

国光股份（002749.SZ）

优于大市

植物生长调节剂行业龙头，作物全程方案发展空间广阔

核心观点

公司经营稳健，重视股东回报。自上市以来国光股份保持了稳健经营，ROE持续提升，2015–2023 年，公司的归母净利润从 1.34 亿元增长至 3.02 亿元，CAGR 为 10.69%；2024 年前三季度，公司实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 21.18%；2023 年公司的 ROE 已提升至 17.02%。国光股份实施连续、稳定的股利分配政策，2015 至 2023 年公司的股利支付率均值 69.51%，2023 年分红比例达 79.87%，对应股息率达 4.59%，2024 年前三季度公司累计现金分红 2.81 亿元，股利支付率 104.06%，折算前三季度股息率约 4.30%。

公司是国内植物生长调节剂行业龙头企业。国光股份在植物生长调节剂行业拥有 30 余年的生产经营历史，目前公司拥有调节剂登记证超 130 个，全国占比约 8%，是国内调节剂登记证和品种最多、销售额最大的企业，在农药“一证一品”政策推动下行业头部地位稳固。调节剂的药性较为复杂，登记时间周期较长，一般调节剂原药、制剂的登记周期分别在在四年、三年以上，且登记花费较高，因此行业准入壁垒较高。公司调节剂业务毛利率较高，且率先走出全球农化去库周期实现利润率修复，2024 年上半年公司农药业务的毛利率已修复至 49.92%。目前公司拥有农药原药产能 1.45 万吨/年，在建产能 1.5 万吨/年；农药制剂产能 8.89 万吨/年，在建产能 2.2 万吨/年，同时近些年来相继并购了重庆依尔双丰、山西浩之大、鹤壁全丰，通过内生式发展与外延式并购并举，公司持续扩大自身在调节剂行业领先地位。

推出以调节剂为核心的作物全程解决方案，发展空间广阔。国光股份于 2023 年开始在大田作物上推广作物全程解决方案，区别于其他农药企业，国光方案以植物生长调节剂和水溶肥为核心，其他企业难以快速复制，在 2024 年的推广过程中国光方案被证实对作物增产有着积极作用，公司 2024 年全程方案推广规模目标 100 万亩，长期市场空间广阔。在国内土地流转工作稳步推进的背景下，公司正加大员工招聘力度，全程方案推广工作有望加速开展，进而带动公司主营产品销量及利润规模提升。

盈利预测与估值：我们预计 2024–2026 年公司归母净利润为 3.65/4.30/5.01 亿元，摊薄 EPS 为 0.84/0.99/1.15 元，当前股价对应 PE 为 16.6/14.1/12.1x。综合绝对及相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 15.96–17.64 元之间，2024 年 EPS 对应动态市盈率为 19–21X，相对于公司目前股价（14.25 元）有 12%–23.79%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险；生产许可证和产品登记证重续的风险；农药产品因使用不当被公众误解的风险；主要原材料价格波动风险等。

公司研究 · 深度报告

基础化工 · 农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	15.96 – 17.64 元
收盘价	14.25 元
总市值/流通市值	6673/6023 百万元
52 周最高价/最低价	19.30/11.05 元
近 3 个月日均成交额	68.94 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,648	1,860	2,074	2,274	2,463
(+/-%)	21.3%	12.8%	11.5%	9.7%	8.3%
归母净利润(百万元)	114	302	365	430	501
(+/-%)	-44.9%	165.9%	21.0%	17.8%	16.5%
每股收益(元)	0.26	0.69	0.84	0.99	1.15
EBIT Margin	13.4%	18.6%	21.0%	22.5%	24.2%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	17.0%	19.4%	21.4%	23.2%
市盈率 (PE)	53.4	20.0	16.6	14.1	12.1
EV/EBITDA	23.7	16.4	13.9	12.0	10.4
市净率 (PB)	4.10	3.41	3.21	3.01	2.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

内容目录

公司概况	6
公司是以植物生长调节剂为拳头产品的家族企业	6
公司生产经营稳健，积极提升股东回报	8
公司是国内植物生长调节剂行业龙头企业	12
植物生长调节剂简介	12
国光股份是我国植物生长调节剂行业龙头	16
公司率先走出全球农化去库周期，实现利润修复	18
内生式发展与外延式并购并举，不断补齐原药产能短板	20
以调节剂为核心的作物全程解决方案具有广阔的推广空间	22
国光作物全程解决方案简介	22
肥料产能持续提升，助力作物全程解决方案推广	26
政策鼓励+公司发力，作物全程解决方案有望加速发展	28
同业比较	31
盈利预测	34
假设前提	34
估值与投资建议	36
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级	39
风险提示	40
附表：财务预测与估值	42

图表目录

图 1: 国光股份发展历程	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 12 月底)	7
图 3: 2020-2023 年国光股份 ROE 与 ROIC	9
图 4: 2015-2023 年国光股份股利支付率与股息率	9
图 5: 2015-2024Q3 国光股份营业收入	9
图 6: 2015-2024Q3 国光股份归母净利润	9
图 7: 2015-2024Q3 国光股份毛利率与净利率	10
图 8: 2015-2023 年国光股份期间费用率	10
图 9: 2015-2023 年国光股份营收构成	10
图 10: 2023 年国光股份毛利构成	10
图 11: 2020-2023 年国光股份农药业务营收构成	11
图 12: 2015-2023 年国光股份主营业务毛利率	11
图 13: 2015-2024Q3 国光股份资产负债率	11
图 14: 2015-2024Q3 国光股份现金流情况	11
图 15: 2015-2024Q3 国光股份资本开支	11
图 16: 2015-2023 年国光股份净现比	11
图 17: 农药产业链	12
图 18: 植物生长调节剂主要作用示意图	13
图 19: 中国登记数量前十的植物生长调节剂	13
图 20: 全球农药行业市场规模	14
图 21: 中国农药登记类别 (截至 2024 年 9 月)	14
图 22: 中国植物生长调节剂行业市场规模	14
图 23: 全球植物生长调节剂行业市场规模	14
图 24: 全球植物生长调节剂人均使用量	15
图 25: 全球植物生长调节剂单位面积使用量	15
图 26: 中国植物生长调节剂农药登记数量及占比	16
图 27: 中国农药登记类别	16
图 28: 中国植物生长调节剂农药登记品种分布	16
图 29: 中国植物生长调节剂农药登记数量前十企业	16
图 30: 国内农药企业产品登记流程	17
图 31: 国光股份植物生长调节剂登记证数量	18
图 32: 国光股份农药制剂销售额及国内排名	18
图 33: 国光股份农药登记证类别 (按成分)	18
图 34: 国光股份农药登记证类别 (按原药、制剂)	18
图 35: 中农立华原药价格指数与多效唑市场价格走势	19
图 36: 中国农药月度出口数量 (HS 编码 3808)	19
图 37: 国光股份与可比公司期末存货/营业收入	19

图 38: 国光股份农药业务毛利率	19
图 39: 国光股份农药原药产能及产量	20
图 40: 国光股份农药制剂产能及产量	20
图 41: 国光股份植物生长调节剂登记证持有单位分布	21
图 42: 鹤壁全丰营业收入及净利润	21
图 43: 国光小麦全程方案与对照组效果对比	24
图 44: 国光玉米全程方案与对照组效果对比	24
图 45: 2023 年中国各类作物农药市场规模占比	25
图 46: 2023 年中国水果农药市场规模占比	25
图 47: 2023 年中国蔬菜农药市场规模占比	25
图 48: 2023 年中国各省份农药市场规模占比	25
图 49: 国光股份全国物流仓库分布	26
图 50: 国光股份分地区营收构成	26
图 51: 国光股份肥料业务营业收入和毛利率	27
图 52: 国光股份肥料业务营业销量和销售单价	27
图 53: 中国粮食表观消费量	28
图 54: 中国人均粮食/蔬菜/水果产量	28
图 55: 主要粮食现货价格	29
图 56: 全国农户家庭承包耕地流转面积	29
图 57: 国光股份销售费用	30
图 58: 国光股份销售费用构成	30
图 59: 国光股份员工人数及构成	30
图 60: 国光股份员工人均创收/创利/薪酬	30
图 61: 国光股份与可比公司毛利率对比	31
图 62: 国光股份与可比公司净利率对比	31
图 63: 国光股份与可比公司 ROE 对比	31
图 64: 国光股份与可比公司期间费用率对比	31
图 65: 国光股份与可比公司销售费用率对比	32
图 66: 国光股份与可比公司研发费用率对比	32
图 67: 国光股份与可比公司资产负债率对比	32
图 68: 国光股份与可比公司净现比对比	32
图 69: 国光股份与可比公司股利支付率对比	33
图 70: 国光股份与可比公司股息率对比	33

表1：公司上市来三次股权激励一览	7
表2：公司部分管理层人员简历	8
表3：植物生长调节剂主要类型及分类	13
表4：2022 年全球植物生长调节剂前十大使用国使用数据	15
表5：国光股份主要子公司农药生产线简介	21
表6：国光股份部分作物全程方案简介	22
表7：国光水稻全程方案与其他农药企业水稻方案对比	23
表8：国光作物全程方案增产效果	23
表9：水溶肥的特点	26
表10：国光股份主要肥料简介	27
表11：国光股份盈利拆分（单位：万元）	35
表12：公司盈利预测假设条件	36
表13：资本成本假设	37
表14：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	37
表15：同类公司估值比较	38

公司概况

公司是以植物生长调节剂为拳头产品的家族企业

公司发展历程：四川国光农化股份有限公司是一家专业从事植物生长调节剂和高效水溶性肥料的研发、生产和销售的国家农药定点生产企业。公司发展历程可概括为初创期、成长期、成熟期、第二成长曲线期。

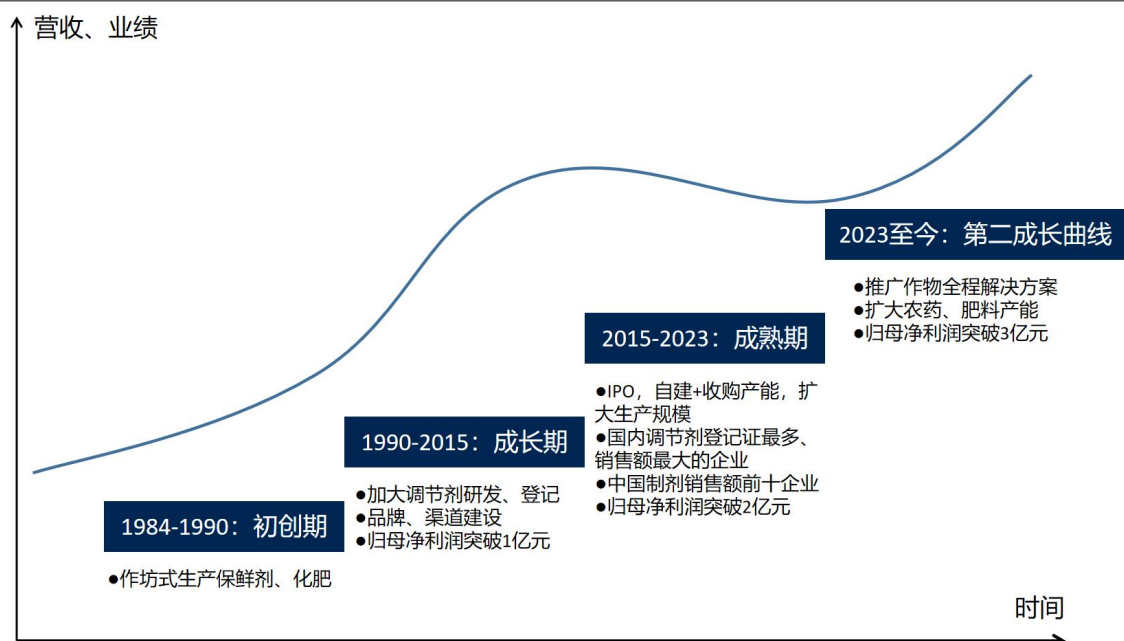
1984-1990 年，初创期：国光股份前身为简阳县国光保鲜剂厂，1984 年由颜昌绪及其家族成员共同出资成立，彼时主要从事国光牌 SE-02 防腐保鲜剂生产。

1990-2015 年，成长期：1990 年，国光股份进入植物生长调节剂领域，开始生产植物生长调节剂制剂，是国内较早进入调节剂行业的企业。2000 年，公司确立了以植物生长调节剂、杀菌剂和化肥生产、销售为主的主营业务，进一步拓展水溶性肥料业务。2005 年以来，国光股份加大对植物生长调节剂和水溶性肥料的研发投入，不断推出新产品，奠定了在细分行业内领先地位。2011-2015 年期间，公司每年的归母净利润均达到 1 亿元以上。

2015-2023 年，成熟期：2015 年，公司成功在深交所上市，IPO 募投项目主要为新建植物生长调节剂原药及制剂、水溶肥生产线项目。2019-2022 年，公司先后收购重庆依尔双丰、山西浩之大、鹤壁全丰，并成立国光园林、伊尔全丰等子公司，一方面不断扩展原药品种及产能，一方面持续加大在制剂端品牌、渠道和应用场景布局。2018 年，公司的归母净利润首次突破 2 亿元。目前，国光股份是国内植物生长调节剂登记证和品种最多、销售额最大的农药企业。

2023 年至今，开启第二成长曲线：2023 年以来，公司开始在大田作物上大力推广以植物生长调节剂为核心成分的作物全程解决方案，打造第二成长曲线。2023 年，公司的归母净利润首次突破 3 亿元。

图1：国光股份发展历程

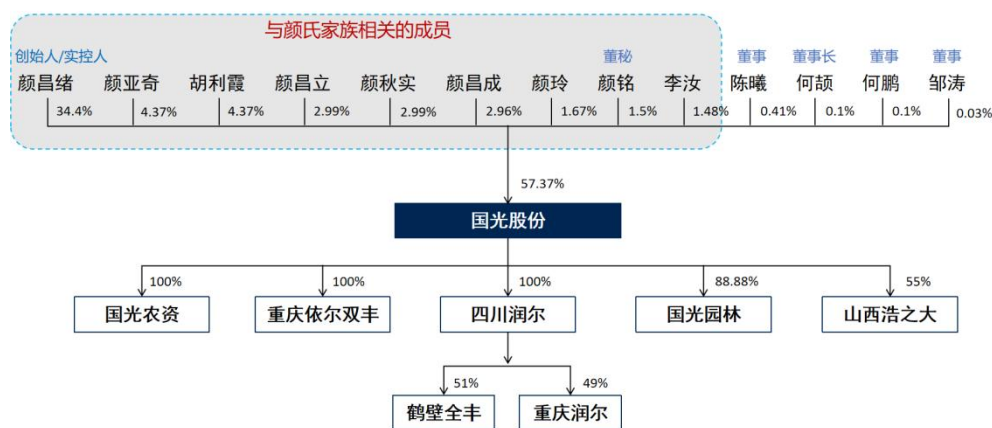


资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

公司是颜氏家族控股的家族企业。公司控股股东、实际控制人颜昌绪先生及其亲属持有公司股份较多，持股比例较为集中。颜昌绪先生持股比例为 34.4%，前十大股东多为其亲属或相关人员，颜亚奇是颜昌绪的儿子，胡利霞是颜亚奇的前妻，颜秋实、颜昌成、颜昌立是颜昌绪的兄弟，李汝是颜昌绪妹妹的子女，颜铭是颜昌立的子女，颜玲是颜昌成的子女，以上 9 人合计持股比例达 56.73%。另据 Wind 股权穿透，除国光股份外，颜氏家族暂无控股其他经营规模较大的业务主体。

何颀、何鹏、邹涛、陈曦四位公司高管先后于 1996-2005 年期间加入国光股份，通过股权激励等途径持有部分公司股权。

图2：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月底）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司积极进行股权激励，彰显长期发展信心。为进一步增强高级管理人员及核心技术（业务）人员的凝聚力，自上市以来，国光股份分别于 2018 年、2021 年、2024 年三次实施了股权激励，累计授予达 678 人/次。股权激励的实施有效稳定了公司的管理团队，激发了关键管理人员及核心技术人员的工作热情和动力，进一步激活和挖掘企业自身的正向内驱力。

表1：公司上市来三次股权激励一览

	限制性股票 数量（万股）	占当时总股 本比例	激励对象 数量	业绩考核目标
2024 年限制性股票激励计划	758.70	1.74%	344 人	以 2023 年营业收入为基数计算，2024/2025/2026 年营业收入增长率不低于 20%/44%/72%
2021 年限制性股票激励	548.37	1.27%	208 人	以 2020 年营业收入为基数计算，2021/2022/2023 年营业收入增长率不低于 17%/37%/60%
2018 年限制性股票激励	238.38	1.87%	126 人	以 2017 年营业收入为基数计算，2018/2019/2020 年营业收入增长率不低于 20%/45%/75%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

创始人颜昌绪先生技术背景出身，重视植物生长调节剂研发。颜昌绪先生出生于 1948 年，大学毕业后成为一名物理教师，任教期间研发出了当时农民急需的“保鲜剂”，1984 年，颜昌绪先生辞去教师职务，正式创办国光股份前身国光保鲜剂厂，1991 年其研究成果“国光牌 SE-02 保鲜剂”被列为国家级重点科技成果，由国家科委、农业部立项，并发文向全国推荐使用，同时颜昌绪先生被评定为高级工程师、优秀企业家和科技带头人。在颜昌绪先生的带领下，国光专注于植物生长调节剂的开发及应用技术的研究，率先在中国研发与生产了“矮丰”、“矮壮

素”、“催红素”等植物生长调节剂，这为国光定位做植物生长调节剂奠定了基础。颜昌绪先生历任简阳县国光保鲜剂厂厂长，四川国光实业公司董事长、总经理，四川国光农化有限公司董事长、总经理，于 2021 年 12 月不再担任公司职务。

公司管理团队行业经验丰富。公司董事长及总裁何颀先生于 2023 年 12 月就职，不过早在 2002 年何颀先生就已在公司任职，历任公司业务员、省区经理、营销经理、人力资源部经理、董事会秘书等职位，对公司业务了解全面。此外，公司多名核心高管在公司任职超过 20 年。国光股份秉持“助种植者和员工实现愿望”的企业使命，在长期生产经营过程中造就了一支高素质、经验丰富的管理、研发、生产及技术服务和营销团队，同时适时开展股权激励计划，为公司的持续发展提供了强有力的人才保障。公司拥有一支具有丰富行业经验的管理团队，深谙行业发展特点和趋势，能敏锐把握行业、产品的技术发展方向，并根据市场情况不断拓展产品线，为公司持续发展提供了强有力的保障。

表2: 公司部分管理层人员简历

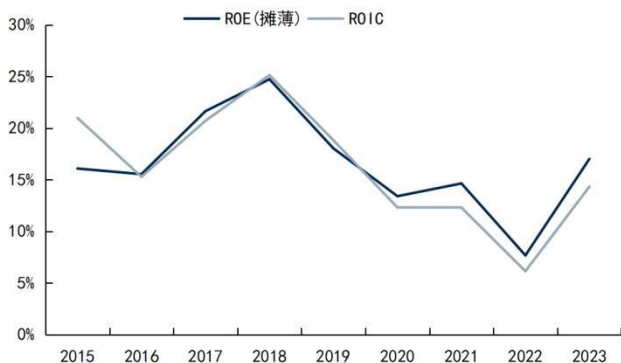
姓名	职务	简介
何颀	董事长、总裁、董事	1979 年 11 月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士。 2002 年入职公司 ，历任四川国光农化有限公司业务员、省区经理、营销经理、人力资源部经理、总经办主任、董事、董事会秘书、副总经理（副总裁）。现任公司董事长、总裁，兼任子公司四川国光园林科技股份有限公司董事长、子公司山西浩之大生物科技有限公司董事长，并任四川依贝智能装备有限公司执行董事、成都松尔企业管理咨询合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。
何鹏	副总裁、董事	1973 年 12 月生，中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，硕士学位，高级工程师，高级注册安全工程师，国家清洁生产审核师。 1996 年入职公司 ，历任质检科分析员、技术科主任、质管部部长、质量技术主管、生产副厂长、生产技术厂长、管理者代表、技术中心副主任、副总经理、董事。现任公司董事、副总裁、党委书记，兼任子公司润尔科技执行董事、总经理、技术中心主任。
陈曦	董事	1981 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。 2005 年入职公司 ，历任采购员、采购部主任、采购部部长、PLM 项目组组长、研发部部长。现任公司董事、技术中心主任、研发部部长，分管公司作物调控技术研究院、研发部、质管部等部门，负责新产品开发、技术改造、应用研发、生产技术支持等工作。
邹涛	副总裁、董事	1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。本科学历，农艺师，高级庄稼医生。 2001 年入职公司 ，历任园林、农化销售经理、产品设计室主任、作物技术部部长、产品部部长、监事会主席。现任公司董事、副总裁、国光农资总经理。
刘刚	监事会主席	1975 年出生，大专学历。 1996 年入职公司 ，历任田间试验组技术员、研发部广告制作室技术员、作物技术部技术经理、公司监事。现任公司监事会主席、子公司四川国光园林科技股份有限公司副总经理。
吴攀道	副总裁	1970 年出生，本科学历。1990 年至 1995 年担任四川省简阳化肥厂化验室负责人； 1995 年入职公司 ，历任质管部主管、研发部主管、总经理助理、监事。现任公司副总裁，负责公共关系、知识产权、法律事务，分管公共法务知识产权部，兼公共法务知识产权部部长。
杨磊	财务总监	1983 年 4 月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士，具有高级会计师、注册会计师、法律职业资格、注册税务师等专业资质。2008 年 7 月-2017 年 12 月，先后在川渝中烟工业有限责任公司、四川中烟工业有限责任公司从事财务管理工作。2018 年 1 月入职本公司，任财务部部长。现任公司财务总监，兼任子公司重庆依尔双丰科技有限公司董事、财务总监，子公司山西浩之大生物科技有限公司董事、财务总监，子公司四川国光园林科技股份有限公司董事。
颜铭	董事会秘书	1987 年 8 月生，中国国籍，无境外永久居留权，在职硕士研究生。2010 年入职本公司，现任公司董事会秘书，兼任子公司重庆依尔双丰科技有限公司董事长，子公司成都市国光现代农业职业技能培训学校有限公司董事长、总经理，子公司四川国光园林科技股份有限公司监事，二级子公司重庆润尔科技有限公司执行董事兼总经理。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司生产经营稳健，积极提升股东回报

公司重视股东回报，股息率较高。除 2022 年外，公司的净资产收益率 ROE 均维持在 10%以上，2023 年公司的 ROE（摊薄）已提升至 17.02%，显示出公司较好的盈利能力和资本运用效率。在保持较高水平 ROE 的同时，自上市以来国光股份实施了连续、稳定的股利分配政策，积极回报股东，2015 至 2023 年公司的股利支付率均值 69.51%，中值 56.19%，2023 年股利支付率达 79.87%，对应股息率达 4.59%。据公司公告《未来三年（2024-2026 年）股东回报规划》，公司以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 30%，在此基础上公司可适当增加利润分配比例及次数，保证分红回报的持续、稳定。根据公司 2024 年前三季度利润分配方案，预计公司 2024 年前三季度累计现金分红 2.81 亿元，股利支付率达 104.06%，折算 2024 年前三季度股息率约 4.30%。

图3: 2020-2023 年国光股份 ROE 与 ROIC



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

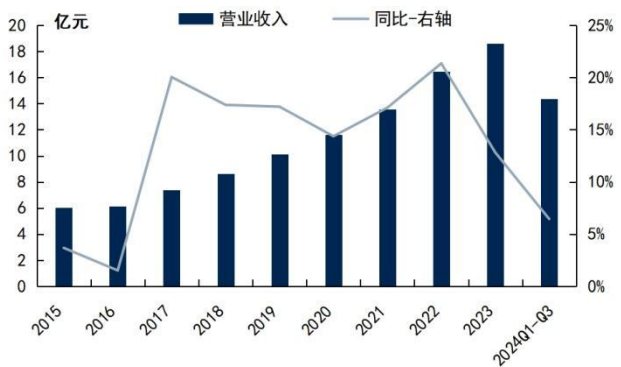
图4: 2015-2023 年国光股份股利支付率与股息率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

营业收入稳健增长，归母净利润实现大幅改善。自2015年上市以来，国光股份的经营规模持续提升，2015-2023年，公司的营业收入从6.05亿元增长至18.6亿元，CAGR为15.07%；归母净利润从1.34亿元增长至3.02亿元，CAGR为10.69%。2022年，公司实现归母净利润1.14亿元，同比下降44.90%，一是因为公司对恒大集团及其关联方的应收账款、应收票据和其他应收款（已逾期的恒大理财产品）等债权类资产共计提了坏账准备5417万元，二是因为公司对鹤壁全丰计提了商誉减值6687万元；2022年公司的经营性现金流净额1.38亿元，生产经营正常开展。2023年公司实现归母净利润3.02亿元，同比增长165.89%，较2021年增长46.60%，2024年前三季度，公司实现归母净利润2.7亿元，同比增长21.18%。

图5: 2015-2024Q3 国光股份营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 2015-2024Q3 国光股份归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

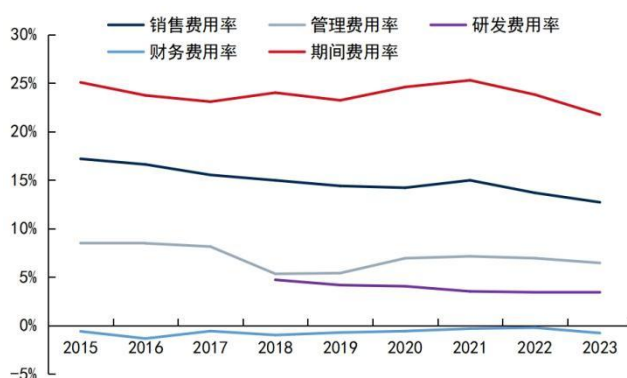
毛利率触底回升，期间费用率不断改善。国光股份的产品以农药制剂为主，需外采部分农药原药，因此其盈利水平受到原药价格波动的影响。2022年正值全球农化行业的补库周期，绝大多数原药价格大幅上涨，公司的毛利率和净利率分别下滑至37.87%、6.99%，均为上市以来的最低值。2023年以来全球农化行业进入去库存周期，原药价格下降使得公司盈利水平大幅改善，2024年前三季度，公司的毛利率和净利率分别为45.59%、19.86%，已恢复至2019年的水平，期间费用率方面，上市以来公司的期间费用率从2015年的25.05%下降至2023年的21.73%，降幅3.33 pcts，其中销售费用率降幅4.48 pcts。公司是全国前十农药制剂销售企业，凭借过硬的产品质量品牌影响力持续提升，助力公司销售费用率持续降低。

图7：2015-2024Q3 国光股份毛利率与净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：2015-2023 年国光股份期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

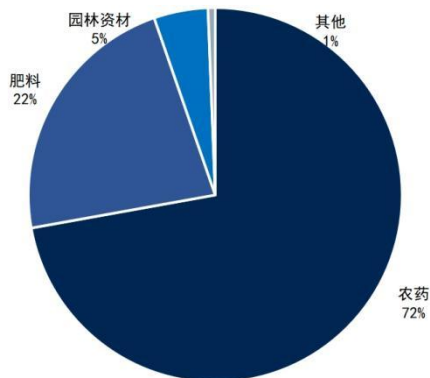
以植物生长调节剂为核心的农药业务是公司的核心业务。自 2015 年上市以来，国光股份的营收增长主要来自农药业务，2015 至 2023 年，国光股份农药业务的营收增幅 246.25%，远高于第二大主营业务肥料的 106.23%，农药业务营收占比也从 60.63%提升至 68.29%；从公司的毛利构成看，2023 年农药业务贡献了国光股份 72.18%的毛利润。国光股份的农药业务可进一步拆分成植物生长调节剂、杀菌剂和其他农药，2020 至 2023 年，公司的植物生长调节剂营业收入从 4.26 亿元提升至 7.91 亿元，增长 85.52%，在农药业务中的营收占比也从 52.68%提升至 62.25%；而从公司主要业务的毛利率水平分析，植物生长调节剂的毛利率高于农药业务整体的毛利率，也高于公司整体的毛利率。因此，以植物生长调节剂为核心的农药业务是公司的核心业务。

图9：2015-2023 年国光股份营收构成



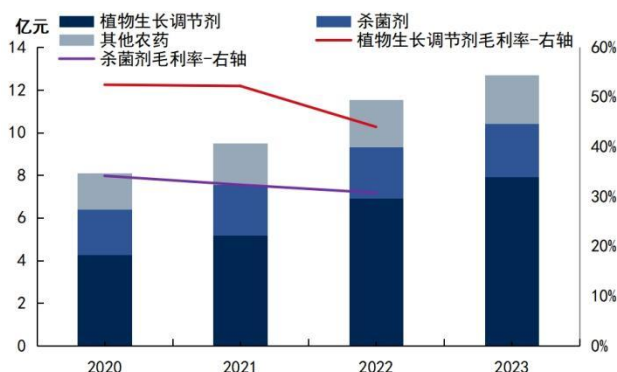
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2023 年国光股份毛利构成



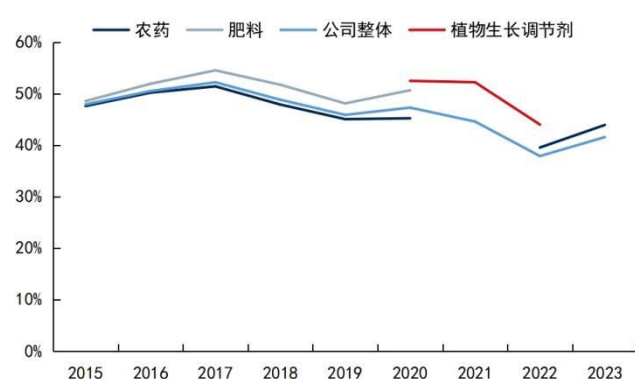
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 2020-2023 年国光股份农药业务营收构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

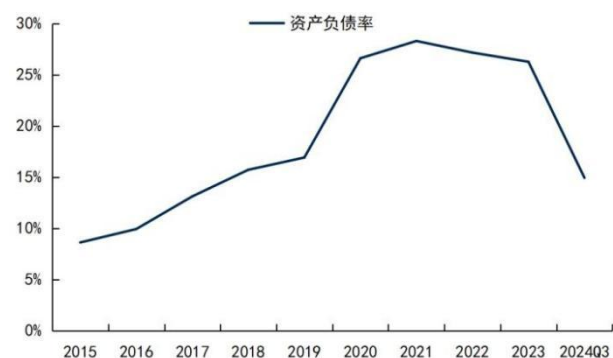
图12: 2015-2023 年国光股份主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

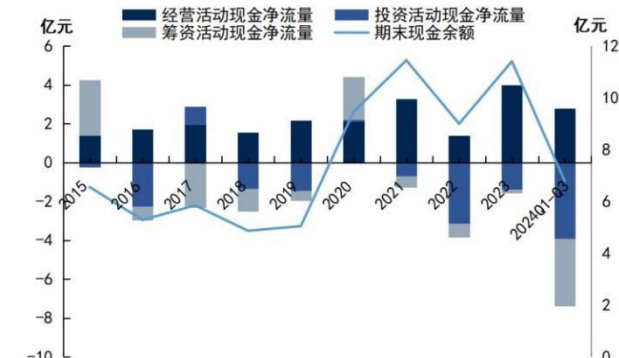
公司资产负债率低, 现金流质量高。2015 至 2021 年, 国光股份的资产负债率从 8.62% 提升至 28.30%, 截至 2024 年三季度末已降至 14.94%, 多年来均维持在较低水平。2015 至 2023 年, 国光股份的经营活动现金净流量均为正值, 且净现比 (经营性现金净流量/净利润) 多年均在 1 以上, 表明公司主营业务有着较强的盈利能力; 截至 2024 年三季度末, 公司在手现金 (货币资金+交易性金融资产) 达 12.72 亿元。整体来看, 公司的在手现金充裕, 现金流质量较高。

图13: 2015-2024Q3 国光股份资产负债率



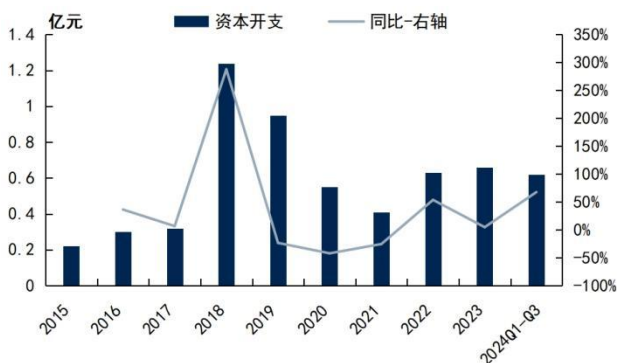
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 2015-2024Q3 国光股份现金流情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 2015-2024Q3 国光股份资本开支



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 2015-2023 年国光股份净现比



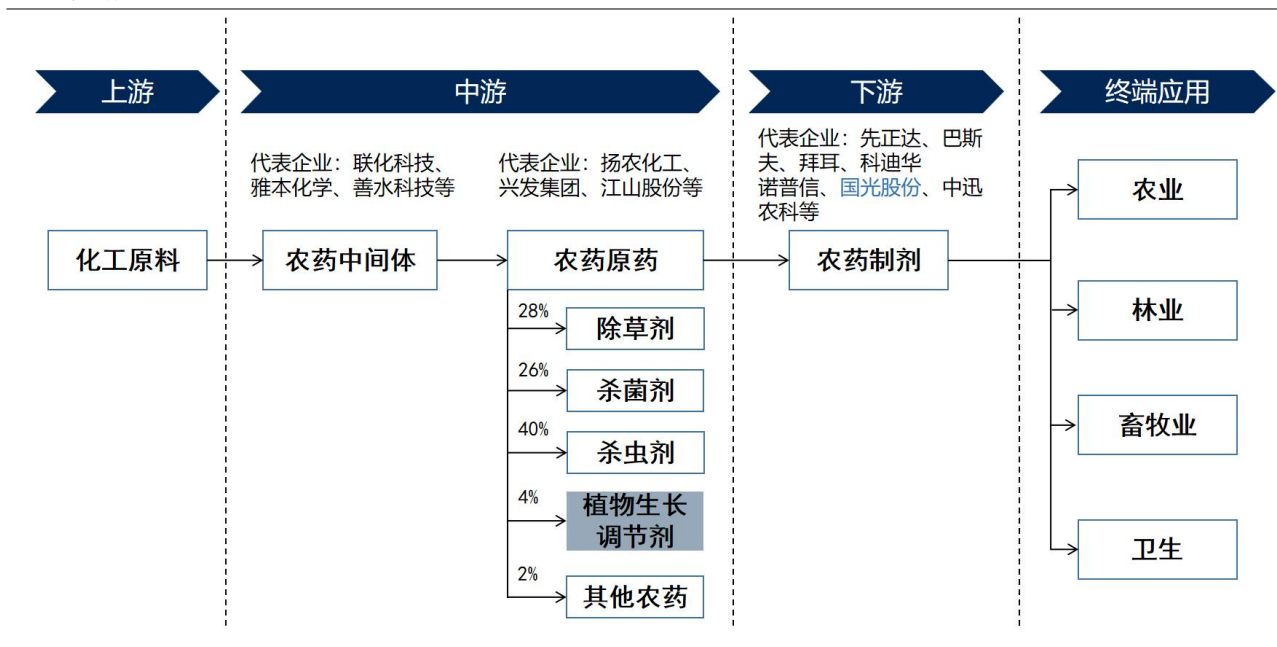
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司是国内植物生长调节剂行业龙头企业

植物生长调节剂简介

植物生长调节剂对作物生长起调控作用，有助于农业生产增产增效。植物生长调节剂是农药的一种细分品类，是由人工合成或从微生物中提取的，具有与植物内源激素相同或相似功能的一类物质，其能够对作物的生长发育起到与内源激素相同的调节、控制、指挥、诱导作用。植物生长调节剂产品作为一种外源的非营养性化学物质，仅靠很低的浓度就能促进或抑制植物生命过程的某些环节，其作为农药的一个重要组成部分，科学、合理的使用已被证明有利于改善农产品品质，促进农业增产、农民增收。我国的植物生长调节剂主要应用于果蔬领域等经济作物中，其次是棉花、粮食等大田作物。据中国农药信息网数据，截至 2024 年 9 月我国登记在册的植物生长调节剂产品占全部登记农药产品总数的 3.55%。

图17：农药产业链



资料来源：公司公告、先正达招股书、中国农药信息网，国信证券经济研究所整理
注：农药原药中比例数据指中国农药登记证数量占比，不代表市场份额，仅供参考

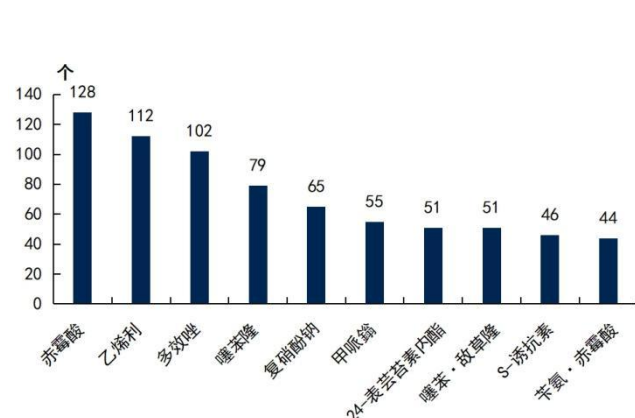
植物生长调节剂种类繁多，赤霉酸、乙烯利、多效唑登记数量较多。据中国农药信息网，截至 2024 年 9 月，在我国登记注册并在有效期内的植物生长调节剂有 204 种，产品数量有 1687 个，其中含赤霉酸、乙烯利、多效唑的产品登记数量超 100 个，是登记数量前三的植物生长调节剂。目前植物生长调节剂主要有 5 种分类方法：根据植物激素种类分类、根据生理功能分类、根据实际应用效果分类、根据合成前体分类、根据来源分类。

图18: 植物生长调节剂主要作用示意图



资料来源：公司公开发行可转换公司债券募集说明书，国信证券经济研究所整理

图19: 中国登记数量前十的植物生长调节剂



资料来源：中国农药信息网，国信证券经济研究所整理注：截至 2024 年 9 月

表3: 植物生长调节剂主要类型及分类

分类方法	主要类型	作用效果	代表药品
根据植物激素种类分类	生长素类	调节茎的生长速率、抑制侧芽、促进生根等作用，在农业上用以促进插枝生根。	吲哚乙酸、吲哚丁酸、萘乙酸等
	赤霉素类	促进茎的伸长和诱导长日植物在短日条件下抽薹开花等。	赤霉素
	细胞分裂素类	促进细胞分裂、诱导芽的形成并促进其生长。	激动素、6-苄氨基嘌呤等
	脱落酸	引起芽休眠、叶子脱落和抑制细胞生长等生理作用的植物激素。	脱落酸
	乙烯	促进果实成熟，刺激伤流，调节部分植物性别转化等。	乙烯利
根据生理功能分类	油菜素内酯类	促进植物细胞的分裂和伸长，调节植物的营养分配和代谢过程，提高植物的抗逆性等。	油菜素内酯
	生长促进剂	促进细胞分裂、分化和伸长生长，或促进植物营养器官的生长和生殖器官的发育。	生长素类、赤霉素类、细胞分裂素类、油菜素内酯类、乙烯类等
	生长抑制剂	阻碍或延缓整个植物或植物的某个特定器官生长。	马来酰肼、三碘苯甲酸、整形素、脱落酸等
	生长延缓剂		三唑类化合物(如多效唑、烯效唑)、啉啉醇、丁酰肼(比久)、季铵类化合物(如矮壮素、甲哌隆等)
根据实际应用效果分类	矮化剂	使植物矮化健壮，控制株型。	矮壮素、多效唑、烯效唑、甲哌隆等
	生根剂	在植物体内维持植物的顶端优势，诱导同化产物向果实运输，促进植物生根等。	吲哚乙酸、萘乙酸、丁酰肼、脱落酸等
	保鲜剂	保持食品和鲜花的新鲜度、风味以及营养成分。	6-苄氨基嘌呤、2, 4-D, 1-甲基环丙烯等
	抗旱剂	使作物缩小气孔开张度、抑制蒸腾、增加叶绿素含量、提高根系活力、减缓土壤水分消耗等功能和作用，增强作物的抗旱能力。	脱落酸、黄腐酸、水杨酸等
	催熟剂	加快果实的成熟，或缩短成熟的时间。	乙烯利、增甘磷
	脱叶剂	脱叶、脱水，催熟、吐絮和防止叶片二次生长的作用，为机械收获提供便利。	脱叶磷、乙烯利、脱叶脲
	疏花疏果剂	优化营养分配、提高果实品质、减轻植物负担等。	二硝基甲酚、萘乙酸、萘乙酰胺、乙烯利
	增糖剂	调节植物的呼吸和光合作用，有利于碳水化合物合成和干物质的积累。	增甘磷
根据合成前体分类	氨基酸类		生长素类、乙烯、赤霉素类
	多肽类		结瘤素、系统素

	酯类	油菜素内酯
	异戊烯类	赤霉素类、脱落酸、细胞分裂素
根据来源	天然或生物源调节剂	赤霉素、玉米素、脱落酸
分类	化学合成调节剂	油菜素内酯、多效唑、矮壮素、甲哌嗡、独脚金内酯类似物

资料来源：高红顺, 谷博颖. 植物生长调节剂在作物中的应用现状及发展前景[J]. 科技创新与应用, 2024, 14 (05) :176-180, 国信证券经济研究所整理

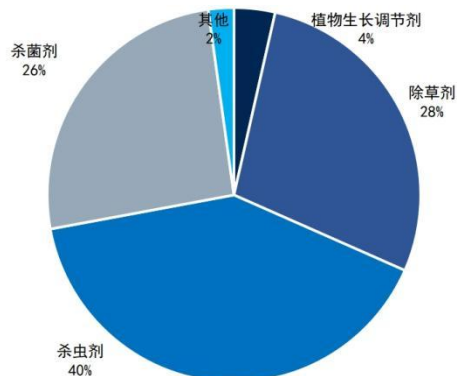
植物生长调节剂行业规模较小但增速较快。植物生长调节剂的行业规模相比除草剂、杀虫剂等传统农药较小, 据 Phillips McDougall 及 S&P Global Commodity Insights 数据, 全球的作物农药行业市场规模从 2012 年的 495.49 亿美元增长至 2022 年的 692.56 亿美元, CAGR 为 3.41%; 而同期中国的植物生长调节剂行业市场规模从 39.68 亿元增长至 82.5 亿元, CAGR 为 7.59%。另据 Meticulous Research 数据, 其预测 2024 年至 2031 年期间全球植物生长调节剂行业市场规模的 CAGR 为 9.0%。根据以上数据可以看出, 全球及中国的植物生长调节剂行业规模增速高于作物农药行业整体的增速, 这主要是因为种植技术的提升, 以及人们关于植物生长调节剂对作物的增产增效作用的认识不断深入而加大使用。

图20: 全球农药行业市场规模



资料来源：Phillips McDougall, S&P Global Commodity Insights, 国信证券经济研究所整理

图21: 中国农药登记类别（截至 2024 年 9 月）



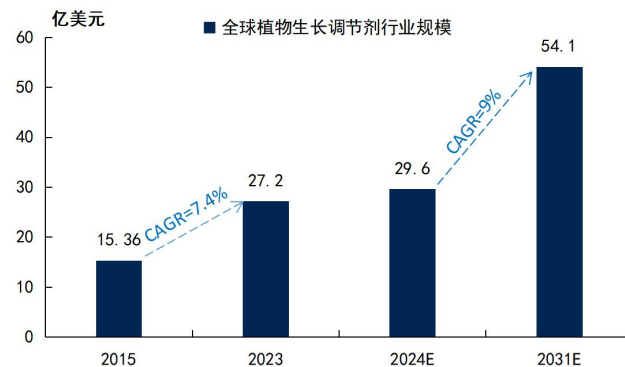
资料来源：中国农药信息网, 国信证券经济研究所整理

图22: 中国植物生长调节剂行业市场规模



资料来源：中国农药工业协会、华经产业研究院、观研天下网, 国信证券经济研究所整理

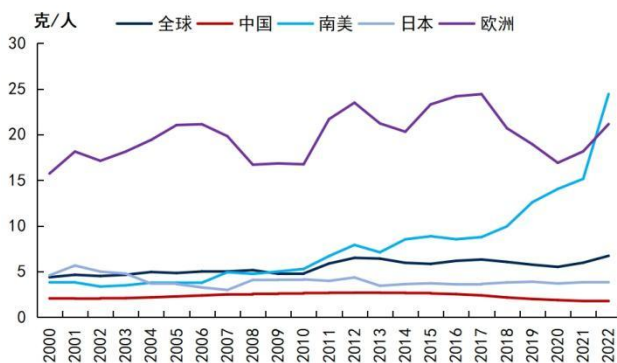
图23: 全球植物生长调节剂行业市场规模



资料来源：世界农化网、Meticulous Research, 国信证券经济研究所整理

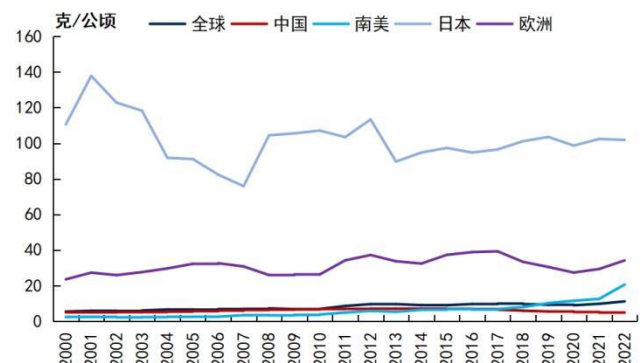
中国的植物生长调节剂使用率较低，具有较大的推广空间。国内外农业在施用植物生长调节剂上的重点各不相同，如欧美等国为了适应机械化栽培和节省劳力，多注意矮化、脱叶、干燥剂的选用，日本则着力于提高农作物的产品质量，我国的植物生长调节剂主要用于提升农产品品质及产量。据 FAO 数据，全球的植物生长调节剂年使用量平稳增长，2022 年全球共使用植物生长调节剂 5.36 万吨，人均使用 6.72 克，平均每平方公里农业用地使用 11.20 克，而我国的人均用量和每公顷用量仅为 1.70、4.76 克，低于全球平均水平，远低于农业发达国家水平，因此我国的植物生长调节剂具有较大的推广空间。

图24: 全球植物生长调节剂人均使用量



资料来源：FAO，国信证券经济研究所整理

图25: 全球植物生长调节剂单位面积使用量



资料来源：FAO，国信证券经济研究所整理 注：面积指农业用地

表4: 2022 年全球植物生长调节剂前十大使用国使用数据

	植物生长调节剂使用量（吨）	人均用量（克/人）	每平方公里用量（克/公顷）
巴西	8237.21	38.26	36.96
印度尼西亚	6827.05	24.78	121.07
阿尔及利亚	3753.03	83.58	90.85
南非	3562.64	59.48	36.98
尼日利亚	3281.07	15.01	53.83
英国	2705.38	40.07	154.29
中国	2479.32	1.70	4.76
德国	2419.20	29.02	145.78
法国	2064.18	31.94	72.93
波兰	1817.86	45.61	128.24
全球	53572.03	6.72	11.20

资料来源：FAO，国信证券经济研究所整理

注：面积指农业用地

国光股份是我国植物生长调节剂行业龙头

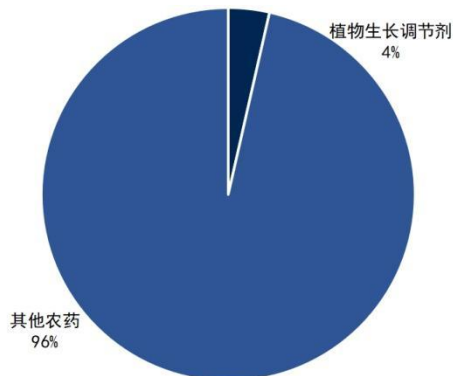
国光股份是国内植物生长调节剂登记品种最多的企业，也是国内植物生长调节剂制剂销售额最大的公司。据中国农药信息网，2020 年以来我国植物生长调节剂登记数量明显增多，截至 2024 年 9 月，我国有植物生长调节剂登记企业 500 家，有效登记的植物生长调节剂产品 1687 个（其中原药 229 个、制剂 1458 个），占农药产品总登记数量的 3.55%。从主要植物生长调节剂登记品种看，赤霉酸、乙烯利、多效唑是登记数量前三的植物生长调节剂，产品登记数量均在 100 个以上，以上三种产品的登记数量占比达 20.27%，登记数量前十的产品占比达 43.45%。从主要植物生长调节剂生产企业看，截至 2024 年 9 月，国光股份共计拥有植物生长调节剂登记证 135 个，全国占比约 8%，其中原药 33 个，制剂 102 个，国光股份是国内植物生长调节剂登记品种最多的企业，登记数量远高于第二名企业。从公司登记证持有单位看，四川润尔、鹤壁全丰、重庆依尔双丰、山西浩之大四家子公司分别持有 62、37、30、6 个。

图26：中国植物生长调节剂农药登记数量及占比



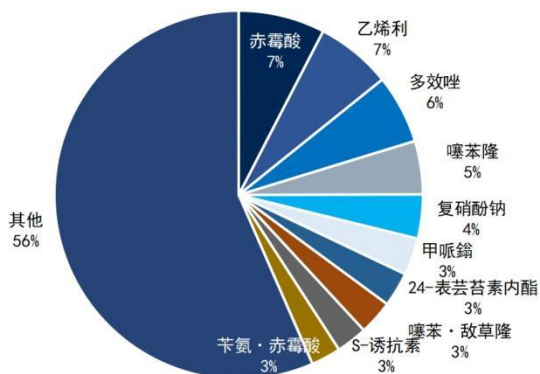
资料来源：中国农药信息网，国信证券经济研究所整理
注：含当年到期换证农药

图27：中国农药登记类别



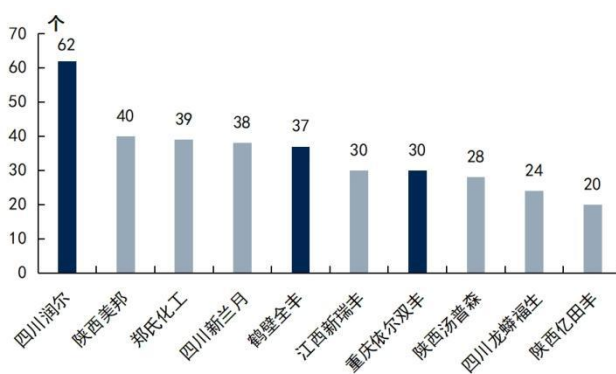
资料来源：中国农药信息网，国信证券经济研究所整理
注：截至 2024 年 9 月

图28：中国植物生长调节剂农药登记品种分布



资料来源：中国农药信息网，国信证券经济研究所整理
注：截至 2024 年 9 月

图29：中国植物生长调节剂农药登记数量前十企业

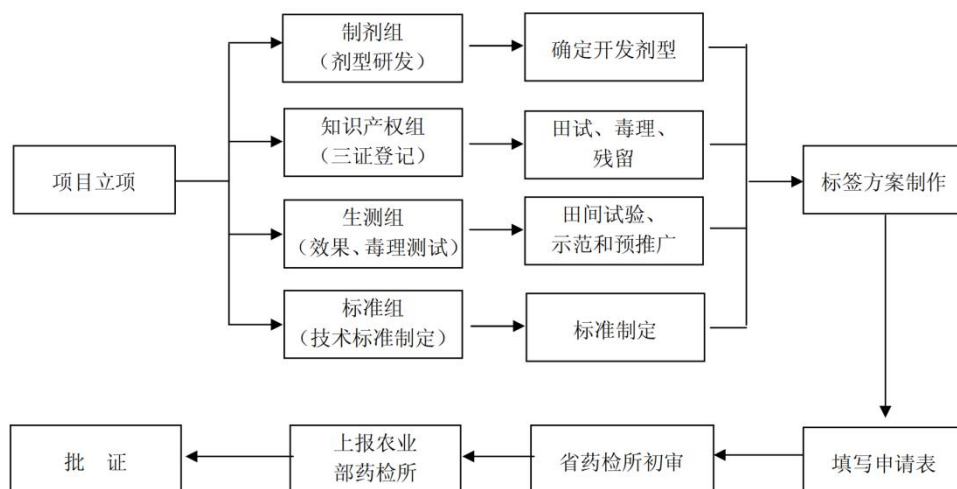


资料来源：中国农药信息网，国信证券经济研究所整理
注：截至 2024 年 9 月

植物生长调节剂农药登记费时费力，行业准入壁垒较高。我国对农药产品实行登记制度，除企业自身需取得农药生产许可证外，还需取得农药登记证。农药产品在获得登记之前，需进行登记试验，登记试验报告应当由农业部认定的登记试验单位出具，完成农药新产品登记通常需要花费较大的资金及较长的时间，这在一定程度上也加大了行业的进入壁垒。据中迅农科招股书，目前我国获得一份新的农药原药登记资料，一般需花费 600~1000 万元，部分品种登记费用可达 2000 万元以上，至少 3 年以上的时间；农药制剂的登记通常也需 2-3 年时间，费用约为 50 万元左右。**一般情况下，植物生长调节剂和杀菌剂原药的登记周期在四年以上、制剂的登记周期在三年以上。**

与除草剂、杀虫剂登常规农药相比，植物生长调节剂的药性更为复杂，植物生长调节剂在不同作物上使用的浓度有很大差别，且不同的使用浓度对于作物的调控效果也存在很大差别，此外温度、湿度等环境因素、施用时间、剂型、施用方法的不同也会对施用效果造成影响。因此，植物生长调节剂登记前的试验工作比其他农药更为复杂，花费的时间和费用也会增加。而从经济效益角度，单个品种植物生长调节剂的市场空间往往比大多数常见农药品种小。因此，植物生长调节剂较为复杂的登记工作以及较小的市场规模加大了行业的进入壁垒，市场新进入者难以在短期内进行市场开拓。

图30: 国内农药企业产品登记流程



资料来源：诺普信招股书，国信证券经济研究所整理

“一证一品”政策即将落地，头部企业优势持续扩大。2024 年 11 月 4 日，农业农村部发布关于公开征求《农业农村部关于修改〈农药登记管理办法〉等 5 部规章的决定（征求意见稿）》意见的通知，文件提到，在《农药标签和说明书管理办法》第三十一条第一款中的“农药标签和说明书不得使用未经注册的商标”后增加**“同一登记证持有人的同一农药产品标签只能标注同一个商标”**，该条政策明确不论是农药企业自己生产或是委托生产，都只能用一个商标，而非以生产企业来限定商标，不再是一企一标，这样就可以杜绝借证、套证和一个证件出多个产品的情况，市场上的农药产品会大幅减少。

据世界农化网，2023 年国内农药市场上大概有 4.5 万个证件，但市面上流通的产品数量在 35 万种以上，是证件的 8 倍以上，未来“一证一品”政策推行后，农药产品数量将大幅下降，国内农药终端市场的竞争主动权将从渠道商回归到企业，证件数量少的中小农药销售型企业有望得到有效出清，而有证件优势和技术优势

的农药企业将获得更大发展空间。国光股份是国内植物生长调节剂登记品种最多的企业，而植物生长调节剂的登记工作又比一般农药复杂，因此有望充分受益于“一证一品”政策的推行，持续扩大公司在植物生长调节剂领域的领先优势。

图31：国光股份植物生长调节剂登记证数量



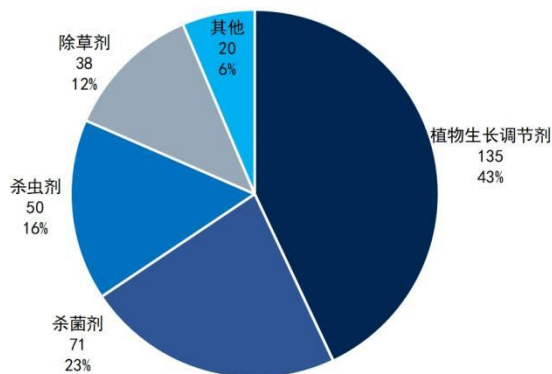
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：国光股份农药制剂销售额及国内排名



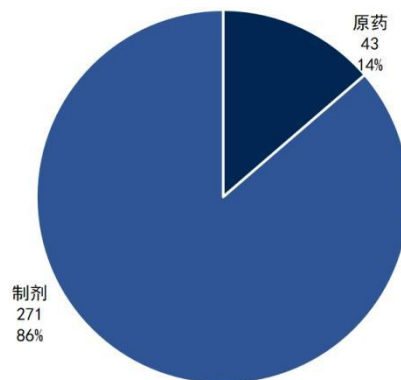
资料来源：中国农药工业协会，国信证券经济研究所整理

图33：国光股份农药登记证类别（按成分）



资料来源：中国农药信息网，国信证券经济研究所整理

图34：国光股份农药登记证类别（按原药、制剂）



资料来源：中国农药信息网，国信证券经济研究所整理

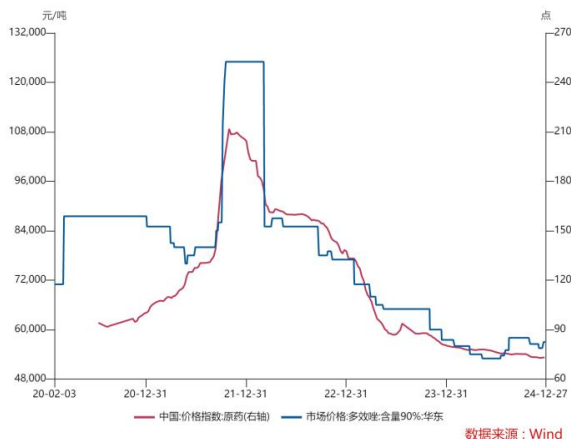
公司率先走出全球农化去库周期，实现利润修复

植物生长调节剂的种类多，多数产品的市场规模较小，因此第三方价格数据较少，我们选取了百川盈孚提供的市场空间较大的植物生长调节剂多效唑市场价格数据以及中农立华提供的反应除草剂、杀虫剂、杀菌剂等主流农药品种的原药价格指数数据进行分析，多效唑价格与中农立华原药价格指数走势有着较强的相关关系，两者均在2021年四季度达到历史最高值，后市场价格进入下行通道，这与全球农化行业的库存周期息息相关。

全球农化行业此轮库存周期：中国农药以出口为主，出口量占中国农药产量的三分之二左右，在全球农药市场的份额也较高，2021年开始，受公共卫生事件影响国内农药出现阶段性供应不畅，导致海外进行恐慌性备货，叠加产品原料价格上涨等诸多因素，全球农药价格一路走高，中国农药的出口数量在2021、2022年不断创下新高，导致海外库存累积，而2023年以来，随着全球农药供应秩序恢复正常，农药行业进入去库周期，同时新增产能不断投放使得行业供过于求矛盾日益显现，绝大多数农药产品价格持续下跌，中国农药出口数量也在2023年上半年出

现显著下滑。2023 年四季度以来，中国农药出口到南美的数量逐渐恢复到正常区间，2024 年下半年以来中国农药出口到北美的数量也已恢复，整体看目前全球农药行业的供需秩序已经恢复，此轮全球农药行业的去库周期结束，产能过剩已取代行业去库成为当前全球农化行业的首要矛盾。

图 35: 中农立华原药价格指数与多效唑市场价格走势



资料来源：Wind、中农立华、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

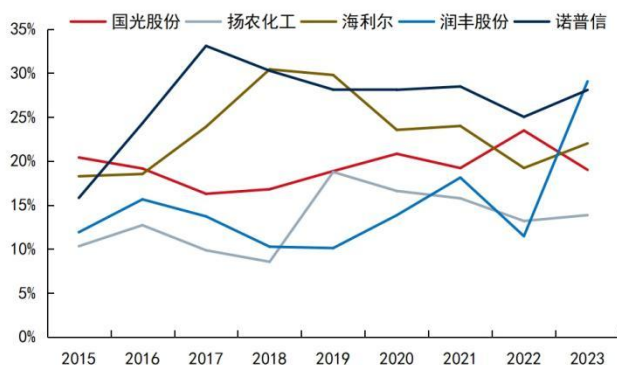
图 36: 中国农药月度出口数量（HS 编码 3808）



资料来源：Trade Map，国信证券经济研究所整理

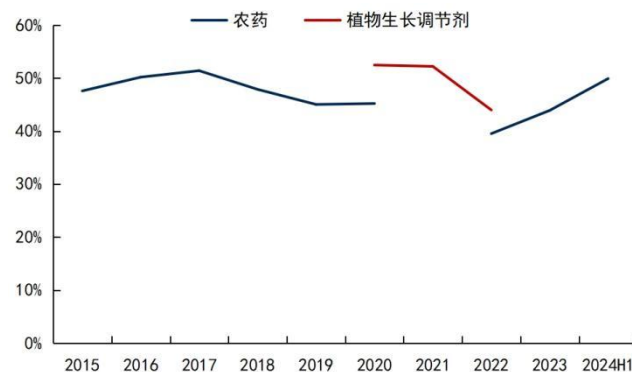
多效唑的市场价格低点出现在 2024 年 5 月中旬至 7 月中旬，价格为 5.3 万元/吨，较 2021 年四季度 12.5 万元/吨的高点跌幅 57.6%，7 月中旬开始多效唑的市场价格逐渐回暖，12 月 26 日市场价格已回升至 5.7 万元/吨。具体到公司经营方面，国光股份的“期末存货/营业收入”这一比值在 2023 年底出现下降，而我们选取的几家可比公司这一比值却在上升，说明彼时国光股份便领先行业完成库存去化。国光股份农药业务的毛利率在 2022、2023 年分别下降至 39.53%、43.91%，为 2015 年上市以来最低的两年（2015-2020 年均值 47.89%），2024 年上半年，受益于产品价格出现一定回暖/原材料价格下降/自给率提升等利好，国光股份农药业务的毛利率已修复至 49.92%，已高于公司 2018-2020 年间的毛利率。我们认为，国光股份在国内农药上市公司中率先做到毛利率修复，这主要得益于植物生长调节剂较高的准入门槛使得过去三年国内植物生长调节剂的产能增速低于其他大品种农药，加之植物生长调节剂的登记时间周期较长，市场推广使得需求增速也高于其他大品种农药，植物生长调节剂行业的供需格局目前已处于平衡状态。

图 37: 国光股份与可比公司期末存货/营业收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 38: 国光股份农药业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

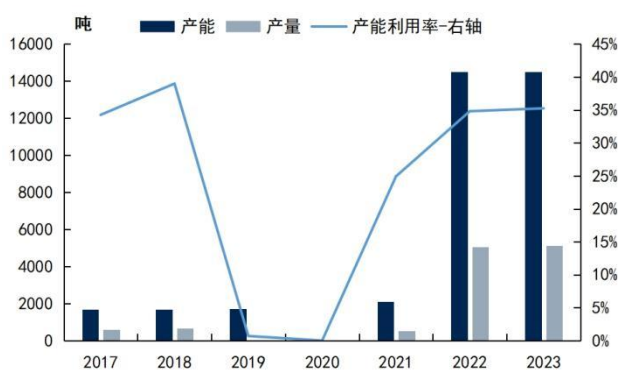
内生式发展与外延式并购并举，不断补齐原药产能短板

内生式发展与外延式并购并举，不断补齐原药产能短板。据公司 2023 年年报，公司拥有原药产能 14500 吨/年，在建产能 15000 吨/年；农药制剂产能 88850 吨/年，在建产能 22000 吨/年。

内生式发展：在公司 2015 年 IPO 前，公司可生产甲哌鎇、萘乙酸等 11 种原药和 20 多种制剂，但规模较小，主导产品的产能不足，2014 年公司农药两大植物生长调节剂甲哌鎇、萘乙酸产能仅为 210、27 吨/年，彼时公司每年还需要外采多效唑、多菌灵、乙烯利等原药来满足制剂生产。为解决原药产能不足问题，公司 IPO 募投项目便包括 1000 吨/年甲哌鎇、1000 吨/年抑芽丹农药、100 吨/年萘乙酸植物生长调节剂原药生产线项目。植调剂由于技术等因素导致推广比较困难，市场处于培育初期、接受度较低，以及受公共卫生事件影响，公司的 IPO 募投项目出现了一定延期，最终于 2021 年 12 月建成投产，2022 年的产能利用率超过 50%，公司预计 4 年左右即可达到满产状态。2020 年，公司公告计划在重庆市万盛经开区煤电化园区新建原药产能，实施“年产 1.5 万吨原药及中间体合成生产项目”，项目分两期实施，主要包括矮壮素、胺鲜酯、氯吡脞、苄氨基嘌呤等植物生长调节剂原药/制剂产品，目前该项目正处于建设阶段。

外延式并购：2019 年 11 月，国光股份以 7800 万元收购依尔双丰 100%股权；2020 年 10 月，国光股份以 2200 万元受让山西浩之大 55%股权。2022 年 4 月，国光股份以 2.7 亿获取鹤壁全丰 51%股权。据国光股份 2024 年半年报披露，依尔双丰、山西浩之大、鹤壁全丰分别拥有 64、29、88 个农药产品登记证，其中植物生长调节剂登记证分别为 29、6、37 个，三家公司合计持有国光股份 58%的农药登记证和 54%的植物生长调节剂登记证。通过并购三家植物生长调节剂生产企业，国光股份一方面增加了植物生长调节剂等农药产品的登记证数量，扩大自身在植物生长调节剂行业的领先优势；一方面扩大了原药产能，保障制剂产品原料供应并降低生产成本、完善登记证与产能的匹配，提高了公司的盈利能力。

图39：国光股份农药原药产能及产量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：国光股份农药制剂产能及产量



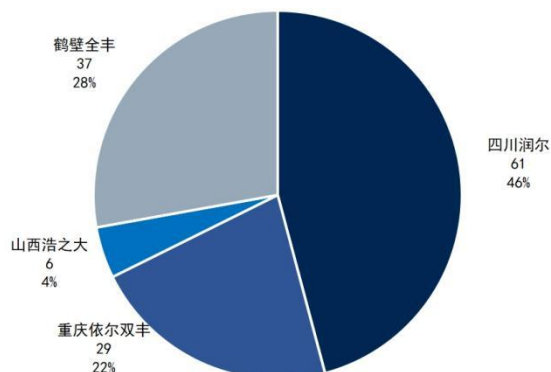
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 国光股份主要子公司农药生产线简介

主体	农药原药/制剂相关项目/产能	项目产品方案	备注
四川润尔	年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	年产甲哌鎗农药原药 1000t、萘乙酸农药原药 100t、抑芽丹农药原药 1000t	IPO 募投项目之一，2021 年 6 月投产
	年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	农药水剂 4800t/a、水(微)乳剂 2000t/a、粉(粒)剂 12200t/a	IPO 募投项目之一，2021 年 6 月投产
	年产 6000 吨植物营养产品生产线项目	含氨基酸水溶液肥 4000t/a、含腐植酸水溶液肥 2000t/a	IPO 募投项目之一，2021 年 6 月投产
	年产 1 万吨园林花卉养护品生产线项目	国光施它活输液 5000t/a、80%代森锌可湿性粉剂 3000t/a、25%咪鲜胺乳油 2000t/a	2021 年 6 月投产
	年产 22000 吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	可溶液剂 1400t/a、水剂 2600t/a、乳油 3800t/a、热雾剂 200t/a、悬浮剂 600t/a、悬乳剂 100t/a、糊剂 300t/a、除草剂可湿性粉剂 500t/a、植物调节剂可湿性粉剂 2500t/a、杀菌杀虫剂可湿性粉剂 5500t/a、可溶粉剂 2000t/a、水分散粒剂 1600t/a、颗粒剂 300t/a、片剂 300t/a、饵剂 300t/a、包装瓶 5000 万个/a	
	年产 50000 吨水溶肥料(专用肥)生产线搬迁技改项目	12000t/a 粒状肥料生产线、300t/a 柱状复混肥料生产线、20000t/a 粉剂大(中)量元素水溶肥料生产线、3700t/a 微量元素水溶肥料生产线(粉剂)、14000t/a 液体水溶肥料生产线	
重庆润尔	年产 1.5 万吨原药及中间体合成生产项目	一期主要建设矮壮素生产装置:矮壮素装置规模为水剂 8400t/a、原药 800t/a。二期建设的装置规模为:①胺鲜酯原药产品 2000t/a;②氯吡脲产品 50t/a;③苄氨基嘌呤产品 100t/a;④吲哚丁酸产品 40t/a;⑤氯氟吡氧乙酸异辛酯产品 2000t/a;⑥氯氟吡氧乙酸产品 500t/a;⑦三氯吡氧乙酸产品 1000t/a。	
依尔双丰	农药原药年产能 150 吨、农药制剂年产能 2000 吨、肥料年产能 800 吨		2019 年 11 月,公司收购依尔双丰 100%股权。现产能基本饱和
鹤壁全丰	1.25 万吨植物生长调节剂	矮壮素原药 5000 吨/年,乙烯利原药 4000 吨/年,胺鲜酯原药 1500 吨/年,缩节胺原药 2000 吨/年。	2018 年开始建设,目前装置建设完成,已正式运行。
	1800t/a 植物生长调节剂项目	产品包括多效唑、调环酸钙、抗倒酯、烯效唑、萘乙酸、除虫脲、噻苯隆、吲哚丁酸、氯吡脲、诱变剂等十个原药品种	四个标准化生产车间 2021 年底建成。
	年产 5 万吨农药制剂项目	生产烟剂、乳油、水剂、悬浮剂、等 20 个系列 70 个农药产品,建设有 7000 平方的制剂自动化生产车间、一万平方智能仓储。	规划、环评公告
山西浩之大	植物调节剂每日每条平均产能约 400 件,每件约 4.5 千克,每年产能可达 2000 吨;菌肥产能平均 65 吨/天	生产、销售农药制剂、微生物菌肥有机肥、水溶肥料等	植物生长调节剂产能全部为制剂,现产能基本饱和

资料来源:公司公告、环评公告、公司官网,国信证券经济研究所整理

图 41: 国光股份植物生长调节剂登记证持有单位分布



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理
注:2024 年半年报数据

图 42: 鹤壁全丰营业收入及净利润



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

以调节剂为核心的作物全程解决方案具有广阔的推广空间

国光作物全程解决方案简介

推出以调节剂为核心的作物全程解决方案，大幅提高单亩产品销量、锁定用户。国光股份多年来坚持调节剂、调控技术、调控方案的“三调”定位，紧跟种植机械化、规模化、产业化发展步伐，以产品和技术为基础，近年来把“作物全程解决方案”作为技术营销的抓手，在作物生长的每个阶段，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，公司于 2023 年开始在大田作物上推广作物全程解决方案。

国光股份的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。公司的作物全程解决方案是一种“产品+技术+服务”的的综合的、一体化的解决方案，这种方案改变了以前单一的、阶段性的产品销售服务模式，产品品类更加完整、技术服务更加及时，能更好地服务于种植者，帮助种植户达到作物提质、增产的目的。作物全程解决方案对公司来说，可以大幅提高单亩产品销量、锁定用户；对于种植户来说，可以降低种植成本，提高作物产量和品质，增加收入。

表6: 国光股份部分作物全程方案简介

国光“稻知优”水稻全程方案		
使用时期	有效成分	套餐特点
水稻秧苗期	恶霉灵、三十烷醇、含氨基酸水溶肥、硫酸锌、	使秧苗根系发达、秧苗叶色浓绿、预防水稻秧苗病害、秧苗生长健壮
水稻分蘖初期至拔节前期	三十烷醇、多效唑、甲哌鎓、含腐殖酸水溶肥、	提高水稻抗倒伏能力、促进水稻有效分蘖、延缓水稻叶片早衰
水稻拔节孕穗期至破口期	苄氨基嘌呤、三十烷醇、含氨基酸水溶肥	促进水稻幼穗发育、减少颖花枝梗退化、补充水稻植株营养
水稻齐穗期至扬花期、灌浆初期	S-诱抗素、磷酸二氢钾水溶肥	促进水稻籽粒发育、提高水稻谷粒品质、增加水稻植株抗性、提高水稻单穗粒重、降低空瘪粒。
国光柑橘全程调控方案		
使用时期	有效成分	套餐特点
柑橘保花保果方案	苄氨基嘌呤、赤霉素、含氨基酸水溶肥	花多果多、座果率高、果皮细腻，产量高
柑橘膨果方案	氯吡脲、对氯苯氧乙酸钠、高磷钾微量元素水溶肥	促幼果生长，保果防落，膨果壮果，果大均匀产量高，果皮油润色泽好
柑橘控梢方案	抑芽丹、甲哌鎓	控梢时间长、控梢效果稳、对长梢有效
柑橘增甜着色方案	胺鲜酯、S-诱抗素、大量元素+微量元素水溶肥	增糖降酸、上色均匀、果皮光亮、提早上市
柑橘促花方案	多效唑、苄氨基嘌呤、大量元素+微量元素水溶肥	花多、花齐、花壮、花好、畸形花少、促花、防大小年
柑橘保鲜方案	对氯苯氧乙酸钠	防止落花落果，提高座果率，加快幼果生长发育，防治采前落果，提高产量，保鲜
国光“棉优丰”棉花全程方案		
使用时期	有效成分	套餐特点
棉花专用肥方案	棉花专用肥	氮素肥效更长久、提高保水保肥能力、抗旱，减少蕾铃脱落，增加籽粒饱满度，提高产量。
喷补钾肥	膨化磷酸二氢钾	补充磷钾、复配性高连续使用不会导致土壤酸化或碱化
喷补硼肥	补充硼肥	补充硼肥，高含量、亲水态，好吸收，含微量元素，适用于飞防。
生根出苗方案	复硝酚钠、含腐殖酸磷钾水溶肥	水溶肥：补充棉苗所需多种养分；复硝酚钠：增效、抗逆、提苗、膨桃。
提苗促长方案	赤霉素、噻苯隆、含氨基酸水溶肥	促根、提苗、抗逆、解药害。

塑型增产方案	胺鲜酯、烯效唑、微量元素水溶肥	抑制油条、赘芽的生长，塑造理想株型。控制旺长，加速养分向花蕾桃的运转，减少脱落，增加成铃率。
保铃增产方案	三十烷醇、苄氨基嘌呤、含腐殖酸水溶肥、	1、现蕾早，开花早，蕾多蕾多。2、开花整齐。3、桃数多，单铃重，增产明显。
化学打顶方案	高钾高磷水溶肥	一次封顶。封的久、封的牢、不反青、不冒头。降低成本，省工省时。
棉花脱叶方案	噻苯隆、烷基乙基磺酸盐、乙烯利	保障脱叶、催熟效果。

资料来源：旭海农业科技、新疆中农科信、公司官网，国信证券经济研究所整理
注：蓝色字体为植物生长调节剂

国光股份的作物全程解决方案以植物生长调节剂为核心。国内其他农药制剂企业提供的作物全程方案以除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大常规农药品种为主，主要解决作物生长过程中的病虫害等问题；而国光股份的作物全程方案以植物生长调节剂为核心，配合水溶肥、杀菌剂等其他农资的使用，植物生长调节剂对植物的生长、发育具有调节作用，使用得当可以起到稳产增产、改善品质的作用。

表7：国光水稻全程方案与其他农药企业水稻方案对比

方案名称	方案中主要农药品种
国光“稻知优”水稻全程方案	1) 杀菌剂：恶霉灵；2) 植物生长调节剂：三十烷醇、多效唑、甲哌鎓、苄氨基嘌呤、S-诱抗素；3) 水溶肥：含氨基酸水溶肥、含腐殖酸水溶肥、磷酸二氢钾水溶肥、硫酸锌；
诺普信水稻全生育期高产方案	1) 除草剂：氟氯草酯、五氟磺草胺；2) 杀菌剂：氟环唑、啉菌酯、苯醚甲环唑、丙环唑；3) 杀虫剂：氯虫苯甲酰胺、吡蚜酮；
中迅水稻作物解决方案	除草剂、杀虫剂、杀菌剂

资料来源：国光股份官网、旭海农业科技、诺普信官网，国信证券经济研究所整理

国光作物全程解决方案在作物增产方面取得良好效果。据国光股份官方微信公众号“国光农化”报道，2024 年公司在山东、江苏多地进行了作物全程解决方案推广试验，与农户自管的对照组相比，使用国光作物全程解决方案的地块作物的增产率可达 19%以上。以山东聊城的试验结果为例，国光方案小麦亩增产 19.14%，亩增收 297.4 元，而小麦全程方案 4 遍药加底肥终端使用成本约 240 元/亩。因此使用国光小麦全程解决方案可以有效提高小麦产量，考虑机会成本后仍有较为可观的超额收益。

表8：国光作物全程方案增产效果

时间	地点	作物	国光方案亩产	对照田亩产	增产率	亩增收	备注
2024/5/31	江苏如皋	小麦	1236 斤	953 斤	29.70%	近 300 元	国光小麦稻知优全程方案示范地实测面积 0.93 亩，对照田块实测面积 0.86 亩。
2024/6/6	山东聊城	小麦	1582.26 斤	1328.08 斤	19.14%	297.4 元	国光小麦稻知优全程方案示范地实测面积 157.5m ² ，对照田块实测面积 157.8m ² 。
2024/9/20	山东济宁	玉米	1683.15 斤	1228.99 斤	36.95%	476.87 元	国光全程方案地块实测面积 172.38m ² ，农户自管地块实测面积 246.75m ² 。

资料来源：国光农化官微，国信证券经济研究所整理

据公司公告，2023 年公司全程方案销售收入为 8000 万元左右，截至 2024 年 11 月 7 日已超过 1 亿元，公司 2024 年全程方案推广面积目标达到 100 万亩的规模。

图43: 国光小麦全程方案与对照组效果对比



资料来源: 国光农化官微, 国信证券经济研究所整理

图44: 国光玉米全程方案与对照组效果对比



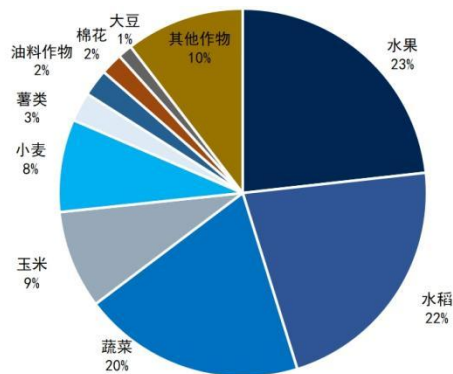
资料来源: 国光农化官微, 国信证券经济研究所整理

多年应用技术积累, 公司作物全程解决方案较完善且覆盖的作物较多。国光股份于 2016 年设立了作物调控技术部, 该部门以作物为对象成立了近 30 个研究小组, 针对专门作物开展应用研究和技术服务, 总结系统应用解决方案, 并以方案为依托制定专门的、精准化的产品方案服务市场。公司的各种作物全程方案是在多年的应用研究的基础上产生的, 对作物管理起到了良好作用。目前, 公司有覆盖作物全程的产品以及覆盖的作物比较多, 能够提供多种作物的全程解决方案。除了提供作物全程解决方案, 公司还提供调控方案、调肥方案、调控方案+等解决方案, 满足种植户的多种需求。

经济作物+大田作物齐头并举, 全程方案加速推广。大田作物生长周期比水果的生长周期短, 因此作物管理方案比水果的管理方案简单。从毛利率看, 大田作物全程方案的毛利率因复合肥占比略高, 毛利率略低一些; 经济作物全程方案以调节剂和水溶肥为主, 其毛利率较大田作物的毛利率略高。从单亩销售价值量来看, 经济果林的单亩销售价值量一般是大田作物的几倍甚至十几倍, 而考虑到大田作物的种植面积远大于经济作物, 大田作物全程方案的市场空间大于经济作物。

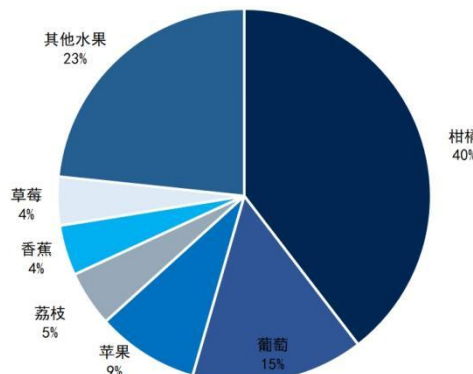
据国光股份公告, 公司将以重点作物为对象, 大力在葡萄、大樱桃、猕猴桃、柑橘、芒果等果树上推广解决方案, 大力在小麦、水稻、玉米、棉花、油菜、大豆、大蒜、花生等大田作物上推广解决方案。据《农药市场信息》, 2023 年我国水稻、蔬菜和水果是农药使用金额最高的三类作物, 作物份额分别是 23.25%、21.96%和 19.5%, 蔬菜、水果是国光股份植物生长调节剂和水溶肥传统市场, 随着大田作物全程解决方案的推进, 国光股份在水稻、小麦、玉米、棉花等大田作物农药/水溶肥的市场份额有望进一步提升。

图45: 2023 年中国各类作物农药市场规模占比



资料来源: 农药市场信息, 国信证券经济研究所整理

图46: 2023 年中国水果农药市场规模占比

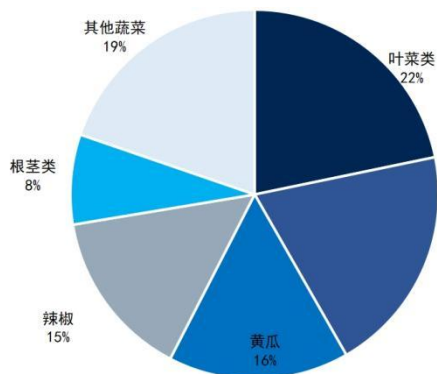


资料来源: 农药市场信息, 国信证券经济研究所整理

公司重点布局全国农药主要消费市场。2023 年全国农药销售超 30 亿元的大省依次为云南、山东、江苏、广东、广西和安徽, 6 省销售总额占全国的 42.33%。云南的水果、蔬菜和花卉市场, 山东的蔬菜和水果市场, 江苏、安徽的水稻和小麦市场, 广东、广西的水果和蔬菜市场已成为农药企业重点布局的省份和作物市场。

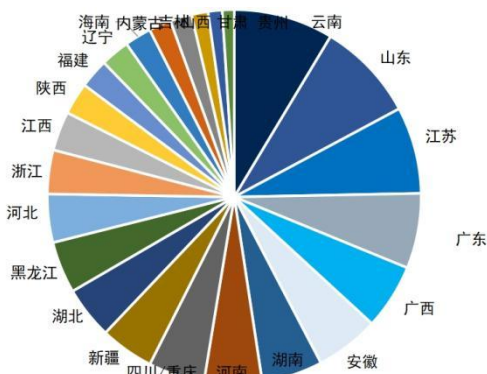
目前国光股份已在全国主要农药消费省区建立了物流仓库, 2024 年上半年, 国光股份在西南、西北、华北、华东、华中、华南、东北地区的营收占比分别为 18.18%、16.47%、16.43%、15.59%、14.66%、12.12%、6.22%。目前公司的作物全程解决方案已在山东、河南、江苏、四川、新疆、辽宁、吉林、黑龙江等省(区)取得较好的推广效果, 后续公司将持续推进其他省份的推广进程。

图47: 2023 年中国蔬菜农药市场规模占比



资料来源: 农药市场信息, 国信证券经济研究所整理

图48: 2023 年中国各省份农药市场规模占比



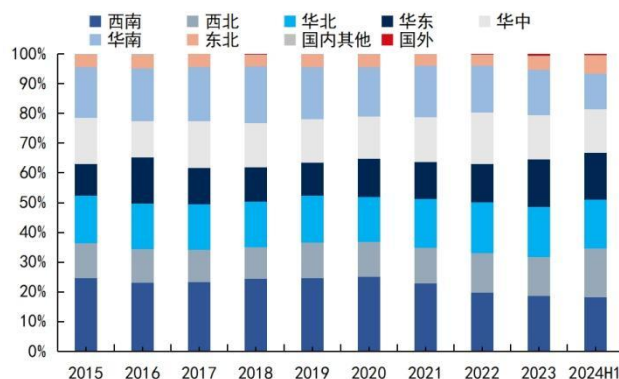
资料来源: 农药市场信息, 国信证券经济研究所整理

图49：国光股份全国物流仓库分布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图50：国光股份分地区营收构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

肥料产能持续提升，助力作物全程解决方案推广

水溶肥是国光作物全程解决方案中除调节剂外另一重要成分。植物生长调节剂和水溶性肥料的综合作用，能更好促进植物生长发育。生长调节剂与水溶性肥料混合一般不会影响其活性，且液体水溶性肥多为含氨基酸水溶肥料，侧重于补充植物生长所需的微量元素，是对施用基础肥料的补充，两者混用能提高综合利用率，减少使用环节，降低农户生产成本。

水溶肥是普通复混肥的重要补充。水溶性肥料是指经水溶解或稀释，用于灌溉施肥、叶面施肥、无土栽培、浸种蘸根等用途的液体或固体肥料。水溶性肥料在提高肥料利用率、节约用水、减少生态环境污染、改善作物品质以及减少劳动力等方面有明显优势，因此在农用市场和非农用市场都有较为广阔的前景。在农业发达国家由于设施化、机械化、自动化等现代化农业、高附加值农业的种植技术和管理模式比较发达，水溶性肥料应用较为普遍。在我国因水溶性肥料的价格高于普通复混肥料的价格，销售渠道需要大量的推广服务支持，所以目前仍是普通复合肥市场的重要补充。

表9：水溶肥的特点

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

水溶性肥料大部分用于水果、蔬菜、果树、花卉等经济作物上。我国经济作物的种植面积呈逐年上升态势，经济作物施肥量是粮食作物的1.2-2.6倍，水溶性肥料施用的比例和施肥量将会大幅提高。经济作物与大田作物相比，经济效益较高，农民的价格承受能力较强，因此更容易接受因使用水溶性肥料而带来的生产成本的上升，而经济作物亦是国光股份植物生长调节剂最重要的传统应用领域。在非农业领域，水溶性肥料目前主要用在城市景观园林、城市绿化带、高尔夫球场草坪等方面，随着我国城市化率的逐渐提高以及人民生活水平的不断提升，非农业领域对水溶性肥料的需求也将日益增加。

公司在水溶性肥料行业处于领先地位。国光股份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。公司从事水溶肥生产销售的时间较早，在水溶肥行业积累了丰富的技术和应用经验，水溶性肥料产品丰富，尤其是含氨基酸水溶肥料在细分行业内竞争优势较强；此外，公司水溶肥产品与公司优势产品植物生长调节剂打造“水肥调一体化”解决方案，提升了水溶肥竞争力。

表10: 国光股份主要肥料简介

肥料种类	简介
水溶性氮磷钾肥料、大量元素水溶肥料	大量元素氮、磷、钾为主要成分的，添加适量微量元素的肥料制成的水溶肥料。
微量元素水溶肥料	由铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素按适合植物生长所需比例制成的水溶肥料。
含氨基酸水溶肥料	以游离氨基酸为主体的，按适合植物生长所需比例，添加适量铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素或钙元素而制成的水溶肥料。
含腐植酸水溶肥料	以适合作物生长所需比例的腐植酸，添加适量氮、磷、钾大量元素或铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素而制成的水溶肥料。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

肥料在建产能较为充足，补齐产能短板。截至 2024 年 6 月 30 日，公司共计有 118 个肥料登记证。公司现有水溶肥产能 1.68 万吨/年，现已处于满负荷生产状态，另有 5 万吨/年的在建产能。此外，公司还拥有生物有机肥/菌肥产能 6 万吨/年。2023 年国光股份肥料产量 2.76 万吨，销量 8.04 万吨，水溶肥产能利用率已达 103.98%而生物有机肥/菌肥产能利用率仅为 8.18%，公司水溶肥产能已不能满足公司需求，待公司 5 万吨/年水溶肥产能投产后产能紧缺问题将得到大幅缓解，公司肥料业务的盈利水平也有望进一步改善。

公司肥料业务加速发展，售价和盈利水平较高且相对稳定。2016 至 2023 年，公司的肥料业务销售收入从 1.47 亿元提升至 4.89 亿元，CAGR 为 18.78%，2023 年同比增速达 35.21%，可见随着公司在大田作物上推广作物全程解决方案，有力带动了公司肥料（主要为水溶肥）的销量提升。公司的肥料销售单价常年维持在 6000 元/吨上下的水平，远高于普通复混肥，2020 年以前毛利率常年维持在 50%左右，2023 年因原材料价格上涨下降至 35.62%，2024 年上半年已修复至 37.5%。整体来看，公司的肥料销售单价和盈利水平较高且相对稳定。

图51: 国光股份肥料业务营业收入和毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图52: 国光股份肥料业务营业销量和销售单价



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

政策鼓励+公司发力，作物全程解决方案有望加速发展

中国每年需进口大量粮食，提升粮食自给率对保障我国粮食安全至关重要。据国家统计局及海关总署数据，2023 年我国粮食表观消费量达 8.55 亿吨，其中国内产量 6.95 亿吨，进口量 1.62 亿吨，出口量 262 万吨，进口量/表观消费量达 18.95%，进口金额达 5780.53 亿元。从人均粮食/蔬菜/水果产量角度分析，2022 年我国人均粮食/蔬菜/水果产量分别为 486、511、222 千克，分别较 2000 年增长 33.36%、45.57%、351.35%，随着人民生活水平的不断提高，对于食品尤其是水果的需求量持续提升，同时也对食物的品质有了更高的追求。我国每年需进口大量粮食来保障国内供应，在国际形势复杂多变的背景下，提升粮食自给率，减少对进口的依赖，对保障国内粮食安全有着重要意义，而在我国耕地面积并无大量增量的背景下，提高单位面积粮食产量成为增加国内粮食/蔬果产量的有效途径。

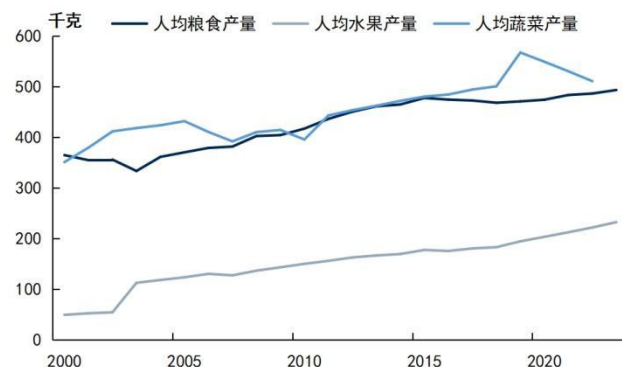
2024 年，国务院印发《新一轮千亿斤粮食产能提升行动方案（2024—2030 年）》，提出到 2030 年实现新增粮食产能千亿斤以上，全国粮食综合生产能力进一步增强；在严格保护耕地的基础上，粮食播种面积稳定在 17.5 亿亩左右、谷物面积 14.5 亿亩左右；粮食单产水平达到每亩 420 公斤左右。文件指出，要扎实推进藏粮于地、藏粮于技，从耕地、水利、种子、农机、化肥农药、耕作技术等着手，加强衔接配合和技术集成创新，强化粮食生产能力建设，大力发展适度规模经营，健全种粮农民收益保障机制和主产区利益补偿机制，走基础设施完善、科技支撑有力、集约节约绿色的增粮之路。国光作物全程解决方案契合该《方案》明确鼓励的作物增产途径，未来有望迎来加速推广期。

图53：中国粮食表观消费量



资料来源：国家统计局、海关总署，国信证券经济研究所整理

图54：中国人均粮食/蔬菜/水果产量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

土地流转有序推进，为国光全程方案推广带来加速发展契机。据国家统计局，伴随农业现代化进程加速，我国持续构建立体式复合型现代农业经营体系，推动土地经营权有序流转，促进农业从传统劳动密集型产业向多种形式适度规模经营的现代农业转变。2004 年全国农村承包地流转面积仅 0.58 亿亩，到 2022 年，全国已有 1474 个县（市、区）建立流转市场、约 2.2 万个乡镇建立流转服务中心，全国家庭承包耕地土地经营权流转面积已超 5.32 亿亩。通过土地流转，耕地向规模化种植户集中，规模化种植户更重视效益、成本、风险、服务。为支付耕地的租金成本，规模化种植户有更强的动力去提高作物单产，尤其是在粮食等作物价格下行期间，增加作物单产已成为提高种植收入的唯一途径，帮助规模化种植户规避作物价格下降的风险，而在粮价上涨时，作物增产可以获得更多超额收益。因此，在国内土地流转工作持续推进的背景下，规模化种植户更容易接受种植理念的突破和改变，国光股份的作物全程解决方案凭借其有效的增产效果，有望获得加速推进，进而使得公司营业收入和利润水平大幅增长。

图55: 主要粮食现货价格



资料来源: 汇易网, 国信证券经济研究所整理

图56: 全国农户家庭承包耕地流转面积



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

与江苏省农科院开展合作, 全程方案入选河南省植保产品推广应用推荐名录。

2024年12月, 国光股份与江苏省农科院签署共建作物品质调控产业研究院战略合作框架协议, 双方将在作物关键调控技术研究, 植调剂产品或全程方案的作用机理研究, 植调剂产品或全程方案的集成示范推广, 产品登记相关试验开展, 借助“一国一品”行动、协助海外市场布局等六个方面开展合作。

2023年2月, 河南省植物保护检疫站联合河南省植物保护新技术协会公示了《2023年河南省植保产品推广应用推荐名录》, 国光股份4款方案入选名录: 国光花生组合方案、国光小麦组合方案、国光浩之大花生组合方案、国光浩之大小麦组合方案。

公司加大人员招聘及培训力度

公司作物全程解决方案模式由公司技术营销人员、经销商、零售商共同完成, 采取实地巡田服务+线上实时服务的技术服务模式与农户实时对接, 通过分工合作、双向协同, 及时帮助种植户解决作物管理过程中遇到的问题。公司目前约有5800个经销商, 采取“公司—经销商—零售商—客户”四主体三环节的营销网络。从提供服务的人员上来说, 在推广作物解决方案的过程中以公司的技术营销人员为主导, 渠道商配合共同为种植户提供服务; 从提供服务的方式上来说, 定期深入田间地头行实地巡田, 了解作物生长情况, 及时发现并解决作物管理过程中遇到的问题。

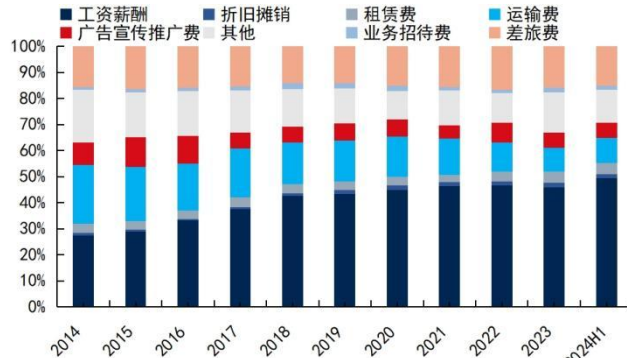
公司的技术服务模式对终端推广人员的需求较大。公司以技术服务为切入点, 一方面通过开展不同层次的技术培训, 对经销商、零售商、用户进行产品知识培训、营销知识培训、作物种植管理培训的专业培训, 另一方面公司的技术营销人员到田间地头开展种植技术示范推广、观摩会、测产会, 通过各种会议推动产品销售、随着公司作物全程解决方案推广面积的持续扩大, 近年来公司加大了技术服务人员和技术营销人员的配置。据公司2023年年报, 公司员工总数1998人, 其中销售人员819人, 占比40.99%, 技术人员244人, 占比12.21%。另据公司公告, 2024年公司技术营销和技术服务部门共计新增250余名来自农业院校接受过系统、专业学习的员工。2025年公司的校园招聘目标是300人, 招聘工作正在进行中。

图57: 国光股份销售费用



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图58: 国光股份销售费用构成

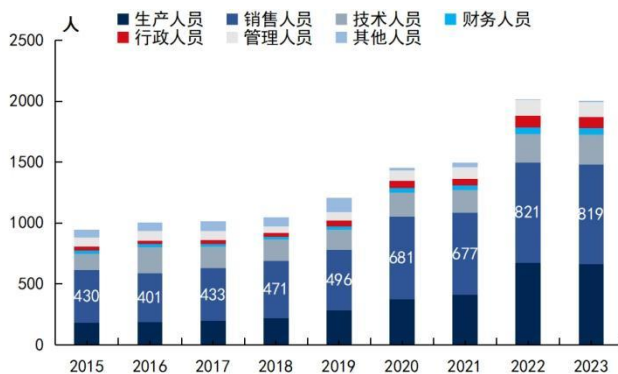


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国光股份的销售费用持续增长，销售费用中工资薪酬的占比持续提升。2023 年国光股份的销售费用达到 2.36 亿元，占到当期营业收入的 12.70%，未来随着公司作物全程解决方案的不断推广，公司需投入更多的销售费用，而近些年公司销售费用中人员的工资薪酬占比在持续提升，说明公司对于人才的重视程度不断提升。公司为员工提供较为丰厚的报酬，提高员工工作积极性，近些年来国光股份的人均薪酬持续提升，2023 年公司的人均薪酬为 12.43 万元，较 2014 年增长 100.16%，而同期公司人均创收和人均创利的增幅分别为 45.96%、11.92%。

积极实施股权激励，稳定和吸引人才。公司 2018/2021/2024 年限制性股票激励计划的激励对象人数分别为 126/208/344 人，分别占当年员工总数的 12.01%、13.91%、17.22%（以 2023 年员工数计算），公司多次实施股权激励，覆盖的员工范围较广，且公司每年的股利支付率和股息率也较为可观。通过股权激励和定期分红，公司管理层与基层员工共享公司成长的成果，积极稳定和吸引人才。

图59: 国光股份员工人数及构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图60: 国光股份员工人均创收/创利/薪酬



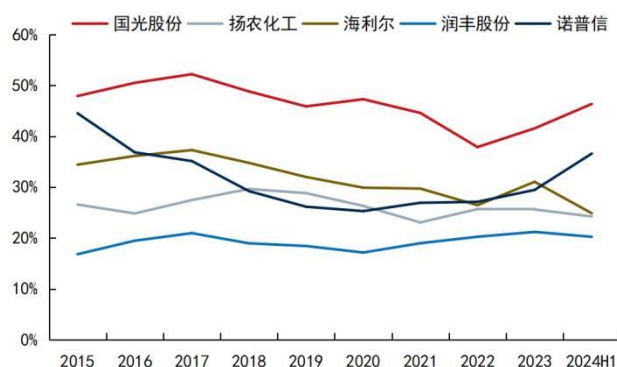
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

同业比较

我们选取国内农药行业龙头扬农化工，主营业务有农药原药、制剂、肥料的海利尔，主营海外农药制剂的润丰股份，以及全国农药行业制剂销售额第二的诺普信作为国光股份的可比公司进行同业比较。

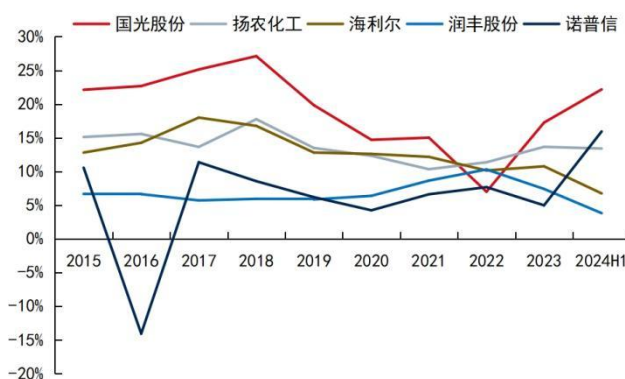
国光股份的盈利能力在可比公司中处于较高水平。2015至2024年上半年，国光股份的毛利率均高于4家可比公司；净利率方面，除2022年外，国光股份的净利率也均高于4家可比公司。2024年上半年，国光股份的毛利率和净利率分别达到46.35%、22.17%，分别比可比公司中毛/净利率最高的国内农药制剂头部企业诺普信高9.76、6.24 pcts。较高的盈利水平也使得国光股份的ROE与可比公司相比处于较高水平，2023年国光股份的ROE（摊薄）达17.02%，高于4家可比公司。

图61：国光股份与可比公司毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

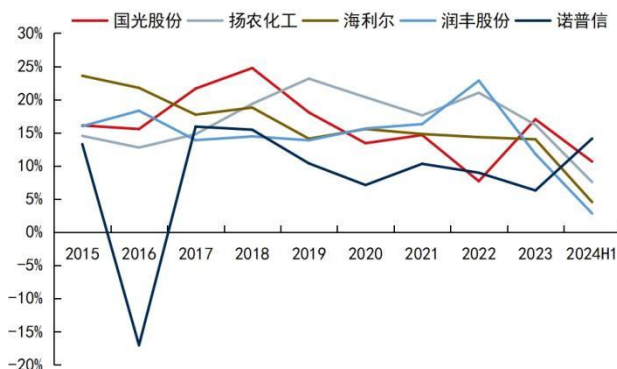
图62：国光股份与可比公司净利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

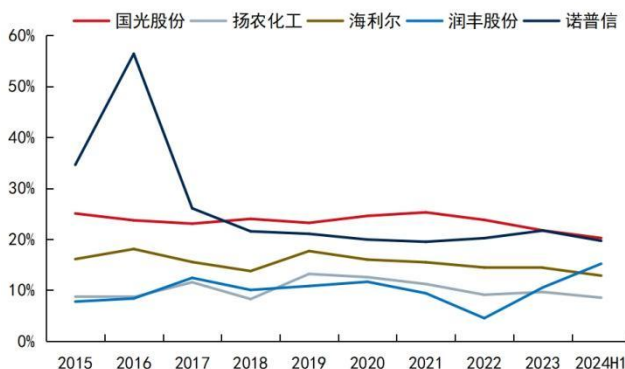
国光股份的期间费用率与可比公司相比处于较高水平，这与国光股份的销售费用率较高相关，国光股份的农药业务以农药制剂为主，主要面向国内市场，更贴近终端农户，因此品牌及销售渠道建设等费用相对较高。在可比公司中，诺普信的商业模式与国光股份较为接近，因此其期间费用率和销售费用率与国光股份较为相似；扬农化工、海利尔的原药占比较大，原料供应商的属性更强，销售费用率低于国光股份；国光股份的植物生长调节剂产品市场规模小且产品线复杂，而润丰股份农药制剂以大品种农药产品为主，因此其销售费用率低于国光股份。

图63：国光股份与可比公司ROE对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

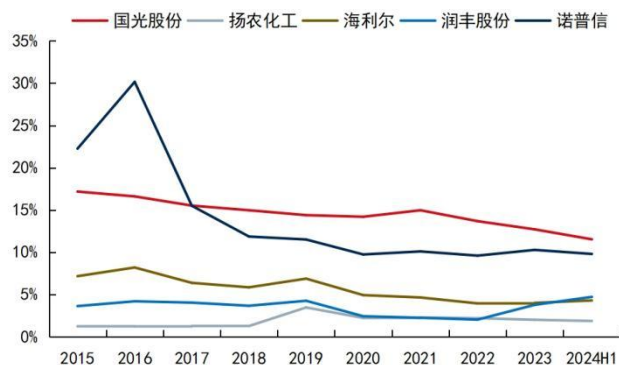
图64：国光股份与可比公司期间费用率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

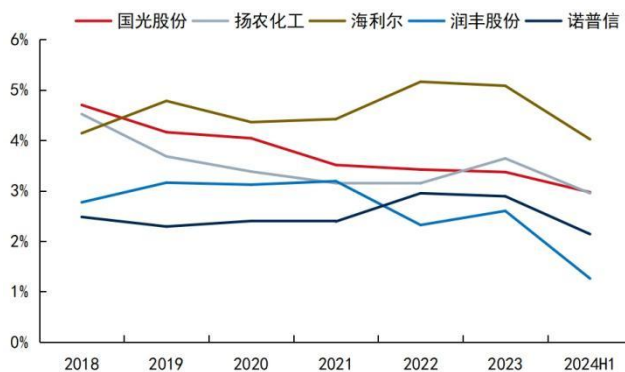
国光股份的研发费用率与可比公司相比处于较高水平。国光股份的研发费用率低于海利尔，高于另外 3 家可比公司，2018 至 2023 年国光股份的研发费用率始终保持在 3% 以上。

图 65: 国光股份与可比公司销售费用率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 66: 国光股份与可比公司研发费用率对比

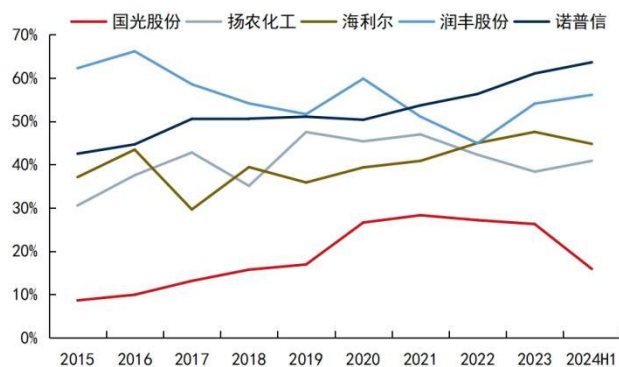


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国光股份的资产负债率与可比公司相比处于较低水平。自 2015 年上市以来，国光股份的资产负债率始终维持在较低水平，截至 2024 年年中，国光股份的资产负债率仅 15.89%，而 4 家可比公司的资产负债率均值达 51.35%，明显高于国光股份。较低的资产负债率“利”是公司的财务状况较为稳健，能够较好地应对市场变化和经营风险，“弊”是公司可能未充分利用财务杠杆来扩大经营规模和提高收益。

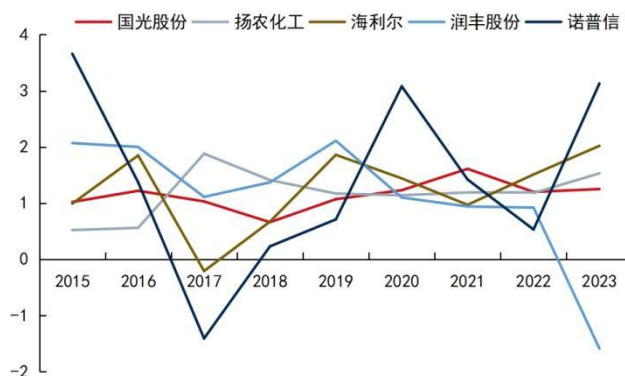
国光股份现金流充足。国光股份的净现比（经营活动现金流量净额/归母净利润）多年保持在 1 以上，与可比公司相比无明显差异，且波动幅度较小，反映出公司现金流充足，净利润中有较高比例的现金支持。

图 67: 国光股份与可比公司资产负债率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

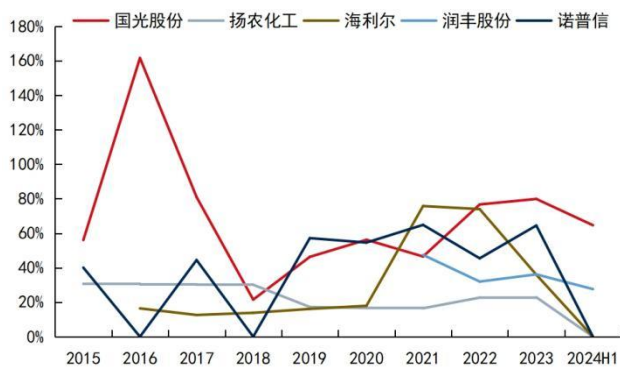
图 68: 国光股份与可比公司净现比对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国光股份的股利支付率和股息率与可比公司相比处于较高水平。自上市以来国光股份实施了连续、稳定的股利分配政策，2015 至 2023 年公司的股利支付率均值 69.51%，中值 56.19%，2023 年股利支付率达 79.87%，对应股息率达 4.59%，与可比公司相比处于较高水平。

图69: 国光股份与可比公司股利支付率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图70: 国光股份与可比公司股息率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下主要假设条件：

农药产品：1) 公司现有原药产能 1.45 万吨/年，在建产能 1.5 万吨/年；制剂产能 8.89 万吨/年，在建产能 2.2 万吨/年，产能利用率尚有较大的提升空间，足以支持公司作物全程解决方案的大规模推广。2) 2021-2023 年国光股份的植物生长调节剂营收增速分别为 21.51%、33.21%、14.61%，2023 年营业收入 79061.83 万元，而彼时公司的作物全程方案尚未开始大规模推广，随着公司大田作物全程方案在 2024 年取得较好的推广效果，我们预计未来三年公司作物全程方案将加速发展，考虑营收基数和公司员工配置，我们假设 2024-2026 年公司植物生长调节剂收入增速分别为 15%、12%、10%，营业收入分别为 90921.11、101831.64、112014.80 万元。3) 2023 年公司杀菌剂营业收入 25239.63 万元，2021-2023 年营收增速分别为 12.19%、1.49%、4.22%，未来有望受益于公司作物全程解决方案推广带来的销量提升，我们假设 2024-2026 年公司杀菌剂业务收入分别为 27000、28500、30000 万元，对应增速分别为 6.97%、5.56%、5.26%。2023 年公司其他农药营业收入为 22708.19 万元，我们假设其 2024-2026 年的营业收入分别为 24000、25000、26000 万元。基于以上假设，我们假设公司 2024-2026 年农药业务收入分别为 141921.11、155331.64、168014.80 万元。3) 考虑农药行业当前面临较大的产能过剩问题，我们预计多数农药原药和中间体的价格有望在低位运行较长时间，从而减轻公司的成本压力。2024 年上半年公司农药业务的毛利率已修复至 49.92%，公司农药销售以制剂产品为主，跟贴近国内终端农户，品牌影响力较强，且全程方案将产品打包销售后拥有较强的议价能力，参考公司农药业务过往毛利率，我们假设 2024-2026 年公司农药业务毛利率分别为 48%、49%、50%，2026 年之后均为 50%。

肥料业务：1) 水溶肥是国光股份的作物全程解决方案中除调节剂外另一重要成分，当前国光股份拥有水溶肥产能 1.68 万吨/年，现已满负荷运行，在建产能 5 万吨/年；生物有机肥/菌肥产能利用率较低。2023 年公司肥料产量 2.76 万吨，销量达 8.04 万吨，公司将部分肥料产品委托相应生产企业进行成品加工再销售。我们假设 2024-2026 年公司肥料销量增速与植物生长调节剂业务营收增速保持一致，分别为 15%、12%、10%。2) 往年公司肥料销售单价较为稳定，我们假设 2024-2026 年公司肥料销售均价均为 6000 元/吨。3) 2024 年上半年公司肥料业务毛利率已修复至 37.5%，考虑公司水溶肥扩产后自给率将提升，我们假设 2024-2026 年公司肥料业务毛利率分别为 36%、38%、40%，2026 年之后均为 50%。基于以上假设，我们预计国光股份 2024-2026 年肥料业务营业收入分别为 55456.80、62111.62、68322.78 万元。

园林资材及其他业务：1) 近三年公司园林资材业务营业收入相对稳定，2024 年上半年园林资材业务毛利率已修复至 51.20%，我们假设 2024-2026 年公司园林资产业务的营业收入均为 8000 万元，毛利率均为 50%。2) 公司其他业务主要包括服务业务，规模相对较小，参考该业务往年收入和利润率，我们假设 2024-2026 年公司其他业务收入均为 2000 万元，毛利率均为 20%。

基于以上假设条件，我们预计 2024-2026 年国光股份的营业收入分别为 207377.91、227443.26、246337.58 万元，毛利率分别为 44.60%、45.78%、46.98%，对应毛利润分别为 92486.58、104114.92、115736.51 万元。

表11: 国光股份盈利拆分（单位：万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
农药						
营业收入	94877.39	115458.94	127009.65	141921.11	155331.64	168014.80
其中：						
植物生长调节剂	51782.93	68982.33	79061.83	90921.11	101831.64	112014.80
杀菌剂	23861.90	24218.11	25239.63	27000.00	28500.00	30000.00
其他农药	19232.56	22258.50	22708.19	24000.00	25000.00	26000.00
营收增速	17.27%	21.69%	10.00%	11.74%	9.45%	8.17%
营业成本		69813.47	71240.34	73798.98	79219.14	84007.40
毛利润		45645.47	55769.31	68122.13	76112.50	84007.40
毛利率		39.53%	43.91%	48.00%	49.00%	50.00%
肥料						
营业收入	32022.32	36139.29	48863.38	55456.80	62111.62	68322.78
其中：						
销量（吨）	55024.23	61185.05	80372.17	92428.00	103519.36	113871.30
销售均价（元/吨）	5819.68	5906.56	6079.64	6000.00	6000.00	6000.00
营收增速	18.90%	12.86%	35.21%	13.49%	12.00%	10.00%
营业成本		0.00	31459.61	35492.35	38509.20	40993.67
毛利润		0.00	17403.77	19964.45	23602.41	27329.11
毛利率		32.36%	35.62%	36.00%	38.00%	40.00%
园林资材						
营业收入	8228.25	8379.08	8308.74	8000	8000	8000
营业成本			4699.06	4000	4000	4000
毛利润			3609.68	4000	4000	4000
毛利率			43.44%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务						
营业收入	719.96	4864.16	1797.82	2000	2000	2000
营业成本			1314.66	1600	1600	1600
毛利润			483.16	400	400	400
毛利率			26.87%	20.00%	20.00%	20.00%
公司整体						
营业收入	135847.92	164841.47	185979.59	207377.91	227443.26	246337.58
营业成本	75286.09	102410.71	108713.67	114891.33	123328.34	130601.07
毛利润	60561.83	62430.77	77265.91	92486.58	104114.92	115736.51
毛利率	44.58%	37.87%	41.55%	44.60%	45.78%	46.98%
营收增速	17.11%	21.34%	12.82%	11.51%	9.68%	8.31%
毛利增速	10.42%	3.09%	23.76%	19.70%	12.57%	11.16%
主要财务指标						
归母净利润	20617	11359	30204	36500	43000	50100
每股收益	0.47	0.26	0.69	0.84	0.99	1.15
ROE	14.64%	7.68%	17.02%	19%	21%	23%
股息率	2.20%	1.6%	1.6%	4.2%	5.0%	5.8%
P/E	21.1	53.4	20.0	16.6	14.1	12.1
P/B	3.3	4.1	3.4	3.2	3.0	2.8

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测 注：2026年之后公司各细分业务的毛利率假设与2026年相同

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：每股股价 13.87-20.38 元

管理费用方面，近年来国光股份员工总数和人均薪酬持续增长，对应的工资薪酬和员工股权激励费用有所增长，同时公司也在积极开展培训提升员工的管理能力、提高工作效率、降低管理成本，参考 2024 年前三季度财报公司管理费用率提升约 1.32 pcts，我们假设 2024-2026 年公司管理费用率（不含无形资产摊销）分别为 6.50%、6.30%、6.00%，其中 2024 年管理费用率较 2023 年提升约 1.03 pcts，2025 及 2026 年将小幅下降。

研发费用方面，近年来公司每年均取得新的农药/肥料登记证，而农药/肥料登记需要大量试验支持，因此研发投入增加；此外，近年来公司还参与了中国农业大学、中国气象科学研究院承担的多项重点研发计划。我们预计未来三年公司的研发直接投入和研发人员薪酬将有所提升，参考公司往年研发投入水平，我们假设 2024-2026 年公司研发费用率分别为 3.50%、3.50%、3.50%。

销售费用方面，公司未来的发展重点在大田及经济作物全程方案的推广上面，公司在加大销售人员的招聘力度，我们预计未来三年公司销售人员的薪酬、广告宣传推广费、差旅费均均将有所提升，同时考虑到目前公司较高的销售费用率基数，我们假设 2024-2026 年公司销售费用率分别为 12.80%、12.70%、12.50%。

财务费用方面，公司目前账上现金储备丰厚，财务费用率大致维持稳定。

基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，未来三年估值假设条件见下表：

表12：公司盈利预测假设条件

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	17.11%	21.34%	12.82%	11.51%	9.68%	8.31%
营业成本/营业收入	55.42%	62.13%	58.45%	55.40%	54.22%	53.02%
管理费用/营业收入	6.13%	5.90%	5.47%	6.50%	6.30%	6.00%
研发费用/营业收入	3.51%	3.42%	3.37%	3.50%	3.50%	3.50%
销售费用/销售收入	14.96%	13.67%	12.70%	12.80%	12.70%	12.50%
营业税及附加/营业收入	0.37%	0.45%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
所得税税率	15.31%	22.40%	13.64%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	47.26%	86.42%	31.09%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

注：此处管理费用不含无形资产摊销；股利分配比率=分配股利、利润或偿付利息支付的现金/税后利润

表13: 资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1.2	T	15.00%
无风险利率	2.00%	Ka	9.80%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.26
公司股价	13.92	Ke	10.19%
发行在外股数	435	E/(D+E)	94.44%
股票市值(E)	6054	D/(D+E)	5.56%
债务总额(D)	356	WACC	9.87%
Kd	5.30%	永续增长率	2.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析:

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
永续增长率变化	16.47	8.9%	9.4%	9.87%	10.4%	10.9%
	2.6%	20.38	18.72	17.29	16.05	14.96
	2.4%	19.96	18.38	17.00	15.81	14.75
	2.2%	19.57	18.05	16.73	15.58	14.56
	2.0%	19.21	17.75	16.48	15.36	14.37
	1.8%	18.86	17.46	16.23	15.16	14.20
	1.6%	18.53	17.19	16.00	14.96	14.03
	1.4%	18.23	16.93	15.78	14.77	13.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件, 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 20.74/22.74/24.63 亿元, 归母净利润为 3.65/4.30/5.01 亿元, 摊薄 EPS 为 0.84/0.99/1.15 元。采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 13.87-20.38 元, 在 2% 的永续增长率以及 9.87% 的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 16.48 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司, 在成长股预测中存在失真现象, 公司植物生长调节剂的准入壁垒较高, 盈利和商业模式较为稳定; 同时未来公司将加大对作物全程解决方案的推广, 从而带动公司主营产品销量的增长, 成长属性也较为突出。

相对估值: 每股股价 15.96-17.64 元

我们选取国内农药行业龙头扬农化工, 主营业务有农药原药、制剂、肥料的海利尔, 主营海外农药制剂的润丰股份, 以及国内农药制剂销售额第二的诺普信作为国光股份的可比公司, 选择理由如下:

1、扬农化工(600486.SH): 扬农化工是中国中化控股有限责任公司旗下成员企业, 全球拟除虫菊酯原药重要供应商, 全球农化企业十强。公司核心品种拟除虫菊酯是全国制造业单项冠军产品, 2018 年获中国工业大奖。公司现有员工 3000 余人, 经过多年市场布局, 与全球主要农化跨国巨头均形成紧密良好的合作, 产品远销全球 80 多个国家和地区, 是全球农药原药产品的核心供应商。扬农化工的优势在于研产销一体化, 在新农药产品创制及非专利产品创新上具有显著优势。公司发展愿景是成为“行业领先、受人尊重、科技驱动的创新型农化标杆企业”。2023 年, 扬农化工实现营业收入 114.78 亿元, 归母净利润 15.65 亿元。

与国光股份相比，扬农化工的营收和利润规模大于国光股份，2023 年扬农化工有 57.09% 的营收来自海外，而国光股份只有 0.75% 的营收来自海外。扬农化工当前的业务模式以农药原药销售为主，农药制剂销售为辅，是全球农化巨头的核心供应商，而国光股份以国内农药制剂销售为主。扬农化工的农药产品以杀虫剂为主，近些年来除草剂、杀菌剂等农药产能持续提升，现农药产品线较为均衡，国光股份的农药产品以植物生长调节剂为主，杀菌剂和其他农药为辅。

2、润丰股份（301035.SZ）：润丰股份主要产品为除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂等，拥有多个品类全面而丰富的产品组合，已构建了涵盖原药与制剂的研发、制造以及面向全球市场的品牌、渠道、销售与服务的完整产业链。润丰股份在中国、南美、欧洲、美国拥有 6 处制造基地，已在境外设有 100 多个下属子公司，在全球 100 多个国家和地区开展业务，并正在积极持续地进一步完善全球营销网络。润丰股份已通过海关 AEO 高级认证，先后获得“中国农药出口额 30 强”、“中国农药制造业 100 强企业”、“中国农药创新贡献奖”等各类荣誉称号。2023 年，润丰股份实现营业收入 114.85 亿元，归母净利润 7.71 亿元。

与国光股份相比，润丰股份的营收规模较大，而从利润水平看，2024 年前三季度润丰股份的归母净利润 3.42 亿元，与国光股份较为接近。2023 年润丰股份 97% 的营收都来自海外，是中国农药出口额最多的公司，也是中国海外农药登记证最多的公司，而国光股份的业务主要在国内开展。润丰股份现农药产品线较为丰富，除杀虫剂、除草剂、杀菌剂等常规农药品种外，也涉及一些植物生长调节剂、种衣剂等小宗农药。

3、诺普信（002215.SZ）：诺普信是一家以研发、生产、销售农业投入品（主要是农药制剂和植物营养）并提供专业化综合农业服务的国家级高新技术企业。经过多年的创新变革与探索实践，诺普信现有员工近 3500 人，已逐步形成了“农资研产销、农业综合服务与特色作物产业链”三大战略三块业务齐头并进的发展新格局。2023 年，诺普信实现营业收入 41.20 亿元，归母净利润 2.36 亿元。

与国光股份相比，诺普信的营收规模较高，而利润水平相当。诺普信是 2023 年中国农药制剂销售额排名第二的国内企业，而国光股份排名第五，诺普信的农药制剂销售额也大于国光股份。诺普信的农药产品主要为除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大常规农药，较少涉及植物生长调节剂。近年来诺普信积极探索第二增长曲线，以鲜食蓝莓为突破，深度切入“现代特色作物生鲜消费领域”，公司种植业营收占比逐年增加。

表 15：同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2025/1/6)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
600486.SH	扬农化工	农药原药、制剂	55.55	3.85	3.26	4.11	16.39	17.13	13.60	2.19	225.91
301035.SZ	润丰股份	海外农药制剂	45.60	2.77	1.98	3.32	25.30	23.39	13.90	1.98	128.03
002215.SZ	诺普信	农药制剂、种植业	11.02	0.24	0.65	0.90	34.88	17.00	12.21	2.87	101.73
平均值							25.52	19.17	13.24	2.35	
002749.SZ	国光股份	农药制剂、肥料	10.12	0.69	0.84	0.99	20.0	16.6	14.1	3.26	66.73

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

相对估值方面，根据可比公司的平均 PE（2024 年）约 19.17 倍，我们预计国光股份当前股价对应 2024 年预期 EPS 的 PE 为 16.6 倍，低于可比公司平均水平，与扬农化工、诺普信较为接近。

我们认为，国光股份是国内植物生长调节剂登记证最多的公司，而植物生长调节剂药性比一般农药复杂，登记工作更为复杂，登记费用大而市场规模相对较小，因此行业壁垒高于一般农药品种，毛利率高于绝大多数农药，且较为稳定。国光股份受全球农化行业库存周期影响较小，已领先多数农药企业实现利润修复，2024 年前三季度国光股份归母净利润增速 21.18%，而多数国内农药企业利润负增长，国光股份的经营韧性突出。国光股份以国内农药制剂销售为主，是国内农药销售额第五的国内公司，前期渠道及品牌建设扎实，现已在广大农户中间形成良好口碑，客户粘性较强。此外，我们还看好国光股份作物全程解决方案在未来三年加速推广，国光股份的作物全程解决方案以植物生长调节剂和水溶肥为核心成分，辅以科学施用指导，颇具特色，其他农药企业难以快速复制，在 2024 年推广过程中国光方案已取得较好的增产效果，后续形成良好口碑后有望加速推进。我们认为国光股份的营收和利润增速有望在未来三年保持较快水平，同时公司多年来坚持大比例分红，2024-2026 年预期股息率在 4.2%-5.8%，相当可观。

因此，我们认为国光股份应当享有一定的估值溢价，所以按照公司 2024 年 EPS 给予 19-21 倍 PE 来估值较合理，对应股价区间 15.96-17.64 元。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 3.65/4.30/5.01 亿元，摊薄 EPS 为 0.84/0.99/1.15 元，当前股价对应 PE 为 16.6/14.1/12.1x。综合绝对及相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 15.96-17.64 元之间，2024 年 EPS 对应动态市盈率为 19-21X，相对于公司目前股价（14.25 元）有 12%-23.79%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 15.96-17.64 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的扬农化工、润丰股份、诺普信等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑国光股份成长性，在行业平均动态 PE 为 19.17 的基础上给予了一定溢价，最终给予公司 2024 年 19-21 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 11.51%/9.68%/8.31%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 44.60%/45.78%/46.98%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受调节剂的价格影响较大，我们预计未来 3 年公司调节剂的市场价格和盈利水平维持相对稳定，若由于形势变化，后续调节剂的实际价格低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

生产经营风险

公司治理风险：公司控股股东、实际控制人颜昌绪先生及其亲属持有公司股份较多，持股比例较为集中；公司 8 名董事中有 2 人为其亲属，其中 1 人同时兼任公司高级管理人员职务，对公司的经营活动和发展战略施加重要影响。

市场竞争加剧可能导致公司主要产品毛利率下降及业绩下滑的风险：相较传统农药和肥料行业，公司所属植物生长调节剂和水溶性肥料细分行业集中度较高，产品销售毛利率较高，而较高的毛利率可能会吸引国内外潜在进入者进入市场，从而加剧公司主要产品的市场竞争，影响公司的盈利水平及收入水平。同时，在国家提高产业集中度的大背景下，若在行业市场整合的过程中，本公司未能在规模、管理、营销、技术等方面占据竞争优势，未来也将面临较大市场竞争风险。

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

生产许可证和产品登记证重续的风险：2017年6月1日，新修订的《农药管理条例》正式实施，农药登记、生产、经营、应用和监管归口农业部门统一管理，实现了农药产销用全程一体化管理。农药生产许可证、农药登记证等均有一定的有效期，需在有效期届满前向主管部门申请续展或重新登记。在重续该等证书时，需经主管部门按当时施行的相关法律法规及标准重新评估。公司的前述证件如果未能重续，将对公司生产经营造成不利影响。

农药产品因使用不当被公众误解的风险：国家对农药行业实行严格的监督管理。植物生长调节剂产品作为一种外源的非营养性化学物质，科学、合理的使用已被证明有利于改善农产品品质，促进农业增产、农民增收，公司还通过技术指导等方式帮助种植户科学合理的使用农药。但是近年来由于个别农药使用者没有按照产品使用说明用药，导致农药残留超标和药害事件时有发生，使得公众对植物生长调节剂等农药的使用存在一定程度的误解。如若公众因对植物生长调节剂等农药的认识存在一定的误区而导致种植户减少使用，仍将会对公司经营业绩产生一定影响。

农药新产品开发风险：不断开发高附加值的农药产品，拓宽产品的应用领域是农药生产企业扩大市场份额，拓宽企业发展空间及增强企业市场竞争力、提升盈利能力的重要手段，而根据我国农药产品登记政策的要求，农药、肥料须经过严格的试验、登记，才能够进行推广使用。新产品的登记需要投入大量的人力、物力和财力。随着市场竞争愈发激烈，如果公司不能及时准确地把握市场需求，将会导致公司研发的新产品不能获得市场认可，对公司市场竞争能力产生不利影响。

环境保护风险：公司始终将环境保护问题作为工作重心之一，拥有较为完善的环保设施和管理措施，依法取得了《排放污染物许可证》等相关环境许可文件，制定了突发环境风险应急预案并进行备案，制定了污染物排放自行监测方案，并在成都市生态环境局官网对监测结果进行公开。尽管如此，仍不能排除因环保设备软硬件故障、环保人员误操作及不可抗的自然因素等导致公司污染物短暂超标排放的可能，进而存在面临受到环保处罚的风险。近年来国家环境保护力度不断加强，并可能在未来出台更为严格的环保标准。环保标准的提高需要公司进一步加大环保投入，提高运营成本，可能会对公司利润水平带来一定影响。

安全生产风险：公司部分原材料属于易燃、易爆、有毒等危险化学品。公司按照国家危险化学品安全标准化管理的相关规定，安装使用了相应的安全设备，并制定了严格的安全生产管理制度，对员工实施严格的安全绩效考核。此外，公司还建立安全生产预警机制和突发事件处理机制，定期组织现场演练。截至目前，公司从未发生过重大安全事故，但以上行之有效的措施，仍不能排除公司因操作不当、机械设备故障或不可抗的自然因素导致生产事故的发生，从而影响公司的正常生产，进而影响公司经营业绩。

商誉减值风险：国光股份过去几年相继收购了重庆依尔双丰、山西浩之大、鹤壁全丰，产生较多商誉，2024年三季报商誉0.56亿元，占净资产约2.55%，存在一定减值风险；再者，未来商誉若改为摊销计价，对公司未来盈利负面影响较大。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1016	1249	1492	1622	1782	营业收入	1648	1860	2074	2274	2463
应收款项	76	72	85	93	101	营业成本	1024	1087	1149	1233	1306
存货净额	387	353	366	392	415	营业税金及附加	7	9	10	11	12
其他流动资产	52	194	62	68	74	销售费用	225	236	265	289	308
流动资产合计	1530	1868	2005	2176	2372	管理费用	114	120	142	150	155
固定资产	446	465	478	487	492	研发费用	56	63	73	80	86
无形资产及其他	166	169	162	156	149	财务费用	(4)	(15)	(21)	(26)	(30)
投资性房地产	117	154	154	154	154	投资收益	0	6	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(69)	(1)	0	0	0
资产总计	2259	2657	2800	2973	3168	其他收入	(64)	(56)	(73)	(80)	(86)
短期借款及交易性金融负债	25	53	50	50	50	营业利润	149	371	457	538	627
应付款项	60	79	67	72	76	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	200	200	227	244	258	利润总额	149	371	457	538	627
流动负债合计	285	333	344	366	384	所得税费用	33	51	69	81	94
长期借款及应付债券	289	306	306	306	306	少数股东损益	2	19	23	27	32
其他长期负债	40	59	75	89	105	归属于母公司净利润	114	302	365	430	501
长期负债合计	328	365	381	395	411	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	614	698	725	761	795	净利润	114	302	365	430	501
少数股东权益	166	185	191	200	209	资产减值准备	70	(91)	0	0	0
股东权益	1479	1774	1884	2013	2163	折旧摊销	60	66	53	58	62
负债和股东权益总计	2259	2657	2800	2973	3168	公允价值变动损失	69	1	0	0	0
						财务费用	(4)	(15)	(21)	(26)	(30)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(111)	(195)	136	(5)	(2)
每股收益	0.26	0.69	0.84	0.99	1.15	其它	(70)	104	7	8	9
每股红利	0.23	0.22	0.59	0.69	0.81	经营活动现金流	132	187	562	492	571
每股净资产	3.40	4.08	4.33	4.63	4.97	资本开支	0	25	(60)	(60)	(60)
ROIC	10.25%	15.26%	17%	19%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	7.68%	17.02%	19%	21%	23%	投资活动现金流	0	25	(60)	(60)	(60)
毛利率	38%	42%	45%	46%	47%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	19%	21%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	22%	24%	25%	27%	支付股利、利息	(98)	(94)	(256)	(301)	(351)
收入增长	21%	13%	12%	10%	8%	其它融资现金流	(75)	208	(3)	0	0
净利润增长率	-45%	166%	21%	18%	16%	融资活动现金流	(271)	21	(259)	(301)	(351)
资产负债率	35%	33%	33%	32%	32%	现金净变动	(139)	233	243	130	160
股息率	1.6%	1.6%	4.2%	5.0%	5.8%	货币资金的期初余额	1155	1016	1249	1492	1622
P/E	53.4	20.0	16.6	14.1	12.1	货币资金的期末余额	1016	1249	1492	1622	1782
P/B	4.1	3.4	3.2	3.0	2.8	企业自由现金流	0	194	500	428	507
EV/EBITDA	23.7	16.4	13.9	12.0	10.4	权益自由现金流	0	403	515	450	533

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032