

投资评级 优于大市 首次覆盖

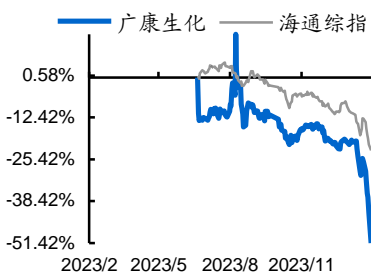
差异化原药生产企业，增强杀菌剂品类

股票数据

2月6日收盘价(元)	18.70
52周股价波动(元)	16.99-44.62
总股本/流通A股(百万股)	74/18
总市值/流通市值(百万元)	1384/336

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-39.3	-41.9	-42.0
相对涨幅(%)	-38.8	-39.3	-33.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 李智

Tel: (021)23185842

Email: lz11785@haitong.com

证书: S0850519110003

投资要点:

- 公司主营农药原药，供应多种杀虫杀菌除草剂。**广康生化专业从事农药原药、中间体、制剂的研发、生产和销售，是国内琥珀酸脱氢酶抑制剂(SDHI)、三氯甲基硫类杀菌剂、联苯腈类杀螨剂、拟除虫菊酯类杀虫剂的主要供应商之一。公司采取“差异化、小众化”的产品竞争策略，主要产品如联苯腈酯、克菌丹、灭菌丹、土菌灵、萎锈灵等都是小众产品，全球年产量不高，生产厂家少，但销售价格及毛利率较高，这种竞争策略为公司保持了行业内较高的市场占有率和毛利率。
- 下游需求不断增长，行业地位领先。**公司联苯腈酯年产能750吨，位居全国第一，克菌丹与灭菌丹共用4000吨年产能，为国内最大的克菌丹原药生产企业和国内唯一一家灭菌丹原药生产企业，萎锈灵年产能800吨，为全球最大的萎锈灵生产企业。其中，联苯腈酯是第四大杀螨剂，我国是全球联苯腈酯用量最大的市场，下游需求增长较快，生产企业少；SDHI类杀菌剂为全球第三大杀菌剂产品类型，2014-2019年的复合年增长率为8.5%，市场发展空间较大；克菌丹是全球第二大保护性杀菌剂，市场分布广泛。
- 部分原材料价格上涨，影响公司净利润。**2020-2022年，公司营业收入为4.52、6.51、6.60亿元，同比增长4.04%、43.95%、1.34%，受益于下游需求增长，扣非归母净利润为7392、9921、9667万元，同比增长59.79%、34.21%、-2.56%，公司销售毛利率分别为38.58%、31.61%、29.28%，同比增加8.37、-6.97、-2.33个百分点，主要是因为原材料价格上涨。2023H1营业收入为2.62亿元，较上年同期下降13.07%，扣非归母净利润为2859万元，同比下降35.59%，主要是去库存困难导致客户采购量减少，同时原料价格和产品的价格下降不同步导致毛利率降低。
- 募投项目扩大产能，增强杀菌剂品类。**公司募投项目“年产3500吨特殊化学品”将新增乙氧唑草黄规划产能2000吨/年，新增啶酰菌胺产能500吨以进一步扩大公司在SDHI类杀菌剂上的竞争优势，并培育新产品啶酰菌胺、种菌唑、苯酰菌胺等杀菌剂。募投项目完工后，预计达产年份可实现营业收入10.14亿元，净利润可达1.67亿元。
- 盈利预测。**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.48、0.89、1.24亿元，对应EPS分别为0.64元、1.21元、1.68元。参考同行业公司，我们给予公司2024年PE 20-22倍，对应合理价值区间24.20-26.62元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**产品价格波动，原材料价格上涨，募投项目新增产能难以消化。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	651	660	537	677	817
(+/-)YoY(%)	44.0%	1.3%	-18.6%	26.0%	20.8%
净利润(百万元)	98	96	48	89	124
(+/-)YoY(%)	40.7%	-2.1%	-50.5%	88.2%	38.7%
全面摊薄EPS(元)	1.33	1.30	0.64	1.21	1.68
毛利率(%)	31.6%	29.3%	25.6%	29.2%	30.7%
净资产收益率(%)	19.3%	15.8%	3.5%	6.2%	7.9%

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内杀虫杀菌剂主要供应商之一	5
1.1 公司主营杀菌杀虫剂	5
1.2 “差异化、小众化”带来较高的毛利率	6
1.3 股权结构比较集中	7
2. 下游需求不断增长，行业地位领先.....	7
2.1 联苯肼酯是第四大杀螨剂，市场主要在国内	7
2.2 SDHI 类为全球第三大杀菌剂品类，扩充新品完善布局	8
2.3 克菌丹是全球第二大保护性杀菌剂，发展前景可期	8
3. 主营产品放量，新产品增强杀菌剂品类	9
3.1 产能释放良好，新产品增强杀菌剂品类	9
3.2 原材料影响产品毛利率，未来有望改善	10
4. 盈利预测	12
5. 风险提示	13
财务报表分析和预测	14

图目录

图 1 公司发展演变情况	5
图 2 2019-2023H1 营收和扣非归母净利润及增速	6
图 3 2018-2023H1 销售毛利率和净利率 (%)	6
图 4 2022 年主营业务收入结构	7
图 5 2020-2022 分项业务毛利率走势	7
图 6 公司前 10 名股东持股情况与全资子公司情况	7
图 7 2020-2022 主要产品销售收入情况	10
图 8 2020-2022 主要产品毛利率情况	10
图 9 2020-2022 主要产品价格	11
图 10 2020-2022 主要产品销量	11

表目录

表 1 公司主要产品情况	5
表 2 公司竞争情况.....	9
表 3 公司主要产品产能情况	9
表 4 募投项目产品产能情况	10
表 5 公司募投项目情况	10
表 6 2022 年公司前五名客户的销售收入情况	12
表 7 可比公司估值表	13
表 8 公司分业务盈利预测 (百万元)	13

1. 国内杀虫杀菌剂主要供应商之一

公司专业从事农药原药、中间体、制剂的研发、生产和销售，是国内琥珀酸脱氢酶抑制剂 (SDHI)、三氯甲基硫类杀菌剂、联苯腈类杀螨剂、拟除虫菊酯类杀虫剂的主要供应商之一。公司主要经营产品包括联苯腈酯、高效氯氟菊酯等杀虫剂；噻呋酰胺、克菌丹、灭菌丹、土菌灵、萎锈灵等杀菌剂；甜菜宁、甜菜安、乙氧呋草黄等除草剂。

1.1 公司主营杀菌杀虫剂

公司成立于 2003 年，早期产品以菊酯类产品及有机磷类产品为主，随后开发出多个具有市场前景的环保低毒产品，如：克菌丹、灭菌丹、土菌灵、克菌丹制剂；2009-2013 年，公司获得克菌丹、灭菌丹工业化清洁生产工艺两项发明专利授权，克菌丹产品成功进入美国市场、灭菌丹成功进入欧盟市场、土菌灵进入海外多个市场，在此期间，公司还开展了萎锈灵、联苯腈酯、甜菜安、甜菜宁、乙氧呋草黄的研发和登记工作；2014-2017 年，公司克菌丹和灭菌丹产品市场占有率逐步增加，联苯腈酯、甜菜安、甜菜宁、乙氧呋草黄等产品相应投入工业化生产和实现市场销售；2018 年至今，公司多个主要产品能得到充分释放，萎锈灵的投产加强了公司在 SDHI 杀菌剂上的实力。

发展至今，公司已成为国内三氯甲基硫类杀菌剂和拟除虫菊酯类杀虫剂的主要生产厂商之一，主要产品包括联苯腈酯、高效氯氟菊酯等杀虫剂；噻呋酰胺、克菌丹、灭菌丹、土菌灵、萎锈灵等杀菌剂；甜菜宁、甜菜安、乙氧呋草黄等除草剂，产品已远销美国、印度、以色列、日本、欧盟、巴西等多个国家和地区。

图1 公司发展演变情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

根据中国农药工业协会的统计信息，公司部分主要产品的市场地位如下：

表 1 公司主要产品情况

序号	产品名称	产品类别	市场地位
1	联苯腈酯	联苯腈类杀螨剂	产能位居全国第一位
2	高效氯氟菊酯	拟除虫菊酯类杀虫剂	产能位居全国第三
3	噻呋酰胺	琥珀酸脱氢酶抑制剂 (SDHI) 类杀菌剂	产能和产量均位居全国第一位
4	克菌丹	三氯甲基硫类杀菌剂	国内最大的克菌丹原药生产企业，全球范围内除 ADAMA 外克菌丹原药最大的生产企业
5	灭菌丹	三氯甲基硫类杀菌剂	国内唯一一个同时拥有灭菌丹原药和制剂登记证的企业，也是国内唯一一家灭菌丹原药生产企业
6	土菌灵	噻唑类杀菌剂	土菌灵全球唯一规模化生产企业，是全球唯一土菌灵制剂生产厂商 UPL 的独家供应商
7	萎锈灵	琥珀酸脱氢酶抑制剂 (SDHI) 类杀菌剂	全球最大的萎锈灵生产企业
8	乙氧呋草黄	苯并咪唑烷基磺酸类除草剂	产能位居全国第二位

资料来源：公司招股说明书，百度知道，农药资讯网，海通证券研究所

1.2 “差异化、小众化”带来较高的毛利率

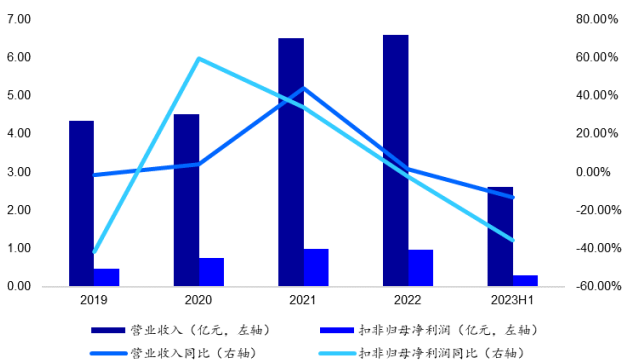
2019-2022 年，公司营业收入为 4.35、4.52、6.51、6.60 亿元，同比增长-1.31%、4.04%、43.95%、1.34%，扣非归母净利润为 4626、7392、9921、9667 万元，同比增长-41.87%、59.79%、34.21%、-2.56%，公司销售毛利率分别为 30.21%、38.58%、31.61%、29.28%，净利率为-3.80%、15.20%、15.66%、14.57%。

受火灾事故的影响，公司 2019 年经营业绩有所下滑，2020 年 2 月起逐步全面恢复生产和销售。2020 年，高毛利产品联苯胼酯受益于市场需求增加，销售收入提升；克菌丹和灭菌丹受益于市场价格上涨以及主要原材料价格下降、生产规模扩大降低了平均人工和制造费用，销售收入及毛利率均有所提升；此外，公司开发出新的杀菌剂产品萎锈灵实现了大规模生产和销售，当年销售收入和毛利率分别为 3685.16 万元及 55.49%。

产品逐渐放量，原材料价格上涨影响毛利率。2021 年，公司各主要产品下游市场需求增加、产量提升，部分产品平均售价下降。此外，受国家 2021 年关于整体能耗指标控制的影响，公司多数上游原材料市场价格出现上升，拉低了毛利率水平。2022 年，因部分毛利率相对较低的除草剂产品销售占比提升、部分杀菌剂产品受原材料价格上涨或产量降低影响导致成本上升，主营业务毛利率出现一定下降。

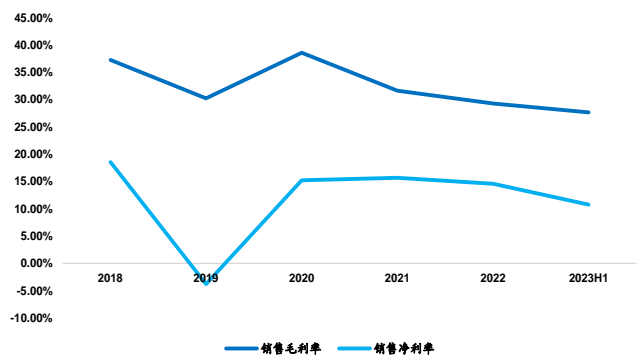
23H1 营收状况不佳，农化市场竞争加剧。2023H1 营业收入为 2.62 亿元，较上年同期下降 13.07%，扣非归母净利润为 2859 万元，同比下降 35.59%。主要原因为公司境外主要客户 UPL 尚未对公司开展大规模采购；受 2019 年 12 月至 2022 年 12 月中国健康保卫战影响，最终用户、渠道商、经销商等都有大量库存且无法在当年消化完全，导致客户采购量减少；市场价格逐渐下跌，客户去库存困难；原料价格下跌的速度和幅度滞后于农化产品销售价格的下跌，导致生产厂家毛利率降低。

图2 2019-2023H1 营收和扣非归母净利润及增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

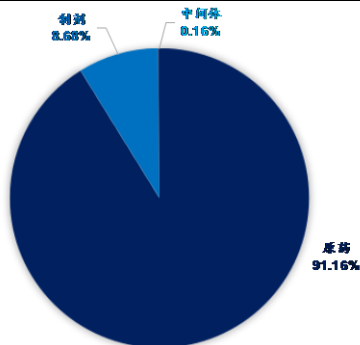
图3 2018-2023H1 销售毛利率和净利率 (%)



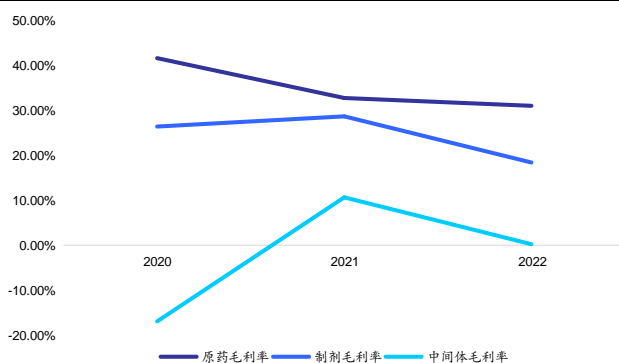
资料来源：WIND，海通证券研究所

原药是主要收入来源。分产品来看，公司主营业务包括原药、制剂和中间体，2020-2022 年原药销售收入为 3.89、5.57、5.99 亿元，占主营业务收入比为 87.32%、86.16%、91.16%，是公司最主要的产品收入来源，制剂销售收入为 0.56、0.89、0.57 亿元，占比为 12.64%、13.72%、8.68%，中间体销售收入为 15.37、77.39、102.69 万元，占比为 0.03%、0.12%、0.16%。

“差异化、小众化”带来较高的毛利率。公司采取“差异化、小众化”的产品竞争策略，主要产品如联苯胼酯、克菌丹、灭菌丹、土菌灵、萎锈灵等均是小众产品，销售价格及毛利率较高。2020-2022 年原药的主要产品总销量为 4177.56、5887.14、6276.16 吨，销售均价为 8.63、8.75、9.11 万元/吨。2020-2022 年原药毛利率分别为 41.55%、32.70%、30.96%，由于销售价格波动、原材料价格上涨影响，导致原药毛利率水平有所下降。

图4 2022年主营业务收入结构


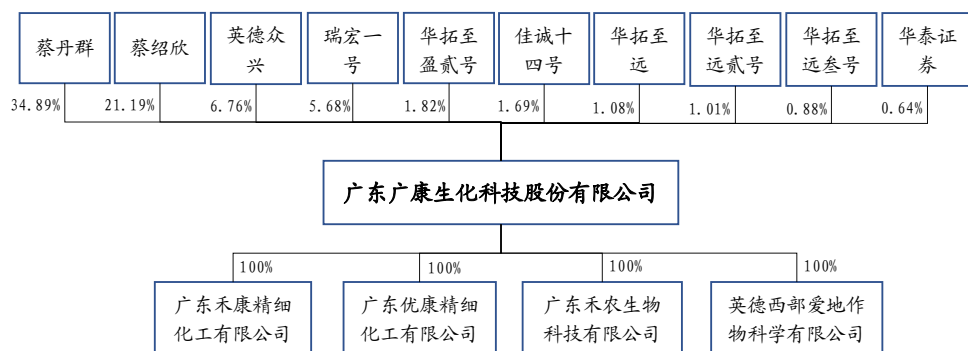
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图5 2020-2022 分项业务毛利率走势


资料来源: WIND, 海通证券研究所

1.3 股权结构比较集中

根据公司 2023 年半年度报告和招股说明书, 蔡丹群为公司最大股东, 持股 34.89%, 担任公司董事长、总经理, 其父亲蔡绍欣持有公司 21.19% 的股权, 担任董事; 除实际控制人蔡丹群及蔡绍欣外, 其他直接持有公司百分之五以上股份的主要股东为英德众兴和瑞宏壹号。根据公司 2023 年半年度报告, 公司前 10 名股东持股情况与全资子公司情况如下:

图6 公司前 10 名股东持股情况与全资子公司情况


资料来源: 公司 2023 年半年度报告, 海通证券研究所

2. 下游需求不断增长, 行业地位领先

根据公司招股说明书援引 Global Commodity Insights 资料, 目前除草剂、杀菌剂、杀虫剂在全球农药市场中占据了绝大部分份额, 是主要的农药品种, 占全球销售金额的 90% 以上。2021 年, 全球除草剂销售额为 288.93 亿美元, 占比 44.31%; 杀菌剂销售额为 177.29 亿美元, 占比 27.19%; 杀虫剂销售额为 163.82 亿美元, 占比 25.12%。

2.1 联苯肼酯是第四大杀螨剂, 市场主要在国内

联苯肼酯是第四大杀螨剂, 2018 年全球销售额 0.64 亿美元。根据农药资讯网, 2018 年, 杀螨剂市场的全球销售额为 8.28 亿美元, 同比增长 6.2%。联苯肼酯为广谱杀螨剂, 是杀螨剂中的第四大产品, 1999 年由科聚亚公司 (现爱利思达) 首先在美国上市, 用于粮食作物。2018 年, 联苯肼酯的全球销售额为 0.64 亿美元; 2013—2018 年的复合年增长率为 3.5%。

