

## 大田全程方案模式有望带来新增长极

### 核心观点

- **大田全程方案推广有望为公司成长注入新动力：**植物生长调节剂（植调剂）作为除草、杀虫、杀菌三大传统农药之外的小品种农药，具有用量小、效果显著、成本低、投入产出比高且应用门槛较高的特点，是实现农业现代化的先进科技手段和“新质生产力”。公司作为国内植调剂原药及制剂登记产品最多的企业，已形成了以植调剂为核心、以农药化肥为组合的作物调控技术方案和作物全程解决方案。近年来公司加大了作物全程解决方案推广力度，针对作物生长周期实施全过程、一体化的管理解决方案，在帮助用户实现增产增收的同时增加了用户黏性。其中，公司重点加大了粮油等大田作物的全程解决方案在重点区域的推广工作，而近年来粮食安全重要性提升、粮食价格回暖、土地流转加速后专业化农业经营主体的增多等因素也为大田产品的推广带来了有利条件，有望为公司打开新的广阔增长空间。
- **公司大田全程方案增产效果显著：**根据公司官方微信公众号“国光农化”，今年6月6日在山东聊城举办的小麦全程方案山东实测验收会上，国光小麦全程方案地块相对农户自管地块亩增产254斤，增幅19.4%；今年5月31日在江苏如皋举办的小麦全程方案江苏实测验收会上，示范地较对照田块亩增产283斤，增幅29.7%。公司大田全程方案增产效果得到验证，有望为后续市场推广赋能。
- **原材料及其他成本压力缓解，利润率持续改善：**据中农立华原药价格指数，当前综合价格指数/除草剂价格指数/杀虫剂价格指数/杀菌剂价格指数相对22年初分别-62.17%/-67.32%/-56.31%/-47.04%；单质肥价格也较22年极端高位有所回调，目前处于温和且相对稳定区间，公司作为渠道型企业利润率相较过去几年已呈现持续改善趋势。24Q1公司毛利率为43.8%，同比变动+4.5pct，环比变动+1.4pct；净利率为19.5%，同比变动+1.9pct，环比变动+3.6pct。

### 盈利预测与投资建议

- 由于原材料价格下跌及业务结构变化，公司23年产品均价有所下降，我们调低未来产品均价预测但利润率改善；随着全程方案放量，收入有望维持高增速。我们预测24-26年公司归母净利润为3.82、4.77和5.64亿元（原24-25年预测为3.93和4.45亿元），按照可比公司24年19倍市盈率，给予目标价15.58元并维持买入评级。

### 风险提示

- 原材料和产品价格波动风险；市场推广进度不及预期风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,648	1,860	2,282	2,764	3,297
同比增长(%)	21.3%	12.8%	22.7%	21.1%	19.3%
营业利润(百万元)	149	371	460	574	679
同比增长(%)	-38.3%	149.9%	23.8%	24.8%	18.3%
归属母公司净利润(百万元)	114	302	382	477	564
同比增长(%)	-44.9%	165.9%	26.5%	24.7%	18.4%
每股收益(元)	0.24	0.65	0.82	1.03	1.21
毛利率(%)	37.9%	41.5%	42.8%	43.0%	43.2%
净利率(%)	6.9%	16.2%	16.8%	17.2%	17.1%
净资产收益率(%)	7.9%	18.6%	20.6%	23.4%	25.1%
市盈率	62.2	23.4	18.5	14.8	12.5
市净率	4.8	4.0	3.7	3.3	3.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年07月04日）	15.19元
目标价格	15.58元
52周最高价/最低价	19.3/9.74元
总股本/流通A股（万股）	46,490/41,916
A股市值（百万元）	7,062
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024年07月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.4	-18.86	1.57	39.25
相对表现%	0.64	-14.16	4.99	50.87
沪深300%	-0.24	-4.7	-3.42	-11.62



### 证券分析师

万里扬 021-63325888\*2504  
 wanliyang@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860519090003

### 相关报告

成本压力进一步缓解，产品序列持续扩充 2023-06-28

表 1: 可比公司估值 (截至 2024/7/4)

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
扬农化工	54.96	4.06	4.86	5.58	13.55	11.30	9.85
安道麦 A	4.49	0.08	0.20	0.30	54.96	22.24	14.83
联化科技	4.82	0.14	0.31	0.50	33.97	15.80	9.55
润丰股份	41.40	3.44	4.35	5.19	12.05	9.51	7.98
诺普信	7.27	0.58	0.68	0.78	12.64	10.70	9.37
中农立华	16.88	0.95	1.17	1.45	17.68	14.46	11.65
<b>调整后平均</b>					<b>19.46</b>	<b>13.06</b>	<b>10.11</b>

数据来源: Wind, 东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,016	1,249	1,065	1,244	1,385	营业收入	1,648	1,860	2,282	2,764	3,297
应收票据、账款及款项融资	91	83	88	102	124	营业成本	1,024	1,087	1,306	1,576	1,872
预付账款	25	22	31	35	43	销售费用	225	236	285	359	444
存货	387	353	459	533	645	管理费用	114	120	164	178	204
其他	12	160	88	127	110	研发费用	56	63	74	89	107
<b>流动资产合计</b>	<b>1,530</b>	<b>1,868</b>	<b>1,731</b>	<b>2,040</b>	<b>2,308</b>	财务费用	(4)	(15)	(3)	(9)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	96	4	1	1	2
固定资产	418	435	420	411	404	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	27	30	67	92	106	投资净收益	0	6	2	3	4
无形资产	166	169	150	132	113	其他	12	1	3	1	(3)
其他	117	154	154	154	154	<b>营业利润</b>	<b>149</b>	<b>371</b>	<b>460</b>	<b>574</b>	<b>679</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>728</b>	<b>789</b>	<b>791</b>	<b>789</b>	<b>777</b>	营业外收入	2	1	1	2	1
<b>资产总计</b>	<b>2,259</b>	<b>2,657</b>	<b>2,522</b>	<b>2,829</b>	<b>3,085</b>	营业外支出	2	1	2	2	2
短期借款	25	46	36	87	65	<b>利润总额</b>	<b>149</b>	<b>371</b>	<b>460</b>	<b>574</b>	<b>679</b>
应付票据及应付账款	60	79	86	109	126	所得税	33	51	69	86	102
其他	200	207	220	233	249	<b>净利润</b>	<b>115</b>	<b>321</b>	<b>391</b>	<b>488</b>	<b>577</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>285</b>	<b>333</b>	<b>342</b>	<b>429</b>	<b>441</b>	少数股东损益	2	19	9	11	13
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>114</b>	<b>302</b>	<b>382</b>	<b>477</b>	<b>564</b>
应付债券	289	306	0	0	0	每股收益(元)	0.24	0.65	0.82	1.03	1.21
其他	40	59	59	59	59						
<b>非流动负债合计</b>	<b>328</b>	<b>365</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>614</b>	<b>698</b>	<b>401</b>	<b>488</b>	<b>500</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	166	185	193	205	218	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	435	435	465	465	465	营业收入	21.3%	12.8%	22.7%	21.1%	19.3%
资本公积	64	76	56	56	56	营业利润	-38.3%	149.9%	23.8%	24.8%	18.3%
留存收益	912	1,196	1,339	1,548	1,779	归属于母公司净利润	-44.9%	165.9%	26.5%	24.7%	18.4%
其他	67	67	67	67	67	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,645</b>	<b>1,959</b>	<b>2,121</b>	<b>2,341</b>	<b>2,585</b>	毛利率	37.9%	41.5%	42.8%	43.0%	43.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,259</b>	<b>2,657</b>	<b>2,522</b>	<b>2,829</b>	<b>3,085</b>	净利率	6.9%	16.2%	16.8%	17.2%	17.1%
						ROE	7.9%	18.6%	20.6%	23.4%	25.1%
						ROIC	6.1%	14.4%	17.4%	20.9%	22.4%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	27.2%	26.3%	15.9%	17.2%	16.2%
净利润	115	321	391	488	577	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	56	62	64	67	72	流动比率	5.37	5.61	5.07	4.76	5.24
财务费用	(4)	(15)	(3)	(9)	(10)	速动比率	3.99	4.53	3.70	3.50	3.75
投资损失	(0)	(6)	(2)	(3)	(4)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(132)	(82)	(27)	(97)	(94)	应收账款周转率	46.4	54.7	59.0	57.7	57.8
其它	103	119	1	1	2	存货周转率	3.1	2.9	3.2	3.1	3.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>138</b>	<b>399</b>	<b>423</b>	<b>447</b>	<b>543</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
资本支出	(256)	(73)	(65)	(65)	(60)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.24	0.65	0.82	1.03	1.21
其他	(59)	(65)	2	3	4	每股经营现金流	0.32	0.92	0.91	0.96	1.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>(315)</b>	<b>(138)</b>	<b>(63)</b>	<b>(62)</b>	<b>(56)</b>	每股净资产	3.18	3.82	4.15	4.60	5.09
债权融资	21	21	(308)	1	(0)	<b>估值比率</b>					
股权融资	39	11	10	0	0	市盈率	62.2	23.4	18.5	14.8	12.5
其他	(129)	(52)	(247)	(207)	(345)	市净率	4.8	4.0	3.7	3.3	3.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(69)</b>	<b>(20)</b>	<b>(545)</b>	<b>(206)</b>	<b>(346)</b>	EV/EBITDA	30.5	14.6	11.8	9.7	8.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	42.3	17.2	13.4	10.8	9.2
<b>现金净增加额</b>	<b>(246)</b>	<b>241</b>	<b>(184)</b>	<b>179</b>	<b>141</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有国光股份(002749) 股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。