

秋乐种业 (831087)

玉米种优质企业，新品种助力业务稳增长 增持 (首次)

2024年05月08日

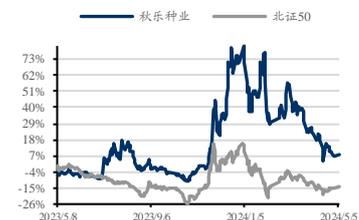
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	437.54	534.24	641.24	770.72	927.51
同比	29.23	22.10	20.03	20.19	20.34
归母净利润 (百万元)	61.72	79.42	100.80	122.90	148.87
同比	54.01	28.68	26.92	21.92	21.14
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.37	0.48	0.61	0.74	0.90
P/E (现价&最新摊薄)	19.41	15.08	11.88	9.75	8.05

投资要点

- **首批“育繁推一体化”企业，深耕种业二十余年：**公司拥有完备的“育繁推一体化”产业体系，是一家集玉米种子、小麦种子、花生种子等农作物种子的育种、扩繁、加工、推广、销售和技术服务于一体的生物育种创新企业。受我国玉米种子、小麦种子行业景气度提升，客户订单需求旺盛的影响，2023年公司实现营业收入5.34亿元，同比增长22.1%；归母净利润0.79亿元，同比增长28.7%。
- **种业市场前景广阔，国产集中度有望提升。**1) **全球市场：市场持续微增，行业集中度高。**全球种业市场规模逐年提升，预计2026年达578亿美元，2021-2026年CAGR为2.2%，全球种业主要集中在中美地区，行业集中度高，2021年CR5超50%。2) **国内市场：市场稳步增长，行业集中度有望上行：**预计到2026年我国种业市场规模将达893亿元，2021-2026年CAGR为6.2%。同时我国行业集中度目前较低，2021年CR5为18%，行业集中度有望进一步上行。其中玉米种子整体市场供过于求，优质品种供需较为紧张；小麦种子供不应求，市场前景广阔。
- **技术资源优势明显，优质品种提升公司核心竞争力：**1) **市占率位于行业前列。**2021年公司市占率为1.44%，在行业内处于较高水平；2) **背景优势明显，技术竞争力强劲。**公司实控人为河南省农业科学院，技术人才储备充足，同时研究成果可及时转化，另外张新友院士为公司创始人兼前董事长，技术资源优势明显；3) **聚焦研发创新，募投项目有望增强公司商业化育种能力。**研发费用逐年增加，2020-2023年公司研发费用从939.0万元增长到了1,831.6万元。募投项目聚焦生物育种研发，进一步完善自身的商业化育种体系。2023年，公司自主研发的秋乐368玉米种、秋乐618玉米种等植物新品种具有较强的品种先进性，具备较强的市场竞争力和较高的市场认可度，有望推动公司业务持续增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润为1.01/1.23/1.49亿元，同比+27%/22%/21%，对应PE为12/10/8倍，考虑公司玉米种优质品种有望提升公司核心竞争力，小麦种贡献新增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、客户拓展不及预期。

证券分析师 朱洁羽
执业证书：S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
执业证书：S0600522100003
yishsh@dwzq.com.cn
研究助理 余慧勇
执业证书：S0600122080038
yuhy@dwzq.com.cn
研究助理 钱尧天
执业证书：S0600122120031
qianyt@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
执业证书：S0600123070027
xuelx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.29
一年最低/最高价	6.01/15.29
市净率(倍)	2.21
流通A股市值(百万元)	518.68
总市值(百万元)	1,204.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.30
资产负债率(%,LF)	34.40
总股本(百万股)	165.20
流通A股(百万股)	71.15

相关研究

内容目录

1. 秋乐种业：农业产业化省龙头企业	4
1.1. 玉米种子业务起家，深耕种业二十余年。	4
1.2. 以玉米种子为基，公司产品涵盖玉米、小麦、花生等众多经济作物	6
1.3. 经营成果显著，营收和净利润规模逐年提升	7
2. 种业市场前景广阔，国产集中度有望提升	10
2.1. 全球市场：种业市场规模逐年提升，行业竞争激烈	10
2.2. 国内市场：增长潜力大，预计 2021-2026 年市场规模 CAGR 为 6.2%	11
2.2.1. 我国种业市场规模大集中度低，政策支持+生物育种发展有望提升集中度	11
2.2.2. 玉米：整体供过于求，部分优质品种供需较为紧张。	13
2.2.3. 小麦：市值整体呈波动上升趋势，小麦粮食市场产不足需	15
3. 技术资源优势明显，优质品种提升公司核心竞争力	17
3.1. 市占率位居行业前列	17
3.2. 股东背景优势明显，创始人为院士增强核心竞争力	17
3.3. 聚焦研发创新，募投项目有望增强公司商业化育种能力	17
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1. 盈利预测拆分	21
4.2. 估值对比及投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

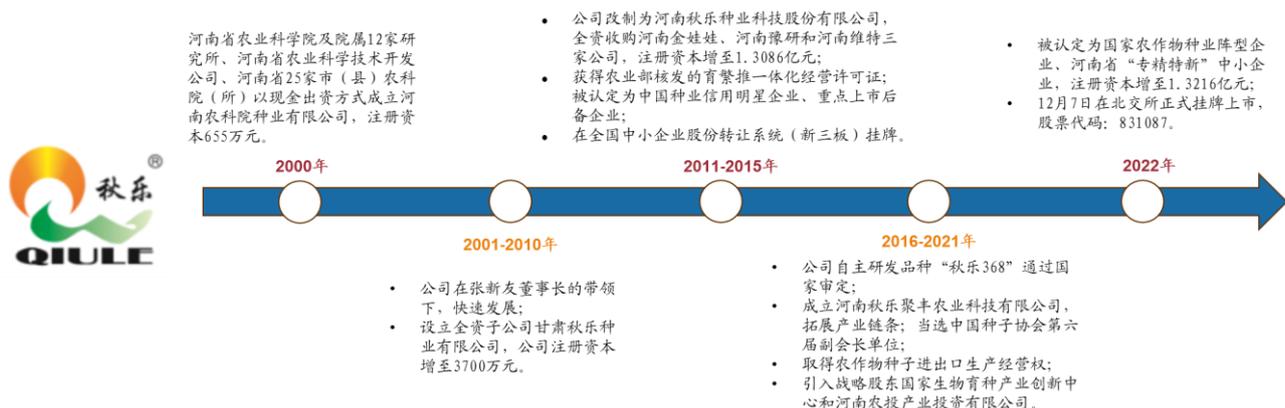
图 1:	秋乐种业发展历程.....	4
图 2:	股权结构清晰稳定 (截至 2024 年 4 月 19 日).....	5
图 3:	公司产品主要为玉米种子、小麦种子及花生种子.....	7
图 4:	营业收入持续攀升.....	8
图 5:	归母净利润增长较快.....	8
图 6:	公司营收以玉米为基.....	8
图 7:	小麦营收占比逐渐增大.....	8
图 8:	公司盈利质量良好.....	9
图 9:	玉米种子毛利率最高.....	9
图 10:	费用管控能力较强.....	9
图 11:	预计全球种业市场规模 2021-2026 年 CAGR 为 2.2%.....	10
图 12:	2020 年全球种子市场份额.....	10
图 13:	2021 年全球种子企业市场份额分布.....	10
图 14:	预计中国种业市场规模 2026 年达 893 亿元.....	12
图 15:	2015-2021 年中国粮食作物播种面积.....	12
图 16:	2021 年各类农作物用种面积及其占比.....	12
图 17:	2021 年我国种子企业市场份额.....	13
图 18:	2012-2023 年我国种玉米种植面积.....	13
图 19:	2021 年玉米品种 CR5 为 16.39%.....	14
图 20:	2012-2021 年我国小麦种子市值.....	15
图 21:	2021 年中国小麦下游需求结构占比情况.....	16
图 22:	公司聚焦研发创新, 研发费用逐年增加.....	18
图 23:	秋乐种业盈利拆分.....	22
图 24:	可比公司估值对比 (截至 2024 年 5 月 7 日).....	23
表 1:	公司管理层行业经验丰富.....	6
表 2:	种子行业主要产业政策.....	11
表 3:	玉米市场供过于求.....	14
表 4:	公司市占率在行业内处于较高水平.....	17
表 5:	募投项目聚焦生物育种研发.....	18
表 6:	公司参与、完成了多项科研课题.....	19
表 7:	自研品种先进性明显.....	20

1. 秋乐种业：农业产业化省龙头企业

1.1. 玉米种子业务起家，深耕种业二十余年。

首批“育繁推一体化”企业，深耕种业二十余年。秋乐种业成立于2000年，是一家集玉米种子、小麦种子、花生种子等农作物种子的育种、扩繁、加工、推广、销售和技术服务于一体的生物育种创新企业。公司拥有完备的“育繁推一体化”产业体系，是农业部首批32家“育繁推一体化”企业之一，是高新技术企业。2022年7月，公司被农业农村部办公厅认定为国家农作物种业阵型企业。2022年12月7日，公司在北交所正式挂牌上市。

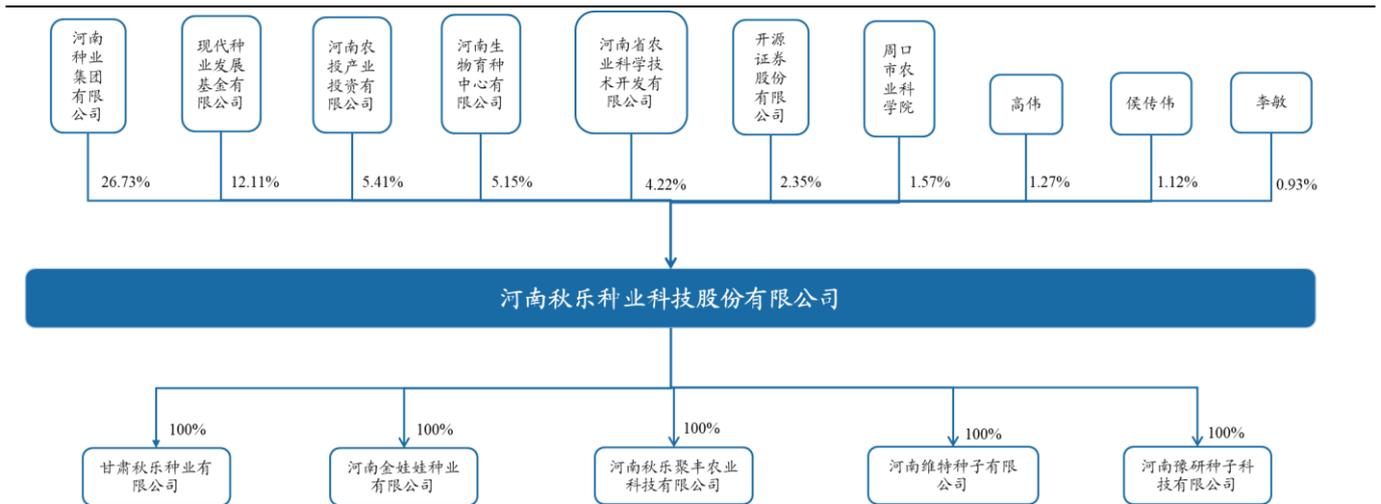
图1：秋乐种业发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构清晰稳定，河南省农业科学院为实际控制人。截至2024年4月19日，公司控股股东为河南种业集团有限公司，占公司股本比例26.73%，实际控制人为河南省农业科学院。秋乐种业子公司众多，其中河南金娃娃种业有限公司的主营业务为玉米种子的销售，河南维特种子有限公司的主营业务为小麦种子的销售，甘肃秋乐种业有限公司的主营业务为玉米杂交种生产。

图2: 股权结构清晰稳定 (截至 2024 年 4 月 19 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司组织架构稳定, 管理层行业经验丰富。公司管理层均从业多年, 行业经验较为丰富, 公司创始人张新友先生, 行业经验丰富, 研究经济作物多年, 于 2000 年 12 月创立秋乐种业, 并于 2015 年 12 月当选中国工程院院士。公司现任董事长侯传伟先生、董事、董秘兼财务负责人李敏女士、总经理张雪君先生、副总经理杨铭波先生、王瑞三先生, 均在行业深耕多年, 具备长远的行业眼光和充足的管理经验。

表1: 公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	履历
张新友	创始人	张新友先生，1963年8月出生，中国国籍，无境外永久居留权，汉族，博士研究生，研究员，2015年12月当选中国工程院院士，享受国务院特殊津贴。2000年7月至2015年8月，任河南省农业科学院副院长、党委委员；2015年8月至今，任河南省农业科学院院长、党委副书记；2018年7月至2023年12月，任河南生物育种中心有限公司董事长、总经理。张新友先生作为本公司创始人，于2000年12月创立秋乐种业，于2000年12月至2018年8月任秋乐种业董事长、法定代表人；2020年4月至2023年7月，任秋乐种业董事长。
侯传伟	董事长	侯传伟先生，1964年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，汉族，硕士学位，研究员。2014年4月至2017年2月，任河南省农业科学院粮食作物研究所所长；2014年9月至今，任河南省种子协会第7、8、9届副会长；2016年4月至今，任中国种子协会副会长；2017年12月至今，任种业集团董事；2016年1月至2018年8月，任秋乐种业董事兼总经理；2018年8月至2020年4月，任秋乐种业董事长兼总经理；2020年4月至今，任秋乐种业董事兼总经理；2022年12月至今，任种业集团董事长；2023年7月至今任秋乐种业董事长。
李敏	董事、财务负责人、董事会秘书	李敏女士，1969年11月出生，中国国籍，无境外永久居留权，学士学位，高级经济师。2012年3月至2013年1月，任秋乐种业董事长助理；2013年1月至2016年1月，任秋乐种业董事会秘书；2016年1月至2019年4月，任秋乐种业董事、董事会秘书；2019年4月至今，任秋乐种业董事、董事会秘书兼财务负责人。
张雪君	总经理	张雪君，男，1974年4月出生，中国国籍，无境外永久居留权，学士学位，推广研究员。2018年4月至2021年5月历任先正达集团中国（三北种业）销售副总、市场总监；2021年6月至2022年8月任北京金色阳光种业有限公司总经理；2022年8月至2023年8月任华通泰田农业科技有限公司董事长兼总经理；2023年10月至今任河南秋乐种业科技股份有限公司总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 以玉米种子为基，公司产品涵盖玉米、小麦、花生等众多经济作物

公司销售的农作物种子主要为玉米种子、小麦种子及花生种子。2022年，公司玉米种主要包括秋乐368玉米种、秋乐618玉米种、豫研1501玉米种、郑单958玉米种等；小麦种主要包括百农307小麦种、秋乐168小麦种等；花生种主要包括远杂9102花生

种、豫花系列花生种等。

图3: 公司产品主要为玉米种子、小麦种子及花生种子

产品分类	品种名称	品种名称及图式	品种来源	产品特点
玉米种子	秋乐368		自主研发	于2017年6月通过国家审定, 2020年7月获得植物新品种权。参加2016年绿色通道生产试验, 秋乐368平均亩产674.00千克, 比对照郑单958增产9.88%; 中抗镰孢茎腐病, 抗镰孢穗腐病。
	秋乐618		自主研发	于2019年8月通过河南省级农作物审定。2018年河南省生产试验平均亩产654.90千克, 比对照郑单958增产7.20%; 抗南方锈病, 中抗小斑病, 弯孢叶斑病和瘤黑粉病。
	豫研1501		自主研发	于2017年6月通过国家审定。2016年参加绿色通道生产试验, 平均亩产589.00千克, 比对照郑单958增产4.20%; 中抗穗腐病、茎腐病。
小麦种子	郑单958		受让取得	于2000年9月通过国家审定, 2002年1月获得植物新品种权, 2017年1月植物新品种权保护期已到期。1999年参加国家黄淮海组生产试验, 平均亩产587.10千克, 居首位, 29个试点中有27个试点增产, 有19个试点位居第一位, 在各省均比当地对照品种增产7%以上。结实性好秃尖轻, 雄穗花粉量大。抗大斑病、小斑病和黑粉病, 高抗矮花叶病, 抗倒伏, 较耐旱。
	百农307		授权经营	于2020年5月通过河南省级农作物审定, 2021年6月获得植物新品种权。2018~2019年度大区试验, 15点汇总, 增产点率93.3%, 平均亩产638.9公斤, 比对照品种周麦18增产6.1%; 中抗白粉病。
花生种子	秋乐168		自主研发	于2019年4月通过河南省级农作物审定。2017~2018年度生产试验, 13点汇总, 达标点率92.3%, 平均亩产452.10千克, 比对照品种周麦18增产3.70%; 中抗条锈病和白粉病。
	远杂9102		受让取得	于2002年通过河南省非主要农作物审定, 于2018年5月通过登记, 2003年3月获得植物新品种权, 植物新品种权保护期已到期。1999—2000年参加全国花生区试, 1999年平均亩产荚果247.80千克, 籽仁191.50千克, 分别比对照品种中花4号增产6.90%和14.50%。2000年11点平均亩产荚果271.06千克, 籽仁209.50千克, 分别比对照中花4号增产4.55%和12.10%。两年平均亩产荚果263.70千克, 籽仁203.84千克, 分别比对照中花4号增产7.17%和14.90%。籽仁粉红色, 桃形, 有光泽, 高抗花生青枯病、抗叶斑病、锈病、网斑病和病毒病。
	豫花22号		授权经营	于2012年通过河南省非主要农作物审定, 2017年9月获得植物新品种权。荚果第1生长周期亩产329.81千克, 比对照豫花14号增产16.84%; 第2生长周期亩产304.12千克, 比对照豫花14号增产15.18%。籽仁第1生长周期亩产240.31千克, 比对照豫花14号增产13.95%; 第2生长周期亩产216.48千克, 比对照豫花14号增产8.68%; 中抗叶斑病, 中抗锈病。

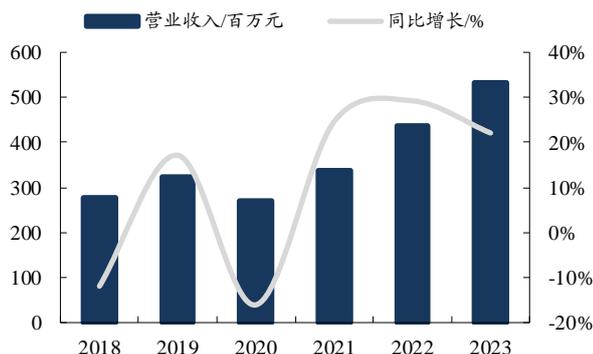
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

1.3. 经营成果显著, 营收和净利润规模逐年提升

营业收入和归母净利润持续攀升, 增长势头不减。2023年公司实现营业收入5.34亿元, 同比增长22.1%; 归母净利润0.79亿元, 同比增长28.7%。公司业绩增长的主要原因为: 公司主营的优质玉米、小麦品种相继进入成熟期, 公司加强精细化管理, 深入落实营销策略, 加大市场渗透力度, 在激烈竞争的行业形势下仍然保持竞争优势。公司

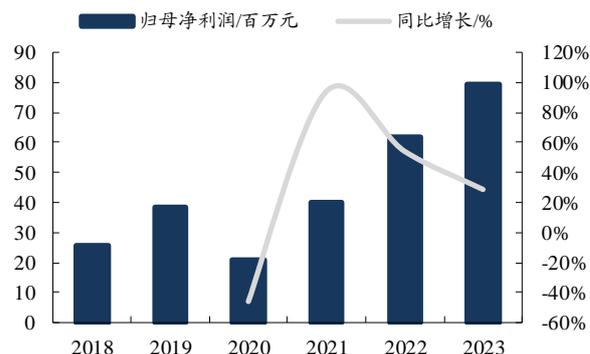
归母净利润同比增速显著高于营收增速，盈利能力不断提升，公司长期持续发展动力强。

图4: 营业收入持续攀升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

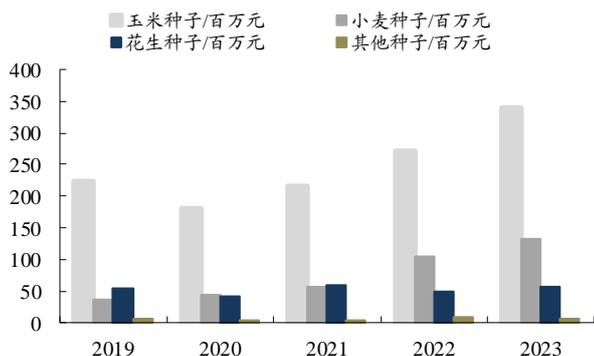
图5: 归母净利润增长较快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

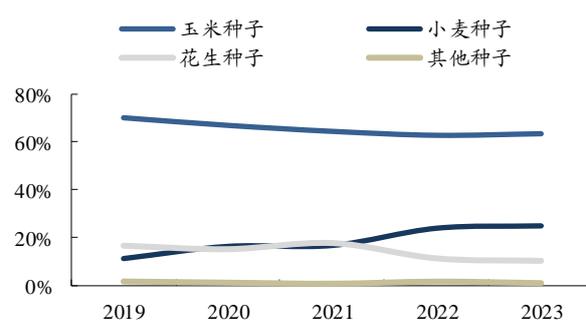
营收以玉米为基，小麦占比逐步增长。2019-2023年，公司主营业务收入结构保持稳定，玉米种子始终为公司最主要的产品，2023年营收占比达63.50%。小麦种子在公司主营业务收入中的占比逐年增加，2019年占比为11.35%，2023年占比达到25.0%，增加13.65pct。

图6: 公司营收以玉米为基



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 小麦营收占比逐渐增大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

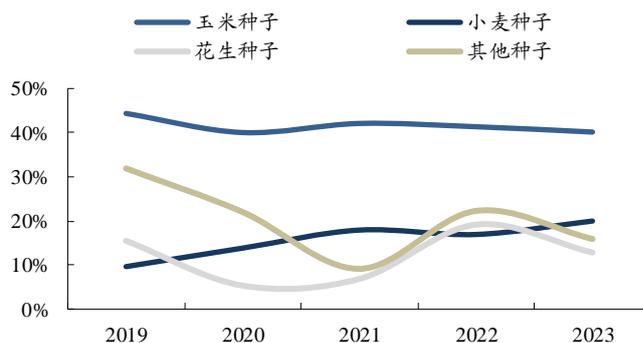
公司盈利质量良好，玉米种子的毛利率最高。公司2023年毛利率和归母净利率分别为32.09%/14.87%，相较于2020年的30.72%/7.6%，提升了2.03/6.51pct，主要得益于近几年行业景气度较高，部分产品销售价格抬升。分产品来看，2023年玉米种子的毛利率为40.13%，较2022年减少1.21pct，主要是受销量和制种成本上涨的共同影响。2023年小麦种子的毛利率为19.96%，较2022年增加3.05pct，主要是受小麦种子销量上涨的影响，同时受河南地区雨水天气的影响，小麦种子供不应求，销售价格也有所上涨。

图8: 公司盈利质量良好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

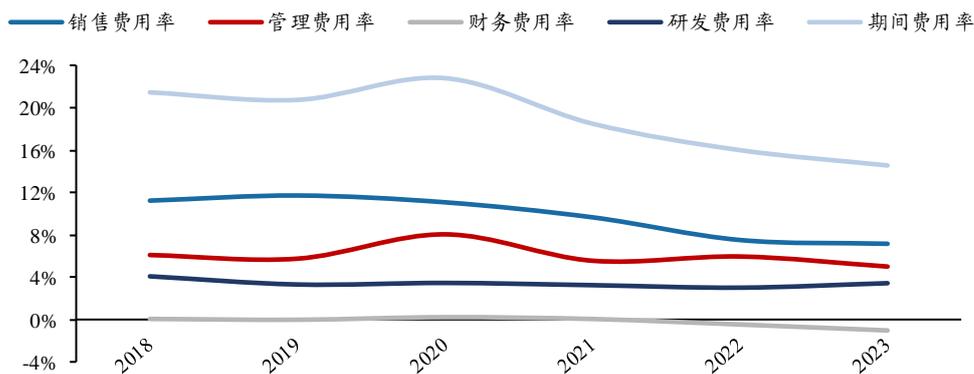
图9: 玉米种子毛利率最高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司费用管控能力较强, 期间费用率稳步下降, 研发费用略有增长。2021-2023 年公司期间费用率分别为 18.49%、15.99%、14.55%, 整体呈下滑趋势; 管理费用率为 5.6%、6.0%、5.0%, 保持相对稳定; 销售费用率为 9.7%、7.5%、7.2%, 逐年降低。2023 年公司研发费用为 3.4%, 同比 2022 年增加 0.4pct, 主要系公司为提升研发创新能力持续加大研发投入, 科研基地费和职工薪酬有所增加。

图10: 费用管控能力较强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 种业市场前景广阔，国产集中度有望提升

2.1. 全球市场：种业市场规模逐年提升，行业竞争激烈

受育种技术的发展成熟以及人们对植物蛋白质的需求增加，全球种业市场规模逐年提升，预计 2021-2026 年 CAGR 为 2.2%。根据 Kynetec 的数据，以出厂价格计算的全球种业市场规模由 2016 年的 432 亿美元增长至 2021 年的 520 亿美元，2016-2021 年 CAGR 为 3.8%。随着生物育种的推广应用，预计全球种业市场规模将在 2026 年达到 578 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 2.2%。

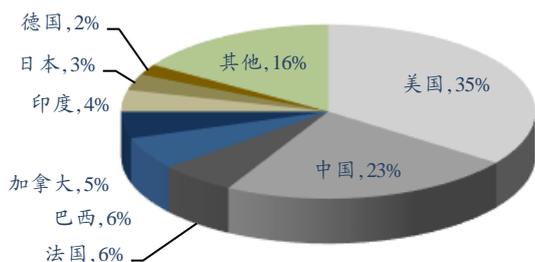
图11: 预计全球种业市场规模 2021-2026 年 CAGR 为 2.2%



数据来源：Kynetec，先正达招股书，东吴证券研究所

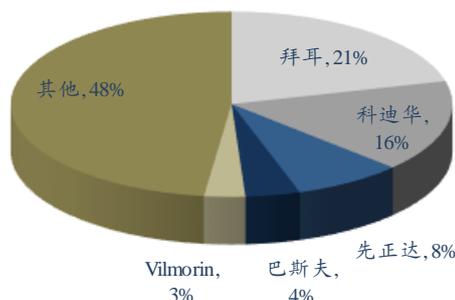
全球种业集中在中美地区，市场集中度较高，CR5 超 50%。美国在全球种子市场份额的占比多年来持续位居第一，2020 年为 35%；中国的市占率仅次于美国，2020 年为 23%，常年处于市场份额占比第二的位置。从市占率层面看，在 2021 年全球种子企业市场份额中，德国的拜耳和巴斯夫占比分别为 21%/4%，拜耳为全球种业市场份额占比最大的公司；美国科迪华占比 16%，中国先正达集团占比 8%，法国 Vilmorin 占比 3%，行业 CR5 为 52%。

图12: 2020 年全球种子市场份额



数据来源：康农种业招股书，东吴证券研究所

图13: 2021 年全球种子企业市场份额分布



数据来源：先正达招股书，东吴证券研究所

2.2. 国内市场：增长潜力大，预计 2021-2026 年市场规模 CAGR 为 6.2%

2.2.1. 我国种业市场规模大集中度低，政策支持+生物育种发展有望提升集中度

政策助力营造优良产业环境，推动“育繁推一体化”企业高速发展。2023年2月13日，农业农村部发布了《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，国家对三农工作的部署更加侧重强调依靠科技和改革双轮驱动，强化农业科技和装备支撑，推动农业关键核心技术攻关，加快前沿技术突破，深入实施种业振兴行动，全面实施生物育种重大项目，加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围，规范种质管理。

表2: 种子行业主要产业政策

产业/行业政策	相关主要内容	发布单位	颁布日期
《农作物种质资源共享利用办法（试行）》	各国家级中期库和种质圃负责农作物种质资源的共享分发。国家农作物种质资源长期库和复份库保存的种质资源不直接提供共享利用，未经农业农村部批准，任何单位和个人不得动用。	农业农村部	2023年3月
《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	要求抓紧抓好粮食和重要农产品的稳产保供；加强农业基础设施建设；强化农业科技和装备支撑；巩固脱贫攻坚成果；推动乡村产业高质量发展；拓宽农民增收致富渠道；扎实推进宜居宜业和美乡村建设。	中共中央、国务院	2023年2月
《“十四五”生物经济发展规划》	从保护种质资源、推动育种创新、开展测试评价、促进良种繁育、生物资源保藏、优化种质资源等方面强调了种业提升与保藏	国家发展与改革委员会	2022年5月
《“十四五”推进农业农村现代化规划》	推进种业振兴。加强种质资源保护，开展育种创新攻关，加强种业基地建设，强化种业市场监管等	国务院	2021年11月
《种业振兴行动方案》	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行动，明确了分物种、分阶段的具体目标与任务	中央全面深化改革委员会	2021年7月
《关于开展保护种业知识产权专项整治行动的通知》	全面推进种业监管，并集中开展种业知识产权保护专项整治行动	农业农村部	2021年7月
《中共中央、国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	强化创新驱动发展、实施农业关键核心技术攻关行动，培育一批农业战略科技创新力量，推动生物种业、重型农机、智慧农业、绿色投入品等领域自主创新	中共中央、国务院	2019年1月

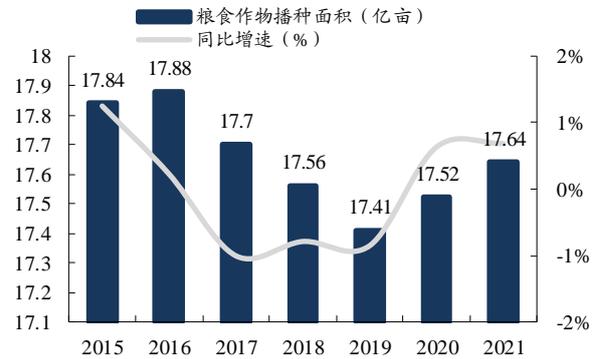
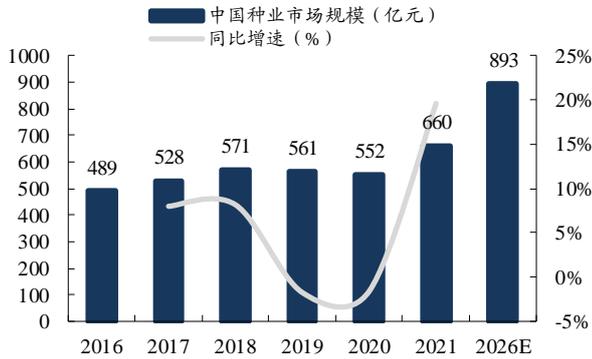
数据来源：政府官网，康农种业招股书，东吴证券研究所

我国种业增长潜力大，市场规模增速较快，预计 2021-2026 年 CAGR 为 6.2%。根据国家统计局发布的《2022 年中国统计年鉴》，2021 年我国粮食作物的播种面积达 17.64

亿亩，相比于 2019 年的 17.41 亿亩，增长了 0.23 亿亩，播种面积近年来持续增加。根据 Kynetec 的数据，2021 年我国种业市场规模达 660 亿元，市场规模居全球第二仅次于美国，预计到 2026 年市场规模将达到 893 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 6.2%。

图14: 预计中国种业市场规模 2026 年达 893 亿元

图15: 2015-2021 年中国粮食作物播种面积

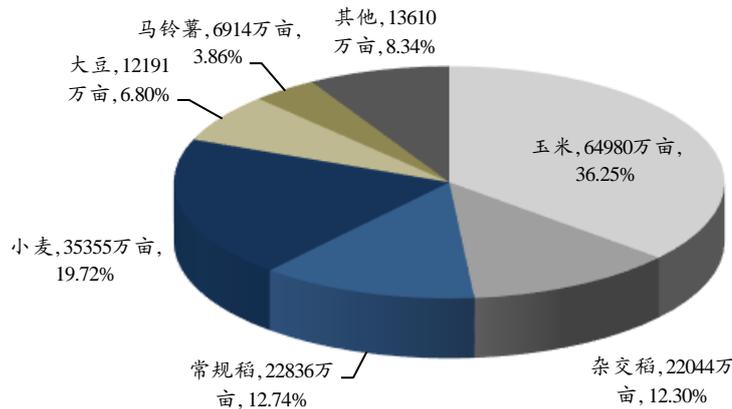


数据来源: Kynetec, 东吴证券研究所

数据来源: 康农种业招股书, 东吴证券研究所

玉米、水稻、小麦是我国三大粮食作物。根据《2022 年中国农作物种业发展报告》，2021 年，全国玉米、水稻、小麦的用种面积分别为 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 36.25%、25.04%和 19.72%。其中，玉米是我国种植面积最大的农作物品种。

图16: 2021 年各类农作物用种面积及其占比

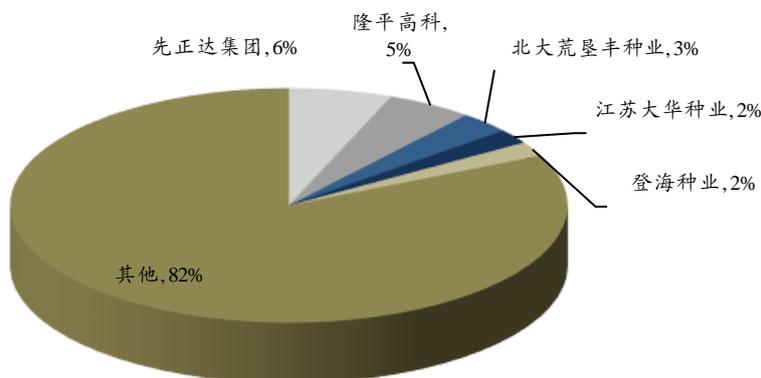


数据来源: 《2022 年中国农作物种业发展报告》，康农种业招股书, 东吴证券研究所

行业集中度目前较低，2021 年 CR5 为 18%，生物育种、种业现代化发展有望提升行业集中度。2021 年我国种子企业市场份额占比前五的公司分别为先正达集团、隆平高科、北大荒垦丰种业、江苏大华种业和登海种业，占比分别为 6%/5%/3%/2%/2%，CR5 为 18%。我国种业格局分散的主要原因是产品同质化程度较高，以及知识产权的保护不到位等。目前，我国正处于生物育种的推广前期，受益于行业知识产权保护机制的健全

和竞争环境的持续优化，行业格局有望重塑，具备核心生物育种技术的企业有望获得市场份额的持续提升。

图17: 2021年我国种子企业市场份额



数据来源:《2022年中国农作物种业发展报告》,先正达招股书,东吴证券研究所

2.2.2. 玉米: 整体供过于求, 部分优质品种供需较为紧张。

玉米种子是目前我国用种面积、市场规模最大的农作物种子。2014年,我国玉米面积超越美国玉米面积,位居世界玉米主产国玉米面积第一。据国家统计局统计,2023年,中国玉米种植面积达6.63亿亩,同比较2022年增加了0.17亿亩;与2012年的5.87亿亩相比,增加0.76亿亩,增幅约12.95%,2012-2023年CAGR为1.11%。

图18: 2012-2023年我国种玉米种植面积

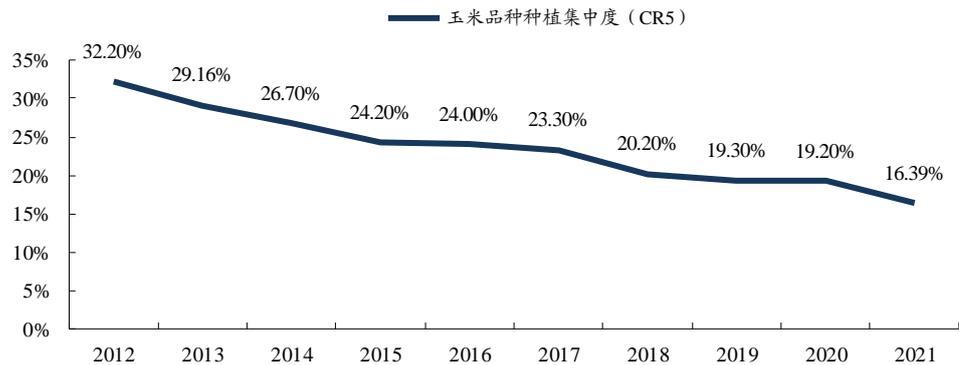


数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

玉米品种种植集中度逐年降低, 2021年CR5为16.39%。2012年玉米品种CR5为32.2%, 2021年CR5与其相比降低了15.81pct。2021年为近20年来前五大玉米品种种

植集中度最低的一年，行业竞争较为激烈。

图19: 2021年玉米品种CR5为16.39%



数据来源:《2022年中国农作物种业发展报告》, 东吴证券研究所

玉米制种面积呈现阶段性特征，种子市场供过于求。2016年以来，全国玉米制种面积和产量呈先减后增态势。玉米制种面积由2016年的410万亩，下降到2020年的230万亩，主要原因一是种子库存依然很大，二是企业普遍预期生物技术运用可能加快，主动规避因品种更新换代而引致的库存种子大规模转商风险。2020年后制种面积逐步增加，2023年大幅回弹至462万亩，主要系全国玉米种子库存大幅下降，制种面积恢复性增长。2013-2023年我国玉米种子年可供种量连年高于需种量。2023年我国玉米种子年可供种量为20.4亿公斤，需种量为12.2亿公斤，余种量为8.2亿公斤，市场呈现明显的供过于求现象。

表3: 玉米市场供过于求

年度	制种面积 (万亩)	制种产量 (亿公斤)	结转库存 (亿公斤)	年可供种 (亿公斤)	需种量 (亿公斤)	余种量 (亿公斤)
2013	382	13.6	9.7	23.3	11.5	11.8
2014	295	10.1	11.8	21.9	12	9.6
2015	342	10.96	9.6	20.56	12	8.56
2016	410	14.65	8.56	23.21	14	9.21
2017	293	10.58	9.21	19.79	12.5	7.29
2018	237	9.22	7.29	16.51	10.01	6.5
2019	256	9.9	6.5	16.4	10.6	5.8
2020	230	8.97	5.8	14.77	10	4.77
2021	272	9.93	4.77	14.7	11.5	3.2
2022	366	13.6	3.2	15.8	12.9	2.9
2023	462	17.5	2.9	20.4	12.2	8.2

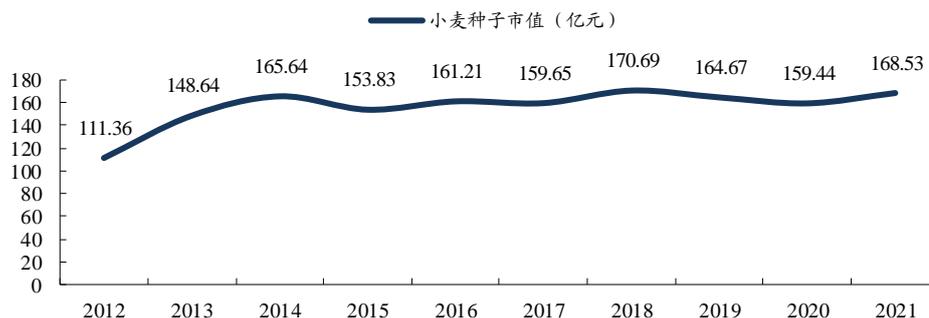
数据来源: 全国农技中心, 东吴证券研究所

优良品种稀缺，优质玉米种子供需紧张。尽管玉米种类繁多，但真正能够被广泛推广的品种却相当有限。根据中国种业平台的数据，尽管2020年有14,121个玉米品种通过了审定，但其中86.84%的品种仅通过一次审定，而只有不到0.72%的品种通过了五次以上的审定，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。当前和今后一段时期，玉米种子出现品种结构性过剩和结构性短缺并存的可能性大。

2.2.3. 小麦：市值整体呈波动上升趋势，小麦粮食市场产不足需

小麦种子的市值整体呈波动上升趋势，2021年市值为168.53亿元。根据《2022年中国农作物种业发展报告》统计数据，我国小麦种子市值由2012年的111.36亿元上升至2021年的168.53亿元，增长了57.17亿元，CAGR为4.71%。

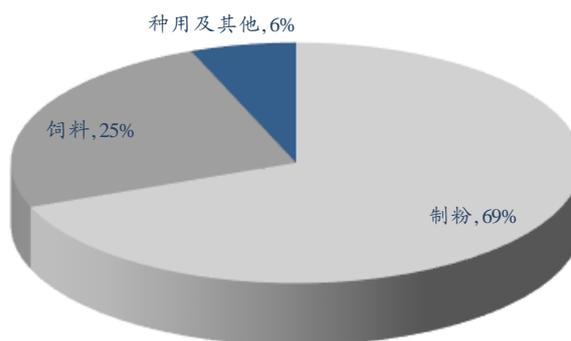
图20：2012-2021年我国小麦种子市值



数据来源：《2022年中国农作物种业发展报告》，东吴证券研究所

小麦粮食产不足需，下游需求以制粉为主。根据粮油市场报发表的《2021年中国小麦市场分析》，郑州粮食批发市场根据多个机构整理的数据及市场调研情况，2021年我国小麦的总体需求量已经超过当年产量，主要系玉米价格上涨刺激小麦饲用增加以及国家主动消化超期储存小麦。根据华经产业研究院的数据，2021年我国小麦制粉需求占比为69%，饲料需求占比为25%，种用及其他需求占比为6%。

图21: 2021年中国小麦下游需求结构占比情况



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

3. 技术资源优势明显，优质品种提升公司核心竞争力

3.1. 市占率位居行业前列

2021 年公司市占率为 1.44%，在行业内处于较高水平。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。2021 年度，公司玉米种子销售量为 1,656.03 万公斤，按玉米种子使用量计算市场占有率为 1.44%。考虑到我国种业市场竞争激烈，行业集中度较低，虽然公司市场占有率低于隆平高科、登海种业等大型企业，但整体来看公司在行业内处于较高水平。

表4：公司市占率在行业内处于较高水平

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
隆平高科	101,482.72	无公开数据	-
登海种业	97,839.81	无公开数据	-
垦丰种业	35,476.80	1,308.95	1.14%
万向德农	21,425.21	1,561.27	1.36%
秋乐种业	21,502.73	1,656.03	1.44%
农发种业	21,847.56	2,208.28	1.92%
荃银高科	21,832.32	无公开数据	-
康农种业	13,177.81	829.86	0.72%

数据来源：《2022 年中国农作物发展报告》，康农种业招股书，东吴证券研究所

注：市场占有率数据系根据玉米种子销售量占玉米种子使用总量的比例计算得来

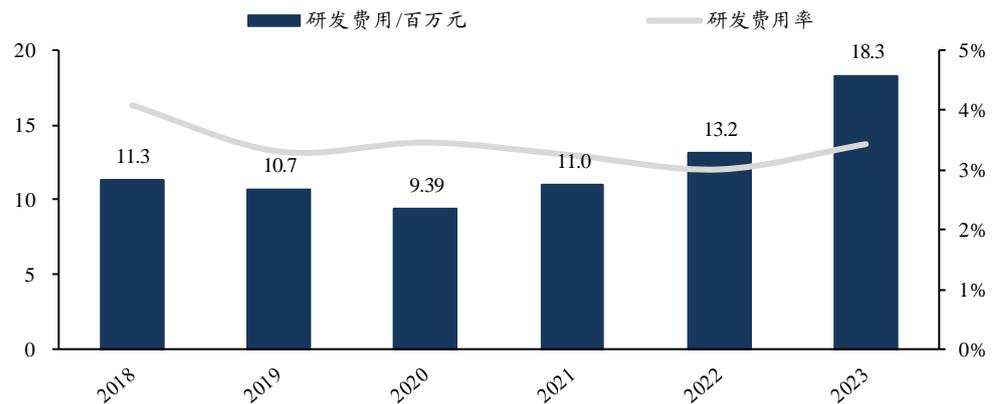
3.2. 股东背景优势明显，创始人为院士增强核心竞争力

公司具有国资委背景，实控人为河南省农业科学院，张新友院士为公司创始人兼前董事长。公司股东包括河南种业集团、河南农科公司、河南生物育种中心等国有法人。育种是种子行业的基础、核心、源头，是种子企业的核心竞争力。秋乐种业依托自身的国资委背景，可以实现研究成果的及时转化。此外，公司创始人兼前董事长张新友先生于 2015 年 12 月当选中国工程院院士，现任河南省农业科学院院长、神农实验室主任，曾任河南生物育种中心董事长、总经理。公司现任董事长侯传伟先生担任河南种业集团董事长，中国种子协会副会长等，曾任河南省农业科学院粮食作物研究所所长。以张新友、侯传伟为核心的公司高级管理团队，从事种子研发、经营管理多年，均为农业领域、经济领域、管理领域的专家，对行业现状、发展趋势具有敏锐的洞察力，能够制定出高效务实的业务发展策略、准确评估和应对风险，增强公司核心竞争力。

3.3. 聚焦研发创新，募投项目有望增强公司商业化育种能力

研发费用逐年增加，技术创新助力公司发展。2020-2023 年公司研发费用从 939.0 万元增长到了 1,831.6 万元，增加 892.6 万元，CAGR 为 18.18%。公司研发费用率始终保持在 3.0%-4.1%区间，2023 年公司研发费用率为 3.4%。

图22: 公司聚焦研发创新, 研发费用逐年增加



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

募投项目聚焦生物育种研发, 将增强公司商业化育种能力。公司生物育种研发能力提升项目建设的主要目的是全面提升公司自主科研创新能力, 围绕高产、稳产、综合抗性好的育种目标, 开展种质资源改良创新、先进育种技术的利用与创新研究及优良品种的选育工作, 通过基因工程技术、分子育种技术和传统育种技术的充分结合, 进一步完善自身的商业化育种体系, 进一步增强公司商业化育种能力, 培育一批符合产业发展和市场需求的优质植物新品种, 提升公司的核心竞争力。

表5: 募投项目聚焦生物育种研发

序号	名称	主要内容	建设地点
1	生物育种研发中心	新建建筑面积9,000平方米、包含基因工程实验室、分子育种实验室、种质资源实验室、生理栽培实验室和品质检测实验室等的研发大楼, 并配备相应设备。	河南省新乡市平原示范区
2	种质资源库	新建温度分别为4度的种子储藏库和零下20度的种质资源库500平方米, 并配备相应设备。	
3	新品种选育基地	新建高标准试验田1,000亩, 配备智能温室、考种间、备播间、挂藏室、农机库、晒场等各工作间、并配备相应设备。	
4	信息化管理系统	建设内容包括ERP、企业中台、销售与服务网络、企业门户、企业云服务平台、第三方服务在内的六大板块。实现公司信息化、精细化、高效化管理, 提升管理和生产效率, 加强“育繁推”产业链结合, 促进公司研发、生产、销售更贴合市场需求。	

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

公司科研实力强劲，参与、完成了多项国家、省、市的科研课题。公司成立初期即构建研发体系，建立研发团队，成立研发部门，积极展开对玉米种子、小麦种子、花生种子等农作物种子的研发、培育、测试、试验、审定及品种权保护等工作。目前公司已构建了完整的研发体系，并具备了较强的自主研发能力，同时依靠自身较好的技术创新能力和水平，参与、完成了多项国家、省、市的科研课题。

表6: 公司参与、完成了多项科研课题

序号	科研课题名称	所属计划	项目进展
1	黄淮海耐密抗逆适宜机械化夏玉米新品种培育	国家重点研发计划	已完成
2	高抗鳞翅目主要害虫具有自主知识产权重要基因Cry1Abt及转基因玉米产业化研究	国家科技重大专项	已完成
3	抗虫转基因玉米CM8101产业化研究	国家转基因生物新品种培育重大专项	已完成
4	机收玉米新品种选育及配套生产技术研究	河南省重大公益专项	执行中
5	高产多抗优质小麦新品种选育与应用	河南省农业良种联合攻关	执行中
6	黄淮海抗逆耐密适宜机械化夏玉米新品种选育、示范与推广	郑州市重大科技创新专项	已完成
7	抗南方锈病高产玉米新品种秋乐618示范与推广	郑州市科技惠民计划	执行中

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司自研品种先进性明显，具备较强市场竞争力。公司自成立以来，一直致力于对玉米种子、小麦种子、花生种子等农作物种子的研发与改良，并不断投入研发资金，培育植物新品种，通过创新引领公司发展。2023年，公司自主研发的秋乐368玉米种、秋乐618玉米种、豫研1501玉米种等植物新品种具有较强的品种先进性，具备较强的市场竞争力和较高的市场认可度。其中，秋乐368玉米种入选玉米“全国推广面积前10大品种”并成为国家级“2023年农业主导品种”。

表7: 自研品种先进性明显

序号	品种	品种先进性及具体表征
1	秋乐368玉米种	参加2016年绿色通道生产试验, 秋乐368平均亩产674.00千克, 比对照郑单958增产9.88%; 中抗镰孢茎腐病, 抗镰孢穗腐病。
2	秋乐618玉米种	2018年河南省生产试验平均亩产654.90千克, 比对照郑单958增产7.20%; 抗南方锈病, 中抗小斑病, 弯孢叶斑病和瘤黑粉病。
3	秋乐818玉米种	2017年生产试验, 平均亩产806.80千克, 比对照郑单958增产5.85%; 抗茎腐病。
4	豫研1501玉米种	2016年参加绿色通道生产试验, 平均亩产589.00千克, 比对照郑单958增产4.20%; 中抗穗腐病、茎腐病。
5	秋乐218玉米种	2013~2014年生产试验, 平均亩产643.90千克, 比郑单958增产6.77%; 抗弯孢霉叶斑病, 中抗小斑病和腐霉茎腐病。
6	秋乐138玉米种	2017年生产试验, 平均亩产1,019.60千克, 比对照郑单958增产4.66%; 中抗丝黑穗病。
7	金娃娃635玉米种	2020年生产试验, 平均亩产612.50千克, 比对照郑单958增产4.10%; 中抗茎腐病, 中抗小斑病, 中抗弯孢叶斑病。
8	秋乐821玉米种	2020年生产试验, 平均亩产607.60千克, 比对照郑单958增产3.20%; 中抗穗腐病, 抗小斑病。
9	大平原113玉米种	2018年生产试验, 平均亩产650.10千克, 比对照郑单958增产5.36%。
10	秋乐2122小麦种	2013~2014年河南省冬水A组生产试验, 16点汇总, 16点增产, 平均亩产568.50千克, 比对照品种周麦18增产7.00%。
11	秋乐168小麦种	2017~2018年度生产试验, 13点汇总, 达标点率92.3%, 平均亩产452.10千克, 比对照品种周麦18增产3.70%; 中抗条锈病和白粉病。
12	秋乐6号小麦种	2018-2019年生产试验, 平均亩产605.50千克, 比对照周麦18增产7.15%; 中抗条锈病。
13	豫研花168花生种	籽仁第1生长周期亩产178.26千克, 比对照豫花15号增产9.58%; 第2生长周期亩产172.46千克, 比对照豫花15号增产10.71%; 中抗青枯病, 中抗叶斑病, 中抗锈病。
14	豫研花188花生种	籽仁第1生长周期亩产176.56千克, 比对照白沙1016增产9.94%; 第2生长周期亩产169.98千克, 比对照白沙1016增产10.63%; 中抗青枯病, 中抗叶斑病, 中抗锈病。
15	秋乐花177花生种	籽仁第1生长周期亩产178.67千克, 比对照豫花15号增产10.19%; 第2生长周期亩产172.86千克, 比对照豫花15号增产9.78%; 中抗青枯病, 中抗叶斑病, 中抗锈病。
16	秋乐151玉米种	2008年省生产试验(3,500株/亩), 平均亩产590.20千克, 比对照浚单18增产6.50%; 高抗茎腐病、瘤黑粉病、矮花叶病, 中抗小斑病、玉米螟。
17	秋乐杂8号棉花种	2009年参加山西省南部中熟棉区引种试验, 平均亩产皮棉118.30kg, 比对照中棉41增产9.90%; 抗枯萎病。
18	豫研油199油菜种	第1生长周期亩产219.68千克, 比对照杂98033增产9.73%; 第2生长周期亩产207.92千克, 比对照杂98033增产14.57%; 低抗菌核病, 中抗病毒病, 田间未见霜霉病发生, 抗寒性、抗倒性好。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测拆分

玉米种业务: 公司玉米种业务预计持续增长, 我们预计 2024/2025/2026 年公司玉米种业务实现营收增长 20%/20%/20%; 预计毛利率呈下降趋势, 2024-2026 年分别为 40%/39%/38%。

小麦种业务: 考虑到小麦种市场供不应求的现象, 我们预计小麦种业务未来稳定增长, 2024/2025/2026 年增速为 25%/25%/25%, 毛利率预计保持稳定, 我们预计 2024-2026 约 20%。

花生种业务: 我们预计 2024 年公司玉米种业务实现营收约 0.61 亿元, 2025/2026 年分别稳定增长 10%/10%至 0.67/0.74 亿元, 同时我们预计 2024-2026 年毛利率略有提升并稳定在约 13%。

其他主营业务: 我们预计 2024/2025/2026 年实现营收增长 10%/10%/10%, 毛利率略有下降维持在约 15%。

其他业务: 我们预计 2024-2026 年营收增长稳定在-5%, 同时预计毛利率维持在约 45%。

基于以上收入拆分, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 6.41/7.71/9.28 亿元, 同比 +20%/20%/20%; 预计归母净利润分别为 1.01/1.23/1.49 亿元, 同比 +27%/22%/21%。

图23: 秋乐种业盈利拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	338.56	437.54	534.24	641.24	770.72	927.51
总成本 (百万元)	231.19	294.24	362.80	436.03	528.72	642.01
毛利率	31.71%	32.75%	32.09%	32.00%	31.40%	30.78%
玉米种						
收入(百万元)	215.03	271.98	338.29	405.95	487.14	584.57
yoy		26.48%	24.38%	20%	20%	20%
成本 (百万元)	124.55	159.54	202.54	243.57	297.15	362.43
毛利率	42.08%	41.34%	40.13%	40.00%	39.00%	38.00%
小麦种						
收入(百万元)	56.15	103.99	133.19	166.49	208.11	260.14
yoy		85.20%	28.08%	25%	25%	25%
成本 (百万元)	46.09	86.41	106.61	133.19	166.49	208.11
毛利率	17.92%	16.91%	19.96%	20.00%	20.00%	20.00%
花生种						
收入(百万元)	59.39	49.39	55.38	60.92	67.01	73.71
yoy		-16.84%	12.13%	10%	10%	10%
成本 (百万元)	55.33	39.94	48.29	53.00	58.30	64.13
毛利率	6.84%	19.13%	12.80%	13.00%	13.00%	13.00%
其他主营业务						
收入(百万元)	2.83	7.45	5.85	6.44	7.08	7.79
yoy		163.25%	-21.48%	10%	10%	10%
成本 (百万元)	2.57	5.79	4.92	5.47	6.02	6.62
毛利率	9.19%	22.28%	15.90%	15.00%	15.00%	15.00%
其他						
收入(百万元)	5.16	4.73	1.53	1.45	1.38	1.31
yoy		-8.33%	-67.65%	-5%	-5%	-5%
成本 (百万元)	2.65	2.56	0.44	0.80	0.76	0.72
毛利率	48.64%	45.88%	71.24%	45.00%	45.00%	45.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 估值对比及投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 1.01/1.23/1.49 亿元，同比+27%/22%/21%，对应 PE 为 12/10/8 倍；可比公司选择与秋乐种业类似的玉米种为公司主要业务的荃银高科、隆平高科和登海种业，可比公司 2024-2026 年对应平均 PE 为 27/21/16 倍，可比公司平均 PE 明显高于秋乐种业，但考虑北交所上市公司流动性相对偏弱，估值偏低，同时公司技术研发实力雄厚，玉米种优质品种有望提升公司核心竞争力，小麦种贡献新增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图24: 可比公司估值对比 (截至 2024 年 5 月 7 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300087.SZ	荃银高科	7.76	9.47	73.51	3.38	4.19	5.15	22	18	14
000998.SZ	隆平高科	12.38	13.17	163.04	5.53	7.78	10.50	29	21	16
002041.SZ	登海种业	9.99	8.80	87.91	2.90	3.66	4.50	30	24	20
								27	21	16
831087.BJ	秋乐种业	7.34	1.65	12.13	1.01	1.23	1.49	12	10	8

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 除秋乐种业外其余盈利预测均为 Wind 一致预期预测

5. 风险提示

1) **行业竞争加剧**。玉米种业市场供过于求, 行业竞争较为激烈, 或将影响公司产品销售价格影响利润。

2) **新品种研发与客户拓展不及预期**。公司可能存在新品种研发出来后市场接受度不高, 客户拓展不及预期的风险进而影响利润。

秋乐种业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	629	750	899	1,079	营业总收入	534	641	771	928
货币资金及交易性金融资产	421	518	618	739	营业成本(含金融类)	363	436	529	642
经营性应收款项	48	47	59	72	税金及附加	2	2	2	3
存货	147	171	208	253	销售费用	38	46	53	62
合同资产	0	0	0	0	管理费用	27	31	36	42
其他流动资产	14	14	14	14	研发费用	18	22	25	30
非流动资产	135	140	146	152	财务费用	(6)	(3)	(4)	(5)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	2	3	3	4
固定资产及使用权资产	79	80	81	83	投资净收益	2	3	3	4
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	44	49	54	58	减值损失	(19)	(12)	(12)	(12)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	78	100	122	149
其他非流动资产	3	3	3	3	营业外净收支	3	2	2	2
资产总计	764	890	1,044	1,232	利润总额	81	102	125	151
流动负债	197	220	249	286	减:所得税	1	2	2	2
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	79	101	123	149
经营性应付款项	41	48	58	70	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	53	65	79	96	归属母公司净利润	79	101	123	149
其他流动负债	102	106	112	119	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	0.61	0.74	0.90
非流动负债	24	24	24	24	EBIT	87	105	125	149
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	101	119	140	165
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.09	32.00	31.40	30.78
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.87	15.72	15.95	16.05
其他非流动负债	24	24	24	24	收入增长率(%)	22.10	20.03	20.19	20.34
负债合计	221	244	273	310	归母净利润增长率(%)	28.68	26.92	21.92	21.14
归属母公司股东权益	544	646	771	922					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	544	646	771	922					
负债和股东权益	764	890	1,044	1,232					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	50	110	114	136	每股净资产(元)	3.29	3.91	4.67	5.58
投资活动现金流	(71)	(15)	(15)	(16)	最新发行在外股份(百万股)	165	165	165	165
筹资活动现金流	(25)	0	0	0	ROIC(%)	16.62	17.33	17.37	17.37
现金净增加额	(47)	97	100	122	ROE-摊薄(%)	14.61	15.60	15.94	16.15
折旧和摊销	14	14	15	15	资产负债率(%)	28.89	27.37	26.16	25.13
资本开支	(24)	(18)	(19)	(20)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.08	11.88	9.75	8.05
营运资本变动	(61)	(13)	(31)	(35)	P/B(现价)	2.20	1.85	1.55	1.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>