

国内植调剂领军者，全程解决方案助力成长

—— 国光股份（002749.SZ）深度报告

2025 年 12 月 26 日

核心观点

- 国内植物生长调节剂龙头，生产经营稳健向好：**国光股份自 20 世纪 90 年代开始生产、销售植物生长调节剂，是国内较早进入植物生长调节剂行业的企业，先发优势突出。近年来，公司立足于植物生长调节剂和高端水溶性肥料领域，内生、外延式发展双轮驱动，不断完善公司产品线与营销网络，旗下“国光”、“双丰”、“浩之大”、“国光园林”、“鹤壁全丰”品牌影响力持续扩大。公司营收随之实现稳健增长，盈利能力整体维持在良好水平。2025 年前三季度公司实现营业总收入 15.23 亿元，同比增长 6.09%；实现归母净利润 2.78 亿元，同比增长 3.06%。
- 量小功高，植物生长调节剂前景广阔：**基于使用成本低、见效快、用量低、效果显著、投入产出比高等特点，植物生长调节剂现已在全球范围内广泛应用于农业、林业生产等领域，成为了提高农产量、改善农产品品质的一项重要手段。与发达国家相比，目前我国植物生长调节剂仍处于导入阶段，市场潜力尚未真正被激发。预计未来在粮食作物稳产保供、单亩次施用成本更高的经济作物、园林种植面积持续扩张，以及农业现代化、无人化发展趋势下，我国对于作物及植株高效、精准调控的需求将愈发迫切，植物生长调节剂的渗透率及需求规模仍有广阔增长空间。
- 研发积累构筑坚实护城河，全程方案大有可为：**凭借多年自主研发积累，公司目前是国内少数拥有完整植物生长调节剂产业链的企业之一，也是国内植物生长调节剂登记品种最多、植物生长调节剂制剂销售额最大的公司。基于丰富的产品矩阵，近年来公司开始大力推广以植物生长调节剂为核心，以农药化肥为组合的作物全程解决方案，实测效果显著。未来在我国土地流转加速、乡村振兴不断推进的背景下，土地规模化、专业化经营将成为重要发展趋势，种植大户的占比将不断提升，公司作物全程解决方案与其追求效益的核心诉求高度契合，有望迎来全新发展机遇，并助力公司长期保持行业领先地位。
- 投资建议：**预计公司 2025-2027 年公司营收分别为 20.85、23.17、29.11 亿元，同比分别变化 4.97%、11.12%、25.67%；归母净利润分别为 3.83、3.94、5.06 亿元，同比分别变化 4.44%、2.84%、28.37%；每股收益分别为 0.82、0.85、1.09 元，对应 PE 分别为 16.95、16.48、12.84 倍。首次覆盖，给予国光股份“推荐”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，原材料价格大幅波动的风险，行业监管政策变化的风险，下游需求不及预期的风险，募投项目进展不及预期的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,986.16	2,084.83	2,316.60	2,911.22
收入增长率	6.79%	4.97%	11.12%	25.67%
归母净利润(百万元)	367.03	383.33	394.22	506.05
利润增长率	21.52%	4.44%	2.84%	28.37%
摊薄 EPS(元)	0.79	0.82	0.85	1.09
PE	17.70	16.95	16.48	12.84

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

国光股份（股票代码：002749）

推荐 首次评级

分析师

王鹏

☎：010-80927713

✉：wangpeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525090001

孙思源

☎：0755-23913136

✉：sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070004

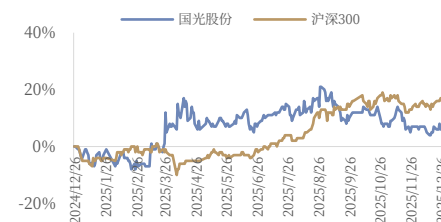
市场数据

2025 年 12 月 26 日

股票代码	002749
A 股收盘价(元)	13.93
上证指数	3,963.68
总股本(万股)	46,636
实际流通 A 股(万股)	45,365
流通 A 股市值(亿元)	63

相对沪深 300 表现图

2025 年 12 月 26 日



资料来源：中国银河证券研究院

目录

Catalog

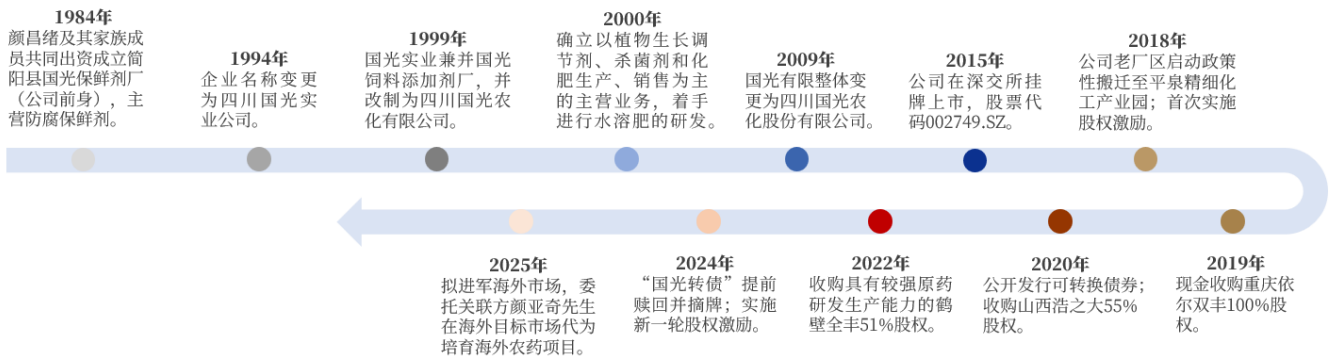
一、国内植物生长调节剂龙头，生产经营稳健向好	3
(一) 多年深耕植物生长调节剂，股权结构集中稳定	3
(二) 积极推广全程解决方案，公司业绩稳健增长	5
二、量小功高，植物生长调节剂前景广阔	9
(一) 植物生长调节剂，现代农业的守护者	9
(二) 我国植物生长调节剂仍在导入期，市场潜力待激发	12
(三) 行业准入壁垒较高，政策引导有序发展	14
三、研发积累构筑坚实护城河，全程方案大有可为	16
(一) 公司产业链布局完善、产品结构丰富	16
(二) 以全程解决方案为抓手，强化发展动能	17
四、盈利预测与投资建议	19
(一) 盈利预测	19
(二) 相对估值	20
(三) 绝对估值	20
五、风险提示	22

一、国内植物生长调节剂龙头，生产经营稳健向好

(一) 多年深耕植物生长调节剂，股权结构集中稳定

专注从事植物生长调节剂，稳筑行业龙头地位。四川国光农化股份有限公司前身为简阳县国光保鲜剂厂，成立于1984年，初期主要生产防腐保鲜剂产品。公司从90年代开始生产、推广植物生长调节剂，是国内较早进入植物生长调节剂行业的企业。2000年，公司确立以植物生长调节剂、杀菌剂和化肥生产、销售为主营业务，并开始着手进行水溶肥的研发。2015年，处于快速上升期的公司成功在深交所挂牌上市，为公司植物生长调节剂和水溶肥主业扩建项目募集资金，以进一步增强市场竞争优势。2019年以来，公司聚焦植物生长调节剂、水溶肥等优势品类，外延式扩张与内生式增长并重，不断完善公司产品线与营销网络，旗下“国光”、“双丰”、“浩之大”、“国光园林”、“鹤壁全丰”品牌影响力持续扩大。公司现已发展成为前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，拥有稳定的客户群体和良好的品牌形象，在国内市场竞争中稳居有利地位。另外，公司现拟开展海外市场拓展业务，先由公司关联方在海外目标市场代为培育农药项目，待代培育的海外农药标的公司条件成熟，将按监管要求履行相应程序后注入上市公司。该方案可在助力公司有效获取商业机会、实现中长期发展战略目标的同时，尽可能地规避开拓海外业务的诸多前期风险，最大限度保障全体股东利益。

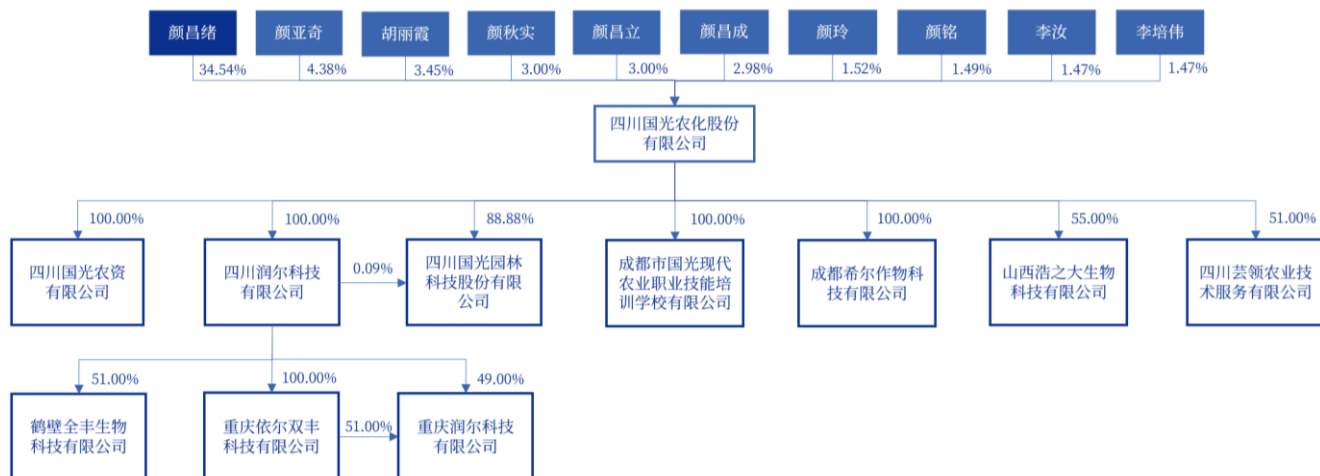
图1：国光股份发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司由颜氏家族控股，股权结构集中且稳定。公司成立之初为颜昌绪及其家族成员共同出资，经过多轮股本变化后，现依然由颜氏家族相关成员集中持股。其中，颜昌绪为公司实际控制人，截至2025年9月30日持股数量为1.61亿股，持股比例为34.54%；颜亚奇为颜昌绪的儿子，颜秋实、颜昌成、颜昌立为颜昌绪的兄弟，颜玲是颜昌成的子女，颜铭是颜昌立的子女，李汝、李培伟是颜昌绪妹妹的子女。截至2025年9月30日，上述颜氏家族9名一致行动人合计持股数量为2.51亿股，合计持股比例为53.86%。

