

**润农节水 (830964.BJ)**
**智慧农业节水省人工稀缺标的，高标准农田政策支持向好**

2024年09月30日

**——北交所首次覆盖报告**
**投资评级：增持（首次）**
**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/9/27
当前股价(元)	3.07
一年最高最低(元)	4.85/2.63
总市值(亿元)	8.02
流通市值(亿元)	5.51
总股本(亿股)	2.61
流通股本(亿股)	1.79
近3个月换手率(%)	90.13

**● 国家级专精特新“小巨人”，高标准农田节水灌溉行业稀缺标的**

润农节水是一家专业从事节水灌溉产品的综合性企业，是国家级专精特新“小巨人”企业。2023年营业收入7.5亿元(+13.6%)，2019-2023年营收CAGR为12.6%；毛利率和净利率分别为18.4%和4.4%。我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为0.40/0.53/0.66亿元，对应EPS分别为0.15/0.20/0.25元/股，对应当前股价的PE分别为18.0/13.7/11.0倍，同时PB(LF)0.81倍也大幅低于可比均值1.56倍和中值1.44倍。公司资质齐全，盈利能力高于同行，我们看好政策支持，首次覆盖给予“增持”评级。

**● “节”尽人工，“管”住点滴：节水灌溉行业高标准农田受特别国债大力支持**  
 随着我国农业劳动力逐渐吃紧，农业现代化势在必行。同时，我国农业用水超总用水量60%，农田灌溉水有效利用系数为0.576，与国际先进水平（以色列、澳大利亚等高于0.8）仍有较大差距，政策持续推动农业拧紧“水龙头”。2023年四季度国家增加发行1万亿特别国债，明确支持京津冀和东北地区受灾地区高标准农田建设。2024年中央一号文件进一步强调加强农业基础设施建设，节水灌溉行业面临良好的发展机遇。

**● 专注节水灌溉+智慧农业优质赛道，技术优势+资质壁垒带动市场拓展**

**产品端：**除销售节水材料外，公司拥有水利水电总承包贰级资质、电子与智能化工程专业承包贰级资质、市政公用工程施工总承包贰级资质、建筑工程施工总承包贰级资质及电力工程施工总承包贰级资质，能独立承接大型节水灌溉施工项目，2023年节水工程占主营收入77.4%，贡献主要毛利。**技术端：**公司致力于智慧农业物联网的建设，河南省宝丰县、叶县高标准农田建设精品标杆项目年节水量可达到35万m<sup>3</sup>，年节肥可达11.69万元、粮食增产15%-20%。**市场端：**六大生产基地，覆盖华北、东北、西北、西南等节水灌溉主要建设区域。

**● 风险提示：**行业竞争加剧风险，产业政策退出风险，工程项目延期风险，其他风险详见倒数第二页标注<sup>1</sup>

**财务摘要和估值指标**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	660	750	966	1,234	1,501
YOY(%)	12.0	13.6	28.9	27.8	21.6
归母净利润(百万元)	50	33	40	53	66
YOY(%)	-14.8	-32.9	20.9	31.6	24.9
毛利率(%)	20.9	18.4	18.2	17.8	17.4
净利率(%)	7.5	4.4	4.2	4.3	4.4
ROE(%)	5.7	3.7	4.4	5.5	6.5
EPS(摊薄/元)	0.19	0.13	0.15	0.20	0.25
P/E(倍)	14.6	21.8	18.0	13.7	11.0
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

北交所研究团队

## 目录

1、 专注节水灌溉+智慧农业优质赛道，技术优势带动市场拓展.....	4
1.1、 发展历程：专注节水灌溉行业，产品线逐渐完善.....	4
1.2、 产品：微滴灌细分赛道全产品线布局，成功打造智慧农业标杆项目.....	4
1.2.1、 从节水材料到工程建设，公司提供节水灌溉一站式解决方案.....	4
1.2.2、 布局智慧农业物联网，助力打造农业现代化，节水之外节省劳动力.....	8
1.3、 市场：深耕内蒙古及河北市场，西北、西南市场拓展空间较大.....	9
1.4、 技术：国家级专精特新“小巨人”，拥有专利 114 项.....	12
1.5、 战略：引入战略合作伙通过收购快速开拓市场.....	13
1.5.1、 收购四川中隆泰，快速开拓西南市场.....	15
1.5.2、 延伸产业链布局，成立农业种植子公司.....	16
1.5.3、 设立河北赛莱特，开启光伏领域的多元化道路.....	17
2、“节”尽人工，“管”住点滴：节水灌溉受政策大力支持.....	17
2.1、 农业劳动力逐渐吃紧，农业现代化势在必行.....	17
2.2、 我国农业用水超总用水量 60%，政策推动农业拧紧“水龙头”.....	18
2.3、 滴灌：干旱地区最有效的节水灌溉方式，同时也能施肥.....	22
2.4、 竞争格局：国内上市企业有限，滴灌类产品国产化率较高.....	24
3、 业绩回顾：多年收入持续增长，盈利能力强于可比公司.....	24
3.1、 政策向好带动收入体量上升，行业毛利下行导致净利润承压.....	24
3.2、 行业特点及客户类型决定销售回款滞后.....	26
4、 盈利预测与投资建议.....	27
5、 风险提示.....	28
附：财务预测摘要.....	29

## 图表目录

图 1： 润农节水发展历程.....	4
图 2： 润农节水的典型工程项目.....	7
图 3： 节水工程是公司主要收入来源（单位：万元）.....	7
图 4： 2023 年节水工程毛利率 19.2%.....	7
图 5： 润农节水智慧农业云平台功能展示图.....	8
图 6： 智慧农业物联网管理平台应用图示.....	9
图 7： 润农节水业务范围覆盖华北、东北、西北、西南等节水灌溉主要建设区域.....	10
图 8： 2022 年分地区耕地面积（单位：千公顷）.....	11
图 9： 公司与大禹节水偏重市场不同，但仍存在规模差距（单位：亿元）.....	11
图 10： 公司主要销售区域为西北和华北.....	11
图 11： 2023 年公司研发费用 1774.76 万元.....	13
图 12： 公司研发费用率位于同行平均水平.....	13
图 13： 润农节水股权结构.....	14
图 14： 甘肃润农和中隆泰对收入贡献较大（单位：万元）.....	15
图 15： 中隆泰对公司整体净利润贡献较大（单位：万元）.....	15
图 16： 2023 年公司西南地区收入占比为 13.9%.....	16
图 17： 2023 年中隆泰贡献公司整体 21.2%的净利润.....	16

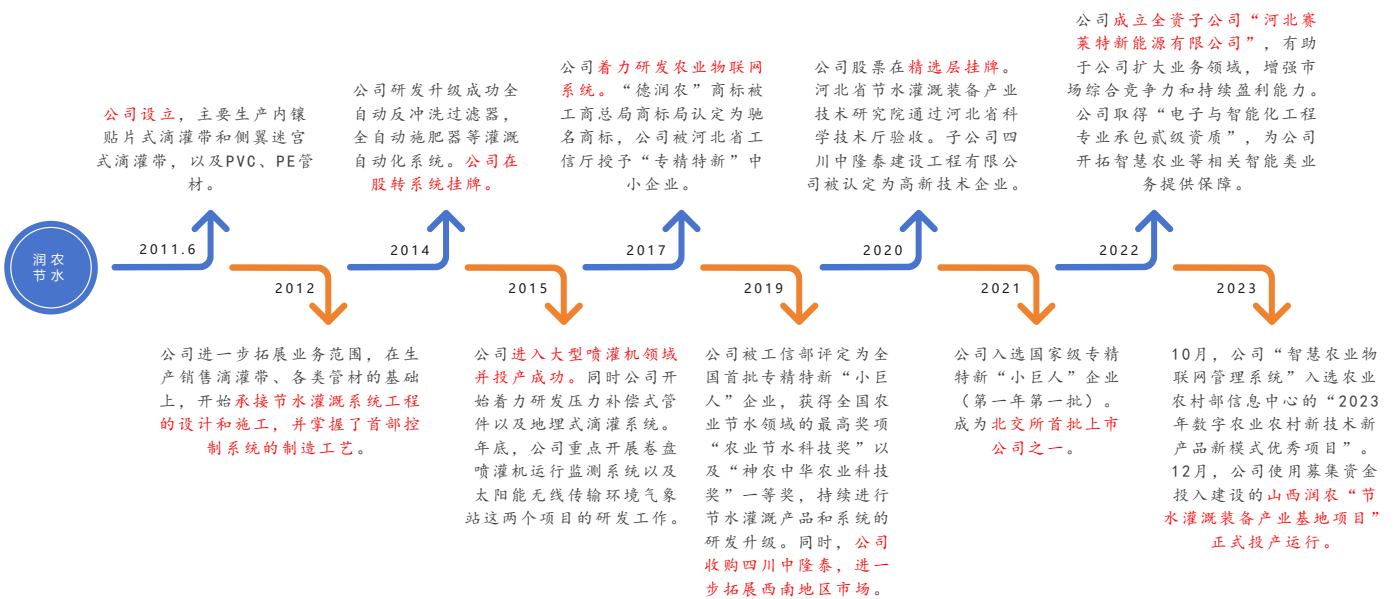
图 18: 2023 年光伏业务收入 65.03 万元 .....	17
图 19: 2023 年中国农业总产值 87073.4 亿元.....	18
图 20: 我国农业用水量占总用水量的 60% 以上 .....	18
图 21: 我国节水灌溉行业经历三个阶段 .....	19
图 22: 2024 年中央一号文件 .....	22
图 23: 2023 年中国滴灌带行业市场规模 67.29 亿元.....	22
图 24: 2023 年我国有效灌溉面积 107360 万亩.....	23
图 25: 2023 年公司营业收入 7.5 亿元 (+13.6%) .....	24
图 26: 2023 年公司归母净利润 3328.7 万元 (-32.9%) .....	24
图 27: 可比公司收入呈现同比上升的趋势 (单位: 亿元) .....	25
图 28: 公司盈利能力有所下滑 .....	25
图 29: 公司期间费用率较为稳定 .....	25
图 30: 润农节水毛利率处于较高水平 .....	26
图 31: 润农节水净利率高于大禹节水 .....	26
图 32: 受行业特点影响公司经营活动现金流受项目回款滞后影响 (单位: 万元) .....	26
图 33: 公司应收账款周转天数有所上升 (单位: 天) .....	26
图 34: 公司不存在过度依赖大客户的情形.....	27
表 1: 公司节水灌溉设备包括滴灌系统、输水管材、节水灌溉控制系统和喷灌系统 .....	5
表 2: 节水灌溉行业主要公司呈现区域化的竞争格局.....	10
表 3: 公司核心技术水平较为领先 .....	12
表 4: 2023 年公司与高校合作研发的项目情况.....	13
表 5: 公司通过收购及设立方式获得较多子公司.....	14
表 6: 节水灌溉行业相关法律法规持续出台.....	19
表 7: 节水灌溉行业分为滴灌、喷灌、低压管灌和渠道防渗.....	23
表 8: 预计公司当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 18.0/13.7/11.0 倍 .....	27

## 1、专注节水灌溉+智慧农业优质赛道，技术优势带动市场拓展

### 1.1、发展历程：专注节水灌溉行业，产品线逐渐完善

润农节水是一家专业从事节水灌溉产品研发、生产制造、灌溉工程设计、施工的综合性企业。公司成立于2011年，2014年挂牌新三板，2020年在精选层挂牌，2021年成为北交所首批上市公司，并于同年成为首年首批国家级专精特新“小巨人”企业。从成立至今，公司产品和服务实现了从单纯的材料销售到提供节水灌溉系统的变化。

图1：润农节水发展历程



资料来源：公司公开发行说明书、公司公告、开源证券研究所



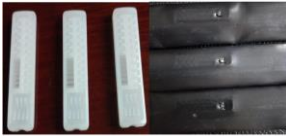







### 1.2、产品：微滴灌细分赛道全产品线布局，成功打造智慧农业标杆项目











#### 1.2.1、从节水材料到工程建设，公司提供节水灌溉一站式解决方案

公司产品布局完善，为客户提供节水灌溉成套解决方案。公司致力于节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售，产品有助于农户合理地利用有限的水资源进行科学灌溉，提高农作物的产量及品质，实现水资源高效利用和农作物科学种植。公司产品主要应用于华北、东北、西北和西南地区，适用的农作物包括小麦、玉米等粮食作物以及棉花、蔬菜、果木等经济作物。

公司第一部分业务收入来自于节水材料销售，其中节水灌溉设备包括四大类：滴灌系统、输水管材、节水灌溉控制系统、以喷灌机为主的喷灌系统。

表1: 公司节水灌溉设备包括滴灌系统、输水管材、节水灌溉控制系统和喷灌系统

分类	产品	图示	用途
滴灌系统	内镶贴片式滴灌带		内镶贴片式滴灌带是滴灌系统的主要组成部分，直接铺设在耕地上面或埋于地下，灌溉水从滴灌带内镶的滴头均匀滴出，可降低土壤板结，增强土壤透气性，利于根系发育；水肥同施，提高肥料利用率， <u>省工、省肥，节水 75% 以上</u> ，节能 65% 以上，增产 30% 以上。
	压力补偿式滴灌管		压力补偿式滴灌管内镶扁平式补偿滴头，带有高弹性补偿片，在滴头进口处压力变化时调节和保持滴头流量恒定，压力补偿区间在 0.08-0.40Mpa，具有良好的地形适应能力，特别适用于山地、丘陵滴灌灌溉。
	地埋式滴灌管		该产品具备更强的防泥沙堵塞能力，主要用于各类多年生作物的地埋式滴灌灌溉工程。
输水管材	PVC 管材		在节水灌溉系统中主要埋入地下作为主要输水管道，同时可作为饮用水给水管，适宜温度范围大。
	PE 管材		具有较好的韧性，一般埋入地下作为主要输水管道，广泛应用于农田水利灌溉输水，排涝；市政工程，住宅小区地下埋地排水、排污管道等。
	PE 燃气管道		具有抗化学性能优越、电绝缘性能良好、耐腐蚀、不生锈、施工方便、维修快捷等优点。广泛应用到天然气管道、人工煤气用管、液化石油气用管、沼气管、燃气用管等。
	PP 管材		在节水灌溉系统中主要埋入地下作为主要输水管道，适宜温度范围大。
节水灌溉控制系统/首部控制系统	自动控制器		控制器可根据灌溉管理人员输入的灌溉程序（灌水开始时间、延续时间、灌水周期等）向电磁阀发出电信号，开启及关闭灌溉系统。自动控制器可以有效地减少劳动力使用，降低人工成本。该产品的主要组成部分为配电柜。
	井电双控 IC 卡机井控制柜		具备用水刷卡，多种方式计量扣费功能，用于农业机井用水计量，远程监控等。
	全自动反冲洗过滤器		主要用于含砂水流的初级过滤，可有效分离水中的砂石和石块，60-50 目砂石可分离 92%-98%，可单独使用也可组合成多级使用。

分类	产品	图示	用途
	离心式过滤器		主要用于水塘、水渠、河水等露天水源的净化处理，消除水中的藻类、漂浮类、有机物等杂质，砂介质过滤器可单独使用，也可与其他过滤器组合成双极、三级等多级过滤，以确保水质达到使用要求。
	网式过滤器		用于砂石过滤器或离心过滤器二次过滤，将一级过滤时的残留过滤掉，也可用于水质较好的单独过滤。
	叠片过滤器		用于池塘，河流等地表水源的过滤，以及作为组合过滤器末级过滤，具有过滤精度高，过滤时效长的特点。
	施肥器		使易溶于水并适于根施的肥料、农药等在施肥罐内充分溶解，然后再通过滴灌系统输送到作物根部。施肥器选择可根据设计流量和灌溉面积的大小，肥料和化学药物的性质而定。
	自动配方施肥机		使易溶于水并适于根施的肥料、农药等在施肥罐内充分溶解，然后再通过滴灌系统输送到作物根部。施肥机选择可根据设计流量和灌溉面积的大小，肥料和化学药物的性质而定。
	大田用自动施肥机		自动按设定程序施肥，可以远程控制，流量大，适用任何喷灌，滴灌，大水漫灌设备，均匀、定时、定量，浸润作物根系发育生长区域。
	农业灌溉物联网系统		该系统具备水泵、过滤、田间阀门、田间气象信息、施肥自动化控制功能，主要应用于自动化滴灌、喷灌灌溉工程等。
	卷盘式喷灌机		卷盘式喷灌机采用软管供水，喷枪或双臂喷洒支架安装在划撬或校车上，由水力驱动装置驱动绞盘转动，缠绕软管牵引喷头车边行走边喷洒。卷盘式喷灌机结构简单紧凑、机动性好、自动性高、维修管理方便，使用卷盘式喷灌机，可改善灌溉条件，节水、节能，同时还能增产增收，具有明显的经济效益。
喷灌系统	中心支轴式喷灌机		中心支轴式喷灌机，也称时针式喷灌机，喷灌机中心支轴端固定，其余桁架部分在电机驱动下绕固定端做圆周运动。水从河里或井里用水泵提上来，通过中心支轴端的接口，被送到喷灌机桁架上的输水管中，再通过喷头将水喷洒到田间，实现自动灌溉。这种灌溉方式只需要一个供水点就可以实现较大面积的喷灌，节省人力，节省资源，可适用于谷类、蔬菜、棉花、甘蔗等各种经济作物的灌溉。
	平移式喷灌机		平移式喷灌机，喷灌机桁架整体在电机驱动的轮胎带动下沿田地做往复平移运动，形成矩形的灌溉区域。平移式喷灌机所灌溉的面积取决于喷灌机长度及平移距离两个因素，具有土地利用率高特点。

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

公司能够独立承接大型节水灌溉施工等项目，提供从节水灌溉设备，到工程设计、预算编制、施工安装、调试、售后服务的整体解决方案，形成公司的第二块收入来源。公司拥有市政公用工程施工总承包贰级资质、建筑工程施工总承包贰级资质及电力工程施工总承包贰级资质；2023年新增建筑机电安装工程专业承包贰级资质。

质和建筑装修装饰工程专业承包贰级资质。

图2：润农节水的典型工程项目



资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

节水工程是公司的主要收入来源，且近年来毛利率高于节水材料销售业务。2021-2024H1，公司节水工程收入分别为 4.51、4.61、5.80 和 1.99 亿元，占主营业务收入的比重为 76.6%、69.9%、77.4%和 69.9%。节水材料收入相对稳健，2021-2024H1 收入分别为 1.38、1.99、1.69 和 0.85 亿元，占主营业务收入的比重为 23.4%、30.1%、22.5%和 29.9%。从毛利率水平来看，2021 年起，节水工程和节水材料的毛利率都呈现下降的趋势，2023 年，节水工程和节水材料的毛利率分别为 19.2%和 15.6%。由于政府引导下的行业竞争加剧导致中标项目毛利率下行，且节水装备普通产品直销市场竞争较激烈，公司因质量把控严格等因素导致在成本上不占优势；并且，由于以前年度公共卫生事件，工期延长成本增加，导致毛利率进一步下降。

图3：节水工程是公司主要收入来源（单位：万元）

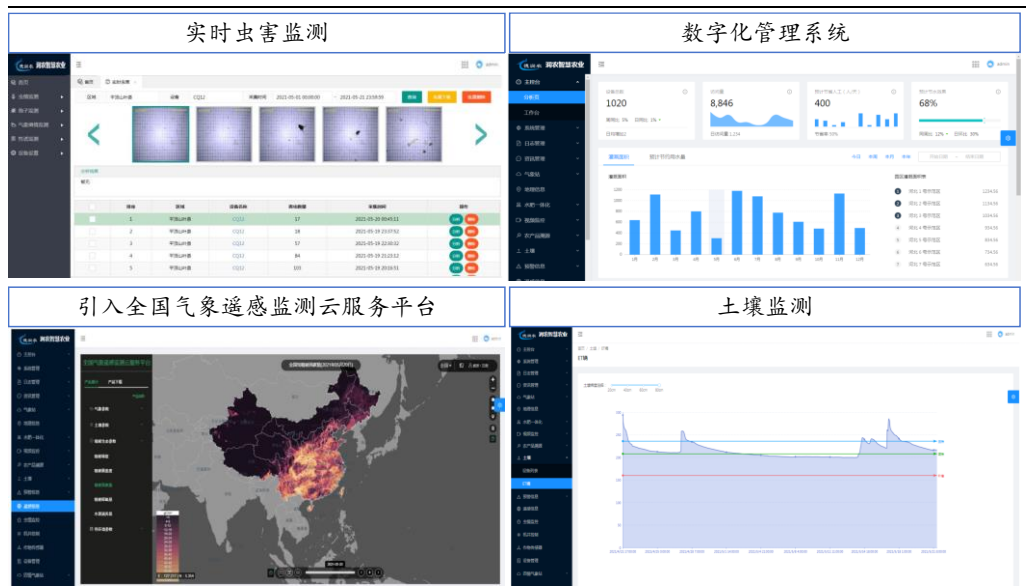
图4：2023 年节水工程毛利率 19.2%





2020年河南省宝丰县、叶县高标准农田建设项目是润农节水打造的国内智慧农业精品标杆项目，搭建了“智慧农业物联网管理平台”，实现了灌溉输水管道化、灌溉管理信息化、灌溉控制智能化、水肥管理精准化，建立了气象、土壤、虫情、墒情、农产品溯源等物联网大数据平台，实现农情远程智能诊断信息数字化管理、网络化传输、图形化分析。该项目年节水量可达到35万m<sup>3</sup>、年节肥可达11.69万元、粮食增产15%-20%。

图6：智慧农业物联网管理平台应用图示



资料来源：公司官网、开源证券研究所

随着智慧农业物联网的普及率逐渐提升，公司在智慧农业领域的布局或为公司带来收入增量，并且反哺主业，构成公司核心竞争力的一部分。公司目前正在信息技术、灌溉设备升级、智慧物联网建设持续科技创新，以现在智慧农业管理平台为依托，力求增加定单中智慧农业项目占比从而提升综合毛利率。

### 1.3、市场：深耕内蒙古及河北市场，西北、西南市场拓展空间较大

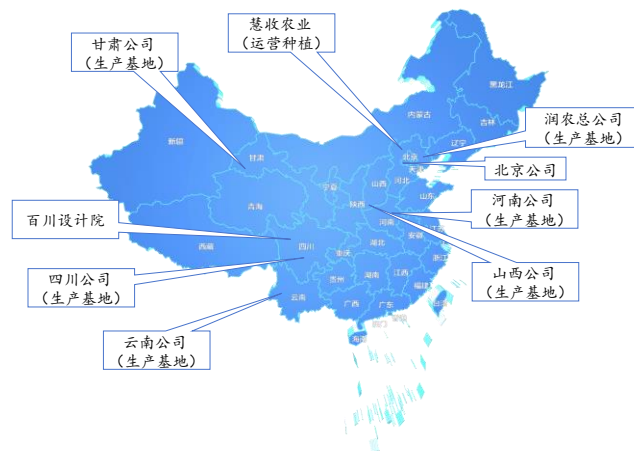
节水灌溉行业竞争格局区域化特点显著，公司市场拓展空间较大。我国节水灌溉企业面临着规模普遍偏小、产业技术含量较低、缺乏自主知识产权、技术创新难等问题，因此当前市场较为分散。我国节水灌溉行业呈现区域化的竞争格局，目前业内主要的同行可比公司有大禹节水（西北、华北地区）、天业节水（新疆地区）、和节水股份（吉林地区），润农节水地处河北唐山，主要客户集中在河北、内蒙古地区，在西北地区的市占率仍然较低。

**表2：节水灌溉行业主要公司呈现区域化的竞争格局**

公司名称	代码	产品种类	产品用途	业务类别	销售区域分布	业务模式	上市/挂牌时间
大禹节水	300021.SZ	PVC 管材、PE 管材、滴灌管、首部过滤装置等	节水灌溉	农田水利产品制造及工程施工；水利工程设计；水利信息化产品制造及方案设计	近年来以西北、华北为主，国外收入较少	以产品销售和工程施工收入为主，水利工程项目。目前在大力推广 PPP 模式	2009 年
天业节水	00840.HK	滴灌带、PVC 管、PE 管及滴灌配件，滴灌带以侧翼迷宫式为主	节水灌溉	主要从事设计、制造及销售滴灌带、PVC/PE 管及用于节水灌溉系统的滴灌配件，以及向客户提供节水灌溉系统的安装服务	以新疆市场为主	以销售产品为主	2006 年
节水股份	835283.NQ	滴灌带、PE 给水管等管材、过滤器、施肥器	节水灌溉	节水灌溉工程设计、施工和技术推广服务，节水灌溉设备和管材的研发、生产、销售，为客户提供一站式系统服务	以吉林市场为主	以产品销售和工程施工收入为主	2015 年
润农节水	830964.BJ	PVC 管材、PE 管材、滴灌带、PE 盲管、管件、首部过滤装置等	节水灌溉	节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售，以及为节水灌溉项目提供从节水灌溉材料、设备到工程设计、施工、安装、调试、技术支持的一站式服务	河北、内蒙古地区为主，国外收入较少	以产品销售和工程施工收入为主。材料销售以直销为主，节水工程项目目前为 EPC 模式	2014 年

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

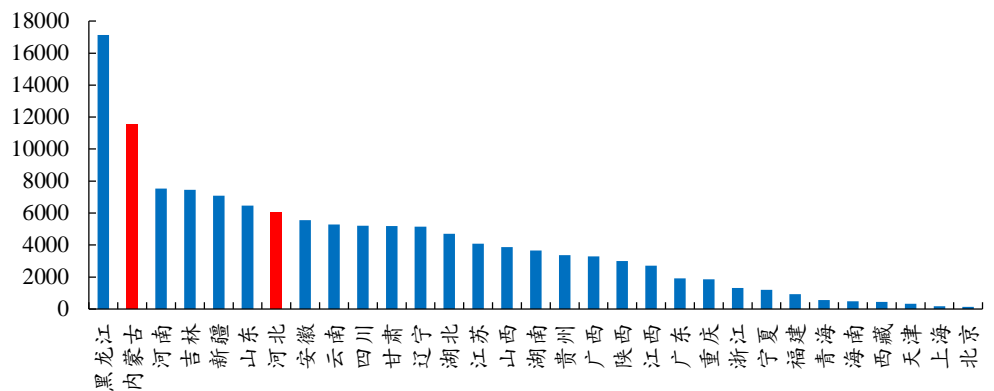
润农节水目前在河北、河南、山西、甘肃、四川和云南拥有六个生产基地，业务范围覆盖我国华北、东北、西北、西南等节水灌溉主要建设区域。

**图7：润农节水业务范围覆盖华北、东北、西北、西南等节水灌溉主要建设区域**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

根据《中国统计年鉴 2023》，润农节水主要销售市场内蒙古及河北的耕地面积分别为 111561.1 和 6011.2 千公顷，在全国排名第 2 和第 7 名。公司目前正积极拓展各区域市场，2023 年辽宁地区销售增长较多，云南地区中标金额较多且持续验收同比增加，海南地区收入实现增长，带动东南地区收入同比增长。

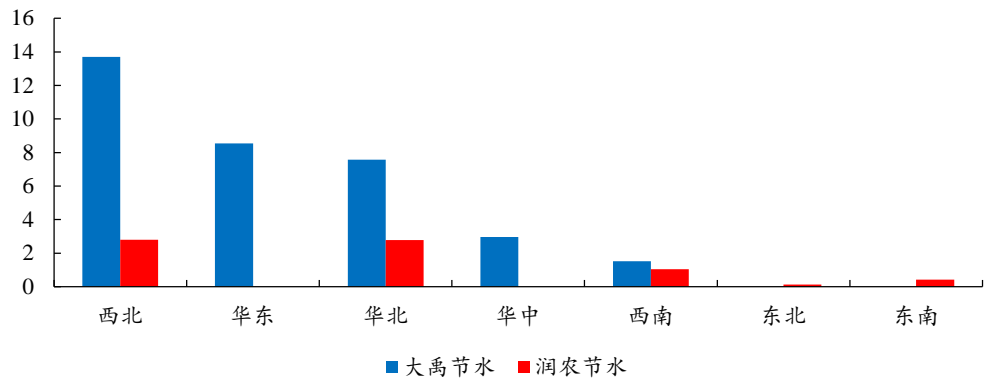
图8：2022 年分地区耕地面积（单位：千公顷）



数据来源：国家统计局《中国统计年鉴 2023》、开源证券研究所

选取行业龙头企业大禹节水进行 2023 年分区域收入的比较，除东北和东南地区大禹节水未涉及，其余地区大禹节水的收入均高于润农节水，可见公司市占率未来扩展空间较大。

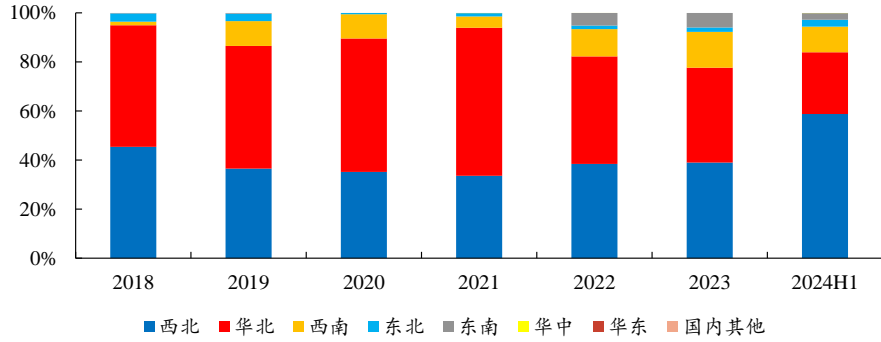
图9：公司与大禹节水偏重市场不同，但仍存在规模差距（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年，润农节水在西北地区和华北地区的销售收入分别为 2.79 亿元和 2.77 亿元，占中国大陆总营收的比例分别为 39.0%和 38.7%。得益于子公司中隆泰在西南地区的业务进展，公司西南地区收入占比有所增加。

图10：公司主要销售区域为西北和华北



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 1.4、技术：国家级专精特新“小巨人”，拥有专利 114 项

公司为国家高新技术企业，河北省节水灌溉装备产业技术研究院依托单位，节水灌溉装备产业技术创新战略联盟理事长单位，公司自建研发中心被认定为河北省企业技术中心、唐山市节水灌溉工程技术中心，目前获评国家级专精特新“小巨人”企业、国家级绿色工厂、河北省“专精特新”示范企业、河北省农业产业化重点龙头企业、河北省制造业单项冠军企业、唐山市市政府质量奖等多项荣誉称号。

公司在滴灌系统、输水管材、节水灌溉控制系统及工程应用等方面均已形成了自主核心技术，包括滴灌带生产技术、低间距滴灌带技术、埋地式滴灌技术、组合式过滤器生产技术、高性能卷盘式喷灌机及大型喷灌机组等。公司核心技术为自主研发及合作研发，并且技术水平均达到行业领先及行业先进水平。2023 年，公司以市场需求和行业发展为导向，坚持研发创新，0.6L/h 滴灌带产品问世，成为国内最小流量滴灌带。截至 2024 年中报，公司拥有专利技术 114 项（其中发明专利 11 项），软件著作权 31 项。

表3：公司核心技术水平较为领先

序号	主营产品类别	与产品对应的核心技术名称	核心技术来源	技术水平
1		滴灌带生产技术	自主研发	行业领先
2	滴灌系统(主要包括内镶贴片式滴灌带、埋地式滴灌管、压力补偿式滴灌管等产品)	低间距滴灌带技术	自主研发	行业领先
3		超薄壁滴灌带技术	自主研发	行业领先
4		压力补偿式滴灌技术	合作研发	行业领先
5		埋地式滴灌技术	自主研发	行业领先
6	输水管材(主要包括 PVC 管材、PE 管材等)	各类输供水管材生产技术	自主研发	行业领先
7	节水灌溉控制系统(主要包括自动控制器、过滤系统、施肥器和自动配方施肥机等首部控制系统)	组合式过滤器生产技术	自主研发	行业领先
8		自动施肥机	自主研发	行业领先
9	以喷灌机为主的喷灌系统(主要包括卷盘式喷灌机、中心支轴式喷灌机、平移式喷灌机等)	高性能卷盘式喷灌机及大型喷灌机组	自主研发	行业先进
10	节水灌溉工程应用	节水灌溉工程应用技术	自主研发	行业先进

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

公司目前已与中国水利科学院、中国农业大学、农业农村部规划设计研究院、河北农业大学、河北省科学院等高校与科研院所开展广泛产学研合作。截至 2023 年末，公司在手研发项目中仍有与高校共同合作研发的项目。

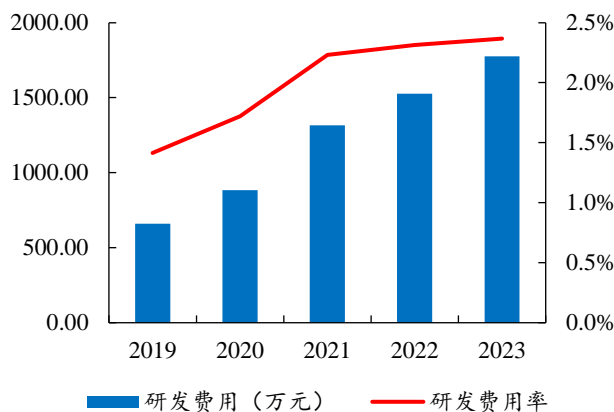
**表4：2023 年公司与高校合作研发的项目情况**

合作单位	合作项目	合作协议的主要内容
西北农林科技大学	旱区作物高效用水国家工程实验室	服务国家重大战略任务和重点工程，解决行业关键核心技术，引领节水农业技术和智能装备行业发展。
河北农业大学	水肥一体化条件下水肥利用率研究	1、期限与地点：2020 年 7 月至 2023 年 7 月在河北省履行。 2、该项目取得相关成果，权属关系为河北农业大学占 60%，润农节水占 40%，同等条件下由润农节水进行成果转化。
河北农业大学	设施智能化灌溉施肥系统研发及其产业化	1、课题来源：河北省科技厅 2、专项名称：重大科技成果转化专项 3、项目实施过程中所产生的科研成果和知识产权归合作双方所有；本研究项目所产生的成果的转让权归双方拥有，由此产生的经济收益分配在成果转化前，由相关各方另行协商确定。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

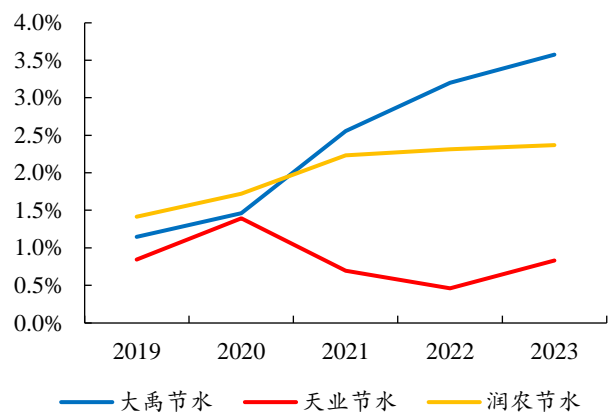
从研发投入角度看，公司重视研究开发，研发投入金额和研发费用率持续上升。2021-2023 年，公司研发费用分别为 1314.73、1526.69、1774.76 万元，占营业收入的比重为 2.2%、2.3%、2.4%。与同行业可比公司大禹节水和天业节水相比，润农节水的研发费用率位于两者之间。

**图11：2023 年公司研发费用 1774.76 万元**



数据来源：Wind、开源证券研究所

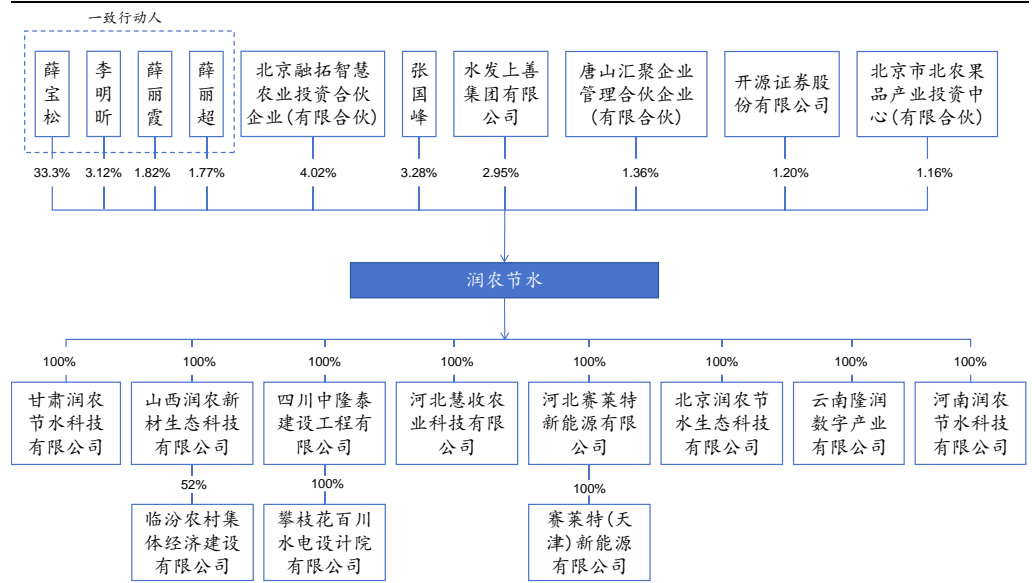
**图12：公司研发费用率位于同行平均水平**



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

### 1.5、战略：引入战略合作伙通过收购快速开拓市场

公司股权结构较为集中。截至 2024 年中报，公司董事长薛宝松及其妻子李明欣为公司实际控制人，分别持股 33.3%和 3.12%，薛丽霞、薛丽超为一致行动人，上述四人合计控制公司 40.01%的股权。

**图13：润农节水股权结构**


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 注：数据截至 2024 年中报

公司通过收购方式快速拓展市场，也通过成立子公司方式尝试进入新的业务领域。公司下设全资控股子公司较多，其中，中隆泰为公司与 2019 年 12 月通过收购方式取得的全资子公司，旨在拓展西南市场；河北赛莱特是公司于 2022 年 6 月成立的全资子公司，从事销售、安装光伏设备业务，是公司多元化扩大业务领域的尝试。

**表5：公司通过收购及设立方式获得较多子公司**

序号	公司名称	投资时间	取得方式	持股比例	经营范围
1	甘肃润农节水科技有限公司	2015 年 7 月	设立	直接持股 100%	生产、销售节水产品、节水工程
2	北京润农节水生态科技有限公司	2017 年 10 月	设立	直接持股 100%	工程项目
3	四川中隆泰建设工程有限公司	2019 年 12 月	收购	直接持股 100%	生产、销售节水产品；设计施工、节水工程
4	攀枝花百川水电设计院有限公司	2019 年 12 月	收购	间接持股 100%	工程项目
5	山西润农新材生态科技有限公司	2020 年 8 月	设立	直接持股 100%	生产、销售节水产品
6	临汾农村集体经济建设有限公司	2022 年 5 月	设立	间接持股 52%	工程项目
7	河北赛莱特新能源有限公司	2022 年 6 月	设立	直接持股 100%	光伏发电研发、服务
8	河南润农节水科技有限公司	2023 年 2 月	设立	直接持股 100%	生产、销售节水产品
9	赛莱特(天津)新能源有限公司	2023 年 5 月	设立	间接持股 100%	电力、热力生产供应
10	河北慧收农业科技有限公司	2024 年 1 月	设立	直接持股 100%	农业种植

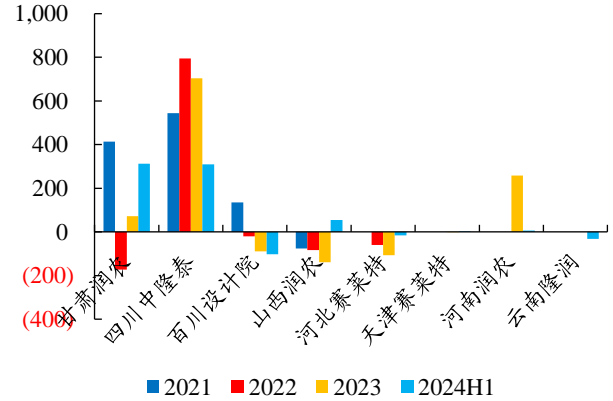
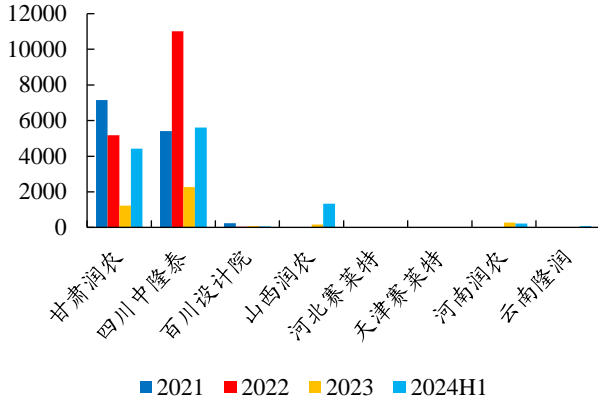
序号	公司名称	投资时间	取得方式	持股比例	经营范围
11	云南隆润数字产业有限公司	2024年1月	设立	直接持股 100%	节水灌溉材料和设备生产销售

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

在众多子公司中，对公司营业收入贡献较大的有甘肃润农和四川中隆泰，对净利润贡献较大的子公司为四川中隆泰，其余公司规模仍然较小。

图14：甘肃润农和中隆泰对收入贡献较大（单位：万元）

图15：中隆泰对公司整体净利润贡献较大（单位：万元）



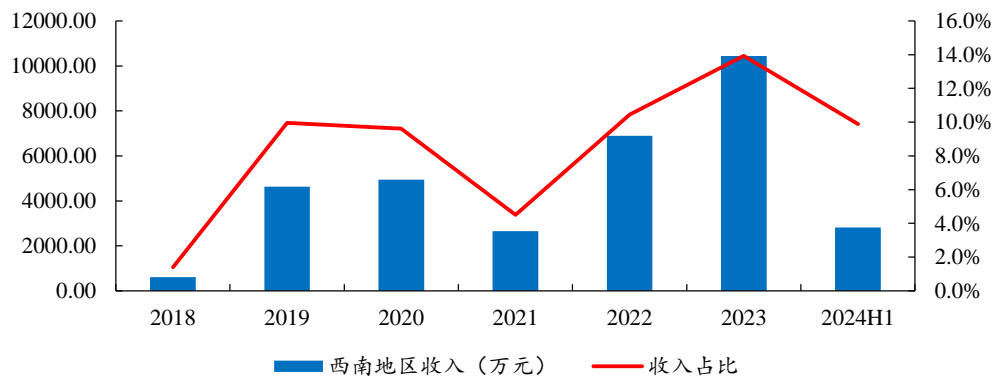
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.5.1、收购四川中隆泰，快速开拓西南市场

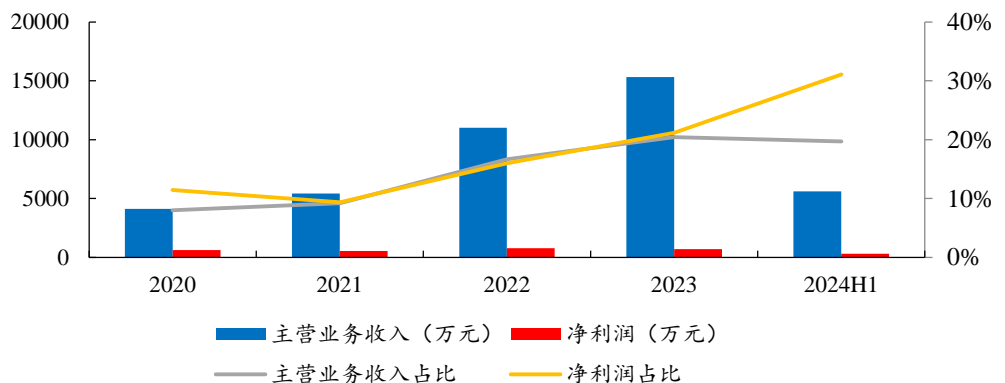
出于双方优势互补、强化润农节水资质优势和开拓西南市场的考量，润农节水于2019年12月收购四川中隆泰建设工程有限公司，对价2000万元，收购PE约为6.6X。中隆泰位于四川攀枝花，位于西南地区腹地，在当地及周边地区节水市场开拓已初具规模，为润农节水打开西南市场提供便利条件，减少市场开拓成本。且在收购时，中隆泰具备水利水电工程施工总承包贰级资质，资质等级较高，有利于润农节水承接更大规模的政府工程。

在2019年实现收购后，润农节水西南地区收入占比显著上升，可见西南市场开拓取得较快的成效。2020-2023年，西南地区的销售收入分别为4939.43、2652.73、6893.81、10445.25万元，占整体营业收入的比重分别为9.6%、4.5%、10.4%、13.9%。2021年西南地区收入占比下降原因系受限于中标时间和施工进度等因素影响。

**图16：2023 年公司西南地区收入占比为 13.9%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

中隆泰收入增长情况好，为润农节水贡献利润占比较大。2021-2024H1，中隆泰营业收入分别为 5420.02/11008.81/15330.13/5609.76 万元，占润农节水总营业收入的比重为 9.2%/16.7%/20.5%/19.7%；净利润分别为 544.88/793.95/704.35/309.44 万元，占润农节水总体净利润的比重为 9.4%/16.0%/21.2%/31.1%。

**图17：2023 年中隆泰贡献公司整体 21.2%的净利润**


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

目前，润农节水在西南地区业务主要以四川和云南地区为主。由于西南地区以水果蔬菜种植为主，当地对节水装备的增产增质需求较高，因此公司西南区域收入保持上升态势。2023 年 10 月，公司与云南省保山市隆阳区政府签署了战略合作协议，并于 2024 年 1 月签署投资协议落地实施相关投资计划。中隆泰及其子公司百川设计院可以独立为客户提供从生产销售到工程设计施工再到后期服务运营管理的全产业链服务。

### 1.5.2、延伸产业链布局，成立农业种植子公司

2024 年 1 月，公司成立了河北慧收农业科技有限公司，主营农业种植、农业托管运营领域，是润农节水主营业务售后服务提升及托管领域，目标是在完善智慧农业管理系统大数据收集的同时，培养一支专业运营服务队伍，有利于公司项目后期



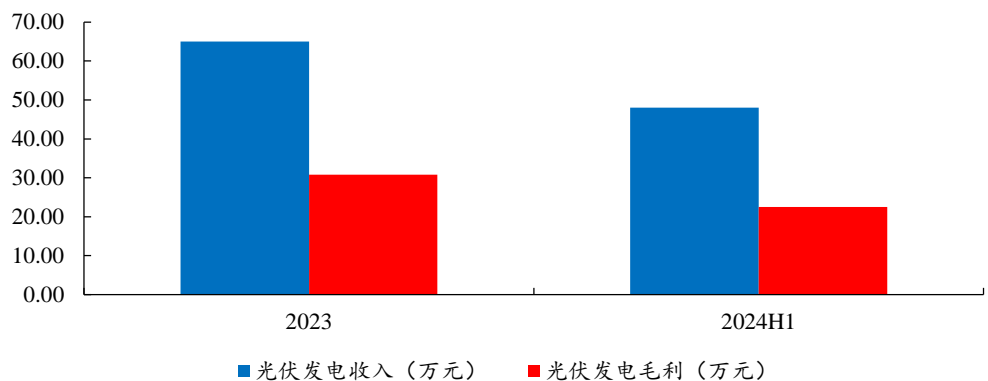
管理及技术研发成果检验和数据收集。该子公司的成立对于润农节水产业链延伸具有重要意义。

### 1.5.3、设立河北赛莱特，开启光伏领域的多元化道路

**利用子公司市场布局优势，开展多元化业务。**基于新能源和可再生能源的良好发展前景及公司战略发展规划，2022年6月公司新设子公司河北赛莱特，主要涉及分布式光伏电站、集中式光伏电站项目，运营售电，配套储能等业务及相关技术服务。润农节水计划依托全国市场布局优势，充分利用在甘肃、山西、四川的三个子公司进行项目投资，以子公司为当地政府招商引资为前提可在当地申请集中式光伏电站建设指标。若按照每个子公司每年从政府申请电站建设指 10MW，建设工商业屋 5MW，加上总公司每年 15MW 计算，年可建设 60MWp 光伏电站用于生产用电，电能如有余量，将并入国家电网。公司计划该集中式光伏电站项目在 3-5 年内，达到在手电站装机容量 1GW 规模。

目前，公司光伏业务仍处于初期阶段，贡献收入规模较小，2023-2024H1 营业收入分别为 65.03、48.01 万元，毛利为 30.78、22.47 万元。

**图18：2023 年光伏业务收入 65.03 万元**



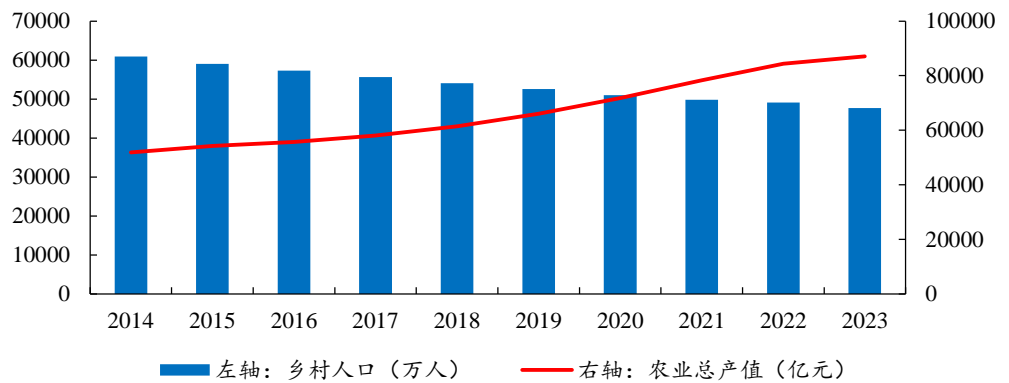
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、“节”尽人工，“管”住点滴：节水灌溉受政策大力支持

### 2.1、农业劳动力逐渐吃紧，农业现代化势在必行

**农业是提供支撑国民经济建设发展的基础产业。**根据国家统计局数据，2023 年中国乡村人口 47700 万人，贡献的农业总产值约为 87073.4 亿元。

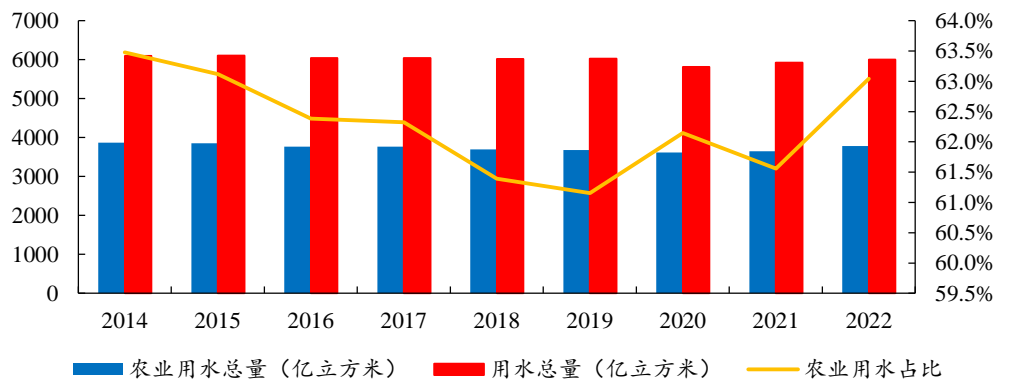
近 10 年来，中国乡村人口数量逐年下降，体现农业劳动力逐渐吃紧的趋势，而农业总产值逐年上升，可见我国农业生产效率呈现上升的趋势。智慧农业作为现代农业发展的重要方向，极大推动了农业现代化进程和生产效率的提升。

**图19：2023年中国农业总产值 87073.4 亿元**


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

## 2.2、我国农业用水超总用水量 60%，政策推动农业拧紧“水龙头”

根据国家统计局数据，2022年我国农业用水量 3781.3 亿立方米，占总用水量的 63.0%，智能灌溉系统的运用或推动高效率农业灌溉，减少水资源浪费。农业灌溉作为国民经济“第一用水大户”，也是水资源“第一浪费大户”，2014年以来，我国农业用水量一直维持在 3600 亿立方米以上，超过总用水量的 60%。滴灌、喷灌等节水灌溉技术的应用，能够显著减少水的蒸发和渗漏，提高水资源的利用效率。此外，智能灌溉系统的推广，通过精准控制灌溉时间和水量，进一步优化了水资源的分配。

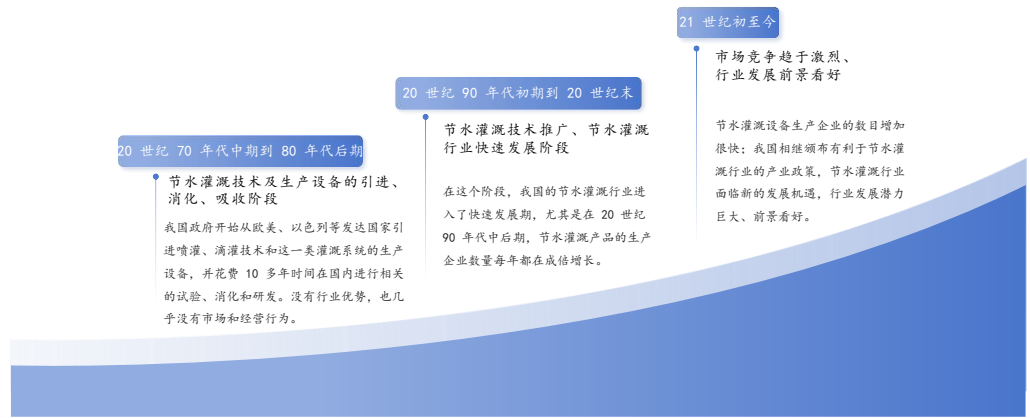
**图20：我国农业用水量占总用水量的 60%以上**


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

**我国面临水资源短缺和分布不均的问题，同时农业灌溉用水的效率亟待提高。**虽然我国水资源总量居世界第 6 位，但人均水资源量仅为世界平均水平的 35%，全国有近三分之二的城市不同程度缺水。同时，农业灌溉用水效率有待提升，截至 2023 年底，我国农田灌溉水有效利用系数（在某次或某一时间内被农作物利用的净灌溉水量与水源渠首处总灌溉引水量的比值）为 0.576，而以色列、澳大利亚等国家高于 0.8，因此我国农业用水效率与国际先进水平仍有较大差距。

我国节水灌溉行业发展经历三个阶段。在 20 世纪 70 年代中期，我国开始从发达国家引进喷灌、滴灌技术和这一类灌溉系统的生产设备，并对其进行研发和消化。20 世纪 90 年代起，国家开始加大力度推广节水灌溉技术，行业初具规模。21 世纪

至今，伴随产业政策的颁布市场竞争逐渐激烈。节水灌溉行业整体处于成长长期阶段，但细分产品所处阶段有所差异，如压力补偿式滴头以及计算机自动化控制等技术还处于幼稚期阶段，而侧翼迷宫式滴灌带等产品已经进入成熟阶段。润农节水的内镶贴片式滴灌带的细分行业处于成长期，具有较大的替代其他滴灌带产品的潜力。

**图21：我国节水灌溉行业经历三个阶段**


资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

近年来众多有利于节水灌溉行业的政策出台，节水灌溉行业发展潜力较大。2024年6月，国家发展改革委等部门发布《关于加快发展节水产业的指导意见》，指出节水产业已成为推动生产力发展和绿色经济增长的关键力量，加快发展节水产业，对于形成节水型生产生活方式，提高水资源节约集约利用水平，促进经济社会发展全面绿色转型具有重要意义。该指导意见明确发展节水产业的总体要求是“到2027年，节水产业规模达到万亿，培育形成一批“专精特新”小巨人企业，初步建立以企业为主体、市场为导向、创新为动力、产学研用相结合的节水产业发展格局；到2035年，培育一批百亿级龙头企业，节水技术工艺、产品装备制造和管理服务达到世界先进水平，节水型生产生活方式全面形成”。其中，推动节水产品装备升级换代、积极培育节水重点企业等指导意见有利于节水产业公司发展。

**表6：节水灌溉行业相关法律法规持续出台**

序号	名称	颁布单位	发布时间文号	主要内容
1	《水利部关于全面加强水资源节约高效利用工作的意见》	水利部	水节约〔2023〕139号	(十二) 推进农业节水增效。持续推进大中型灌区续建配套和现代化改造，提档升级骨干灌排设施。推动高效节水灌溉与高标准农田建设同步实施，分区域规模化推广低压管灌、喷灌、微灌等高效节水灌溉技术。以粮食生产功能区、重要农产品生产保护区和特色农产品优势区为重点，在水土资源条件适宜地区建设一批现代化大、中型灌区，提高灌溉水利用效率和效益。推进农村生活节水，完善农村集中供水和节水配套设施建设，推广普及农村生活节水器具。大力实施高效节水灌溉，“十四五”时期，创建200个节水型灌区。
2	《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点	国务院	2023年1月	加强高标准农田建设。完成高标准农田新建和改造提升年度任务，重点补上土壤改良、农田灌排设施等短板，统筹推进高效节水灌溉，健全长效管护机制。加强水利基础设施建设。扎实推进重大水利工程建设，加快构建国家水网骨干网络。加快大中型灌区建设和现代化改造。实施一批中小型水库及引调水、抗旱备用水源等工程建设。加强田间地头渠系与灌区骨干工程连接等农田水利设施建设。支持重点区域

序号	名称	颁布单位	发布时间文号	主要内容
	《工作的意见》			开展地下水超采综合治理，推进黄河流域农业深度节水控水。
3	《2022年推进智慧水利建设水资源管理工作要点》	水利部	2022年6月	要按照“需求牵引、应用至上、数字赋能、提升能力”的总体要求，在指导做好数字孪生流域建设先行先试的同时，根据水资源管理工作实际，着重加强用水量统计与分析、水资源监管、地下水超采治理等重点业务应用，强化算据、算法、算力，统筹推进水资源管理信息系统建设，不断提升水资源管理数字化、网络化、智能化水平，从严从细管好水资源，为推进水利高质量发展提供有力支撑。
4	《中华人民共和国黑土地保护法》	第十三届全国人民代表大会常务委员会	2022年6月	第十二条县级以上人民政府应当采取以下措施加强黑土地农田基础设施建设：（一）加强农田水利工程建设，完善水田、旱地灌排体系。
5	《“十四五”水安全保障规划》	国家发展改革委、水利部	2022年1月12日发布	《规划》指出，“十四五”期间要抓好8个方面重点任务：5.加强农业农村水利建设，提高乡村振兴水利保障能力；6.加强智慧水利建设，提升数字化网络化智能化水平。
6	全国乡村产业发展规划（2020-2025年）	农业农村部	2020年7月16日发布，农产发〔2020〕4号	坚持立农为农。以农业农村资源为依托，发展优势明显、特色鲜明的乡村产业。把二三产业留在乡村，把就业创业机会和产业链增值收益更多留给农民。到2025年，乡村产业体系健全完备，乡村产业质量效益明显提升，乡村就业结构更加优化，产业融合发展水平显著提高，农民增收渠道持续拓宽，乡村产业发展内生动力持续增强。农林牧渔专业及辅助性活动产值达到1万亿元
7	关于促进乡村产业振兴的指导意见	国务院	正国发〔2019〕12号	坚持农业农村优先发展总方针，以实施乡村振兴战略为总抓手，以农业供给侧结构性改革为主线，围绕农村一二三产业融合发展，与脱贫攻坚有效衔接、与城镇化联动推进，聚焦重点产业，聚集资源要素，强化创新引领，突出集群成链，培育发展新动能，加快构建现代农业产业体系、生产体系和经营体系，推动形成城乡融合发展格局，为农业农村现代化奠定坚实基础。
8	政府投资条例	国务院	国务院令第七12号	政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、农业农村、生态环境保护、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目，以非经营性项目为主。政府投资项目所需资金应当按照国家有关规定确保落实到位。政府投资项目不得由施工单位垫资建设。
9	关于加快推进农业机械化和农机装备产业转型升级的指导意见	国务院	2018年12月29日发布，国发〔2018〕42号	稳定实施农机购置补贴政策，对购买国内外农机产品一视同仁，最大限度发挥政策效益，大力支持保护性耕作、秸秆还田离田、精量播种、精准施药、高效施肥、水肥一体化、节水灌溉、残膜回收利用、饲草料高效收获加工、病死畜禽无害化处理及畜禽粪污资源化利用等绿色高效机械装备和技术的示范推广。加大农机新产品补贴试点力度，支持大马力、高性能和特色、复式农机新装备示范推广。
10	关于乡村振兴战略的意见	国务院	2018年1月2日日发布	大规模推进农村土地整治和高标准农田建设，稳步提升耕地质量，强化监督考核和地方政府责任。加强农田水利建设，提高抗旱防洪除涝能力。实施国家农业节水行动，加快灌区续建配套与现代化改造，推进小型农田水利设施达标提质，建设一批重大高效节水灌溉工程。
11	关于建立粮食生产功能区和重要农产品生产保护区的指导意见	国务院	2017年4月10日发布，国发〔2017〕24号	依据高标准农田建设规划和土地整治规划等，按照集中连片、旱涝保收、稳产高产、生态友好的要求，积极推进“两区”范围内的高标准农田建设。加强“两区”范围内的骨干水利工程和中小型农田水利设施建设，因地制宜兴建“五小水利”工程，大力发展节水灌溉，打通农田水利“最后一公里”。

序号	名称	颁布单位	发布时间文号	主要内容
12	中华人民共和国水法	第九届全国人大常委会	2002年8月29日颁布 2002年10月1日施行, 中华人民共和国主席令第七十四号	第八条国家厉行节约用水, 大力推行节约用水措施, 推广节约用水新技术、新工艺, 发展节水型工业、农业和服务业, 建立节水型社会。第五十条各级人民政府应当推行节水灌溉方式和节水技术, 对农业蓄水、输水工程采取必要的防渗漏措施, 提高农业用水效率。
13	水利工程建设招标投标管理规定	水利部	2001年10月29日水利部令第14号发布	第三条符合下列具体范围并达到规模标准之一的水利工程建设项目必须进行招标。 (一) 具体范围 1、关系社会公共利益、公共安全的防洪、排涝、灌溉、水力发电、引(供)水、滩涂治理、水土保持、水资源保护等水利工程项目; 2、使用自有资金投资或者国家融资的水利工程建设项目; 3、使用国际组织或者外国政府贷款、援助资金的水利工程建设项目。(二) 规模标准 1、施工单项合同估算价在 200 万元人民币以上的; 2、重要设备、材料等货物的采购, 单项合同估算价在 100 万元人民币以上的; 3、勘察设计、监理等服务的采购, 单项合同估算价在 50 万元人民币以上的; 4、项目总投资额在 3,000 万元人民币以上, 但分标单项合同估算价低于本项第 1、2、3 目规定的标准的项目原则上都必须招标。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

此外, 2023 年四季度国家增加发行 1 万亿特别国债, 支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设, 其中明确提到用于京津冀和东北地区受灾地区高标准农田建设, 或有利于润农节水等主营业务区域覆盖京津冀和东北地区的公司。

**我国 2024 年中央一号文件第二十一一年聚焦中国“三农”议题。**文件中提到的几个关键点包括:

1) 加强农业基础设施建设。这意味着政府将投资于提高农田质量, 特别是在东北黑土地地区、平原地区和有水利灌溉条件的地区。**目标是建设高标准农田, 并提高中央和省级的投资补助水平。**此外, 还将取消对产粮大县的资金配套要求, 加强监管以确保建设质量。

2) 推进农村基础设施补短板。这包括改善农村供水工程体系, 提升农村供水水质, 以及实施数字乡村发展行动。**通过发展智慧农业, 减少城乡之间的数字鸿沟。**

3) 完善乡村振兴多元化投入机制。政府将强化财政和金融的协同作用, 鼓励在不增加地方政府隐性债务的前提下, **对高标准农田和设施农业建设等涉农领域进行贷款贴息奖补试点。**

图22：2024 年中央一号文件

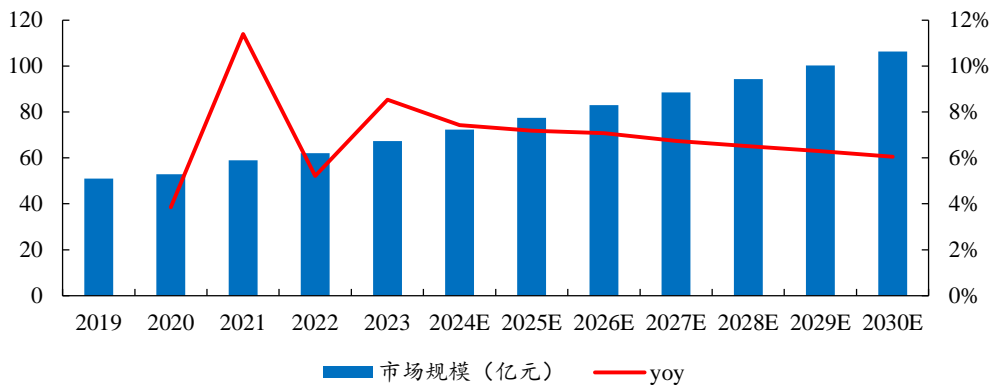


资料来源：人民网《一图速览 2024 年中央一号文件》

总体而言，节水灌溉行业属于国家大力扶持的行业，从水利、农业、农业综合开发、土地整理以及城市园林等行业和领域入手加大对节水灌溉工程的投入，我国随着国家多项政策的出台，国内节水灌溉市场规模迅速增加，节水灌溉行业面临良好的发展机遇，市场前景广阔。

根据智研瞻产业研究院，2023 年中国滴灌带行业市场规模 67.29 亿元，预计 2024-2030 年中国滴灌带行业市场规模增长率在 6%-8%，2030 年中国滴灌带行业市场规模 106.31 亿元。

图23：2023 年中国滴灌带行业市场规模 67.29 亿元



数据来源：智研瞻产业研究院、开源证券研究所

### 2.3、滴灌：干旱地区最有效的节水灌溉方式，同时也能施肥

润农节水所处行业为水利行业中的节水灌溉行业，细分市场为微滴灌市场。传

统的农业灌溉方式是采用土渠输水灌溉，渠系水利用系数一般为 0.30 左右，渗漏和蒸发程度较高，水资源浪费严重。使用节水灌溉技术，可有效提高水资源利用效率。根据节水灌溉技术的不同，可将节水灌溉行业分成滴灌、喷灌、低压管灌和渠道防渗。新型喷滴灌技术也快速涌现，包括水肥一体化、压力灌溉技术、埋藏式灌溉技术、喷洒式灌溉技术、散布式灌溉技术和智能式喷灌系统等，这些新技术的推广及其产业化进程，为喷滴灌设备在未来的广泛应用奠定了坚实的基础。

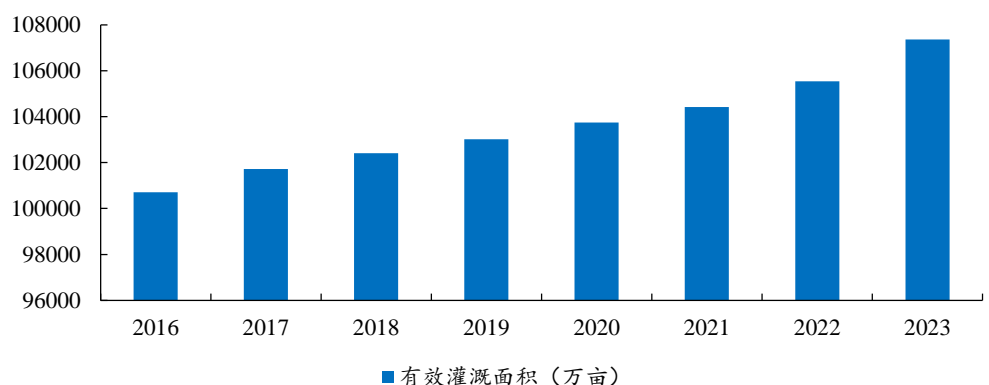
**表7：节水灌溉行业分为滴灌、喷灌、低压管灌和渠道防渗**

方法	技术手段	节水效率（相比漫灌）	经济效益	投资规模及回收期	优点
微灌（滴灌）	通过毛管上的滴头将水直接滴入作物根部附近土壤，最节水，能够实现水肥一体化	50%-80%	节水、增产	1,500-3,000 元/亩，2 年	省水、省工、增产、节能、灌溉效果最佳、地形适应力强
喷灌	采用喷头将水打成小水滴喷向作物	30%-50%	节水、增产	1,000-1,500 元/亩，2 年	省水、省工、灌水均匀、增产、地形适应力强
低压管灌	采用管道代替沟渠中的明水，减少渗漏损失	15%-30%	节水	较低	省水、投资较低
渠道防渗	在供水渠道上加做防渗层，减少水渗漏损失	15%	节水	较低	减少水的渗漏

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

**滴灌技术是干旱和水资源匮乏地区节水灌溉最有效的方式，其水资源利用率能够达到 95%。**与喷灌相比，滴灌不仅节水效果更佳，还能显著提高产量。此外，滴灌技术能够与施肥相结合，使肥料利用率翻倍。它适用于果树、蔬菜、经济作物以及温室大棚等多种作物的灌溉需求。在水资源紧张的地区，滴灌同样适用于大田作物的灌溉。

微灌技术自 20 世纪中叶起便已投入应用，以色列、美国、西班牙、意大利、澳大利亚、韩国等国家在该领域的研究一直处于全球领先地位，其中以色列 80% 的灌溉面积已经采用了先进的微灌技术，成为微灌技术发展的代表国家。以色列的耐特菲姆、普拉斯托等多家节水灌溉公司技术都处于世界领先。而在我国，2023 年有效灌溉面积为 10.7 亿亩，高效节水灌溉的面积约为 4.1 亿亩，占有有效灌溉面积不到 40%，因此节水灌溉发展空间较大，微灌等技术的普及率和应用率仍有待释放。

**图24：2023 年我国有效灌溉面积 107360 万亩**


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

## 2.4、竞争格局：国内上市企业有限，滴灌类产品国产化率较高

从全球节水灌溉设备行业来看，以色列、美国等国家由于农业现代化开始时间较早，在研发和制造领域处于世界领先地位，曾长期垄断了世界上高端节水设备的生产，代表企业有以色列的 Plastro(普拉斯托)和 Netafim(耐特菲姆)，美国的 Rainbird(雨鸟)和 Nelson(尼尔森)等。

随着我国在节水灌溉设备领域的研发投入不断增加，节水灌溉设备制造技术迅速提升，产品质量已经接近发达国家的标准，并凭借价格上的优势形成与发达国家竞争的格局，同时，由于工程施工需要资质，国内企业占据较大优势，目前国内农业种植基本使用国产品牌滴灌类产品。

如润农节水，公司以 ISO9001 认证为管理基础，产品经水利部灌排中心检测各项指标均达到国家标准，取得灌溉甲壹级资质，市政公用工程施工总承包贰级资质、建筑工程施工总承包贰级资质及电力工程施工总承包贰级资质，生产产品可广泛用于温室大棚、大田农作物、果园、棉花等领域及山区、丘陵等干旱地区给排水及节水工程。润农专注于农业节水技术的研究及推广，现阶段大部分收入来自于高标准农田建设招投标。

## 3、业绩回顾：多年收入持续增长，盈利能力强于可比公司

### 3.1、政策向好带动收入体量上升，行业毛利下行导致净利润承压

回顾公司整体财务状况，近年来公司营业收入持续上升，归母净利润短期承压。2019-2023 年，公司持续受益于国家政策扶持，营业收入持续上涨，2023 年营业收入 7.5 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 12.6%。盈利端，公司归母净利润与收入呈反向变动趋势，2021-2023 年持续下降，分别为 5816.8、4954.9 和 3328.7 万元，一方面受到行业毛利率下行的压力，公司整体盈利能力下降；另一方面，公司持续增加研发投入，费用率有所上升；同时，公司计提应收账款坏账准备增加。

图25：2023 年公司营业收入 7.5 亿元 (+13.6%)

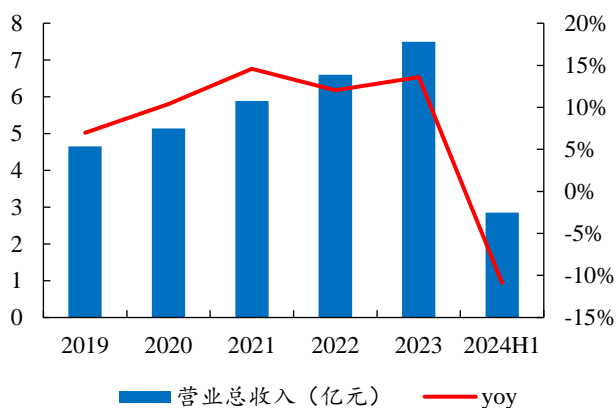
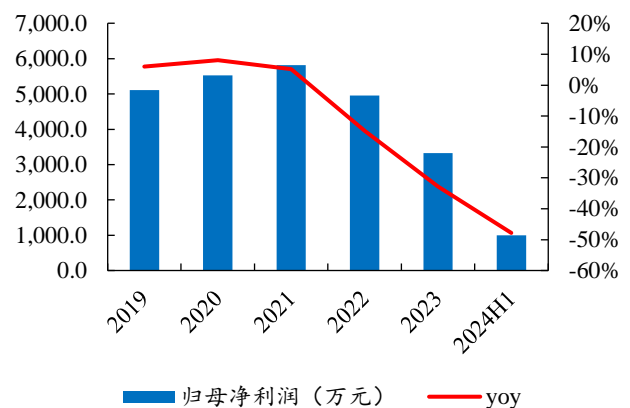


图26：2023 年公司归母净利润 3328.7 万元 (-32.9%)

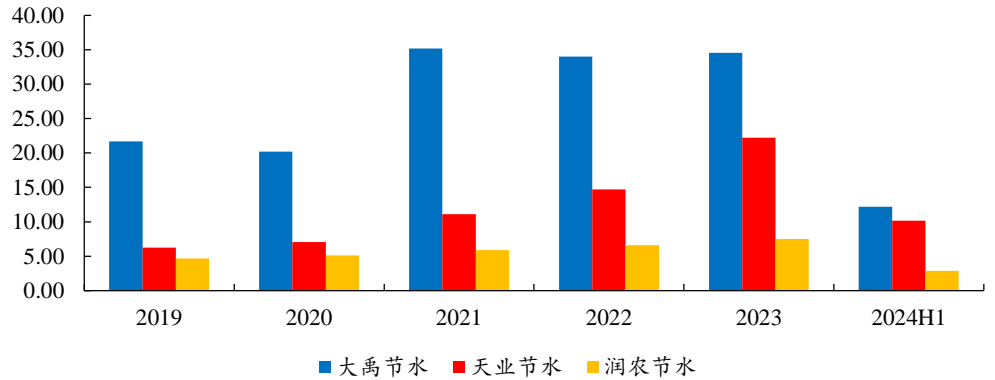


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

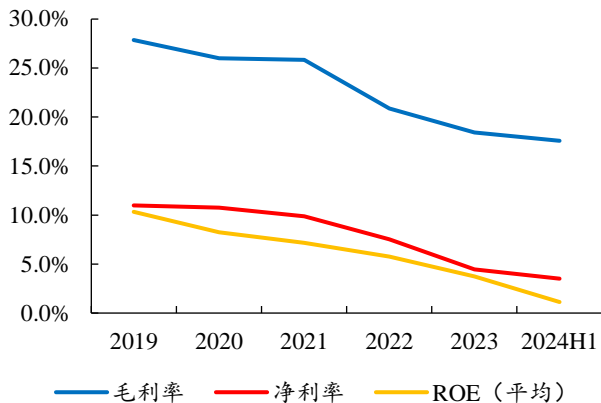
同行业可比公司中，大禹节水收入存在波动，总体向上，天业节水收入保持较快增速，反映节水灌溉行业整体的增长空间。



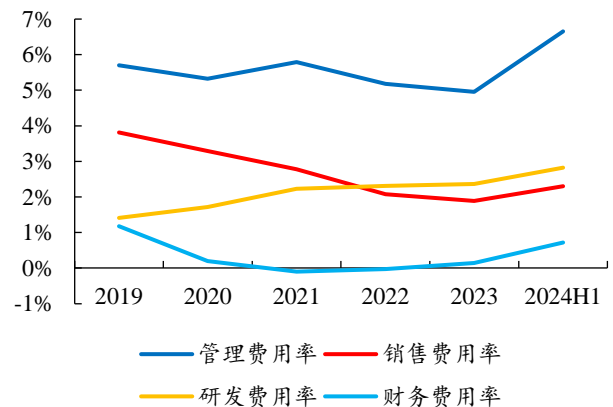
**图27：可比公司收入呈现同比上升的趋势（单位：亿元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

受行业整体毛利率下行影响，公司盈利能力有所下滑。2021-2024H1，公司毛利率为 25.8%、20.9%、18.4%和 17.6%，净利率分别为 9.9%、7.5%、4.4%和 3.5%，主要由于以前年度的公共卫生事件导致工期延长成本增加。从公司费用率角度来看，公司费用情况较为平稳，期间费用率保持在 10%左右水平。

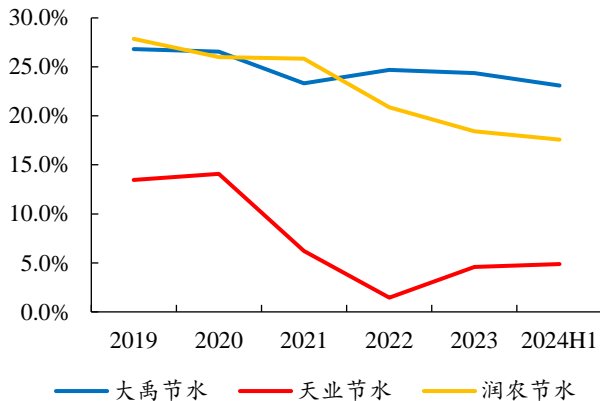
**图28：公司盈利能力有所下滑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

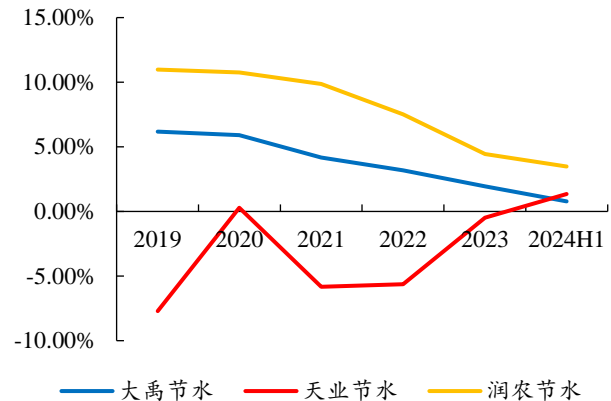
**图29：公司期间费用率较为稳定**


数据来源：Wind、开源证券研究所

从可比公司盈利能力角度对比来看，公司毛利率和净利率均处于可比公司较高水平，盈利能力较强。天业节水在毛利率和净利率方面表现不佳，2019-2023 年中有 4 年净利率为负；大禹节水作为行业龙头企业，毛利率始终维持在较高的水平，而其净利率近年来也呈现逐年下降的趋势。对比来看，润农节水的净利率高于大禹节水，可见其在成本控制、产品定价策略或运营效率方面可能具有一定优势。

**图30：润农节水毛利率处于较高水平**


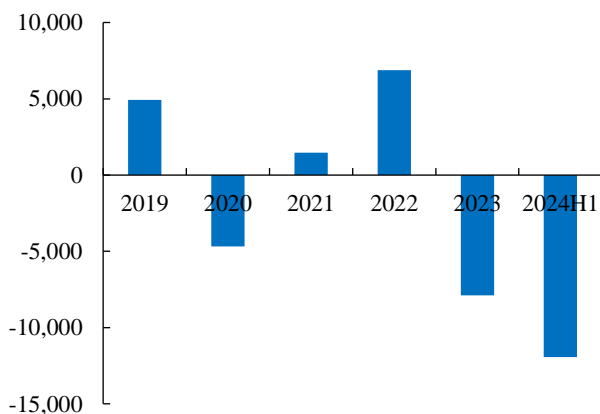
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图31：润农节水净利率高于大禹节水**


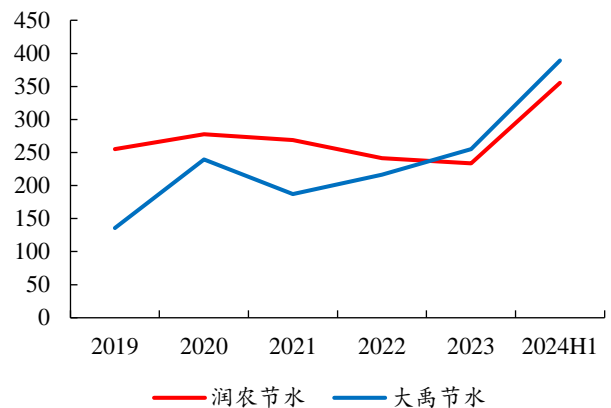
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、行业特点及客户类型决定销售回款滞后

**公司经营活动现金流净额承压。**公司经营活动产生的现金流净额较为不稳定，2021-2023年分别为1461.12、6874.75和-7888.75万元。由于公司客户大部分为各地政府部门，结算流程较长，项目回款滞后和开工垫资情况较为常见。2023年公司销售回款较慢，回款低于新增工程支出成本，导致出现经营活动现金流为负数的情况。从公司应收账款的回款情况也可以看出公司项目回款存在压力，公司的应收账款周转天数持续上升，2023年达233.75天。与大禹节水的应收账款回款情况对比可以发现，行业内公司普遍面临回款滞后问题，因此润农节水的应收账款周转情况符合行业特点。

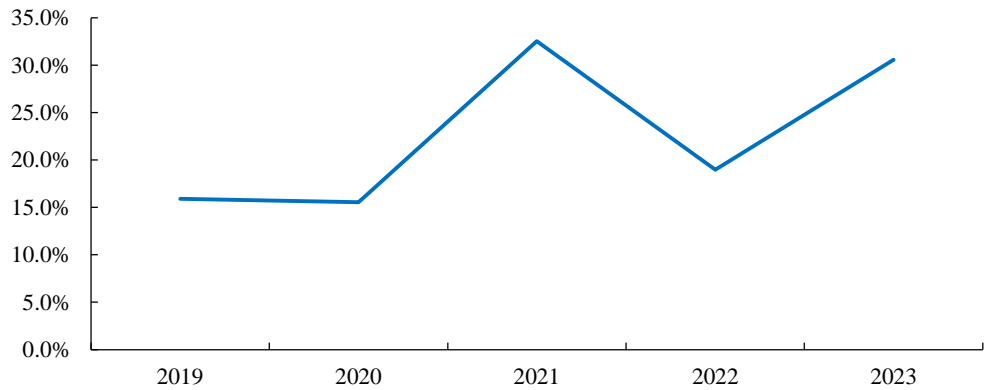
**图32：受行业特点影响公司经营活动现金流受项目回款滞后影响（单位：万元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图33：公司应收账款周转天数有所上升（单位：天）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司前五大客户销售收入占比较为合理，不存在过度依赖大客户的情形。2021-2023年，公司前五大客户销售收入占比分别为32.5%、19.0%和30.6%。

**图34：公司不存在过度依赖大客户的情形**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

润农节水是一家专业从事节水灌溉产品研发、生产制造、灌溉工程设计、施工的综合性企业，公司作为行业内多数不多的上市公司，在节水灌溉行业资源向规模企业倾斜的趋势下有望持续受益。

受益于国内政策端利好，如 2024 年中央一号文件强调加强农业基础设施建设、推进农村基础设施补短板、完善乡村振兴多元化投入机制，以及 2023 年四季度国家增加发行 1 万亿特别国债，支持京津冀和东北地区受灾地区高标准农田建设，同时，公司积极开拓新市场区域、深化智慧农业布局等内在动因，公司业绩增量有望持续释放。

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 0.40/0.53/0.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.15/0.20/0.25 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 18.0/13.7/11.0 倍。同时 PB (LF) 0.81 倍也大幅低于可比公司均值 1.56 倍和中值 1.44 倍。公司作为节水灌溉行业领军企业，产品线丰富，服务完善，技术优势显著，盈利能力高于同行公司水平，我们看好公司所处的节水灌溉行业及滴灌技术方向，首次覆盖给予“增持”评级。

**表8：预计公司当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 18.0/13.7/11.0 倍**

公司代码	公司名称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	2024E			2025E			2026E		
				PE TTM	EPS TTM	PB LF	PE	EPS	PB	PE	EPS	PB
300021.SZ	大禹节水	3.1	26.4	59.3	0.05	1.43	-	-	-	-	-	-
002215.SZ	诺普信	7.8	78.1	17.4	0.45	2.00	12.9	10.0	8.7	0.60	0.77	0.90
000902.SZ	新洋丰	11.4	142.9	11.4	1.00	1.45	10.3	8.8	7.4	1.11	1.30	1.54
300387.SZ	富邦股份	6.5	18.7	17.6	0.37	1.37	-	-	-	-	-	-
	<b>均值</b>	<b>7.2</b>	<b>66.5</b>	<b>26.4</b>	<b>0.47</b>	<b>1.56</b>	<b>11.57</b>	<b>9.41</b>	<b>8.04</b>	<b>0.86</b>	<b>1.04</b>	<b>1.22</b>
	<b>中值</b>	<b>7.1</b>	<b>52.2</b>	<b>17.5</b>	<b>0.41</b>	<b>1.44</b>	<b>11.57</b>	<b>9.41</b>	<b>8.04</b>	<b>0.86</b>	<b>1.04</b>	<b>1.22</b>
<b>830964.BJ</b>	<b>润农节水</b>	<b>2.8</b>	<b>7.3</b>	<b>30.1</b>	<b>0.09</b>	<b>0.81</b>	<b>18.0</b>	<b>13.7</b>	<b>11.0</b>	<b>0.15</b>	<b>0.20</b>	<b>0.25</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2024 年 9 月 20 日；可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

## 5、风险提示

行业竞争加剧风险，产业政策退出风险，工程项目延期风险

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	947	1003	1095	1353	1333
现金	93	92	205	247	270
应收票据及应收账款	432	545	531	704	632
其他应收款	21	21	45	34	59
预付账款	6	6	13	10	17
存货	301	334	298	356	352
其他流动资产	95	5	2	3	3
<b>非流动资产</b>	129	145	143	155	161
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	75	84	91	100	106
无形资产	11	11	10	10	10
其他非流动资产	44	50	41	45	45
<b>资产总计</b>	1077	1148	1238	1508	1494
<b>流动负债</b>	172	219	285	515	447
短期借款	0	10	0	158	45
应付票据及应付账款	108	135	218	290	331
其他流动负债	64	74	67	66	71
<b>非流动负债</b>	28	32	29	29	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	32	29	29	30
<b>负债合计</b>	200	251	314	544	477
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	261	261	261	261	261
资本公积	241	241	241	241	241
留存收益	375	395	424	460	504
<b>归属母公司股东权益</b>	877	897	924	964	1017
<b>负债和股东权益</b>	1077	1148	1238	1508	1494

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	69	-79	155	-79	173
净利润	50	33	40	53	66
折旧摊销	10	11	11	13	15
财务费用	-0	1	-1	3	4
投资损失	-0	-1	-0	-0	-1
营运资金变动	-7	-151	70	-178	56
其他经营现金流	17	28	35	32	32
<b>投资活动现金流</b>	-62	83	-14	-22	-20
资本支出	17	13	21	20	20
长期投资	-46	94	0	0	0
其他投资现金流	1	2	7	-2	0
<b>筹资活动现金流</b>	-14	-7	-27	-16	-16
短期借款	0	10	-10	158	-114
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-17	-17	-174	98
<b>现金净增加额</b>	-7	-3	113	-117	137

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	660	750	966	1234	1501
营业成本	522	612	791	1015	1240
营业税金及附加	4	3	4	6	6
营业费用	14	14	22	28	35
管理费用	34	37	50	63	75
研发费用	15	18	27	31	38
财务费用	-0	1	-1	3	4
资产减值损失	-0	-1	-0	-1	-1
其他收益	2	3	3	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	1
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	53	38	46	60	76
营业外收入	5	0	2	2	1
营业外支出	2	0	2	1	1
<b>利润总额</b>	56	39	46	61	76
所得税	6	5	6	8	10
<b>净利润</b>	50	33	40	53	66
少数股东损益	-0	0	0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	50	33	40	53	66
EBITDA	64	48	56	74	92
EPS(元)	0.19	0.13	0.15	0.20	0.25

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.0	13.6	28.9	27.8	21.6
营业利润(%)	-24.7	-28.3	21.0	29.0	27.0
归属于母公司净利润(%)	-14.8	-32.9	20.9	31.6	24.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.9	18.4	18.2	17.8	17.4
净利率(%)	7.5	4.4	4.2	4.3	4.4
ROE(%)	5.7	3.7	4.4	5.5	6.5
ROIC(%)	5.3	3.5	4.1	4.6	6.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	18.6	21.9	25.4	36.1	31.9
净负债比率(%)	-7.5	-6.1	-19.4	-6.6	-19.7
流动比率	5.5	4.6	3.8	2.6	3.0
速动比率	3.7	3.0	2.7	1.9	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	1.5	1.5	1.8	2.0	2.3
应付账款周转率	5.0	5.1	4.5	4.0	4.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.13	0.15	0.20	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	-0.30	0.59	-0.30	0.66
每股净资产(最新摊薄)	3.36	3.43	3.54	3.69	3.89
<b>估值比率</b>					
P/E	14.6	21.8	18.0	13.7	11.0
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.8	13.9	9.8	9.0	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

29 / 31

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

1截至9月27日，开源证券自营投资持仓2976665股，无限售期，本材料完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn