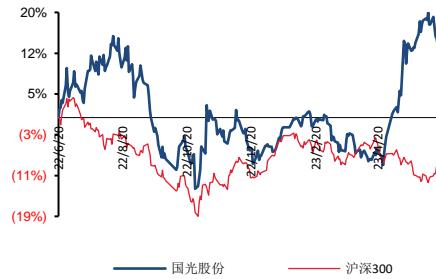




成本端迎来拐点，植物生长调节剂龙头盈利能力回归本真

■ 走势比较



报告摘要

国光股份成立于1984年，自1990年进入植物生长调节剂领域，30余年深耕发展，现拥有调节剂制剂登记证87个，行业占比约8.6%，是我国植物生长调节剂登记品种最多的企业。此外，公司通过并购形成了国光、双丰、浩之大、国光园林以及鹤壁全丰五大品牌，覆盖经销商超4500家，细分行业龙头地位稳固。

农业发展驱动植物生长调节剂需求提升，百亿蓝海市场待开发。植物生长调节剂效益高、收效快，是农药发展到新阶段的产物。下游粮食作物农资需求较为刚性，高附加值果蔬及园林作物需求稳中向好。随着渗透率不断提升，预计2025年中国植物生长调节剂市场规模可达到100亿元。

原药价格回落叠加自给率提升，公司盈利能力迎来拐点。2021年以来，原药价格大幅上涨，严重挤压产品利润。进入2022年下半年，相关原材料价格从高位逐步回落。其中，多效唑原药和食品级磷酸二氢钾的平均采购价格相比2022年上半年分别回落了7.5%和8.1%，并在2023年得以延续。伴随主要原材料价格逐步回落，公司盈利能力迎来拐点。

投资建议

国光股份深耕植物生长调节剂领域30余年，现拥有调节剂制剂登记证87个，是我国植物生长调节剂登记品种最多的企业。公司持续进行外延并购对行业进行整合，龙头地位稳固。2021年以来，原药价格大幅上涨，重点下游园林客户经营不善导致销量和回款减少，叠加疫情影响公司正常的市场开发，限制了公司近两年的稳健发展。2023年以来，相关利空因素均已消除，我们认为公司将恢复到正常运营水平，且前期外延并购的子公司也将逐步产生协同效应，预计公司2023/2024/2025年EPS分别为0.7元、0.8元、1.1元，首次覆盖，给予“买入评级”。

风险提示

成本大幅波动；植物生长调节剂市场需求不及预期；公司产能投放延迟；农业、园林政策变化引起异常情况。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1648	1983	2432	2989
(+/-%)	21.35	20.33	22.64	22.90
归母净利(百万元)	114	303	359	464
(+/-%)	(44.90)	166.8	18.5	29.3
摊薄每股收益(元)	0.3	0.7	0.8	1.1
市盈率(PE)	34.1	16.1	13.6	10.5

资料来源：Wind, 太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 植物生长调节剂龙头，摆脱困境盈利增长可期	4
(一)发展历程：深耕植物生长调节剂领域，奠定细分行业龙头地位.....	4
(二)股权结构：颜氏家族控股，股权结构稳定	4
(三)主营业务：调节植物生长，助力农业消费升级.....	5
(四)经营业绩：原药价格逐步回落，柳暗花明迎来业绩增长.....	7
(五)产能情况：提升原药自给能力，制剂扩产巩固行业领军地位.....	9
二、 拥抱农药发展新阶段，百亿赛道一枝独秀	11
(一)农业发展驱动植物生长调节剂需求提升，百亿蓝海市场待开发.....	11
(二)通过外延并购实现“延链、扩品”	20
三、 品牌+渠道+一体化方案多措并举，共筑行业龙头地位	24
(一)植物生长调节剂登记数量位居全国第一，高筑企业护城河	24
(二)渠道建设持续发力，产品推广蓄势待发	26
(三)植物生长调节剂+水溶肥一体化解决方案，提升产品附加值.....	28
四、 盈利预测及估值	31
(一)盈利预测	31
(二)投资建议	32
五、 风险提示	33

图表目录

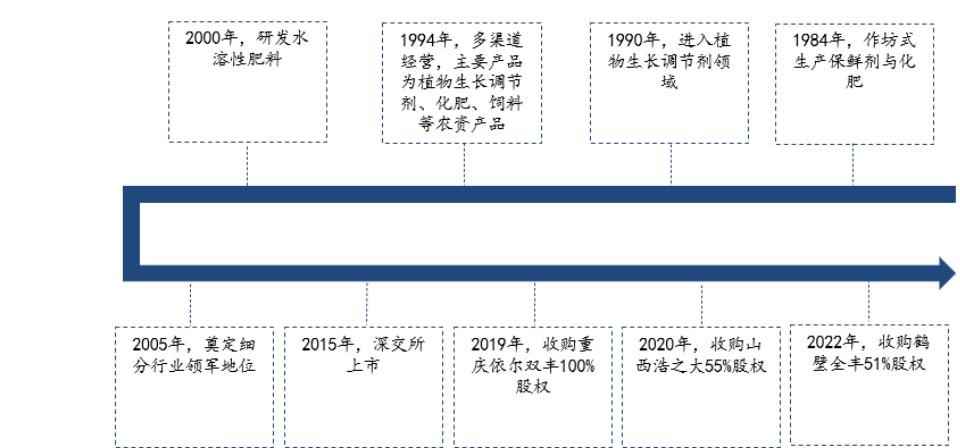
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构（截至 2023 一季报）	5
图表 3: 植物生长调节剂产业链	6
图表 4: 植物生长调节剂主要作用示意	6
图表 5: 公司主要植物生长调节剂产品	6
图表 6: 公司营业收入及同比增速	7
图表 7: 公司归母净利润及同比增速	7
图表 8: 公司毛利率与净利率水平	8
图表 9: 公司营业收入构成	8
图表 10: 公司原材料采购单价	8
图表 11: 公司营业成本构成	8
图表 12: 公司研发费用投入	9
图表 13: 国光股份主要产品产能	9
图表 14: 国光股份在建项目情况	10
图表 15: 1960–2016 年全球人口、农作物、种植面积及产出率变化	11
图表 16: 中国可耕地面积位居世界第三	12
图表 17: 中国农作物种植面积基本保持在 25 亿亩	12
图表 18: 当前植物生长调节剂主要应用领域	12
图表 19: 2020 年全球植物生长调节剂市场份额占比	15
图表 20: 植物生长调节剂在农业领域的市场空间测算	16
图表 21: 果蔬使用农药的价值量占比最高	17
图表 22: 中国果蔬种植面积	17
图表 23: 中国人均绿地空间面积远低于欧美国家	17
图表 24: 中国城市园林绿化投资稳步上升	17
图表 25: 2022 年地产十大政策梳理	18
图表 26: 2023 年地产竣工端修复回暖	19
图表 27: 国光植物生长调节剂“施它活”在园林中的应用	19
图表 29: 2021 年我国新增农药企业 486 家	21
图表 31: 2021 年农资行业部分并购事件	21
图表 32: 我国主要植物生长调节剂公司	22
图表 35: 新农药研发成本高，登记时间长	25
图表 36: 我国植物生长调节剂登记审批时间与流程	25
图表 37: 公司植物生长调节剂登记证达到 118 个	26
图表 38: 2022 年公司产品登记证数量同比提升 39%	26
图表 39: 2022 年公司 86% 的收入来自经销途径	26
图表 40: 2022 年公司全国设有 20 余个仓库	27
图表 41: 公司线下推广试用产品	27
图表 42: 水溶性肥料特点	28
图表 43: 2021 年我国水资源总量同比下降 6.2%	29
图表 44: 水溶肥产业链	29
图表 45: 全球水溶肥超七成应用于经济作物	29
图表 46: 中国花卉市场规模快速发展	30
图表 47: 中国花卉种植面积保持快速增长	30
图表 48: 盈利预测（分业务）	31
图表 49: 盈利预测（财务摘要）	32

一、植物生长调节剂龙头，摆脱困境盈利增长可期

(一) 发展历程：深耕植物生长调节剂领域，奠定细分行业龙头地位

国光股份成立于1984年，专业从事植物生长调节剂和高效水溶性肥料的研发、生产和销售，主要产品包括植物生长调节剂、杀菌剂与水溶性肥料，广泛应用于农业种植、园艺生产、园林养护、林业植保等领域。公司自1990年进入植物生长调节剂领域，30余年深耕发展，定位于中高端细分市场，奠定了行业领军地位。

图表1：公司发展历程



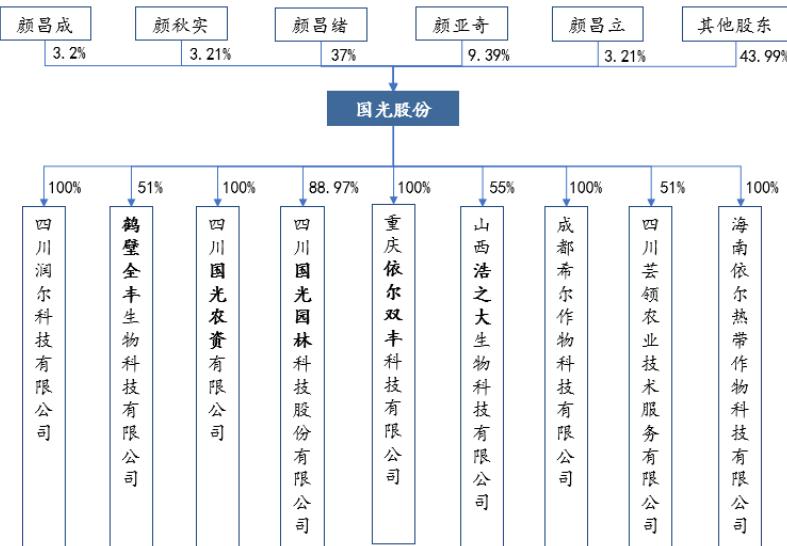
资料来源：国光股份招股说明书，公司年报，太平洋证券整理

(二) 股权结构：颜氏家族控股，股权结构稳定

截至2023年一季报披露，公司创始人颜昌绪为控股股东与实际控制人，持股比例为37%，公司前五大股东均为颜氏家族成员，全家族合计持股占比约62.58%，股权结构稳定。

2019-2022年，公司通过一系列外延并购，形成了国光、双丰、浩之大、国光园林以及鹤壁全丰五大品牌板块，产品覆盖领域持续扩大。

图表 2：公司股权结构（截至 2023 一季报）



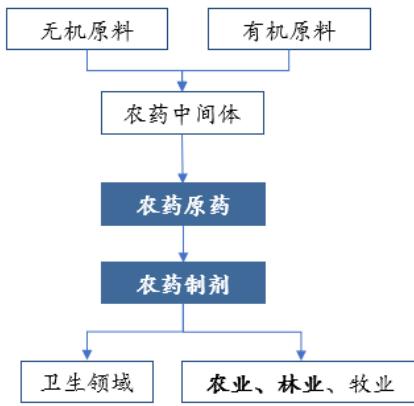
资料来源：WIND，太平洋证券整理

（三）主营业务：调节植物生长，助力农业消费升级

植物种子的萌发、生根、生长、开花、结实、衰老、脱落、休眠等一切生理活动都离不开植物生长物质的调控，但植物生长物质含量少，为植物生命活动的必需品。植物生长调节剂是人工合成或从微生物中提取的，与植物内源激素相同或功能相似的一类物质，可对植物进行打破休眠、促进萌发、促进茎叶生长、促进花芽形成、促进果实成熟、形成无籽果实、抑制茎叶芽的生长等调节作用。植物生长调节剂使用具有成本低、见效快、用量低、效果显著、投入产出比高的特点，有助于农业的规模化和集约化生产，越来越成为生产优质农产品必不可少的生产资料。

植物生长调节剂属于农药制剂。公司自行生产部分原药，如甲哌鎓、萘乙酸等，其余大部分为外购原药，主要包括多效唑、赤霉酸、乙烯利等，下游主要是农林牧业生产领域。随着世界人口的增长、农产品消费升级及生物能源发展的持续增长，在耕地面积增长有限的前提下，未来农业的发展主要依赖于以农药、化肥为代表的种植技术的改进，农林牧业生产对农药具有刚性需求。

图表 3：植物生长调节剂产业链



资料来源：国光股份招股说明书，太平洋证券整理

图表 4：植物生长调节剂主要作用示意



资料来源：国光股份招股说明书，太平洋证券整理

公司主营业务包含植物生长调节剂、水溶肥与杀菌剂三大部分。公司是目前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多、制剂销售额最高的企业。主要产品包括多效唑、萘乙酸、甲哌鎓、乙烯利、三十烷醇等，广泛应用于农业（经济作物、大田作物）和园林（花卉苗木种植和园林养护）等中高端市场。相较于传统除草剂、杀菌剂、杀虫剂仅有保产的作用，而植物生长调节剂还具有调节并配合植物更好增产、减少人力成本并改善作物品质等作用。例如，多效唑在水稻与小麦一叶一心时使用，可增加分蘖，控制秧苗高度，防止徒长；萘乙酸、吲哚丁酸、吲·萘合剂等在园林花卉中促进插条生根，促进大树移栽促进生根成活等。公司主要生产含氨基酸水溶性肥料和大量元素水溶性肥料，同时具备生产微量元素水溶性肥料和含腐植酸水溶性肥料的生产能力，产品主要应用于经济作物、花卉苗木种植和园林养护等中高端市场，配合优势产品植物生长调节剂打造“水肥调一体化”解决方案。

图表 5：公司主要植物生长调节剂产品

化工园区	产品大类	主要产品
成都空天产业功能区化工集中区	原药	甲哌鎓、萘乙酸、抑芽丹，苄氨基嘌呤、对氯苯氧乙酸钠、S-诱抗素、敌磺钠、代森锰锌、代森锌、2,4-滴、2,4-滴钠盐、矮壮素、噻苯隆、吲哚丁酸、氯吡脲、三十烷醇、硫酸铜（农用），氯苯胺灵、胺鲜酯等
	制剂	悬浮剂、可湿性粉剂、颗粒剂、水分散粒剂、水乳剂、乳油、可溶液剂、微乳剂、悬乳剂、热雾剂、片剂、水剂、可溶粉剂、饵剂、粉剂、膏剂、超低容量液体、乳粉剂、可溶粒剂等
	其他产品	水溶肥料、植物营养液、复合肥料
鹤壁市鹤山区姬家山产业园区	原药	矮壮素、胺鲜酯、除虫脲、烯效唑、多效唑、噻苯隆、氯吡脲、乙烯利、调环酸钙、抗倒酯、萘乙酸、吲哚丁酸等
	制剂	可溶液剂、悬浮剂、水剂、可溶粉剂、可湿性粉剂等
	其他产品	水溶肥料

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(四) 经营业绩：原药价格逐步回落，柳暗花明迎来业绩增长

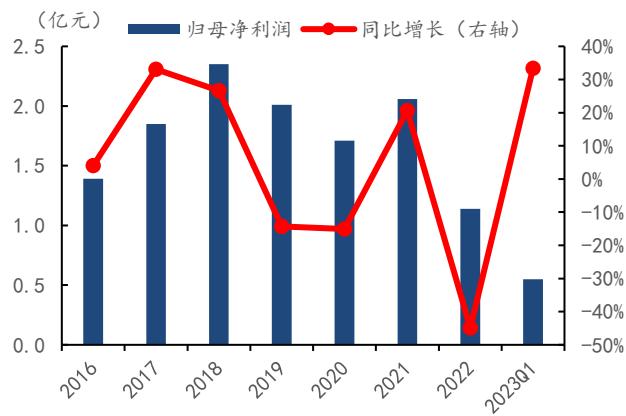
2023年有望迎来业绩反转。公司2016-2022年营业收入CAGR达17.89%，业绩保持稳健增长。2022年，公司实现营业收入16.48亿元，同比增长21.34%，实现归母净利润1.14亿元，同比下滑44.90%，主要原因在于原材料原药成本上升以及计提减值损失。其中，公司计提鹤壁全丰商誉减值损失6600万元，受重点下游园林客户经营不善影响，公司计提减值损失2600万元。

摆脱困境，公司有望迎来业绩增长。2023年一季度，公司实现营业收入3.35亿元，同比提升40.27%，归母净利润5453.58万元，同比提升33.14%。原药价格下跌带来公司毛利改善，公司有望迎来业绩的持续增长。

图表6：公司营业收入及同比增速



图表7：公司归母净利润及同比增速

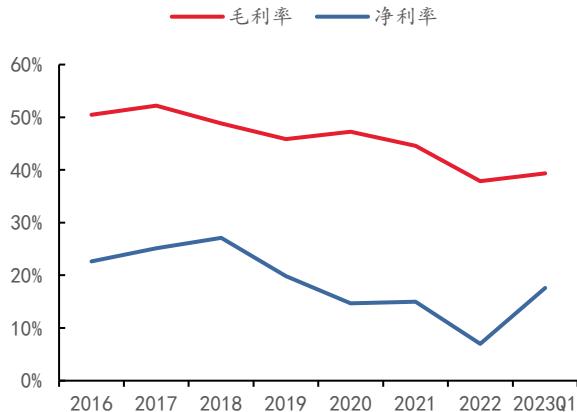


资料来源：WIND，太平洋证券整理

资料来源：WIND，太平洋证券整理

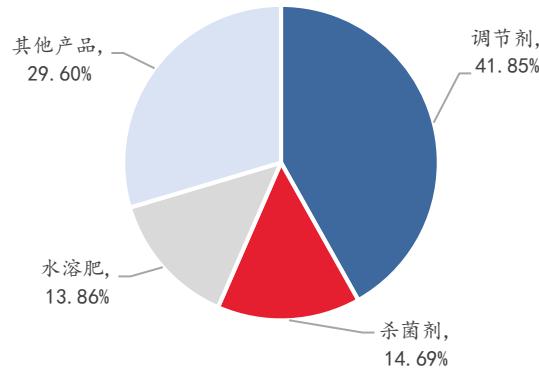
前期成本大幅上涨，导致主营产品盈利承压。从收入构成来看，公司专注于农药化肥领域，营业收入主要由调节剂（41.85%）、杀菌剂（14.69%）、水溶肥（13.86%）三部分构成。其中，调节剂与水溶肥2022年实现6.90亿元、2.29亿元的营业收入，同比分别增长33.21%和19.76%，但毛利率呈现下滑情况，分别为43.99%（-8.23pct）、41.91%（-11.39pct）。整体来看，公司2022年实现毛利率与净利率37.87%、6.99%，较2021年下降6.71pct和8.02pct，主要是受原材料价格大幅上涨以及减值带来的影响。

图表 8：公司毛利率与净利率水平



资料来源：WIND，太平洋证券整理

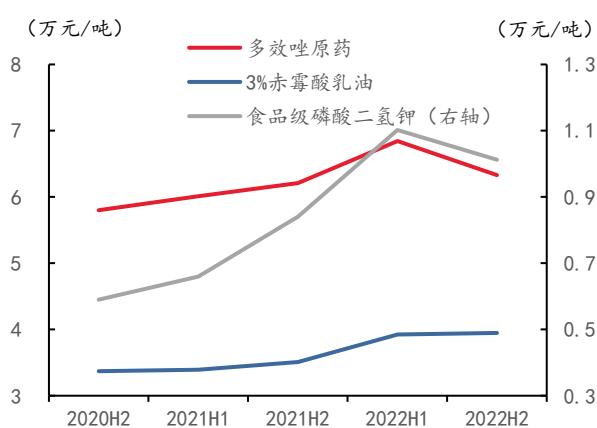
图表 9：2022 年公司营业收入构成



资料来源：WIND，太平洋证券整理

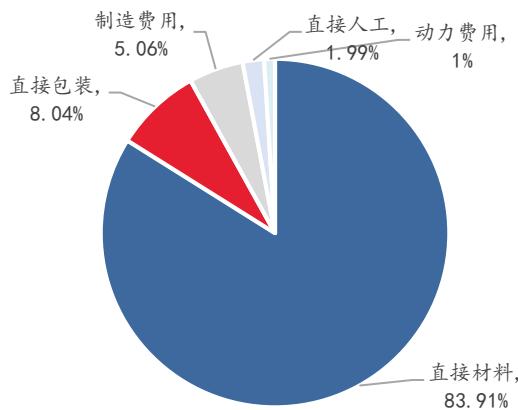
原药价格从高点回落，利润修复指日可待。从成本构成来看，公司营业成本超过八成来自于直接材料。2021年以来，大宗商品价格出现大幅上涨，国际原油价格飙升至近十年最高点，制剂上游原材料价格受此影响持续提价，其中，多效唑原药2022H1平均采购价格为6.84元/吨，较2020H2提升了17.99%；3%赤霉酸乳油与食品级磷酸二氢钾采购价格分别较2020H2增长了16.44%和86.80%，严重挤压产品利润。进入2022年下半年，相关原材料价格逐步从高位回落，多效唑原药和食品级磷酸二氢钾的平均采购价格相比2022年上半年分别回落了7.5%和8.1%。伴随主要原材料价格逐步回落，产品盈利能力持续修复。

图表 10：公司原材料采购单价



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

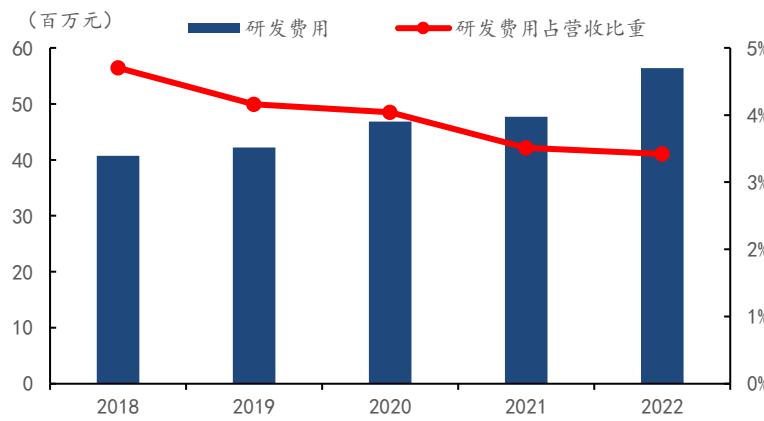
图表 11：2022 年公司营业成本构成



资料来源：WIND，太平洋证券整理

研发持续投入，产品矩阵不断丰富。公司拥有一支植物生长调节剂产品研究专业能力优秀的研发团队，研发投入占营业收入的比重基本保持在 3.5%以上。截至 2022 年底，公司共计有 291 个农药产品登记证，较 2021 年同比提升 42.65%。其中，植物生长调节剂登记证 118 个。通过收购鹤壁全丰和校园招聘，2022 年公司新增研发人员 52 名，研究团队继续扩大，支撑公司持续推进产品配方及工艺的优化、农药化肥的产品登记，加快产品的市场推广。

图表 12：公司研发费用投入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

（五）产能情况：提升原药自给能力，制剂扩产巩固行业领军地位

原药自给能力持续提升，在建项目稳步推进。根据 2022 年报，公司现有原药产能 1.45 万吨/年，制剂产能由 2020 年 1.8 万吨/年大幅提升至 8.885 万吨/年，水溶肥产能 1.38 万吨/年。2020 年至今，公司通过投资建设和外延并购，不断提升原药的自给能力，有助于进一步控制成本；核心产品植物生长调节剂的生产能力不断提升，投资 3 亿元用于 8400 吨/年矮壮素水剂生产，配套 800 吨/年原药产能，巩固行业的龙头地位。

图表 13：国光股份主要产品产能

主营业务（单位：吨）	2020 年		2021 年		2022 年		
	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率	在建产能
农药原药（甲哌鎓、萘乙酸、代森锰锌、代森锌等）	0	0.00%	2100	24.92%	14500	34.81%	15000
农药制剂（可溶粉剂、可溶液剂、可湿性粉剂、乳油、水剂、微乳剂）	18000	62.05%	40250	38.90%	88850	27.13%	22000
水溶肥（大量元素水溶肥、含氨基酸水溶肥）	10800	87.96%	13800	92.34%	13800	99.16%	50000

生物有机肥/菌肥	-	-	60000	10.33%	60000	13.67%
----------	---	---	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 14：国光股份在建项目情况

在建项目	投资金额	项目介绍
重庆润尔科技有限公司年产 1.5 万吨原药及中间体合成生产项目	3 亿元	<p>2022 年 8 月环评公示</p> <p>一期主要建设矮壮素生产装置：矮壮素装置规模为水剂 8400 吨/年、原药 800 吨/年。二期建设胺鲜酯原药生产装置、氯吡脲生产装置、苄氨基嘌呤生产装置、吲哚丁酸生产装置、氯氟吡氧乙酸异辛酯生产装置、氯氟吡氧乙酸生产装置、三氯吡氧乙酸生产装置。</p> <p>其产品规模分别为：胺鲜酯原药产品 2000 吨/年；氯吡脲产品 50 吨/年；苄氨基嘌呤产品 100 吨/年；吲哚丁酸产品 40 吨/年；氯氟吡氧乙酸异辛酯产品 2000 吨/年；氯氟吡氧乙酸产品 500 吨/年；三氯吡氧乙酸产品 1000 吨/年</p>
重庆万盛年产 3.5 万吨原药及中间体合成生产项目	1.9 亿元	项目分两期建设。一期项目建设周期 24 个月，于 2021 年 3 月开工建设，2023 年 3 月建成投产；二期项目建设周期 18 个月，于 2023 年 6 月开工建设，2024 年 12 月建成投产。项目建设 3.5 万吨原药及中间体
年产 2.2 万吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	1.45 亿元	搬迁技改项目，已完成建设用地场地平整
年产 5 万吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目	9500 万元	搬迁技改项目，已完成建设用地场地平整

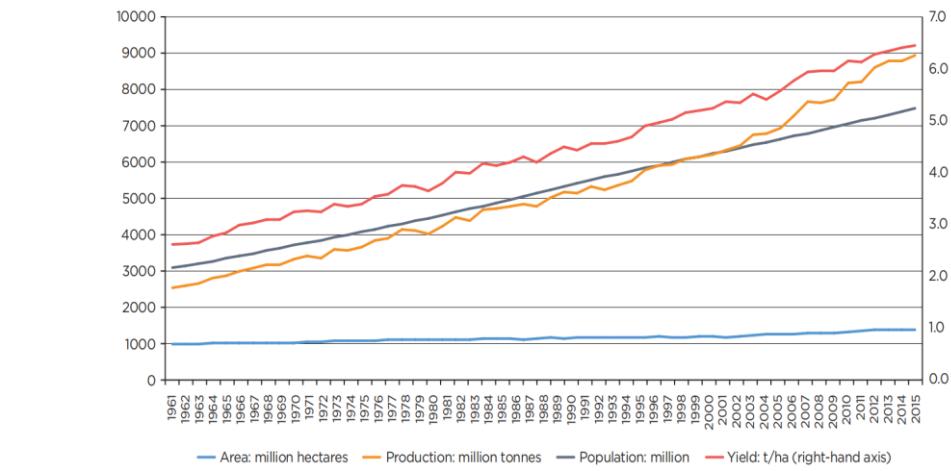
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

二、拥抱农药发展新阶段，百亿赛道一枝独秀

(一) 农业发展驱动植物生长调节剂需求提升，百亿蓝海市场待开发

农药是粮食安全的重要保障，下游需求较为刚性。根据 FAO 数据显示，全世界由于病、虫、草、鼠害而损失的农作物收获量相当于潜在收获量的三分之一。如果停止用药或严重用药不当，农作物一年后将减少收成 25%-40%，两年后将减少 40%-60%，以至绝产。1960-2016 年，农作物单位面积产量由 4 吨/公顷提升至 6 吨/公顷，农作物产量增长为人口增加提供了重要的保障。但在此期间，种植面积却没有明显提升，为保证人类社会的稳定发展以及粮食作物的供应安全，农药需求刚性难以替代。

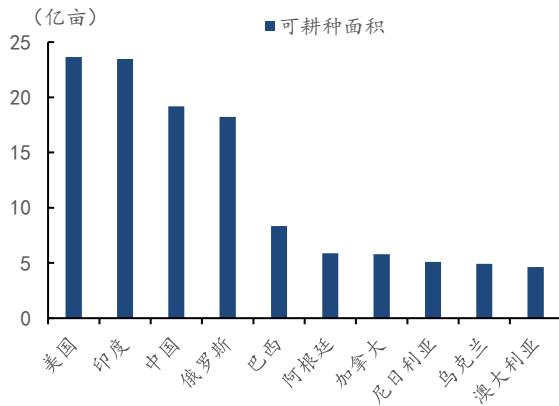
图表 15：1960-2016 年全球人口、农作物、种植面积及产出率变化



资料来源：FAOstat 和 Phillips McDougall，太平洋证券整理

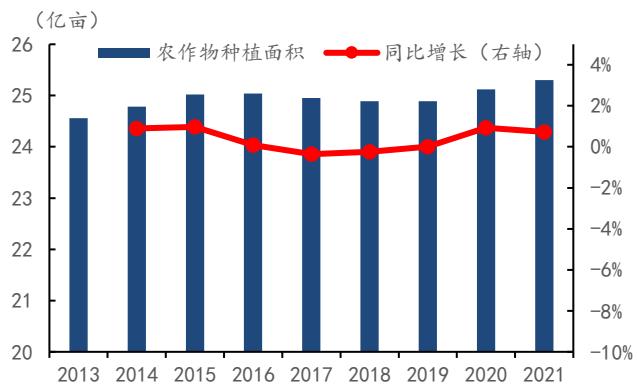
夯实粮食安全根基，农药发展势在必行。粮食安全事关国计民生，是国家安全战略的重要基础。我国人口众多，人均耕地面积不足世界平均水平，要利用 25 亿余亩的种植面积土地养活超过 14 亿人口，面临着巨大的粮食供应安全压力，因此提高单位面积的作物产量对于我国粮食安全来说至关重要。

图表 16：中国可耕地面积位居世界第三



资料来源：金投网，太平洋证券整理

图表 17：中国农作物种植面积基本保持在 25 亿亩



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

注：**可耕地面积**：存量指标，是指种植农作物的土地，包括熟地、新开发、复垦、整理地、休闲地（含轮歇地、轮作地）；间有零星果树、桑树或其他树木的土地。**农作物种植面积**：流量指标，是对农作物播种实际发生情况的统计，无论是否发生在耕地上的种植都计入种植面积，并且每播种一次就统计一次面积。

植物生长调节剂效益高、收效快，是农药发展到新阶段的产品。与传统农药相比，除草剂、杀虫剂、杀菌剂都只能起到保产作用，而植物生长调节剂的应用具有成本低、收效快、效益高、节省劳动力的优点，不仅可以控制植物生长，使农作物按照人们的意愿生长、发育、开花、结果，增强作物对不良环境的抗性，提升农作物产量，改善农作物品质，也在使用安全性、环境相容性方面具有明显优势。伴随我国对农药行业的监管趋严，传统农药带来的环境污染、土壤盐渍化、害虫耐药性提升等问题不可忽视，使用精细、收效快、效益高的植物生长调节剂会成为未来农业生产的更优选择。

图表 18：当前植物生长调节剂主要应用领域

应用领域	作用	作物	使用效果
粮食作物	植物生长调节剂在小麦、水稻、玉米、马铃薯等粮食作物的生产中，广泛应用于打破休眠、促进种子发芽、促进生根、培育壮苗、防止徒长、预防倒伏、提高结实率、缓解药害、提高抗逆性、增加千粒重、改善品质、提高杂交稻制种产量、抑制储藏期发芽等方面	水稻	1、药剂浸种、培养壮苗。三十烷醇(优丰)、苄氨基嘌呤(植生源)等浸种，可提高水稻种子发芽率，促进水稻生根； 2、促根壮苗。水稻苗期三十烷醇(优丰)、胺鲜酯(天都)等喷施，可促进水稻生长，培育健壮秧苗； 3、控旺、促分蘖、防倒。多唑·甲哌(矮丰)、烯效唑(爱壮)等在水稻秧苗期一叶一心期喷施，可控制秧苗徒长，培育健壮秧苗；移栽大田后，在水稻分蘖期至拔节前喷施，有促进水稻早分蘖、出壮蘖，提高有效分蘖数和成穗率，预防和减轻水稻后期倒伏； 4、壮穗增粒。水稻孕穗期三十烷醇(优丰)、苄氨基嘌呤(植生源)等可促进水稻颖花分化，减少颖花败育，提高穗粒数； 5、水稻制种。在制种稻母本抽穗 10%-30%时用赤霉酸(稻稼佳)可使父本、母本花期一致，提高制种产量； 6、促灌浆、增产。灌浆初期 S-诱抗素(动力)、苄氨基嘌呤(植生源)、三十烷醇(优丰)等可提高抗逆性、防止叶片早衰、促进籽粒灌浆、提高千粒重的作用

		<p>马铃薯、 红薯</p>	<p>1、打破休眠。赤霉酸(顶跃)浸种，可打破休眠，促进发芽； 2、促进根系生长。吲哚·萘乙酸(根莱美)可促进根系生长，培育壮苗； 3、促进茎叶生长。苄氨基嘌呤(植生源)、三十烷醇(优丰)、胺鲜酯(天都)等，可促进侧枝和茎叶生长，增加叶绿素含量，提高光合效率； 4、解药害、肥害。苄氨基·赤霉酸(妙激)可缓解除草剂药害、肥害； 5、控制旺长。多效唑(立效、金泰尔)、烯效唑(爱壮)、矮壮素(抑灵)、甲哌鎓(高盼)等，可延缓植株地上部生长，减少营养消耗，提高地下部产量； 6、增产提质。氯化胆碱、氯胆·萘乙酸等可促进地下部分生长，提高产量； 7、抑制发芽、延长贮藏期。氯苯胺灵可抑制贮藏期马铃薯发芽，延长贮藏期；</p>
油料作物	<p>植物生长调节剂在油菜、大豆、花生、核桃等油料作物的生产中，广泛应用于保花保果、提高坐果率、促进种子发芽、促进根系生长、培育壮苗、增加分蘖、防止徒长、预防倒伏、提高结实率、提高抗逆性、防止早衰、促进籽粒发育、增加千粒重等方面。</p>	<p>油菜</p>	<p>1、促根壮苗。三十烷醇(优丰)、芸苔素内酯(芸美泰)等可促进油菜根系、叶片生长、培育健壮幼苗； 2、控旺防倒。油菜三叶一心期至抽薹前，多效唑·甲哌(矮丰)、烯效唑(爱壮)等可培育冬前壮苗，增加分枝数量，降低分枝高度，预防和减轻后期倒伏； 3、促进籽粒发育、增产。在结角初期S-诱抗素(动力)、三十烷醇(优丰)、苄氨基嘌呤(植生源)等可防止叶片早衰、促进角果发育、提高千粒重；</p>
		<p>大豆</p>	<p>1、促根壮苗。大豆苗期三十烷醇(优丰)、胺鲜酯(天都、施果乐)等可促进根系、叶片生长，培育健壮豆苗； 2、控旺防倒。大豆初花期至盛花末期烯效唑(爱壮)、多效唑·甲哌(矮丰)等可控制植株旺长，减轻落花落英、提高花英数量，预防和减轻大豆后期倒伏； 3、促进籽粒发育、增产。在大豆结荚鼓粒期S-诱抗素(动力)、三十烷醇(优丰)、苄氨基嘌呤(植生源)等可促进豆荚发育，豆荚饱满，增产；</p>
经济作物	<p>在棉花、烟草、茶叶、油茶、茉莉花等经济作物生产中，植物生长调节剂广泛应用于促进生根、培育壮苗、促进萌芽、控旺防倒，塑造株型、疏花疏蕾、保花保果、防止蕾铃脱落、促进果实发育、促进落黄、成熟一致、催熟脱叶、提高抗逆性等方面。</p>	<p>棉花</p>	<p>1、促根壮苗。在棉花苗期用三十烷醇(优丰)、芸苔素内酯(芸美泰)等可促进根系、叶片生长，促进棉苗生长健壮； 2、控制旺长、塑造株型。棉花苗期至打顶期，甲哌鎓(矮多)、烯效唑(爱壮)等可控制植株徒长，塑造紧凑株型； 3、防蕾铃脱落。在棉花现蕾至花铃期，萘乙酸(花果宝)等，有防止蕾铃脱落，增加铃重； 4、棉花脱叶、节省人工。棉花吐絮后期用噻苯·敌草隆(国光脱灵)、乙烯利(国光乙烯利)等可促进棉花脱叶，利于棉铃机械收获，节约用工成本；</p>
蔬菜	<p>蔬菜生产中，植物生长调节剂在打破休眠，促进种子萌发、根系生长，培育壮苗，控制徒长，提高叶绿素含量，促进营养生长，调节雌雄花比例，促</p>	<p>西瓜、甜瓜、黄瓜和丝瓜等瓜类：</p>	<p>1、促进植株生根。在定植成活后用三十烷醇(优丰)、复硝酚钠(冲丰)灌根，有促进生根，培育壮苗； 2、促落黄，烟株打顶后S-诱抗素(动力)可促进烟叶分层落黄、提高烟叶品质； 3、提高坐瓜率。氯吡脲(座瓜灵)或噻苯隆(道领)，可促进坐瓜，提高坐瓜率； 2、提高抗寒、抗高温等抗逆性。在低温、霜冻、高温天气来临前2~3天，S-诱抗素(动力)可增强抗低温或高温能力，减少裂瓜； 3、控制徒长。伸蔓期甲哌鎓(高盼)或矮壮素(抑灵)，有缩短节间长度，控制徒长；</p>

进花芽分化，保花保果，提高坐果、坐瓜率，促进果实成熟，改善品质，提高植物抗逆性，贮藏保鲜，延长贮藏期等方面具有广泛的应用。

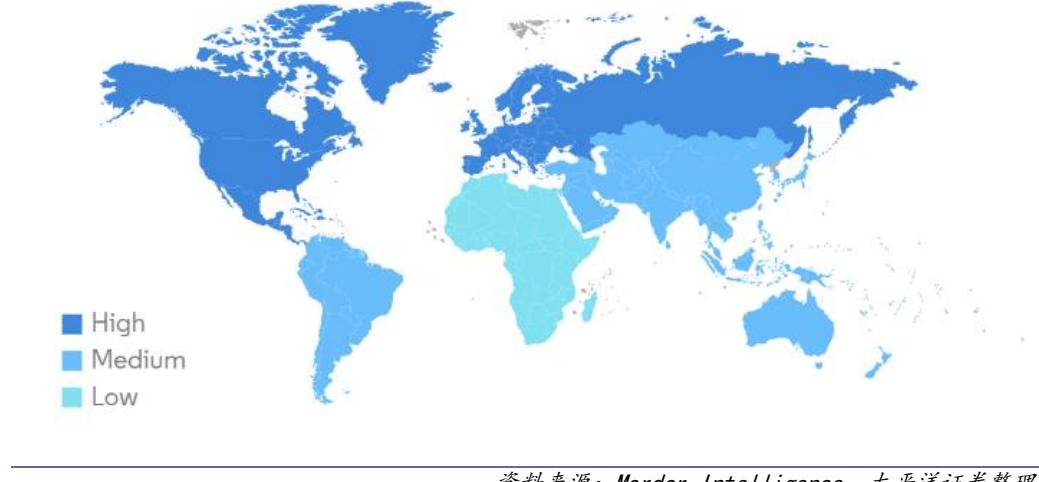
- 1、促根壮苗。定植阶段，三十烷醇(优丰)、吲哚丁酸、吲丁·三十烷醇、吲丁·诱抗素等可促进生根，培育壮苗，提高移栽成活率；
- 2、控制徒长、促进花芽分化。伸蔓期矮壮素(抑灵)、甲哌鎓(高盼)等可控制植株旺长，促进花芽分化，减少养分消耗，增加叶片厚度，提高植株抗性；
- 3、提苗促长。苗期或伸蔓期赤霉酸(赤美)、苄氨基·赤霉酸(妙激)、赤霉·氯吡脲(妙促)、赤霉·噻苯隆(果然美)等可促进植株营养生长，提苗促长；
- 4、促进根系生长和养分吸收。移栽成活后，用三十烷醇(优丰)、芸苔素内酯(芸美泰)、胺鲜酯(天都)、复硝酚钠(冲丰)等可增强光合作用，促进根系生长，延缓植株衰老，提高肥料吸收利用率，增加产量；
- 5、提高抗逆性。在逆境来临前S-诱抗素(动力)可提高茄果类的抗逆能力，减少逆境影响；
- 6、保花保果。番茄、茄子开花时使用2,4-D(花恋)、对氯苯氧乙酸钠(贝稼)等，可保花保果，提高座果率；

果树	<p>在苹果、大樱桃、梨、桃、李、杏、枣、葡萄、柑橘、枇杷、芒果、荔枝、火龙果、香蕉、草莓、猕猴桃等果树生产中，植物生长调节剂在促进扦插生根，控制新梢徒长，促进花芽分化，健壮枝穗，拉长花序，保花保果，防止落果，促进果实无核，促进果实发育，调节果形，改善品质，提高果实商品性，提高抗寒、抗旱、抗盐碱等抗逆能力，促进着色成熟，提早上市等方面具有广泛的应用。</p>	苹果 柑橘	<ol style="list-style-type: none"> 1、促进生根。萘乙酸(生跟)、吲哚丁酸及吲·萘可促进苹果生根； 2、增强抗逆性。在倒春寒来临前，S-诱抗素(动力)、三十烷醇(优丰)可增强苹果抗逆性，预防减轻倒春寒影响； 3、保花保果。盛花期到幼果期，赤霉酸(顶跃)、苄氨基嘌呤(植生源)、噻苯隆(希尔)或苄·赤(果动力)等可提高苹果坐果率； 4、控制新梢旺长，促进花芽分化。新梢旺盛生长期，矮壮素(抑灵)、甲哌鎓、烯效唑(爱壮)、调环酸钙等，可延缓枝梢生长、促进花芽分化； 5、防止落果。在苹果成熟采收前，用萘乙酸可起到防止采前落果； <ol style="list-style-type: none"> 1、健壮花蕾。在花蕾露白期，苄氨基嘌呤(植生源)、三十烷醇(优丰)可健壮花蕾，提高花质； 2、保花保果、提高坐果率。谢花2/3至第二次生理落果前，赤霉酸(顶跃)、苄氨基嘌呤(植生源)、苄氨基·赤霉酸(果动力)、对氯苯氧乙酸钠(贝稼)等减轻柑橘生理落果、保花保果、提高坐果率； 3、控制夏梢生长。在夏梢萌发初期，多效唑(金泰尔)、多效唑·甲哌鎓(金美瑞)、烯效唑(爱壮)、抑芽丹(园丹)等控制夏梢旺长，缩短节间距，减少营养浪费，减轻落果； 4、促进花芽分化。在花芽生理分化期(秋梢完全老熟时)，多效唑(金泰尔)、多效唑·甲哌鎓(金美瑞)、苄氨基嘌呤(植生源)等控制新梢生长，促进花芽分化，减轻大小年现象； 5、柑橘保鲜。对氯苯氧乙酸钠(贝稼)、2,4-D(不落)等，具有保水保鲜，预防果蒂脱落，延长保鲜时间，可用来果实贮藏保鲜和留树保鲜； 6、增强抗逆性。在低温霜冻来临S-诱抗素(动力)等，有提高树体抗寒冻能力，减轻低温霜冻影响的作用；
花卉、草坪、绿篱等园林植物	<p>植调剂在园林花卉促进插条生根，打破休眠，促进萌芽，矮化植株，紧凑株型，延缓生长，减少修剪，促进或推迟开花，调控花期，防止飞絮或结果，大树移栽促进生根成活等方面具有广泛的应用。</p>	景观树木	<ol style="list-style-type: none"> 1、促进生根。用萘乙酸(生跟)或吲丁·萘乙酸(根盼)促进树木或灌木扦插、移植生根； 2、防止飞絮，减少环境污染。用赤霉酸(植缘、絮必治)抑制杨树、柳树、法桐开花飞絮，减少环境污染和安全隐患； 3、延长花期。用苄氨基嘌呤(花思)促进树木萌芽发枝，延长花期，延缓叶片衰老； 4、促进树木萌芽。苄氨基嘌呤(花思)、三十烷醇(优丰)、芸苔素内酯(希慕)、复硝酚钠(雨阳)促进树木萌芽，提高叶片光合效率； 5、增强植株的抗旱抗寒性。S-诱抗素(抗秀)增强植株的抗旱抗寒性； 6、减少修剪，减少人工投入。甲哌噁、矮壮素、烯效唑(矮宝)、多效唑等延缓生长、减少修剪、降低人工成本，矮化植株、紧凑株型；
食用菌	促进菌丝生长和出菇，提高产量	蘑菇、平菇、金针菇、木耳	促进菌丝生长、提高产量，在菌丝大量分裂期使用三十烷醇(优丰)、芸苔素内酯等喷施菌丝体，有促进菌丝生长、促进出菇、提高产量的作用；

资料来源：国光股份招股说明书，太平洋证券整理

全球植物生长调节剂市场规模有望达到 300 亿元。根据 2023 年 5 月 Plant Growth Regulators Market 报告显示，2022 年全球植物生长调节剂市场规模为 203 亿元（汇率按照 1 美元=7 人民币换算），2022-2028 年行业年均增速有望保持在 7.4% 以上，2028 年将达到 315 亿元市场规模。根据 FAO STAT 数据披露，亚太地区仅占全球约 30% 的可耕种面积，却需满足全球约 60% 人口的粮食需求，高度集约化、工业化的农业种植将是发展的必由之路，提产增效的植物生长调节剂将发挥重要作用，预计 2022-2028 年亚太地区植物生长调节剂市场需求年均增速有望超过全球增速，达到 8.2%。

图表 19：2020 年全球植物生长调节剂市场份额占比



资料来源：Mordor Intelligence，太平洋证券整理

我国植物生长调节剂市场发展速度迅猛。我国在土地流转加速以及乡村振兴等政策下，土地种植规模化、专业化成为趋势，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进入快速增长期。据华经产业研究院测算，2020 年我国植物生长调节剂行业市场规模达到 85 亿元，2016-2020 年行业增速基本保持在 10% 左右，成为农药领域发展最快的蓝海市场。当前，越来越多的植物生长调节剂在粮油作物、经济作物、蔬菜、果树、园艺作物、中药材、食用菌生产中得到广泛应用，为农民增产增收，提高经济效益做出了重要贡献。根据我们对当前植物生长调节剂重点应用领域的分析以及相关作物种植渗透率的调整测算，预计 2025 年中国植物生长调节剂在农业领域的市场规模可达到 100 亿元。

图表 20：植物生长调节剂在农业领域的市场空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
农作物种植面积	25.04	24.95	24.89	24.89	25.12	25.3	25	25	25	25
粮食（单位：亿亩）	17.9	17.7	17.6	17.4	17.5	17.6	17.7	17.5	17.5	17.5
粮食渗透率	7%	8%	9%	10%	11%	11%	11%	12%	13%	14%
粮食领域市场规模（单位：亿元） (按照粮食单亩2元测算)	2.5	2.5	2.8	3.1	3.5	3.9	3.9	3.9	4.2	4.6
果园（单位：亿亩）	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
蔬菜（单位：亿亩）	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2
果蔬渗透率	45%	50%	55%	60%	65%	65%	65%	70%	75%	77%
果蔬领域市场规模（单位：亿元） (按照水果单亩35元；蔬菜单亩5元测算)	32.4	36.7	42.7	48.0	53.7	54.9	53.6	57.8	61.9	63.5
棉花（单位：亿亩）	0.48	0.48	0.50	0.50	0.48	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
棉花渗透率	45%	50%	55%	60%	65%	65%	65%	70%	75%	77%
棉花领域市场规模（单位：亿元） (按照棉花单亩20元测算)	4.3	4.8	5.5	6.0	6.2	5.9	5.9	6.3	6.8	6.9
其他作物（烟叶、油料、糖料等）（单位：亿亩）	2.11	2.10	1.98	2.01	2.00	1.98	1.70	1.95	1.95	1.95
其他作物渗透率	55%	60%	65%	70%	75%	75%	75%	77%	83%	86%
其他作物领域市场规模（单位：亿元） (按照单亩15元测算)	17.4	18.9	19.3	21.1	22.6	22.3	19.1	22.5	24.3	25.2
合计-市场规模（单位：亿元）	56.7	62.9	70.3	78.3	85.9	87.0	82.5	90.4	97.1	100.2

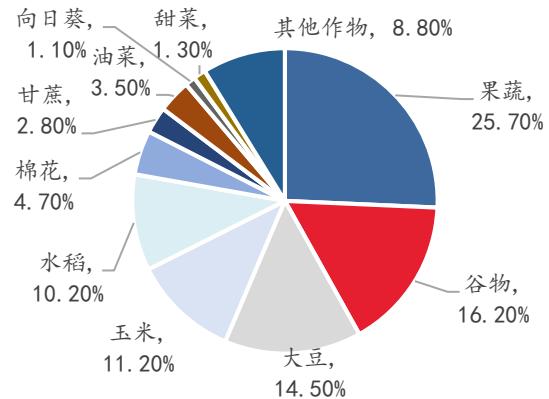
资料来源：公司年报，国家统计局，华经产业研究院，公开资料，太平洋证券整理

注1：单亩价值量仅代表当前应用情况下的价值水平。预计随着产品丰富、研发进步和应用推广，单亩价值量有望进一步增加

注2：农作物种植面积来自国家统计局

高附加值果蔬及园林作物的需求稳中向好。根据前瞻产业研究院的数据，从全球作物使用农药的价值量情况来看，2020 年果蔬农药使用占比最高（25.7%），其次为谷物（16.2%）、大豆（14.5%）、玉米（11.2%）等，可见高附加值作物种植对农药，尤其是对高效、低污染的新产品的投入意愿更强。根据 Agrochemicals 披露，全球植物生长调节剂约 57%用于谷类作物，另有 20%用于油料作物和豆类，其余用于果蔬、草皮与观赏植物。随着产品推广和技术服务能力的提升，未来植物生长调节剂发展的潜力巨大。根据国家统计局数据披露，2021 年我国果蔬种植面积达到 5.23 亩，同比提升 2.05%，近十年保持 1.91%的行业增速，下游需求平稳。

图表 21：2020 年果蔬使用农药的价值量占比最高



资料来源：前瞻产业研究，太平洋证券整理

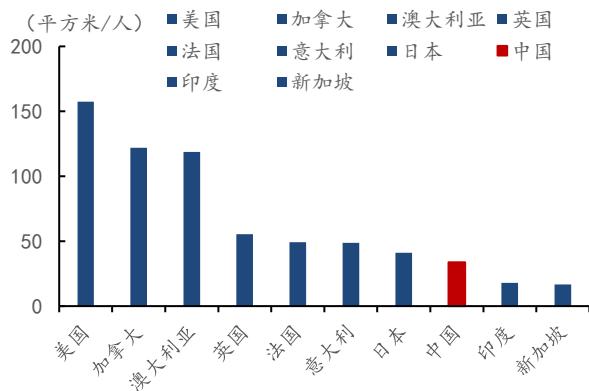
图表 22：中国果蔬种植面积



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

城市绿化投资稳步提升，市场前景广阔。根据科技部发布的《全球生态环境遥感监测 2020 年度报告》显示，近 20 年全球城市人均绿地空间面积呈显著增加态势，由 2000 年的 23.14 平方米/人增加到 2020 年的 40.47 平方米/人。美国人均绿地空间面积位居世界第一，已达到 157.36 平方米/人，而我国仅有 33.74 平方米/人，低于世界平均水平。城市绿地空间拥有调节气候、净化空气、涵养水源、消减噪声和美化环境的功能，是城市生态系统的重要组成部分，伴随城市绿化投资的稳步提升，我国城市园林市场前景十分广阔。

图表 23：中国人均绿地空间面积远低于欧美国家



资料来源：世界农化网，太平洋证券整理

图表 24：中国城市园林绿化投资稳步上升



资料来源：WIND，太平洋证券整理

地产竣工端复苏有望助力调节剂需求提升。2022 年房地产利好政策呈井喷之势，多重利好下行业竣工端出现修复回暖。2023 年 1-4 月竣工端累计面积为 2.37 亿平方米，同比提升 18.21%。

图表 25：2022 年地产十大政策梳理

政策	基本内容	点评
两次降准	2022 年 4 月 15 日，央行宣布，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。此后的 11 月 25 日，央行再次降准 0.25 个百分点。据统计，两次降准共降低金融机构存款准备金率 0.5 个百分点、释放长期资金超万亿元，金融机构加权平均存款准备金率降至约 7.8%	两次降准的主要目的是加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，但是随着整体资金面的宽松，必然会影响到房地产市场
三次下调 LPR	2022 年 1 月 20 日，5 年期以上 LPR 下调 5 个基点至 4.6%，5 月 20 日再下调 15 个基点至 4.45%，8 月 22 日下调 15 个基点至 4.3%	信贷政策的进一步宽松有助于降低居民购房成本，带动住房需求释放
“五限”松绑	限购、限贷、限价、限售、限商	从 2022 年底重点二线城市优化或退出限购限贷政策来看，新一轮需求端的政策纾困已经开始，预计 2023 年“五限”政策松绑会继续。
“一人购房全家帮”	公积金政策创新，除可提取本人及配偶公积金外，还可同时提取夫妻双方父母或子女的住房公积金账户余额	有利于缓解青年人购房资金难题，提振民众购房热情，增强市场信心
房企再融资“开闸”	证监会恢复上市房企和涉房上市公司再融资，允许符合条件的房企借壳已上市房企	四年来我国再次启动房地产股权融资，为已经出险的房企找到融资破局的路径
金融支持房地产十条	2022 年 11 月，央行、银保监会联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	政策涉及房地产开发贷、个人贷款、存量融资展期、信托融资、债券融资、保交楼专项借款、保护个人征信、延长贷款集中制、住房租赁金融等共计 16 条措施，为房地产迎年内最强政策支持
保函置换预售监管资金	2022 年 11 月 14 日，银保监会、住建部、央行联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	保函可用于置换依法合规设立的预售资金监管账户的监管额度内资金，有助于扭转房企融资困境
“卖一买一”可退个税	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠	有助于降低换房成本，激活改善性住房需求
二手房“带押过户”	2022 年，为盘活二手房市场，南京、苏州、福州、宁波、无锡等多地试行“带押过户”，指存在抵押的房产，不用提前还清贷款就可以完成交易、过户，并发放新的贷款	有利于激发二手房市场的交易活力，促进住房消费
北京城市更新立法	11 月 25 日，《北京市城市更新条例》获得通过，自 2023 年 3 月 1 日起施行	对城市更新进行立法，可有效破解更新中的各种难题，保障多方主体权益

资料来源：新京报，太平洋证券整理

图表 26：2023 年地产竣工端修复回暖



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 27：国光植物生长调节剂“施它活”在园林中的应用



资料来源：国光股份京东旗舰店，太平洋证券整理

通常商品房交楼前、大型公共设施交付前的最后步骤为园林绿化，植物生长调节剂可有效促进树木插条生根，提升存活率；减少修剪，降低人工成本；调控花期，防止飞絮或结果等，在园林绿化中具有广泛的应用。伴随房屋竣工端利好信号释放，基础设施建设的稳定投入，植物生长调节剂需求有望稳中有升。

(二) 通过外延并购实现“延链、扩品”

世界农化巨头合并趋势明显。从全球农药市场的收入构成看，2022年先正达、拜耳、巴斯夫、科迪华占据了约60%的市场份额，形成了“产权农药—丰厚利润—研发投入—新产权农药”的良性循环，农药新品种的开发创制业务已基本由这些公司垄断，呈现寡头垄断格局。在仿制类农药企业中，安道麦(ADAMA)、富美实(FMC)、纽发姆(NUFARM)、住友化学、联合磷化等企业凭借各自在研发、生产、分销、市场推广等产业链环节的优势或通过收购兼并的途径，有效整合资源，迅速扩大市场份额，组成了全球农药行业的第二梯队，占据约20%的市场份额。前两大梯队的企业占据了全球农药市场约80%的份额，剩余的分布于全球各地的中小农药企业则主要通过聚焦区域市场或作为前两大梯队企业的原料及产品供应商来谋求一席之地。农药巨头公司通过并购整合优化资源配置，增加资金投入在前端研发与终端销售环节，外包原药生产与中间体加工环节，不断放大竞争优势，巩固行业龙头地位。

图表 28：农资化工并购重组



资料来源：世界农化网，太平洋证券整理

我国农药企业小而散居多。截至2022年4月，我国注册资本高于5000万元的农药企业占比不足一成，而100万元以下的农药企业占比为38.75%。2021年，新增注册农药企业486家，农药行业整体呈现注册量上升的趋势。农药企业研发需求资金量大、新药研发周期长，

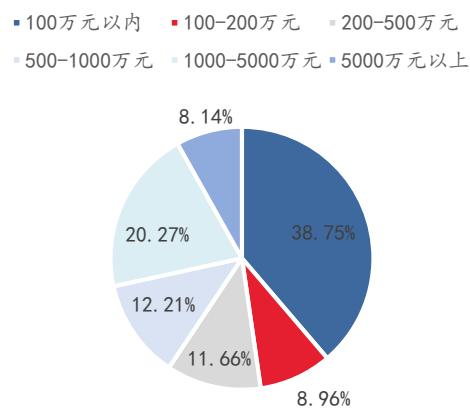
小规模企业通常存在技术装备水平落后、环保安全投入不足等问题。行业加速整合，形成规模化发展是农药行业发展的必由之路。

图表 28：2021 年我国新增农药企业 486 家



资料来源：企查查，太平洋证券整理

图表 30：2022 年我国农药企业小而散



资料来源：企查查，太平洋证券整理

农药行业亟待加速整合。2022 年 2 月 16 日，农业农村部会同国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家粮食和物资储备局、国家林草局制定了《“十四五”全国农药产业发展规划》。《规划》指出，推进农药生产企业兼并重组、转型升级、做大做强，培育一批竞争力强的大中型生产企业。到 2025 年，着力培育 10 家产值超 50 亿元企业、50 家超 10 亿元企业、100 家超 5 亿元企业，园区内农药生产企业产值提高 10 个百分点。在此背景下，农药行业的龙头企业将会加快收购其他公司，强强联合提升行业集中度。

图表 29：2021 年农资行业部分并购事件

时间	并购整合事件
2021 年 2 月	中化国际发布公告称，中化国际拟以 75.97 亿元向先正达集团收购扬农集团 39.88% 的股权，同时，控股股东扬农集团拟以 102.22 亿元向先正达集团出售其持有的扬农化工 36.17% 的股份。本次交易完成后，先正达集团将不再持有扬农集团股权，中化国际将持有扬农集团 79.88% 股权
2021 年 2 月	农药上市公司新安化工宣布，通过受让老股并增资的方式合计获得合肥星宇 53.17% 的股权，有助于扩大新安化工在选择性除草剂产品领域的领先竞争优势
2021 年 6 月	史丹利合计出资 2.44 亿元取得承德黎河肥业 51% 股权，三个月后，史丹利宣布以黎河肥业作为实施主体，投资 6.45 亿元建设年产 100 万吨绿色高效复合肥项目。

2021 年 10 月	利民股份使用自有资金 2000 万美元购买科迪华中国知名品牌产品“大生”的专有技术配方工艺、产品商标、登记数据、药效数据、许可使用包装设计和标签的权利等
2021 年 8 月	亚钾国际拟 17.64 亿元收购拥有老挝 179 钾盐矿的农钾资源 56% 股权，收购完成后，亚钾国际将合计拥有氯化钾储量 8.29 亿吨，成为亚洲单体最大钾肥资源量企业
2021 年 12 月	全球第二大草甘膦供应商、美国最大的非专利农化品生产商之一 Albaugh (阿宝) 公司宣布收购 Rotam (龙灯) 公司

资料来源：南方农村报，太平洋证券整理

国光股份通过外延并购整合中国植物生长调节剂市场。根据国光股份交流披露，截至到 2022 年底，我国已有植物生长调节剂制剂登记企业 430 多家，原药登记企业共 110 余家，但是形成规模化销售的企业占比较小。当前行业集中度不高，为具有资金优势的龙头企业提供提升市占率、拓展影响力的有利环境。2019 年至今，国光股份先后收购依尔双丰与浩之大 100%、55% 的股权，以及鹤壁全丰 51% 股权。全球农药龙头安道麦也先后收购了安邦电化与辉丰股份的部分资产。

图表 30：我国主要植物生长调节剂公司

主要企业	主要调节剂产品		制剂	备注
	原药			
国光股份	萘乙酸、S-诱抗素原药、三十烷醇、吲哚丁酸等		塞苯隆、氯吡脲、S-诱抗素、三十烷醇、复硝酚钠、乙烯利、多效唑·甲哌鎗、赤霉酸等	
依尔双丰	-		氯化胆碱、萘乙酸、胺鲜酯、乙烯利、2,4-D、氯吡脲、复硝酚钠、矮壮素	
山西浩之大	-		豆亿金、胺鲜甲哌鎗、胺鲜酯、胺鲜乙烯利	
鹤壁全丰	乙烯利、矮壮素、调环酸钙、烯效唑、胺鲜酯、除虫脲、多效唑、氯吡脲、萘乙酸		乙烯利、矮壮素、多效唑、赤霉酸	被国光股份收购
安道麦辉丰	97% 抗倒酯原药		塞苯隆	辉丰股份 2021 年与安道麦重组
安道麦安邦	-		乙烯利	安邦电化 2019 年被安道麦收购
诺普信	-		复硝酚钠、芸苔素内酯	
钱江生化	赤霉酸		赤霉酸	
新朝阳	96% 甲哌鎗原药		14-羟基芸苔素甾醇	
郑氏化工	胺鲜酯、复硝酚钠、表/高芸苔素内酯、调环酸钙、苄氨基嘌呤、萘乙酸钠、吲哚乙酸		甲哌鎗、多效唑、乙烯利、塞苯隆、氯化胆碱、萘乙酸、胺鲜酯、调环酸钙、赤霉酸、	
兰月科技	氯吡脲、6-苄氨基嘌呤、吲哚丁酸、萘乙酸、芸苔素内酯、多效唑、烯效唑		氯化胆碱、氯吡脲、丁酰肼、多效唑、烯效唑、矮壮素、苄氨基嘌呤、塞苯隆、芸苔素内酯、赤霉素、乙烯利、萘乙酸、吲哚乙酸	
江西新瑞丰	赤霉酸、诱抗素		赤霉酸、诱抗素、芸苔素内酯、萘乙酸、氯吡脲、苄氨基嘌呤	
江苏丰源	赤霉素、6-苄氨基嘌呤原药		赤霉酸、苄氨基嘌呤	

大鹏药业	6-苄氨基嘌呤、萘乙酸、吲哚丁酸、赤霉酸、氯吡啶	苄氨基嘌呤、三十烷醇、赤霉酸
同瑞生物	-	赤霉酸

资料来源：公司官网，公司年报，太平洋证券整理

资源整合，延链与扩品并举。2019-2022年，国光股份先后收购依尔双丰与浩之大100%、55%的股权，以及鹤壁全丰51%股权，形成国光、依尔双丰、浩之大、鹤壁全丰、国光园林五大主要品牌。其中，国光原有产品主要应用于果、蔬等作物以及园林领域；依尔双丰的产品主要应用于块根、块茎类作物；浩之大的产品主要应用于粮食等大田作物，伴随公司大田作物植物生长调节剂产品的丰富，在粮食作物领域的渗透率有望进一步提升。通过这几笔收购，国光股份一方面向上游延伸完善了原药产能的布局，另一方面扩大登记证储备，丰富公司的制剂产品线。

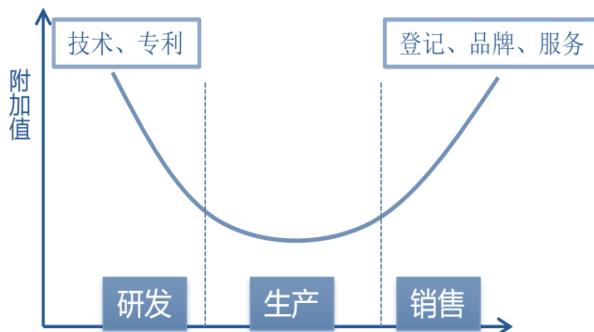
三、 品牌+渠道+一体化方案多措并举，共筑行业龙头地位

(一) 植物生长调节剂登记数量位居全国第一，高筑企业护城河

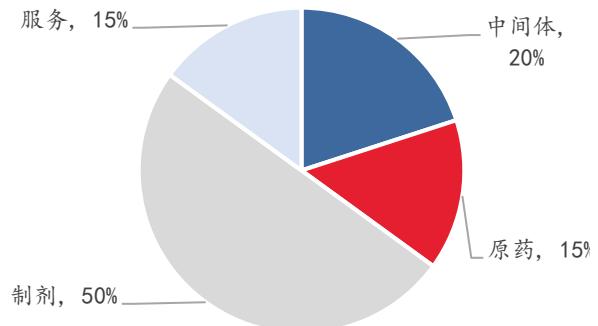
农药产业链利润呈“微笑曲线”分布。原药对研发能力、生产技术、生产工艺、环保和安全生产的要求较高，固定资产投资规模大，难以直接施用，其核心技术为农药有效成分化合物合成技术。制剂是在原药的基础上，加上分散剂和助溶剂等辅料，经研制、复配、加工、生产出制剂产品，直接应用到农业生产，与农作物的产量、质量、环境保护、食品安全、生态稳定有密切关系。农药制剂主要以植物保护技术和生物测定为基础，以界面化学技术及工艺为研发和制造手段，生产过程对环境和安全的影响较小。

在农药产业链利润分配中，制剂占据 50%、服务占据 15%、中间体占比 20%、原药加工生产占比 15%，微笑曲线明显。当前，世界农药巨头公司通过掌握原药专利、大量制剂登记证与销售渠道优势占据食物链上层。

图表 33：农药价值链呈“微笑曲线”



图表 34：制剂与服务占据农药产业 65%的利润

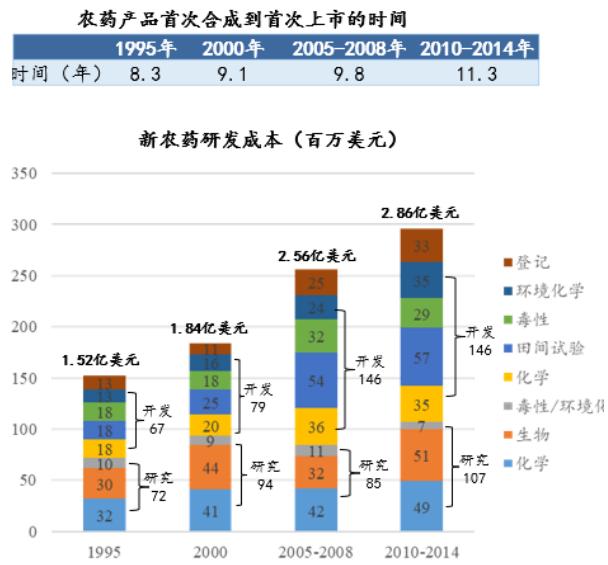


资料来源：世界农化网，太平洋证券整理

资料来源：中国国际农用化学品及植保展览会，太平洋证券整理

新药研发技术高，投入资金大，登记时间长。根据 Phillips McDougall 的研究，一种新农药的平均研发费用从 1995 年的 1.52 亿美元十年间提升到 2.86 亿美元。其中，登记费用提升近 3 倍，而新药首次合成到上市的时间从 1995 年的 8.3 年延长到 11.3 年。一种新药前期研发投入近 3 亿美元，约 10 余年才能审批上市，资金投入高且周期长，并且伴随生态环境变化与害虫杂草抗性提高，研发难度与日俱增。

图表 31：新农药研发成本高，登记时间长



资料来源：世界农化网，太平洋证券整理

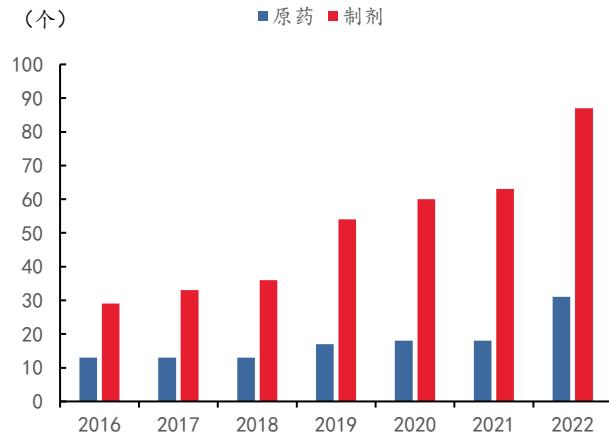
图表 32：我国植物生长调节剂登记审批时间与流程



资料来源：《农药正式登记审批规范》，太平洋证券整理

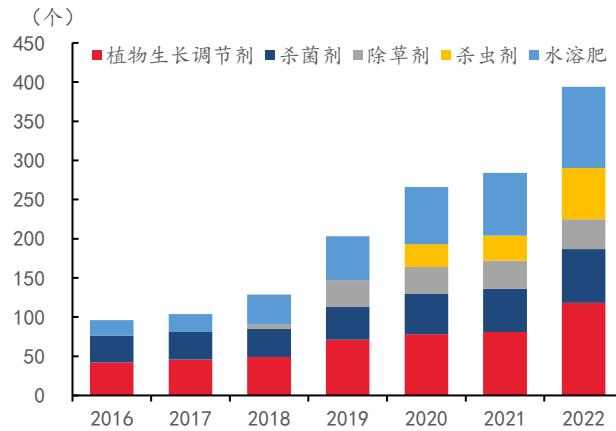
国光股份的植物生长调节剂登记数量位居全国第一，高筑企业护城河。农药登记证是农药这种特殊商品进入市场销售要取得的必须证件之一，取得农药登记证表明该产品已经在药效、毒性、残留、环境等方面经过农药登记主管单位的审查认可，符合进入市场对农作物病虫草鼠害或媒介生物防治的条件。2022年1月29日，农业农村部会同国家有关部委制定了《“十四五”全国农药产业发展规划》，为淘汰使用数十年、抗性十分严重的老品种，对新品种的环保、安全、效用提出更高的要求，新农药登记评审的门槛越来越高，新农药登记愈加困难。根据国光股份公开调研纪要，截至2022年底，我国有效登记的植物生长调节剂制剂证件有1216个，但这些登记证主要由各农林院校及科研院所掌握，被具备规模化生产和销售能力的企业掌握的并不多。其中，国光股份目前拥有87个证件，占总数的比重约8.6%，是我国植物生长调节剂登记品种最多的企业。公司另有原药产品登记证31个，较2021年同比增加71%。在植物生长调节剂行业集中度不高、市场空间逐步扩大的背景下，公司凭借位居全国第一的登记证数量，高筑企业护城河。

图表 33：公司植物生长调节剂登记证达到 118 个



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 34：2022 年公司产品登记证数量同比提升 39%

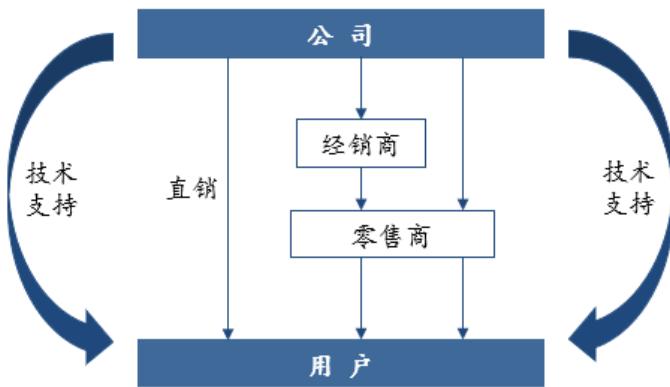


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 渠道建设持续发力，产品推广蓄势待发

渠道建设持续发力，全国多处仓库快速响应需求。公司具备以县级经销商为主、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。截至 2022 年，公司签约经销商超过 4,500 个（农业经销商和园林经销商合计），较 2021 年同比提升 50%。每个农化经销商下游还有约 20 个零售商（乡、镇一级）。此外，公司在全国设有 20 多个仓库，确保物流高效的响应速度。

图表 35：2022 年公司 86% 的收入来自经销途径



资料来源：国光股份招股说明书，太平洋证券整理

图表 36：2022 年公司全国设有 20 余个仓库



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

线下产品推广在疫后恢复常态，蓄势待发。由于公司产品对应用技术要求较高，需要用户准确掌握不同调节剂使用的时期、用法、用量等，是市场开发面临的重点和难点。产品推广需要公司集中对经销商、零售商、基地种植户等人员进行技术培训，确保产品使用效果符合预期。伴随疫情步入常态化防控阶段，公司专业技术推广人员的线下推广、技术服务活动恢复常态，市场开发有望重回正轨。

图表 37：公司线下推广试用产品



国光大果在葡萄上技术应用的现场会



国光技术人员现场指导用户



国光在枇杷基地做技术示范推广



农户参观国光松尔功能复合肥在烟草上的示范

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(三) 植物生长调节剂+水溶肥一体化解决方案，提升产品附加值

水溶肥省水省肥省工，吸收利用率是普通化肥的2-3倍。水溶性肥料是一种可以完全溶解于水的多元复合肥料，能够迅速溶解于水中，更容易被作物吸收利用。它不仅含有作物所需的氮、磷、钾等全部营养元素，还含有腐植酸、氨基酸、海藻酸、植物生长调节剂等。水溶性肥料具有环保、高效、兼容等优点，更容易实现水肥一体化，吸收利用率是普通化肥的2-3倍。

我国水溶肥发展起步晚，发展速度快。水肥一体化技术是将滴灌与施肥结合在一起发展起来的一种现代先进农业技术，该技术主要是借助滴灌系统，将滴灌和施肥结合，利用滴灌系统中的水为载体，在灌溉的同时进行施肥，实现水和肥一体化利用和管理，使水和肥料在土壤中以优化的组合状态供应给作物吸收利用。中国水溶性肥料于20世纪90年代初期起步，前期以叶面肥为主；随后逐步发展壮大，冲施肥等应运而生；2007年开始发展进入快车道，产量迅猛增长，品种快速增加，市场份额不断扩大。

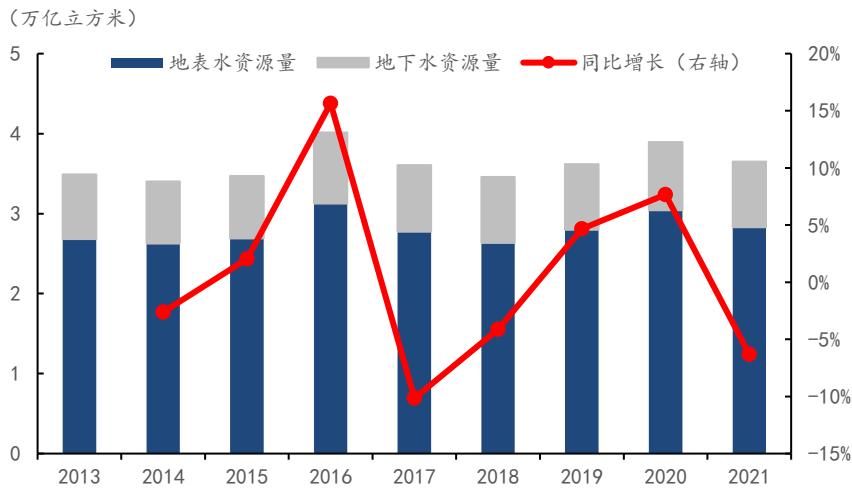
图表 38：水溶性肥料特点

特点	具体内容
水溶性	原材料均是水溶性的，储存、运输和施用需要专门的设备和装置，成本较高，但容易被吸收，其吸收利用率相对较高
营养全	一般含有作物生长所需要的全部营养元素，如N、P、K、Ca、Mg、S以及微量元素等
见效快	可采取叶面喷施，不需要经过根茎吸收、运输等漫长的过程，快速吸收，能较快看到肥料的效果和表现
节约资源	随着灌溉水包括喷灌、滴灌等方式进行灌溉时施肥，既节约用水，又节约肥料和劳动力
安全性高	因随水灌溉，施肥较均匀，且杂质较少，电导率低，使用浓度方便调节，不用担心引起烧苗等不良后果

资料来源：华经产业研究院，太平洋证券整理

我国水资源分布不均，水溶肥水肥一体化技术推广是解决的重要途径。我国水资源75%来自于地表水，由于降水量地区分布不均，长江流域和长江以南耕地只占全国的36%，而水资源量却占全国的80%；黄、淮、海三大流域，水资源量只占全国的8%，而耕地却占全国的40%，全国水土资源不平衡现象明显。面对北方地区农业生产长期缺水的现状，发展水溶肥和推广水肥一体化技术是解决水资源不均衡的重要途径。

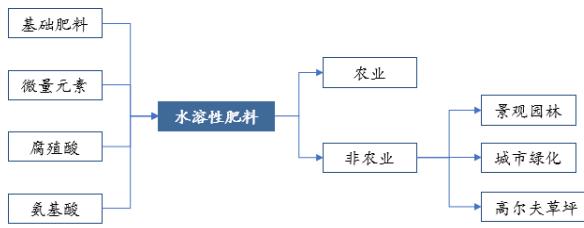
图表 39：2021 年我国水资源总量同比下降 6.2%



资料来源：水利部，太平洋证券整理

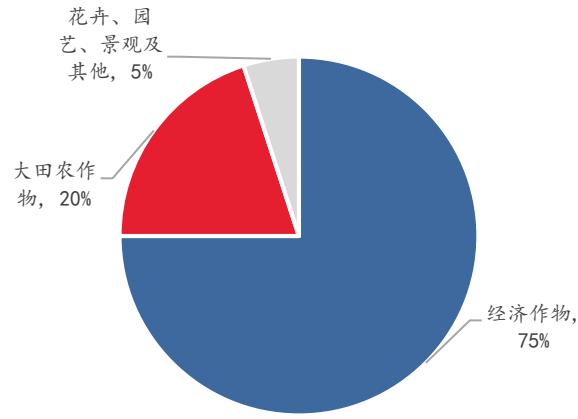
目前水溶肥主要应用于经济作物和城市园林绿化，需求没有明显季节性。目前我国水溶性肥料主要应用在经济作物和城市园林绿化市场上。由于经济作物种植和城市园林绿化的季节性特征较弱，全国各地种植的经济作物品种差异较大，种植期不同，对水溶性肥料的需求时间也不尽相同，所以水溶性肥料行业不存在明显的季节性。

图表 40：水溶肥产业链



资料来源：国光股份招股说明书，太平洋证券整理

图表 41：全球水溶肥超七成应用于经济作物



资料来源：华经产业研究院，太平洋证券整理

电商兴起为花卉生产者开辟新战场，花卉市场规模快速提升。花卉行业随着人们对于生活品质要求的提高而繁荣。近年来直播带货等新型电商的兴起，为花卉生产者开辟了零售新

战场。根据观研报告网数据显示，2021年我国花卉零售市场为2205亿元，同比增长17.5%。花卉种植面积达到182.93万公顷，同比提升4.96%，2016-2021行业增速达到6.58%。

图表42：中国花卉市场市场规模快速发展



图表43：中国花卉种植面积保持快速增长



资料来源：观研报告网，太平洋证券整理

资料来源：观研报告网，太平洋证券整理

针对特定作物，开发植物生长调节剂+水溶肥一体化解决方案。公司针对特定农作物、蔬菜、水果、园林植物等，开发了植物生长调节剂配合水溶性肥料，以及杀菌剂、杀虫剂等产品的一体化解决方案，比如小麦、水稻、玉米、花生、棉花的控旺抗倒方案；荔枝、龙眼的保果增产方案；芒果、葡萄、苹果的控梢促花方案，果树抗逆与促萌芽方案等。一体化作物方案增强了客户粘合度，同时还可以提升产品的附加值。

四、 盈利预测及估值

(一) 盈利预测

我们预计公司在 2023/2024/2025 年的归母净利润为 303/359/464 百万元，同比增长 166.8%/ 18.5%/29.3%，关键假设：

(1) 植物生长调节剂：疫后市场逐步复苏，公司技术服务活动恢复常态，预计 2023/2024/2025 年收入增速分别为 24%/28%/28%；伴随原药价格回落以及产量提升，单位成本有望持续回落，毛利率恢复到 48%附近。

(2) 水溶肥：2022 年，公司水溶肥产能为 13800 吨，现有 50000 吨水溶肥技改项目，伴随项目建成投产，给定 2023/2024/2025 年收入增速均在 24%附近，与植物生长调节剂相当；预计磷酸二氢钾等重要原料的价格将逐步回落，毛利率恢复到 51%附近。

(3) 杀菌剂：公司近两年杀菌剂产量基本保持稳定，预计 2023/2024/2025 年收入增速在 18%附近，略低于植物生长调节剂增速。

图表 44：盈利预测（分业务）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
植物生长调节剂						
收入（百万元）	426.17	517.83	689.82	852.62	1,097.75	1,413.35
成本（百万元）	202.56	247.43	386.39	434.84	581.81	734.94
毛利润（百万元）	223.62	270.40	303.43	417.78	515.94	678.41
毛利率	52%	52%	44%	49.00%	47.00%	48.00%
杀菌剂						
收入（百万元）	212.69	238.62	242.18	286.86	339.79	402.48
成本（百万元）	140.05	161.42	167.76	186.46	220.86	261.61
毛利润（百万元）	72.64	77.20	74.42	100.40	118.93	140.87
毛利率	34%	32%	31%	35%	35%	35%
水溶肥						
收入（百万元）	178.41	190.81	228.52	282.45	349.11	431.50
成本（百万元）	74.79	89.12	132.75	138.40	171.06	211.43
毛利润（百万元）	103.62	101.70	95.77	144.05	178.05	220.06
毛利率	58%	53%	42%	51.00%	51.00%	51.00%
园林资材						
收入（百万元）	77.46	82.28	83.79	96.36	110.81	127.44
成本（百万元）	33.13	40.34	49.01	53.00	60.95	70.09
毛利润（百万元）	44.33	41.95	34.78	43.36	49.87	57.35
毛利率(%)	57%	51%	42%	45%	45%	45%

其他农药（杀虫剂、除草剂等）						
收入（百万元）	170.20	192.33	222.59	255.97	294.37	338.52
成本（百万元）	100.69	111.75	143.98	163.82	188.40	216.66
毛利润（百万元）	69.51	80.57	78.61	92.15	105.97	121.87
毛利率(%)	41%	42%	35%	36.00%	36.00%	36.00%
其他肥料						
收入（百万元）	90.90	129.41	168.45	193.72	222.78	256.19
成本（百万元）	58.09	99.08	135.74	149.16	173.77	192.15
毛利润（百万元）	32.81	30.33	32.71	44.56	49.01	64.05
毛利率(%)	36%	23%	19%	23.00%	22.00%	25.00%
其他业务						
收入（百万元）	4.21	7.20	13.06	15.02	17.28	19.87
成本（百万元）	2.25	3.73	8.47	9.01	10.37	11.92
毛利润（百万元）	1.96	3.47	4.60	6.01	6.91	7.95
毛利率(%)	47%	48%	35%	40%	40%	40%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 投资建议

国光股份深耕植物生长调节剂领域 30 余年，现拥有调节剂制剂登记证 87 个，是我国植物生长调节剂登记品种最多的企业。此外，公司通过并购形成了国光、双丰、浩之大、国光园林以及鹤壁全丰五大品牌，覆盖经销商超 4500 家，行业龙头地位稳固。2021 年以来，原药价格上涨，重点下游园林客户经营不善导致销量和回款减少，叠加疫情影响公司技术服务等拓客业务的正常开展，限制了公司近两年的稳健发展。2023 年以来，相关利空因素均已消除，我们认为公司将恢复到正常运营水平，且前期外延并购的子公司也将逐步产生协同效应，预计公司 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.7 元、0.8 元、1.1 元，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 45：盈利预测（财务摘要）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入合计（百万元）	1358.48	1648.41	1983.01	2431.88	2989.35
YOY	17%	21%	20%	23%	23%
成本合计（百万元）	752.86	1024.11	1134.70	1407.21	1698.80
毛利润（百万元）	605.62	624.31	848.31	1024.67	1290.55
毛利率	45%	38%	42.8%	42.1%	43.2%
归母净利润（百万元）	206.17	113.59	303	359	464
YOY	21%	-45%	166.8%	18.5%	29.3%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

五、 风险提示

成本大幅波动；植物生长调节剂市场需求不及预期；公司产能投放延迟；农业、园林政策变化引起异常情况。

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1155	1016	1089	1204	1414	营业收入	1358	1648	1983	2432	2989
应收和预付款项	56	60	70	86	105	营业成本	753	1024	1135	1407	1699
存货	261	387	429	532	642	营业税金及附加	5	7	9	11	14
其他流动资产	53	67	79	96	117	销售费用	203	225	271	332	409
流动资产合计	1525	1530	1666	1918	2277	管理费用	97	114	137	169	207
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	(4)	(4)	(10)	(11)	(13)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	318	418	542	709	919	投资收益	1	0	1	1	1
在建工程	14	28	128	228	328	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	64	166	204	246	307	营业利润	241	149	396	470	607
长期待摊费用	0	1	1	2	2	其他非经营损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他非流动资产	55	116	118	119	121	利润总额	241	149	396	470	607
资产总计	1975	2259	2659	3222	3954	所得税	37	33	89	105	136
短期借款	13	25	0	0	0	净利润	204	115	308	364	471
应付和预收款项	40	60	70	81	101	少数股东损益	(2)	2	4	5	7
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	206	114	303	359	464
其他负债	506	529	573	646	723						
负债合计	559	614	643	727	824						
股本	436	435	435	435	435	预测指标					
资本公积	55	85	85	85	85		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	882	912	1279	1752	2380	毛利率	44.6%	37.9%	42.8%	42.1%	43.2%
归母公司股东权益	1408	1479	1846	2319	2947	销售净利率	15.2%	6.9%	15.3%	14.8%	15.5%
少数股东权益	8	166	170	176	182	销售收入增长率	17.1%	21.3%	20.3%	22.6%	22.9%
股东权益合计	1416	1645	2017	2495	3130	EBIT 增长率	0.0%	(12.6%)	64.3%	18.3%	30.1%
负债和股东权益	1975	2259	2659	3222	3954	净利润增长率	20.7%	(44.9%)	166.8%	18.5%	29.3%
现金流量表(百万)					ROE	14.6%	7.7%	16.4%	15.5%	15.8%	
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROA	10.4%	5.0%	11.4%	11.1%	11.7%
经营性现金流	322	127	335	357	470	ROIC	39.2%	18.2%	22.9%	20.7%	21.1%
投资性现金流	(69)	(315)	(253)	(259)	(278)	EPS(X)	0.5	0.3	0.7	0.8	1.1
融资性现金流	(60)	(69)	(9)	17	17	PE(X)	20.8	34.1	16.1	13.6	10.5
现金增加额	194	(257)	73	115	210	PB(X)	3.1	2.6	2.6	2.1	1.7
						PS(X)	3.2	2.3	2.5	2.0	1.6
						EV/EBITDA(X)	11.6	11.2	9.9	8.1	6.1

资料来源：WIND, 太平洋证券



投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。