

丰乐种业 (000713. SZ)

央企基金拟入主，未来有望全面赋能公司主业

买入

核心观点

种药肥一体化，全产区布局，具备平台种企雏形。丰乐种业公司创始于1984年，前身是合肥市种子公司，以西甜瓜种子起家，于1997年上市，当前实控人为合肥国资委。公司目前已形成“农化+种子”的核心业务模式，种药肥一体化发展稳步推进，2022年七成收入来农化产品、两成收入来自种子产品。在业务布局方面，公司玉米种子业务依靠玉米种子事业部、四川同路、丰乐农化三大主体实现了对全国四大主产区的全覆盖（分别为适宜西南市场和黄淮海市场推广的蠡乐969、丰乐520和同玉609；适宜黄淮海市场推广的陕科6号、榜玉100和战玉105；适宜东北市场和西北市场的铁391、同玉608和W1505；适宜黄淮海和东华北市场的丰乐720等）。

种业振兴稳步推进，转基因商业化若落地，头部种企或迎黄金成长期。随着2021年《种业振兴行动方案》发布，转基因玉米商业化稳步推进，玉米种业有望迎来全新品种换代革命，届时性状费用、种子提价或带动行业扩容，头部种企或迎来经营环境改善并依靠性状优势占得先机，进而引领行业品种换代革命，分享市场扩容、份额提升双重成长红利。

央企基金拟入主，技术赋能、资源整合可期待。2023年3月，丰乐种业控股股东合肥市建设投资控股(集团)有限公司与中央企业乡村产业投资基金股份有限公司签署《股份转让框架协议》，合肥市建设投资控股(集团)有限公司向中央企业乡村产业投资基金股份有限公司转让其持有的公司股份合计1.23亿股（占公司股份总数的20.00%），丰乐种业控股股东将变更为中央企业乡村产业投资基金股份有限公司。央企基金由中央企业共同出资设立，重点服务国家乡村振兴战略，目前已在投资方面实现对国内核心生物育种公司的投资覆盖，其中控股国丰生物（持股比例45%）、隆平生物（持股比例34%），参股杭州瑞丰、粮元生物、大北农生物，未来央企基金计划从生物技术、资本支持、资源整合、科研人才等方面对丰乐种业全面赋能。

盈利预测与估值：公司已拥有较完备的业务体系和较完善的销售及激励机制，玉米种子业务近年维持快速发展，未来有望背靠新股东资源进一步强化主业。我们预计公司23-25年归属母公司净利润分别为0.77/1.03/1.30亿元，利润年增速分别为30.3%/34.5%/25.9%，EPS分别为0.12/0.17/0.21元。通过多角度估值，预计公司合理估值9.4-10.8元，较当前股价有较大溢价空间，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：恶劣天气带来的制种风险；转基因政策落地不及预期；央企基金收购进度不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,617	3,005	3,193	3,459	3,676
(+/-%)	6.5%	14.8%	6.3%	8.3%	6.3%
净利润(百万元)	183	59	77	103	130
(+/-%)	263.0%	-67.9%	30.3%	34.5%	25.9%
每股收益(元)	0.30	0.10	0.12	0.17	0.21
EBIT Margin	3.0%	1.9%	2.5%	2.9%	3.4%
净资产收益率(ROE)	9.7%	3.1%	3.9%	5.0%	6.1%
市盈率(PE)	30.0	93.2	71.5	53.2	42.2
EV/EBITDA	41.5	46.4	40.9	34.8	30.0
市净率(PB)	2.92	2.85	2.77	2.68	2.56

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

公司研究·深度报告

农林牧渔·种植业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiapei@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

9.35-10.77元

收盘价

8.99元

总市值/流通市值

5520/5520百万元

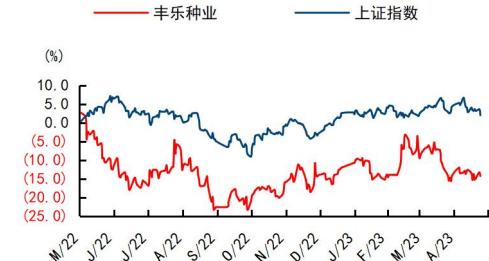
52周最高价/最低价

11.10/7.99元

近3个月日均成交额

206.80百万元

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

内容目录

丰乐种业：种药肥一体化，全产区广布局，具备平台种企雏形	5
业务结构：农化收入占比七成，种子收入占两成	5
业务模式：种药肥一体化，多主体运营，主产区布局完备	5
业务表现：2022 年种子收入同比+48%，22Q3 合同负债同比+21%	7
种业振兴稳步推进，头部种企或迎黄金成长期	11
种业振兴稳步推进，种业提速增质有望加速	11
转基因审定办法落地，行业迎来发展新阶段	12
种业将由周期行业转为成长行业，技术领先的头部种企或最收益	13
央企基金拟入主丰乐种业，技术赋能、资源整合可期待	15
央企基金是谁：央企共同出资设立，聚焦乡村振兴战略	15
央企基金在做什么：已实现对生物育种核心企业的投资覆盖	15
央企基金能为丰乐带来什么：资源整合、业务重构存在可能	17
盈利预测	19
假设前提	19
未来 3 年业绩预测	20
盈利预测的敏感性分析	20
估值与投资建议	21
绝对估值：9.4-10.8 元	21
相对估值：9.4-10.2 元	22
投资建议	24
附表：财务预测与估值	27
免责声明	28

图表目录

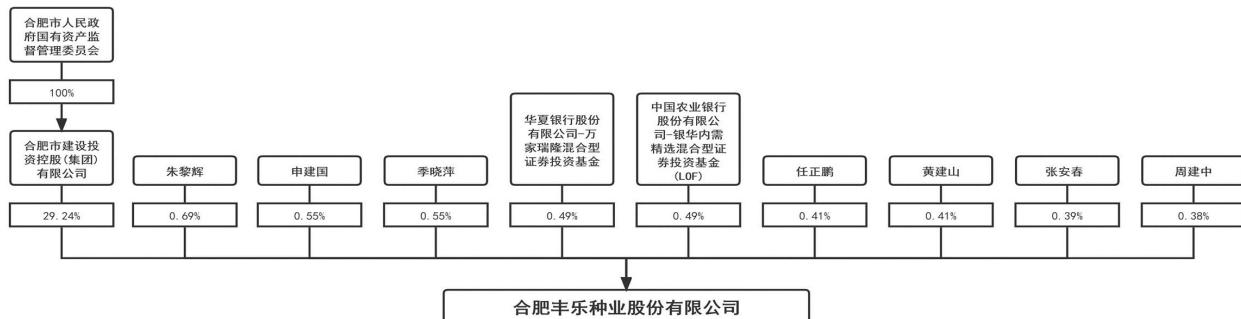
图1: 公司当前实控人为合肥国资委, 持股比例为 29.24% (截至 2023 年 3 月 30 日)	5
图2: 丰乐种业收入结构	5
图3: 丰乐种业毛利结构	5
图4: 丰乐种业营业收入情况	7
图5: 丰乐种业单季度营业收入情况	7
图6: 丰乐种业归母净利润情况	7
图7: 丰乐种业单季度归母净利润情况	7
图8: 丰乐种业种子业务收入及毛利率	8
图9: 丰乐种业制种面积和产品近年维持快速扩张	8
图10: 丰乐种业销售退回及退货率近年持续下降	8
图11: 丰乐种业种子库销比近年持续降低	8
图12: 丰乐种业种子业务毛利率和上市同行较接近	8
图13: 丰乐种业种子业务收入规模较头部企业仍有差距 (单位: 亿元)	8
图14: 丰乐种业农化业务收入及毛利率	9
图15: 丰乐种业香料业务收入及毛利率	9
图16: 丰乐种业农化业务毛利率低于上市同行	9
图17: 丰乐种业农化业务收入规模相对较小 (单位: 亿元)	9
图18: 丰乐种业香料业务毛利率低于上市同行	10
图19: 丰乐种业香料业务收入规模较小 (单位: 亿元)	10
图20: 我国转基因研发进展	13
图21: 转基因品种审定的核心内容	13
图22: 转基因放开后, 玉米有效利润空间或增长 4 倍	14
图23: 央企基金由国投集团等众多央企共同出资设立, 由国投创益管理, 聚焦于乡村振兴战略	15
图24: 央企基金目前由国投创益市场化运作、专业化管理	16
图25: 央企基金已完成对生物育种核心企业的投资全覆盖	16
图26: 海外“性状+种子+药肥”的技术包模式在国内存在想象空间	18
图27: 丰乐种业种子收入规模较可比企业尚有差距 (单位: 亿元)	22
图28: 丰乐种业种子毛利规模较可比企业尚有差距 (单位: 亿元)	22
图29: 丰乐种业种子毛利率低于可比企业 (单位: 亿元)	23
图30: 丰乐种业研发投入总额低于可比公司 (单位: 百万元)	23
图31: 丰乐种业市销率 (TTM) 情况	23
图32: 丰乐种业市净率 (MRQ) 情况	23

表1: 公司现有种子产品一览	6
表2: 公司核心子公司一览（2022年数据）	6
表3: 《种业振兴行动方案》主要内容	12
表4: 2022年, 种业市场监管取得5个重点突破	12
表5: 国内截至目前已颁布转基因玉米性状安全证书13张, 转基因大豆性状安全证书4张	13
表6: 《种业振兴行动方案》主要内容	16
表7: 转让及受让方情况	17
表8: 丰乐种业控股股东拟变更为中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	17
表9: 《股份转让框架协议》的主要内容	17
表10: 丰乐种业业务拆分	19
表11: 未来3年盈利预测表	20
表12: 情景分析（乐观、中性、悲观）	20
表13: 公司盈利预测假设条件（%）	21
表14: 资本成本假设	21
表15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	21
表16: 丰乐种业同类公司估值比较	23

丰乐种业：种药肥一体化，全产区广布局，具备平台种企雏形

丰乐种业创始于 1984 年，前身是合肥市种子公司，以西甜瓜种子起家，目前作为由合肥国资委实控的领先“育繁推一体化”种业企业，公司已实现对主要粮食作物种子业务覆盖，且正持续推进种药肥一体化发展。

图1：公司当前实控人为合肥国资委，持股比例为 29.24%（截至 2023 年 3 月 30 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务结构：农化收入占比七成，种子收入占两成

按业务类型来看，公司当前核心创收盈利业务为农化和种子，2022 年农化/种子/香料业务的收入占比分别为 69%/22%/9%，农化/种子/香料业务的毛利占比分别为 39%/52%/10%。

图2：丰乐种业收入结构

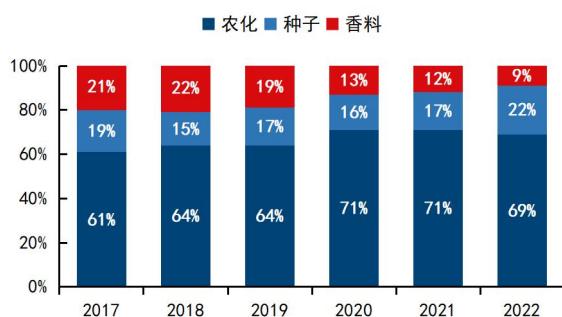
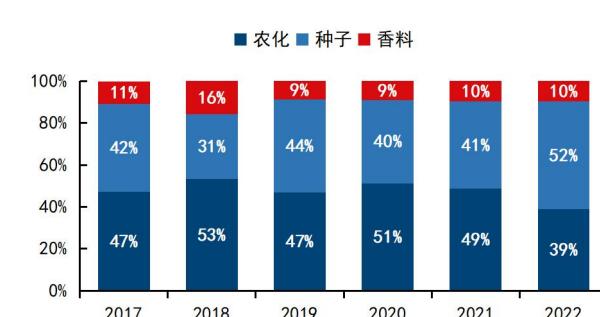


图3：丰乐种业毛利结构



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

业务模式：种药肥一体化，多主体运营，主产区布局完备

种子业务方面，公司以两杂种子为核心且在小麦、青贮玉米、西瓜、油菜等领域有布局。玉米种子业务目前正有一批优势品种呈现爆发式增长，覆盖全国四大主

产区，分别为适宜西南市场和黄淮海市场推广的蠡乐 969、丰乐 520 和同玉 609；适宜黄淮海市场推广的陕科 6 号、榜玉 100 和战玉 105；适宜东北市场和西北市场的铁 391、同玉 608 和 W1505；适宜黄淮海和东华北市场的丰乐 720 等；水稻业务虽与隆平高科、荃银高科等一梯队企业有差距，但旗下深两优 828、鹏优 1269、嘉优中科系列品种、围绕不育系“祥 504S”开发的优质高抗品种、两优 517、两优 5078 等中籼优势品种正稳步发展。

农化业务方面，公司已形成以制剂产品为基础，原药产品为支柱，肥料、种衣剂等为辅的产品格局。原药产品主要有精喹禾灵、苯磺隆、烟嘧磺隆、精噁唑禾草灵等；制剂类产品覆盖除草剂、杀菌剂、杀虫剂、种衣剂等主要品类；化肥产品主要有过磷酸钙、复合肥等。

公司目前正依托多主体运营，持续推进种药肥一体化业务体系发展。以玉米种子业务为例，公司以玉米种子事业部、子公司四川同路、子公司丰乐农化为主力军，以子公司成都丰乐、武汉丰乐、湖南金农、张掖丰乐等作为生力军，并在上述主体内部主要经营主体内部探索产品线销售、产品经理制、区域代销制等多种激励模式，激发团队活力。

另外，公司香料业务主要围绕全资子公司-安徽丰乐香料有限责任公司开展，主营天然香料与合成香料生产加工，其中天然薄荷脑原料主要从印度采购薄荷提取物初制品后加工成成品；合成凉味剂从国内采购化工原料后加工成成品，目前建有国际国内市场营销网络，客户涉及药品、食品、日化等领域。

表1：公司现有种子产品一览

类型	品种
杂交玉米种子	陕科 6 号、蠡乐 969、陕科 9 号、丰乐 303、丰乐 520、丰乐 378、丰乐 399、丰乐 720、NK718、宏育 601、同玉 609、同玉 808、梦玉 298、同玉 008、同玉 18、同玉 11、金玉 509、秦奥 23 号、TK601、铁 391、奥美 95、同路 928、同玉 608、梦玉 508
青贮玉米种子	金岭青贮 10、金岭青贮 17、金岭青贮 27、金岭青贮 37、金岭青贮 67、金岭青贮 97
杂交水稻种子	两优 517、两优 5078、长两优 88、丰两优香 1 号、六两优香 11、丰两优 3305、丰两优四号、深两优 828、泰两优 3808、嘉优中科 13-1、嘉优中科 6 号、嘉优中科 10 号、鹏优 1269、乐优 966、潭两优 83、陆两优 4026、创两优茉莉占、桃优 205
常规水稻种子	镇糯 19、镇糯 29、镇稻 18、润稻 118、龙粳 3010、龙粳 3033、龙粳 3001
小麦种子	烟农 1212、宁麦 24、宁麦 29、隆垦 213
西瓜种子	西农八号、丰乐五号、早佳 8424、中蜜 1 号、红西砂、丰乐腾龙；甜瓜种子：金露三号、甜香玉、青酥、羊角蜜
油菜种子	德新油 96、德新油 59、德新油 53、德新油 88、德新油 198

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司核心子公司一览（2022 年数据）

公司名称	持股比例	主要业务	注册资本（万元）	总资产（万元）	净资产（万元）	营业收入（万元）	营业利润（万元）	净利润（万元）
丰乐农化（含丰天下）	100%	农药、精细化工、专用肥料、添加剂、植物生长调节剂、种衣剂土壤调理剂、消毒剂产品等生产与经营、种子销售	36000	90,894.03	54,779.93	144,371.89	1,252.29	1,720.56
同路农业	100%	种子生产与销售	10000	22,746.71	18,047.72	17,063.37	2,327.28	1,973.32
丰乐香料	100%	薄荷、香料产品加工生产	4500	18,693.03	15,859.03	28,040.09	1,322.55	978.76
湖北丰乐生态肥业	51%	过磷酸钙、颗粒磷肥、复合肥、磷精矿粉制造销售	7000	34,007.48	11,726.66	65,905.08	1,065.97	767.94
内蒙古金岭青贮玉米种业有限公司	100%	种子生产与销售	3000	5,407.59	4,210.95	4,239.49	968.82	968.82

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务表现：2022 年种子收入同比+48%，22Q3 合同负债同比+21%

2022 年，公司营业收入 30.05 亿元，近五年复合增速为 15.74%，主要系公司农化及种子业务维持稳步扩张；归母净利润为 0.59 亿元，近五年复合增速为 38.21%，同比降幅较大主要系 2021 年出让土地确认约 1.4 亿元归母净利润，扣除非经常性损益后的归母净利润为 0.47 亿元，较 2021 年同比增加 11.20%。2023 一季度，公司营收和归母净利润延续增长，但扣非归母净利润同比减少 12.25%，或主要受农化产品降价以及制种成本上涨影响。

图4：丰乐种业营业收入情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图5：丰乐种业单季度营业收入情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图6：丰乐种业归母净利润情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图7：丰乐种业单季度归母净利润情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

种子业务：新产季预计维持较好表现。2022 年实现营业收入 6.59 亿元，近五年复合增速为 19.34%；毛利率为 29.73%，同比-4.12pcts，主要受制种成本上涨影响。和同行对来来看，公司核心品种推广面积较隆平高科、登海种业等头部企业大品种仍存在差距，因此收入规模相对较小，毛利率和同行较为接近。

近年依靠多主体并进、销售模式升级以及激励机制完善，公司以玉米优势品种销量维持快速增长、水稻优质品种、差异化新品种稳步发力，进而带动公司种子业务持续扩张。从新季制种情况来看，通过对全资子公司张掖丰乐增资、加强与当地政府合作、部分制种基地转移等措施，公司 2022 年制种面积进一步扩大至 13.28 万亩，同比增幅约 30%，制种产量预计同比+55%至 4870 万公斤，考虑到公司 22Q3

合同负债同比+21%、近年退货率下降且库销比处于低位，我们预计公司种子业务新产季有望保持较好表现。

图8：丰乐种业种子业务收入及毛利率



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图9：丰乐种业制种面积和产品近年维持快速扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：丰乐种业销售退回及退货率近年持续下降



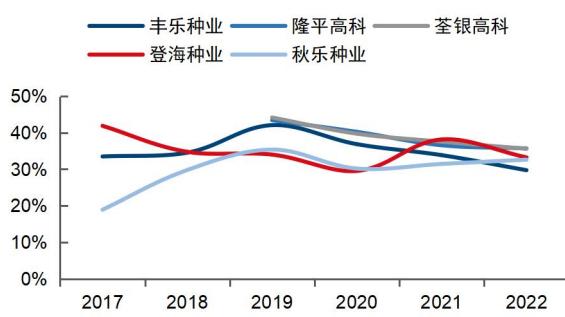
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：退货率=当年退货金额/当年营业收入）

图11：丰乐种业种子库销比近年持续降低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：丰乐种业种子业务毛利率和上市同行较接近



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图13：丰乐种业种子业务收入规模较头部企业仍有差距（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

农化业务：规模稳步扩张。2022年实现营业收入20.66亿元，近五年复合增速为18.70%；毛利率为7.14%，同比-2.37pcts，主要系原料价格上涨导致公司原药及制剂业务毛利率降低。和同行对比来看，公司农化业务规模较小，研发能力及产品矩阵不及头部农化企业，因此盈利能力较上市头部企业存在明显差距。

香料业务：占比不断下降。2022年实现营业收入2.80亿元，同比减少9.03%，主要系上半年港口出运受阻，发货缓慢，销售量未达预期；毛利率为13.15%，同比+1.65pcts，主要系成本有所改善。和同行对比来看，公司香料业务规模较小且单品数量偏少，毛利率较同行偏低。

图14：丰乐种业农化业务收入及毛利率



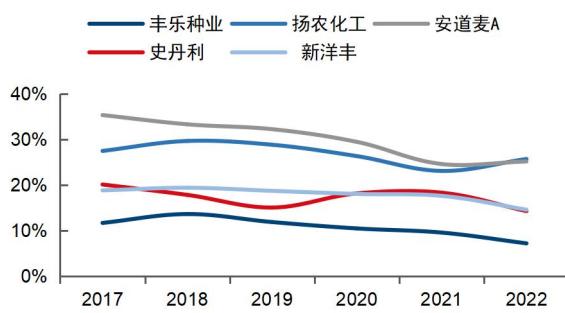
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图15：丰乐种业香料业务收入及毛利率



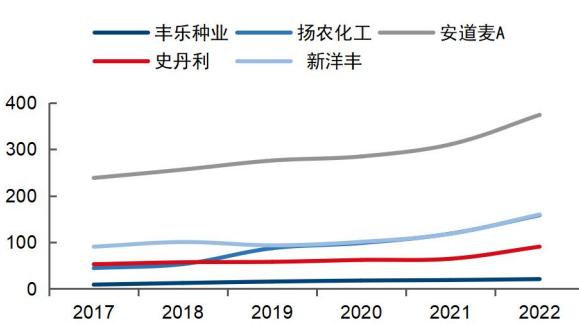
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图16：丰乐种业农化业务毛利率低于上市同行



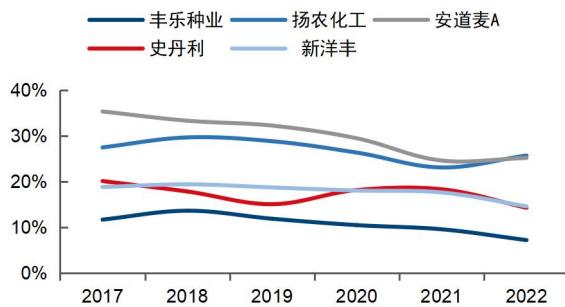
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图17：丰乐种业农化业务收入规模相对较小（单位：亿元）



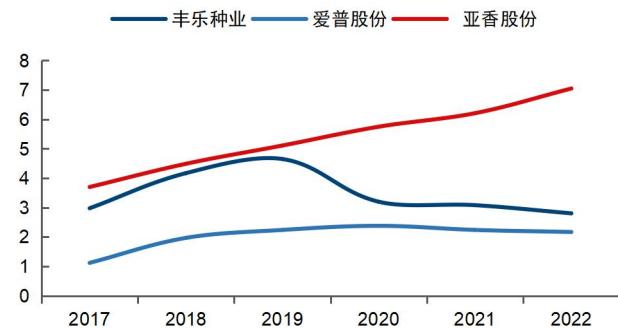
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图18: 丰乐种业香料业务毛利率低于上市同行



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图19: 丰乐种业香料业务收入规模较小 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

种业振兴稳步推进，头部种企或迎黄金成长期

种业振兴稳步推进，种业提速增质有望加速

2021年7月9日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第二十次会议，审议通过了《种业振兴行动方案》，方案提出全面加强种质资源保护利用、大力推进种业创新攻关、扶持优势种业企业发展、提升种业基地建设水平、严厉打击套牌侵权等违法行为五大重点工作方向。截至目前，各项工作均已取得重要进展：

(1) 全面加强种质资源保护利用：2022年9月农业农村部公告第一批72个国家农作物种质资源库（圃）和19个国家农业微生物种质资源库名单，其中第一批国家农作物种质资源库（圃）包括长期库1个、复份库1个、中期库15个、种质圃55个，基本构建了以长期库为核心，复份库、中期库、种质圃等为依托的我国农作物种质资源保护体系。

(2) 大力推进种业创新攻关：2021年9月29日，中央政治局就加强生物安全建设组织了第33次集体学习会议，习近平总书记在组织学习的时候强调在尊重科学、严格监管、依法依规、确保安全的前提下，有序推进生物育种的产业化应用。目前我国已经基本形成了自主基因、自主技术、自主品种的创新格局，获得了抗病虫、耐除草剂、耐寒、耐盐碱等具备重大育种价值和应用价值的新基因300多个，解决了玉米、大豆、小麦等优良品种转化的卡脖子技术领域，其中13个抗虫、耐除草剂玉米基因获得安全证书，3个抗虫、耐除草剂玉米基因获得了美国农业部创制许可。

(3) 扶持优势种业企业发展：2022年8月，农业农村部发布国家种业阵型企业名单，其中包括先正达、隆平高科、登海种业、秋乐种业等玉米补短板企业，隆平高科、荃银高科、丰乐种业等水稻强优势企业，以及现代种业发展基金有限公司等专业化投资或技术平台企业。2023年3月，丰乐种业控股股东合肥市建设投资控股(集团)有限公司与中央企业乡村产业投资基金股份有限公司签署《股份转让框架协议》，合肥市建设投资控股(集团)有限公司向中央企业乡村产业投资基金股份有限公司转让其持有的公司股份合计1.23亿股（占公司股份总数的20.00%），丰乐种业控股股东变更为央企乡村产业基金公司。

(4) 提升种业基地建设水平：2022年9月，农业农村部发布《关于加快推进种业基地现代化建设的指导意见》，提出完善农作物种业基地布局要求，持续推进甘肃杂交玉米、四川杂交水稻、黑龙江大豆、海南南繁等国家级育制种基地建设。目前海南三亚崖州现代农业产业园、天府现代种业园等以种业为主导产业的现代农业产业园已陆续投产运营，其中海南省三亚市崖州区现代农业产业园围绕做强“种业芯片”、打造“南繁硅谷”战略，先后吸引隆平高科、大北农集团、德国科沃施、荷兰科因等国内外种业龙头入驻，育成新品种数千个。

(5) 严厉打击套牌侵权等违法行为：2022年，种业市场监管“新315”举措推出，一是推动出台3个重要文件（发布七部门文件、打击涉种“八宗罪”、打击“私繁滥制”），二是部署1项重大活动（开展种业监管执法年活动），三是取得5个重点突破（制度、机制、技术、观念和力度五个方面）。

表3：《种业振兴行动方案》主要内容

核心工作方向	主要措施
全面加强种质资源保护利用	进一步加大资源普查力度，及时将新发现的资源保护起来，统筹布局种质资源库圃（场区）建设，打牢种业振兴的种质资源基础。
大力推进种业创新攻关	启动种源关键核心技术攻关，实施生物育种重大项目，有序推进产业化应用。各地要组建一批育种攻关联合体，推进科企合作，推动要素聚合、技术集成、机制创新，促进种质资源、数据信息、人才技术交流共享，加快突破一批重大新品种。
扶持优势种业企业发展	全面研究梳理种业企业阵型，强化具体指导，重点支持，促进种业龙头企业与科研院所、金融机构、种业基地紧密对接，着力培育一批具有较强研发能力、产业带动力和国际竞争力的种业重点龙头企业，发展一批具有差异化竞争优势、专业化服务能力的“专精特新”企业。
提升种业基地建设水平	持续推进海南南繁、甘肃玉米、四川水稻等育制种基地建设，启动建设黑龙江大豆种子基地，抓好100个区域性作物良种繁育基地，支持结合高标准农田建设，完善配套设施和专业服务。
严厉打击套牌侵权等违法行为	扎实推进种业知识产权保护专项整治，强化全链条、全流程监管，加大案件查处力度，健全区域联动响应和案件联查联办机制，推动农业行政执法与刑事司法有机衔接，对套牌侵权、制假售假等违法行为重拳出击，加强转基因非法种植监管，让侵权违法者付出沉重代价。

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

表4：2022年，种业市场监管取得5个重点突破

重点突破	主要内容
在制度上求突破	种业市场净化“三大三小”制度框架基本形成，三大指种子法、畜牧法、种业振兴行动方案；三小指上述的七部文件、打击涉种八宗罪、打击“私繁滥制”。
在机制上求突破	努力构建“左右协同、上下联动”的工作机制。
在技术上求突破	启动运行品种DNA指纹库，推出首批20家打假维权监测机构。
在观念上求突破	2021年全国法院新收植物新品种权案件549件，同比增加88%；全国法院2022年涉种案件共62件，比上年减少55%。
在力度上求突破	对违法违规行为重拳出击。按照中央种业振兴方案要求推动内蒙古、黑龙江等8省区建立了省级储备制度；落实属地监管责任，对种子储备管理进行约谈，将14家企业纳入“黑名单”，三年内禁止承担储备任务。

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

转基因审定办法落地，行业迎来发展新阶段

2022年6月8日国家农作物品种审定委员会发布关于印发国家级转基因大豆玉米品种审定标准的通知，《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》将从于印发之日起实施，我们认为这意味着我国转基因大豆及玉米品种的审定工作将正式开始，种业或将迎来新的发展阶段。转基因在落地的过程有两个核心点，一个是转基因转化体的安全证书，一个是品种的审定。其中，转化体安全证书前的准备工作有性状研发、中间实验、环境释放、生产性试验，2019-2021年已有国产玉米、大豆品种连续获批农业转基因生物安全证书；而品种的审定核心在于《品种审定规则》，之前国内品种审定规则没有相关内容，本次修订主要是填补转基因农作物品种的内容，我们认为这在政策上表明，转基因从实验阶段落实到商业化阶段迈出了重要的一步。

2009年我国曾为抗虫水稻和转植酸酶基因玉米颁发农业转基因生物安全证书，但由于国内对转基因作物接受程度较低和技术储备不充分等原因未能进入品种审定阶段，商业化进程搁浅。与2009年生物安全证书获批但商业化失败的情况不同，国内现在具备转基因放开较好条件，一方面，相比2009年，目前我国对转基因的认识已相对成熟，且目前国内已颁布转基因玉米性状安全证书13张，转基因大豆性状安全证书5张，转基因商业化技术储备已较为充足；另一方面，玉米和大豆品种性状商业化优势明显，我国玉米和大豆主要用于饲料和加工原料，符合转基因作物“非食用-间接食用-食用”推广路径，而2009年颁发的抗虫稻由于涉及口粮，因而阻力较大。据上海证券报2023年1月10日报道，农业农村部已召开转基因审定会议，首轮审定品种数量预计约为20个，转基因玉米种子后续存在商业

化落地可能。

图20: 我国转基因研发进展



资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

图21: 转基因品种审定的核心内容

(十) 在第二十五条后增加一条：“申请审定的转基因品种，除目标性状外，其他特征特性与受体品种无变化，受体品种已通过审定且未撤销审定，按以下两种情形进行品种试验：

(一) 申请审定的适宜种植区域在受体品种适宜种植区域范围内，可简化试验程序，只需开展一年的生产试验；

(二) 申请审定的适宜种植区域不在受体品种适宜种植区域范围内的，应当开展两年区域试验、一年生产试验。

对于转育的新品种，应当开展两年区域试验、一年生产试验和DUS测试。”

资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

表5: 国内截至目前已颁布转基因玉米性状安全证书 13 张，转基因大豆性状安全证书 4 张

申报单位	获批时间	性状名称	种植区域
北京大北农生物技术有限公司	2020/1/21：北方 2021/2/4：黄淮海+南方+西南+西北	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 (DBN9936)	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2021/2/4 2020/7/15：北方	转 vip3Aa19 和 pat 基因抗虫耐除草剂玉米 (DBN9501)	北方春玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2021/2/4：黄淮海+南方+西南+西北	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 (DBN9858)	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2021/12/27	聚合 cry1Ab、epsps、vip3Aa19、pat 基因抗虫耐除草剂玉米 (DBN3601T)	西南玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2021/2/4	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂大豆 (DBN9004)	北方春大豆区
北京大北农生物技术有限公司	2023/4/28	转 mvip3Aa 和 pat 基因抗虫耐除草剂大豆 (DBN8002)	黄淮海夏大豆区
杭州瑞丰生物科技有限公司、浙江大学	2020/1/21：北方 2021-04-07：黄淮海+西北	转 cry1Ab/cry2Aa 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司、浙江大学	2021/12/27	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米-浙大瑞丰 8	南方玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司	2022/4/29	转 CdP450 和 cp4epsps 基因耐除草剂玉米 nCX-1	南方玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司	2023/1/13	转 cry1Ab/vip3Da 基因抗虫大豆 CAL16	南方大豆区
隆平高科、中国农业科学院生物技术研究所	2023/1/13	转 cry1Ab、cry1F 和 cp4epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 BFL4-2	北方春玉米区
中国种子集团有限公司	2022/4/29	聚合 cry1Ab、pat, mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×GA21	北方春玉米区
中国种子集团有限公司	2022/4/29	聚合 cry1Ab、pat, vip3Aa20, mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×MIR162×GA21	南方玉米区、西南玉米区
中国种子集团有限公司	2022/4/29	转 mepsps 基因耐除草剂玉米 GA21	北方春玉米区
中国农业科学院作物科学研究所	2020/7/15：黄淮海 2021/4/7：北方	转 g2-epsps 和 gat 基因耐除草剂大豆-中黄 6106	黄淮海夏大豆区、北方春大豆区
上海交通大学	2020/1/21	转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆-SHZD3201	南方大豆区
中国林木种子集团有限公司、中国农业大学	2023/1/13	转 maroACC 基因耐除草剂玉米 CC-2	北方春玉米区
中国林木种子集团有限公司、中国农业大学	2021/12/27	转 mcry1Ab 和 mcry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

种业将由周期行业转为成长行业，技术领先的头部种企或最收益

假设转基因放开，国内玉米种业将由周期转为成长行业。前后逻辑变化如下：

◆ 旧逻辑-同质化存量竞争：种植面积不变，玉米种业天花板已现；玉米种子太容易套牌、冒牌，同质化高，劣币驱逐良币，集中度无法提升。

◆ 转基因后新逻辑-增量且市占率集中：转基因可以增产，省人工，省农药，种子价格将提升，天花板明显上移，预计市场容量增加接近 100 亿；打假成本大幅降低，一定程度上减少套牌、冒牌种子数量，“良币”生存环境改善。

假设转基因放开后，玉米种业格局亦将迎洗牌式重塑，龙头市占率快速提升。前后企业核心竞争力变化如下：

◆ 旧核心竞争力：率先获得有竞争力的亲本，通过领先育种体系选育出优良品种，本质是亲本性状优势的低成本稳定传递。

◆ 转基因后新核心竞争力：转基因性状就是“优势性状”，转基因落地就是一场彻底的品种换代革命，行业龙头市占率快速提升。

另外，转基因品种上市销售将带来新一轮玉米种业的品种换代，目前行业推广品种预估有接近万个，如果转基因落地，预计推广品种可能会大幅度收缩，或有效缓解行业同质化竞争压力，利好头部企业经营发展。

图22：转基因放开后，玉米有效利润空间或增长 4 倍

转基因/ 非转基因	亩均出厂价 (元)	亩均利润 (元)	种植面积 (亿亩)	市场规模 (亿元)	市场利润 (亿元)
2023 整体	45	7	6	270	42
转基因后	60	17-22	6	360	100-130

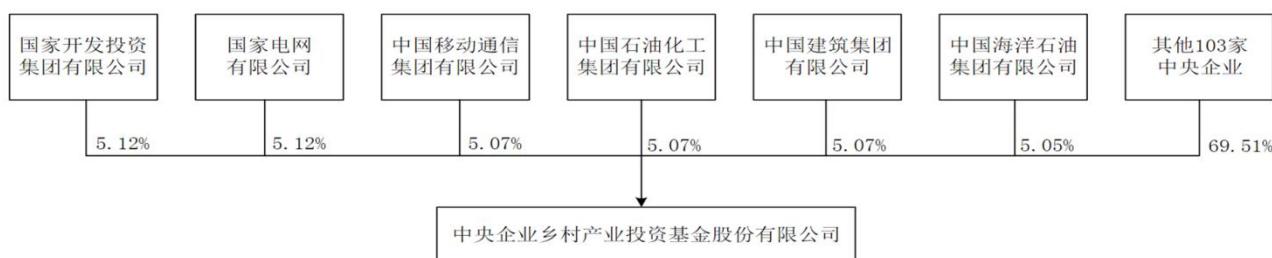
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

央企基金拟入主丰乐种业，技术赋能、资源整合可期待

央企基金是谁：央企共同出资设立，聚焦乡村振兴战略

中央企业乡村产业投资基金股份有限公司(以下简称“央企基金”)是按照中央有关文件及其分工落实方案，由国务院国资委牵头，财政部参与发起，有关中央企业共同出资设立的产业投资基金，设立由国务院国资委、财政部、农业农村部(国家乡村振兴局)代表组成基金战略指导委员会提供战略指导，委托国家开发投资公司旗下-国投创益产业基金管理有限公司管理(以下简称“国投创益”)。根据央企基金官网披露，截至2022年12月31日，央企基金累计投决项目180个，金额490.73亿元，拨付资金447.9亿元，项目退出回收资金151.21亿元，投资项目涉及全国29个省(市、自治区)、176个市(地、州、盟)、384个县(区、旗)。基金充分发挥自身优势，立足各地资源禀赋和发展阶段开展产业投资，累计带动就业逾500万人次，为就业人口提供工资收入达5000亿元，贡献税收超1000亿元，引领撬动社会资本3500亿元。

图23：央企基金由国投集团等众多央企共同出资设立，由国投创益管理，聚焦于乡村振兴战略



资料来源：丰乐种业公告，国信证券经济研究所整理

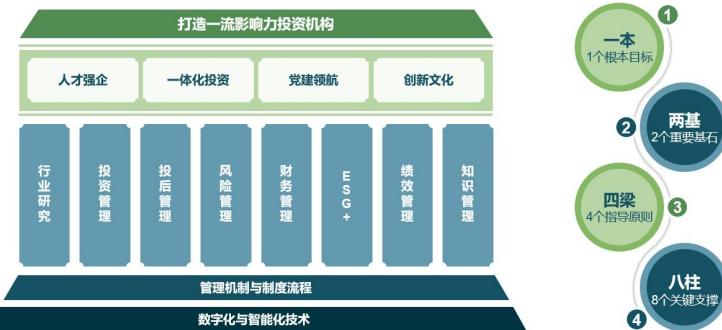
央企基金在做什么：已实现对生物育种核心企业的投资覆盖

央企基金聚焦乡村振兴主题项目。根据央企基金官网介绍，央企基金目前由国投创益市场化运作、专业化管理，紧紧围绕服务乡村振兴，统筹兼顾政策目标，主要投资资源开发、产业园区建设、新型城镇化发展相关项目，优先考虑吸纳就业人数多、带动力强、乡村振兴效果好的项目。

种业振兴赋予央企基金培育扶持重要使命。2021年7月9日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第二十次会议，审议通过了《种业振兴行动方案》。其中在扶持优势种业企业发展方面，方案要求全面研究梳理种业企业阵型，分类型拉出重点龙头企业名单，强化具体指导、重点支持，促进种业龙头企业与科研院所、金融机构、种业基地紧密对接，并在此基础上以企业为主体，一体化配置资金、项目、人才、技术等创新要素，搭建规模化技术集成应用平台，建立健全商业化育种体系。未来我国将着力培育一批具有较强研发能力、产业带动力和国际竞争力的种业重点龙头企业，并发展一批具有差异化竞争优势、专业化服务能力强的“专精特新”企业。

图24: 央企基金目前由国投创益市场化运作、专业化管理

国投创益“一本两基四梁八柱”战略框架



资料来源: 国投创益官网, 国信证券经济研究所整理

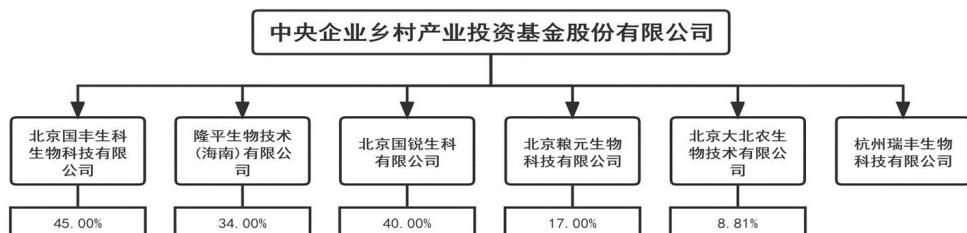
表6: 《种业振兴行动方案》主要内容

核心工作方向	主要措施
全面加强种质资源保护利用	进一步加大资源普查力度, 及时将新发现的资源保护起来, 统筹布局种质资源库圃(场区)建设, 打牢种业振兴的种质资源基础。
大力推进种业创新攻关	启动种源关键核心技术攻关, 实施生物育种重大项目, 有序推进产业化应用。各地要组建一批育种攻关联合体, 推进科企合作, 推动要素聚合、技术集成、机制创新, 促进种质资源、数据信息、人才技术交流共享, 加快突破一批重大新品种。
扶持优势种业企业发展	全面梳理种业企业阵型, 强化具体指导、重点支持, 促进种业龙头企业与科研院所、金融机构、种业基地紧密对接, 着力培育一批具有较强研发能力、产业带动力和国际竞争力的种业重点龙头企业, 发展一批具有差异化竞争优势、专业化服务能力的“专精特新”企业。
提升种业基地建设水平	持续推进海南南繁、甘肃玉米、四川水稻等育制种基地建设, 启动建设黑龙江大豆种子基地, 抓好100个区域性作物良种繁育基地, 支持结合高标准农田建设, 完善配套设施和专业服务。
严厉打击套牌侵权等违法行为	扎实推进种业知识产权保护专项整治, 强化全链条、全流程监管, 加大案件查处力度, 健全区域联动响应和案件联查联办机制, 推动农业行政执法与刑事司法有机衔接, 对套牌侵权、制假售假等违法行为重拳出击, 加强转基因非法种植监管, 让侵权违法者付出沉重代价。

资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

央企基金已实现对生物育种核心企业的投资覆盖。在《种业振兴行动方案》等重要政策指引下, 央企基金在种业领域的投资步伐不断加快, 目前以实现对国内核心生物育种企业的全覆盖, 其中控股国丰生物(持股比例45%)、隆平生物(持股比例34%)、国锐生科(40%), 参股杭州瑞丰、粮元生物、大北农生物。

图25: 央企基金已完成对生物育种核心企业的投资全覆盖



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

央企基金能为丰乐带来什么：资源整合、业务重构存在可能

2023年3月，丰乐种业控股股东合肥市建设投资控股(集团)有限公司与中央企业乡村产业投资基金股份有限公司签署《股份转让框架协议》，合肥市建设投资控股(集团)有限公司向中央企业乡村产业投资基金股份有限公司转让其持有的公司股份合计1.23亿股(占公司股份总数的20.00%)，股份转让价格为9.17元/股，转让总价款合计人民币11.26亿元，丰乐种业控股股东将变更为中央企业乡村产业投资基金股份有限公司。目前交易双方已分别开展尽调，各项工作正在推进。

表7：转让及受让方情况

公司名称	成立时间	企业性质	经营范围
转让方 合肥市建设投资控股(集团)有限公司	2006年6月16日	有限责任公司(国有独资)	承担城市基础设施、基础产业、能源、交通及市政公用事业项目投资、融资、建设、经营和管理任务；从事授权范围内的国有资产经营管理、资产重组和经营；参与土地的储备、整理和熟化工作；整合城市资源，实现政府收益最大化；对全资、控股、参股企业行使出资者权利；承担市政府授权的其他工作；房屋租赁(涉及许可证项目凭证经营)。
受让方 中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	2016年10月24日	股份有限公司(非上市、国有控股)	基金管理；对贫困地区的资源开发、产业园区建设、新型城镇化发展以及养老、医疗、健康产业进行投资；投资咨询和投资管理。(市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表8：丰乐种业控股股东拟变更为中央企业乡村产业投资基金股份有限公司

股东	权益变动前股份情况			权益变动后股份及表决权情况		
	持股数量(万股)	持股比例	表决权比例	持股数量(万股)	持股比例	表决权比例
央企基金	-	-	-	12,280	20.00%	20.00%
合肥建投	17,954	29.24%	29.24%	5,674	9.24%	9.24%
其他股东	43,447	70.76%	70.76%	43,447	70.76%	70.76%
合计	61,401	100.00%	100.00%	61,401	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9：《股份转让框架协议》的主要内容

事项类型	详细信息
1 本次交易	<p>1.1 标的股份及交易价款：甲方拟采取现金收购的方式，受让乙方所持有的标的公司合计1.23亿股股份(以下简称“本次股份转让”)。本次股份转让价格为9.17元/股，转让总价款合计人民币11.26亿元。定价符合法律、行政法规、规章和监管部门的规范性文件的相关规定。在本次股份转让过程中，双方将按照《上市公司收购管理办法》的规定，履行信息披露义务。</p> <p>1.2 股份转让数量和价款的调整：自本协议成立之日起至本次股份转让协议完成签署前，上市公司不得实施增发、配股、新增股权激励等导致股权变动的行为，各方确认，若上市公司发生年度派息(包括现金分红、送股)等除权、除息事项的，则本次交易的每股转让价格和标的股份数量应相应调整。</p>
2 后续安排	<p>2.1 甲方和乙方约定共同另行签署股份转让协议，以下列条件同时满足为前提：(1)甲方聘请中介机构对上市公司完成法律、财务、业务等尽职调查，且各方已经就尽职调查中所发现问题的解决方案及本次交易的方案达成一致，不存在影响本次交易的重大问题，不存在影响上市公司持续经营的重大问题或重大不利变化；(2)乙方及上市公司根据甲方投资要求就尽职调查中所发现问题的解决方案出具了相应陈述、保证、承诺；(3)乙方及上市公司提供具有法律效力的文件，确认标的股份权属明确、清晰、完整、可转让，不存在任何股份转让限制、权利负担或任何司法保全措施，也不存在既有或潜在的法律纠纷或争议；(4)乙方及上市公司已披露的信息，包括但不限于资产、业务、负债(含潜在或有负债)等方面情况均真实、准确、完整，并且在所有的重要方面不存在遗漏、虚假记载、误导性陈述、不实或瑕疵的情况；(5)乙方聘请中介机构对甲方完成尽职调查，确认甲方具备受让资格；(6)不存在且未发生对上市公司资产、负债、盈利前景和正常经营已产生或合理预见可能产生重大不利影响的事件、事实、变化等。</p> <p>2.2 自本协议签署之日起三个月内，除甲方书面同意外，乙方不得与(除甲方以外的)任何第三方就任何涉及或者可能涉及本次交易(包括但不限于上市公司股份转让、表决权安排、一致行动安排等)的事项进行直接或间接的洽谈、联系，不得以任何方式向其他潜在意向购买方转让其直接或间接持有的上市公司股份或达成相应的协议或安排。</p> <p>2.3 本协议不构成甲乙双方对本次交易的承诺，甲乙双方将在本协议2.1条款项下的前提条件满足后另行签署股份转让协议。</p>
3 本协议的生效与终止	<p>3.1 生效条件：本协议经双方的法定代表人或授权代表签字并加盖双方公章后成立并生效。</p> <p>3.2 终止条件：(1)出现乙方所持有的标的股份被司法冻结、查封的情形；(2)出现上市公司不能偿还任何到期债务或者出现丧失清偿能力的情形；(3)出现上市公司资产被司法冻结、查封的情形，导致上市公司正常经营受到影响的；(4)出现其他无法将标的</p>

股份过户至甲方名下的情形；（5）出现任何按照有关规定可能导致上市公司退市的情形；（6）出现因有权政府主管部门、证券登记或交易主管部门、司法机构对本次股份转让提出异议从而导致本协议终止、撤销、被认定为无效，或者导致本协议的重要原则条款无法得以履行以致严重影响甲方或乙方本协议约定的商业目的情形。

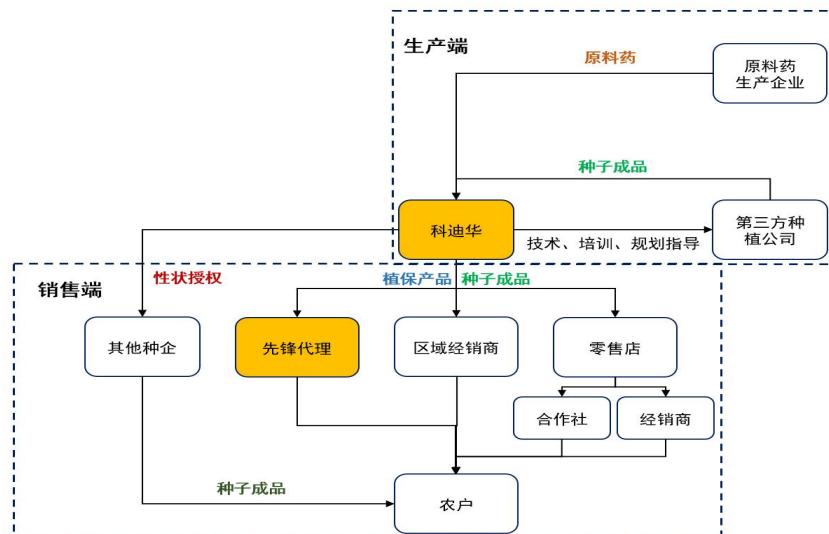
4 违约责任
本协议生效后，除不可抗力以外，任何一方不履行或不及时、不适当履行本协议项下其应履行的任何义务，或违反其在本协议项下作出的任何陈述或保证，均构成其违约，应按照法律规定承担违约责任。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

据央企基金掌舵人王维东（国投集团总裁助理、国投创益总经理）在上海证券报的采访中介绍，央企基金“一直在积极寻找产业基础好，特别是玉米产业发展基础好、产业结构完善的企业，希望通过传统育种技术与生物技术相结合，打造一家具备全球竞争力的大型种业公司，更好地服务国家粮食安全战略”，最终相中了“农化+种子”模式、种业品种结构丰富、产区布局较完善的丰乐种业，“未来，基金将从生物技术、资本支持、资源整合、科研人才等方面对丰乐种业全面赋能，补短板、强优势、扩规模，推动丰乐种业快速做大做强”。

从行业角度来看，转基因性状改善传统品种产量表现是基于减少虫害和杂草带来的产量损失，却并不能根本性地提高传统品种的单产潜力，未来一代性状渗透率达峰后种子市场或仍将聚焦品种竞争，有性状、有品种的综合性平台种企更有机会做大做强。同时在强技术壁垒、抗药性状联动以及农业生产适度规模化推动下，海外“性状+种子+药肥”的技术包模式在国内存在想象空间。从公司角度来看，丰乐种业目前已通过多业务、多品种、多产区布局呈现平台型种企雏形且正在加快对陕科6号等主流品种的转基因性状改造，未来依靠新控股股东的技术、资金等多方面资源加持，有望实现现有业务体系的重塑突破，并在转基因商业化落地后持续做大做强主业。

图26：海外“性状+种子+药肥”的技术包模式在国内存在想象空间



资料来源：公司公告，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假设条件：

种子业务：近年公司升级销售模式，强化激励机制，玉米种子业务正围绕旗下多产区、多品种快速发展，且后续有望受益新股东资源及技术加持，规模和盈利能力有望持续提升。我们预计公司种业务 2023–2025 年营收为 8.0/10.3/12.2 亿元，同比增速为 21.7%/28.4%/18.8%，毛利率为 28.4%/30.0%/31.0%。

农化业务：销量预计随双主业模式推进而维持增长，但受产品价格下降影响，23 年毛利率预计延续承压。最终我们预计公司农化业务 2023–2025 年营收为 21.2/21.6/21.9 亿元，同比增速为 2.5%/2.1%/1.4%，毛利率为 7.0%/7.1%/7.3%。

香料业务：近年规模及盈利能力有所下降，我们预计公司其他业务 2023–2025 年营收为 2.7/2.7/2.6 亿元，同比增速为 -2.5%/-2.5%/-2.5%，毛利率为 12.8%/12.5%/12.0%。

综上所述，预计 2023–2025 年的营收分别为 31.9/34.6/36.8 亿元，同比增速为 6.3%/8.3%/6.3%，毛利率 12.8%/14.3%/15.5%，毛利为 4.1/5.0/5.7 亿元。

表10: 丰乐种业业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
种子业务						
收入 (百万元)	383.98	445.21	658.8	801.85	1029.29	1222.62
增速	-5.35%	15.95%	47.98%	21.72%	28.36%	18.78%
毛利 (百万元)	141.54	150.72	195.85	227.40	308.79	378.58
毛利率	36.86%	33.85%	29.73%	28.36%	30.00%	30.96%
农化业务						
收入 (百万元)	1752.75	1863.81	2066.06	2118.02	2163.16	2193.57
增速	14.33%	6.34%	10.85%	2.52%	2.13%	1.41%
毛利 (百万元)	182.65	177.34	147.54	147.36	153.33	159.02
毛利率	10.42%	9.51%	7.14%	6.96%	7.09%	7.25%
香料业务						
收入 (百万元)	319.87	308.22	280.4	273.39	266.56	259.89
增速	-31.23%	-3.64%	-9.03%	-2.50%	-2.50%	-2.50%
毛利 (百万元)	32.06	35.43	36.88	34.86	33.32	31.19
毛利率	10.02%	11.50%	13.15%	12.75%	12.50%	12.00%
合计						
总营收 (百万元)	2456.60	2617.24	3005.26	3193.26	3459.00	3676.08
增速	2.19%	6.54%	14.83%	6.26%	8.32%	6.28%
毛利 (百万元)	356.25	363.49	380.27	409.62	495.44	568.78
毛利率	14.50%	13.89%	12.65%	12.83%	14.32%	15.47%

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来3年业绩预测

表11: 未来3年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3005	3193	3459	3676
营业成本	2625	2784	2964	3107
销售费用	135	149	182	202
管理费用	112	95	106	119
研发费用	66	73	95	110
财务费用	7	2	1	(1)
营业利润	62	65	90	117
利润总额	58	75	102	128
归属于母公司净利润	59	77	103	130
EPS	0.10	0.12	0.17	0.21
ROE	3.06%	3.88%	5.03%	6.06%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司2023-2025年收入分别为31.9/34.6/36.8亿元, 归属母公司净利润0.8/1.0/1.3亿元, 利润年增速分别为30.3%/34.5%/25.9%。每股收益2023-2025年分别为0.12/0.17/0.21元。

盈利预测的敏感性分析

表12: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,617	3,005	3,197	3,468	3,690
(+/-%)	6.5%	14.8%	6.4%	8.5%	6.4%
净利润(百万元)	183	59	141	173	205
(+/-%)	263.0%	-67.9%	139.0%	23.2%	18.6%
摊薄EPS	0.30	0.10	0.23	0.28	0.33
中性预测					
营业收入(百万元)	2,617	3,005	3,193	3,459	3,676
(+/-%)	6.5%	14.8%	6.3%	8.3%	6.3%
净利润(百万元)	183	59	77	103	130
(+/-%)	263.0%	-67.9%	30.3%	34.5%	25.9%
摊薄EPS(元)	0.30	0.10	0.12	0.17	0.21
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,617	3,005	3,190	3,450	3,662
(+/-%)	6.5%	14.8%	6.1%	8.2%	6.2%
净利润(百万元)	183	59	13	34	55
(+/-%)	263.0%	-67.9%	-77.9%	158.7%	63.4%
摊薄EPS	0.30	0.10	0.02	0.05	0.09
总股本(百万股)	614	614	614	614	614

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 9.4-10.8 元，给予买入评级。

绝对估值：9.4-10.8 元

公司正持续推进种药肥一体化发展，在种子业务方面已拥有较完备的业务体系和较完善的销售及激励机制，近年正维持快速增长趋势，未来随转基因业务商业化落地，有望继续带动公司收入增长和毛利率提升。在费用方面，考虑到销售拓展和品种开发或增加相关开支，公司费用率预计呈增加趋势。综上我们预期公司 2023-2025 年的收入增速分别为 6.3%/8.3%/6.3%，毛利率分别为 12.8%/14.3%/15.5%，费用率近年预计呈增加趋势。

未来 5 年估值假设条件见下表：

表 13：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	2.19%	6.54%	14.83%	6.26%	8.32%	6.28%	7.28%	6.00%
营业成本/营业收入	85.50%	86.11%	87.35%	87.17%	85.68%	84.53%	83.53%	82.53%
管理费用/营业收入	2.99%	2.99%	2.62%	2.60%	2.70%	2.90%	2.73%	2.48%
研发费用/营业收入	1.57%	1.52%	2.18%	2.28%	2.75%	3.00%	2.68%	2.48%
销售费用/销售收入	5.16%	4.91%	4.48%	4.68%	5.25%	5.50%	5.30%	5.10%
营业税及附加/营业收入	0.43%	0.40%	0.34%	0.39%	0.38%	0.37%	0.38%	0.37%
所得税税率	16.61%	4.09%	5.90%	5.00%	5.45%	5.22%	5.33%	5.28%
股利分配比率	37.12%	7.44%	36.25%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 14：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	5.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.28%
股票风险溢价	5.25%	有杠杆 Beta	1.13
公司股价（元）	8.89	Ke	8.42%
发行在外股数（百万）	614	E/(D+E)	97.41%
股票市值(E, 百万元)	5459	D/(D+E)	2.59%
债务总额(D, 百万元)	145	WACC	8.33%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	1%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表 15：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				
		7.9%	8.2%	8.42%	8.7%	8.9%
永续增长率变化	1.5%	11.64	11.08	10.56	10.08	9.63
	1.3%	11.29	10.77	10.28	9.82	9.40
	1.0%	10.98	10.48	10.01	9.58	9.17
	0.8%	10.68	10.21	9.76	9.35	8.97
	0.5%	10.41	9.95	9.53	9.14	8.77

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：9.4-10.2 元

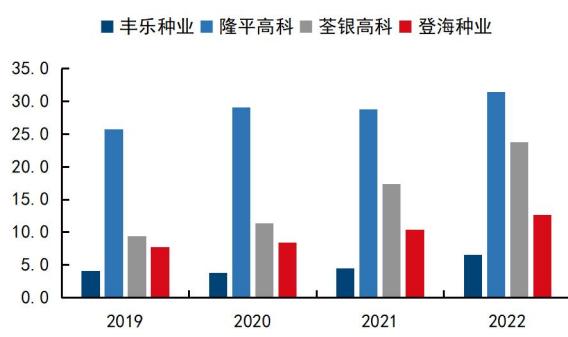
我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.12/0.17/0.21 元，我们主要选取同样从事玉米及水稻种子销售的上市公司作为可比标的，分别为隆平高科、荃银高科、登海种业。

(1) 隆平高科：公司控股股东为中信农业科技股份有限公司（持股比例 16.54%），目前已成为国内玉米、水稻种子双龙头，两杂种子销售收入均位列国内首位，旗下拥有裕丰 303、中科玉 505 等领先杂交玉米品种以及晶两优华占等领先杂交水稻品种。在生物育种方面，公司正依托瑞丰生物、隆平生物、绿谷生物、国丰生物等主体，开展抗虫、抗除草剂玉米基因性状开发和转基因玉米品种转育，目前投资布局的生物技术平台已获得瑞丰 125、浙大瑞丰 8、nCX-1、BFL4-2、CAL16 等 5 个转基因性状的安全证书。

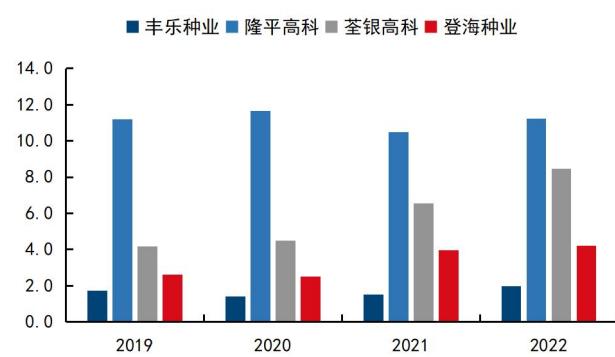
(2) 荃银高科：公司控股股东为中国种子集团有限公司（持股比例 20.51%），水稻种子业务国内领先，拥有自主或合作选育的过审水稻品种 424 个，玉米业务近年亦正依靠积极的营销和激励政策维持快速发展，2022 年收入已超 3 亿元。在生物育种方面，公司作为先正达种业板块的重要成员（先正达已获得 3 个农业转基因生物安全证书），正积极与其开展生物育种技术方面研发与合作并有序推动生物育种等领域产业化应用。

(3) 登海种业：公司控股股东为莱州市农业科学院（持股比例为 53.21%），作为国内玉米种子龙头，公司在实控人李登海（控股比例 51.49%）带领下，历经近 50 年的玉米育种研发创新和高产攻关，完成了以掖单 2 号、掖单 6 号、掖单 13 号、登海 661 与登海 605、登海 618 为代表的 5 代玉米杂交种的进步性替代，引领了中国杂交玉米的发展方向。

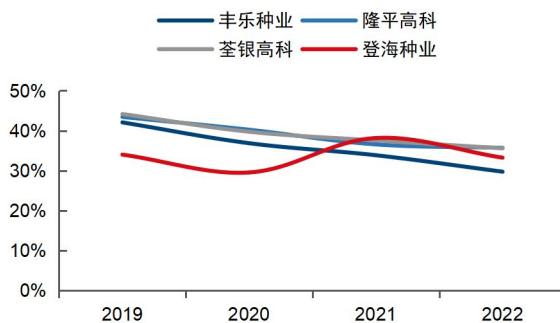
图27: 丰乐种业种子收入规模较可比企业尚有差距（单位：亿元）



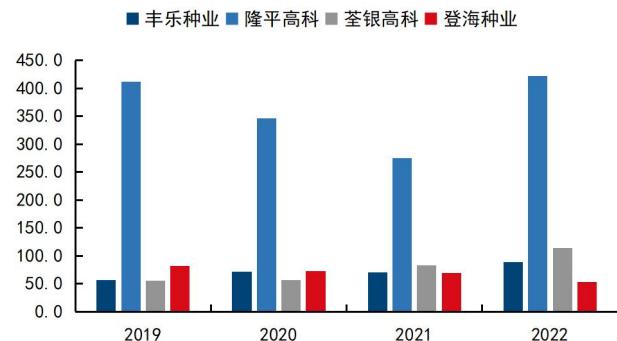
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图29: 丰乐种业种子毛利率低于可比企业 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图30: 丰乐种业研发投入总额低于可比公司 (单位: 百万元)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

丰乐种业种子业务规模及研发实力目前较隆平高科、荟银高科、登海种业等头部企业虽尚有差距,但考虑到公司有望在易主后引入新技术新资源来强化现有主业,后续业绩增长弹性或优于头部种业,因此基于一定估值溢价。我们保守给予公司55-60倍PE,对应2024年的股价区间为9.35-10.20元。

表16: 丰乐种业同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (5月22日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
000998.SZ	隆平高科	15.34	0.27	0.38	0.49	57	40	31	玉米、水稻、蔬菜种子销售
300087.SZ	荟银高科	10.96	0.47	0.56	0.64	23	20	17	玉米、水稻、蔬菜种子销售
002041.SZ	登海种业	16.17	0.29	0.34	0.37	56	48	44	玉米种子销售
		平均值						36	

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图31: 丰乐种业市销率 (TTM) 情况


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图32: 丰乐种业市净率 (MRQ) 情况


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 9.4-10.8 元之间，相较当前股价约 10-20% 溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

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9.4-10.8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:

由于给予央企基金入主后的资源支持较多考量,我们对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,如果后续收购进程不及预期,可能导致未来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2.5%、风险溢价5.3%,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1%,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:相对估值时我们给予公司估值溢价,假如后续央企基金收购进度不及预期,相关业务赋能或难兑现,进而可能导致公司业绩增长不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,加入了很多个人的判断:

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长6.3%/8.3%/6.3%,其受到我们对公司玉米业务推广预期的影响较大,而央企基金入主事宜尚存在不确定性,可能存在对新季销售过于乐观,进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为12.8%/14.3%/15.5%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

恶劣天气带来的制种风险

恶劣天气将直接对制种量造成较大影响,可能导致公司的收入和成本承压。

转基因政策落地不及预期的风险

如果转基因政策落地速度不及预期,则公司转基因业务带来的业绩新空间兑现将不及预期,造成公司业绩增速下滑。

央企基金收购进度不及预期的风险

央企基金收购公司股权事目前仅签订框架协议,尚需相关方完成全部尽职调查,各方签署股份转让协议、履行国有资产监督管理部门审核批准程序、进行经营者集中申报并取得反垄断主管部门出具的不实施进一步审查或不予禁止的决定或同意文件(如适用)及其它必要的程序才能股份协议过户手续,因此股份转让协议

能否签署尚存在一定不确定性，上述审批、确认手续是否可以通过以及通过的时间也尚存在一定不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	129	174	237	288	372	营业收入	2617	3005	3193	3459	3676
应收款项	218	251	254	265	272	营业成本	2254	2625	2784	2964	3107
存货净额	781	701	673	676	687	营业税金及附加	11	10	12	13	14
其他流动资产	380	427	459	497	526	销售费用	129	135	149	182	202
流动资产合计	1508	1553	1622	1726	1857	管理费用	107	112	95	106	119
固定资产	622	655	693	721	745	研发费用	40	66	73	95	110
无形资产及其他	245	306	295	284	272	财务费用	4	7	2	1	(1)
投资性房地产	338	410	410	410	410	投资收益	(0)	6	3	3	4
长期股权投资	2	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	13	8	(15)	(12)	(12)
资产总计	2714	2924	3020	3141	3284	其他收入	71	(68)	(73)	(95)	(110)
短期借款及交易性金融负债	139	76	81	88	93	营业利润	197	62	65	90	117
应付款项	179	247	253	260	281	营业外净收支	(2)	(4)	10	12	11
其他流动负债	415	470	502	538	565	利润总额	194	58	75	102	128
流动负债合计	733	794	836	886	940	所得税费用	8	3	4	6	7
长期借款及应付债券	0	64	64	64	64	少数股东损益	3	(4)	(5)	(7)	(9)
其他长期负债	39	42	46	50	54	归属于母公司净利润	183	59	77	103	130
长期负债合计	39	106	110	114	118	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	772	900	946	1000	1058	净利润	183	59	77	103	130
少数股东权益	64	100	97	92	86	资产减值准备	(9)	(14)	1	0	0
股东权益	1878	1924	1978	2050	2141	折旧摊销	73	80	77	86	94
负债和股东权益总计	2714	2924	3020	3141	3284	公允价值变动损失	(13)	(8)	15	12	12
						财务费用	4	7	2	1	(1)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(112)	40	36	(5)	6
每股收益	0.30	0.10	0.12	0.17	0.21	其它	12	12	(5)	(5)	(6)
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	经营活动现金流	135	169	201	192	235
每股净资产	3.06	3.13	3.22	3.34	3.49	资本开支	0	(73)	(120)	(116)	(118)
ROIC	4.86%	3.74%	4%	5%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9.74%	3.06%	3.88%	5.03%	6.06%	投资活动现金流	0	(71)	(120)	(116)	(118)
毛利率	14%	13%	13%	14%	15%	权益性融资	(2)	3	0	0	0
EBIT Margin	3%	2%	2%	3%	3%	负债净变化	0	64	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(14)	(21)	(23)	(31)	(39)
收入增长	7%	15%	6%	8%	6%	其它融资现金流	(78)	(141)	5	7	5
净利润增长率	263%	-68%	30%	35%	26%	融资活动现金流	(107)	(52)	(18)	(24)	(33)
资产负债率	31%	34%	35%	35%	35%	现金净变动	28	45	63	52	84
股息率	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	101	129	174	237	288
P/E	30.0	93.2	71.5	53.2	42.2	货币资金的期末余额	129	174	237	288	372
P/B	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6	企业自由现金流	0	102	69	60	99
EV/EBITDA	41.5	46.4	40.9	34.8	30.0	权益自由现金流	0	25	72	66	105

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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提供。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