

丰乐种业（000713.SZ）

买入

2023 年报及 2024 一季报点评：种子业务维持增长，农化业务短期承压

核心观点

种子业务维持增长，农化业务短期承压。公司 2023 年实现营业收入 31.14 亿元，同比+3.61%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.40 亿元，同比-31.62%，利润同比承压明显的原因一方面系国内化药产品价格下降导致农化业务盈利下滑，另一方面系外部环境较差、合成薄荷脑冲击导致香料产品盈利下降。（1）**分季度来看：**24Q1 公司实现营业收入 5.80 亿元，同比-5.63%，实现归属于母公司所有者的净利润-0.14 亿元，同比-271.43%。（2）**分业务来看：**公司种子业务 2023 年实现营业收入 8.84 亿元，同比+34.22%（其中玉米/水稻/小麦种子收入同比增速分别为+35%/+37%/+37%），毛利率为 28.60%，同比-1.13pct。公司农化业务 2023 年实现营业收入 19.28 亿元，同比-6.66%（其中原药/制剂/化肥收入同比增速分别为-61%/+17%/+4%），毛利率为 6.07%，同比-1.08pct（其中原药/制剂/化肥毛利率分别为-3%/+13%/+3%，分别同比-4/-3/-2pct）。

公司转基因玉米品种首批过审，有望受益转基因商业化落地。截至目前，丰乐种业子公司四川同路旗下已有 2 个转基因玉米品种获批，分别为铁 391K、奥美 95D。未来随国内转基因玉米种植快速渗透，公司主力品种依靠先发优势，销售规模和市占率水平有望进一步提升。

国投集团拟入主，技术赋能、资源整合可期待。国投集团拟新设境内全资子公司国投种业受让丰乐种业 20%股权，届时公司控股股东变更为国投种业，国务院国资委将成为公司实际控制人，目前该事项已获得国务院国资委批复。国投集团作为中央直接管理的国有重要骨干企业，已通过国投创益对央企乡村产业基金的市场化运作实现了对国内主要转基因性状公司的覆盖，未来计划在国投种业收购丰乐种业后，将丰乐种业作为种业发展运营、资本运作和资源聚集的主要平台，从而在现有生物育种领域布局基础上进一步延伸，打造具有国际竞争力的大型种业集团，更好地服务国家粮食安全战略。

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；国投集团收购进度不及预期的风险。

投资建议：公司玉米种子业务未来有望背靠新股东资源得到进一步强化并充分受益转基因玉米商业化推广，但考虑到公司农化业务或因行情低迷、竞争加剧而承压，我们下调公司 2024-2025 年归属母公司净利润预测为 0.6/0.8 亿元（原为 1.0/1.3 亿元），预测 2026 年归母净利润为 1.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.10/0.14/0.20 元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,005	3,114	3,318	3,496	3,685
(+/-%)	14.8%	3.6%	6.6%	5.4%	5.4%
净利润(百万元)	59	40	59	84	120
(+/-%)	-67.9%	-31.6%	47.3%	41.8%	43.2%
每股收益(元)	0.10	0.07	0.10	0.14	0.20
EBIT Margin	1.9%	1.5%	2.2%	2.7%	3.6%
净资产收益率(ROE)	3.1%	2.1%	3.0%	4.1%	5.6%
市盈率(PE)	66.3	97.0	65.8	46.4	32.4
EV/EBITDA	34.9	36.9	32.0	26.0	20.9
市净率(PB)	2.03	2.00	1.96	1.90	1.82

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·财报点评

农林牧渔·种植业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@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(维持)
合理估值	
收盘价	6.35 元
总市值/流通市值	3899/3899 百万元
52 周最高价/最低价	10.09/5.73 元
近 3 个月日均成交额	65.43 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

《丰乐种业（000713.SZ）-2023 年三季报点评：种子业务维持较快增长，Q3 末合同负债同比+22%》——2023-10-29

《丰乐种业（000713.SZ）-2023 年中报点评：种子业务延续增长，上半年收入同比+7%》——2023-08-28

《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》——2023-05-24

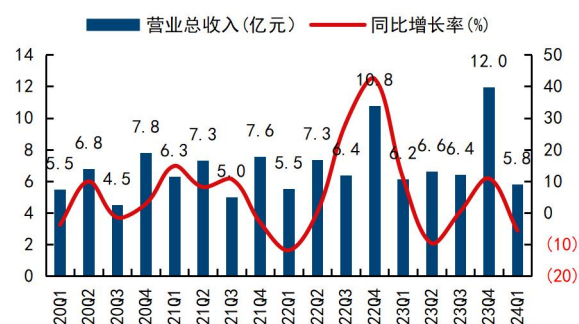
种子业务维持增长，农化业务短期承压。公司 2023 年实现营业收入 31.14 亿元，同比+3.61%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.40 亿元，同比-31.62%，利润同比承压明显的原因一方面系国内化药产品价格下降导致农化业务盈利下滑，另一方面系外部环境较差、合成薄荷脑冲击导致香料产品盈利下降。（1）分季度来看：24Q1 公司实现营业收入 5.80 亿元，同比-5.63%，实现归属于母公司所有者的净利润-0.14 亿元，同比-271.43%。（2）分业务来看：公司种子业务 2023 年实现营业收入 8.84 亿元，同比+34.22%（其中玉米/水稻/小麦种子收入同比增速分别为+35%/+37%/+37%），毛利率为 28.60%，同比-1.13pct。公司农化业务 2023 年实现营业收入 19.28 亿元，同比-6.66%（其中原药/制剂/化肥收入同比增速分别为-61%/+17%/+4%），毛利率为 6.07%，同比-1.08pct（其中原药/制剂/化肥毛利率分别为-3%/+13%/+3%，分别同比-4/-3/-2pct）。

图1：丰乐种业营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：丰乐种业单季营业收入及增速



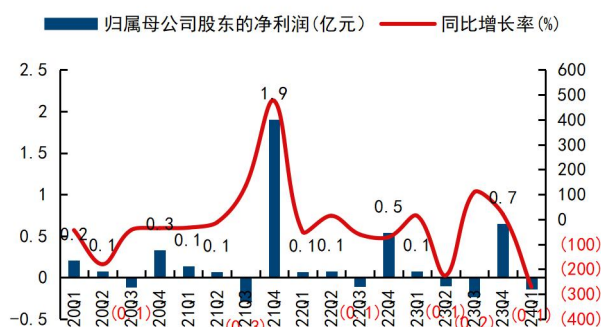
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：丰乐种业归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

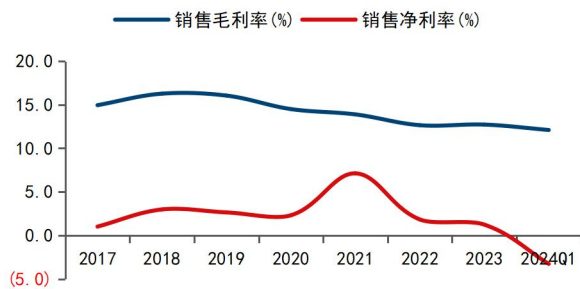
图4：丰乐种业单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

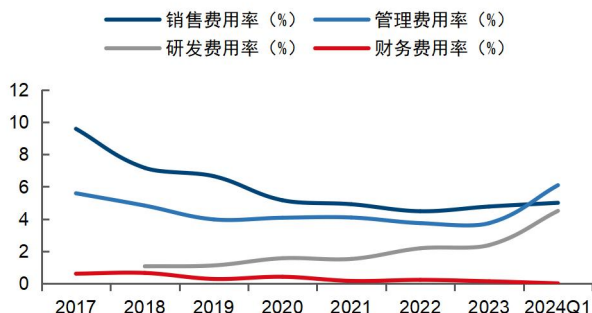
利润率短期承压，费用率有所增加。公司 2023 年销售毛利率 12.72%，同比+0.07pct；销售净利率 1.24%，同比-0.59pct，主要系农化业务、香料业务毛利率下滑且费用率有所增加，24Q1 公司毛利率降至 12.10%，净利率降至-3.27%。费用方面，公司 2023 年销售费用率 4.77%（同比+0.29pct）；管理费用率 3.74%（同比持平）；研发费用率 2.38%（同比+0.19pct）。三项费用率合计 10.89%，同比+0.49pct。

图5: 丰乐种业毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

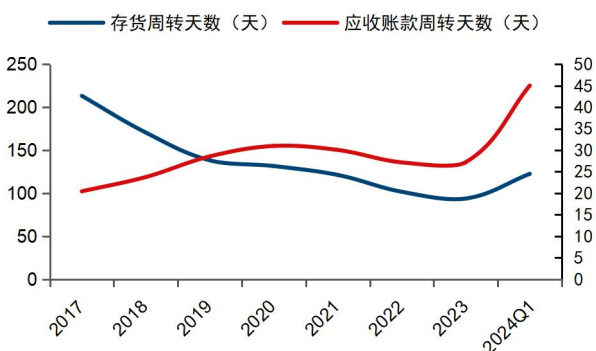
图6: 丰乐种业费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

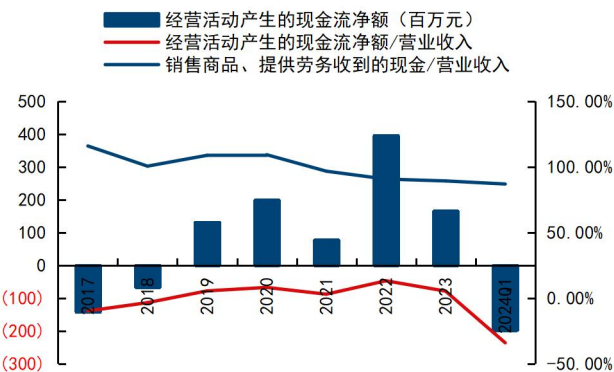
经营性现金流维持稳健，资产周转速度维持合理水平。公司 2023 年经营性现金流净额 1.66 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为 5.32%（同比-7.86pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 89.31%（同比-1.41pct）。在主要流动资产周转方面，2023 年公司存货天数达 94 天（同比-8%），应收账款周转天数达 27 天（同比+0.2%）。

图7: 丰乐种业主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 丰乐种业经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司玉米种子业务未来有望背靠新股东资源得到进一步强化并充分受益转基因玉米商业化推广，但考虑到公司农化业务或因行情低迷、竞争加剧而承压，我们下调公司 2024-2025 年归属母公司净利润预测为 0.6/0.8 亿元（原为 1.0/1.3 亿元），预测 2026 年归母净利润为 1.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.10/0.14/0.20 元，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	23A	24E	25E	23A	24E	25E	
000998	隆平高科	12.06	158.83	0.15	0.38	0.49	80	32	25	买入
300087	荃银高科	7.50	71.05	0.29	0.36	0.44	26	21	17	未评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 (注: 荃银高科盈利预测参考 wind 一致预测)

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	174	145	154	187	231	营业收入	3005	3114	3318	3496	3685
应收款项	251	239	264	268	273	营业成本	2625	2718	2866	2986	3113
存货净额	701	716	693	679	686	营业税金及附加	10	10	12	12	13
其他流动资产	427	440	470	495	522	销售费用	135	149	176	195	206
流动资产合计	1553	1539	1581	1630	1710	管理费用	112	117	101	108	115
固定资产	655	750	803	860	899	研发费用	66	74	91	100	107
无形资产及其他	306	291	280	269	259	财务费用	7	4	4	3	2
投资性房地产	410	374	374	374	374	投资收益	6	8	5	7	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	8	14	(13)	(13)	(14)
资产总计	2924	2953	3038	3133	3242	其他收入	(68)	(100)	(91)	(100)	(107)
短期借款及交易性金融负债	76	5	9	6	6	营业利润	62	38	60	85	122
应付款项	247	250	252	271	279	营业外净收支	(4)	1	0	0	0
其他流动负债	470	466	505	527	544	利润总额	58	39	60	85	122
流动负债合计	794	722	766	803	830	所得税费用	3	0	3	4	6
长期借款及应付债券	64	139	139	139	139	少数股东损益	(4)	(2)	(2)	(3)	(5)
其他长期负债	42	43	45	46	47	归属于母公司净利润	59	40	59	84	120
长期负债合计	106	183	184	185	187	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	900	905	949	989	1017	净利润	59	40	59	84	120
少数股东权益	100	96	95	92	89	资产减值准备	(14)	6	5	1	1
股东权益	1924	1952	1994	2052	2137	折旧摊销	80	84	79	93	103
负债和股东权益总计	2924	2953	3038	3133	3242	公允价值变动损失	(8)	(14)	13	13	14
						财务费用	7	4	4	3	2
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	40	27	14	27	(8)
每股收益	0.10	0.07	0.10	0.14	0.20	其它	12	(7)	(7)	(4)	(5)
每股红利	0.03	0.03	0.03	0.04	0.06	经营活动现金流	169	137	164	215	226
每股净资产	3.13	3.18	3.25	3.34	3.48	资本开支	0	(161)	(140)	(154)	(147)
ROIC	3.74%	3.60%	3%	4%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	3.06%	2.06%	2.97%	4.09%	5.63%	投资活动现金流	2	(161)	(140)	(154)	(147)
毛利率	13%	13%	14%	15%	16%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBIT Margin	2%	1%	2%	3%	4%	负债净变化	64	75	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(21)	(18)	(18)	(25)	(36)
收入增长	15%	4%	7%	5%	5%	其它融资现金流	(213)	(119)	3	(2)	0
净利润增长率	-68%	-32%	47%	42%	43%	融资活动现金流	(125)	(4)	(15)	(28)	(36)
资产负债率	34%	34%	34%	34%	34%	现金净变动	45	(29)	9	33	43
股息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.9%	货币资金的期初余额	129	174	145	154	187
P/E	66.3	97.0	65.8	46.4	32.4	货币资金的期末余额	174	145	154	187	231
P/B	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	企业自由现金流	0	(4)	22	56	73
EV/EBITDA	34.9	36.9	32.0	26.0	20.9	权益自由现金流	0	(48)	21	50	71

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所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