

经营质量持续改善，文化自信护航出海

核心观点

- 结构优化推动公司一季度经营性利润大幅增长：**进入 2026 年，公司经营质量延续前期结构性优化带来的提升趋势，高利润率的业务、产品及区域占比持续提升，带动公司经营指标明显改善。公司一季度收入同比增长 18.80%，而同期我国海关编码 3808 项下农药制剂产品出口金额同比增长 14.36%，公司收入增长快于大盘。公司一季度毛利率从去年的 19.27% 显著提升至 23.79%，背后的结构优化贡献显著。首先，公司 Model C 收入占比由 38.39% 提升至 48.75%；第二，非除草剂收入占比由 28.47% 提升至 30.38%，品类分布更加均衡；第三，欧美市场占比持续提升，尤其是北美收入占比由 11.10% 提升至 16.92%；第四，公司自产原药项目落地及降本的效果开始体现。虽然 2026 年一季度汇率波动带来了较大汇兑损失，且去年同期是汇兑收益，导致今年一季度表现的归母净利润为 1.65 亿元，同比下滑 35.61%，但公司模拟测算的剔除汇率影响的归母净利润达到 2.83 亿元，同比大幅增长 202.15%。
- 文化自信已成为支撑公司出海成长的核心竞争力：**市场对公司竞争力的认知大多还停留在具象的指标层面，比如财务数据或是登记证储备量等。诚然，公司近几年登记证数量持续快速增长，至 2026 年一季度末已拥有 9100 多个，较 2024 年底增加约 1400 个，各项经营指标也如前文所述持续优化。但我们认为，公司最稀缺的核心竞争力来自于人。公司近几次的财报及相关公告中都强调了文化自信的持续提升，这一点听起来抽象，也容易被市场忽略，但我们认为这恰恰是公司在海外探索成果最浓缩的体现。从最初对海外环境的陌生、恐惧以及依赖外方人员开启业务，到中方骨干在外主动请缨并能独当一面，公司通过干中学积累了宝贵经验并沉淀了优秀团队，也为中国本土企业出海进入深水区趟出了一条路。正如我们前期公司深度报告《平台壁垒持续强化，出海价值亟待重估》所分析，团队和背后的企业文化是公司最难以被复制的壁垒，也是公司出海商业模式能够持续运转并迭代的核心支撑。

盈利预测与投资建议

- 由于公司结构优化持续推进，我们主要上调了公司毛利率预测。我们预测 26-28 年公司 EPS 分别为 4.98、6.11、7.60 元（原 26-27 年预测为 4.89、5.94 元），给予可比公司 26 年 20 倍 PE，对应目标价 99.60 元，维持买入评级。

风险提示：

- 市场开拓不及预期；海外经营不确定性风险；原材料等成本波动风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,296	14,688	17,042	19,644	22,426
同比增长(%)	15.8%	10.5%	16.0%	15.3%	14.2%
营业利润(百万元)	435	1,503	1,956	2,425	2,988
同比增长(%)	-54.0%	245.5%	30.1%	24.0%	23.2%
归属母公司净利润(百万元)	450	1,045	1,398	1,716	2,135
同比增长(%)	-41.6%	132.1%	33.8%	22.8%	24.4%
每股收益(元)	1.60	3.72	4.98	6.11	7.60
毛利率(%)	19.8%	22.8%	23.5%	24.1%	24.9%
净利率(%)	3.4%	7.1%	8.2%	8.7%	9.5%
净资产收益率(%)	6.8%	14.7%	17.4%	18.6%	20.0%
市盈率	52.2	22.5	16.8	13.7	11.0
市净率	3.5	3.1	2.7	2.4	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年05月06日）	83.7元
目标价格	99.6元
52周最高价/最低价	88/51.68元
总股本/流通A股（万股）	28,077/28,033
A股市值（百万元）	23,501
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年05月07日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-4.41	10.06	2.45	57.57
相对表现%	-5.8	0.24	-2.58	29.51
沪深300%	1.39	9.82	5.03	28.06



证券分析师

万里扬 执业证书编号：S0860519090003
wanliyang@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

盈利能力持续提升，严控风险轻装上阵 2025-10-31
结构优化推动盈利能力提升，海外经营风 2025-08-23
险控制能力进一步加强
平台壁垒持续强化，出海价值亟待重估： 2025-06-30
润丰股份深度报告系列之二

表 1：可比公司估值（截至 2026/5/6）

可比公司	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
扬农化工	71.42	3.17	3.99	4.62	5.16	22.51	17.91	15.47	13.84
联化科技	16.68	0.40	0.64	0.79	1.12	41.47	26.02	21.05	14.92
国光股份	12.65	0.67	0.85	0.95	0.98	18.89	14.93	13.38	12.85
诺普信	10.85	0.65	1.18	1.52	1.68	16.76	9.23	7.15	6.44
安道麦 A	7.50	-0.45	0.18	0.26	0.33	-16.71	40.58	28.55	22.98
泰禾股份	27.58	1.04	1.25	1.52	1.84	26.65	22.01	18.17	14.99
调整后平均						21.20	20.22	17.02	14.15

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,127	3,546	4,515	5,677	7,106	营业收入	13,296	14,688	17,042	19,644	22,426
应收票据、账款及款项融资	5,387	5,208	6,042	6,964	7,951	营业成本	10,665	11,339	13,039	14,906	16,851
预付账款	73	101	117	135	154	销售费用	654	736	852	982	1,121
存货	2,418	2,654	3,052	3,489	3,944	管理费用	547	586	665	746	841
其他	473	433	429	440	451	研发费用	169	183	213	246	280
流动资产合计	11,478	11,941	14,154	16,705	19,606	财务费用	677	(77)	136	125	112
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产、信用减值损失	203	196	93	102	109
固定资产	2,330	2,834	2,738	2,627	2,523	公允价值变动收益	52	(87)	(10)	(15)	(10)
在建工程	381	251	418	449	519	投资净收益	60	(66)	(15)	(10)	(15)
无形资产	289	346	319	293	266	其他	(56)	(70)	(64)	(86)	(99)
其他	817	1,038	561	551	545	营业利润	435	1,503	1,956	2,425	2,988
非流动资产合计	3,818	4,470	4,037	3,921	3,855	营业外收入	8	8	9	8	8
资产总计	15,296	16,412	18,191	20,625	23,460	营业外支出	30	51	33	38	41
短期借款	2,499	1,705	1,705	1,705	1,705	利润总额	413	1,460	1,932	2,395	2,955
应付票据及应付账款	4,553	5,346	6,148	7,028	7,945	所得税	(115)	282	348	431	532
其他	717	934	898	907	917	净利润	528	1,177	1,585	1,964	2,423
流动负债合计	7,770	7,985	8,751	9,640	10,567	少数股东损益	78	133	187	248	288
长期借款	346	233	233	233	233	归属于母公司净利润	450	1,045	1,398	1,716	2,135
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.60	3.72	4.98	6.11	7.60
其他	131	216	38	38	38						
非流动负债合计	477	449	271	271	271	主要财务比率					
负债合计	8,247	8,434	9,022	9,911	10,838		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	388	428	615	863	1,152	成长能力					
实收资本(或股本)	281	281	281	281	281	营业收入	15.8%	10.5%	16.0%	15.3%	14.2%
资本公积	2,317	2,346	2,471	2,471	2,471	营业利润	-54.0%	245.5%	30.1%	24.0%	23.2%
留存收益	4,021	4,854	5,802	7,099	8,719	归属于母公司净利润	-41.6%	132.1%	33.8%	22.8%	24.4%
其他	41	68	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,049	7,978	9,169	10,714	12,623	毛利率	19.8%	22.8%	23.5%	24.1%	24.9%
负债和股东权益总计	15,296	16,412	18,191	20,625	23,460	净利率	3.4%	7.1%	8.2%	8.7%	9.5%
						ROE	6.8%	14.7%	17.4%	18.6%	20.0%
						ROIC	14.9%	11.5%	16.0%	17.3%	18.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	53.9%	51.4%	49.6%	48.1%	46.2%
净利润	528	1,177	1,585	1,964	2,423	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,220	297	412	448	483	流动比率	1.48	1.50	1.62	1.73	1.86
财务费用	677	(77)	136	125	112	速动比率	1.16	1.16	1.26	1.37	1.48
投资损失	(60)	66	15	10	15	营运能力					
营运资金变动	(298)	666	(571)	(602)	(656)	应收账款周转率	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7
其它	(1,316)	14	323	117	119	存货周转率	3.7	4.4	4.5	4.5	4.5
经营活动现金流	751	2,143	1,899	2,063	2,497	总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
资本支出	(3,584)	(678)	(445)	(330)	(416)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	0	0	0	每股收益	1.60	3.72	4.98	6.11	7.60
其他	2,852	(279)	(25)	(25)	(25)	每股经营现金流	2.68	7.63	6.76	7.35	8.89
投资活动现金流	(731)	(956)	(470)	(355)	(441)	每股净资产	23.72	26.89	30.47	35.08	40.86
债权融资	327	38	0	0	0	估值比率					
股权融资	(63)	29	125	0	0	市盈率	52.2	22.5	16.8	13.7	11.0
其他	(254)	(1,140)	(585)	(544)	(627)	市净率	3.5	3.1	2.7	2.4	2.0
筹资活动现金流	9	(1,074)	(460)	(544)	(627)	EV/EBITDA	9.9	13.4	9.3	7.7	6.5
汇率变动影响	74	53	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.8	16.2	11.1	9.1	7.5
现金净增加额	103	167	969	1,163	1,429						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。