

公司研究

原材料成本上行叠加资产减值业绩承压，制剂产品盈利有望逐步恢复

——国光股份（002749.SZ）2022 年年报点评

增持（维持）

当前价：8.99 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

联系人：胡星月

010-58452014

huxingyue@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.35
总市值(亿元)	39.15
一年最低/最高(元)	8.16/11.70
近3月换手率	16.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.26	-2.90	-13.44
绝对	0.45	-4.26	-10.15

资料来源：Wind

要点

事件：公司发布 2022 年年报。报告期内，公司实现营收 16.48 亿元，同比增长 21.34%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比减少 44.90%；实现扣非后归母净利润 0.98 亿元，同比减少 51.04%。22 年 Q4 公司实现营收 4.08 亿元，同比增长 0.47%，环比增长 11.5%；实现归母净利润-0.50 亿元，同比减少 0.68 亿元，环比减少 0.73 亿元。

点评：

22 年原药价格高位运行叠加资产减值影响公司利润承压，看好后续毛利率修复。受益于主营产品销量的增长，公司 22 年营收稳健增长。22 年公司农药、肥料的营收分别为 11.55、3.97 亿元，同比分别+21.7%、+24.0%，毛利率分别为 39.53%、32.36%，同比分别-5.6、-8.8pct。主营产品销量方面，22 年调节剂、杀菌剂、水溶肥的销量分别为 1.67、0.44、1.46 万吨，同比分别变动+77.1%、-5.3%、+12.2%。主营产品价格方面，22 年公司调节剂、杀菌剂、水溶肥的销售价格分别为 4.14、5.50、1.57 万元/吨，同比分别变动-24.8%、+7.2%、+6.8%。成本方面，22 年公司原材料成本上行，主要系公司是原药外采型制剂企业，22 年原药价格上行增加了原材料成本。与此同时，22 年公司计提了 6887.7 万元资产减值和 2663.9 万元信用减值损失，分别主要系计提鹤壁全丰商誉减值、对恒大债权类资产计提减值准备形成的损失，因此 22 年公司利润端承压，后续伴随原药价格的回落以及公司上游原药布局的逐步完善，公司的盈利能力有望得以修复。

可转债募投项目将于 25 年投产，届时产能有望实现翻倍。公司现有四川简阳、重庆永川、山西绛县、河南鹤壁、河南安阳五个产品生产基地，持续扩充农化产品产能。原药方面，公司现有产能 1.45 万吨/年，22 年产能利用率为 34.8%，年产 1.5 万吨原药及中间体合成生产项目尚未开工；制剂方面，公司现有产能 8.885 万吨/年，22 年产能利用率为 27.1%，可转债募投项目“年产 2.2 万吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目”已完成建设用地场地平整，将于 25 年 10 月完成建设；水溶肥方面，公司现有产能 1.38 万吨/年，可转债募投项目“年产 5 万吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目”亦将于 25 年 10 月完成建设；另外，公司还拥有 6 万吨/年生物有机肥/菌肥产能。

植物生长调节剂原药及制剂登记产品数量领先，通过收购、控股加速产业布局。公司是目前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，截止 22 年底，公司共有 291 个农药产品登记证（其中属生物农药登记共 50 个），同比增加 42.65%；其中植物生长调节剂登记证 118 个（含原药登记证 31 个，属生物农药登记的 46 个）。与此同时，近年来公司通过股权投资全资收购、控股产业链上的重庆依尔双丰、山西浩之大，并于 22 年 3 月控股鹤壁全丰，由此得以持续扩充产品矩阵，保障原药供应来源，拓宽销售渠道。

盈利预测、估值和评级：22 年公司由于原材料成本的上行以及计提了资产减值损失，其业绩暂时承压，但由于现有产能的产能利用率不断提升，叠加当前原药价格回落能够降低原材料成本，我们仍维持公司 2023、2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 3.04/3.60/4.28 亿元。我们看好公司在植物生长调节剂领域的领先地位，维持“增持”评级。

风险提示：产能提升进度不及预期，农药需求不及预期，成本波动风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,358	1,648	2,044	2,414	2,944
营业收入增长率	17.11%	21.34%	24.02%	18.07%	21.96%
净利润 (百万元)	206	114	304	360	428
净利润增长率	20.68%	-44.90%	167.85%	18.33%	19.00%
EPS (元)	0.47	0.26	0.70	0.83	0.98
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.64%	7.68%	17.79%	18.77%	19.77%
P/E	19	34	13	11	9
P/B	2.8	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2023-04-19, 注: 公司 2021 年总股本为 4.356 亿股, 2022 年及以后总股本为 4.355 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,358	1,648	2,044	2,414	2,944
营业成本	753	1,024	1,191	1,402	1,718
折旧和摊销	47	60	54	57	60
税金及附加	5	7	9	11	13
销售费用	203	225	279	330	402
管理费用	97	114	133	157	191
研发费用	48	56	67	80	97
财务费用	-4	-4	11	21	30
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	241	149	369	434	516
利润总额	241	149	369	434	516
所得税	37	33	65	74	88
净利润	204	115	304	360	428
少数股东损益	-2	2	0	0	0
归属母公司净利润	206	114	304	360	428
EPS(元)	0.47	0.26	0.70	0.83	0.98

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	328	138	304	365	410
净利润	206	114	304	360	428
折旧摊销	47	60	54	57	60
净营运资金增加	131	359	383	368	532
其他	-56	-395	-438	-420	-611
投资活动产生现金流	-69	-315	-53	-53	-53
净资本支出	-40	-61	-51	-51	-51
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-29	-254	-2	-2	-2
融资活动现金流	-60	-69	369	-17	67
股本变化	5	0	0	0	0
债务净变化	15	30	454	156	276
无息负债变化	79	25	20	30	45
净现金流	200	-246	620	295	424

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	44.6%	37.9%	41.7%	41.9%	41.7%
EBITDA 率	27.6%	22.5%	21.6%	21.5%	21.0%
EBIT 率	24.2%	18.8%	19.0%	19.2%	18.9%
税前净利润率	17.7%	9.0%	18.0%	18.0%	17.5%
归母净利润率	15.2%	6.9%	14.9%	14.9%	14.6%
ROA	10.3%	5.1%	10.3%	10.7%	10.9%
ROE (摊薄)	14.6%	7.7%	17.8%	18.8%	19.8%
经营性 ROIC	13.6%	12.9%	12.1%	12.8%	13.1%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	28%	27%	37%	38%	41%
流动比率	5.97	5.37	2.95	2.79	2.54
速动比率	4.95	4.01	2.35	2.23	2.02
归母权益/有息债务	4.96	4.72	2.23	2.08	1.81
有形资产/有息债务	6.64	6.43	3.55	3.38	3.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	1,975	2,259	2,963	3,357	3,926
货币资金	1,155	1,016	1,636	1,931	2,355
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	36	35	44	52	63
应收票据	18	34	42	50	61
其他应收款 (合计)	18	6	8	9	11
存货	261	387	451	532	652
其他流动资产	18	27	27	27	27
流动资产合计	1,525	1,530	2,236	2,635	3,211
其他权益工具	3	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	318	418	393	371	348
在建工程	14	27	47	61	72
无形资产	64	166	164	161	159
商誉	12	56	56	56	56
其他非流动资产	21	33	33	33	33
非流动资产合计	450	728	727	722	715
总负债	559	614	1,087	1,273	1,594
短期借款	13	25	479	635	911
应付账款	40	60	69	82	100
应付票据	5	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	7	7	7	7
流动负债合计	256	285	759	945	1,266
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	271	289	289	289	289
其他非流动负债	28	23	23	23	23
非流动负债合计	303	328	328	328	328
股东权益	1,416	1,645	1,876	2,084	2,332
股本	436	435	435	435	435
公积金	170	218	262	298	316
未分配利润	768	779	966	1,138	1,368
归属母公司权益	1,408	1,479	1,710	1,918	2,167
少数股东权益	8	166	166	166	166

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	14.96%	13.67%	13.67%	13.67%	13.67%
管理费用率	7.13%	6.93%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	-0.33%	-0.23%	0.54%	0.87%	1.01%
研发费用率	3.51%	3.42%	3.30%	3.30%	3.30%
所得税率	15%	22%	18%	17%	17%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.22	0.20	0.35	0.41	0.49
每股经营现金流	0.75	0.32	0.70	0.84	0.94
每股净资产	3.23	3.40	3.93	4.40	4.98
每股销售收入	3.12	3.79	4.69	5.54	6.76

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	19	34	13	11	9
PB	2.8	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.1	13.2	11.3	10.0	8.8
股息率	2.4%	2.2%	3.9%	4.6%	5.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE