

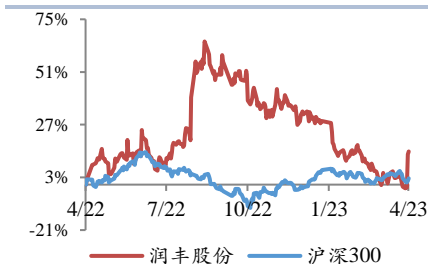
深耕农药领域二十年，推进中国品牌全球化

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-04-28

收盘价（元）	74.10
近 12 个月最高/最低（元）	106.6/63.57
总股本（百万股）	277
流通股本（百万股）	88
流通股比例（%）	31.69
总市值（亿元）	205
流通市值（亿元）	65

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕农药领域二十年，致力于成为全球领先的作物保护公司

公司是中国领先的跨国作物保护公司，在济南设立全球营运中心，在山东济南和山东潍坊设立专业的研发团队及研发中心，在山东潍坊、青岛、宁夏平罗、南美阿根廷、西班牙五处投资建设制造基地。截至 2022 年底，公司已经拥有 80 家海外子公司，在全球 80 多个国家和地区开展业务，并连续多年在“中国农药出口前 20 强”中蝉联第 1，在 2021 年“全球农化企业 TOP20 榜单”中位列第 11 位，荣登 2022 年中国农药销售百强榜前三。

● 农药市场需求刚性规模稳步增长，利润分配向制剂销售端倾斜

根据 AgbiInvestor 统计数据，2021 年全球植物保护产品用于农业领域的市场规模为 658 亿美元，自 2016 年来年均复合增长率为 3.3%，主要由于欧美等国家对于植物保护产品环保要求提升，导致低端产品用量已呈现出逐步减少的趋势。根据 AgbiInvestor 预测，未来五年预计植物保护产品市场的年均复合增长率将达到 2.2%，在新型产品的发现、新技术在新兴市场不断应用、先进且符合环保要求的产品对旧产品的替代等因素影响下，预计植物保护产品行业整体市场价值将不断提升。农药价值链分配具有明显的“微笑曲线”，而随着农药新品研发成本不断攀升以及现有农药产品整体的生命周期有所延长，全球农药产业链利润分配向制剂及农资服务倾斜，在产业链中占到 60% 以上。

● 登记证获取难度提升壁垒高筑，润丰布局领先优势明显

境外自主登记出口模式可以让国内农药厂商掌握主动权，获取超越传统农药出口模式的利润，并且境外自主登记模式进入门槛更高，具体表现在资金需求大，获得登记证时间长，技术要求高，员工素质要求更高。润丰全面加码并提速了在全球的登记布局，目前登记团队成员规模达到 169 人。为加速登记进程，尽早进入重要市场，通过收购 Sarabia 获得了欧盟登记 131 个，同时公司 2022 年新启动 16 个国家的登记调研和推进，并继续加码在已有登记的国家投资更多登记，以形成丰富而完整的产品组合来全面满足各国市场所需。截止 2022 年底，公司共拥有 300 多项中国国内登记，4,900 多项海外登记，登记证数量遥遥领先。

● 持续完善全球营销网络，加快公司产品一体化布局

公司基于强大的全球登记能力，正在持续加速完善全球营销网络，“团队+平台+创新”筑基，“快速进入市场平台”构色，为客户提供及时、灵活、全面的产品和服务，真正做到“轻架构、低费用率”。根据中期战略规划，公司将于 2024 年在除美国、加拿大、日本之外的全球所有主要市场初步完成“快速市场进入平台”的构建，于 2025-2029 期间完成对

全球所有主要市场的“快速市场进入平台”的构建。同时公司多个产能扩大项目同步进行，加快公司产品一体化布局，一方面通过扩大制剂产能增强对于终端市场的掌控，下沉销售渠道，提升盈利能力；另一方面依托原药生产掌握经营主动权，规避原料价格的大幅波动，进而提高抗风险能力。

● **投资建议**

我们看好公司持续的登记证布局带来的持续的市场开拓以及完善的产业链带来的成本优势。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.44、19.37、21.71 亿元，同比增速为+9.2%、+25.5%、+12.1%。对应 PE 分别为 13.30、10.60、9.46 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

- 1、主要农药进口国政策变化的风险；
- 2、农药产品境外自主登记投入的风险；
- 3、汇率波动的风险；
- 4、产品出口退税政策变动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14460	15679	17954	20607
收入同比 (%)	47.6%	8.4%	14.5%	14.8%
归属母公司净利润	1413	1544	1937	2171
净利润同比 (%)	76.7%	9.2%	25.5%	12.1%
毛利率 (%)	20.2%	19.1%	20.0%	20.0%
ROE (%)	22.9%	21.1%	20.9%	19.0%
每股收益 (元)	5.12	5.57	6.99	7.83
P/E	17.01	13.30	10.60	9.46
P/B	3.90	2.81	2.22	1.79
EV/EBITDA	10.14	7.70	6.26	4.29

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 中国领先的跨国作物保护公司	6
1.1 深耕农药领域二十年，推进中国品牌全球化	6
1.2 股权结构稳定，落实股权激励	9
1.3 经营稳健，业绩稳步增长	11
2 农药需求相对刚性，利润分配向制剂销售倾斜	13
2.1 农药需求相对刚性，市场规模稳步增长	13
2.2 原药、制剂呈一体化发展趋势，利润分配向制剂销售倾斜	15
2.3 过专利期产品是农药市场的主导，跨国非专利作物保护品公司成长快速	17
3 登记证获取难度加大，润丰股份登记遥遥领先	21
3.1 我国是农药出口大国，境外自主登记模式增厚出口利润	21
3.2 登记证制度壁垒高筑，润丰提前布局遥遥领先	23
4 完善全球营销网络，加快一体化布局	30
4.1 “团队+平台+创新”筑牢全球营销网络根基	31
4.2 “快速市场进入平台”构建全球营销网络特色	33
4.3 加快一体化布局，增加成本优势	35
5 投资建议	35
风险提示:	37
财务报表与盈利预测	38

图表目录

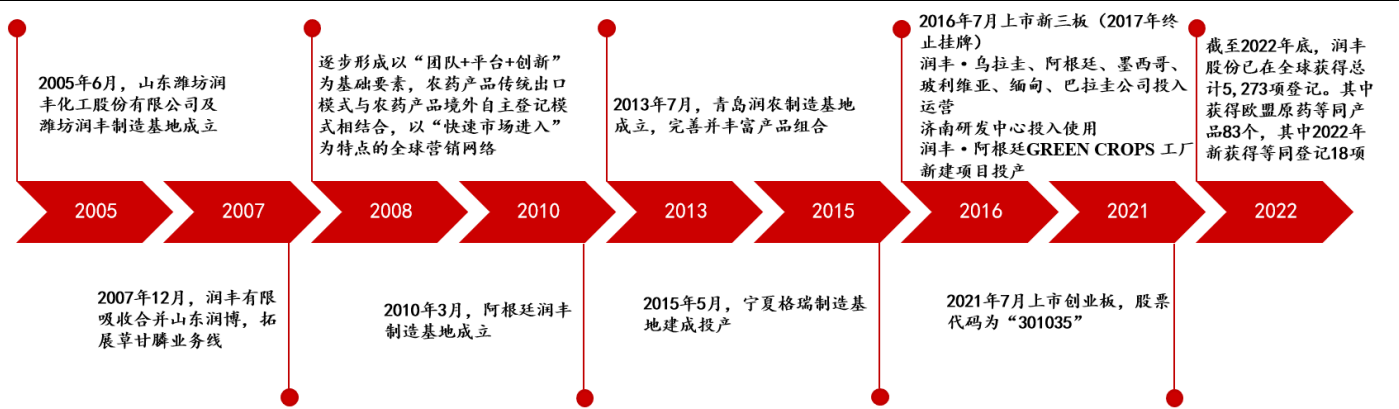
图表 1 公司历史进程.....	6
图表 2 农药产业链.....	7
图表 3 2018-2020 年主要原药采购金额 (亿元)	7
图表 4 2018-2020 年主要原药采购占比.....	7
图表 5 公司全球布局情况.....	8
图表 6 全球产品销售分布图	8
图表 7 生产基地及子公司情况	8
图表 8 2021 年中国农药企业出口排名	9
图表 9 2021 年全球及中国农药企业销售排名十五强	9
图表 10 润丰股份股权结构图	10
图表 11 首次授予部分可归属的激励对象名单及可归属情况 (调整后)	10
图表 12 营业收入及同比增速	11
图表 13 归母净利润及同比增速	11
图表 14 毛利率及净利率	12
图表 15 历年三费费率 (%)	12
图表 16 公司分业务板块营业收入 (亿元)	12
图表 17 公司 2022 年不同业务板块营收占比.....	12
图表 18 公司历年海内外收入 (亿元)	13
图表 19 2022 年公司营业收入国内外比例	13
图表 20 公司各地区营收分布 (亿元)	13
图表 21 2020 年全球市场营收分布	13
图表 22 农药使用可提高农作物产量	14
图表 23 世界耕地面积及人均耕地面积	14
图表 24 2020 年人均耕地面积排名 TOP10 及我国	14
图表 25 不同地区除害剂使用量 (百万吨)	15
图表 26 不同地区单位耕地农药使用量 (KG/HA)	15
图表 27 我国农药使用量及同比	15
图表 28 全球农药市场规模 (亿美元) 及增速	15
图表 29 农药产业链	16
图表 30 农药价值链“微笑曲线”	16
图表 31 润丰股份 2018-2020 年原药及制剂产量	17
图表 32 润丰股份 2018-2020 年制剂产能及利用率	17
图表 33 新农药研发成本(百万美元)	18
图表 34 成功上市 1 个新产品所需研究和开发的化合物数量	18
图表 35 从产品的首次合成到首次上市所需的时间	18
图表 36 农药产品整体的生命周期有所延长	19
图表 37 非专利药占比持续提升	19
图表 38 UPL 历年营业收入 (亿卢比)	20
图表 39 UPL 历年 EBITDA (亿卢比)	20

图表 40 部分中期战略实施情况及规划.....	20
图表 41 中国农药出口数量及变化.....	21
图表 42 中国农药出口金额及变化.....	21
图表 43 传统出口模式与境外自主登记模式对比.....	22
图表 44 传统出口模式与境外自主登记模式毛利率对比.....	23
图表 45 传统出口模式与境外自主登记模式收入 (万元)	23
图表 46 中国农药登记流程.....	24
图表 47 主要国家农药登记要求.....	24
图表 48 自主登记与合作登记对比.....	26
图表 49 境外自主登记壁垒.....	27
图表 50 2020 年润丰股份境外自主登记区域分布.....	28
图表 51 2020 年登记证农药种类分布.....	28
图表 52 2020 年登记证制剂与原药分布.....	28
图表 53 2017-2020 年润丰股份新增登记证数量.....	29
图表 54 新增登记证实现收入 (万元)	29
图表 55 2022-2024 年预计境外登记数量及所需资金.....	29
图表 56 润丰股份自主登记规划.....	29
图表 57 润丰股份全球营销网络示意图.....	31
图表 58 2022 年公司员工专业构成.....	31
图表 59 2022 年公司员工教育程度分布.....	31
图表 60 研发费用及占比.....	32
图表 61 公司研发项目情况.....	32
图表 62 三种业务模式对比.....	34
图表 63 进一步完善全球营销网络实施情况及规划.....	34
图表 64 公司在建项目进展情况.....	35
图表 65 公司分业务盈利预测.....	36
图表 66 润丰股份可比公司 PE 估值情况.....	36

1 中国领先的跨国作物保护公司

润丰股份成立于 2005 年，并于 2021 年 7 月在创业板上市。公司主要从事农药原药及制剂的研发、生产和销售，具备除草剂、杀虫剂、杀菌剂等多种植保产品的原药合成及制剂加工能力，部分技术与工艺达到国际领先或先进水平。公司在山东潍坊、青岛、宁夏平罗及海外阿根廷、西班牙拥有五处制造基地，在境外设有 80 多家全资或控股公司，拥有 5273 项（截至 2022 年 12 月 31 日）农药产品境外登记，逐步形成了以“团队+平台+创新”为基础要素，农药产品传统出口模式与农药产品境外自主登记模式相结合，以“快速市场进入”为特点的全球营销网络，面向全球客户提供植保产品和服务。

图表 1 公司历史进程

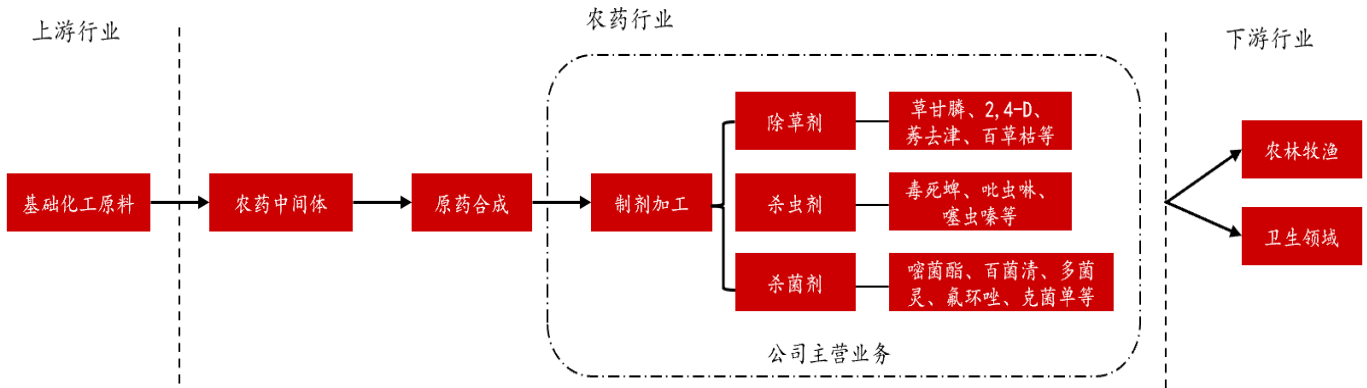


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1 深耕农药领域二十年，推进中国品牌全球化

公司主要经营农药制剂的生产和销售。农药产业链上游是基础化工原料，下游是农林牧渔和公共卫生领域，主要包括农药中间体、原药和制剂三大部分。润丰股份主要经营农药制剂的生产，产品涵盖除草剂（主要包括草甘膦、2,4-D、莠去津、百草枯等）、杀虫剂（主要包括毒死蜱、吡虫啉、噻虫嗪等）、杀菌剂（主要包括啞菌酯、百菌清、多菌灵、氟环唑、克菌丹等）、植物生长调节剂和种子处理剂等五大品类，产品丰富完整。此外，公司不断向上游拓展产业链，具备除草剂、杀菌剂、杀虫剂等多种植保产品的原药合成能力，原药自供比例不断提高，同时构建了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、销售与服务的完整产业链，提高竞争优势。

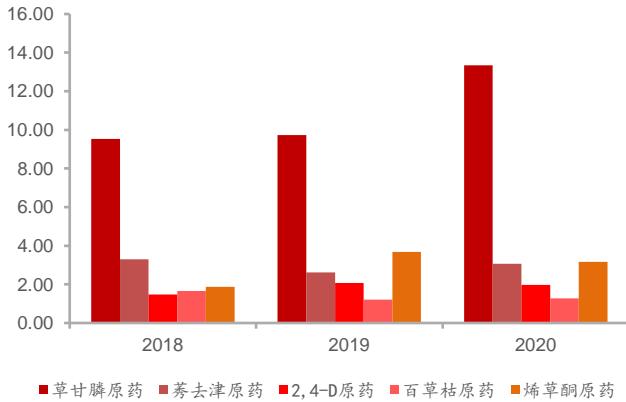
图表 2 农药产业链



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

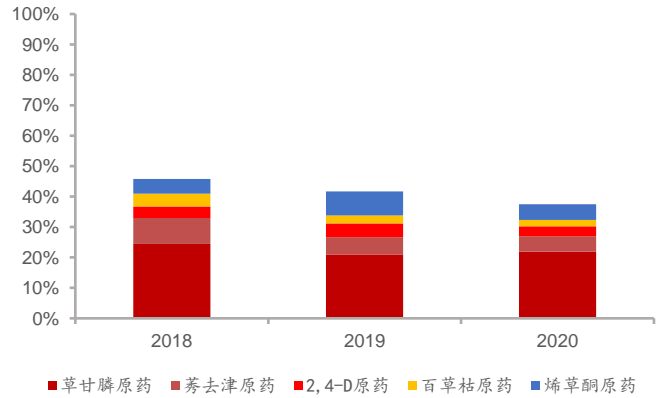
制剂产品以草甘膦为主。2018-2020 年，公司主要采购的原药有草甘膦、莠去津、2,4-D、百草枯、烯草酮等除草剂品类。从主要原药采购量中可以看出，草甘膦制剂是公司的主要经营品种。相比草甘膦、莠去津等传统农药品种，高效盖草能、烯草酮总体需求量较少，随着公司对高效盖草能、烯草酮两类产品的市场开拓及推广，采购量继续保持上升趋势，体现了公司紧跟市场需求变化，不断更替产品序列，扩展产业链，满足终端需求。

图表 3 2018-2020 年主要原药采购金额 (亿元)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 4 2018-2020 年主要原药采购占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

持续优化全球营销网络，业务领域覆盖全球。2008 年金融危机的爆发使国内农药行业多年持续低水平重复建设而形成的产能过剩问题愈发突出，并衍生出恶性的价格竞争，农药产品传统出口市场竞争日益激烈，整体盈利水平大幅下降。为应对外部环境的变化，公司自 2008 年下半年开始探究、谋划公司销售模式和发展路线的优化升级，为应对外部环境的变化，公司自 2008 年下半年开始探究、谋划公司销售模式和发展路线的优化升级，搭建全球营销网络，旨在为客户提供及时、全面、灵活的产品与服务。近些年来，公司也在持续推进以“快速市场进入”为特点的全球营销网络建设。公司在济南设立全球营运中心，并在山东济南和山东潍坊设有专业的研发团队及研发中心。截至 2022 年 12 月 31 日，公司已经拥有 80 多家海外子公司，3715 名全球员工，并在全球 80 多个国家和地区开展业务，同时在山东

潍坊、青岛、宁夏平罗、南美阿根廷、西班牙五处投资建设制造基地。

图表 5 公司全球布局情况



图表 6 全球产品销售分布图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 生产基地及子公司情况

制造基地	对应子公司	成立日期	简介
潍坊润丰	山东潍坊润丰化工股份有限公司	2005年6月	位于山东潍坊滨海经济技术开发区，下辖三个生产厂区，占地627亩。拥有多种作物保护产品的原药合成及系列制剂的加工能力；系省级安全文化建设示范企业、山东省双体系建设的标杆企业。
青岛润农	青岛润农化工有限公司	2013年7月	位于青岛平度新河生态化工科技产业基地，占地253亩，主要生产杀虫剂、杀菌剂和植物生长调节剂；拥有多种原药合成能力及多套独立的制剂加工生产装置，可严格的防止交叉污染，同时生产多种不同的产品，并拥有多套分装装置，可快速灵活切换满足不同规格的分装要求。
宁夏格瑞	宁夏格瑞精细化工有限公司	2015年5月	位于宁夏石嘴山市生态经济开发区，占地470亩，主要从事农药原药及制剂、农药中间体等精细化工产品的生产和加工。
宁夏汉润	宁夏汉润生物科技有限公司	2022年1月	位于宁夏平罗县红崖子精细化工园区，占地232亩，主要从事农药原药及制剂、农药中间体等精细化工产品的生产和加工。
阿根廷润丰	阿根廷格林公司	2010年3月	位于阿根廷恩特雷奥斯省瓜莱瓜伊丘市工业园区内。基地已具备品质管理实验室，SC, EC, SL 和 WG 等多套生产线；通过生产流程优化、设备升级、自动化设备引进以及派请本部工程、技术人员驻厂等一系列措施，极大的提升了基地制剂加工能力和质量管控水平。
西班牙润丰	Exclusivas Sarabia, S.A.	1985年	位于西班牙莱里达省。目前已完成股权交割，成为润丰的全资子公司。润丰将基于对欧盟市场战略规划进一步整合 Sarabia 产品体系，通过生产流程优化、设备升级、自动化设备引进等系列措施，为快速响应满足欧盟区域客户不同需求，提供优质产品和服务提供有力的保障。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

作为专注于国际市场的专业农化公司，公司农药出口额在国内也处于领先水平。2017至2021年，润丰股份在中国国际农用化学品及植保展览会组委会组织的评选中均荣获当年度“中国农药出口前20强”且蝉联第1。根据世界农化网发布的全球农化企业TOP20榜单，2017年、2018年公司均位列第13位，2019-2021年则上升至第11位，2021年销售额达到15.18亿美元。根据中国农药工业协会的统计，公司2018年销售额位列中国农药行业第4名，2019-2021年上升至第3名，2021年实现销售额96.81亿元。

图表 8 2021 年中国农药企业出口排名

排名	企业名称
1	山东潍坊润丰化工股份有限公司
2	江苏扬农化工股份有限公司
3	浙江新安化工集团股份有限公司
4	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司
5	北京颖泰嘉和生物课忘记股份有限公司
6	湖北兴发化工集团股份有限公司
7	利尔化学股份有限公司
8	南通泰禾化工股份有限公司
9	中农红太阳(南京)生物科技有限公司
10	南通江山农药化工股份有限公司

资料来源：中国农药工业协会，华安证券研究所

图表 9 2021 年全球及中国农药企业销售排名十五强

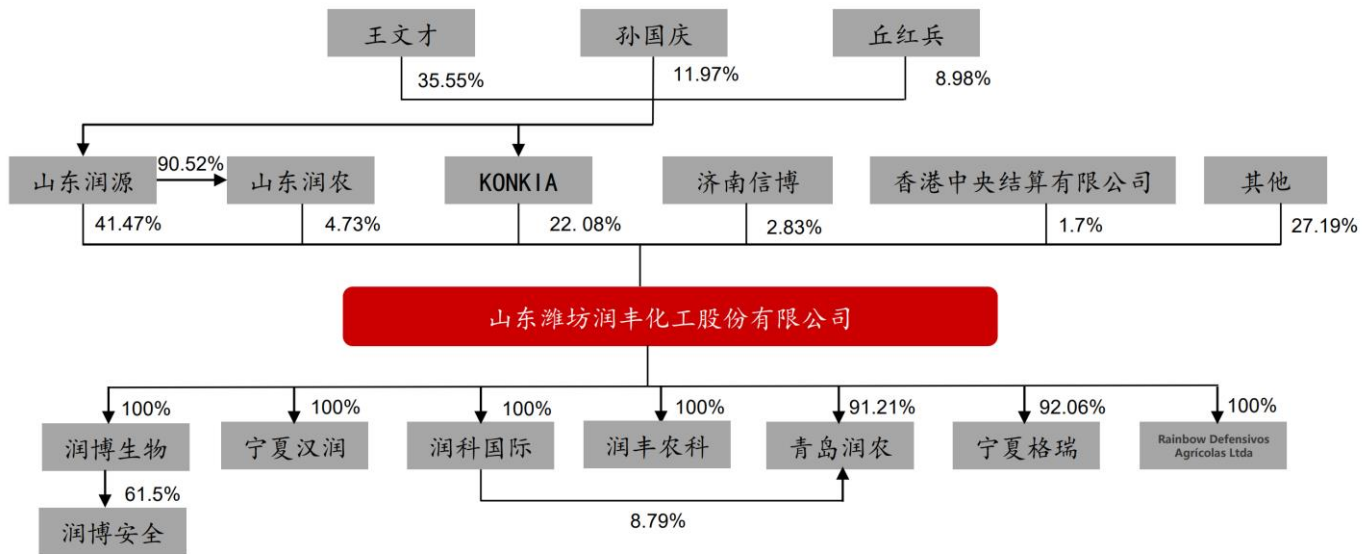
全球农化企业销售十五强		中国农药企业十五强	
公司	2021 年销售额 (百万美元)	公司	2021 年销售额 (亿元)
先正达植保	13301	安道麦	280.47
拜耳作物科学	11436	扬农化工	117.1
巴斯夫	7713	山东潍坊润丰	96.81
科迪华	7253	中农立华	88.06
联合磷化	5556	浙江新安化工	76.4
富美实	5045	立本作物科技	75.99
安道麦	4389	湖北兴发化工	75.48
住友化学	3495	北京颖泰嘉和	72.88
纽发姆	2087	四川福华通达	64.7
扬农化工	1815	利尔化学	59.99
山东潍坊润丰	1518	四川和邦生物	52.49
浙江新安化工	1184	南京红太阳	46.72
立本作物科技	1178	七洲绿色化工	45.73
湖北兴发化工	1170	联化科技	42.77
北京颖泰嘉和	1135	利民控股	42.4

资料来源：世界农化网，中国农药工业协会，华安证券研究所

1.2 股权结构稳定，落实股权激励

公司股权结构稳定，实控人为公司创始股东。公司实际控制人为王文才、孙国庆及丘红兵三人（王文才为本公司董事长，孙国庆为本公司董事，丘红兵为本公司董事兼副总裁，三人均为公司创始股东，且为一致行动人），通过控股股东山东润源（持股比例 41.47%）、KONKIA（持股比例 22.08%）及山东润农（持股比例 4.73%），合计持股处于绝对控股地位，股权结构稳定。

图表 10 润丰股份股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2021 年公司首次公告股权激励。以 2021 年 11 月 3 日为首次授予日，以 25.06 元/股的价格向符合条件的 153 名激励对象授予 493.19 万股第二类限制性股票。2022 年 10 月 27 日，对公司 2021 年限制性股票激励计划首次授予价格进行相应的调整，调整后，首次授予价格由 25.06 元/股调整为 24.227 元/股。满足首次授予部分第一个归属期的归属条件后，归属数量均为获授限制性股票数量的 20%。首次授予第一个归属期可归属的限制性股票数量为获授限制性股票总数的 20%，本次可归属的限制性股票数量为 93.5744 万股。

股权激励绑定业绩考核，推动公司长期稳定发展。2021 年股权激励计划首次授予部分考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。以 2020 年的营业收入为基数，根据各考核年度的营业收入增长率，确定各年度的业绩考核目标对应的归属批次及公司层面归属比例。同时，激励对象当年实际可归属的限制性股票数量与其个人上一年度的绩效考核挂钩，具体归属比例依据激励对象个人绩效考核结果确定。

图表 11 首次授予部分可归属的激励对象名单及可归属情况（调整后）

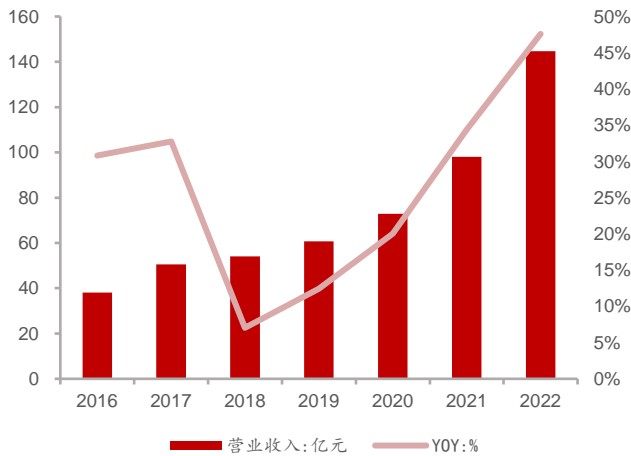
姓名	职务	激励对象类别	已获限制性股数 (万股)	本次可归属数量 (万股)	可归属数量占已获授 予总量 (%)
一、高级管理人员					
沈婕	总裁	第二类激励对象	19.96	3.9920	20.00
邢秉鹏	董事会秘书 财务总监	第二类激励对象	16.89	3.3780	20.00
小计			36.85	7.3700	20.00
二、其他激励对象					
董事会认为需要激励的其他人员 (34 人)			435.73	86.2044	19.87
合计			472.58	93.5744	19.80

资料来源：公司公告，华安证券研究所

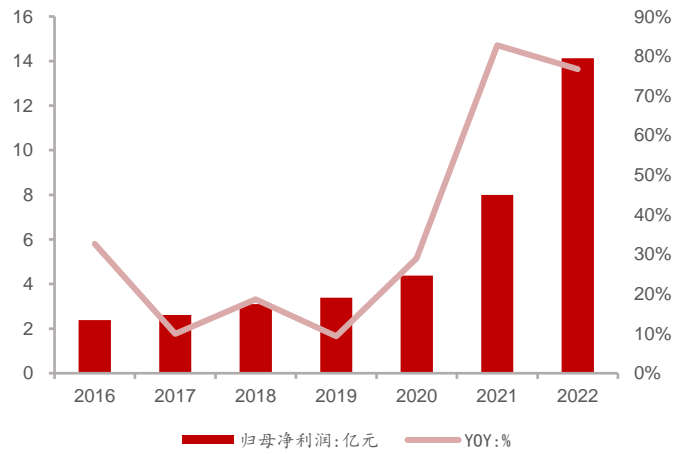
1.3 公司经营稳健，业绩稳步增长

2022 年营收和归母净利润再创新高。2022 年公司实现营业收入 144.6 亿元，同比增长 47.60%；归母净利润 14.13 亿元，同比增长 76.72%。主要是因为 2022 年农药行业高景气，公司主营产品价格大幅上涨以及业务规模增长。单季度来看，2022Q4 营收环比下降 38.5%，归母净利润环比下降 74.3%，主要原因是 2022 年三季度后伴随大部分市场先前超量订购的货物的送抵以及供应端产能的持续扩增导致供求关系快速变脸而出现明显的阶段性的供大于求，作物保护品价格整体开始下行，而这种价格下行更加导致市场端采购的犹豫、延迟及去库存，这更加加剧了阶段性的供应过剩，致使作物保护品价格整体持续下行且下行幅度不低。

图表 12 营业收入及同比增速



图表 13 归母净利润及同比增速

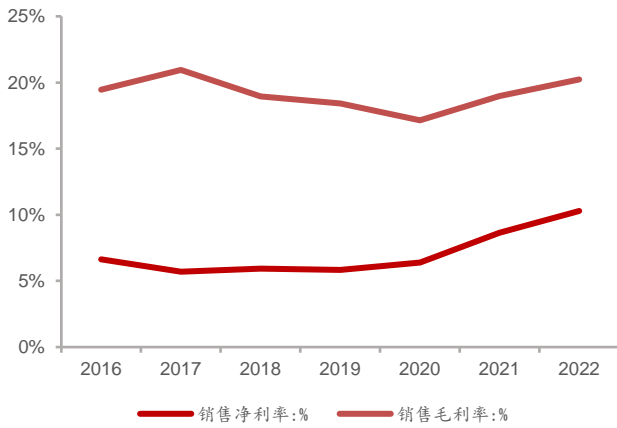


资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

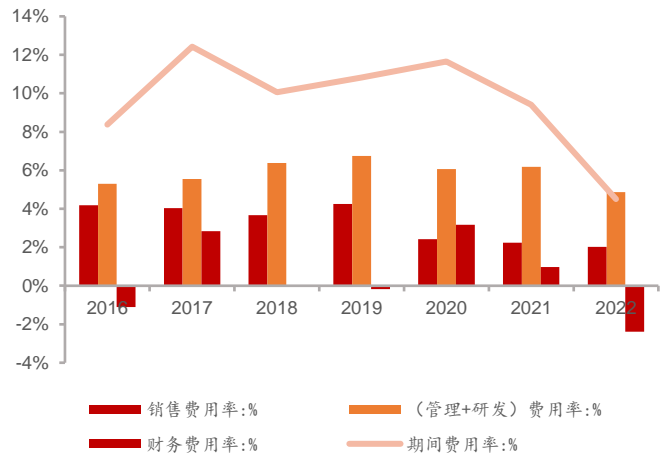
毛利率与净利率创历史新高，盈利能力大幅提升。2022 年实现毛利率 20.24%，净利率 10.29%。主要系：1) 公司自 2021 年以来加快了在更多国家 To C 业务的推进，成效明显，To C 业务毛利率明显高于 To B 业务，导致公司毛利率持续上升；2) 公司自 2020 年以来拓展了更多新市场，部分新市场业务竞争激烈程度低于传统市场，利润率明显高于传统市场；3) 公司自 2019 年以来持续的进行研发创新的投入，较好地提升了自产活性组分的产能、成本及品质优势，支撑了公司毛利率的持续提升。此外，2022 年期间费用率大幅下降至 4.51%，主要原因系主要系报告期内汇率波动，使得汇兑收益增加所致，公司财务费用率下降至 -2.39%。

图表 14 毛利率及净利率



资料来源: 同花顺 iFind, 华安证券研究所

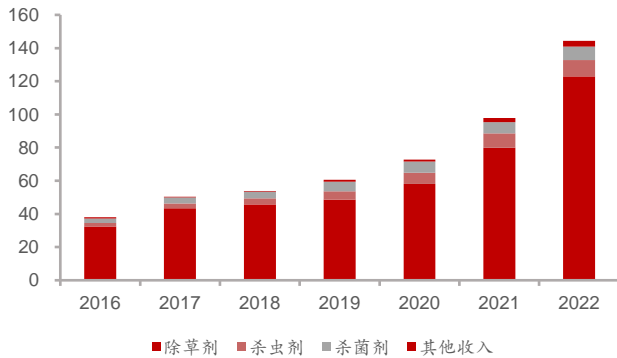
图表 15 历年三费率 (%)



资料来源: 同花顺 iFind, 华安证券研究所

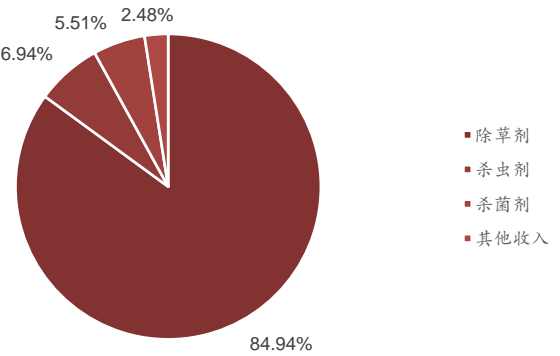
除草剂是主要的营收和利润来源, 其中以自产类除草剂为主。2022 除草剂实现营业收入 122.83 亿元, 杀虫剂实现营收 10.03 亿元, 杀菌剂实现营收 7.97 亿元, 分别占总营业收入 84.94%、6.94%、5.51%。

图表 16 公司分业务板块营业收入 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFind, 华安证券研究所

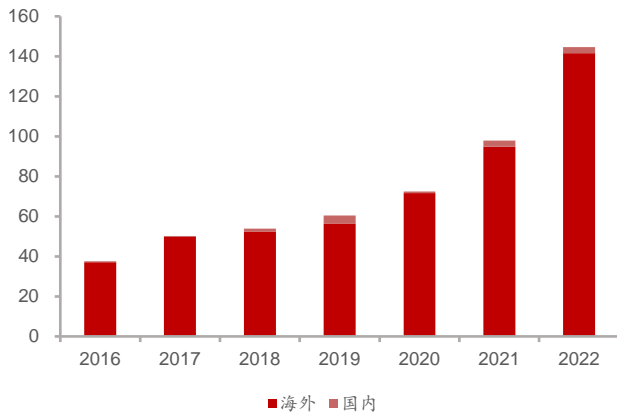
图表 17 公司 2022 年不同业务板块营收占比



资料来源: 同花顺 iFind, 华安证券研究所

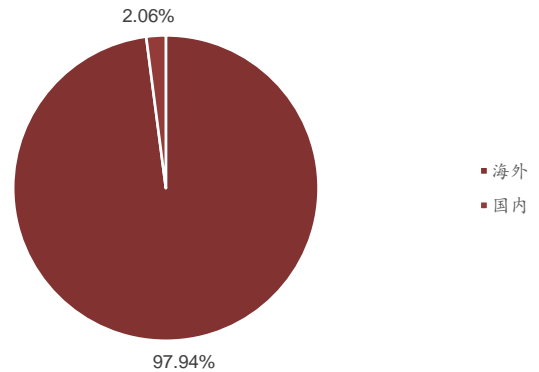
公司业务以农药产品出口为主, 且南美洲是最大的海外销售市场。2016-2022 年境外收入稳步增长, 2022 年海外营业收入 141.62 亿元, 占总营业收入的 97.94%。从境外收入分布来看, 南美洲是最大的销售市场, 占比五成左右, 2020 年南美洲实现收入 35.93 亿元, 占比 50%, 剩余分别为北美洲、大洋洲、亚洲、非洲和欧洲。目前, 公司海外销售已经遍及全球七十多个国家和地区, 并且还在持续不断地向外拓展中。

图表 18 公司历年海内外收入 (亿元)



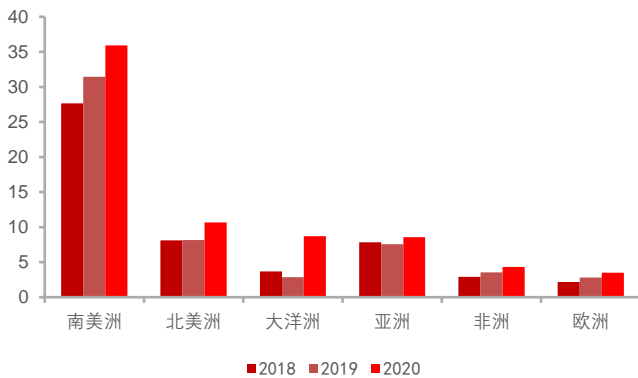
资料来源: 同花顺 iFind, 华安证券研究所

图表 19 2022 年公司营业收入国内外比例



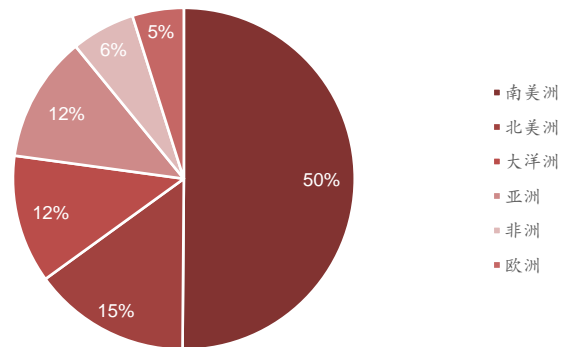
资料来源: 同花顺 iFind, 华安证券研究所

图表 20 公司各地区营收分布 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 21 2020 年全球市场营收分布



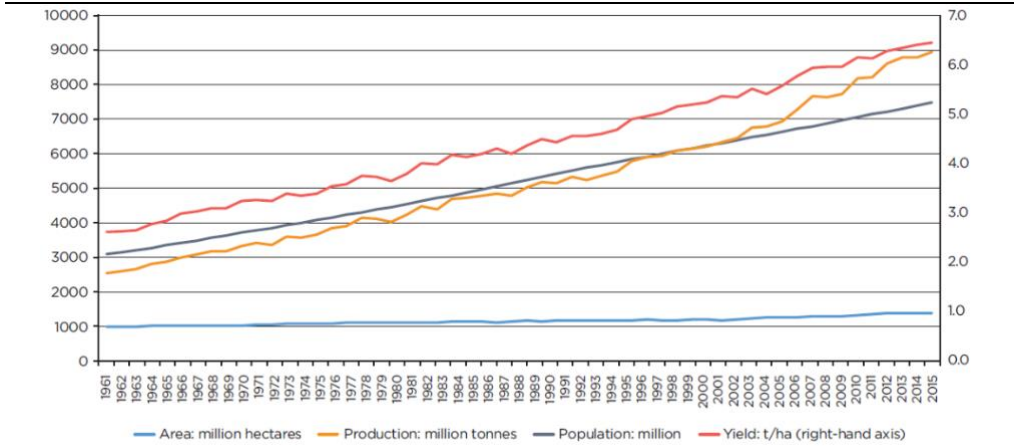
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 农药需求相对刚性，利润分配向制剂销售倾斜

2.1 农药需求相对刚性，市场规模稳步增长

农药可提高农作物产量，保障人类需求。联合国粮食及农业组织数据显示，全世界由于病、虫、草、鼠害而损失的农作物收成相当于潜在收成的三分之一，一旦停止用药或严重的用药不当，一年后将减产 25%-40% (与正常用药相比)，两年后将减产 40%-60%甚至绝产。据联合国粮农组织 (FAO) 估计，全球作物虫害每年导致高达 40% 的全球粮食损失，仅以经济价值衡量，植物疫病和入侵性害虫分别导致全球经济每年分别付出约 2,200 亿美元和 700 亿美元的代价。农药的使用已经成为现代农业生产必不可少的一环。农药在农业生产过程中对提高农产品生产效率、保障产量方面起到了至关重要的作用，人口增长和对农产品需求的持续扩大为农药使用带来较为刚性的需求。

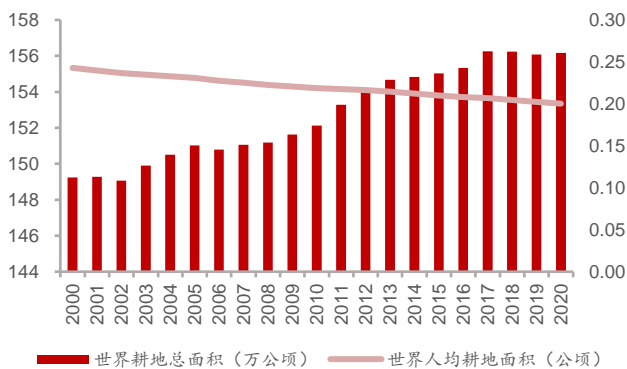
图表 22 农药使用可提高农作物产量



资料来源: Phillips McDougall, 华安证券研究所

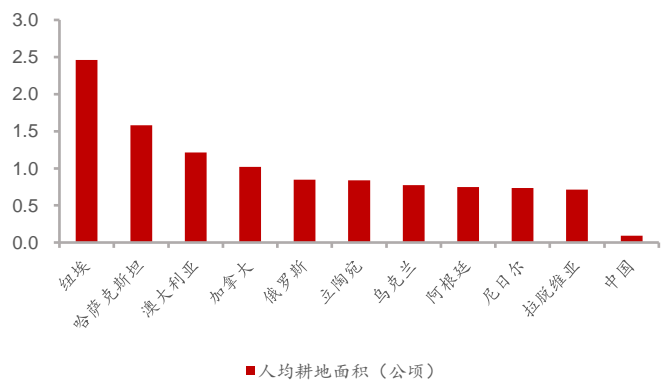
世界“人多地少”，粮食需求增加带来农药市场持续增长。根据 FAO 的统计，世界人均耕地面积在不断减少，2020 年人均耕地面积仅为 0.2 公顷，我国人均耕地面积仅有 0.09 公顷。未来全球人均耕地面积或持续减少，提高作物的亩产量显得尤为重要。人口增长和耕地紧张的矛盾持续加剧，耕地单位产出的重要性日益体现，精细化耕作的需求导致全球农药消费量的增长和农药行业规模的迅速发展。农药消费量方面，2000-2019 年期间，全球农药使用量增加了 36%，2019 年达到 420 万吨，其中中国 2019 年农药使用量为 139.17 万吨，占世界总消费量的 33.2%；全球每农田面积的农药使用量增加了 31%，从 2.06 公斤/公顷增加到 2.69 公斤/公顷。农药行业规模方面，根据 AgbiolInvestor 统计数据，2021 年全球植物保护产品用于农业领域的市场规模为 658 亿美元，自 2016 年来年均复合增长率为 3.3%，主要由于欧美等国家对于植物保护产品环保要求提升，导致低端产品用量已呈现出逐步减少的趋势。根据 AgbiolInvestor 预测，未来五年预计植物保护产品市场的年均复合增长率将达到 2.2%，在新型产品的发现、新技术在新兴市场不断应用、先进且符合环保要求的产品对旧产品的替代等因素影响下，预计植物保护产品行业整体市场价值将不断提升。

图表 23 世界耕地面积及人均耕地面积



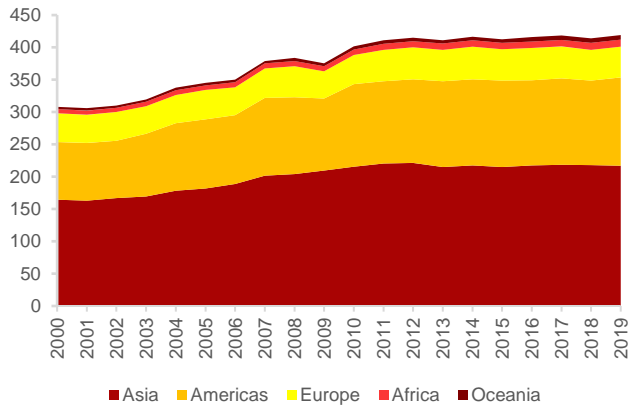
资料来源: FAO, 华安证券研究所

图表 24 2020 年人均耕地面积排名 TOP10 及我国



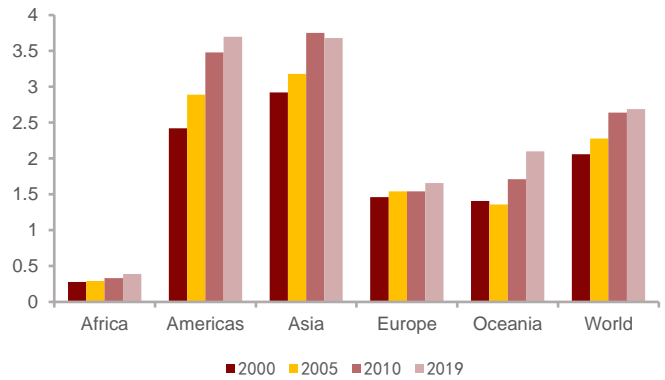
资料来源: FAO, 华安证券研究所

图表 25 不同地区除害剂使用量 (百万吨)



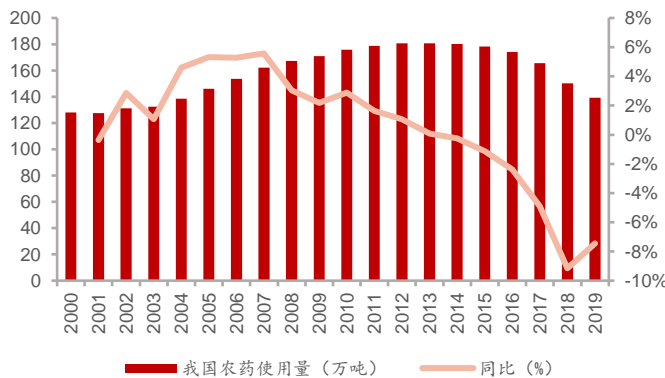
资料来源: FAOSTAT, 华安证券研究所

图表 26 不同地区单位耕地农药使用量 (kg/ha)



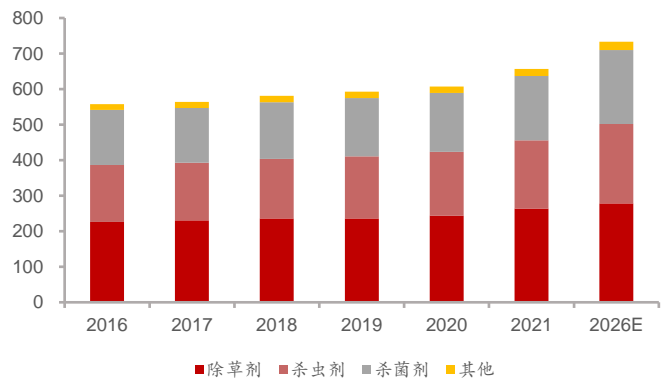
资料来源: FAOSTAT, 华安证券研究所

图表 27 我国农药使用量及同比



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 28 全球农药市场规模 (亿美元) 及增速

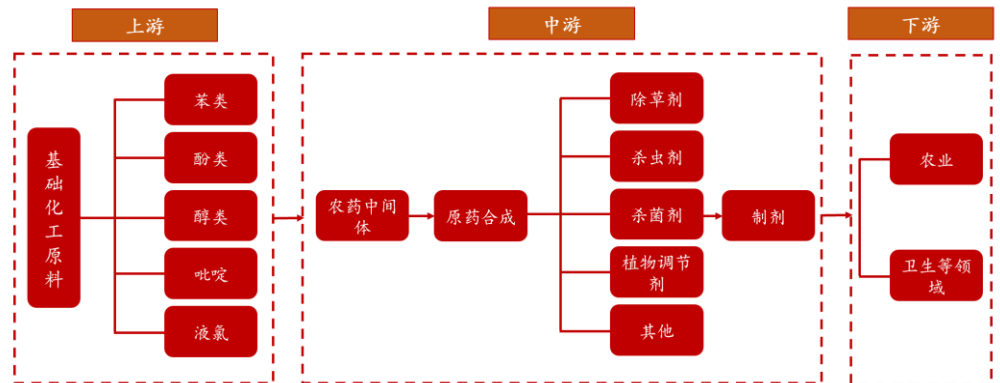


资料来源: AgbiolInvestor, 灼识咨询, 华安证券研究所

2.2 原药、制剂呈一体化发展趋势, 利润分配向制剂销售倾斜

国内农药行业将呈原药、制剂一体化发展的趋势。农药行业属于精细化工产业, 其上游为石油化工、煤化工、盐化工等基础化工行业, 下游为农林牧业及卫生领域。相对而言, 下游对化学农药的需求呈刚性, 波动较小, 而上游石油化工行业价格波动较为剧烈, 对农药行业的利润有一定影响。中游包括中间体、原药、制剂三个细分行业, 农药原药是农药制剂的主要原料之一, 直接施用原药效率低、污染大, 将原药加工成制剂再运用, 可以提高药效、减少药量、延长农药使用寿命, 还可以提高作物产量。原药的生产难点在于有效成分化合物的合成技术; 制剂则属于高技术含量、高附加值的产品。目前, 全球的农药生产企业均处于农药产业链中的某一部分或覆盖整个产业链条。总体来说, 产品所涉及的产业链越长的农药企业, 抗风险能力越强, 市场竞争力也越强。未来国内农药行业将呈原药、制剂一体化发展的趋势。

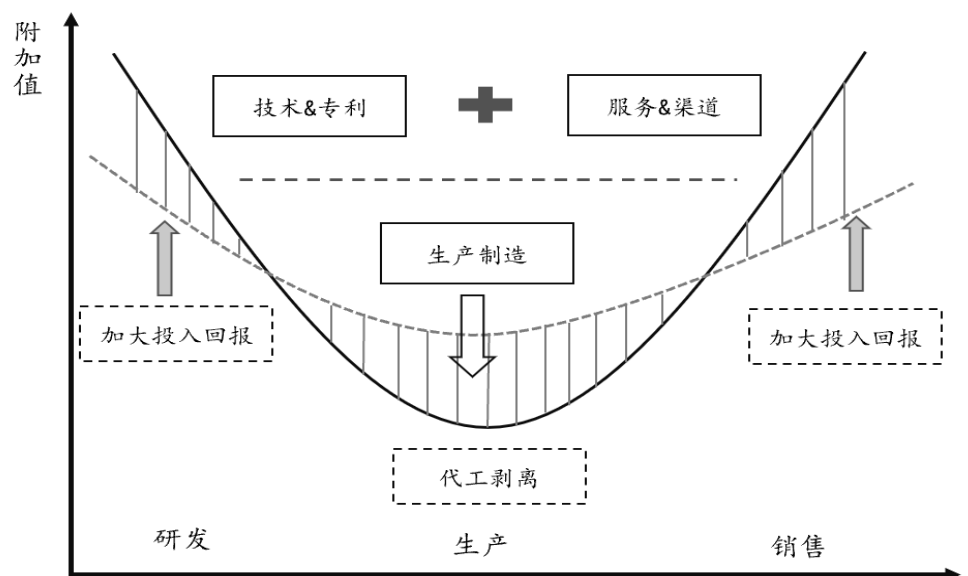
图表 29 农药产业链



资料来源：久易股份招股书，绿亨科技招股书，华安证券研究所

农药价值链“微笑曲线”结构明显，产业链盈利向制剂销售端倾斜。 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。当下全球新创制效率降低，尤其是除草剂，企业为保证领先的产品优势，不得不加大前端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制剂及农资服务，在产业链中占到 60%以上，利润分配向“微笑曲线”的右端倾斜。

图表 30 农药价值链“微笑曲线”

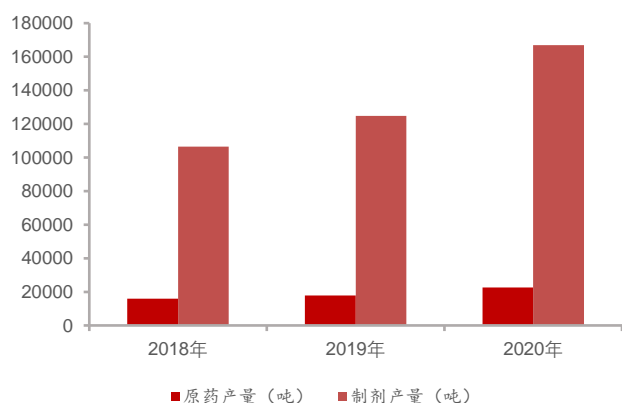


资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》，华安证券研究所

润丰股份以制剂销售为主。 公司产品包括制剂和原药两大系列，自 2008 年以来，公司便专注于制剂端的开发和生产，兼有的原药合成也主要用于相关制剂的内

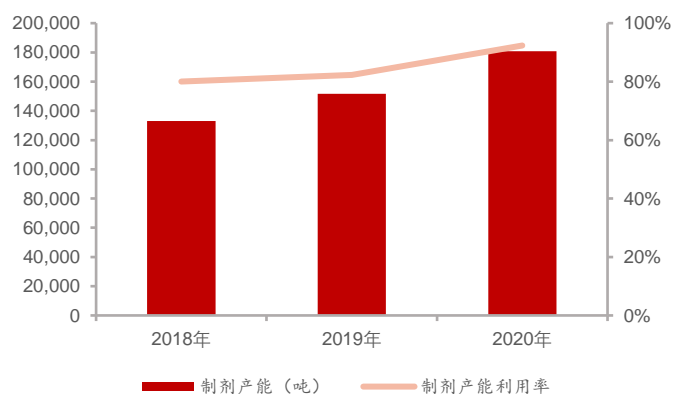
部生产，2020年，制剂业务营业收入占比为98.1%，是公司最重要的利润来源。2018-2020年，制剂产能、产量稳步增长，产能利用率也相应得到提升，2020年产能利用率达到92.35%。未来公司结合自身制剂发展需求，逐步调整生产布局，利用技术研发优势提升现有装置的生产效率，进一步扩大制剂生产及销售。

图表 31 润丰股份 2018-2020 年原药及制剂产量



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 32 润丰股份 2018-2020 年制剂产能及利用率

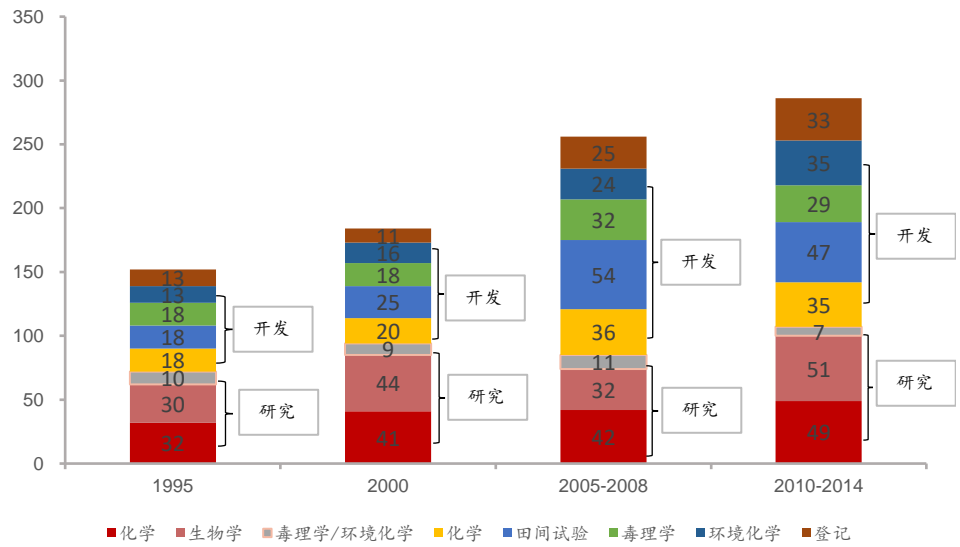


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2.3 过专利期产品是农药市场的主导，跨国非专利作物保护品公司成长快速

农药新品研发成本不断攀升。Phillips McDougall 公司先后对 1995 年、2000 年、2005—2008 年、2010—2014 年等 4 个时间段的农药研发成本等进行了广泛调研。从 4 期调研结果来看，农药的研发成本不断攀升，上市 1 个新农药需筛选的化合物数量持续走高，耗用的时间也不断延长。总之，成功上市 1 个新农药的难度显著提升。2010—2014 年间，发现、开发和登记 1 个农药有效成分的平均研发成本较上期增加了 3,000 万美元 (+11.7%)，达 2.86 亿美元；成功登记 1 个新产品需筛选的新化合物数量增加了 14.1%，达 159,574 个；从 1 个新有效成分的首次合成到其首次上市的平均时间延长了 1.5 年，为 11.3 年。

图表 33 新农药研发成本(百万美元)



资料来源: Phillips McDougall, 华安证券研究所

图表 34 成功上市 1 个新产品所需研究和开发的化合物数量

阶段	1995 年	2000 年	2005-2008 年	2010-2014 年
研究	52,500	139,429	140,000	159,574
开发	4	2	1.3	1.5
登记	1	1	1	1

资料来源: Phillips McDougall, 华安证券研究所

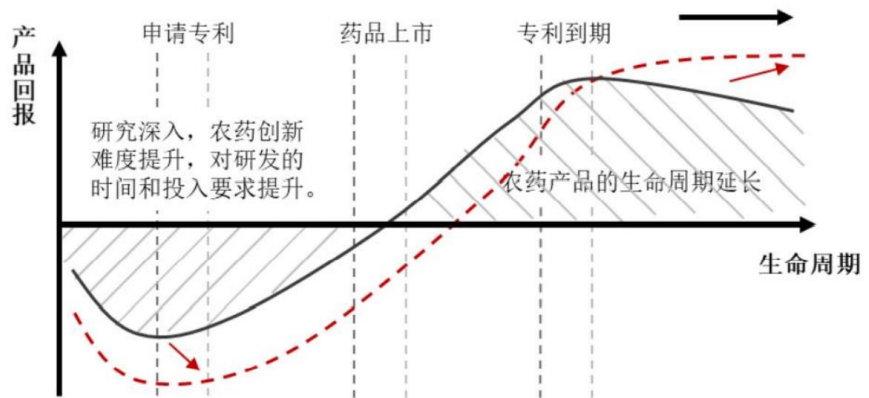
图表 35 从产品的首次合成到首次上市所需的时间

	1995 年	2000 年	2005-2008 年	2010-2014 年
时间(年)	8.3	9.1	9.8	11.3

资料来源: Phillips McDougall, 华安证券研究所

现有农药产品整体的生命周期有所延长。经过了几十年的发展, 农药经过大类产品的快速扩充期, 产品种类逐步齐全。经过持续的产品研发, 大类农药也经历了几代产品的升级、替换, 市场应用范围大幅扩展, 效果也明显提升。随着农药产品的大量使用, 行业内对农药应用的要求不断提升, 如应对农药抗性、安全绿色环保的要求、提高农药利用率等。全球农药新成分发现难度大幅增加, 使得农药研发效率趋缓, 需要更多的时间进行新品研发。与此同时, 为满足市场应用的需求, 行业内通过复配、改善剂型、配方创新、增效助剂等手段, 使得现有产品整体的生命周期有所延长。

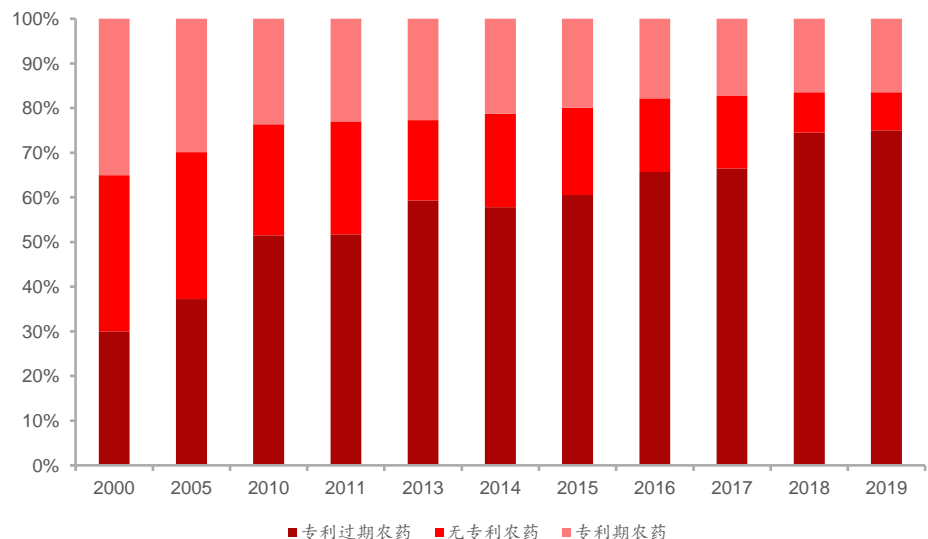
图表 36 农药产品整体的生命周期有所延长



资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》，华安证券研究所

过专利期产品逐渐成为农药市场的主导。由于专利农药具有研发周期长，研发难度大，研发费用高等特点，目前全球仅先正达、拜耳、巴斯夫、科迪华少部分顶尖跨国农药公司掌握专利农药的研发技术。而专利到期的次新农药凭借生产工艺成熟、投入少成本低、市场易推广的特点，成为农药工业发展的市场主导。PhillipsMcDougall 统计，2019 年，专利到期农药占到全球农药市场的占比达 75%。由于专利到期，生产厂商逐步增加，原有专利产品的价格下降，市场应用进入加速放量的局面。2015—2023 年专利到期农药，涉及的主流品种 42 个，其中除草剂 15 个、杀菌剂 19 个、杀虫剂 7 个、解毒剂 1 个，2018 年的全球销售总额约 83.73 亿美元。其中，2018 年销售额超亿美元的产品有 22 个，2013—2018 年复合年增长率超过 10.0% 的产品有 11 个，尤其是氟虫苯甲酰胺、吡唑醚菌酯、五氟磺草胺、苯唑草酮、砒唑草啉等主流产品，市场接受度高，发展潜力大，因此，具备产业链优势和快速产业化次新农药能力的企业将获得发展良机。

图表 37 非专利药占比持续提升

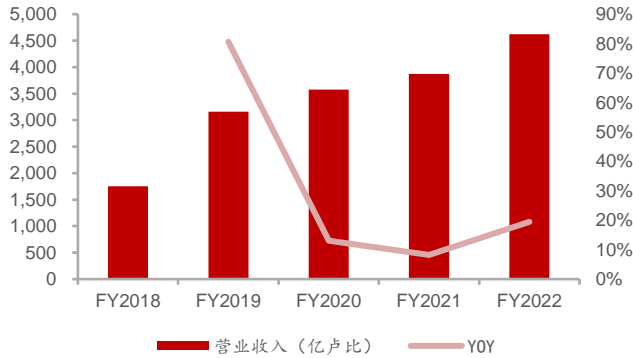


资料来源：Phillips McDougall，华安证券研究所

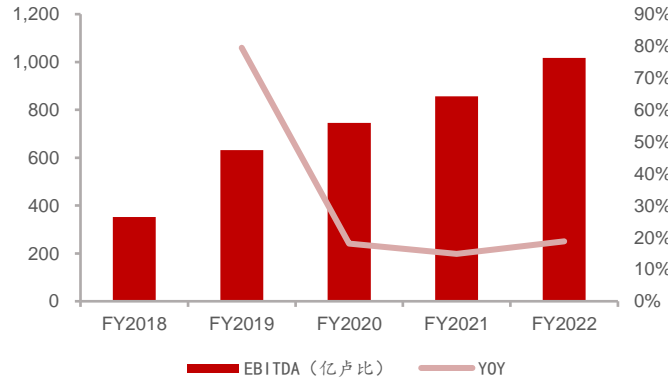
伴随非专利作物保护品市场份额的持续扩大，优秀的跨国非专利作物保护品公司

成长快速。过去几年最值得行业关注的是 2019 年印度的 UPL 对 Arysta 等渠道品牌优秀的公司的购并事件，UPL 通过购并以及不断投资重要非专利活性组分，快速强化自身优势并提高全球市场份额。FY2019UPL 营业收入同比增长 80.6%，EBITDA 同比增长 79.5%。

图表 38 UPL 历年营业收入 (亿卢比)



图表 39 UPL 历年 EBITDA (亿卢比)



资料来源：UPL 财报，华安证券研究所

资料来源：UPL 财报，华安证券研究所

积极布局活性组分单品，多项目相继完成。公司正是较早认知到本行业在原药制造端的发展趋势，于 2019 年开始将研发创新的聚焦积极调整到活性组分单品的先进制造。为实现活性组分的全球先进技术的规模制造，基于公司长久国际市场开拓积累的人脉和国际视野，积极从全球整合各专业细分领域的顶尖专家资源，优化和完善研发流程，目前已构建了具有国际一流水平的国际化技术团队和科学、严谨、高效、系统的工作流程，为公司规划中活性组分合成项目的成功实施和稳定运行提供了坚实的保障。

根据公司中期战略规划，公司在研发创新端采取的主要举措及聚焦的方向为：(1) 从已过专利期的活性组分中筛选确定对于全球众多市场拓展重要，数量级大具有规模效应，存有较大的技术提升改造空间的产品进行研发创新和项目投资，对于此类项目坚决不搞低水平的重复建设，坚决不搞搞行情的大干快上，不能做到该活性组分单品在全球的规模和技术领先坚决不投资；(2) 从将过专利期的活性组分中筛选对于公司市场拓展重要、市场潜力大的活性组分并在全球率先进行布局，对于此类活性组分坚定成为后专利期的市场率先进入者；(3) 根据全球各终端市场应用痛点为导向的差异化制剂的研发与市场投放，此类项目在我司全球诸多目标市场已有成功收获并形成了方法论，目前持续在全力推进实施。

目前 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目前正在试生产运行；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；2 个原药产品预计 2023 年下半年完成开发，2024 年具备实施条件；1 个原药产品预计 2024 年下半年完成开发，2025 年具备实施条件。

图表 40 部分中期战略实施情况及规划

研发创新支撑的先进制造方面	
团队构建	2022 年度，继续加大招才引智力度，积极通过校招、社招等各种方式，技术团队新增加 42 人，其中专业领军人才 5 人，整体研发水平进一步提升。与此同时，基于多年国际市场开拓积累的人脉和国际视野，积极从全球整合各专业细分领域的顶尖专家资源，进一步优化和完善研发流程，目前已初步构建了具有国际一流水平的国际化技术团队和科学、严谨、高效、系统的工作流程，为公司规划中项目的成功实施和稳定运行提供了坚实的保障。

项目规划	基于公司中期战略规划，依托敏锐的市场能力和全产业链通透的优势，公司进行了系统、严谨、有针对性的产品筛选，从而确定了中期产品规划。在原药制造方面，继续计划中的过专利期的重要活性组分和将过专利期的重要活性组分的研发和落地实施，均由不同的项目团队按照规划有序推进中。
实施进展	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，追求精细化工精细化和化工化。目前 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目前正在试生产运行；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；2 个原药产品预计 2023 年下半年完成开发，2024 年具备实施条件；1 个原药产品预计 2024 年下半年完成开发，2025 年具备实施条件。

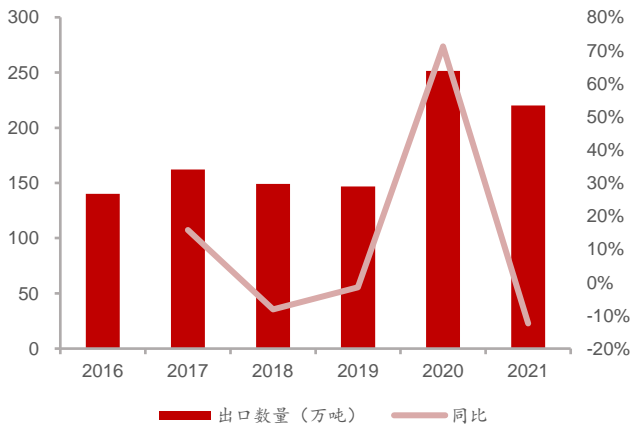
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 登记证获取难度加大，润丰股份登记遥遥领先

3.1 我国是农药出口大国，境外自主登记模式增厚出口利润

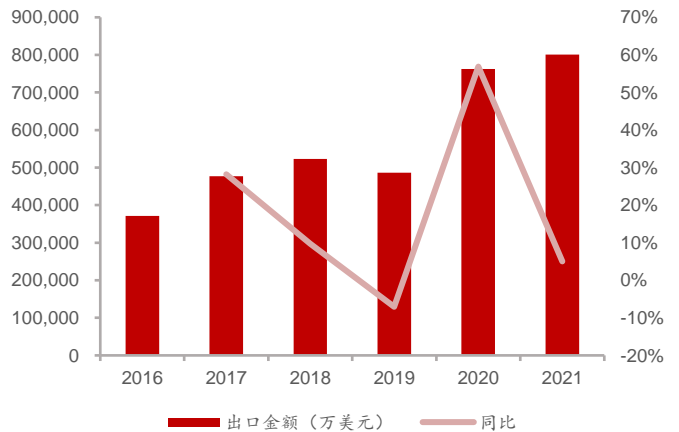
我国是农药出口大国，2021 年农药出口金额再创新高。在经济全球化和国际分工更加深化的背景下，我国作为全球最大的农药生产国，除了满足国内市场的农业生产需求外，面向国外市场进行出口已成为国内农药企业消化产能、扩大销售规模、实现进一步发展的重要市场选择。在全球农药产业产能转移的过程中，中国凭借较强的化工基础和配套设施、人力资源优势处于相对优势地位，已有部分企业成功介入全球农药产业链，为跨国农药企业提供原药及制剂产品，已逐步成为全球农药的主要生产基地和世界主要农药出口国之一，全球市场约有 70% 的农药原药在中国生产，中国农药产品出口到 180 多个国家，市场覆盖东南亚、南美、北美、非洲和欧洲等地区。根据中国海关数据，2021 年我国农药出口金额为 80.1 亿美元，创历史新高。

图表 41 中国农药出口数量及变化



资料来源：中国海关，智研咨询，华安证券研究所

图表 42 中国农药出口金额及变化



资料来源：中国海关，智研咨询，华安证券研究所

境外自主登记出口模式可以让国内农药厂商掌握主动权。①农药产品传统出口模式，是指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。目前，国内绝大部分农药出口企业采用该种销售模式，并以原药出口为主。②农药产品境外自主登记模式，是指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，其容

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，因此在交易过程中国内农药厂商处于相对主动地位，更有利于国外市场的开拓，且对市场具有一定的掌控力。

但是，国内企业的出口仍以面向国外制造商的仿制类原药、大包装制剂、小包装贴牌制剂为主（即传统出口模式），仅作为跨国农药公司的原料供应商，处于附加值较低的制造环节，真正面向国外终端市场实现自有品牌制剂产品出口的企业较少（即境外自主登记模式）。

图表 43 传统出口模式与境外自主登记模式对比

销售模式	登记证情况	报价依据	特点
传统出口模式	出口业务中所销售的产品没有使用了自有境外农药产品登记证	以财务部门核算的产品成本以及国内同行业出口企业同类产品的出口销售价格作为参考	处于被动地位，利润较低
境外自主登记模式	出口业务中所销售的产品使用了自有境外农药产品登记证	依据相关产品的商品属性（高利润率的小批量产品或低利润率的大宗产品）、在当地市场的终端销售价格以及相关客户的合理利润诉求，针对不同产品与客户协商确定产品销售价格	处于主动地位，利润较高

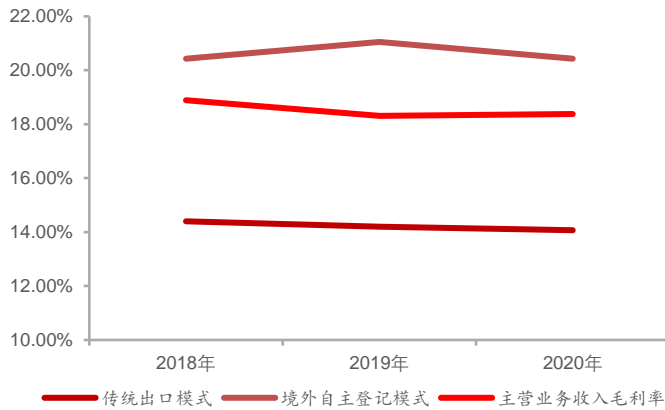
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

润丰采取传统出口模式和境外自主登记模式相结合的销售模式，并不断提高境外自主登记模式占比。传统出口模式可以为境外自主登记模式下的产品销售提供坚实的客户基础，而丰富的农药产品自主登记不仅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，从而更有利于公司农药产品传统出口业务的开拓。

从毛利率看，2020年，境外自主登记模式毛利率为20.43%，明显高于主营业务收入毛利率；而传统出口模式毛利率为14.07%，明显低于主营业务收入毛利率。主要原因系：1) 境外农药自主登记数量持续增加。在农药产品境外自主登记模式下，公司业务合作中处于相对主动地位，议价能力及利润水平较高。2) 产品结构持续优化。受益于登记产品的增加，公司产品种类日益丰富，同类产品登记较少且具有较强市场竞争力的高毛利率产品数量增加，产品结构得到优化，使得公司能够抓住相关市场机会向相关市场销售急需的产品，从而提升毛利率水平。3) 贸易类业务毛利率较低。贸易类业务主要分布在农药产品传统出口模式中，使得传统农药出口模式的毛利率低于农药产品境外自主登记模式。

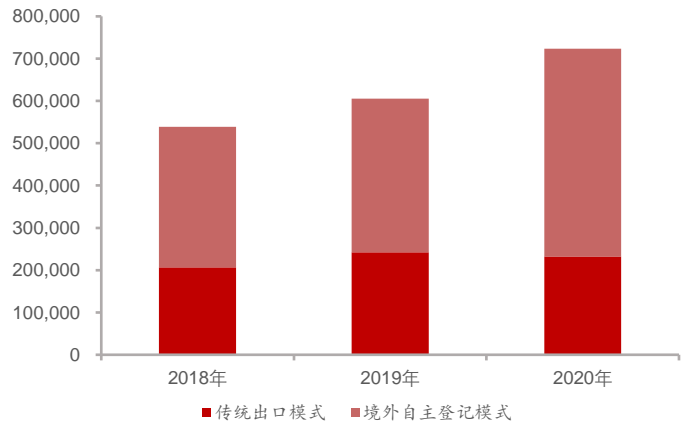
从收入看，自主登记模式实现的收入呈现不断上升趋势，农药产品境外自主登记模式获得的收入也明显高于传统出口模式。2020年境外自主登记实现收入49.14亿元，占主营业务收入比重67.91%；传统出口模式实现收入23.22亿元，占主营业务收入比重32.09%。主要是因为：公司境外农药自主登记数量持续增加，特别是在巴西、阿根廷等主要市场陆续获得了草甘膦水分散粒剂、百草枯水剂等产品登记，该产品在当地市场具有较大的市场需求，且在当地市场持有同类产品登记证的竞争者较少，显著提升了公司在当地市场的竞争力。在获得相关登记后，公司与Albaugh LLC、纽发姆、安道麦、杜邦、富美实、拜耳、先正达等知名跨国农化企业之间的合作进一步加强，同时巴西、阿根廷等国家的大中型农药企业及经销商也主动与公司进行接洽并建立业务合作，将公司的产品登记优势与其在当地市场的品牌、渠道资源相结合，共同开发市场。

图表 44 传统出口模式与境外自主登记模式毛利率对比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 45 传统出口模式与境外自主登记模式收入 (万元)



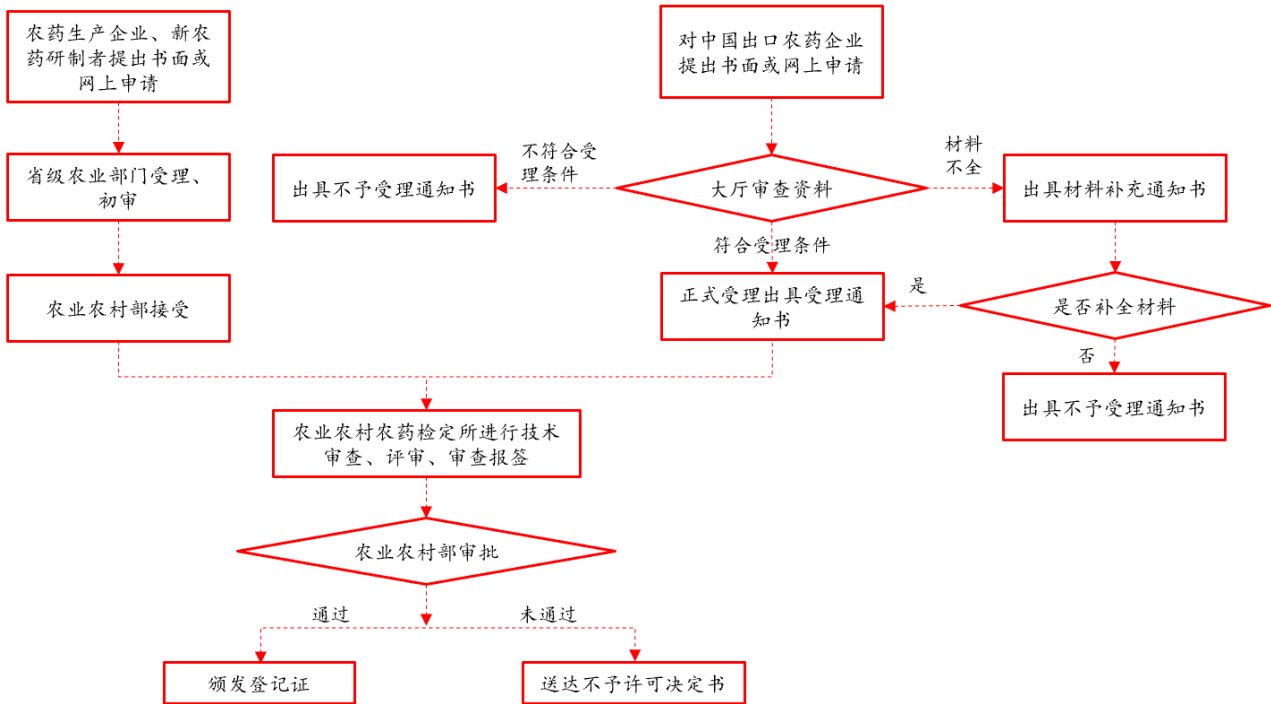
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2 登记证制度壁垒高筑，润丰提前布局遥遥领先

农药登记是世界各国农药管理的核心措施，关键是提供有关的技术资料，以证明登记产品的有效性和安全性。农药作为一类特殊的化工产品，农药进出口也不同于一般的化工产品，世界各国均实行严格的市场准入与农药登记管理制度。农药登记是世界各国农药管理的核心措施，任何农药原药或制剂在进口之前，必须符合进口国对有效成分含量、残留、环境影响等方面的相关要求，依法取得登记证书。进口登记的关键是提供有关的技术资料，以证明登记产品的有效性和安全性。常见的登记资料包括：产品化学资料（理化性质、产品组成等），安全性资料（毒理学和环境毒理/生态毒理学资料），药效，代谢、残留和环境归宿，制造过程和质量控制，包装和标签，其他资料（主要包括由中国政府农药主管部门提供的法定文件，还有产地证明等）。其中，药效和残留资料一般需要在对方国家通过试验获得，其他资料可在国内获得，或委托国外实验室获得。

农药登记是一个系统的过程，以我国为例，农药登记需要省级农药部门、农业部行政审批办公大厅农药窗口、农业部农药检定所、农药登记评审委员会等多个部门进行协作审查。农药生产企业、境外企业及新农药研制者可以依据上述规定申请农药登记。境内申请者当首先向其所在地省级部门进行初审，随后再向农业农村部提出登记申请；境外申请者则直接向农业农村部递交登记申请。申请人需根据其申请登记的农药产品类别向农业部门提交相关资料，不同登记类型所需的资料存在一定差异。一般来说，农药登记官方评审时间需要 1 年左右，结合登记试验时间，原药登记周期一般为 3-4 年；制剂登记周期一般为 3 年左右。

图表 46 中国农药登记流程



资料来源：CIRS，华安证券研究所

不同国家进口农药的登记管理制度有所区别，对进口农药登记要求的资料、内容及呈送的格式存在差别，需要花费的时间和费用差别也较大：A、美国、欧盟、日本等国家的农药登记要求最为严格，取得登记需 3-4 年，全部或绝大部分资料要求提供原始报告，而且要求 GLP 报告，且登记费用较高；B、澳大利亚、新西兰、巴西和阿根廷等拉丁美洲国家，取得登记需要 2 至 3 年，这些国家登记时一部分资料要求提供原始实验报告，有些项目要求 GLP 报告；C、大部分非洲国家以及亚洲部分发展中国家对农药进口的要求相对宽松，一般不需要提供原始实验报告，但马来西亚、泰国等国家要求部分试验报告。

图表 47 主要国家农药登记要求

国家	农药主管部门	适用法律法规	登记材料要求
澳大利亚	农药兽药管理局	《澳大利亚农业和兽药用化学品法》	物理组成及化学性质数据、毒理性数据、残留数据、职业健康和安全数据、环境数据、药效和主要作物安全数据、转基因作物/其他特殊数据等。
美国	美国环境保护署 (EPA)	《联邦杀虫剂、杀菌剂和杀鼠剂法》(FIFRA)	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。
巴西	农业部 (MAPA)、卫生部 (ANVISA) 和环保部 (IBAMA)	2002 年颁布的法规 No.4074、2006 年颁布的法规 No. 5981	Phase I 阶段需要提供 5 批次全分析报告、理化报告(4 项指标)、生产工艺及杂质生成解释、产品规格单、理化分析单等。Phase II 阶段主要包括急性 6 项、艾姆斯试验和微核试验。对于相同制剂产品登记评审而言,需要提交的数据资料包括理化、毒性以及环境毒性报告。
欧盟	欧盟理事会及欧盟各成员国农药主管部门	Regulation(EU)No.1107/2009	产品鉴定、理化性质和技术特性、分析方法、药效、毒理和代谢、作物中的残留、环境归宿和生态毒理等。

日本	农药检查部	《农药取締法》	毒性资料、环境资料、产品化学资料、生测资料、残留资料及对有益生物的安全性资料等。
印度	中央农药委员会 (CIB)	农药法	毒性资料、工艺流程、产品规格、分析方法、质检报告、有效成分和杂质分析、生物学资料等。
泰国	农业部农业司 毒性物质处、 卫生部	《农业局职责内有害物质登记证的登记、发放和延展决定的细节、标准和程序公告》	申请登记产品的货源国的登记证明、生产许可证明以及所登记制剂产品及其对应原药的 6 项急性毒性报告 (GLP 实验室出具)、GLP 资质证明等。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

境外农药登记难度大一方面来源于原药等同性认定。根据 FAO 相关规定，所谓等同性是指不同来源的原药在化学组成上的相似性，如果新来源的原药与参照原药的危害性等同或更安全，则可以认为新来源的原药与参照原药等同。根据 FAO 提出的原药化学等同性认定标准 (2006)，等同性认定依据是原药组成等同和毒理学 (甚至包括生态毒理学) 等同。进行等同性认定可以减少不必要的各种实验，以节约资源和降低成本；但各国等同性认定操作的差异也容易形成技术壁垒，增加农药登记的不确定性。此外，FAO 目前已经制定的产品标准数量有限，远远不能满足农药产品开发的速度，很多产品的化学等同性没有合理的参照物；只有少数国家明确采用了 FAO 等同性认定方法，例如阿根廷、墨西哥等。美国在制定自己的等同性认定方法，澳大利亚有类似 FAO 的方法 (以化学等同性为主，也制定了 400 多种原药的标准)。

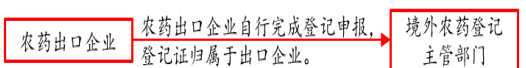
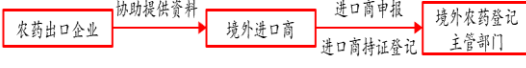
图表 48 部分国家等同性认定相关规定

国家	原药等同性认定相关规定
巴西	申请人可通过简化的提交程序，根据 4074 号法案，以及于 2002 年 8 月 20 日颁布的相关管理细则，通过“等同性原药”进行提交。该类提交程序由三个阶段构成：第一阶段对原药的化学性进行分析评估；第二阶段对原药的急性毒理学和致畸变性进行分析评估；第三阶段对重复暴露剂量下的毒理学表现，以及环境毒理学数据进行分析评估。
阿根廷、墨西哥、南非等	执行 FAO/WHO 的等同性登记体系。在该体系下，任何仿制产品要进入市场，必须先登记原药，再登记制剂；等同性登记评审主要针对原药，仿制产品是否与首家登记的化合物在结构/功能上具有等同性 (equivalence, 有时也称为 me too)，需要从化学和毒理两方面分两步评审 (如果通过化学等同性评审，则无需进入毒理等同性评审步骤)。
加拿大	国内农药生产/贸易企业需要根据《有害生物产品管理条例》中的规定，对出口和投放到加拿大市场的农药产品进行农药登记。其中 L 类和 C 类登记类型，是国内过专利期农药进行 PMRA 登记的常用类型，也称等同/相似产品登记类型。 L 类 (Category L)：依赖于现有可赔偿数据的产品登记，提交注册或变更产品的申请，包括原药、母药和制剂产品的新来源申请。 C 类 (Category C)：无数据要求的产品登记，仅含母药和制剂产品的相似产品申请。
欧盟	两阶段评审体系：第一阶段 Tier I (化学评审) 资料包括五批次分析 (OECD GLP 报告)，生产工艺，杂质评估 (化学资料)，第二阶段 Tier II (毒理 & 生态毒理学评审) 资料包括 (Q)SAR 报告和杂质的非相关声明，Ames 实验，微核试验等等。根据情况也会要求全套急性毒性报告。 符合以下条件可通过原药等同：原药的最低纯度应等于或高于参考来源，不存在新的杂质且现有杂质的限量未超过允许的范围。
中国	申请相同原药或相同制剂登记的，应进行相同农药认定。 相同农药认定由产品化学、毒理学和环境影响等领域的评审专家共同审查。 相同农药认定按两个阶段进行。第一阶段为产品化学资料认定，第二阶段为毒理学资料和环境 影响资料认定。

资料来源：世界农化网，华安证券研究所

我国农药企业出口产品在境外登记有合作登记与自主登记两种方式。合作登记是指由农药出口企业提供出口产品的相关技术数据，协助国外进口企业以其名义申请登记，登记证由国外进口企业持有，农药出口企业作为生产商或供应商在进口国家获得备案。根据农药类型及进口企业所在国的农药监管法律制度的不同，合作登记模式可以分为两种情况：A、制剂进口及大部分国家/地区（如美国、欧盟、南美等）原药进口，进口企业不仅需要各自就进口农药进行登记，而且应当就不同来源的同一农药产品分别进行登记；B、少部分国家/地区（如印度、澳大利亚）对进口原药登记手续实行简化程序，来源于同一生产商的同一原药产品，只要有一家进口企业对进口农药来源登记，其他进口企业均可进口同一来源的原药产品。自主登记是指由农药出口企业直接在进口国申请并取得产品登记，登记证由农药出口企业持有，自主登记完成后出口企业在登记国可使用自有品牌销售产品。

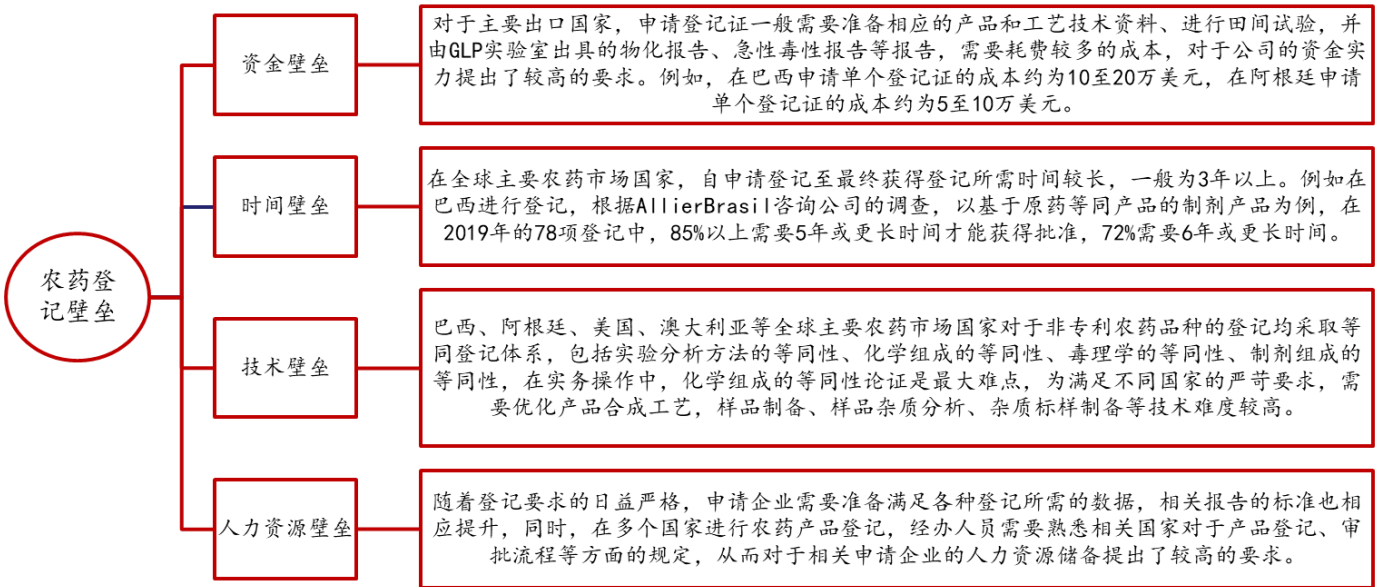
图表 49 自主登记与合作登记对比

登记方式	主要登记流程	优劣对比
自主登记		<p>优势：农药出口企业可以在登记所在国进行自主销售并且更加接近国外市场。</p> <p>劣势：农药出口企业所需支付的登记费完全由其自身承担，并且登记进度一般较为缓慢，即使登记完成也有可能面临无法打开登记所在国销售市场的问题。</p>
合作登记		<p>优势：登记费大部分由国外进口企业承担，农药出口企业所需支付的登记费相对较低。其次，国外进口企业更熟悉当地的农药供需环境，所以当地的销售市场也不需要农药出口企业再进行开发，省去了农药出口企业的海外市场开发成本。</p> <p>劣势：农药出口企业无法以自己的品牌在农药进口国进行销售。</p>

资料来源：丰山集团招股说明书，华安证券研究所

境外自主登记具有多重壁垒。境外自主登记模式进入门槛更高，具体表现在资金需求大，获得登记证时间长，技术要求高，员工素质要求更高。（1）资金投入方面：以巴西农药登记为例，境外企业取得原药登记费用约为 63.4 万美元，农药制剂登记费用约为 7.72 万美元，一般需要 2-3 年时间才能获证；（2）获证时间方面：在全球主要农药市场国家，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；（3）技术要求方面：为满足不同国家的严苛要求，需要优化产品合成工艺，样品制备、样品杂质分析、杂质标样制备等技术难度较高。此外，对于尚在专利期内的农药产品进行率先登记布局时，技术难度更高，存在投入较多时间及成本后仍然难以取得符合登记资料所需试验数据的可能性。（4）人才储备方面：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。

图表 50 境外自主登记壁垒

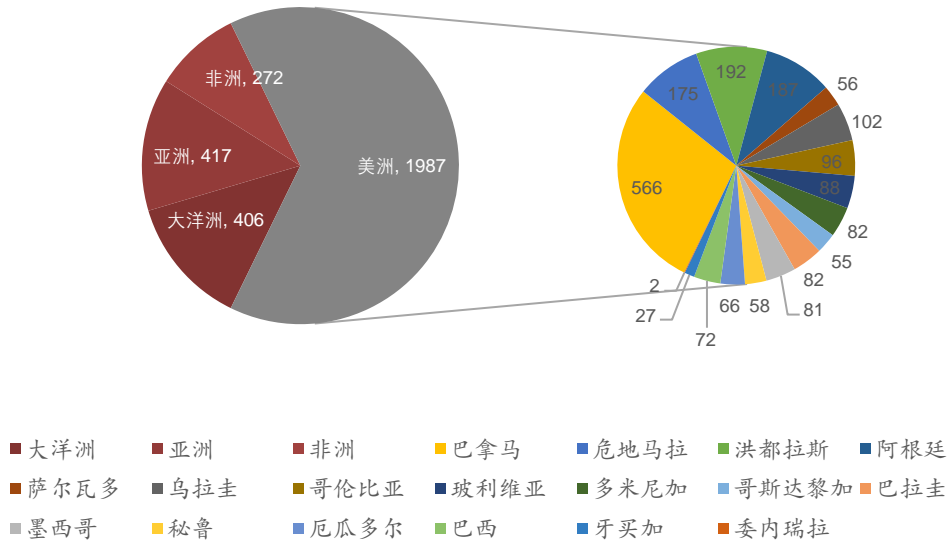


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司境外自主登记国内领先。截止 2022 年底，公司共拥有 300 多项中国国内登记，4,900 多项海外登记，登记证数量遥遥领先，可媲美海外农药龙头企业安道麦。

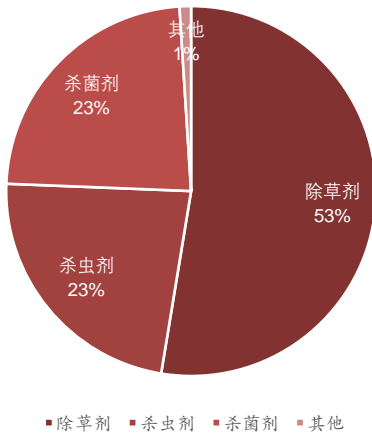
以 2020 年公司所取得的 3082 项登记证为基础进行分类：从分布区域来看，在美洲取得的登记证数量最多，共 1987 项，占比高达 64.47%，美洲国家登记证数量前五分别为巴拿马、危地马拉、洪都拉斯、阿根廷、萨尔瓦多；其次分别为亚洲、大洋洲和非洲，分别取得登记证 417、406、272 项。从登记证农药种类分布来看，除草剂登记证 1621 项，占比 53%，其次为杀菌剂和杀虫剂，分别有 720 项和 710 项。从登记证类型来看，制剂登记证有 2522 项，原药登记证有 560 项，分别占比 82%，18%。

图表 51 2020 年润丰股份境外自主登记区域分布



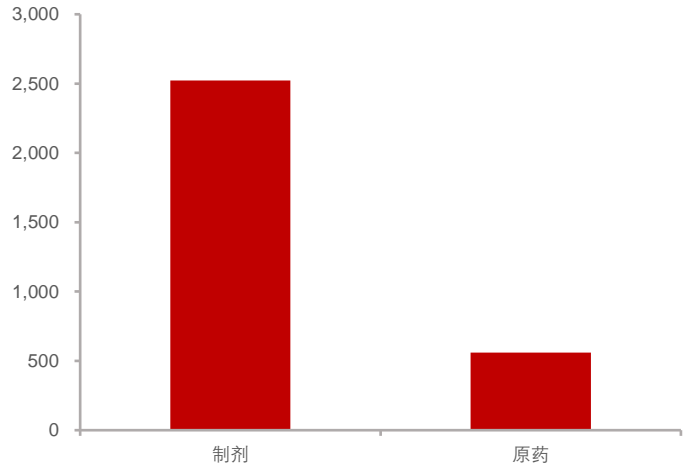
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 52 2020 年登记证农药种类分布



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

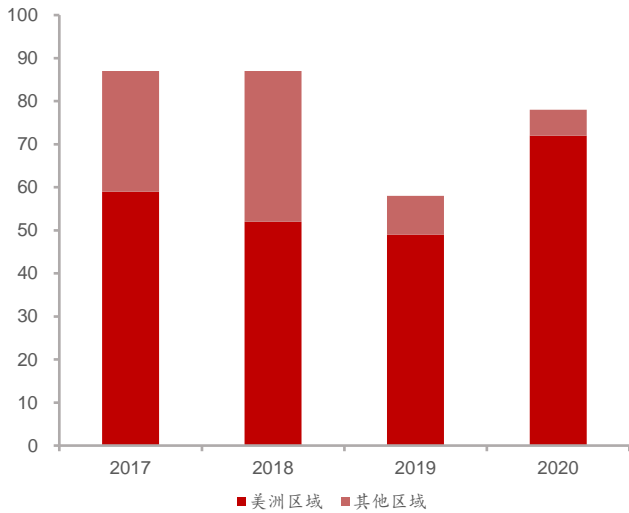
图表 53 2020 年登记证制剂与原药分布



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

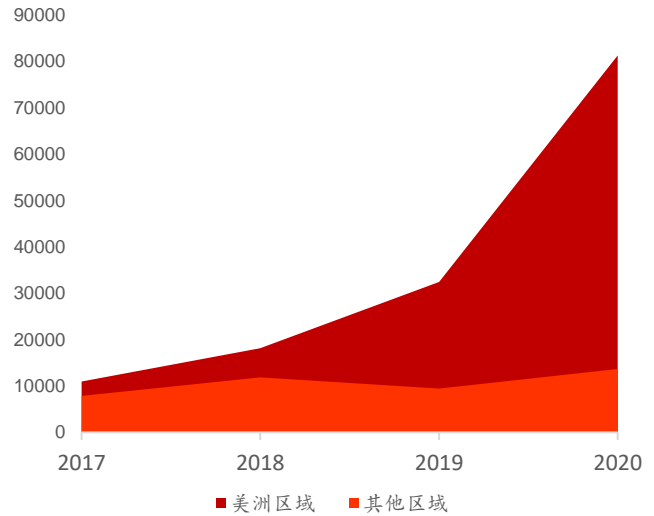
公司持续聚焦境外自主登记。2017-2020 年，公司新增登记数量 87、87、58、78 项，其中美洲区域新增数量分别为 59、52、49、72，美洲仍为获取登记证的主要区域；新增登记证分别为公司创造收入 1.9、3.0、4.2、9.5 亿元。此外，公司计划 2022-2024 年分别向巴西、阿根廷、墨西哥、印度及俄罗斯六个国家申请登记证 102、175、110、54、27、115 项，共计投入现金 4342.64 万元。公司的登记规划基本上分成四个阶段，目前公司正在积极布局第二个登记阶段，即将某市场的优秀产品嫁接到尚无该产品的其他市场，成为该产品的率先市场导入者，同时积极探索第三阶段。

图表 54 2017-2020 年润丰股份新增登记证数量



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 55 新增登记证实现收入 (万元)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 56 2022-2024 年预计境外登记数量及所需资金

国家	原药登记产品数量 (项)	原药登记成本 (万美元/项)	制剂登记产品数量 (项)	制剂登记成本 (万美元/项)	资金合计 (万美元)
巴西	42	10	60	15.5	1350
阿根廷	90	6.95	85	3	880.5
墨西哥	60	7.5	50	2.6	580
印度	28	9.01	26	10.11	515.14
俄罗斯	—	—	27	21	567
澳大利亚	55	6	60	2	450
合计	275	—	308	—	4342.64

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 57 润丰股份自主登记规划

阶段	内容
登记 1.0	别人有的产品登记本公司同样拥有，2019 年登记布局基本属于此阶段。
登记 2.0	将 A 市场优秀的产品嫁接到尚无该产品的 B 市场，那么在 B 市场公司就是该产品的率先市场导入者，2019 年公司开始大量此类产品的布局。
登记 3.0	公司基于自有 To C 团队以及专业机构田间地头的认知筛选开发出公司独有的获得专利保护的制剂产品并在各市场推广，以及生物农药和生物刺激素。目前公司在此方面尚处于方法论的摸索阶段，会随着公司在全球更多国家 To C 业务的展开而加快布局。
登记 4.0	创新化合物的全球首登。该项工作尚未纳入到目前的中期战略规划（2020-2024）中，属于下个中期战略规划（2025-2029）的工作内容。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

立足润丰巴西，进军欧洲市场。自 2008 年润丰巴西（主营农药原药及制剂产

品登记)成立之后,公司便正式开始布局全球营销网络,专注于扩张境外自主登记。此外,公司还加大了欧洲市场布局,登记业务逐渐向壁垒更高的欧盟地区拓展。2021年,公司首次在俄罗斯获得1项登记证,同时投资200多万美元购买了俄罗斯登记23项,阿根廷登记15项,后续公司将进一步布局欧洲市场。

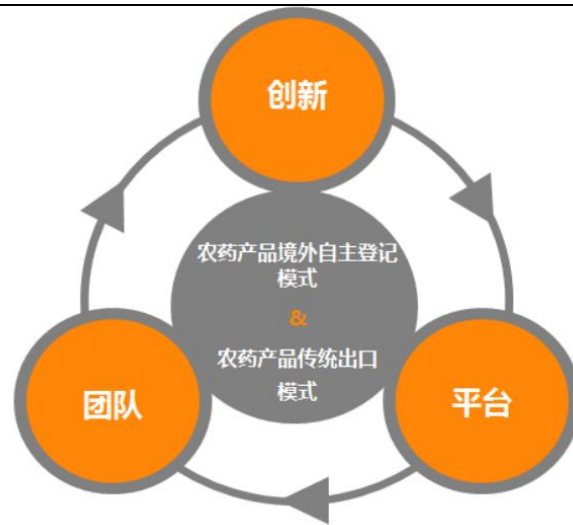
加速拓展欧盟市场。欧盟属于全球作物保护市场门槛和市场价值均较高的市场,进入该市场耗时长(7-8年)、投资大、登记规则复杂多变,公司自2016年就已开始在欧盟投资原药等同认定,现已获得欧盟约80个活性组分的等同认定,并且仍在持续对更多的活性组分完成欧盟的等同认定,预计2023年底便能完成欧盟活性组分供应一站式平台的搭建工作;并且启动第二阶段工作——筛选相关制剂产品进行登记投入,润丰股份自2020年开始选择个别制剂产品启动了在欧盟部分国家的Annex III的登记,目前依旧在进程之中,预计2023年会有个别制剂产品获证。基于欧盟市场农化品活性组分供应平台,已经在欧盟市场开始了原药等同登记下的原药供应业务,2022年欧盟业务规模约1600万美金,尚属于起步阶段。此外,公司也在寻求欧盟合适的中小规模公司进行购并的机会以便加快欧盟市场的成长。

2022年11月25日,公司发布公告,拟通过全资子公司润丰香港以现金方式收购 Exclusivas Sarabia, S.A.。此次购并 Sarabia 公司,第一,能帮助润丰股份加入更多活性组分的 Task Force,降低投资风险和投资额,加快丰富公司在欧盟市场的产品组合。第二, Sarabia 公司拥有工厂能本土生产,能成为公司新的制造基地,有助于公司拓展市场并用此工厂来供应市场所需。第三,基于 Sarabia 现有团队的专业经验,有助于润丰股份更为准确的选择产品进行登记规划和投入,降低登记投资决策风险。第四, Sarabia 公司在西班牙拥有良好的品牌和经销渠道,能成为润丰股份更多产品组合在西班牙市场 To C 的绝佳通路。第五,基于 Sarabia 已有登记、优秀的团队和良好的运营基础,积极拓展西班牙之外的其他欧盟市场,能快速提升 Sarabia 业务规模。

4 完善全球营销网络,加快一体化布局

“团队+平台+创新”筑基,“快速进入市场平台”构色。公司自2008年下半年开始探究、谋划公司销售模式和发展路线的优化升级,逐步形成了以“团队+平台+创新”为基础要素,农药产品传统出口模式与农药产品境外自主登记模式相结合,以“轻架构、快速响应”为特点的全球营销网络,为客户提供及时、灵活、全面的产品和服务。

图表 58 润丰股份全球营销网络示意图



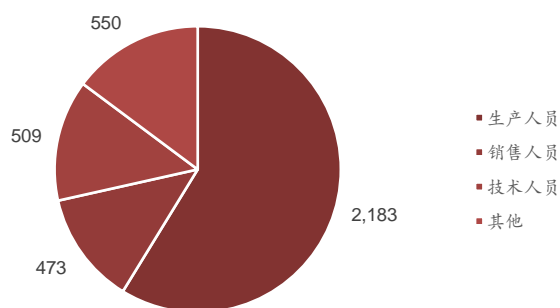
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.1 “团队+平台+创新”筑牢全球营销网络根基

团队：培养高素质人才。搭建全球营销网络需要综合素质良好的国际市场营销人才。公司一直重视对高素质国际市场营销人才的招聘，培养及激励，并形成优胜劣汰的选拔机制，目前已形成一支以创始股东王文才、孙国庆、丘红兵、袁良国、刘元强为首的运营团队，二十多年始终专注于作物保护品领域，具备深厚的专业知识和丰富的实务经验，对全球各细分市场和发展趋势有深入的研究。截至 2022 年底，公司共有 3715 名员工，本科及以上学历共 1365 人。

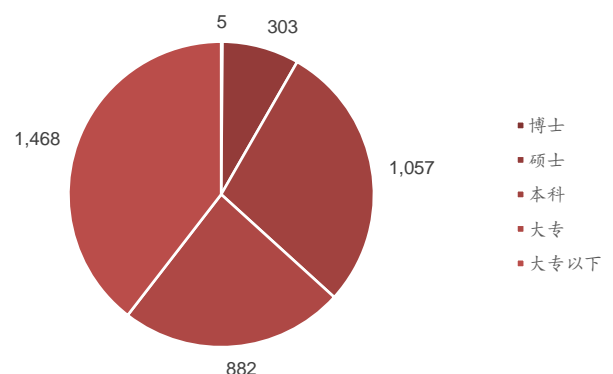
同时，公司在相关市场业务拓展中，积极进行客户、供应商等外部合作伙伴的研究、筛选及商谈，并通过与诸多优秀供应商及知名客户建立良好稳定的合作关系实现优势互补、合作共赢，助力公司持续发展。

图表 59 2022 年公司员工专业构成



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 60 2022 年公司员工教育程度分布



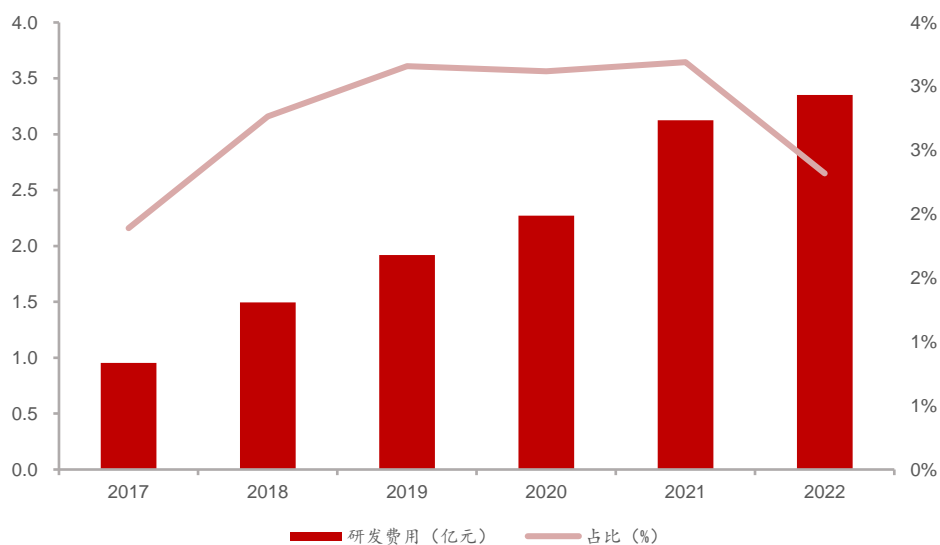
资料来源：公司年报，华安证券研究所

平台：境外设立子公司，建立全球营销网络的依托平台。润丰股份目前已在境外拥有 80 多家子公司，主要从事农药销售、农药产品境外自主登记及制剂生产（阿根廷格林公司）。作为公司建立全球营销网络的依托平台，公司一方面通过上述境外公司为自身提供进入某一国家农药市场的快速通道，及时把握市场机会进行

具有针对性的产品投放。另一方面，公司可通过上述境外公司进行农药产品自主登记，这可以使公司为客户提供更为丰富的产品种类，更好地满足客户需求，从而大大提高公司综合竞争能力。

创新：创新支撑公司持续发展。公司将“持续的市场驱动的创新”作为公司研发创新工作的方针指引，目前的工作重点主要集中于大宗活性组分制剂的升级改造及专利保护、市场需求调研基础上的定向开发及专利保护以及优秀产品在新市场的有预见性的率先快速导入。公司通过以市场需求驱动的持续不断的创新加快了产品研发速度，同时为农药产品境外自主登记提供技术支持，从而能够为客户提供更为及时、灵活、全面的产品及服务。2022年研发投入3.35亿元，占营业收入2.3%。

图表 61 研发费用及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 62 公司研发项目情况

主要研发项目名称	项目进展	预计对公司未来发展的影响
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。	该项目的实施可极大增强我司环己烯酮类除草剂产品的清洁生产水平和综合竞争优势。
苯氧羧酸类除草剂合成新工艺技术开发	该项目正处于小试研发阶段。	该项目通过技术创新可大大减少废水和废盐的排放,同时降低生产成本,极大提高产品利润,从而提升我司产品在国际市场的竞争力。
有机硫类杀菌剂制备新工艺设计及清洁生产装置开发	该项目目前正在研发设计阶段。	该项目通过技术创新,优化工艺流程,提高产品品质,降低产品生产成本,从而大大提高公司在农化行业的产品竞争力和市场占有率。
异噁唑类除草剂新工艺开发及应用	该项目目前正处于中试阶段。	该技术创新将显著提升产品总收率,降低总成本,提高产品的经济效益,从源头上消除污染,符合清洁生产的原则。对于提升我司在农药行业的地位和影响力具有重要意义。
新型三酮类除草剂绿色新工艺设计开发	该项目现在正处于小试阶段。	该项目的实施将增强我司核心竞争力,开拓产品管线,丰富原药品种,对提高公司原药自给率具有重要意义。
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。	该项目开发出一种生产成本低、产品质量好、环保压力小的连续化、自动化清洁生产新工艺,以满足日益增长的市场需求及环保要求,大幅提

		高我司在农药领域的产品竞争力和研发水平。
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。	该技术创新将显著提升产品总收率,降低总成本,提高产品的经济效益。项目的实施将增强我司核心竞争力,开拓产品管线,满足日益增长的市场需求及环保要求,大幅提高我司在农药领域的产品竞争力。
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。	该项目符合清洁生产的要求,其成功实施将增强我司核心竞争力,满足日益增长的市场需求及环保要求,大幅提高我司在农药领域的产品竞争力和研发水平。
EW 型制剂高效环保新产品研发	该项目现在正处于中试阶段。	该项目的研发及技术储备,对未来公司竞争力的提升具有重要的作用。
CS 型缓释剂型微胶囊悬浮剂的开发	该研究处于中试阶段。	该项目的研发能够丰富我司产品种类,提高我司产品市场竞争。
DF 型干悬浮剂高效环保新产品研发	该研究处于小试阶段	该项目的研发能够丰富我司产品种类,产品生产加工多元化,提高我司产品市场竞争力,服务全球农业丰收。
OD 型油悬浮剂高效环保新产品开发	该项目现在处于小试阶段	该项目能够提升我司的技术能力和市场占有率,特别是在油悬浮剂的除草剂市场上获得更大空间。
FS 型种子处理剂高效环保新产品开发	该项目现在处于小试阶段	该项目的研发能够丰富我司产品种类,产品生产加工多元化,提高我司产品市场竞争力,服务全球农业丰收。

资料来源:公司年报,华安证券研究所

4.2 “快速市场进入平台”构建全球营销网络特色

“快速市场进入平台”的核心是在各目标国获得丰富而完善产品组合的登记以及坚持平台开放的理念。丰富而完善的产品组合登记能给种植者提供完整作物解决方案,而平台开放的理念使得公司既能基于该目标国平台自建当地团队开展自有品牌的 B-C 业务,也会采取灵活的方式将该平台开放给其他优秀的市场合作伙伴开展 B-B 业务。基于此开放的平台通过公司自建团队及诸多市场合作伙伴来多渠道快速扩大市场份额。

公司加强对 Model C 业务的拓展。Model A 不依赖于登记证,主要以原药或制剂生产并出售至海外经销商,销售模式相对比较简单,但此模式中公司议价能力有限,实现毛利率基本上不到 20%。Model B 和 Model C 都依赖于登记证,Model B 公司将产品销售给国外经销商,而未销售到终端,毛利率基本处于 20%-25%。Model C 在 Model B 基础上将产品销售至终端农户,毛利率基本上处于 30%-35% 之间。关于 Model C 业务公司于 2015-2016 开始在首批 13 个目标国实践,这些国家中除了在印尼 Model C 的运营失败而停止,其他国家均得以顺利快速成长并成为了大多数国家当地市场的 TOP5。正是基于 2015-2016 首批目标国的实践,公司在 2019 年研讨确定中期战略规划(2020-2024)中决定将在更多的国家开展 Model C 运营并加速 Model C 成长纳入为期间的关键任务之一,在 2020-2021 两年期间在更多国家开展 Model C 的实践基础上认为公司具备进一步加速 Model C 的成长的基础,故而将 2024 年底之前 Model C 新实施的国家数从去年的 16 个调整到 25 个,以便

加速各目标市场业务模式的优化升级。

图表 63 三种业务模式对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

坚持做难而正确的事，持续完善全球营销网络。基于此中期战略规划，公司将持续聚焦于研发创新支撑的先进制造以及进一步完善全球营销网络。在进一步完善全球营销网络方面，公司一方面全面积极拓展全球市场，另一方面推进各市场业务模式的丰富与优化升级，过去几年在全面提速。总的来说，公司中期战略规划实施进度与成效超预期。

图表 64 进一步完善全球营销网络实施情况及规划

进一步完善全球营销网络方面	
团队构建	加大了海外各国当地招聘员工力度，国际化团队的搭建和管理已成体系并已驾轻就熟。并针对新加入的团队年轻化的特点，进一步丰富与优化市场和登记培训体系及系列课件，成功组织了以校招新员工为对象的为期超4个月的新飞Young培训班，以及在岗员工为对象年度性的为期各一周的市场团队和登记团队智造营。
市场拓展	新完成了波兰、白俄罗斯、阿塞拜疆、亚美尼亚、伊拉克、伊朗、阿曼、沙特、阿联酋、约旦、布基纳法索、塞内加尔、卢旺达、布隆迪、纳米比亚、博茨瓦纳、莫桑比克、阿尔及利亚等市场的深度调研。
	新成立俄罗斯、哈萨克斯坦、卢旺达、安哥拉、博茨瓦纳、伊拉克等全资或合资子公司或办事处。
	新在巴西、阿根廷、墨西哥、厄瓜多尔、秘鲁、多米尼加、俄罗斯、哈萨克斯坦、印度尼西亚、菲律宾、泰国、科特迪瓦、尼日利亚、卢旺达、安哥拉、伊朗等国自建或合资组建了当地团队启动了在当地的TOC的渠道构建和品牌销售。
全球登记	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。
	快速扩增全球登记团队规模，登记团队成员规模从2021年的119人增加到现有的169人
	持续增加了全球登记投入，全球登记费上半年支出同比增加约3600万。
	灵活采用了出资购买登记的方式：为加速登记进程，尽早进入重要市场，通过收购 Sarabia 获得了欧盟登记131个。
	2022年首次在塞尔维亚、埃及、马里、科特迪瓦、坦桑尼亚、乌兹别克斯坦等国家新获得登记总计137个；并于2022年新启动了在白俄罗斯、伊朗、伊拉克、卢旺达、马拉维、博茨瓦纳、纳米比亚、多哥、贝宁、阿塞拜疆、智利、日本等16个国家的登记调研和推进；并继续加码在已有登记的国家投资更多登记，以形成丰富而完整的产品组合来全面满足各国市场所需。
	截止2022年12月31日，公司共拥有300多项中国国内登记，4,900多项海外登记。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.3 加快一体化布局，增加成本优势

延伸产业链延伸涉足原药市场，一体化发展打造成本优势。一方面通过扩大制剂产能增强对于终端市场的掌控，下沉销售渠道，提升盈利能力，同时依托原药生产掌握经营主动权，规避原料价格的大幅波动，进而提高抗风险能力。2021年，公司拟公开发行新股不超过 6,905 万股，募资 13.7 亿元投入到农药制剂、原药研发生产和全球产品登记领域，随着农药行业的发展，市场需求、产品价格等客观因素有所变化，公司的经营战略规划也在逐步调整和优化。目前在建项目中“克菌丹和苯氧羧酸项目”为公司原药板块的新技术与新产能，进一步拓展产业链，助力公司在相关产品上掌握全球话语权；“高效杀虫杀菌剂技改项目”依托于已有产能基础进一步优化产品结构，能进一步巩固原有业务、技术优势；“草甘膦可溶粒剂和除草剂项目”属制剂加工项目，近十万吨产能建成释放后，对提升公司市场份额、增加新的利润增长点具有重要意义。“年产 25000 吨草甘膦连续化技改项目”即对原有的两套不同路线的草甘膦进行合并，并予以技术提升，整体建设一套 2.5 万吨/年甘氨酸路线草甘膦生产装置。草甘膦系列产品是公司主要产品之一，但公司自有的草甘膦生产线基于生产成本、生产工艺等因素处于暂时停产状态，草甘膦原药均来自于外购。此项目有助于提升原药供应链的稳定性，确保客户订单交付，降低草甘膦生产成本。

图表 65 公司在建项目进展情况

项目名称	投资总额 (万元)	投资进度	预计投产日期
年产 9000 吨克菌丹项目	21950.56	6.18%	2024/1/31
6000 吨/年小吨位苯氧羧基项目	10847	52.35%	2023/7/31
年产 62000 吨除草剂项目（一期）-禾本田液体制剂	10347	13.39%	2024/1/31
年产 38800 吨除草剂项目（一期）-30000 吨/年草甘膦可溶粒剂	7916.45	0%	2023/7/31
高效杀虫杀菌剂技改项目	10029	0.08%	2023/7/31
植保产品研发中心项目	7860	0.10%	2024/7/31
年产 25000 吨草甘膦连续化技改项目	33934	0.28%	2024/5/31
农药产品境外登记项目（调整实施国家及投资结构）	27648.28	20.23%	2024/7/31

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 投资建议

基本假设：

润丰股份主营业务以原药和制剂的出口为主，依托自身在全球的登记证布局来打开国外销售市场并增厚销售利润，未来公司的增量主要在于 2023 年-2025 年的增长更多受益于募投项目投产带来的增量以及持续增加的登记证数量带来的市场开拓，募投项目带来的增量主要体现在制剂项目投产带来的主营销产品的量增以及原药募投项目投产带来的成本下滑。以此我们做出以下假设：

1、除草剂板块

除草剂板块是公司主要的收入来源，未来随着除草剂原药和制剂项目的投产，我们预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 8%/13%/13%，毛利率分别为

18%/19%/19%。

2、杀虫剂板块

杀虫剂板块业务体量相对较少，我们预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 12%/20%/26%，毛利率分别为 24%/25%/24%。

3、杀菌剂板块

杀虫剂板块业务体量相对较少，我们预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 6%/29%/17%，毛利率分别为 21%/23%/24%。

4、其他板块

公司其他业务板块预计未来将维持稳定，给予该板块 2023 年-2025 年 30%的年均收入复合增速，毛利率分别为 25%/27%/30%。

图表 66 公司分业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
除草剂	营业收入(百万元)	12283	13214	14870	16795
	营收增速	54%	8%	13%	13%
	毛利率(%)	20%	18%	19%	19%
	毛利(百万元)	2425	2418	2834	3165
杀虫剂	营业收入(百万元)	1003	1127	1352	1705
	营收增速	16%	12%	20%	26%
	毛利率(%)	23%	24%	25%	24%
	毛利(百万元)	235	273	335	410
杀菌剂	营业收入(百万元)	797	848	1096	1280
	营收增速	19%	6%	29%	17%
	毛利率(%)	22%	21%	23%	24%
	毛利(百万元)	179	175	252	301
其他	营业收入(百万元)	377	489	636	827
	营收增速	40%	30%	30%	30%
	毛利率(%)	23%	25%	27%	30%
	毛利(百万元)	88	122	172	248
总计	营业收入(百万元)	14460	15679	17954	20607
	同比增长	48%	8%	15%	15%
	毛利(百万元)	2927	2989	3593	4124
	毛利率(%)	20%	19%	20%	20%

资料来源：华安证券研究所测算

综上，我们看好公司持续的登记证布局带来的持续的市场开拓以及完善的产业链带来的成本优势。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.44、19.37、21.71 亿元，同比增速为+9.2%、+25.5%、+12.1%。对应 PE 分别为 13.30、10.60、9.46 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 67 润丰股份可比公司 PE 估值情况

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
扬农化工	600486.SH	285	17.9	18.9	21.3	24.5	15.9	15.1	13.4	11.6
润丰股份	301035.SZ	205	14.1	15.4	19.3	21.6	14.5	13.3	10.6	9.5

安道麦 A	000553.SZ	186	6.1	8.6	10.9	13.9	30.5	21.6	17.0	13.4
-------	-----------	-----	-----	-----	------	------	------	------	------	------

资料来源：WIND，华安证券研究所

注：润丰股份盈利预测来自于华安证券，其余盈利预测来自 Wind 一致预测；收盘价交易日为 2023 年 4 月 28 日。

风险提示：

- 1、主要农药进口国政策变化的风险；
- 2、农药产品境外自主登记投入的风险；
- 3、汇率波动的风险；
- 4、产品出口退税政策变动风险。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。