

中航证券研究所
 分析师：彭海兰
 证券执业证书号：S0640517080001
 邮箱：penghl@avicsec.com

研究助理：陈翼
 证券执业证书号：S0640121080014
 邮箱：chenyys@avicsec.com

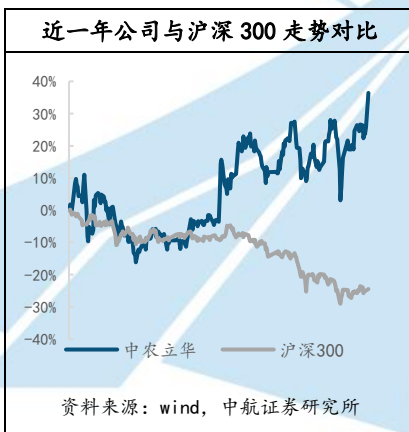
中农立华（603970.SH）：大水大鱼，农药大国的农资流通国家队

行业分类：农林牧渔

2022年5月31日

| | |
|---------------|-------|
| 公司投资评级 | 买入 |
| 中农立华（22.5.30） | 29.78 |

| | |
|---------------|---------|
| 基础数据（22.5.30） | |
| 沪深300 | 4029.02 |
| 总市值（亿元） | 57.18 |
| 流通市值（亿元） | 28.45 |
| PE（TTM） | 31.77 |
| PB | 4.69 |



■ 农药行业扩容，种植周期乘风

1) 粮食价格持续强势，种植意愿提升，农药行业迎来景气周期。2) 行业稳步扩容，有望持续集中。国际农化巨头垄断局面基本形成，国内分散格局持续改善，头部企业有望把握行业集中度提升机遇，成长速度和业绩表现将优于行业。3) 我国是农药大国，生产、出口和消费分列全球第一、第一和第三。

头部农药流通企业深扎农药大国沃土，既面向巨大的消费市场又网罗全面的原药供应，凭借优势受益行业集中，向海内外广阔市场挖掘价值。

■ 中农立华——农药大国的农资流通国家队

农药流通国家队，业绩步入快车道。公司是中农集团下唯一的农药流通平台，国家队优势助力与知名农药厂商建立了长期深度合作。近年公司业绩高速增长，2019-2021年公司营收CAGR高达43%，2020年销售额增速位居全球农化企业Top20的榜首，增长势头强劲。

核心优势突出：1) **信赖品牌：**公司始终承担着农资流通重任，忠实服务三农，获得多项荣誉资质，具有很高的知名度和影响力，品牌价值高。2) **全域网络：**公司是行业中少数拥有覆盖全国销售和服务网络的流通企业，综合竞争力行业领先。3) **优势产品和服务：**公司注重农药产品研发创新，与日本领先企业合作推出的专利持续增加，具备领先的产品竞争力。同时，加快向综合性服务商转型，不断提高农药供应链、数据信息和植保技术服务水平，积极抢占农资服务竞争高地。

公司发展看点：1) **海外业务顺利推进：**公司承接红太阳外贸渠道资源，国际业务呈爆发式增长，未来加快开拓海外市场，迅速打开业务范围，业绩有望再创新高。2) **作物健康板块有望发力：**公司深耕作物健康板块多年，团队、技术等积累深厚，多渠道提供作物健康解决方案，未来有望业绩兑现，大幅提升市场份额。3) **平台转型平抑周期：**平台模式替代贸易模式，能够根据客户个性化需求集中采购，规模效益和客户满意度提升，同时以销定购能加强库存管理，平抑价格波动，保障利润稳定实现。4) **农资协同可期：**中农集团种业板块改制有序推进，集团大农资各板块与公司流通主业存在较强协同，公司业务有望实现跨越式发展。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传真：010-59562637

投资建议：

中农立华是中农集团下唯一的农药流通平台，专注从事农药流通及植保技术服务等业务。公司有望获益全球粮价高位下的农药景气周期，我国农药广阔市场行业集中度提升带来的机会。近年，公司国际业务拓展顺利，作物健康业务板块有望持续成长，化工业务加快向平台转型。此外，中农集团种业等大农资板块有望和中农立华形成更好协同，公司跨越式发展可期。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 204.22 百万元、235.30 百万元、304.57 百万元，EPS 分别为 1.06 元、1.23 元、1.59 元，对应 PE 分别为 28.00、24.30、18.77 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

1. 疫情持续、地区贸易摩擦加剧、汇率变动，农药进出口成本增加，增加国际业务不确定性。
2. 其他区域性农资流通企业加快布局全国市场，市场竞争加剧。
3. 农药产品、植保农服效果可能受气象等因素干扰，影响公司商业信誉和品牌形象，对公司业绩产生不利影响。
4. 集团种业板块布局和协同效应不及预期。

盈利预测

| 指标/年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 8822.11 | 10608.08 | 12503.21 | 15147.65 |
| 增长率 | 32.84% | 20.24% | 17.86% | 21.15% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 170.31 | 204.22 | 235.30 | 304.57 |
| 增长率 | 28.59% | 19.91% | 15.22% | 29.44% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.89 | 1.06 | 1.23 | 1.59 |
| 净资产收益率 ROE | 14.54% | 15.49% | 15.82% | 17.84% |
| PE | 33.57 | 28.00 | 24.30 | 18.77 |
| PB | 4.88 | 4.34 | 3.84 | 3.35 |



目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、农药行业扩容，种植周期乘风 | 5 |
| 1.1 粮价持续强势，农药需求提振 | 5 |
| 1.2 行业稳步扩容，有望持续集中 | 6 |
| 1) 全球农药市场规模提升，国际农化巨头渐成垄断 | 6 |
| 2) 国内行业分散格局改善，头部企业成长趋势更优 | 7 |
| 1.3 我国是农药生产、消费和出口大国 | 8 |
| 二、中农立华——农药大国的农资流通国家队 | 9 |
| 2.1 公司简介：农药流通国家队 | 9 |
| 2.2 核心优势：信赖品牌、全域网络、优势产品和服务 | 11 |
| 1) 信赖品牌 | 11 |
| 2) 全域网络 | 12 |
| 3) 优势产品和服务 | 13 |
| 2.3 公司发展看点 | 14 |
| 1) 海外业务推进顺利 | 14 |
| 2) 作物健康板块有望发力 | 15 |
| 3) 平台转型平抑周期 | 16 |
| 4) 大农资协同可期 | 17 |
| 三、投资建议 | 18 |
| 四、风险提示 | 18 |

AVIC

图目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1 农药行业周期上行，农药价格指数大幅提升..... | 5 |
| 图 2 农药产品市场规模，跨国企业形成垄断格局..... | 7 |
| 图 3 行业竞争相对分散，主要企业农药业绩增速优于行业..... | 7 |
| 图 4 中国农药销售额世界第三，是农药生产和消费大国..... | 8 |
| 图 5 农药出口占比大，高度依赖国际市场..... | 9 |
| 图 6 农药销售增长率回升，利润增长率进入行业优秀区间..... | 6 |
| 图 7 中农立华股权结构..... | 10 |
| 图 8 公司营收规模持续增加，销售增速位居行业第一..... | 10 |
| 图 9 我国农药流通管理体制演变过程..... | 11 |
| 图 10 公司荣获多项资质荣誉..... | 12 |
| 图 11 农药流通企业业务范围..... | 13 |
| 图 12 植保服务大力推进，作物健康服务成绩喜人..... | 14 |
| 图 13 海外业务快速发展..... | 15 |
| 图 14 技术人员占比持续上升，研发投入逐年增加..... | 16 |
| 图 15 原药板块经营思路转变..... | 16 |
| 图 16 背靠中农集团，大农资协同可期..... | 17 |

表目录

| | |
|----------------------|----|
| 表 1 农资流通企业排名及业务..... | 12 |
| 表 2 财务预测摘要..... | 19 |

一、农药行业扩容，种植周期乘风

1.1 粮价持续强势，农药需求提振

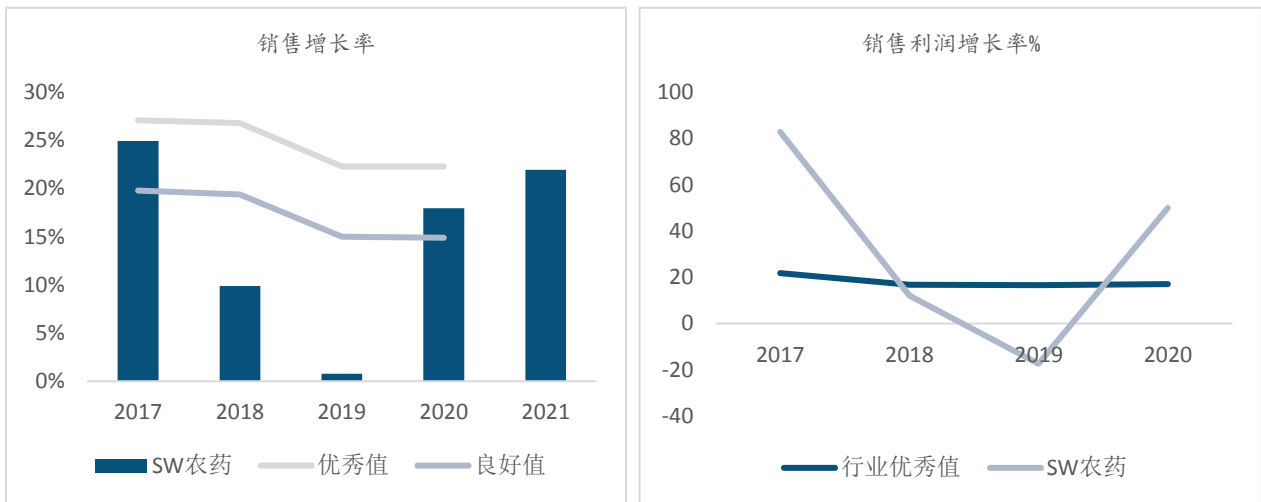
高粮价提升种植收益和种植意愿，带动农药进入景气周期。2020年以来，受疫情、气候等影响，全球粮食价格已经经历了一轮大幅上涨。俄乌冲突、产粮国限制粮食出口等因素导致全球粮食供需矛盾进一步加剧，截止5月27日，食品现货指数已上涨至592.5点，较2020年低点上涨了118%，粮食价格或将继续维持强势。从历史上看，化肥农药行情与粮食价格关联度较高，5月30日化肥农药指数较20年初上涨了113%，此次粮食危机或将推动农药行业进入景气阶段。量上，粮食价格预期攀升将提振农民种粮积极性，种植面积边际改善，相应增加农药产品需求。价上，粮价上涨会提升种植户对农药产品的价格接受上限，农药价格上涨空间增大。截止22年4月，农药价格指数为157.17点，较2020年初大幅上涨了85%，行业将有望迎来量价齐升的机会。

图 1 农药行业周期上行，农药价格指数大幅提升



资料来源：Wind，中国农药工业协会，中航证券研究所

行业公司业绩表现较好。2020年SW农药板块销售增长率处于良好区间，2021年行业销售增速回升至21.95%，回升趋势较为明显，但现阶段农药市场逐渐走向稳定和成熟，发展增速或将日益平缓。从利润增长指标来看，农药行业呈现出较好的增长趋势，2020年超过行业优秀水平。

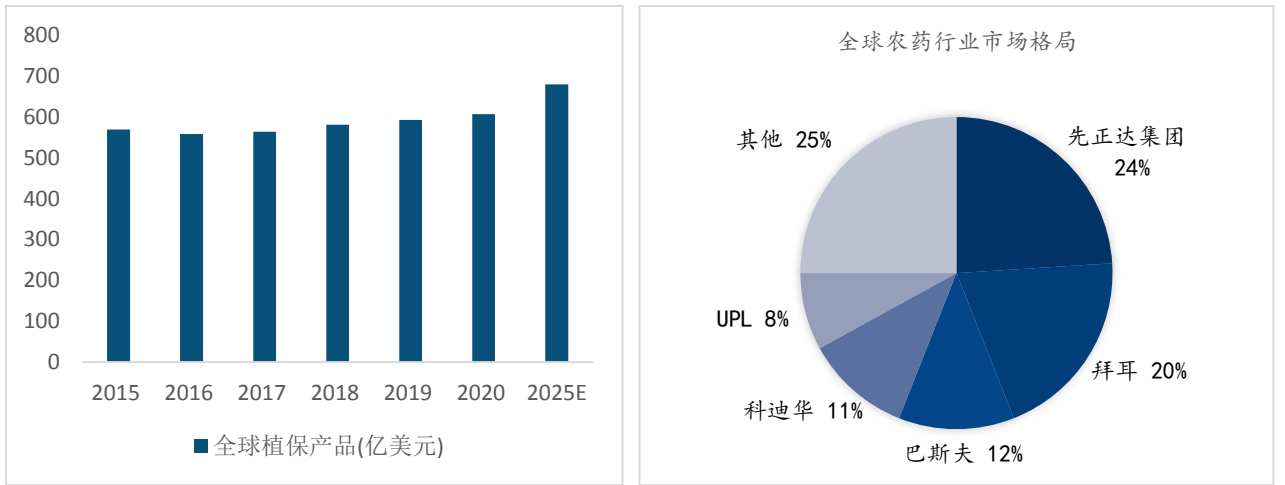
图 2 农药销售增长率回升，利润增长率进入行业优秀区间


资料来源：Wind，中航证券研究所

1.2 行业稳步扩容，有望持续集中

1) 全球农药市场规模提升，国际农化巨头渐成垄断

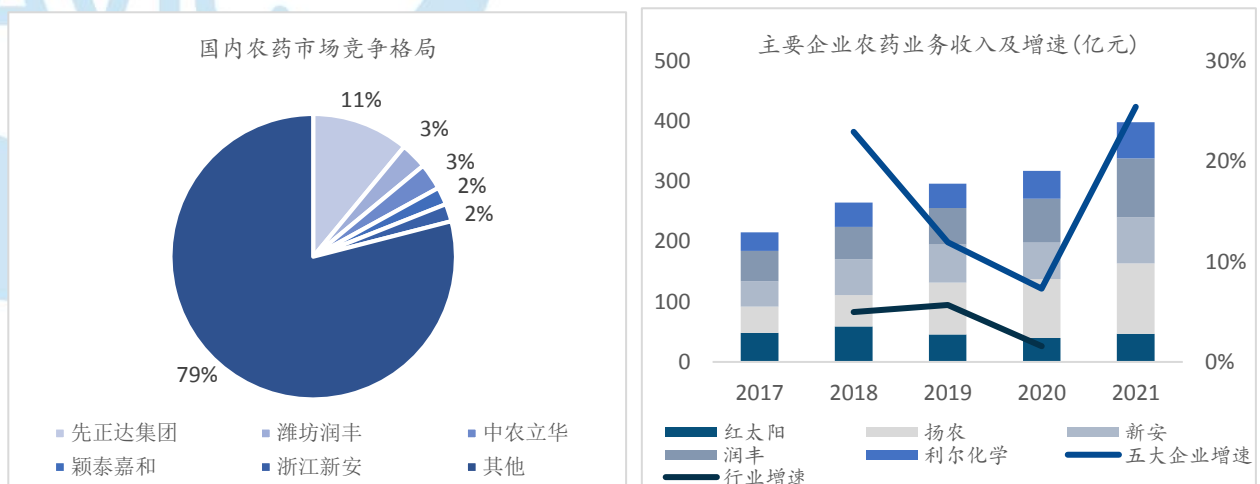
近年全球农药销售规模稳中有进，植保产品市场规模或将持续提升。据 Phillips McDougall 统计，2015-2020 年全球植保产品市场规模从 569 亿美元增长至 607 亿美元，增幅为 6.7%，预计 2025 年将增至 680 亿美元，植保产品市场空间依然保持微增长态势。从市场竞争来看，国际农化巨头经过并购整合后，行业集中度进一步提升，2020 年农化行业 CR5 达到 75%，先正达集团、拜耳、巴斯夫和柯迪华的全球市场占有率分别为 24%、20%、12%和 11%，全球农药市场呈现寡头垄断形势，跨国农化企业掌握了优质的农药产品资源，也基本主导了与农药流通企业的合作关系。

图 3 农药产品市场规模，跨国企业形成垄断格局


资料来源：Phillips McDougall，中国农药工业协会，灼识咨询，中航证券研究所

2) 国内行业分散格局改善，头部企业成长趋势更优

国内植保产品市场分散格局持续改善，优质企业有望持续受益于行业集中度提升。受农药使用量零增长、环保政策趋严影响，我国农药行业兼并重组加快，2020年规模以上企业降至693家，同比减少26家，CR5已提高至21%。在行业集中度提升背景下，国内农化优质企业成长速度表现优于行业，2021年国内主要企业的农药业务收入为398.2亿元，五年CAGR为17%。根据“十四五”全国农药产业发展规划，到2025年农药生产企业数量将降至1600家以下，着力培育10家产值超50亿元企业、50家超10亿元企业、100家超5亿元企业，届时行业集中度或进一步提高，龙头企业的业绩增长速度有望进入行业优秀档，且不断向集团化、品牌化、国际化发展。

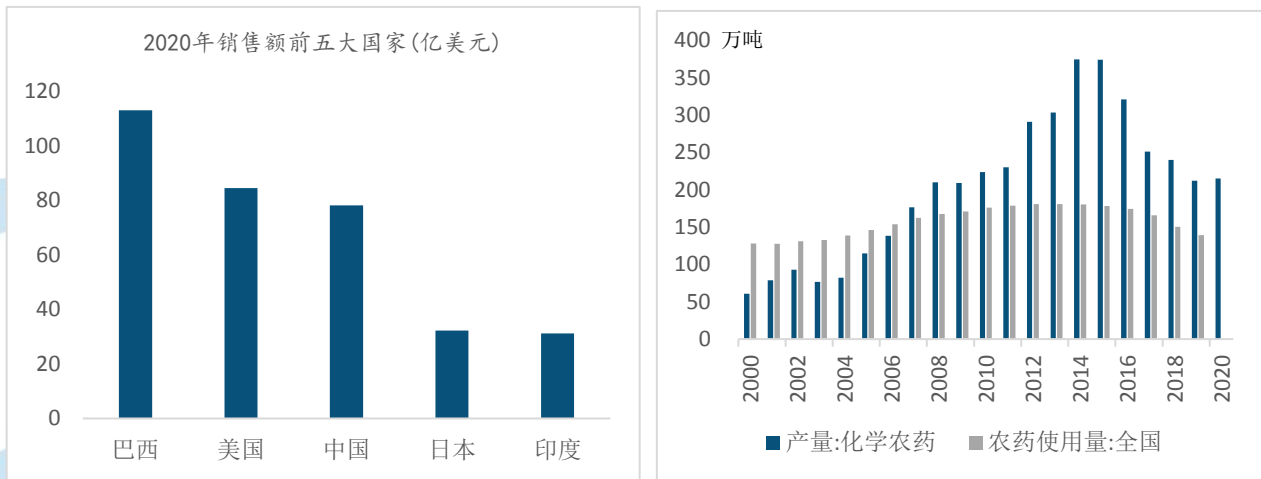
图 4 行业竞争相对分散，主要企业农药业绩增速优于行业


资料来源：Wind，中国农药工业协会，灼识咨询，中航证券研究所

1.3 我国是农药生产、消费和出口大国

我国是农药生产和消费大国。2020 年销售额位居全球第三，主要生产杀虫剂、杀菌剂和除草剂等农药产品。2020 年化学农药产量为 214.80 万吨，尽管近年受环保等政策影响，我国农药产量和使用量均有所下降，但是目前农药利用率依然较低，总体消费规模较大，2020 年我国农药销售额达 78.21 亿美元，农药销售规模位居世界前列。

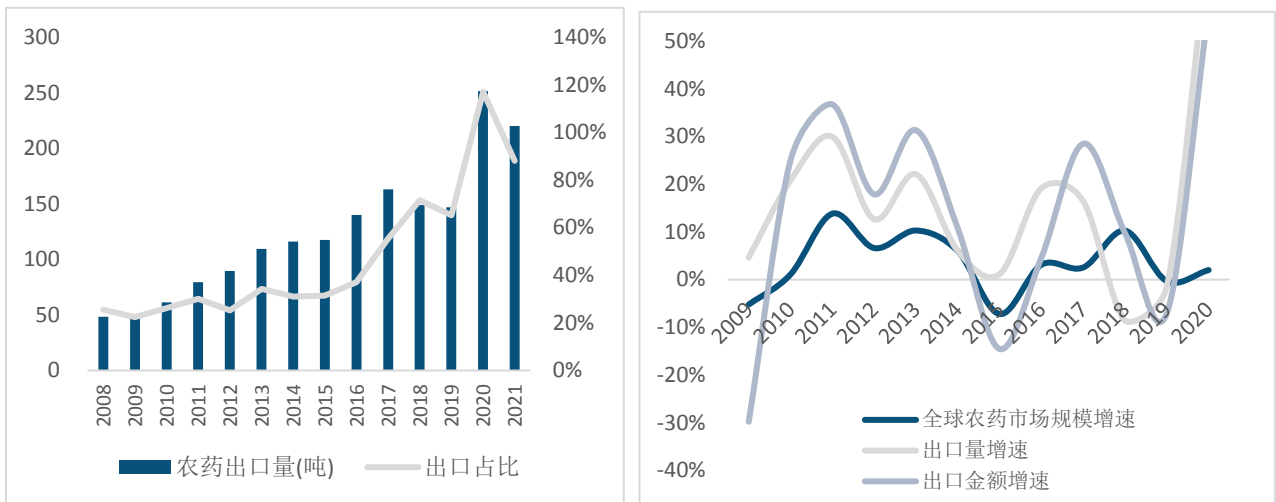
图 5 中国农药销售额世界第三，是农药生产和消费大国



资料来源：Wind，世界农化网，中航证券研究所

我国也是世界上最大的农药出口国，出口规模与全球农化景气度高度相关。根据中国化工报，我国生产了全球近 70% 的农药原药，2021 年出口总量占国内总产量的 88%，农药的出口依存度较高。量上，全球农药市场需求景气将拉动我国农药出口，2021 年我国农药进口量 10.4 万吨，出口量 220 万吨，贸易顺差达到 71 亿美元，再创历史新高。价上，我国农药出口价格较为强势，出口金额持续增加，行业经济效益稳步增长。2021 年农药出口均价为 3636 美元/吨，同比增长了 20%，2016-2021 年出口金额年均复合增速为 17%，国际市场份额进一步提升。

我国的农药流通企业处于农药生产、消费和出口大国市场的沃土，有望不断依托积累的自身品牌、网络和产品服务的优势向海内外广阔市场挖掘价值。

图 6 农药出口占比大，高度依赖国际市场


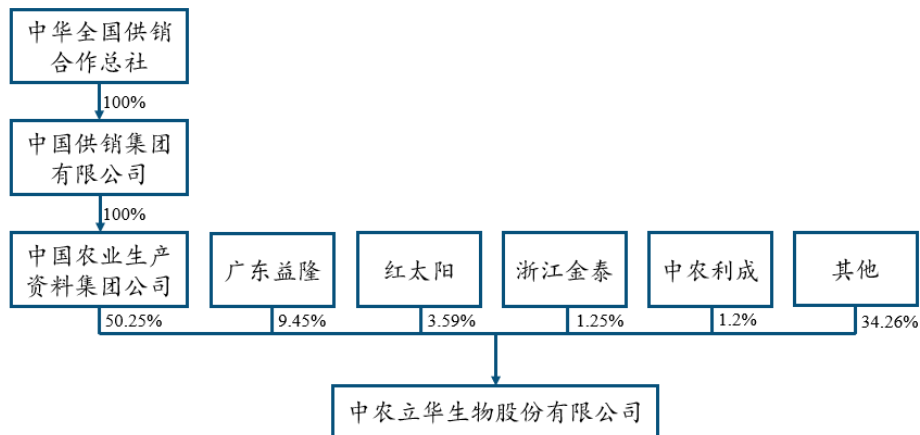
资料来源：Phillips McDougall, Wind, 中为咨询, 中航证券研究所

二、中农立华——农药大国的农资流通国家队

2.1 公司简介：农药流通国家队

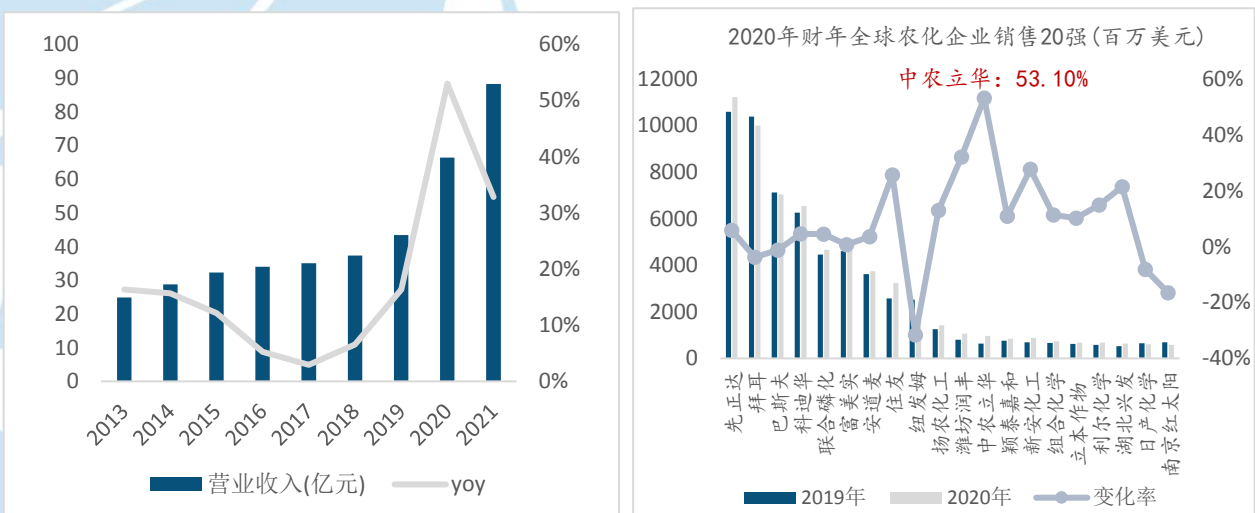
公司是中农集团下唯一的农药流通平台，始终坚守“立足中华、服务三农”的使命。自 2009 年成立以来，主要从事农药流通及植保技术服务等业务，中农集团为公司控股股东，持股 50.25%。中华全国供销合作总社通过全资控股中国供销集团有限公司间接持有中农集团 100%，是中农立华的实际控制人。

公司作为农资流通国家队，易于获得国际合作资源。前身中农集团早在上世纪 80 年代就开始了与大型国际农药制剂生产厂商的合作，并且成为当时国际农药厂商进入中国市场的主要经销渠道。数十年间，公司与优势农药厂商的合作关系长期稳定，根据 21 年年报披露，公司目前拥有 3000 多家渠道合作伙伴，构建了品种齐全、结构合理、覆盖面广的“一站式”农药供应平台，保障公司能够持续稳定获得优质的农药产品，经营的农药产品超过 400 种。

图 7 中农立华股权结构


资料来源：Wind，公司公告，中航证券研究所

中农立华提出以 2019 年为基础的“五年倍增”战略规划有序推进，公司业绩步入高速增长阶段，2019-2021 年公司收入 CAGR 高达 43%，营收规模增长迅速。根据中国农药工业协会统计，2019 年中农立华以 43.4 亿元的销售总额跃居全球农化企业销售总额前 20 强。公司整合红太阳优势资源后加速发展，2020 年营收规模为 66.4 亿元，同比增加了 53.10%，销售总额增速位居全球农化企业 Top20 的榜首，未来或将继续驱动公司高速发展。

图 8 公司营收规模持续增加，销售增速位居行业第一


资料来源：中国农药农业协会，Wind，中航证券研究所

2.2 核心优势：信赖品牌、全域网络、优势产品和服务

1) 信赖品牌

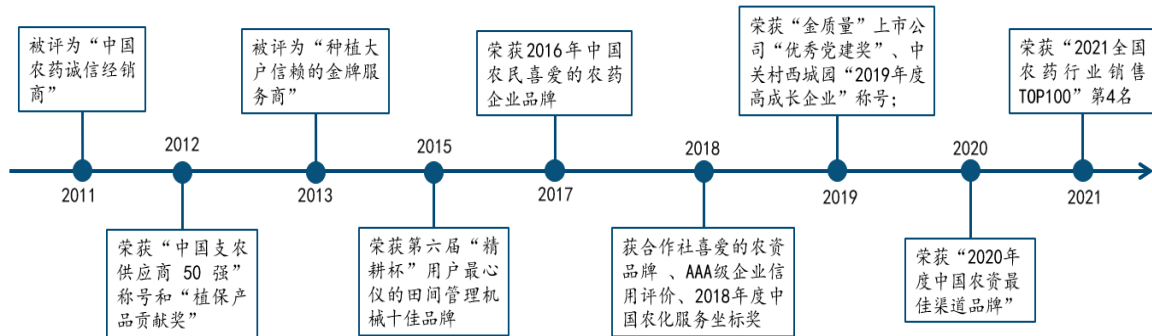
中农集团在农资流通领域具有悠久的历史，深受广大农户信任和喜爱。从我国农药流通管理体制发展历程来看，中农集团一直是我国农药流通服务的主要渠道之一，在遏制市场竞争秩序混乱、打击假冒伪劣农药、维护农资价格稳定等方面做出了突出贡献，切实保障了农民利益，良好的品牌信誉流传至今，品牌价值深厚。

图 9 我国农药流通管理体制演变过程



资料来源：招股说明书，中航证券研究所

公司传承并发扬了“中国农资”品牌，荣获农资行业多项资质荣誉，积极承担社会责任。作为中国农化流通服务领域的国家队企业，公司始终秉承“选择中农、选择放心”的品牌营销理念，践行服务于国家粮食安全和食品安全的神圣使命，曾获“中国农民喜爱的农药品牌”、“合作社喜爱的农资品牌”、“中国农资最佳渠道品牌”等多项荣誉，其“安全、高效、放心、专业”的品牌形象深入人心。公司还承担国家救灾农药储备、新网工程、新型农业社会化服务体系试点等惠农政策项目，积极参与赈灾、扶贫等社会公益活动，举办试验示范、现场观摩会、农民培训会、产品推荐会、技术下乡、农资下乡等各种基层推广活动，公司在业界的知名度、美誉度和影响力日益提高。

图 10 公司荣获多项资质荣誉


资料来源：招股说明书，公司年报，中航证券研究所

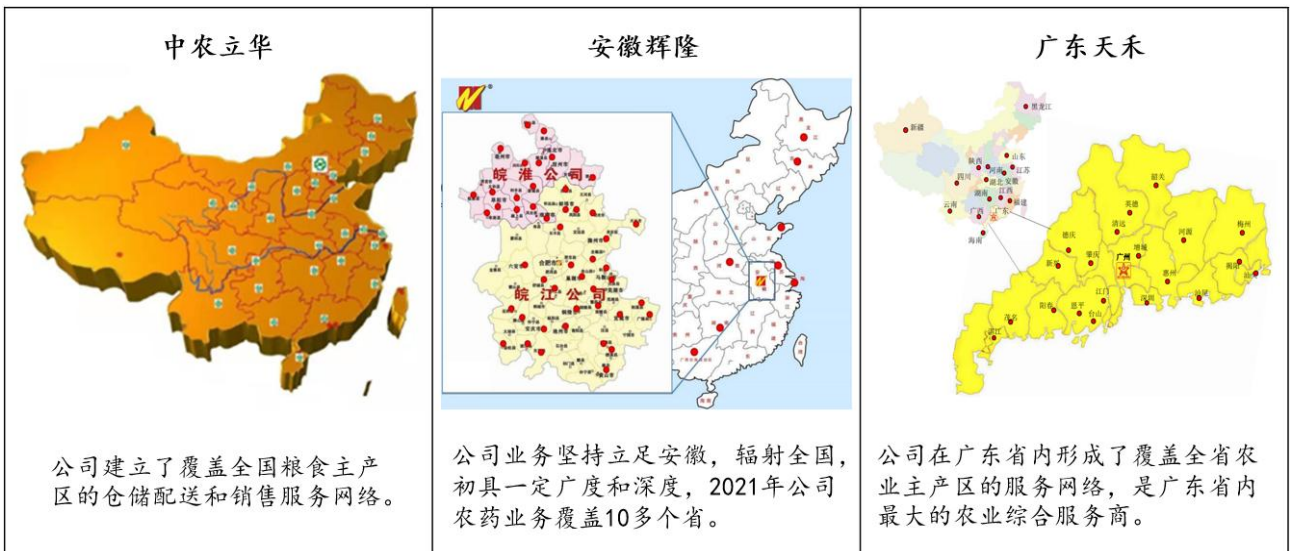
2) 全域网络

中农立华是行业内少数拥有全域销售和服务网络的流通企业。我国种植结构和生产方式具有明显地区差异，农药消费也呈现区域性、分散性等特点，具备相当广度和深度的销售网络是农药流通企业赢得市场竞争的关键。中农立华建立了覆盖全国主要粮食产区的仓储配送和销售服务网络，现已拥有了遍布全国 1200 余个主要农业县市，由 19 个仓储配送中心和 3000 余家主要渠道合作伙伴组成的服务网络，庞大可控的销售网络已成为公司的核心优势之一。尽管国内其他区域性农资流通企业也着手建立更广泛的销售网络，逐步从深耕区域性市场向开拓全国市场转变，但中农立华率先完成了体系完整的销售网络布局，其综合竞争力排名中国农资流通行业第一名，行业领先地位优势凸显。

表 1 农资流通企业排名及业务

| 企业 | 综合排名 | 业务覆盖范围 |
|--------------|-------|--|
| 中国农业生产资料集团公司 | 第 1 名 | 公司是全国性的集生产、流通、服务为一体的专业经营农业生产资料的大型企业集团，建立了覆盖全国主要粮食产区的仓储配送和销售服务网络。 |
| 浙农集团股份有限公司 | 第 3 名 | 公司战略布局为深耕浙江、拓展华东、面向全国，截止 2021 年，在全国十余省份建立了较为完善的农资商品销售体系和农业服务体系。 |
| 安徽辉隆投资集团有限公司 | 第 4 名 | 公司主营业务起步于安徽省，是公司的重点业务区域，经过多年的市场开拓，2021 年公司农药业务覆盖 10 多个省。 |
| 广东天禾农资股份有限公司 | 第 8 名 | 公司是广东省内最大的农业综合服务商，主要市场为广东、广西、云南、福建等经济作物种植大省。 |

资料来源：招股说明书，中航证券研究所

图 11 农药流通企业业务范围


资料来源：招股说明书，公司年报，中航证券研究所

3) 优势产品和服务

产品：行业领先的产品资源：一是公司与国际巨头深入合作，产品资源丰富。通过联销、区域代理、产品代理等多种方式与巴斯夫、先正达、科迪华、拜耳、UPL、富美实、住友商事、三井化学、石原产业、日本曹达、日本农药、日产化学等国际领先农药企业建立了良好的合作关系，采购并提供品类丰富的农药制剂产品。二是公司产品竞争力强势，与日本领先的农药创制企业专利合作，推出优质植保产品。并注重农药产品研发创新，不断提供高效、低毒、低残留的绿色高效农药，如持续加强与石原产业的研发合作，三个专利化合物研发进展顺利，优质产品上市将不断提升公司农药产品的品质，增强公司竞争力。

服务：向综合型服务商转型：1) **农药供应链服务：**公司构建的六大业务板块协同并进，在农化流通领域已形成集研发、分装加工、原药贸易、平台服务、制剂销售、药械服务为一体的全产业链服务，公司服务能力增强。2) **信息服务：**公司充分整合国内外农药产品信息资源，建立了连通上下游的信息数据库，提升信息服务水平。开通国内首家专业原药价格指数分析平台“中农立华原药”，第一时间提供 108 个产品的价格信息，获得客户、媒体等利益相关方的广泛认可。3) **植保技术服务：**公司打造为农服务团队，提供专业的植保技术和种植综合服务。一是扎根传统的田间地头服务，2020 年共完成 5700 多次

线下培训会，为农户开展农技培训，包括田间指导、试验示范、现场观摩等活动，帮助农民识别真假农资，指导农民科学合理施药，累计推广绿色农药覆盖农田超过 36 亿亩次，获得广大农户的好评。二是公司创新服务手段，谋划新媒体植保服务，2019 年以来，公司推出“立华说农技”等线上课堂 100 多期，开展大型直播活动 20 余场，在抖音、快手、微信视频号等平台发布 200 多部作物生产视频，帮助农户解决作物种植难题，浏览量超 1000 万次，成为公司作物健康服务的一大亮点。植保技术服务是提升公司综合服务能力的重要环节，有利于公司未来业绩增长和规模扩张。

图 12 植保服务大力推进，作物健康服务成绩喜人


| 项目 | 成就 |
|--------------|--------------------|
| 线下培训会 | 5700+场次 |
| 线上培训会 | 6000+场次 |
| “立华说农技”等线上课堂 | 100+期 |
| 大型直播活动 | 20+场 |
| 作物种植短视频 | 200+部，浏览量 1000 万+次 |
| 惠及种植户 | 10 万+人次 |
| 销售团队人数 | 600+人 |

资料来源：公司官网，中航证券研究所

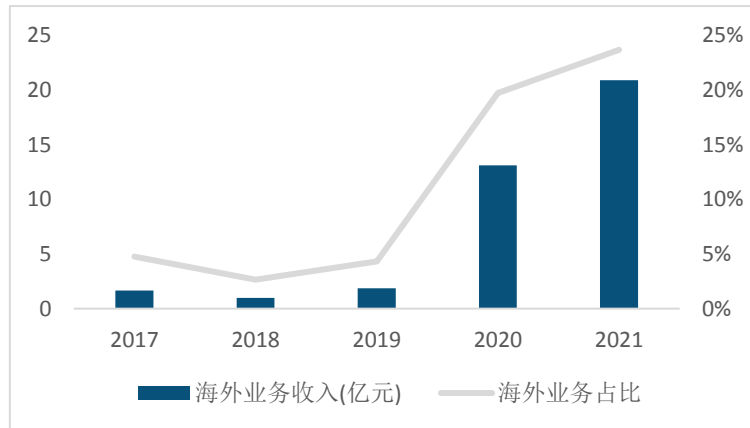
2.3 公司发展看点

1) 海外业务推进顺利

公司海外业务成就斐然，未来或将持续发力。2019 年底公司整合了红太阳的国际业务资源，承接红太阳外贸业务渠道资源，推动公司国际板块业务爆发式增长，近两年海外业务营收为 13.1 和 20.89 亿元，分别较 2019 年提升了 7 倍和 11 倍。2021 年海外业务占比创历史新高，较 2019 年提升了 19.37%。公司加快布局国际业务，在全球主要目标市场开展农药产品登记，截止 2021 年，公司已获得 141 个自主登记证，加快推进业务登记有望迅速打开公司国际业务空间，扩大海外业务范围。同时，公司强化海外销售能力，整合海外分销渠道，提升服务能力并实现业绩增长。目前设有 6 个海外子公司，业务和客户已

遍布 80 多个国家和地区，不断开拓国际市场，未来海外业务有望推动公司业绩再上新台阶。

图 13 海外业务快速发展

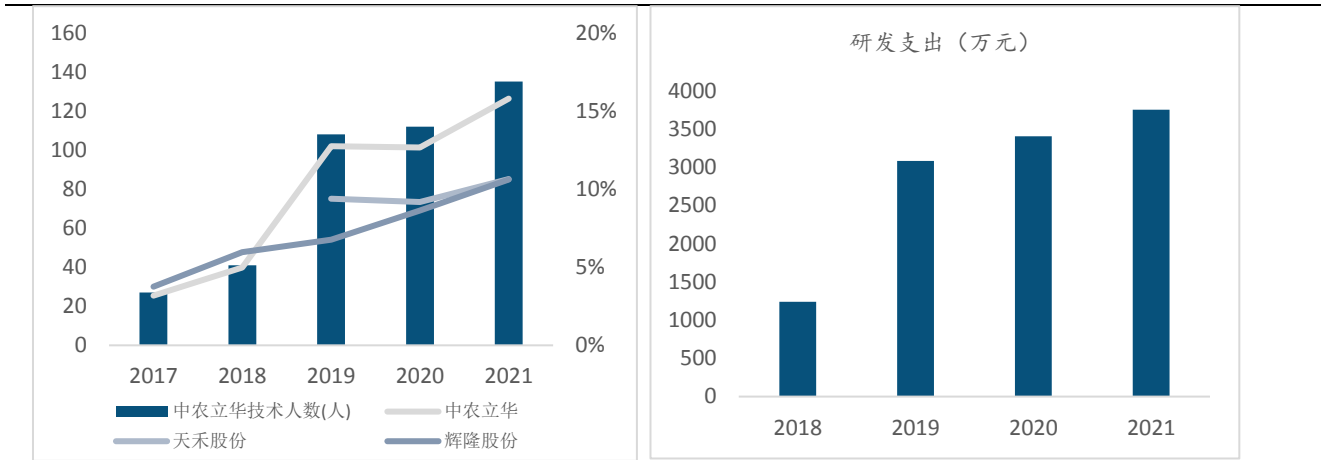


资料来源：Wind，中航证券研究所

2) 作物健康板块有望发力

公司持续技术投入，提升作物健康技术水平，为农户提供作物健康解决方案，业绩有望发力。一方面公司技术人员占比大幅增加，2021 年公司技术人员 135 人，占比为 15.8%，较 2017 年增加了 12.61pcts，且近三年公司技术人员占比高于其他农药流通企业，公司技术服务优势持续提高。另一方面是公司研发投入不断提升，科技成果转换增强企业服务实力。2021 年公司研发费用 3753 万元，同比增长 10.25%，累计获得国家知识产权发明专利授权共 13 项，此外，公司进军数字农业领域，将物联网、大数据、人工智能等多种信息技术应用到农业生产中，未来将提供更加高效的农业技术服务，为保障长远发展奠定了坚实基础。

图 14 技术人员占比持续上升，研发投入逐年增加

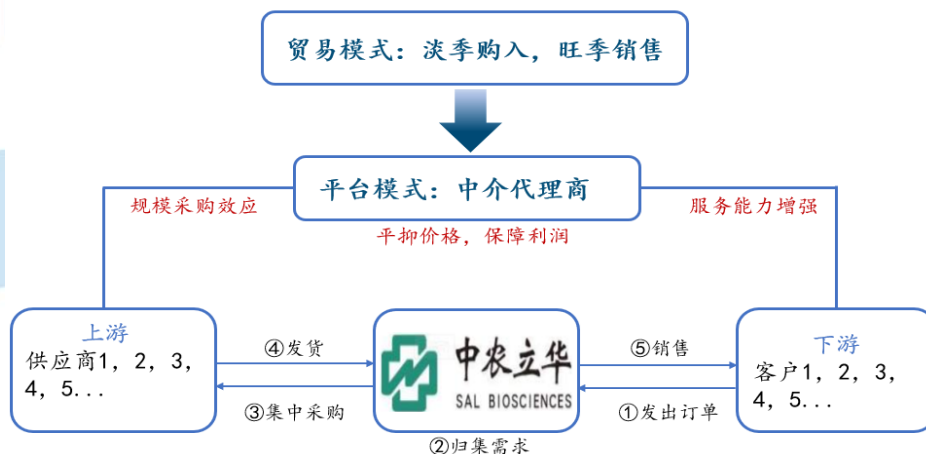


资料来源：Wind，中航证券研究所

3) 平台转型平抑周期

公司化工板块业务模式由贸易向平台转型。传统的贸易模式下，公司采取“淡季采购、旺季销售”的业务模式，当市场发生变化时，公司极易存在库存积压和价格倒挂现象，对的经营稳定性造成不利影响。转变为平台模式后，公司更多的是充当上下游的代理商角色，依托强大的供应、渠道网络优势，在下游客户发出产品需求后进行集中采购。平台模式具有传统模式不可比拟的优势：一是批量采购具有较强的规模效益，公司对上游的议价能力增强，采购成本更加优惠。二是针对客户的个性化需求提供产品，公司的服务能力增强，顾客满意度和忠诚度不断提升。三是以销定购的模式，实现了公司的低库存管理，降低了公司仓储成本。四是缩短了产品购销时间差，能够有效平抑产品价格周期，规避价格波动风险，保障利润稳定。

图 15 原药板块经营思路转变



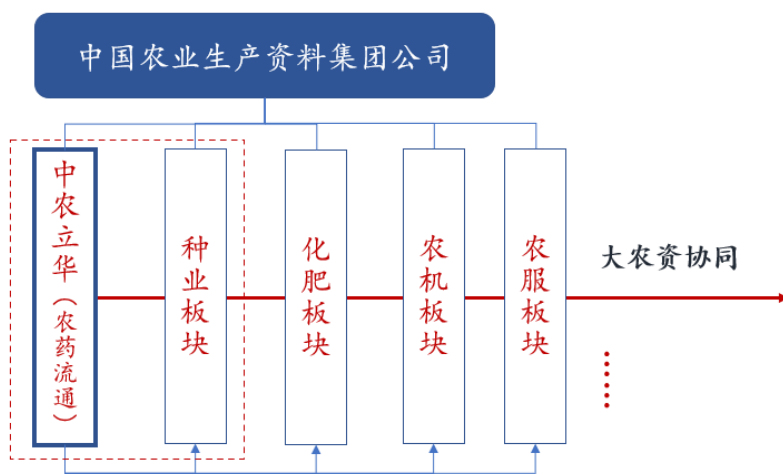
资料来源：公司公告，中航证券研究所

4) 大农资协同可期

公司控股股东是中国农业生产资料集团（以下简称“中农集团”）。中农集团是全国性的集生产、流通、服务为一体的专业经营化肥、农药、农膜和种子、农机具等农业生产资料的大型企业集团。目前，中农集团的中农种业板块正在推进改制，公司有意向参与合作项目，未来将积极寻找合适资源和合适机会推动公司种子业务长远发展战略。中农种业在水稻种子方面有一定优势，在玉米种子上与一些大的跨国企业有合作。

我们认为，中农集团旗下种业和相关大农资业务，与公司农药流通主业有很强的协同性。未来随着治理结构的进一步理顺，中农大农资有望和中农立华在农药流通领域形成的渠道销售、技术储备和客户资源相互催化，实现跨域式发展。

图 16 背靠中农集团，大农资协同可期



资料来源：公司公告，中航证券研究所

三、投资建议

中农立华是中农集团下唯一的农药流通平台，专注从事农药流通及植保技术服务等业务。公司有望获益全球粮价高位下的农药景气周期，我国农药广阔市场行业集中度提升带来的机会。近年，公司国际业务拓展顺利，作物健康业务板块有望持续成长，化工业务加快向平台转型。此外，中农集团种业等大农资板块有望和中农立华形成更好协同，公司跨越式发展可期。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 204.22 百万元、235.30 百万元、304.57 百万元，EPS 分别为 1.06 元、1.23 元、1.59 元，对应 PE 分别为 28.00、24.30、18.77 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

四、风险提示

1. 疫情持续、地区贸易摩擦加剧、汇率变动，农药进出口成本增加，增加国际业务不确定性。
2. 其他区域性农资流通企业加快布局全国市场，市场竞争加剧。
3. 农药产品、植保农服效果可能受气象等因素干扰，影响公司商业信誉和品牌形象，对公司业绩产生不利影响。
4. 集团种业板块布局和协同效应不及预期。

表 2 财务预测摘要

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 6641.0 | 8822.1 | 10608.1 | 12503.2 | 15147.7 |
| 营业成本 | 6107.2 | 8268.9 | 9932.5 | 11706.2 | 14171.1 |
| 税金及附加 | 3.4 | 4.5 | 5.4 | 6.4 | 7.8 |
| 营业费用 | 171.4 | 181.3 | 212.2 | 237.6 | 272.7 |
| 管理费用 | 62.5 | 67.6 | 74.3 | 85.0 | 103.0 |
| 研发费用 | 34.0 | 37.5 | 45.1 | 53.2 | 64.4 |
| 财务费用 | 67.1 | 17.9 | 56.3 | 80.1 | 93.0 |
| 资产减值损失 | -18.2 | -49.8 | -24.1 | -31.7 | -34.9 |
| 信用减值损失 | -5.7 | -7.0 | -4.7 | -5.8 | -5.8 |
| 其他收益 | 3.7 | 5.9 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 公允价值变动收益 | 17.6 | -13.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资净收益 | 18.4 | 58.8 | 28.7 | 28.7 | 28.7 |
| 资产处置收益 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 营业利润 | 211.4 | 239.1 | 286.1 | 329.9 | 427.6 |
| 营业外收入 | 2.3 | 2.0 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| 营业外支出 | 6.3 | 0.9 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 利润总额 | 207.5 | 240.2 | 287.8 | 331.6 | 429.3 |
| 所得税 | 52.4 | 54.6 | 65.2 | 75.2 | 97.3 |
| 净利润 | 155.1 | 185.6 | 222.6 | 256.5 | 332.0 |
| 少数股东损益 | 22.6 | 15.3 | 18.4 | 21.2 | 27.4 |
| 归属母公司净利润 | 132.4 | 170.3 | 204.2 | 235.3 | 304.6 |
| EBITDA | 285.0 | 278.3 | 359.7 | 427.8 | 537.8 |
| EPS(元) | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.6 |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 3832.6 | 4504.2 | 5768.0 | 6707.7 | 8016.5 |
| 现金 | 1004.7 | 967.0 | 1060.8 | 1250.3 | 1514.8 |
| 应收票据及应收账款 | 623.6 | 199.3 | 614.0 | 723.7 | 876.8 |
| 其他应收款 | 49.6 | 37.9 | 57.4 | 67.7 | 82.0 |
| 预付账款 | 406.0 | 524.2 | 723.1 | 852.3 | 1032.5 |
| 存货 | 1236.4 | 1715.6 | 2409.9 | 2840.2 | 3438.3 |
| 其他流动资产 | 512.4 | 1060.2 | 902.8 | 973.5 | 1072.2 |
| 非流动资产 | 191.4 | 237.5 | 227.9 | 217.0 | 206.0 |
| 长期投资 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.5 | 2.7 |
| 固定资产 | 38.0 | 73.8 | 65.2 | 54.7 | 43.2 |
| 无形资产 | 119.4 | 50.5 | 50.2 | 50.5 | 50.9 |
| 其他非流动资产 | 32.0 | 111.0 | 110.1 | 109.3 | 109.3 |
| 资产总计 | 4024.0 | 4741.7 | 5995.9 | 6924.7 | 8222.6 |
| 流动负债 | 2860.1 | 3429.3 | 4519.3 | 5258.8 | 6311.0 |
| 短期借款 | 1117.2 | 942.0 | 1804.8 | 2059.6 | 2437.4 |
| 应付票据及应付账款 | 964.1 | 1297.7 | 1489.9 | 1756.0 | 2125.8 |
| 其他流动负债 | 778.8 | 1189.5 | 1224.5 | 1443.1 | 1747.8 |
| 非流动负债 | 20.5 | 31.6 | 30.2 | 28.9 | 27.6 |
| 长期借款 | 0.0 | 5.5 | 4.1 | 2.8 | 1.5 |
| 其他非流动负债 | 20.5 | 26.1 | 26.1 | 26.1 | 26.1 |
| 负债合计 | 2880.6 | 3460.8 | 4549.5 | 5287.6 | 6338.6 |
| 少数股东权益 | 118.2 | 109.8 | 128.1 | 149.3 | 176.7 |
| 股本 | 192.0 | 192.0 | 192.0 | 192.0 | 192.0 |

| | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资本公积 | 298.0 | 298.0 | 298.0 | 298.0 | 298.0 |
| 留存收益 | 535.3 | 681.1 | 828.2 | 997.8 | 1217.2 |
| 归属母公司股东权益 | 1025.3 | 1171.1 | 1318.3 | 1487.8 | 1707.2 |
| 负债和股东权益 | 4024.0 | 4741.7 | 5995.9 | 6924.7 | 8222.6 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 352.1 | 325.4 | -669.4 | 65.9 | 49.5 |
| 净利润 | 155.1 | 185.6 | 222.6 | 256.5 | 332.0 |
| 折旧摊销 | 10.4 | 20.2 | 15.6 | 16.1 | 15.5 |
| 财务费用 | 67.1 | 17.9 | 56.3 | 80.1 | 93.0 |
| 投资损失 | -18.4 | -58.8 | -28.7 | -28.7 | -28.7 |
| 营运资金变动 | 149.0 | 83.7 | -942.7 | -265.5 | -369.9 |
| 其他经营现金流 | -11.1 | 76.9 | 7.6 | 7.6 | 7.6 |
| 投资活动现金流 | -287.5 | 78.0 | 15.2 | 16.0 | 16.6 |
| 资本支出 | 6.3 | -1.6 | 5.8 | 5.0 | 4.4 |
| 长期投资 | -301.0 | -38.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他投资现金流 | 7.2 | 117.6 | 9.3 | 10.9 | 12.2 |
| 筹资活动现金流 | 281.2 | -313.2 | 748.1 | 107.7 | 198.4 |
| 短期借款 | 372.1 | -175.2 | 862.8 | 254.8 | 377.8 |
| 长期借款 | -7.5 | 5.5 | -1.3 | -1.3 | -1.3 |
| 其他筹资现金流 | -83.4 | -143.5 | -113.4 | -145.9 | -178.2 |
| 现金净增加额 | 342.8 | 98.5 | 93.8 | 189.5 | 264.4 |
| 主要财务比率 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 52.9 | 32.8 | 20.2 | 17.9 | 21.2 |
| 营业利润 (%) | 43.2 | 13.1 | 19.7 | 15.3 | 29.6 |
| 归属于母公司净利润 (%) | 11.4 | 28.6 | 19.9 | 15.2 | 29.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 8.0 | 6.3 | 6.4 | 6.4 | 6.4 |
| 净利率 (%) | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.0 |
| ROE (%) | 12.9 | 14.5 | 15.5 | 15.8 | 17.8 |
| ROIC (%) | 11.1 | 15.0 | 17.0 | 11.9 | 12.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 71.6 | 73.0 | 75.9 | 76.4 | 77.1 |
| 净负债比率 (%) | 9.8 | -1.5 | 51.7 | 49.6 | 49.1 |
| 流动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 应收账款周转率 | 12.5 | 54.0 | 19.3 | 19.3 | 19.3 |
| 应付账款周转率 | 16.5 | 21.8 | 16.8 | 16.8 | 16.8 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.6 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.8 | 1.7 | -3.5 | 0.3 | 0.3 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.3 | 6.1 | 6.9 | 7.7 | 8.9 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 44.4 | 34.6 | 28.8 | 25.0 | 19.3 |
| P/B | 5.7 | 5.0 | 4.5 | 4.0 | 3.4 |
| EV/EBITDA | 15.6 | 19.3 | 20.1 | 17.5 | 14.7 |

数据来源: iFind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。