

蒙草生态 (300355. SZ)

生态修复业务稳健发展，牧草及草种业务带来增量业绩

买入

核心观点

公司主营生态修复、草种及草原碳汇业务。公司依托“特色种业”+“数字技术”，主要从事草原生态修复、矿山修复、盐碱地改良、荒漠化治理等生态修复业务；草种、草业技术创新；林业原碳汇开发利用等业务。2022年，公司生态环境建设与运营业务收入为21.74亿元，占公司营业收入的比例为97.81%，为公司主要收入来源。

生态修复市场广阔，公司技术、运营优势突出。国家财政部数据显示，2023年中央对地方转移支付预算中林业草原生态保护恢复、林业草原改革发展资金预算分别为527、501亿元，合计达1028亿元。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》要求推进重要生态系统保护和修复重大工程和国土绿化工程。公司依托“特色种业+大数据平台”的核心技术以及区位优势，有望充分受益于林草修复订单释放。

草种国产替代推进，公司打造优质种质资源库。畜牧业饲料中蛋白质主要来源是豆粕，而我国大豆对外依赖度高达80%以上。2023年4月，农业部印发的《饲用豆粕减量替代三年行动方案》提出“一降两增”的行动目标，即豆粕用量占比持续下降、蛋白饲料资源开发利用能力持续增强、优质饲草供给持续增加。加快国内牧草及草种业发展对于促进生态修复、维护粮食安全具有重要意义。公司二十多年来坚持搜集保存乡土植物，已入库保存乡土植物种质资源2200余种，涵盖生态修复、饲草、中草药等共6万份，植物标本15万份，土壤样本150万份。2023年4月，国家草业技术创新中心（筹）理事会成立，公司创始人王召明担任理事长，公司持续高强度研发投入进行种业技术创新，有望为公司带来业绩增量。

CCER有序重启，草原碳汇或迎来发展。当前，CCER重启逐步推进。若未来草原碳汇纳入CCER市场交易，将有效体现草原碳汇的生态价值。公司牵头制定了多项草原碳汇标准，助力草原碳汇开发利用；同时，积极开发、储备碳汇开发项目，目前已分别与多个地方政府签订了林业、草原碳汇开发协议，且部分地区碳汇开发项目已落地实施。

盈利预测与估值：预计2023-2025年归母净利润分别为4.0/5.8/7.7亿元(+11%/44%/33%)，EPS分别为0.25/0.36/0.48元，对应PE分别为16.3/11.4/8.5倍。通过多角度估值，预计公司合理股价5.50-6.07元/股之间，较当前股价有34%-48%的溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策变化风险；项目建设、运营不及预期；市场竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,911	2,222	2,115	2,565	3,592
(+/-%)	14.5%	-23.7%	-4.8%	21.3%	40.0%
净利润(百万元)	309	185	402.50	579.04	771.88
(+/-%)	33.2%	-40.2%	117.6%	43.9%	33.3%
每股收益(元)	0.19	0.12	0.25	0.36	0.48
EBIT Margin	29.7%	27.6%	27.7%	29.4%	28.7%
净资产收益率(ROE)	6.2%	3.7%	7.6%	10.2%	12.4%
市盈率(PE)	21.3	35.6	16.3	11.4	8.5
EV/EBITDA	14.4	18.7	19.4	16.2	13.6
市净率(PB)	1.31	1.32	1.25	1.16	1.06

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

环保·环境治理

证券分析师：黄秀杰	证券分析师：郑汉林
021-61761029	0755-81982169
huangxiujie@guosen.com.cn	zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980521060002	S0980522090003

证券分析师：李依琳	联系人：崔佳诚
010-88005029	021-60375416
liyilin1@guosen.com.cn	cuijiacheng@guosen.com.cn
S0980521070002	

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	5.50 - 6.07元
收盘价	4.10元
总市值/流通市值	6577/5612百万元
52周最高价/最低价	4.30/2.99元
近3个月日均成交额	246.31百万元

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

蒙草生态：以“草”立业，稳步发展	5
公司以特色种业为抓手，发力草原生态修复、草产业以及草原碳汇三大业务	5
公司财务分析：盈利能力提升，经营性现金流显著改善	6
生态修复市场广阔，公司技术、运营优势突出	9
生态修复行业市场空间广阔，政策驱动行业持续发展	9
公司“特色种业+大数据平台”打造技术优势，生态修复项目建设运营经验丰富	12
草种国产替代推进，公司打造优质种质资源库	16
草种进口依赖度高，国产替代正当时	16
公司研发投入持续增加，打造优质种质资源库	18
CCER 有序重启，草原碳汇或迎来发展	22
盈利预测	24
假设前提	24
未来 3 年业绩预测	25
盈利预测的敏感性分析	25
估值与投资建议	26
绝对估值：5.50–6.51 元	26
相对估值：5.35–6.07 元	27
投资建议	27
风险提示	28
附表：财务预测与估值	30

图表目录

图1：蒙草生态股权结构图	5
图2：蒙草生态营业收入结构	6
图3：蒙草生态营业收入及增长率情况（亿元）	6
图4：蒙草生态归母净利润及增长率情况（亿元）	6
图5：蒙草生态毛利率、净利率、ROE 情况	7
图6：蒙草生态主要业务毛利率情况	7
图7：蒙草生态应收账款情况（亿元）	7
图8：蒙草生态现金流情况（亿元）	7
图9：蒙草生态三项费用率情况	8
图10：蒙草生态资产负债率情况	8
图11：2011–2021 年国内环境污染治理投资总额情况	9
图12：中央对地方转移支付中林业草原两项资金预算情况（亿元）	9
图13：重要生态系统保护和修复重大工程布局示意图	11
图14：“十四五”国土绿化任务量（万亩）	12
图15：公司草原生态产业大数据平台	13
图16：公司“生态种子包”系列产品图示	13
图17：公司敕勒川草原修复项目前后对比	14
图18：蒙草生态生态修复业务收入变化情况	14
图19：蒙草生态已签订合同、但尚未履行/尚未履行完毕的履约义务所对应收入（亿元）	14
图20：2017–2021 年我国草种进口情况（万吨）	16
图21：2021 年我国进口草种品类情况（万吨）	16
图22：2021 年国内草种生产地区分布情况	17
图23：2021 年国内草种生产类别情况	17
图24：2023 年全国草种产量预测（万吨）	17
图25：2020–2022 年国内牛羊饲养数量	18
图26：蒙草生态种质资源库（小草诺亚方舟）图示	19
图27：全球草种业主要创新主体情况	20
图28：公司研发人员数量及占比情况	21
图29：公司研发投入及占比情况	21
图30：公司草种及乡土植物销售收入变化情况	21
图31：公司子公司蒙草草种收入及净利润情况（亿元）	21

表1：近年来推动生态修复治理的政策梳理	10
表2：“十四五”时期林草保护发展主要指标	11
表3：公司拟发行的可转债中募投生态修复类项目情况（万元）	15
表4：近年来推动草（种）业发展的政策梳理	17
表5：我国主要种质资源库情况	19
表6：公司拟发行的可转债中募投草（种）业建设项目情况（万元）	21
表7：国内草原碳汇项目梳理	22
表8：蒙草生态业务拆分（百万元）	24
表9：未来3年盈利预测表（百万元）	25
表10：EPS随生态系统保护管理业务收入增速和毛利率变化的敏感性分析（元）	25
表11：公司盈利预测假设条件（%）	26
表12：资本成本假设	26
表13：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	26
表14：可比公司估值表	27

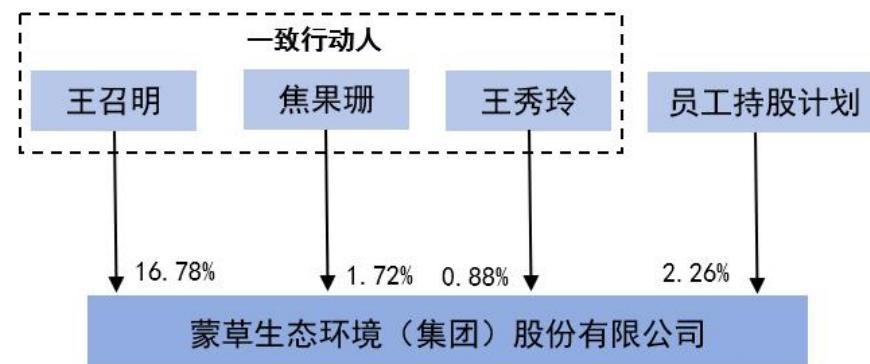
蒙草生态：以“草”立业，稳步发展

公司以特色种业为抓手，发力草原生态修复、草产业以及草原碳汇三大业务

蒙草生态环境（集团）股份有限公司于2001年成立，并于2012年在深交所创业板上市。公司自成立以来，长期深耕生态修复领域，同时逐步将业务布局拓展至草种、草产业以及草原碳汇领域，目前公司依托“特色种业”+“数字技术”，主要从事草原生态修复、矿山修复、盐碱地改良、荒漠化治理等生态修复、环境治理业务；草种、草业技术创新；林业、草原碳汇开发利用等业务。

王召明先生为公司控股股东，也是公司的创始人。截至2023年6月，王召明先生持有公司16.78%股权，与焦果珊女士、王秀玲女士为一致行动人，三人合计持有公司19.38%股权。

图1：蒙草生态股权结构图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

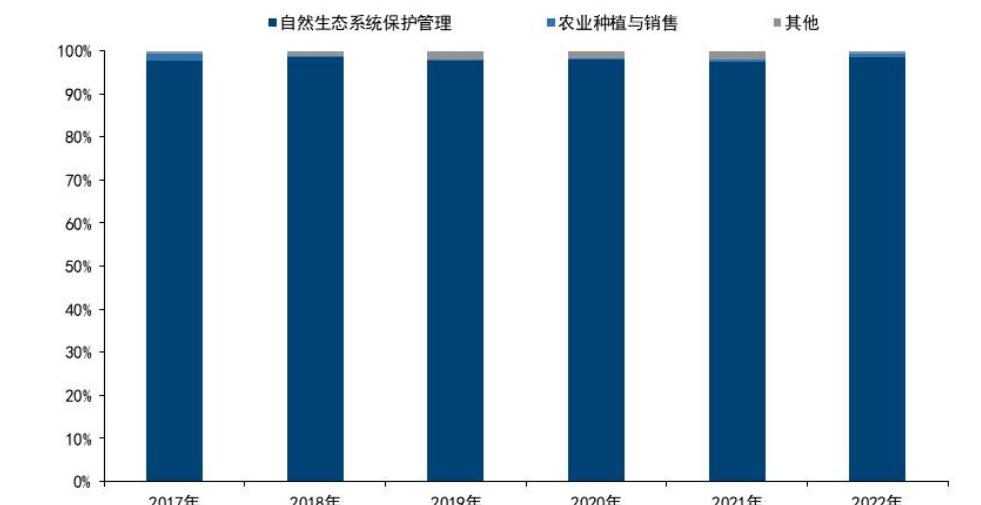
当前，公司以特色种业为抓手，将草原生态修复与草种、草产业发展、草原碳汇开发紧密结合起来，成为草原生态保护、草业高质量发展的“排头兵”。具体而言，公司业务发展将从以下三个方面进行：

一是公司将充分利用国家大力推动生态修复行业发展的机遇，加快生态修复业务拓展。

二是公司依托内蒙古自治区草种业技术创新中心，积极推进创建国家草种业技术创新中心。完善草（种）业创新创业服务体系，以优质饲草、生态用草、草坪草为发展方向，加快优异基因评价与创制、种质资源精准鉴定、高效选育和制种、人工草地建植、草产品生产加工、草地机械配套、草地综合评价、草地植被改良等全产业链关键共性技术的突破和成果转化，推动草种、草产业快速发展。

三是推动草原碳汇国际标准、地方标准的制定和实施，充分利用区域优势、先发优势，加快草原碳汇项目的开发、储备。

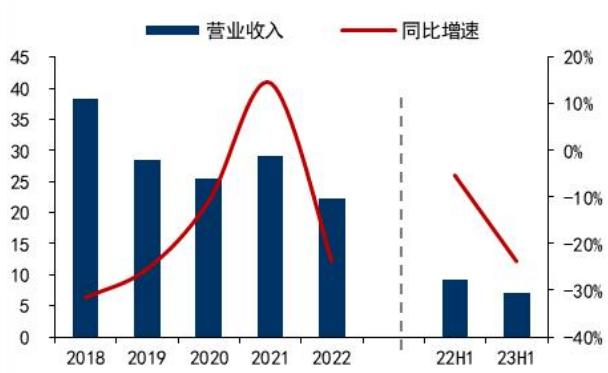
公司营业收入主要来自生态环境修复业务。2022年，公司来自自然生态系统保护管理行业的收入为21.92亿元，在公司营业收入中占比为98.64%，其中生态环境建设与运营业务收入为21.74亿元，占公司营业收入的比例为97.81%，为公司主要收入来源。同时，草种及乡土植物销售业务收入为0.13亿元，占公司营业收入的比例为0.56%。

图2：蒙草生态营业收入结构


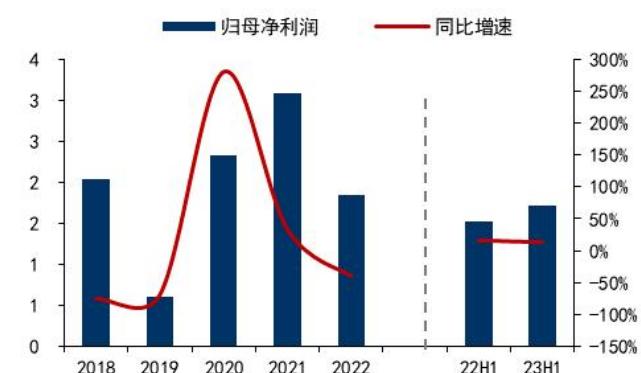
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司财务分析：盈利能力提升，经营性现金流显著改善

营业收入同比下降，归母净利润有所提升。2023H1，公司实现营业收入7.07亿元(-23.68%)，营业收入下降主要原因在于公司调整发展战略导向，主动控制业务规模，严格筛选优质项目。同期内，公司归母净利润为1.71亿元(+12.60%)，归母净利润同比实现增长的原因在于公司项目毛利率提升。

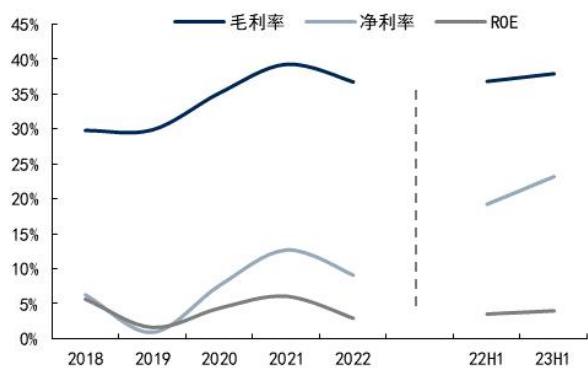
图3：蒙草生态营业收入及增长率情况（亿元）


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

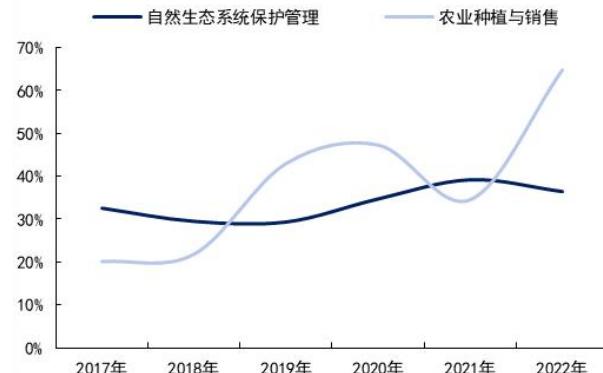
图4：蒙草生态归母净利润及增长率情况（亿元）


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司盈利能力提升。自2018年以来，公司及时调整发展战略，主动控制业务规模，严格筛选优质项目，并通过提升管理水平，控制成本费用开支，努力消化前期大规模施工产生的经营性负债，同时公司前期建设的PPP项目已基本全部进入付费期，公司盈利逐步趋于稳健，盈利能力逐步提升。2023H1，公司毛利率、净利率、ROE分别为37.95%、23.10%、3.98%，分别同比增加1.10、3.93、0.44pct。分不同业务来看，2017年以来，公司生态修复业务毛利率整体较为稳定，而公司草种及乡土植物销售业务毛利率则实现显著提升，由2017年的20.03%升至2022年的64.71%，增加44.68pct。

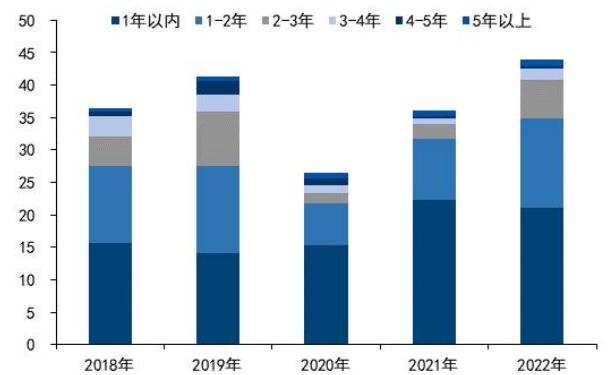
图5：蒙草生态毛利率、净利率、ROE 情况


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

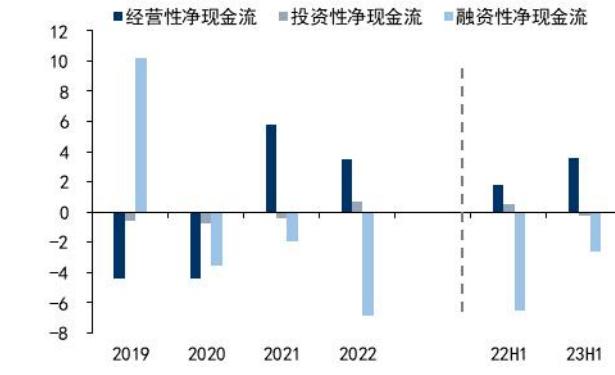
图6：蒙草生态主要业务毛利率情况


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司应收账款账期多处于2年以内，经营性净现金流显著改善。2022年，公司应收账款为43.84亿元，其中账期在2年以内的应收账款金额为34.80亿元，占公司应收账款的比例为79.37%，公司应收账款账期较为合理。近年来，公司严控项目规模，同时前期建设的PPP项目已基本全部进入付费期，公司经营性现金流水平实现显著改善，2023H1，公司经营性净现金流为3.57亿元，同比大幅增加102.70%。2023年7月24日，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，为解决地方债务实施的特殊再融资债券或在下半年重启发行，额度约1.5万亿。随着下半年政策推进和实施，公司将受益于地方政府债务化解政策，预计公司现金流情况将迎来进一步改善。

图7：蒙草生态应收账款情况（亿元）


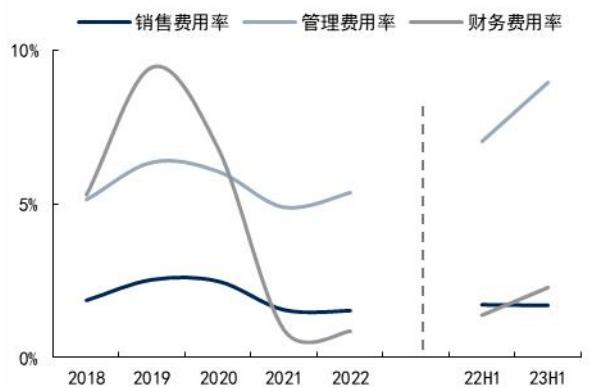
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：蒙草生态现金流情况（亿元）


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

费用率水平有所提升，资产负债率水平下降。2023H1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.69%、8.95%、2.29%，管理费用率、财务费用率分别同比增加1.91、0.90pct，销售费用率则微降0.02pct，公司整体费用率水平有所提升。资产负债率方面，随着公司近年来持续加强负债管理以及严控项目规模，资产负债率水平呈现下降趋势，2023H1，公司资产负债率为62.85%，较2022年下降1.38pct。预计未来随着公司可转债成功发行，公司资产负债率有望进一步降低，财务更加稳健。

图9：蒙草生态三项费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：蒙草生态资产负债率情况



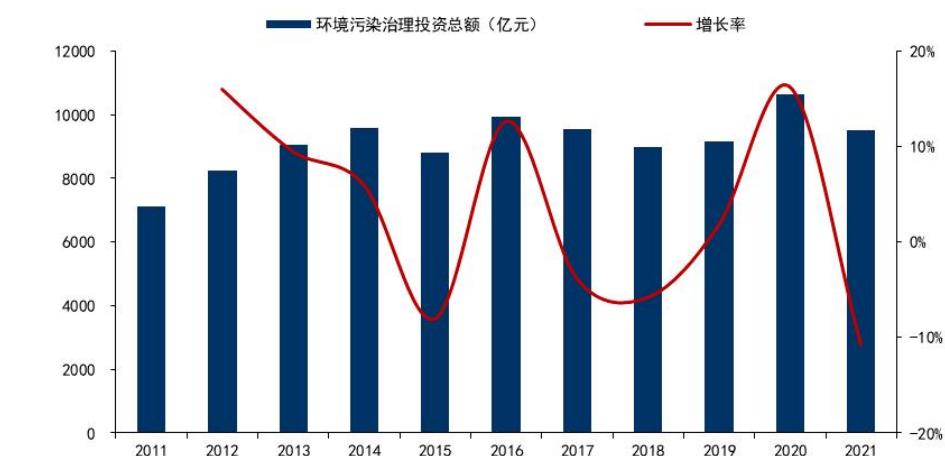
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

生态修复市场广阔，公司技术、运营优势突出

生态修复行业市场空间广阔，政策驱动行业持续发展

环境污染治理投资总额维持高位。随着我国经济向高质量发展转变，生态文明建设成为国家发展重要主题。党的二十大报告指出“必须牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，站在人与自然和谐共生的高度谋划发展。”受益于国家对生态环境治理工作的高度重视，生态环境治理行业发展空间广阔。根据国家统计局数据，2021年国内环境污染治理投资总额达9492亿元，预计未来随着国家生态环境治理相关政策逐步落地，环境污染治理投资总额有望维持较高水平。

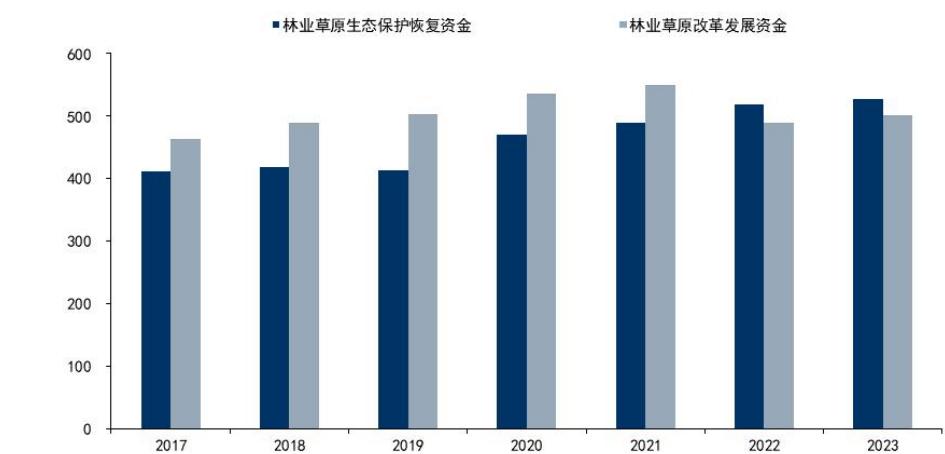
图11：2011-2021年国内环境污染治理投资总额情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

国家财政用于林业草原生态保护修复和发展的资金预算超千亿元。国家财政部数据显示，2023年中央对地方转移支付预算中林业草原生态保护恢复资金预算为527.54亿元(+1.61%)，林业草原改革发展资金预算为500.90亿元(+2.36%)，两项资金预算合计达1028.44亿元，这表明草原林业生态修复市场空间广阔。

图12：中央对地方转移支付中林业草原两项资金预算情况（亿元）



资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

草原生态系统持续改善，未来有望进一步提升。随着国家政策持续推动生态环境修复治理，草原生态系统修复治理取得积极进展，2011-2018年全国草原植被综合盖度从51%提高到55.7%。预计未来随着国家政策持续推动草原生态环境治理修复，全国草原植被覆盖度有望进一步增加。

国家政策持续推动生态修复治理，驱动行业需求释放。近年来，国家陆续出台生态环境治理、林业草原保护、草原修复相关政策，实施重要生态系统保护和修复重大工程，推动林业草原保护修复水平进一步提升。

重要生态系统保护和修复重大工程推进，促进生态屏障建设。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出，加快推进青藏高原生态屏障区、黄河重点生态区、长江重点生态区和东北森林带、北方防沙带、南方丘陵山地带、海岸带等生态屏障建设。科学推进水土流失和荒漠化、石漠化综合治理，开展大规模国土绿化行动。“十四五”期间，青藏高原生态屏障区新增沙化土地治理1500万亩、退化草原治理4800万亩，黄河重点生态区（含黄土高原生态屏障）保护修复林草植被1200万亩、新增沙化土地治理1200万亩，东北森林带新增退化草原治理450万亩，北方防沙带新增沙化土地治理7000万亩左右、退化草原治理4050万亩。

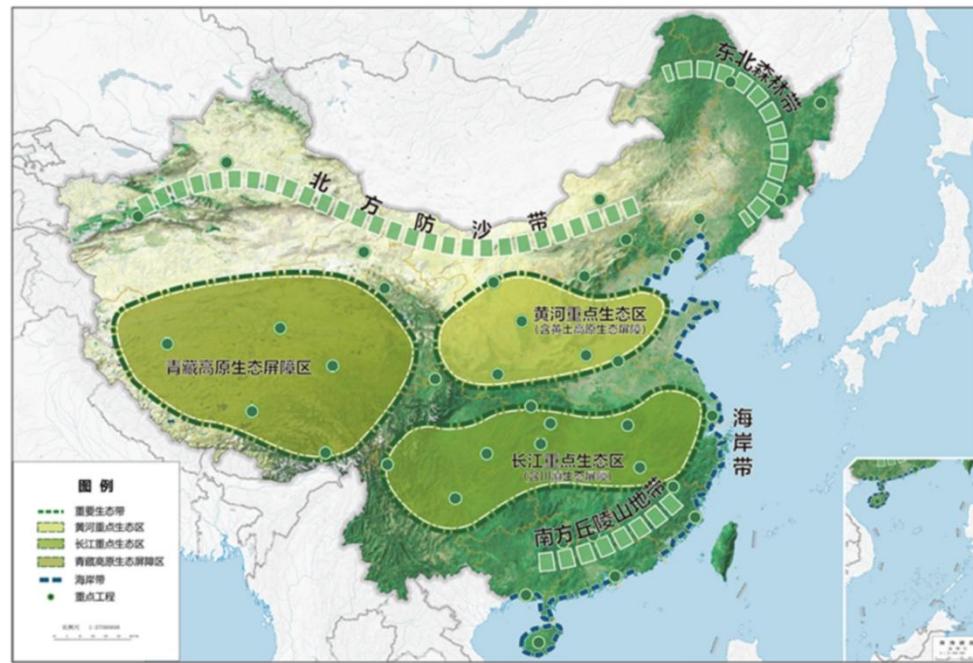
国家领导重视“三北”工程建设，推动将内蒙古建设成为我国北方重要生态安全屏障。2023年6月6日，国家领导到内蒙古巴彦淖尔市考察，主持召开加强荒漠化综合防治和推进“三北”等重点生态工程建设座谈会。并指出实施“三北”工程是国家重大战略，力争用10年左右时间，把“三北”工程建设功能完备、牢不可破的北疆绿色长城、生态安全屏障。强调要健全“三北”工程资金支持和政策支撑体系，建立稳定持续的投入机制。

表1：近年来推动生态修复治理的政策梳理

时间	政策文件	颁发部门	主要内容
2020年6月	《全国重要生态系统保护和修复重大工程总体方案（2021-2035年）》	国家发改委、国家自然资源部	到2035年，通过大力实施重要生态系统保护和修复重大工程，全面加强生态保护和修复工作，全国森林、草原、荒漠、河湖、湿地、海洋等自然生态系统状况实现根本好转，生态系统质量明显改善。草原综合植被盖度达到60%。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	全国人大	实施重要生态系统保护和修复重大工程，加快推进青藏高原生态屏障区、黄河重点生态区、长江重点生态区和东北森林带、北方防沙带、南方丘陵山地带、海岸带等生态屏障建设。加强长江、黄河等大江大河和重要湖泊湿地生态保护治理，加强重要生态廊道建设和保护。
2021年3月	《关于加强草原保护修复的若干意见》	国务院	到2025年，草原保护修复制度体系基本建立，草畜矛盾明显缓解，草原退化趋势得到根本遏制，草原综合植被盖度稳定在57%左右，草原生态状况持续改善。到2035年，草原保护修复制度体系更加完善，基本实现草畜平衡，退化草原得到有效治理和修复，草原综合植被盖度稳定在60%左右，草原生态功能和生产功能显著提升。
2021年7月	《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》	国家林业和草原局、国家发改委	到2025年，森林覆盖率达24.1%，森林蓄积量达180亿立方米，草原综合植被盖度达57%，湿地保护率达55%，以国家公园为主体的自然保护地面积占陆域国土面积比例超18%，沙化土地治理面积1亿亩。
2021年12月	《生态保护和修复支撑体系建设重大工程建设规划（2021-2035年）》	国家发改委等九部门	到2025年，重要领域、重点区域生态保护和修复科技创新取得明显进展，服务于生态保护和修复的基础研究和技术创新平台进一步完善，科技保障服务能力明显增强；气象服务生态保护和修复能力逐步增强，生态保护和修复支撑体系基本满足全国生态保护和修复重大工程建设需求。
2022年12月	《全国防沙治沙规划（2021-2030年）》	国家林业和草原局、国家发改委等七部门	到2025年，完成沙化土地治理任务679.52万公顷（1.02亿亩），沙化土地封禁保护面积200.00万公顷（3000万亩）。沙区林草植被持续增加，沙化土地面积持续减少，沙化程度持续减轻，生态系统质量持续改善，四大沙地、沙漠绿洲、青藏高原、黄河流域、京津冀周边等重点区域生态状况明显改善，北方生态安全屏障更加牢固。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