图2：国光股份股权结构（截至 2025 年三季度）



资料来源：公司公告、iFind、中国银河证券研究院

连续实施股权激励，充分调动员工积极性。公司自 2018 年以来已连续实施三轮股权激励计划。2024 年 1 月，公司发布《2024 年限制性股票激励计划（草案）》，本轮激励计划合计授予激励对象限制性股票 853.58 万股，约占草案公告时公司总股本的 1.96%，获授对象共计 364 人。考核指标方面，公司以 2023 年营业收入为基数，对 2024-2026 年度公司营业收入增长率进行考核，目标增长率分别为 20%、44%、72%。公司建立、健全长效激励机制，连续实施股权激励计划，将有助于吸引和留住优秀人才，充分调动核心员工的积极性，持续增强公司的市场竞争力及可持续发展能力，进而实现公司阶段性发展目标和中长期战略规划。

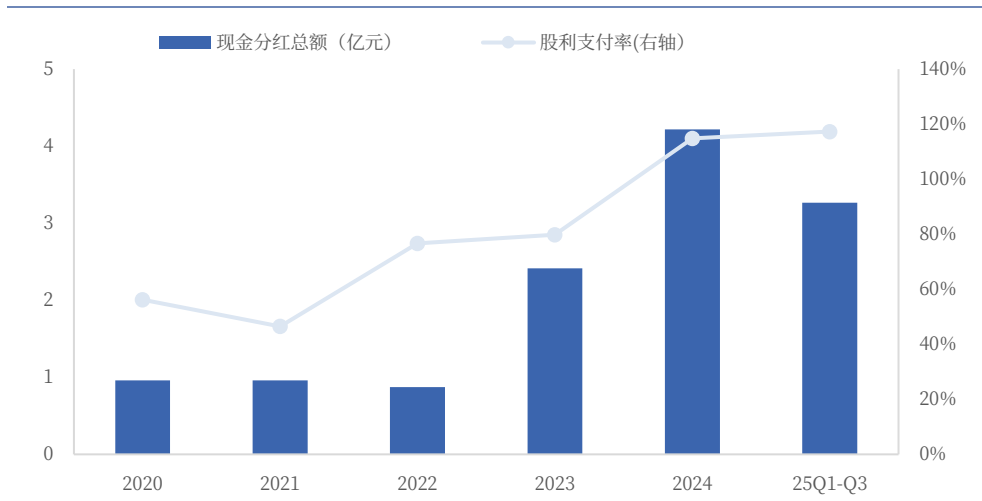
表1：公司历年股权激励计划方案

	考核指标	考核年度	目标设定值	获授人数（人）	获授限制性股票数量（万股）	占草案公告时公司股本总额比例
2018 年限 制性股票激 励计划	以 2017 年营业收入为基数的营业收入增速	2018 年	20%	126	238.38	1.87%
		2019 年	45%			
		2020 年	75%			
2021 年限 制性股票激 励计划	以 2020 年营业收入为基数的营业收入增速	2021 年	17%	224	610.69	1.42%
		2022 年	37%			
		2023 年	60%			
2024 年限 制性股票激 励计划	以 2023 年营业收入为基数的营业收入增速	2024 年	20%	364	853.58	1.96%
		2025 年	44%			
		2026 年	72%			

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

公司高度重视投资者回报，分红政策持续、稳定。公司充分重视股东的合理投资回报，自上市以来始终维持较高股利分配率。根据公司发布的《未来三年（2024-2026 年）股东回报规划》，2024-2026 年度公司计划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%。同时公司将结合发展阶段、资金支出安排，适当增加利润分配比例及次数，保证分红回报的持续、稳定。2024 年度公司共计现金分红 3 次，累计分红金额 4.22 亿元，股利分配率高达 114.87%。2025 年度公司已分别在中报、三季度发布利润分配方案，前三季度公司合计现金分红金额为 3.26 亿元，股利分配率高达 117.31%。

图3: 公司现金分红总额及股利支付率

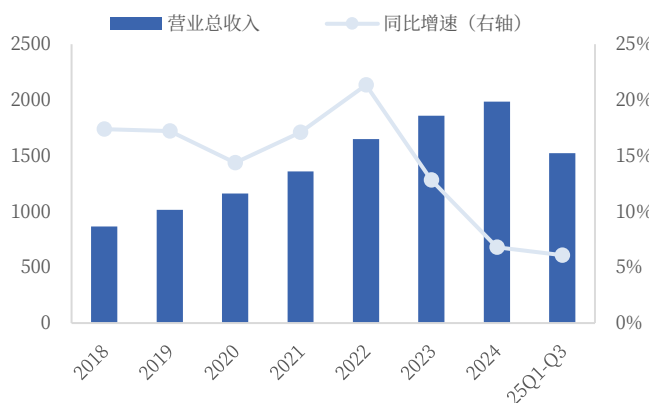


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 积极推广全程解决方案, 公司业绩稳健增长

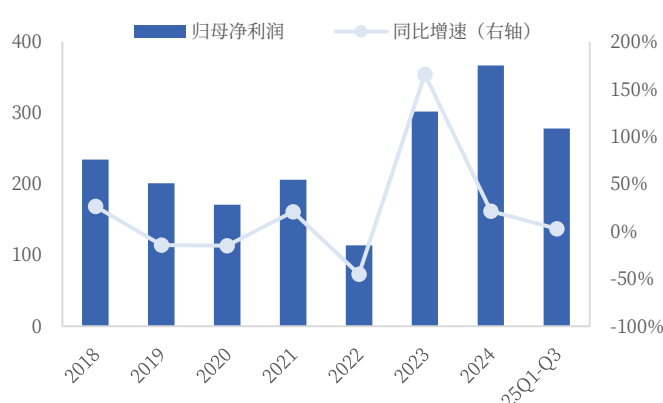
竞争力、品牌影响力不断提升, 公司业绩稳健增长。近年公司立足于植物生长调节剂和高端水溶性肥料领域, 内生、外延式发展双轮驱动, 积极完善产品布局、扩充产能, 并坚持进行渠道建设, 营销渠道不断完善、规模不断扩大, 营收实现稳健增长, 盈利能力整体维持在良好水平。其中, 2022年公司归母净利润及净利率显著回落, 一是公司对控股子公司鹤壁全丰计提了大额度的商誉减值损失; 二是公司对恒大园林集团有限公司、恒大集团的其他成员企业的债权计提了较大额度的应收账款减值损失和其他应收款减值损失。2023年以来, 随公司竞争力和品牌影响力提升, 公司营收和盈利屡创新高。2024年, 公司实现营业总收入 19.86 亿元, 同比增长 6.79%; 实现归母净利润 3.67 亿元, 同比增长 21.52%。2025 年前三季度公司实现营业总收入 15.23 亿元, 同比增长 6.09%; 实现归母净利润 2.78 亿元, 同比增长 3.06%。

图4: 公司营业收入 (百万元) 及同比增速



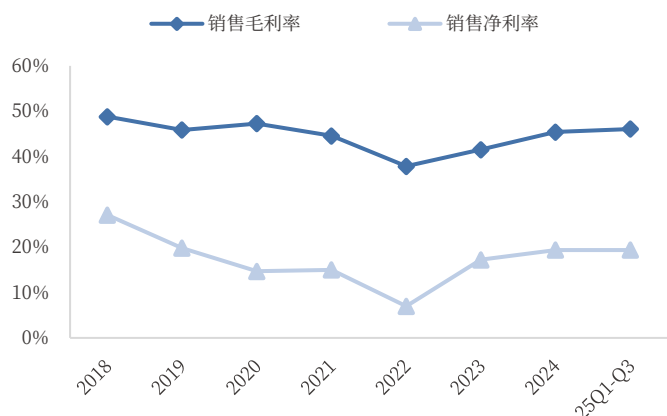
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图5: 公司归母净利润 (百万元) 及同比增速



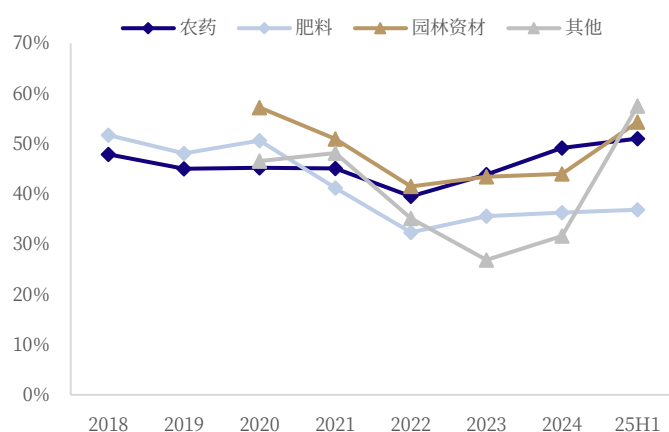
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 公司销售毛利率及净利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

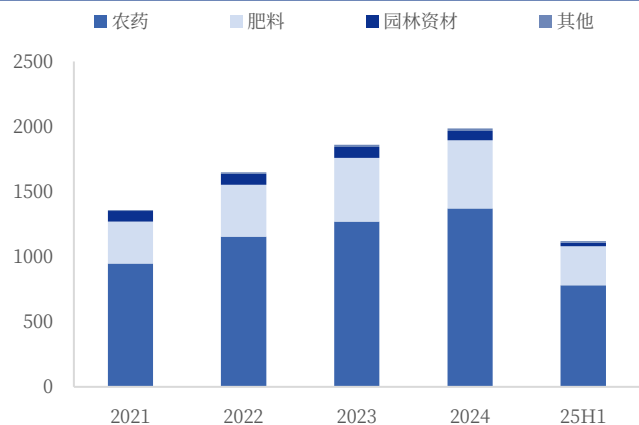
图7: 公司主营业务毛利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

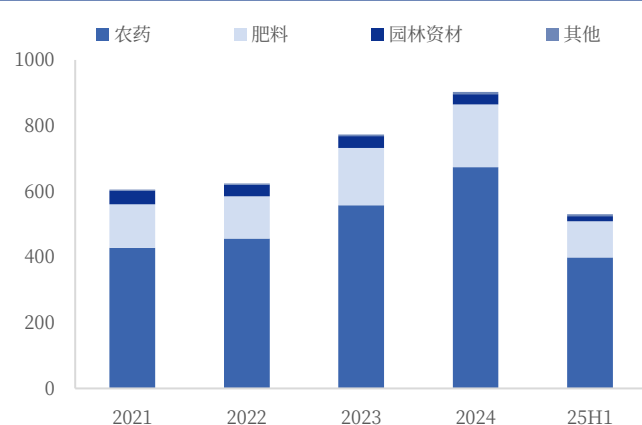
分板块来看, 公司营收及盈利主要来自农药、肥料两大业务, 且近年来两项业务板块营收及盈利能力均呈现稳健向好态势。2024 年农药、肥料板块收入贡献率分别为 68.97%、26.40%; 毛利贡献率分别为 74.68%、21.10%。25H1 农药、肥料板块收入贡献率分别为 69.85%、26.63%; 毛利贡献率分别为 75.18%、20.71%。

图8: 公司营业收入结构 (百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

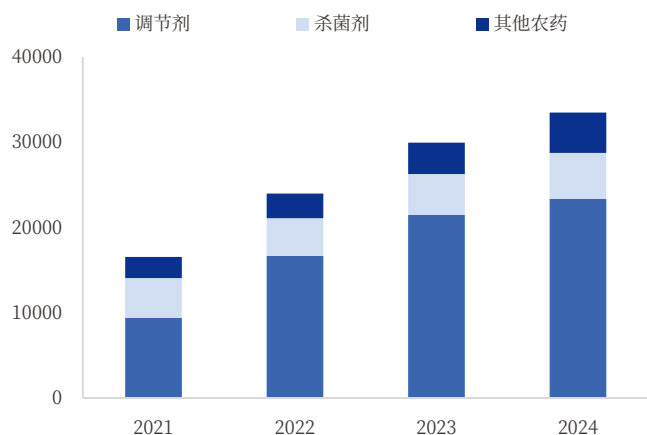
图9: 公司毛利结构 (百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

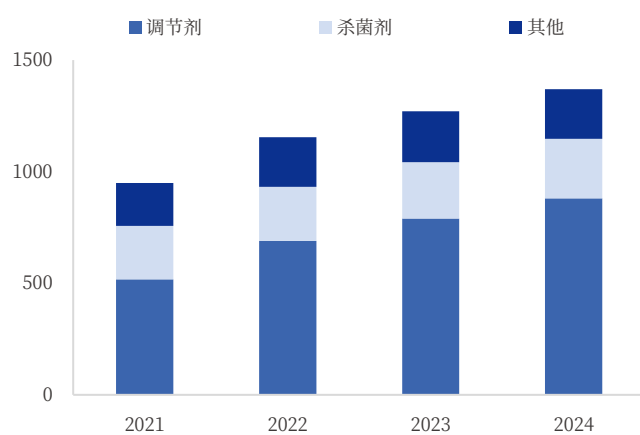
公司农药板块以植物生长调节剂为主, 2024 年公司植物生长调节剂在农药板块的销量、收入占比分别为 69.65%、64.25%。植物生长调节剂是公司核心产品之一, 其应用技术要求较其他农药产品更高。作为国内少数拥有植物生长调节剂完整产业链的企业之一, 近年来公司植物生长调节剂及农药板块盈利能力维持在较高水平。2024 年公司农药板块销售毛利率为 49.19%, 25H1 进一步增长至 51.04%。

图10: 公司农药产品销售结构 (吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

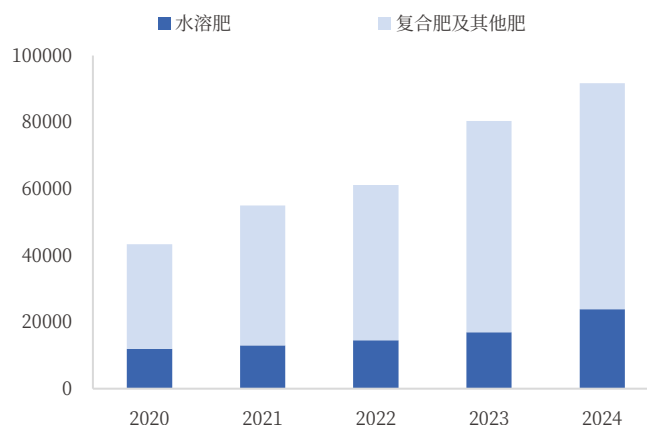
图11: 公司农药板块收入结构 (百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

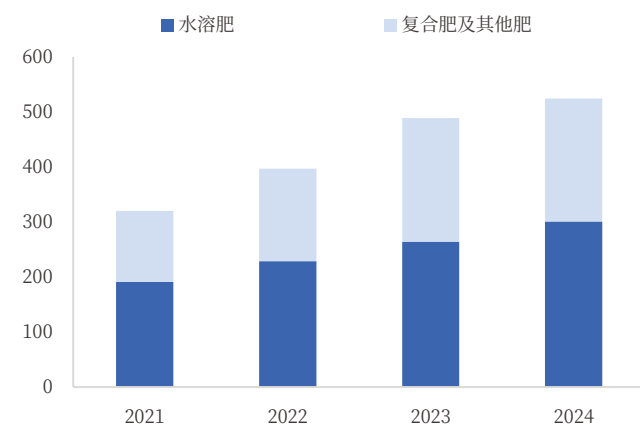
公司肥料板块主打产品为高端水溶性肥料。公司从事水溶肥生产销售较早, 水溶肥产品丰富, 目前主要生产含氨基酸水溶性肥料和大量元素水溶性肥料, 同时具备生产微量元素水溶性肥料和含腐植酸水溶性肥料的生产能力。加之公司水溶肥产品与公司优势产品植物生长调节剂打造“水肥调一体化”解决方案, 进一步强化了公司水溶肥的竞争力, 目前公司在水溶肥行业处于领先地位, 水溶肥产品产销两旺, 售价及盈利能力均显著高于常规复合肥产品。2024 年公司水溶肥在肥料板块的销量、收入占比分别为 25.98%、57.39%。

图12: 公司肥料产品销售结构 (吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

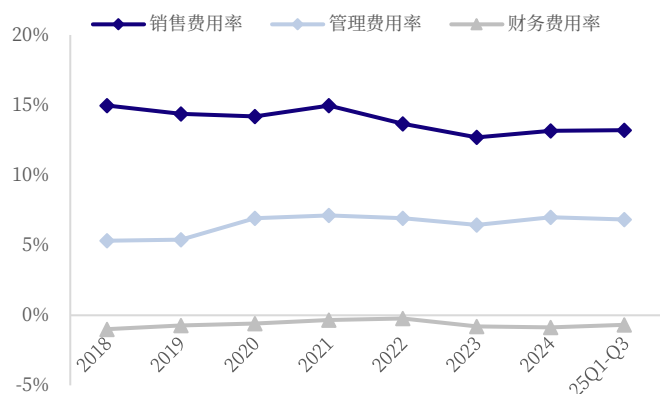
图13: 公司肥料板块收入结构 (百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

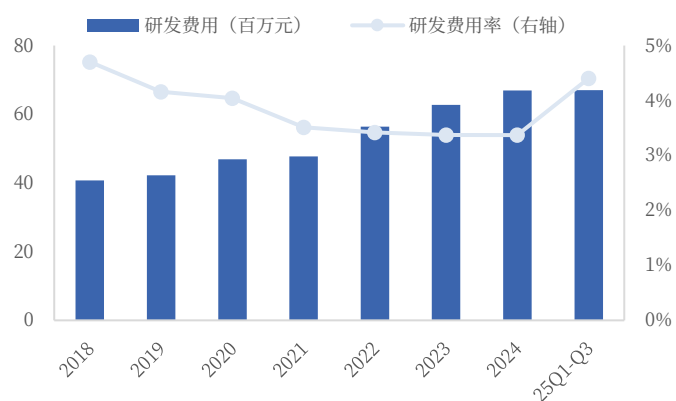
公司费用率水平表现偏稳, 研发投入力度稳步增强。公司费用管控能力良好, 近年来公司三费率水平整体表现偏稳。2024 年公司三费率合计为 19.29%, 同比增长 0.94 个百分点。2025 年前三季度公司三费率合计为 19.34%, 同比变化 0.19 个百分点。另外, 公司自主研发能力较强, 为完善产品矩阵、有效开展产品市场推广、扩大销售规模, 公司一方面依托自有的研究专业能力优秀的研发团队, 另一方面加强与高校、科研机构交流合作, 持续积极推进新产品研发、产品配方及工艺优化、应用技术研发、产品登记, 近年来公司研发费用投入规模逐步提升。2024 年公司研发费用支出 6693.76 万元, 同比增长 6.68%; 研发费用率为 3.37%, 同比持平。2025 年前三季度公司研发费用支出 6705.04 万元, 同比增长 36.78%; 研发费用率为 4.40%, 同比增长 0.99 个百分点。坚持自主研发、完善产品结构布局, 是维持公司市场竞争力的重要途径之一, 预计未来公司研发投入规模将保持增势。

图14: 公司费用率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

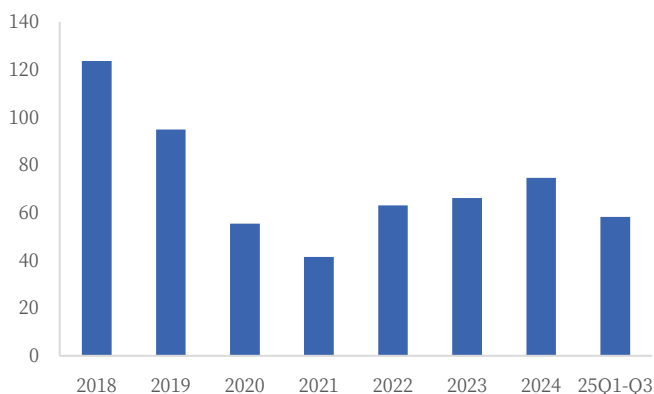
图15: 公司研发费用及研发费用率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

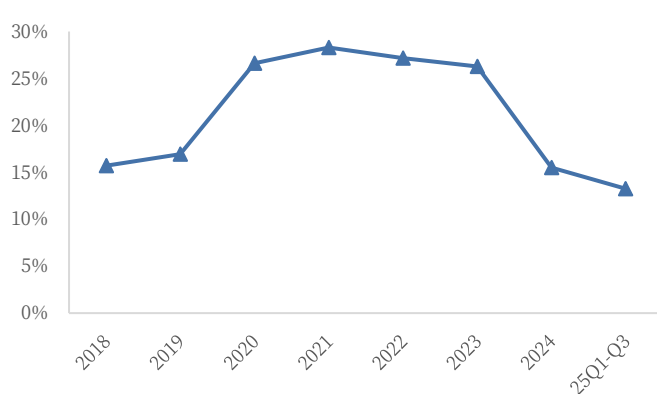
公司“造血”能力较强, 资本结构健康。公司多年维持轻资产运营模式, 资本开支规模相对较小, 资产负债率始终保持在偏低水平。截至 2025 年 9 月 30 日, 公司资产负债率为 13.26%, 较去年同期下滑 1.68 个百分点。此外, 公司主业能够稳定贡献现金收入且回款账期较短, 经营活动现金流净额常年为正, 且在手现金充沛。2025 年前三季度公司应收账款周转天数、应收账款周转率分别为 6.22 天、43.42 次; 经营活动现金流净额为 2.33 亿元; 截至 2025 年 9 月 30 日, 公司货币资金余额为 10.15 亿元。

图16: 公司资本开支规模 (百万元)



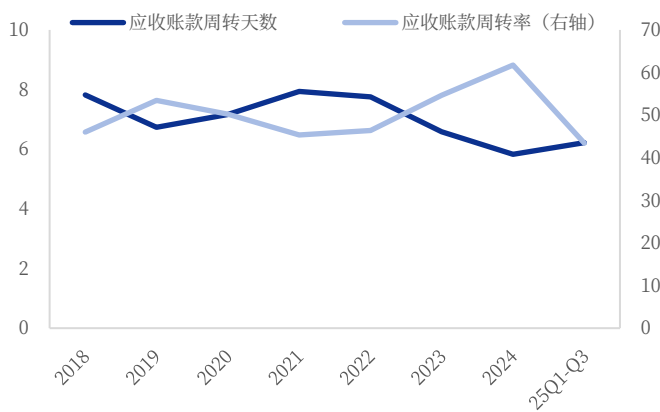
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图17: 公司资产负债率



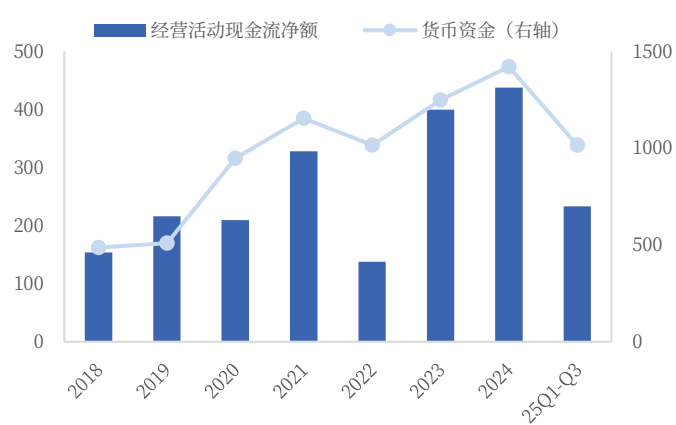
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 公司应收账款周转天数及周转率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 公司经营活动现金流净额及货币资金 (百万元)



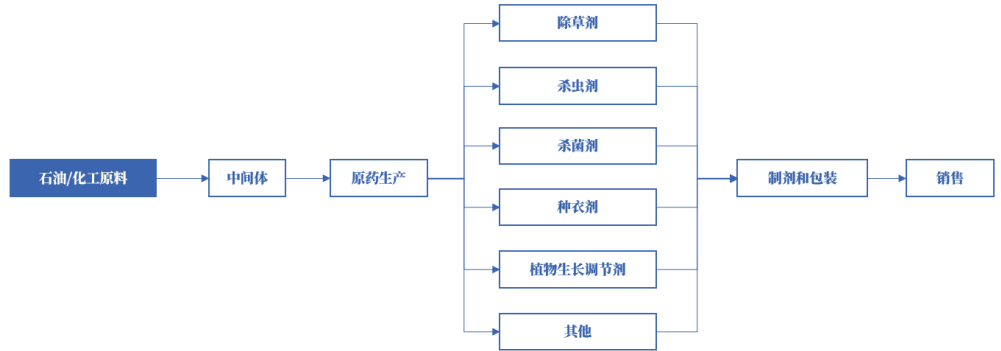
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、量小功高，植物生长调节剂前景广阔

(一) 植物生长调节剂，现代农业的守护者

植保产品在现代农业中发挥重要作用。植物保护产品（简称“植保产品”）是用于控制危害农业生产及林业的病害、虫灾和杂草的化学合成物质、天然物质及其混合制剂的统称。植保产品的合理使用在农业生产、保障粮食安全以及保障生态环境安全等方面持续发挥重要作用，大多数作物若未使用或不当使用植保产品，或导致产量降低一半以上。

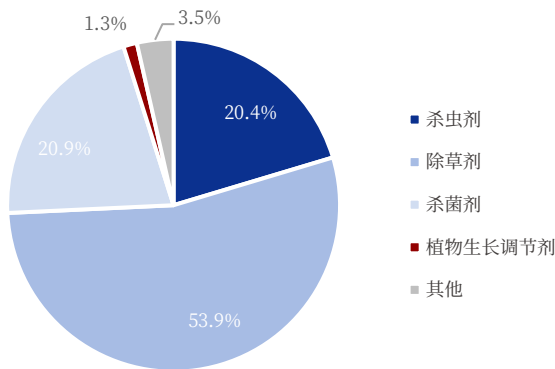
图20：植物保护产品产业链



资料来源：先正达招股说明书，中国银河证券研究院

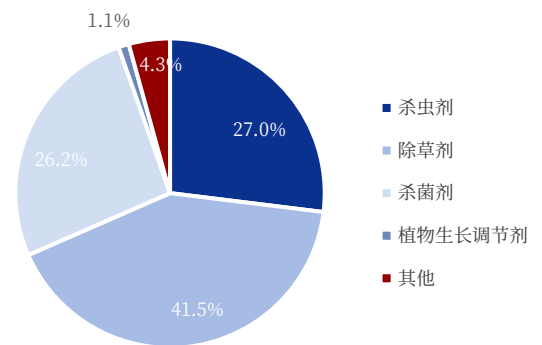
植物生长调节剂属植保产品细分品类。分品类来看，植保产品主要可划分为农药和绿色防控两大类，其中，农药主要包含除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂等。根据 FAO 数据，2023 年全球农药合计施用量为 372.8 万吨，其中除草剂、杀菌剂、杀虫剂、植物生长调节剂占比分别为 53.9%、20.9%、20.4%、1.3%；我国大陆地区农药合计施用量为 21.8 万吨，其中除草剂、杀菌剂、杀虫剂、植物生长调节剂占比分别为 41.5%、26.2%、27.0%、1.1%。

图21：2023 年全球农药消费结构



资料来源：FAO，中国银河证券研究院

图22：2023 年我国农药消费结构

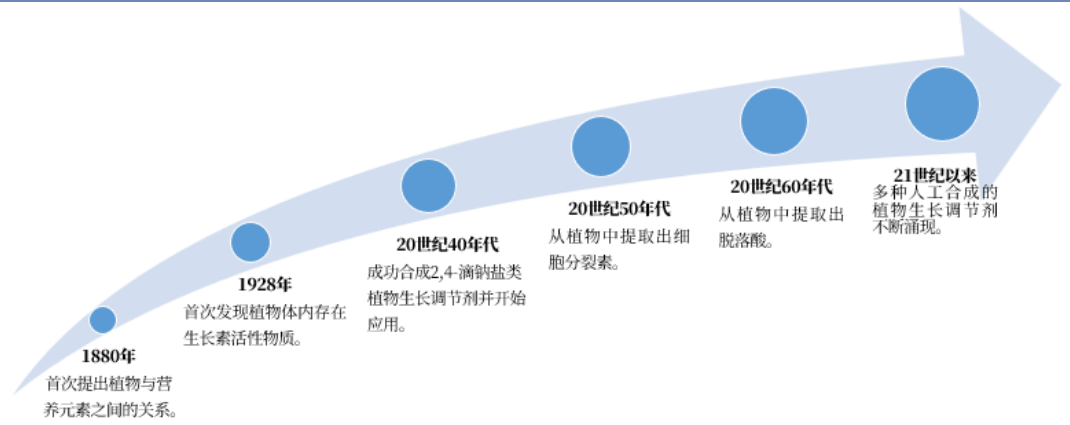


资料来源：FAO，中国银河证券研究院

植物生长调节剂的研究与生产应用是近代植物生理学及农业科学的重大进展之一。植物生长调节剂（Plant Growth Regulators, PGRs）是通过人工合成或从微生物中提取的与植物内源生长素具有相同或相似生理作用和生物学效应的一类化合物的总称，可以对作物的生长发育起到调节、控制、指挥、诱导等作用。迄今为止，植物生长调节剂已有近百年的发展历程。1928 年植物生理学家

温特 (F·W·Went) 首次发现生长素, 并开始对其进行大量研究。二十世纪四十年代, 2,4-滴钠盐类植物生长调节剂被成功合成并开始应用。此后, 不同品类的植物生长素陆续从植物中提取, 人工合成的植物生长调节剂品类也愈发丰富, 现已有百余种产品在农业生产中得到实际应用。

图23: 植物生长调节剂行业发展历程



资料来源: 《The invisible hand shaping plants: Explore the applications, challenges, and ecological prospects of plant growth regulators》 (Liu Y., Hu Y., Kong M., et al.), 中国银河证券研究院

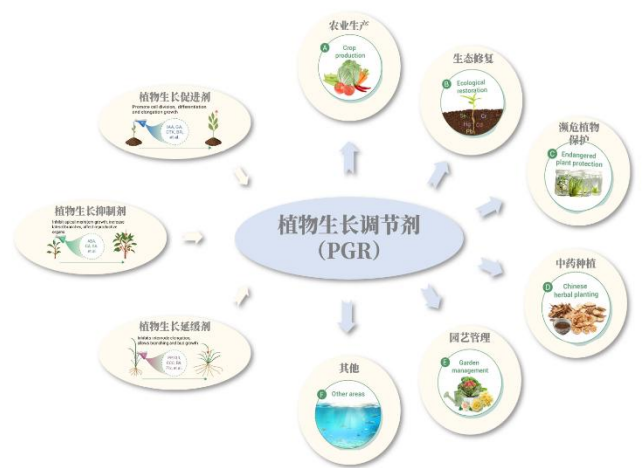
植物生长调节剂种类繁多, 功效差异显著。植物生长调节剂品类众多, 且不同品类和用量的植物生长调节剂可以对植物生长产生显著不同的影响。分作用机制来看, 植物生长调节剂可主要划分为植物生长促进剂、植物生长抑制剂和植物生长延缓剂三大类。植物生长促进剂可促进机体细胞分裂和新生器官分化, 包含生长素、细胞分裂素、赤霉素、油菜素甾醇等细分品类; 植物生长抑制剂可以导致茎伸长, 进而抑制植物的顶端优势, 促进植物侧叶增多, 包含肉桂酸、香豆素、脱落酸和水杨酸等细分品类; 植物生长延缓剂可抑制植株节间伸长, 既能使植株变矮, 又不妨碍植株分节、顶芽生长, 且对植株叶、花和果实的生成没有影响, 包含矮壮素、多效唑、烯效唑等细分产品。

图24: 植物生长调节剂作用示意图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图25: 植物生长调节剂的分类 (按作用机制) 与应用



资料来源: 《The invisible hand shaping plants: Explore the applications, challenges, and ecological prospects of plant growth regulators》 (Liu Y., Hu Y., Kong M., et al.), 中国银河证券研究院

表2：主要植物生长调节剂产品及其用途

产品名称	用途
甲哌鎓	能有效调节植株生长，增强光合作用，提高叶片的同化能力，矮化植株，促进营养物质向块根转移，增产明显。
萘乙酸	有内源生长素吲哚乙酸的作用特点和生理功能，如促进细胞分裂与扩大，诱导形成不定根，增加坐果，防止落果等。
多效唑	是内源赤霉素合成的抑制剂，可以明显减弱水稻秧苗顶端生长优势，促进侧芽分叶。喷后秧苗外观表现为矮壮分叶多，叶色浓绿，根系发达。
乙烯利	是促进生长的植物生长调节剂，进入植物体内传导起作用的部位后，便释放出乙烯，能起内源激素乙烯所起的生理功能，在番茄上使用，能促进番茄果实着色，提高经济价值。
三十烷醇	能促进植物的生长、分化和发育，促进作物吸收矿物质元素，提高蛋白质和糖分含量，改善产品品质等。其还能促进农作物长根、生叶、花芽分化，增加分叶，保花保果。
氯吡脞	为活性较高的植物生长调节剂，具有细胞分裂素活性，能促进细胞分裂、分化和蛋白质合成，可提高光合作用。用于瓜果类作物如甜瓜、猕猴桃、葡萄、西瓜、黄瓜等，具有促进保花保果、加速幼果生长发育、增加产量等作用。
赤霉素	可促进作物生长发育，刺激细胞分裂、促进细胞伸长，提高产量、改进品质；能迅速打破种子、块茎和鳞茎等器官的休眠，促进发芽；减少蕾、花、铃、果实的脱落，提高果实结果率或形成无籽果实。
矮壮素	抑制作物细胞伸长，但不抑制细胞分裂，可以促进分蘖增产，能使植株变矮，茎秆变粗，防止作物徒长倒伏，叶色变绿，可使作物耐旱耐涝，抗盐碱，提高植物抗逆性。可以控制植株的营养生长（即根茎叶的生长），促进植株的生殖生长（即花和果实的生长），提高植株的坐果率。
调环酸钙	调环酸钙的作用主要有：促进花芽分化，提高坐果率，促进果实膨大，增甜着色，提早上市；促进块根，块茎膨大，提高干物质含量和耐贮性，增加产量，提高品质，防早衰；调节植物体内源激素，增强抗逆性和抗病性。抑制植株徒长，使植株根系发达，茎秆粗壮，节间缩短，增强抗倒伏能力。
烯效唑	属广谱性、高效植物生长调节剂，兼有杀菌和除草作用。具有控制营养生长，抑制细胞伸长、缩短节间、矮化植株，促进侧芽生长和花芽形成，增进抗逆性的作用。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

植物生长调节剂是现代农业的重要手段之一。基于使用成本低、见效快、用量低、效果显著、投入产出比高等特点，植物生长调节剂现已在全球范围内广泛应用于农业、林业生产等领域，成为了提高农产量、改善农产品品质的一项重要手段。应用成本方面，大田作物每亩次投入成本约 10 元、经济作物每亩次投入成本约 150 元。分应用场景来看，农作物方面，植物生长调节剂可以使各类农作物长势更好，增加作物抗逆性，提高作物产量；中药材种植方面，植物生长调节剂可促进块根茎类药材生长，显著提高中药材的产量，进而有效缓解野生中药材资源紧缺与人工种植药材效率低的矛盾；园林植物方面，植物生长调节剂可以维护园林植物景观的时效、延长草坪绿期，减少植物修剪次数，节省人力、物力和财力投入。另外，植物生长调节剂也是当前生态修复领域的热点之一，在重金属污染严重的土壤环境中，可以通过适量加入植物生长调节剂增强植物对重金属的耐受性，促使植物生长，以显著提升植物修复和土壤修复效率。

表3：植物生长调节剂在不同应用领域的具体作用

应用领域	作用
粮食作物	打破休眠、促进种子发芽、促进生根、培育壮苗、防止徒长、预防倒伏、提高结实率、缓解药害、提高抗逆性、增加千粒重、改善品质、提高杂交稻制种产量、抑制储藏期发芽等。

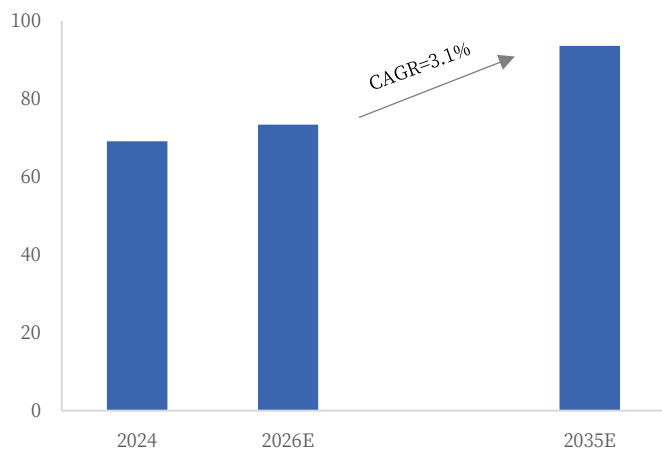
油料作物	促进种子发芽、促进根系生长、培育壮苗；增加分叶、防止徒长、预防倒伏、提高结实率、提高抗逆性、促进籽粒发育、增加千粒重等。
经济作物	促进生根、培育壮苗、促进萌芽、控旺防倒，塑造株型、疏花疏蕾、保花保果、防止蕾铃脱落、促进果实发育、促进落黄、成熟一致、催熟脱叶、提高抗逆性等。
蔬菜	打破休眠、促进种子萌发、根系生长、培育壮苗、控制徒长、提高叶绿素含量、促进营养生长，调节雌雄花比例、促进花芽分化、保花保果、提高坐果(瓜)率、促进果实成熟、缓解药害、提高植物抗逆性，贮藏保鲜，延长贮藏期等。
果树	促进扦插生根，控制新梢徒长，促进花芽分化，健壮枝穗，拉长花序，保花保果，防止落果，促进果实无，促进果实发育，调节果形，改善品质，提高果实商品性，提高抗寒、抗旱、抗盐碱等抗逆能力。
花卉、草坪、绿篱等园林植物	促进生根，打破休眠，防止园林树木开花飞絮或结果，减少修剪，矮化植株，紧凑株型，调控花期，促进生根，促进萌芽，延缓衰老，促进返青，增强抗旱抗寒等抗逆性，促进光合作用等。
中药材	促进块根茎类药材生长。
食用菌	促进菌丝生长和出菇，提高产量。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）我国植物生长调节剂仍在导入期，市场潜力待激发

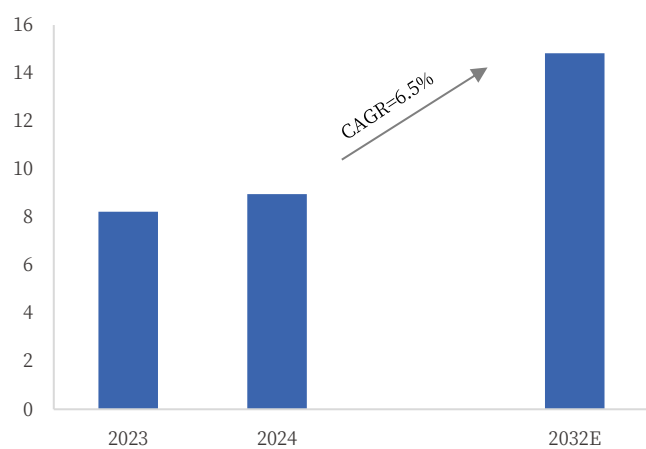
植物生长调节剂市场规模增速高于农药行业平均水平。作为新兴农药品种，与其他农药相比，植物生长调节剂生产企业相对较少，行业规模相对较小，但发展潜力更大。预计随全球宏观经济及农业不断发展、种植结构调整以及植物生长调节剂产品不断升级迭代，全球植物生长调节剂市场规模有望保持稳健扩张，且增速有望明显高于农药行业平均水平。根据 Business Research Insights 数据，2024 年全球农药市场规模约为 690.4 亿美元，预计到 2026 年将达到 733.6 亿美元，到 2035 年将进一步扩张至 935.0 亿美元，2026-2035 年 CAGR 约为 3.1%。另据 Global Market Insights 数据，2023 年全球植物生长调节剂市场规模约 82.3 亿美元，预计到 2032 年将扩张至 148.3 亿美元，2024-2032 年 CAGR 约为 6.5%。2023 年我国植物生长调节剂销售额超 90 亿元，2017-2023 年期间累计涨幅超 40%，未来仍有望以年均 7% 以上的速度增长。

图26：全球农药市场规模（十亿美元）



资料来源：Business Research Insights，中国银河证券研究院

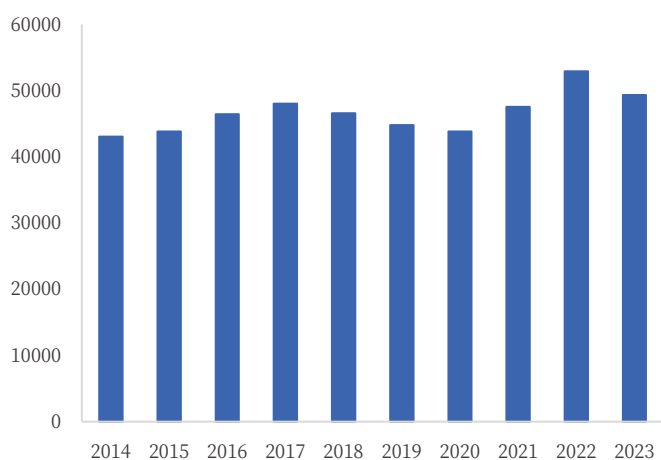
图27：全球植物生长调节剂市场规模（十亿美元）



资料来源：Global Market Insights，中国银河证券研究院

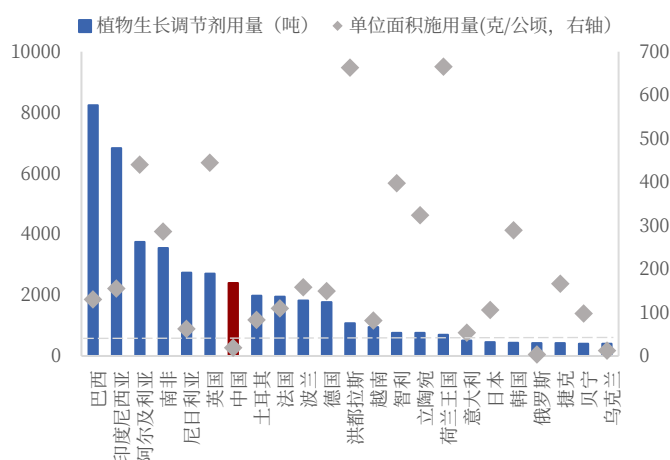
我国植物生长调节剂渗透率偏低，发展潜力突出。近些年全球植物生长调节剂施用量呈震荡上行趋势，根据 FAO 数据，2023 年全球总用量为 4.9 万吨。分区域来看，为满足当地农业生产的实际需求，各国在施用植物生长调节剂上的侧重点各不相同。欧美等地区国家为了适应机械化栽培和节省劳力，多注意矮化、脱叶、干燥剂的选用；南美洲国家或注重于热带作物管理以及规模化农业种植；日本着力于提高农作物的产品品质和外观；我国主要侧重于果蔬及粮食作物增产提质以及特色作物开发等方面。从单位用量来看，2023 年全球农业用地植物生长调节剂平均施用量为 31.4 克/公顷，法国、英国、德国、日本等发达国家单位施用量多在 100 克/公顷以上，我国单位施用量为 18.8 克/公顷，显著低于全球平均水平以及发达国家水平。目前我国植物生长调节剂仍处于导入阶段，市场潜力尚未真正被激发。预计未来在粮食作物稳产保供、单亩次施用成本更高的经济作物、园林种植面积持续扩张，以及土地加速流转、农业现代化、无人化发展趋势下，我国对于作物及植株高效、精准调控的需求将愈发迫切，植物生长调节剂的渗透率及需求规模仍有广阔增长空间。

图28：全球植物生长调节剂施用量（吨）



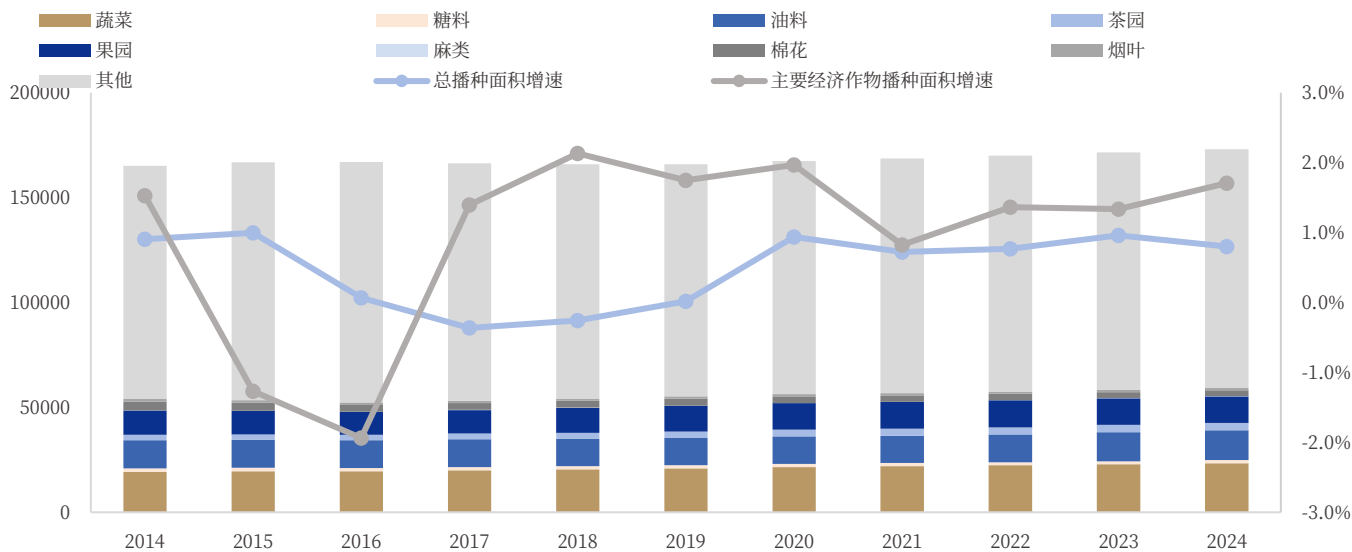
资料来源：FAO，中国银河证券研究院

图29：2023 年各国植物生长调节剂施用量及单位施用量对比



资料来源：FAO，中国银河证券研究院

图30：我国农作物、主要经济作物播种面积（千公顷）及增速（右轴）

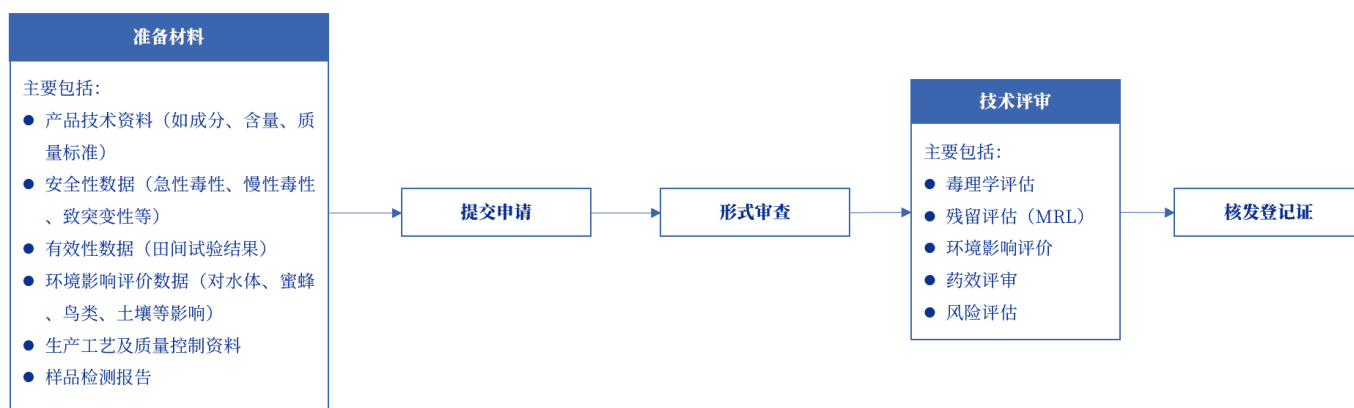


资料来源：iFind，国家统计局，中国银河证券研究院

（三）行业准入壁垒较高，政策引导有序发展

农药登记证获取周期长、成本高。根据《农药管理条例》，植物生长调节剂的管理和使用受到农药法规的约束，需要取得农药登记并获得生产许可才能进行生产、销售和使用。农药登记是一个系统性的科学评估过程，其办理周期长，需要投入大量人力、物力以及财力。新农药原药登记需要经过三年以上的环境、药效、毒性、残留等试验，从办理到取得登记证所花成本高达数百万元至数千万元，导致行业准入门槛较高。农药登记证有效期通常为五年，持证人需在有效期届满 90 日前申请延续，农业农村部将对登记延续申请根据当时实行的相关法律法规及行业标准进行重新审批，并在有效期届满前作出是否延续的决定，逾期未申请延续的则需重新申请登记。此外，对植物生长调节剂而言，其品类及应用领域众多、行业规模较小，而应用技术要求较高，施用时期和施用剂量均需严格控制，一方面需要生产企业不断开发新品，拓宽产品适用领域；另一方面需要经过较长的推广、验证周期，因而对企业的研发实力以及对市场、终端客户的粘性也具有较高要求。

图31：我国农药登记流程



资料来源：化学品法规资讯公众号，中国银河证券研究院

我国植物生长调节剂市场小而分散。截至 2025 年 6 月 30 日，我国有效登记的农药产品证件共计 50055 个（含仅限出口产品，原药（母药）登记数量为 5134 个）。其中植物生长调节剂登记证数量仅 1900 个（含约 260 个原药（母药）），约占全部农药登记证的 3.8%。我国现有植物生长调节剂生产企业约 540 家，即平均每家企业登记证数量仅 3.6 个，登记证数量在 10 以上的企业共计 30 余家，合计持有约 620 个登记证。总体来看，目前我国植物生长调节剂仍以中小企业为主，行业集中度较为分散，产品结构丰富、登记证数量较多的企业能够更加有效地满足下游市场的多样化需求，竞争实力突出且稳固。

整顿行业乱象，“一证一品”实施在即。现阶段中小企业占比偏高、行业集中度偏低现象在我国农药各细分领域普遍存在，同时伴随着市场监管难度大，非法生产、违规兜售假劣农药行为屡禁不止等问题。为维护公平竞争的农药市场秩序、保障农业生产安全，2025 年 5 月 28 日农业农村部种植业管理司发布《关于公开征求农药标签和说明书标注要求意见的通知》，提出为进一步规范农药标签和说明书管理，依据《农药管理条例》、《农药标签和说明书管理办法》有关规定，要求同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标，委托加工、分装的产品不得标注受托人的商标。2025 年 6 月 29 日，农业农村部发布第 925 号公告，标志着“一证一品”政策正式落地，并将于 2026 年 1 月 1 日起实施。2026 年 1 月 1 日前生产的农药产品标签和说明书与 925 号公告不符的，在产品有效期内可继续销售。2025 年 12 月 12 日，农业农村部发布《关于进一步规范农药管理工作的通知》，进一步提出要健全农药登记信息员制度、严格执行新农药首家登记资料授权要求、严厉打击农药登

记试验单位违规行为等系列内容。预计未来在政策约束下，行业合规门槛将进一步提高，借证代工或违规生产销售的中小农药企业有望加速面临整合或退出，大量劣质农药、同质化农药有望加速出清，农药市场供应格局有望得到优化。市场份额有望进一步向登记证储备丰富、资金实力及研发实力雄厚的头部农药企业集中。

表4：我国农药登记相关政策文件

政策文件名称	相关内容
农药管理条例	国家实行农药登记制度。农药生产企业、向中国出口农药的企业应当依照条例规定申请农药登记，新农药研制者可以依照条例规定申请农药登记。
中华人民共和国农业农村部公告第 925 号	同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标，委托加工、分装的产品不得标注受托人的商标等。自 2026 年 1 月 1 日起实施，2026 年 1 月 1 日前生产的农药产品标签和说明书与公告不符的，在产品有效期内可继续销售。
关于进一步规范农药管理工作的通知	健全农药登记信息员制度、严格执行新农药首家登记资料授权要求、明确换发农药登记证适用情形、强化农药委托生产监管、加强互联网经营农药备案管理、严厉打击农药登记试验单位违规行为、细化农药标签标注商标填报要求。

资料来源：农业农村部官网，中国银河证券研究院

三、研发积累构筑坚实护城河，全程方案大有可为

(一) 公司产业链布局完善、产品结构丰富

公司研发实力雄厚，登记证储备丰富。公司自 20 世纪 90 年代开始生产、销售植物生长调节剂，是国内较早进入行业的企业之一，具有较强先发优势。且公司始终高度重视研发创新，通过对已有技术中心优化升级、兼并重组，以及与科研机构 and 高校深度合作，近些年公司研发实力不断增强，为公司持续推进新产品研发、产品配方及工艺优化、应用技术研发、产品登记奠定了坚实基础。公司目前是国内少数能够从事植物生长调节剂原药及制剂研发、生产和销售，拥有完整植物生长调节剂产业链的企业之一，也是国内植物生长调节剂登记品种最多、植物生长调节剂制剂销售额最大的公司。截至 2025 年 6 月 30 日，公司及旗下子公司合计拥有 330 个农药产品登记证，其中植物生长调节剂登记证 150 个（含 1 个仅限出口登记），约占全国全部登记证的 7.8%，另有 72 个杀菌剂登记证、53 个杀虫剂登记证、39 个除草剂登记证及 132 个肥料登记证等。公司丰富、完善的产品结构可有效满足各应用领域多样化的需求，从而有效为下游客户提供全面产品服务。

表5: 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	70	42	17	10	2	141	71
重庆依尔双丰科技有限公司	31	6	1	28	-	66	24
山西浩之大生物科技有限公司	6	10	13	-	-	29	18
鹤壁全丰生物科技有限公司	43	14	22	1	14	94	19
合计	150	72	53	39	16	330	132

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

品牌拓展、产能扩张，公司竞争优势不断夯实。公司一直以来高度重视品牌建设，经过多年市场推广，已在行业内树立良好“国光”品牌形象。近些年通过业内并购，公司已逐步形成“国光”、“双丰”、“浩之大”、“国光园林”以及“鹤壁全丰”五大品牌布局，拥有四川简阳、重庆永川、山西绛县、河南鹤壁、河南安阳五大产品生产基地。产能方面，公司现有农药原药 1.5 万吨/年、农药制剂 8.9 万吨/年、水溶肥 1.6 万吨/年、生物有机肥/菌肥 6.0 万吨/年；另有农药原药 1.5 万吨/年、农药制剂 2.2 万吨/年、水溶肥 5.0 万吨/年在建（规划）产能。品牌不断拓展、产能规模持续扩张，将助力公司在市场竞争中持续占据优势地位。

表6: 公司主要产品产能情况

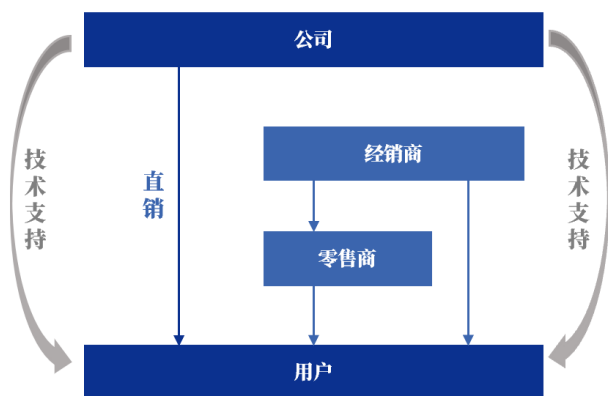
主要产品	设计产能 (吨)	在建产能 (吨)	建设进展
农药原药	14500	15000	已取得建设用地，尚未开工
农药制剂	88850	22000	正在进行土建工程施工
水溶肥	16000	50000	正在进行土建工程施工
生物有机肥/菌肥	60000	-	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司营销网络扁平化，客户粘性较高。公司销售渠道包括经销商销售和直销两种，经销商销售主要采取先款后货的结算方式，直销主要面向原药客户、政府采购和大型用户直接批量采购。目前公司以经销商销售为主，收入占比稳定在 8-9 成。公司采取“公司-经销商-零售商-客户”四主体三

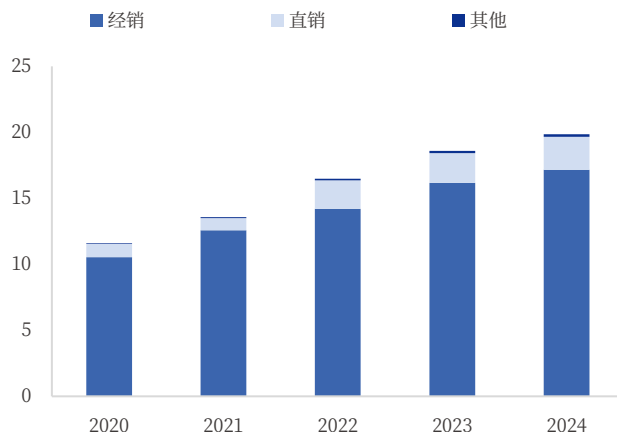
环节的经销模式，营销网络以县级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户。这种扁平化营销网络一方面有助于覆盖更多空白市场和空白作物；另一方面可使产品销售层级大大减少，产品出厂售价更接近终端销售价格，进而提升公司销售毛利率。公司现在全国拥有 6200 多家经销商，并在全国设有 20 多个物流仓库，可高效响应客户需求。此外，公司组建了超千人的专业化技术营销和技术服务团队，深度、定点服务于作物区域，为种植户提供持续、高效、稳定、定制化的技术服务，可有效满足客户需求，与客户形成较强的合作粘性，进而有助于长期巩固提升公司市场竞争力。

图32：公司销售渠道



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图33：公司收入结构（按销售模式划分，亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）以全程解决方案为抓手，强化发展动能

全程解决方案实测效果显著，前景广阔。基于丰富的产品矩阵，近年来公司针对不同粮食作物、经济作物、蔬菜、水果及园林植物开发了以植物生长调节剂为核心，以农药化肥为组合的作物调控技术方案和作物种植管理全程解决方案。全程解决方案是针对作物生长周期实施全过程、一体化的管理解决方案，可在帮助用户实现增产增收的同时，有效增加用户粘性，与用户形成“绑定式合作”。目前公司全程解决方案已在玉米、小麦、棉花、水稻、大豆等大田作物和以及葡萄、柑橘、大樱桃等水果上进行实测和推广。以小麦为例，公司 2024 年在山东聊城实测的小麦全程解决方案，在国光方案田小麦茎秆和叶片尚未完全衰老，灌浆鼓粒还在持续进行的情况下，实现亩增产 127.1 公斤，增产率高达 19.1%，亩增收 297.4 元，效果远超传统常规管理。公司全程解决方案现主要面向对于优质高效农资产品、对于提升粮食单产的各项新技术需求旺、接受度高的种植大户。长远来看，在我国土地流转加速、乡村振兴不断推进的背景下，土地规模化、专业化经营将成为重要发展趋势，种植大户的占比将不断提升，公司作物全程解决方案与其追求效益的核心诉求高度契合，有望迎来全新发展机遇。为顺应产业发展趋势，公司现已将全程解决方案作为实现公司战略发展目标的重要抓手，逐步加大全程解决方案的推广力度和广度。

图34：公司棉花全程方案实测效果对照



资料来源：新疆中农科信公众号，中国银河证券研究院

图35：公司小麦全程方案实测效果对照



资料来源：国光股份公众号，中国银河证券研究院

表7：公司部分农作物全程方案实测数据

作物品种	对照组	实测项目					亩增产 (kg)	增产率	亩增收 (元)
		实测面积 (平方米)	实测产量 (kg)	亩产毛重 (kg)	水分含量	折合亩产 (kg)			
玉米	全程示范区	229	355	1034.0	-	833.8	157.7	23.3%	-
	常规管理区	243	305	837.2	-	676.1			
小麦	全程示范区	157.5	266	1126.5	38.9	791.1	127.1	19.1%	297.4
	常规管理区	157.8	176	743.9	22.3	664.0			
作物品种	对照组	实测株数 (株)	实测产量 (kg)	平均单重 (kg)	亩株数 (株)	折合亩产 (kg, 去皮)	亩增产 (kg)	增产率	亩增收 (元)
大姜	全程示范区	10	27.8	2.8	4400	9785.5	2974.5	43.7%	-
	常规管理区	10	19.4	1.9	4400	6811.0			

资料来源：国光股份公众号，中国银河证券研究院

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

关键假设如下：

农药（含植物生长调节剂、杀菌剂等）：假设 2025-2027 年公司农药制剂及原药产品销量整体保持稳健扩张。另考虑到 2026 年 1 月 1 日“一证一品”政策将正式落地实施，在此之前农药产品标签和说明书与 925 号公告不符的产品或存在大量生产、囤积货品的情况，不排除导致政策落地初期行业货源供应大幅增加、市场竞争加剧的可能性，故假设 2026-2027 年公司植物生长调节剂、杀菌剂等产品价格及盈利能力较 2025 年及以前水平出现小幅回落，但仍维持在可观水平。

肥料（含水溶肥、复合肥及其他肥）：假设公司在建 5 万吨/年水溶肥产能于 2026 年内投产，2025-2027 年公司水溶肥及复合肥销量保持稳健扩张。化肥产品价格及盈利能力保持大稳小动。

其他：假设 2025-2027 年公司园林资材及服务收入板块营业收入及盈利能力均保持平稳。

预计公司 2025-2027 年公司营收分别为 20.85、23.17、29.11 亿元，同比分别变化 4.97%、11.12%、25.67%；归母净利润分别为 3.83、3.94、5.06 亿元，同比分别变化 4.44%、2.84%、28.37%；每股收益分别为 0.82、0.85、1.09 元，对应 PE 分别为 16.95、16.48、12.84 倍。

表8：公司分板块盈利预测（百万元）

		2024A	2025E	2026E	2027E
农药	营业收入	1369.93	1439.26	1604.65	2030.60
	营业成本	696.11	728.81	860.30	1086.67
	毛利	673.81	710.44	744.35	943.92
	毛利率	49.19%	49.36%	46.39%	46.49%
肥料	营业收入	524.29	551.70	615.97	782.31
	营业成本	333.90	353.06	399.67	495.94
	毛利	190.39	198.65	216.30	286.37
	毛利率	36.31%	36.01%	35.12%	36.61%
其他	营业收入	91.95	93.87	95.98	98.31
	营业成本	53.85	55.16	57.35	58.94
	毛利	38.10	38.71	38.64	39.37
	毛利率	41.44%	41.24%	40.25%	40.05%
合计	营业收入	1986.16	2084.83	2316.60	2911.22
	营业成本	1083.85	1137.03	1317.32	1641.56
	毛利	902.31	947.80	999.29	1269.67
	毛利率	45.43%	45.46%	43.14%	43.61%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表9：公司主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,986.16	2,084.83	2,316.60	2,911.22
增长率 (%)	6.79%	4.97%	11.12%	25.67%
归母净利润 (百万元)	367.03	383.33	394.22	506.05
增长率	21.52%	4.44%	2.84%	28.37%
EPS (元)	0.79	0.82	0.85	1.09
PE	17.70	16.95	16.48	12.84

资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

(二) 相对估值

考虑到主营植物生长调节剂的 A 股标的较为稀缺，我们在植保板块选取润丰股份、江山股份、扬农化工、联化科技以及广信股份作为国光股份可比公司，2025-2027 年可比公司 PE (TTM) 均值分别为 19.26、15.42、13.42 倍。采用相对估值法，叠加考虑公司主业植物生长调节剂盈利能力相对更强、行业增速相对更高，我们认为公司合理 PE 水平为 18 倍，并持续看好公司在植物生长调节剂领域的竞争力和全程解决方案的推广空间。首次覆盖，给予国光股份“推荐”评级。

表10：可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
301035.SZ	润丰股份	1.60	4.67	5.54	5.80	43.67	15.00	12.63	12.08
600389.SH	江山股份	0.52	1.46	1.84	2.24	50.90	18.19	14.38	11.87
600486.SH	扬农化工	2.97	3.31	3.96	4.55	22.86	20.48	17.09	14.89
002250.SZ	联化科技	0.11	0.45	0.58	0.69	113.60	28.99	22.01	18.68
603599.SH	广信股份	0.86	0.84	1.05	1.20	13.49	13.65	11.00	9.60
均值						48.90	19.26	15.42	13.42
002749.SZ	国光股份	0.79	0.82	0.85	1.09	17.70	16.95	16.48	12.84

资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

注：表中国光股份盈利预测为中国银河证券研究院预测，其余公司均采用 iFind 一致预测，收盘价更新至 2025 年 12 月 26 日。

(三) 绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对国光股份进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。计算得折现率 WACC 为 12.23%，在 WACC 正负波动 0.5%、永续增长率 g 正负波动 1% 的情况下，公司合理市值区间为 71.4-84.5 亿元。

表11: FCFF 估值参数假设及说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 R_f =	1.84%	取十年期国债收益率 1.84% (2025/12/26)
债务资本比重 W_d =	0.73%	取长期债务/(长期债务+所有者权益), 取 2024 年年报数据计算值 0.73%
市场预期收益率 R_m =	10.20%	取 2020 年至今基础化工指数年化收益率 9.50% (2025/12/26)
贝塔系数 β =	1.25	取 2020 年至今基础化工指数 β 值 1.25 (2025/12/26)
债务资本成本 K_d =	3.50%	参考最新 5 年期以上 LPR 3.50%
加权平均资本成本 $WACC$ =	12.23%	加权平均资本成本, 计算可得
税率=	25%	取公司 2024 年度所得税税率 25%
永续增长率 g =	3.00%	假设公司永续增长率 3.00%

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表12: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	10.73%	11.23%	11.73%	12.23%	12.73%	13.23%	13.73%
0.00%	16.62	16.02	15.46	14.95	14.49	14.05	13.65
1.00%	17.24	16.56	15.94	15.38	14.86	14.39	13.95
2.00%	18.00	17.22	16.52	15.88	15.31	14.78	14.30
3.00%	18.96	18.04	17.22	16.50	15.84	15.25	14.71
4.00%	20.20	19.09	18.12	17.26	16.50	15.82	15.21
5.00%	21.88	20.47	19.27	18.24	17.33	16.54	15.83
6.00%	24.27	22.39	20.83	19.52	18.41	17.44	16.60

资料来源: 中国银河证券研究院预测

五、风险提示

1.市场竞争加剧的风险：公司主营的植物生长调节剂、水溶肥相较传统农药、化肥行业毛利率更高，或吸引更多国内外潜在参与者进入市场，加剧行业市场竞争，进而削弱公司主业盈利水平。

2.原材料价格大幅波动的风险：原材料在公司主营产品生产成本中占比较高，若化工原材料及原药价格出现大幅上涨，而公司不能有效将原材料价格上涨压力通过技改升级抵消或向下游环节转移，则公司盈利能力或有所削弱。

3.行业监管政策变化的风险：近年来国家环境保护力度不断加强，同时持续强调食品安全等问题，或导致公司在生产及污染物处理等环节投入力度更大，进而存在影响公司现金流、抬高公司经营成本的可能。

4.下游需求不及预期的风险：公司主营产品主要作用于粮食作物、经济作物、蔬菜、水果、园林植物，近年来全球极端天气频发，气候异常变化所导致的自然灾害将直接影响农作物播种面积，进而对公司主营产品产销表现产生较大影响。此外，农作物价格若持续表现低迷，也将削弱农户播种意愿，进而拖累上游农药化肥需求表现。

5.募投项目进展不及预期的风险：公司可转债募投项目目前仍在建设中，若项目建设进展不及预期，或受行业竞争加剧影响增量产能难以有效消化，将对募投项目预期效果以及公司业绩造成负面影响。

图表目录

图 1: 国光股份发展历程.....	3
图 2: 国光股份股权结构 (截至 2025 年三季报)	4
图 3: 公司现金分红总额及股利支付率	5
图 4: 公司营业收入 (百万元) 及同比增速	5
图 5: 公司归母净利润 (百万元) 及同比增速	5
图 6: 公司销售毛利率及净利率	6
图 7: 公司主营业务毛利率	6
图 8: 公司营业收入结构 (百万元)	6
图 9: 公司毛利结构 (百万元)	6
图 10: 公司农药产品销售结构 (吨)	7
图 11: 公司农药板块收入结构 (百万元)	7
图 12: 公司肥料产品销售结构 (吨)	7
图 13: 公司肥料板块收入结构 (百万元)	7
图 14: 公司费用率	8
图 15: 公司研发费用及研发费用率	8
图 16: 公司资本开支规模 (百万元)	8
图 17: 公司资产负债率	8
图 18: 公司应收账款周转天数及周转率	8
图 19: 公司经营活动现金流净额及货币资金 (百万元)	8
图 20: 植物保护产品产业链	9
图 21: 2023 年全球农药消费结构	9
图 22: 2023 年我国农药消费结构	9
图 23: 植物生长调节剂行业发展历程	10
图 24: 植物生长调节剂作用示意图	10
图 25: 植物生长调节剂的分类 (按作用机制) 与应用	10
图 26: 全球农药市场规模 (十亿美元)	12
图 27: 全球植物生长调节剂市场规模 (十亿美元)	12
图 28: 全球植物生长调节剂施用量 (吨)	13
图 29: 2023 年各国植物生长调节剂施用量及单位施用量对比	13
图 30: 我国农作物、主要经济作物播种面积 (千公顷) 及增速 (右轴)	13
图 31: 我国农药登记流程	14
图 32: 公司销售渠道	17
图 33: 公司收入结构 (按销售模式划分, 亿元)	17

图 34: 公司棉花全程方案实测效果对照	18
图 35: 公司小麦全程方案实测效果对照	18
表 1: 公司历轮激励计划方案	4
表 2: 主要植物生长调节剂产品及其用途	11
表 3: 植物生长调节剂在不同应用领域的具体作用	11
表 4: 我国农药登记相关政策文件	15
表 5: 公司农药及肥料登记证情况	16
表 6: 公司主要产品产能情况	16
表 7: 公司部分农作物全程方案实测数据	18
表 8: 公司分板块盈利预测 (百万元)	19
表 9: 公司主要财务指标预测	20
表 10: 可比公司盈利预测与估值	20
表 11: FCFF 估值参数假设及说明	21
表 12: FCFF 估值敏感性分析	21

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,924	1,910	1,993	2,198
现金	1,420	1,399	1,415	1,478
应收账款	31	38	40	50
其它应收款	9	8	9	12
预付账款	23	25	28	35
存货	360	363	421	524
其他	81	77	81	100
非流动资产	797	758	807	830
长期投资	8	8	8	8
固定资产	415	388	431	437
无形资产	154	140	145	149
其他	220	223	223	236
资产总计	2,721	2,669	2,800	3,029
流动负债	367	304	337	414
短期借款	0	0	0	0
应付账款	73	47	55	68
其他	295	256	282	346
非流动负债	55	49	49	49
长期借款	0	0	0	0
其他	55	49	49	49
负债总计	422	353	386	463
少数股东权益	196	215	234	259
归属母公司股东权益	2,103	2,101	2,180	2,306
负债和股东权益	2,721	2,669	2,800	3,029

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	438	401	449	540
净利润	385	402	414	531
折旧摊销	76	64	72	77
财务费用	0	1	0	0
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-25	-63	-45	-88
其他	5	0	11	23
投资活动现金流	-274	-31	-117	-97
资本支出	-74	-34	-120	-100
长期投资	140	0	0	0
其他	-340	3	3	3
筹资活动现金流	-356	-391	-316	-380
短期借款	-46	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-310	-391	-316	-380
现金净增加额	-192	-22	16	63

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,986.16	2,084.83	2,316.60	2,911.22
营业成本	1,083.85	1,137.03	1,317.32	1,641.56
税金及附加	9.70	9.38	10.42	13.10
销售费用	261.39	271.03	289.58	358.08
管理费用	138.79	141.51	156.12	199.08
研发费用	66.94	83.39	92.66	116.45
财务费用	-16.99	-16.43	-16.13	-16.43
资产减值损失	-0.37	0.01	0.01	0.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益及其他	11.72	16.79	14.36	18.05
营业利润	453.83	475.72	481.00	617.45
营业外收入	1.85	2.00	0.00	0.00
营业外支出	8.66	10.00	0.00	0.00
利润总额	447.03	467.72	481.00	617.45
所得税	61.95	65.48	67.34	86.44
净利润	385.08	402.24	413.66	531.01
少数股东损益	18.05	18.91	19.44	24.96
归属母公司净利润	367.03	383.33	394.22	506.05
EBITDA	506.17	515.64	536.48	677.76
EPS (元)	0.79	0.82	0.85	1.09

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	6.79%	4.97%	11.12%	25.67%
营业利润增长率	22.17%	4.82%	1.11%	28.37%
归母净利润增长率	21.52%	4.44%	2.84%	28.37%
毛利率	45.43%	45.46%	43.14%	43.61%
净利率	19.39%	19.29%	17.86%	18.24%
ROE	17.45%	18.25%	18.09%	21.94%
ROIC	15.95%	16.63%	16.44%	20.01%
资产负债率	15.51%	13.23%	13.79%	15.29%
净资产负债率	18.36%	15.24%	16.00%	18.05%
流动比率	5.24	6.29	5.92	5.31
速动比率	4.13	4.96	4.54	3.93
总资产周转率	0.74	0.77	0.85	1.00
应收账款周转率	61.75	59.88	59.30	64.77
应付账款周转率	15.29	18.96	25.76	26.63
每股收益	0.79	0.82	0.85	1.09
每股经营现金流	0.94	0.86	0.96	1.16
每股净资产	4.51	4.50	4.67	4.95
P/E	17.70	16.95	16.48	12.84
P/B	3.09	3.09	2.98	2.82
EV/EBITDA	10.08	9.92	9.51	7.43
PS	3.27	3.12	2.80	2.23

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏、孙思源 化工行业分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10% 以上 中性： 相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 回避： 相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 中性： 相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间 回避： 相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn