

证券研究报告·公司深度报告

润丰股份（301035）：境外自主登记构建核心竞争力，一体化发展提升公司品牌力

分析师：卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521100005

分析师：邓胜

dengsheng@csc.com.cn

SAC 编号：S1440518030004

研究助理：郭祝同

guozhutong@csc.com.cn

2023年6月15日

研究摘要

核心观点:

- **公司主营海外农药市场，B端销售为主。**海外农药登记证申请难度持续增加，公司多年经营积累大量境外农药登记证，先发优势显著。在此基础上积极发展原药、C端业务，全面布局。
- **出口逐步好转，2023H2海外需求有望改善。**22年年底受海外库存影响，22年12月国内除草剂出口量同比下滑22.99%，随着库存消化，23年3月除草剂出口同比提升1.23%，展望下半年海外需求有望得到恢复。
- **润丰先发优势显著，大量登记证构建核心竞争壁垒。**近年来不同国家对于登记证的管理愈发严格，登记投入加大、资料繁琐化、审批效率下降，登记时间整体需要3-8年。截至2022年公司新增1072项登记证，累计获得5273项登记证。
- **以B端业务为基础发展原药及C端业务，进一步推进一体化布局。**公司以B端业务发展作为基础，往上游延申原药生产环节、加大自有品牌的全球C端业务投入，扩大产业布局。
- **盈利预测：**公司持续获取登记证，同时在原药端持续布局以及拓展C端业务渠道，业绩有望得到大幅提升。预计2023-2025年净利润分别为15.62、19.04和23.69亿元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能投放不及预期；汇率风险；市场风险；汇率风险等。

目录

01 深耕海外农药市场，经营情况持续性提升

02 农药行业稳定增长，海外需求有望改善

03 大量登记证构建公司核心竞争壁垒

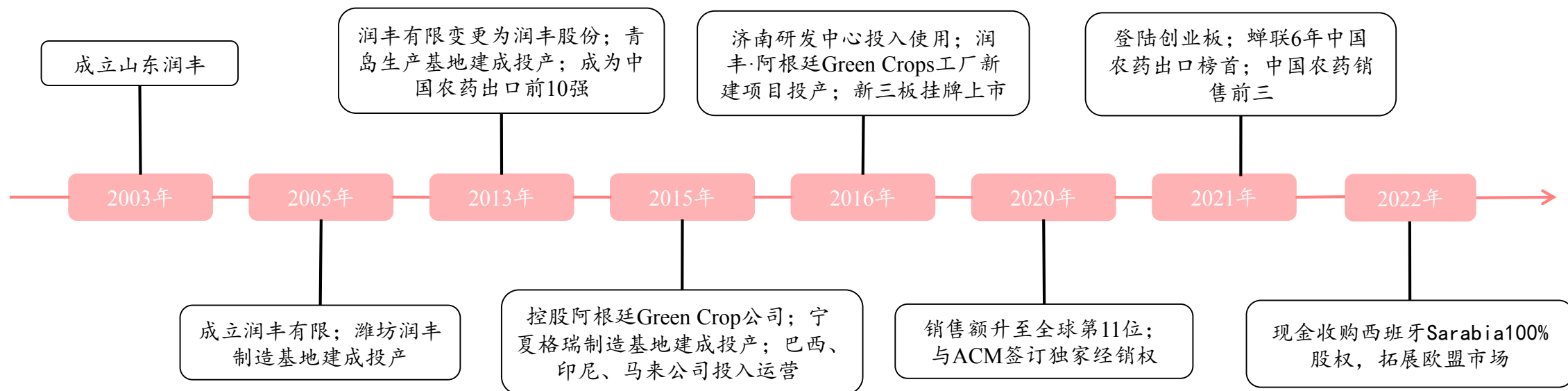
04 专利药大量到期，为公司原药业务提供空间

05 加大C端布局，一体化经营提升公司品牌价值

06 盈利预测及风险提示

全球领先的本土作物植保公司

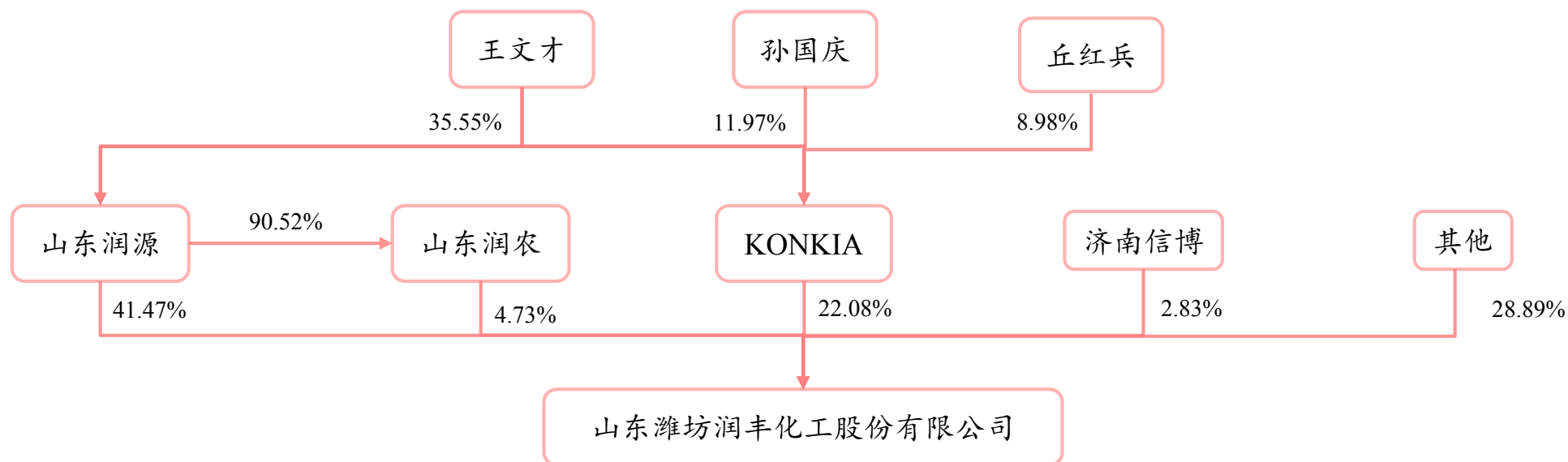
图表：润丰股份历史沿革



- 公司历史悠久，是全球领先的本土作物植保公司。公司前身为2001年成立的山东润丰，2021年登陆创业板，公司深耕非专利农药制剂，聚焦海外原药与制剂销售，有着近20多年的农药生产销售经验。
- 6年蝉联国内农药出口第一，全球农化企业排名11位。公司主营海外市场，以自主登记作为主要出口的模式。

股权稳定，持续优化全球布局

图表：润丰股份股权结构



- 股权结构稳定集中的民营企业。公司创始人及实控人为王文才、孙国庆和丘红兵，三人同毕业于华东理工大学，通过控股山东润源（41.47%）、KONKIA（22.08%）以及山东润农（4.73%）对公司进行控制。
- 公司全球化布局，旗下子公司众多。在境外设有80多个下属公司，在全球80多个国家开展业务持续加速完善全球营销网络。

协作关系稳定，深耕行业多年

图表：公司创始人及高管履历

姓名	职位	学历背景	履历
王文才	董事长	本科	毕业于 华东理工大学 精细化工专业； 1994年-2000年历任山东绿野车间主任、总经理助理、总经理； 山东润丰主要创办人之一并负责海外市场开拓业务
孙国庆	董事	本科 高级工程师	毕业于 华东理工大学 有机化工专业； 1995年-2000年历任山东绿野研发部项目经理； 山东润丰主要创办人之一
丘红兵	董事 副总裁	本科 工程师	毕业于 华东理工大学 精细化工专业； 1998年-2001年任山东绿野部门经理； 山东润丰主要创办人之一
李学士	副董事长	硕士 高级经济师	纽约州立大学布法罗分校工商管理学院硕士；中国石油大学管理工程专业本科； 1989年-1999年任山东绿野董事长； 1987年-1989年任华东石油学院讲师；
袁良国	董事 副总裁	硕士 工程师	北京交通大学工商管理硕士；上海交通大学应用化学专业本科； 1997年-2000年任山东绿野车间主任； 2005年加入山东润丰并担任副总经理

股权激励绑定核心员工利益， 资本投资未来成长空间

图表：公司股权激励授予目标

年度	增长率	
	目标值 (Am)	触发值 (An)
2021	10%	5%
2022	20%	10%
2023	30%	15%
以公司2020年营业收入为基数，各考核年度实际考核指标完成值 (A)	业绩完成度	公司层面归属比例
	$A \geq A_m$	100%
	$A_n \leq A < A_m$	$80\% + (A - A_n) / (A_m - A_n) * 20\%$
	$A < A_n$	0

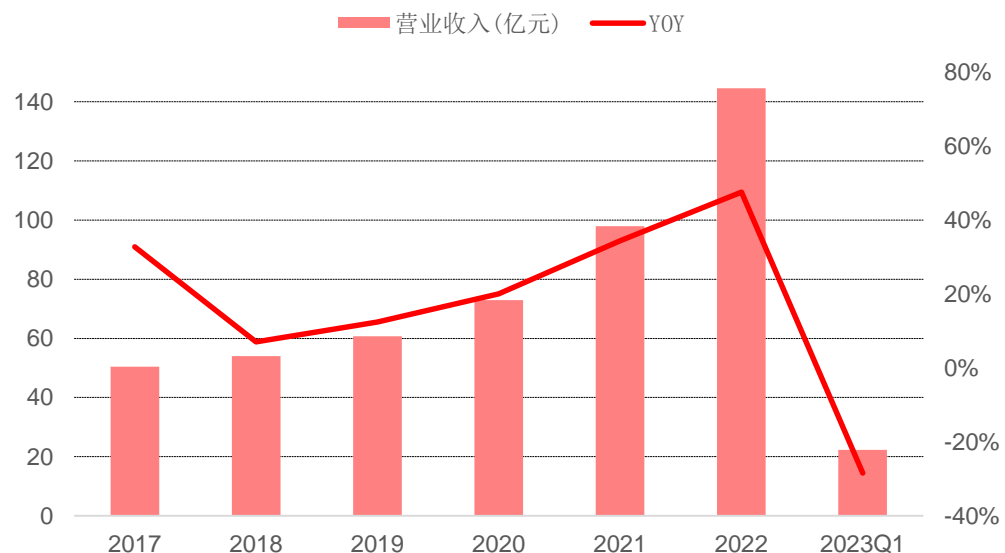
图表：首次授予部分归属的激励对象名单及归属情况（调整后）

姓名	职务	已获授限制性股票数量 (万股)	本次可归属数量 (万股)	占已获授予股票总量的比例
沈婕	总裁	19.96	3.99	20%
邢秉鹏	董事会秘书、财务总监	16.89	3.38	20%
小计		36.85	7.37	20%
其他人员 (144人)		435.73	86.20	19.78%
合计		472.58	93.57	19.80%

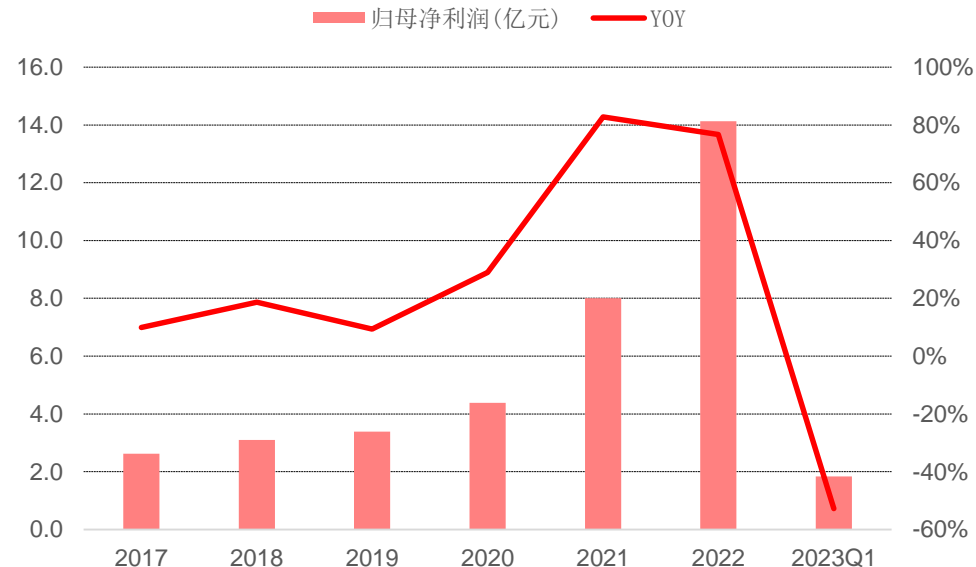
➤ 业绩导向股权激励机制，绑定核心员工利益。股权激励计划有效调动员工的积极性，为公司持续成长注入动力，利好公司中长期发展。

市场持续开拓，营收利润屡创新高

图表：公司营收及增速



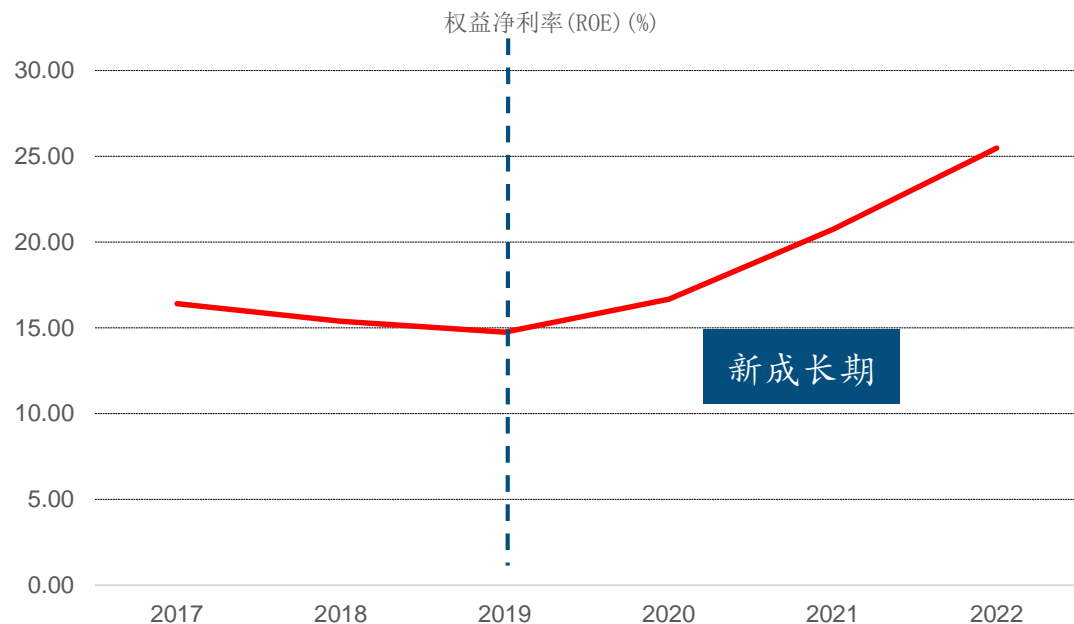
图表：公司归母净利润及增速



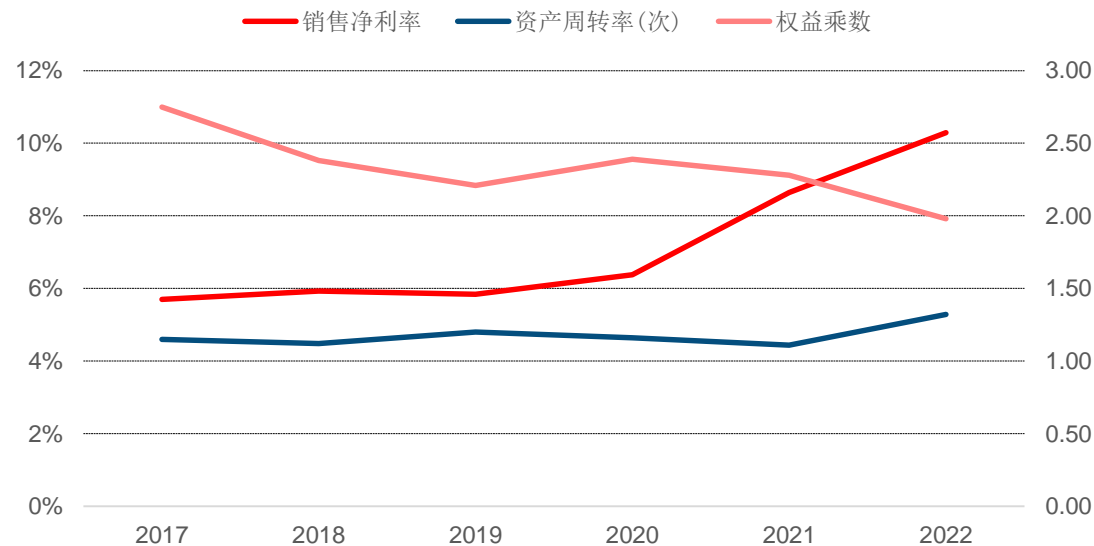
- 海外市场持续开拓，营收、利润屡创新高。截止2022年年底，公司共拥有全球登记证5273项，持续开拓海外市场，带来营收与利润的大幅增长，2022年实现营收144.60亿元，同比增长47.6%，归母净利润14.13亿元，同比增长76.7%。
- 巴西市场刚性需求逐步恢复，公司业绩有望回暖。2023Q1公司实现营收22.33亿元，同比下降28.4%，归母净利润1.83亿元，同比下降52.8%，未来随公司最大海外市场巴西地区作物保护品终端需求启动，刚性需求恢复，业绩有望回暖。

抓住发展新机遇，公司盈利稳步提升

图表：公司ROE情况



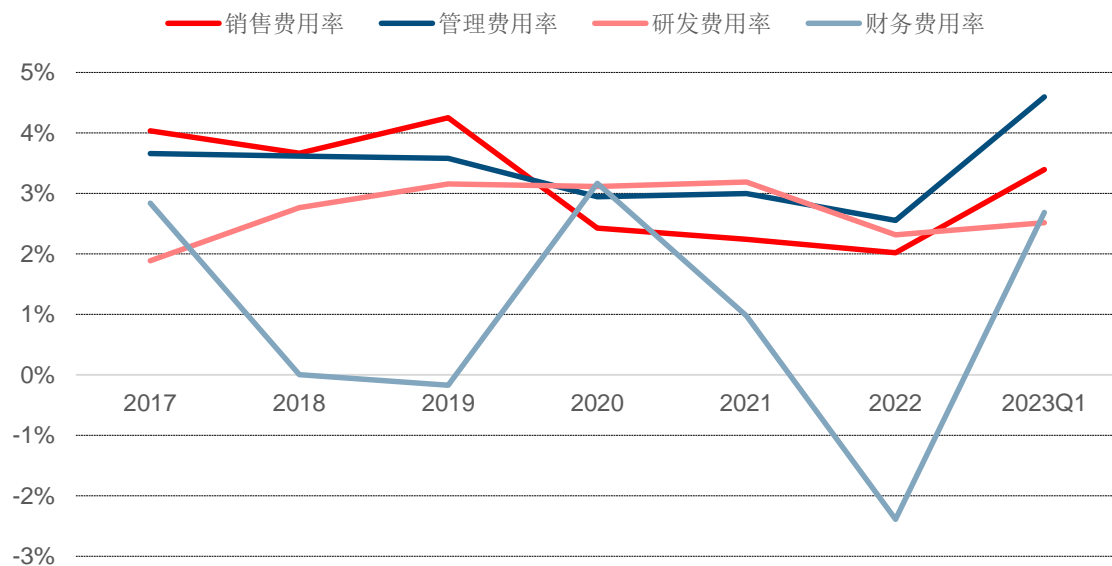
图表：杜邦分析



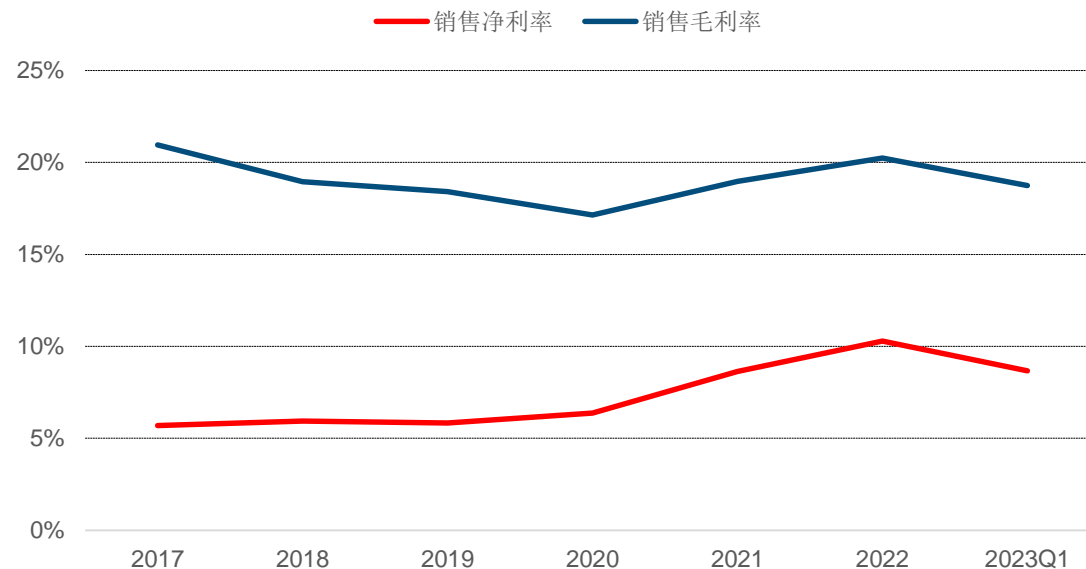
➤ 高景气周期背景下，公司盈利能力持续改善。2021年新农化周期下，作物保护品需求旺盛、供应偏紧，价格呈现单边上行态势，润丰股份ROE连续三年攀升至25%。

毛利率稳中有升，注重高效管理提升盈利能力

图表：公司各项费用率



图表：公司销售毛利率、净利率

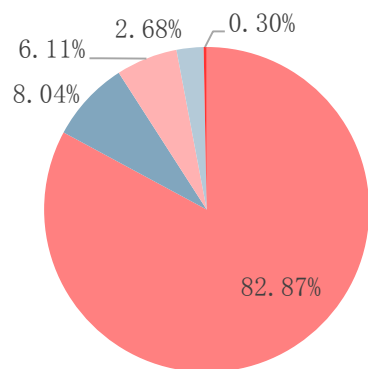


- 制剂销售靠近终端，盈利能力稳定。17年来毛利率稳定在20%左右，净利率在5-10%附近；盈利能力稳定，随着C端业务的发展，业绩有进一步提升空间。
- 轻架构高效管理，成本管控能力强。公司注重高效、快速响应的市场服务，具有较好的成本管控能力，销售和管理费用率总体稳定，财务费用主要是受汇兑损益影响而波动较大。

产品品类丰富，除草剂贡献主要营收与利润

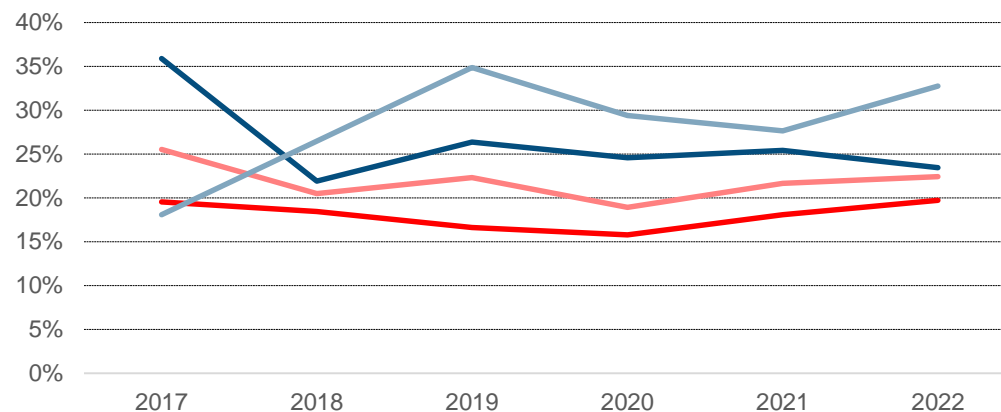
图表：2022年公司毛利占比

■ 除草剂 ■ 杀虫剂 ■ 杀菌剂 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



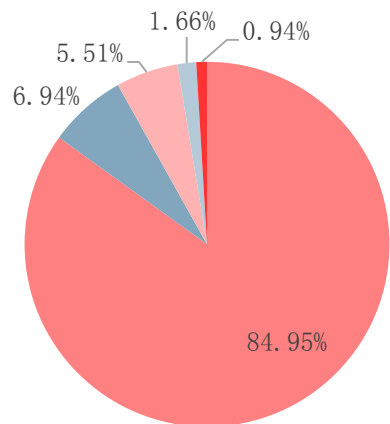
图表：公司主营产品毛利率情况

— 除草剂 — 杀虫剂 — 杀菌剂 — 其他主营业务



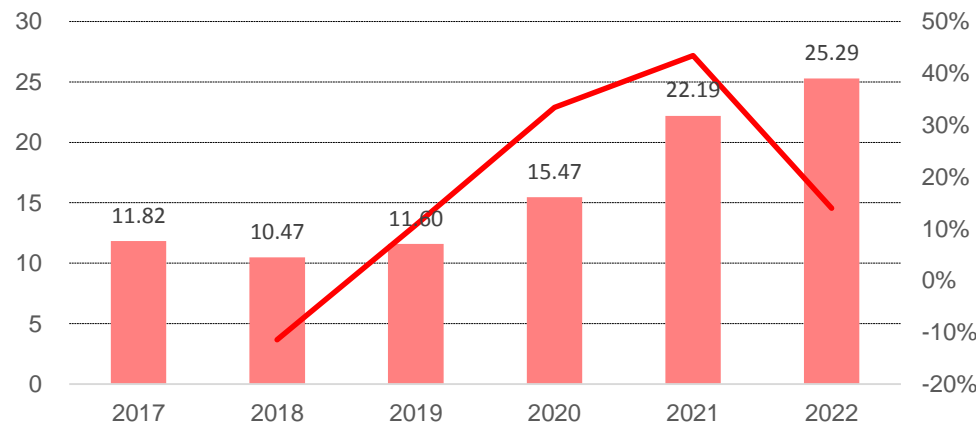
图表：2022年公司营收占比

■ 除草剂 ■ 杀虫剂 ■ 杀菌剂 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



图表：公司主营产品除草剂销量

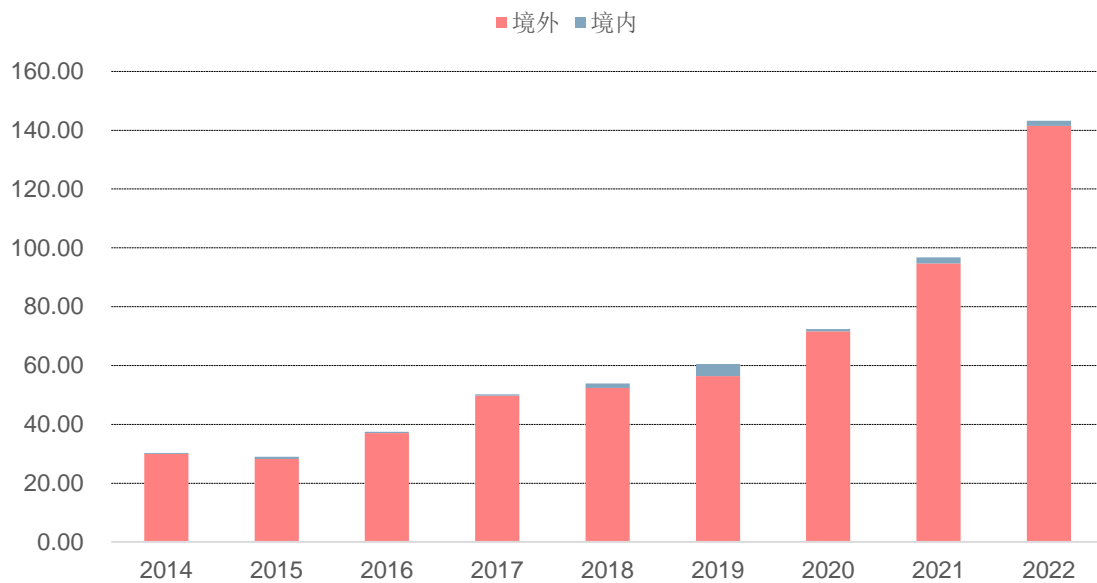
■ 除草剂（万吨） — 同比



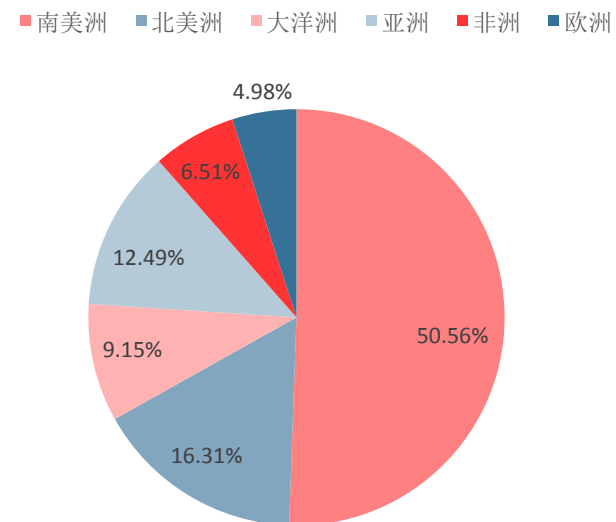
数据来源：公司公告，Wind，中信建投

海外销售为主，南美地区为核心市场

图表：公司主营业务收入结构（亿元）



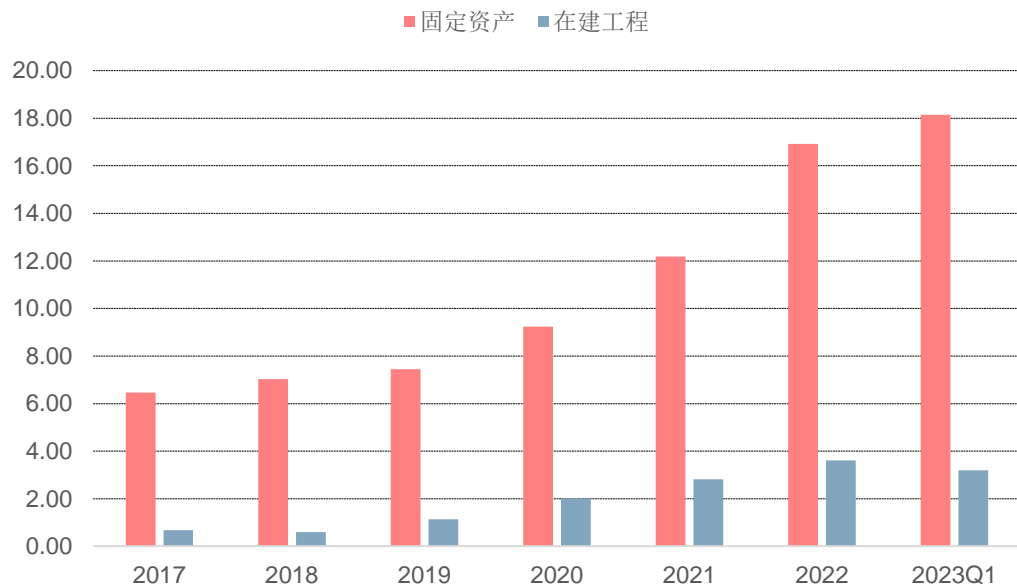
图表：2022年公司海外营收分布结构



- 公司业务以海外为主，主要营收贡献来自南美洲。得益于丰富的海外登记证，公司作为中国本土诞生的跨国作物保护公司，收入出口占比常年在90%左右。其中南美洲是最大的海外市场，2022年在海外主营业务收入占比达50.56%。
- 全球多地布局生产基地。已在境外设有60多个下属公司，在全球80多个国家开展业务，拥有5000余项农药产品登记，且有3000余个产品注册登记申请仍在进程中，正在持续加速完善全球营销网络。

在建工程充裕，定增项目打开成长空间

图表：固定资产和在建工程情况（亿元）



图表：2023年定增项目（亿元）

序号	项目	项目投资额	拟使用募集资金金额
1	年产8000吨烯草酮项目	7.98	7.34
2	年产6万吨全新绿色连续化工艺2,4-D及其酯项目	7.62	7.22
3	年产1000吨二氯吡啶酸项目	1.82	1.72
4	年产1000吨丙炔氟草胺项目	2.60	2.45
5	全球运营数字化管理提升项目	1.48	1.44
6	补充流动资金	5.30	5.30
合计		26.81	25.47

➤ **持续加强一体化布局，市场竞争力提升。**公司在建工程丰富，2023年定增不超过25.47亿元，投资年产8000吨烯草酮、年产6万吨2,4-D及其酯、年产1000吨二氯吡啶酸、年产1000吨丙炔氟草胺项等原药项目。新增7万吨原药产能将显著提升公司生产所需的原药的自产能力并优化产能结构。随公司在原药-制剂-终端渠道一体化产业链布局不断完善，公司在全球竞争力将进一步增强。

目录

01 深耕海外农药市场，经营情况持续性提升

02 农药行业稳定增长，海外需求有望改善

03 大量登记证构建公司核心竞争壁垒

04 专利药大量到期，为公司原药业务提供空间

05 加大C端布局，一体化经营提升公司品牌价值

06 盈利预测及风险提示

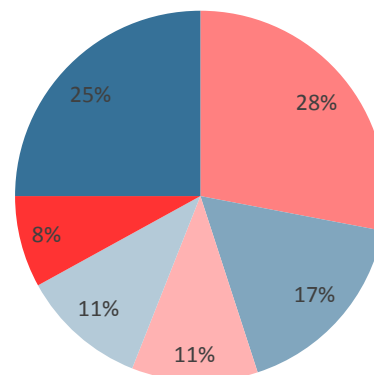
全球竞争格局相对集中，国内企业替代空间广阔

图表：2021年全球农化企业农药销售20强

排名	公司	2021财年销售额 (百万美元)	2020财年销售额 (百万美元)	同比变化率
1	先正达植保	13,301	11,208	18.67%
2	拜耳作物科学	11,436	9,986	14.52%
3	巴斯夫	7,713	7,036	9.62%
4	科迪华	7,253	6,451	12.43%
5	联合磷化	5,556	4,662	19.02%
6	富美实	5,045	4,642	8.22%
7	安道麦	4,389	3,738	17.42%
8	住友化学	3,495	3,235	8.04%
9	纽发姆	2,087	1,763	18.38%
10	扬农化工	1,815	1,413	28.45%
11	山东潍坊润丰	1,518	1,056	43.75%
12	浙江新安化工	1,184	881	34.39%
13	立本作物科技	1,178	681	72.98%
14	湖北兴发化工	1,170	636	83.96%
15	北京颖泰嘉和	1,135	896	26.67%
16	四川福华	1,003	443	126.41%
17	利尔化学	930	668	39.22%
18	组合化学	824	738	11.65%
19	和邦生物	813	435	86.90%
20	南京红太阳	724	577	25.48%

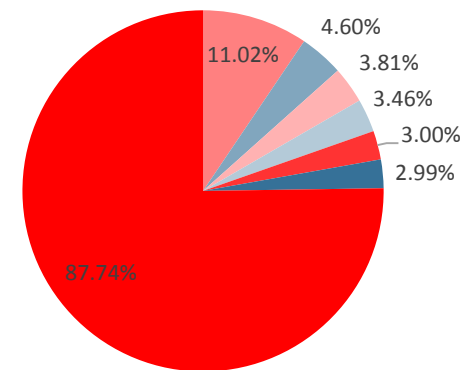
图表：2021年全球农药市场份额

■先正达集团 ■拜耳 ■巴斯夫 ■科迪华 ■UPL ■其他



图表：2021年中国农药企业销售情况

■安道麦 ■扬农化工 ■润丰股份 ■中农立华
■新安化工 ■立本作物 ■其他



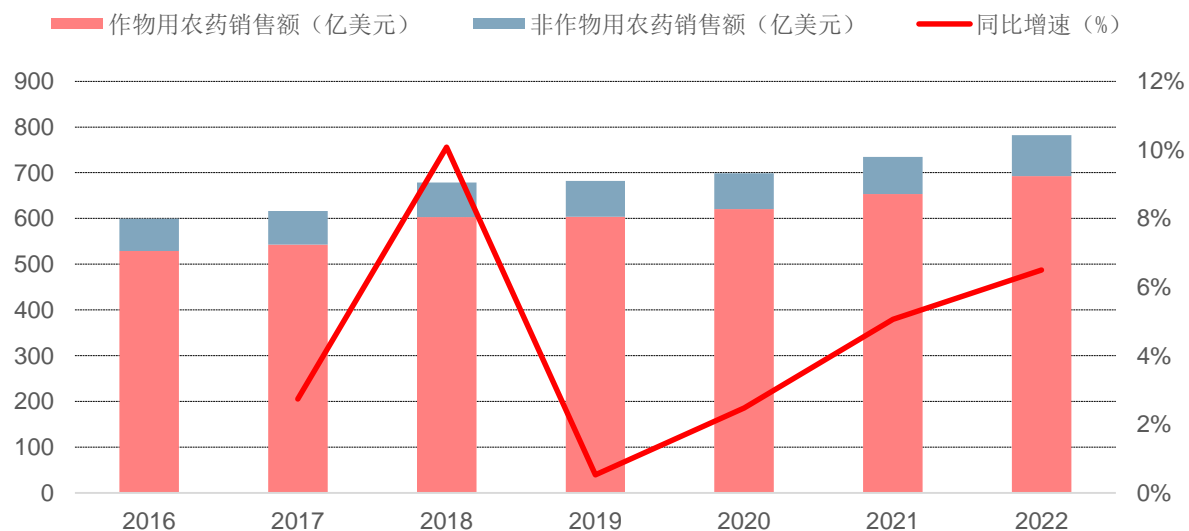
- 全球农药市场集中度较高。从全球竞争格局来看，目前前五大企业市占率为75%，其中先正达、安道麦、拜耳、巴斯夫都为创制类农药企业，龙头集中度较为明显，国内格局相对分散。
- 中国企业乘势而起，销售额同比大幅增长。在2021年全球农化企业20强中，12家中国企业占据半壁江山，总销售额达291.17亿美元，占据榜单销售总额的40%。

注：先正达集团全球市场份额系瑞士先正达及安道麦合并口径份额

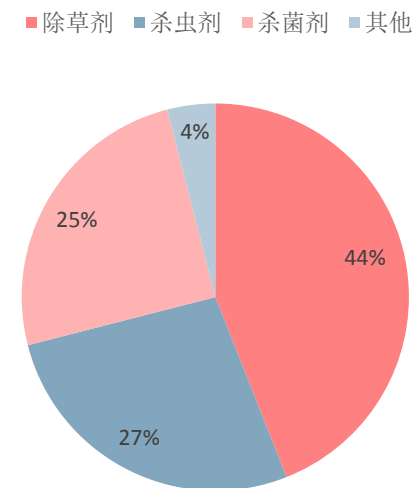


全球农药市场稳步成长

图表： 2016-2022全球农药市场规模及增速情况



图表： 2022年全球农药行业细分市场结构占比情况

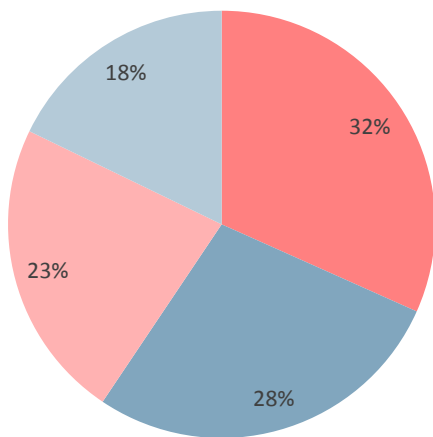


➤ **全球农业市场稳步增长。**2022年全球农药销售额达到781.93亿美元，同比增长6.5%，其中作物用农药销售总额占比为88.57%。受环保政策影响，近几年农药市场成长相对放缓，处于低速增长阶段，2016-2022年全球农药市场规模的年均复合增长率为4.52%。

南美洲市场规模稳定提升，有望贡献未来增量

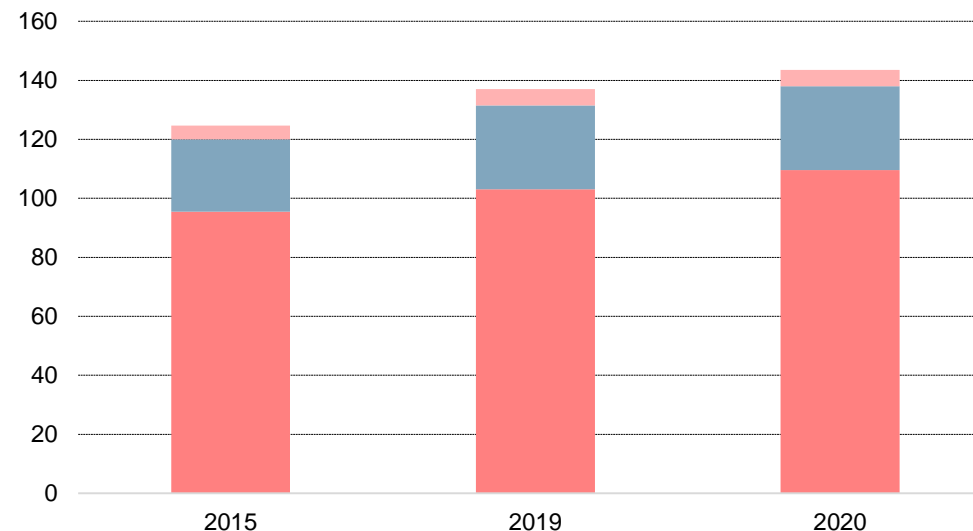
图表：2022年全球农药市场各区域占比情况

■ 亚太地区 ■ 拉丁美洲 ■ 欧洲、中东、非洲 ■ 北美



图表：南美地区主要国家农药市场容量（亿美元）

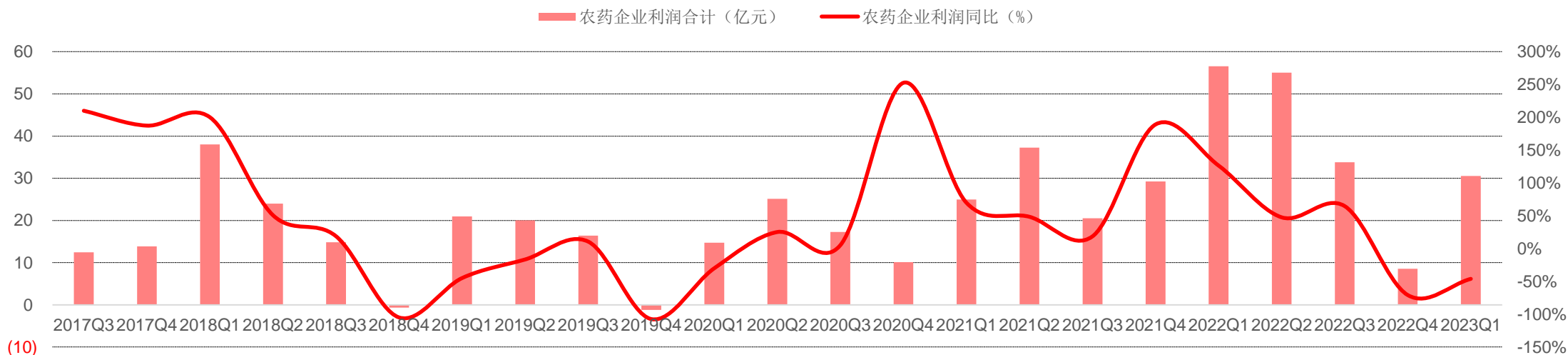
■ 巴西 ■ 阿根廷 ■ 智利



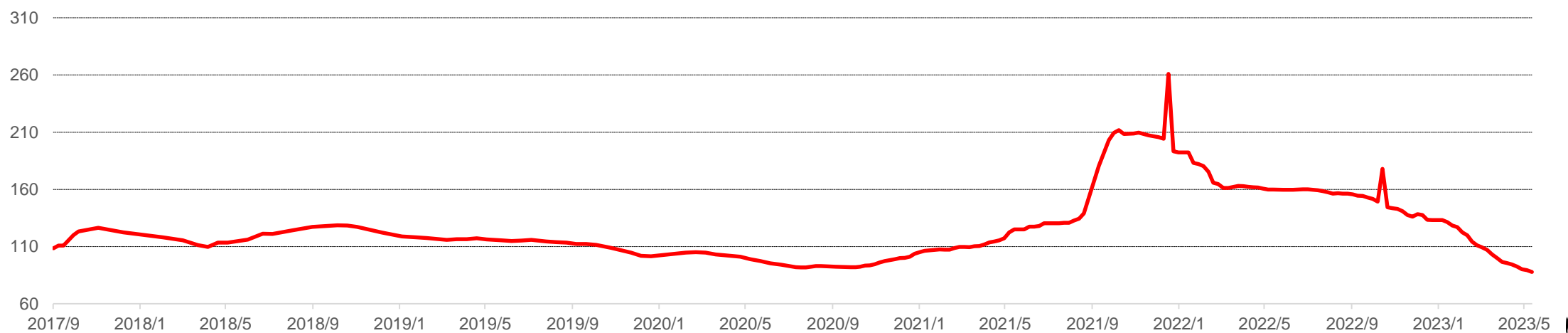
➤ 新兴市场南美地区市场规模稳定增长，贡献未来主要增量。亚太地区与拉美地区已成为全球主要的农药消费市场，2022年亚太地区、拉丁美洲农用农药销售额分别为218.85、191.37亿美元。根据《农药》期刊，南美洲的巴西和阿根廷分别为农化市场规模的第一、第五大国家，南美市场规模有望持续提升，未来有望贡献新增需求。

原药价格指数持续性回落，企业利润有所下降

图表：农药企业盈利能力

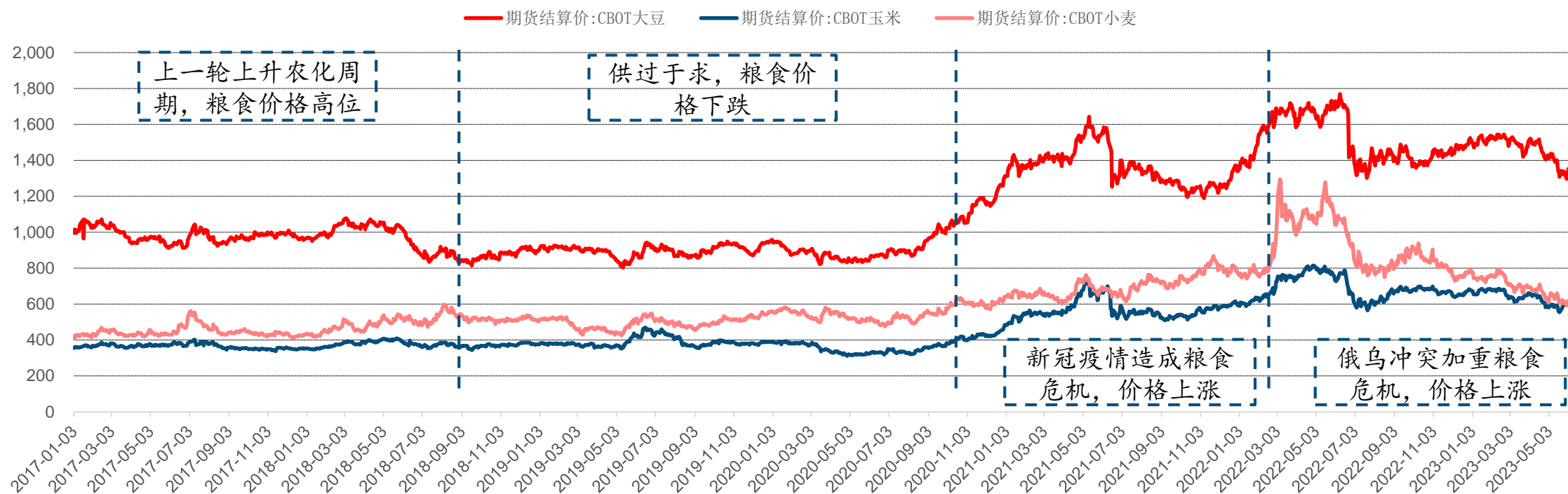


图表：原药价格指数



粮食价格支撑农民种植意愿，农药需求仍在

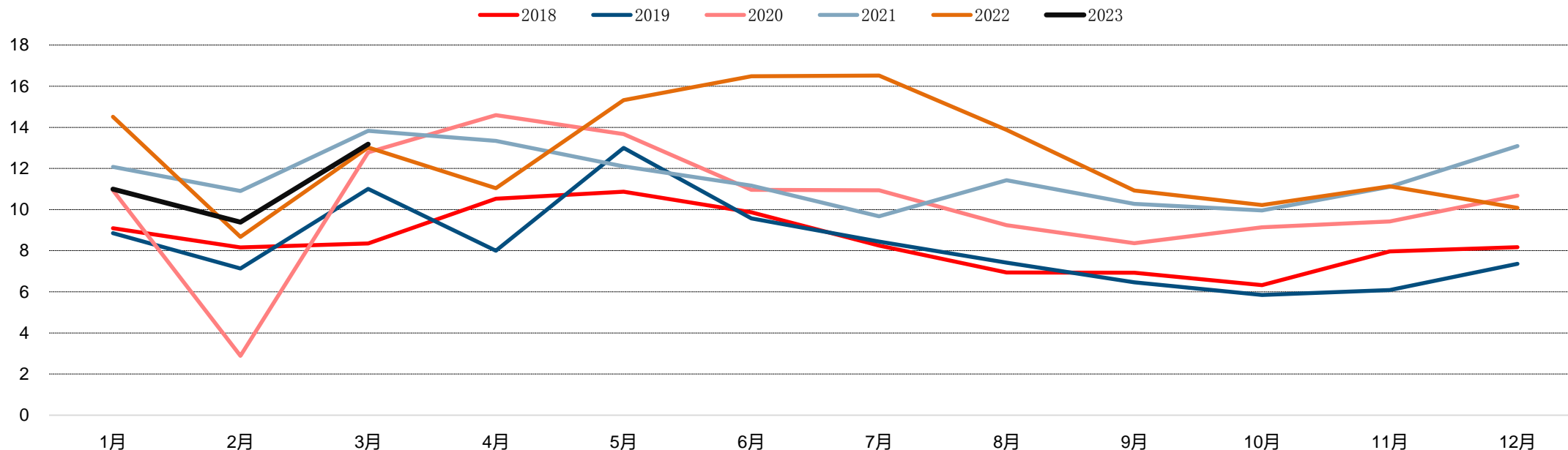
图表：农作物价格走势（美分/蒲式耳）



➤ 粮食价格支撑农民种植意愿，农药需求仍在。2020年以来受新冠疫情影响，全球出现粮食危机，农作物价格快速上涨，与此同时伴随俄乌冲突，尽管近期出现小幅下滑但农作物价格一直处于相对较高的位置，从而对农药需求形成一定支撑作用，未来农药行业景气度有望触底反弹。

海外需求逐步恢复，行业有望触底反弹

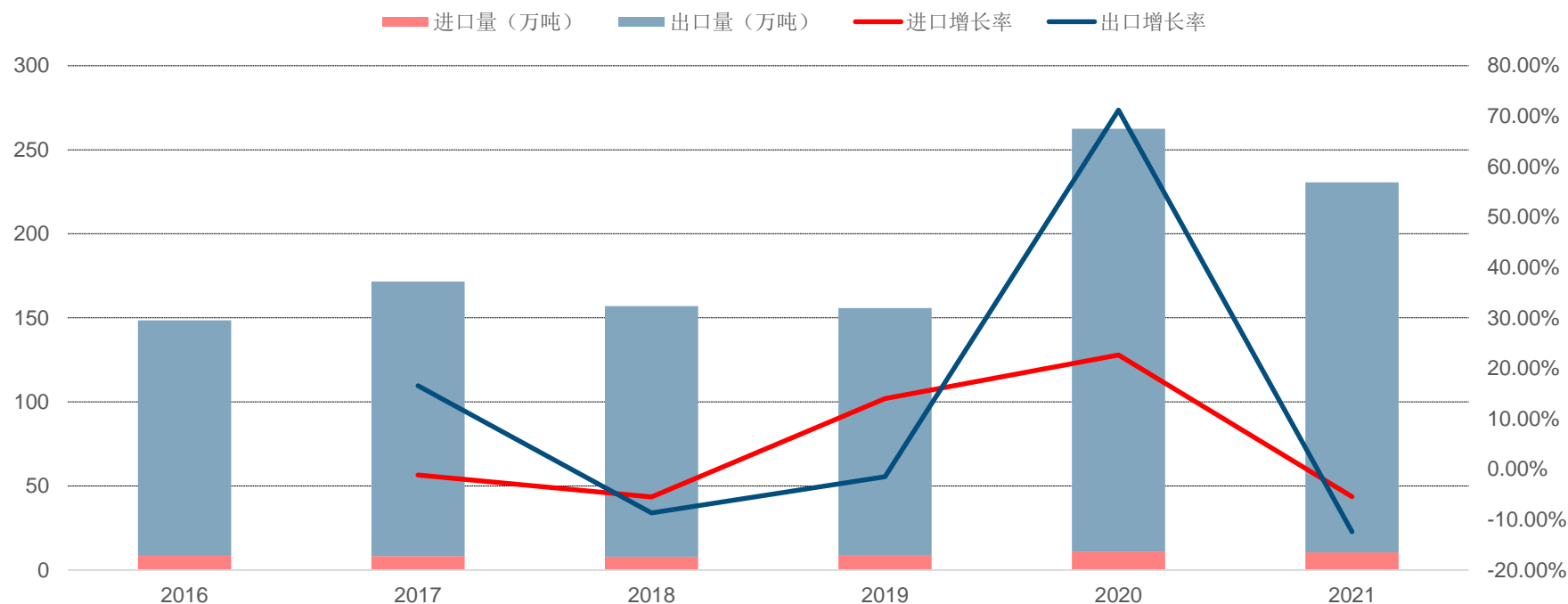
图表：除草剂出口情况（万吨）



➤ 种植采购复苏助推农药需求提升，除草剂出口长期向好。受新增产能释放以及海外市场较高的行业库存所致，海外需求在2022年下半年较为萎靡，除草剂出口量显著下滑。但随下游种植及采购需求复苏，将助推农药出口提升，截至2023年3月，除草剂出口量已达13.18万吨，环比上升40.47%，同比上升1.23%，出口需求回暖。

国内农药出口量较大，海外市场为重要下游需求地区

图表：2016-2021年中国农药进出口数量情况



➤ 中国农药出口量较大，海外市场为重要销售地区。中国是农药生产和出口大国，2018-2019年农药出口量略有回落，稳定在150万吨左右。2020年之后，受新冠疫情全球流行的影响，国外农药生产供应链受到严重冲击，而国内迅速控制疫情，保障了农药生产的顺利进行，农药出口量进一步激增，2020年农药出口达到历史最高值251万吨。

目录

01 深耕海外农药市场，经营情况持续性提升

02 农药行业稳定增长，海外需求有望改善

03 大量登记证构建公司核心竞争壁垒

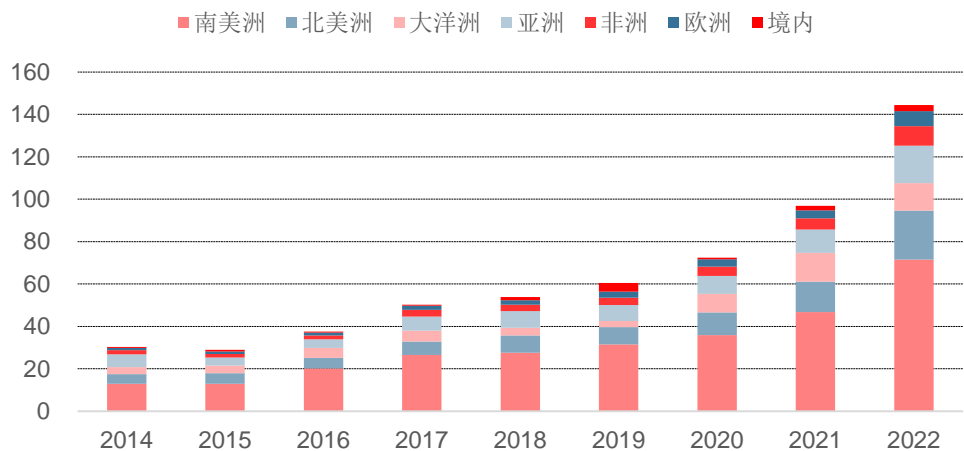
04 专利药大量到期，为公司原药业务提供空间

05 加大C端布局，一体化经营提升公司品牌价值

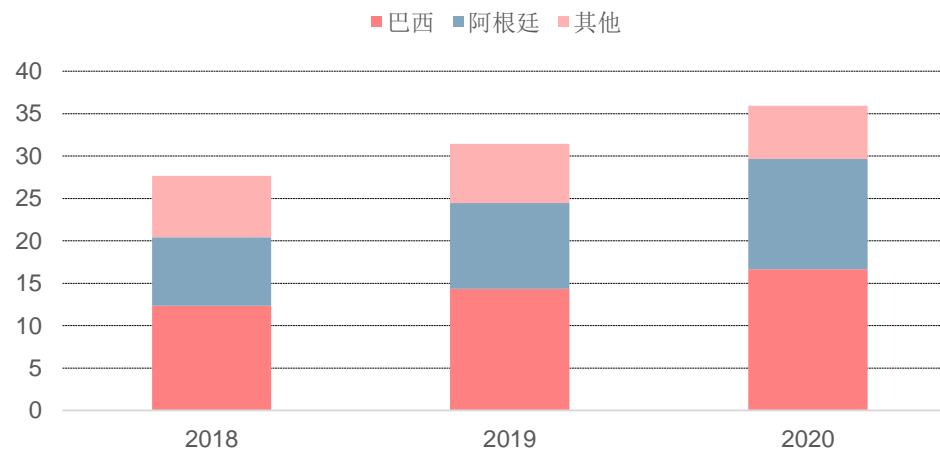
06 盈利预测及风险提示

公司积极开拓南美地区业务，把握南美地区发展机遇

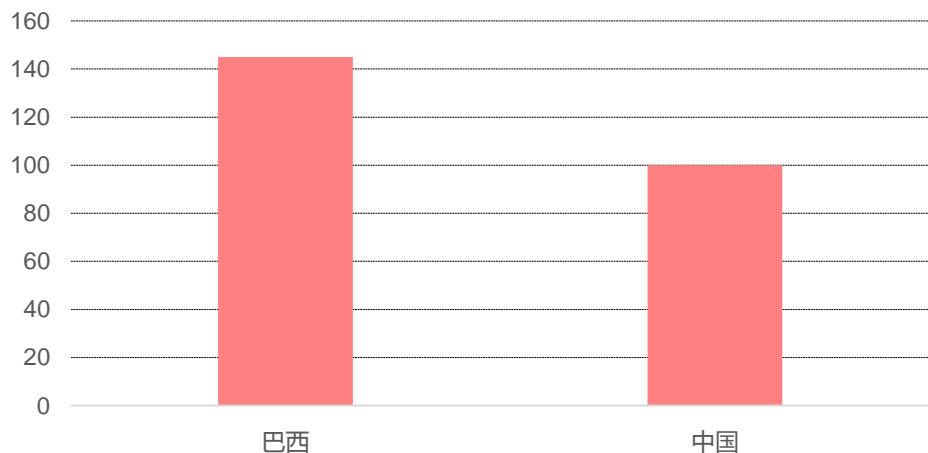
图表：2014-2022年公司主营业务营收按地区拆分（亿元）



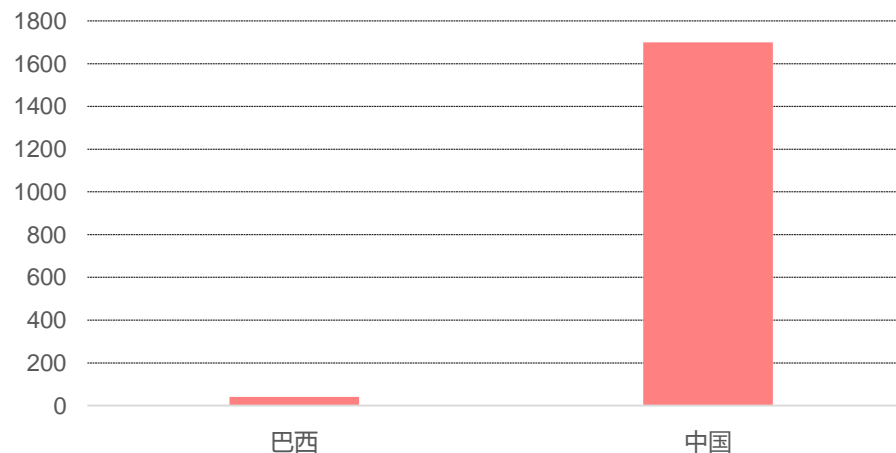
图表：润丰在南美地区营收情况（亿元）



图表：巴西和中国农药市场空间（亿美元）

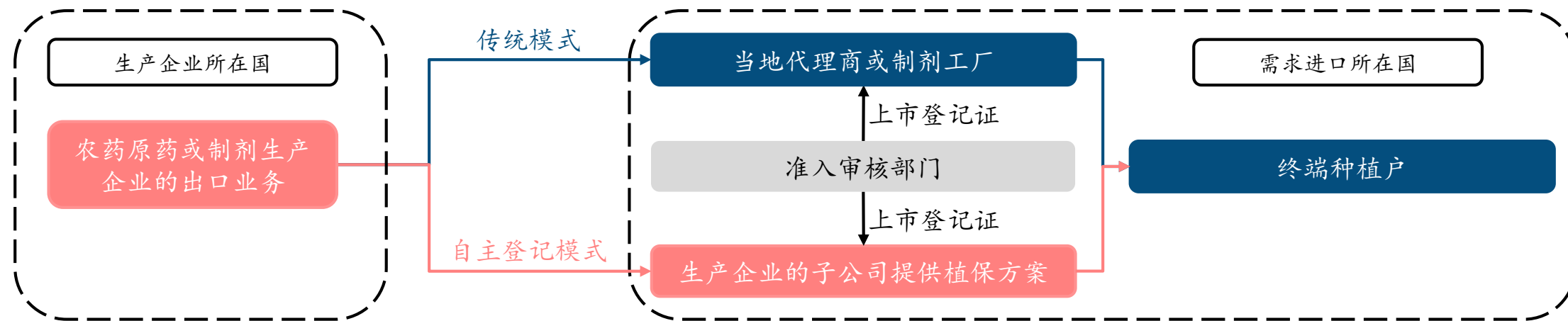


图表：巴西和中国当地农药企业活跃数（个）



农药出口模式分为两种，自主登记提高公司议价能力

图表：农药出口模式图

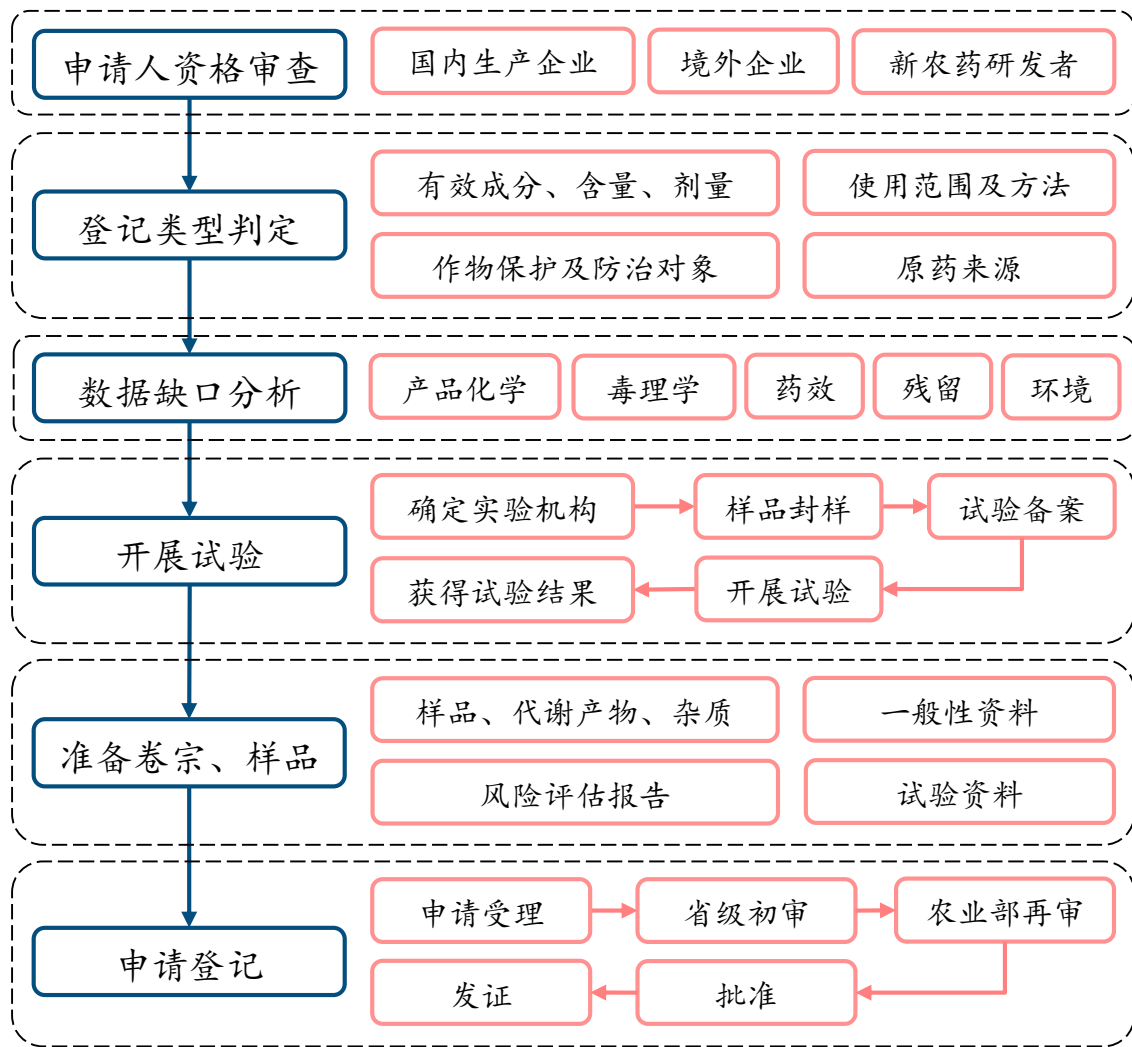


图表：传统出口模式和境外自主登记模式对比

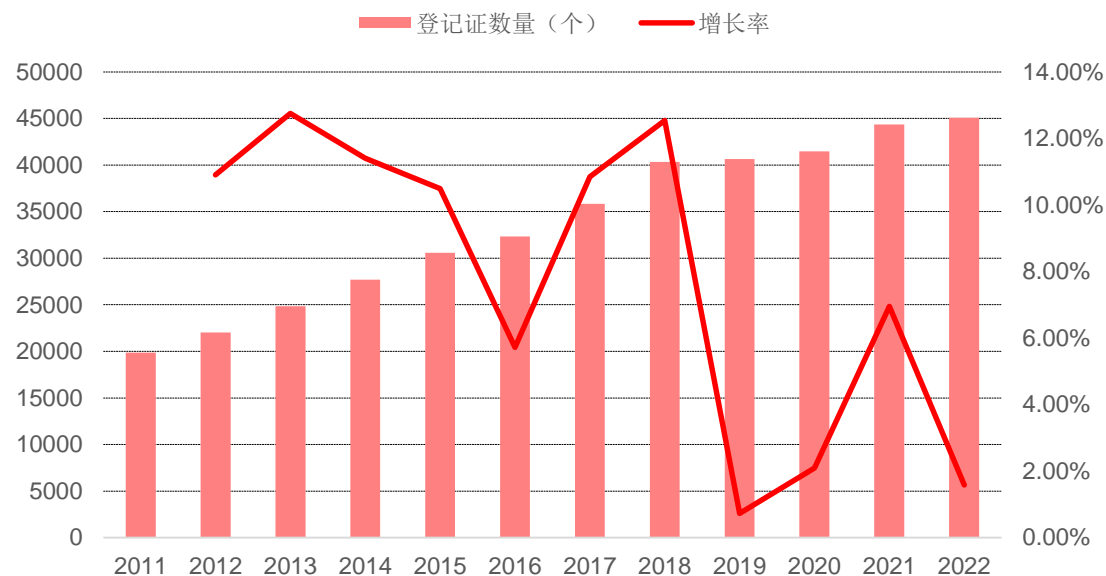
模式	内容	特点	优势	劣势
传统出口模式	国内农药厂商由于在出口国未取得原药或制剂等农药产品的登记证，因而只能作为供应商将产品出口给在该国持有相应农药产品登记证的客户，由相关客户再分装或复配成制剂后进行销售	国内绝大部分农药出口企业采用该种销售模式，市场竞争激烈，出口企业在该类业务中处于相对被动地位	为境外自主登记模式下的业务拓展提供了坚实的客户基础和市场认知	由于需要经过当地经销商，公司该模式的盈利能力相对较弱
境外自主登记模式	国内农药厂商在相关国家根据市场需求情况直接对部分农药产品进行自主登记并取得登记证，其客户通常不具有该产品的登记证，需要依靠国内农药厂商具有的农药产品登记证进入市场	与客户接洽时处于相对主动地位，特别是在持有同类产品登记证竞争者较少的情况下，公司具有较强议价能力	销售的产品的总体利润空间较大；大大提高了公司品牌知名度，也能以更丰富的产品更好地满足客户需求而提升与客户合作的亲密度	获取境外农药登记证资金投入大、申请难度大、获取周期长，获得登记的壁垒高

农药生产和销售必须取得农药登记证

图表：农药登记证申请流程



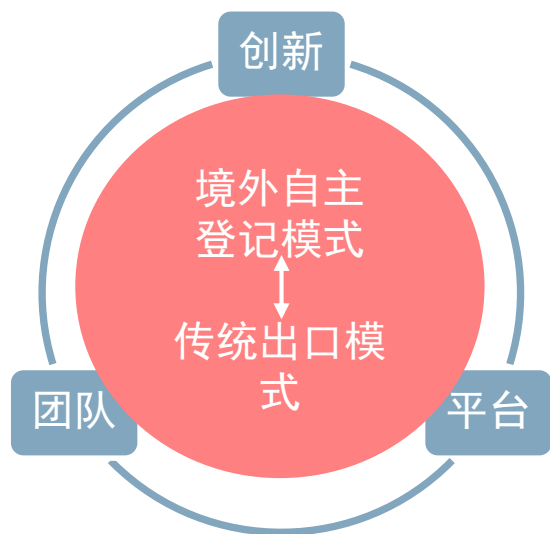
图表：我国农药登记证增长逐步放缓



➤ 农药属精细化工产品，生产和销售必须具有取得农药登记证。农药既是农业生产物资，必须具备一定的质量要求；又是有毒物质，安全性有严格的要求。为此，国家实行农药登记制度。生产(原药生产、制剂加工和分装)农药和进口农药必须进行登记。

B端业务为主，采取传统出口结合境外自主登记模式

图表：公司主要经营模式



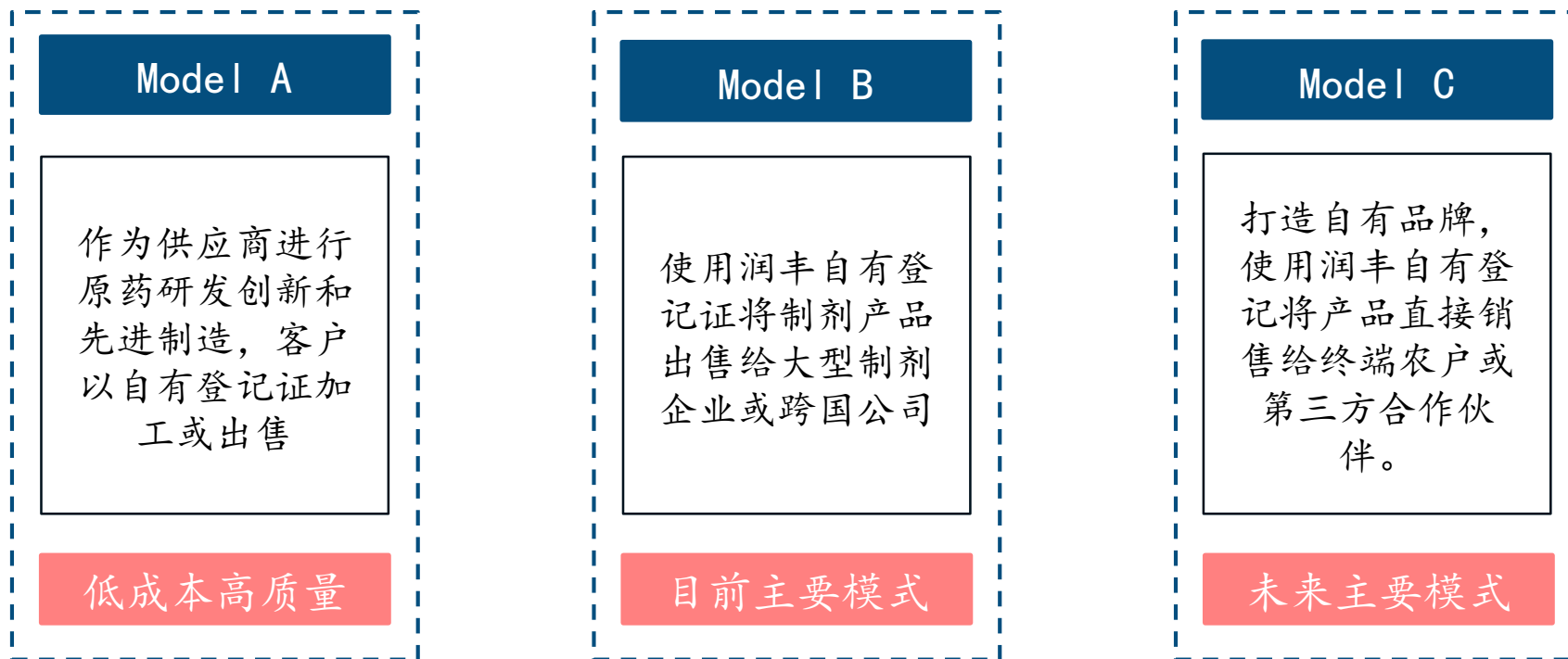
图表：2020年公司前五大客户收入占比

序号	客户名称	金额（万元）	占比（%）
1	Albaugh	77025.0	10.57
2	先正达	65182.9	8.94
3	Titan AG Pty Ltd	36372.8	4.99
4	安道麦	30509.8	4.18
5	纽发姆	17788.1	2.44
合计		226878.6	31.12

- 公司两类经营模式并存，相互促进，互为补充。公司产品主要销往境外，采用传统出口模式与境外自主登记模式相结合，在供应商、品牌商和服务商等不同市场角色间进行灵活调整切换，共同发力创收。
- B端业务为主，主要客户为大型跨国企业。公司主要销售模式为给B端企业销售原药制剂，大型跨国企业为主要客户。

B端业务基础上，积极发展原药和C端业务

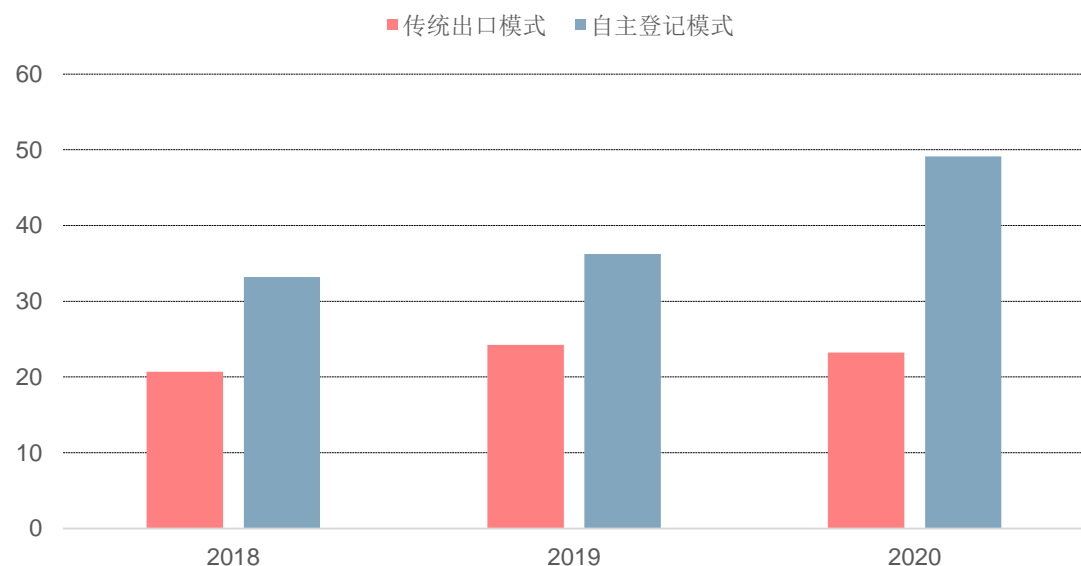
图表：公司业务模式



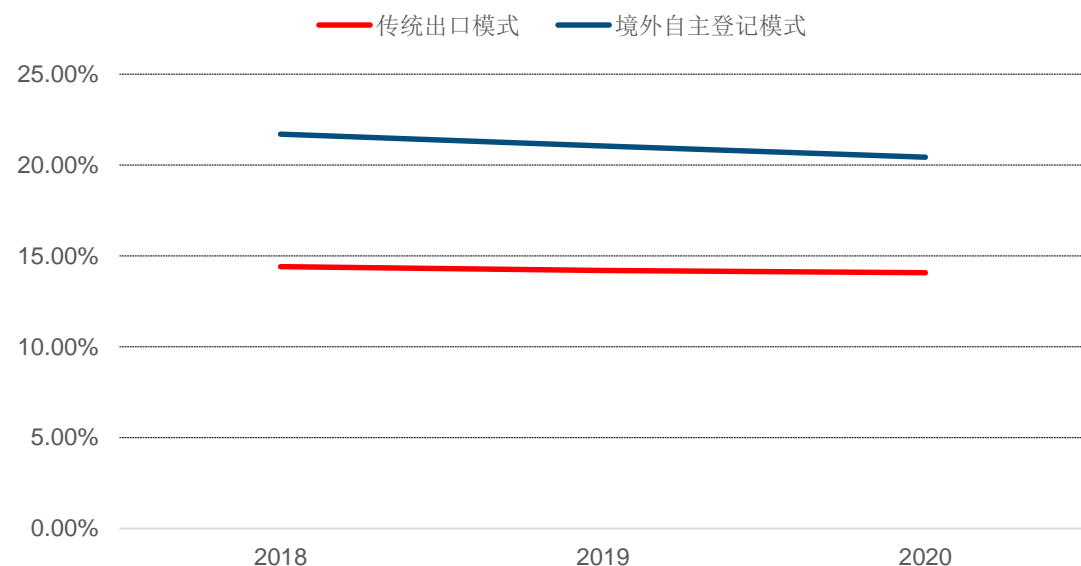
➤ 三种模式将协同发展，强化公司全产业链布局。通过三种模式，公司将构建涵盖原药与制剂的研发、制造以及面向全球市场的品牌、渠道、销售与服务的从工厂到农场的完整产业链，从各个环节进行盈利。

自主登记模式优势明显，营收快速增长

图表：公司自主登记模式营收快速增长（亿元）



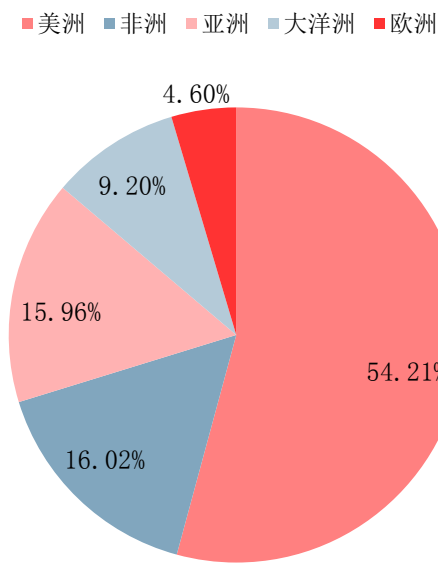
图表：公司自主登记模式毛利率优势明显



- **自主登记模式营收快速增长。**公司的自主登记模式营收快速增长，2020年全年自主登记模式实现营收49.14亿元，同比提高35.52%，传统出口模式近年来保持稳定。
- **自主登记模式毛利率优势明显。**公司在符合各国对农药产品有效成分含量、毒理、环境影响等方面的要求获得农药产品登记，因此公司的整体产品议价能力有所提升，竞争力更强，2020年境外自主登记模式实现毛利率20.43%。

公司自主登记遍布全球，带来优质客户资源

图表：2022年公司境外登记证分布情况



- **登记证遍布全球。**公司在全球范围内均有登记证，其中以美洲为主，2022年美洲地区包含2663个登记证。
- **登记证资质为公司带来大量客户资源。**公司在海外获得自主登记证之后，有助公司累积客户资源。

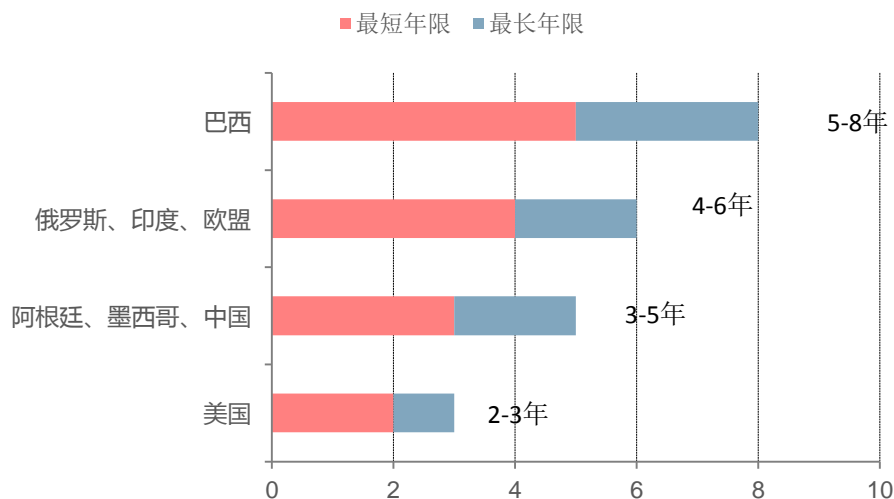
数据来源：招股说明书，中信建投

图表：公司受益登记证合作情况

客户名称	合作背景
Albaugh LLC	通过在美国支持Albaugh LLC 进行农药产品登记以及在阿根廷、巴西进行农药产品自主登记，公司与该客户的合作日益紧密，合作的产品种类和业务规模持续快速增长。
NUFARM	公司凭借拥有的农药产品登记证，公司最开始在阿根廷市场通过农药产品境外自主登记模式向 NUFARM进行销售。其后，伴随公司境外农药产品自主登记范围的扩大及数量的增加，双方合作拓展至新西兰、澳大利亚、哥伦比亚、墨西哥、巴西等国家市场，业务规模快速增长。
ADAMA	在公司于2014年末及2015年在巴西登记取得多项市场前景较好的农药产品登记后，基于巴西广阔的市场空间，公司在巴西市场与ADAMA巴西子公司ADAMA的业务规模出现爆发式增长。
杜邦	基于公司在阿根廷拥有的相关产品自主登记，公司与杜邦在草甘膦颗粒剂产品方面开展了合作。借助于该客户在阿根廷市场强大的渠道、团队以及品牌优势，相关产品成功推向市场并迅速获得了可观的市场份额。在获得巴西草甘膦颗粒剂的登记后，公司于2016年开始与杜邦的巴西子公司合作，也获得了良好的市场反应。
LOS GROBO	2010年，公司在阿根廷陆续获得了多个农药产品自主登记，LOS GROBO通过阿根廷农业部SENASA网站获悉相关产品登记信息后，主动联系公司就其感兴趣的部分产品洽谈合作，公司自此开始了和该客户的业务合作。

登记证获取难度大，构建公司竞争壁垒

图表：农药登记证获取所需年限长



图表：部分国家登记证费用投入情况

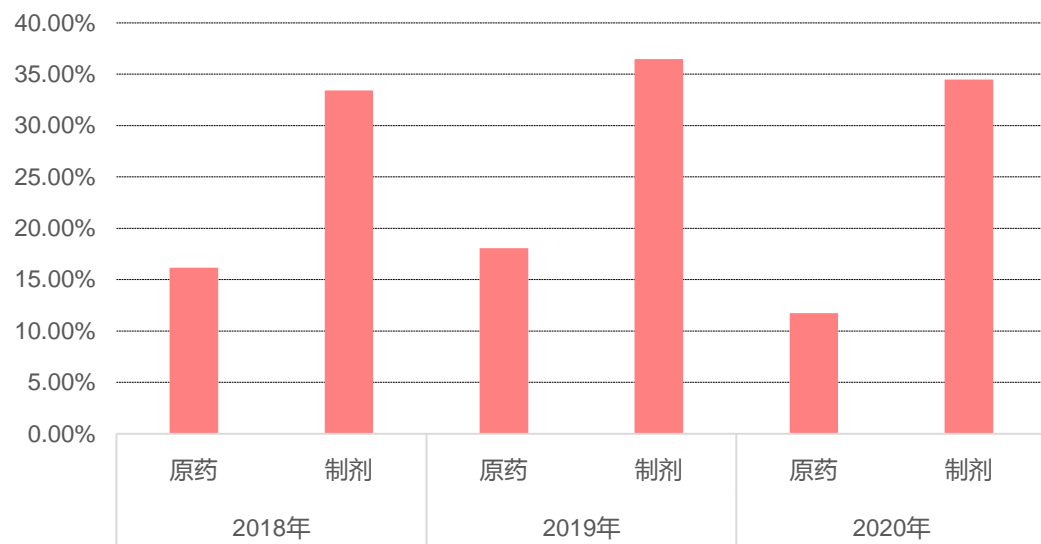
国家	原药登记证	制剂登记证	维持登记费
中国	500-600万人民币	600-1000万人民币	
巴西	63.42万美元	7.72万美元	1900-4300美元
美国	65-80万美元		4875美元

图表：农药登记证行业壁垒

主要壁垒	详细原因
资金投入大	申请登记证一般需要准备相应的产品和工艺技术资料、进行田间试验，并由GLP实验室出具的物化报告、急性毒性报告等报告，需要一定的资金投入，例如，在巴西申请单个登记证的成本约为10至20万美元，在阿根廷申请单个登记证的成本约为5至10万美元。
获证时间长	在全球主要农药市场国家中，自申请登记至最终获得登记所需时间较长，一般为3年以上，例如巴西进行登记以基于原药等同产品的制剂产品（也称非专利产品）为例，在2019年的78项登记中，85%以上需要5年或更长时间才能获得批准，72%需要6年或更长时间。
技术要求高	巴西、阿根廷、美国、澳大利亚等全球主要农药市场国家对于非专利农药品种的登记均采用等同登记体系，包括实验分析方法的等同性、化学组成的等同性、毒理学的等同性、制剂组成的等同性，因此存在一定的技术难度
人力资源储备	在多个国家进行农药产品登记，经办人员需要熟悉相关国家对于产品登记、审批流程等方面的规定，从而对于相关申请企业的人力资源储备提出了较高的要求。
了解境外市场	许多登记证往往需要一定的时间才能逐步实现相应收入，如何结合当地市场的现有需求、市场销售模式及未来潜在需求进行合理的登记证布局，形成可持续的稳定发展局面，需要企业对于市场具有较为深入的见解，能够进行具有一定前瞻性的预测。

核心登记证营收占比高，到期问题风险小

图表：营收前20登记证产品占境外登记证营收比



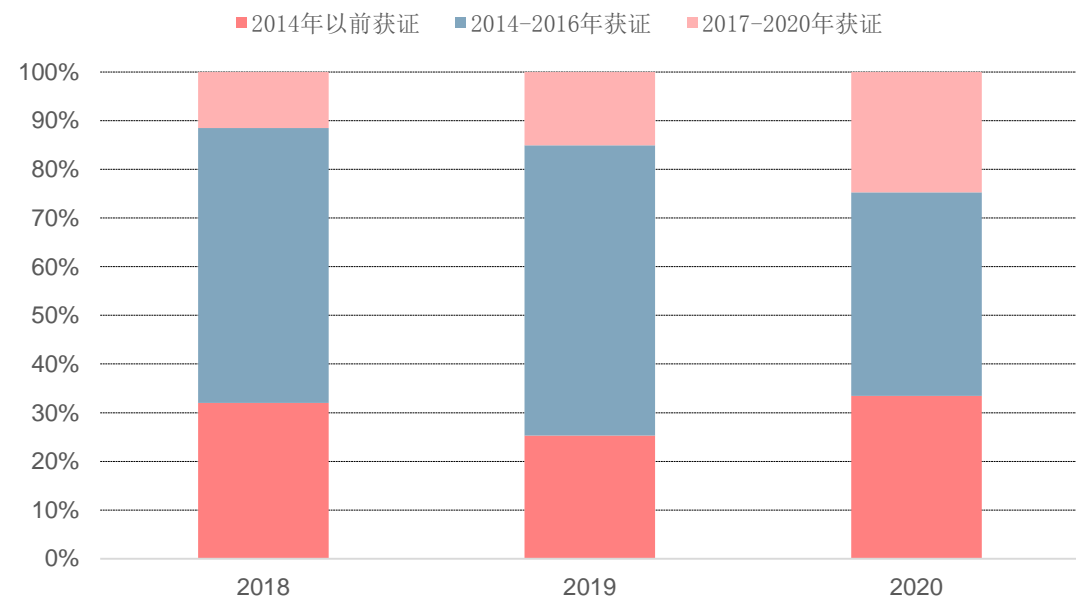
图表：登记证到期及续签情况

项目	2018年	2019年	2020年
到期数量	122	155	257
续期数量	93	68	203
正在办理续期手续数量	0	25	19
未续期数量	29	62	35
其中：主动放弃数量	29	62	35
无法续期被动放弃数量	0	0	0

- **前20大登记证营收占比高。**2020年公司农药产品境外自主登记模式下实现销售收入排名前20位的农药产品占据了境外登记证模式下的全部营收46.19%，其中包含9类原药，11类制剂，分别占比11.72%、34.47%。
- **登记证到期风险较小。**登记证期限方面，公司拥有的农药产品登记有效期包含3年、5年、10年、永久有效等多种情形，其中以5年、永久有效居多，对于到期类登记证，公司除极少量因市场变动或公司业务调整等原因主动放弃的境外农药产品登记证，在到期后公司不再办理续期，其他登记证到期均能完成续期。

登记证回报具有一定周期，新登记证业绩释放空间大

图表：不同时期获证营收占比



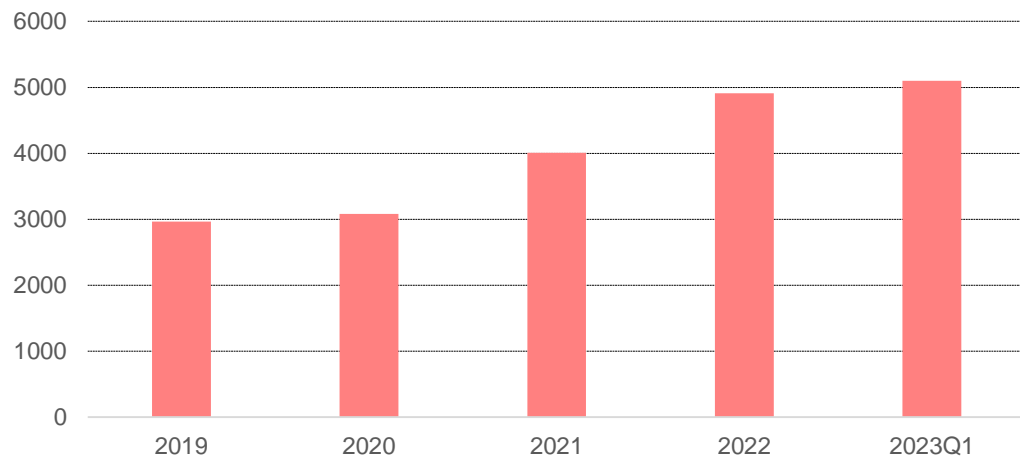
图表：新增登记证营收情况（亿元）

年份	2017-2020年新增登记证营收		2017年之前登记证营收	
	美洲区域	其他区域	美洲区域	其他区域
2017	1.10	0.79	17.57	2.84
2018	1.82	1.19	18.98	4.19
2019	3.24	0.95	21.12	2.59
2020	8.13	1.37	21.39	7.49

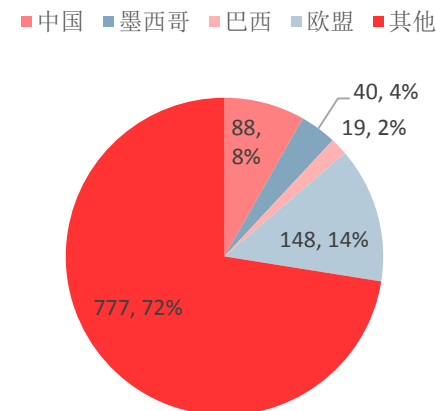
➤ 2017年之前的登记证贡献主要业绩增量，2017-2020年登记证释放空间广阔。登记证投入收入回报具有一定的滞后性，2018-2020年公司主要依靠在2017年之前取得的登记证创收，2017-2020年获得的登记证贡献相对较少，未来将为公司持续释放业绩增量。

登记证数量持续增加，提供业绩增长点

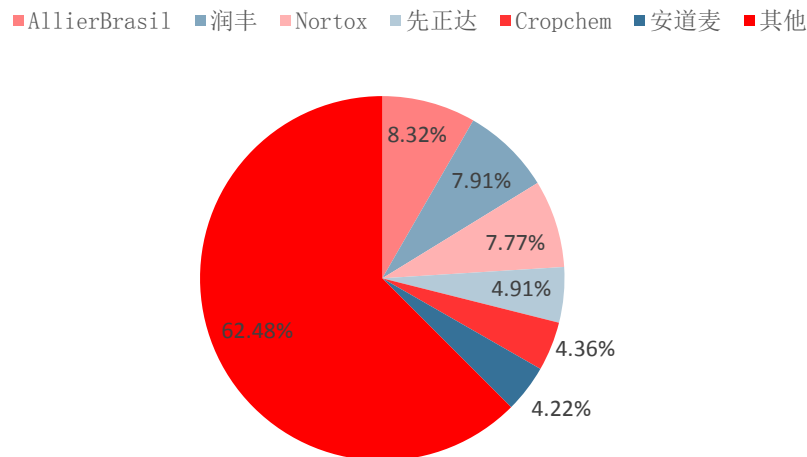
图表：2019-2023Q1年润丰农药境外登记证情况（个）



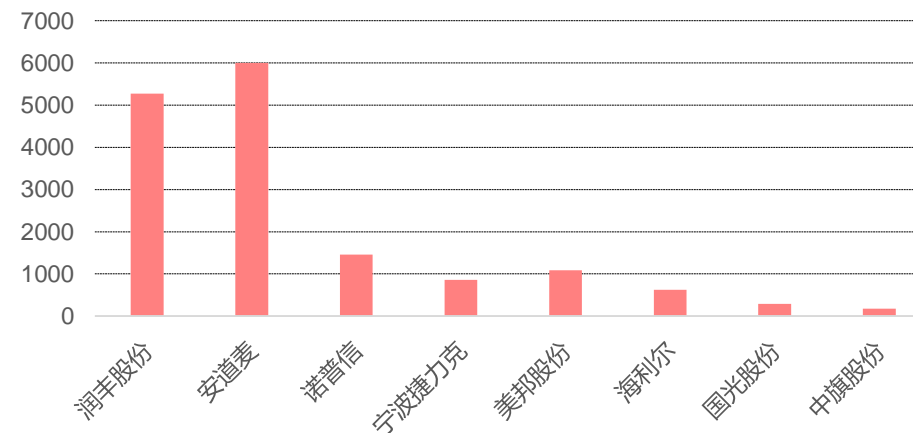
图表：2022年润丰股份新增登记证地区分布



图表：2019-2022年润丰与可比公司在巴西新增登记证占比



图表：国内企业登记证数量情况（个）



注：

- 1、根据安道麦投资者交流问答，公司2020年全球有效登记证数量接近六千项；
- 2、根据贝斯美公告，宁波捷力克登记证数量为截至2022年6月30日的境外自主登记证856项；
- 3、中旗股份年报公告公司境内具备180余项登记证，在境外和客户联合登记多个登记证。

境外申请登记持续发力，夯实核心竞争力

图表：IPO募集资金境外申请登记产品计划

国家	申请登记产品类型	申请登记产品数量 (个)				申请单个登记成本	申请登记所需资金			
		2022年	2023年	2024年	小计		2022年	2023年	2024年	小计
巴西	原药类	12	15	15	42	10	120	150	150	420
	制剂类	15	20	25	60	15.5	232.5	310	387.5	930
小计		27	35	40	102	-	352.5	460	537.5	1,350
阿根廷	原药类	25	30	35	90	6.95	173.75	208.5	243.25	625.5
	制剂类	25	30	30	85	3	75	90	90	255
小计		50	60	65	175	-	248.75	298.5	333.25	880.5
墨西哥	原药类	20	20	20	60	7.5	150	150	150	450
	制剂类	15	15	20	50	2.6	39	39	52	130
小计		35	35	40	110	-	189	189	202	580
印度	原药类	8	10	10	28	9.01	72.08	90.1	90.1	252.28
	制剂类	8	8	10	26	10.11	80.88	80.88	101.1	262.86
小计		16	18	20	54	-	152.96	170.98	191.2	515.14
俄罗斯	制剂类	8	9	10	27	21	168	189	210	567
澳大利亚	原药类	15	20	20	55	6	90	120	120	330
	制剂类	20	20	20	60	2	40	40	40	120
小计		35	40	40	115	-	130	160	160	450
合计		171	197	215	583	-	1,241.21	1,467.48	1,633.95	4,342.64

公司在2022-2024年计划运用IPO募集资金在6个国家申请共583个产品，总计投入4343万美元。

随着公司销售模式进一步向境外自主登记模式转变，公司的核心竞争能力将得到进一步提升。

目录

01 深耕海外农药市场，经营情况持续性提升

02 农药行业稳定增长，海外需求有望改善

03 大量登记证构建公司核心竞争壁垒

04 专利药大量到期，为公司原药业务提供空间

05 加大C端布局，一体化经营提升公司品牌价值

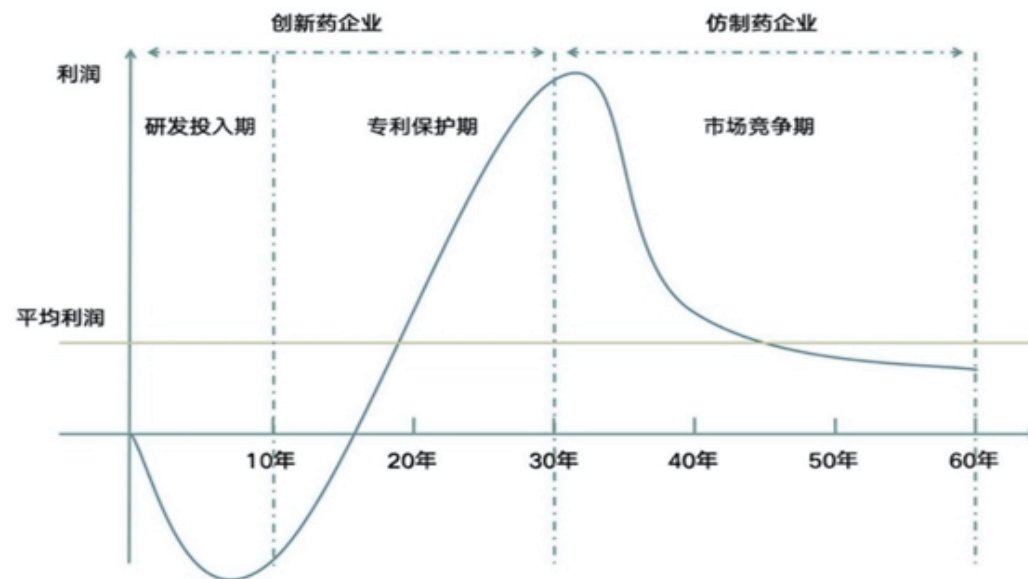
06 盈利预测及风险提示

农药企业分为创制药和仿制药企业

图表：农药企业类型

类型	特点
创制类农药企业	巨额投入研发新产品，专利保护，获取高回报，继续研发新产品迭代，为行业领军企业。
仿制类原药企业	仿制专利过期产品，依靠生产成本优势生产原药，因为产品价格会快速下降，必须扩大市场规模，并做好产品阶梯储备。
农药制剂企业	采购原药生产制剂，靠近消费终端，必须掌控渠道、建立品牌优势才能保证竞争力。
农药中间体企业	不参与终端竞争，主要面向跨国农药企业提供定制服务。

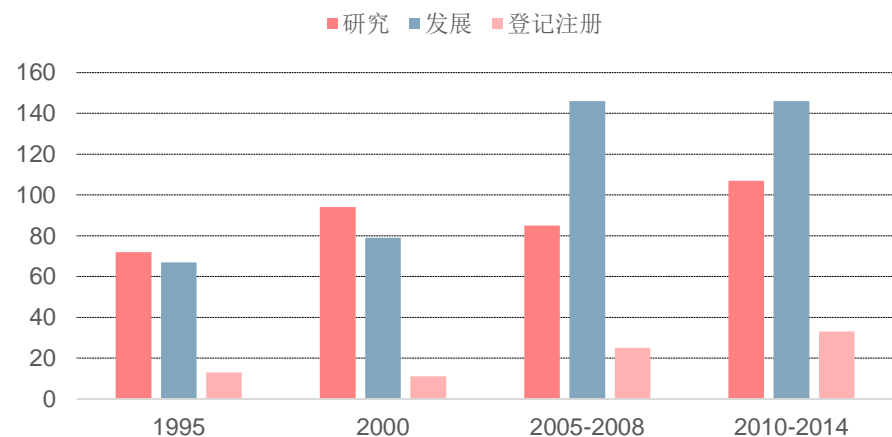
图表：不同企业利润来源



- 农药企业分成创新药企业和仿制药企业。“创新药企业”具有较强的创新药研制能力，通过研制新农药产品进而在专利保护期内获取超额收益。而“仿制药企业”则是具有较强的农药生产能力。
- 仿制药企业凭借自有优势，依然能够获得可观的利润。仿制药企业对于专利过期的原药产品进行相应的开发和利用，通过先进的工艺优势与生产管理体系，获得规模与成本优势，同样可以保证企业15-20年的营收黄金期。

新药研发难度持续提升，性价比下降

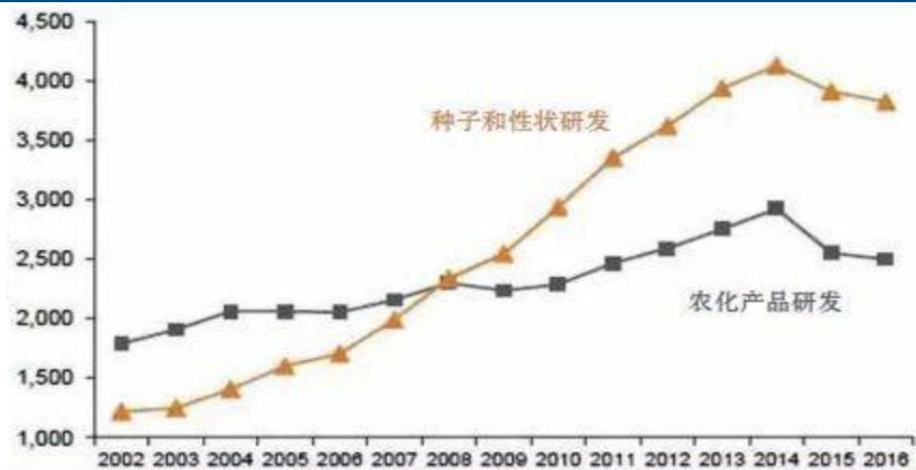
图表：一个新品研究、发展、注册各流程花费（百万美元）



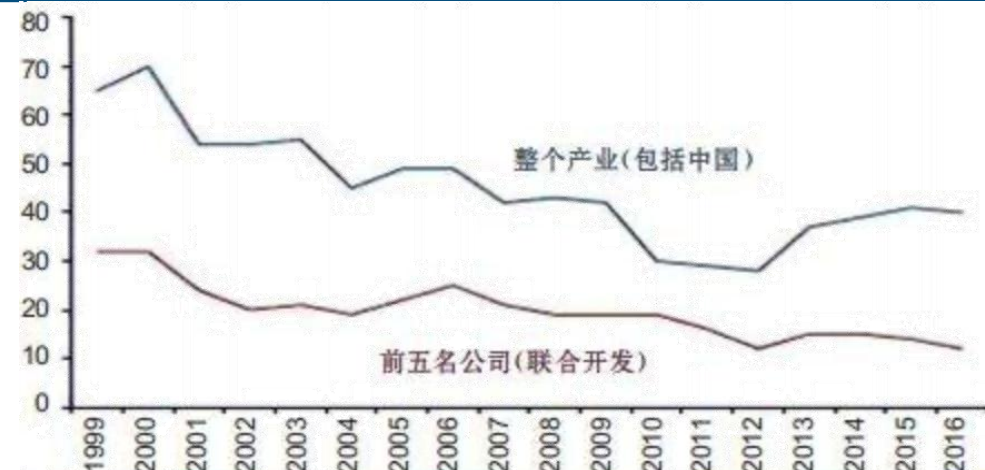
图表：拜耳新药研发流程



图表：全球前六大农化企业研发投入情况



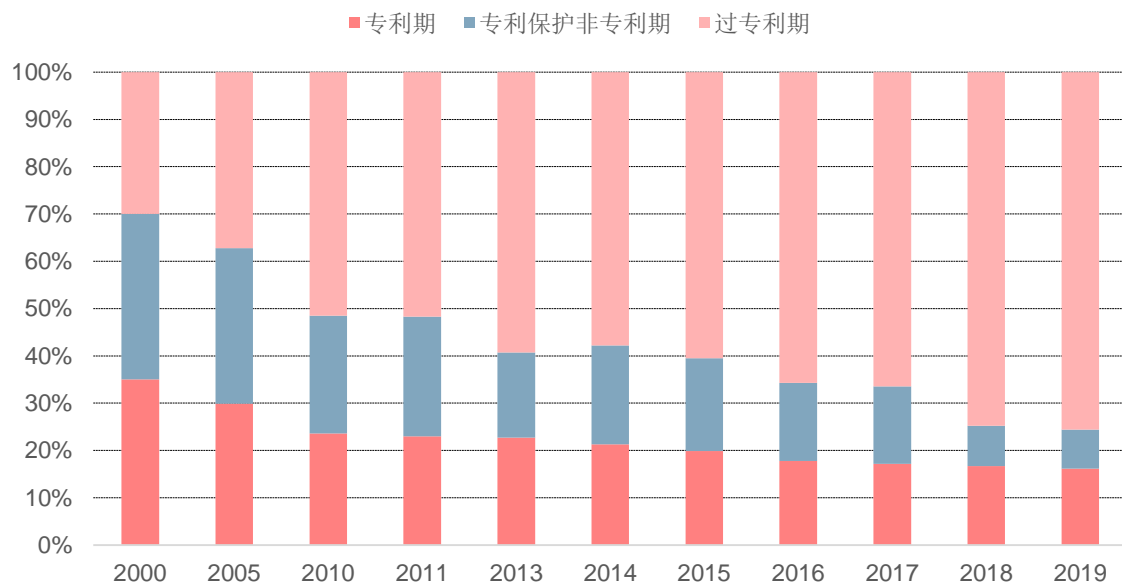
图表：全球前五名公司新产品研发趋势



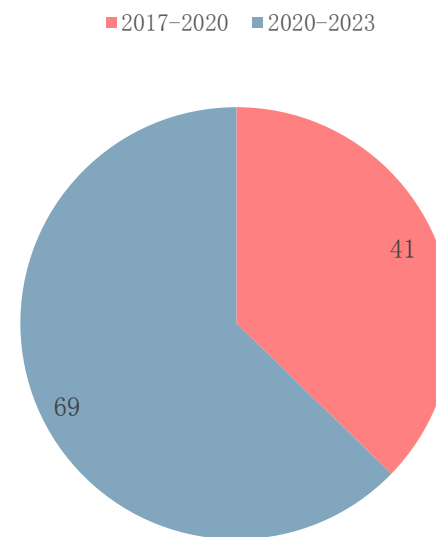
数据来源：《农药市场信息》，拜耳公告，Phillips McDougall，中信建投

专利药专利到期，为仿制药企业发展提供空间

图表：专利药市场份额不断下降



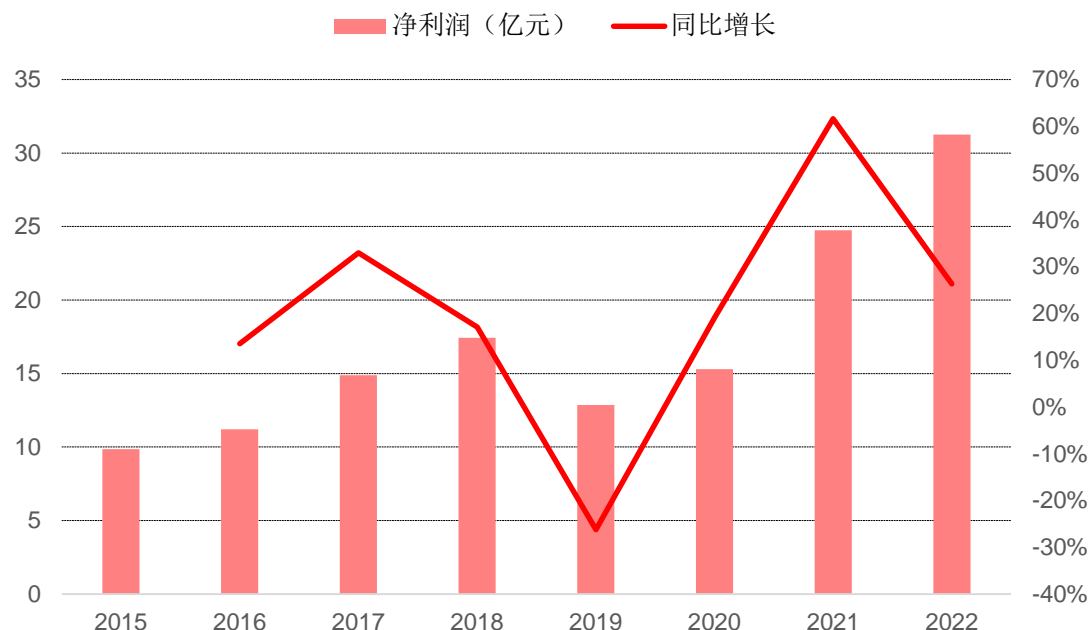
图表：专利药到期价值（亿美元）



➤ **非专利制农药市场份额持续提升。**专利陆续到期，新药上市数量大量低于专利到期农药数量，非专利农药的市场份额将进一步提升。而借助非专利农药的市场扩张，具有丰富仿制经验与渠道优势的仿制类企业将获得弯道超车的机会。

以UPL为代表的仿制药企业快速发展

图表：UPL净利润情况



注：按6月5日1卢比=0.0862人民币的汇率计算

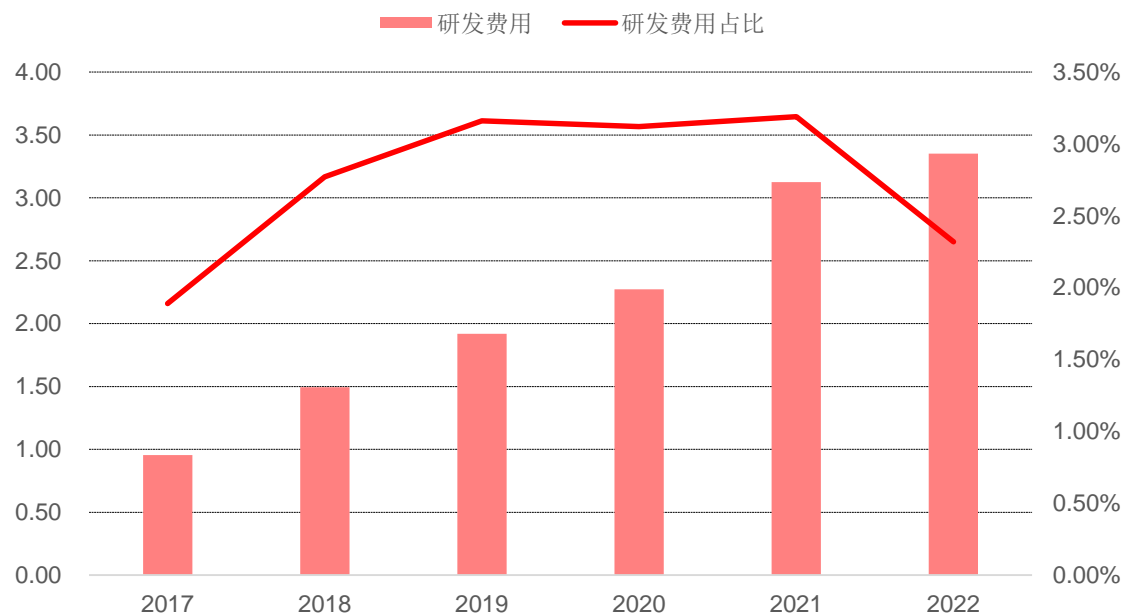
图表：UPL农药产业链核心流程



➤ 仿制药企业凭借完整的产业链、先进的工艺流程及品牌力，获得可观的利润。UPL为仿制药企业的代表之一，在原有研发成果的基础上创新，通过积极铺设营销渠道，打开终端市场，攫取了超额利润。

加大研发投入，深入专利到期产品

图表：公司持续加大研发投入（亿）



图表：公司主要研发项目及其进展

主要研发项目名称	项目进展
环己烯酮类除草剂清洁生产新工艺路线开发及应用	该项目正处于研发设计阶段
苯氧羧酸类除草剂合成新工艺技术开发	该项目正处于小试阶段
有机硫类杀菌剂制备新工艺设计及清洁生产装置开发	该项目正处于研发设计阶段
异噁唑类除草剂新工艺开发及应用	该项目正处于中试阶段
新型三酮类除草剂绿色新工艺设计开发	该项目正处于小试阶段
苯氧羧酸类选择性高效除草剂绿色合成新工艺开发	该项目处于研发设计阶段
PPO抑制类除草剂安全绿色新工艺开发	该项目正处于研发设计阶段
吡啶羧酸类除草剂清洁新工艺开发	该项目正处于研发设计阶段
EW型制剂高效环保新产品研发	该项目正处于中试阶段
CS型缓释剂型微胶囊悬浮剂的开发	该研究处于中试阶段
DF型干悬浮剂高效环保新产品研发	该研究处于小试阶段
OD型油悬浮剂高效环保新产品开发	该项目处于小试阶段
FS型种子处理剂高效环保新产品开发	该项目处于小试阶段

➤ 持续加大研发投入，深入专利到期产品。随着近年来专利产品的逐步到期，公司在仿制药研发上大量投入，目前公司研发项目中有7个重要活性组分是已过专利期组分，3个是即将过专利期组分。

布局优质农药，提升原药竞争力

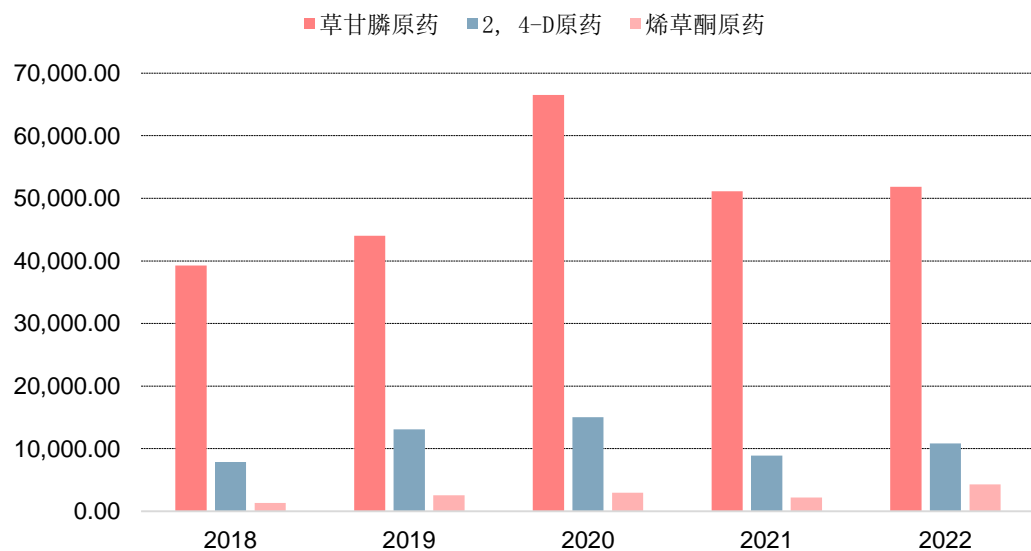
图表：公司主要原药产品介绍

产品名称	主要介绍	主要适用对象	全球市场规模	技术优势
草甘膦	非选择性、无残留灭生性除草剂，对多年生根杂草非常有效。主要抑制植物体内的烯醇丙酮基莽草素磷酸合成酶，从而抑制莽草素向苯丙氨酸、酪氨酸及色氨酸的转化，使蛋白质合成受到干扰，导致植物死亡。	大豆、玉米、谷物	2021年为308.58亿人民币，预计2027年将以3.56% CAGR达到380.59亿元	一方面通过改进工艺，将原间歇的釜式操作改为连续化生产；另一方面通过改进设备提高反应选择性。
2, 4-D	主要用作内吸性除草剂和植物生长剂。可从根、茎、叶进入植物体内，积累一定浓度后干扰植物体内激素平衡，促进或抑制某些器官生长，使杂草茎叶扭曲、茎基变粗、肿裂等。2, 4-D在气温高时挥发量大，易扩散飘移。	小麦、玉米、高粱、水稻等	2020年为7.3亿美元	将产品酚酸分离简化，将合成过程进行强化，通过反应认知，优化工艺参数等，产品转化率由65%提高到90%，降低生产成本、减少三废。
烯草酮	低毒、低残留、高选择性和内吸性除草剂，是优秀的旱地除草剂主要品种，单独或与草甘膦混配，对防治草甘膦抗性杂草有效，是草甘膦抗性管理的有效工具。	大豆、油菜、棉花、花生等	2020年为3.8亿美元	将合环反应中的丙二酸二乙酯替换为丙二酸二甲酯，降低成本，而收率不受影响；采用连续化生产，可将丙酰三酮直接用于合成烯草酮，不必进行高真空精馏，可大幅降低生产成本，提高产品清洁生产水平
克菌丹	三氯甲硫基类广谱的保护性杀菌剂，对作物的多种病害如水稻纹枯病、稻瘟病、小麦秆锈病等均有良好的防治效果。安全，无药害，具有刺激植物生长的作用。	大麦、小麦、燕麦、水稻、玉米等	2020年超过1亿美元	彻底解决了反应传质传热问题，装置效能较原有工艺提升20倍以上，收率提高至95%，废水量减少70%以上，纯度98%以上。

基于技术优势扩产，降低原药对外依赖

➤ 公司原药以采购为主，凭借高端制造扩产产品具备技术优势。公司基于自动化、连续化、绿色化进行工艺工程技术开发和优化，选择取得技术突破的产品进行扩产。基于原药产能提升，公司原药采购量逐步下降。

图表：2018-2022年主要原药采购量（吨）



图表：草甘膦生产具备技术优势

	黄磷	液氯	甲醇	甘氨酸	多聚甲醛	三乙胺	盐酸	液碱	片碱	电	蒸汽
润丰股份	0.276t	0.952t	1.055t	0.542t	0.435t	0.02t	0.7t	2.43t	-	430.8 kWh	10t
福华科技	0.319t	1.107t	1.28t	0.575t	0.46t	0.022t	0.55t	0.81t	0.153t	1271 kWh	6.888t

新建产能即将落地，有望创造新增长点

图表：公司在建项目

项目类别		项目基地	项目名称	建设周期
产能扩大类	原药	山东潍坊	年产25000吨草甘膦连续化技改项目	18个月
			6000吨/年小吨位苯氧羧酸项目	12个月
		宁夏平罗	年产8000吨烯草酮项目	24个月
			年产6万吨全新绿色连续化工艺2,4 D及其酯项目	12个月
			年产1000吨二氯吡啶酸项目	12个月
			年产1000吨丙炔氟草胺项目	18个月
	制剂	山东潍坊	年产38800吨除草剂项目（一期）-30000 吨/年草甘膦可溶粒剂	12个月
			年产62000吨除草剂项目（一期）-禾本田液体制剂	
		山东青岛	高效杀虫杀菌剂技改项目	12个月
		研发及全球营销网络	山东潍坊	植保产品研发中心项目
境外	农药产品境外登记项目		36个月	

➤ 产业链延伸原药市场，持续加强一体化布局，扩大市场竞争力。一方面，公司积极布局海外“快速市场进入平台”，提升对终端销售市场的把控。另一方面，布局原药市场，提升控本能力。公司2023年定增不超过25.47亿元布局原药项目，新增10.08万吨制剂产能和11万吨原药产能显著提升公司制剂产品以及生产所需的原药的自产能力并优化产能结构。

目录

01 深耕海外农药市场，经营情况持续性提升

02 农药行业稳定增长，海外需求有望改善

03 大量登记证构建公司核心竞争壁垒

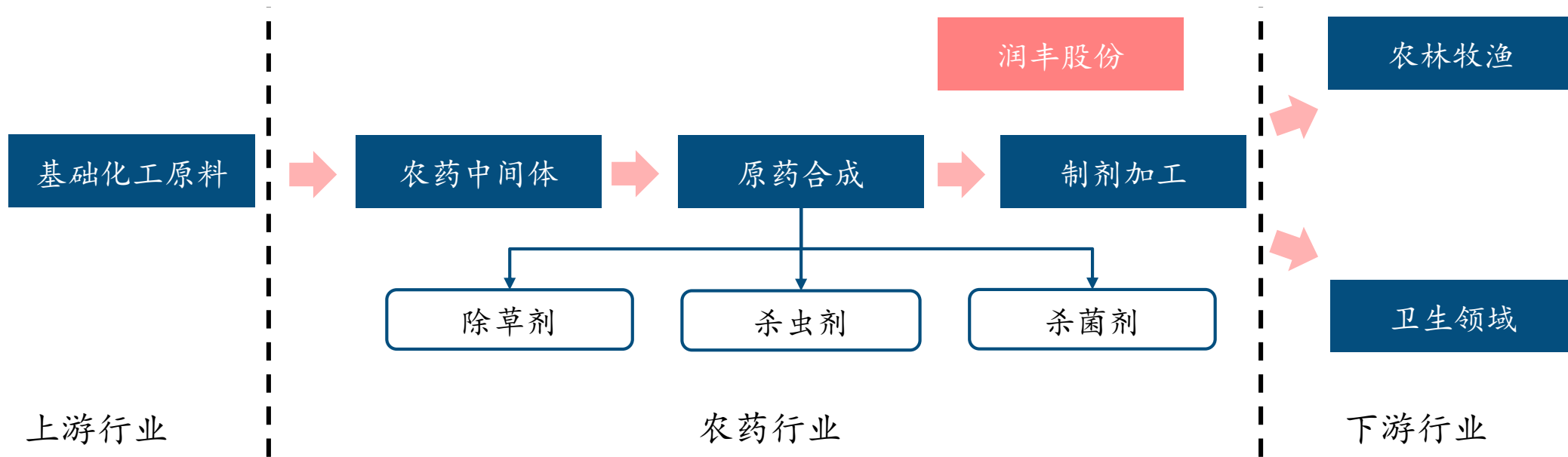
04 专利药大量到期，为公司原药业务提供空间

05 加大C端布局，一体化经营提升公司品牌价值

06 盈利预测及风险提示

农药产业链及上下游

图表：农药产业链结构



➤ 原药是加工前的农药，分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂等，在农药产业链中位于中游位置。农药行业的上游为基础化工原料，下游主要运用在农林牧渔和卫生领域。农药产业链主要包含三个环节，农药中间体、原药合成以及制剂加工。

农药行业竞争激烈，企业兼并进入新阶段

图表：农药企业从产品并购到混合并购的演变



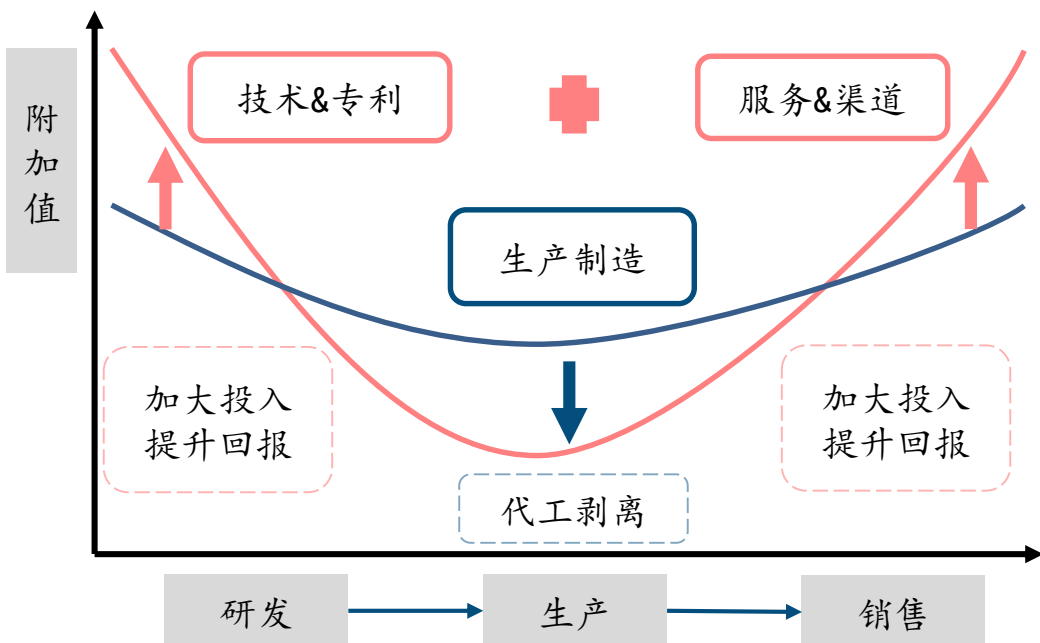
全球作物保护经历了以下四个并购阶段：

- 1、第一轮：收购相关知识产权、注册和商标的全球所有权，以及生产和配方技术。在该阶段许多农化公司参与了新有效成分的研发；
- 2、第二轮：6家跨国公司进行大型并购活动，加强了产品和技术组合，行业集中度进一步提高；
- 3、第三轮：农化巨头收购生物制剂、生物激素公司；
- 4、第四轮（目前）：合并分销机构，深入终端网络建设。

➤ 目前农药企业并购已经进入第四阶段，从渠道向终端延，一体化趋势明显。跨国农药巨头经历了从技术和产品收购到合并终端区域及本地分销商的转变，企业一体化程度不断加深。

行业一体化布局成企业成长必经之路

图表：农药产业链利润分配的“微笑曲线”



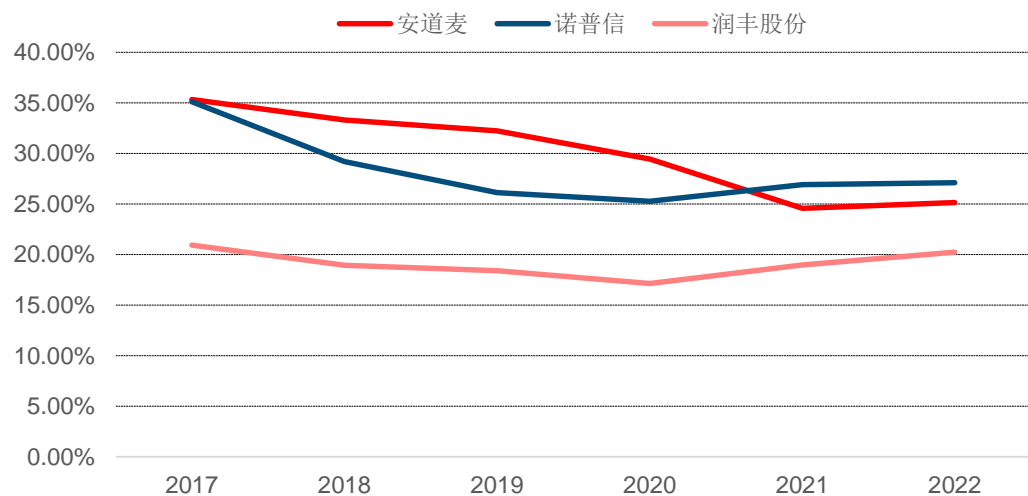
图表：先正达集团布局



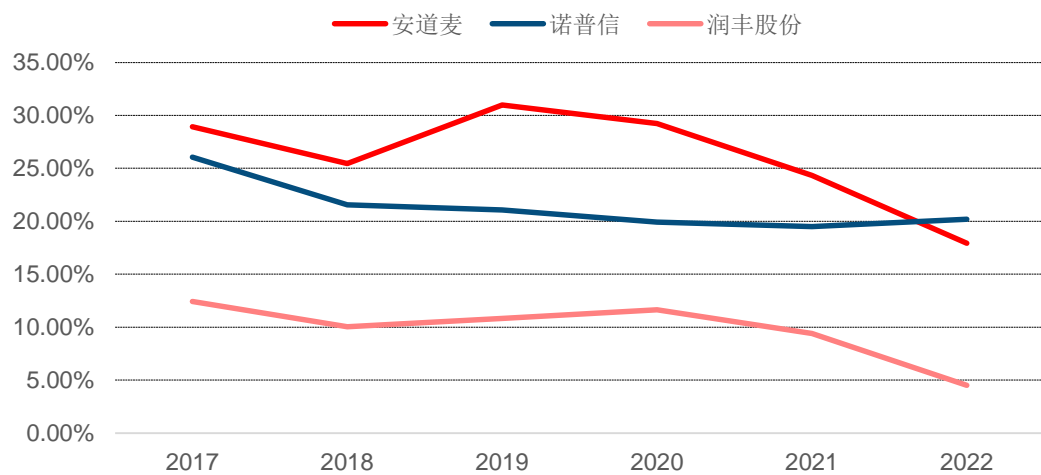
- 农药产业链“微笑曲线”两头业务附加值较高。产业链两头的研发和渠道销售坐拥高壁垒，获利能力强。
- 一体化布局有利于提升综合盈利能力，农化巨头一体化渐成趋势。跨国农药巨头如先正达、拜耳、科迪华都培养了长久的研发优势，同时进行大量资产重组，培育了完整产业链，攫取微笑曲线两头高利润。

全面构建营销网络，发挥C端优势

图表：不同制剂企业毛利率对比

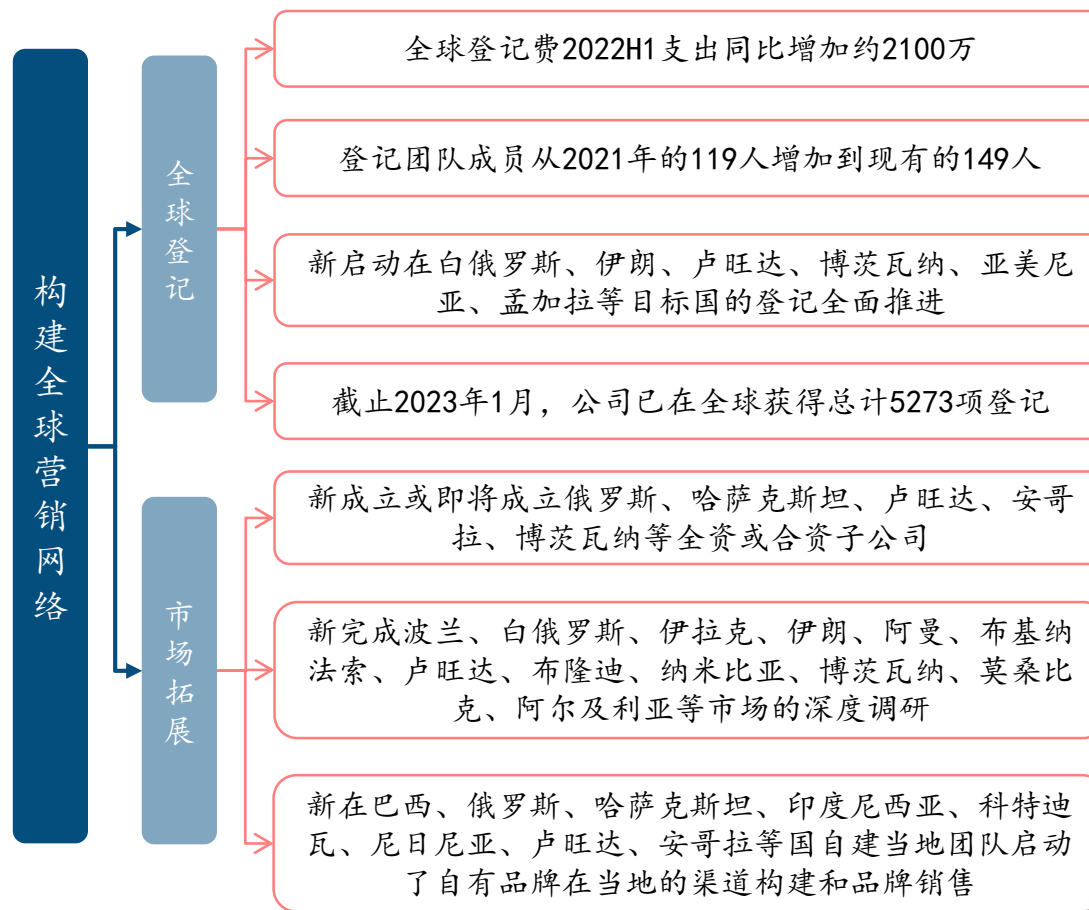


图表：不同制剂企业费用率对比



数据来源：各公司公告，中信建投

图表：2022年公司构建全球营销网络进展



“快速市场进入平台” 构建进展迅速

图表：公司海外部分市场“快速进入市场平台”进展

地区	国家	开展进度
亚洲	日本	2021年启动深度调研；2022年2月润丰股份成立日本公司
	泰国	2012年年底泰国办事处设立；2022年新成立合资公司运营B-C业务
	缅甸	润丰“快速市场进入平台”自2013年开始在缅甸实施运行；2016年润丰·缅甸公司正式投入运营
	印尼	2013年“快速进入市场平台”于印尼实行；2015年润丰印尼全资子公司设立；2022年润丰·印度尼西亚重启B-C运营
	哈萨克斯坦	2022年润丰·哈萨克斯坦正式运营，随即开展基于产品登记的B-B业务
	土耳其	2021年6月完成土耳其深度调研；2021年年底成立土耳其公司；2020-2024中期战略规划将大力开展Rainbow品牌的B-C业务
	马来西亚	2013年“快速市场进入平台”计划在马来西亚启动；2015年9月润丰马来西亚全资子公司设立，10月投入运营
美洲	巴西	2008年“快速市场进入平台”开始在巴西筹备建设工作；2015年12月润丰巴西公司正式商业化运营；2022年Model C业务全面开花
	阿根廷	2015年润丰投资控股阿根廷Green Crop；2016年Green Crop工厂新建项目顺利投产；2022年润丰·阿根廷购地扩增工厂产能
	墨西哥	2007年润丰墨西哥公司成立；2016年获得33个产品登记；2022年润丰·墨西哥新获登记40项
	秘鲁	2021年润丰股份成立合资公司运营秘鲁业务
	哥伦比亚	2011年“快速市场进入平台”建设于哥伦比亚启动；2015年获得50余个产品登记
	巴拉圭	润丰“快速市场进入平台”自2010年开始在巴拉圭实施运行；2016年润丰·巴拉圭公司正式投入运营
	厄瓜多尔	2011年“快速市场进入平台”建设于厄瓜多尔启动；2016年获得40余个产品登记，厄瓜多尔常驻业务联络处设立
	洪都拉斯	润丰洪都拉斯公司于2015年6月面向公众经营；2020年，润丰成为洪都拉斯第一大作物保护公司
	欧洲	德国
西班牙		2022年收购西班牙Exclusivas Sarabia公司
俄罗斯		2016年公司设立俄罗斯常驻业务联络处；2022年新增23个产品登记，6月润丰·俄罗斯公司成立并正式运营

地区	国家	开展进度
欧洲	塞尔维亚	2021年润丰股份成立塞尔维亚公司；2020-2024中期战略规划将大力开展Rainbow品牌的B-C业务
	欧盟	公司于2016年开始在欧盟投资原药等同认定；2019年获得30个活性组分的等同认定；2022年获得等同登记18项、制剂登记130项
非洲	尼日利亚	润丰尼日利亚公司于2022年6月正式运营，同年B-C运营工作稳步推进
	加纳	润丰加纳公司于2015年初开始实体化运营；2019年销售额成长为当地市场前3名；2022年润丰·加纳成立多哥子公司、贝宁子公司
	乌干达	润丰乌干达公司于2017年成立；2021年8月乌干达公司开始正式运营，并获得20余个产品登记；目前已开始B-C业务运行
	博茨瓦纳	2022年5月进行了市场调研；2022年7月润丰股份成立博茨瓦纳公司
	津巴布韦	2022年派驻业务经理并招聘当地雇员，获得14个产品登记；2020-2024中期战略规划将大力开展Rainbow品牌的B-C业务
	科特迪瓦	2021年成立科特迪瓦公司；2020-2024中期战略规划将大力开展Rainbow品牌的B-C业务；2022年5月在科特迪瓦获得50多个产品的登记，目前已开始B-C业务运行
	安哥拉	2021年9月开展安哥拉市场深度调研；2022年7月成立安哥拉公司，目前已开始B-C业务运行
	卢旺达	2022年下半年卢旺达公司成立并正式运营，目前已开始B-C业务运行
	喀麦隆	2020年1月成立润丰喀麦隆公司；2021年7月公司正式运营；目前已开始B-C业务运行
	马里	2019年完成深度市场调研；2021年注册成立润丰·马里公司
	玻利维亚	2009年“快速市场进入平台”的战略规划第一批试点国家；2016年获50余个登记证书，润丰·玻利维亚公司正式投入运营
	阿尔及利亚	2019年底进行市场调研；2020年安排5个产品；2021年12月成立润丰·阿尔及利亚公司；2022年公司安排20个产品开展登记
	埃塞俄比亚	2021年3-5月对市场进行深度调研；2021年8月确定成立润丰·埃塞俄比亚办事处
	肯尼亚	2021年润丰·肯尼亚正式运营；目前已开始B-C业务运行
	突尼斯	2021年6月完成对突尼斯的调研；2021年8月润丰成立突尼斯公司
赞比亚	2021年润丰股份成立合资公司运营赞比亚；目前已开始B-C业务运行	

数据来源：公司公告，中信建投

营销网络广泛覆盖，深入推进产业链一体化

图表：公司全球业务分布图



目录

01 深耕海外农药市场，经营情况持续性提升

02 农药行业稳定增长，海外需求有望改善

03 大量登记证构建公司核心竞争壁垒

04 专利药大量到期，为公司原药业务提供空间

05 加大C端布局，一体化经营提升公司品牌价值

06 盈利预测及风险提示

盈利预测：产业链一体化发展，业绩成长空间大

➤ 公司持续获取登记证，同时建设原药，持续推进“快速市场进入平台”构建，业绩有望得到大幅提升。预计2023-2025年净利润分别为15.62、19.04和23.69亿元，给予“买入”评级。

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,797	14,460	15,667	18,759	21,156
增长率(%)	34.4	47.6	8.3	19.7	12.8
净利润(百万元)	800	1,413	1,562	1,904	2,369
增长率(%)	82.7	76.7	10.6	21.8	24.4
毛利率(%)	19.0	20.2	20.5	21.0	21.5
净利率(%)	8.2	9.8	10.0	10.1	11.2
ROE(%)	16.8	23.3	21.7	21.3	21.3
EPS(摊薄/元)	2.90	5.10	5.64	6.87	8.55
P/E(倍)	25.6	14.5	13.1	10.8	8.7
P/B(倍)	4.2	3.3	2.8	2.3	1.8

营收成本拆分结构

图表：公司营收成本拆分（百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
除草剂					
营业收入(百万元)	7,993	12,283	13,100	15,720	17,760
总成本(百万元)	6,547	9,858	10,480	12,498	14,030
毛利率(%)	18.1%	19.7%	20.0%	20.5%	21.0%
杀虫剂					
营业收入(百万元)	864	1,003	1,155	1,386	1,559
总成本(百万元)	645	768	878	1,046	1,169
毛利率(%)	25.4%	23.5%	24.0%	24.5%	25.0%
杀菌剂					
营业收入(百万元)	671	797	997	1,197	1,337
总成本(百万元)	525	618	768	916	1,016
毛利率(%)	21.7%	22.4%	23.0%	23.5%	24.0%
其他业务					
营业收入(百万元)	269	377	414	456	501
总成本(百万元)	221	289	331	364	401
毛利率(%)	17.8	23.2	20.0	20.0	20.0
合计					
营业收入(百万元)	9,797	14,460	15,667	18,759	21,156
总成本(百万元)	7,938	11,533	12,457	14,824	16,616
毛利率(%)	18.97%	20.24%	20.49%	20.97%	21.46%

风险提示

- **汇率风险：**外汇市场剧烈波动，公司目前出口业务总量较大，外汇结算面临一定的不确定性。
- **市场风险：**一方面国际贸易摩擦持续，公司产品价格、销量面临市场波动风险，另一方面外销占比过大，存在国外市场比重较高、依赖度较大的风险。
- **安全和环保风险：**公司生产用大部分原料为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，存在因设备或工艺不完善、操作不当等原因而造成意外安全事故的风险。
- **产能投放不及预期：**公司定增新项目尚处于早期建设阶段，可能存在项目建设不及预期的情况。

分析师介绍

卢昊：中信建投证券化工行业首席，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备5年化工实业和6年行业研究经验。

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文10余篇。6年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

郭祝同：化工行业研究员，复旦大学硕士，负责轮胎、农药和部分新材料研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层

电话：(8610) 8513-0588

联系人：李祉瑶

邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室

电话：(8621) 6882-1600

联系人：翁起帆

邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼

电话：(86755) 8252-1369

联系人：曹莹

邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600

联系人：刘泓麟

邮箱：charleneliu@csci.hk