

国光股份深度报告

植物生长调节剂龙头，产能释放助力开拓蓝海市场

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系人：毛晓龙

邮箱：maoxl@hx168.com.cn

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1、植物生长调节剂龙头，蓝海市场隐形冠军：国内植物生长调节剂市场规模约75-85亿元（含原药和出口），公司2019年植物生长调节剂销售额为3.76亿元，占比约4-5%，**植物调节剂登记证和销量稳居国内第一**。按照国内现有农作物种植面积计算，未来达到50%的渗透率下终端市场规模将达到315亿元，若按照100%渗透率计算市场规模有望达到630亿元，是20年85亿元市场规模的7倍。公司作为植物生长调节剂赛道的绝对龙头以及唯一上市公司，有望在未来继续扩大优势。

2、募投项目陆续投产，未来成长可期：此前公司IPO募投项目由于位于新工业园区，进度有所滞后。截至2019年底公司IPO项目已经全部建成陆续投入试生产，2020年公司3.2亿可转债成功发行为后续增长奠定了基础。根据公司项目可研报告，IPO与可转债项目达产后收入有望较2020年翻一番。公司于2020年10月计划对依尔双丰增资2亿元用于3.5万t/a原药及中间体项目的建设，该项目建成后公司原药供给能力将大幅提升，公司综合盈利能力将进一步加强。

3、财务数据优异，领跑农化行业：对比A股农化上市公司，公司由于产品的特殊性与轻资产运行的特点，产品的毛利率、净利率、ROE、财务杠杆远优于大部分同行，我们看好公司未来产能扩张以及下游拓展带来的增长。

4、巩固原有优势，“技术+服务”拓展渠道：由于主要产品处于导入期，公司不仅有遍布全国的经销网络，同时销售、技术人员下沉到终端市场，通过技术服务与建立试验田的方式增强终端用户粘性。2020年11月公司收购山西浩之大55%股权，不仅增加了公司农化产品的登记证书，也丰富了公司在大田粮食作物和油料作物上应用的产品，同时扩宽了在全国市场的渠道。

5、盈利预测与投资建议：

2020年受江苏景宏生物减值影响，同时加上IPO项目在建工程转固，2020年公司当期归母净利润受影响较大，我们预计2020-2022年公司营业收入分别为11.60/13.62/16.03亿元，同比+14.4%/+17.4%/+17.7%，归母净利润分别为1.69/2.70/3.22亿元，同比-15.8%/+59.7%/+18.9%，EPS分别为0.39/0.63/0.75元，对应2021年3月5日收盘价PE分别为28/18/15倍。对比A股农化行业各细分赛道龙头，公司21-22年估值显著低于平均水平，我们看好公司作为植物生长调节剂的绝对龙头，且标的具有稀缺性，以及未来产能有序释放带动的业绩增长，给予公司目标价15.75元，对应2021年25倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示

新项目投产进度不及预期、下游客户开拓进度不及预期、公司主要原材料价格波动。

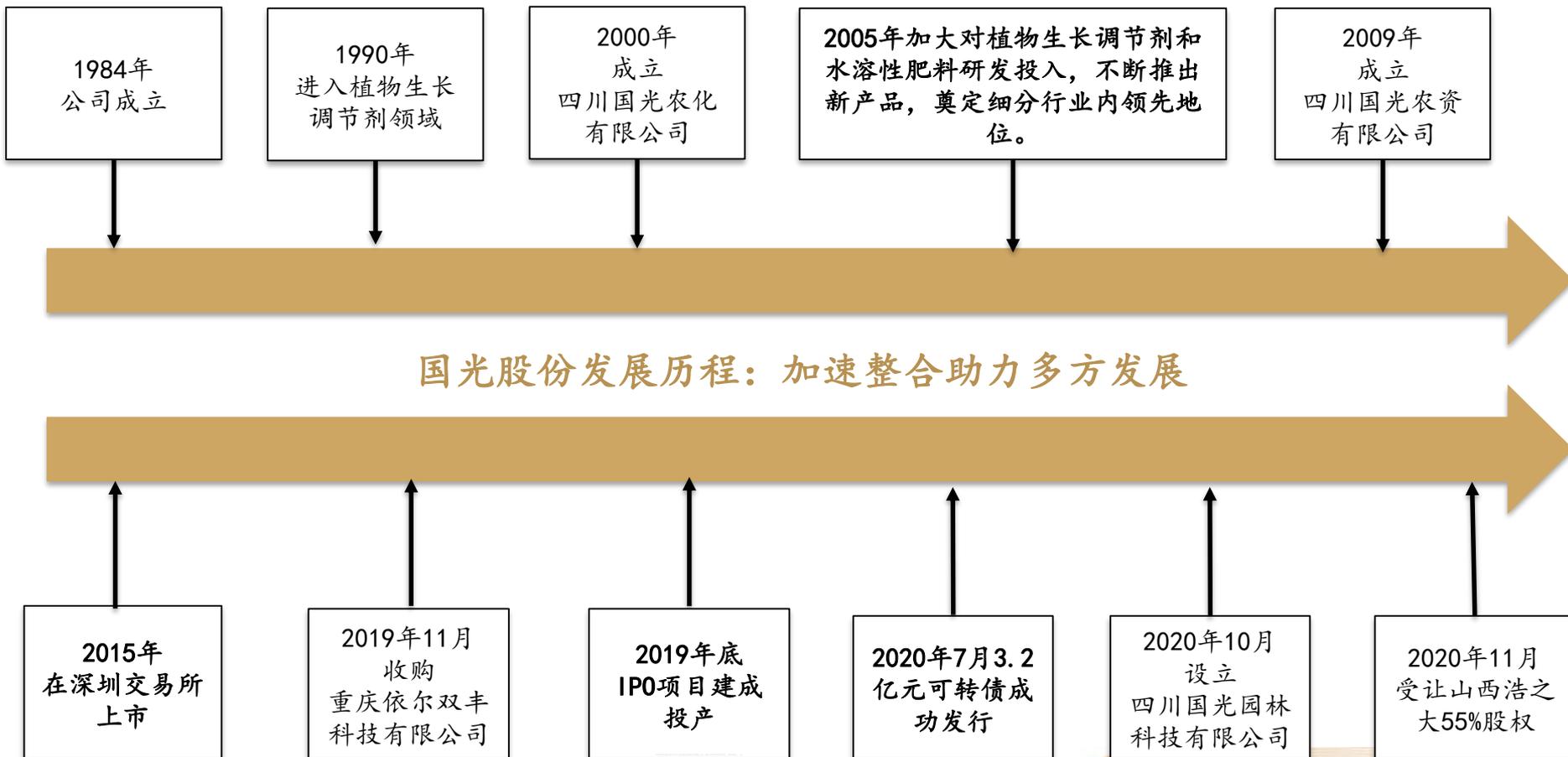
目录

contents

- 一、 植物生长调剂龙头，领跑蓝海市场
- 二、 产能有序释放，迎来持续增长期
- 三、 巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王
- 四、 盈利预测与投资建议
- 五、 风险提示

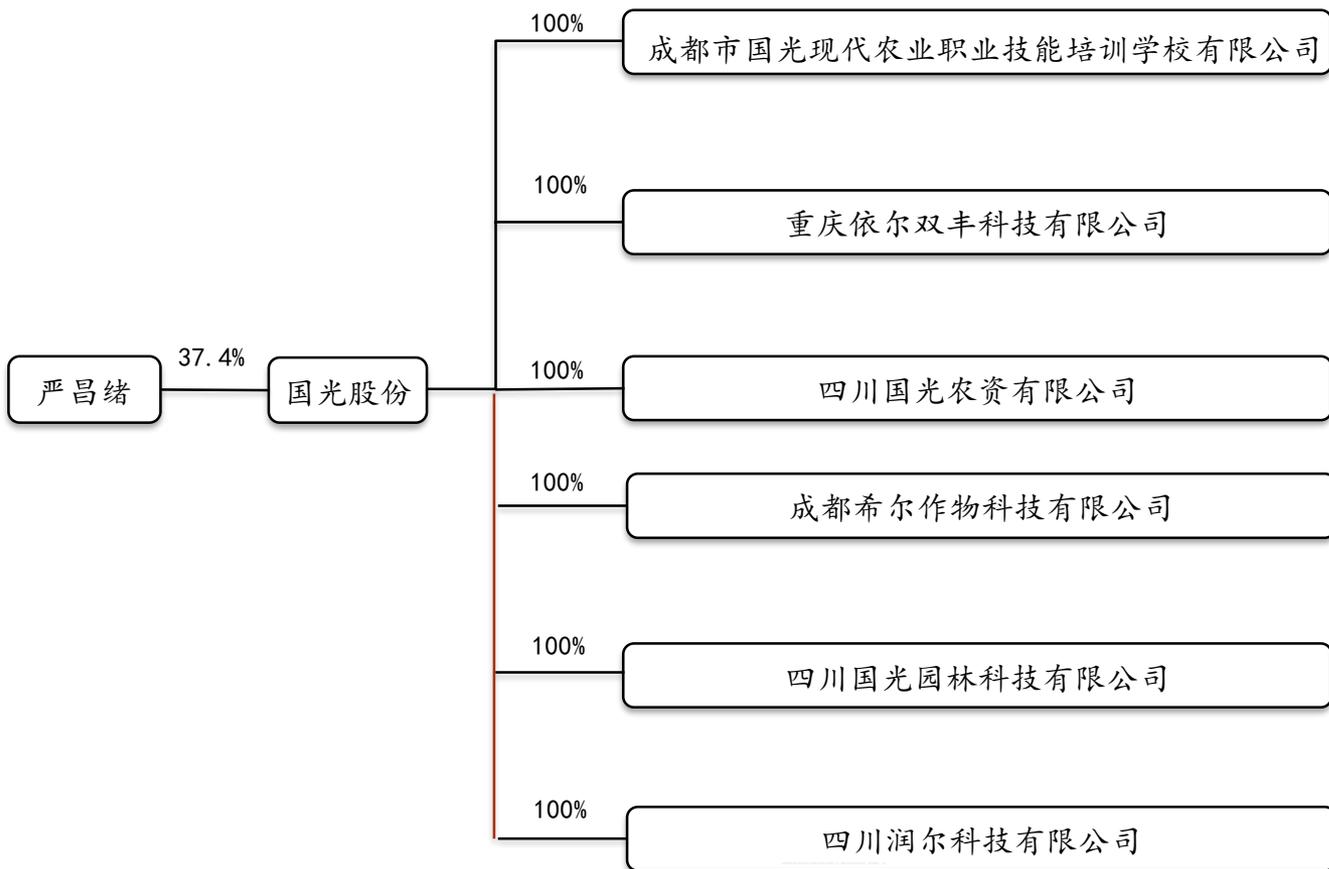
1、植物生长调节剂龙头，领跑蓝海市场

● 公司发展历程



1、植物生长调节剂龙头，领跑蓝海市场

● 公司组织结构



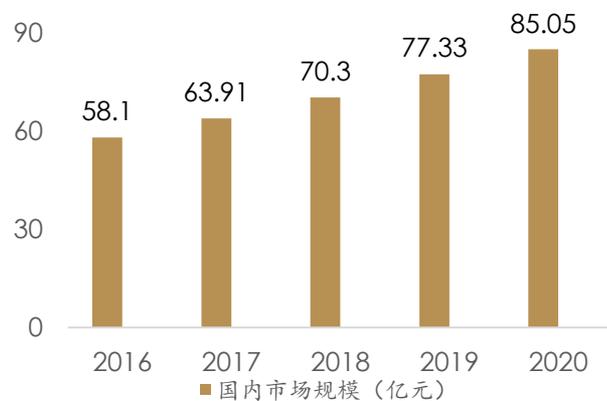
1、植物生长调节剂龙头，领跑蓝海市场

- 公司主要从事植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的研发、生产和销售业务，目前已成为国内最大的**植物生长调节剂**的生产销售企业。公司农化产品有别于传统农化企业，主要以植物生长调节剂、高效水溶肥为主，主要定位于中高端细分市场。典型应用场景为农业经济作物领域、园林绿化中的植保养护等高附加值领域。
- 根据行业统计，2018年国内植物生长调节剂市场规模约70亿元，按10%增长率计算2020年我国植物生长调节剂市场规模约85亿元。未来在土地流转加速以及乡村振兴等政策下，土地规模化专业化将成为趋势，具有“用量低、效果显著、投入产出比高”等优势的植物生长调节剂将进入快速增长期。根据世界农化网预计，2017至2023年全球植物生长调节剂销售规模有望实现年均7%的增幅，远超农药产品整体2.5%的平均增幅。根据国家统计局数据，按照现有农作物种植面积计算，未来达到50%的渗透率下终端市场规模将达到315亿元，若按照100%渗透率计算市场规模有望达到630亿元，是20年85亿元市场规模的7倍。

图 植物生长调节剂的主要作用



图 国内植物生长调节剂市场规模（亿元）



1、植物生长调节剂龙头，领跑蓝海市场

- 公司上市以来营业收入由2015年的6.05亿元增长至2020年的11.6亿元，CAGR约14%，扣非净利润由2015年的1.17亿元增长至2020年的2.25亿元，接近翻倍。随着2019年底公司IPO产能的建成，公司营业收入与净利润有望持续较快增长。
- 公司重视研发投入，历年来研发费用占比保持在3%-4%左右，与国内优秀的农药企业相当。

图 公司收入情况（百万元）

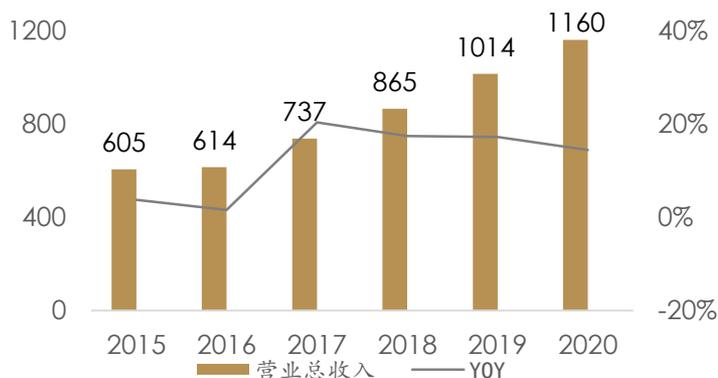


图 公司扣非归母净利润（百万元）

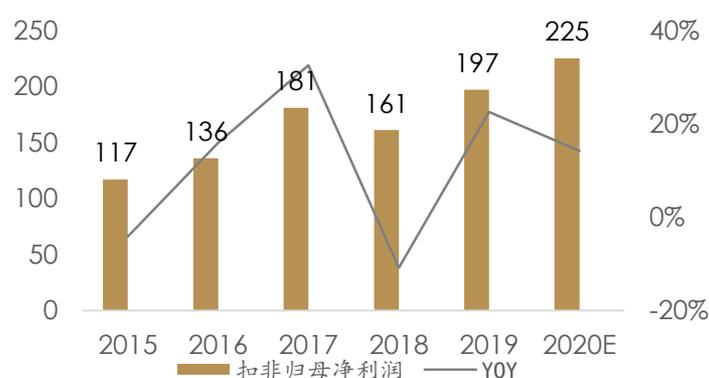
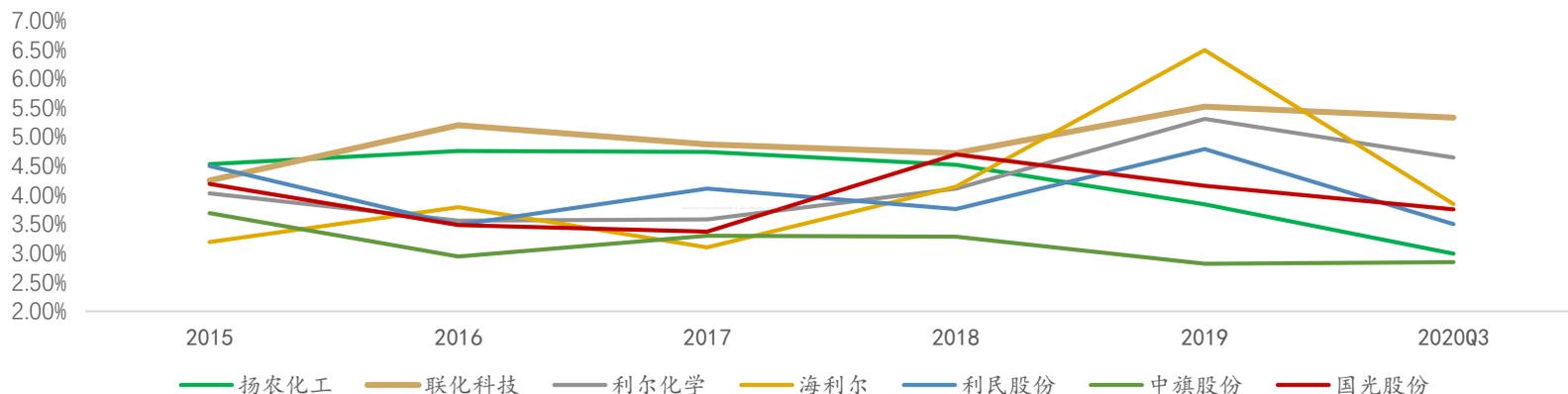


图 农药企业研发费用占比 (%)



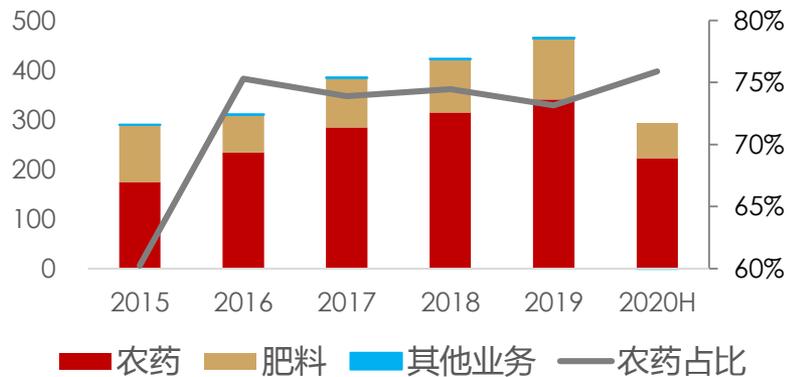
1、植物生长调节剂龙头，领跑蓝海市场

- 近年来公司重点发力以植物生长调节剂为主的农药产品，农药产品的收入、毛利润占比分别由2015年的61%、60%提升至2020年H1的78%、76%，未来公司将在植物生长调节剂板块持续发力。

图 公司历年收入结构变化（百万元；%）



图 公司主要业务毛利润变化（百万元；%）



1、植物生长调节剂龙头，领跑蓝海市场

- **利润率远超同行：**我们选取国内最优秀的一批农药上市企业的历史数据进行对比发现，国光股份在销售毛利率和销售净利率方面都远远领先于同行。

图 农药企业销售毛利率对比 (%)

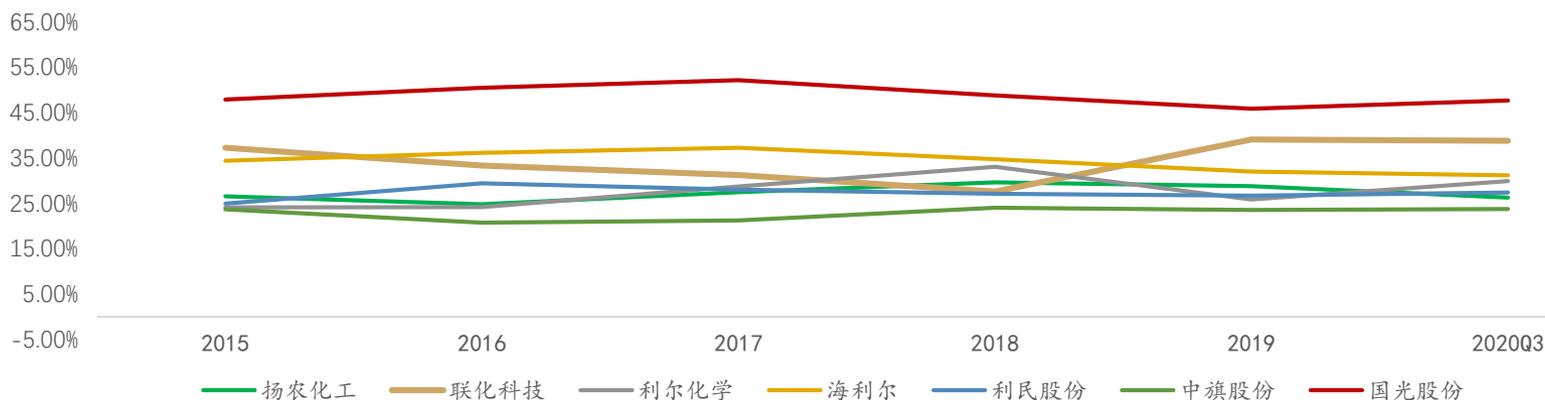
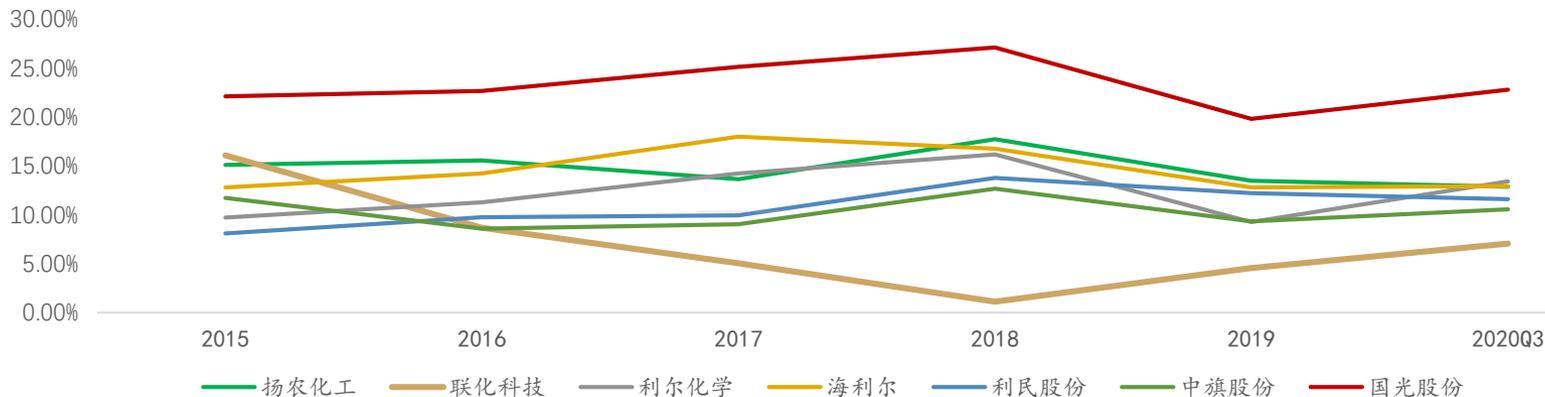


图 农药企业销售净利率对比 (%)



1、植物生长调节剂龙头，领跑蓝海市场

- ROE表现优秀，财务杠杆极低：**我们选取国内最优秀的一批农药上市企业的历史数据进行对比发现，国光股份在保持极低杠杆率的同时ROE保持在15%以上的较高水平，领先于大部分同行。

图 农药企业资产负债率对比 (%)

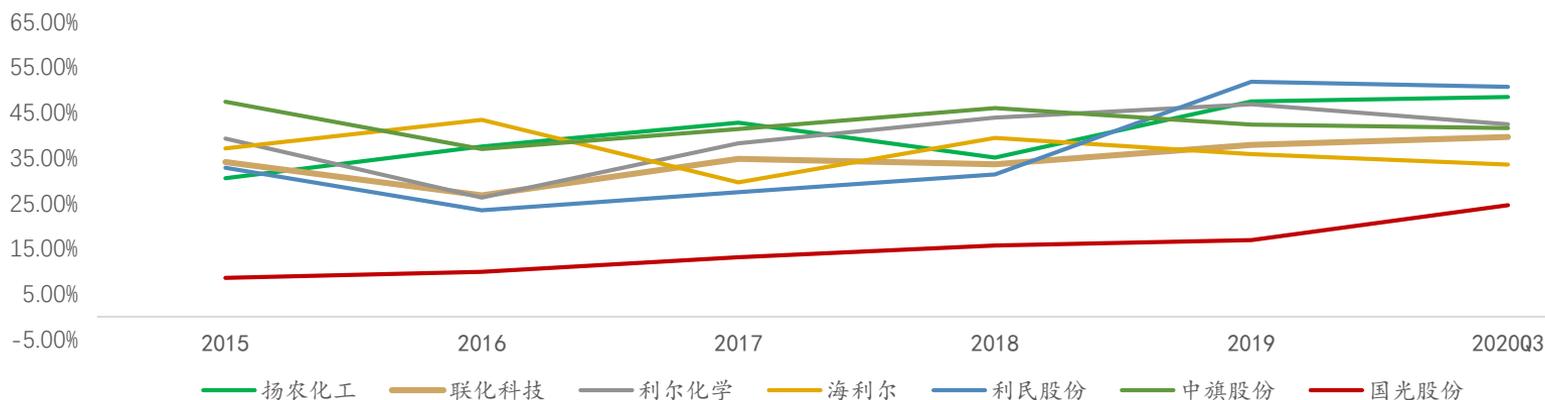
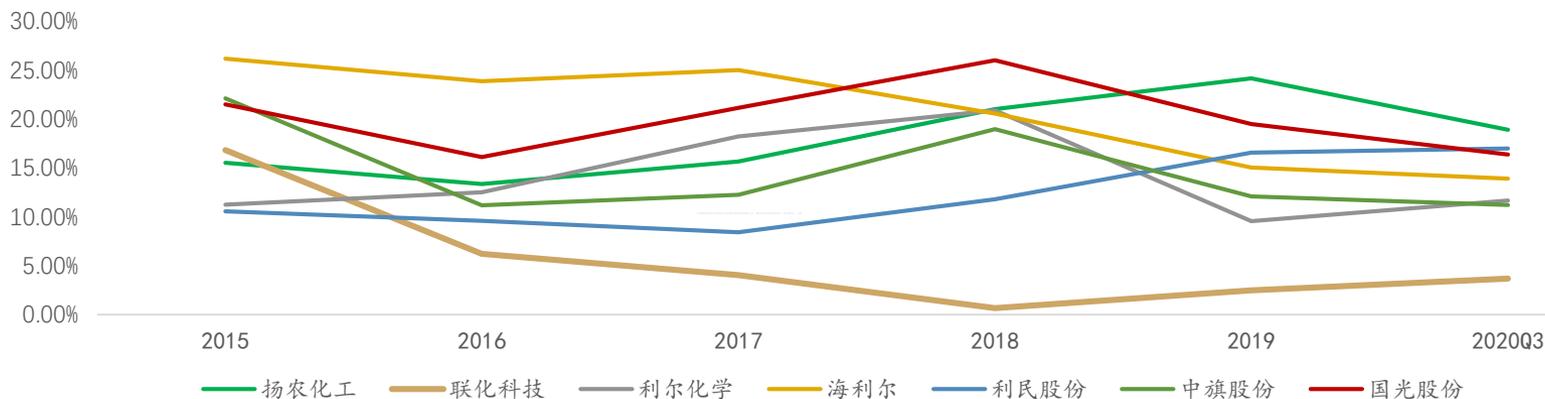


图 农药企业ROE对比 (%)



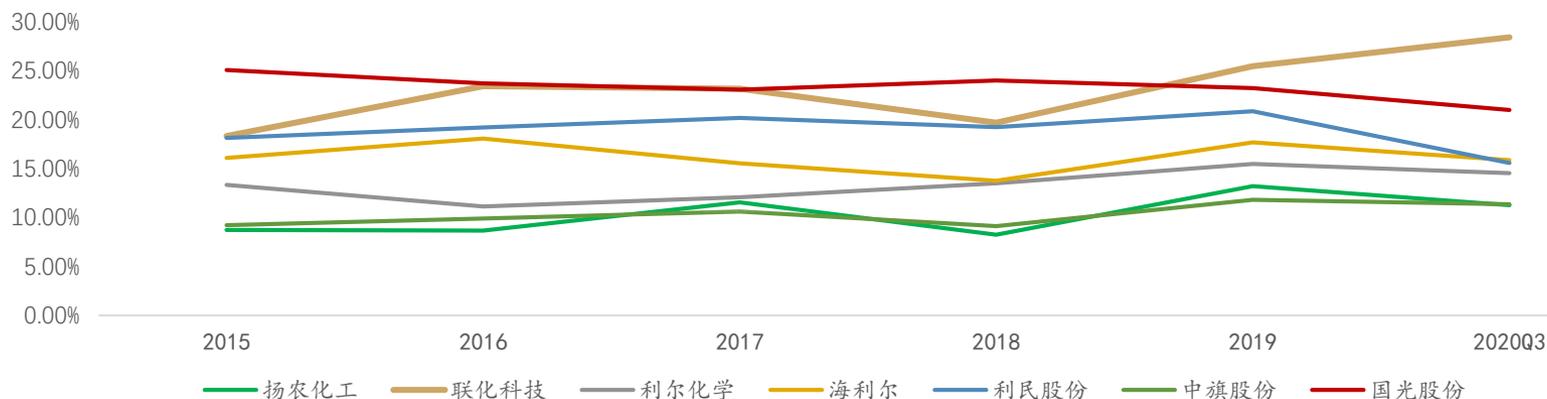
1、植物生长调节剂龙头，领跑蓝海市场

- 导入期产品，蓝海市场有待开拓：**公司销售费用率常年保持在20%以上且高于大部分同行，截至2019年，公司拥有销售人员496人，占公司总人数的41.09%，人均创收远低于行业龙头。我们分析原因因为目前植物生长调节剂在我国处于导入期，下游用户对植物生长调节剂类产品缺乏了解，同时公司的产品在使用方法和施用时间上较传统农药有较大差异，所以需要大量的营销人员进行实地推广与指导使用。我们判断国内植物生长调节剂是蓝海市场，未来在产品导入周期结束后还有广阔的发展空间。

表农药企业19年各项销售数据对比

公司名称	营业总收入 (百万元)	销售人员占比 (%)	销售人员数量 (人)	销售人员人均创收 (百万元)
扬农化工	8,701	12.78%	375	23.20
联化科技	4,284	1.78%	96	44.62
利尔化学	4,164	4.64%	214	19.46
海利尔	2,467	32.88%	682	3.62
利民股份	2,833	11.42%	437	6.48
中旗股份	1,569	2.97%	41	38.27
国光股份	1,014	41.09%	496	2.04

图农药企业销售费用率 (%)



目录

contents

- 一、 植物生长调剂龙头，领跑蓝海市场
- 二、 产能有序释放，迎来持续增长期
- 三、 巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王
- 四、 盈利预测与投资建议
- 五、 风险提示

2、产能有序释放，迎来持续增长期

- 公司主要产品包含植物生长调节剂、杀菌剂、水溶肥以及园林养护产品。其中，植物生长调节剂和水溶肥毛利率较高，2019年，二者贡献了超过60%的营业收入与毛利润。

表 公司主要产品情况

产品大类	产品细分类别	主要产品	19年 毛利率 (%)
农药	植物生长调节剂	甲哌鎓、多效唑、赤霉酸、茶乙酸、三十烷醇、氯吡脞、吲丁·茶乙酸、苜氨基嘌呤、胺鲜·乙烯利、多唑·甲哌鎓、乙烯利	51.11%
	杀菌剂	多菌灵、噁霉灵、代森锰锌、三唑酮、代森锰锌·甲霜灵、腐霉利、锰锌·多菌灵、五氯硝基苯、咪鲜胺	31.49%
	其他农药	杀虫剂、除草剂	40.15%
化肥	水溶肥	含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料	56.25%
	普通肥料	-	34.00%
其他	园林养护	施它活	54.35%

图 2019年公司细分产品收入构成 (%)

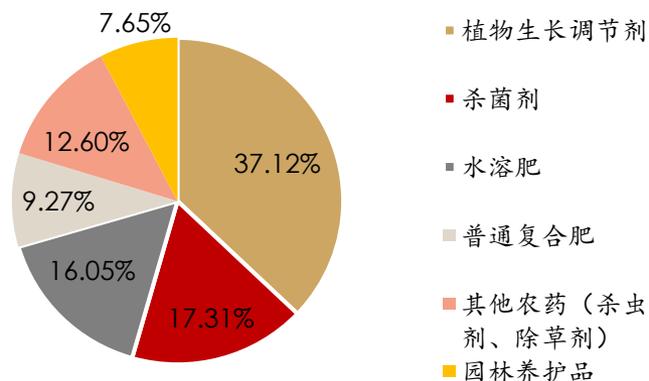
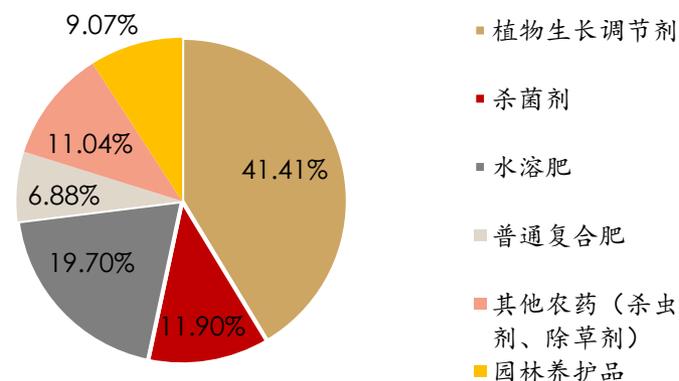


图 2019年公司细分产品毛利润构成 (%)



2、产能有序释放，迎来持续增长期

• 植物生长调节剂作用机理与用途

类别	产品	作用机理、用途
植物生长调节剂	多效唑	多效唑是一种植物生长调节剂，为内源赤霉素合成的抑制剂，可以明显减弱水稻秧苗顶端生长优势，促进侧芽分蘖。喷后秧苗外观表现为矮壮分蘖多，叶色浓绿，根系发达。
	萘乙酸	萘乙酸有着内源生长素吲哚乙酸的作用特点和生理功能，如促进细胞分裂与扩大，诱导形成不定根，增加座果，防止落果等。可经由叶片、树枝的嫩表皮等进入到植株体内，随营养流输导到起作用的部位。
	甲哌鎓	甲哌鎓能有效调节植株生长，增强光合作用，提高叶片的同化能力，矮化植株，促进营养物质向块根转移，增产明显。
	乙烯利	乙烯利是促进生长的植物生长调节剂。在酸介质中十分稳定，而在pH4以上，则分解释放出乙稀。当乙烯利进入植物体内传导起作用的部位后，便释放出乙烯，能起内源激素乙稀所起的生理功能，在番茄上使用，能促进番茄果实着色，提高经济价值。
	三十烷醇	三十烷醇能促进植物的生长、分化和发育，促进作物吸收矿物质元素，提高蛋白质和糖分含量，改善产品品质等。其还能促进农作物长根、生叶、花芽分化，增加分蘖，保花保果。
	胺鲜·乙烯利	胺鲜·乙烯利能有效调节玉米生长，矮化植株，使茎秆增粗、穗位高度降低，增强植株抗倒伏能力，本品能使玉米穗长和千粒重有一定增加，使玉米增产，对秃头率、穗位数、玉米品质等指标无不良影响，正确使用对生长期玉米植株安全。
	多唑·甲哌鎓	多唑·甲哌鎓由多效唑和甲哌鎓复配而成。多效唑是内源赤霉素合成的抑制剂，可矮壮植株，使叶色浓绿，控制植株生长；甲哌鎓为内吸性植物生长延缓剂，抑制赤霉素的生物合成，延缓营养期生长，使植株矮化，增加叶绿素含量，提高叶片同化能力。
	氯吡脞	氯吡脞为活性较高的植物生长调节剂，具有细胞分裂素活性，能促进细胞分裂、分化和蛋白质合成，可提高光合作用。用于瓜果类作物如甜瓜、猕猴桃、葡萄、西瓜、黄瓜等，具有促进保花保果、加速幼果生长发育、增加产量等作用。
	赤霉酸	赤霉酸可促进作物生长发育，刺激细胞分裂、促进细胞伸长，提高产量、改进品质；能迅速打破种子、块茎和鳞茎等器官的休眠，促进发芽；减少蕾、花、铃、果实的脱落，提高果实结果率或形成无籽果实。

2、产能有序释放，迎来持续增长期

• 杀菌剂作用机理与用途

类别	产品	作用机理、用途
杀菌剂	多菌灵	多菌灵具有保护和治疗作用。对于囊菌和半知菌引起的病害有效。其作用机理为干扰病菌的有丝分裂中纺锤体的形成，从而影响细胞分裂。对花生、油菜、棉花、果树、水稻、麦类等发生的多种病害有预防和治疗效果。
	噁霉灵	噁霉灵是一种内吸性杀菌剂和土壤消毒剂，具有独特的作用机理。噁霉灵进入土壤后被土壤吸收并与土壤中的铁、铝等无机金属盐离子结合，有效抑制孢子的萌发和病原真菌菌丝体的正常生长或直接杀灭病菌，药效可达两周。噁霉灵能被植物的根吸收及在根系内移动，在植株内代谢产生两种糖苷，对作物有提高生理活性的效果，从而能促进植株生长，根的分蘖，根毛的增加和根的活性提高。对各种植物真菌病害，如镰刀菌、苗腐菌、腐霉菌、丝核菌、根壳菌、雪微菌等均有显著的防治效果。
	代森锰锌	代森锰锌属保护性杀菌剂，其杀菌机理是抑制菌体内丙酮酸的氧化，按推荐剂量使用，对苹果树斑点落叶病、柑橘树疮痂病、梨树黑星病、葡萄黑痘病防治效果较好。
	三唑酮	三唑酮属三唑类杀菌剂。该品被植物的各部分吸收后，能在植物体内传导。该品对小麦白粉病具有预防、铲除、治疗、熏蒸等作用。
	锰锌·多菌灵	锰锌·多菌灵由多菌灵和代森锰锌复配而成，具有治疗和保护作用。多菌灵属内吸性杀菌剂，具有保护和治疗作用，代森锰锌为保护性杀菌剂。二者复配后，按推荐剂量使用，对苹果斑点落叶病、花生叶斑病有较好的防治作用。
	五氯硝基苯	五氯硝基苯属保护性杀菌剂，无内吸性，用作土壤处理和种子消毒。对丝核菌引起的病害有较好的防效，其杀菌机制被认为是影响菌丝细胞的有丝分裂。对茄子猝倒病防效较好。
	咪鲜胺	咪鲜胺属咪唑类杀菌剂，对于子囊菌及半知菌引起的多种病害防效好。其杀菌原理是抑制病菌体内甾醇的生物合成。可用于柑橘贮藏期防腐，防治青霉病、绿霉病、炭疽病、蒂腐病、草坪枯萎病效果良好。

2、产能有序释放，迎来持续增长期

- 水溶肥作用机理与用途

类别	产品	作用机理、用途
水溶性肥料	含氨基酸水溶肥料	含氨基酸水溶肥料是以氨基酸、铜、铁、锰、锌、硼等微量元素为原料，采用国际先进的螯合技术，经计量、溶解、螯合、沉降除杂等工艺，制得含氨基酸水溶肥料。该产品适用面广，对各类作物、蔬菜、果树、经济作物及园林花卉等均有显著的增产、增质效果。
	大量元素水溶肥料	大量元素水溶肥料是以氮、磷、钾为主要成分，添加适量微量元素的肥料制成的水溶肥料，生产工艺先进，集高浓度化、混合化、缓释肥料生产技术络合为一体，使养分处于最易吸收的离子状态。广泛应用于水果类、瓜类、各种蔬菜及粮、棉、油作物等，可沟内冲施、穴施、基施、灌根、滴灌、涂抹、稀释喷雾等，适用于不宜其他追肥方式的作物栽培模式，如薄膜覆盖、中小拱棚、密植栽培的作物。
园林养护产品	国光施它活	经特殊工艺生产，输入树体后流动和扩散迅速，吸收利用率高，对环境友好。给树体输液打吊针和人体输液打吊针原理相同，给树体输液，能快速补充树液，维持树体收支平衡，促移植成活。可直接使用，省工省事，方便快捷，节水环保。

2、产能有序释放，迎来持续增长期

- 募投产能进入持续释放期，产业一体化增强盈利能力。
- 上市以来公司植物生长调节剂及杀菌剂等农药产量持续增加，由2015年的6059吨增长至2019年的10644吨，CAGR15.13%。由于公司大部分农药制剂产品区别于传统农药，生产存在一定的季节性，实际产能大致相当于设计产能的1/3，2017-2019年公司制剂产能实际利用率远超100%，实际产能已达瓶颈。在下游需求高峰期，公司除加强倒班加紧生产以外部分制剂还采取外协的形式。
- 公司IPO项目产能建设的平泉基地前期由于工业园区的规划和建设进度的问题未正常建设投产，截至2019年底公司IPO项目产能正式建成，将突破产能瓶颈限制。

图 公司农药产销情况 (吨;%)



图 农药产能利用率 (%)



2、产能有序释放，迎来持续增长期

- 募投产能进入持续释放期，产业一体化增强盈利能力。
- 2017-2019年公司肥料(水溶肥为主)产能约10000t/a(不包含19年底收购依尔双丰的133t/a产能)利用率较高，一方面公司产能受限，同时考虑到经济性原则，公司除自产部分肥料，大部分靠外协(外购)，2017-2019年公司销量分别为3.28、3.63、4.39万吨，产销率分别为340.07%、424.35%和445.08%。
- 未来公司IPO及可转债项目建成后，公司肥料产能将大幅提升，自产率提升有望带动毛利率水平上涨。

图 公司化肥产销情况(吨;%)

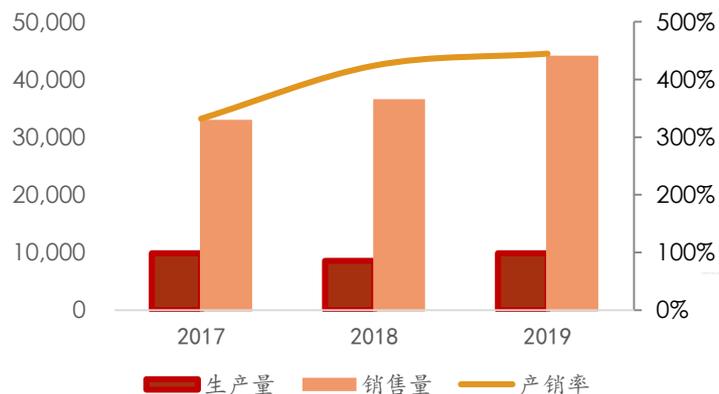
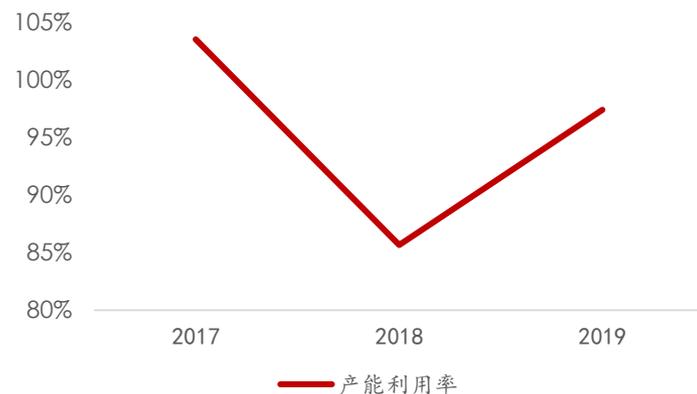


图 公司化肥产能利用率(%)



2、产能有序释放，迎来持续增长期

- 募投产能进入持续释放期，产业一体化增强盈利能力。
- **IPO募投项目**：截至2019年底，公司IPO募投项目已经完成建设，其中包含2100t/a植物生长调节剂原药、19000t/a环保型农药制剂以及6000t/a植物营养产品生产线，该项目顺利实施后预计将增加5.59亿元营业收入与0.65亿元净利润。
- **可转债项目**：2020年7月公司3.2亿元可转债成功发行，此次募集资金计划投向“22000t/a农药制剂搬迁项目以及50000t/a水溶肥技改搬迁项目”，该项目顺利实施后公司预计增加10.42亿元销售收入与1.38亿元净利润。
- **重庆依尔双丰项目**：2019年底，公司投资7800万元收购重庆依尔双丰100%股权，并于2020年10月计划用自有资金对依尔双丰增资2亿元用于3.5万t/a原药及中间体项目的建设，该项目建成后公司原药供给能力将大幅提升，公司综合盈利能力将进一步加强。

表 公司主要基地及产能情况

基地	农药原药 (t/a)	农药制剂 (t/a)	肥料 (t/a)	备注
老厂区 (国光农化)	1,697	16,000	10,000	2019年起老厂区原药产能未开。
重庆依尔双丰	150	2,000	800	计划建设3.5万吨原药及中间体建设 (尚未实施)。
IPO项目 (润尔)	2,100	19,000	4,000	除500kg/a S-诱抗素原药已终止，其余正常投产。
可转债项目 (润尔)	-	22,000	50,000	预计2023年建成后进行产能爬坡。
未来产能	-	43,000	56,800	IPO和可转债项目实施完成后。
净增加	-	25,000	46,000	预计未来原药将大部分自给。

2、产能有序释放，迎来持续增长期

- **固定资产折旧已体现：**公司上市之前已经完成了对大部分固定资产的折旧，轻资产一直运行至2018年，2019年底公司IPO项目进行转固固定资产增加至3.27亿元，同期固定资产折旧随之上升，2020年上半年公司当期折旧费用上升至1646万元，较2019年前有较大的提升，同时我们也要看到，**2020年公司的业绩快报公告的2.25亿元扣非净利润已体现了这部分折旧。**另外，根据公司公告显示，未来可转债产能投产将再增加1561万元折旧，而在可转债产能投产后，增量贡献的业绩亦将平滑其产能转固带来的折旧费用。

图 固定资产（百万元）

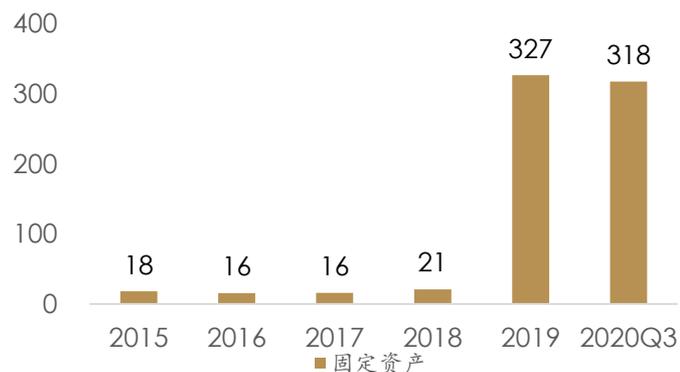


图 在建工程（百万元）

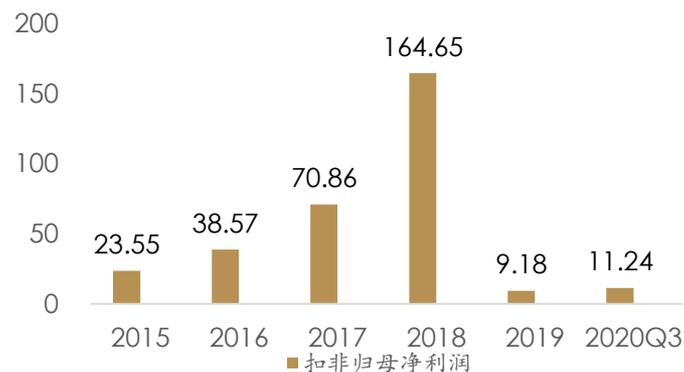


图 固定资产当期折旧（百万元）

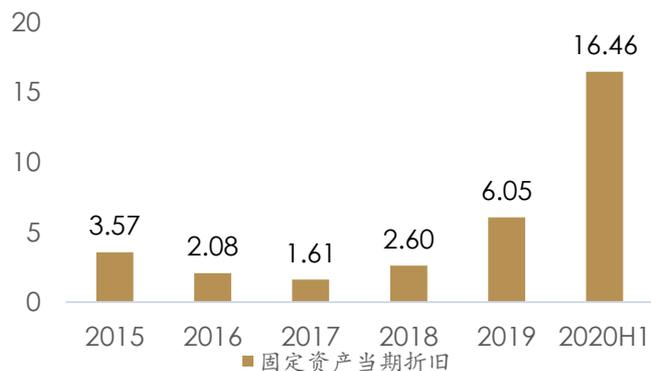
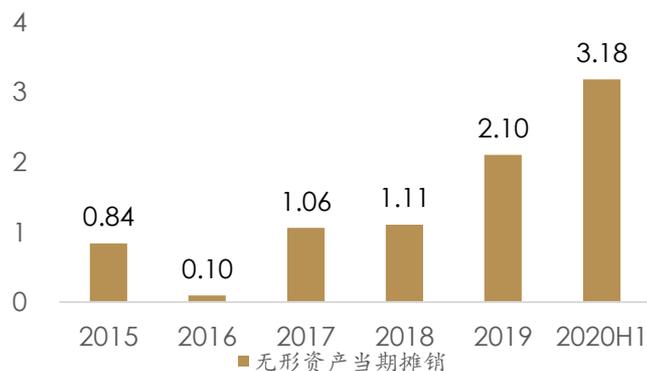


图 无形资产当期摊销（百万元）



2、产能有序释放，迎来持续增长期

- 股权激励彰显公司信心
- 2021年2月25日公司发布了“2021年限制性股票激励计划(草案)”的公告。根据公司公告显示，本次激励计划拟授予限制性股票数量为610.69万股，占激励计划发布日公司总股本的1.417%，本次激励计划限制性股票授予价格为5.54元/股。本次激励计划涉及224人，该激励计划实施后有助于绑定员工与公司利益，提高员工工作积极性，彰显公司与管理层对未来发展的信心。

表 股权激励解锁条件

解锁安排	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第二个解除限售期	自限制性股票股权登记完成之日起12个月后的首个交易日起至限制性股票股权登记完成之日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%	以2020年营业收入为基数计算，2021年的营业收入增长不低于17%
第二个解除限售期	自限制性股票股权登记完成之日起24个月后的首个交易日起至限制性股票股权登记完成之日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%	以2020年营业收入为基数计算，2022年的营业收入增长不低于37%
第三个解除限售期	自限制性股票股权登记完成之日起36个月后的首个交易日起至限制性股票股权登记完成之日起48个月内的最后一个交易日当日止	40%	以2020年营业收入为基数计算，2023年的营业收入增长不低于60%

表 股权激励费用摊销

授予的限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2021年 (万元)	2022年 (万元)	2023年 (万元)	2024年 (万元)
610.69	3,425.97	1,498.86	1,227.64	585.27	114.2

目录

contents

- 一、 植物生长调剂龙头，领跑蓝海市场
- 二、 产能有序释放，迎来持续增长期
- 三、 巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王
- 四、 盈利预测与投资建议
- 五、 风险提示

3、巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王

- 创新驱动发展，调节剂市场地位稳固。
- 截止2020年3月末，我国有植物生长调节剂生产企业396家，有效登记的植物生长调节剂产品1,104个，其中原药（193个）和制剂（911个）分别占全部农药原药登记产品、农药制剂登记产品的4.06%和2.48%，无论从我国还是从全球看，该产业有广泛的发展前景和空间。其中，公司在国内拥有植物生长调节剂原药产品登记证17个、植物生长调节剂制剂产品登记证53个、杀菌剂制剂产品登记证39个、水溶性肥料登记数量达39个。公司植物生长调节剂证书登记数量及市场份额均为行业第一。
- 公司作为农药行业高新技术企业，秉承不断创新的理念以及“研究一代，贮备一代，应用一代”的产品创新思路，不断创新和改进产品质量，不断巩固自身行业地位。

表 国内植物生长调节剂主要生产企业登记证情况（截至2020年3月末，国光不含山西浩之大）

序列	厂家名称	原药	制剂	合计
1	四川润尔科技有限公司、重庆依尔双丰科技有限公司	17	53	70
2	四川省兰月科技有限公司	5	28	33
3	鹤壁全丰生物科技有限公司（安阳全丰生物科技有限公司全资子公司）	11	17	28
4	郑州郑氏化工产品有限公司	3	22	25
5	陕西美邦药业集团股份有限公司	0	21	21
6	江苏辉丰生物农业股份有限公司	4	12	16
7	江西新瑞丰生物股份有限公司	3	12	15
8	江苏丰源生物工程有限公司	3	12	15
9	陕西韦尔奇作物保护有限公司	0	15	15
10	陕西汤普生物科技有限公司	0	14	14

3、巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王

- 丰富产品种类，拓宽市场渠道。
- 2020年11月公司投资2200万收购山西浩之大55%的股权，该公司年收入约3000万元，拥有植物生长调节剂（6个制剂登记证）、杀菌剂（10个制剂登记证）和杀虫剂（13个制剂登记证）以及肥料（13个肥料登记证，包括生物有机肥、微生物菌剂等多种肥料）等。浩之大植物生长调节剂主要登记和应用在小麦、水稻、玉米、棉花、花生等大田粮食作物和油料作物上，下游覆盖的区域与公司具有相对优势的地区是西南、华南、华北、华中等地区也形成互补关系。浩之大的成功收购将丰富公司的产品线并增强公司植物生长调节剂在大田作物应用上的进一步拓展，有助于公司向终端用户提供更加丰富、完善的产品及产品组合，同时也有利于公司扩宽全国市场渠道。

图 2019年公司下游客户分布情况 (%)

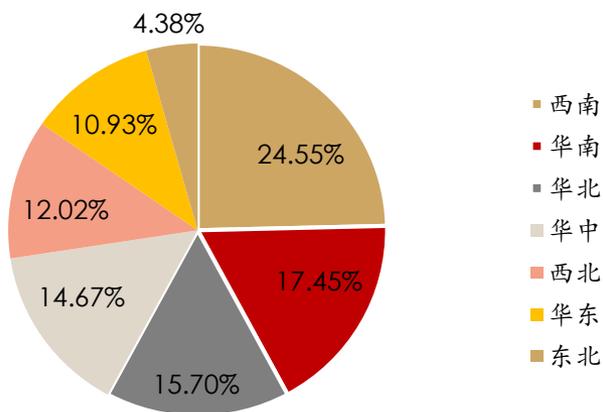


表 公司主要植物生长调节剂登记证

登记证名称	首次批准日期	有效期	作物/场所
调换酸钙·烯效唑	2020/3/23	2025/3/22	水稻调节生长 (扩展花生)
乙烯利	2016/7/27	2021/7/27	玉米调节生长
烯效·甲哌鎓	2015/1/7	2025/1/7	冬小麦调节生长
胺鲜酯	2013/4/16	2023/4/16	白菜调节生长、增产
胺鲜·甲哌鎓	2013/4/9	2023/4/16	BT棉花调节生长
胺鲜·乙烯利	2016/3/7	2021/3/7	玉米调节生长、增产

3、巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王

• 经销为主，渠道为王

- 公司目前的销售渠道有两类：经销商销售和直销，近年来经销渠道销售额逐步提升至90%以上，目前经销商网络已下沉到县乡一级，县级经销商占到公司经销商总数的95%以上。经销商销售主要是“公司—经销商—零售商—客户”四主体三环节的销售模式，公司对经销商的销售主要采取的是先款后货的结算方式，公司经营活动现金净流量这一指标常年表现优异；直销主要面向原药客户、政府采购和大型用户直接批量采购，占比在10%左右。
- 公司采取技术营销模式，通过提供技术服务重点打造经销商销售渠道，同时帮助农民提高种植水平，指导农民科学合理用药。

图 公司销售模式

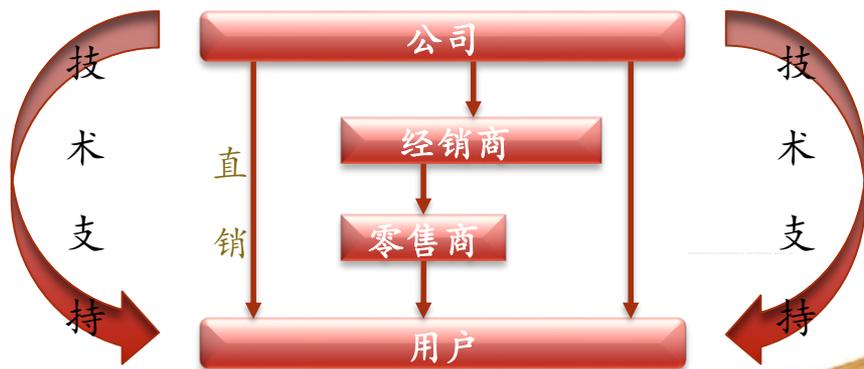
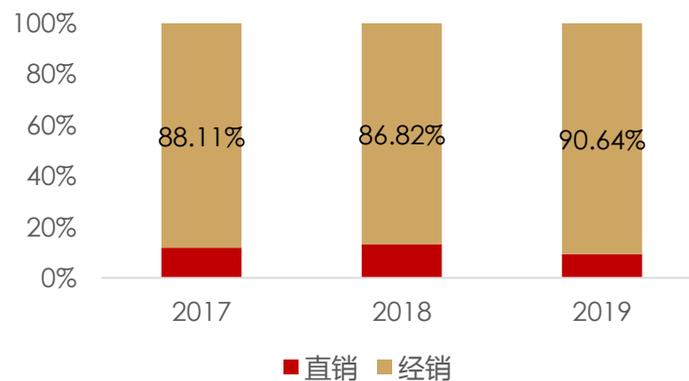


图 公司直销与经销占比 (%)



3、巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王

• 经销为主，渠道为王

• 公司具备以县乡级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络优势。公司通过新设营销网点、营销网络细化等方式大力扩展营销网络的覆盖面，目前公司有**3,000多名经销商**（其中园林经销商约有1,000名），每个农化经销商下游还有若干个零售商（乡、镇一级），销售网络基本覆盖了全国主要的县区，在全国设有**20多个仓库**，具备高效的物流配送响应。

图 公司全国物流仓库



3、巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王

- 实地推广对照，下沉到终端用户。
- 由于公司植物生长调节剂等产品对应用技术要求较高，为及时让用户准确把握使用时期、用法、用量等应用技术，提高公司产品的施用效果，减少应用风险，交流应用经验，收集产品使用和需求信息，公司通过多年实践，形成了系统的、制度化的对经销商、零售商、种植户及公司技术服务人员的特色培训模式，并不断充实、完善。与此同时，为了更好的推广公司产品，公司的销售、技术人员下沉到终端用户，到田间地头去对用户进行及时的指导。由于公司的产品在国内处于导入期，公司在各大农业基地内建立了试验田、试验区，用鲜明的对照方案教育用户。

图 葡萄试验田现场指导



图 草莓施用效果对比



3、巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王

- 推广“作物套餐”，与用户共赢。
- 为了更好的服务用户，公司以生长调节剂为基础，搭配杀菌剂、水溶肥等产品，结合对多种作物的生长周期研究，在产品销售中推出了一系列的“作物套餐”，如芒果、小麦、水稻、玉米、荔枝、猕猴桃、苹果等套餐。
- 针对特定的农作物、蔬菜、水果、园林植物开发出的农药、化肥组合产品，借助公司强大的销售和技术服务团队，对作物种植每个环节的农药和化肥使用进行悉心指导，在作物生长的每个环节，有针对性的提供植物生长调节剂、水溶性肥料、杀菌剂、杀虫剂等产品，在提高产品附加值的同时，亦帮助用户实现增产增收。

图 “国光国欢”套餐对比



目录

contents

- 一、 植物生长调剂龙头，领跑蓝海市场
- 二、 产能有序释放，迎来持续增长期
- 三、 巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王
- 四、 盈利预测与投资建议
- 五、 风险提示

4、盈利预测与投资建议

• 公司收入拆分

• 关键假设：

- 1、未来公司整体毛利率水平保持平稳；
- 2、IPO产能有序释放，2021-2022年整体营收增长在17%左右；
- 3、释放产能能顺利被下游消纳。

表 公司收入拆分

产品	项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
农药	收入 (百万元)	657	756	868	1,046	1,234
	成本 (百万元)	342	415	456	539	636
	毛利润 (百万元)	315	340	412	507	599
	毛利率 (%)	47.88%	45.04%	47.47%	48.48%	48.48%
化肥	收入 (百万元)	207	256	293	315	369
	成本 (百万元)	100	133	133	155	182
	毛利润 (百万元)	107	123	160	160	187
	毛利率 (%)	51.73%	48.10%	54.70%	50.77%	50.77%

4、盈利预测与投资建议

• 投资建议

- 2020年受江苏景宏生物减值影响，同时加上IPO项目在建工程转固，2020年公司当期归母净利润影响较大，我们预计2020-2022年公司营业收入分别为11.60/13.62/16.03亿元，同比+14.4%/+17.4%/+17.7%，归母净利润分别为1.69/2.70/3.22亿元，同比-15.8%/+59.7%/+18.9%，EPS分别为0.39/0.63/0.75元，对应2021年3月5日收盘价PE分别为28/18/15倍。对比A股农化行业各细分赛道龙头，公司21-22年估值显著低于平均水平，我们看好公司作为植物生长调节剂的绝对龙头，且标的具有稀缺性，以及未来产能有序释放带动的业绩增长，给予公司目标价15.75元，对应2021年25倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

可比公司估值表

公司名称	总市值/亿元	EPS (元)				PE			
	2021/3/7	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
扬农化工	389	3.78	4.02	4.91	5.75	18.18	31.17	25.53	21.81
联化科技	227	0.16	0.46	0.73	0.92	109.71	51.95	33.73	26.73
利尔化学	133	0.59	1.17	1.35	1.61	23.81	17.90	18.73	15.69
海利尔	59	1.88	1.62	2.08	2.44	13.38	15.38	11.97	10.23
中旗股份	47	1.13	1.58	2.26	2.94	24.38	21.80	15.23	11.71
平均						37.89	27.64	21.04	17.23
国光股份	48	0.47	0.39	0.63	0.75	23.97	28.48	17.83	14.99

目录

contents

- 一、 植物生长调剂龙头，领跑蓝海市场
- 二、 产能有序释放，迎来持续增长期
- 三、 巩固龙头优势，“技术+服务”市场渠道为王
- 四、 盈利预测与投资建议
- 五、 风险提示

5、风险提示

新项目投产进度不及预期的风险：IPO产能已于2019年底建设完毕，目前产能处于爬坡状态，未来公司平泉新基地产能释放进度不及预期将会影响公司业绩。

下游客户开拓进度不及预期的风险：由于公司产品的特殊性，需要大批销售、技术人员到下游开拓市场，未来如果下游市场开拓进度不及预期将有可能影响公司业绩。

公司主要原材料价格波动的风险：化工原材料及原药价格的上涨直接影响到公司生产成本，进而影响公司的盈利能力。如果未来原材料的价格出现大幅上涨，而本公司不能有效地将原材料价格上涨的压力转移或不能通过技术工艺改进创新抵消成本上涨的压力，将会对本公司的经营成果产生不利影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,014	1,160	1,362	1,603	净利润	201	169	276	325
YoY (%)	17.2%	14.4%	17.4%	17.7%	折旧和摊销	9	36	34	35
营业成本	549	607	694	818	营运资金变动	14	60	-216	-53
营业税金及附加	2	5	4	5	经营活动现金流	216	330	69	314
销售费用	146	165	196	230	资本开支	-95	-85	-3	-23
管理费用	55	67	76	90	投资	-71	-25	-36	-9
财务费用	-7	9	19	21	投资活动现金流	-144	-109	-36	-30
资产减值损失	1	-56	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	2	债务募资	0	255	73	33
营业利润	233	209	321	378	筹资活动现金流	-53	506	-46	-108
营业外收支	0	-1	0	0	现金净流量	18	727	-14	176
利润总额	233	208	321	378	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	31	38	45	53	成长能力 (%)				
净利润	201	169	276	325	营业收入增长率	17.2%	14.4%	17.4%	17.7%
归属于母公司净利润	201	169	270	322	净利润增长率	-14.3%	-15.8%	59.7%	18.9%
YoY (%)	-14.3%	-15.8%	59.7%	18.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.47	0.39	0.63	0.75	毛利率	45.9%	47.7%	49.0%	49.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	19.8%	14.6%	20.3%	20.3%
货币资金	509	1,236	1,222	1,399	总资产收益率ROA	15.0%	7.9%	11.8%	12.5%
预付款项	26	31	35	41	净资产收益率ROE	18.0%	13.8%	19.4%	20.1%
存货	191	207	239	281	偿债能力 (%)				
其他流动资产	70	96	189	228	流动比率	4.38	5.47	6.68	6.83
流动资产合计	797	1,570	1,684	1,949	速动比率	3.19	4.64	5.60	5.70
长期股权投资	25	26	26	27	现金比率	2.80	4.31	4.85	4.90
固定资产	327	315	285	274	资产负债率	16.9%	42.6%	38.9%	37.4%
无形资产	51	53	51	49	经营效率 (%)				
非流动资产合计	545	563	610	619	总资产周转率	0.76	0.54	0.59	0.62
资产合计	1,342	2,133	2,294	2,568	每股指标 (元)				
短期借款	1	0	53	51	每股收益	0.47	0.39	0.63	0.75
应付账款及票据	30	28	34	39	每股净资产	2.59	2.84	3.24	3.71
其他流动负债	151	259	165	195	每股经营现金流	0.50	0.77	0.16	0.73
流动负债合计	182	287	252	285	每股股利	0.25	0.16	0.27	0.32
长期借款	0	256	276	311	估值分析				
其他长期负债	45	365	365	365	PE	23.97	28.48	17.83	14.99
非流动负债合计	45	621	641	676	PB	4.77	3.84	3.37	2.95
负债合计	227	908	893	961					
股本	372	372	372	372					
少数股东权益	0	0	6	9					
股东权益合计	1,115	1,225	1,401	1,606					
负债和股东权益合计	1,342	2,133	2,294	2,568					

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

实习生王含对报告基数数据、内容亦有重大贡献。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。