

中农立华 (603970)

证券研究报告
2020年12月07日

国内农业供应链隐形冠军，深耕植保服务，预计2021年收入业绩加速增长！

1、中农立华：中国供销社系统内唯一全国农资流通上市平台，国内农资供应链“隐形冠军”

公司主营农药流通服务和植保服务，通过整合相关行业上下游资源，在农药和植保技术持续研发、并辅以现代信息技术赋能的基础上，现已形成集产品、服务、信息于一体的综合性农业服务平台。公司实控人是中华全国供销合作总社，后者由国务院领导，中农集团为公司控股股东。公司自2009年成立以来成为中农集团下属唯一的农药流通平台。在农药行业景气低迷背景下，公司整体业绩仍呈现多年稳步上行趋势。2020年来，在下游农产品整体复苏背景下，预计公司2021年收入及业绩加速增长。

2、深耕农资供应链+植保服务赋能，完整农资供应链业务闭环已形成

公司综合性农业服务平台由两大类业务组成：1、农药供应链服务，包括1) 原药价格指数服务，“中农立华原药”是国内首家的原料药价格指数分析平台，现已成为市场行情风向标；2) 分装加工配套服务，控股子公司天津立华凭借行业领先的分装、复配服务能力已与多家国际著名农药企业建立长期合作关系；3) 国内农药流通业务，通过自销+联销模式销售原药及制剂，贡献公司90%以上营收；4) 国际农药贸易，自主向50个国家出口销售农药原药、中间体和制剂产品，与国际大客户合作加速开拓全球市场提升业绩；2、植保服务，包括1) 作物健康业务，公司根据农户所需提供具有针对性的“作物健康解决方案”，助力提升公司及合作方农药销售效率；2) 植保机械服务，公司与丰茂植保共同出资设立了中农丰茂，主营植保机械的研产销及服务。

3、三大核心竞争优势奠定龙头地位，助力公司加速成长

一、市场稀缺。公司目前是A股上市公司中少见的同时拥有农药流通供应链和植保服务的公司，业务具有独特性；二、渠道广泛。中农集团长期以来是我国农药流通服务的主要渠道之一，公司完整继承了中农集团的农药流通服务平台资源，并依托其长期积累的流通服务经验与资源，建立起了覆盖全国主要粮食产区的仓储配送和销售服务网络；三、持续研发。公司自成立以来就组建了农药应用研发中心、植物保护技术中心和数据分析中心，并长期通过自研及与第三方国内外国家和地方级的研究机构合作，持续对农药产品和植保技术进行研发创新，未来还将在数字农业上发力。

盈利预测&投资建议：我们预计2020-2022年，公司实现营收61.94/74.81/90.57亿元，净利润1.34/1.63/2.00亿元，我们看好公司主营农资供应链和植保服务的创新经营模式未来发展潜力，背后供销社和中农集团深厚资源持续挖掘，国内外农资渠道加速扩张，给予公司2021年1倍PS估值，目标价38.97元，首次覆盖给予“买入”评级。**风险提示：**新冠疫情全球持续风险、农药销售季节性和地域性引致的风险、市场竞争加剧风险、公司业务发展/业绩不达预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,734.63	4,342.47	6,194.05	7,481.45	9,056.87
增长率(%)	6.60	16.28	42.64	20.78	21.06
EBITDA(百万元)	200.66	246.34	220.46	265.88	325.26
净利润(百万元)	115.46	118.88	134.10	163.22	200.31
增长率(%)	27.82	2.96	12.81	21.71	22.73
EPS(元/股)	0.60	0.62	0.70	0.85	1.04
市盈率(P/E)	37.52	36.44	32.30	26.54	21.62
市净率(P/B)	5.01	4.53	4.16	3.79	3.42
市销率(P/S)	1.16	1.00	0.70	0.58	0.48
EV/EBITDA	14.76	11.43	21.36	17.56	14.35

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	22.56元
目标价格	38.97元

基本数据

A股总股本(百万股)	192.00
流通A股股本(百万股)	95.52
A股总市值(百万元)	4,331.52
流通A股市值(百万元)	2,154.93
每股净资产(元)	5.29
资产负债率(%)	70.27
一年内最高/最低(元)	22.76/11.11

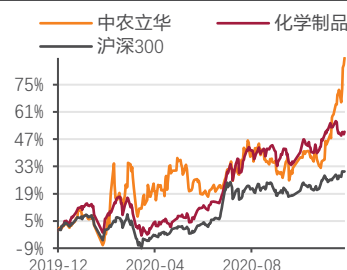
作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

李辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001
hulih@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 中农立华：中国供销合作社系统内唯一农药流通上市平台，国内农业供应链“隐形冠军”	4
1.1. 中华全国供销合作总社为实控人，中农集团为控股股东	4
1.2. 中农集团下属唯一农药流通平台——国内农药流通龙头	5
1.3. 下游农产品整体复苏背景下，2021 年收入业绩有望加速增长！	5
2. 深耕农资供应链+植保服务赋能，完整农资供应链业务闭环已形成	6
2.1. 供应链服务：以信息技术为先导，以供销渠道为基础，开创新型农服经营模式	6
2.1.1. 供应链服务一、原药价格指数服务——国内首家	6
2.1.2. 供应链服务二、分装加工配套服务——行业领先	7
2.1.3. 供应链服务三、国内农药自销+联销——行业第一	8
2.1.4. 供应链服务四、国际农药自主销售——遍布全球	10
2.2. 植保服务：植保机械+作物健康解决方案，全方位提升种植链效率	11
2.2.1. 植保服务一、作物健康业务——科技赋能	11
2.2.2. 植保服务二、植保机械服务——数字农业	12
3. 三大核心竞争优势奠定龙头地位，助力公司加速成长	14
3.1. 市场稀缺——拥有农药供应链+植保服务创新经营模式的农资企业	14
3.2. 渠道广泛——完整继承中农集团农药流通渠道，同时开拓国外市场	15
3.3. 持续研发——三大机构筑造基础研究力，不断创新农药&植保技术	16
4. 盈利预测&投资建议	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：中农立华公司结构图	4
图 2：中农立华营业收入&同比增速（亿元，%）	5
图 3：中农立华归母净利润&同比增速（亿元，%）	5
图 4：公司原料药价格指数分析平台“中农立华原药”相关信息服务产品示意图	6
图 5：中农立华农药制剂配套服务流程图	7
图 6：天津立华生产车间示意图	7
图 7：中农立华国内农药经营模式示意图	8
图 8：中农立华农药原药自销业务营收&同比增速（亿元，%）	8
图 9：中农立华农药原药自销业务毛利&毛利率（亿元，%）	8
图 10：中农立华农药制剂自销业务营收&同比增速（亿元，%）	9
图 11：中农立华农药制剂自销业务毛利&毛利率（亿元，%）	9
图 12：中农立华农药制剂联销业务营收&同比增速（亿元，%）	9
图 13：中农立华农药制剂联销业务毛利&毛利率（亿元，%）	9
图 14：中农立华国外业务营收&同比增速（亿元，%）	10

图 15: 中农立华国外业务营收&同比增速毛利&毛利率 (亿元, %)	10
图 16: 中农立华植保服务体系	11
图 17: 中农立华田间试验&示范推广业务示意图&植保技术服务人员深入田间指导农户科学合理用药	12
图 18: 中农立华植保机械产品示意图	13
图 19: 中农立华植保机械作业示意图	13
图 20: 中农丰茂草地贪夜蛾自动监测装置	14
图 21: 中农立华植保机械业务营收&同比增速 (亿元, %)	14
图 22: 中农立华植保机械业务毛利&毛利率 (亿元, %)	14
图 23: 中农集团长期以来在我国农药流通管理体制中占有重要地位	15
图 24: 中农立华农药流通渠道体系完整、布局广泛、不断壮大	16
图 25: 中农立华研发机构设置示意图	16
表 1: 中华全国供销合作总社主要职责	4
表 2: 中农立华自主销售与联销模式对比	9
表 3: 中农立华所属 SW 农药和 CS 农药板块成份的所在行业分类对比	15
表 4: 中农立华近年农药产品&植保机械研发创新的主要进展	17
表 5: 中农立华盈利预测 (百万元)	18
表 6: 农药行业公司估值对比 (截至 2020 年 12 月 4 日)	19

1. 中农立华：中国供销合作社系统内唯一农药流通上市平台，国内农业供应链“隐形冠军”

中农立华生物科技股份有限公司成立于 2009 年 4 月，后于 2017 年 11 月上市。公司主营农药流通服务和植保服务，通过整合相关行业上下游资源，在农药和植保技术持续研发、并辅以现代信息技术赋能的基础上，现已形成集产品、服务、信息于一体的综合性农业服务平台。

1.1. 中华全国供销合作总社为实控人，中农集团为控股股东

公司控股股东为中国农业生产资料集团公司，中农集团占有其 50.25% 的股权。中华全国供销合作总社通过其全资控股的供销集团间接持有中农集团 100% 股权，是中农立华的实际控制人。

图 1：中农立华公司结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 中华全国供销合作总社是全国供销合作社的联合组织，由国务院领导。供销合作总社前身中国供销合作联社成立于 1950 年，后于 1954 年更名为中国供销合作总社。目前，供销合作总社设立理事会、监事会，实行理事会主任负责制。目前，中华全国供销合作总社理事会内设机构 14 个，监事会内设机构 1 个，下辖 15 个直属事业单位、14 家主管社团和中国供销集团。中国供销集团成立于 2010 年 1 月，主要从事大豆、橡胶、煤炭等大宗商品贸易业务，目前管理全资和控股子公司 16 家，中农集团为其全资控股公司。

表 1：中华全国供销合作总社主要职责

主要职责	
一	宣传贯彻党中央、国务院“三农”工作方针政策，指导全国供销合作事业发展。
二	负责研究制定全国供销合作社的发展战略和发展规划，指导服务全系统改革发展。
三	根据授权对重要农业生产资料、农副产品经营进行组织、协调和管理，指导各级供销合作社承担政府委托的公益性服务和其他任务。
四	推进供销合作社法治建设，研究提出促进农村经济社会和行业发展的政策法规建议，维护各级供销合作社的合法权益。
五	协调同有关部门的关系，指导全国供销合作社业务活动，支持供销合作社发展电子商务和开展农村合作金融服务，领办

创办农民专业合作社，更好履行为农服务职责。

六 指导社有资产运营，确保社有企业为农服务方向，履行社有资产监管职责，落实社有资产保值增值和安全责任。

七 代表中国合作社参与国际合作社联盟以及相关国际组织的事务。

八 承办党中央、国务院交办的其他事项。

资料来源：中国供销合作网，天风证券研究所

1.2. 中农集团下属唯一农药流通平台——国内农药流通龙头

公司完整继承了中农集团农药流通服务平台资源，是我国农药流通的主要渠道之一。公司前身为中国农业生产资料集团公司中的农药部，以原中农集团农药部为基础组建，自 2009 年成立以来，是中农集团下属唯一农药流通平台；公司还承担过国家农资下乡、新网工程建设、国家农药储备、中央救灾农药储备任务、2020 年疫情防控期间的春耕备耕工作等多项国家政策性任务。

目前，公司是国内农药流通领军企业，是中国农药发展与应用协会副会长单位、中国农药工业协会副会长单位、中国东盟农资商会理事单位。公司拥有的“中农立华”品牌在国内外农业供应链各环节中具有较强影响力，曾获业内多个权威奖项。2018 年，公司获得国家高新技术企业认定，使公司农服细分行业龙头地位进一步得到巩固。

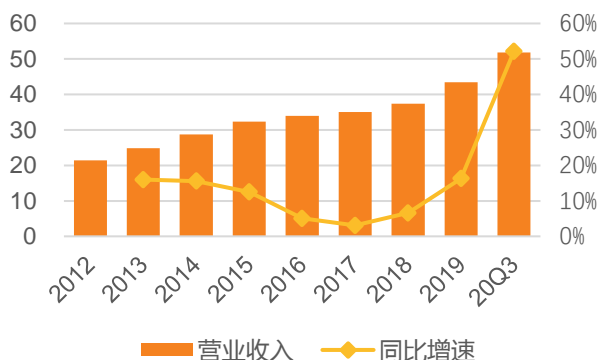
1.3. 下游农产品整体复苏背景下，2021 年收入业绩有望加速增长！

公司在农药行业产能多年出清背景下，整体业绩仍呈现多年稳步上行趋势。2019 年中央一号文件《中共中央 国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》明确提出开展农业节肥节药行动，实现化肥农药使用量负增长。该文件标志着农药行业已经从“零增长”时代进入“负增长”时代，产能连续多年出清，加速了行业兼并整合的同时，也使行业集中度进一步提升。在这一背景下，公司发展路径与大部分具有“隐形冠军”特质的公司相似，一方面开拓市场——加强营销力度，形成国内+国外，自主营销+联销的商业模式；一方面深耕技术研发——持续对农药加工和植保服务进行研发创新，使其辅助农服业务提高附加值、增效盈利。近年来，公司全力打造供应链平台，使公司从销售型企业向服务型企业转型，又进一步向供应链综合服务平台型企业发展。

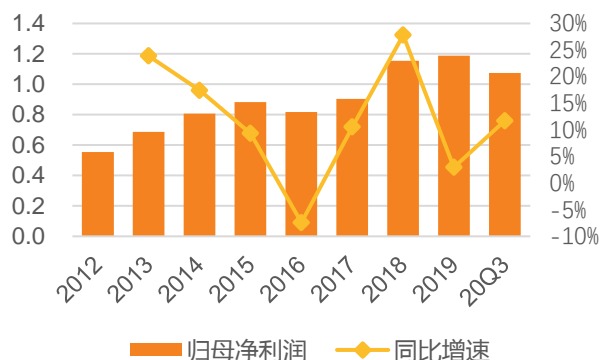
公司业绩反映出其发展战略的有效性，2019 年实现营收 43.42 亿元，同比增 16.28%，2012 年至 2019 年营收体量实现翻倍，CAGR 达 10.60%。2020 年仅前三季度营收就已超 2019 年全年，实现营收 51.83 亿元，同比增 52.17%；净利润同样呈现整体多年上行趋势，2019 年实现净利润 1.19 亿元，同比增 2.96%，2020 年前三季度实现 1.08 亿元，同比增 11.72%。2020 年公司业绩高速增长的另一大原因是整合了南京红太阳的国际业务。根据 2020 年半年报，公司与南京红太阳共建的中农红太阳已经实现营收 8.29 亿元，净利润 0.27 亿元。我们认为，在下游农产品整体复苏背景下，随新收国际业务持续放量，以及原国内外业务继续扩展，公司 2021 年业绩有望继续加速增长。

图 2：中农立华营业收入&同比增速（亿元，%）

图 3：中农立华归母净利润&同比增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 深耕农资供应链+植保服务赋能，完整农资供应链业务闭环已形成

2.1. 供应链服务：以信息技术为先导，以供销渠道为基础，开创新型农服经营模式

公司农药供应链服务由原药价格指数服务、分装加工配套服务、国内农药流通、以及国际农药贸易四项业务组成，是公司打造综合性农业服务平台的基础。

2.1.1. 供应链服务一、原药价格指数服务——国内首家

公司拥有国内首家的原料药价格指数分析平台“中农立华原药”。公司于2015年9月开通了国内首家专业原料药价格指数分析平台，平台标语为“共建可靠的农药原药交易平台，共享专业的农药原药供应链管理”。公司通过其原药事业部的渠道与信息优势获取原药价格数据，公司销售与采购人员与国内原药、制剂厂家、贸易商等保持着良好的业务往来，由此可第一时间获取各区域内的市场最新动向，再由专业人员分析汇总原药价格信息后，即可发布原药价格指数。目前，“中农立华原药”价格指数所覆盖品种已达108个，包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂、中间体等产品，拥有线上网站及微信公众号等多个入口，可为客户定期推送原药价格指数、市场行情动态、业内最新资讯等内容。原药价格指数能够充分跟踪行业整体的周期性变化，为业内提供准确、即时的信息参考，能够增加市场价格的透明度，消除不平等竞争，进而引导并促进了国内原药贸易行业的健康发展。

目前，中农立华原药价格指数对市场行情的分析预判已成为市场行情风向标，被中国农药工业协会、农资导报、191农资人等众多农资权威媒体引用转载；微信公众号关注人数2017年时就已突破1.5万人，平均月均阅读量达10万次以上。我们认为，尽管该服务目前仅作为公司为客户提供的一种免费增值服务，但长远来看，掌握原药价格一手数据有利于公司灵活调配资源、及时掌握供需变化、平滑主营产品价格波动风险、发掘更多业绩增长机会。该影响目前已在原药业务销售额增速上有所体现，2019年，公司原药业务营收为14.04亿元，同比增速达53.93%，分部业绩占总营收的32.34%。

图4：公司原料药价格指数分析平台“中农立华原药”相关信息服务产品示意图



中农立华原药价格指数20201129			除草剂		单位: 万元/吨	
序号	产品名称	折百/实物	当期价格	当期指数	同比增长(%)	环比增长(%)
1	噻草酮原药(植物生长调节剂)	实物97%	20.00	44.44	-55.56%	0.00%
2	快草酯原药	实物95%	21.00	85.71	-36.36%	-2.33%
3	烯草酮原药	折百	9.50	70.37	-34.48%	0.00%
4	精喹禾灵原药	实物97%	19.00	122.58	-24.00%	0.00%
5	高效氟吡甲禾灵原药	实物97%	17.50	85.37	-23.91%	0.00%
6	硝磺草酮原药	实物97%	18.00	130.43	-23.40%	0.00%
7	氟磺胺草醚原药	折百	9.30	96.88	-19.13%	0.00%
8	烟嘧磺隆原药	实物95%	62.00	72.94	-17.33%	0.00%
9	氟氯草酮原药	实物97%	14.50	78.38	-17.14%	0.00%
10	乙氧氟草醚原药	实物95%	15.20	118.75	-16.48%	0.00%
11	苄嘧磺隆原药	实物96%	15.70	104.67	-15.14%	1.29%
12	敌草快原药	实物40%	3.15	73.26	-14.86%	0.00%
13	啶嘧草酮原药	实物95%	29.00	131.82	-14.71%	0.00%
14	苯噻酰草胺原药	实物98%	5.80	105.45	-14.71%	0.00%
15	灭草松水剂	实物480g/L	3.70	104.23	-13.95%	0.00%
16	双草醚原药	实物96%	30.00	80.00	-13.04%	0.00%
17	灭草松原药	实物95%	10.00	121.95	-10.71%	0.00%
18	异噁草松原药	折百	7.50	150.00	-9.64%	0.00%
19	莠灭净可湿性粉剂	实物80%	2.65	101.92	-8.62%	0.00%
20	五氟磺草胺原药	实物98%	155.00	96.88	-7.74%	0.00%
21	敌草隆原药	实物97%	3.50	116.67	-5.41%	0.00%
22	烟嘧磺隆原药	实物95%	28.00	121.74	-5.08%	0.00%
23	二甲四氯钠盐	实物56%	2.40	126.32	-4.00%	0.00%
24	莠去津原药	实物97%	1.90	82.61	-2.56%	8.57%
25	丁草胺原药	折百	2.00	97.56	0.00%	0.00%
26	氟氯吡啶乙酸异辛酯原药	实物97%	23.00	179.69	2.22%	0.00%
27	氟乐灵原药	实物97%	4.60	176.92	2.22%	0.00%
28	乙草胺原药	折百	2.15	97.73	2.38%	0.00%
29	丙草胺原药	实物95%	3.50	97.22	4.48%	6.06%
30	异丙甲草胺原药	实物97%	2.50	102.04	8.70%	0.00%
31	异丙草胺原药	实物90%	2.45	100.00	8.89%	0.00%
32	二甲戊灵原药	实物96%	4.80	100.00	9.09%	3.23%
33	2,4-D原药	实物98%	1.65	113.79	10.00%	0.00%
34	烯禾啶原药	实物50%	11.00	129.41	10.00%	0.00%
35	草甘膦原药	实物95%	2.60	94.55	13.04%	1.96%
36	草胺原药	实物95%	17.00	54.84	66.67%	3.03%

资料来源: 中农立华原药公众号, 天风证券研究所

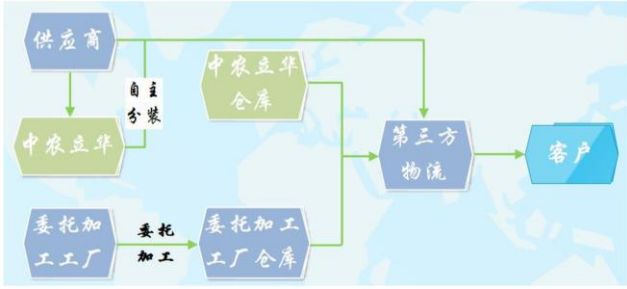
2.1.2. 供应链服务二、分装加工配套服务——行业领先

为更好服务客户, 公司会对从供应商处采购的制剂进行配套分装、复配, 并提供仓储及物流配送等配套服务。目前, 公司主要通过自设、或委托加工厂进行配套分装和复配, 成品分别进入中农集团自有仓储中心或委托加工厂仓储, 再交由第三方物流送达客户处。

控股子公司天津立华是公司旗下专业从事农药制剂分装和复配服务的平台。该公司主要承接来自跨国农药企业的高效、低毒、低残留、环境友好型农药制剂的分装、复配服务, 不涉及农药原药合成生产的化学反应过程。公司团队由包括博士、硕士生在内的专业技术人员及具有多年生产经验的一线车间主任共 40 余人组成, 拥有先进的农药分装、复配设备和分析仪器, 建有杀虫杀菌剂车间、除草剂车间, 瓶装线 10 条, 袋装线 13 条, 可分装各种剂型、各种包装规格 (1g-1000g, 3mL-5L, 瓶装、袋装) 的产品, 复配剂型则包括水剂、乳油、可分散油悬浮剂、悬浮剂、微乳剂、可湿性粉剂, 年生产能力为 9000 吨。公司凭借行业领先的分装、复配服务能力, 已与日本、美国、德国等多家国际著名农药企业建立长期合作关系, 并得到众多跨国农药巨头的肯定。同时也使公司得已在毛利较低的贸易环节嵌入增值服务, 并依托公司的品牌优势, 提升了自主销售模式下农药制剂产品的盈利能力。2019 年, 公司进一步加强业务拓展, 引进新合作项目 14 个, 并于当年圆满完成任务。

图 5: 中农立华农药制剂配套服务流程图

图 6: 天津立华生产车间示意图



资料来源：中农立华招股说明书，天风证券研究所



资料来源：中农立华官网，天风证券研究所

2.1.3. 供应链服务三、国内农药自销+联销——行业第一

国内农药业务目前是公司第一大业务，2019 年相关分部业务合计占总营收的 90%以上。公司国内农药业务经营产品分为原药和制剂，销售模式分为自主销售和联销两种模式，目前已构建了品种齐全、结构合理、覆盖面广的“一站式”农药供应平台。具体来看：

图 7：中农立华国内农药经营模式示意图



资料来源：中农立华招股说明书，天风证券研究所

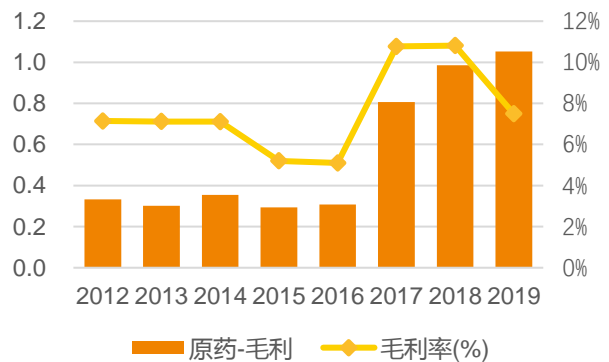
- **原药业务，2019 年贡献约 30%总营收。**由于我国拥有丰富的原药厂商资源，公司主要从国内采购原药，对每一主要原药品种筛选出 2 或 3 家优质生产厂商列入合格供应商名录，而后通过自主销售的方式进行分销。原药产品覆盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂等原药、以及化工中间体合计上百种产品。**业绩方面，公司原药自主销售业绩常年保持快速上涨趋势**，2019 年，分部业务实现营收 14.04 亿元，同比增 53.93%，增速创自 2012 年来的新高，实现毛利 1.05 亿元，毛利率 7.49%。

图 8：中农立华农药原药自销业务营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：中农立华农药原药自销业务毛利&毛利率（亿元，%）



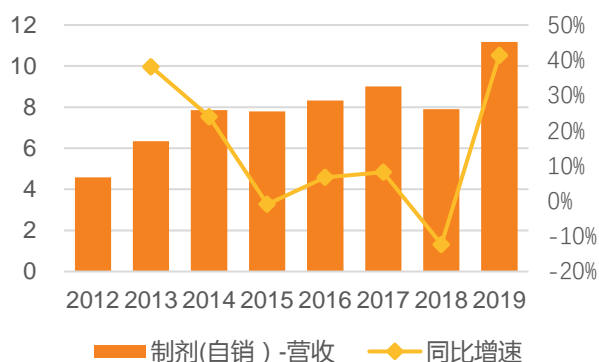
资料来源：Wind，天风证券研究所

- **制剂业务，2019 年自主销售贡献约 20%、联销贡献约 40%，合计约 60%的总营收。**公司通过全球采购为我国广大农户提供高效、低毒、低残留的农药制剂产品。供应方包括德国巴斯夫、拜耳、先正达、科迪华、爱利思达、三井化学 AGRO 株式会社、日本农药株式会社、日本曹达株式会社和日本住友等著名跨国农药企业，以及扬农化工、

山东海利尔、山东先达、山东绿霸、清原农冠等国内知名农药厂商。产品覆盖除草剂、杀菌剂、杀虫剂，以及植物生长调节剂、助剂等超 300 种产品。公司制剂销售方式分为自主销售和联销两种模式，同时附加前述提及的配套分装、复配，并提供仓储及物流配送等配套服务。

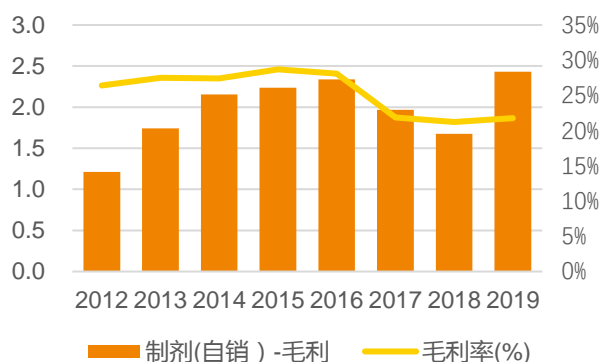
业绩方面，制剂自主销售业务整体多年稳步增长，2018 年后营收与利润快速上升，2019 年实现营收 11.17 亿元，同比增 41.43%；实现毛利 2.43 亿元，创历年新高，毛利率为 21.77%，毛利率常年保持再 20%以上；制剂联销业务整体业绩稳健，2019 年由于上游供应商合并重组以及全国渠道销售模式发生调整，业绩受到影响，实现营收 17.68 亿元，同比降 11.33%；实现毛利 0.80 亿元，毛利率为 4.55%。

图 10：中农立华农药制剂自销业务营收&同比增速（亿元，%）



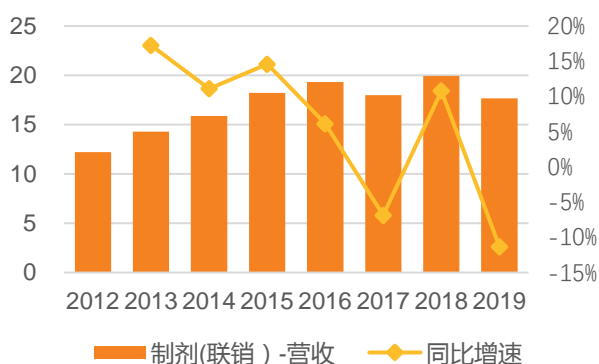
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：中农立华农药制剂自销业务毛利&毛利率（亿元，%）



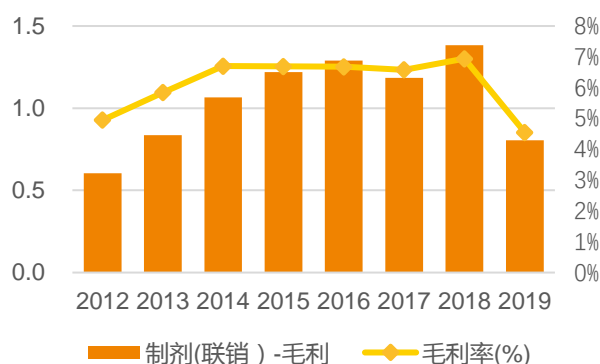
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：中农立华农药制剂联销业务营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：中农立华农药制剂联销业务毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：中农立华自主销售与联销模式对比

涉及方面	自主销售	联销
渠道建设	公司通过大区 and 分子公司在各省自主建立批发和零售网络	由联销方负责，公司起协助作用
产品分装	公司拥有专业的分装、复配工厂，基于产品的使用方法以及种植户的使用便利性来确定包装规格，根据自主销售需要组织产品分装，或根据供应商要求进行复配（仅包括销售合作协议框架下合作伙伴）	根据需要提供分装服务
仓储配送	公司在全国布局专业的仓库，拥有专业的物流管理团队，管理所有货物并提供运输服务	一般由公司承担
示范推广	公司拥有一支专业的农业技术服务团队，分布在全国各地，负责当地	由联销方负责，公司起辅助作用

市场的技术推广和服务		
货款结算	销售现款现货，对于有发展潜力和技术服务能力的经销商根据公司信用管理政策进行信用评级、授予信用额度和期限，并定期评估，帮助业务发展并降低经营风险	先由公司根据联销方制订的货款结算政策与客户统一结算货款，再定期与联销方结算
风险承担	承担存货相关风险	存货风险根据双方合作方式相应确定
盈利模式	公司通过赚取进销差价获利	公司与联销方按照各自承担的销售职能确定利润分成比例

资料来源：中农立华 2018 年年报，天风证券研究所

2.1.4. 供应链服务四、国际农药自主销售——遍布全球

公司国际业务主要指对外出口农药产品，包括原药、中间体和制剂的出口贸易业务。公司的国际业务采用自主销售模式，销售的产品与前述业务来源相同，不同的是客户为外国客户。公司自 2013 年开始试水农药原药和制剂的出口贸易业务，并于 2014 年 4 月成立了上海爱格公司专门负责公司的海外业务。截至 2020 年半年报，公司业务和客户已遍布五大洲 50 多个国家。

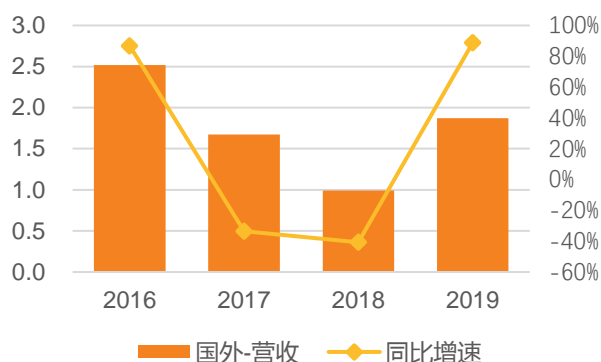
该业务快速发展主要得益于三大经营策略：

- 一、公司与该业务的主要大客户合作使经营模式持续进化。该业务业绩主要由 AGROFINAS.A.、FARM-AGINTERNATIONAL (PTY) LTD、Willowood USA LLC 三个主要客户贡献，公司与其合作的方式从简单的贸易往来，到在全球主要目标市场开展农药登记合作，并共同拓展海外业务，此种合作模式不仅使公司与客户建立起长期稳定的合作关系，也为公司未来持续拓展海外市场提供了可能性。
- 二、海外农药登记的不断取得助力公司国际业务扩张。农药登记证书是开展海外销售的基础，且随着科技手段的快速发展和环保意识的提高，部分国家、地区对农药登记提出了越来越严格的要求。在海外农药登记获取难度不断提升背景下，上海爱格自成立初便重视、并持续加紧申请海外农药登记证书。截至 2017 年年报，公司出口业务已累计取得国内农药登记证 15 个，境外的注册证/许可证 48 个，为出口业务的持续发展打下良好基础；2019 年，公司通过收购上海央禾公司，进一步增加了在海外登记注册产品数量。
- 三、采用自设和收购公司等方式，聚力突破关键市场。公司通过上海爱格，目前已在哥伦比亚、厄瓜多尔、秘鲁、玻利维亚、阿根廷和多米尼加等国家设子公司，通过重点产品和重点市场的突破，有针对性的加大了对相关市场的拓展力度；进一步地，2019 年，公司通过收购上海央禾公司获得了更多海外登记注册产品数量的同时也拓展了客户规模与产品销量；2020 年上半年，公司整合南京红太阳国际业务资源，设立中农红太阳，进一步壮大国际业务力量。

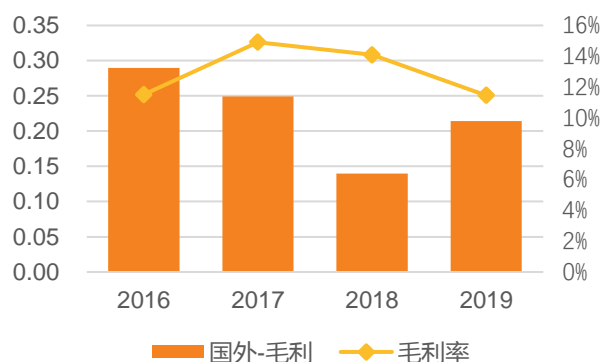
国际业务业绩于 2018 年企稳后快速上升。2019 年，业务实现营收 1.87 亿元，同比增 88.75%；实现毛利 0.21 亿元，毛利率 11.46%。我们认为该业务未来有望随上述经营策略加速成长。

图 14：中农立华国外业务营收&同比增速（亿元，%）

图 15：中农立华国外业务营收&同比增速毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 植保服务：植保机械+作物健康解决方案，全方位提升种植链效率

农药与植保机械、植保技术是植保服务体系的三大支柱，三者相辅相成。根据招股说明书，公司植保服务主要由作物健康事业部运行，公司植保服务团队扮演农民医生的角色，联合旗下分/子公司与合作伙伴，向客户提供全方位的作物健康解决方案。

为顺应农业集约化、规模化发展的大趋势，公司正致力于建立包括“作物健康解决方案”、植保机械服务、田间施药服务、农产品安全可追溯服务在内的一体化植保服务体系。自上市来，公司持续在加大植保技术服务市场的推广力度，以使其尽快成为公司新的利润增长点。

2.2.1. 植保服务一、作物健康业务——科技赋能

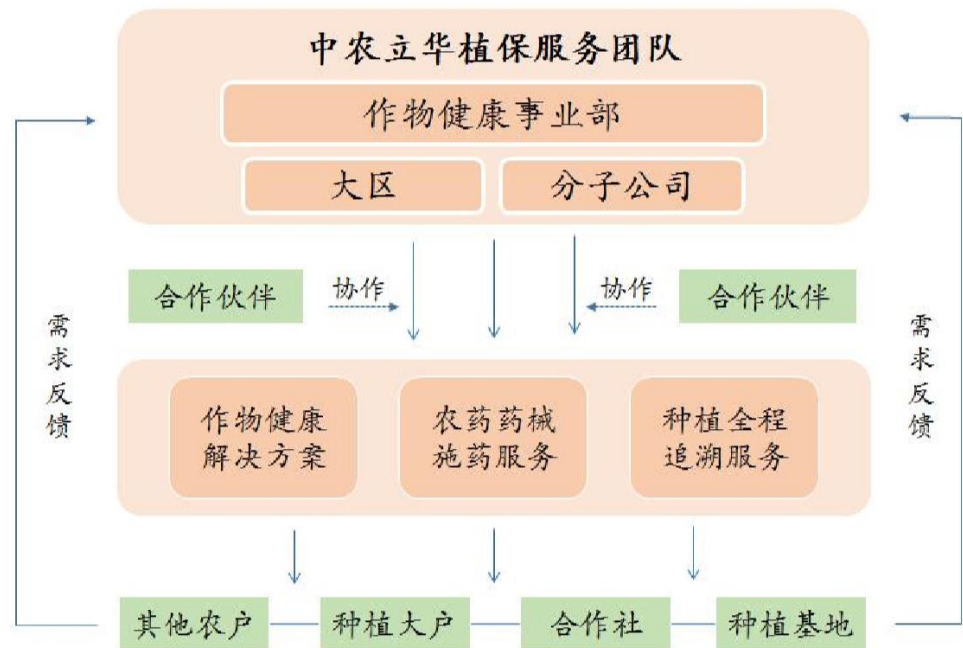
公司的作物健康业务是什么？ 主要指公司利用自身在农药等产品和农作物病虫害等方面的信息优势，依托旗下农药应用研发中心、植物保护技术中心、数据分析中心、以及植保技术服务人员的技术和经验数据，针对不同地区的不同农作物，提供具有针对性的“作物健康解决方案”。

为什么要开展作物健康业务？ 公司目前营收主要由农药流通业务贡献。农药流通行业与其他商品流通服务行业不同，由于农药施用的时点、方式等对农药产品的防治效果具有重要影响，同时我国以家庭为基本单元的农业生产方式导致种植业趋于分散，农药生产企业通常需要依靠流通服务企业提供示范推广和植保技术等售后服务。对于作为农药流通企业的公司来说，公司目前在为客户提供农药等产品的同时，给出针对性的作物健康解决方案，有助提升公司农药产品销售效率，同时也逐步让下游经销商及农户接受并体验一体化植保技术服务的优势，为日后植保技术服务成为公司新的收入增长点奠定基础。

目前公司作物健康业务如何运作？

- **技术支持。** 公司通过与 100 多家农科院植保所、植保站、农技推广站、相关植保公司等机构开展试验合作，充分利用其科研力量和对当地农药施用特征的了解，从而确保田间试验的效果以及“作物健康解决方案”的有效性。
- **运作模式。** 公司依托广泛的经销商渠道和遍布全国粮食主产区的一线植保技术服务人员队伍，为农户进行面对面的产品应用示范和科学用药技术指导。目前，公司这一服务业务面向的客户主要为种植基地、合作社、种植大户、以及其它农户。公司建立了“销售部→大区/分子公司→省级区域经理/片区经理→销售主管→销售及植保技术服务代表”的分级管理体制，根据地理区域、渠道发展情况及市场需要，在全国设立分、子公司或大区，分别负责管理本区域的植保技术服务工作。

图 16：中农立华植保服务体系



资料来源：中农立华招股说明书，天风证券研究所

- 实施形式。**公司有一支由数百人组成的一线植保技术人员服务队伍，通过多种形式为下游经销商及客户提供全方位的植保技术服务，主要包括：广泛开展经销商、零售商的植保知识培训，不断提升其农技服务能力；不定期组织召开产品示范推广会、农民会、田间植保技术推广、新型产品田间示范试验，宣传普及农技知识，指导农户正确选药、科学用药，推广植保新技术与农药新产品；设立免费咨询电话，聘请农业专家在线解答农户种植、用药方面的问题；为种植大户和专业合作社提供整体作物健康解决方案等。2014年至2017年上半年，公司开展了超过10000场田间试验，举办了超过7000场农民会、经销商会、零售商会和现场会等培训推广活动；2019年，全年共召开农民会、试验示范会超2万场；2020年疫情期间，公司通过在线上开展各种植保培训活动，包括线上农技课堂、线上产品推荐会、订货会等“云上服务”，抵消了线下推广活动受限的影响。

图 17：中农立华田间试验&示范推广业务示意图&植保技术服务人员深入田间指导农户科学合理用药



资料来源：中农立华招股说明书，天风证券研究所

2.2.2. 植保服务二、植保机械服务——数字农业

公司植保机械服务主要由中农丰茂植保机械公司主要经营运作。公司于2014年起与北京丰茂植保机械有限公司开展植保机械业务，后者是国内植保机械行业的领先企业，拥有50多年历史的著名植保机械品牌“东方红”。公司通过与丰茂植保深度合作，快速切入植保机械领域，从而打造了由农药、植保技术服务、植保机械组成的完整植保服务体系。公司植保业务最初主要以丰茂植保经销的方式开展植保机械销售业务。公司通过投标、直销和经销商分销等方式获取订单，再从丰茂植保采购植保机械后销售。2016年1月，公司与丰茂植保共同出资设立了中农丰茂，通过收购丰茂植保的有效资产专业从事植保机械业务，致力于打造国内领先的植保机械研发、生产和供应平台。

中农丰茂主营植保机械的研产销，并提供相关服务：

- **产品方面：**目前，公司经销的植保机械产品线主要分为 1) 大中小型自走式喷杆喷雾机，悬挂、牵引式喷杆喷雾机系列，风送式高效远程喷雾机；2) 自走式果园喷雾机，悬挂、牵引式风送式果园喷雾机，及果园全程机械化产品系列等。由于采用了国际先进的液压行走技术，风幕辅助技术，并配备 GPS 和计算机喷雾控制技术，再加上国际先进的传感器控制系统，公司旗下产品的工作效果及工作效率均达到国际先进水平。

图 18：中农立华植保机械产品示意图



资料来源：中农丰茂植保机械公司官网，天风证券研究所

- **服务方面：**公司可配合中农立华在水田、半山、果园等方面的业务优势，形成先进的药械一体化模式，通过先进的喷药机械及技术应用，为广大用户提供专业植保服务。目前，公司植保服务团队拥有载药量 150L 的固定翼有人航化飞机 10 架，载药量 10kg 的植保无人机 30 架，各种载药量的自走、牵引、悬挂式植保机械 60 辆，可根据用户需求，合理搭配，高质量、高效率的完成水稻、小麦、玉米、大豆、高粱、棉花等大田作物，葵花、马铃薯、甜菜、花生、番茄、苹果、柑橘、梨等经济作物以及林业、草原的生物防治工作。

图 19：中农立华植保机械作业示意图



资料来源：中农丰茂植保机械公司官网，天风证券研究所

中农丰茂承担了多项国家重点研发项目和援助任务。2019 年，1) 联合新疆农垦科学院稳步推进“十三五”国家重点研发计划“自走式高秆作物喷杆式智能化施药装备”项目研究工作，完成样机的现场演示和大面积田间试验；2) 联合国家农业智能装备工程技术研究中心，开发了草地贪夜蛾自动监测系统，在此基础上开发了具有物联网功能的高效诱捕器。系统可实现草地贪夜蛾等虫害的高效诱捕和实时监测，通过数据可视化技术，用直观的方式展示虫情数据、监测装置的空间地理分布，实现对农林虫害空间分布、动态变化的可视化分析，为虫害预警、防治和管理提供技术支撑；2020 年上半年，1) 在草地贪夜蛾发生较重的广西等地区，草地贪夜蛾自动监测装置已经投入使用。这款自动监测装置具有诱虫效率高、杂虫率低、对环境条件要求较低、抗干扰性强等特点，目前，该装置正协助当地农业部门开展严密监测和预警；2) 承担了援助巴基斯坦治蝗项目任务，实现了援巴植保

机械的销售，已获外交部、农业部、商务部的认可。

图 20：中农丰茂草地贪夜蛾自动监测装置

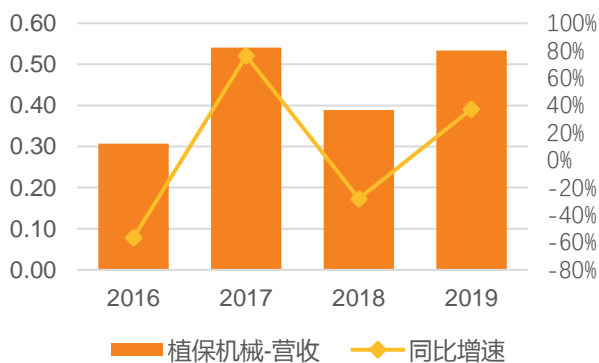


资料来源：中国农业科技推广网，天风证券研究所

中农立华植保机械业务近年持续发展。2017 年，销售模式从项目销售转向市场销售，销售区域从北方主要省份扩展至西北、中原地区，服务作物涵盖玉米、小麦、马铃薯、甜菜、花生、甘蔗等；2018 年，工厂迁址，根据公司公告，新厂占地面积 300 余亩，规划新建 3 栋包括总装车间、部件车间、试制检测车间、成品库、检测车间、企业开发中心及实验室在内的联合厂房，公司欲将中农丰茂新厂建设成为国内一流、国际先进的植保机械制造基地。同时通过加强研发、培育新增长点、盘活资产等方式优化业务，使业务更适应市场化要求；2019 年，中农丰茂通过精简人员、控制成本、费用管理等方式开源节流，做好工厂搬迁工作，积极顺应市场需求，持续开发接地气、上规模的机械产品。

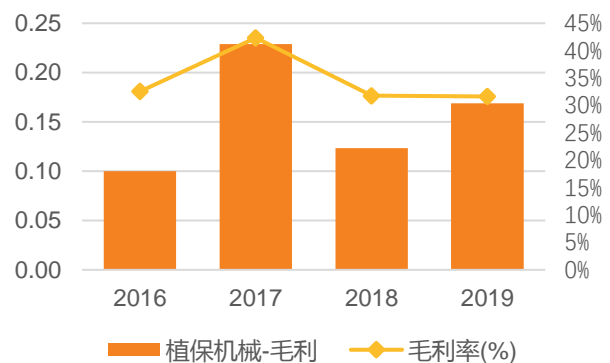
公司植保机械业务已开始贡献收益。2019 年，该业务实现营收 0.53 亿元，同比增 37.27%；实现毛利 0.17 亿元，毛利率达 31.64%。

图 21：中农立华植保机械业务营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：中农立华植保机械业务毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 三大核心竞争优势奠定龙头地位，助力公司加速成长

3.1. 市场稀缺——拥有农药供应链+植保服务创新经营模式的农资企业

公司目前是 A 股上市公司中少见的同时拥有农药流通供应链和植保服务的公司。我们于 Wind 中提取 A 股各公司简介进行筛选，我们注意到，中农立华是目前上市公司中唯一同时具有农药流通供应链，同时提供植保服务的公司。与其余仅有农药业务或仅有植保产品或植保服务的上市公司形成差异化竞争。进一步地，从中农立华所在的 SW 农药和 CS 农药板块中的成分股所述的行业分类来看，我们注意到在 A 股几大主流行业分类中，中农立华在证监会行业分类中属于“批发和零售业”中的“批发业”，在 Wind 行业分类中属于“工业-资本货物-贸易公司与工业品经销商”，与板块中其他经营农药业务的成分股存在本质上的区别，由此可见公司业务独特性。

表 3：中农立华所属 SW 农药和 CS 农药板块成份的所在行业分类对比

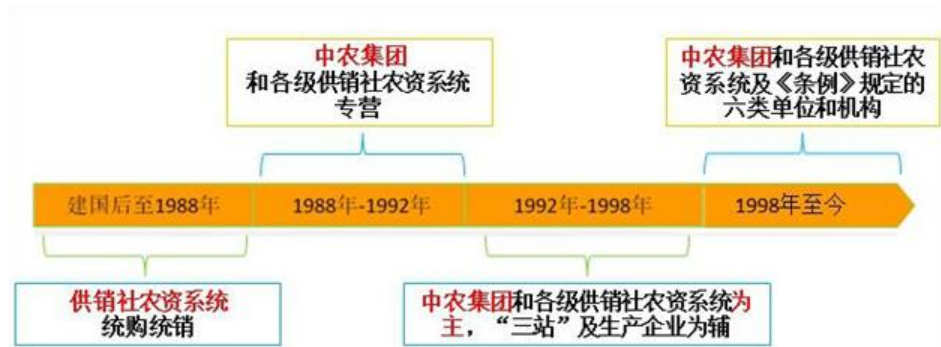
证券代码	证券简称	证券代码	证券简称	证监会行业	Wind 行业	申万行业	中信行业	
000525.SZ	红太阳	300261.SZ	雅本化学	制造业- 化学原料和化学制品制造业	材料- 化工- 化肥与农用化工	化工- 化学制品- 农药	基础化工- 农用化工- 农药	
000553.SZ	安道麦 A	300575.SZ	中旗股份					
002004.SZ	华邦健康	300796.SZ	贝斯美					
002215.SZ	诺普信	600389.SH	江山股份					
002258.SZ	利尔化学	600486.SH	扬农化工					
002391.SZ	长青股份	600731.SH	湖南海利					
002496.SZ	*ST 辉丰	603086.SH	先达股份					
002513.SZ	*ST 蓝丰	603585.SH	苏利股份					
002734.SZ	利民股份	603599.SH	广信股份					
002749.SZ	国光股份	603639.SH	海利尔					
002942.SZ	新农股份	603810.SH	丰山集团					
200553.SZ	安道麦 B							
002250.SZ	联化科技							材料-化工-特种 化工
603360.SH	百傲化学							
600596.SH	新安股份			材料- 化工- 化肥与农用化工	化工-化学制品- 其他化学制品			
600796.SH	钱江生化				医药生物-生物制品 品 II -生物制品 III			
603970.SH	中农立华			批发和零售业- 批发业	工业-资本货物- -贸易公司与工 业品经销商	化工- 化学制品- 农药		

资料来源：Wind,天风证券研究所

3.2. 渠道广泛——完整继承中农集团农药流通渠道，同时开拓国外市场

中农集团长期以来是我国农药流通服务的主要渠道之一，公司完整继承了中农集团的农药流通服务平台资源。中农集团前身是中华全国供销合作社化肥农药采购供应站，于 1950 年作为中国供销联社的分支机构成立。建国后至 1988 年，我国农药最初是由供销社农资系统统购统销；1988 年至 1992 年，由中农集团和各级供销社农资系统专营；1992 年至 1998 年，由中农集团和各级供销社农资系统为主经营，“三站”（指农技站、土肥站、植保站）及生产企业辅助经营；1998 年至今，由中国集团和各级供销社农资系统，及《农药管理条例》（1997 年，国务院第 216 号令）规定的六类单位和机构经营。中农集团长期以来在我国农药流通管理体制中占有重要地位，尤其在计划经济向市场经济过渡阶段，在遏制农药流通行业多头参与、倒买倒卖和价格失控的现象，对促进农业生产和经营，维护农民利益，起到了不可替代的作用。

图 23：中农集团长期以来在我国农药流通管理体制中占有重要地位



资料来源：中农立华招股说明书，天风证券研究所

公司依托中农集团农药流通平台长期积累的流通服务经验与资源，建立起了覆盖全国主要粮食产区的仓储配送和销售服务网络，建立了一支由专业的植保技术人员组成的销售技术服务人员队伍，从而构建了布局广泛、一体化的农药流通及植保技术服务网络。截至 2020 年半年报，公司销售渠道已覆盖全国 1200 个主要农业县市，现已形成由 19 个仓储配送中心和 2522 余家渠道合作伙伴组成的服务网络。

图 24：中农立华农药流通渠道体系完整、布局广泛、不断壮大



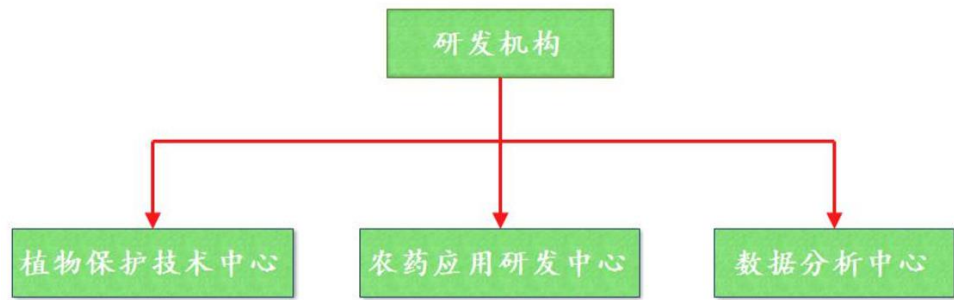
资料来源：中农立华招股说明书，中农立华 2017-2019 年年报，天风证券研究所

3.3. 持续研发——三大机构筑造基础研究力，不断创新农药&植保技术

公司自成立以来，就组建了农药应用研发中心、植物保护技术中心和数据分析中心，通过提升科技含量增强主业附加值，使综合服务能力不断提升，巩固公司作为国内专业农药流通领军企业的行业地位。三大研发机构职责如下：

- **农药应用研发中心：**负责开展对农药制剂产品配方的筛选研究，对产品稳定性、兼容性的评估，对产品室内药效的评价等工作，不断开发农药制剂产品，并探索和拓展产品应用范围。
- **植物保护技术中心：**植物保护技术中心针对不同地区的不同农作物，提供有针对性的作物健康解决方案。同时，公司依托广泛的经销商渠道和遍布全国主要农业区域的一线植保技术服务队伍，为农户进行面对面的产品应用示范和科学用药技术指导。
- **数据分析中心：**负责国内外农药产品信息、农作物种植信息、病虫害害信息、农药产品应用效果信息的收集和分析，建立产品信息库、作物耕种信息库、病虫害害信息库等，有效整合上下游数据信息资源，定期形成数据分析报告。

图 25：中农立华研发机构设置示意图



资料来源：中农立华招股说明书，天风证券研究所

长期以来，公司通过自研或与第三方国内外国家和地方级的研究机构合作，包括中国农业大学、中国农业科学院植物保护研究所等国内农药研发学术单位，以及石原产业、日本农药等国际领先的农药研发生产企业，持续对农药产品和植保技术进行研发创新。2018年，公司获得国家高新技术企业认定。截至2019年，公司拥有相关专利近40项。

表 4：中农立华近年农药产品&植保机械研发创新的主要进展

	农药产品研发创新主要进展	植保机械研发创新主要进展
2017	<ul style="list-style-type: none"> 开展二甲戊乐灵悬浮剂配方的改进和生产工艺优化，解决了二甲戊乐灵砂磨易融化，产品粒径容易增长的问题，提高了生产效率、产品质量，增强了产品竞争力。 升级产品“力作”（46%氟啶虫酰胺·啶虫脒水分散粒剂）剂型，提高了悬浮率和分散性，优化了分散性，在使用时不需要进行二次稀释，方便了使用者。 	<ul style="list-style-type: none"> 联合新疆农垦科学研究院参与了“十三五”国家重点研发计划“自走式高秆作物喷杆式智能化施药装备研发”项目，研究基于机电液控制的喷杆主动平衡、气流减震、集中控制系统、防滑控制系统等关键技术，不仅提高了公司的研发能力和设计水平，同时满足国内高端用户对高性能自走式喷杆喷雾机的需求，缩小了与欧美发达国家喷雾机产品的差距。
2018	<ul style="list-style-type: none"> 开展吡唑醚菌酯·氟环唑悬浮剂及悬浮剂配方筛选和优化，解决了产品热贮粒径长大、结晶等问题，取得了阶段性成果。该产品已经中试和生产。 开展了二甲戊灵制剂配方的筛选和优化，主要针对活性成分开发悬浮剂、水乳剂，对原有配方进行改进和优化，解决了二甲戊灵制剂常温经时和热贮稳定性，提高产品性价比和产品竞争力。该技术已经通过了中试生产，正在进行经时稳定性评价。 开展氟啶虫酰胺·啶虫脒水分散粒剂的剂型优化，通过造粒方式的改变获取更好性能的产品，实验了喷雾造粒、离心喷雾与流化床相结合造粒等工艺，得到了崩解更好、悬浮率和分散性更加优异的产品，在使用时不需要进行二次稀释，方便了使用者。该技术作为储备，根据需求将进行中试生产。 针对烯禾啶、烯草酮乳油热贮及经时稳定性进行了系统研究，创新性地提出了解决思路和方案。 	<ul style="list-style-type: none"> 联合新疆农垦科学院继续推进“十三五”国家重点研发计划“自走式高秆作物喷杆式智能化施药装备”研发项目，2018年基本完成了2台施药装备的试制开发，完成的工作及取得的成果有：1、基于项目所开发施药装备的设计要求和规则，参与起草了中华人民共和国机械行业标准“自走式喷杆喷雾机”，并上报主管部门，目前正处于审批阶段；2、完成了整机关键零部件的试制加工，完成了整机电控系统的开发和调试；3、基本完成了2台样机的试制和安装，完成了整机的部分性能测试和试验。施药装备的成功开发，首次实现了自走式喷杆喷雾机底盘同步驱动、防滑控制、轮距调节和高低速切换等功能电控系统的自主开发，实现了喷雾机轮距的自动化无级可调，大幅提高了施药装备的自动化程度、安全性和操作舒适性。 创新性地提出了施药质量远程监控系统的设计和集成方案，该系统的研发有利于全面准确把握产品的使用性能和用户的使用需求，而且有助于促进产品的智能化升级、产业链的延伸和产品可靠性的提升。
2019	<ul style="list-style-type: none"> 继续加强与石原产业新产品的研发合作。针对三个专利化合物继续进行复配制剂的配方筛选及药效测定，其中两个复配组合完成了室内生测报告，为下一步登记奠定了基础。 种子处理剂研发持续进行。陆续有新产品进入登 	<ul style="list-style-type: none"> 联合新疆农垦科学院，继续稳步推进“十三五”国家重点研发计划“自走式高秆作物喷杆式智能化施药装备”项目研究工作。项目完成样机的现场演示和大面积田间试验，同时，该项目参与起草的中华人民共和国机械行业标准“自走式喷杆喷雾机”已完成公示，预计2020

<p>记阶段。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 推进草铵膦、草甘膦复配产品研发及田间药效评价，为下一步筛选提供了数据支撑； • 17%吡唑醚菌酯·氟环唑悬乳剂（商品名：中农美德）、22%噻虫嗪·高效氯氟氰菊酯悬浮剂（商品名：中农苞打）完成了中试生产和性能评价，从研发走向生产和销售。 	<p>年颁布。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 开展了喷雾机产品智能化升级的研究开发，实现了对喷雾机施药量、作业面积和行驶轨迹的远程实时监测和数据存储。随着该远程监控系统的完善和在公司产品上的推广应用，可有效提高喷雾机的智能化水平和产品竞争力，促进公司产品的智能化转换升级。 • 联合国家农业智能装备工程技术研究中心，开发了草地贪夜蛾自动监测系统，在此基础上开发了具有物联网功能的高效诱捕器。
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：中农立华 2017-2019 年年报，天风证券研究所

未来，公司将 1) 进一步加大研发投入，重点向新技术、新剂型、新工艺、新产品应用、产品化学、药效评价及残留检测等领域倾斜，不断提升公司产品和服务的技术含量和附加价值。同时，在原药生产工艺的优化、剂型筛选与制剂配方改进等方面，为公司各大业务板块发展及业内合作伙伴，提供有力的技术支撑；2) 不断丰富服务内容和提升服务水平，重点围绕供应链管理服务、植保技术服务、品质农业服务和智慧农业服务，打造立华专业服务品牌。目前，公司供应链管理服务、植保技术服务已具备较明显的比较优势，为重点大单品经作种植者提供产、供、销一体的高品质农业服务已经有了良好开端；3) 公司将在数字农业上发力，通过把物联网技术、大数据分析技术、人工智能深度学习等多种信息技术应用到农业生产中，为农业生产者提供精准化种植、可视化管理和智能化决策服务。

4. 盈利预测&投资建议

盈利预测的基本假设：

- 1) 下游农产品整体复苏背景下，农药流通相关服务持续受益：
 - 国内自主营销相关业务受益植保服务持续提升营收；
 - 国内联营相关业务稳中有增；
 - 国际业务 2020 年受益整合南京红太阳业务大幅增长。
- 2) 植保服务能力持续提升：
 - 植保机械随业务大力推广进一步打开市场；
 - 其它免费服务随公司变现模式探索产生收益。

表 5：中农立华盈利预测（百万元）

分部业务			2018	2019	2020E	2021E	2022E	
国内	自主营销	原药&制剂 合计	合计营收	1602.91	2334.09	3546.70	4246.46	5004.82
			同比增速	8.13%	45.62%	51.95%	19.73%	17.86%
			合计成本	1350.57	2007.12	3217.36	3821.21	4464.31
			同比增速	9.83%	48.61%	60.30%	18.77%	16.83%
			毛利率	15.74%	14.01%	9.29%	10.01%	10.80%
	联销	制剂	分部营收	1993.70	1767.88	1778.41	1810.63	1874.01
			同比增速	10.78%	-11.33%	0.60%	1.81%	3.50%
			分部成本	1855.32	1687.49	1695.84	1723.716	1781.109
			同比增速	10.35%	-9.05%	0.50%	1.64%	3.33%
			毛利率	6.94%	4.55%	4.64%	4.80%	4.96%
国际	自主营销	原药&制剂	分部营收	99.15	187.14	805.23	1346.66	2083.08

	同比增速	-40.72%	88.75%	330.28%	67.24%	54.68%
	分部成本	85.17	165.70	701.77	1171.09	1800.35
	同比增速	-40.16%	94.53%	323.53%	66.88%	53.73%
	毛利率	14.09%	11.46%	12.85%	13.04%	13.57%
植保服务	分部营收			0.00	0.75	1.81
	同比增速			0.00%	0.00%	142.12%
	作物健康 分部成本			0.00	0.07	0.16
	同比增速			0.00%	0.00%	139.60%
	毛利率			0.00%	90.95%	91.05%
	分部营收	38.86	53.35	63.71	76.95	93.16
	同比增速	-28.14%	37.27%	19.42%	20.78%	21.06%
	植保机械 分部成本	26.51	36.47	44.48	53.20	63.73
	同比增速	-14.99%	37.56%	21.96%	19.61%	19.80%
	毛利率	31.78%	31.64%	30.19%	30.87%	31.59%
总营收	3734.63	4342.47	6194.05	7481.45	9056.87	
同比增速	6.60%	16.28%	42.64%	20.78%	21.06%	
总成本	3317.58	3896.77	5659.45	6769.28	8109.67	
同比增速	7.56%	17.46%	45.23%	19.61%	19.80%	
毛利率	11.17%	10.26%	8.63%	9.52%	10.46%	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

估值分析: 由于中农立华当前营收贡献主力农药销售正因持续受益植保服务赋能而快速增长, 而植保服务正快速发展阶段, 部分服务相关成本尚被包含于农药业务的成本中 (如原药价格指数服务等目前仅作为免费服务提供给客户), 因此我们认为当前公司净利润情况不足以反映出公司未来发展潜力, 相较于使用 PE 估值法, 现阶段选择 PS 估值方法对其进行估值更为合理。因公司当前主要销售产品为农药, 我们选择中信农药板块成份公司作为可比公司, 对应 Wind 一直预测 2021 年营收, 可比公司 PS 均值在 1.83 倍, 中位数为 1.48 倍。我们看好公司主营农药供应链和植保服务的创新经营模式未来发展潜力, 背后供销社和中农集团深厚资源持续挖掘, 原药价格指数应用广泛, 国内外农服渠道加速扩张, 给予公司 2021 年 1 倍估值。

表 6: 农药行业公司估值对比 (截至 2020 年 12 月 4 日)

证券代码	证券简称	Wind 一致预测 2021 营收 (亿元)	总股本 (亿股)	收盘价 (元)	每股销售额 (元)	PS
002250.SZ	联化科技	61.05	9.23	24.40	6.61	3.69
002749.SZ	国光股份	14.16	4.31	12.40	3.29	3.77
600486.SH	扬农化工	112.41	3.10	121.50	36.27	3.35
603599.SH	广信股份	41.72	4.65	22.36	8.98	2.49
300261.SZ	雅本化学	26.72	9.63	6.89	2.77	2.48
300575.SZ	中旗股份	26.90	1.38	39.18	19.48	2.01
002258.SZ	利尔化学	56.44	5.24	23.02	10.76	2.14
600731.SH	湖南海利	25.39	3.55	12.47	7.15	1.74
603639.SH	海利尔	33.59	2.37	20.88	14.14	1.48
603086.SH	先达股份	20.99	1.58	17.69	13.24	1.34
603810.SH	丰山集团	23.73	1.16	27.24	20.42	1.33
002391.SZ	长青股份	42.00	6.60	7.50	6.36	1.18
600389.SH	江山股份	56.14	2.97	21.96	18.90	1.16
002734.SZ	利民股份	49.30	3.73	13.61	13.23	1.03

600596.SH	新安股份	124.53	7.88	13.67	15.80	0.87
000553.SZ	安道麦 A	301.64	23.44	8.40	12.87	0.65
200553.SZ	安道麦 B	301.64	23.44	4.44	12.87	0.35

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计 2020-2022 年，公司实现营收 61.94/ 74.81/ 90.57 亿元，净利润 1.34/1.63/2.00 亿元。我们看好公司主营农资供应链和植保服务的创新经营模式未来发展潜力，背后供销社和中农集团深厚资源持续挖掘，国内外农资渠道加速扩张，给予公司 2021 年 1 倍 PS 估值，目标价 38.97 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

1、新冠疫情全球持续的风险。2020 年来，尽管中国疫情得到有效控制，但美国、印度、巴西等国家疫情正持续发展恶化。各国为应对疫情采取了不同程度的隔离措施，势必对全球经济乃至农药产业产生负面影响。随着新冠疫情对全球影响的进一步发酵，农药出口受到国外港口和银行业务停滞、物流短缺、生产和销售停摆、当地货币贬值等多重不利因素影响。

2、农药销售的季节性和地域性引致的风险。我国幅员辽阔，受天气和地理因素影响，农药销售的季节性和地域性较为明显。通常情况下，每年 3-6 月是我国北部地区的农药制剂销售旺季，其他地区农药制剂销售的旺季则集中在每年 3-6 月和 8-10 月。农药厂商常年化生产与用户季节性消费之间存在矛盾。

3、市场竞争加剧的风险。目前，我国农业发展处于转型阶段，市场供需主体均呈现多元化的状态，市场需求也处于不断发展变化之中。市场中存在不少拥有雄厚的资金实力和广泛的资源的拥有农药流通业务的企业，参与者或面临更激烈的市场竞争。

4、公司业务发展/业绩不达预期。公司目前正处业务快速发展期，其中国际业务于 2020 年上半年整合南京红太阳国际业务初见成效、植保服务变现模式仍在探索，公司未来营收和利润增长取决于公司业务发展进展是否顺利。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	332.07	475.28	495.52	598.52	724.55
应收票据及应收账款	268.96	219.03	245.52	232.46	245.54
预付账款	438.39	364.53	421.50	405.85	472.69
存货	1,142.09	1,239.02	1,244.85	1,237.22	1,240.74
其他	208.52	256.55	230.58	227.02	233.47
流动资产合计	2,390.03	2,554.41	2,637.98	2,701.07	2,916.99
长期股权投资	2.03	2.16	2.16	2.16	2.16
固定资产	36.05	31.23	53.79	95.72	136.27
在建工程	4.07	4.11	38.46	71.08	72.65
无形资产	129.42	123.44	117.41	111.37	105.34
其他	23.27	24.10	18.89	19.66	20.38
非流动资产合计	194.83	185.03	230.70	299.98	336.80
资产总计	2,584.86	2,739.44	2,868.68	3,001.05	3,253.80
短期借款	745.00	745.10	794.33	854.58	975.71
应付票据及应付账款	515.46	526.90	542.10	529.70	529.06
其他	344.87	403.65	377.77	359.38	363.23
流动负债合计	1,605.32	1,675.65	1,714.20	1,743.67	1,868.00
长期借款	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.97	11.82	16.70	14.50	14.34
非流动负债合计	22.47	19.32	24.20	22.00	21.84
负债合计	1,627.79	1,694.98	1,738.40	1,765.66	1,889.85
少数股东权益	91.81	88.37	89.97	92.97	98.10
股本	160.00	192.00	192.00	192.00	192.00
资本公积	333.25	313.27	313.27	313.27	313.27
留存收益	705.34	764.24	848.31	950.42	1,073.85
其他	(333.33)	(313.42)	(313.27)	(313.27)	(313.27)
股东权益合计	957.07	1,044.46	1,130.28	1,235.39	1,363.95
负债和股东权益总计	2,584.86	2,739.44	2,868.68	3,001.05	3,253.80

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	115.15	124.49	134.10	163.22	200.31
折旧摊销	22.60	14.18	9.12	11.49	13.91
财务费用	39.52	45.68	45.06	48.11	53.12
投资损失	(10.21)	(8.91)	(6.48)	(8.53)	(7.98)
营运资金变动	(107.52)	(7.18)	(64.01)	6.21	(87.58)
其它	6.16	50.65	1.70	2.93	5.14
经营活动现金流	65.69	218.90	119.48	223.42	176.92
资本支出	11.16	5.75	55.12	82.20	50.16
长期投资	(0.14)	0.13	0.00	0.00	0.00
其他	11.28	(19.23)	(108.64)	(153.67)	(92.18)
投资活动现金流	22.30	(13.35)	(53.52)	(71.47)	(42.02)
债权融资	752.50	752.61	801.83	862.08	983.21
股权融资	(17.49)	(33.87)	(44.91)	(48.11)	(53.12)
其他	(827.43)	(798.46)	(802.64)	(862.94)	(938.96)
筹资活动现金流	(92.42)	(79.72)	(45.72)	(48.96)	(8.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4.43)	125.84	20.24	102.99	126.03

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,734.63	4,342.47	6,194.05	7,481.45	9,056.87
营业成本	3,317.58	3,896.77	5,659.45	6,769.28	8,109.67
营业税金及附加	3.26	3.03	5.57	6.73	8.15
营业费用	181.64	165.65	223.98	294.77	388.54
管理费用	53.35	57.25	74.55	93.22	123.78
研发费用	12.38	30.81	30.32	75.52	127.65
财务费用	17.39	45.82	45.06	48.11	53.12
资产减值损失	9.61	(4.36)	(4.58)	(4.00)	(4.29)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.10	(0.07)	0.01
投资净收益	10.21	8.91	6.48	8.53	7.98
其他	(27.73)	(9.03)	(13.17)	(16.93)	(15.97)
营业利润	156.94	147.61	166.28	206.28	258.24
营业外收入	2.83	8.42	4.10	5.12	5.88
营业外支出	1.78	0.39	0.74	0.97	0.70
利润总额	157.99	155.63	169.65	210.43	263.42
所得税	42.84	31.15	33.95	44.22	57.98
净利润	115.15	124.49	135.70	166.22	205.44
少数股东损益	(0.31)	5.61	1.60	3.00	5.13
归属于母公司净利润	115.46	118.88	134.10	163.22	200.31
每股收益(元)	0.60	0.62	0.70	0.85	1.04

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	6.60%	16.28%	42.64%	20.78%	21.06%
营业利润	27.89%	-5.95%	12.65%	24.06%	25.19%
归属于母公司净利润	27.82%	2.96%	12.81%	21.71%	22.73%
获利能力					
毛利率	11.17%	10.26%	8.63%	9.52%	10.46%
净利率	3.09%	2.74%	2.17%	2.18%	2.21%
ROE	13.34%	12.43%	12.89%	14.29%	15.82%
ROIC	10.37%	11.42%	13.03%	14.17%	16.41%
偿债能力					
资产负债率	62.97%	61.87%	60.60%	58.83%	58.08%
净负债率	43.93%	26.55%	27.10%	21.33%	18.96%
流动比率	1.49	1.52	1.54	1.55	1.56
速动比率	0.78	0.79	0.81	0.84	0.90
营运能力					
应收账款周转率	14.85	17.80	26.67	31.30	37.89
存货周转率	3.13	3.65	4.99	6.03	7.31
总资产周转率	1.39	1.63	2.21	2.55	2.90
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.62	0.70	0.85	1.04
每股经营现金流	0.34	1.14	0.62	1.16	0.92
每股净资产	4.51	4.98	5.42	5.95	6.59
估值比率					
市盈率	37.52	36.44	32.30	26.54	21.62
市净率	5.01	4.53	4.16	3.79	3.42
EV/EBITDA	14.76	11.43	21.36	17.56	14.35
EV/EBIT	16.51	12.09	22.28	18.35	14.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com