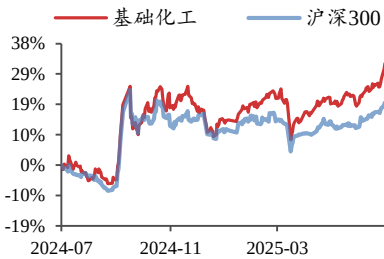


基础化工

2025 年 07 月 23 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《“反内卷”势在必行，化工行业新一轮供给侧改革呼之欲出——化工“反内卷”系列报告（开篇）》-2025.7.22

《反内卷政策陆续出台，石化行业稳增长方案有望推动化工行业供给侧竞争格局优化——行业周报》-2025.7.20

《国内反内卷持续发酵，海外多家化工企业产能关停——行业周报》-2025.7.13

草甘膦：供需向好，反内卷有望助力景气反转

——化工“反内卷”系列报告（三）

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

徐正凤（分析师）

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790524070005

李思佳（分析师）

lisijia@kysec.cn

证书编号：S0790525070006

● 草甘膦：供给优化、需求稳增，国内反内卷+海外供给扰动有望助力景气反转

草甘膦是最大的除草剂品种，也是全球第一大农药品种。**（1）供给端：**目前全球草甘膦产能约 118 万吨/年，其中海外孟山都 37 万吨/年（占比 31.4%）、中国产能 81 万吨/年（占比 68.6%），主要集中在兴发集团、福华化学、新安股份、江山股份等公司，全球前四大企业 CR4 产能占比 70.7%，行业产能集中度较高。国内已将新建草甘膦生产装置列为限制类项目，预计未来草甘膦新增产能有限。

（2）需求端：草甘膦的下游领域包括农用市场和非农用市场，其中农用市场占 90%以上，主要为转基因作物，非农用可用于草坪、森林、苗圃及一些灌木防除杂草等。中国其他非卤化有机磷衍生物(29314990)（主要是草甘膦）主要出口至美国、巴西、俄罗斯、印度、阿根廷等，2025 年 5 月以来，南美地区制剂订单大量下发，主流企业接单良好。中长期来看，伴随转基因作物种植面积增加及百草枯等禁用，草甘膦市场需求仍有增长空间。**（3）价格复盘：**2020 年以来，需求端俄乌地缘冲突等影响全球农作物价格波动上涨，成本端黄磷、液氯、烧碱等价格大幅上涨，加上草甘膦供给相对刚性，多种因素交叉作用促使草甘膦价格在 2021 年四季度至 2022 年上半年期间大幅上涨；2022 年下半年以来，随着草甘膦主要厂商产量的逐步恢复，海外终端市场消化前期库存导致采购需求减少，草甘膦价格开始步入下行周期。2025 年 5 月以来，主流企业排单充足，行业库存持续下降，供应端保持挺价态度，新单成交价格持续上涨。**（4）关注草甘膦行业供给优化，或助力景气反转：**2023 年，草甘膦欧盟续展进一步对草甘膦产品的纯度等指标提出更高要求。2025 年 3 月 13 日，草甘膦行业反内卷现象的专题会议在北京召开，此次会议旨在深入贯彻两会提出的关于综合整治内卷竞争的精神，聚焦草甘膦行业现状，旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，以推动行业的健康可持续发展。据财联社 2025 年 5 月 16 日报道，拜耳正准备一份计划，或就密苏里州“农达”（Roundup）除草剂的部分大规模诉讼达成和解，如果和解失败，拜耳还可能寻求让子公司孟山都（Monsanto）破产。

● 盈利预测及投资建议

短期来看，2025 年 5 月以来，草甘膦主流企业排单充足，行业库存低位，新单成交价格持续上涨，我们看好草甘膦景气上行助力企业经营业绩改善。**中长期来看，**供给端，草甘膦欧盟续展批准决定包含草甘膦使用条件和限制，海外孟山都草甘膦产能存在不确定性，加上国内草甘膦行业反内卷会议召开，有望助力草甘膦行业竞争格局的改善和龙头公司市占率的提升；需求端，伴随转基因作物种植面积增加及百草枯等除草剂禁用，草甘膦市场需求仍有增长空间，我们看好草甘膦供需格局向好，行业有望迎来底部反转。**【推荐标的】**兴发集团、扬农化工等。

【受益标的】新安股份、江山股份、广信股份、润丰股份、和邦生物等。

● **风险提示：**行业产能政策变化、原材料价格大幅波动、安全环保风险等。

目 录

1、 草甘膦行业：供给优化、需求稳增，国内反内卷+海外供给扰动有望助力景气反转	3
1.1、 供给端：全球供给集中，国内以甘氨酸法产能为主，新增产能受限	3
1.2、 需求端：国内草甘膦 80%左右出口，转基因作物推广+百草枯等禁用助力草甘膦需求稳步扩容	5
1.3、 价格复盘：受供给端影响较大，2025Q2 以来供需向好，价格上涨、价差扩大	7
1.4、 草甘膦欧盟续展批准决定包含草甘膦使用条件和限制，国内召开草甘膦行业反内卷会议，拜耳或寻求就除草剂致癌案达成和解并探讨让子公司孟山都破产，关注草甘膦供给优化或迎底部反转	9
2、 草甘膦公司：兴发集团产能规模、产业链配套优势显著，江山股份、和邦生物仍有规划新建产能	11
3、 盈利预测及投资建议	14
4、 风险提示	15

图表目录

图 1： 甘氨酸法和 IDA 法制备草甘膦的原材料均涉及黄磷、液氯、烧碱等	3
图 2： 2022 年以来国内草甘膦产能保持在 81 万吨/年	4
图 3： 2025 年 6 月，国内草甘膦行业开工率小幅提升	4
图 4： 2025 年 1-5 月，国内草甘膦等出口数量同比+13.3%	6
图 5： 2025 年 1-5 月，国内草甘膦等出口金额同比+10.5%	6
图 6： 2025 年 1-5 月，国内草甘膦等出口均价下跌	6
图 7： 国内草甘膦出口至美国、巴西、俄罗斯、印度等	6
图 8： 草甘膦价格复盘：2007-2008 年、2021-2022 年期间价格大幅上涨主要是供给端影响	8
图 9： 2025 年以来，甘氨酸法草甘膦价差扩大	9
图 10： 2025 年以来，草甘膦价格上涨、IDA 法价差扩大	9
图 11： 2025 年以来，草甘膦-双甘膦价差扩大	9
图 12： 2025 年 4 月末以来，草甘膦库存持续下降	9
表 1： 草甘膦供给：全球 CR4 产能占比 83.3%，国内兴发集团、福华化学、新安股份等产能规模居于前列	4
表 2： 草甘膦价格价差：2025Q2 以来草甘膦价格上涨、价差扩大，但仍低于 2024 年价格及价差	8
表 3： 草甘膦欧盟再评审正式通过，批准有效期为 2023 年 12 月 16 日至 2033 年 12 月 15 日，同时在草甘膦中设定 5 种杂质的最大限值等	10
表 4： 国内草甘膦行业供需平衡表：预计 2025-2027 年国内新增产能有限、产量小幅增长，出口需求稳定增长	11
表 5： 草甘膦公司经营数据对比：兴发集团产销规模、毛利率居于行业前列	13
表 6： 草甘膦产能/总市值弹性表：兴发集团>江山股份>新安股份>和邦生物（截至 2025 年 7 月 22 日）	15
表 7： 草甘膦相关标的盈利预测与估值：2024 年除了兴发集团，其余公司归母净利润同比下降	15

1、草甘膦行业：供给优化、需求稳增，国内反内卷+海外供给扰动有望助力景气反转

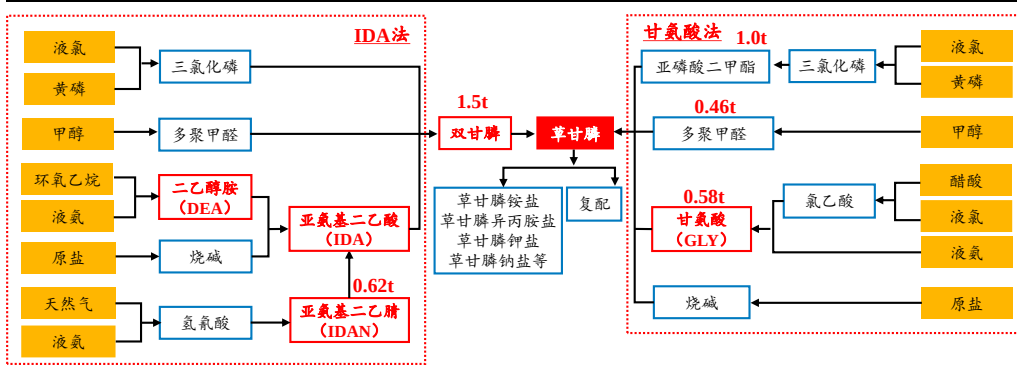
草甘膦，化学名称为 N-（膦酸甲基）甘氨酸，商品名为农达、镇草宁、膦甘酸，是甘氨酸的膦酰甲基衍生物，分子式为 $C_3H_8NO_5P$ ，纯品为白色无味固体，一种有机膦类内吸传导型广谱灭生芽后除草剂，具有高效、广谱、低毒、低残留的特性。根据 IHS Markit 数据，2021 年全球草甘膦销售额为 61.50 亿美元，占全球农药销售额的 8.32%，是最大的除草剂品种，也是全球第一大农药品种。

1.1、供给端：全球供给集中，国内以甘氨酸法产能为主，新增产能受限

生产工艺：草甘膦的制备包括甘氨酸法、IDA 法两种工艺路线，国内以甘氨酸法产能为主。

IDA 工艺由美国孟山都公司于 1971 年创制成功，我国沈阳化工研究院于 1973 年成功研制甘氨酸合成路线。IDA 工艺根据原料的不同，又分为二乙醇胺（DEA）路线和亚氨基二乙腈（IDAN）路线。目前，国外公司主要采用 IDA 工艺，我国则形成甘氨酸工艺为主、IDA 工艺为辅的格局。甘氨酸法主要原料为甘氨酸、多聚甲醛、亚磷酸二甲酯等，IDA 法主要原料为亚氨基二乙腈、二乙醇胺、氢氰酸、三氯化磷等，两种工艺的初始原材料均涉及黄磷、液氯、烧碱、液氨等，双甘膦系草甘膦中间体，通过一步氧化工艺即可产出草甘膦，约 1.5 吨双甘膦可产出 1 吨草甘膦。

图1：甘氨酸法和 IDA 法制备草甘膦的原材料均涉及黄磷、液氯、烧碱等



资料来源：润丰股份、和邦生物等草甘膦项目环评报告，江山股份公告等，开源证券研究所

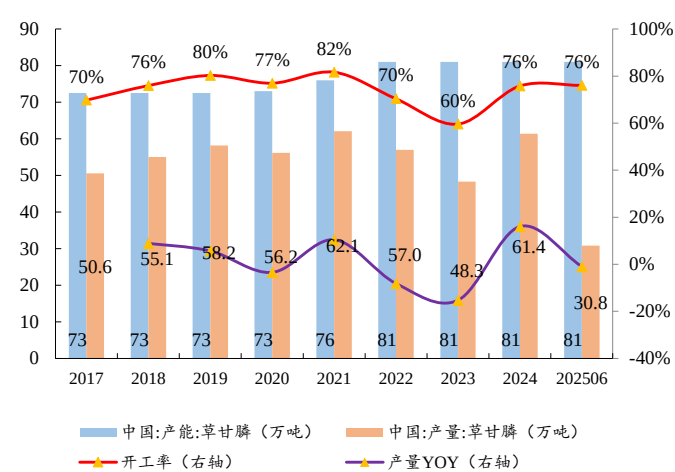
供给端：全球草甘膦 CR4 产能占比达到 70.7%，中国草甘膦产能全球占比 68.6%，国内新增草甘膦产能受政策限制。

2013-2015 年期间，国内基本完成对草甘膦（双甘膦）生产企业的全面环保核查，公告 3 批符合环保要求的草甘膦（双甘膦）生产企业名单。2016 年国内供给侧改革和 2019 年的“三磷”整治，促使草甘膦落后产能逐渐退出市场，优势企业加快了兼并重组步伐。随着技术落后、环保不达标企业逐渐退出，草甘膦行业集中度不断提高。据我们统计，目前全球草甘膦产能约 118 万吨/年，其中甘氨酸法产能 54 万吨/年（产能占比 46.1%）、IDA 法产能 64 万吨/年（产能占比 53.9%）；海外孟山都 37 万吨/年产能（产能占比 31.4%）、中国产能 81 万吨/年（产能占比 68.6%），主要集中在兴发集团、福华化学、新安股份、江山股份等公司，全球前四大企业产能合

计达到 83.3 万吨，CR4 产能占比 70.7%，行业产能集中度较高。据百川盈孚数据，2025 年 1-6 月，国内草甘膦产量 30.8 万吨，同比-0.9%，年化开工率达到 76%。

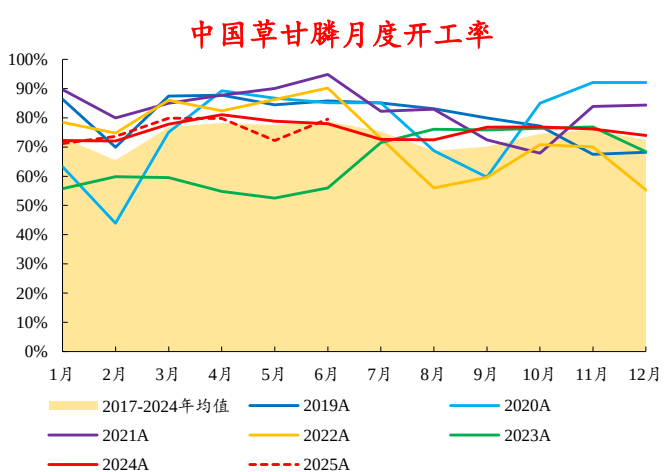
新增产能方面，根据国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，新建草甘膦生产装置为限制类项目，该举措起到了维持草甘膦行业供需平衡及有序保护的作用，预计未来草甘膦新增产能有限。我们统计新建产能包括 32.5 万吨/年草甘膦、55 万吨/年双甘膦（按照 1.5 吨双甘膦生产 1 吨草甘膦，折合 36.7 万吨草甘膦），主要是江山股份和瓮福集团合资建设 10 万吨/年草甘膦，和邦生物规划在国内建设 50 万吨/年双甘膦、在印尼建设 20 万吨/年草甘膦。

图2：2022 年以来国内草甘膦产能保持在 81 万吨/年



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图3：2025 年 6 月，国内草甘膦行业开工率小幅提升



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表1：草甘膦供给：全球 CR4 产能占比 70.7%，国内兴发集团、福华化学、新安股份等产能规模居于前列

国家	公司	现有产能 (万吨/年)	现有产 能占比	拟新增产能 (万吨/年)	生产工艺	每上涨 1000 元 增厚净利润 (万元，25% 所得税)	2025/7/22 总市值 (亿元)	产能/总市 值 (万吨/ 亿元× 1000)
美国	孟山都	37	31.4%		IDA 法（配套双甘膦）			
中国	兴发集团	23	19.5%		甘氨酸法（配套磷矿-黄磷，自产甘氨酸）	17,250	275.8	83
	福华化学 (尚纬股份)	15.3	13.0%		甘氨酸法（自产甘氨酸）	11,475	51.3	298
	新安股份	8	6.8%		甘氨酸法（外购甘氨酸）	6,000	133.7	60
	江山股份	7	5.9%		IDA-IDAN 法（4 万吨）+ 甘氨酸法（3 万吨）	5,250	98.5	71
				10	与瓮福集团合资建设 10 万吨草甘膦，预计 2025 年底前试生产 5 万吨			
	江苏好收成	7	5.9%		IDA-IDAN 法	5,250		
	和邦生物	5	4.2%		IDA-IDAN 法（外购黄磷、天然气， 自产氢氰酸-羟基乙腈-IDAN）	13,748	167.8	30
		20 万吨			1.5 吨双甘膦生产 1 吨草甘膦，现			

国家	公司	现有产能 (万吨/年)	现有产 能占比	拟新增产能 (万吨/年)	生产工艺	每上涨 1000 元 增厚净利润 (万元, 25% 所得税)	2025/7/22	产能/总市 值 (万吨/ 亿元× 1000)
							总市值 (亿元)	
		双甘膦			有 20 万吨双甘膦折合 13.3 万吨草 甘膦			
				20	拟在印尼投建 20 万吨草甘膦等项 目, 2024 年报披露预计开工后两年 完工			
				50 万吨 双甘膦	拟在国内建设 50 万吨双甘膦项目, 2024 年报披露预计开工后两年完 工			
	扬农化工	3	2.5%		IDA-DEA 法 (外购二乙醇胺)	2,250	253.3	12
	河南红东方	3	2.5%		甘氨酸法 (自产氨基乙酸、亚磷酸二甲酯等)	2,250		
	广安诚信	3	2.5%		IDA 法	2,250		
	兰州鑫隆泰	3	2.5%		IDA-DEA 法 (自产二乙醇胺), 拟迁建 2.7 万吨草甘膦原药及 3000 吨草甘膦水剂	2,250		
	广信股份	2	1.7%		甘氨酸法 (自产亚磷酸二甲酯等)	1,500	107.7	19
	江苏捷马	1.5	1.5%		IDA-IDAN 法,拟配套建设 2 万吨双 甘膦	1,125		
	润丰股份			2.5	甘氨酸法 (外购甘氨酸), 预计 2026 年 5 月投产			
	山东睿力生物			5 万吨 双甘膦	2024 年 12 月开工建设			
中国产能合计		81	68.6%	12.5				
全球产能合计		118	100.0%	32.5				
甘氨酸法产能合计		54	46.1%					
IDA 法产能合计		64	53.9%					

资料来源: Wind、各公司公告、各公司官网、世界农化网、项目环评报告等、开源证券研究所 (注: 福华化学已成为尚纬股份第一大
股东, 总市值数据为尚纬股份总市值; 福华化学产能数据截至 2022 年报。)

1.2、需求端: 国内草甘膦 80%左右出口, 转基因作物推广+百草枯等禁用助力草甘膦需求稳步扩容

草甘膦的下游领域包括农用市场和非农用市场。其中农用市场占 90%以上, 草甘膦可应用于传统作物、转基因作物、果蔬等防除各种常见杂草, 具体包括谷物和麦类、油料作物和豆类、水果和蔬菜、甘蔗、种植园作物和牧场。农用市场中主要市场为转基因作物, 转基因种子主要由玉米、大豆、棉花等作物组成, 目前在主要的转基因种植国家, 其转基因作物的渗透率已经达到 90%以上, 构成了草甘膦使用的主要市场, 需求刚性强。草甘膦非农用市场多年持续稳定, 非农用可用于草坪、森林、苗圃及一些灌木防除杂草, 具体包括草皮和花园等。

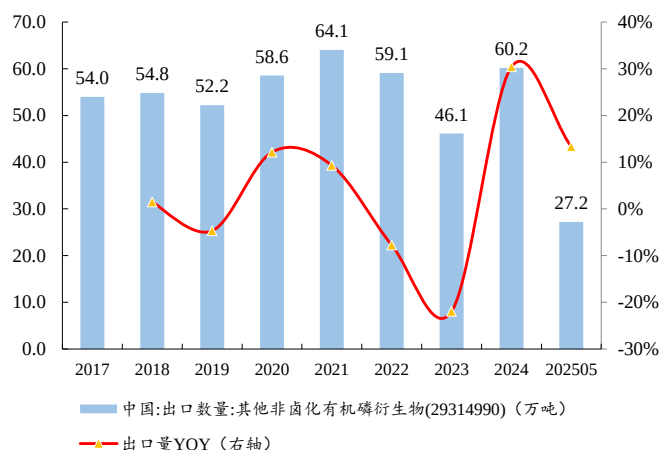
进出口: 国内草甘膦出口为主, 主要出口至美国、巴西、俄罗斯、印度等。

据海关总署数据，2024 年，中国其他非卤化有机磷衍生物(29314990)出口数量 60.2 万吨(主要是草甘膦)，同比增加 14.0 万吨，增幅 30.4%；出口金额 18.1 亿美元，同比+3.0%；对应出口均价 3,015 美元/吨，同比-804 美元/吨。2025 年 1-5 月，出口数量 27.2 万吨，同比+13.3%；出口金额 7.9 亿美元，同比+10.5%；对应出口均价 2,914 美元/吨，相较 2024 年出口均价-3.3%。

贸易伙伴方面，中国其他非卤化有机磷衍生物(29314990)主要出口至美国、巴西、俄罗斯、印度、阿根廷等。从出口国家来看，巴西、阿根廷等都处于南半球，由于南北半球季节相反，春耕开始时间存在差异，春耕之时制剂使用量较大，制剂企业需提前采购原药，一般每年年末至次年 4 月为国内除草剂出口到美国的旺季，6-8 月为出口到南美的旺季。

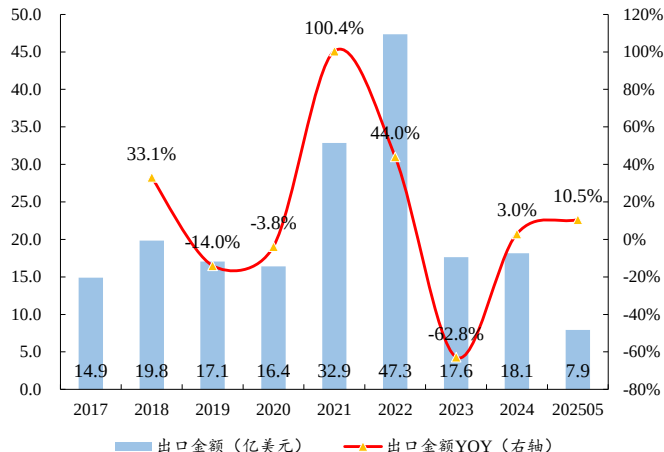
短期来看，据百川盈孚数据，2025 年 5 月以来，草甘膦需求端始终表现坚挺，南美地区制剂订单大量下发，主流企业接单良好，排单充足。中长期来看，伴随转基因作物种植面积增加及百草枯等除草剂禁用，草甘膦市场需求仍有增长空间。

图4：2025 年 1-5 月，国内草甘膦等出口数量同比+13.3%



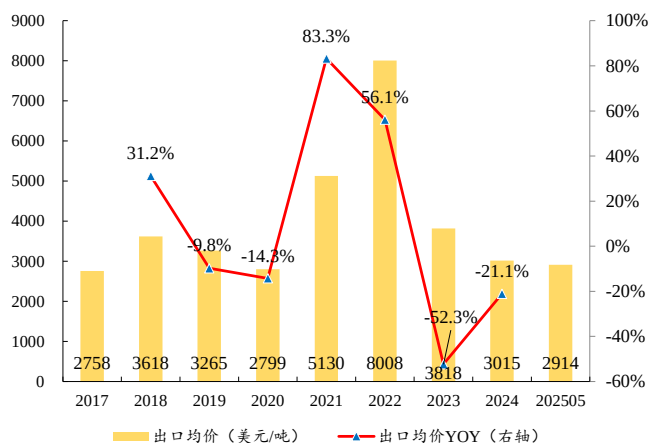
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图5：2025 年 1-5 月，国内草甘膦等出口金额同比+10.5%



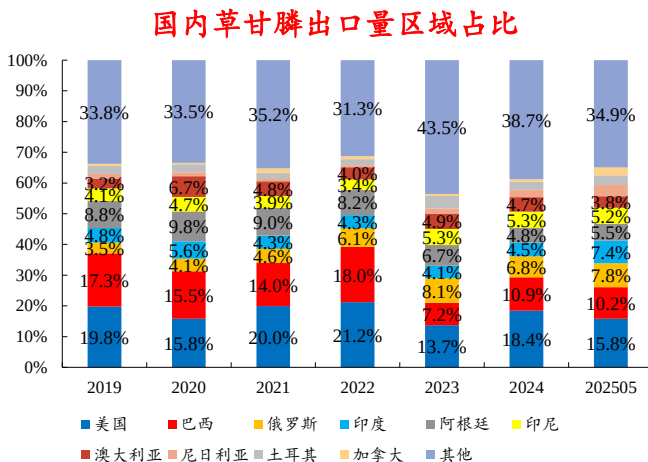
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图6：2025 年 1-5 月，国内草甘膦等出口均价下跌



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图7：国内草甘膦出口至美国、巴西、俄罗斯、印度等



数据来源：海关总署、百川盈孚、开源证券研究所

1.3、价格复盘：受供给端影响较大，2025Q2 以来供需向好，价格上涨、价差扩大

价格：受供给、需求、成本等多重因素影响，2025Q2 以来价格震荡上涨。

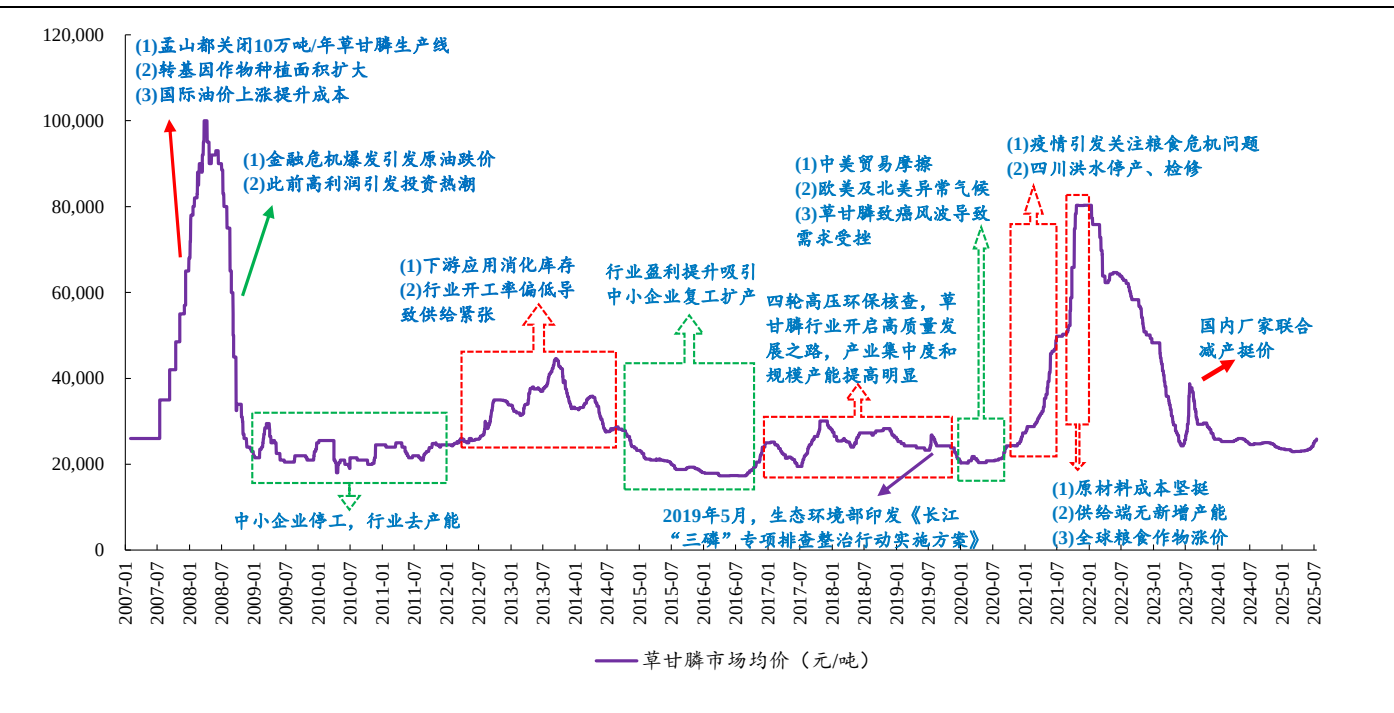
2006 年之前，全球草甘膦产能供应不足。**2006 年**，受飓风影响，全球最大的草甘膦生产商孟山都公司（现属拜耳）10 万吨生产线停产，同时大豆、玉米等转基因作物种植面积扩大，加之国际油价大幅上涨提升成本，导致全球草甘膦供需矛盾加剧，价格一度推涨至 10 万元/吨。**2008 年下半年起**，金融危机引发原油跌价，草甘膦原材料成本降低，加上此前草甘膦的高利润引发投资热潮，草甘膦价格开始下滑，至 2008 年底达到 2.2 万元/吨。**2009-2012 年**，中小企业迫于成本压力普遍停工，草甘膦价格维持低位震荡。**2012 年之后**，伴随下游应用消化库存，行业开工率偏低导致供给紧张，草甘膦价格震荡上行，至 2013 年 9 月达到 4.5 万元/吨；期间，2013 年 5 月发布的《关于开展草甘膦(双甘膦)生产企业环保核查工作的通知》(环办[2013]57 号)要求，到 2015 年底前，基本完成对草甘膦行业全面环保核查；而首批 10 家申请核查的草甘膦（双甘膦）生产企业中，只有江南化工、江山股份、优士化学和泰盛化工 4 家符合环保要求。之后，草甘膦利润增长吸引中小企业复工、生产商扩产，2016 年 7 月草甘膦市价顺势下滑至 1.7 万元/吨。随后，经历 2015 年以来的 4 轮高压环保核查、督察以及安全检查，我国开启了草甘膦高质量发展之路，产业集中度和规模产能提高明显，政策效益明显。

2019 年，受中美贸易摩擦、欧美及北美异常气候及草甘膦致癌风波等诸多因素影响，全球草甘膦需求受挫，国内草甘膦出口量价齐跌，期间“三磷”排查行动导致草甘膦价格小幅反弹至 2.5 万元/吨，随后国内草甘膦价格下跌。**2020 年下半年四川地区洪水导致草甘膦供应紧张，2021 年以来原材料价格上涨，草甘膦价格开启上行通道。**2020 年 8 月，四川水灾导致草甘膦行业厂家停产，加上供应商检修，供给端出现较大缺口，叠加 9 月份南半球春耕需求旺盛，草甘膦价格逐渐攀升，加上 2021 年以来化工原材料黄磷、醋酸等价格上涨的推动，2022 年初俄乌冲突带动全球粮食价格上涨，草甘膦等农药化肥价格加速上涨，到 2022 年 1 月草甘膦（95%原粉）市场均价 8.03 万元/吨。**2022-2024 年**，2022 年开始，伴随草甘膦供需、成本逐步恢复正常，草甘膦价格震荡回落至 2023 年 6 月的 2.4 万元/吨，2023 年 6-7 月，受原料黄磷价格上涨导致成本面支撑增强，行业持续低负荷生产导致库存有效消化，国内货源供需趋紧，叠加草甘膦三季度海外销售旺季预期等因素影响，7 月底草甘膦市场价格上涨至 3.8 万元/吨左右。此后草甘膦价格再次回落。

2025 年上半年草甘膦市场先弱后强，价格整体呈“V”型走势。据百川盈数据，1 月至 3 月初，草甘膦价格持续下跌，主要是下游需求偏淡；3 月中旬至 4 月，草甘膦市场需求回暖，价格缓慢上涨，主要是 3 月中旬起草甘膦行业反内卷专题会议、上海 CAC 展会相继召开，下游询单气氛尚可，新单成交量增加，价格反弹。

截至 7 月 21 日，草甘膦供应商多谨慎报价，95%原粉主流成交参考 2.58-2.61 万元/吨，港口 FOB 3680-3700 美元/吨；97%原粉主流成交参考 2.67-2.68 万元/吨，港口 FOB 3780-3800 美元/吨。我们测算草甘膦价格处于 49.7%的历史分位（2018 年 6 月以来，下同），较 2025 年初+9.7%、同比+5.3%；甘氨酸法、IDA 法、草甘膦-双甘膦价差分别为 13,544、13,744、4,151 元/吨，较 2025 年初分别+35.4%、+24.2%、+59.2%，分别处于 54.2%、53.2%、65.4%的历史分位。目前行业开工良好，但供应端订单充足，现货供应偏紧。需求端，下游询单、成交情况良好，工厂以完成前期订单为主。

图8：草甘膦价格复盘：2007-2008 年、2021-2022 年期间价格大幅上涨主要是供给端影响

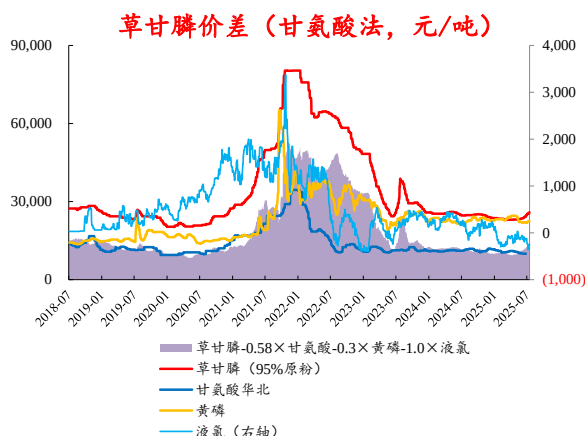


资料来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

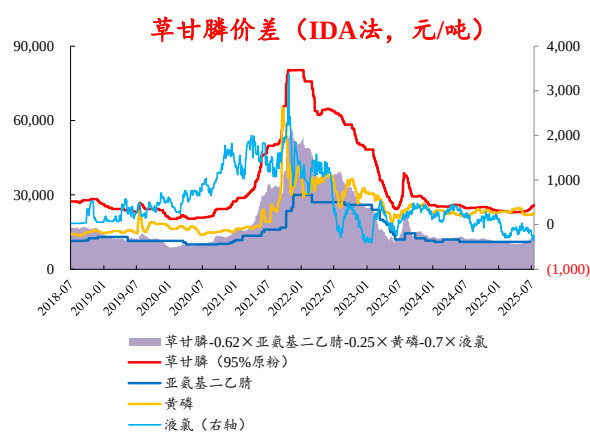
表2：草甘膦价格价差：2025Q2 以来草甘膦价格上涨、价差扩大，但仍低于 2024 年价格及价差

均价（元/吨）	草甘膦（95%原粉）	双甘膦	草甘膦价差（甘氨酸法）	草甘膦价差（IDA 法）	草甘膦-1.5×双甘膦
2018Y	26,554	16,353	14,843	16,352	2,966
2019Y	24,111	15,225	12,171	12,319	1,274
2020Y	22,126	13,474	10,233	11,104	1,916
2021Y	50,329	25,928	27,606	31,728	11,437
2022Y	62,552	36,330	42,027	37,008	8,056
2023Y	32,672	18,857	18,360	16,267	4,387
2024Y	25,062	14,653	11,533	12,247	3,082
2025Y	23,552	14,099	10,625	11,058	2,404
2024Q1	25,411	14,500	11,928	12,398	3,661
2024Q2	25,636	14,959	12,157	12,648	3,197
2024Q3	24,794	14,749	11,233	12,229	2,671
2024Q4	24,416	14,405	10,824	11,719	2,807
2025Q1	23,250	14,032	10,138	10,724	2,202
2025Q2	23,403	14,108	10,528	10,871	2,242
2025Q3	25,491	14,348	13,135	13,300	3,970
2025 年 7 月 21 日	25,901	14,500	13,544	13,744	4,151
历史分位	49.7%	20.9%	54.2%	53.2%	65.4%
较 2025 年初	9.7%	3.6%	35.4%	24.2%	59.2%
同比	5.3%	-1.0%	19.7%	12.3%	58.1%
最大值	80,309	43,500	52,947	57,009	29,801
最小值	20,275	12,750	8,334	8,605	-2,075

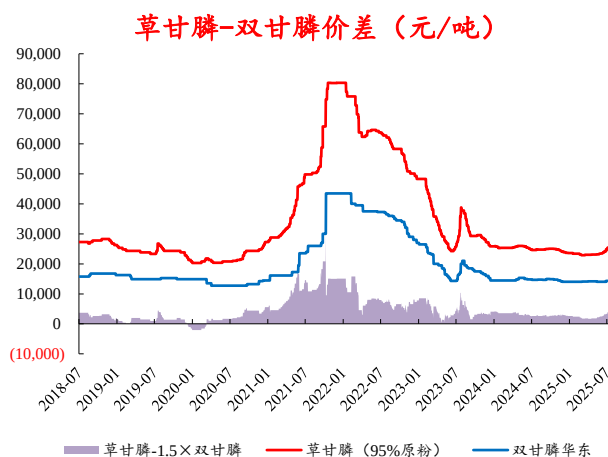
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所（注：2018Y 的数据自 6 月 22 日起；2025Y、2025Q3 的数据均截至 7 月 21 日）

图9：2025 年以来，甘氨酸法草甘膦价差扩大


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图10：2025 年以来，草甘膦价格上涨、IDA 法价差扩大


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图11：2025 年以来，草甘膦-双甘膦价差扩大


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图12：2025 年 4 月末以来，草甘膦库存持续下降


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

1.4、草甘膦欧盟续展批准决定包含草甘膦使用条件和限制，国内召开草甘膦行业反内卷会议，拜耳或寻求就除草剂致癌案达成和解并探讨让子公司孟山都破产，关注草甘膦供给优化或迎底部反转

欧盟再评审授权草甘膦 10 年期续展登记，续展批准决定包含草甘膦使用条件和限制。根据欧盟官网报道，2023 年 11 月 16 日，欧盟各成员国对草甘膦续展的问题进行了第二次的投票，投票结果与上次结果一致：未获得“合格多数”的支持。此前，10 月 13 日欧盟机构就使用草甘膦的批准期限延长 10 年（2023 年 12 月 16 日至 2033 年 12 月 15 日）的草案进行投票，由于没有拿到合格多数（qualified majority）票，未在会议上得出通过或否决该草案的意见。按照欧盟相关法律要求，本次投票失败则欧盟委员会有权对此续展进行最终决定，欧盟委员会依据欧盟食品安全局（EFSA）和欧盟化学品监管局（ECHA）的共同安全评价结果，即未发现有效成分存在关键安全缺陷（critical area of concern），因此授权了草甘膦 10 年期的续展登记。欧盟同时对一些重要关注点进行回复，比如：一是欧盟各国对此决定的自主权，欧盟表示各成员国仍然对含有草甘膦的制剂产品在本国的登记负责。根据欧盟法规，

作物保护产品引入市场有两个步骤的程序。第一，在欧盟层面批准原药。第二，每个成员国对在本国的制剂登记进行评估和授权。也就是说各国仍然可以不批准含草甘膦的农药产品在本国的销售。二是草甘膦的续展批准决定是否包含使用条件和限制，欧盟表示根据欧盟作物保护产品法规规定，委员会可以在批准活性物质时施加必要的使用条件或限制。作为草甘膦续审提案的一部分，委员会包含了几项新条件，包括禁止用作脱水剂、在草甘膦中设定 5 种杂质的最大限值等。

表3：草甘膦欧盟再评审正式通过，批准有效期为 2023 年 12 月 16 日至 2033 年 12 月 15 日，同时在草甘膦中设定 5 种杂质的最大限值等

项目	批准规格
活性物质含量	草甘膦 (Glyphosate) $\geq 950\text{g/kg}$
相关杂质限量	草甘膦-N-亚硝基单钠盐 (N-nitroso-glyphosate, NNG) $< 1\text{mg/kg}$
	甲醛 (formaldehyde) $< 1\text{g/kg}$
	三乙胺 (triethylamine) $\leq 2\text{g/kg}$
	甲酸 (formic acid) $\leq 4\text{g/kg}$
	增甘膦 (N,N-bis (phosphonomethyl) glycine, glyphosine) $\leq 3\text{g/kg}$

资料来源：世界农化网、欧盟官网、开源证券研究所

据中国农药工业协会公众号报道，2025 年 3 月 13 日草甘膦行业反内卷现象的专题会议在北京召开。此次会议旨在深入贯彻两会提出的关于综合整治内卷竞争的精神，聚焦草甘膦行业现状，旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，以推动行业的健康可持续发展，会上江山股份、福华化学、兴发集团以及新安股份等草甘膦领军企业围绕会议主题展开了深入交流与讨论。中国农药工业协会根据当前形势提出了若干解决方案，与会企业相关负责人对提出的提议表示赞同，并达成初步共识：

一是构建一套科学的长效机制，旨在有效应对当前及未来可能面临的各种风险与挑战，确保草甘膦行业的稳定发展；

二是建立并实施科学合理的市场机制，以强化对市场供需关系的精准调控。通过引导资源向高效、环保的生产环节流动，有效替代当前低效无序的市场竞争模式，促进产业的优化升级和健康发展；

三是深化行业自律与行政监管的有机结合，形成多方协同的市场监管体系。具体而言，将充分利用行政手段、市场机制和技术手段，加强对市场行为的监督与管理，打击不正当竞争行为，维护公平竞争的市场环境；

四是积极借用现代化技术手段，如大数据、人工智能、物联网等，对产能结构进行优化升级，解决行业发展中面临的实际难题。通过智能化改造、数字化转型，提高生产效率，降低能耗与排放，实现产能结构的绿色化、智能化转型，为草甘膦行业的可持续发展注入新的活力。

拜耳或寻求就除草剂致癌案达成和解并探讨让子公司孟山都破产。据财联社 2025 年 5 月 16 日报道，拜耳正准备一份计划，或就密苏里州“农达” (Roundup) 除草剂的部分大规模诉讼达成和解，如果和解失败，拜耳还可能寻求让子公司孟山都 (Monsanto) 破产。这家德国制药和生物技术集团已经支付了大约 100 亿美元来解决有关“农达”致癌的争议。孟山都是一家美国农化公司，旗下草甘膦除草剂“农

达”为全球畅销的除草剂品种，此前被拜耳收购。

我们认为，草甘膦欧盟续展批准决定包含草甘膦使用条件和限制，进一步对草甘膦产品的纯度等指标提出更高要求；海外孟山都草甘膦产能存在不确定性加上国内草甘膦行业反内卷，有望助力草甘膦行业竞争格局的改善和龙头公司市占率的提升，将增强草甘膦生产企业的产业链议价能力，以及提高草甘膦生产企业的持续盈利能力。

表4：国内草甘膦行业供需平衡表：预计 2025-2027 年国内新增产能有限、产量小幅增长，出口需求稳定增长

国内草甘膦 (万吨)	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025E	2026E	2027E
产能	73	73	73	73	76	81	81	81	81	86	86
yoy		0.0%	0.0%	0.7%	4.1%	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	0.0%
产量	51	55	58	56	62	57	48	61	62	63	65
yoy		8.9%	5.7%	-3.4%	10.4%	-8.2%	-15.3%	27.1%	0.3%	2.4%	2.4%
开工率	69.8%	75.9%	80.3%	77.0%	81.6%	70.4%	59.6%	75.8%	76.0%	73.3%	75.1%
出口量	54.0	54.8	52.2	58.6	64.1	59.1	46.1	60.2	61.1	62.1	63.1
yoy		1.5%	-4.7%	12.2%	9.3%	-7.7%	-21.9%	30.4%	1.6%	1.6%	1.6%
产量-出口量	-3.4	0.3	5.9	-2.4	-2.0	-2.1	2.1	1.2	0.4	1.0	1.5

数据来源：各公司公告、百川盈孚、海关总署、开源证券研究所（注 1：2026 年新增产能主要是江山股份与瓮福集团合作的 10 万吨草甘膦项目预计在 2025 年底投产 5 万吨。注 2：2017-2024 年国内草甘膦出口量 CAGR=1.6%，假设 2025-2027 年期间出口量增速保持在 1.6%。注 3：部分年份“产量-出口量”为负值，可能是由于存在贸易库存跨年度结转。）

2、草甘膦公司：兴发集团产能规模、产业链配套优势显著，江山股份、和邦生物仍有规划新建产能

国内草甘膦行业公司主要包括兴发集团、福华化学、新安股份、江山股份、扬农化工、广信股份等，根据各公司披露数据，我们进行如下对比分析：

（1）兴发集团：公司是国内磷化工行业龙头企业，主营产品包括磷矿石、黄磷及精细磷酸盐、磷肥、草甘膦、有机硅、二甲基亚砷及湿电子化学品等。

公司拥有草甘膦原药产能 23 万吨/年，配套制剂产能 10.10 万吨/年；甘氨酸产能 10 万吨/年，主要用于草甘膦生产，富余部分对外销售。公司草甘膦及副产品的生产和销售由子公司湖北泰盛化工及其子公司内蒙古兴发科技有限公司负责，形成了“磷硅盐协同”的循环产业链，具有原材料保障优势。草甘膦的主要原材料甘氨酸、黄磷和盐酸主要来自公司内部供给，包括自身配套 10 万吨/年甘氨酸产能、公司本部及子公司规模化的黄磷产能，以及湖北兴瑞有机硅装置副产盐酸；同时，有机硅装置可以消耗泰盛化工草甘膦副产的氯甲烷，有助于降低草甘膦环保风险，并提升其综合经济效益。此外，泰盛化工、湖北兴瑞处于同一个化工园区，有助于提升其原料运输成本优势。

（2）福华化学：公司是一家集矿产资源开发、基础化学品与精细化学品应用研究开发的全球综合性化学品企业，公司精细化学品主要包括草甘膦及其制剂、草铵

膦及其制剂、一氯甲烷、甲缩醛、十二水磷酸氢二钠等。公司基础化学品主要包括烧碱、双氧水、甘氨酸、液氯、多聚甲醛、盐酸、三氯化磷等。

根据公司招股书，截至 2022 年度，公司草甘膦原药产能 15.3 万吨/年，配套 4 万吨/年甘氨酸（配套 6.2 万吨/年氯乙酸）、6 万吨/年多聚甲醛和 1 万吨/年乌洛托品的生产装置。此外，公司拥有 0.6 万吨/年草铵膦、16.06 万吨/年一氯甲烷、19.20 万吨/年十二水磷酸氢二钠、7.81 万吨/年甲缩醛、50 万吨/年离子膜烧碱、12 万吨/年双氧水等。2023 年 11 月 1 日，深交所终止对福华通达化学股份公司首次公开发行股票并在主板上市审核。截至 2025 年 5 月 24 日，福华化学通过集中竞价交易方式、司法拍卖方式等合计占尚纬股份总股份数的 25.35%，为尚纬股份第一大股东和控股股东；7 月 17 日，尚纬股份公告拟向控股股东福华化学发行股票，本次发行完成后，福华化学持有股份比例将超过 30%。

(3) 新安股份：草甘膦原药与制剂市场占有率均处行业领先地位。公司主营作物保护、硅基新材料两大产业，作物保护形成了“中间体-原药-制剂”一体化发展模式；硅基新材料拥有从上游硅矿开采冶炼、有机硅单体合成、下游产品制造的完整产业链。

公司拥有草甘膦原药产能 8 万吨/年，通过技改创新提升产量与外购原药生产制剂，年销售量折合草甘膦原药约 10 万吨，制剂转化率在 70% 以上，产销率在行业中处于领先地位。公司现有遍布全球包括美洲、欧洲、非洲、澳洲、亚太及国内 30 个省区的销售网络，草甘膦原药与制剂市场占有率均处行业领先地位。

(4) 江山股份：公司主要从事以除草剂、杀虫剂为主的农药产品，以特种化学品、化工中间体、氯碱、新材料为主的化工产品，以及热电联产蒸汽等产品的研发、生产和销售。

公司拥有草甘膦原药产能 7 万吨/年，其中甘氨酸路线产能 3 万吨/年，IDAN 路线产能 4 万吨/年。2023 年 12 月，公司公告拟与瓮福（集团）合作，在贵州瓮安经济开发区精细化工园白泥坝片区发展新材料及电子化学品项目，共同打造磷化工循环一体化产业链。项目总投资约 220 亿元人民币，投资所需资金由双方自筹资本金，并通过项目融资解决。项目按不同产品分 2-3 期分步实施建设，主要产品包括 10 万吨草甘膦、10 万吨黄磷、100 万吨团球矿、30 万吨烧碱、10 万吨磷系阻燃剂、30 万吨双氧水、10 万吨五氯化磷等，其中 5 万吨/年草甘膦预计 2025 年底前试生产，建成后公司草甘膦总产能为 12 万吨/年。

(5) 和邦生物：公司主营业务涵盖化工、农业、光伏三大领域。公司拥有草甘膦原药产能 5 万吨/年、双甘膦产能 20 万吨/年，是全球双甘膦最大供应商，公司草甘膦项目采用 IDA 法，公司双甘膦装置是全球唯一采用全流程一体化、大规模装置制造的企业，草甘膦产品纯度高，产品质量分数 $\geq 97\%$ ，同时杂质和副产物较少，是全市场为数不多能达到欧盟最新草甘膦标准的产品。此外，公司规划新建广安 50 万吨/年双甘膦项目和印尼 20 万吨/草甘膦项目。

(6) 扬农化工：公司为全球拟除虫菊酯原药核心供应商，核心品种拟除虫菊酯品种，先后开发了多个农药创制新品种，包括氯氟醚菊酯、氟吗啉、乙唑螨腈、四氯虫酰胺等，均成为国内市场的主导产品。公司拥有草甘膦原药产能 3 万吨/年。

(7) 广信股份：公司主要从事以光气为原料的农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产与销售，主营产品包括杀菌剂：多菌灵、甲基硫菌灵、噁唑菌酮等，

除草剂：敌草隆、草甘膦、环嗪酮等，精细化工中间体：氨基甲酸甲酯、异氰酸酯、邻苯二胺、对（邻）硝基氯化苯等。公司拥有草甘膦原药产能2万吨/年。

表5：草甘膦公司经营数据对比：兴发集团产销规模、毛利率居于行业前列

公司简称	业务名称	项目（亿元、万吨、元/吨）	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y
兴发集团	草甘膦及甘氨酸等	营收	13.9	19.6	25.0	33.6	36.1	43.9	75.5	86.7	42.8	52.0
		毛利	2.1	4.0	5.7	5.3	6.3	7.3	30.1	50.4	13.3	6.9
		营收占比	11.2%	13.5%	15.9%	18.8%	20.0%	23.9%	31.8%	28.6%	15.2%	18.3%
		毛利占比	11.0%	21.1%	21.7%	16.4%	25.8%	29.6%	37.9%	46.7%	29.2%	12.4%
		毛利率	14.9%	20.3%	23.0%	15.6%	17.6%	16.6%	39.8%	58.1%	31.0%	13.2%
		销量	7.7	11.8	11.0	11.8	13.6	17.1	19.1	15.5	17.1	24.5
		不含税均价	17971	16569	22619	28414	26609	25593	39611	55938	24987	21259
新安股份	自产农化产品	营收	42.0	38.0	42.1	59.6	63.0	60.8	55.8	74.4	45.8	44.6
		毛利	2.3	2.8	3.9	7.0	5.6	7.8	15.2	28.7	9.0	6.4
		营收占比	57.2%	55.9%	57.9%	54.2%	57.5%	48.6%	29.4%	34.1%	31.3%	30.4%
		毛利占比	33.5%	30.5%	29.7%	26.5%	31.4%	43.5%	31.3%	54.0%	49.3%	39.4%
		毛利率	5.6%	7.2%	9.2%	11.8%	8.8%	12.8%	27.2%	38.5%	19.7%	14.3%
		草甘膦（折原药）销量	8.8	8.2	7.2	9.2	8.6	10.0	8.6	8.4		
江山股份	除草剂	营收	17.9	15.3	20.4	22.3	24.4	25.6	33.9	52.6	23.7	22.1
		毛利	0.5	-0.3	2.1	3.2	3.6	3.5	9.1	19.2	2.2	1.7
		营收占比	66.8%	32.2%	56.1%	56.8%	51.0%	50.0%	52.2%	63.0%	46.6%	40.7%
		毛利占比	16.7%	-9.0%	34.2%	40.3%	44.2%	41.6%	58.4%	71.6%	32.2%	21.1%
		毛利率	2.5%	-1.9%	10.1%	14.6%	14.8%	13.8%	26.9%	36.4%	9.3%	7.5%
		销量								9.4	7.2	7.8
		不含税均价								56045	33027	28243
和邦生物	双甘膦	营收	9.7	12.8	15.5	19.2	20.1	8.0	24.0	28.0	7.6	
		毛利	3.0	2.8	2.4	2.8	2.1					
		营收占比	33.9%	37.0%	32.7%	31.9%	33.8%	15.2%	24.4%	21.5%	8.6%	
		毛利占比	47.2%	33.6%	19.9%	21.4%	15.7%					
		毛利率	30.6%	21.7%	15.5%	14.8%	10.6%					
		销量	9.9	13.5	13.6	15.1	16.3	6.9	11.0	8.7	4.5	
		不含税均价	9790	9479	11422	12689	12384	11563	21885	32235	16908	
	草甘膦	营收		2.8	7.5	13.7	10.7	13.4	22.2	29.4	6.4	
		毛利		0.1	0.2	0.6						
		营收占比		8.0%	15.9%	22.8%	17.9%	25.5%	22.5%	22.5%	7.3%	
		毛利占比		1.1%	2.0%	4.3%						
		毛利率		3.2%	3.2%	4.2%						
		销量		1.8	3.9	5.6	4.7	6.4	5.4	5.1	2.1	
		不含税均价		15359	19375	24578	22638	20887	40962	58062	30669	
	双甘膦/草甘膦	营收	9.7	15.6	23.1	32.9	30.9	28.1	51.5	57.3	14.0	28.3
		毛利	3.0	2.9	2.6	3.4	2.1	0.9	19.7	28.2	1.7	-0.2
		营收占比	33.9%	45.0%	48.7%	54.7%	51.7%	53.5%	52.2%	44.0%	15.9%	33.1%

公司简称	业务名称	项目（亿元、万吨、 元/吨）	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y
福华化学	草甘膦及甘氨酸等	毛利占比	47.2%	34.7%	22.0%	25.7%	15.7%	9.0%	47.5%	50.5%	8.5%	-2.3%
		毛利率	30.6%	18.4%	11.5%	10.4%	6.9%	3.2%	38.1%	49.2%	12.5%	-0.5%
		销量	9.9	15.3	17.5	20.7	21.0	13.3	16.4	13.7	6.6	15.1
		营收						34.14	69.37	73.99		
		毛利						2.82	19.99	31.90		
		营收占比						79.4%	79.6%	77.7%		
		毛利占比						37.9%	70.0%	71.6%		
		毛利率						8.3%	28.8%	43.1%		
		草甘膦原粉销量						13.5	14.7	9.6		
		草甘膦制剂销量 (千升)						3.6	3.4	3.3		
		草甘膦原粉均价						21712	41673	64895		
		草甘膦制剂均价 (元/千升)						13336	23979	35143		

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所（注：扬农化工、广信股份未单独披露草甘膦业务数据，这里不做列示比较。各公司业务披露口径在不同报告期可能发生变化，兴发集团 2024Y 为公司“农药”业务数据，2023Y 根据 2024Y 数据倒算得到。新安股份没有单独披露草甘膦业务营收、毛利等数据，2015Y 至 2020Y 为公司“农化产品”业务数据，2021Y 至 2024Y 数据为公司“自产农化产品”业务数据，公司自产农化产品以草甘膦为主。江山股份没有单独披露草甘膦业务营收、毛利等数据，2015Y 至 2016Y 为公司“农药”业务数据，2017Y 至 2024Y 数据为公司“除草剂”业务数据，公司除草剂产品包括草甘膦、酰胺类产品等。）

3、盈利预测及投资建议

短期来看，2025 年 5 月以来，供给端主流企业接单良好，排单充足，行业库存低位的情况依旧存在，供应端保持挺价态度；需求端表现坚挺，南美地区制剂订单大量下发，新单成交价格持续上涨，我们看好草甘膦景气上行助力企业经营业绩改善。

中长期来看，供给端，草甘膦欧盟续展批准决定包含草甘膦使用条件和限制，进一步对草甘膦产品的纯度等指标提出更高要求；海外孟山都草甘膦产能存在不确定性加上国内草甘膦行业反内卷，有望助力草甘膦行业竞争格局的改善和龙头公司市占率的提升；需求端，伴随转基因作物种植面积增加及百草枯等除草剂禁用，草甘膦市场需求仍有增长空间，我们看好草甘膦供需格局向好，增强草甘膦生产企业的产业链议价能力，行业有望迎来底部反转。

【推荐标的】兴发集团、扬农化工等。

【受益标的】新安股份、江山股份、广信股份、润丰股份、和邦生物等。

表6：草甘膦产能/总市值弹性表：兴发集团>江山股份>新安股份>和邦生物（截至 2025 年 7 月 22 日）

证券代码	证券简称	2025 年 7 月 22 日		草甘膦设计产能（万吨/年）		每上涨 1000 元增厚 净利润（万元，25% 所得税）	2024 年产能/总 市值（万吨/亿 元×1000）
		收盘价 （元/股）	总市值 （亿元）	2024 年	远期		
600141.SH	兴发集团	25.0	275.8	23.0	23.0	17,250	83
600596.SH	新安股份	9.9	133.7	8.0	8.0	6,000	60
600389.SH	江山股份	22.9	98.5	7.0	17.0	5,250	71
603077.SH	和邦生物	1.9	167.8	5.0	25.0	3,750	30
600486.SH	扬农化工	62.5	253.3	3.0	3.0	2,250	12
603599.SH	广信股份	11.8	107.7	2.0	2.0	1,500	19
603333.SH	福华化学 （尚纬股份）	8.3	51.3	15.3	15.3	11,475	298
301035.SZ	润丰股份	63.3	177.6	0.0	2.5	0	0

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所（注 1：福华化学已成为尚纬股份第一大股东，总市值数据为尚纬股份总市值，所以福华化学“2024 年产能/总市值”指标不参与比较。注 2：远期产能假设各公司现有产能存续且规划在建产能全部顺利投产。）

表7：草甘膦相关标的盈利预测与估值：2024 年除了兴发集团，其余公司归母净利润同比下降

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润增速（%）			PE（倍）			评级
		2025 年 7 月 22 日	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600141.SH	兴发集团	275.8	14.3	14.3	28.8	14.9	17.2	13.4	买入
600596.SH	新安股份	133.7	-61.7	561.6	95.8	230.5	39.3	20.1	未评级
600389.SH	江山股份	98.5	-20.7	159.1	32.4	27.7	16.9	12.8	未评级
603077.SH	和邦生物	167.8	-97.5	—	—	572.6	—	—	买入
600486.SH	扬农化工	253.3	-23.2	17.3	13.5	19.6	18.0	15.8	买入
603599.SH	广信股份	107.7	-45.9	8.4	21.1	14.1	12.8	10.5	未评级
301035.SZ	润丰股份	177.6	-41.6	136.2	23.9	30.4	16.7	13.5	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除了兴发集团、扬农化工，其余公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测）

4、风险提示

行业产能政策变化：草甘膦全球产能主要集中在我国和海外孟山都，全球产能集中度较高，并且我国将新建草甘膦生产装置列为限制类目录，该举措避免了国内的草甘膦行业过度竞争，使供应端呈现出刚性特征。如上述政策发生变化，将导致草甘膦行业新增产能投放，新增产能的消化存在一定的市场风险。

原材料价格大幅波动：草甘膦生产主要原材料包括黄磷、甘氨酸、甲醇、醋酸等。黄磷、甘氨酸、甲醇等原材料的价格受石油化工行业波动、市场供求关系变动、国家环保标准提升以及政策趋严等因素影响，部分原材料价格波动近年来也经历了周期性的波动，原材料价格大幅波动不利于行业公司成本控制，导致草甘膦产品价格的波动，且下行周期会对行业公司的经营业绩产生不利影响。

安全环保风险：草甘膦在生产过程中使用到了部分危险化学品，对存储、运输、加工和生产都有着特殊的要求，若处理不当则可能会发生火灾、爆炸等安全事故，威胁生产人员的健康和安全，因安全事故造成财产、人员损失或者因安全事故造成

的整改、停产等将对行业日常经营造成不利影响。此外，草甘膦企业生产经营过程中会产生废水、废气及固定废弃物，环境保护要求较高。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn