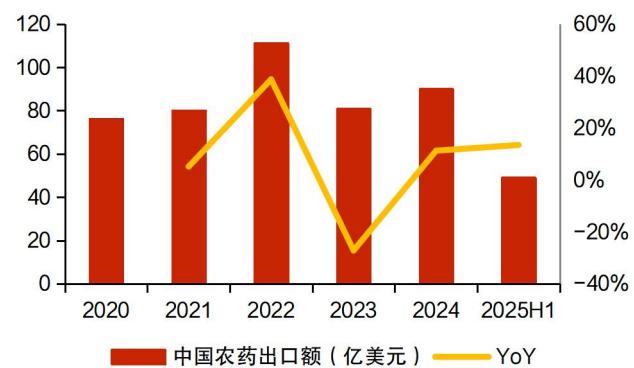
图表 8: 2023 年中国是全球农药出口第一大国



资料来源: World's Top Exports、华源证券研究所

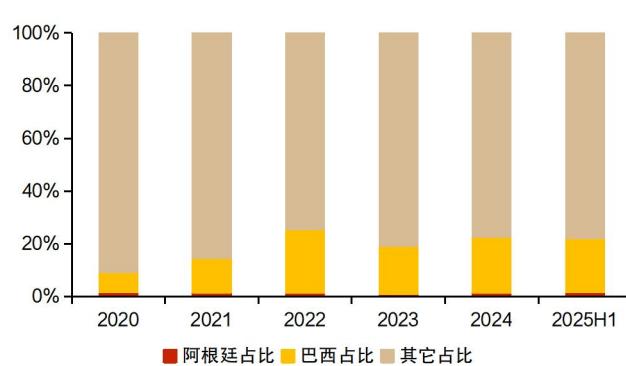
全球市场对于作物保护品的需求逐步恢复, 巴西为中国农药重要出口国之一。根据润丰股份 2024 年报, 海外作物保护品市场库存水平处于低位, 全球市场对于作物保护品的需求恢复正常且偏旺。大宗农产品价格依旧居于历史中位值, 农民有积极的用药意愿, 农产品的种植面积没有减少, 这意味着种植者对于作物保护品的刚性消耗需求依旧正常。根据中国海关统计数据, 2024 年农药出口金额为 89.95 亿美元, 同比上升 11.23%; 2025 上半年同比仍有 13% 以上增长。对于中国农药企业而言, 拉丁美洲是其重要来源, 根据中国海关统计数据, 2022 年至 2025 上半年, 巴西占据了中国农药总出口额 18%–24% 的份额, 加上阿根廷, 两国合计占比平均在 20% 左右, 成为中国农药出口较为重要的地区。

图表 9: 中国农药出口额有所波动



资料来源: 中国海关统计数据平台、华源证券研究所

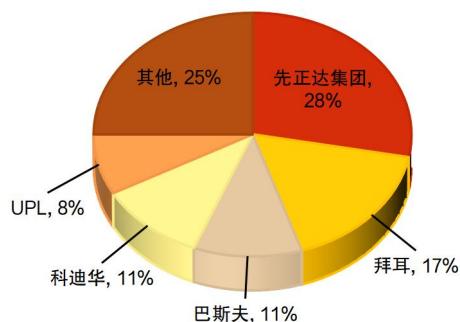
图表 10: 巴西为中国农药重要出口国之一



资料来源: 中国海关统计数据平台、华源证券研究所

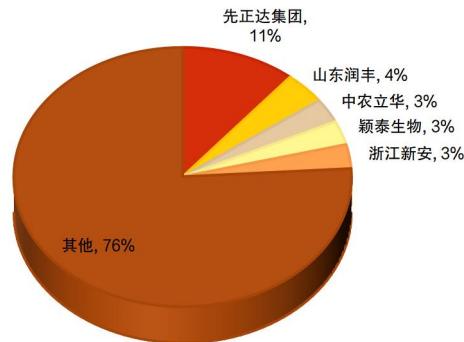
全球植物保护产品行业市场集中度较高，中国市场则相对分散。根据 AgbioInvestor 统计数据，2021 年先正达集团在全球植物保护产品行业市场占有率排名第一，先正达集团、拜耳、巴斯夫、科迪华及 UPL 五大集团合计占据了全球 75% 的市场份额，市场集中度较高。根据中国农药协会和灼识咨询统计数据，2021 年先正达集团在中国植物保护产品行业市场占有率排名第一（市占率 11%），山东润丰、颖泰生物等本土企业市场份额均在 3%-4% 的水平，格局相对分散。随着国际农药巨头兼并重组完成，全球农药工业新的格局已经形成。根据颖泰生物 2024 年报，第一梯队企业和部分日本企业为创制类生产企业，依靠研发创新和专利保护获取丰厚的产业顶层利润。第二梯队代表为农药仿制型企业，具备一定的技术实力，通过聚焦生产专利到期农药和制剂加工环节，凭借低成本优势迅速抢占市场。第三梯队最具代表性的企业是我国与印度等发展中国家的大型仿制原药与制剂企业，通过技术引进和自主创新相结合的方式发展，具有技术、工艺和成本优势，整体研发投入较第一二梯队企业占比较低，大多处于产业链中低端。

图表 11：全球植保市场集中度较高，2021 年 CR5 占比 75%



资料来源：先正达集团招股说明书、AgbioInvestor、华源证券研究所

图表 12：中国植保市场相对分散，2021 年 CR5 占约 24%



资料来源：先正达集团招股说明书、中国农药协会、灼识咨询、华源证券研究所

可比公司：安道麦拥有全球化的分销网络与差异化、高附加值的制剂产品组合，利尔化学在草铵膦等特定原药品类上具备全球领先的技术优势，而润丰股份则拥有丰富的境外自主登记与以“快速市场进入平台”为特点的全球营销网络。

图表 13：颖泰生物可比公司业务信息

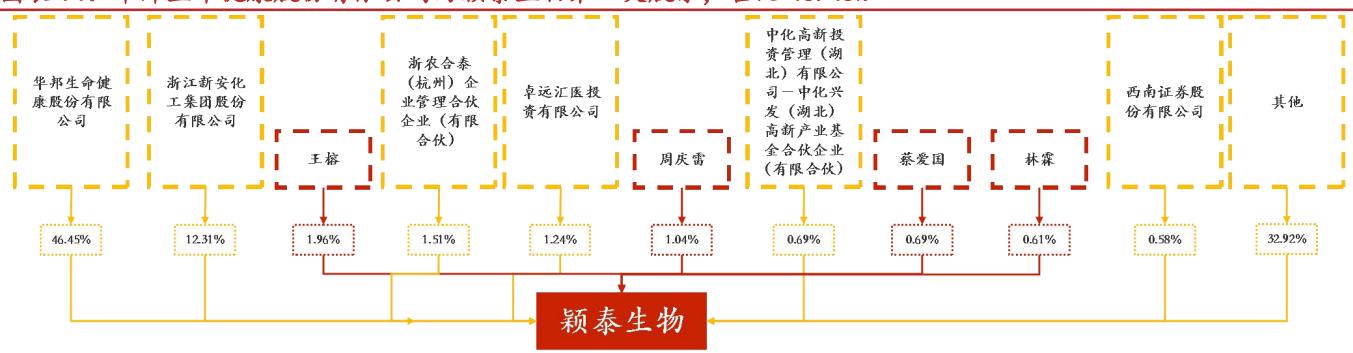
公司	公司定位	核心优势	主要产品
颖泰生物 (920819.BJ)	研产销一体化的非专利农化产品供应商	GLP 实验室与全球自主登记证；绑定大客户；三嗪酮类、二苯醚类除草剂具有较强市场竞争力	除草剂（三嗪酮、二苯醚类）、杀菌剂、杀虫剂
利尔化学 (002258.SZ)	以技术创新为核心的农药原药制造商	技术驱动，在草铵膦、氯代吡啶类除草剂领域具备全球领先的技术优势	除草剂（草铵膦、草甘膦、氯代吡啶类）
扬农化工 (600486.SH)	国内领先的农药原药及精细化工企业	优秀的原药合成技术与成本控制；丰富的产品组合	除草剂（草甘膦）、杀虫剂（拟除虫菊酯类）
润丰股份 (301035.SZ)	专注于海外市场的农药制造商与出口商	以“快速市场进入平台”为特点的全球营销网络；丰富的境外自主登记	除草剂、杀菌剂、杀虫剂
安道麦 (000553.SZ)	全球领先的非专利作物保护解决方案提供商	全球分销网络与市场覆盖；差异化、高附加值的制剂产品组合	除草剂、杀菌剂、杀虫剂等全面的差异化制剂产品

资料来源：各公司年报、华源证券研究所

2. 研产销一体的农药领军企业，2025Q1 营利双增

公司股权结构较为集中，实控人控制公司 47.7%股权。根据公司 2025 年第一季度数据，第一大股东华邦生命健康股份有限公司持股 46.45%，其全资子公司卓远汇医投资有限公司持股 1.24%，两者合计持股达 47.69%。第二大股东浙江新安化工集团股份有限公司持股 12.31%。前十大股东合计持股比例达到 67.08%，股权集中度较高。此外，持股 1.96%的第三大股东王榕先生同时担任控股股东华邦健康的董事，强化了核心股东在公司治理层面的影响力。根据公司 2024 年年报，张松山先生为华邦健康的实际控制人，并通过华邦健康和卓远汇医合计控制公司 47.70%股权，为公司的实际控制人。

图表 14：华邦生命健康股份有限公司为颖泰生物第一大股东，占比 46.45%



资料来源：颖泰生物 2025 第一季度报告、华源证券研究所

颖泰生物是以研发为基础、以市场需求为先导的农化产品提供商，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。公司在农化行业深耕二十余年，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，公司三嗪酮类除草剂、二苯醚类除草剂及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。

图表 15：颖泰生物全产业链商业模式图



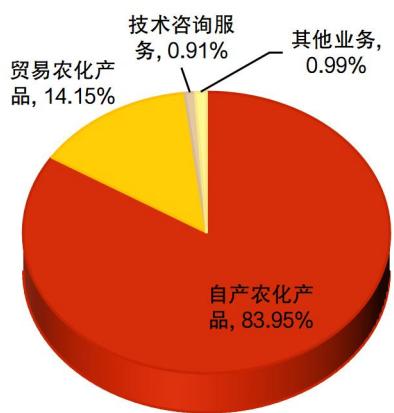
资料来源：颖泰生物 2024 年年报、华源证券研究所

图表 16: 颖泰生物主要产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂、中间体

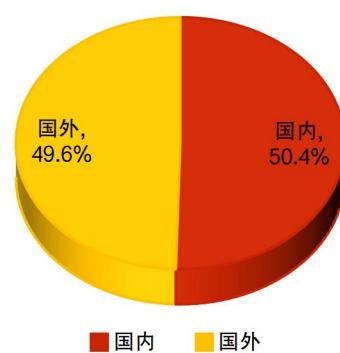
产品	所属细分行业	用途	运输与存储方式	主要上游原料	主要下游应用领域	产品价格的影响因素
除草剂 (酰胺类、二苯醚类、三嗪酮类除草剂等)		用于除农田、林地杂草或有害植物		3,4 二氯三氟甲苯、2-甲基-6-乙基苯胺	用于多种田间作物，主要用于除阔叶杂草、稗草、异性莎草、单子叶和双子叶杂草	
杀虫剂 (噻二嗪酮类、新型脲类杀虫剂等)	农药	用于防治害虫	集装箱海运/陆运	叔丁胺	用于棉花等多种田间作物、果树、观赏植物和蔬菜等。对有害昆虫有良好的防治效果	原料价格及产品供求关系
杀菌剂 (甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂、三唑类杀菌剂等)		用于防治因病原菌引起的植物病害		二氯嘧啶	用于多种田间作物，可以防治多种菌属引起的病害	
中间体 (氟苯、3 氯 2 甲基苯胺等)	化工	用于农药、医药、染料加工		邻硝	用于农药行业、医药行业、染料行业	

资料来源：颖泰生物 2024 年年报、华源证券研究所

自产销售为主，境内外均衡发展。自产业务是公司技术与一体化优势的体现，贸易业务虽毛利较低，但有助于维持客户关系、完善产品组合并扩大市场规模。2024 年公司自产农化产品收入 48.9 亿元，毛利率为 10.5%；贸易农化产品收入 8.2 亿元，毛利率为 5.8%。2023-2024 年自产农化产品毛利率下滑，主要因为客户需求放缓、市场竞争加剧，产品价格持续走低。分地区来看，公司实现了境内外均衡发展，2024 年境内、外收入规模均在 29 亿元左右，境外毛利率 11.2%，较境内毛利率 9.7% 更高，均衡的境内外布局有助于公司在一定程度上平滑单一市场价格波动。

图表 17: 2024 年公司自产农化产品收入占总营收 83.95%


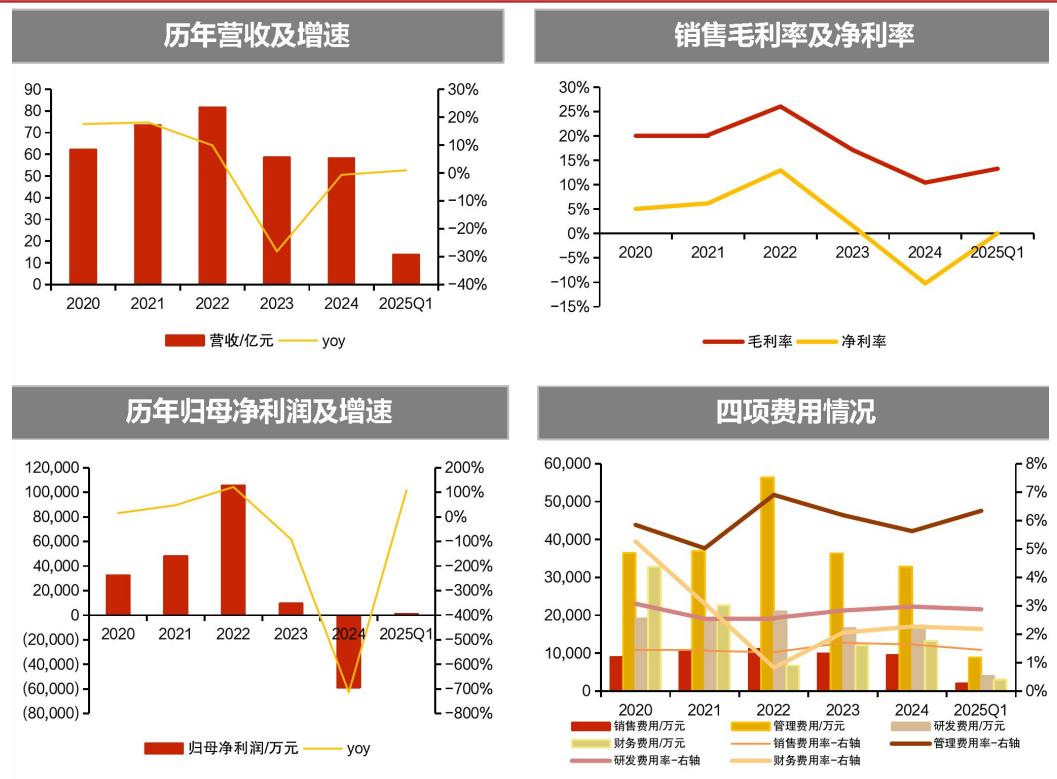
资料来源：颖泰生物 2024 年年报，华源证券研究所

图表 18: 2024 年公司国内外营收占比相当


资料来源：颖泰生物 2024 年年报，华源证券研究所

2024 年，颖泰生物营收 58.3 亿元 (yoy-0.65%)、归母净利润-5.9 亿元，同比由盈转亏；2025 年一季度颖泰生物营收 13.87 亿元 (yoy+0.96%)、归母净利润 234.84 万元，同比扭亏为盈，毛利率、净利率分别为 13.3%、0.05%。2025 年一季度，公司营收、净利润以及利润率均同比上涨。

图表 19: 2025Q1 利润率有所回升



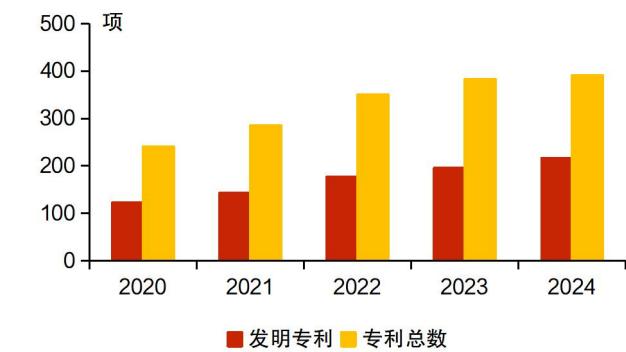
资料来源: iFinD、华源证券研究所

3. 公司近十年位列全国农药行业销售百强榜前十

3.1. 坐拥 391 项专利与超 1700 项全球登记，构建核心护城河

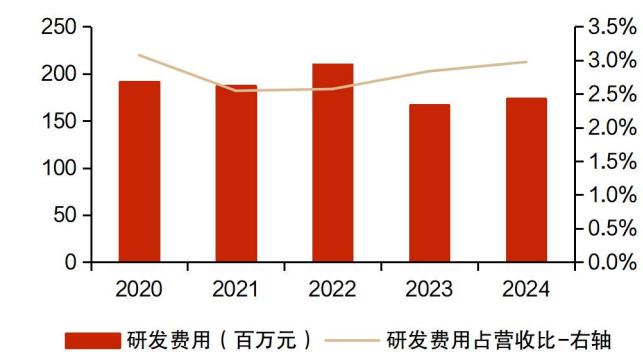
公司拥有领先的 GLP 实验室，专利数量逐年增加。截至 2024 年末，公司拥有专利 391 项，其中发明专利高达 216 项。公司 2006 年便拥有获得 OECD 成员国认证的 GLP 实验室，是中国大陆领先的农药 GLP 实验室。同时，公司持续推进重点项目研发，如“4000 吨/年嘧菌酯原药连续化工艺”和“15000 吨/年精异丙甲草胺连续化清洁生产技术”等项目均已达到预定可使用状态，通过产品研发不断提升产品质量和三废利用率，以平滑产品价格的周期性波动，保证盈利的稳定性。公司拥有国内一流的研发设施和研发队伍，建立了省级企业研究院、省级研发中心、省级企业技术中心、省级重点实验室、省级院士专家工作站等科研平台，承担了国家“十四五”重点研发计划、省级重大专项、省级新产品计划等多项科技项目，参与并解决了多项行业关键共性技术难题。

图表 20：公司专利数量不断积累，研发成果有效转化



资料来源：颖泰生物年报、华源证券研究所

图表 21：公司研发费用占营收比稳定，保障技术创新



资料来源：颖泰生物年报、华源证券研究所

图表 22：核心在研项目聚焦“绿色清洁”工艺，构建成本与环保优势

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标
4000 吨/年嘧菌酯原药连续化工艺工程技术开发研究	针对产品的产能、连续化工艺、工程、三废等进行绿色清洁新技术的工艺开发研究	车间建设及设备安装完成，水试车完毕，达到预定可使用状态	产能目标，达到 4000 吨/年；质量目标，原药含量 $\geq 98\%$ ；三废目标，达到预期三废处理要求指标；主工段采用连续操作的方式，溶剂回收部分采用连续操作方式、后处理工序除过滤操作为间歇操作外，其他均采用连续操作方式
2-硝基-4-甲砜基苯甲酸的催化剂、溶剂及连续化工艺技术开发研究	作为公司主要产品的关键原料，开发其新的清洁工艺，从催化剂合成、硝化和氧化连续化等方面开展绿色清洁新技术的工艺开发研究	项目中试研究阶段	创新性的使用新的连续化反应方式进行硝化及氧化反应，优化了氧化后产品的后处理方案，提高产品质量。同时也开发新工艺关键催化剂的合成研究
15000 吨/年精异丙甲草胺连续化清洁生产技术	对产品的产能、连续化工艺、工程、三废等进行绿色清洁新技术的工艺开发研究	达到预定可使用状态	产能目标，15000 吨/年，质量目标含量 $\geq 98\%$ ，有效减少能耗、降低成本；建成 15000 吨/年清洁化生产装置

资料来源：颖泰生物 2024 年年报、华源证券研究所

公司具有市场准入和渠道优势。由于农药产品的特殊性，世界大多数国家均对农药的生产和销售进行严格监管，实行登记注册制登记耗费的时间成本和资金成本较大，在严苛的注册登记门槛下，登记证的数量和品种对企业的的发展较为重要。在全球市场，公司凭借丰富的市场经验及对市场的敏锐判断早期即在全球较大的农药消费地区拉美地区启动产品自主登记工作，并凭借强大的自主登记能力拥有多个农药登记证，快速打开市场，具备先发优势。公司拥有乙氧氟草醚和特丁噁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，公司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。**公司利用自身优势与国内外知名农化企业形成了良好的合作关系，保证了公司产品销售渠道的畅通。

公司在国内外市场均处行业领先水平。根据公司 2024 年报，国内市场方面，公司近十年位列全国农药行业销售百强榜前十；国际市场方面，公司近五年均位列全球农化企业农药销售前二十（不包含 2024 年）。根据中国农药工业协会排名，公司 2023 年销售额位列全国农药行业销售第十，根据 AgroPages 排名，公司在 2022 财年全球农化企业排行榜中位列第十七。

图表 23：颖泰生物销售额处于同行业领先



资料来源：中国农药工业协会、AgroPages、华源证券研究所

前瞻布局生物育种，有望与现有业务产生协同。公司不仅深耕传统非专利农化领域，更前瞻性地布局生物育种技术，其子公司科稷达隆（北京）生物技术有限公司自主研发的抗虫耐除草剂玉米 KJ1003 和耐除草剂棉花 KJC017，已获得农业转基因生物安全证书，标志着这两个农业转基因项目初步具备商业化条件，有利于提升公司的自主创新能力核心竞争力，耐除草剂性状或能与公司现有的除草剂业务产生协同效应，对公司未来的经营发展具有积极意义。

图表 24：科稷达隆获得 KJ1003 和 KJC017 转基因生物安全证书

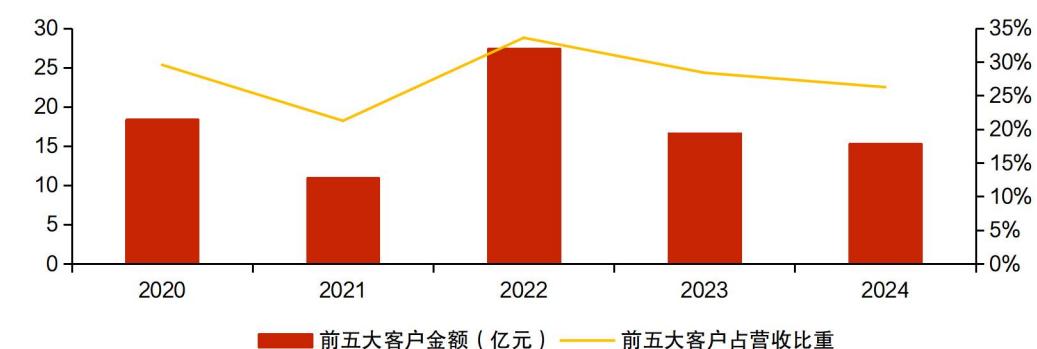
审批准号	申报单位	项目名称	有效期	有效区域
农基安证字 (2024)第 290 号	科稷达隆(北京)生 物技术有限公司	转 cry1A.105、cry1Ab2、vip3Aa19 和 cp4epsps 基 因抗虫耐除草剂玉米 KJ1003 生产应用的安全证书	2024 年 12 月 25 日至 2029 年 12 月 24 日	全国
农基安证字 (2024)第 221 号	科稷达隆(北京)生 物技术有限公司	转 cp4epsps 基因耐除草剂棉花 KJC017 生产应用 的安全证书	2024 年 10 月 8 日至 2029 年 10 月 7 日	全国

资料来源：中国农业农村部、华源证券研究所

3.2. 绑定先正达、科迪华等国内外知名农化企业，2024年前五大客户贡献超 26% 营收

公司客户结构稳定，绑定全球知名农化企业。根据公司年报数据，2020-2024 年，前五大客户销售额合计占公司总营业收入的比重维持在 21% 至 34% 的区间内，这种较为集中的客户结构，是公司长期坚持以技术为导向，服务大客户战略的结果。公司通过为国际及国内知名农化公司如 ADAMA (安道麦) 、 CORTEVA (科迪华) 、 SYNGENTA (先正达) 、 NUFARM (纽发姆) 、 LANXESS (朗盛) 等提供高技术含量的产品，与其建立了稳定的合作关系，保障了公司稳定的销售渠道，也体现了全球知名企业对公司产品技术、工艺水平及供应能力的认可，构成了公司的核心竞争优势之一。

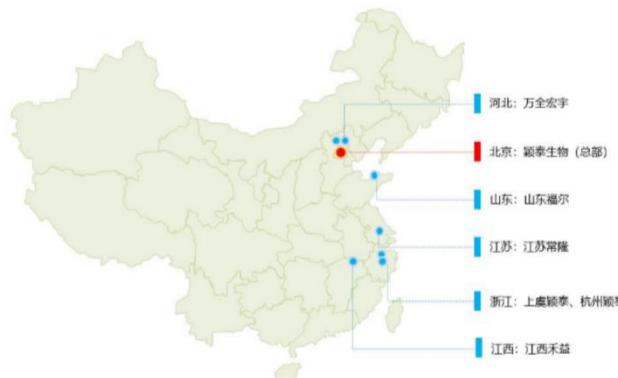
图表 25：前五大客户销售额集中度处于 21%-34% 之间



资料来源：颖泰生物年报、华源证券研究所

公司实行“国内+海外”双循环市场布局，国内多基地保障供应稳定。在国内，公司在浙江、江苏、山东、河北和江西五省布局了生产基地。国内多基地布局，在夯实了生产能力的同时分散了单一基地的生产集中风险，在环保高压政策常态化的大环境下，具备可持续生产能力。海外市场方面，公司不仅发展 B2B 业务模式，并且早期在全球较大的农药消费地区拉美地区展开产品自主登记工作，具有先发优势。这意味着公司可以向这些市场的经销商或终端用户销售自有品牌产品，有望能够获取产业链下游更高的利润。

图表 26：颖泰生物在多地布局生产基地，保障供应链安全与稳定性



资料来源：颖泰生物 2024 年年报、华源证券研究所

注：本图仅为示意简图，不代表完整的中国地图

3.3. 募投项目已结项，优势产品有望实现产能及工艺双重升级

募投项目顺利完工结项，彰显公司高效项目执行能力。公司募投项目“农药原药产品转型升级及副产精酚综合回收利用项目”，截至 2024 年 12 月已达到预定可使用状态，满足结项条件。根据公司招股书，该项目建设内容主要包括硝磺草酮、嘧菌酯、戊唑醇等公司现有优势产品的扩产、使用新工艺建设乙氧氟草醚产品生产线以及相应的公共工程、环保设施等生产配套设施建设。

图表 27：募投项目均已结项

序号	募集资金用途	调整后募集资金计划 投资总额（百万元）	募集资金 累计投入进度	项目达到预定 可使用状态日期
1	农药原药产品转型升级及副产 精酚综合回收利用项目	413.86	84.11%	2024 年 12 月
2	偿还银行贷款项目	100.00	100%	-

资料来源：颖泰生物公告、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合农药行业或将逐步回暖以及对于公司国内外业务积极拓展的预期，我们假设如下：

(1) 自产农化产品：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +5.0%/+10.0%/+12.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 51.39/56.53/63.31 亿元；

(2) 贸易农化产品：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +12.0%/+15.0%/+18.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 9.24/10.62/12.53 亿元；

(3) 技术服务咨询费：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +15.0%/+16.0%/+15.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.61/0.71/0.81 亿元。

图表 28：颖泰生物主营业务营收预测

	2025E	2026E	2027E
自产农化产品 (万元)	513,911.45	565,302.60	633,138.91
yoY	5.00%	10.00%	12.00%
贸易农化产品 (万元)	92,363.43	106,217.95	125,337.18
yoY	12.00%	15.00%	18.00%
技术服务咨询费 (万元)	6,097.69	7,073.32	8,134.32
yoY	15.00%	16.00%	15.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.42、1.53 和 2.68 亿元，截至 8 月 25 日收盘价，对应 PB 为 1.1、1.1、1.0 倍，我们选取扬农化工、安道麦 A、利尔化学、润丰股份作为可比公司，2025 年可比公司 PB 均值为 1.8 倍。公司为农药行业领先企业，具备研发、市场准入与渠道优势，我们看好其在农药行业周期上行过程中有望展现出更大的增长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 29：颖泰生物可比公司估值表（截至 20250825）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE			PB		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
扬农化工	600486.SH	71.25	288.85	3.42	4.05	4.62	20.9	17.6	15.4	2.5	2.2	2.0
安道麦 A	000553.SZ	7.01	156.80	0.14	0.21	0.26	50.8	34.0	27.1	0.8	0.8	0.8
利尔化学	002258.SZ	12.51	100.13	0.52	0.67	0.84	24.1	18.6	14.9	1.3	1.2	1.2
润丰股份	301035.SZ	72.57	203.76	3.86	4.80	5.91	18.8	15.1	12.3	2.7	2.3	2.1
均值							28.6	21.3	17.4	1.8	1.7	1.5
颖泰生物	920819.BJ	4.48	54.92	0.03	0.12	0.22	130.4	35.9	20.5	1.1	1.1	1.0

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期；颖泰生物盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

宏观经济周期性波动风险：公司客户为国内外农药企业，主要分布于农业。下游客户所在区域及行业的发展与宏观经济周期、政策相关度较高。宏观经济政策的调整及其周期性波动，均将对公司下游客户的盈利能力产生较大的影响，进而影响对公司所处行业的需求。因此，当宏观经济处于波谷、增速减缓时，下游行业的不景气将减少对公司产品的需求，对公司的生产经营产生一定的影响。

原材料供应价格上涨风险：公司生产所需的原材料主要包括各类化工原料、化工中间体等，原材料价格上涨会对公司产品成本构成较大影响。虽然公司可凭借自身的规模优势及自身建立的广泛原材料供应渠道优势，根据国内外市场供求信息以及对未来生产需求的合理预测等最大限度降低原材料价格上涨对公司盈利所造成的不利影响，但由于公司所处农化行业的基础原料石油价格易受到国际政治经济环境的影响，从而导致下游化工原料价格波动使公司面临由于主要原材料价格变动所引发的盈利不确定风险。

税收优惠政策变动风险：公司及子公司上虞颖泰、颖泰分析、山东福尔、福尔特种设备和科稷达隆均为高新技术企业，2024年内企业所得税的适用税率为15%。在后续的经营过程中，如果公司不能持续符合高新技术企业的相关标准，或国家调整高新技术企业税收优惠政策，将对公司的财务状况和经营成果产生一定的影响。

出口退税率变动的风险：公司农药原药产品出口执行增值税“免、抵、退”政策，出口退税是国际上较为通行的政策，对于提升国内企业在国际市场上的竞争力、促进出口贸易有着十分重要的作用。2024年公司国外销售业务收入占比约49.57%，在公司目前的销售结构下，如果国家出口退税的相关政策发生变化，可能会对公司的经营业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,116	617	683	771
应收票据及账款	1,554	1,606	1,761	1,900
预付账款	56	59	65	72
其他应收款	51	52	56	61
存货	1,550	1,519	1,609	1,736
其他流动资产	223	214	235	276
流动资产总计	4,550	4,068	4,409	4,815
长期股权投资	1,715	1,765	1,865	1,975
固定资产	3,396	3,333	3,287	3,256
在建工程	786	899	723	507
无形资产	712	688	675	671
长期待摊费用	25	27	25	23
其他非流动资产	724	777	789	782
非流动资产合计	7,356	7,488	7,364	7,214
资产总计	11,906	11,557	11,773	12,029
短期借款	2,613	2,272	2,399	2,277
应付票据及账款	1,637	1,622	1,706	1,825
其他流动负债	1,597	1,733	1,815	2,061
流动负债合计	5,847	5,628	5,920	6,163
长期借款	870	705	506	306
其他非流动负债	153	153	153	153
非流动负债合计	1,023	859	659	460
负债合计	6,870	6,486	6,579	6,623
股本	1,226	1,226	1,226	1,226
资本公积	3,014	3,014	3,015	3,017
留存收益	805	838	959	1,165
归属母公司权益	5,045	5,078	5,200	5,408
少数股东权益	-9	-8	-6	-2
股东权益合计	5,036	5,070	5,194	5,406
负债和股东权益合计	11,906	11,557	11,773	12,029

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-596	-30	57	157
折旧与摊销	424	470	496	525
财务费用	133	141	129	119
投资损失	227	-52	-102	-112
营运资金变动	-169	104	-110	47
其他经营现金流	231	76	125	135
经营性现金净流量	250	710	595	870
投资性现金净流量	-385	-553	-296	-281
筹资性现金净流量	-70	-655	-234	-501
现金流量净额	-179	-499	66	88

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,830	6,170	6,828	7,706
营业成本	5,221	5,383	5,874	6,532
税金及附加	32	31	34	39
销售费用	96	93	104	119
管理费用	328	324	357	401
研发费用	173	167	185	210
财务费用	133	141	129	119
资产减值损失	-276	-62	-68	-92
信用减值损失	-4	1	1	1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-227	52	102	112
公允价值变动损益	0	0	1	2
资产处置收益	3	5	5	5
其他收益	28	30	30	30
营业利润	-629	57	215	344
营业外收入	6	8	7	7
营业外支出	15	15	14	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-639	51	208	336
所得税	-43	8	53	65
净利润	-596	43	155	271
少数股东损益	-9	1	2	4
归属母公司股东净利润	-587	42	153	268
EPS(元)	-0.48	0.03	0.12	0.22
主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-0.65%	5.83%	10.66%	12.86%
营业利润增长率	-477.21%	109.10%	275.41%	60.06%
归母净利润增长率	-713.83%	107.17%	263.07%	74.91%
经营现金流增长率	553.70%	184.05%	-16.15%	46.22%
盈利能力				
毛利率	10.44%	12.75%	13.96%	15.23%
净利率	-10.22%	0.69%	2.27%	3.52%
ROE	-11.64%	0.83%	2.94%	4.95%
ROA	-4.93%	0.36%	1.30%	2.22%
估值倍数				
P/E	-9.35	130.37	35.91	20.53
P/S	0.94	0.89	0.80	0.71
P/B	1.09	1.08	1.06	1.02
股息率	0.00%	0.15%	0.58%	1.12%
EV/EBITDA	-89	13	10	8

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。