

国光股份（002749 CH）：植物生长调节剂行业 龙头，作物全程解决方案大有可期

**Sichuan Guoguang Agrochemical: Plant growth regulator industry
leader, whole crop solutions have great promise.**

孙小涵 Xiaohan Sun, xh.sun@htisec.com

2024年2月29日

1. 公司介绍：植物生长调节剂龙头企业
2. 行业高增长，土地流转加速如虎添翼
3. 先发优势明显，产品丰富、产业链完整
4. 募投项目迎来投放期，收购完善产品线
5. 盈利预测及风险提示

1. 公司介绍：植物生长调节剂龙头企业

植物生长调节剂龙头企业

23年前三季度业绩回升

产品结构不断优化，疫情影响园林营收

重研发的哑铃型企业，产品维持高毛利率

原材料价格稳中有跌，毛利率有望改善

股权激励激发企业活力

1.1 植物生长调节剂龙头企业

四川国光农化股份有限公司成立于2000年，是我国经主管部门核准的农药定点生产企业，国家级高新技术企业，中国农药发展与应用协会植物生长调节剂专业委员会的依托单位。公司主营植物生长调节剂、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，是目前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，制剂销售规模最大的企业。公司在行业中已经发展了三十多年，公司的主要产品五分之四用于农业，如高效玉米专用调节剂玉米矮丰可以防止玉米倒伏、千粒重增加等；另外五分之一用于园林、园艺上，如控制杨树、柳树飘絮等。

表：国光股份主要产品情况

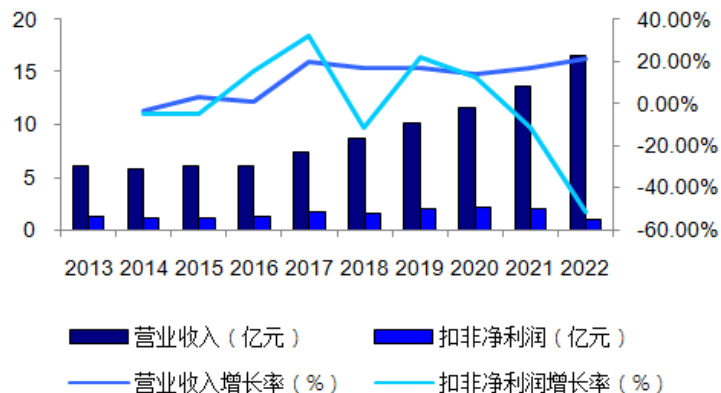
产品大类	产品细分类别	主要产品
农药	植物生长调节剂	多效唑、萘乙酸、甲哌鎓、乙烯利、三十烷醇、胺鲜·乙烯利、多唑·甲哌鎓、氯吡脞、2,4-滴钠盐、矮壮素、赤霉酸、吲丁·萘乙酸
	杀菌剂	三唑酮、多菌灵、甲霜·锰锌、代森锰锌、代森锌、咪鲜胺、三环唑、锰锌·多菌灵、五氯硝基苯、甲基硫菌灵、噁霉灵、腐霉利
化肥	水溶性肥料	含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料、微量元素水溶肥料、中量元素水溶肥料、腐植酸水溶肥料

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

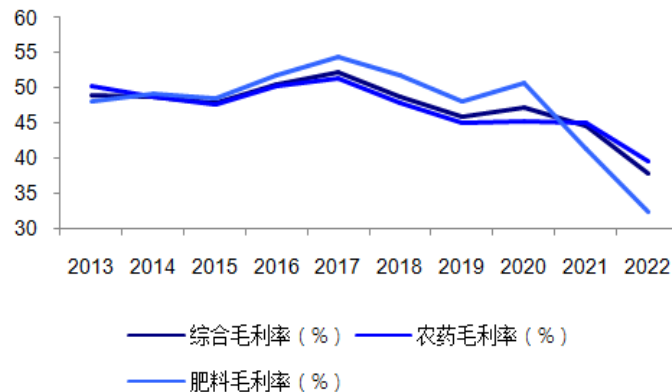
1.2 23年前三季度业绩回升

公司主营植物生长调节剂、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。2022年公司实现营业总收入16.48亿元，同比上涨21.34%，实现扣非净利润0.98亿元，同比下降51.04%，主要系疫情封控、原材料涨价和高温限电等多重影响。23年前三季度由于原材料价格下降以及疫情解除，公司实现营业收入13.48亿元，同比增加8.67%；实现扣非净利润2.15亿元，同比增加41.39%。

图：2013-2022年公司营业收入、净利润及其增速



图：2013-2022年公司综合毛利率和各产品毛利率

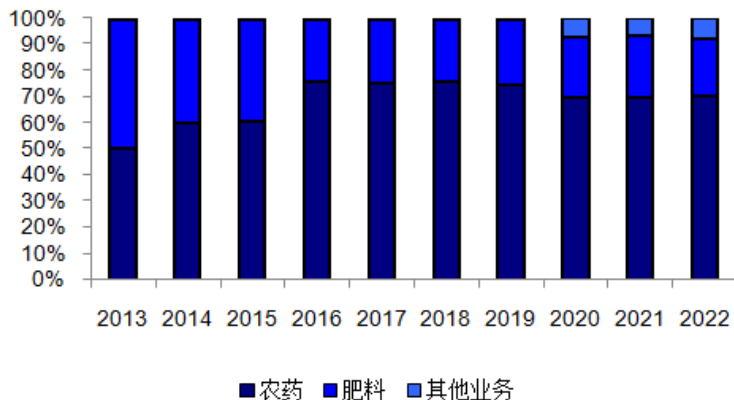


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

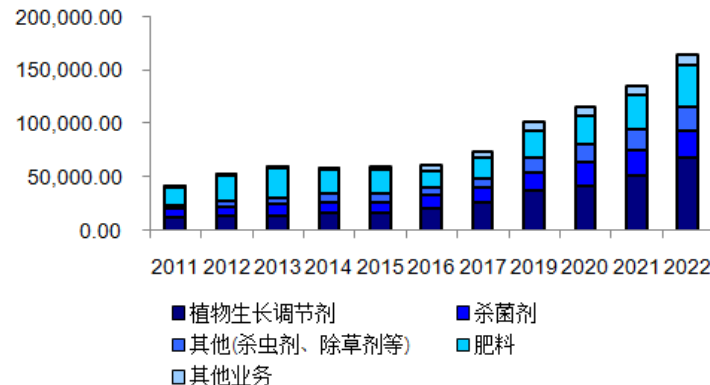
1.3 产品结构不断优化，疫情影响园林营收

产品结构不断优化，疫情影响园林营收。2015年后公司农药收入占比大幅增加，16-22年公司农药收入占比维持在70%-75%。2015年以后公司促进高毛利的植物调节剂产品的销售，不断调整产品结构和丰富植物作物套餐，使得16-22年营业收入保持高速增长。2020-2022年公司园林业务销量下滑，主要受疫情的影响，我们预计未来园林业务有望恢复增长。

图：2013-2022年公司主营产品收入构成



图：2011-2022年公司细分产品收入构成
(2018年数据缺失)



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

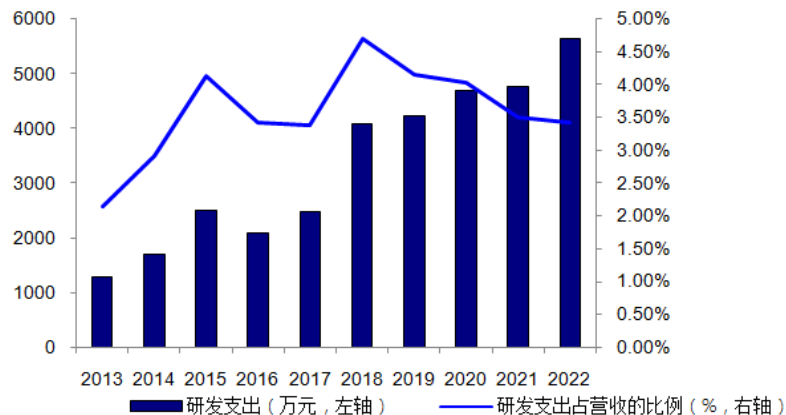
1.4 重研发的哑铃型企业，产品维持高毛利率

公司是一个重视研发和市场开拓的哑铃型企业。公司有长期致力于植物生长调节剂和水溶性肥料产品研究的研发人员和长期从事质量控制的分析人员100多人，具有较强的研发和技术优势、原药合成和制剂加工的优势。自2015年起，公司加大研发投入金额，为公司的自主创新提供更有力的资金保障。截至2022年末，公司拥有“植物生长调节剂组合物”、“树木插瓶”、“省力环割剪刀”“SE-02保鲜剂”等155项专利（其中66项为发明专利）。

图：公司是重视研发和市场开拓的哑铃型企业



图：公司研发费用及占营收的比例（万元）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1.5 原材料价格稳中有跌，未来毛利率有望改善

根据我们的跟踪，公司大部分原料在2020-2022年都出现了上涨，目前原材料价格处于高位回落的阶段，其中磷酸一铵、吡虫啉、多效唑等产品价格下滑明显。我们认为，随着原料成本的下降，公司未来2年毛利率有望逐步改善。

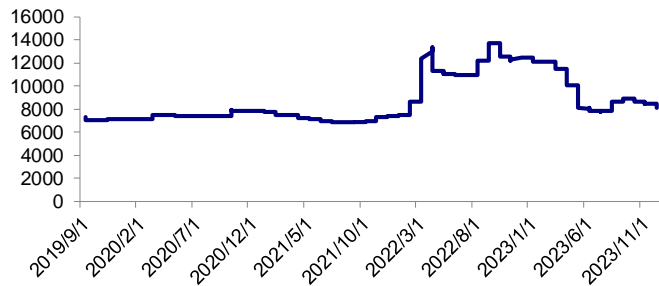
图：公司主要原料年度均价走势（元/吨）

	磷酸二氢钾	多菌灵	磷酸一铵	硫酸钾	三唑酮	吡虫啉	多效唑	三氯化磷	尿酸	磷酸一铵	磷酸二铵	氯化钾
2023	9515	39509	3041	3568	71710	99327	66203	6621	2467	3041	3898	3025
2022	12169	45908	3467	4587	82213	161082	90551	9573	2713	3467	3903	4510
2021	8815	42672	3188	3592	72425	159027	91575	9364	2417	2850	2996	3185
2020	7165	36000	1854	2852	82188	125000	82500	5419	1694	1915	2183	1954
2019	7629	36500	2044	2866	106042	152500	97500	5178	1856	2145	2550	2308
2018	7201	35875	2146	2630	100184	151250	115000	4235	1974	2315	2580	2291

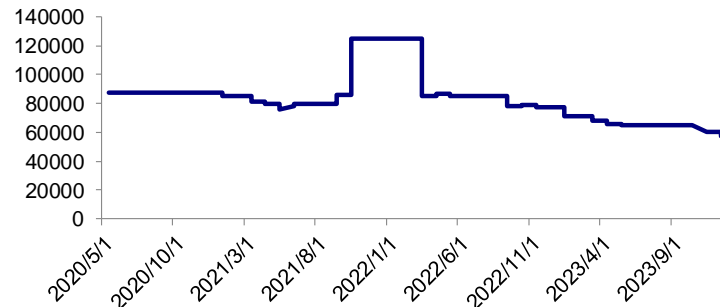
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1.5 原材料价格稳中有跌，未来毛利率有望改善

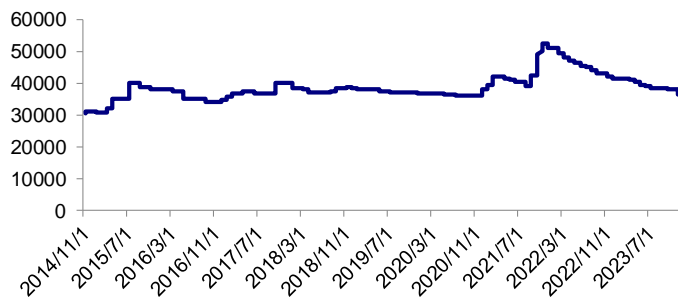
磷酸二氢钾



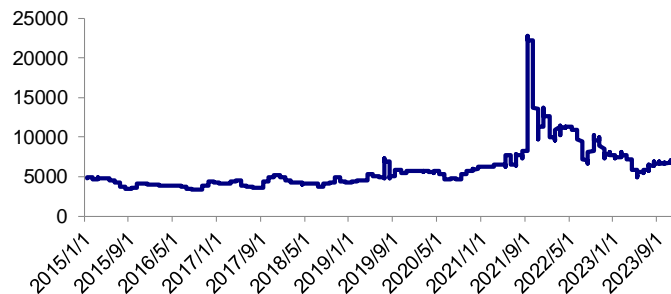
多效唑



多菌灵



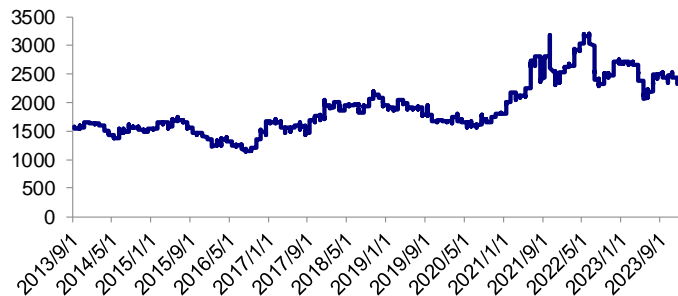
三氯化磷



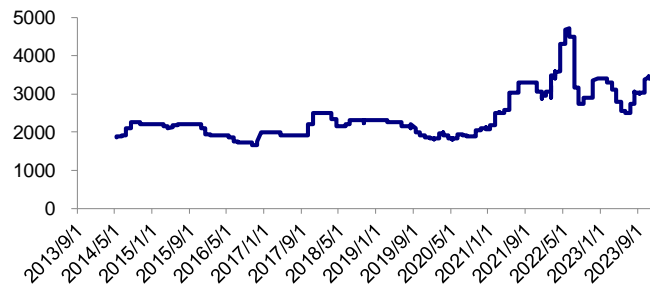
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all H11 rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.haitong.com

1.5 原材料价格稳中有跌，未来毛利率有望改善

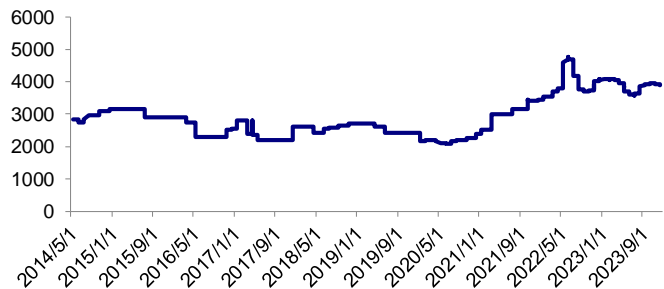
尿素



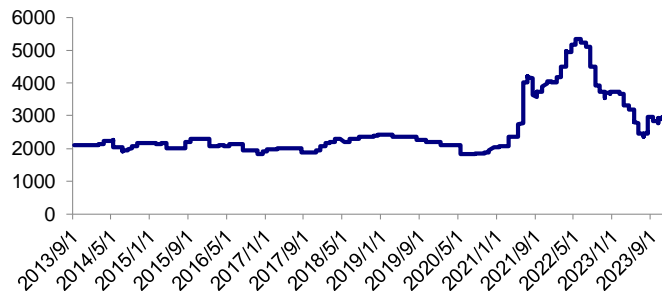
磷酸一铵



磷酸二铵



氯化钾



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest jun report on our website at equities.musec.com

1.6 股权激励激发公司活力

股权激励激发公司活力。2024年1月9日公司发布股权激励草案，拟向364名员工合计授予853.58万股限制性股票，授予价格为6.04元/股，用于进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心员工的积极性。

此次限制性股票的考核年度为2024-2026年三个会计年度，限售期分别为自限制性股票股权登记完成之日起12个月、24个月、36个月，三期的解禁比例分别为30%、30%、40%。

图：公司股权激励业绩考核指标

业绩考核指标：以2023年营业收入为基数计算			
考核指标	考核年度	2024年	2025年
营业收入增长率	设定目标值	20%	44%
	实际达到的营业收入增长率占当年所设目标值的实际完成比例 (A)		72%
各考核年度对应公司层面可解除限售比例 (M)			
	当A < 70%时	M=0	
	当70% ≤ A < 100%时	M=A	
	当A ≥ 100%时	M=100%	
业绩考核指标：以2023年营业收入为基数计算			
考核指标	考核年度	2025年	2026年
营业收入增长率	设定目标值	44%	72%
	实际达到的营业收入增长率占当年所设目标值的实际完成比例 (A)		
各考核年度对应公司层面可解除限售比例 (M)			
	当A < 70%时	M=0	
	当70% ≤ A < 100%时	M=A	
	当A ≥ 100%时	M=100%	

图：公司激励摊销成本

首次授予的限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万 元)	2024年 (万 元)	2025年 (万 元)	2026年 (万 元)	2027年 (万 元)
803.58	4,885.77	2,612.53	1,506.44	712.51	54.29

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司介绍：植物生长调节剂龙头企业
2. 行业高增长，土地流转加速如虎添翼
3. 先发优势明显，产品丰富、产业链完整
4. 募投项目迎来投放期，收购完善产品线
5. 盈利预测及风险提示

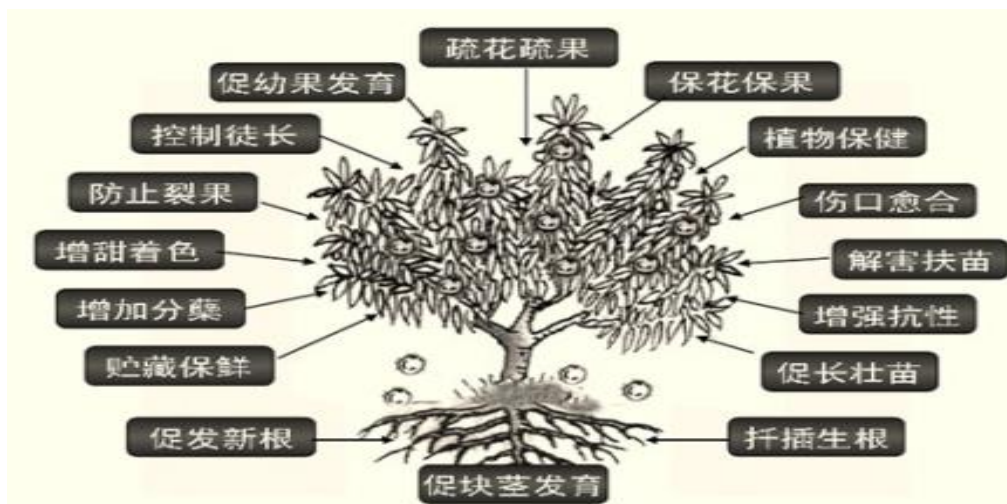
2. 行业高增长，土地流转加速如虎添翼

- 植物调节剂应用广泛，产品功能多样
- 市场规模逐步扩大，行业迎政策红利
- 土地流转加速，产业链集中度有望提升
- 竞争对手分析

2.1植物调节剂应用广泛，产品功能多样

植物生长调节剂是生产优质农产品、无公害有机绿色食品必不可少的生产资料之一，具有使用成本低、见效快、用量微（使用浓度一般在百万分之一数量级）、毒性低、易降解（3-10天可以完全降解）、效果显著、投入产出比较高等特性，能达到稳产增产、改善品质、增强作物抗逆性等目的。

图：植物生长调节剂主要作用示意图



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.1植物调节剂应用广泛，产品功能多样

根据对作物的作用来划分，植物生长调节剂可分为植物生长促进剂、植物生长延缓剂、植物生长抑制剂三大类：

(1) 植物生长促进剂。植物生长促进剂是指能促进植物细胞分裂、分化和伸长的化合物，主要包括生长素类、赤霉素类、细胞分裂素类、乙烯类、油菜素甾醇类五大类。植物生长延缓剂主要抑制茎部亚顶端分生组织的分裂和扩大，但不抑制顶端组织的生长，因而只使节间缩短、植株变矮，而植株形态正常，叶片数目、节数保持不变，这种作用可以施用赤霉素逆转。

(2) 植物生长延缓剂。植物生长延缓剂品种较多，结构各异，常见的主要有矮壮素、多效唑、丁酰肼(B9)、烯效唑、缩节胺、吡啶醇等。植物生长抑制剂主要作用于植物顶端，使顶端分生组织细胞核酸与蛋白质的合成受阻，顶端优势丧失，进而使植物形态发生变化，如侧枝数目增加、叶片变小等。

(3) 植物生长抑制剂最典型的代表就是脱落酸。主要用以抑制植物生长，在其失水时使气孔关闭，保持植物休眠，促进叶和果实的衰老和脱落等。

2.1植物调节剂应用广泛，产品功能多样

植物生长促进剂的农业应用：四川小麦赤霉病防治。小麦赤霉病是小麦的主要病害之一，会造成整穗或部分小穗腐烂，降低小麦的结实率和产量。

处理方法：齐穗期至开花初期，使用国光标健20ml+依尔25ml+优丰10ml+毙克10g兑水15公斤进行茎叶喷施，可提高植株抗病能力、减少病菌传播、有效减少病害蔓延、及时控制病害发生。

图：小麦赤霉病病粒



图：小麦赤霉病田间表现



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.1植物调节剂应用广泛，产品功能多样

植物生长延缓剂的农业应用：促进青花椒的细胞分化。为了提高青花椒的坐果能力，青花椒在采摘之后通常会进行超短截，在小半年的时间中需要完成：萌芽、生长、老熟、花芽分化。短时间内青花椒不能同时完成这些生理变化。烯效唑能够抑制赤霉素合成，使得枝条细胞能够进行功能组织分化和花芽生理分化。磷酸二氢钾能促进花芽生理和形态分化。二者之间有加成作用。

处理方法：烯效唑+磷酸二氢钾在枝条40cm以后全株喷施，抑制枝条快速生长的同时，对花芽的形成也具有明显的促进作用。

图：江津先锋镇麻柳乡花椒基地使用优丰+稀施美+国光硼

使用套餐枝条长度150cm



顶芽下第三芽也形成了明显花芽



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.1植物调节剂应用广泛，产品功能多样

植物生长延缓剂的园林应用：高尔夫球场、机场草坪的养护。目前我国城市绿地草坪养护费用每年每公顷平均5万元左右，而运动场草坪，尤其是高尔夫球场甚至高达25万元，其中有60%用于修剪。利用植物生长调节剂控制草坪草生长，能达到减少草坪修剪次数，降低养护管理成本的目的。

处理方法：常用药物如多效唑、烯效唑、矮壮素、乙烯利、缩节胺、丁酰肼、嘧啶醇等，其延缓分生组织的生长，但不抑制顶端部分的生长，降低草坪修剪次数。其次是如抑长灵、青鲜素等，抑制曹品顶端分生组织分裂，导致顶端优势丧失。

图：化学修剪草坪



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.1植物调节剂应用广泛，产品功能多样

植物生长促进剂的园林应用：树木反季节移栽。国内城市绿化项目要求在规定时间内完成，特别是对大型的活动需要全年绿化施工。传统移栽树木的黄金季节是春季和秋季，在冬季和夏季的移栽很难保证树木收支平衡，反季节移栽的存活率低下，为了能够保证大树反季节移栽根部的存活，需要用细胞分裂素类的植物生长调节剂来促进生根。

处理方法：定植时修整根系，露出新鲜切口，及时喷施促生根物质如“根盼”（5%吲丁·萘乙酸）与消毒杀菌剂“根灵（70%敌磺钠）”或用30%恶霉灵水剂处理，栽后再结合浇灌“动力”以保证生根剂接触到更大面积的根系，包括土球内毛细根。

图：树木移栽过程根系保护



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.2 市场规模逐步扩大，行业迎政策红利

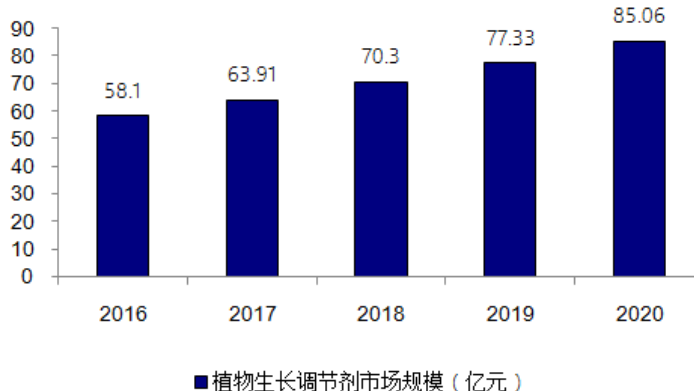
国家划定18亿亩耕地规模红线的大背景下，农化产品保持刚性需求。

植物生长调节剂市场规模高速增长。据全球植物生长调节剂（PGR）市场报告显示，近年来植物生长调节剂在我国的市场规模在不断扩大，从2016年58.10亿元增长到了2020年85.06亿元，年均增幅近10%。未来随着规模化种植，植物调节剂的渗透率有望进一步提升。

图：我国农作物总播种面积（千公顷）



图：我国植物生长调节剂市场规模



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.2 市场规模逐步扩大，行业迎政策红利

2017年10月，十九大报告中首次提出了“乡村振兴”战略；随后12月中央农村经济工作会议再次强调实施乡村振兴战略的目标任务，坚持把解决好“三农问题”作为全党工作的重中之重，实现优化农业产能和增加农民收入。在政策推动下，农业领域将迎来改革契机，未来植物调节剂有望成为农业升级发展的新方向。

表：历年中央一号文件

时间	中央“一号文”主题
2004	中共中央国务院关于促进农民增收若干政策的意见
2005	中共中央国务院关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见
2006	中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见
2007	中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见
2008	中共中央国务院关于切实加强农业基础建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见
2009	中共中央国务院关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见
2010	中共中央国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见
2011	中共中央国务院关于加快水利改革发展的若干意见
2012	中共中央国务院关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见
2013	中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见
2014	中共中央国务院关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见
2015	中共中央国务院关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见
2016	中共中央国务院关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见
2017	中共中央国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见
2018	中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.2 农药管理条例落地，利好龙头企业

新《农业管理条例》及配套规章落地，进一步淘汰落后产能。2017年6月1日起正式实施；6月12日，农业部审议通过《农药登记管理办法（草案）》等5个《农药管理条例》配套规章，进一步规范了农药生产、产品登记、产品经营等内容，并于2017年8月1日起正式实施。我们认为，新农药管理条例的实施将明显提升行业门槛、淘汰落后产能，促进行业整合，利好龙头企业提升市场份额和行业竞争力。

表 新《农药管理条例》配套条例重点内容与解读

序号	主要内容	解读
第3条	国务院农业主管部门负责全国的农药监督管理工作。县级以上地方人民政府农业主管部门负责本行政区域的农药监督管理工作。县级以上人民政府其他有关部门在各自职责范围内负责有关农药监督管理工作。	把由多部门负责的农药管理职责统一划归农业部，一事一责，提高农药监管的效能。
第11条	向中国出口农药的企业申请农药登记的，应当持本条第一款规定的资料、农药标准品以及在有关国家（地区）登记、使用的证明材料，向国务院农业主管部门提出申请。	取消临时登记，明确在我国生产和向我国出口的农药需申请登记，经登记试验、登记评审，符合条件的，由农业部核发农药登记证并公告。
第12条	国务院农业主管部门受理申请或者收到省、自治区、直辖市人民政府农业主管部门报送的申请资料后，应当组织审查和登记评审，并自收到评审意见之日起20个工作日内作出审批决定，符合条件的，核发农药登记证；不符合条件的，书面通知申请人并说明理由。	
第13条	农药登记证有效期为5年。	设置进入门槛，解决农药经营主体规模小、布局散、秩序乱等问题。
第24条	国家实行农药经营许可制度，但经营卫生用农药的除外。符合条件的，核发农药经营许可证；不符合条件的，书面通知申请人并说明理由。	
第25条	农药经营许可证有效期为5年。	
第26条	农药经营者应当建立采购台账。	明确农药经营者义务，健全农药经营管理制度采购查验制度。
第27条	农药经营者应当建立销售台账。	
第33条	农药使用者应当遵守国家有关农药安全、合理使用制度，妥善保管农药，并在配药、用药过程中采取必要的防护措施，避免发生农药使用事故	明确农药使用者义务，避免农药使用中存在的擅自加大剂量、超范围使用以及不按照安全间隔期采收农产品等问题。
第44条	有下列情形之一的，认定为假农药： (一)以非农药冒充农药；(二)以此种农药冒充他种农药；(三)农药所含有效成分种类与农药的标签、说明书标注的有效成分不符。禁用的农药，未依法取得农药登记证而生产、进口的农药，以及未附具标签的农药，按照假农药处理。	
第45条	有下列情形之一的，认定为劣质农药： (一)不符合农药产品质量标准；(二)混有导致药害等有害成分。 超过农药质量保证期的农药，按照劣质农药处理。	完善劣质农药和假农药的定义，避免劣质药和假药的经营销售与使用。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.2 市场规模逐步扩大，行业迎政策红利

表 新《农药管理条例》配套条例重点内容与解读

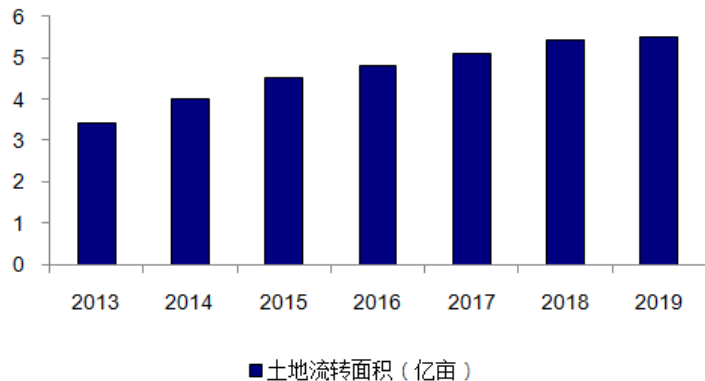
《农药登记管理办法》		
序号	主要内容	解读
第6条	鼓励和支持登记安全、高效、经济的农药，加快淘汰对农业、林业、人畜安全、农产品质量和生态环境等风险高的农药。	提高行业门槛，鼓励安全、高效、经济的农药。规范工作人员职责，有利于行业集中度提高
第37条	发现已登记农药对农业、林业、人畜安全、农产品质量安全、生态环境等有严重危害或者较大风险的，农业部应当组织农药登记评审委员会进行评审，根据评审结果撤销或者变更相应农药登记证，必要时决定禁用或者限制使用并予以公告。	
第44条	农药登记工作人员不依法履行职责，滥用职权、徇私舞弊，索取、收受他人财物，或者谋取其他利益的，依法给予处分；自处分决定作出之日起，五年内不得从事农药登记工作。	
《农药生产许可管理办法》		
第5条	农药生产许可实行一企一证管理，一个农药生产企业只核发一个农药生产许可证。	提高行业准入门槛，对生产假农药、劣质农药的企业加大处罚。
第6条	农药生产应当符合国家产业政策，不得生产国家淘汰的产品，不得采用国家淘汰的工艺、装置、原材料从事农药生产，不得新增国家限制生产的产品或者国家限制的工艺、装置、原材料从事农药生产。	
第8条	新设立化学农药生产企业或者非化学农药生产企业新增化学农药生产范围的，应当在省级以上化工园区内建厂；新设立非化学农药生产企业、家用卫生杀虫剂企业或者化学农药生产企业新增原药（母药）生产范围的，应当进入地市级以上化工园区或者工业园区。	
《农药标签和说明书管理办法》		
第24条	可追溯电子信息码应当以二维码等形式标注，能够扫描识别农药名称、农药登记证持有人名称等信息。	完善农药标签和说明书，建立质量可追溯制度。
第2条	现有产品标签与本办法不符的应当自2018年1月1日起使用符合本办法规定的标签。	

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

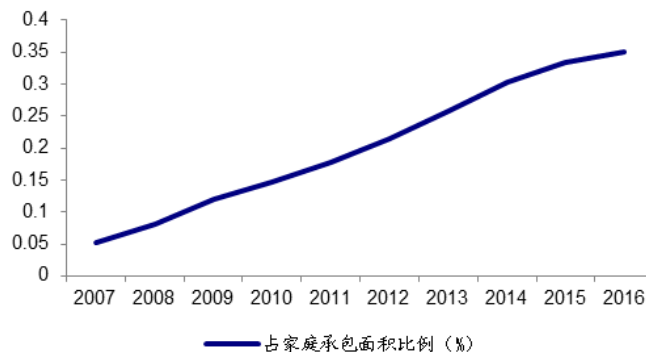
2.2 土地流转加速，产业链集中度有望提升

土地流转加速催生种植大户，产业链集中度有望提升。2004年，国务院颁布《关于深化改革严格土地管理的决定》，提出村庄、集镇、建制镇中的农民集体所有建设用地使用权可以依法流转。据土地流转网数据，2013至2019年期间，我国土地流转面积由3.4亿亩增长至5.5亿亩，复合增速达到24.8%，土地流转面积占家庭承包比例也由2007年的5.2%增长到2016年的35.1%，土地流转进程稳步推进。

图：2013-2019年土地流转面积



图：2007-2016年土地流转面积占家庭承包比例



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.2 土地流转加速，产业链集中度有望提升

土地流转是土地由分散到集中的一个过程，同时也是农资生产流通环节的洗牌过程，产业链集中度有望提升。我们认为，随着土地流转的持续推进，种植主体逐步从个体农户变成种植大户、家庭农场和专业合作社，农资消费人群将发生大规模的缩减和集中。过往的家庭经营模式导致了农资生产和流通行业非常分散，未来种植大户在景气回升的周期中将快速成长，他们对农药化肥的要求越来越精确，规模化需求也越来越高，从而提升植物生长调节剂的用量。

图 植物调节剂在青花椒上的应用效果

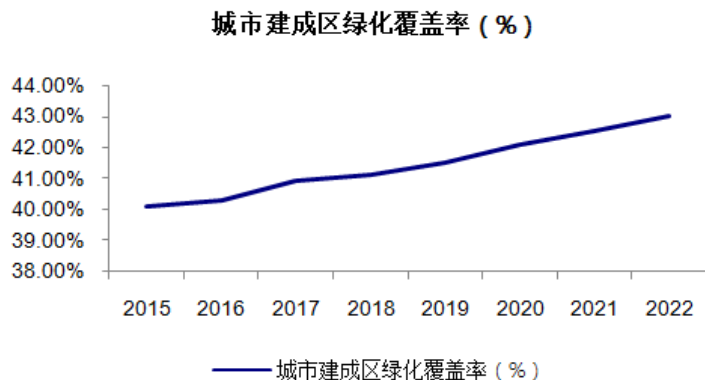


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

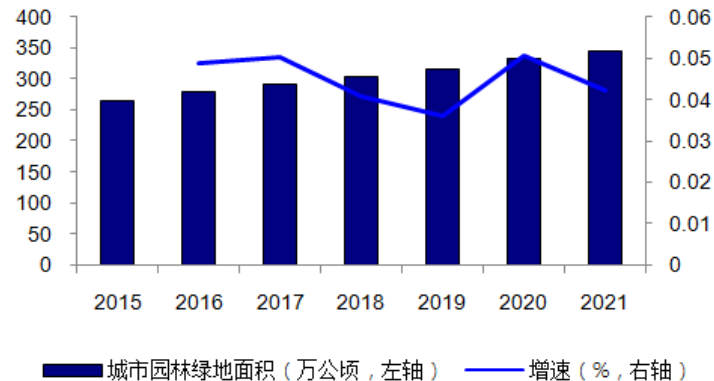
2.3 园林市场空间广阔

城市绿化水平不断提高，园林养护市场稳定增长。2022年我国城市建成区绿化覆盖率43%，比2015年的40%上升了3个百分点。2021年城市园林绿地面积345万公顷，同比增长约4.2%，2015年至2021年复合增长率4.5%，随着我国城市绿化水平的不断提高，城市园林绿地面积不断增长，城市园林绿地面积的增长必然导致园林养护需求的增长。

图：2015-2022年城市建成区绿化覆盖率



图：2015-2021年城市园林绿地面积



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.4 竞争对手分析

植物生长调节剂行业是农药细分行业中的小行业，生产企业相对较少，行业集中度较高。截止2022年，植物生长调节剂行业有370余家企业，多数企业经营单一大宗的原药及制剂产品，如乙烯利、多效唑、赤霉酸等。公司原药竞争对手主要包括钱江生化、安道麦安邦（江苏）等，制剂业务竞争对手包括郑氏化工、深圳诺普信、四川兰月、成都新朝阳生物等。

图：公司主要竞争对手比较

郑氏化工	公司成立于2001年，主要从事专业从事农药原药、制剂的研发、生产和销售，是国内芸苔素内酯、调环酸钙、苄氨基嘌呤、胺鲜酯、复硝酚钠、茶乙酸钠等植物生长调节剂类农药原药和制剂的主要生产商。公司已取得10个植物生长调节剂原药登记证、74个农药制剂登记证。
钱江生化	公司主要从事生物农药、生物兽药、生物医药中间体的研发、生产和销售，具有30多年的农药生产经营历史。公司主要植物生长调节剂产品为赤霉酸原药，2022年农药销售额为31,749万元。
安道麦安邦（江苏）	公司成立于1958年，曾为江苏安邦电化有限公司，主要从事危险化学品生产；危险化学品经营；农药生产、批发和零售等业务，2018年公司营业总收入为150,747万元。
成都新朝阳	公司成立于20世纪80年代，是国家级高新技术企业、国家定点农化生产企业。公司研制的“硕丰芸苔素481”植物生长调节剂曾荣获多个奖项，并被认定为“国家级名牌产品”。2019年，公司植物生长调节剂产品销售收入为21,650万元。
四川兰月	公司成立于1994年，现主要从事农用生物制剂的一条龙服务即研究、制造与销售。公司主要植物生长调节剂产品包括：氯吡脞、茶乙酸、矮壮素、吲丁•茶乙酸、苄氨基嘌呤、芸苔素内酯、乙烯利等。
诺普信	我国规模领先、产品数领先、品种齐全、产业链完整的农业植保生物技术的研发和产业化生产及服务的集团化企业。拥有“诺普信”、“瑞德丰”、“标正”等多个全国性品牌，其中“诺普信”、“瑞德丰”两个品牌为“广东省著名商标”，“诺普信”商标为“中国驰名商标”。2022年农药制剂营业收入285,115万元。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司介绍：植物生长调节剂龙头企业
2. 行业高增长，土地流转加速如虎添翼
3. **先发优势明显，产品丰富、产业链完整**
4. 募投项目迎来投放期，收购完善产品线
5. 盈利预测及风险提示

3.先发优势明显，产品丰富、产业链完整

- 公司处于行业龙头地位，研发能力领先
- 扁平化营销网络优势，销售规模不断扩大
- 原药+制剂，打通植物生长调节剂产业链
- 产品丰富，立足高端水溶肥市场推出
- 作物全程解决方案初见成效，未来市场空间大

3.1 公司处于行业龙头地位，研发能力领先

公司是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，处于领先地位。植物生长调节剂行业是农药细分行业中的小行业，产品登记数量及营销能力是判断企业综合竞争能力的重要指标。目前，制剂登记证价格在百万元/个，原药登记证价格达到千万元/个。

截止 2023 年 6 月 30 日，公司共计有 297 个农药产品登记证（其中属生物农药登记共 50 个）、100 个肥料登记证。农药登记证中，调节剂中包含 31 个原药，杀菌剂中包含 3 个原药、杀虫剂中包含 1 个原药、除草剂中包含 4 个原药；肥料登记证中，登记产品 62 个，备案产品 38 个（其中部级备案 24 个）。

表：截至2023年6月30日公司农药及肥料登记证情况

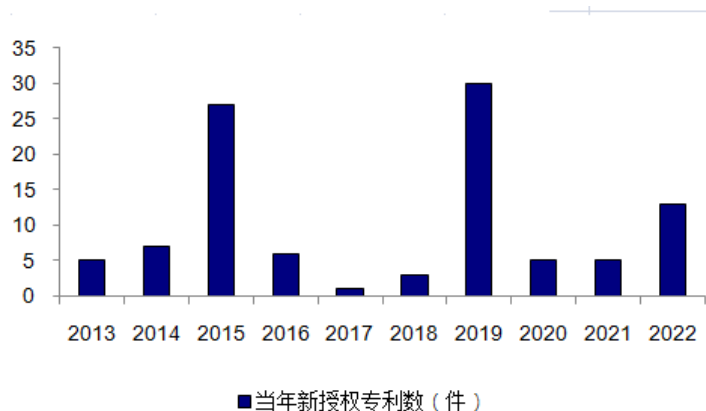
登记证持有人/ 生产企业	农药登记证 (个)						肥料登记证 (个)
	调节剂	杀菌剂	杀虫剂	除草剂	其他	小计	
四川润尔科技有限公司	57	40	15	8	3	123	61
重庆依尔双丰科技有限公司	28	6	1	28	-	63	21
山西浩之大生物科技有限公司	6	10	13	-	1	29	12
鹤壁全丰生物科技有限公司	33	14	21	1	13	82	6
合计	124	70	50	37	17	297	100

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 公司处于行业龙头地位，研发能力领先

不断创新，研发能力领先。公司拥有持续的技术创新能力，公司的技术中心为四川省企业技术中心，拥有一支由相关专业的硕士和本科生组成的优秀研发团队，有长期致力于植物生长调节剂和水溶性肥料产品研究的研发人员和长期从事质量控制的分析人员，具有较强的研究开发能力。2022年公司新获得13件专利授权（其中发明专利2件）。

图：当年新授权专利数量情况



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 扁平化营销网络优势，销售规模不断扩大

布局多元渠道营销。公司目前的销售渠道有三类：经销商销售、直销和其他销售。经销商销售主要面对“公司—经销商—零售商—客户”的四主体三环节销售渠道；直销主要面向政府采购和直接用户的批量采购。

表：公司不同销售模式相应收入的比重（亿元）

各销售模式收入	2020年度		2021年度		2022年度	
	金额	比例	金额	占比	金额	占比
经销模式	10.54	90.90%	12.59	92.68%	14.20	86.16%
直销模式	1.01	8.74%	0.92	6.79%	2.15	13.05%
其他模式	0.04	0.36%	0.07	0.53%	0.13	0.79%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 扁平化营销网络优势，销售规模不断扩大

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。公司还通过新设营销网点、营销网络细化等方式大力扩展营销网络的覆盖面。

目前公司的经销商超过4,500个（较2021年增加超过50%），每个农化经销商下游还有约20个零售商（乡、镇一级）。随着公司“国光”、“双丰”、“浩之大”、“国光园林”以及“鹤壁全丰”五个品牌的不断拓展，公司渠道建设将更加完整，营销网络的覆盖面持续增加。另外，公司还在全国设有20多个仓库，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。

3.2 扁平化营销网络优势，销售规模不断扩大

公司营销网络遍布全国各地。

图：公司营销网络图



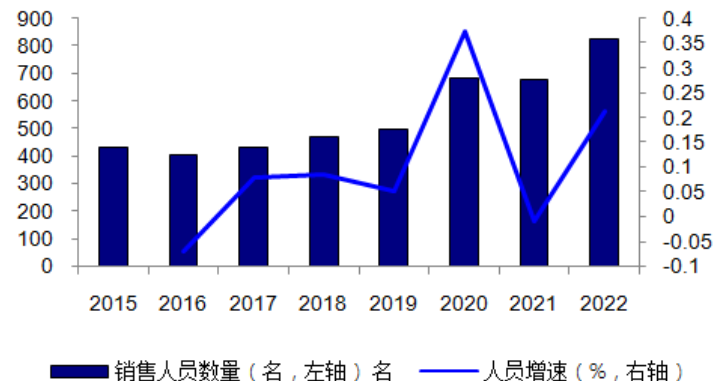
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 销售人员数量及人均创收持续增加

表：公司销售人员数量及人均创收情况

	单位	2019	2020	2021	2022
销售人员数量	名	496	681	677	821
人员增速		5%	37%	-1%	21%
总收入	万元	101428	116004	135848	164841
收入增速		17%	14%	17%	21%
人均销售收入	万元/人	204	170	201	201
人均销售增速		11%	-17%	18%	0%
农药收入	万元	75553	80906	94877	115459
收入增速		15%	7%	17%	22%
人均农药收入	万元	152	119	140	141
人均销售增速		9%	-22%	18%	0%

表：公司销售人员增长情况（人）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

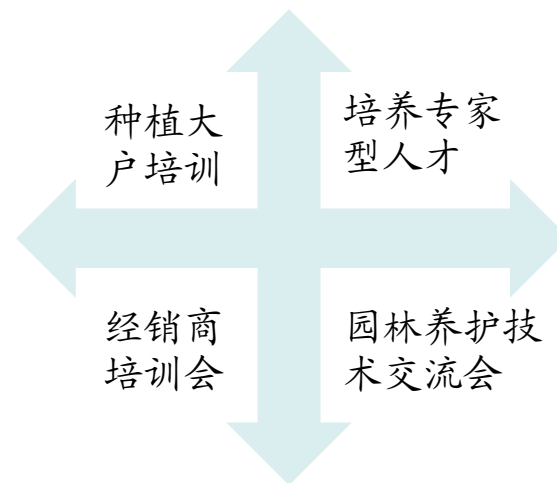
3.2 公司重视技术服务及培训推广

植物生长调节剂需要通过专业的技术指导或应用培训，科学精准使用才能达到使用的目的，因此，公司需要深入到田间地头进行示范试验和技术培训，提升用户对植调剂技术的认知。对此，公司有成熟的人员培训方案，可以通过培训将懂技术的营销人员不断输送往市场，为客户提供应用技术培训以及深入到地间的种植技术服务。

图：公司技术服务



图：公司培训方案

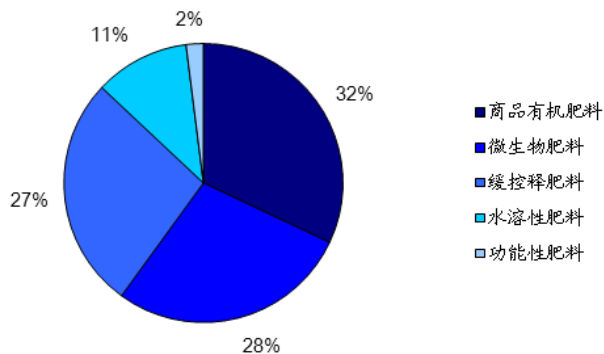


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

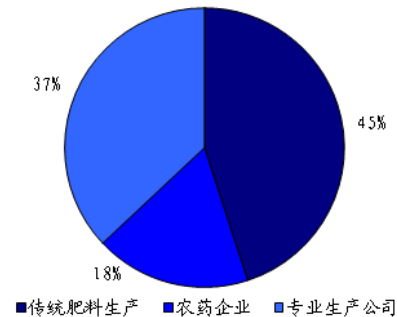
3.3 产品丰富，立足高端水溶肥市场

高效节水环保型肥料，蕴含重大发展机会。水溶性肥料是新型肥料中一种重点产品，发展空间巨大，是高效、节水、环保的肥料产品，在我国各地区均有广阔的市场空间，也符合我国节水农业和无公害农产品生产发展的需要；改革大力推动节水农业，实现水肥一体化，达到省水省肥省工的效能，逐步实现“以水带肥、以肥促水、因水施肥、水肥耦合”的技术路径。在新型肥料市场大力发展的拉动下，水溶性肥料已经成为行业关注的新宠。

图：我国新型肥料产量主要组成



图：国内水溶性肥料生产企业构成

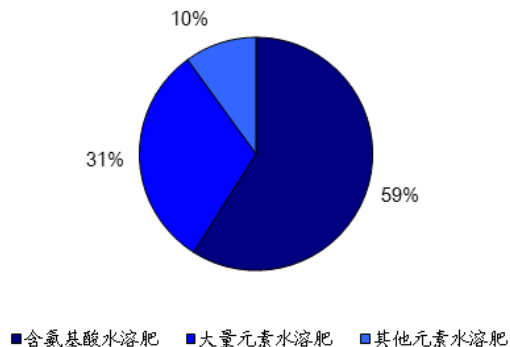


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

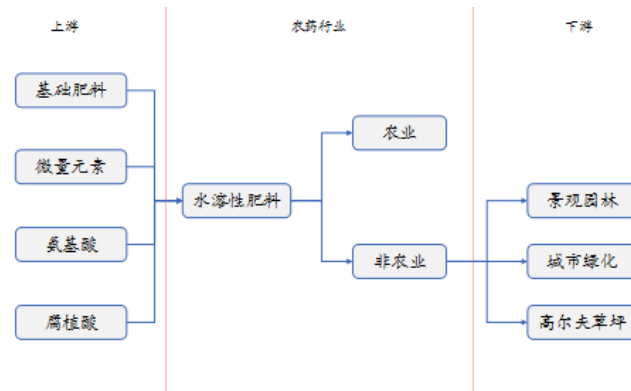
3.3 产品丰富，立足高端水溶肥市场

公司的水溶性肥料定位于中高端市场，处于普通复合肥市场的重要补充地位。

图：公司水溶肥料产品主要构成



图：公司所处水溶性肥料行业产业链



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.3 产品丰富，立足高端水溶肥市场

公司水溶肥的竞争优势：①**产品优势。**公司自主研发出了新型水溶性肥料——含氨基酸水溶肥料，其具有氨基酸螯合态微量稀有元素及高活性物，能提高光合率、激活生物酶，增强作物营养吸收与转化，广泛应用于经济作物和花卉苗木培育。②**技术优势。**含氨基酸水溶肥料采用国际先进的螯合技术制得，大量元素水溶肥料集高浓度化、混合化、缓释肥料生产技术络合为一体，使养分处于易吸收的离子状态，适用作物广、吸收效果好。③**凭借良好的国光品牌优势及深入田间地头的技术服务优势，**公司产品销售规模逐年增加，销售毛利率维持在较高水平。

表：水溶性肥料行业可比公司情况

公司名称	主要产品	技术水平
深圳诺普信农化股份有限公司	植物营养产品	-
深圳市芭田生态工程股份有限公司	大量元素水溶肥料	具备复合肥绿色环保、高效低碳技术，灌溉肥技术，中微量元素有机螯合技术、快速腐熟发酵等技术
广西北海喷施宝	含氨基酸水溶肥料（液体）	是国内较早、规模较大、具有品牌影响力的水溶肥企业之一，研发生产有喷施宝系列有机水溶肥产品

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.4 全程解决方案初见成效

公司从2023年开始推广作物全程解决方案。作物全程解决方案是以合理、规范使用植物生长调节剂为重心，结合良好肥水管理和栽培管理，对作物从种到收进行全生命周期管理的服务于种植户的作物管理方案，是一种“产品+技术+服务”的综合的、一体化的解决方案。这种作物全程解决方案对公司来说，有助于增加客户粘性，提高产品推广效率，推动销量增长；对于种植户，可以降低种植成本，提高产量（品质），增加收入。

图：国光全程方案的对照



处理	薯块重量 (斤/5m ²)	折合亩产(斤)
国光红薯调控技术方案	54.50	7270.30
其它方案	32.85	4382.19

亩增产量(斤)	亩增产率%
2888.11	65.90

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.4 全程方案市场空间大

2022年全国农作物播种面积169990.90千公顷，其中排名前五位的省份为黑龙江（15209.41千公顷）、河南（14711.51千公顷）、山东（10964.14千公顷）、四川（10227.36千公顷）、安徽（8933.59千公顷）。

表：各省市农作物播种面积

指标名称（千公顷）	2022	2021	2020
黑龙江农作物播种面积	15209.41	15065.00	14910.13
河南农作物播种面积	14711.51	14705.10	14687.99
山东农作物播种面积	10964.14	10948.60	10889.06
四川农作物播种面积	10227.36	9999.90	9849.89
安徽:农作物播种面积	8933.59	8886.80	8817.99
内蒙古农作物播种面积	8750.68	8743.30	8882.81
湖南农作物播种面积	8591.54	8504.30	8400.13
湖北农作物播种面积	8191.92	8109.20	7974.39
河北农作物播种面积	8113.99	8097.20	8089.44
江苏农作物播种面积	7534.24	7514.40	7478.40
云南农作物播种面积	7130.63	7057.20	6989.67
新疆农作物播种面积	6493.13	6387.40	6280.01
广西农作物播种面积	6271.40	6177.50	6107.32
吉林农作物播种面积	6226.36	6187.10	6150.99
江西农作物播种面积	5730.55	5672.90	5644.37

指标名称（千公顷）	2022	2021	2020
贵州农作物播种面积	5359.45	5422.90	5475.35
广东农作物播种面积	4553.47	4498.40	4451.81
辽宁农作物播种面积	4326.86	4328.90	4287.78
陕西农作物播种面积	4212.23	4189.30	4160.85
甘肃农作物播种面积	4061.94	3997.90	3931.82
山西农作物播种面积	3611.59	3588.00	3541.51
重庆农作物播种面积	3479.02	3409.30	3372.54
浙江农作物播种面积	2027.16	2014.60	2014.50
福建农作物播种面积	1682.14	1651.90	1631.27
宁夏农作物播种面积	1189.49	1175.90	1174.23
海南农作物播种面积	687.18	684.80	676.86
青海农作物播种面积	586.19	583.90	571.42
天津农作物播种面积	443.51	437.00	419.17
西藏农作物播种面积	277.24	274.20	272.08
上海农作物播种面积	269.17	264.30	255.16
北京农作物播种面积	143.81	117.80	98.18
总计	169990.90	168695.00	167487.12

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.5 主要粮食种植面积及单位亩产

根据统计局数据，2022年，我国玉米种植面积为64605.23万亩，单位面积产量为429.07公斤/亩；大豆种植面积15365.61万亩，单位面积产量为132.01公斤/亩；小麦种植面积35277.69万亩，单位面积产量为390.40公斤/亩；稻谷种植面积为44175.17万亩，单位面积产量为471.97公斤/亩。

表：2022年玉米、小麦、大豆、稻米种植面积（万亩）及单位亩产（公斤/亩）

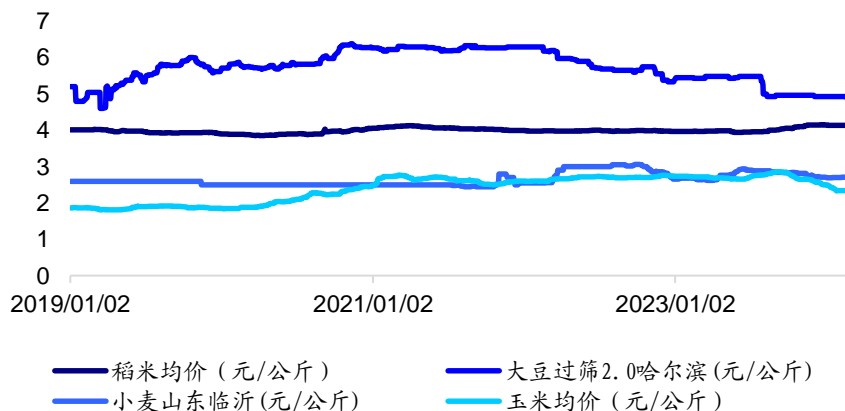
指标	2022年
玉米播种面积(万亩)	64605.23
大豆播种面积(万亩)	15365.61
小麦播种面积(万亩)	35277.69
稻谷播种面积(万亩)	44175.17
玉米单位面积产量(公斤/亩)	429.07
大豆单位面积产量(公斤/亩)	132.01
小麦单位面积产量(公斤/亩)	390.40
稻谷单位面积产量(公斤/亩)	471.97

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.5 主要粮食作物价格

根据百川盈孚，截至2024年2月28日，我国玉米平均价格2.363元/公斤，相比2023年9月5日2.863元/公斤下降17.46%；小麦山东临沂市场价格2.730元/公斤，相比2023年9月4日2.94元/公斤下降7.14%；大豆过筛2.0哈尔滨价格4.9元/公斤，相比2023年8月31日5.48元/公斤下降10.58%；稻米市场均价4.134元/公斤，相比2023年5月25日3.942元/公斤上涨4.87%。

图：玉米、小麦、大豆、稻米价格（元/公斤）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司介绍：植物生长调节剂龙头企业
2. 行业高增长，土地流转加速如虎添翼
3. 先发优势明显，产品丰富、产业链完整
4. 募投项目迎来投放期，收购完善产品线
5. 盈利预测及风险提示

4. 募投项目迎来投放期，收购完善产品线

- 优化产业布局，收购加速产业整合
- 募投项目迎来投放期，公司高速增长可期

4.1 优化产业布局，收购加速行业整合

并购提升品牌影响力。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。

收购重庆依尔双丰，延伸产业链。重庆双丰主营植物生长调节剂、除草剂、杀菌剂和杀虫剂以及肥料等。此次重庆双丰将持有的共计农药登记证53个（其中包括18个植物生长调节剂登记证）、23个肥料登记证全部转移给依尔双丰，收购完成后有利于公司向产业链上游延伸，同时进一步丰富产品线。

收购山西浩之大，增加产品品种。山西浩之大以生产和销售微生物菌肥、有机肥、水溶肥料、农药制剂为主。此次公司通过控股浩之大，增加29个农药登记证（其中植物生长调节剂登记证6个）、9个肥料登记证、5件授权专利。

控股鹤壁全丰，扩充销售渠道。鹤壁全丰以植物生长调节剂原药生产为主，原药和制剂的登记证合计80余件，排全国前列。是国内植物生长调节剂行业的主要企业之一，亦是公司重要的原药供应商。通过本次收购，不但使公司的原药供应来源得到进一步保障，成本优化，而且进一步充实了公司产品矩阵，扩充了销售渠道。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.1 优化产业布局，收购加速行业整合

表：子公司情况

子公司简称	成立/收购时间	主营业务	生产基地	2022年收入 (万元)	2022年归母净利润 (万元)
国光农资	2009.09	批发、零售农药、微肥、复合肥、有机肥等；	四川简阳	112424	6494
四川润尔	2018.08	日用化学产品制造、销售；技术服务、技术开发等；	四川简阳	78240	11685
重庆依尔	2019.11	研发、生产、销售农药原药、制剂、农药中间体及化工产品；	重庆永川	无	无
国光园林	2020.10	园林、林业、农业相关的技术；园林施工、园林养护等；	四川简阳	27564	2110
山西浩之大	2020.11	生产、销售微生物菌肥、有机肥、水溶肥料、农药制剂等；	山西绛县	无	无
鹤壁全丰	2022.04	生产、销售农药、水溶肥料等。	河南鹤壁	28215	2159

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.2 募投项目迎来投放期，公司高速成长可期

募投产能扩大，募投项目的投放将扩大原有生产线项目。募投项目的建成将会完善公司的生产线，巩固其在植物生长调节剂的龙头优势，抢占更多环保型农药化肥的市场。

表：可转债募投项目概况

募投项目名称	项目总投资额 (万元)	项目进度
年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	14500	正在建设，预计25年10月完成
年产50,000吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目	9500	正在建设，预计25年10月完成
企业技术中心升级改造项目	8000	正在建设，预计25年10月完成
合计	32000	-

表：其他建设项目概况

建设项目名称	项目总投资额 (万元)	项目进度
年产1.5万吨原药及中间体合成生产项目	30000	正在办理征地手续
重庆万盛年产3.5万吨原药及中间体合成生产项目	19000	正在落实项目建设用地招、拍、挂
合计	49000	-

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司介绍：植物生长调节剂龙头企业
2. 行业高增长，土地流转加速如虎添翼
3. 先发优势明显，产品丰富、产业链完整
4. 募投项目迎来投放期，收购完善产品线
5. 盈利预测及风险提示

5. 盈利预测

我们预计公司23-25年净利润分别为3.03、3.64、4.34亿元，对应EPS分别为0.70、0.84、1.00元，参考可比公司，由于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的企业，给予公司一定估值溢价，给予24年25倍PE，对应目标价21元（+19.05%），给予优于大市评级。

表：主要财务数据及预测

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	1,648	2,066	2,505	2,983
(+/-)	21%	25%	21%	19%
净利润	114	303	364	434
(+/-)	-45%	166%	20%	19%
全面摊薄EPS (Rmb)	0.26	0.70	0.84	1.00
毛利率	37.9%	42.0%	42.5%	42.8%
净资产收益率	7.7%	17.9%	18.9%	18.4%
市盈率	58	22	18	15

表：可比公司估值

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002215.SZ	诺普信	7.73	0.33	0.40	0.66	23.42	19.33	11.71
000553.SZ	安道麦A	6.37	0.26	-0.07	0.27	24.50	/	23.59
均值						23.96	19.33	17.65

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

5. 风险提示

- ◆ 产品销售不达预期
- ◆ 原材料价格波动风险
- ◆ 募投项目进展低于预期

财务报表分析和预测

资产负债表（百万）	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,016	1,071	980	1,430
应收账款及应收票据	69	91	104	128
存货	387	346	535	507
其它流动资产	58	81	81	112
流动资产合计	1,530	1,589	1,700	2,177
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	418	521	672	767
在建工程	28	164	232	191
无形资产	166	166	166	166
非流动资产合计	728	967	1,186	1,241
资产总计	2,259	2,556	2,886	3,417
短期借款	25	25	25	25
应付票据及应付账款	60	67	85	95
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	200	255	306	362
流动负债合计	285	347	417	482
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	328	328	328	328
非流动负债合计	328	328	328	328
负债总计	614	676	745	810
实收资本	435	435	435	435
归属于母公司所有者	1,479	1,692	1,925	2,359
少数股东权益	166	189	216	249
负债和所有者权益	2,259	2,556	2,886	3,417

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,648	2,066	2,505	2,983
营业成本	1,024	1,199	1,441	1,705
毛利率%	37.9%	42.0%	42.5%	42.8%
营业税金及附加	7	8	10	12
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	225	248	313	373
营业费用率%	13.7%	12.0%	12.5%	12.5%
管理费用	114	139	174	209
管理费用率%	6.9%	6.8%	7.0%	7.0%
EBIT	212	414	497	595
财务费用	-4	-5	-6	-4
财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-69	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
营业利润	149	420	505	601
营业外收支	0	-1	0	1
利润总额	149	420	505	602
EBITDA	283	475	578	690
所得税	33	94	114	135
有效所得税率%	22.4%	22.5%	22.5%	22.5%
少数股东损益	2	23	27	33
归属母公司所有者	114	303	364	434

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

财务报表分析和预测

现金流量表（百万）	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	114	303	364	434
少数股东损益	2	23	27	33
非现金支出	167	61	81	96
非经营收益	10	14	14	13
营运资金变动	-154	58	-132	38
经营活动现金流	138	459	353	613
资产	-61	-300	-299	-149
投资	-161	0	0	0
其他	-93	1	1	1
投资活动现金流	-315	-299	-298	-147
债权募资	-15	0	0	0
股权募资	37	-3	0	0
其他	-91	-102	-146	-15
融资活动现金流	-69	-105	-146	-15
现金净流量	-246	55	-91	450

注：表中计算估值指标的收盘价日期为2024年2月28日

资料来源：公司年报，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

Summary

- Company Profile: plant growth regulator leading enterprises
- The industry is in the high growth, land transfer accelerated like a tiger to add wings.
- The first-mover advantage is obvious with rich product and complete industrial chain.
- Fund-raising projects ushered in the launch of the period; the acquisition improves the product line.
- Profit Forecast and Risk

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL分师认证Analyst Certification:

我，孙小涵，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaohan Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，[请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

002215.CH目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002215.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

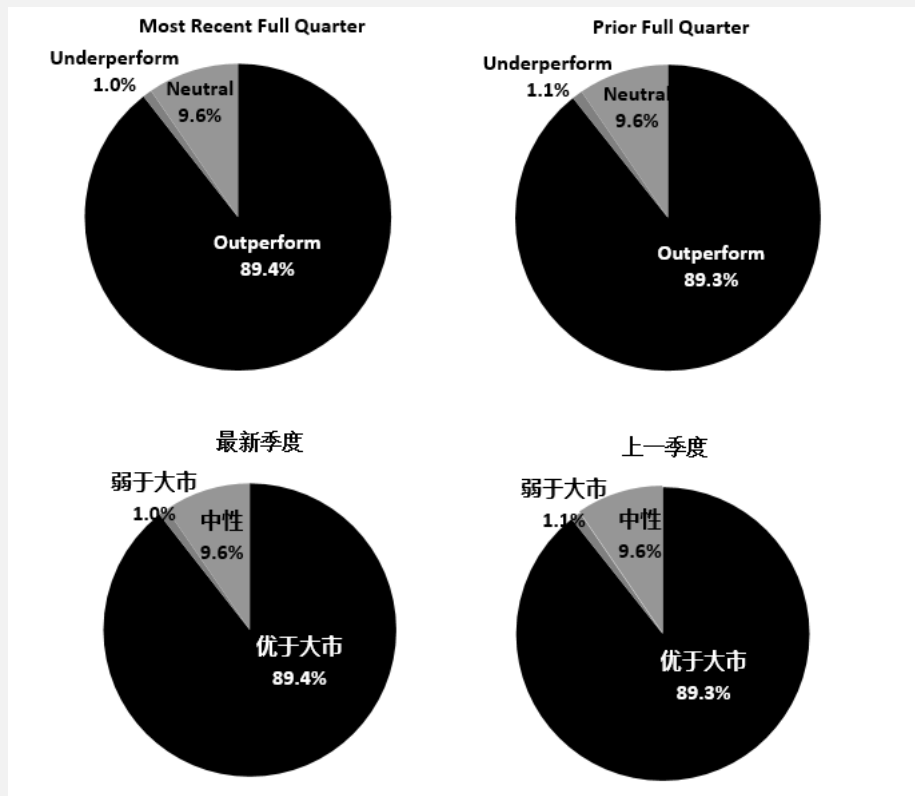
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至2023年12月31日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6 %	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至2020年9月30日）：

买入，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6 %	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数：海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第571章) 持有第4类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖BSE Limited (“BSE”) 和National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJKK编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话（212）351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过HSIPL, HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL, HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格，因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号201311400G]于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》（第110章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第289章）第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited
SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

Sichuan Guoguang Agrochemical - 002749 CH



1. 5 May 2023 OUTPERFORM at 9.64 target 12.98.
2. 10 Aug 2023 OUTPERFORM at 10.5 target 14.75.
3. 25 Jan 2024 OUTPERFORM at 13.62 target 17.64.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates