

2024年01月07日

康农种业(837403.BJ): 国家玉米种子补短板阵型企业, 产品种植布局由南向北深入

北交所研究团队

——北交所新股申购报告

诸海滨(分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

● 湖北省农业产业化龙头企业, 2022年营收1.98亿元(+39.50%)

康农种业是一家以科研创新为驱动的“育繁推一体化”种业企业、湖北省专精特新“小巨人”企业, 现已形成了以玉米种子为核心, 魔芋种子和中药材种苗为辅的多元产品结构。公司被认定为国家玉米种子补短板阵型企业, 是入选该阵型的14家企业之一, 说明在玉米种子领域技术水平已经处于全国相对领先水平。康农玉007、康农2号等品种在我国西南山地玉米种植区受到经销商和终端种植户的广泛认可并取得了较高的市场占有率。2022年实现营收1.98亿元, 归母净利润4133.90万元, 毛利率/净利率分别为31.33%/20.87%。

● 2021年我国杂交玉米种子市场规模为312亿元, 规模大且集中度分散

2021年我国杂交玉米种子市场规模为312亿元。玉米市场供需紧平衡, 玉米种子价格有望提升, 近年来, 我国的玉米种子市场零售价稳中有升。2013-2021年期间, 我国杂交玉米制种量连年低于需种量, 我国的玉米种子市场零售价从22.33元/千克升至27.11元/千克。我国玉米品种前五名呈现显著的阶段性特征, 2000年到2010年连续波动上升; 从2010年的36.24%逐年下降至2021年的16.39%, 为近20年最低点。

● 主要销售区域市占率6%, 募投新增营收4.25亿元

为确保对外销售的杂交玉米种子质量合格, 康农种业在种子精选加工后对各批次玉米种子均进行取样检测, 质量合格后方可进行产成品入库及后续的对外销售。2020年至2023H1公司各主要品种玉米种子产品发芽率均基本保持稳定且远高于禾谷种子国标中规定的发芽率不低于85%的质量标准。

在西南山地区和南方丘陵区玉米种子品种较为分散的大背景下, 2022年公司富农玉6号、康农2号、康农玉007和康农玉999等主打品种在主要销售区域内(即云南、四川、重庆、贵州、湖南、湖北六个省市)的市场占有率均超过了0.5%的水平, 全部产品的市场占有率达到5.97%, 说明公司产品在对应区域已经具有了较强的竞争力。

年产2.5万吨杂交玉米种子生产基地项目, 本项目建成后, 年加工、贮藏玉米种子能力将达到2.5万吨, 较大幅提升公司加工仓储能力。项目预计建设周期为2年, 第3年开始部分投产, 第5年实现达产。预计项目完全达产年均新增收入42,500.00万元。

● 康农种业同行可比公司PE 2022均值为37.9X

康农种业同行可比公司PE 2022均值为37.9X。康农种业现已形成了以玉米种子为核心, 魔芋种子和中药材种苗为辅的多元产品结构, 并被认定为国家玉米种子补短板阵型企业, 是入选该阵型的14家企业之一。考虑到公司技术及品牌优势, 有望进一步提高行业渗透率, 建议关注。

● 风险提示: 收入结构单一风险、品种迭代风险、新股破发风险

相关研究报告

《创意包装讲品牌故事, 挖掘文创、内包领域新机遇—北交所首次覆盖报告》-2024.1.5

《稀缺性航空器装备零部件供应商, 四代机放量带动业务增长—北交所首次覆盖报告》-2024.1.4

《六大视点回望2023年国产科学仪器行业整体发展动态—科学仪器双周谈第十三期》-2024.1.3

目 录

1、 业务：湖北省农业产业化龙头企业，2022 年营收 1.98 亿元.....	4
1.1、 产品：杂交玉米种子贡献主要营收，产品种植布局由南向北深入.....	4
1.2、 财务：2022 年实现营收 1.98 亿元，归母净利润 4133.90 万元.....	8
2、 行业：玉米为我国种植面积最大的农作物品种.....	10
2.1、 种业市场：我国种业市场规模大集中度小，生物育种或提高集中度.....	10
2.2、 玉米种子市场：2021 年我国杂交玉米种子市场规模为 312 亿元.....	17
3、 看点：主打品种主要销售区域市占率 6%，募投预计新增营收 4.25 亿元.....	21
3.1、 良品率：康农种业玉米种子发芽率远高于 85%的质量标准.....	21
3.2、 市场地位：国家玉米种子补短板阵型企业，该阵型 14 家企业之一.....	22
3.3、 募投：玉米种子产能达 2.5 万吨，拟新增营收 4.25 亿元.....	23
4、 估值对比：同行可比公司 PE 2022 均值为 37.9X.....	25
5、 风险提示.....	26

图表目录

图 1： 2022 年玉米杂交种子营收 1.84 亿元（万元）.....	6
图 2： 2022 年玉米杂交种子营收占比 93.23%.....	6
图 3： 2022 年实现营收 1.98 亿元（+39.50%）.....	8
图 4： 2022 年实现归母净利润 4133.90 万元.....	8
图 5： 2023Q1-Q3 公司毛利率为 33.82%.....	9
图 6： 2023Q1-Q3 玉米杂交种子毛利率为 36.20%.....	9
图 7： 2022 年期间费用率为 11.38%.....	9
图 8： 种子的培育是上游端最重要的一环.....	10
图 9： 预计 2025 年全球种业行业市场规模增至 527 亿美元.....	11
图 10： 2020 年全球种子市场份额分布.....	12
图 11： 2020 年全球种子企业市场份额分布.....	12
图 12： 2021 年我国种子市值达 1,280 亿元.....	12
图 13： 2021 年我国全年粮食种植面积 17.64 亿亩.....	13
图 14： 玉米是我国种植面积最大的农作物品种（亿亩）.....	13
图 15： 我国种业市场行业集中度较低.....	13
图 16： 2020 年我国前五大种企市场占有率 13.80%.....	13
图 17： 2021 年我国审定品种为 6422 个.....	14
图 18： 2017-2021 年，中国农业数字经济渗透率从 6.5%上升至 9.7%.....	16
图 19： 2021 年我国杂交玉米种子市场规模为 312 亿元.....	17
图 20： 2021 年全国玉米种植面积回升至 6.50 亿亩.....	18
图 21： 2013-2021 年，我国的玉米种子市场零售价从 22.33 元/千克升至 27.11 元/千克.....	19
图 22： 2021 年我国玉米品种前五名集中度为 16.39%（%）.....	19
表 1： 康农种业主要优势品种包括康农玉 007、康农 2 号等杂交玉米种子.....	4
表 2： 康农种业主营业务收入主要来源于西南地区和华东地区.....	6
表 3： 康农种业玉米种子年产能为 875.00 万公斤.....	7
表 4： 2020-2023H1 产销率均处于较高水平.....	7

表 5: 前五大客户销售额占比主营业务收入三至四成, 客户集中度较低.....	7
表 6: 发芽率为决定作物产率和产品播种价值的核心指标.....	21
表 7: 康农种业玉米种子发芽率远高于禾谷种子国标中规定的不低于 85% 质量标准.....	21
表 8: 康农种业玉米种子质量标准与其他可比公司相比无明显差异.....	21
表 9: 2021 年康农种业市场占有率为 0.72%	22
表 10: 2021 年度康农种业在主要经营区域内市场占有率为 4.84%	23
表 11: 康农种业主要品种产品在主要销售区域内的市场占有率情况为 5.97%.....	23
表 12: 达产后年加工、贮藏玉米种子能力将达 2.5 万吨, 拟新增年均营收 4.25 亿元.....	23
表 13: 康农种业目前选取隆平高科、荃银高科及登海种业作为同行可比公司.....	25
表 14: 康农种业归母净利润率在同行业可比公司中处于相对较高水平.....	25
表 15: 康农种业同行可比公司 PE 2022 均值为 37.9X.....	26

1、业务：湖北省农业产业化龙头企业，2022 年营收 1.98 亿元

康农种业是一家聚焦于高产、稳产、综合抗性良好的杂交玉米种子研发、生产和销售，以科研创新为驱动的“育繁推一体化”种业企业、湖北省专精特新“小巨人”企业。2022 年 7 月，农业农村部办公厅发布《关于扶持国家种业阵型企业发展的通知》，公司被认定为国家玉米种子补短板阵型企业，是入选该阵型的 14 家企业之一，说明在玉米种子领域技术水平已经处于全国相对领先水平。

作为湖北省农业产业化重点龙头企业，康农种业现已形成了以玉米种子为核心，魔芋种子和中药材种苗为辅的多元产品结构。2020 年-2023H1，在售玉米种子品种分别为 37 个、47 个、65 个和 57 个，在售品种逐年增加，经营抗风险能力较强。基于西南地区复杂多样的地形地貌和立体多变的气候环境，为当地的种植农户提供了高产、稳产、抗性强、适应性广的杂交玉米种子，康农玉 007、康农 2 号、富农玉 6 号、康农玉 109、康农玉 999 等品种在我国西南山地玉米种植区受到经销商和终端种植户的广泛认可并取得了较高的市场占有率。

康农种业已掌握单倍体诱导育种技术、分子标记辅助育种技术、基因编辑技术、特定性状基因突变定向诱导技术、近等位基因系选择及应用技术、不育化种子生产技术、抗纹枯病材料选择及育种技术等核心技术。并在玉米抗灰斑病、青枯病、穗腐病和纹枯病育种等方面取得突破性进展，在魔芋抗病育种、中药材新品种选育等方面取得阶段性成果。

1.1、产品：杂交玉米种子贡献主要营收，产品种植布局由南向北深入

康农种业杂交玉米种子具备品质优、产量高、抗性强、适应性广等特点，可以达到稳产增产的目的。主要优势品种包括康农玉 007、康农 2 号、康农玉 109、康农玉 108、康农玉 999 和富农玉 6 号等杂交玉米种子。

表1：康农种业主要优势品种包括康农玉 007、康农 2 号等杂交玉米种子

序号	品种名称	产品样式	产品特点
1	康农玉 007		具有高产、稳产、适应性广的特点，适宜在西南地区和陕西汉中地区的平坝丘陵和低山区种植。该品种于 2015 年通过国家审定，生产试验平均亩产 602.80 千克，比对照渝单 8 号增产 11.40%
2	康农 2 号		具有抗大斑病、抗倒伏等优良性状，适宜在热带和亚热带的低热河谷地区种植。2018-2019 年参加热带亚热带玉米组绿色通道区域试验，两年平均亩产 616.2 千克，比对照桂单 162 增产 8.2%。2019 年生产试验，平均亩产 574.1 千克，比对照桂单 162 增产 7.7%

序号	品种名称	产品样式	产品特点
3	康农玉 109		具有抗穗腐病、大斑病等优良性状，适宜在四川省山区春玉米类型区种植。2016年参加四川省玉米山区组区试，平均亩产638.7公斤，比对照荃玉9号增产12.5%，2017年续试平均亩产585.9公斤，比对照荃玉9号增产6.2%，两年区试平均亩产612.3公斤，比对照荃玉9号增产9.4%。
4	康农玉 108		具有抗灰斑和抗穗腐的特点，适宜在西南地区平坝、丘陵、低山地地区种植。分别于2011年、2012年通过了湖北和四川省级农作物审定。在湖北和四川的生产试验中，平均亩产分别为684.11公斤、534.80公斤，分别比对照鄂玉10号和川单13增产12.54%、19.00%
5	康农玉 999		具有耐灰斑、穗腐轻、抗倒伏的特点，适宜在西南地区平坝丘陵地区种植。该品种于2015年通过湖南省级农作物审定，两年区域平均亩产521.30公斤，比对照临奥1号增产9.00%
6	富农玉 6号		具有植株穗位较高，抗灰斑、抗穗腐的特点，适于在西南地区低山及二高山地区作春玉米种植。该品种于2016-2017年参加湖北省玉米山区组品种区域试验，两年区域试验平均亩产687.76公斤，比对照双玉919增产8.98%

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

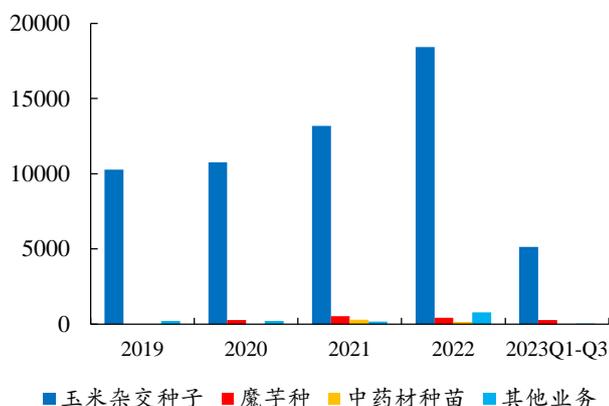
收入端：2020年至2023Q1-Q3，玉米种子销售收入分别为10,766.65万元、13,177.81万元、18,423.66万元和5,125.83万元，占营收的比例分别为95.83%、93.02%、93.23%和94.00%，为康农种业核心产品及主要收入来源。由于我国玉米制种基地受极端气候因素影响持续减产以及玉米市场需求持续景气使得种植户种植玉米意愿较强等因素叠加，玉米种子的市场需求在2020年至2023Q1-Q3持续旺盛，玉米种子产品呈量价齐升的趋势。

2020年至2023Q1-Q3，实现魔芋种子销售分别为265.39万元、522.47万元、411.16万元和273.80万元。2021年度，康农种业开始推广自主选育的致优1号品种，该品种具有结实率高、抗逆性强的特征，逐步实现了对传统品种清江花魔芋的替代。2022年度，由于魔芋产品市场价格持续下跌，种植户种植意愿减弱，因此魔芋种子销售收入较2021年度有所下滑。

2021年度至2023年1-9月，康农种业实现中药材种苗销售分别为292.92万元、151.31万元和13.24万元，占主营业务收入的比例分别为2.07%、0.77%和0.24%，

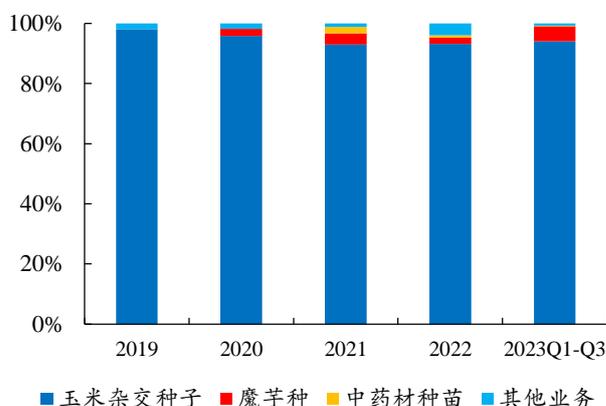
收入金额和占比均较低。销售的主要中药材种苗品种包括川牛膝、云木香和大黄精等，主要通过政府采购的方式实现销售。2022年度，由于川牛膝政府采购规模下降，因此中药材种苗销售收入较2021年度有所下降。2023年1-6月，无政府采购销售，中药材种苗销售主要为零星散户采购当归种苗，因此中药材种苗销售进一步下降。

图1：2022年玉米杂交种子营收1.84亿元（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022年玉米杂交种子营收占比93.23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020年至2023H1，主营业务收入主要来源于西南地区和华东地区（其中华中地区主要包括湖北省和湖南省），来自于上述区域的主营业务收入金额分别为10,678.62万元、12,967.41万元、17,550.80万元和3,588.89万元，占主营业务收入的比例分别为96.80%、92.67%、92.44%和76.41%。西南山地区和南方丘陵区是康农种业传统的优势区域，具有多个适宜当地种植的优秀品种且市场认可度、知名度较高。此外，康农种业积极拓展在北方春播区和黄淮海夏播区的市场并取得了一定成效。

表2：康农种业主营业务收入主要来源于西南地区和华东地区

项目	2020年度		2021年度		2022年度		2023年1-6月	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
东北地区	100.43	0.91%	347.49	2.48%	666.63	3.51%	821.79	17.50%
华北地区	5.78	0.05%	10.73	0.08%	80.50	0.42%	78.72	1.68%
华东地区	64.27	0.58%	71.53	0.51%	218.41	1.15%	69.77	1.49%
华南地区	167.50	1.52%	593.07	4.24%	418.29	2.20%	120.36	2.56%
华中地区	3,809.47	34.53%	4,593.27	32.83%	6,494.48	34.21%	1,951.21	41.54%
西北地区	15.42	0.14%	2.97	0.02%	51.52	0.27%	17.41	0.37%
西南地区	6,869.15	62.27%	8,374.14	59.84%	11,056.32	58.23%	1,637.68	34.87%
合计	11,032.04	100%	13,993.20	100%	18,986.13	100%	4,696.94	100%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

产能端：康农种业现有种子加工生产线月额定产能为250.00万公斤，考虑到玉米种子生产具有显著的季节性，故假设每年1月、2月和10月利用月产能的50%，11月和12月满产，核算年产能为875.00万公斤。

2020年至2023H1，玉米种子加工包装产能利用率分别为49.46%、60.89%、80.27%和24.76%，2020年度至2022年度呈逐年上升趋势，主要是由于下游种植户种植玉米意愿逐步提升，产品市场销路良好。2023年1-6月，玉米种子产能高利用率为24.76%，主要原因为玉米毛种加工具有季节性，康农种业玉米种子加工主要集中在

10至12月，加工的季节性导致产能全年分布不均匀，淡季产能利用率较低。

表3：康农种业玉米种子年产能为875.00万公斤

项目	2020年度	2021年度	2022年度	2023年1-6月
产能（万公斤）	1,125.00	875.00	875.00	250.00
产量（万公斤）	556.41	532.77	702.35	61.89
产能利用率	49.46%	60.89%	80.27%	24.76%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

产销端：2020年至2023H1，康农种业进行加工包装的成品玉米种子产销率分别为84.28%、89.66%、84.95%和117.59%，均处于较高水平。同时，由于玉米种子经销模式下允许经销商退货，而退货后的种子通常会在下一经营季度内重制后重新计算产量，因此2020年度至2022年度实际产销率难以达到100%的水平。

表4：2020-2023H1产销率均处于较高水平

项目	2020年度	2021年度	2022年度	2023年1-6月
产量（万公斤）	556.41	532.77	702.35	61.89
销量（万公斤）	468.93	477.67	596.67	72.78
产销率	84.28%	89.66%	84.95%	117.59%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

单价端：2020年至2023H1，玉米种子销售均价分别为14.27元/公斤、15.88元/公斤、17.88元/公斤和21.32元/公斤，呈现逐年增长的趋势，主要是由于2020年至2023H1我国玉米制种基地受极端气候影响持续减产，同时2021年以来粮食大宗价格持续处于高位运行，种植户玉米种植意愿上升，我国玉米种子市场供需持续处于紧平衡状态，产品市场需求持续旺盛，整体玉米种子市场价格不断上升。

主要客户：前五大客户销售额占比主营业务收入三至四成，客户集中度较低。2021年至2023H1，康农种业前五大客户的销售金额分别为5,678.30万元、7,798.86万元和1,528.01万元，占当期销售收入比重分别为40.08%、39.46%和32.35%，且前五大客户基本保持稳定。

表5：前五大客户销售额占比主营业务收入三至四成，客户集中度较低

序号	客户名称	销售金额（万元）	占销售总额的比例
2023年1-6月			
1	四川田丰农业科技发展有限公司	640.95	13.57%
2	云南高康及其关联方	303.87	6.43%
3	肖明	214.63	4.54%
4	花垣农康农业高新技术推广服务中心	203.69	4.31%
5	襄阳春宇种业有限公司	164.87	3.49%
	合计	1,528.01	32.35%
2022年度			
1	云南高康及其关联方	2,785.11	14.09%
2	四川康农	2,034.65	10.30%
3	四川田丰农业科技发展有限公司	1,404.44	7.11%
4	襄阳春宇种业有限公司	794.05	4.02%
5	重庆大爱种业有限公司	780.61	3.95%

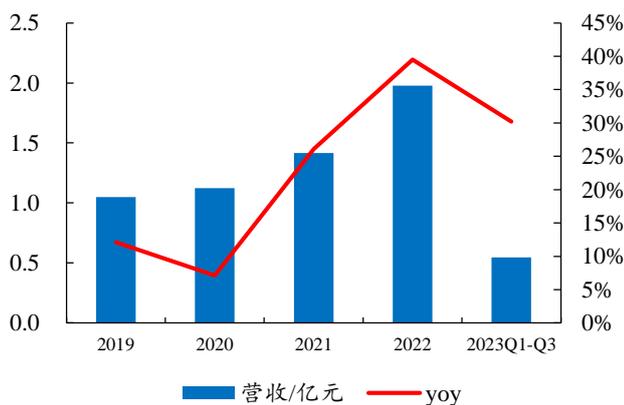
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占销售总额的比例
合计		7,798.86	39.46%
2021 年度			
1	云南高康及其关联方	1,993.26	14.07%
2	四川康农	1,803.48	12.73%
3	四川田丰农业科技发展有限公司	856.10	6.04%
4	襄阳春宇种业有限公司	539.41	3.81%
5	智慧高地及其关联方	486.06	3.43%
合计		5,678.30	40.08%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2、财务：2022 年实现营收 1.98 亿元，归母净利润 4133.90 万元

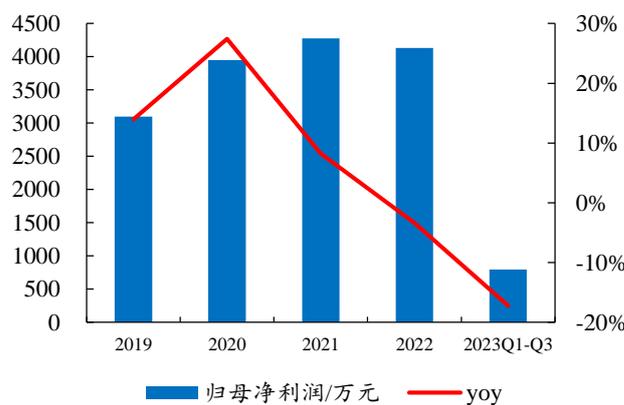
2022 年实现营收 1.98 亿元，归母净利润 4133.90 万元。2020 年至 2023Q1-Q3，由于我国玉米制种基地受极端气候因素影响持续减产以及玉米市场需求持续景气使得种植户种植玉米意愿较强等因素叠加，玉米种子的市场需求在 2020 年至 2023Q1-Q3 持续旺盛，玉米种子产品呈量价齐升的趋势，导致营收持续增长。

图3：2022 年实现营收 1.98 亿元 (+39.50%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年实现归母净利润 4133.90 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年度至 2022 年度，主要由于玉米种子销售价格增速持续低于采购成本增速，造成玉米种子毛利率呈现出逐年下滑的趋势，进而导致公司综合毛利率持续下滑。2023 年 1-9 月，玉米种子毛利率较 2022 年度上升 3.16 个百分点，主要是由于与部分客户完成对账结算，整体结算价格较 2022 年四季度预计水平更高，确认了部分结算差额收入，使得销售价格的涨幅高于单位成本的涨幅。

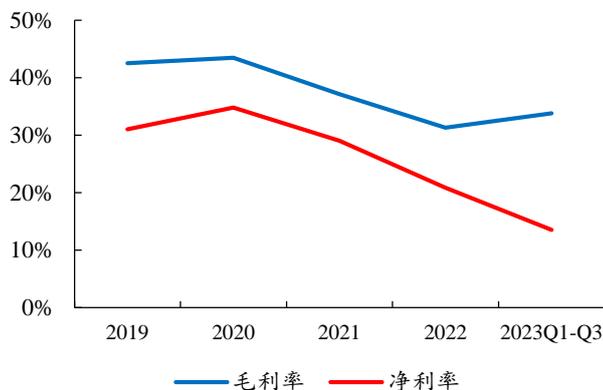
2022 年度，玉米种子毛利率较 2021 年度进一步下降 4.26 个百分点，主要是由于制种基地制种价格进一步增加而公司产品销售价格保持温和上涨，2023 年 1-9 月，玉米种子业务毛利率为 36.20%。

2023 年 1-9 月，魔芋种子毛利率为负数，主要是由于魔芋产品市场价格有所下跌，康农种业魔芋种子销售单价较 2022 年度有所下降，使得该产品销售单价略低于成本价格，进而导致魔芋种子毛利率为负。

2023 年 1-9 月，中药材种苗毛利率为 77.20%，毛利率较高主要是由于产品为自

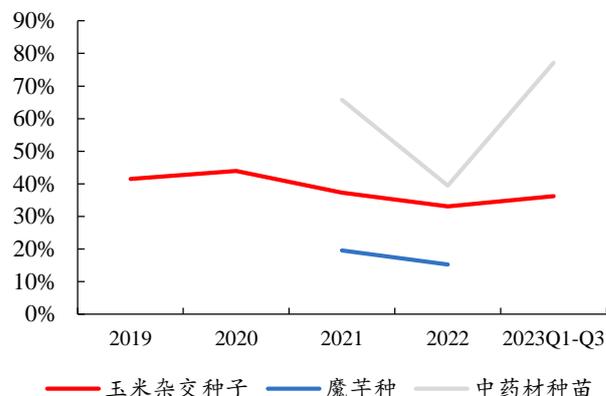
行组织育苗生产。

图5：2023Q1-Q3 公司毛利率为 33.82%



数据来源：Wind、开源证券研究所

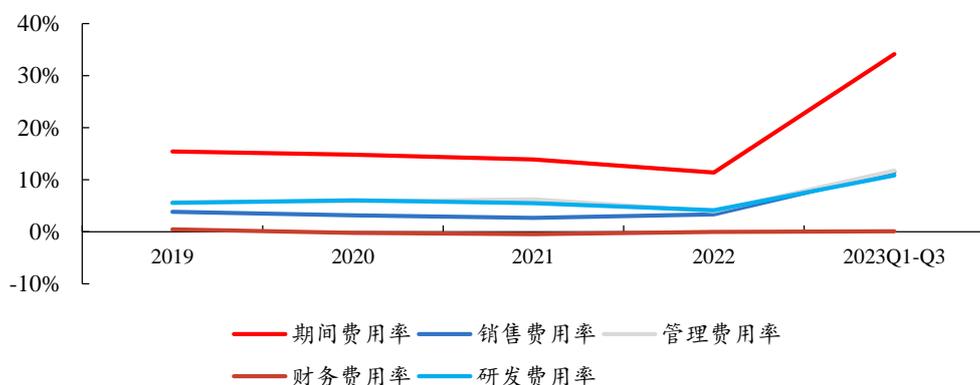
图6：2023Q1-Q3 玉米杂交种子毛利率为 36.20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年度至 2022 年度期间费用率逐年下降，主要原因为收入快速增长的情况下对期间费用控制较为得当，发挥出一定的规模效应。2023 年 1-9 月，期间费用率增幅较大，主要是由于康农种业着力拓展东华北和黄淮海地区市场，销售费用有所增长，且当期并非玉米种子销售旺季，收入规模相对较小。

图7：2022 年期间费用率为 11.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

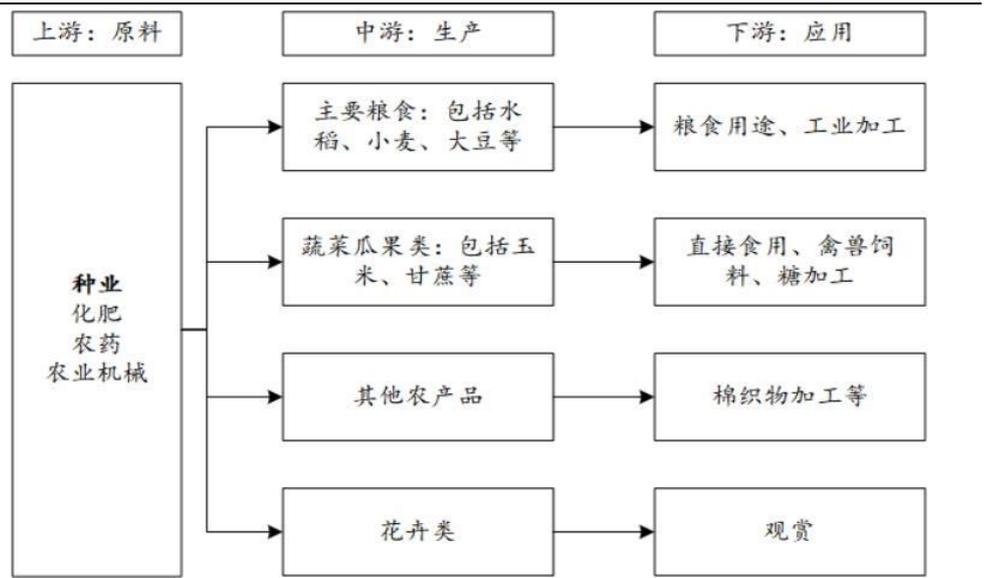
2、行业：玉米为我国种植面积最大的农作物品种

2.1、种业市场：我国种业市场规模大集中度小，生物育种或提高集中度

“国以农为本，农以种为先”。种子是农业中最基本、最重要的生产资料，是农业生产的重要起点、农业技术进步的发展载体，是决定农产品产量及质量的重要内因。保证农产品有效供给、保障粮食安全是我国农业在相当长时期内的首要任务，培育出高产、稳产新品种是保障粮食安全的必然选择，而新品种的培育依赖于优异种质资源的深度发掘和有效利用。因此，农作物种质资源是农业科技原始创新与种业发展的核心“芯片”。

种子行业是以作物种子为对象，为农业生产提供优良商品化种子为目的，现代农业科技成果和管理技术为手段，集种子科研、生产、加工、销售和管理于一体的行业。种子行业处于农业生产的上游，种子的培育是上游端最重要的一环。此外，农业产业上游还包括农药、化肥、农业机械等。农业生产活动产业链的中游端涉及各种农作物的种植和生产。下游主要是农产品收割完成的后续应用，包括食用用途，工业加工，畜禽饲料等。

图8：种子的培育是上游端最重要的一环



资料来源：公司招股书

现代种业利用生物技术开发种质资源，利用种质资源研发出作物新品种，即利用遗传学、细胞生物学、现代生物工程技术等方法原理培育生物新品种。在现代农业领域发挥着“芯片”的作用，体现着国家农业发展和农业企业经营的核心竞争力。生物育种发展阶段划分为四个阶段：原始驯化选育 1.0 阶段、杂交育种 2.0 阶段、分子育种 3.0 阶段、智能分子设计育种 4.0 阶段。当前种业发达国家已进入育种 4.0 阶段，而中国则处于由杂交育种 2.0 阶段向分子育种 3.0 阶段过渡时期。

种子产业链可分为“育种-制种-推广”三大环节，其中育种是产业链的核心和关键，制种为中游环节，是种子从研发到产成品的过程，销售则主要通过经销商和零售商完成。随着“育繁推一体化”的提出及进一步推行，未来我国将出现越来越多的集育种、制种及销售推广为一体的大型种业集团公司，凭借其较高的行业地位和先发优势进一步做大做强，引领产业整合规范，提高行业集中度，形成头部聚集和

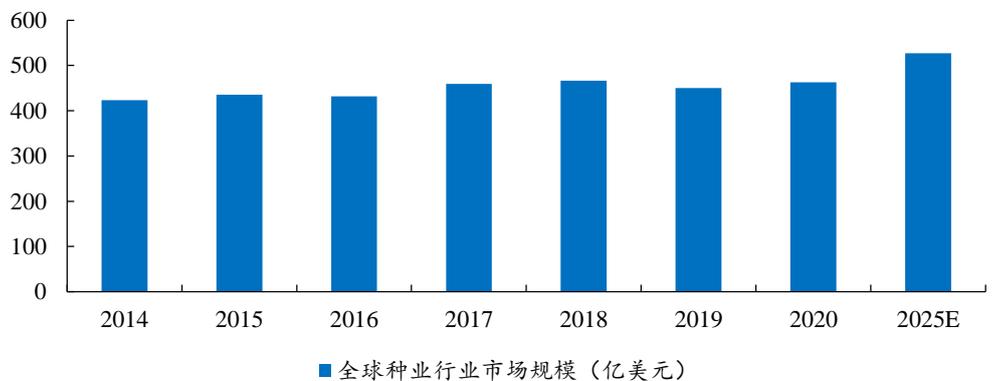
规模效应。随着全球人口预计在 2050 年达到 98 亿，气候的变化和可用耕地面积的限制，以转基因性状、新的育种技术、新的非转基因技术等新兴技术为突破口，提升种子产量、营养价值、抗旱和抗逆性等优良性状成为实现种业和社会经济可持续发展的关键。

➤ 国际市场

现代种业始于 19 世纪，兴盛于 20 世纪中期，在历经了政府主导、立法经营、垄断经营三个阶段后，现已进入种业全球化阶段。生物科技的引入改变了传统种子产业，发达国家育种已进入“生物技术+人工智能+大数据信息技术”为特征的育种 4.0 时代，随着谷物在饲料、食品以及生物燃料行业的应用日益增加以及分子标记、转基因、基因编辑育种等先进技术的持续发展，国际种业实现了快速增长。大型育种公司凭借其雄厚的科研和资金实力，以市场为导向，形成的集科研、生产、推广、销售于一体的模式，即“育繁推一体化”模式。

随着生物育种种子市场渗透率的大幅提升，全球种子市场规模迅速扩大。同时，全球粮食产量和需求量同比增长，供需平衡较为稳定，为种业发展提供了良好的需求环境。根据全球农业市场调研公司 Kynetec 统计数据，全球种业的市场规模由 2014 年的 423 亿美元增长至 2020 年 463 亿美元，年均复合增长率为 1.5%，近年来保持稳定。随着未来生物育种种子渗透率的不断提高、消费者对于植物蛋白质和蔬菜的需求不断增加以及杂交小麦的推广，全球种业的规模将长期保持稳中有增，预计 2025 年整体市场规模将增至 527 亿美元。

图9：预计 2025 年全球种业行业市场规模增至 527 亿美元

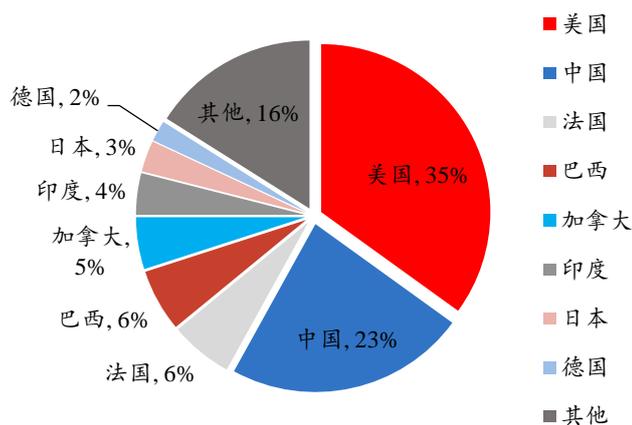


数据来源：Kynetec、公司招股书、开源证券研究所

根据世界农化网数据统计，全球种业的区域分布集中，美国长期占据全球第一大种子市场的位置，占比达到 35% 以上，中国种子行业市场规模仅次于美国，占比约 23%。当前，全球种业市场呈现由中、美构成的双寡头局面。

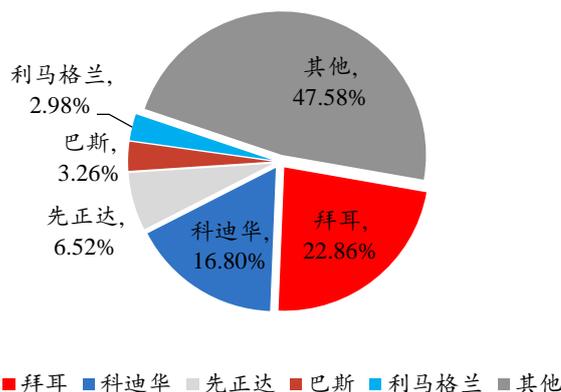
目前世界发达国家的种业已发展成集科研、生产、加工、销售、技术服务于一体、具备完善的可持续发展产业体系。全球种业市场集中度高，根据 Kynetec 统计数据，2020 年全球种业市场前五大公司市场份额占比 52%，市场份额主要集中在拜耳、科迪华、先正达、巴斯夫和利马格兰等国际种业巨头，其凭借领先的研发能力、研发投入、专利保护机制等建立了极高的竞争壁垒。同时，为了减少竞争，国际种业集团正通过并购进入资源整合时代，不断提高集中度，种业规模呈上升趋势，种业产业链一体化态势明显。

图10: 2020 年全球种子市场份额分布



数据来源: 世界农化网、公司招股书、开源证券研究所

图11: 2020 年全球种子企业市场份额分布

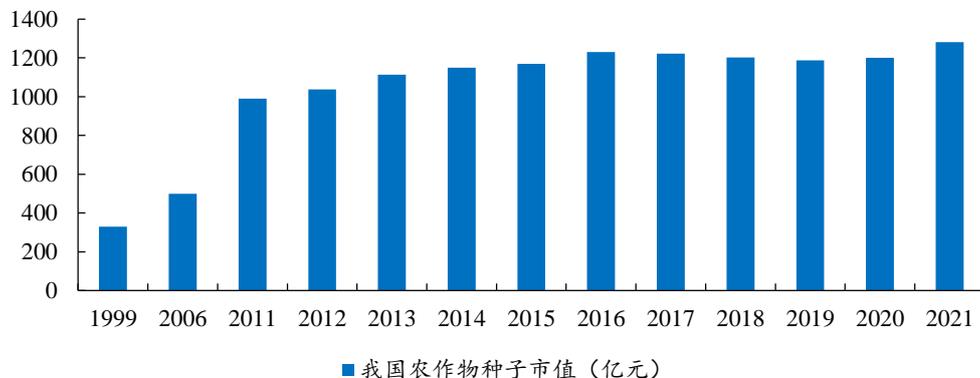


数据来源: Kynetec、公司招股书、开源证券研究所

我国市场

2021 年我国种子市值达 1,280 亿元，市场规模仅次于美国居全球第二。相比海外市场，国内市场孕育着较大的发展机遇，随着生物育种产品的持续推广，我国玉米、大豆等农作物种子市场规模有望持续扩张；同时我国消费者的消费水平不断提高、饮食结构不断优化，高端蔬菜种子需求也将快速提升。

图12: 2021 年我国种子市值达 1,280 亿元



数据来源: 《2022 年中国农作物种业发展报告》、公司招股书、开源证券研究所

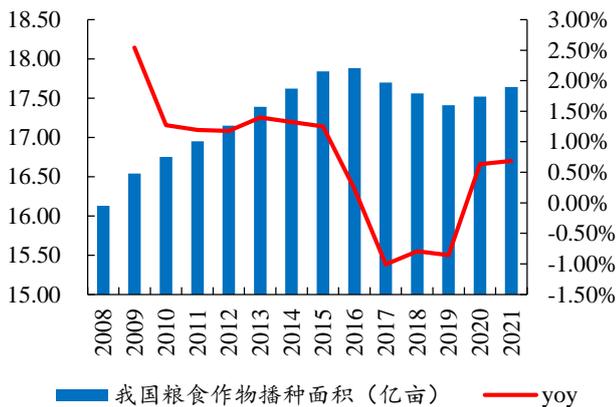
我国种业市场现状如下:

1) 玉米、水稻、小麦是我国农作物种子最主要的三大细分板块

2021 年，各地层层压实粮食生产责任，落实最严格的耕地保护制度，坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”，进一步加大粮食生产扶持力度，支持复垦撂荒地，开发冬闲田，提高农民种粮积极性。根据国家统计局发布的《2022 年中国统计年鉴》，2021 年全年粮食种植面积 17.64 亿亩，比 2020 年增加 0.12 亿亩，增长 0.68%，连续两年实现增长。

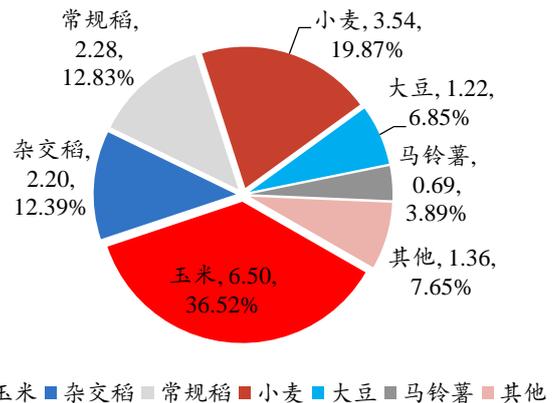
玉米、水稻、小麦是我国三大粮食作物。2021 年，全国玉米、水稻、小麦的播种面积分别为 6.50 亿亩、4.49 亿亩和 3.54 亿亩，分别占粮食作物播种面积的 36.52%、25.22% 和 19.87%。其中，玉米是我国种植面积最大的农作物品种。

图13: 2021年我国全年粮食种植面积17.64亿亩



数据来源: 国家统计局《2022年中国统计年鉴》、公司招股书、开源证券研究所

图14: 玉米是我国种植面积最大的农作物品种(亿亩)



数据来源: 《2022年中国农作物种业发展报告》、公司招股书、开源证券研究所

2) 我国种业市场行业集中度仍然较低

我国种业深受计划经济时代种业制度影响,企业数量较多,且以中小企业为主体。截至2021年,全国实际开展经营活动且纳入农作物种业统计的持有效种子生产经营许可证的企业有7,668家,其中经营玉米种子持证企业1,920家,呈现出行业过于分散且企业规模普遍较小的行业竞争格局。

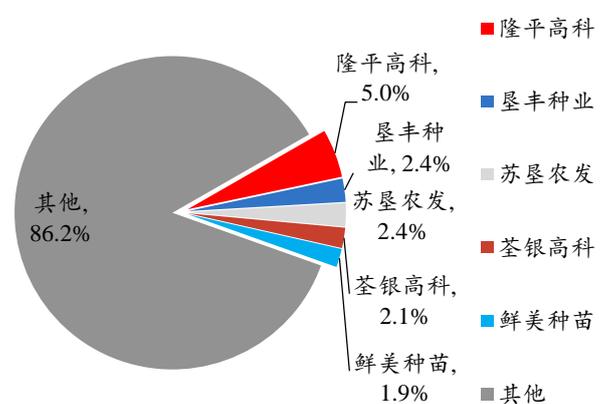
根据Kynetec数据,2020年,我国前五大种企市场占有率13.80%,相较于全球的企业竞争格局来看,我国种子行业集中度不高。

图15: 我国种业市场行业集中度较低



数据来源: 《2022年中国农作物种业发展报告》、公司招股书、开源证券研究所

图16: 2020年我国前五大种企市场占有率13.80%



数据来源: Kynetec、公司招股书、开源证券研究所

3) 我国种子行业起步较晚,研发实力与全球领先种企相比存在距离

相比于海外市场,我国种业起步较晚,先进性状种子存在明显的进口依赖性,尤其是具有先进性状的玉米种子、部分高端麦种以及优质蔬菜种子严重依赖进口。

我国种业自主创新水平与发达国家相比仍有差距,特别是核心技术创新不足,育种同质化较为严重,派生品种占比较高,原始创新品种不够。我国种子企业研发投入相较于发达国家仍有差距,国内育种资源、人才仍集中在科研院所,科研技术向育种成果的转化率较低,研究与商业化分离。我国种业在主流的生物育种领域中尚

处于商业化的起步阶段，相比于全球市场的成熟度还有很大差距。

4) 我国种质资源丰富，但种质遗传多样性不够广泛，种质资源精准鉴定不足

发达国家将“在全球收集遗传资源”作为国家战略，一方面严控核心遗传资源的输出，另一方面注重对国外种质资源的收集。美国在一战和二战期间，搜集了世界多国不同生态条件下的种质资源，成为世界种质资源保存量和保存种类最多的国家，起源于国外的种质资源数量约占美国种质资源库库存的 72%。

相比之下，我国虽然种质资源丰富，但以国内资源为主，起源于国外的资源仅占库存的 24%，致使种质的遗传多样性不够广泛，优异且有特色的资源不足，在种业源头上处于不利地位。此外，我国精准鉴定的资源比例非常低，在保存的 5.2×10^5 份种质资源中，完成精准鉴定的不到 1.5×10^4 份，尤其缺乏对资源农艺性状、抗性基因等的精准鉴定。在一定程度上影响了后续种质资源的挖掘和利用；我国作物种质资源利用率仅为 3.0%-5.0%，有效利用率仅 2.5%-3.0%，亟待形成种质资源利用、基因挖掘、品种研发、产品开发、产业化应用的全链条组织体系。

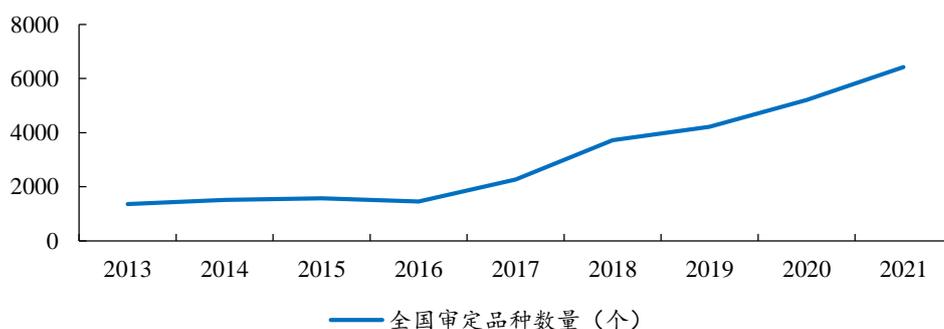
我国种业市场发展趋势如下：

1) 品种审定标准提升，优质种企优势凸显

我国农作物从选育成功到应用推广需要通过品种审定以进入市场，申请审定的品种需要经过品种试验，早期品种试验主要由国家和省两级种子管理机构组织实施，但随着育种主体逐渐增加，企业育种能力的上升，申请审定参加品种试验的农作物品种数量较大幅度增加，国家和省两级试验渠道已难以满足试验需求。自 2014 年起，原农业部深化“放管服”改革，拓宽试验渠道，额外增设绿色通道、良种攻关、联合试验体、特殊品种试验，以扩大试验容量，缩短试验周期。同时，允许自主试验等方式减少排队时间和简化程序。自此，品种审定步入快车道，过审品种数量井喷。但伴随而来的是行业进入低质化竞争，产品同质化情况严重。

2017 年，国家农作物品种审定委员会修改《主要农作物品种审定标准(国家级)》，改变过去“唯高产论”的品种评判标准，以品种种性安全为核心。2021 年，国家农作物品种审定委员会发布《国家级稻品种审定标准(2021 年修订)》《国家级玉米品种审定标准(2021 年修订)》，提高稻和玉米品种审定门槛，强化种业知识产权保护，激励育种原始创新，引导培育突破性品种。

图17：2021 年我国审定品种为 6422 个



数据来源：《2022 年中国农作物种业发展报告》、公司招股书、开源证券研究所

审定标准的提升，有利于市场回归品种良性竞争，审定品种的增多将丰富种企的产品矩阵，为种企扩大优势区域、丰富产品线提供强有力支持，进一步提升种企的产品竞争能力。伴随着政策对自主试验的资格进行限定，审定渠道资源将向龙头企业聚集。品种同质化、结构单一的企业将随着经营风险的加大和利润空间变薄逐步被挤压。

2) 全球粮食供需关系紧张背景下，粮食安全重要性凸显，生物育种产业化可期

联合国粮农组织报告称，全球约三分之一土壤退化，导致土壤肥力流失、作物营养质量下降。与此同时，地缘政治风险上升也为全球粮食供应带来了短期冲击，俄乌冲突升级扰乱了全球供应链。据国际食物政策研究所（IFPRI）统计，在俄乌冲突、新冠肺炎疫情等冲击之下，当前全球超过 20 个国家实施了粮食出口限制政策，叠加极端天气造成的粮食减产、粮食贸易保护主义等因素，全球粮食安全问题愈发凸显。供给减少而需求上升，正导致全球粮食价格进一步上涨，而粮食进口成本的增加也将加剧粮食风险。

种源安全事关国家安全，保障粮食安全，着力提高粮食作物单产水平、培育高品质粮食作物新品种是关键。党的二十大报告提出要全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线，逐步把永久基本农田全部建成高标准农田，深入实施种业振兴行动，强化农业科技和装备支撑，健全种粮农民收益保障机制和主产区利益补偿机制，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。

国际农产品价格的大幅上涨、国内饲料原料供需的缺口扩大、以及病虫害等不利因素均加强了技术渗透、提升生产效率的诉求，生物育种技术，诸如转基因技术等加速推广已迫在眉睫。根据农业农村部的数据统计，2021 年我国农作物种子贸易额达到 10.1 亿美元，但是进口额高达 6.8 亿美元，出口只有 3.3 亿美元，贸易逆差达到 3.5 亿美元。

生物育种技术的发展，是带动种业发展的新引擎，是提升种业竞争力的利器。转基因技术作为“打好种业翻身仗”的重要一环，对单产的提升可以有效弥补我国耕地面积不足的劣势，降低由于玉米等农产品进口依存度高带来的粮食安全风险。

3) 科技支撑育种技术不断突破，为我国种业带来可观增量空间

育种技术方面，我国种子育种以常规杂交育种技术为主，对于目前国际种业研发中心的分子育种技术、转基因技术、基因编辑技术等主流前沿生物育种技术，我国目前尚处于积极探索阶段，大规模商业化仍需时日，但市场空间较大。

近年我国政府对生物育种，尤其是转基因技术育种的政策支持力度增强。2019 年底，我国转基因政策持续出台，在“验证转入基因安全有效”、“验证转基因品种增产增收”、“管理标准明确细化”、“法规保护原始创新”等方面持续推进，为我国转基因种子放开创造良好的技术和制度基础。2022 年 1 月颁布实施《主要农业品种审定办法》等部门规章，2022 年 6 月，国家农作物品种审定委员会制定并发布了国家转基因大豆、玉米品种审定标准，标志着生物育种产业化逐渐被打通。

目前转基因育种技术主要应用于玉米、棉花和大豆等作物，常用的目的基因性状主要有抗虫特性和抗除草剂特性良种。转基因能实现虫害控制、减少农药投入、减少损失、提升品质，转基因作物能显著提升生产效益。转基因种子附加值较高，种植收益显著高于普通杂交种，转基因种子销售价格抬升将推动行业扩容。国内棉花转基因已商用多年，大豆以进口为主，玉米成为转基因推广的主要突破口，从当

前国内的转基因技术来看，转基因抗虫玉米有望带来约 10% 的亩产提升，能够在一定程度上减少国家对于粮食进口的依赖，为我国种业带来可观增量空间。

4) 生物育种将提升我国种业的门槛和集中度，优质种业龙头企业迎布局良机

生物育种商业化将提高我国种子行业门槛，从而提升行业的集中度。国内种子企业主要集中于制种环节，生物育种企业较少。国内大部分种业公司在做小规模的分 子辅助育种，大部分基层农科院、科研院所仍以传统育种为主；部分领先“育繁推一体化”种业上市公司现处于育种 3.0-4.0 时代，其中，分子育种技术已广泛用于水稻种质资源创新与品种培育。在转基因等生物育种商业化的预期增强的情况下，科研实力行业领先、性状储备丰富、品种实力强劲、渠道布局完善、资金实力雄厚的种企积极向上探索生物育种，将凭借其先发优势在行业中获得更高的市占率。

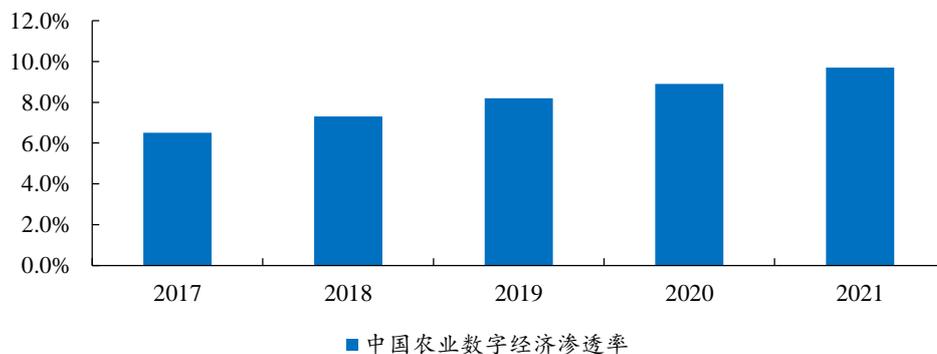
“培育具有国际竞争力的种业龙头企业”亦被列入“十四五规划”农业发展目标，我国将持续强调保护种质资源基础、加快实施农业生物育种重大科技项目、加大种业知识产权保护力度，为优质育种企业提供更好的成长环境。在政策支持、市场需求引导与跨学科技术交叉融合等因素驱动下，中国种业行业集中度将持续提升，市场规模将迎来较大增长。

5) 农业数字化具有较大的发展空间

目前中国农业面临土地资源紧缺、生态环境压力增加、劳动力缺乏与老龄化等痛点，以农业 4.0 为发展方向的农业数字化升级与转型成为当务之急。农业 4.0 运用物联网、云计算、大数据、人工智能等技术，构建高度智能、高度协同、高度精准的农业生态体系，使农业实现更低的生产成本、更合理的资源结构、更高效的流通渠道，同时兼具环保与可持续发展的重任。

2017 年至 2021 年，中国农业数字经济渗透率从 6.5% 上升至 9.7%，实现稳步增长，但相较于工业与服务业，仍处于较为落后的水平。2021 年 2 月，《中共中央关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》出台，为中国乡村振兴战略加速实施奠定了政策基础，农业数字化的推进将呈现加速的趋势。“十四五”时期是我国农业数字化转型的关键期，诸多关键数字技术将走向成熟，农业数字技术的适农性将不断强化，应用手段更加丰富、范围更加广阔，产业化和市场化水平稳步提升。在农业 4.0 的发展背景下，未来十年中国农业将重点推进数字化、产业化技术在生产、加工、流动等环节的应用。

图18：2017-2021 年，中国农业数字经济渗透率从 6.5% 上升至 9.7%



数据来源：中国信通院、公司招股书、开源证券研究所

我国是种质资源大国，虽然总体上我国农业生产用种安全有保障、风险可控，但在一些品种、环节和领域还存在短板，建设先进的数字化种质资源平台是夯实种质资源基础的关键。统一、完善的数字化种子基因资源平台是加速新品种培育的核心。作物基因组数据庞大，传统的新品种培育都是通过杂交把不同品种的优良基因组合在一起，为此，育种专家往往需要进行大量组配组合，通过人工选择的方式耗时较长。作物种质资源是改良品种的基因来源，也是培育优质高产作物的物质基础。世界各国政府和国际组织都从战略高度重视作物遗传资源多样性的收集保存工作。

引入数字化基因数据库，结合超级计算机综合基因型、表型和环境等因素建立模型，并利用人工智能 AI 技术等可帮助育种专家快速找到最佳的组配方式。将作物的基因变成数据存储起来，可以让生物育种更精准、更高效。为解决我国优异种质资源精准鉴定挖掘不够等短板，缩短与国际先进水平差距，建立完备的数字化种质资源、基因资源平台，利用好人工智能、大数据、基因工程等先进技术，将助力良种培育，打赢种业翻身仗。

2.2、玉米种子市场：2021 年我国杂交玉米种子市场规模为 312 亿元

玉米是我国重要的粮食作物、饲料作物，是食品、化工、燃料、医药等行业的重要原料，其生产关系到国家粮食安全，对国民经济具有重要意义。我国已由玉米净进口逐步转为供求平衡或略有结余，优良玉米品种的选育与推广应用对产量的提高发挥了重要作用。玉米种子是我国用种面积、市场规模最大的农作物种子。玉米种业的健康发展对保障国家粮食安全和农产品有效供给具有重要意义。

种子市场规模约等于农作物用种面积、每亩用种量、种子商品化率和种子价格的积数。我国玉米种子基本为杂交种，杂交种继承父母本的优良性状，且产量一般远高于父母本，但杂交优势只限一代，后代会出现性状分离，故需每年制种，目前我国玉米种子商品化率接近 100%。

图19：2021 年我国杂交玉米种子市场规模为 312 亿元



数据来源：《2022 年中国农作物种业发展报告》、公司招股书、开源证券研究所

我国玉米种子行业现状如下：

1) 扩大玉米种植面积为当前政策导向，但耕地面积提升空间有限，优质种子为实现粮食增产的根基

我国玉米种子商品化率接近 100%。故玉米种植面积的增加对种子需求有直接的拉动作用。玉米是我国生产面积最大的粮食作物，在粮食安全中具有重要战略地位。我国玉米种植分布广泛，优势区域主要分布在东北经黄淮海向西南西北延伸的广阔地区，主要包括东华北春播区、黄淮海夏播区、西南山地玉米区和西北旱地玉米区。

2008 年，为了提高农户玉米生产积极性，我国在东北三省和内蒙古自治区实施玉米临时收储政策，每年按一定的收购价格向农户收购玉米，并逐年提高玉米的临储收购价。临时收储政策提升了农民种植玉米的积极性。据国家统计局数据，2008 年至 2015 年，我国玉米播种面积不断增加，从 4.65 亿亩增至 6.75 亿亩。

因玉米播种面积的持续扩张，我国玉米出现了供过于求的情况。为解决这一现象，2015 年 9 月起，国家首次下调玉米的临储收购价，释放玉米收储改革信号。同年 11 月，原农业部下发《关于“镰刀湾”地区玉米结构调整的指导意见》，提出力争“镰刀湾”地区减产 5,000 万亩以上，以优化种植结构和区域布局。2016 年，我国出台了一系列优化玉米供需结构的政策，取消了临时收储政策，实施“市场化收购加补贴”的新模式，玉米供给侧改革正式开始，玉米价格开始回落，播种面积持续下降，于 2020 年降至 6.19 亿亩。

2021 年，农业农村部发布《关于落实好党中央、国务院 2021 年农业农村重点工作部署的实施意见》，明确要求东北和黄淮海地区增加玉米种植面积 1,000 万亩以上，黑龙江省明确扩大种植面积，目标 9,000 万亩以上。随着玉米种植热度回升，玉米种子需求旺盛。根据国家统计局数据，2021 年全国玉米种植面积回升至 6.50 亿亩。

图20：2021年全国玉米种植面积回升至6.50亿亩



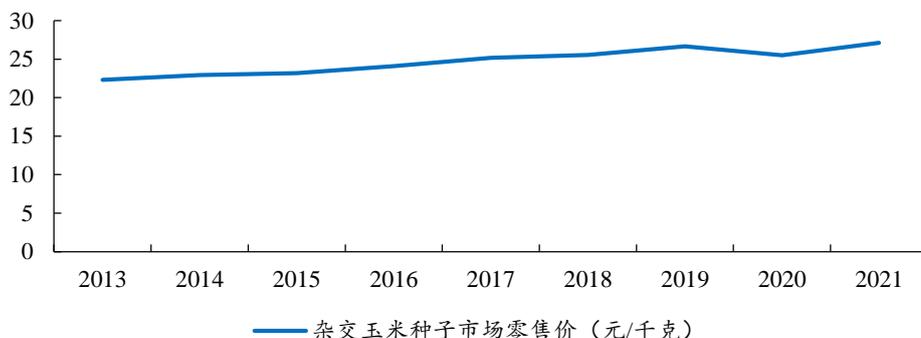
数据来源：国家统计局《2022年中国统计年鉴》、公司招股书、开源证券研究所

在耕地面积有限的背景下，新一轮粮食产能提升行动中优质种子为实现粮食增产的根基，叠加粮食最低收购价提高、生产者补贴等措施逐步落地，将提升农民种粮收益和种植积极性，优质种子需求有望提振。

2) 玉米市场供需紧平衡，玉米种子价格有望提升

近年来，我国的玉米种子市场零售价稳中有升。2013-2021年期间，我国杂交玉米制种量连年低于需种量，我国的玉米种子市场零售价从 22.33 元/千克升至 27.11 元/千克。

图21：2013-2021年，我国的玉米种子市场零售价从 22.33 元/千克升至 27.11 元/千克



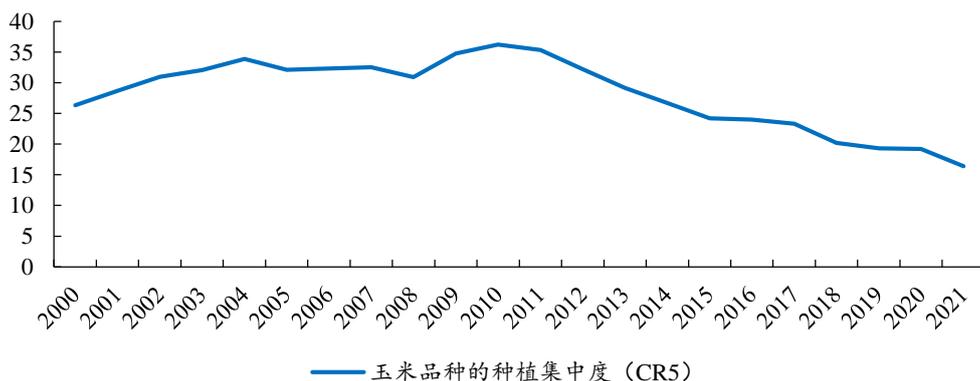
数据来源：《2022年中国农作物种业发展报告》、公司招股书、开源证券研究所

2021年7月，《种业振兴行动方案》颁布，粮食大宗价格持续高位，农民种粮意愿上升，玉米种子的库存和供需关系有所优化，推动玉米种业景气。据全国农技中心预测，2022年杂交玉米种子需种量达 11.5 亿公斤，2022年玉米种子期末库存仅 3.5 亿公斤。玉米种子整体供需格局持续偏紧，国内玉米价格有望维持高位。

3) 玉米品种集中度呈现显著阶段性特征

我国玉米品种前五名呈现显著的阶段性特征。2000年到2010年连续波动上升；从2010年的36.24%逐年下降至2021年的16.39%，为近20年最低点。

图22：2021年我国玉米品种前五名集中度为 16.39% (%)



数据来源：《2022年中国农作物种业发展报告》、公司招股书、开源证券研究所

4) 优良品种稀缺，种企创新动力不足

尽管玉米品种繁多，但能广泛应用推广的品种数量十分有限。在政策鼓励下，通过相关部门审定后的玉米品种增速很快。在省级审定中同一品种的审定次数越多，可以推广的省份就越多，说明该品种的适应区域广。截至2020年，通过审定的 14,121 个玉米品种中，86%的品种只获得一次审定，仅有不足 0.72%的品种获得了 5 次以上

的审定，表明仅有极少数玉米品种在多地获得推广应用。同时，获得大面积种植的品种类目依然稀缺。

另一方面，由于我国在品种权保护方面的制度探索起步较晚，相关法制保障尚不健全，假冒套牌现象时有发生，种子企业创新意愿严重受损，使得市场缺乏突破性品种。郑单 958 已连续 5 年排名全国推广面积第一，其余领先品种先玉 335、京科 968、登海 605 等 5 年间也未出现被替代的趋势，核心玉米品种更新换代几乎停滞。转基因技术能解决当前玉米品种瓶颈问题，是下一代玉米创新育种的重要发展方向。

3、看点：主打品种主要销售区域市占率 6%，募投预计新增营收 4.25 亿元

3.1、良品率：康农种业玉米种子发芽率远高于 85% 的质量标准

在禾谷种子国标中规定的四项质量标准中，与玉米种子质量核心相关的指标为种子发芽率，这一指标也是决定终端种植户在播种种植过程中作物产率和产品播种价值的核心指标。

表6：发芽率为决定作物产率和产品播种价值的核心指标

种子类别	纯度	净度	发芽率	水分
非单粒播种	≥96%	≥99%	≥85%	≤13.0%
单粒播种	≥97%	≥99%	≥93%	≤13.0%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

为确保对外销售的杂交玉米种子质量合格，康农种业在种子精选加工后对各批次玉米种子均进行取样检测，质量合格后方可进行产成品入库及后续的对外销售。2020 年至 2023H1 公司各主要品种玉米种子产品发芽率均基本保持稳定且远高于禾谷种子国标中规定的发芽率不低于 85% 的质量标准。

表7：康农种业玉米种子发芽率远高于禾谷种子国标中规定的不低于 85% 质量标准

种子类别	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-6 月
富农玉 6 号	96.7%	96.0%	96.8%	96.0%
康农 2 号	94.6%	92.5%	93.3%	92.5%
康农玉 007	91.8%	94.5%	94.9%	93.7%
康农玉 999	91.7%	92.6%	92.5%	92.0%
康农玉 109	未生产	92.8%	91.0%	未生产
长陵 4 号	96.0%	95.8%	91.5%	未生产

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

在产品质量方面，同行业可比公司的杂交玉米种子产品质量均应至少按照禾谷种子国标执行，经检索公开披露信息，同行业可比公司均未披露其内部制定的企业标准，亦未披露其产成品入库质检过程中的合格率或良品率情况。

根据《农作物中国种子标签和使用说明管理办法》的规定，农作物种子标签应包含质量指标，具体包括品种纯度、净度、发芽率和水分等，经检索市场上销售的同类产品，其产品标签中标注的产品质量标准与康农种业无明显差别。

表8：康农种业玉米种子质量标准与其他可比公司相比无明显差异

可比公司	品种	纯度	净度	发芽率	水分
非单粒播种产品					
川单种业	川单 99	≥96%	>99%	≥85%	≤13.0%
惠民农业	惠民 380	≥96%	>99%	≥85%	<13.0%
隆平高科	隆平 243	≥96%	>99%	≥85%	<13.0%
康农种业	康农 2 号	≥96%	>99%	≥85%	≤13.0%
单粒播种产品					
金苑种业	伟科 702	≥97%	≥99%	≥93%	<13.0%

可比公司	品种	纯度	净度	发芽率	水分
登海种业	登海 1883	≥97%	>99%	≥93%	≤13.0%
万向德农	京科 999	≥97%	>99%	>93%	≤13.0%
河北种业	先达 7037	≥97%	>99%	>93%	≤13.0%
康农种业	豫单 883	≥97%	>99%	≥93%	≤13.0%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、市场地位：国家玉米种子补短板阵型企业，该阵型 14 家企业之一

康农种业作为湖北省农业产业化重点龙头企业，自成立以来一直深耕于我国西南地区，自 2017 起成为“育繁推一体化”种业企业，自 2016 年起连续被评为中国种业 AAA 级信用企业，2022 年被认定为湖北省专精特新“小巨人”企业。2022 年 7 月，农业农村部办公厅发布《关于扶持国家种业阵型企业发展的通知》，被认定为国家玉米种子补短板阵型企业，是入选该阵型的 14 家企业之一，说明公司在玉米种子领域技术水平已经处于全国相对领先水平。

种子行业无公开行业排名，因此无法定量确定康农种业在行业中的市场排名。根据《2022 年中国农作物发展报告》统计数据，我国 2021 年玉米种子使用总量为 115,051 万公斤，康农种业销售玉米种子 829.86 万公斤，按玉米种子使用量计算市场占有率为 0.72%，考虑到我国玉米种子市场参与者众多，竞争较为激烈，因此公司市场占有率虽然低于隆平高科、登海种业等大型企业，但是在行业内中型企业中仍处于较高水平。

2022 年度，康农种业销售玉米种子 1,030.49 万公斤，同比增长 24.18%，考虑到我国 2022 年度玉米种植面积较 2021 年度变化不大且单亩用种量亦不会存在较大差异，因此估算公司玉米种子 2022 年度市场占有率将进一步提升至 0.9% 左右的水平。

表9：2021 年康农种业市场占有率为 0.72%

序号	公司	2021 年度玉米种子销售额(万元)	2021 年度玉米种子销售量(万公斤)	市场占有率
1	隆平高科	101,482.72	无公开数据	-
2	登海种业	97,839.81	无公开数据	-
3	垦丰种业	35,476.80	1,308.95	1.14%
4	万向德农	21,425.21	1,561.27	1.36%
5	秋乐种业	21,502.73	1,656.03	1.44%
6	农发种业	21,847.56	2,208.28	1.92%
7	荃银高科	21,832.32	无公开数据	-
8	康农种业	13,177.81	829.86	0.72%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

西南山地玉米种植区和南方丘陵玉米种植区是我国第三和第四玉米种植区，市场规模较北方春播区和黄淮海夏播区存在一定差距，2021 年度，康农种业在主要经营区域内市场占有率为 4.84%，在传统优势区域内已经建立起一定竞争优势和市场认可度。

表10：2021年度康农种业在主要经营区域内市场占有率为4.84%

省份	区域用种量(万公斤)	公司产品销量(万公斤)	市场占有率
云南	5,694.58	143.32	2.52%
四川	5,298.53	257.79	4.87%
重庆	778.87	37.37	4.80%
贵州	1,122.82	120.66	10.75%
湖北	2,082.17	146.98	7.06%
湖南	1,085.45	70.91	6.53%
合计	16,062.42	777.03	4.84%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

假设2022年度各主要区域用种量与2021年度保持一致，在西南山地区和南方丘陵区玉米种子品种较为分散的大背景下，2022年公司富农玉6号、康农2号、康农玉007和康农玉999等主打品种在主要销售区域内（即云南、四川、重庆、贵州、湖南、湖北六个省市）的市场占有率均超过了0.5%的水平，全部产品的市场占有率达到5.97%，说明公司产品在对应区域已经具有了较强的竞争力。

表11：康农种业主要品种产品在主要销售区域内的市场占有率情况为5.97%

品种	销售量(万公斤)	市场占有率
富农玉6号	142.48	0.89%
康农2号	94.11	0.59%
康农玉007	108.61	0.68%
康农玉999	103.87	0.65%
康农玉109	59.40	0.37%
公司全部产品	958.26	5.97%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.3、募投：玉米种子产能达2.5万吨，拟新增营收4.25亿元

➤ 年产2.5万吨杂交玉米种子生产基地项目

康农种业现有的玉米加工基地的加工效率、仓储能力已不能满足种子加工生产的需求，公司设立全资子公司康农宁夏作为本次募投项目的实施主体，拟在宁夏回族自治区青铜峡市建设种子加工生产线、种子仓库及辅助工程设施。通过引进国际先进种子加工生产线，辅以自动化、智能化升级改造，以实现种子流转全程机械化及数据实时采集，有效提升种子加工效率、延长种子存储周期。本项目建成后，年加工、贮藏玉米种子能力将达到2.5万吨，较大幅提升公司加工仓储能力。

项目预计建设周期为2年，第3年开始部分投产，第5年实现达产。预计项目完全达产年均新增收入42,500.00万元。

表12：达产后年加工、贮藏玉米种子能力将达2.5万吨，拟新增年均营收4.25亿元

序号	项目名称	总投资规模(万元)	拟使用募集资金金额(万元)	建设情况
1	年产2.5万吨杂交玉米种子生产基地项目	24,948.40	22,898.40	2年
2	补充流动资金	5,000.00	5,000.00	不适用

序号	项目名称	总投资规模 (万元)	拟使用募集资金 金额 (万元)	建设情况
	合计	29,948.40	27,898.40	

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

4、估值对比：同行可比公司 PE 2022 均值为 37.9X

康农种业目前选取隆平高科、荃银高科、登海种业、秋乐种业、金苑种业及万向德农作为同行可比公司。

表13：康农种业目前选取隆平高科、荃银高科及登海种业作为同行可比公司

公司名称/股票代码	公司简介
隆平高科 (000998.SZ)	隆平高科成立于1999年，于2000年在深圳证券交易所主板上市。该公司业务涵盖“种业运营”和“农业服务”两大体系。种子业务方面，该公司水稻、玉米、蔬菜、食葵、谷子等核心品类全球领先，小麦、棉花、油菜、马铃薯等品类快速发展；农业服务方面，新型职业农民培训、精准种植技术服务、耕地修复与开发、品质粮交易平台、品牌农业、农业金融等齐头并进。该公司主营的玉米品种包括联创808、中科玉505、裕丰303、隆平206等。
荃银高科 (300087.SZ)	荃银高科成立于2002年，于2010年在深圳证券交易所创业板上市，是安徽省农业产业化龙头企业。该公司主要从事优良水稻、玉米、小麦等主要农作物种子的研发、繁育、推广及服务业务。该公司主要经营的玉米品种包括荃优822、荃优丝苗、荃优华占、徽两优898等。
登海种业 (002041.SZ)	登海种业成立于2000年，于2005年在深圳证券交易所主板上市。该公司长期从事科研开发紧凑型玉米杂交种，获得多项发明专利和多项植物新品种权。该公司的主要产品包括玉米杂交种、蔬菜杂交种、花卉种苗、小麦种、水稻种。该公司主要经营的玉米品种包括登海605、登海618、先玉335、良玉99等。
秋乐种业 (831087.BJ)	秋乐种业是农业部首批32家“育繁推一体化”种业企业之一，是河南省农业产业化龙头企业，主要从事玉米、花生、小麦等农作物品种的研发、繁育、加工、推广和技术服务，该公司主要经营的玉米品种包括秋乐368、秋乐618、豫研1501等。
金苑种业 (873749.NQ)	金苑种业成立于2004年，于2022年在股转系统挂牌，是一家运用现代生物技术、大数据信息化技术等现代农业技术，培育玉米、小麦等主要农作物新品种的现代生物育种企业。该公司主要经营的玉米种子为伟科702、郑原玉432、Z658等。
万向德农 (600371.SH)	万向德农成立于1995年，于2002年在上海证券交易所主板上市。该公司从事的主要业务为玉米、小麦、油菜种子的研发、生产、销售。该公司主要经营的玉米品种包括京科968、德单5号、德单123等。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

康农种业虽然与主要竞争对手相比在营业收入、净利润水平方面尚存在一定差距，但充分发挥自身种子品种优势、提高员工效率，因此归母净利润率在同行业可比公司中处于相对较高水平。

表14：康农种业归母净利润率在同行业可比公司中处于相对较高水平

科目	公司名称	2020年度	2021年度	2022年度	2023年1-6月
营业收入（万元）	隆平高科	329,052.77	350,344.25	368,880.57	178,493.31
	荃银高科	160,170.91	252,077.28	349,054.48	107,992.01
	登海种业	90,074.40	110,072.70	132,579.40	48,319.71
	秋乐种业	27,171.83	33,856.59	43,754.41	10,960.15
	金苑种业	24,833.91	28,762.20	30,009.22	6,262.11

科目	公司名称	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-6 月
归属母公司股东的净利润 (万元)	万向德农	24,005.82	22,169.71	23,497.17	14,162.79
	康农种业	11,235.49	14,166.52	19,762.42	4,723.21
	隆平高科	11,590.29	6,244.74	-87,646.61	-14,469.00
	荃银高科	13,344.78	16,904.53	23,334.00	3,942.00
	登海种业	10,195.55	23,279.88	25,322.01	7,457.63
	秋乐种业	2,064.54	4,007.40	6,171.93	712.72
	金苑种业	5,231.21	5,737.88	6,504.66	-429.36
	万向德农	5,520.06	3,794.77	7,197.28	4,304.93
	康农种业	3,949.90	4,276.96	4,133.90	1,063.96
	归母净利润率	隆平高科	3.52%	1.78%	-23.76%
荃银高科		8.33%	6.71%	6.68%	3.65%
登海种业		11.32%	21.15%	19.10%	15.43%
秋乐种业		7.60%	11.84%	14.11%	6.50%
金苑种业		21.06%	19.95%	21.68%	-6.86%
万向德农		22.99%	17.12%	30.63%	30.40%
康农种业		35.16%	30.19%	20.92%	22.53%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

康农种业同行可比公司 PE 2022 均值为 37.9X。康农种业现已形成了以玉米种子为核心，魔芋种子和中药材种苗为辅的多元产品结构，并被认定为国家玉米种子补短板阵型企业，是入选该阵型的 14 家企业之一。考虑到公司技术及品牌优势，有望进一步提高行业渗透率，建议关注。

表15：康农种业同行可比公司 PE 2022 均值为 37.9X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE 2022	PE TTM	2022 年营收/亿元	2022 年归母净利润/万元	2022 年毛利率	2022 年研发费用率
荃银高科	300087	77.30	33.13	37.50	34.91	23334.00	26.84%	2.77%
登海种业	2041	110.97	43.82	46.97	13.26	25322.01	31.89%	3.75%
秋乐种业	831087	19.25	31.18	27.02	4.38	6171.93	32.75%	3.01%
万向德农	600371	31.13	43.25	45.74	2.35	7197.28	47.76%	6.19%
均值		59.66	37.85	39.31	13.72	15506.31	34.81%	3.93%
中值		54.22	38.19	41.62	8.82	15265.64	32.32%	3.38%
康农种业	837403				1.98	4133.90	31.33%	4.12%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 20240106

5、风险提示

收入结构单一风险、业务地域集中风险、品种迭代风险、新股破发风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

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

北京

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

西安

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