我国是全球联苯肼酯用量最大的市场。联苯肼酯近年市场需求不断上升, 我国是全球联苯肼酯用量最大的市场, 目前国内市场需求 1600 吨左右, 根据世界农化网援引海外咨询公司数据反馈, 全球联苯肼酯的市场 (中国之外) 需求量 2019-2020 都基本维持

在 550 吨上下，依然以北美市场为主，占据除中国外的全球市场的近 60%。虽然联苯胍酯市场不断发展，但规模仍然不大，市场成熟度较低，主要原因是原药价格高，根据新思界网，联苯胍酯原药成本在 50 万元/吨上下，相较于 15 万元/吨左右的螺螨酯和 3.6 万元/吨左右的炔螨特，价格过高。

行业生产企业较少。目前，中国联苯胍酯企业较少，公司主要竞争对手为河北兴柏农业科技股份有限公司和绍兴上虞新银邦化工有限公司，其年产能分别为 500 吨和 250 吨。其中，绍兴上虞新银邦化工有限公司生产时间较长，产品市场占有率相对广康生化而言较高。总的来看，由于生产企业少，下游需求增长较快，行业存在认证限制，原材料短缺等原因，联苯胍酯行业竞争较为缓和，尤其是在需求旺季——每年的上半年，联苯胍酯行业处于卖方市场，排单生产现象较为普遍。

2.2 SDHI 类为全球第三大杀菌剂品类，扩充新品完善布局

SDHI 类杀菌剂为全球第三大杀菌剂产品类型，2019 年全球销售额为 23.11 亿美元。根据世界农化网，2019 年，SDHI 类杀菌剂的销售额为 23.11 亿美元，同比增长 5.3%，2014—2019 年的复合年增长率为 8.5%，其销售额占当年杀菌剂市场的 12.7%。早在 1969 年 Uniroyal 公司就首次推出 SDHI 型杀菌剂萎锈灵原药上市，尽管该类杀菌剂研制历史较早，上市品种亦较多，但其对一些主要真菌疾病的疗效有限，因此这类 SDHI 型杀菌剂上市之后，并未真正引起人们的注意，直至 2003 年巴斯夫公司上市了第一个广谱性的 SDHI 型杀菌剂啮酰菌胺(boscalid)，并迅速成为销售额达上亿美元的产品后，才受到人们的特别关注，从此开创了新一代 SDHI 型杀菌剂的新纪元。

公司现有 SDHI 类杀菌剂主要有噻呋酰胺和萎锈灵。噻呋酰胺主要竞争对手为山东康乔生物科技有限公司，年产能为 300 吨，萎锈灵主要竞争对手为新沂市永诚化工有限公司，年产能为 300 吨。根据农药资讯网，噻呋酰胺主要应用于水稻、禾谷类作物和草坪，关键靶标水稻纹枯病、花生白绢病领域，其中，在花生白绢病防治用药上因性价比高而被广泛应用，而水稻纹枯病主要发病区域是中国和印度，2015-2020 年占据噻呋酰胺出口市场前三的分别是日本、印度和玻利维亚，出口量占噻呋酰胺总出口量的 50% 以上，2019 年全球销售额小于 0.3 亿美元。根据农药资讯网和农药快讯信息网，萎锈灵主要作为种子处理剂，应用于谷物、果蔬、大豆、花生、水稻等作物领域，一般用以防治禾谷类黑穗病、禾谷锈病。根据农药资讯网，萎锈灵 2019 年全球销售额为 0.34 亿美元。

扩充新品完善 SDHI 类杀菌剂布局。公司募投项目中规划新增啮酰菌胺产能 500 吨，这将进一步扩大公司在 SDHI 类杀菌剂上的竞争优势，提高公司的市场占有率。根据农药资讯网，2019 年啮酰菌胺的全球销售额为 3.78 亿美元。

2.3 克菌丹是全球第二大保护性杀菌剂，发展前景可期

克菌丹是全球第二大保护性杀菌剂，2020 年销售额超过 1 亿美元。根据思翰产业规划研究院知乎号，克菌丹是全球第二大保护性杀菌剂。从全球市场销售情况看克菌丹分布特点：全球市场集中在果蔬上；市场分布极为广泛，易于形成海外产品协同；产品复配丰富，与其他杀菌剂协同组合丰富，利于推广；跨国公司稳固，并持续投入新混配产品；单一国家市场占有率低于 10%，便于仿制企业推广。克菌丹全球分布在约 30 个国家和地区，主要市场为波兰、巴西、日本、美国，主要目标作物是仁果，以上 4 个国家克菌丹的市值相差不大。克菌丹在波兰市场基本全部用于仁果类，在巴西主要应用作物为仁果和葡萄，市值分别约为 44% 和 31%。

公司是国内最大的克菌丹原药生产企业，竞争优势明显。公司是国内最大的克菌丹原药生产企业，是全球范围内除安道麦外克菌丹原药最大的生产企业，克菌丹主要竞争对手为安道麦股份有限公司（全球最大的克菌丹原药和制剂生产厂商）、河北冠龙农化有限公司（年产能 3000 吨）、宁夏格瑞精细化工有限公司（年产能 2400 吨）。

公司境内外主要竞争对手情况如下：

表 2 公司竞争情况

序号	主要竞争产品	公司 2022 年产能	主要竞争对手	竞争对手简介
1	联苯胍酯	750 吨	河北兴柏 绍兴上虞新银邦	年产能 500 吨 年产能 250 吨
2	克菌丹	4000 吨 (与灭菌丹共用产能)	安道麦 河北冠龙农化 宁夏格瑞	全球最大的克菌丹原药和制剂生产厂商 年产能 3000 吨 年产能 2400 吨
3	灭菌丹	4000 吨 (与克菌丹共用产能)	安道麦	全球最大的灭菌丹原药和制剂生产厂商
4	噻唑酰胺	300 吨	山东康乔生物	年产能 300 吨
5	萎锈灵	800 吨	新沂市永诚化工	年产能 300 吨

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3. 主营产品放量，新产品增强杀菌剂品类

公司最主要的产品为农药原药，公司一直秉承“差异化、小众化”的产品竞争理念。根据公司招股说明书，公司的部分产品如土菌灵系国内独家生产；克菌丹、灭菌丹的清洁化生产工艺，系国内首创并取得国家发明专利。公司可自主生产用于合成联苯胍酯、噻唑酰胺的关键中间体，技术难度较高；克菌丹、灭菌丹和土菌灵原药合成所需的关键中间体全氟甲硫醇也由公司独立生产，大大降低产品成本，提高产品毛利水平。

3.1 产能释放良好，新产品增强杀菌剂品类

2020-2022 年，公司主要产品装置产能和产能利用率如下：

表 3 公司主要产品产能情况

产品	年度	装置产能 (吨)	装置产能利用率
联苯胍酯	2022 年	750	76.06%
	2021 年	360	94.74%
	2020 年	360	75.31%
氯氟菊酯系列	2022 年	1000	11.73%
	2021 年	1000	25.10%
	2020 年	1000	34.44%
噻唑酰胺	2022 年	300	103.53%
	2021 年	300	125.11%
	2020 年	300	88.85%
克菌丹&灭菌丹	2022 年	4000	108.98%
	2021 年	4000	99.16%
	2020 年	4000	112.64%
萎锈灵	2022 年	800	27.48%
	2021 年	800	65.46%
	2020 年	800	65.06%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所（注：克菌丹与灭菌丹共用中间体 PMM 全氟甲硫醇的产能）

由于国内外乙氧唑草黄的市场需求均较好，公司的募投项目“年产 3500 吨特殊化学品”将新增乙氧唑草黄规划产能 2000 吨/年。此外，公司还将已处于前期开发和试生产且市场反响良好的产品叶菌唑、灭菌唑进行产能落地，并培育新产品啶酰菌胺、种菌唑、苯酰菌胺等杀菌剂，使其与已有优势产品之间形成协同效应，有助于进一步增强市场竞争力，巩固和提升公司的行业地位，为公司培育新的营收和利润增长点。募投项目各产品规划产能如下：

表 4 募投项目产品产能情况

序号	产品名称	产品类别	规划产能 (吨/年)
1	啶酰菌胺	SDHI 类杀菌剂	500
2	叶菌唑	三唑类杀菌剂	300
3	灭菌唑	三唑类杀菌剂	100
4	种菌唑	三唑类杀菌剂	100
5	苯酰菌胺	苯甲酰胺类杀菌剂	500
6	乙氧呋草黄	苯并咪唑烷基磺酸类除草剂	2000

资料来源：公司关于变更部分募投项目的公告，农药咨询网，百度百科，丰禾日盛官网，公司招股说明书，海通证券研究所

此次募投项目有利于公司进一步提高募集资金使用效率，更好地服务公司未来战略发展布局，有利于公司长远发展。项目预计达产时间为 2025 年 10 月 30 日，实施本项目可获得可观的投资回报，促进公司业绩的快速增长。项目的经济效益分析如下：

表 5 公司募投项目情况

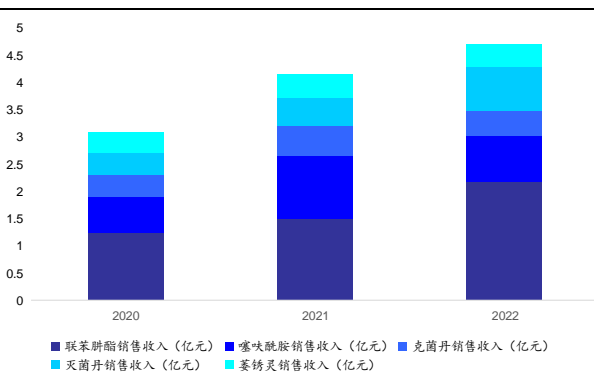
项目	拟投入募集资金 (万元)	投资内部收益率 (税后)	预计可实现营业收入 (万元)	预计净利润 (万元)
年产 3500 吨特殊化学品建设项目	61736.57	22.72%	101376.15	16663.11

资料来源：公司关于变更部分募投项目的公告，海通证券研究所

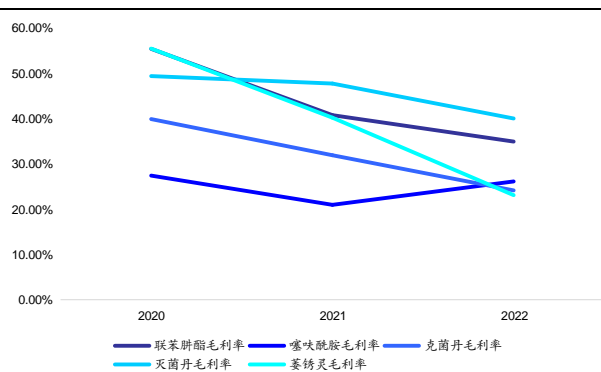
公司于 2023 年 7 月 4 召开第三届董事会第九次会议，审议通过《关于签署〈关于建设特种化学品新材料项目的合作协议书〉的议案》，同意公司拟设立全资子公司湖北省晟康化工有限公司投资建设特种化学品新材料生产基地。该项目计划未来 7-10 年预计总投资 25 亿元（最终项目投资总额以实际投资为准），其中第一期项目拟投资 5 亿元（最终项目投资总额以实际投资为准），建设年产 2.5 万吨特种新材料建设项目，建设期 24 个月。项目依托宜昌区域磷基、氯基、氟基等基础化工优势，建设特种化学品新材料项目生产基地，形成核心中间体和关键材料生产能力，产品广泛应用于医药、新材料、植保等领域。

3.2 原材料影响产品毛利率，未来有望改善

2021 年，公司各主要产品下游市场需求进一步增加，杀虫剂、杀菌剂、除草剂三大产品系列下各主要原药产品以及制剂产品收入均实现了增长。2020-2022 年，公司部分主要产品的价格呈现出一定波动，如联苯肼酯和萎锈灵的价格下降，对公司毛利率的影响较大；此外，部分毛利率相对较低的除草剂产品受下游市场需求带动而销售占比提升、部分杀菌剂产品受原材料价格上涨或产量降低影响导致成本上升，主营业务毛利率出现一定下降。

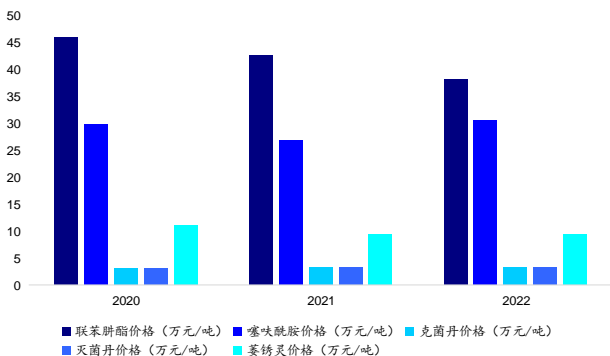
图 7 2020-2022 主要产品销售收入情况


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 8 2020-2022 主要产品毛利率情况


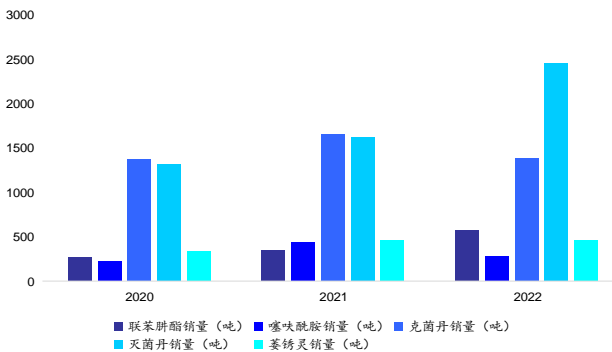
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图9 2020-2022 主要产品价格



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图10 2020-2022 主要产品销量



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

1) 从收入占比来看，联苯胍酯是公司第一大产品。2020-2022 年联苯胍酯销售收入为 1.24、1.50、2.18 亿元，占原药收入比为 31.96%、26.93%、36.35%，毛利率为 55.43%、40.78%、34.94%。

2021 年，公司联苯胍酯的销售单价较 2020 年下降 7.19%，主要是因为当年度向境外客户销售联苯胍酯大幅上升，销售额度达 2880.13 万元，受区域竞争格局不同影响，为提升竞争力并加强市场占有率，公司在初始阶段采取差异化的定价，境外客户的销售价格低于境内，拉低了平均售价。2021 年，公司联苯胍酯的单位成本较 2020 年上升，主要原因是联苯胍酯新车间 AA18 于 2021 年 6 月份开始投入使用，前期处于产能释放爬坡阶段，单位人工和单位制造费用分摊较多。

2022 年毛利率较 2021 年出现了一定程度的下滑，主要是因为联苯胍酯境内市场竞争加剧，使得境内销售均价下滑 23.98%。2022 年，受益于境外市场和知名客户 UPL 需求增长以及公司掌握境外市场定价权，公司联苯胍酯境外销售额为 7089 万元，同比增长 146.13%，毛利率为 38.88%，同比增长 22.87 个百分点。

2) 从收入占比来看，噻唑酰胺是公司第二大产品。2020-2022 年，噻唑酰胺销售收入为 0.66、1.16、0.85 亿元，占原药收入比为 16.84%、20.82%、14.22%，毛利率为 27.42%、20.96%及 26.13%，2022 年产品价格上涨、销量下降，其中销量下滑主要是因为原材料短缺，对公司的生产交付产生了较大影响，导致当年销售收入减少，毛利率增加。

公司噻唑酰胺于日本市场客户的定价更高，2021 年，随着噻唑酰胺国内市场销售额的大幅上升，日本客户销售占比下降，日本客户定制的价格较高的噻唑酰胺销售占比由 2020 年 53.62%下降至 2021 年的 15.94%，使得噻唑酰胺平均销售单价较 2020 年下降 9.78%，是 2021 年噻唑酰胺毛利率下降 6.46 个百分点的主要原因。2022 年，受下游市场需求增长以及原材料短缺共同影响，公司噻唑酰胺销售单价较 2021 年增长 13.64%，是当期毛利率上升 5.18 个百分点的主要原因。

3) 克菌丹销售收入占比逐年下降。2020-2022 年，克菌丹销售收入为 0.41、0.54、0.45 亿元，占原药收入比为 10.51%、9.64%、7.46%，毛利率为 39.91%、31.92%及 24.15%，2022 年，销量和价格的减少导致克菌丹收入减少，而部分化工原材料价格涨幅较大，导致毛利率下降。

2021 年，公司克菌丹原药下游市场需求持续增加，Albaugh、UPL 等客户采购额上升，销售数量较 2020 年上升 20.72%；受 2021 年原材料价格上涨因素影响，公司提升了克菌丹原药的销售价格，平均销售单价上升 8.44%，因此公司克菌丹原药收入增加 1274.90 万元，增幅为 31.15%。当年度，生产克菌丹的主要原材料价格上涨带动克菌丹原药当期单位成本较 2020 年上升 23.04%，使得毛利率下降 7.99 个百分点。2022 年，公司克菌丹原药销售额较 2021 年下降 895.44 万元，主要是公司于年末开始逐步规划进行生产线的搬迁（至子公司禾康精化），对生产造成了一定的影响，此外，原材料价格上涨导致克菌丹的单位成本上升 10.32%，毛利率下降 7.77 个百分点。

4) 灭菌丹销售收入及占比均上升, 跃至公司第三大产品。2020-2022 年, 灭菌丹销售收入为 0.40、0.52、0.80 亿元, 占比为 10.35%、9.37%、13.42%, 毛利率为 49.41%、47.76%及 40.04%, 均保持在较高水平, 2022 年, 价格和销量均上涨带动灭菌丹销售收入上涨, 而原材料价格上涨导致毛利率下降。

公司灭菌丹销售数量于 2021 年和 2022 年增长率分别为 22.57%和 51.66%, 销售数量增长是灭菌丹收入增加的主要因素。2021 年, 公司对 ADAMA 实现灭菌丹销售收入 2710.22 万元, 较 2020 年增长 1565.60 万元, 是当年度灭菌丹收入增长的主要原因。2022 年, 公司灭菌丹实现销售收入 8038.27 万元, 主要来自于对 ADAMA、Sharda 等海外市场客户的销售增加, 此外, 公司根据供需情况和成本情况逐步提升了销售单价, 销售单价于 2021 年及 2022 年分别上涨 5.74%及 1.60%; 公司灭菌丹主要原材料价格上涨带动灭菌丹单位成本上升, 导致毛利率下降。

5) 从收入占比来看, 萎锈灵是公司杀菌剂的第四大产品。2020-2022 年, 萎锈灵销售收入为 0.37、0.43、0.42 亿元, 占比为 9.46%、7.69%、7.08%, 毛利率为 55.49%、40.22%、23.10%, 2022 年, 产品价格不变, 销量略降, 使得产品收入基本与上期持平, 而原材料价格和生产费用的增加导致毛利率大幅下降。

鉴于公司萎锈灵在国际市场面对印度竞争对手, 公司与 UPL 定价原则为基于供给和需求的随行就市, 2020-2022 年对 UPL 的销售单价为 10.73 万元/吨、8.89 万元/吨及 9.07 万元/吨, 具有一定的波动性。2021 年萎锈灵产品单价有所下降, 主要是因为公司根据印度主要竞争对手的情况进行具备竞争力的报价; 此外, 萎锈灵的主要原材料采购单价大幅上升带动萎锈灵的单位成本上升, 使得萎锈灵毛利率下降 15.27 个百分点。2021 年开始, 生产萎锈灵的主要原材料乙酰乙酰苯胺价格呈现大幅上涨的趋势; 此外, 公司根据萎锈灵的市场需求情况和库存情况调整了生产计划, 产量下降导致单位直接人工和制造费用上升, 上述因素导致 2022 年萎锈灵单位成本上升 28.65%, 是当期萎锈灵毛利率下降 17.12 个百分点的主要原因。

表 6 2022 年公司前五名客户的销售收入情况

序号	客户名称	客户性质	销售收入 (万元)	占主营业务收入比例
	UPL LIMITED		10591.99	16.12%
	UPL DO BRASIL INDUS TRIA E COMERCIO DE INSUMOS AGROPEC UARIOS		2535.84	3.86%
1	ARYSTA LIFESCIENCE INDIA LIMITED	农药生产厂商	437.5	0.67%
	Arysta LifeScience GB Ltd		8.23	0.01%
	联磷磷品 (上海) 有限公司		153.67	0.23%
	小计		13727.23	20.89%
2	瑞纳国际(郑州)贸易有限公司	农药经销商	5769.62	8.78%
	ADAMA		5368.08	8.17%
3	Adama Agan Ltd.	农药生产厂商	177.01	0.27%
	安道麦辉丰 (江苏) 有限公司		23.76	0.04%
	小计		5568.85	8.47%
4	南京普来福农业科技有限公司	农药贸易商	3883.34	5.91%
5	ALbaugh	农药生产厂商	2339.38	3.56%
	合计		31288.42	47.61%

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.48、0.89、1.24 亿元, 对应 EPS 分别为 0.64 元、1.21 元、1.68 元。参考同行业公司, 我们给予公司 2024 年 PE 20-22 倍, 对应合理价值区间 24.20-26.62 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 7 可比公司估值表

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023	2024E	2022	2023	2024E
000553	安道麦 A	5.82	0.26	-0.07	0.27	22.38	-83.14	21.56
300261	雅本化学	5.14	0.21	0.15	0.20	24.48	34.27	25.70
均值						23.43	-24.44	23.63

注: 收盘价为 2024 年 2 月 6 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: wind, 海通证券研究所

盈利假设: 1) 2023 年行业产品价格回落, 部分客户采购量减少, 导致公司营业收入下滑; 2024 年预计随着下游去库存结束, 行业整体趋势回暖, 价格、销量均回归正常水平; 2025 年公司募投项目“年产 3500 吨特殊化学品”投产, 新产能开始释放。综上, 我们预计公司 23-25 年原药收入增速为 -22.49%、30.07%、23.31%。23-25 年制剂和中间体收入保持稳定。

2) 随着上游原材料价格下降、下游需求增加、产品价格回暖, 预计毛利率未来稳步上升, 23-25 年总毛利率分别为 25.64%、29.17%、30.73%。

表 8 公司分业务盈利预测 (百万元)

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	659.91	537.02	676.65	817.47
总成本	466.67	399.32	479.27	566.28
总毛利率	29.28%	25.64%	29.17%	30.73%
原药				
收入	599.11	464.40	604.03	744.85
成本	413.60	334.37	416.78	506.50
毛利率	30.96%	28.00%	31.00%	32.00%
制剂				
收入	57.07	67.40	67.40	67.40
成本	46.58	55.01	52.56	49.87
毛利率	18.37%	18.37%	22.00%	26.00%
中间体				
收入	1.03	0.70	0.70	0.70
成本	1.02	0.65	0.63	0.62
毛利率	0.22%	0.22%	3.00%	5.00%
其他业务				
收入	2.70	4.60	4.60	4.60
成本	5.47	9.30	9.30	9.30
毛利率	-102.69%	-102.69%	-102.69%	-102.69%

资料来源: wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

产品价格波动, 原材料价格上涨, 募投项目新增产能难以消化。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	660	537	677	817
每股收益	1.30	0.64	1.21	1.68	营业成本	467	399	479	566
每股净资产	10.94	18.27	19.48	21.16	毛利率%	29.3%	25.6%	29.2%	30.7%
每股经营现金流	1.72	2.01	0.75	3.51	营业税金及附加	2	1	2	2
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	10	6	8	10
P/E	14.39	29.09	15.46	11.14	营业费用率%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B	1.71	1.02	0.96	0.88	管理费用	46	46	53	60
P/S	1.57	2.58	2.05	1.69	管理费用率%	6.9%	8.6%	7.8%	7.4%
EV/EBITDA	1.15	9.16	6.61	4.24	EBIT	107	60	108	147
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	6	6	6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	1.0%	0.9%	0.7%
毛利率	29.3%	25.6%	29.2%	30.7%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	14.6%	8.9%	13.2%	15.2%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	15.8%	3.5%	6.2%	7.9%	营业利润	106	55	102	141
资产回报率	10.3%	2.9%	5.0%	6.6%	营业外收支	-3	-1	-1	-1
投资回报率	12.6%	3.5%	5.9%	7.5%	利润总额	104	54	101	140
盈利增长 (%)					EBITDA	140	126	191	240
营业收入增长率	1.3%	-18.6%	26.0%	20.8%	所得税	7	6	12	16
EBIT 增长率	-15.4%	-43.6%	79.1%	36.4%	有效所得税率%	7.1%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润增长率	-2.1%	-50.5%	88.2%	38.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	96	48	89	124
资产负债率	35.0%	16.7%	19.9%	16.8%					
流动比率	1.28	3.41	2.70	4.00	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.75	2.62	1.94	3.00	货币资金	17	403	298	547
现金比率	0.08	2.28	1.13	2.47	应收账款及应收票据	153	56	207	111
经营效率指标					存货	91	87	126	125
应收账款周转天数	61.73	60.00	60.00	60.00	其它流动资产	37	57	79	101
存货周转天数	81.80	80.00	80.00	80.00	流动资产合计	298	602	710	884
总资产周转率	0.78	0.42	0.40	0.44	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.16	1.23	1.11	1.17	固定资产	333	538	679	722
					在建工程	220	402	331	199
					无形资产	62	60	57	55
					非流动资产合计	637	1022	1090	998
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	935	1624	1800	1882
净利润	96	48	89	124	短期借款	66	66	66	66
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	124	65	148	103
非现金支出	37	66	83	93	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	1	10	10	10	其它流动负债	43	46	48	51
营运资金变动	-38	25	-127	33	流动负债合计	232	177	263	221
经营活动现金流	96	149	55	260	长期借款	78	78	78	78
资产	-220	-451	-151	-1	其它长期负债	18	18	18	18
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	95	95	95	95
其他	0	-1	-1	-1	负债总计	328	272	358	316
投资活动现金流	-220	-452	-152	-2	实收资本	56	74	74	74
债权募资	92	0	0	0	归属于母公司所有者权益	607	1352	1442	1566
股权募资	0	697	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-24	-9	-9	-9	负债和所有者权益合计	935	1624	1800	1882
融资活动现金流	68	688	-9	-9					
现金净流量	-53	386	-105	249					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 6 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

信息披露 分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,恒力石化,卫星化学,诺普信,滨化股份,湘潭电化,东方铁塔,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,皇马科技,华光新材,联瑞新材,利安隆,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,国光股份,三角轮胎,苏博特,卓越新能,凯立新材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

荀玉根 所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com

邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com

余文心 副所长
(8610)58067941 ywx9461@haitong.com

涂力磊 所长助理
021-23185710 tll5535@haitong.com

汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com

孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应镓娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
联系人
卓泚萱(021)23183938 zyx15314@haitong.com
马毓婕 myj15669@haitong.com
付欣郁 02123183940 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
联系人
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com
赵佳俊(021)23183327 zjj15910@haitong.com

固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲(021)23187260 cf15315@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com
联系人
何轲露 hy115943@haitong.com
苏细健 sxj16001@haitong.com
朱媛 zy16004@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(8610)58067941 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23180000 zzm12569@haitong.com
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com
江珮(021)23185638 js15833@haitong.com
陈铭 cm15886@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺 sjy15440@haitong.com
潘若婵 prc15750@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
联系人
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbzq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网传媒行业

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

房地产

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 涂力磊 021-23185710 till5535@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
 李轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
 文灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com
 联系人
 酆奕滢 lyy15347@haitong.com
 张幸(021)23183951 zx15429@haitong.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 王涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
 联系人
 朱彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

电力设备与新能源行业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
 房青(021)23185603 fangq@haitong.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com
 胡惠民 hhm15487@haitong.com
 联系人
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com
 吴志鹏(021)23215736 wzp15273@haitong.com
 罗青(021)23185966 lq15535@haitong.com
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
 陶裕斌(021)23187263 tyb15991@haitong.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
 孙维蓉(021)23185389 swr12178@haitong.com
 李智(021)23185842 lz11785@haitong.com
 李博(021)23185642 lb14830@haitong.com

计算机行业

杨林(021)23183969 yl11036@haitong.com
 杨蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
 联系人
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com
 朱瑶(021)23187261 zy15988@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com
 联系人
 夏凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
 徐卓 xz14706@haitong.com

非银行金融行业

何婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
 孙婷(010)50949926 st9998@haitong.com
 曹锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
 联系人
 肖尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@haitong.com
 陈宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
 罗月江(010)58067993 lyj12399@haitong.com
 联系人
 吕春雨 lcy15841@haitong.com
 杜清丽 18019031023

纺织服装行业

梁希(021)23185621 lx11040@haitong.com
 盛开(021)23154510 sk11787@haitong.com

建筑材料行业

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com
 申浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

机械行业

毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
 联系人
 丁嘉一(021)23187266 djy15819@haitong.com
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
 联系人
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
 郭好格(010)58067828 ghg14711@haitong.com

农林牧渔行业

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 巩健(021)23185702 gj15051@haitong.com
 冯鹤 fh15342@haitong.com
 联系人
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
 联系人
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
 苗欣 mx15565@haitong.com

军工行业

张恒暄(021)23183943 zhx10170@haitong.com
 联系人
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
 胡舜杰(021)23155686 hsj14606@haitong.com
 李雨泉(021)23185843 lyq15646@haitong.com

银行业

林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
 联系人
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
 联系人
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
 李阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
 刘璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
 联系人
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq13820@haitong.com
 高翩然 gpr14257@haitong.com
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
 联系人
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com	胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com	殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com	黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com	董晓梅 dxm10457@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com	季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com	郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com	黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com	张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160	胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com	郭金焯(010)58067851 gjy12727@haitong.com
oymc11039@haitong.com	马晓男 mxn11376@haitong.com	高 瑞 gr13547@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com	毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com	姚 坦 yt14718@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com	谭德康 tdk13548@haitong.com	上官灵芝 sglz14039@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com	邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com	王 勇 wy15756@haitong.com
	王伟宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com	董 晋 dj15843@haitong.com
	周之斌 zzb14815@haitong.com	辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
	杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com	
	张歆钰 zxy14733@haitong.com	

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com