

成本改善盈利底部反转，进军大田市场星辰大海

2024年02月09日

► **公司是国内植物生长调节剂龙头。**国光股份成立于1984年，公司是国内少数能够同时从事植物生长调节剂原药及制剂研发、生产和销售，拥有完整植物生长调节剂产业链的企业之一。截至2022年底，公司共计有291个农药产品登记证（其中属生物农药登记共50个），其中植物生长调节剂登记证118个（含原药登记证31个，属生物农药登记的46个），是国内植物生长调节剂登记品种最多的企业，也是国内植物生长调节剂制剂销售额最大的公司。

► **我国植物生长调节剂为蓝海市场，行业销售规模持续增长。**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85.05亿元，2016-2020年行业CAGR为10%左右。随着国内对农药行业的监管趋严，使用精细、收效快、效益高的植物生长调节剂成为农业生产的更优选择，加上土地流转加速以及乡村振兴等政策推动下，土地种植规模化、专业化经营成为趋势，植物生长调节剂市场得以持续增长。我们根据目前植物生长调节剂市场特点对大田作物市场和非农作物及园林市场进行拆分并调整测算，预计2026年国内市场理论空间约为715亿元，行业销售规模有望达到113亿元。

► **一体化作物解决方案解决用户痛点，大力开拓大田领域有望再次腾飞。**国光股份植物生长调节剂登记证储备量、产品矩阵丰富度全国居首，公司以此为依托将多年的行业技术沉淀转化为多种作物的一体化解决方案，即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，为农户实施全过程的技术服务和产品销售。随着土地流转+种植大户增加，种植收益率越来越受到重视，大田推广时机日渐成熟，公司作物全程解决方案此前在其他领域的经验有望快速复制，2023年公司开始在大田作物上推广作物全程解决方案，有望在增加用户黏性的同时，也大幅放大公司产品单亩销量，带动收入快速增长。

► **投资建议：**国光股份是国内植物生长调节剂龙头企业，2023年开始受益成本端改善，公司盈利水平逐季回升。公司大力布局大田作物蓝海市场，由于种植大户增加+全程解决方案销售模式放大价值量，公司大田领域收入有望快速增长，带动整体业绩继续高增长。我们预计公司2023-2025年将实现归母净利润3.0、3.6、4.5亿元，现价（2024年2月8日）对应PE分别为20x、17x、14x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅上涨、市场需求不及预期、产能投放节奏不及预期的风险。

推荐

首次评级

当前价格：

14.14元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 李家豪

执业证书：S0100524010002

邮箱：lijiahao@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,648	1,857	2,186	2,575
增长率 (%)	21.3	12.7	17.7	17.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	114	302	364	445
增长率 (%)	-44.9	165.9	20.7	22.0
每股收益 (元)	0.26	0.69	0.84	1.02
PE	54	20	17	14
PB	4.2	3.6	3.4	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年2月8日收盘价）

目录

1 植物生长调节剂龙头，盈利水平迎来底部反转	3
2 农药细分百亿赛道，种植进入提质增效的新阶段	7
2.1 植物生长调节剂应用领域广泛	7
2.2 广阔市场空间尚待开发，市场有望持续增长	9
2.3 行业集中度分散，龙头企业优势突出	11
3 品牌+技术+一体化解决方案铸就护城河，开拓大田市场继续成长	14
3.1 植调剂登记证数量国内居首，丰富产品组合构筑竞争力	14
3.2 经销网络完善，技术营销模式铸就护城河	15
3.3 加快布局大田作物，成功经验有望快速复制	17
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测假设与业务拆分	18
4.2 估值分析	19
4.3 投资建议	20
5 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 植物生长调节剂龙头，盈利水平迎来底部反转

国光股份成立于1984年，前身为简阳县国光保鲜剂厂，专业从事植物生长调节剂和高效水溶性肥料的研究、生产和销售，主营产品包括植物生长调节剂、杀菌剂与水溶性肥料，目前产品广泛应用于农业种植、园艺生产、园林养护、林业植保等众多领域。

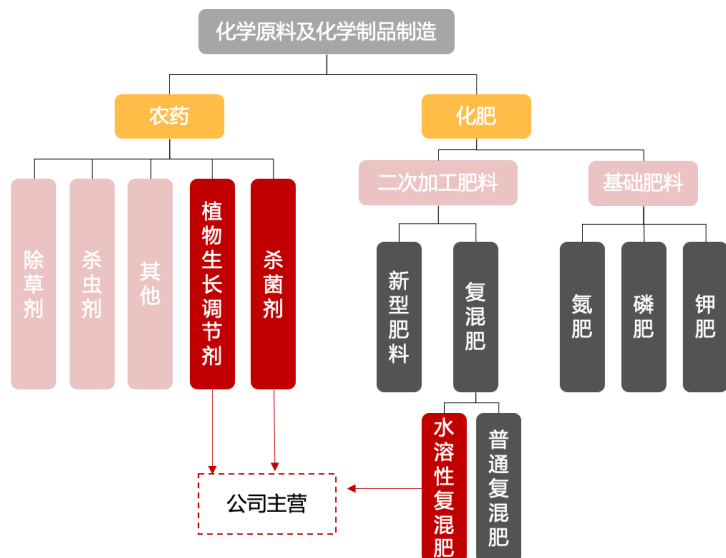
图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，民生证券研究院

深耕三十余载，成为业内领先的专业植物生长调节剂企业。植物生长调节剂行业是农药细分行业中的小行业，公司是国内少数能够同时从事植物生长调节剂原药及制剂研发、生产和销售，拥有完整植物生长调节剂产业链的企业之一。截至2022年底，公司共计有291个农药产品登记证（其中属生物农药登记共50个），其中植物生长调节剂登记证118个（含原药登记证31个，属生物农药登记的46个），是国内植物生长调节剂登记品种最多的企业，也是国内植物生长调节剂制剂销售额最大的公司。

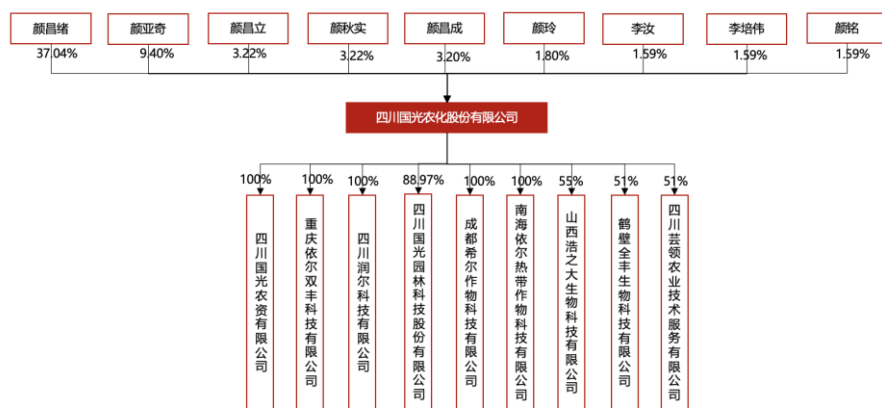
图2：公司产业链情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

颜氏家族成员控股，股权结构稳定。截至 2023 年三季报披露，公司创始人颜昌绪先生持股比例为 37.04%，是公司的控股股东与实际控制人。公司前十大股东多为颜氏家族成员，其中颜亚奇是颜昌绪的儿子，颜秋实、颜昌成、颜昌立是颜昌绪的兄弟，颜玲是颜昌成的子女，李汝、李培伟是颜昌绪妹妹的子女，颜铭是颜昌立的子女，全家族合计持股占比约 62.65%，股权结构稳定。公司近年来通过并购行业内的企业，已形成国光农资、国光园林、依尔双丰、浩之大、依尔全丰五大营销业务板块，四川简阳、重庆永川、山西绛县、河南鹤壁、河南安阳五个产品生产基地，丰富了产品、增加了产能，品牌影响力持续提升。

图3：公司股权结构（截至 2023Q3）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

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，广泛应用于农业领域（经济作物、大田作物）和园林领域（花卉苗木种植和园林养护）。相较于传统除草剂、杀菌剂、杀虫剂主要起到保产作用，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。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。

表1：公司主要产品产能情况

主要产品	现有设计产能	2022 年产能利用率	在建产能和投资建设进度
农药原药	14500 吨	34.81%	15000 吨，正在办理征地手续，尚未开工
农药制剂	88850 吨	27.13%	22000 吨，已完成建设用地场地平整
水溶肥	13800 吨	99.16%	50000 吨，已完成建设用地场地平整
生物有机肥/菌肥	60000 吨	13.67%	

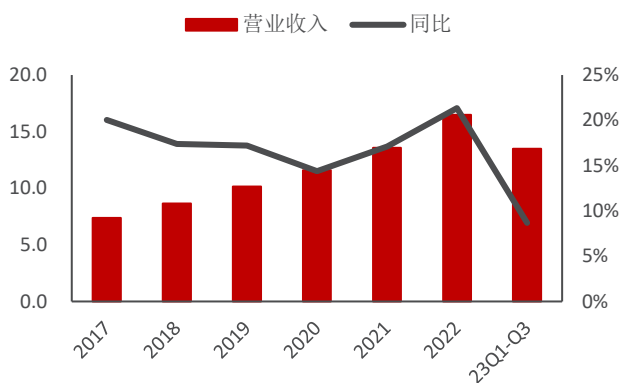
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：公司主要产品种类情况

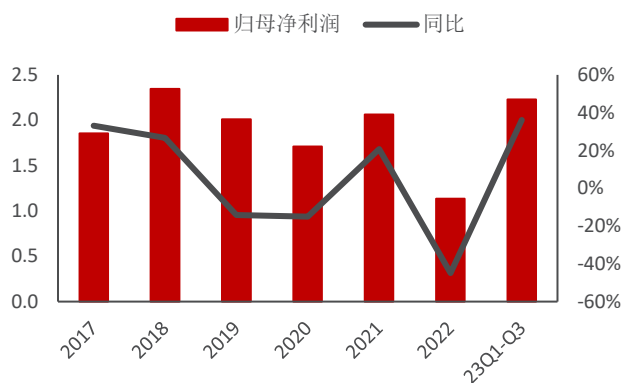
生产基地	产品种类
成都空天产业功能区化工集中区	1) 原药 ：甲哌鎓、萘乙酸、抑芽丹，苄氨基嘌呤、对氯苯氧乙酸钠、s-诱抗素、敌磺钠、代森锰锌、代森锌、2,4-滴、2,4-滴钠盐、矮壮素、噻苯隆、吲哚丁酸、氯吡脲、三十烷醇、硫酸铜（农用），氯苯胺灵、胺鲜酯等； 2) 制剂 ：悬浮剂、可湿性粉剂、颗粒剂、水分散粒剂、水乳剂、乳油、可溶液剂、微乳剂、悬乳剂、热雾剂、片剂、水剂、可溶粉剂、饵剂、粉剂、膏剂、超低容量液体、乳粉剂、可溶粒剂等； 3) 肥料 ：水溶肥料、植物营养液、复合肥料
鹤壁市鹤山区姬家山产业园区	1) 原药 ：矮壮素、胺鲜酯、除虫脲、烯效唑、多效唑、噻苯隆、氯吡脲、乙烯利、调环酸钙、抗倒酯、萘乙酸、吲哚丁酸等； 2) 制剂 ：可溶液剂、悬浮剂、水剂、可溶粉剂、可湿性粉剂等； 3) 肥料 ：水溶肥料

资料来源：公司公告，民生证券研究院

收入维持高增速，2023 年归母净利润实现大幅改善。公司 2017-2022 年营业收入从 7.37 亿元增长至 16.48 亿元，CAGR 达到 17.46%，收入呈现快速增长趋势。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%，主要原因在于上游原材料价格大幅上涨以及计提减值损失。其中，公司计提资产减值约 6888 万，主要为鹤壁全丰商誉减值损失，计提信用减值损失约 2664 万元，主要为恒大债权类资产计提减值准备形成的损失。进入 2023 年公司迎来业绩拐点，2023 年前三季度公司实现营业收入 13.48 亿元，同比提升 8.67%，归母净利润 2.23 万元，同比提升 36.12%。随着原药价格下跌，公司毛利走向修复，公司收入和利润有望迎来持续增长。

图4：2017-2023Q1-Q3 收入 (亿元) 及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

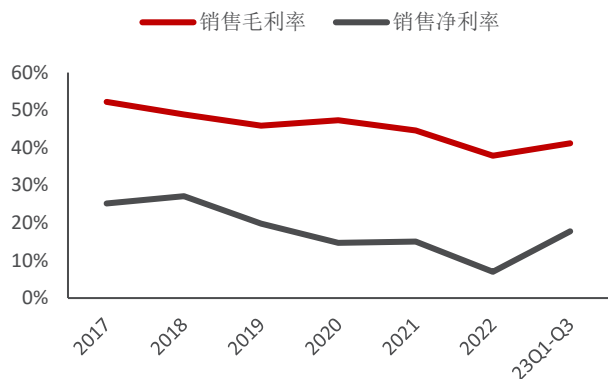
图5：2017-2023Q1-Q3 归母净利润 (亿元) 及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

主营产品盈利承压情况改善显著，毛利率迎来底部反转。公司主营收入贡献主要来自农药和肥料板块，2022 年两者分别占营收的 70%和 24%；其中农药板块又包含植物生长调节剂、杀菌剂和其他农药三大部分，三者分别占农药收入的 60%、21%和 19%。毛利率方面，2018-2022 年公司毛利率呈现下滑的趋势，从 50%左右逐步下滑至 40%左右，其中农药毛利率从 48%下降到 40%，主要受到上游农药原药价格上涨的影响，利润承压明显。进入 2023 年，随着上游原材料价格逐步下行，公司利润率开始触底回升，前三季度实现毛利率和净利率 41.19%和 17.76%，

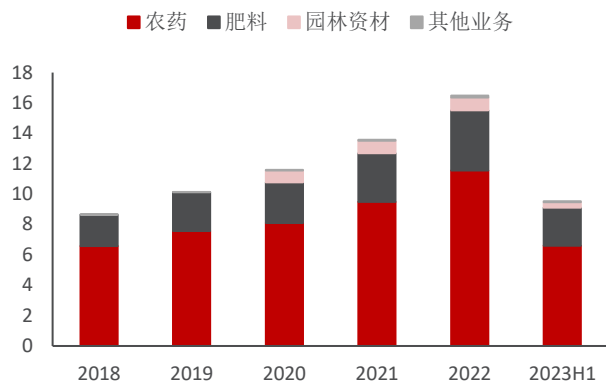
较 2022 年提升 3.32pcts 和 10.77pcts，盈利水平显著改善。

图6：销售毛利率和销售净利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

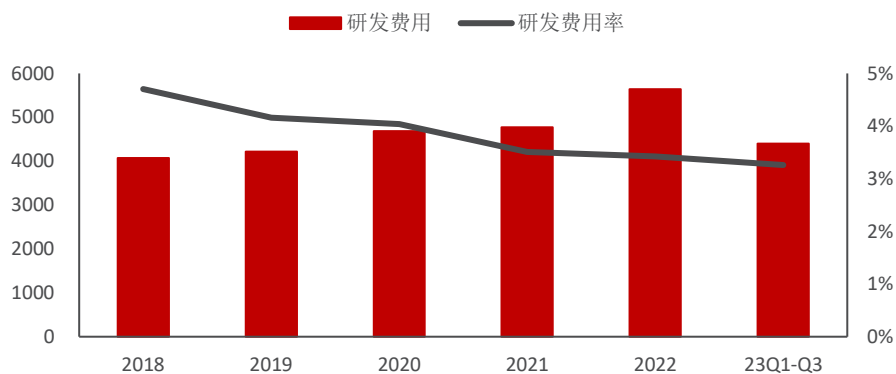
图7：2018-2023H1 年公司收入构成情况 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

研发投入持续增加，为客户提供优质全面的作物解决方案。公司核心产品之一的植物生长调节剂应用技术要求比其他农药高，公司建立起一支植物生长调节剂产品研究专业能力优秀的研发团队，研发投入保持逐年增长，将长期推广经验固化成为一系列技术推广、培训、指导的种植管理方案。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。2022 年公司共有研发人员 237 人，较 2021 年增加 52 人，研发团队继续扩大，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8：公司研发费用投入情况 (万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

2 农药细分百亿赛道，种植进入提质增效的新阶段

2.1 植物生长调节剂应用领域广泛

植物生长调节剂对植物生长活动起调控的作用。植物生长调节剂虽然纳入农药范畴管理，但与传统意义上的治病防虫除草的农药有本质上的区别，其主要通过调节或控制细胞分裂与伸长、组织与器官分化、种子休眠与萌发、开花与结实、成熟与衰老等，以达到促进或抑制种子萌发、果实成熟、保花保果或疏花疏果、提高植物免疫力、减轻病害、增加作物产量、改善作物品质等目的。

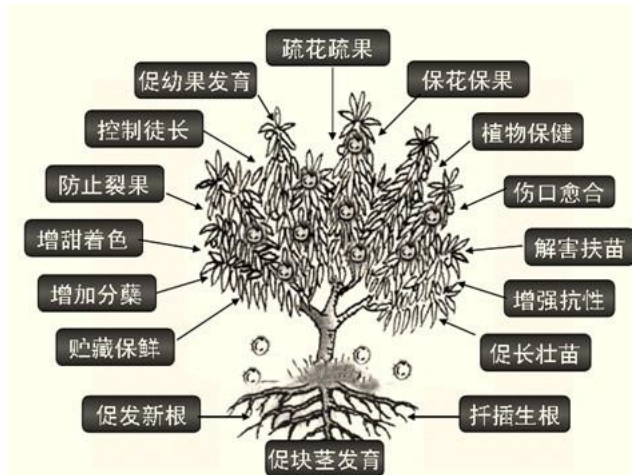
根据生理功能不同，植物生长调节剂主要分为植物生长促进剂、植物生长抑制剂、植物生长延缓剂三类：

(1) 植物生长促进剂：可以促进细胞分裂、分化和伸长生长的调节剂。它们促进植物营养器官的生长和生殖器官的发育，防止果实脱落，促进植物生根、发芽，诱导单性结实。生长素类、赤霉素类、细胞分裂素类、芸薹素内酯类等都属于植物生长促进剂。

(2) 植物生长抑制剂：包括阻碍顶端分生组织细胞核酸和蛋白质的生物合成、抑制顶端分生组织细胞的伸长和分化的调节剂。外施植物生长抑制剂，可以抑制顶端分生组织生长、减缓细胞分裂，消除顶端优势，使植株矮小，增加侧枝数目，叶片变小，也影响生殖器官的发育。马来酰肼、三碘苯甲酸等都属于植物生长抑制剂。

(3) 植物生长延缓剂：可以抑制茎部亚顶端分生组织区的细胞分裂和扩大，但对顶端分生组织不产生作用的调节剂。外施植物生长延缓剂，能抑制节间伸长而不抑制顶芽生长，使得植物节间缩短，植株矮小，但叶片数目、节数和顶端优势保持不变，植株形态正常。外施赤霉素可逆转延缓剂的效应。植物生长延缓剂包括季铵类化合物(如矮壮素、甲哌鎓等)、三唑类化合物(如多效唑烯效唑等)、丁酰肼(比久)等。

图9：植物生长调节剂主要作用示意图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

到目前为止,世界上已经人工合成了几百种植物生长调节剂,有近百余种在农业生产中得到了广泛的应用。比如多效唑、烯效唑、矮壮素、乙烯利、甲哌鎗、氯吡啶、苄氨基嘌呤、抑芽丹、胺鲜酯、芸苔素内酯、三十烷醇、赤霉素、丁酰肼、萘乙酸、吲哚乙酸、激动素、复硝酚钠、对氯苯氧乙酸钠等。实施化学调控是当前及今后农作物增产增收的一条重要途径。植物生长调节剂具有使用成本低、见效快、用量微、效果显著、投入产出比较高的特性,是生产优质农产品、无公害有机绿色食品必不可少的生产资料。

表3: 植物生长调节剂应用实例

应用领域	作用	主要应用作物及举例
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、增加干粒重、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: 用三十烷醇、苄氨基嘌呤等浸种, 能提高种子发芽率, 促进生根, 有利于培育壮秧; 烯效唑在水稻一叶一心时使用, 可增加分蘖, 控制秧苗高度, 防止徒长;
油料作物	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、增加干粒重等方面。	油菜: 多效唑, 烯效唑, 矮壮素, 甲哌鎗等使用能使幼苗矮壮, 茎根粗壮, 移栽成活率高, 还能提高冬油菜抗寒能力。 大豆、花生: 使用三十烷醇, 芸苔素内酯, 增产灵, 细胞分裂素等应用增强光合作用, 防止后期早衰, 提高结实率, 增加产量。
经济作物	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。	棉花: 在苗期用三十烷醇促进根系、叶片生长, 促进棉苗生长健壮; 使用萘乙酸防止蕾铃脱落, 增加铃重; 棉花吐絮后期用乙烯利促进棉花脱叶, 利于棉铃机械收获, 节约用工成本。
蔬菜	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。	西瓜、甜瓜、黄瓜和丝瓜等瓜类: 使用氯吡啶可提高坐瓜率, 在低温、霜冻、高温天气来临前 2-3 天使用 S-诱抗减少裂瓜; 伸蔓期使用甲哌鎗, 控制徒长。 茄子、辣椒和番茄等茄果类: 定植阶段, 使用三十烷醇、吲哚丁酸等可促进生根, 培育壮苗, 提高移栽成活率。伸蔓期矮壮可控制植株旺长, 促进花芽分化, 减少养分消耗, 增加叶片厚度, 提高植株抗性。移栽成活后, 用三十烷醇、芸苔素内酯等可增强光合作用, 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。
果树	在苹果、大樱桃、梨、桃、李、	苹果: 吲哚丁酸及吲萘可促进苹果生根。盛花期到幼果期, 赤霉素、苄

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。

氨基嘌呤等可提高苹果坐果率。在苹果成熟采收前，用萘乙酸可起到防止采前落果。

柑橘：在花蕾露白期，苄氨基嘌呤可健壮花蕾，提高花质。谢花 2/3 至第二次生理落果前使用赤霉素、苄氨基嘌呤、苄氨、赤霉素、对氯苯氧乙酸钠等减轻柑橘生理落果、保花保果、提高坐果率。

花卉、草坪、绿篱等园林植物

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。

景观树木：用萘乙酸或吲丁·萘乙酸促进树木或灌木扦插、移植生根。甲哌噻、矮壮素、烯效唑、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

蘑菇、平菇、金针菇、木耳等：促进菌丝生长、提高产量

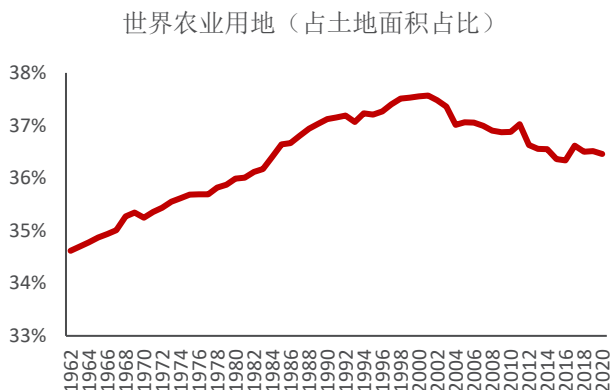
在菌丝大量分裂期使用三十烷醇、芸苔素内酯等喷施菌丝体，有促进菌丝生长、促进出菇、提高产量的作用。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 广阔市场空间尚待开发，市场有望持续成长

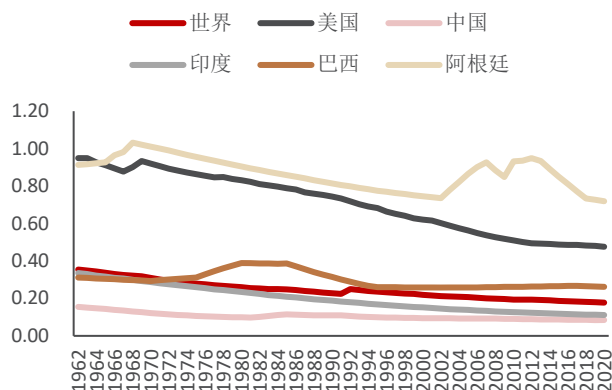
使用农药仍是保障粮食产量的重要手段。在全球人口增长和农用地减少的大背景下，全球人均耕地面积呈现出持续下滑的趋势，粮食安全问题愈发受到重视，需要在避免过度耕种的前提下持续提高种植收成效率。据 FAO 估计，植物有害生物导致全球作物产量每年损失 20% 至 40%，而为了满足日益增长人口的粮食需求，全球粮食产量到 2050 年仍然需要增加多达 50%，在人口增长和气候挑战下粮食不安全状况加剧。中国农药工业协会也指出，由于用药不当或停止用药，当年可导致作物减产 35%~40%，其中水果和蔬菜受到的损失可达 40~60%，第 2 年甚至出现绝产。因此，可持续的使用农药仍然是目前保护农作物产量的重要手段。

图10: 世界农业用地面积占比 (%)



资料来源: 世界银行, 民生证券研究院

图11: 全球及主要国家的人均耕地面积 (公顷/人)

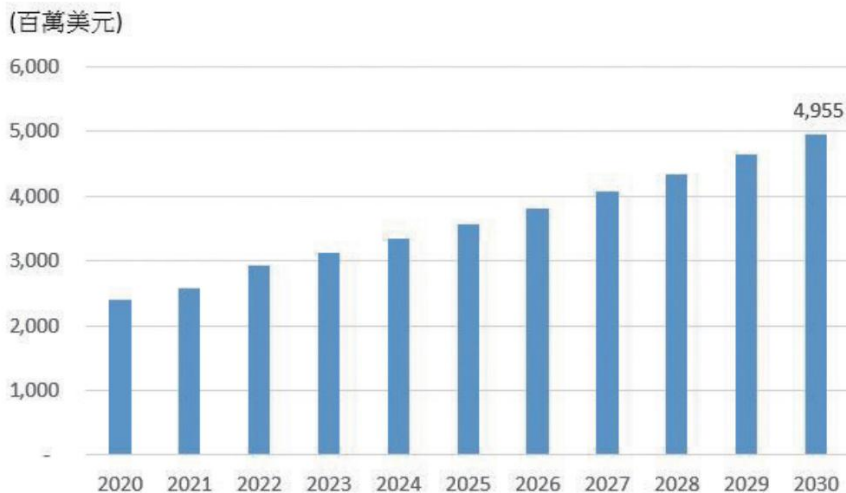


资料来源: 世界银行, 民生证券研究院

全球植物生长调节剂市场规模达到 29 亿美元, 复合增长率有望维持 7.4%。

据 MarketsandMarkets 发布的《全球植物生长调节剂(PGR)市场报告》, 2022 年全球植物生长调节剂市场规模为 29 亿美元, 2022-2028 年的复合年增速有望保持在 7.4%以上, 2028 年市场规模将达到 45 亿美元, 而台湾经济研究院生物科技产业研究中心则更进一步推估, 认为 2030 年全球市场将扩张为 49.5 亿美元。根据 FAOSTAT 披露, 亚太地区作为全球人口最密集地区, 占全球约 30%的可用土地面积却承载着约 60%的人口数量, 加之工业化和城镇化导致农业总面积萎缩, 植物生长调节剂使用的显著增加成为人口稠密国家的提高作物产量的重要手段, 预计 2022-2028 年亚太地区植物生长调节剂市场规模复合年增速有望达到 8.2%。

图12: 2020-2030E 全球植物生长调节剂市场规模及预测



资料来源: 台湾经济研究院生物科技产业研究中心测算, 民生证券研究院

我国植物生长调节剂市场空间广阔, 行业销售规模有望持续增长。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 85.05 亿元, 2016-2020 年行业 CAGR 为 10%左右。随着国内对农药行业的监管趋严, 使用精细、收效快、效益高的植物生长调节剂成为农业生产的更优选择, 加上土地流转加速以

及乡村振兴等政策推动下，土地种植规模化、专业化经营成为趋势，植物生长调节剂市场得以持续增长。我们根据目前植物生长调节剂市场特点对大田作物市场和
 非农作物及园林市场进行拆分并调整测算，预计 2026 年国内市场理论空间约为
 715 亿元，行业销售规模有望达到 113 亿元。

图13：植物生长调节剂市场空间测算（面积单位：亿亩；市场空间、销售规模单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
农作物播种面积, 亿亩	25.04	24.95	24.89	24.89	25.12	25.30	25.50	25.50	25.50	25.50	25.50
大田作物市场空间（每亩投入植物生长调节剂10元）	250	249	249	249	251	253	255	255	255	255	255
大田作物渗透率	6%	7%	8%	9%	10%	10%	10%	11%	13%	14%	16%
大田作物销售规模, 亿元	14.4	16.6	19.0	21.7	24.7	26.1	24.8	28.6	32.4	36.2	40.0
果园面积, 亿亩	1.64	1.67	1.78	1.84	1.90	1.92	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95
茶园面积, 亿亩	0.41	0.43	0.45	0.47	0.48	0.50	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51
城市园林绿地面积, 亿亩	0.42	0.44	0.46	0.47	0.50	0.52	0.54	0.55	0.57	0.59	0.61
非农作物及园林市场空间（每亩投入植物生长调节剂150元）	370	381	403	417	431	441	450	452	455	457	460
非农作物及园林市场渗透率	12%	12%	13%	13%	14%	14%	13%	14%	14%	15%	16%
非农作物及园林市场销售规模, 亿元	43.1	47.3	51.3	55.7	60.4	60.9	57.8	61.2	64.9	68.8	72.9
合计-市场空间（亿元）	620	630	652	666	683	694	705	707	710	712	715
合计-植物生长调节剂行业销售规模	57.4	63.9	70.3	77.33	85.05	87	82.5	89.8	97.3	105.0	113.0

资料来源：国家统计局，公司公告，农药快讯信息网，民生证券研究院测算

2.3 行业集中度分散，龙头企业优势突出

农化圈兼并整合成为趋势，行业散小格局有望改善。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》，以推进农药生产企业兼并重组，提高产业集中度。据《规划》披露的数据显示，2020年全国农药生产企业1705家，其中规模以上企业693家。我国农药企业多、规模小，产业集中度低，一半以上的企业没有进入化工园区，规模以下企业数量占60%，部分企业处于环保敏感区域。《规划》明确，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。未来龙头企业有望引领行业兼并重组，实现全链条生产布局，推进农药企业集团化、品牌化、国际化发展，逐步改变农药企业多小散的格局。

表4：2022年上市农药企业部分投资并购事件

时间	投资企业	标的	交易概述
2022年12月	润丰股份	西班牙 Exclusivas Sarabia, S.A.	海外渠道布局
2022年9月	诺普信	增资扩股光筑农业集团有限公司	公司内部业务调整
2022年9月	中旗股份	收购江苏省苏科农化有限责任公司100%股权	渠道布局
2022年7月	江山股份	收购哈尔滨利民农化技术有限公司33%股权	渠道布局
2022年7月	中农立华	收购中农集团种业控股有限公司	产业链布局和渠道布局
2022年7月	国光股份	增资成都希尔作物科技有限公司	公司内部业务调整

2022年7月	海利尔	收购山西金信谊化工科技有限公司26%股权	产业链布局
2022年6月	利民股份	浙江工业大学生物工程研究所	技术转让, 研发创新
2022年6月	广信股份	收购辽宁世星药化有限公司70%股权	产业链布局和渠道布局
2022年3月	国光股份	收购全丰生物51%股权	产业链布局和渠道布局
2022年2月	湖南海利	收购湖南兴蔬种业有限公司60%股权	业务拓展
2022年2月	诺普信	收购广东诺鲜果农业生态科技有限公司	业务拓展

资料来源: 世界农化网, 民生证券研究院

行业集中度分散, 大部分小企业无成型的产品组合, 龙头企业资金技术优势突出。根据中国农药信息网统计数据, 截至2024年1月末, 我国共有农药登记产品46356个, 其中原药登记产品4610个, 制剂登记产品41746个; 其中植物生长调节剂登记产品1558个, 含219个原药登记和1339个制剂登记, 植物生长调节剂登记产品在全部农药登记产品的比例为3.36%, 植物生长调节剂原药登记产品占农药原药登记产品的比例为4.75%, 植物生长调节剂制剂登记产品占农药制剂登记产品比例为3.21%。根据国光股份23年12月交流披露, 截至到2022年底, 我国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, 有效登记的植物生长调节剂原药和制剂产品约1400多个, 大部分植调剂企业登记证数量仅为个位数, 较难形成具有竞争力的产品组合。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, 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。

表5: 国内植物生长调节剂主要企业和产品类型

企业	主要原药产品	主要制剂产品	备注
国光股份	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	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	
依尔双丰	吲哚丁酸、2,4-滴、三氯吡氧乙酸、苄氨基嘌呤、草甘膦、矮壮素、氯氟吡氧乙酸异辛酯、氯吡脲、氨基吡啶酸、萘乙酸	赤霉酸、多效唑、氯化胆碱、萘乙酸、胺鲜酯、乙烯利、2,4-D、氯吡脲、复硝酚钠、矮壮素等	国光股份控股子公司(100%)
山西浩之大	-	豆亿金、胺鲜甲哌鎓、胺鲜酯、胺鲜乙稀利、苦参碱、二氯异氰尿酸钠、腐霉利、	国光股份控股子公司(55%)
鹤壁全丰	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	可溶液剂、悬浮剂、水剂、可溶粉剂、可湿性粉剂等	国光股份控股子公司(51%)
诺普信	-	复硝酚钠	
钱江生化	赤霉酸	赤霉酸	
新朝阳	甲哌鎓、14-羟基芸苔素甾醇、冠菌素	14-羟基芸苔素甾醇、14-羟基-赤霉酸、冠菌素	

郑氏化工	胺鲜酯、复硝酚钠、调环酸钙、苄氨基嘌呤、萘乙酸 钠、吲哚丁酸、烯烯腺嘌呤、赤霉素、28-高芸苔素 内酯、24-高芸苔素内酯	甲哌鎗、多效唑、乙烯利、噻苯隆、氯 化胆碱、萘乙酸、胺鲜酯、调环酸钙、 赤霉素等
兰月科技	氯吡脞、苄氨基嘌呤、吲哚丁酸、萘乙酸、芸苔素内 酯	氯化胆碱、氯吡脞、丁酰肼、多效唑、 烯效唑、矮壮素、苄氨基嘌呤、噻苯 隆、芸苔素内酯、赤霉素、乙烯利、萘 乙酸、吲哚萘乙酸等
江西新瑞丰	赤霉素、吲哚丁酸、芸苔素内酯、苄氨基嘌呤、赤霉 酸	赤霉素、诱抗素、芸苔素内酯、萘乙 酸、氯吡脞、苄氨基嘌呤等
江苏丰源	赤霉素、苄氨基嘌呤	赤霉素、苄氨基嘌呤
大鹏药业	苄氨基嘌呤、萘乙酸钠、吲哚丁酸、赤霉素、氯吡脞	苄氨基嘌呤、三十烷醇、赤霉素、萘乙 酸钠
同瑞生物	-	赤霉素

资料来源：公司公告，公司官网，中国农药信息网，民生证券研究院

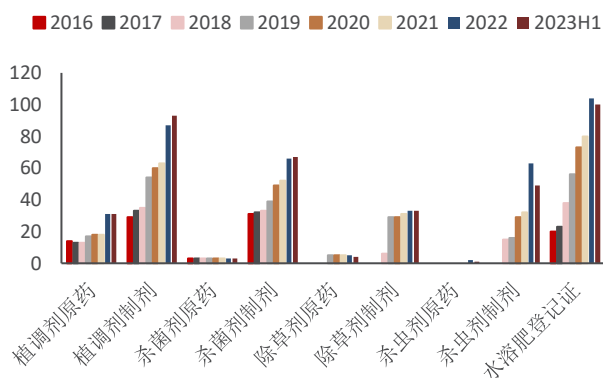
3 品牌+技术+一体化解决方案铸就护城河，开拓大田市场继续成长

3.1 植调剂登记证数量国内居首，丰富产品组合构筑竞争力

农药登记证是行业准入许可之一，同时具备资金壁垒和技术壁垒。农药登记包括原药登记、制剂登记、扩大使用范围等多种登记类型，农药产品研发、登记周期长，研发投入较大，需要多年的试验研究、经验积累基础。一般情况下，植物生长调节剂登记试验周期约 3-5 年，登记试验费用可能会超千万元；制剂产品和扩大使用范围的登记时间一般需要 2-3 年，登记费用从几十万到上百万元不等。新产品的登记需要投入大量的人力、物力和财力，加之施用技术对应用效果产生明显影响，技术的长期积累尤为关键，故对规模较小或新进入的植物生长调节剂企业存在着较高阻隔。

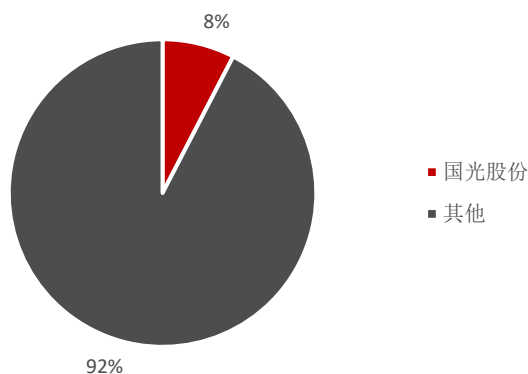
国光股份植物生长调节剂登记证储备量、产品矩阵丰富度全国居首，竞争护城河深厚。近些年公司通过内生+外延并购实现了登记证储备的持续上升，截至到 22 年年底，公司拥有植物生长调节剂原药登记证 31 个，植物生长调节剂制剂产品登记证 87 个，分别占行业总数的 14.2%和 7.2%，登记证储备数量为国内第一。值得注意的是，公司通过登记证构建丰富产品矩阵形成的综合竞争力，以丰富的产品广泛满足应用领域的多样化的需求，提供更全面的产品服务，增强公司与经销商、终端客户的合作粘性。在国内大部分植调剂企业登记证数量仅为个位数的情况下，公司积累了过百的储备量，在国内植物生长调节剂登记证数量前十名的企业合计有的 311 个登记证中，公司占了其中的 40%，龙头优势十分明显。

图14：公司农药登记证数量近年来持续增加（个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：2022 年我国植物生长调节剂登记证数量分布情况

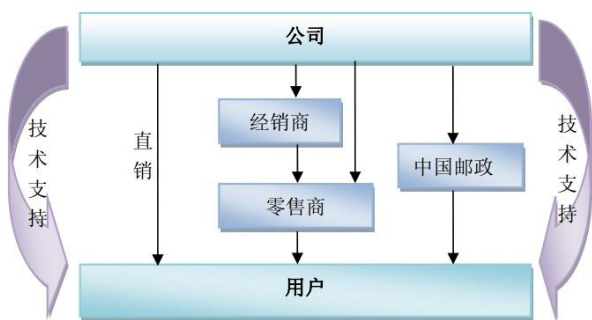


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 经销网络完善，技术营销模式铸就护城河

渠道建设较持续发力，营销网络渗透至终端。公司以县级经销商渠道为主，截至 2023 上半年公司的经销商超过 5500 个（较 2022 年年底增加超过 22%），每个农化经销商下游还有约 20 个乡镇一级零售商，实现了营销网络下沉至广大乡镇乃至种植户。公司对经销商实行先款后货结算方式，2022 年公司约 86.16% 的收入来自经销途径，保证公司良好的经营现金流。另外，公司还在全国设有 25 个物流仓库，高效的物流响应速度能及时将产品送到用户手中，确保及时使用。

图16：公司营销渠道



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图17：公司物流仓储服务中心遍布多个省份



资料来源：公司官网，民生证券研究院

堪称业内“黄埔军校”，特色培养文化增强客户粘性。由于植物生长调节剂对应用技术要求较高，为及时让用户准确掌握使用时期、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，公司从 2003 年起开始集中经销商、零售商、基地种植户等人员到公司培训。公司多年持续对经销商、零售商、种植户及公司技术服务人员系统化、制度化的专业培训，培养了大量的专业员工和经销商，在种植户端建立起深刻的品牌形象，增强了公司与经销商、终端客户的合作粘性，有利于提升公司的市场竞争力。

图18: 公司定期组织客户培训上课



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图19: 公司技术人员到种植基地召开现场推广会议

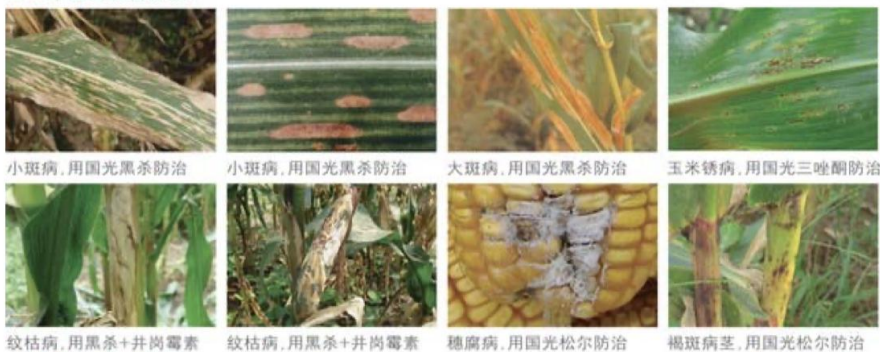


资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

技术沉淀到细处, 一体化作物解决方案精准保障客户增产效果。为了更好的服务用户, 公司内部设立作物调控技术研究院, 针对特定的农作物、蔬菜、水果、园林植物开发了以农药、化肥为组合的作物整体解决方案和作物调控技术方案, 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, 实施全过程、一体化的解决方案。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, 果树抗逆方案, 果树促萌芽方案, 促根壮苗方案, 块根茎控旺增产方案等多种解决方案。在提高产品附加值的同时, 亦帮助用户实现增产增收。

图20: 国光玉米高产栽培管理套餐

※玉米主要病害防治:



※玉米主要虫害防治:



※调控及肥水管理:

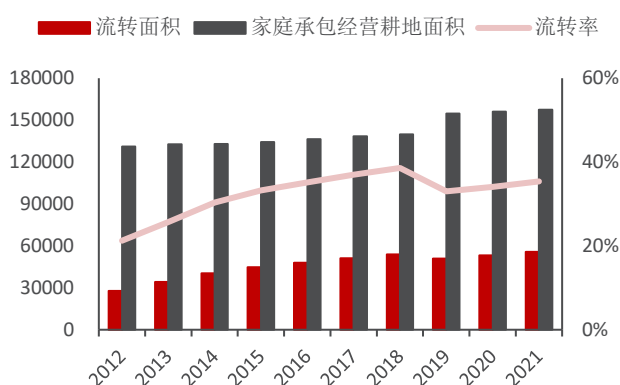


资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

3.3 加快布局大田作物，成功经验有望快速复制

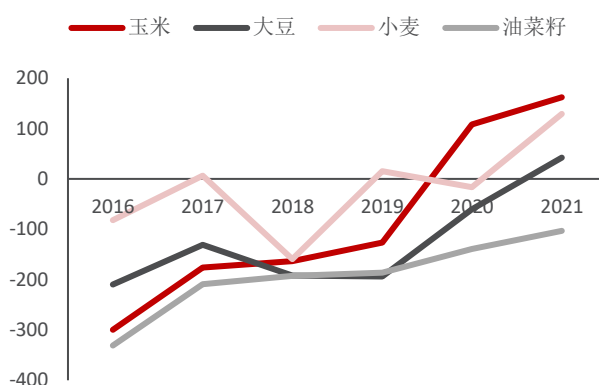
土地流转+种植大户增加，种植收益率越来越受到重视。随着国家对农业尤其是对粮食生产的扶持和补贴力度不断加大，农民种粮的积极性明显提高，近年来我国土地流转率持续提高，截至2021年全国家庭承包耕地流转面积5.57亿亩，占家庭承包耕地总面积的35.4%，种粮大户不断增加。从种植集约化经营的维度去看，扣除土地流转成本的主粮种植利润仍然偏低，尽管近几年粮价持续高位在一定程度上对农户收益形成改善，但科学化规范化提高粮食品质和产量才是长久之计。

图21：全国流转土地面积在持续增加（万亩）



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：中国种植利润变化情况（元/亩）



资料来源：wind，民生证券研究院

大田推广时机日渐成熟，作物全程解决方案经验有望快速复制。过去小农户由于耕作面积小，单个客户价值量低且分散，公司难以通过技术服务大范围推广。自土地流转后，千亩以上的大农户数量增加，大户对技术服务的需求和增产的诉求更强烈，为公司开发大田市场奠定广阔的基础。因此近年来，公司在大田作物上的推广也取得了良好的效果，大田产品的营业收入有较快增长，特别在粮食作物较集中的一些省份，从2023年上半年看，公司产品在大田作物集中的东北、华东、华北的营收增幅分别达到了45.7%、23.61%、20.77%，远高于公司整体增速。2023年公司开始在大田作物上推广作物全程解决方案，对作物“从种到收”的全生命周期进行技术服务并提供植物生长调节剂、农药及化肥等农化品。该战略有望在增加用户黏性的同时，也大幅放大公司产品单亩销量。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

业务核心假设:

1) 植物生长调节剂: 23 年植物生长调节受到行业库存周期的影响, 增速有所放缓, 24-25 年公司继续通过技术营销对国内大量空白市场进行快速推广, 假设 23-25 年销售增速为 12%、17%、17%左右。受益于上游原药价格下行, 产品毛利率预计将逐步修复, 23-25 年分别为 49%、52%、53%。

2) 肥料: 公司规划 23 年开始布局大田领域的作物全程结局方案销售模式, 该模式中肥料的收入占比较高, 预计肥料的收入增速将高于公司植调剂产品的增速, 预计 23-25 年分别为 15%、20%、20%。综合考虑上游原材料成本下降, 预计 23-25 年毛利率分别为 30%、30%、30%。

3) 杀菌剂: 公司杀菌剂产品和植物生长调节剂产品搭配销售, 预计两者收入增速相当, 假设 23-25 年销售增速为 12%、17%、17%左右, 考虑上游原药价格下降, 毛利率得到修复并保持稳定在 34%左右。

费用率假设:

1) 销售费用率: 该指标有一定规模效应, 公司在大田领域业务持续增加销售人员配置, 未来随着业务放量, 该指标会有所下降, 我们预计 23-25 年该指标为 11.0%、11.0%、10.5%。

2) 管理费用率: 公司管理费用率保持平稳, 预计 23-25 年该指标保持在 6.5%左右。

3) 研发费用率: 公司在农药化肥的产品登记上持续投入, 作物方案研究团队继续扩大以支撑公司推进产品配方及工艺的优化, 我们预计 23-25 年该指标保持在 3.4%左右。

表6: 公司分业务领域盈利预测 (亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E
植物生长调节剂				
收入	6.90	7.73	9.04	10.58
yoy	33%	12%	17%	17%
毛利	3.03	3.79	4.70	5.61
毛利率	44%	49%	52%	53%
杀菌剂				
收入	2.42	2.71	3.17	3.71
yoy	1%	12%	17%	17%
毛利	0.74	0.92	1.08	1.26
毛利率	31%	34%	34%	34%
肥料				

收入	3.61	4.16	5.00	5.99
yoy	13%	15%	20%	20%
毛利	0.93	1.25	1.50	1.80
毛利率	26%	30%	30%	30%
其他农药 (杀虫剂、杀菌剂)				
收入	2.22	2.49	2.91	3.40
yoy	16%	12%	17%	17%
毛利	0.78	0.99	1.19	1.40
毛利率	35%	40%	41%	41%
其他肥料				
收入	0.36	0.42	0.49	0.58
yoy	-	17%	17%	17%
毛利	0.14	0.17	0.20	0.23
毛利率	40%	40%	40%	40%
园林资材				
收入	0.84	0.92	1.11	1.33
yoy	2%	10%	20%	20%
毛利	0.35	0.42	0.50	0.60
毛利率	42%	45%	45%	45%
其他				
收入	0.13	0.14	0.14	0.15
yoy	86%	5%	5%	5%
毛利	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利率	35%	35%	35%	35%
合计				
收入	16.48	18.57	21.86	25.75
yoy	21%	13%	18%	18%
毛利	6.24	7.58	9.22	10.94
毛利率	38%	41%	42%	43%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

目前 A 股主业为植物生长调节剂的公司仅国光股份一家, 可比公司较少。我们选取了同样以农药制剂分销为主要业务的安道麦和润丰股份可比公司。

可比公司 2024-2025 年 PE 平均值分别为 19 倍、14 倍, 而国光股份 2024-2025 年 EPS 预测值分别为 0.83 元、1.00 元, 现价 (2024 年 2 月 8 日) 对应 PE 分别为 17 倍、14 倍。国光股份 24-25 年估值略低于可比公司平均估值, 国内植物生长调节剂行业理论空间大但目前市场渗透率较低, 公司在植物生长调节剂行业内是登记证最多、销售规模最大的企业, 且毛利维持在 40% 以上, 足见其较强的竞争力, 后续有望进一步打开成长空间, 对当前估值具备一定支撑。

表7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000553.SZ	安道麦	6.72	-0.07	0.27	0.39	-	25	17
30035.SZ	润丰股份	66.00	3.94	4.93	5.95	17	13	11
	平均值					17	19	14
002749.SZ	国光股份	14.14	0.69	0.84	1.02	20	17	14

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 2 月 8 日

4.3 投资建议

国光股份是国内植物生长调节剂龙头企业，2023 年开始受益成本端改善，公司盈利水平逐季回升。公司大力布局大田作物蓝海市场，由于种植大户增加+全程解决方案销售模式放大价值量，公司大田领域收入有望快速增长，带动整体业绩继续高增长。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 3.0、3.6、4.5 亿元，现价（2024 年 2 月 8 日）对应 PE 分别为 20x、17x、14x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料价格大幅上涨的风险。当上游原材料价格快速、大幅上涨时，公司存在成本无法完全传导，盈利能力受损的风险。

2) 市场需求不及预期的风险。下游种植行业需求存在受到粮价波动、极端天气等不确定因素的影响的风险。

3) 产能投放节奏不及预期的风险。公司在建原药项目正在办理征地手续，尚未开工，存在投产节奏不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,648	1,857	2,186	2,575
营业成本	1,024	1,099	1,264	1,480
营业税金及附加	7	7	9	10
销售费用	225	204	240	270
管理费用	114	121	142	167
研发费用	56	63	74	88
EBIT	212	374	469	574
财务费用	-4	-11	-13	-14
资产减值损失	-69	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	149	385	482	588
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	149	385	482	588
所得税	33	65	96	118
净利润	115	320	386	471
归属于母公司净利润	114	302	364	445
EBITDA	283	442	534	644

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,016	1,181	1,281	1,411
应收账款及票据	69	78	92	108
预付款项	25	27	31	36
存货	387	415	478	559
其他流动资产	33	34	39	45
流动资产合计	1,530	1,735	1,921	2,159
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	418	432	442	477
无形资产	166	166	166	166
非流动资产合计	728	778	791	796
资产合计	2,259	2,513	2,711	2,955
短期借款	25	25	25	25
应付账款及票据	60	61	71	83
其他流动负债	200	219	247	288
流动负债合计	285	305	343	395
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	328	332	339	339
非流动负债合计	328	332	339	339
负债合计	614	638	682	734
股本	435	435	435	435
少数股东权益	166	183	205	230
股东权益合计	1,645	1,875	2,030	2,221
负债和股东权益合计	2,259	2,513	2,711	2,955

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.34	12.65	17.73	17.76
EBIT 增长率	-9.93	76.64	25.46	22.42
净利润增长率	-44.90	165.93	20.65	22.04
盈利能力 (%)				
毛利率	37.87	40.84	42.16	42.51
净利润率	6.89	16.27	16.67	17.28
总资产收益率 ROA	5.03	12.02	13.44	15.05
净资产收益率 ROE	7.68	17.85	19.97	22.35
偿债能力				
流动比率	5.37	5.68	5.60	5.46
速动比率	3.90	4.22	4.10	3.94
现金比率	3.56	3.87	3.74	3.57
资产负债率 (%)	27.16	25.37	25.14	24.83
经营效率				
应收账款周转天数	7.80	7.80	7.80	7.80
存货周转天数	137.88	137.88	137.88	137.88
总资产周转率	0.78	0.78	0.84	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.69	0.84	1.02
每股净资产	3.40	3.89	4.20	4.58
每股经营现金流	0.32	0.84	0.94	1.12
每股股利	0.20	0.53	0.64	0.78
估值分析				
PE	54	20	17	14
PB	4.2	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	18.55	11.90	9.84	8.16
股息收益率 (%)	1.41	3.77	4.54	5.55

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	115	320	386	471
折旧和摊销	72	68	65	70
营运资金变动	-154	-23	-44	-57
经营活动现金流	138	364	408	485
资本开支	-61	-101	-71	-75
投资	-161	0	0	0
投资活动现金流	-315	-104	-71	-75
股权募资	37	-3	0	0
债务募资	-15	4	-4	0
筹资活动现金流	-69	-95	-236	-281
现金净流量	-246	166	100	129

插图目录

图 1: 公司历史沿革	3
图 2: 公司产业链情况	3
图 3: 公司股权结构 (截至 2023Q3)	4
图 4: 2017-2023Q1-Q3 收入 (亿元) 及增速	5
图 5: 2017-2023Q1-Q3 归母净利润 (亿元) 及增速	5
图 6: 销售毛利率和销售净利率情况	6
图 7: 2018-2023H1 年公司收入构成情况 (亿元)	6
图 8: 公司研发费用投入情况 (万元)	6
图 9: 植物生长调节剂主要作用示意图	7
图 10: 世界农业用地面积占比 (%)	10
图 11: 全球及主要国家的人均耕地面积 (公顷/人)	10
图 12: 2020-2030E 全球植物生长调节剂市场规模及预测	10
图 13: 植物生长调节剂市场空间测算 (面积单位: 亿亩; 市场空间、销售规模单位: 亿元)	11
图 14: 公司农药登记证数量近年来持续增加 (个)	14
图 15: 2022 年我国植物生长调节剂登记证数量分布情况	14
图 16: 公司营销渠道	15
图 17: 公司物流仓储服务中心遍布多个省份	15
图 18: 公司定期组织客户培训上课	16
图 19: 公司技术人员到种植基地召开现场推广会议	16
图 20: 国光玉米高产栽培管理套餐	16
图 21: 全国流转土地面积在持续增加 (万亩)	17
图 22: 中国种植利润变化情况 (元/亩)	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品产能情况	4
表 2: 公司主要产品种类情况	5
表 3: 植物生长调节剂应用实例	8
表 4: 2022 年上市农药企业部分投资并购事件	11
表 5: 国内植物生长调节剂主要企业和产品类型	12
表 6: 公司分业务领域盈利预测 (亿元)	18
表 7: 可比公司 PE 数据对比	20
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026