图13: 重要生态系统保护和修复重大工程布局示意图



资料来源:《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》,国信证券经济研究所整理

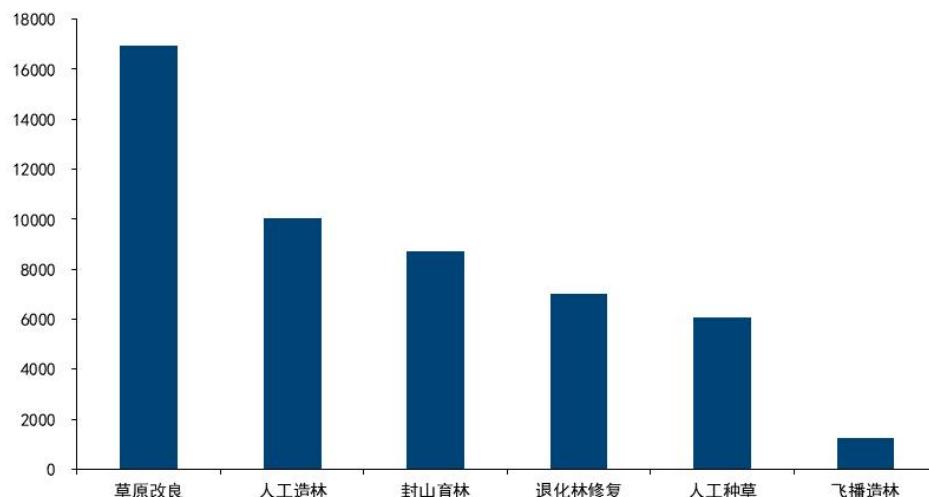
表2: “十四五”时期林草保护发展主要指标

序号	指标	2020	2025	属性
1	森林覆盖率(%)	-	24.1	约束性
2	森林蓄积量(亿立方米)	-	180	约束性
3	乔木林单位面积蓄积量(立方米/公顷)	96.17	99.52	预期性
4	草原综合植被盖度(%)	56.1	57	预期性
5	湿地保护率(%)	52	55	预期性
6	国家公园等自然保护地面积占比(%)	-	>18	预期性
7	治理沙化土地面积(亿亩)	-	1	预期性
8	国家重点保护野生动植物种数保护率(%)	73/66	75/80	预期性
9	森林/草原火灾受害率(‰)	≤0.9/≤3	≤0.9/≤2	预期性
10	林业/草原有害生物成灾率(‰)	≤8.5/≤10.3	≤8.2/≤9.5	预期性
11	林草产业总产值(万亿元)	8.17	9	预期性
12	森林生态系统服务价值(万亿元)	15.88	18	预期性

资料来源:《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》,国信证券经济研究所整理 注:治理沙化土地面积是指五年累计值

国土绿化行动逐步落地,草原修复治理规模较大。国家政策持续推动国土绿化,草原、林业培育、修复是重点方向,根据《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》,“十四五”期间,草原改良任务量为16930万亩,人工种草任务量为6070万亩,草原治理修复的任务量合计达23000万亩,在总的国土绿化任务量中占比为46%,是国土绿化治理的主要任务之一。

图14：“十四五”国土绿化任务量（万亩）

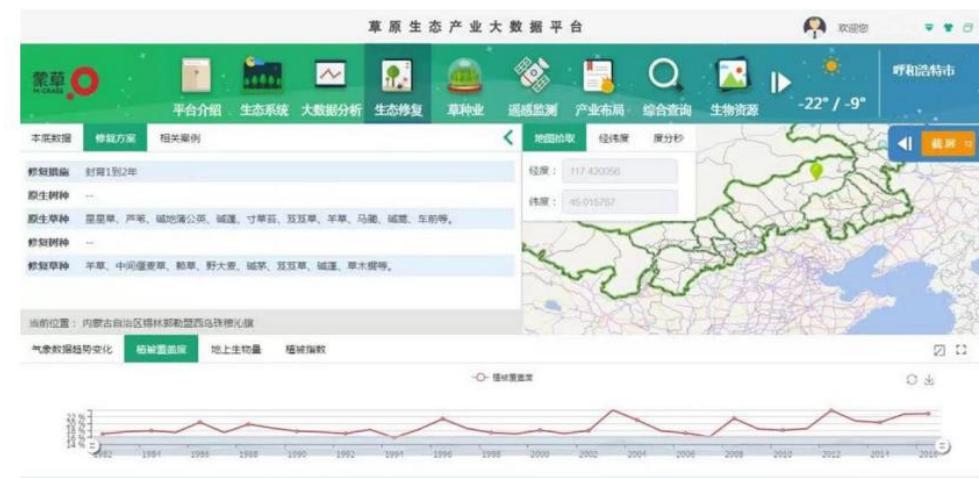


资料来源：《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》，国信证券经济研究所整理

公司“特色种业+大数据平台”打造技术优势，生态修复项目建设运营经验丰富

公司是内蒙古和西北地区唯一的生态修复类上市公司，多年来扎根在内蒙古、青海等北方干旱半干旱地区生态一线，研究、驯化乡土植物，专注草业、生态技术工程领域的科研创新，可提供生态修复精准的综合解决方案。公司自成立以来，累计修复国土面积近3000万亩。

公司依托“特色种业+大数据平台”的核心技术，承接大规模、复杂生态修复项目优势突出。在过往生态修复项目实施过程中，公司生态大数据平台整合了项目地近三十年以来的“水、土、气、植物、动物、微生物”等生态关键因素指标数据，节约时间、人力成本，精准快速分析修复地各项生态数据指标。结合实际调研论证，生态大数据平台可精准确定植物适宜性、混播比例、种植方案。公司的种质资源库和育种技术，可为大规模生态修复提供大量适应性强、生长快，以及耐干旱、耐盐碱、耐风蚀等高要求的乡土植物种质。此外，针对规模化生态修复工程的需求，公司长袖完善推广创新型新产品“生态种子包”系列产品，“生态种子包”以生态产业大数据平台为依托，根据不同地区、不同立地条件，模拟“天然植物群落”进行种子配比、种子包衣丸化、搭配有机肥、微量元素和菌肥等进行组合，有针对性的修复不同类型退化草原、矿山、废弃地，提升生态系统稳定性和生物多样性。公司“先数据、再科研、后修复”的模式和“特色种业+大数据平台”的核心技术可为客户提供精细化、模块化、体系化的生态修复方案，有效满足客户生态修复的实际需要。

图15：公司草原生态产业大数据平台


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16：公司“生态种子包”系列产品图示


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司生态修复项目建设、运营经验丰富，有助于公司承接优质项目。公司通过将生态修复与特色种业、草原碳汇融合发展，根据不同生态修复区域的地理位置、土壤类型、乡土植物、气候等自然条件，制定精准的生态修复和环境治理方案，在生态修复效率和效果上具备较强的竞争优势。公司生态修复项目建设、运营经验丰富，在大规模草原荒漠生态恢复、矿山废弃地治理、沿黄流域生态保护、生物多样性恢复、海绵城市及生态绿地建植上逐步积累了大量项目经验，代表性项目有呼和浩特敕勒川草原、阿拉善贺兰草原、乌拉盖草原的修复项目以及扎赉诺尔矿山修复项目。

图17: 公司敕勒川草原修复项目前后对比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

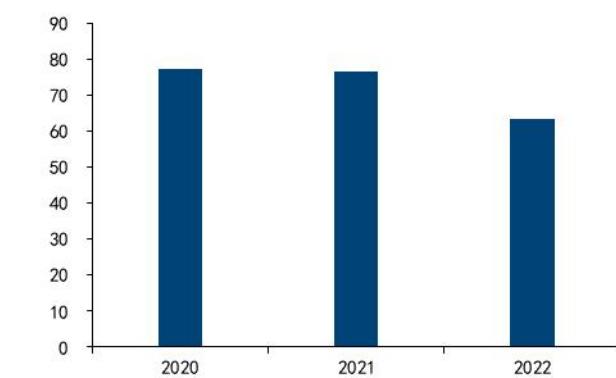
公司生态修复业务收入趋稳，项目订单有望逐步落地。由于公司严控生态修复项目规模，使得生态修复业务收入呈下降趋势，但目前公司严格筛选优质项目推进，以及前期建设的 PPP 项目逐步进入运营期，公司生态修复业务收入有望逐步趋稳。截至 2022 年，公司已签订合同、但尚未履行/尚未履行完毕的履约义务所对应收入为 63.35 亿元，未来项目逐步落地将驱动公司生态修复业务收入实现增长。

图18: 蒙草生态生态修复业务收入变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 蒙草生态已签订合同、但尚未履行/尚未履行完毕的履约义务所对应收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

可转债募资用于生态修复类项目，促进生态修复业务发展。公司拟发行可转债募集资金 8.37 亿元，其中 3.34 亿元将用于 6 个生态修复类项目，预计可转债发行完成后，公司资金实力增强，将加快推动生态修复类项目落地，促进公司业绩实现增长。

表3：公司拟发行的可转债中募投生态修复类项目情况（万元）

序号	募投项目	投资总额	拟投入募集资金金额
	生态修复类项目	39708.65	33436.00
1	呼和浩特经济技术开发区经济技术产业园区道路提升改造工程一标段(环境综合提升改造工程 EPC 总承包)	15544.73	13112.00
2	呼和浩特市玉泉区大黑河生态修复治理工程设计与施工(EPC)	10528.41	7118.00
3	呼和浩特市敕勒川乳业开发区伊利公园景观绿化提升改造工程 EPC 总承包	6002.69	5897.00
4	和林格尔县乳业开发区道路两侧绿化改造提升工程(设计施工一体化)标段	2889.82	2626.00
5	呼和浩特大黑河生态文旅综合体一期项目设计施工总承(EPC)	2604.12	2597.00
6	2023 年赛罕区口袋公园、绿道景观建设项目 EPC 总承包	2138.89	2086.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

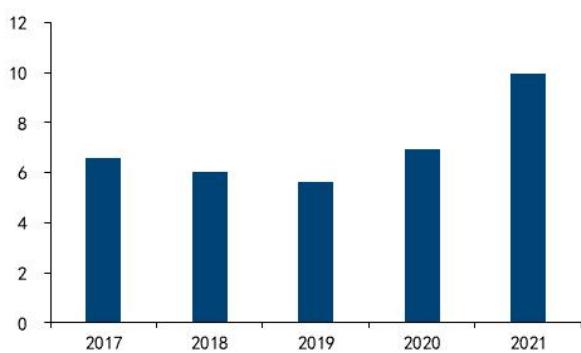
草种国产替代推进，公司打造优质种质资源库

草种进口依赖度高，国产替代正当时

草（种）业是生态修复、发展现代畜牧业的核心和前提，牧草（种）业更关系到粮食安全。我国草种业水平较为落后，已成为制约生态建设、畜牧业、农业发展的重要瓶颈。因而，加快国内草种业发展对于促进生态修复、维护粮食安全具有重要意义。

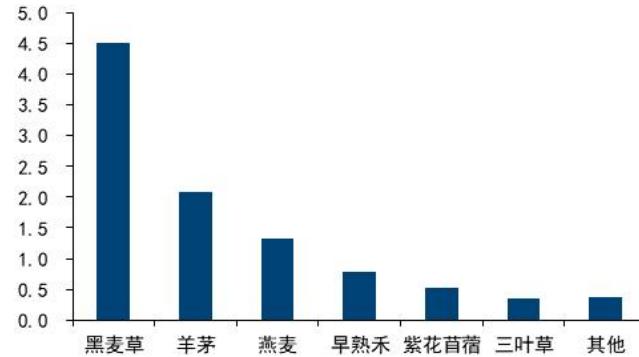
国内优质草种缺乏，进口依赖度较高。2021年，我国草种进口量为9.96万吨，而国产草种为3.48万吨，反映出国内草种进口依赖度较高。《2023年全国草种供需分析报告》预计2023年全国草种需求总量为16-20万吨，草种进口量将维持在10万吨左右。从进口草种的品种来看，国内进口的草种主要为黑麦草、羊茅、燕麦、早熟禾、紫花苜蓿等品类，2021年进口量分别为4.51、2.09、1.32、0.79、0.52万吨。

图20：2017-2021年我国草种进口情况（万吨）



资料来源：国家林业和草原局，国信证券经济研究所整理

图21：2021年我国进口草种品类情况（万吨）



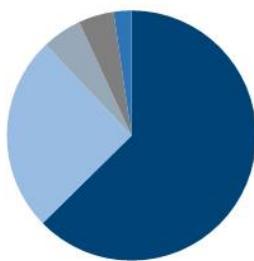
资料来源：国家林业和草原局，国信证券经济研究所整理

国内草种需求量呈上升趋势，国产草种供不应求状态或将长期存在。根据《2023年全国草种供需分析报告》，预计2023年我国各类草种总需求量为16-20万吨，其中生态修复用草种6-7万吨，草坪草约4-5万吨，饲草约6-8万吨。随着“十四五”国家草产业发展规划及配套政策的落地实施，预计2023年国内草种生产总量将在4万吨左右，缺口高达12-16万吨。

国家将草种种源安全提升到国家战略高度，出台政策推动草种产业发展。2019年中央一号文件明确提出“加快选育和推广优质草种”；2020年，中央经济工作会议将“解决好种子和耕地问题”作为8项重点任务之一。2021年中央全面深化改革委员会第二十次会议审议通过的《种业振兴行动方案》强调，保障种源自主可控比过去任何时候都更加紧迫；必须把种源安全提升到关系国家安全的战略高度，实现种业科技自立自强、种源自主可控。2022年国务院发布的《“十四五”推进农业农村现代化规划》要求“加快实施农业生物育种重大科技项目，有序推进生物育种产业化应用”。

图22: 2021年国内草种生产地区分布情况

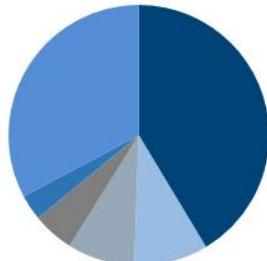
■甘肃 ■青海 ■新疆 ■其他 ■内蒙古



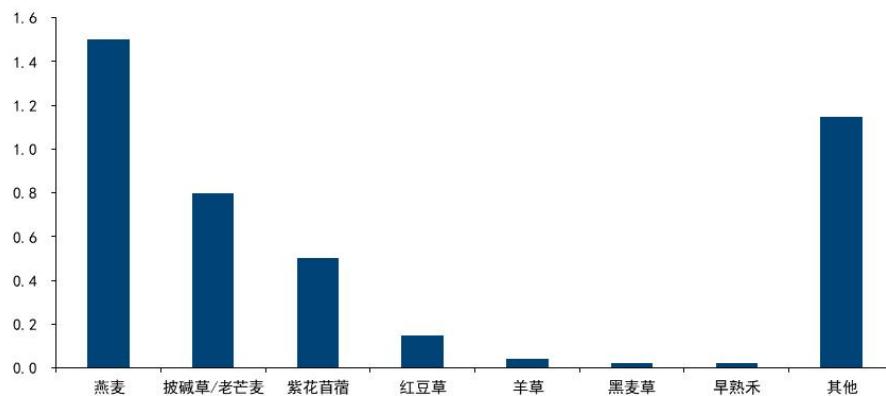
资料来源：国家林业和草原局，国信证券经济研究所整理

图23: 2021年国内草种生产类别情况

■燕麦 ■小黑麦 ■紫花苜蓿 ■红头草 ■羊茅 ■生态草



资料来源：国家林业和草原局，国信证券经济研究所整理

图24: 2023年全国草种产量预测（万吨）


资料来源：国家林业和草原局，国信证券经济研究所整理

表4: 近年来推动草（种）业发展的政策梳理

时间	政策文件/会议	颁发部门	主要内容
2020 年	中央工作经济会议	-	一是加强种质资源保护和利用，加强种子库建设；二是尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用；三是开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打一场种业翻身仗。
2021 年 3 月	《关于加强草原保护修复的若干意见》	国务院	明确提出大力发展战略性种业，支持优质储备饲草基地建设，促进草原生态修复与草原畜牧业高质量发展有机融合。会议审议通过《种业振兴行动方案》。强调保障种源自主可控比过去任何时候都更加紧迫：必须把种源安全提升到关系国家安全的战略高度，实现种业科技自立自强、种源自主可控。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。
2021 年 7 月	中央全面深化改革委员会第二十次会议	-	到 2025 年，全国优质饲草产量达到 9800 万吨牛羊饲草需求保障率达 80%以上，饲草种子总体自给率达 70%以上，饲料（草）生产与加工机械化率达 65%以上。
2022 年 2 月	《“十四五”全国饲草产业发展规划》	农业农村部	

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

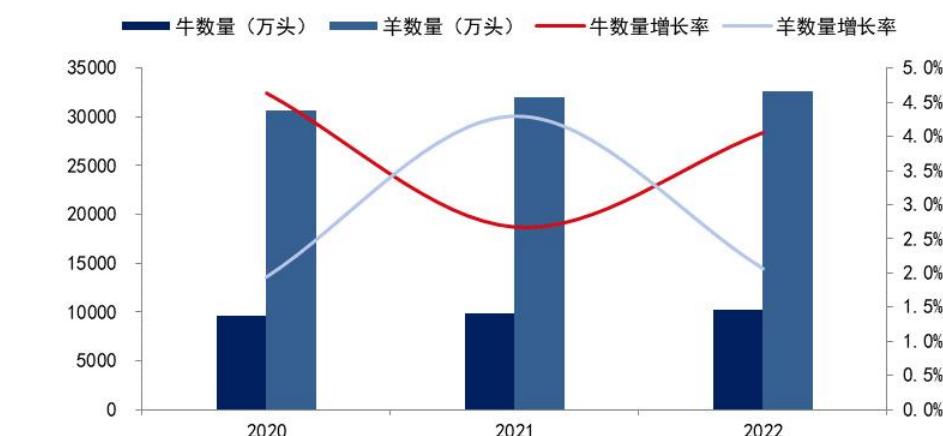
国家持续加大退化草原修复力度，对特性优良的乡土草种需求将持续增加。2021年3月，国务院办公厅印发《关于加强草原保护修复的若干意见》提出，到2035

年，草原保护修复制度体系更加完善，基本实现草畜平衡，退化草原得到有效治理和修复，草原综合植被盖度稳定在 60%左右；2021 年 7 月，国家林业和草原局、国家发改委联合发布的《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》提出，我国将每年实施 4600 万亩左右的草原保护与种草改良生态修复；2022 年 9 月，全国绿化委员会印发的《全国国土绿化规划纲要（2022-2030 年）》也明确指出“十四五”期间的主要目标是城市建成区绿化覆盖率达到 43%，村庄绿化覆盖率达到 32%，规划完成造林种草等国土绿化 5 亿亩。随着国家政策推动草原修复，预计国内生态用草需求将进一步增加，促进优质乡土草种需求释放，同时加快我国草产业发展。

中国粮食进口量较大，饲草产业发展有助于保障粮食安全。中国是全球最大的大豆、苜蓿进口国，大豆对外依赖度高达 80%以上，苜蓿自给率仅为 64%。根据海关数据，2022 年我国进口干草累计 194.00 万吨，同比下降 2.6%，其中，进口苜蓿干草累计 178.77 万吨，同比增长 0.4%。增加优质饲草供应、降低畜牧业对玉米等粮食的消耗和对进口豆粕等的依赖。

国内饲草需求释放，进一步推动草种产业发展。随着我国居民消费升级，食品消费结构发生深刻变化，粮食消费下降，牛羊肉奶食品消费逐年增加，进而带动我国草饲类动物养殖规模持续扩大。根据国家统计局数据显示，2020 年-2022 年我国牛羊饲养量持续增长，优质饲草需求预计未来会保持持续上升趋势。同时，为保障粮食安全，近年来畜牧业大力推进饲料粮减量替代行动，增加优质饲草供应，降低饲料对玉米、豆粕的消耗。农业农村部 2023 年印发的《饲用豆粕减量替代三年行动方案》提出，到 2025 年，全国优质饲草产量达到 9800 万吨，优质饲草缺口明显缩小；奶牛养殖饲草料结构中优质饲草占比达 65%以上，肉牛达 25%以上。优质饲草需求提升会进一步带动未来我国饲草类草种的需求，预计 2023 年全国饲草草种需求量为 6-8 万吨。

图 25：2020-2022 年国内牛羊饲养数量



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

公司研发投入持续增加，打造优质种质资源库

内蒙古地处北部边疆，横跨三北，林草种质资源丰富。内蒙古自治区政府高度重视内蒙古种质资源保护工作，《内蒙古自治区农牧业种质资源保护与利用中长期发展规划 2022-2030 年》提出，截至 2025 年，收集保存饲草种质资源 1000 份以上，总量达到 2.5 万份，完成 500 份种质资源重要性状的鉴定评价；到 2030 年，

饲草种质资源达到 3 万份；完成种质资源重要性状的鉴定评价 2 万份，完成基因型精准鉴定和关联分析 1 万份以上，创制优异新种质 200 份以上，共享利用 5000 份以上。内蒙古丰富的种质资源以及地方政府重视种质资源利用保护，为公司草种业发展提供有利条件。

公司作为扎根于西北地区生态修复的企业，自 2011 年起即着手建立种质资源库（小草诺亚方舟），目前已入库保存乡土植物种质资源 2200 余种，涵盖生态修复、饲草、中草药等，共 6 万份，植物标本 15 万份，土壤样本 150 万份。2022 年，该库获批成为国家林草种质资源库内蒙古分库。

种质资源库是公司“先数据、再科研、后修复”的生态修复模式的基础。西北干旱、半干旱地区自然条件严苛，为保证生态修复的效果，关键是坚持“适地种植”原则，大规模的生态修复和植被建设必须运用耐瘠薄、耐盐碱、节水、抗旱、抗风等抗逆性优良的乡土植物。公司二十余年来坚持搜集保存乡土植物，建立了完备的乡土植物种质资源库，不断选育抗逆性优良品种用于生态修复，显著提高了植被成活率与生态修复效果。公司依托种质资源库构建的“特色种业+大数据平台”成为公司生态修复业务的核心竞争力来源。

图 26：蒙草生态种质资源库（小草诺亚方舟）图示



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：我国主要种质资源库情况

种质类型	种质库名称	保存种质情况	成立者	成立者类别
野生植物种质	农作物种质 无特定偏向 草种全国范围 草种西北地区	国家种质资源库 中国西南野生生物 种质资源库 国家草种质资源库 小草诺亚方舟 库布齐种质资源库	712 种，47 万份 1.1 万种，8.5 万份 2264 种，4.7 万份 2200 种，6 万份 百余种，数量不详	中国农业科学院 中科院昆明植物 研究所 国家林草局 蒙草生态 亿利集团
				国家
				国家
				国家
				企业

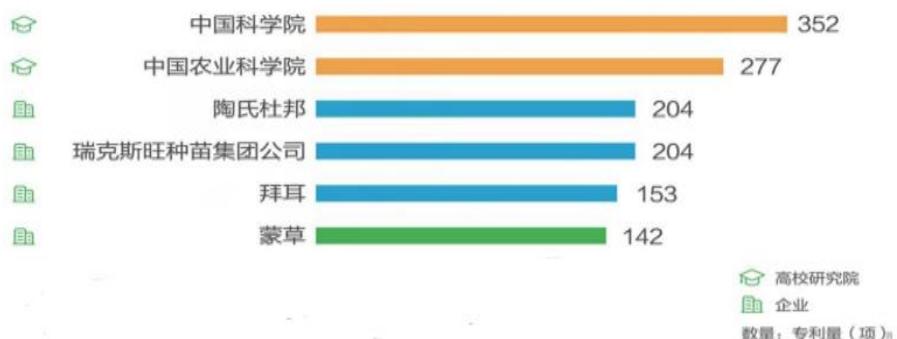
资料来源：国家林草局，国信证券经济研究所整理

公司为全球草种业主要创新主体，为国内草种业发展提供技术支撑。公司持续推进草种技术创新，2022 年，公司凭借 142 项草种业相关专利量，名列全球草种业主要创新主体第 6 名。2022 年，由公司联合中国科学院、中国农业科学院、国家林草局草原研究中心等 10 余家科研院所、高校历经两年筹建的内蒙古自治区草种业技术创新中心正式获批成立，中心以突破关键核心技术，实现重大基础研究成果产业化为核心，构建产学研深度融合的技术创新体系，突破制约草种业发展的关键技术瓶颈，助力草产业高质量发展。

图27: 全球草种业主要创新主体情况

全球草种业主要创新主体

142项草种业相关专利全球草种业主要创新主体第6名

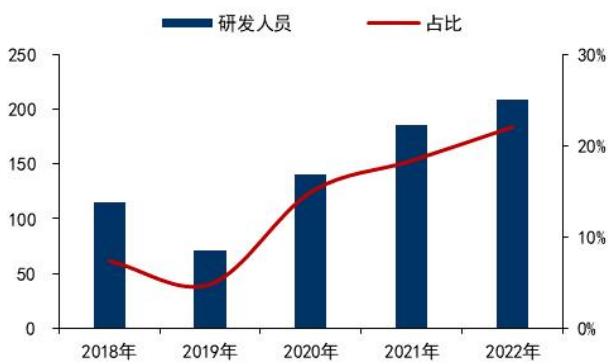


资料来源：国家知识产权专利导航项目报告，国信证券经济研究所整理

公司持续高研发投入，增强“种业科技”竞争力。2022年，公司研发投入1.97亿元，占营业收入的比例为8.87%；截至2022年，公司研发人数为209人，占公司总人数的比例为22.07%。当前，公司研发项目集中于草种培育及产业化、植物种质资源收集保存等方面，未来随着公司持续高强度研发投入，公司草种业相关专利数量将不断增加，增强公司草种业务技术实力。

2023年上半年，公司进一步加大了草（种）业领域的投入，布局多个草种基地建设项目：1) 在鄂温克旗新建十余万亩优质羊草生产示范基地，项目建成后，年产羊草草种1850吨，优质饲草约27000吨；2) 在乌拉特中旗建设优质乡土草种繁育基地，项目建成后，将有效提高乡土草种繁育技术；3) 在陈巴尔虎旗建设乡土草种收集、选育及良繁基地，在乡土草种收集、选育及良繁基地建设，草原、矿山生态修复，智慧畜牧业发展等方面深入合作，打造种源、种植、采收、精深加工一体化产业链，推动草业资源保护与开发利用；4) 在西乌珠穆沁旗拟建饲草种植基地及产业园区，围绕现代畜牧业发展、草产业技术创新、草原生态保护与利用等，建设西乌旗饲草种植基地及产业园区；5) 在乌拉盖管理区建设高品质草种、饲草精深加工基地，建设高品质草种、饲草精深加工基地。

公司通过延伸“草种-生态修复-饲草-畜产品”绿色产业链，优化草牧业布局，提升科技创新对现代生态畜牧业支撑能力。为实现草种自主可控，减少进口依赖，满足下游畜牧业对优质饲草的旺盛需求，公司将充分利用草产业发展机遇，大力推动草种、草产业发展，打造新的利润增长点。

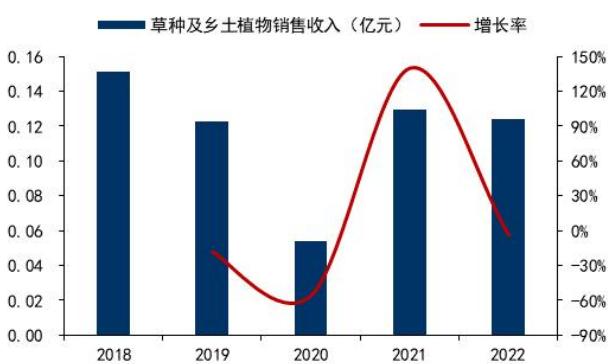
图28: 公司研发人员数量及占比情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

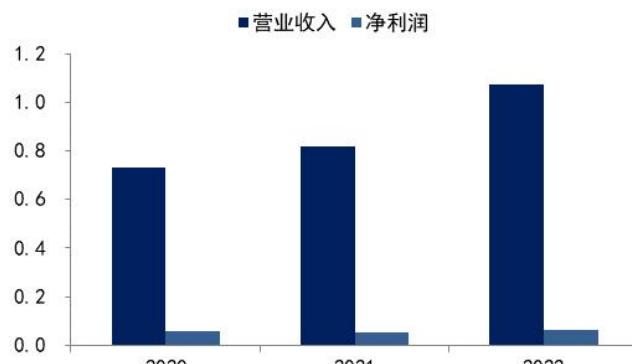
图29: 公司研发投入及占比情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司草种收入显著增长，业务规模有望持续扩张。2022年，公司下属主营草种业的子公司蒙草草种实现营业收入1.07亿元(+30.79%)，实现净利润0.07亿元(+21.83%)，整体呈现快速发展态势。公司持续加大草种产业研发投入，技术实力突出，未来有望充分受益于草种国产替代进程，草种业务有望持续快速增长。

图30: 公司草种及乡土植物销售收入变化情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31: 公司子公司蒙草草种收入及净利润情况 (亿元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

可转债募资用于草(种)业建设项目，增强草(种)业业务实力，助力生态修复业务发展。公司拟发行可转债募集资金8.37亿元，其中2.52亿元将用于种质资源中心建设、优质草种繁育项目、牧草快繁项目以及高品质饲草深加工基地(和林格尔)建设项目4个草(种)业建设项目，预计可转债发行完成后，公司草(种)业建设项目将加快落地，进一步丰富公司种质资源储备，提高种质资源保护水平，同时优质草种繁育基地项目有助于公司加速科研成果转化应用。

表6: 公司拟发行的可转债中募投草(种)业建设项目情况 (万元)

序号	募投项目	投资总额	拟投入募集资金金额
	草(种)业建设项目	30425.44	25158.00
1	种质资源中心建设项目	8160.00	7556.00
2	优质草种繁育基地项目	12288.10	8907.00
3	牧草快繁项目	6363.43	5813.00
4	高品质饲草深加工基地(和林格尔)建设项目	3613.91	2882.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

CCER 有序重启，草原碳汇或迎来发展

CCER 重启渐行渐近。2023 年 6 月 29 日，生态环境部召开 6 月例行新闻发布会，公开表示目前生态环保部正在加快推进自愿减排（CCER）交易市场重启前的各项准备工作，并取得积极进展：第一是明确了自愿减排交易市场的主要制度安排；第二是向全社会公开征集了自愿碳减排项目方法学及建议；第三是基本搭建完成了启动自愿减排交易市场所需的基础设施，包括全国 CCER 注册登记系统和交易系统。9 月 15 日，生态环境部召开部务会议审议并原则通过《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》，CCER 重启进一步推进。

草原固碳具有成本优势，经济性更为突出。草原碳汇功能主要集中在土壤层中，土壤碳库约占草原生态系统碳库总量的 90% 以上。草原固碳更为稳定、成本更低，草原固碳的成本是森林固碳的 44%。根据政府间气候变化专门委员会（IPCC）评估报告数据，天然草地每年固碳 1.3 吨/公顷，等同于减少二氧化碳排放量 6.9 吨，具有较好的固碳效应。

国内草原固碳效应突出。我国草原碳总储量占我国陆地生态系统的 16.7%，我国的草原生态系统碳储量占世界草原生态系统的 8% 左右。自 20 世纪 90 年代以来，国内专家学者利用不同方法对我国草原的生物量碳库和土壤碳密度进行了估算，其中草原植被碳储量在 10.0-33.2 亿吨，草原土壤碳储量在 282-563 亿吨。此外，据估算，目前通过实施种草改良 4600 万亩，落实 38 亿亩草原禁牧和草畜平衡，我国草原每年固碳能力可达 1 亿吨。

国家政策支持推动碳汇发展，健全体制体现碳汇价值。2023 年 4 月，国家自然资源部、国家发改委、财政部、国家林草局联合印发《生态系统碳汇能力巩固提升实施方案》，提出“十四五”期间，基本摸清我国生态系统碳储量本底和增汇潜力，初步建立与国际接轨的生态系统碳汇计量体系，生态系统碳汇能力稳中有升；“十五五”期间，生态系统碳汇调查监测评估与计量核算体系不断完善，山水林田湖草沙一体化保护修复取得重大进展，生态功能重要地区生态系统多样性、稳定性、持续性明显提升，生态系统碳汇技术、标准、市场和政策体系逐步健全健全。此外，《生态系统碳汇能力巩固提升实施方案》明确提出健全生态系统碳汇相关法规政策，建立体现碳汇价值的生态保护补偿机制和推进生态系统碳汇交易，促进生态产品价值实现。

国内已有多个草原碳汇项目完成开发、监测、核准及交易，实现了良好的经济效益，如新疆布尔津县 VCS 草原碳汇项目产生碳汇交易量 67 万吨，实现收益 1976.5 万元，单吨价格为 29.5 元/吨。未来随着 CCER 重启，草原碳汇纳入碳市场交易，将重塑生态修复企业的盈利模式，增厚生态修复企业盈利规模。

表7：国内草原碳汇项目梳理

草原碳汇项目	项目概况
甘肃张掖草原碳汇 VCS 项目	400 万亩草原碳汇 VCS 项目首期减排量预期实现收益 1 亿元。 针对布尔津县 200 万亩退化草原进行碳汇设计开发，开发年限为 2017-2021 年，其中一期项目开发面积 97.5 万亩，二期项目开发面积 102.5 万亩。项目在经过计量监测、第三方核证等一系列流程后，将额外产生的碳汇量转换为可进行价值交易的碳汇产品，并实现一期项目草原碳汇交易，产生的碳汇量为 67 万吨，实现收益 1976.5 万元。据测算，布尔津县 VCS 草原碳汇项目在 40 年项目计入期，将累计产生约 800 万吨碳汇量，静态总收益约 2.8 亿元。
新疆布尔津县 VCS 草原碳汇项目	阿里草原碳汇可持续化管理项目实施面积约 560 万亩，预计首期碳汇量超过 150 万吨，产生碳汇收益约 4000 万元。那曲草原碳汇试点项目实施面积 430 万亩，预期项目年均碳汇量 37 万吨，首批可签发碳汇量约 100 万吨，预计可产生碳汇收益约 2600 万元。2023 年 7 月，西藏阿里林草碳汇首单交易碳汇量 5 万吨，交易金额 130 万元。
内蒙古科尔沁右翼前旗、扎赉特项目	涉及约 64 万亩草原，首批交易金额 90 万元，实现了内蒙古全区首单草原

特旗草原碳汇项目 碳汇期货式交易。

资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

公司积极推动草原碳汇标准制定，助力草原碳汇开发利用。当前，公司正在推进国际标准《退化草原生态修复和碳汇功能评估技术导则》制定，同时公司已牵头制定《草地固碳增汇减排标准体系》共15项草原碳汇标准，这些标准是草原碳汇开发、计量、监测的依据，是草原碳汇交易的基础。

公司稳步开展碳汇项目开发，未来有望受益于草原碳汇发展。公司立足于内蒙古自治区丰富的草原资源，积极开发、储备碳汇开发项目，目前公司已分别与多个地方政府签订了林业、草原碳汇开发协议，并为多个地方政府提供碳汇开发服务。公司拥有资深的林草专家及实践经验丰富的技术团队和碳资产管理行业的优秀合作伙伴，依托公司在生态修复领域的业务积累，以科研为基础致力于低碳零碳项目规划、建设，高固碳植物的选育和应用推广，碳汇开发，碳汇培训等相关工作，在开拓森林、草原固碳服务的基础上深度挖掘林草碳资产的商业属性及经济价值。

公司开发多个碳汇大型项目，其中部分地区碳汇开发项目已落地实施。公司子公司内蒙古蒙草生态碳汇科技有限公司与和林格尔县签署了碳汇项目开发协议，对和林格尔全县林草资源进行评估、申报及后续经营管理，并在全县碳中和行动方案的编制及碳资产管理平台建设等方面开展深入合作，探索生态产品价值实现路径。未来，公司将充分利用区域优势、先发优势，加快草原碳汇项目的开发、储备，抓住草原碳汇的行业发展机遇，打造成为草原碳汇领跑企业。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

生态系统保护管理业务：公司发行可转债后将加快生态修复项目落地，同时国家政策推动草原修复治理，公司生态系统保护管理业务有望持续稳健发展。根据公司生态修复在手订单情况，以及项目订单落地节奏，假设2023-2025年公司生态保护管理业务收入增长率分别为-5%/0%/20%；毛利率则参考过往毛利率水平假设为36%。

种业及牧草业务：公司持续加大种业研发投入，且公司可转债发行完成后公司种业培育、牧草、饲草种植业务有望加快推进。假设2023-2025年公司种业产量分别为300/300/500吨，单吨销售价格均为5万元/吨，牧草业务2024-2025年销量分别为15/35万吨，单吨销售价格均为3000元/吨。基于上述假设测算，种业及牧草业务的营业收入增长率分别为21%/3000%/131%；毛利率参考过往毛利率水平假设为50%。

其他业务：假设公司2023-2025年其他业务收入与2022年基本持平，毛利率参考过往毛利率水平假设为36%。

随着内蒙古政府特殊再融资债券逐步落地，预计公司今年应收账款回收额将显著增加，公司财务报表上应收账款金额大幅减少，之前年度公司会计核算中计提的应收账款的坏账冲回，从而公司净利润实现显著增长。

表8：蒙草生态业务拆分（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
生态系统保护管理业务					
收入	2839	2192	2083	2083	2499
增速	14%	-23%	-5%	0%	20%
毛利	1112	799	759	759	911
增速	28%	-28%	-5%	0%	20%
毛利率	39%	36%	36%	36%	36%
种业业务					
收入	13	12	15	465	1075
增速	140%	-4%	21%	3000%	131%
毛利	4	8	8	233	538
增速	75%	80%	-7%	3000%	131%
毛利率	34%	65%	50%	50%	50%
其他业务					
收入	60	18	18	18	18
增速	28%	-70%	0%	0%	0%
毛利	28	10	10	10	10
增速	11%	-65%	0%	0%	0%
毛利率	38%	36%	36%	36%	36%
合计					
总营收	2911	2222	2115	2565	3592
增速	15%	-24%	-5%	21%	40%
毛利	1145	817	777	1002	1405
增速	28%	-29%	-5%	29%	40%
毛利率	16%	37%	37%	39%	39%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计 2023–2025 年公司营业收入分别为 21.15/25.65/35.92 亿元，同比 -4.8%/+21.3%/+40.0%，毛利率 36.7%/39.1%/39.1%，毛利 7.77/10.02/14.05 亿元，同比 -5.0%/+29.0%/+40.2%。

未来 3 年业绩预测

表9：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2222	2115	2565	3592
营业成本	1405	1339	1564	2187
销售费用	34	32	39	54
管理费用	358	344	413	513
财务费用	19	-4	1	10
营业利润	245	541	776	1034
利润总额	241	537	773	1030
归属于母公司净利润	185	402	579	772
EPS	0.12	0.25	0.36	0.48
ROE	3.70%	7.62%	10.18%	12.39%

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 21.15/25.65/35.92 亿元，归属母公司净利润分别为 4.02/5.79/7.72 亿元，归母净利润年增速分别为 117.6%/43.9%/33.3%。每股收益 2023–2025 年分别为 0.25/0.36/0.52 元。

盈利预测的敏感性分析

我们的预测模型中，2024 年公司生态系统保护管理业务收入增速为 0%，毛利率为 36%。现将公司 2024 年的 EPS 与生态系统保护管理业务的收入增速与毛利率做敏感性分析，生态系统保护管理业务增长率在原始值 0% 的基础上上浮 5%，就会使 EPS 将较原始值提升 3%。毛利率在原始值的基础上提高 3pct，会使 EPS 较原始值提升 5%。

表10：EPS 随生态系统保护管理业务收入增速和毛利率变化的敏感性分析（元）

EPS	收入增速变化				
	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%
毛利率变化	30.0%	0.27	0.28	0.28	0.29
	33.0%	0.30	0.31	0.32	0.33
	36.0%	0.33	0.34	0.36	0.37
	39.0%	0.36	0.37	0.38	0.40
	42.0%	0.39	0.40	0.42	0.43

资料来源：国信证券经济研究所分析

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：5.50–6.51 元

输入条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定目标权益资本比为 50%，2 年期的日度数据计算贝塔系数为 1.10，无风险利率根据 10 年期国债到期收益率设定为 3.0%，风险溢价为 7.0%，债务资本成本为 4.5%，计算得出 WACC 值为 7.05%。

FCFF 估值结果：在永续增长率为 1% 的假设条件下，测算蒙草生态对应每股权益价值为 5.50–6.51 元，较当前股价有 34%–59% 的溢价。

表11：公司盈利预测假设条件（%）

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	-4.8%	21.3%	40.0%	18.4%	11.4%	11.4%	8.0%	8.2%	8.4%	8.6%
毛利率	36.7%	39.1%	39.1%	37.6%	37.6%	37.6%	37.7%	37.8%	37.8%	37.9%
管理费用/营业收入	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
销售费用/销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业税及附加/营业收入	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%
所得税税率	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
股利分配比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.7	T	18.0%
无风险利率	3.0%	Ka	7.6%
股票风险溢价	7.0%	有杠杆 Beta	1.1
公司股价（元）	4.10	Ke	10.4%
发行在外股数（百万）	1604	E/(D+E)	50.0%
股票市值(E, 百万元)	6577	D/(D+E)	50.0%
债务总额(D, 百万元)	6297	WACC	7.05%
Kd	4.5%	永续增长率(10年后)	1.0%

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

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 13 是绝对估值敏感性分析。

表13：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				
		6.6%	6.8%	7.05%	7.2%	7.4%
永续增长率变化	1.4%	7.13	6.74	6.38	6.05	5.73
	1.2%	6.88	6.51	6.17	5.85	5.56
	1.0%	6.65	6.30	5.97	5.67	5.39
	0.8%	6.43	6.10	5.79	5.50	5.23
	0.6%	6.23	5.91	5.62	5.34	5.09

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：5.35-6.07 元

公司主要盈利来自于生态修复业务，同时草种及牧草业务快速发展有望为公司带来增量业绩。对公司采用分部估值法进行估值，选取从事生态修复业务的建工修复、绿茵生态、高能环境作为公司生态修复业务的可比公司，生态修复业务可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 16.48/14.28/12.10 倍；选择从事种业研发、生产及销售业务的隆平高科、登海种业作为公司种业及牧草业务的可比公司，种业及牧草业务可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 59.56/35.89/27.62 倍。预计 2024 年公司生态修复业务及其他带来的盈利为 4.49 亿元，给予 11-13 倍 PE，对应权益市值为 49-58 亿元；2024 年公司种业及牧草业务的盈利为 1.30 亿元，参考隆平高科和登海种业，给予 28-30 倍 PE，对应权益市值为 36-39 亿元；综上，公司合理市值为 86-97 亿元，对应 5.35-6.07 元/股合理价值，较当前股价有 30%-48% 的溢价。

表14：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE			ROE		投资评级
			亿元		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	
300958.SZ	建工修复	18.53	29.04	0.69	0.73	0.8	0.93	26.86	25.38	23.16	19.92	18.53	无	
002887.SZ	绿茵生态	8.47	26.43	0.49	0.71	0.83	0.97	17.29	11.93	10.20	8.73	8.47	无	
603588.SH	高能环境	8.62	131.50	0.45	0.71	0.91	1.13	19.16	12.14	9.47	7.63	8.62	无	
000998.SZ	隆平高科	14.70	193.59	-0.67	0.19	0.37	0.48	-21.94	77.37	39.73	30.63	14.70	无	
002041.SZ	登海种业	13.78	121.26	0.29	0.33	0.43	0.56	47.52	41.76	32.05	24.61	13.78	无	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：盈利数据取自 Wind 一致预测。

投资建议

综合以上估值结果，我们认为公司合理股价 5.50-6.07 元/股之间，较当前股价有 34%-48% 的溢价。我们认为，随着政策推进草原修复治理，公司生态修复业务有望保持稳健增长态势，而公司持续大力研发进行种业技术创新，草种业务收入将实现快速增长，同时增强公司生态修复业务竞争力。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 5.50-6.07 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，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；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、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；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性和行业竞争格局，对行业平均动态 PE 进行修正。参考生态修复业务可比公司建工修复、绿茵生态、高能环境对应 2024 年平均 PE 为 14.28 倍，给予公司生态修复及其他业务 2024 年 11-13 倍 PE；参考种业及牧草业务可比公司隆平高科、登海种业对应 2024 年平均 PE 为 35.89 倍，给予公司种业及牧草业务 2024 年 28-30 倍 PE。可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，对公司 PE 估值做出过高或过低的假设，导致对公司内在价值测算不准确。

盈利预测的风险

在对公司生态修复、草种业务未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、公司生态修复业务受宏观经济的增长以及政府财政支出影响较大，若未来宏观经济低迷，地方政府财政支出不及预期，将会导致公司生态修复业务收入增长不及预期，可能影响公司业绩增长；
- 2、公司生态修复业务毛利率受市场竞争、行业需求等多因素影响，若未来行业需求较弱或市场竞争更为激烈，公司生态修复业务毛利率可能有所下降，导致公司净利润增长不及预期。
- 3、若公司草种业务的产能投放不及预期，或者由于市场竞争加剧，公司市场份额下降，导致草种业务产销量不及预期，可能影响公司业绩增长。
- 4、公司 2023 年业绩大幅增长，受应收账款回收的情况影响较大，若应收账款回收情况不及预期，或者生态修复业务业绩出现大幅下降，将可能导致 2023 年业绩不及预期，影响公司市场表现。

经营及其它风险

- 1、地方政府收入下滑导致的付费延迟风险。若未来宏观经济低迷，地方政府财政

收入出现下滑，将可能导致公司无法按时收回项目收入，使得公司业绩增长不及预期。

2、生态修复项目建设不及预期。公司业绩增长的重要驱动力来源于生态修复项目稳步落地，若未来公司生态修复项目建设，或新增生态修复项目落地不及预期，将导致公司业绩增长不及预期。

3、草种项目推进不及预期。草种项目为公司带来业绩增量，而未来若由于公司草种项目建设不及预期、市场竞争程度增加，导致公司草种项目落地进度或业绩不及预期，将影响公司业绩增长。

4、政策变化风险。政策推动草原修复治理将驱动公司生态修复、草种产业发展，但若未来政策方向出现变化，或政策执行力度不及预期，将导致公司主营业务发展的不确定性增加。

财务风险

1、公司应收账款金额较大，若未来公司应收账款收回情况不及预期，一方面可能导致公司现金流情况变差，影响公司业务发展；另一方面，可能导致应收账款坏账增加，计提坏账损失将影响公司业绩增长。

2、自 2018 年以来公司及时调整发展战略导向，主动控制业务规模，严格筛选优质项目，并通过提升管理水平，控制成本费用开支，努力消化前期大规模施工产生的经营性负债，同时公司前期建设的 PPP 项目已基本全部进入付费期。经过近几年的主动调整，公司经营活动现金流已经得到显著改善，但若未来公司个别大型生态修复项目出现回款不及预期，可能导致公司整体经营性现金流变差，对公司业务发展带来不利影响。

3、公司资产负债率仍超过 60%，若公司未来业务发展不及预期，现金流变差，公司可能面临偿还债务本息困难的情况，将可能引起债务问题，影响公司长远持续发展。

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	871	534	1245	1199	1194	营业收入	2911	2222	2115	2565	3592
应收款项	3583	4063	2898	2811	2952	营业成本	1767	1405	1339	1564	2187
存货净额	155	224	213	250	353	营业税金及附加	21	14	13	16	23
其他流动资产	1568	1832	1744	2114	2961	销售费用	45	34	32	39	54
流动资产合计	6640	7139	6875	7616	9446	管理费用	393	358	344	413	513
固定资产	399	376	434	437	442	财务费用	26	19	(4)	1	10
无形资产及其他	2251	2149	2650	3134	3606	投资收益	(204)	1	1	1	1
投资性房地产	6090	5838	5838	5838	5838	资产减值及公允价值变动	(13)	(62)	0	0	(10)
长期股权投资	632	554	558	478	427	其他收入	49	(87)	149	243	238
资产总计	16011	16056	16356	17504	19760	营业利润	492	245	541	776	1034
短期借款及交易性金融负债	2609	2598	2598	2598	2598	营业外净收支	(16)	(4)	(4)	(4)	(4)
应付款项	2573	2524	2395	2811	3969	利润总额	476	241	537	773	1030
其他流动负债	597	721	685	806	1138	所得税费用	108	39	97	139	185
流动负债合计	5779	5843	5678	6215	7704	少数股东损益	59	17	38	54	73
长期借款及应付债券	3854	3672	3700	3727	3755	归属于母公司净利润	309	185	402	579	772
其他长期负债	620	797	926	1066	1215						
长期负债合计	4475	4469	4626	4794	4970	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	10254	10312	10304	11009	12674	净利润	309	185	402	579	772
少数股东权益	753	743	770	808	859	资产减值准备	(7)	49	(62)	0	0
股东权益	5004	5000	5282	5687	6228	折旧摊销	306	290	285	333	381
负债和股东权益总计	16011	16056	16356	17504	19760	公允价值变动损失	(7)	49	(62)	0	0
						财务费用	26	19	(4)	1	10
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(717)	(738)	1100	216	399
每股收益	0.19	0.12	0.25	0.36	0.48	其它	695	516	83	38	60
每股红利	0.03	0.02	0.08	0.11	0.14	经营活动现金流	580	351	1748	1166	1611
每股净资产	3.12	3.12	3.29	3.55	3.88	资本开支	(110)	(39)	(783)	(820)	(858)
ROIC	6.72%	4.93%	5%	6%	9%	其它投资现金流	(111)	(24)	(291)	(466)	(745)
ROE	6.18%	3.70%	7.62%	10.18%	12.39%	投资活动现金流	(40)	72	(1079)	(1206)	(1552)
毛利率	39%	37%	36.7%	39.1%	39.1%	权益性融资	16	0	0	0	0
EBIT Margin	30%	28%	28%	29%	29%	负债净变化	602	(182)	28	28	28
EBITDA Margin	40%	41%	41%	42%	39%	支付股利、利息	(43)	(29)	(121)	(174)	(232)
收入增长	15%	-24%	-5%	21%	40%	其它融资现金流	(650)	(630)	0	0	0
净利润增长率	33%	-40%	118%	44%	33%	融资活动现金流	(192)	(683)	41	(6)	(64)
资产负债率	69%	69%	68%	68%	68%	现金净变动	366	(337)	710	(46)	(5)
股息率	0.7%	0.4%	1.8%	2.6%	3.5%	货币资金的期初余额	506	871	534	1245	1199
P/E	21.3	35.6	16.3	11.4	8.5	货币资金的期末余额	871	534	1245	1199	1194
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	0	27	1082	348	767
EV/EBITDA	14.4	18.7	19.4	16.2	13.6	权益自由现金流	0	(785)	1113	375	787

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。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