

需求恢复保障业绩改善，产业链一体化布局铸就长期价值

核心观点

2023 年来由于海外经销商去库存及推迟采购，公司业绩暂时承压。2023Q1 公司实现营收 22.33 亿元，同比减少 28.40%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比减少 52.83%，环比增加 70.30%。随着库存压力的释放，海外需求将回暖，公司业绩有望提升。长期以来，公司进行产业链一体化布局，通过定增募资在原药端基于技术优势扩产，同时通过全球登记和市场拓展进一步完善全球营销网络，长期成长空间广阔。

事件

公司发布 2023 年一季度报告

2023 年 4 月 27 日公司发布 2023 年第一季度报告，2023 年一季度公司实现营收 22.33 亿元，同比减少 28.40%，环比减少 12.23%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比减少 52.83%，环比增加 70.30%；实现归母扣非净利润 1.83 亿元，同比减少 52.97%；实现基本每股收益 0.66 元/股。

简评

库存压力逐步释放，业绩拐点已至

2023 年一季度海外经销商处于持续的去库存阶段，终端市场需求疲软，农药出口大幅下降。根据中国海关的数据，2023Q1 农药出口 43.78 万吨，同比减少 2.7%；出口金额 129.04 亿元，同比减少 23.22%。海外市场为公司的主要盈利点，2023Q1 公司实现营收 22.33 亿元，同比减少 28.40%，环比减少 12.23%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比减少 52.83%，环比增加 70.30%。随着海外市场库存压力释放，需求筑底有望反弹，随着公司销售将大幅提升；同时原药价格的回落，利好公司在制剂端的营收。

全面提速全球的登记布局，夯实核心竞争优势

公司农药出海采用传统出口与境外自主登记模型结合的方式，自主登记具有资金投入大、获证时间长、技术要求高等行业壁垒，为公司带来优质客户的同时，构筑了公司的核心竞争力。在自主登记模式下公司的盈利能力更强，公司不断获取新登记证构建业绩增长点。截至 2022 年底，公司登记团队成员规模从 2021 年的 119 人增加到 169 人，共拥有国内登记 300 多项，海外登记 4900 多项。随着公司销售模式进一步向境外自主登记模式转变，公司

润丰股份 (301035.SZ)

首次评级

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:s1440518030004

发布日期：2023 年 05 月 13 日

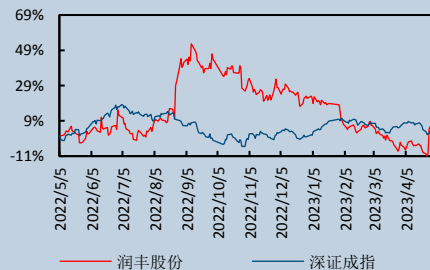
当前股价：75.47 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.64/10.00	-1.77/-4.44	10.50/0.54
12 月最高/最低价 (元)		108.88/63.57
总股本 (万股)		27,711.57
流通 A 股 (万股)		8,782.35
总市值 (亿元)		209.14
流通市值 (亿元)		66.28
近 3 月日均成交量 (万)		171.79
主要股东		
山东润源投资有限公司		41.47%

股价表现



相关研究报告

的核心竞争优势将得到进一步提升。

完善全球营销网络，深耕 C 端市场业务

公司深耕已有目标国市场业务的同时，持续开展新市场的拓展，加速构建全球营销网络。公司的业务领域覆盖全球，在山东潍坊、青岛、宁夏平罗及海外阿根廷、西班牙拥有五处制造基地；已在境外设有 80 多个下属公司，在全球 80 多个国家开展业务。2022 年公司新完成了波兰、白俄罗斯、阿塞拜疆等市场的深度调研；新在巴西、阿根廷、墨西哥等国自建或合资组建了当地团队并启动了当地 C 端的渠道构建和品牌销售；收购西班牙 Sarabia 公司并以此为基础全面提速在欧盟市场的投入和业务成长。随着公司以“快速市场进入平台”为特点的全球营销网络建设的不断完善，公司的盈利能力和持续稳定增长经营能力将明显提高。

研发创新支撑先进制造，定增项目布局优质原药

在原药制造方面，公司基于自动化、连续化、绿色化进行重要活性组分制造的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，一方面具备成本端优势，一方面通过产品性能打造品牌，延伸产业链价值。目前公司 1 个原药产品系国内首创的全流程连续化绿色工艺已投产；1 个原药产品全流程连续化项目正在试生产运行；2 个原药产品全流程连续化项目已完成开发，具备实施条件。同时公司在 2023 年将定增不超过 25.47 亿元建设 8000 吨烯草酮、6 万吨 2, 4-D、1000 吨二氯吡啶酸、1000 吨丙炔氟草胺的原药项目。在原药投产且运营布局后，将助力公司向产业链上游延伸，未来成长空间广阔。

盈利预测与估值：预计公司 2023、2024、2025 年分别实现归母净利润 15.63 亿元、18.76 亿元、23.84 亿元，对应 EPS 分别为 5.64 元、6.77 元、8.60 元，对应 PE 分别为 13.1X、10.9X、8.6X。考虑到农药为刚需，公司在世界范围内不断开拓新的市场，持续推进 B-C 端业务，经营业绩有望受益于下游需求旺盛以及新增产能投放，保持稳定增长。根据测算，公司营收和利润增速相对稳定，2023-2025 年归母净利润复合增速为 12.73%，公司 PEG 指标小于 1，同时参考同类型可比公司的 PE 平均估值为 16.5X、12.7X、10.3X。综合考虑公司的利润增速以及估值情况，公司当前股价仍然具备较好的投资价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1、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；2、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；3、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；4、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。

敏感性分析：假设如果未来存在汇率风险、市场风险、安全和环保风险、在公司的产能相对不及预期的背景下，公司 2023-2025 年的净利润预测为 14.90、16.96、20.62 亿元。

图表 1：预测和比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,797	14,460	15,906	17,497	19,246
增长率(%)	34.4	47.6	10.0	10.0	10.0
净利润(百万元)	800	1,413	1,563	1,876	2,384

增长率(%)	82.7	76.7	10.6	20.1	27.0
毛利率(%)	19.0	20.2	20.4	21.4	22.4
净利率(%)	8.2	9.8	9.8	10.7	12.4
ROE(%)	16.8	23.3	21.7	21.0	21.5
EPS(摊薄/元)	2.90	5.10	5.64	6.77	8.60
P/E(倍)	25.6	14.5	13.1	10.9	8.6
P/B(倍)	4.2	3.3	2.8	2.3	1.8

数据来源: Wind, 中信建投

图表 2: 估值模型拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2024E
除草剂					
营业收入(百万元)	7,993	12,283	13,512	14,863	16,349
总成本(百万元)	6,547	9,858	10,809	11,742	12,752
毛利率(%)	18.1	19.7	20.0	21.0	22.0
杀虫剂					
营业收入(百万元)	864	1,003	1,104	1,214	1,335
总成本(百万元)	645	768	839	910	988
毛利率(%)	25.4	23.5	24.0	25.0	26.0
杀菌剂					
营业收入(百万元)	671	797	877	965	1,061
总成本(百万元)	525	618	675	733	796
毛利率(%)	21.7	22.4	23.0	24.0	25.0
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)	9797	14460	15906	17497	19246
总成本(百万元)	7938	11533	12655	13750	14937
毛利率(%)	18.97	20.24	20.44	21.42	22.39

数据来源: Wind, 中信建投

图表 3: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	日期 2023/5/5	归母净利润 (亿元)				PE 估值			
		总市值 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600486.SH	扬农化工	279.71	17.94	18.77	21.28	24.47	15.59	14.90	13.15	11.43
000553.SZ	安道麦 A	188.15	6.09	8.26	10.37	12.93	30.88	22.77	18.14	14.55

300575.SZ	中旗股份	52.43	4.20	4.69	5.83	7.16	12.48	11.18	9.00	7.32
300796.SZ	贝斯美	42.54	1.53	2.49	4.09	5.49	27.83	17.11	10.39	7.74
平均值							21.69	16.49	12.67	10.26
301035.SZ	润丰股份	209.22	14.13	15.63	18.76	23.84	14.80	13.39	11.15	8.78

注：可比公司的盈利预测来源为 wind 的一致预期

数据来源：Wind，中信建投

图表 4：润丰股份近五年 PE Band



数据来源：Wind，中信建投

分析师介绍

卢昊

中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 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。

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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（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 2103 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