

全球农化市场有望触底回暖，看好公司成长性持续释放

核心观点

- **一季度业绩略超预期，逆境中经营韧性突出：**公司近期公布 23 年一季报，一季度实现营业收入 23.33 亿元，yoy-28.40%，qoq-12.26%，归母净利润 1.83 亿元，yoy-52.83%，qoq+71.08%。在全球农化产业链主动去库成交惨淡的背景下，公司一季度业绩已开始出现环比改善，并超市场预期。一季度毛利率环比四季度提升 1.59pct 进入复苏区间，我们认为这一方面受益于原药价格下跌，公司购销侧灵活调整带来成本持续下行，另一方面受益于 B2C 模式的持续推进。一季度财务费用、投资收益和公允价值变动收益基本打平，汇率波动控制能力持续优秀。公司 22 年四季度、23 年一季度购买商品、接受劳务支付的现金流同比提升，但一季度末公司存货 17.21 亿元，相较于 22 年末 16.57 亿元仅有小幅提升，且总体看公司存货/总资产约 15.9%，2022 年库存压力与同行相比也处于低水平，公司库存周转及管理持续稳健。
- **看好农化景气触底回暖，公司成长性释放：**当前全球农化市场经历去年供应链危机下主动屯库造成的过山车行情后仍处于主动去库周期，但需要认识到由于粮食价格坚挺，中长期农化真实需求中枢还在高位，短期库存波动周期只能是扰动，与 14-15 年油价和粮食价格崩塌情况并不相同。随着后续全球农化市场库存持续去化，市场购销有望在 Q2 末恢复正常水平，农化标的中**我们最看好拥有终端市场能力的润丰股份，相对于上游原药环节，公司贴近终端在景气反转中最为敏感。**另一方面，由于国内原药产能持续扩张，且本轮资本开支大都为头部合规龙头企业，未来洗牌的周期会更长，我们之前深度报告也判断，供需格局恶化的原药面临长期震荡下行趋势；而掌握核心市场登记证和渠道等高壁垒通道资源的企业才真正能够实现长期成长。公司截至 22 年底已拥有海外登记证 4900 多个，数量持续增长；海外新国家市场拓展及 B2C 渠道下沉也在持续攻城略地；在原药端先进制造项目的推进也将进一步完善公司产业链配套优势，并为公司在终端差异化配方制剂产品的推广赋能。

盈利预测与投资建议

- 截至 5 月 5 日，中农立华农药综合价格指数自今年年初已下滑 31.0%，由于产品价格下行，我们结合 22 年情况下调收入及毛利率预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 14.81、17.49、20.92 亿元（原 23-24 年预测分别为 20.84、23.86 亿元），按照可比公司 23 年 17 倍市盈率，给予目标价 90.78 元并维持买入评级。

风险提示

- 原材料及终端市场波动风险；业务拓展不及预期风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,797	14,460	15,540	17,730	20,431
同比增长(%)	34.4%	47.6%	7.5%	14.1%	15.2%
营业利润(百万元)	1,013	1,776	1,855	2,187	2,612
同比增长(%)	78.8%	75.3%	4.5%	17.9%	19.4%
归属母公司净利润(百万元)	800	1,413	1,481	1,749	2,092
同比增长(%)	82.7%	76.7%	4.8%	18.1%	19.6%
每股收益(元)	2.89	5.10	5.34	6.31	7.55
毛利率(%)	19.0%	20.2%	18.9%	19.4%	19.4%
净利率(%)	8.2%	9.8%	9.5%	9.9%	10.2%
净资产收益率(%)	20.7%	25.5%	22.1%	22.1%	22.2%
市盈率	25.9	14.6	14.0	11.8	9.9
市净率	4.2	3.3	2.9	2.4	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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

投资评级	买入（维持）
股价（2023年05月09日）	74.7 元
目标价格	90.78 元
52 周最高价/最低价	109.08/60.93 元
总股本/流通 A 股（万股）	27,712/8,782
A 股市值（百万元）	20,701
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2023 年 05 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.8	9.93	1.27	5.58
相对表现	0.83	12.24	3.76	1.7
沪深 300	-0.03	-2.31	-2.49	3.88



证券分析师

万里扬 021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

联系人

顾雪莺 guxueying@orientsec.com.cn

相关报告

以现金收购西班牙 Sarabia，欧盟市场布局加速 2022-12-01
业绩高增超预期，公司具备行业 β 与自身 α 双击的成长性 2022-11-01
单季度业绩创新高，市场布局持续推进 2022-09-02

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

核心假设	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
除草剂销量（万吨）	36.62	43.21		29.34	34.03	39.48
变动幅度				-19.9%	-21.2%	
杀菌剂销量（万吨）	1.26	1.48		1.26	1.51	1.81
变动幅度				0.0%	1.7%	
杀虫剂销量（万吨）	0.87	1.01		0.88	1.02	1.18
变动幅度				0.9%	0.9%	
除草剂平均价格（元/吨）	4.10	3.90		4.47	4.38	4.33
变动幅度				9.0%	12.3%	
杀菌剂平均价格（元/吨）	8.77	8.33		7.24	7.10	7.02
变动幅度				-17.5%	-14.8%	
杀虫剂平均价格（元/吨）	13.75	13.06		12.23	11.99	11.87
变动幅度				-11.0%	-8.2%	
销售费用率	1.46%	1.41%		2.03%	2.03%	1.91%
变动幅度				0.6%	0.6%	
管理费用率	2.33%	2.26%		2.42%	2.42%	2.21%
变动幅度				0.1%	0.2%	
研发费用率	2.73%	2.89%		2.35%	2.35%	2.26%
变动幅度				-0.4%	-0.5%	
财务费用率	0.16%	-0.04%		0.69%	0.58%	0.46%
变动幅度				0.5%	0.6%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：收入分类预测表

收入分类预测表	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
除草剂						
销售收入（百万元）	15,166	16,823		13,109	14,902	17,113
变动幅度				-13.6%	-11.4%	
毛利率	21.2%	21.5%		18.5%	19.0%	19.0%
变动幅度				-2.7%	-2.5%	
杀菌剂						
销售收入（百万元）	1,101	1,234		909	1,069	1,270
变动幅度				-17.5%	-13.4%	
毛利率	22.5%	22.5%		21.0%	21.5%	21.5%
变动幅度				-1.5%	-1.0%	
杀虫剂						
销售收入（百万元）	1,193	1,315		1,071	1,217	1,398
变动幅度				-10.3%	-7.5%	
毛利率	25.0%	25.5%		22.0%	22.5%	22.5%
变动幅度				-3.0%	-3.0%	
其他业务						

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

销售收入(百万元)	485	533	452	542	651
变动幅度			-6.8%	1.6%	
毛利率	18.0%	18.0%	20.0%	20.5%	20.5%
变动幅度			2.0%	2.5%	
合计	17,945	19,905	15,540	17,730	20,431
变动幅度			-13.4%	-10.9%	
综合毛利率	21.4%	21.7%	18.9%	19.4%	19.4%
变动幅度			-2.5%	-2.3%	

数据来源：东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表

主要财务信息	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,945	19,905		15,540	17,730	20,431
变动幅度				-13.4%	-10.9%	
营业利润(百万元)	2,619	2,997		1,855	2,187	2,612
变动幅度				-29.2%	-27.0%	
归属母公司净利润(百万元)	2,084	2,386		1,481	1,749	2,092
变动幅度				-28.9%	-26.7%	
每股收益(元)	7.54	8.64		5.34	6.31	7.55
变动幅度				-29.1%	-27.0%	
毛利率(%)	21.4%	21.7%		18.9%	19.4%	19.4%
变动幅度				-2.5%	-2.3%	
净利率(%)	11.6%	12.0%		9.5%	9.9%	10.2%
变动幅度				-2.1%	-2.1%	

数据来源：东方证券研究所

表 4：可比公司估值（截至 2023/5/9）

公司	最新价格 (元/股)	每股收益 (元)			市盈率		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
扬农化工	89.50	6.06	6.86	7.90	14.78	13.04	11.34
联化科技	11.35	0.70	1.00	1.27	16.10	11.41	8.96
安道麦 A	8.60	0.35	0.45	0.56	24.25	19.32	15.49
博腾股份	31.97	1.84	1.95	2.37	17.36	16.44	13.49
诺普信	8.33	0.48	0.68	0.85	17.21	12.24	9.75
调整后平均					16.89	13.91	11.53

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,725	3,794	4,077	4,725	5,742	营业收入	9,797	14,460	15,540	17,730	20,431
应收票据、账款及款项融资	2,364	3,261	3,481	3,971	4,576	营业成本	7,938	11,533	12,598	14,284	16,459
预付账款	77	75	122	139	160	营业税金及附加	13	18	22	25	29
存货	1,775	1,657	1,810	2,052	2,365	营业费用	220	292	315	360	391
其他	525	227	213	216	220	管理费用及研发费用	606	705	740	844	911
流动资产合计	8,466	9,015	9,703	11,104	13,064	财务费用	96	(345)	107	103	94
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产、信用减值损失	63	63	17	42	49
固定资产	1,218	1,691	2,252	2,870	3,467	公允价值变动收益	(84)	(171)	150	150	150
在建工程	282	361	502	561	555	投资净收益	224	(259)	(50)	(50)	(50)
无形资产	118	226	218	211	203	其他	11	12	15	15	15
其他	226	304	255	260	267	营业利润	1,013	1,776	1,855	2,187	2,612
非流动资产合计	1,846	2,584	3,229	3,904	4,494	营业外收入	8	6	8	8	8
资产总计	10,312	11,599	12,932	15,007	17,558	营业外支出	32	29	30	30	30
短期借款	550	404	409	404	404	利润总额	989	1,753	1,834	2,165	2,590
应付票据及应付账款	4,249	4,120	4,501	5,103	5,880	所得税	143	265	275	325	389
其他	372	592	434	441	450	净利润	846	1,488	1,559	1,841	2,202
流动负债合计	5,171	5,117	5,343	5,948	6,734	少数股东损益	46	74	78	92	110
长期借款	26	17	17	17	17	归属于母公司净利润	800	1,413	1,481	1,749	2,092
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.89	5.10	5.34	6.31	7.55
其他	72	78	78	78	78						
非流动负债合计	97	95	95	95	95	主要财务比率					
负债合计	5,269	5,212	5,438	6,043	6,829		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	134	203	281	373	483	成长能力					
实收资本(或股本)	276	277	277	277	277	营业收入	34.4%	47.6%	7.5%	14.1%	15.2%
资本公积	2,227	2,301	2,301	2,301	2,301	营业利润	78.8%	75.3%	4.5%	17.9%	19.4%
留存收益	2,397	3,580	4,610	5,988	7,643	归属于母公司净利润	82.7%	76.7%	4.8%	18.1%	19.6%
其他	8	25	25	25	25	获利能力					
股东权益合计	5,043	6,387	7,494	8,965	10,729	毛利率	19.0%	20.2%	18.9%	19.4%	19.4%
负债和股东权益总计	10,312	11,599	12,932	15,007	17,558	净利率	8.2%	9.8%	9.5%	9.9%	10.2%
						ROE	20.7%	25.5%	22.1%	22.1%	22.2%
						ROIC	20.4%	19.5%	22.6%	22.4%	22.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	51.1%	44.9%	42.1%	40.3%	38.9%
净利润	846	1,488	1,559	1,841	2,202	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	16	110	55	69	84	流动比率	1.64	1.76	1.82	1.87	1.94
财务费用	96	(345)	107	103	94	速动比率	1.29	1.44	1.48	1.52	1.59
投资损失	(224)	259	50	50	50	营运能力					
营运资金变动	(40)	(645)	(194)	(176)	(197)	应收账款周转率	4.1	4.9	4.4	4.5	4.6
其它	97	504	(133)	(108)	(101)	存货周转率	5.7	6.7	7.2	7.4	7.4
经营活动现金流	791	1,371	1,443	1,778	2,132	总资产周转率	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
资本支出	(382)	(776)	(754)	(745)	(673)	每股指标(元)					
长期投资	0	(9)	0	0	0	每股收益	2.89	5.10	5.34	6.31	7.55
其他	(198)	(83)	148	92	90	每股经营现金流	2.86	4.95	5.21	6.42	7.69
投资活动现金流	(580)	(867)	(606)	(653)	(583)	每股净资产	17.71	22.32	26.03	31.00	36.98
债权融资	(13)	(7)	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,438	75	0	0	0	市盈率	25.9	14.6	14.0	11.8	9.9
其他	(303)	(534)	(554)	(478)	(531)	市净率	4.2	3.3	2.9	2.4	2.0
筹资活动现金流	1,122	(465)	(554)	(478)	(531)	EV/EBITDA	16.1	11.7	9.0	7.7	6.5
汇率变动影响	(20)	6	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.3	12.6	9.2	7.9	6.7
现金净增加额	1,313	44	283	647	1,017						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

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

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

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

行业投资评级的量化标准：

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

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

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

免责声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

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

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