

转基因政策春风，种业龙头蓄势待发

2022 年 12 月 19 日

► 隆平高科：率先迈向国际化的种业龙头

隆平高科是我国领先的“育繁推一体化”种业企业。目前已形成杂交水稻和杂交玉米两大业务双足鼎立、杂交蔬菜、小麦、杂交谷子、杂交食葵等多个优势作物为补充的综合农作物种业业务格局。

► 行业分析：供需格局逐步改善，政策春风渐行渐近

1) 玉米供需料维持紧平衡，水稻库存压力有望释放。玉米方面，结构性供需矛盾仍存，价格料继续维持高位。水稻方面，整体供应仍然充足，未来有望逐步进入去库周期。2) 种业市场规模位居全球前列，行业集中度有待提升。2019 年我国种子市场 CR5 仅 12%，与全球平均水平差距较大，未来转基因作物商业化种植开放后，转基因品种因其良好的抗虫、抗除草剂表现将获得市场的广泛青睐，而中小规模种子企业缺乏相应育种技术，或被市场逐渐淘汰，种业市场集中度有望提升。实质性派生品种制度（EDV）的正式建立，以及转基因商业化的逐步落实，将显著提高种子创新积极性、更好的保护未来落地的转基因品种。

► 公司分析：科研实力行业领先，转基因先发优势明显。

1) 育种站遍布国内外，种质资源储备充足。截至 2020 年底，公司在中国、巴西、美国、巴基斯坦等 7 国共拥有 45 个育种站，试验基地总面积近一万亩，研发布局广阔。2) 科研投入远超行业平均水平，专家带队实现产研结合。公司搭建了由知名育种专家带队的玉米、水稻、黄瓜、生物技术团队，同中国科学院、中国农科院、湖南杂优中心等多家顶级科研院校保持深度合作关系，占据技术高地。3) 高密度的生态测试网，显著缩短新品种育种周期。公司密集完善的生态测试网能快速、准确、动态的反馈材料的田间表现，从而准确筛选目标植株以提高育种效率，目前公司品种储备已达 472 个，主推品种广受市场认可。4) “三架马车”集中发力，种业航母正待启航。子公司杭州瑞丰已获得转基因安全证书，其余迭代产品蓄势待发；巴西隆平玉米转基因育种经验丰富，对未来国内转基因商业化运作有良好的借鉴意义；隆平生物转基因品种抗谱更广，分子叠加技术行业领先。

► **投资建议：**预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 0.62、3.75、6.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.05、0.28、0.46 元，对应 PE 为 352、58、36 倍，考虑到公司作为玉米、水稻种业龙头企业，在国内粮价高位运行趋势下，有望进一步打开利润空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**汇率波动风险、自然灾害风险、新品种研发风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,503	4,079	4,923	5,908
增长率 (%)	6.5	16.4	20.7	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	62	62	375	610
增长率 (%)	-46.1	-1.0	506.3	62.7
每股收益 (元)	0.05	0.05	0.28	0.46
PE	348	352	58	36
PB	4.0	3.7	3.5	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 16 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

16.52 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

研究助理 张心怡

执业证书：S0100122060009

邮箱：zhangxinyi@mszq.com

目录

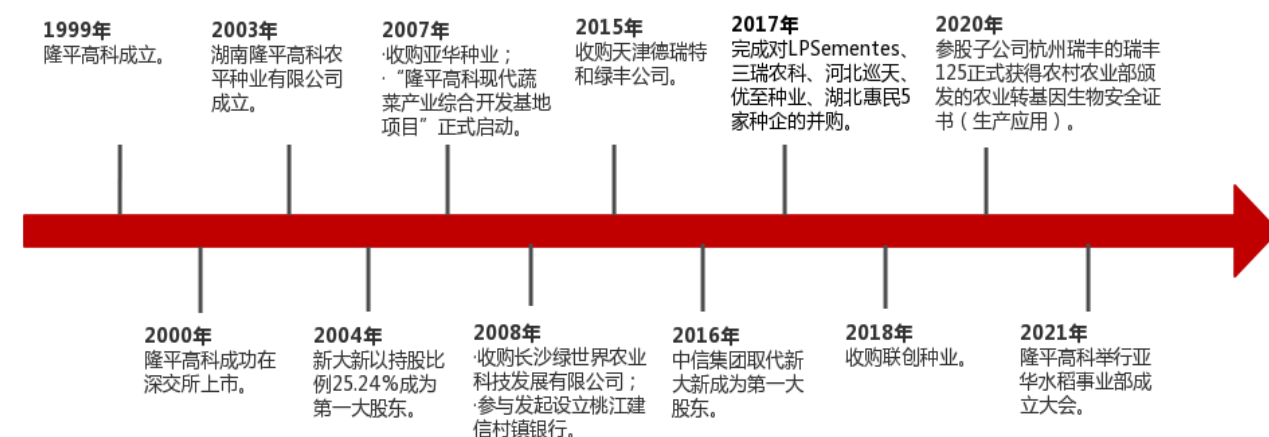
1 公司概况：国内高科技种业龙头	3
1.1 主营业务一超多强，“3+X”运营模式形成	3
1.2 玉米水稻双轮驱动，业绩拐点曙光已现	4
2 行业：供需格局逐步改善，政策春风渐行渐近	8
2.1 玉米供需维持紧平衡，种子价格预计仍将走高	8
2.2 水稻供需逐渐改善，库存压力有望释放	11
3 公司优势：研发实力国内龙头，营销渠道网络完善	13
3.1 自主研发持续发展，生物育种抢先布局	13
3.2 生产销售协同管理，线上线下全渠道布局	18
4 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测假设与业务拆分	20
4.2 估值分析	21
4.3 投资建议	22
5 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	26

1 公司概况：国内高科技种业龙头

1.1 主营业务一超多强，“3+X”运营模式形成

公司总部位于湖南长沙，成立于 1999 年，在 2000 年成功上市。三十多年发展期间，公司始终聚焦种业，不断拓展产业布局，至今已形成以水稻、玉米、蔬菜种业为导向，以小麦、棉花、油菜等种业为延伸的“3+X”种业运营模式，布局范围不仅覆盖我国国内主要水稻玉米种植区还在巴西、美国、巴基斯坦、菲律宾等多个国家建有水稻、玉米、蔬菜、谷子和食葵育种站约 50 个，试验基地总面积 1.2 万亩，主要农作物种子的研发创新能力居国内领先水平，其中杂交水稻、玉米种子业务始终位居世界前列。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图2： 公司产业体系



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图3：公司国内产业布局



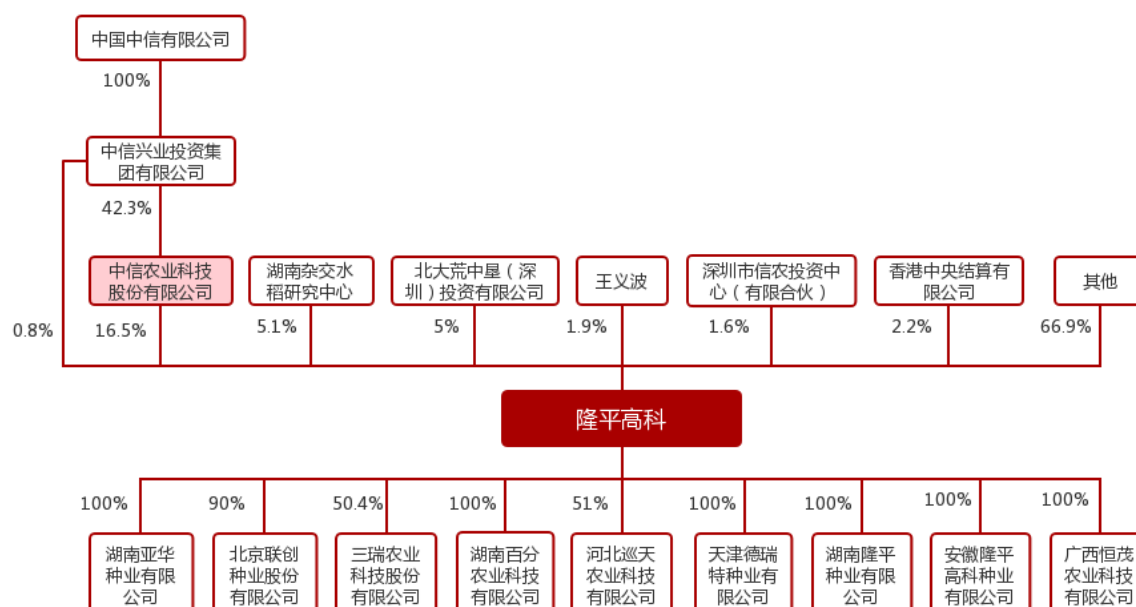
资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司持股结构稳定，中信集团为公司实际控制人。中信农业科技股份有限公司持有公司股份比例为 16.5%，其主要股东之一中信兴业投资集团有限公司在 2022 年第 3 季度也正式入股隆平高科，直接持有 0.8% 股份。湖南杂交水稻研究中心与北大荒中垦（深圳）投资有限公司则分别持有 5.1%，5.0%。王义波作为公司玉米

首席专家持有股份比例为 1.9%，是公司持股比例最高的境内自然人，形成了国有资本、民营资本、科学家共同持股、各尽其力、合作共赢的架构。

随着 2014 年种企并购潮的掀起，隆平高科主营业务发力的同时也加快并购延伸的步伐。2015 年公司收购龙头企业天津德瑞特和绿丰公司，正式进入蔬菜种子行业；2017 年公司先后收购 LPSementes、向日葵杂交种子企业三瑞农科、玉米种子优势企业河北巡天等，在奠定了国内种业优势地位的基础上，为国际业务拓展打下基础。2018 年收购联创种业，成为公司育种及转基因技术研发的主要力量。2019 年公司在转基因玉米种子领域取得重大突破，其参股子公司杭州瑞丰的瑞丰 125 正式获得农业农村部颁发的农业转基因生物安全证书（生产应用）。目前，公司旗下已有 48 家子公司，其中国内 42 家，国外 6 家。

图4：公司股权结构图（截至 2022Q3）



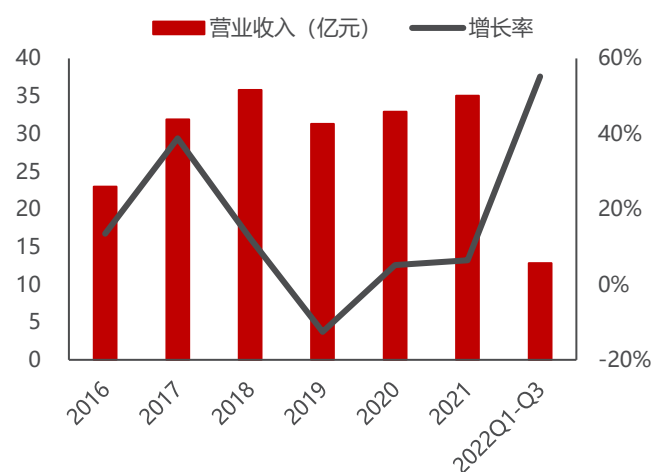
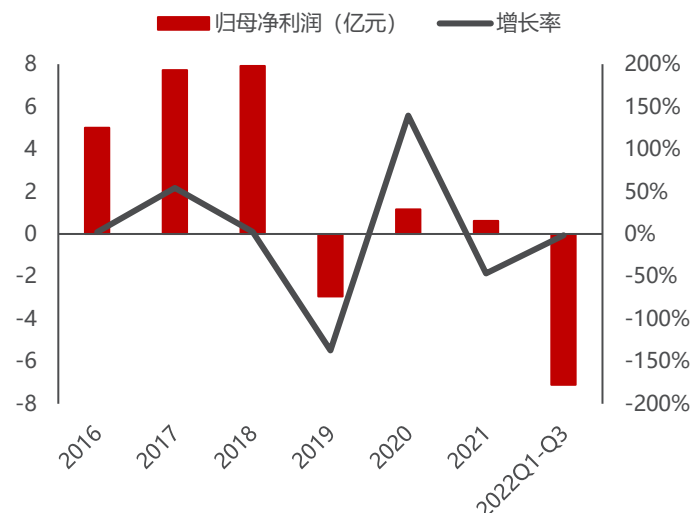
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 玉米水稻双轮驱动，业绩拐点曙光已现

主营业务发力，盈利逐步回升。2016~2021 年，公司营业收入从 23.0 亿元增长至 35.0 亿元，CAGR 为 8.8%。2018 年公司收购联创种业，推动玉米种子业务飞速发展；2019 年受水稻最低收购价格影响，农民种植积极性下降，对公司种子销售量价造成较大压力，核心业务杂交水稻种子收入同比下滑 40.9%，大幅拉低该年营业收入，导致归母净利润亏损 2.9 亿元；2020 年，玉米供给侧改革后，商品粮与种子的价格均快速攀升，玉米种子业务占据公司近三成收入，拉动归母净利润扭亏为盈。2021 年营收 35 亿元，同比增长 6.5%。2022Q1-Q3 受美元贷款所产生的汇兑损益，及公司加大研发投入的影响，公司前三季度利润亏损 7.1 亿。

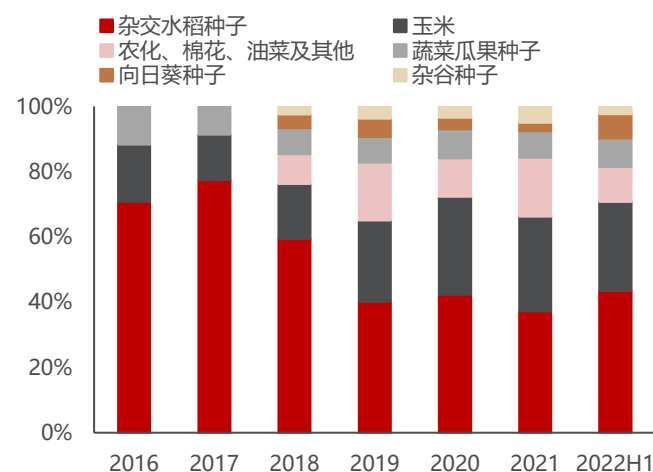
水稻玉米双营收结构形成。2016-2021 公司杂交水稻种子和玉米种子业务占

比之和超过 60%，且占比逐渐扩大，2022H1 玉米种子业务已占比 27.3%，水稻种子业务占比 43.5%，成为公司最重要的两大营收点。**从毛利来看**，2019-2022H1 公司各项业务毛利均成下降趋势，但水稻和玉米仍占据主要地位。2022H1 公司毛利 4.9 亿元，其中杂交水稻种子毛利 1.9 亿元，占比 39.1%；玉米种子毛利 1.3 亿元，占比 27.2%。

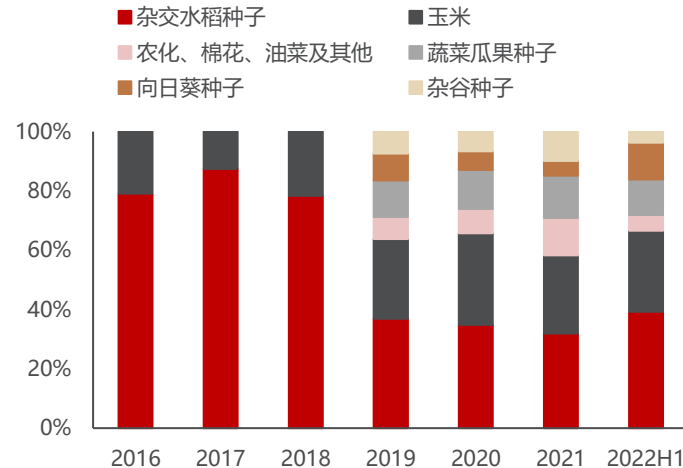
图5：2016-2022Q1-Q3 营业收入及增速（亿元）

图6：2016-2022Q1-Q3 归母净利润及增速（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2016-2022H1 主营业务构成（%）


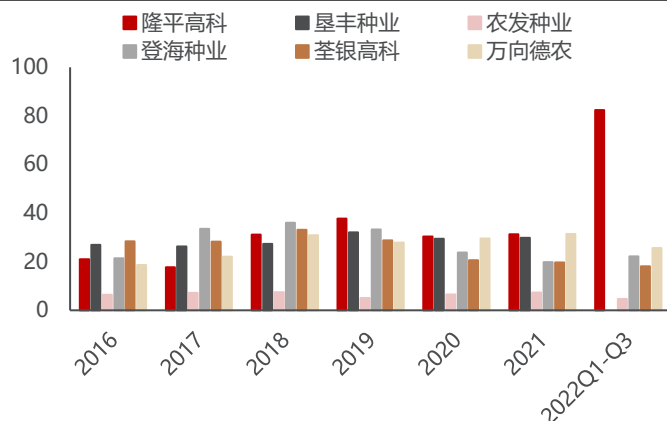
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2016-2022H1 毛利构成（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

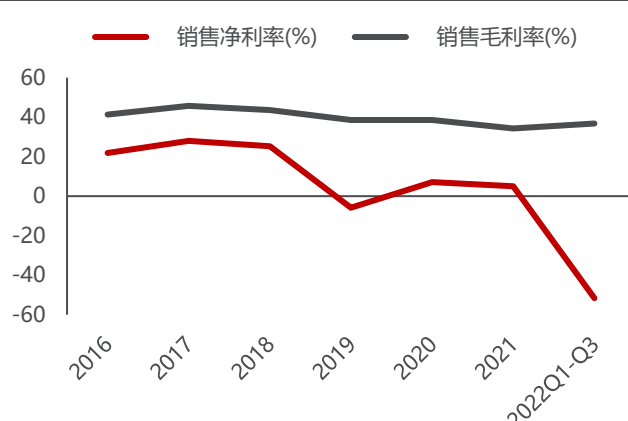
费用管控能力亟待提高，挤占公司盈利空间。公司销售期间费用率高于行业同类龙头企业，2019-2021 年公司期间费用率从 37.8%下降至 31.3%。由于公司主要玉米制种基地在甘肃和新疆，疫情对于公司物流运输造成一定影响，因此公司近三年费用高于同类其他企业。同时受制种成本上升叠加减产影响，公司通过提价尚未完全转移成本压力，拉低了公司核心业务毛利率，虽然该阶段营业收入已在逐步回升，但盈利能力被挤占，2019-2021 年销售毛利率与净利润均低于前期，毛利率从 38.6%下降至 34.3%，净利率均在低位徘徊，2022 年上半年毛利率有小幅回升。

图9：2016-2022Q1-Q3 销售期间费用率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

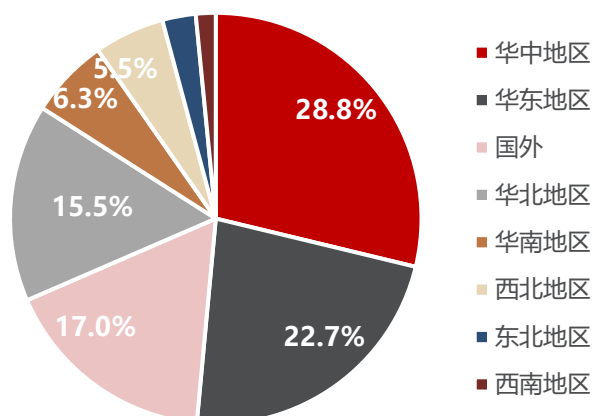
图10：2016-2022Q1-Q3 销售净利率与毛利率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

积极进行海外业务开拓，与多国企业建立贸易合作关系，种质资源获取途径广泛。公司海外业务以种子出口业务为主，2016-2021 年，公司国外业务收入从 1.9 亿元增长至 3.4 亿元，CAGR 达 12.4%，收入占比从 8.3%增长至 9.8%。公司充分发挥袁隆平院士的品牌影响力，与多国企业建立长期贸易合作关系，并顺应“一带一路”倡议带来的历史性机遇，加快水稻和玉米的全球化布局与开拓。其中，**水稻业务**以“一路”中的东南亚、南亚地区为主，公司早在 2007 年便分别在印度尼西亚、菲律宾设立了控股子公司，超前打入国际市场；2009 年获得国家首个援外培训项目（中国杂交水稻技术援外培训基地）以来，为超过一百个国家培养了近万名农业人才（包括部长级高级官员），显著扩宽了水稻种质资源的获取途径；**玉米业务**以“一带”中的南美、北美地区为主，充分利用美国、巴西育种站，全力推进同玉米种业强国的种质资源交流，有利于公司突破国内种质资源瓶颈，赢在育种起跑线。

图11：2022H1 公司国内外业务收入占比



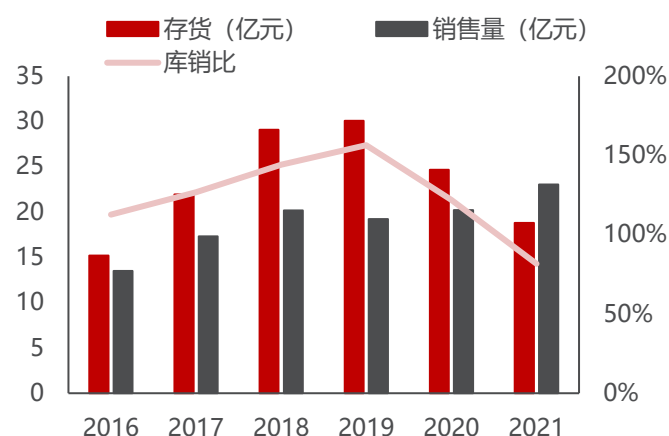
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：公司种质资源来源丰富

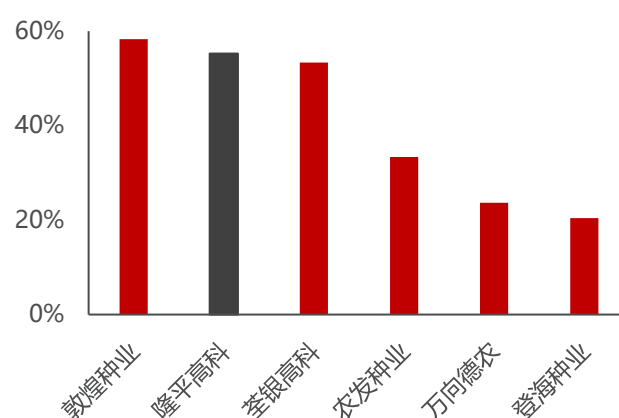


资料来源：公司年报整理，民生证券研究院

去库存效应明显，财务健康水平持续提升。伴随行业景气度的回升，公司在近年集中清理库存，库销比持续下降，2021 年公司库存下降至 18.8 亿元，同比-23.9%，库销比降至 81.7%，同比-40.4PCT，存货周转率达 1.06 次，为近六年最高峰，公司经营效率逐渐改善。同时，公司的资产结构维持稳定，近三年来维持在 55%左右，在可比公司当中处于较高水平，随着未来对不良资产逐步的剥离，资产结构有望进一步优化。

图13：2016-2021 存货及库销比


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2021 年各种企资产负债率对比 (%)


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

出售隆平四川玉米股权，加快低效资产处置。公司于 2022 年 11 月 15 日与聚隆汇智签订《股权转让协议》，将其控股子公司四川隆平玉米种子公司 80%股权转让给聚隆汇智。四川隆平玉米 2021 年和 2022 年前三季度净利润均为负值。未经审计的报告显示，截至 2022 年 9 月 30 日，四川隆平玉米净资产为-899.1 万元。本次股权出售将有利于公司剔除低效资产，提高资源配置效率，促进公司未来健康发展。

表1：四川隆平玉米种子有限公司主要财务数据和财务指标 (万元)

项目	2021年12月31日 (经审计)	2022年9月30日 (未经审计)
资产总额	6965.5	1962.6
负债总额	7243.2	2861.7
净资产	-277.6	-899.1
营业收入	62.0	0
净利润	-2581.2	-621.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院

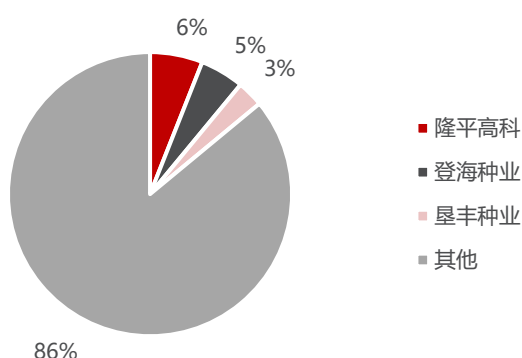
2 行业：供需格局逐步改善，政策春风渐行渐近

2.1 玉米供需维持紧平衡，种子价格预计仍将走高

2.1.1 供给侧改革持续推进，产量库存同步下降

杂交玉米种子行业集中度低，竞争格局分散。玉米种子市场是我国占比最大的种子市场，2020 年我国玉米种子市场规模为 337.3 亿元。**从龙头企业看**，2020 年中国杂交玉米种业 CR3 约为 14%，龙头种企隆平高科以市占率 6% 占据第一，其次为登海种业（5%）、垦丰种业（3%）。**从玉米品种来看**，自 2005 年左右郑单 958、先玉 335 等品种推出后，我国玉米品种更新步入了瓶颈期，2010 年后前五大玉米品种种植集中度大幅降低，2016 年后玉米品种数量出现“井喷”发展，市场竞争进一步加剧，前五大种植集中度再度快速下滑，2019 年仅为 19.3%。其中郑单 958、京科 968、先玉 335、登海 605 等多个玉米品种推广面积均在逐年减少。

图15：2020 年中国杂交玉米种业市场竞争格局



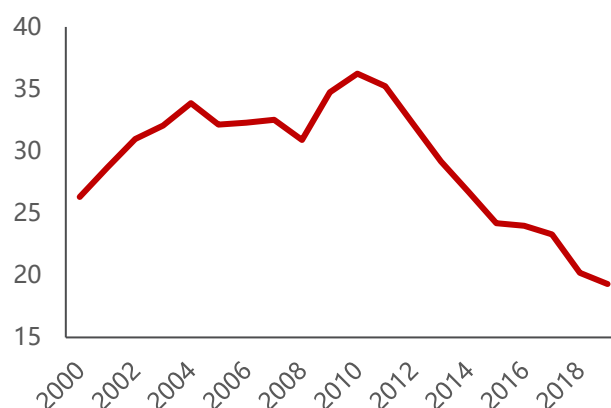
资料来源：全国农技推广中心，民生证券研究院

表2：2020 年杂交玉米商品种子销售总额前十企业

排名	企业
1	袁隆平农业高科技股份有限公司
2	山东登海种业股份有限公司
3	北大荒垦丰种业股份有限公司
4	吉林省鸿翔农业集团鸿翔种业有限公司
5	辽宁东亚种业有限公司
6	中国种子集团有限公司
7	襄阳正大农业开发有限公司
8	德农种业股份公司
9	中地种业（集团）有限公司
10	合肥丰乐种业股份有限公司

资料来源：《中国农作物种业发展报告》，民生证券研究院

图16：2000-2019 年前五玉米品种种植集中度（%）



资料来源：中国种业发展报告，民生证券研究院

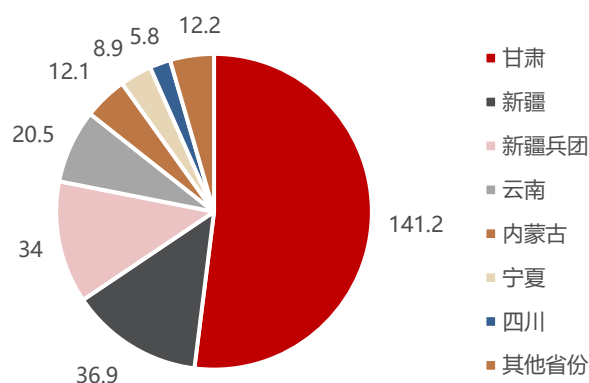
表3：2016-2020 年玉米前十大品种推广面积变动情况（万亩）

排名	2020		2019		2018		2017		2016	
	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积
1	郑单958	2798	郑单958	2818	郑单958	3074	郑单958	3441	郑单958	3944
2	京科968	1493	京科968	1459	先玉335	2027	先玉335	2526	先玉335	3263
3	裕丰303	1460	先玉335	1333	京科968	1738	京科968	2016	京科968	2017
4	登海605	1272	登海605	1278	登海605	1369	登海605	1427	登海605	1439
5	中科玉505	1168	裕丰303	1234	德美亚1号	751	浚单20	799	浚单20	965
6	先玉335	1132	中科玉505	776	伟科702	701	伟科702	756	隆平206	816
7	联创808	543	浚单20	564	裕丰303	653	隆平206	587	德美亚1号	791
8	伟科702	485	伟科702	521	浚单20	606	大丰30	481	伟科702	742
9	隆平206	439	联创808	498	隆平206	568	翔玉998	478	中单909	540
10	浚单20	370	隆平206	493	联创808	511	鑫玉16	437	鑫玉16	446

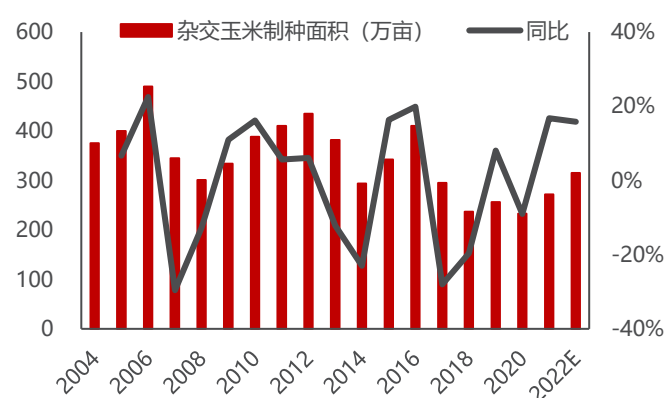
资料来源：中国农技推广中心，民生证券研究院

制种区域沿“河西走廊”集中分布，供给侧改革下制种面积持续下降。我国杂交玉米制种区域集中在西北地区，甘肃和新疆是主要的制种基地，2021 年甘肃、新疆、新疆生产建设兵团三地制种面积分别为 141.2、36.9 和 34.0 万亩，合计占比约 78.0%。自 2016 年起，我国为解决玉米供给过剩问题，开始逐步调减种植区域，2016-2021 年，杂交玉米制种面积从 410 万亩下降至 272 万亩，减少了 33.7% 的面积。

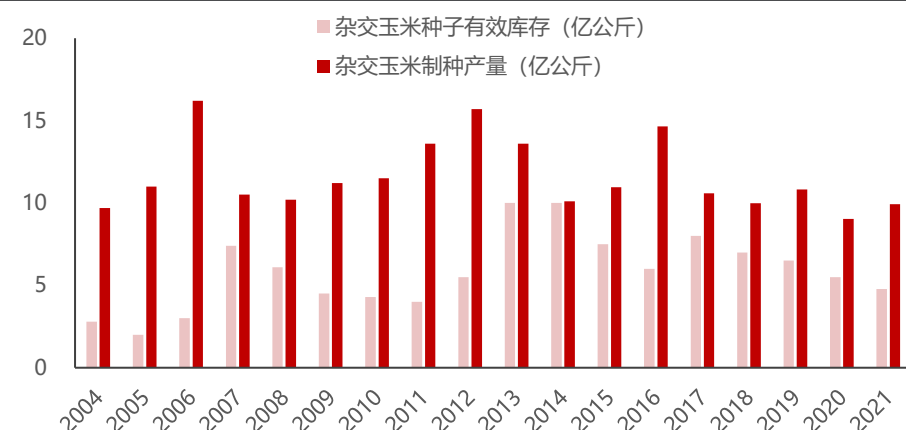
杂交玉米制种产量持续低位，有效库存接近历史低点。2016~2021 年杂交玉米制种产量从 14.7 下滑到 9.9 亿公斤，年复合增速为-7.48%，主要系制种面积缩减后，新种产量大幅下降，长期处于行业低位。另外受去库存政策推进，头部企业的主销品种库存快速清零，玉米种子有效库存不断下降，2021 年有效库存量仅为 4.8 亿公斤，年复合增速为-12.13%。预计在今年播种结束后，玉米种子有效库存将降至 3 亿公斤，接近 2006 年的历史低点。

图17：2021 年各省杂交玉米制种面积（万亩）


资料来源：中原农资宝典，民生证券研究院

图18：2004-2022E 年全国杂交玉米制种面积及增速


资料来源：ifind，全国农技中心，民生证券研究院

图19：2004-2021 全国杂交玉米制种产量及有效库存


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.1.2 玉米消费增长，种子需求稳步上升

玉米价格小幅回升，拉动玉米种子需求增加。自2016年以来，我国推进农业改革，在东北三省和内蒙古将玉米临时收储政策调整为市场化收购加补贴新机制，以调减玉米非优势区面积，降低无效库存。2020年临储库存清零，同时饲用玉米需求快速提升，推动玉米价格快速上涨，农民玉米种植积极性大幅提升，2021年我国玉米种植面积达到6.5亿亩，同比增长5%。2022年10月玉米价格为2.9元/kg，同比增长6.2%，11月农业农村部预测2022/23年玉米种植面积6.4亿亩，同比-0.9%。

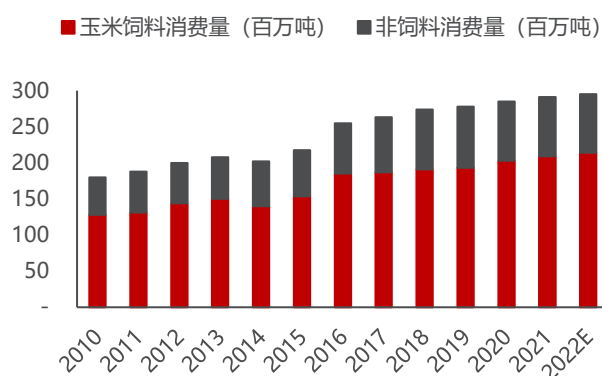
生猪产能恢复正常水平，饲用玉米消费将稳定增长。2021年饲用玉米消费量为2.1亿吨，同比增长3.0%，在玉米消费总量中占比为71.8%。截至2022年9月，国内生猪存栏量达4.4亿头，同比增长1.4%，环比增长3.1%，已逐步回归合理水平。考虑到当前生猪价格仍维持高位，能繁母猪存栏量已略高于绿色区间，玉米饲用消费将持续增长，有望对后续玉米价格形成有力支撑。在较高的种植收益及有限的耕地面积背景下，高品质玉米种子的需求量将持续增长。

图20：2004-2021 全国玉米播种面积及增速

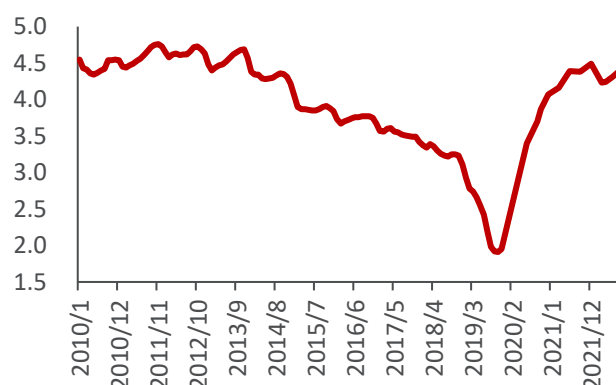

资料来源：ifind，民生证券研究院

图21：2010-2022 年 22 省玉米平均价格 (元/kg)


资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：2010-2022E 年国内玉米消费总量


资料来源：ifind，民生证券研究院

图23：2010-2022 年国内生猪存栏量（亿头）


资料来源：ifind，民生证券研究院

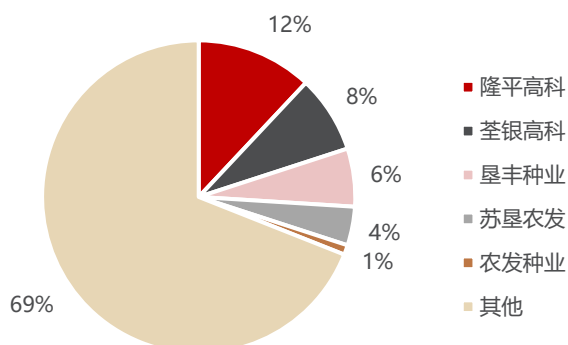
2.2 水稻供需逐渐改善，库存压力有望释放

并购整合下集中度持续提升，隆平高科占据龙头地位。2011年以来，我国水稻种子龙头企业通过并购，有效的扩大企业规模，加速水稻业务整合，进而推动我国水稻行业市场集中度不断提高。2020年水稻种子行业CR5为31%，隆平高科以12%的市占率稳居水稻种子行业第一，紧随其后的是荃银高科（8%）及垦丰农业（6%）。

杂交水稻制种面积回升，库存下降明显但仍存在压力。2012-2016年国家持续上调水稻最低收购价格，杂交水稻种子库存量开始逐年堆积，导致库存压力较大，2017-2018年我国连续两次下调水稻最低收购价格，抑制农民种植积极性，水稻制种面积相应下滑，2021年末我国杂交水稻种子有效库存仅余0.84亿公斤，下降明显。但近年以来我国水稻最低收购价格再次小幅回升，2022年三种水稻最低收购价较2019年均上涨1~4元，推动制种面积大幅增长，全国农技中心数据统计，2021年我国杂交水稻制种面积达158万亩，同比+30.6%，2022年全国杂交水稻商品种子有效供给量将超过3.5亿公斤，种子供应过剩的态势将进一步加剧。

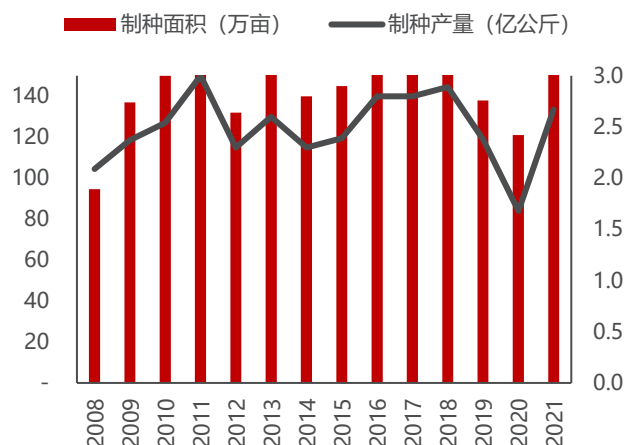
水稻消费量平稳增长，有望拉动水稻种子需求增加。从需求端看，85%以上水稻用于食用，随着近二十年人口不断地增长，水稻消费量总体保持稳定增长，根据汇易咨询，2022年水稻总消费量将达22688.7万吨，同比增长0.36%。在政策鼓励和粮食收购价格上涨双重提振下，水稻播种面积也相应会有小幅增长。2019-2021年期间，全国水稻播种面积增长342万亩。我们预计2022年伴随临储小麦拍卖见底，水稻将可能接替小麦成为调控玉米市场的政策性角色，未来水稻需求量仍将平稳增长，有望进一步拉动水稻种子需求增长。

图24：2020 年中国水稻市场竞争格局



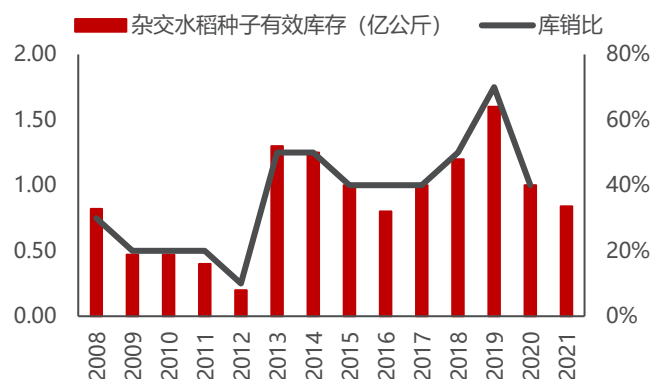
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图25：2008-2021 年杂交水稻制种面积及产量



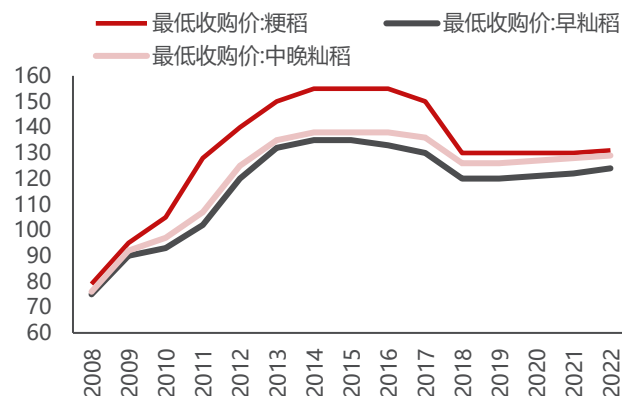
资料来源：ifind，民生证券研究院

图26：2008-2021 年杂交水稻种子库存及库销比



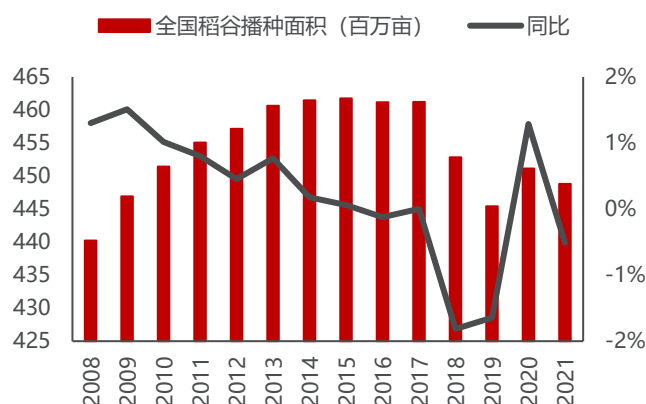
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图27：2008-2022 年水稻最低收购价格 (元/50 公斤)



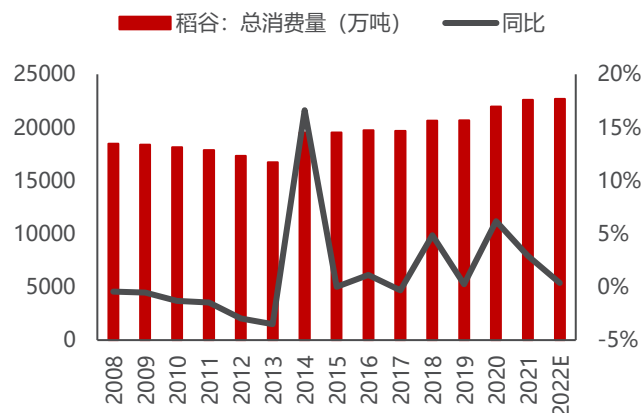
资料来源：ifind，民生证券研究院

图28：2008-2021 年全国水稻播种面积及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图29：2008-2022E 全国水稻消费量及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

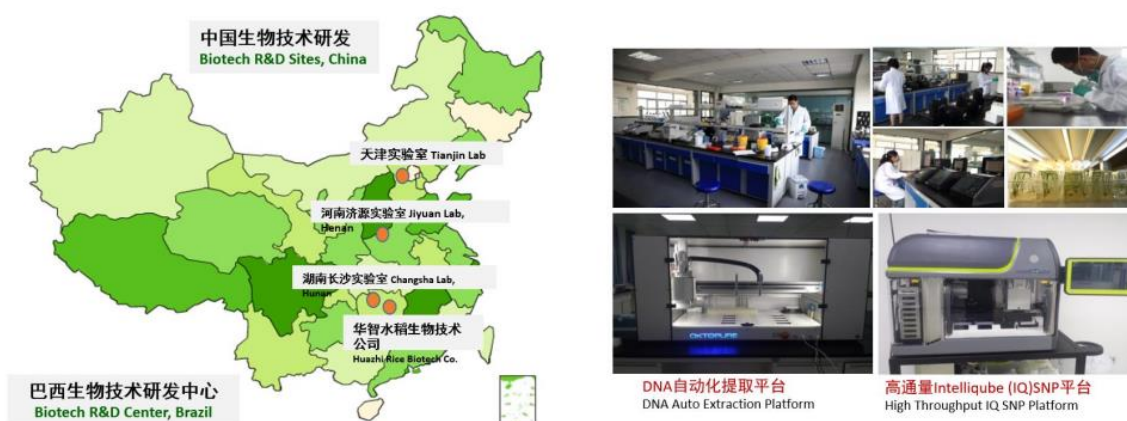
3 公司优势：研发实力国内龙头，营销渠道网络完善

3.1 自主研发持续发展，生物育种抢先布局

3.1.1 全球化科研体系搭建完善

研发平台覆盖育种全流程，育种技术保持全行业领先。公司在国内拥有多个实验室，同时国外积极联动巴西生物技术研发中心，打造了传统育种、生物技术、测试评价、分子育种、生物计算信息化等多个平台，全面匹配不同育种方案、不同育种阶段的研发需求，完善现代商业化育种体系建设。此外，公司旗下华智生物、长沙生物技术实验室、生物技术（玉米）中心着力于分子育种前沿领域，促进传统育种与分子技术相结合，在生物性状开发、种质资源创新、生物计算信息化、高通量技术等方面行业领先，助力公司打造创新、智能的育种高地。

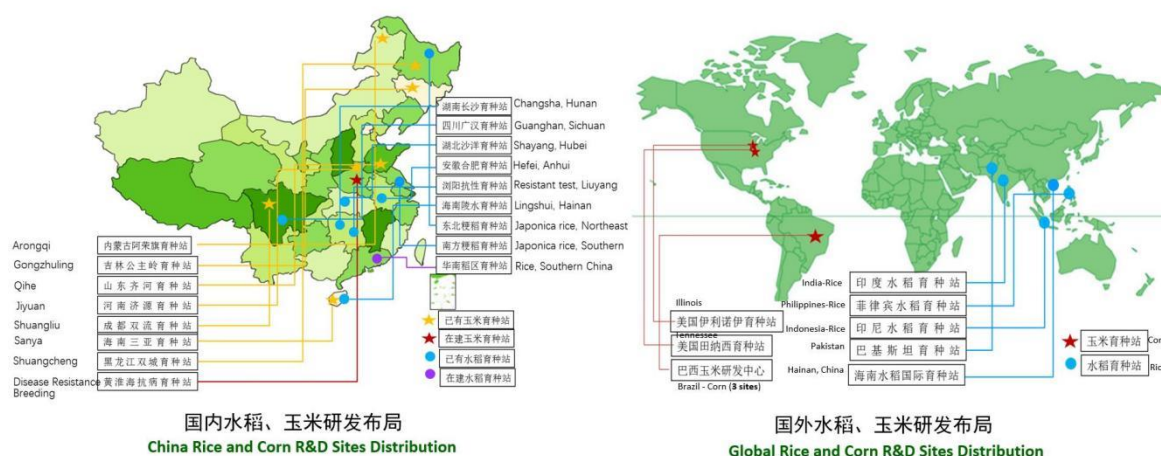
图30：公司国内外重点实验室布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

商业化育种体系成熟，覆盖市场广泛。公司现拥有 44 个育种站：（1）**水稻方面：**国内水稻研发以湖南为创新中心，依托隆平高科种业科学研究院及各区域育种站，范围覆盖长江上游、中下游、华南及黄淮稻区；国际水稻研发以海南为窗口，辐射菲律宾、孟加拉、越南以及巴基斯坦等“海上丝绸之路”沿线水稻种植国家。在印度这个水稻种植面积广阔但杂交水稻普及率尚不及 5% 的国家，隆平高科作为我国唯一在印度育种站的企业在印度市场争夺中占尽市场先机。（2）**玉米方面：**联创种业和巴西隆平紧密联合，主要面向东北、黄淮海、西南等主要玉米种植区域。（3）**蔬菜方面：**将主要推广地区划分为各个细分区域，不断推出广受市场好评的新组合产品，同时在河北、内蒙古等作物资源优势地区建立了行业领先的属地科研模式。截至到 2022 年上半年，公司已在国内国外建有 12 个水稻育种站、19 个玉米育种站、8 个蔬菜育种站、2 个谷子育种站和 3 个食葵育种站。

图31：公司国内外育种站分布



资料来源：公司官网，民生证券研究院

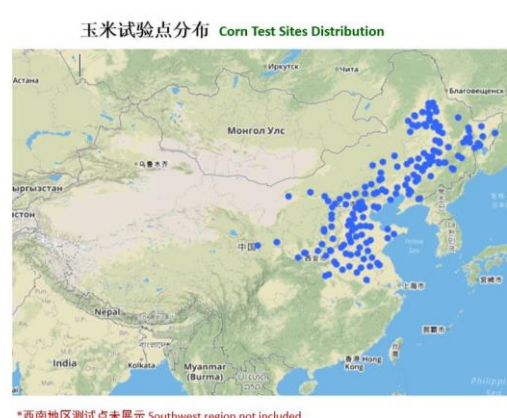
测试评价网络成熟，育种周期有效缩短。测试评价贯穿整个育种流程，是获取育种材料优质田间数据的重要基础。公司水稻测试网实现了长江流域、华南及黄淮海地区的高密度覆盖，玉米测试网实现了西南、东华北等主要产区的高密度覆盖。密集完善的生态测试网能快速、准确、动态的反馈材料的田间表现，从而准确筛选目标植株以提高育种效率，公司因此形成了水稻新杂交组合不长于 4 年、玉米不长于 7 年、蔬菜不长于 3 年的测试评价流程，有效缩短了育种周期。

图32：公司部分水稻试验点分布



资料来源：公司官网，民生证券研究院

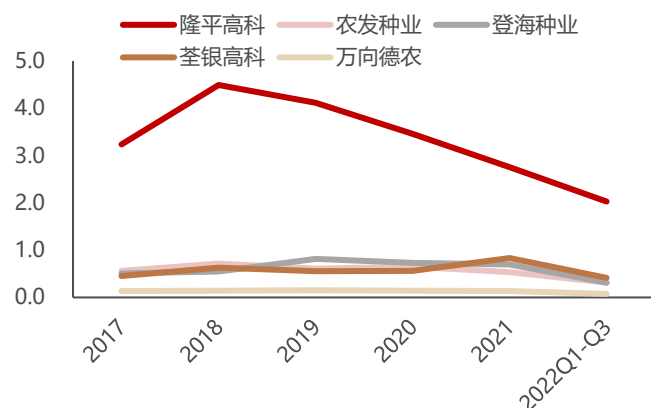
图33：公司部分玉米试验点分布



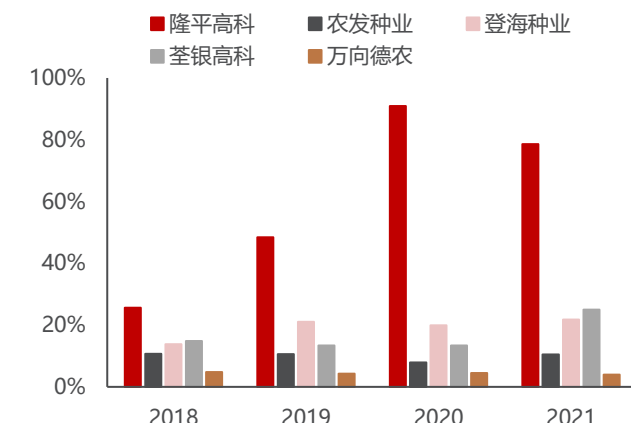
资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.1.2 研发投入行业领先，科研团队国际顶尖

公司长期保持国内种业最高强度研发投入。2021 年隆平高科研发支出 2.8 亿元，占营业收入比例 7.9%，其中研发人员工资薪酬 0.8 亿元，远超行业平均水平（0.6 亿元、0.2 亿元）。公司自成立以来始终把“自主研发”放在核心地位，2018 年研发支出达到 4.5 亿元峰值，此后便有意识规范科研经费的管理和使用，同时得益于研发效率的提高，2019 以来公司研发支出持续下降。

图34：各公司研发支出对比（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图35：各公司研发人员工资薪酬（亿元）


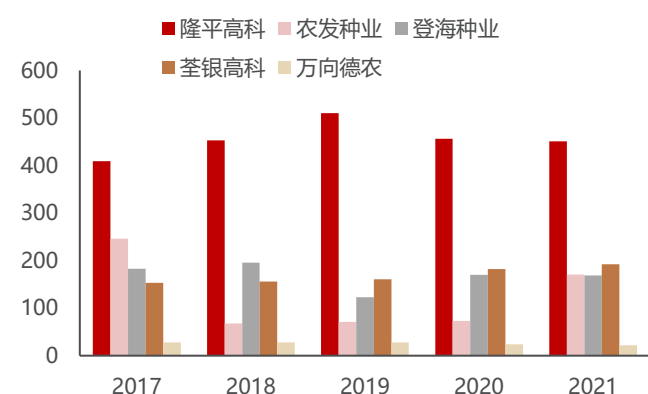
资料来源：wind，民生证券研究院

科研院校深度合作，专家带领团队专业。公司研发形成了以杨远柱、王义波、赵治海等行业专家为核心的玉米、水稻作物育种及生物技术研发团队。2021 年公司拥有 451 名研发人员，占公司人数 16.65%；硕士人数占比 9.27%，均居行业第一。2022 年公司继续与万建民院士、曹晓风院士等团队扩大合作，同时与中国科学院、中国农学院、武汉大学等多家科研院校保持长期合作关系，以期共同攻克当前杂交水稻前沿技术难题。

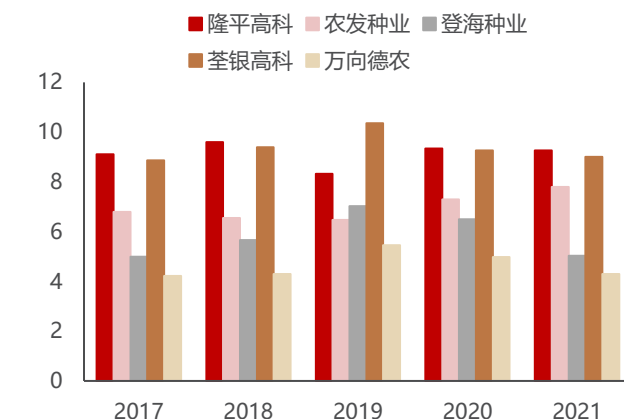
表4：公司各育种团队首席专家介绍

知名育种专家	专家介绍
王义波	“中国种业十大杰出人物”，河南省玉米育种首席专家,北京联创种业有限公司董事长，中国种子协会玉米分会副会长
杨远柱	“中国种业十大杰出人物”，湖南农业大学博士生导师，华中农业大学硕士研究生导师
赵治海	“杂交谷子之父”，十一届全国人大代表，国内谷子研究知名专家、张家口市农科院谷子研究所所长，荣获全国五一劳动奖章。
马德华	知名黄瓜育种专家（从事黄瓜育种研究超过20年），天津农科院黄瓜所所长，天津德瑞特种业有限公司董事长，西北农林科技大学教授。

资料来源：Wind，民生证券研究院

图36：各公司研发人员数量（人）


资料来源：wind，民生证券研究院

图37：各公司硕士人数占总人数比例（%）


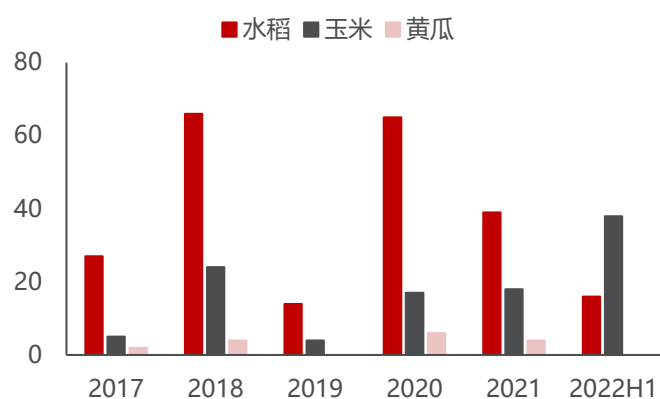
资料来源：wind，民生证券研究院

3.1.3 育种工作成果显著，转基因优势凸显

公司优质种源丰富，审定品种数量领先。公司经过多年自我育种旗下已培育“隆平”、“亚华”、“联创”、“湘研”、“德瑞特”、“巡天”、“三瑞农科”等多个优质种子资源品牌。2020年，公司水稻和玉米种子分别拥有7个和4个主推品种位居全国推广面积前十。2021年公司共有139个新品种通过国家审定，其中水稻新品种88个，玉米新品种50个，棉花新品种1个，截至2022H1，公司已累计获得授权植物新品种权650件，后备品种数量充足，优质品种储备丰富。

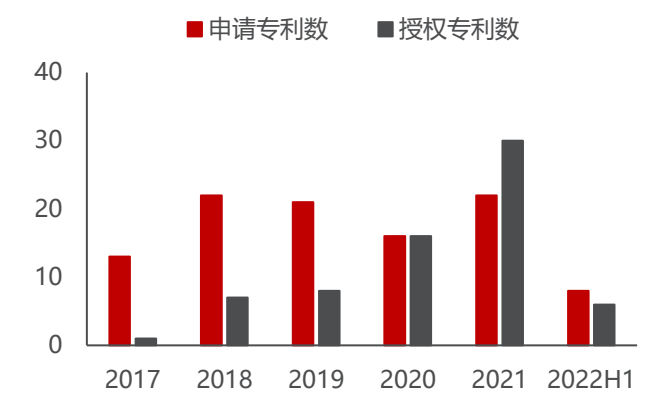
“三驾马车”共同驱动，转基因蓄势待发。公司坚持传统育种和生物技术育种两手抓，加快抢占玉米转基因、水稻基因编辑等新技术制高点。自2009年起就开始分子育种技术的试验，经过近十五年的发展，杭州瑞丰生物科技有限公司、隆平生物技术（海南）有限公司与巴西隆平形成“三驾马车”协同推进玉米转基因性状开发。

图38：2017-2022H1 公司植物新品种权获得（件）



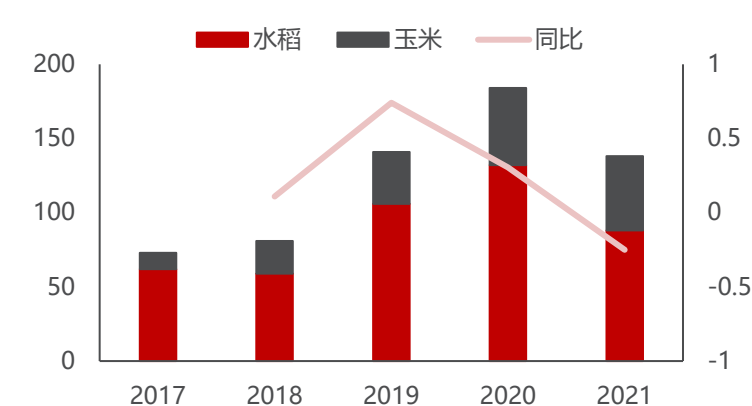
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图39：2017-2022H1 公司专利情况（件）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：2017-2021 年公司国审水稻玉米数量及增速



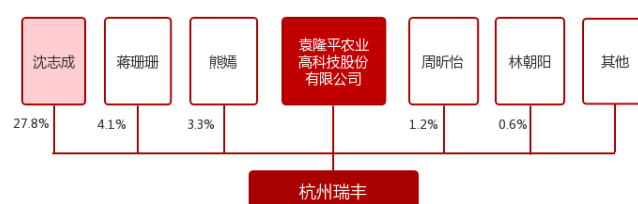
资料来源：公司公告，民生证券研究院

杭州瑞丰：已获得转基因安全证书，其余迭代产品蓄势待发。2019年杭州瑞丰转基因玉米品种瑞丰125获得国家农业转基因生物安全证书，成为国内首批获得安全证书的两家公司之一，具有明显的先发优势；2021-2022年，抗虫玉米浙

大瑞丰 8 和耐除草剂玉米 nCX-1 也先后获得了农业转基因生物安全证书，其中，转化体 nCX-1 突破了国外专利垄断，使用拥有自主知识产权的耐除草剂基因，体现了公司较强的研发实力。此外，瑞丰还开发出了抗草夜贪夜蛾玉米 IA-1、新一代抗除草剂玉米、抗虫抗草甘膦大豆等后备转基因品种，获得更多转基因安全证书指日可待。

图41：“瑞丰 125”转基因抗虫耐除草剂玉米


资料来源：公司官网，民生证券研究院

图42：杭州瑞丰股权结构（截至 2022Q3）


资料来源：wind，民生证券研究院

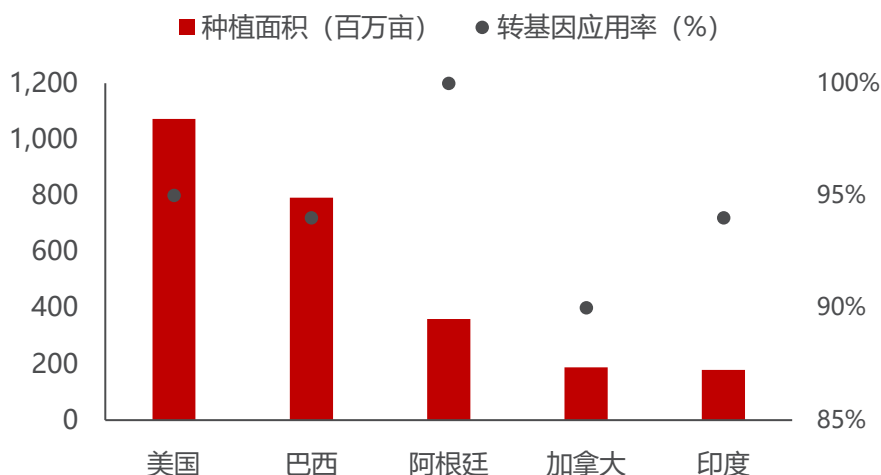
表5：杭州瑞丰安全证书汇总

初获时间	转化体	插入基因	区域
2019/12/2	瑞丰125	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 cry2Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 g10evo-epsps：耐草甘膦除草剂	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北地区
2021/12/27	浙大瑞丰8	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 cry2Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫	南方玉米区
2022/4/28	nCX-1	CdP450：耐二甲四氯，啶嘧磺隆等多种除草剂 cp4epsps：耐草甘膦除草剂	南方玉米区

资料来源：农业部，民生证券研究院

巴西隆平：玉米转基因育种经验丰富，巴西成熟的转基因市场具有重要的借鉴意义。巴西自 2009 年成为世界转基因作物种植面积第二大国后，一直稳居第二，2019 年巴西转基因作物种植面积达到 7.9 亿亩，四大转基因作物（大豆、玉米、棉花和油菜）在近几年已达到最高值，能够为中国转基因发展提供一定的借鉴作用。巴西隆平拥有一支优秀的转基因玉米研发团队，杭州瑞丰、隆平生物性状研发成果也将根据其产品表现应用于巴西隆平转基因玉米种子业务。两家公司的性状已出口至巴西，巴西隆平市占率在近年已快速提升。

图43：2019 年主要转基因种植国种植面积及转基因应用率



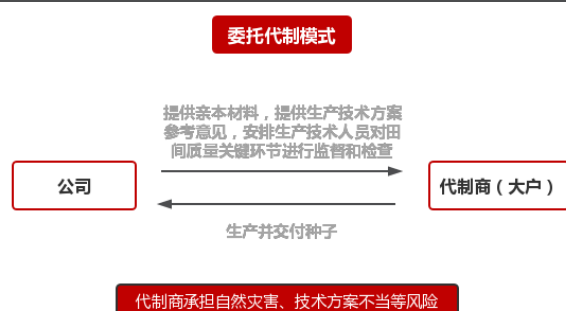
资料来源：ISAAA，民生证券研究院

隆平生物：转基因品种抗谱更广，分子叠加技术行业领先。该子公司成立于2019年，其培育的转基因品种抗虫谱及抗虫抗除草剂效率全球领先。公司第一代核心产品 LP007 使用了分子叠加技术，在保持抗虫抗除草剂效果的同时大大加快了生物育种速度；其第二代产品采用了更多的分子叠加抗虫基因，提高转化效率；第三代产品采用基因编辑技术对抗虫基因进行进一步优化。目前，隆平生物已对国内外超一百个品种的玉米进行回交转育，覆盖黄淮海、东北、华北、西南、西北等多个主要玉米种植区，为公司未来实现多个基因叠加转入打下基础，进一步扩大先发优势。

3.2 生产销售协同管理，线上线下全渠道布局

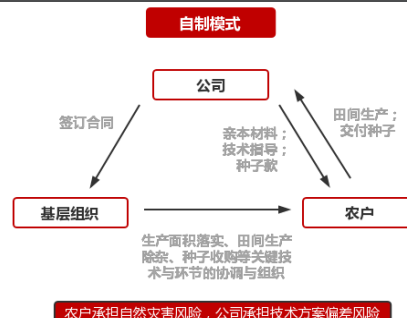
公司主要生产模式采用委托代制模式、自制模式和自办基地模式。（1）**委托代制模式下**，公司委托实力雄厚的代制商（大户）进行制种，由大户商负责种子生产，公司提供亲本材料。（2）**自制模式下**，公司与村/镇基层组织及农户签订三方生产合同，由基层组织负责协调与落实，农户负责田间操作，公司提供技术指导。（3）**自办基地模式下**，公司租赁土地并派出人员进行生产与管理，公司将承担全部的生产及收益。

图44：生产委托代制模式



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图45：生产自制模式



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司的销售主要采用“县级经销商—乡镇零售商—农户”的三级分销模式，即公司与经销商签订经销协议，规定各级经销商在某一区域（乡镇、县、市）内代理销售公司的某些品种。公司采用先收取预收款后按照约定内容和时间发货的“先款后货”方式成功将产品风险转移至经销商，并有助于维持公司现金流运转。

图46：公司分销模式



资料来源：公司公告，民生证券研究院

线上线下共同布局，优化市场营销网络。在线下渠道，公司在建多个集加工、仓储和物流一体的产业园项目，推进生产与营销协调发展，重点对生产计划及营销价格进行管控。2022年，公司益阳水稻种子产业园已顺利完成内部竣工验收，项目投产后将有效提高终端物流配送效率。同时，公司始终坚持以市场为导向，总部与子公司分别负责不同区域的品牌推广，采取“三主一辅两地区营销中心”的模式进行营销。**在线上渠道**，2020年疫情初期，公司便及时把握电商农业机会，铺货上线“365商城”以方便农户选种，仅半个月就激活线上店铺9837家，累计订购超3万袋；并以直播等形式对农户进行高产栽培技术培训指导宣传，帮助农户科学种田，疫情期间观看人数均超10万人。目前，公司仍积极通过微信公众号、抖音、快手等农户喜欢的网络渠道和营销活动进行信息登记和物流配送，推动种植农户提前把种子购买回家。

图47：中国隆平种业硅谷的空间总体布局图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 水稻种子业务：

公司将原亚华种业、百分农业、四川隆平、新桥隆平和优至种业五大产业主体整合成立亚华水稻事业部，以更强的内部协同应对行业竞争。2022 年业务年度，公司水稻种子销量同比+21%，考虑到最终结算时存在部分退货，因此我们保守预计 2022 年水稻种子销量同比增长约 15%，2023~2024 年增幅将进一步扩大。盈利能力方面，伴随着下游水稻商品粮价格维持高位，同时公司水稻种子品种结构大幅优化，我们预计 2022~2024 年公司水稻种业毛利率将稳步提升。最终预计 2022~2024 年公司水稻种子业务实现收入 14.8、18.3、21.9 亿元，CAGR 为 21.7%，毛利率分别为 36.0%、38.0%、40.0%。

2) 玉米种子业务：

2022 年子公司联创种业重点推广五大品牌新品种和 SAVE 营销模式，并布局东北市场，带动公司整体玉米种子销量在 2022 业务年度实现 33%的同比增速，因此我们保守预计 2022~2024 年的销量复合增速为 23%。盈利能力方面，由于今年出现极端高温天气，影响了玉米种子行业整体制种效率，因此我们预计未来两年玉米种子将进入景气上行通道，公司毛利率也将相应得到提升。最终预计 2022~2024 年公司玉米种子业务实现收入 12.4、15.5、20.1 亿元，CAGR 为 27.5%，毛利率分别为 40.0%、41.0%、42.0%。

3) 蔬菜种子：

根据公司历史销量数据，2019~2021 年公司蔬菜种子销量平均增速为 16.2%，保守估计，我们保守假设 2022~2024 年蔬菜种子销量增速维持在 10%。在盈利能力方面，考虑到公司积极探索市场营销的渠道协同与生态测试体系协同，新品类与新的运营模式将为其可持续发展奠定基础，因此我们预计其毛利率基本维持稳定。最终预计 2022~2024 年公司蔬菜种子、其他种子及农业服务业务共实现收入 3.3、3.6、4.0 亿元，CAGR 为 10.0%，毛利率分别为 58.9%、58.5%、59.0%。

4) 其他种子及农业服务

保守估计下，我们假设其他业务业绩增速与毛利率均维持稳定，2022~2024 收入分别实现 10.3、11.9、13.1 亿元，CAGR 为 12.5%，毛利率分别为 38.0%、39.3%、38.0%。

表6：公司业务拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
整体营业收入 (百万元)	3,503.4	4,079.1	4,923.2	5,907.8
营收增速	6.5%	16.4%	20.7%	20.0%
整体营业成本 (百万元)	2,302.8	2,465.4	2,916.1	3,454.9
毛利率	34.3%	39.6%	40.8%	41.5%
水稻种子 (百万元)	1,304.1	1,480.7	1,827.7	2,193.2
增速	-6.2%	13.5%	23.4%	20.0%
营业成本 (百万元)	920.9	947.7	1,133.2	1,315.9
毛利率	29.4%	36.0%	38.0%	40.0%
玉米种子 (百万元)	1,014.8	1,238.2	1,547.7	2,012.0
增速	2.7%	22.0%	25.0%	30.0%
营业成本 (百万元)	698.1	742.9	913.1	1,167.0
毛利率	31.2%	40.0%	41.0%	42.0%
蔬菜种子 (百万元)	286.7	327.6	360.4	396.4
增速	-2.6%	14.3%	10.0%	10.0%
营业成本 (百万元)	116.0	134.7	149.6	162.7
毛利率 (%)	59.5%	58.9%	58.5%	59.0%
其他种子及农业服务	897.9	1,032.5	1,187.4	1,306.2
营收增速 (%)	45.2%	15.0%	15.0%	10.0%
营业成本 (百万元)	567.7	640.2	720.2	809.3
毛利率 (%)	36.8%	38.0%	39.3%	38.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

我们选取以玉米种子为主营业务的登海种业，以及以水稻种子为主营业务的荃银高科作为可比公司。从估值水平看，隆平高科 23/24 年 PE 分别为 58/36 倍，略高于可比公司均值 44/33 倍，2023 年公司 PEG 为 0.8，明显低于可比公司的均值 1.4，具备估值优势。考虑到公司作为国内种业龙头，具备强硬的品种创新能力和科技研发能力，不断推出绿色优质高产新品种以提升盈利能力，同时积极剥离不良资产，因此其 23~24 年业绩增速也将高于可比公司平均水平，公司 22~24 剔除非经常性损益的净利润复合增速为 69.2%，具有较高成长性。

表7：可比公司估值分析

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR-3	PEG 2023E
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
002041.SZ	登海种业	21.43	0.33	0.44	0.56	65	49	38	30.3%	1.6
300087.SZ	荃银高科	16.95	0.34	0.44	0.59	50	39	29	31.7%	1.2
	均值	/	/	/	/	57	44	33	31.0%	1.4
000998.SZ	隆平高科	16.52	0.05	0.28	0.46	352	58	36	69.2%	0.8

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：收盘价为 2022 年 12 月 16 日，可比公司采用 wind 一致预期数据；隆平高科 CAGR-3 为剔除非经常性损益后，只考虑营业成本与期间费用的利润增速）

4.3 投资建议

预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 0.62、3.75、6.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.05、0.28、0.46 元，对应 PE 为 352、58、36 倍，考虑到公司作为玉米、水稻种业龙头企业，在国内粮价高位运行趋势下，有望进一步打开利润空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 汇率波动风险。公司目前国际业务占比逐渐增加，国际贷款规模预计会持续扩大。公司现有国际贷款已受到汇率波动的较大影响，若未来汇率波动进一步增大，或将会对公司利润产生更大的影响。

2) 自然灾害风险。尽管目前公司主要采用委托代制模式、自制模式进行生产，可以一定程度转移自然风险，但公司一方面仍有部分制种自然灾害风险需由自身承担，另一方面公司对代制商所承受的自然灾害风险需提供一定补贴。因此若遭遇重大自然灾害风险，仍可能对公司经营产生影响。

3) 新品种研发风险。种子行业目前同质化程度较高，市场竞争激烈，对新品种研发提出了更高的要求。但新品种研发投入高、周期长、不确定性大，种子最终能否研发成功、能否成功适应市场需求都存在很大的风险。若最终新品种研发未能成功，或将对公司经营产生很大影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,503	4,079	4,923	5,908
营业成本	2,303	2,465	2,916	3,455
营业税金及附加	12	16	20	24
销售费用	424	449	542	591
管理费用	364	347	443	532
研发费用	208	245	295	354
EBIT	-259	656	817	1,072
财务费用	100	296	215	204
资产减值损失	-450	-81	-24	-23
投资收益	583	-65	49	59
营业利润	216	147	546	807
营业外收支	-25	-25	-25	-25
利润总额	191	122	521	782
所得税	18	10	21	20
净利润	173	112	500	762
归属于母公司净利润	62	62	375	610
EBITDA	51	1,007	1,244	1,585

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,876	2,555	2,153	2,163
应收账款及票据	571	637	769	923
预付款项	139	177	209	248
存货	1,881	1,945	2,373	2,817
其他流动资产	1,407	1,595	1,720	1,865
流动资产合计	5,874	6,910	7,223	8,016
长期股权投资	2,364	2,299	2,348	2,407
固定资产	1,495	1,573	1,637	1,699
无形资产	1,307	1,363	1,394	1,418
非流动资产合计	8,130	8,237	8,310	8,384
资产合计	14,004	15,146	15,534	16,399
短期借款	2,483	4,383	3,883	3,383
应付账款及票据	491	543	642	761
其他流动负债	3,547	2,110	2,349	2,783
流动负债合计	6,521	7,037	6,874	6,927
长期借款	939	992	1,042	1,092
其他长期负债	279	492	492	492
非流动负债合计	1,218	1,484	1,534	1,584
负债合计	7,739	8,521	8,408	8,512
股本	1,317	1,317	1,317	1,317
少数股东权益	759	809	934	1,087
股东权益合计	6,265	6,625	7,125	7,888
负债和股东权益合计	14,004	15,146	15,534	16,399

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.47	16.43	20.69	20.00
EBIT 增长率	-174.49	353.70	24.51	31.23
净利润增长率	-46.12	-0.98	506.25	62.70
盈利能力 (%)				
毛利率	34.27	39.56	40.77	41.52
净利率	1.78	1.52	7.61	10.32
总资产收益率 ROA	0.45	0.41	2.41	3.72
净资产收益率 ROE	1.13	1.06	6.06	8.97
偿债能力				
流动比率	0.90	0.98	1.05	1.16
速动比率	0.59	0.68	0.67	0.71
现金比率	0.29	0.36	0.31	0.31
资产负债率 (%)	55.26	56.26	54.13	51.90
经营效率				
应收账款周转天数	59.49	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	298.12	300.00	300.00	300.00
总资产周转率	0.25	0.28	0.32	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.05	0.28	0.46
每股净资产	4.18	4.42	4.70	5.16
每股经营现金流	1.04	0.56	0.65	0.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	348	352	58	36
PB	4.0	3.7	3.5	3.2
EV/EBITDA	497.69	24.56	19.74	15.21
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	173	112	500	762
折旧和摊销	309	351	427	513
营运资金变动	846	-97	-312	-300
经营活动现金流	1,369	739	851	1,193
资本开支	-434	-470	-468	-543
投资	328	0	0	0
投资活动现金流	-570	-540	-468	-543
股权募资	101	0	0	0
债务募资	-475	282	-581	-450
筹资活动现金流	-629	479	-785	-639
现金净流量	164	679	-402	11

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司产业体系	3
图 3: 公司国内产业布局	3
图 4: 公司股权结构图 (截至 2022Q3)	4
图 5: 2016-2022Q1-Q3 营业收入及增速 (亿元)	5
图 6: 2016-2022Q1-Q3 归母净利润及增速 (亿元)	5
图 7: 2016-2022H1 主营业务构成 (%)	5
图 8: 2016-2022H1 毛利构成 (亿元)	5
图 9: 2016-2022Q1-Q3 销售期间费用率 (%)	6
图 10: 2016-2022Q1-Q3 销售净利率与毛利率 (%)	6
图 11: 2022H1 公司国内外业务收入占比	6
图 12: 公司种质资源来源丰富	6
图 13: 2016-2021 存货及库销比	7
图 14: 2021 年各种企资产负债率对比 (%)	7
图 15: 2020 年中国杂交玉米种业市场竞争格局	8
图 16: 2000-2019 年前五玉米品种种植集中度 (%)	8
图 17: 2021 年各省杂交玉米制种面积 (万亩)	9
图 18: 2004-2022E 年全国杂交玉米制种面积及增速	9
图 19: 2004-2021 年全国杂交玉米制种产量及有效库存	10
图 20: 2004-2021 年全国玉米播种面积及增速	10
图 21: 2010-2022 年 22 省玉米平均价格 (元/kg)	10
图 22: 2010-2022E 年国内玉米消费总量	11
图 23: 2010-2022 年国内生猪存栏量 (亿头)	11
图 24: 2020 年中国水稻市场竞争格局	12
图 25: 2008-2021 年杂交水稻制种面积及产量	12
图 26: 2008-2021 年杂交水稻种子库存及库销比	12
图 27: 2008-2022 年水稻最低收购价格 (元/50 公斤)	12
图 28: 2008-2021 年全国水稻播种面积及增速	12
图 29: 2008-2022E 年全国水稻消费量及增速	12
图 30: 公司国内外重点实验室布局	13
图 31: 公司国内外育种站分布	14
图 32: 公司部分水稻试验点分布	14
图 33: 公司部分玉米试验点分布	14
图 34: 各公司研发支出对比 (亿元)	15
图 35: 各公司研发人员工资薪酬 (亿元)	15
图 36: 各公司研发人员数量 (人)	15
图 37: 各公司硕士人数占总人数比例 (%)	15
图 38: 2017-2022H1 公司植物新品种权获得 (件)	16
图 39: 2017-2022H1 公司专利情况 (件)	16
图 40: 2017-2021 年公司国审水稻玉米数量及增速	16
图 41: “瑞丰 125”转基因抗虫耐除草剂玉米	17
图 42: 杭州瑞丰股权结构 (截至 2022Q3)	17
图 43: 2019 年主要转基因种植国种植面积及转基因应用率	18
图 44: 生产委托代制模式	18
图 45: 生产自制模式	18
图 46: 公司分销模式	19
图 47: 中国隆平种业硅谷的空间总体布局图	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 四川隆平玉米种子有限公司主要财务数据和财务指标 (万元)	7
表 2: 2020 年杂交玉米商品种子销售总额前十企业	8
表 3: 2016-2020 年玉米前十大品种推广面积变动情况 (万亩)	9
表 4: 公司各育种团队首席专家介绍	15
表 5: 杭州瑞丰安全证书汇总	17
表 6: 公司业务拆分	21
表 7: 可比公司估值分析	21
公司财务报表数据预测汇总	24

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026