

康农种业 (837403)

玉米种领军企业，积极开拓黄淮海第二曲线 增持 (首次)

2024年06月03日

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

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	197.62	288.24	415.15	537.84	670.74
同比 (%)	39.50	45.85	44.03	29.55	24.71
归母净利润 (百万元)	41.34	53.22	71.77	89.13	109.11
同比 (%)	(3.34)	28.73	34.86	24.19	22.42
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.58	0.75	1.01	1.26	1.54
P/E (现价&最新摊薄)	16.74	13.00	9.64	7.76	6.34

投资要点

- **国家玉米种子补短板阵型企业，深耕玉米种子十余年：**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。由于公司积极拓展黄淮海地区玉米种子销售业务，2023年公司实现营业收入2.88亿元，同比增长45.9%；归母净利润0.53亿元，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。
- **研发为基，开拓黄淮海区域第二增长曲线：**1) **专注自主研发，积极开展产学研合作巩固基本护城河。**公司研发费用逐年攀升，2018-2023年公司研发费用从515.6万元增长到了1,074.5万元，CAGR为15.86%，公司持续加大研发支出同时积极开展产学研合作加速推动杂交玉米种子创新进程；2) **西南优势区域高市占率，加速拓展黄淮海地区。**公司深耕西南山地区和南方丘陵区多年，2021年/2022年公司优势区域市场占有率分别达4.84%/5.97%。基本盘稳健增长情况下公司积极开拓新发展区域，逐步推广产品至北方春播区及黄淮海夏播区，黄淮海区域加速拓展，2024年有望实现增长，成为公司第二增长曲线。3) **募资助力公司降本增产。**公司募资扩充1.2万吨玉米种子生产产能，生产基地靠近制种区域，可以有效节省运输、储存成本，生产基地2024年9月预计投入使用，同时黄淮海等地区快速拓展将帮助消化新增产能，新增产能可被预计订单基本消化；同时公司投入1500万元对现有的长阳生产基地进行改造提升，进而降低产品生产升本并提升产品质量可靠度。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润为0.72/0.89/1.09亿元，同比+35%/24%/22%，对应PE为10/8/6倍，考虑公司积极拓展黄淮海区域营收有望持续高增，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.76
一年最低/最高价	9.72/20.79
市净率(倍)	1.25
流通A股市值(百万元)	270.41
总市值(百万元)	692.69

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.80
资产负债率(%,LF)	33.81
总股本(百万股)	70.97
流通A股(百万股)	27.71

相关研究

内容目录

1. 康农种业：国家玉米种子补短板阵型企业	4
1.1. 湖北省农业产业化龙头企业，深耕玉米种子十余年	4
1.2. 产品以玉米种子为核心，魔芋种子和中药材种苗为辅	6
1.3. 积极拓展黄淮海地区业务，业绩规模稳健增长	8
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
3. 研发为基，开拓黄淮海区域第二增长曲线	15
3.1. 创新驱动业务发展，产学研合作巩固护城河	15
3.2. 西南优势区域高市占率，加速拓展黄淮海地区	17
3.3. 募资助力公司降本增产	18
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1. 盈利拆分	20
4.2. 盈利预测及投资评级	20
5. 风险提示	21

图表目录

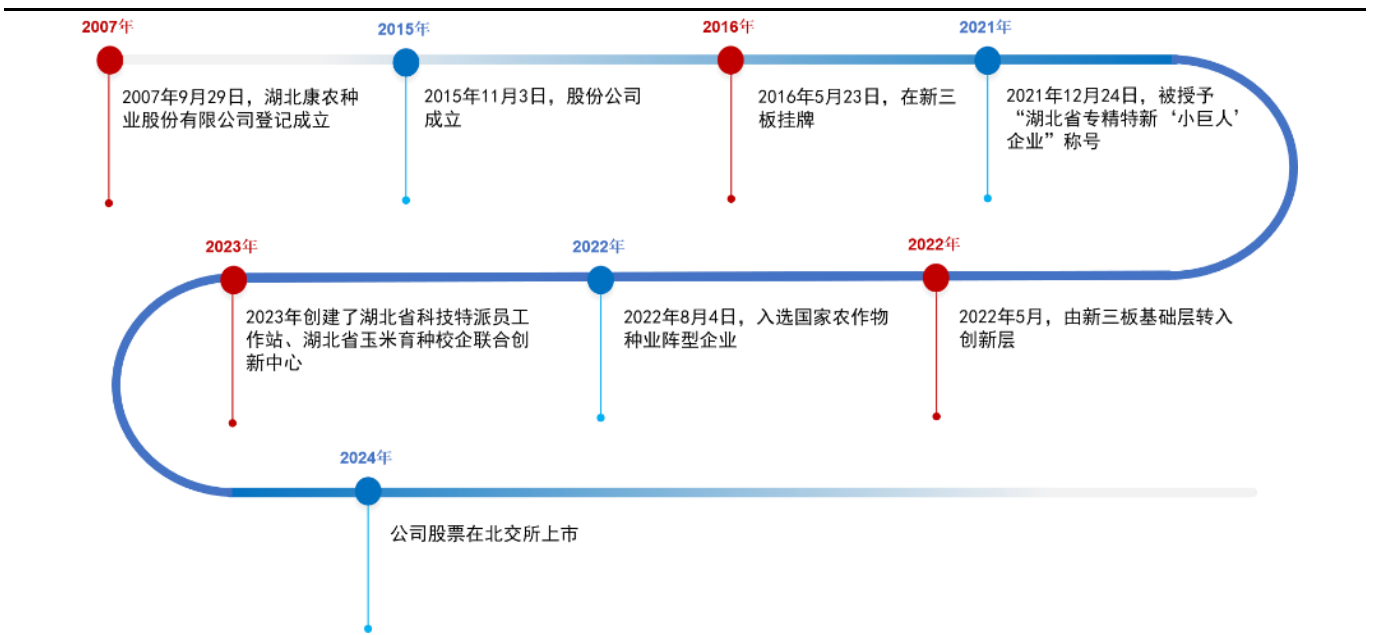
图 1:	康农种业发展历程.....	4
图 2:	康农种业股权结构 (截至 2024 年 4 月 30 日)	5
图 3:	公司管理层行业经验丰富.....	6
图 4:	公司杂交玉米种子品质优良.....	7
图 5:	营业收入持续攀升.....	8
图 6:	归母净利润增长较快.....	8
图 7:	玉米种子 2023 年实现营收 2.82 亿元.....	8
图 8:	玉米种子为公司核心产品.....	8
图 9:	公司盈利质量有所下降.....	9
图 10:	中药材种苗毛利率最高.....	9
图 11:	费用管控能力较强.....	9
图 12:	预计全球种业市场规模 2021-2026 年 CAGR 为 2.2%.....	10
图 13:	2020 年全球种子市场份额.....	10
图 14:	2021 年全球种子企业市场份额分布.....	10
图 15:	种子行业主要产业政策.....	11
图 16:	预计中国种业市场规模 2026 年达 893 亿元.....	12
图 17:	2015-2021 年中国粮食作物播种面积.....	12
图 18:	2021 年各类农作物用种面积及其占比.....	12
图 19:	2021 年我国种子企业市场份额.....	13
图 20:	2012-2023 年我国种玉米种植面积.....	13
图 21:	2021 年玉米品种 CR5 为 16.39%.....	14
图 22:	玉米市场供过于求.....	14
图 23:	研发费用逐年攀升.....	15
图 24:	2023 年研发项目情况.....	16
图 25:	2023 年产学研合作项目情况.....	17
图 26:	公司市占率在行业内处于较高水平.....	17
图 27:	2021 年公司传统优势区域内市场占有率情况.....	18
图 28:	2022 年公司主要品种产品的市场占有率情况.....	18
图 29:	募资扩充公司生产产能.....	19
图 30:	康农种业盈利拆分.....	20
图 31:	可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 31 日)	21

1. 康农种业：国家玉米种子补短板阵型企业

1.1. 湖北省农业产业化龙头企业，深耕玉米种子十余年

国家玉米种子补短板阵型企业，深耕玉米种子十余年。康农种业成立于 2007 年，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。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。

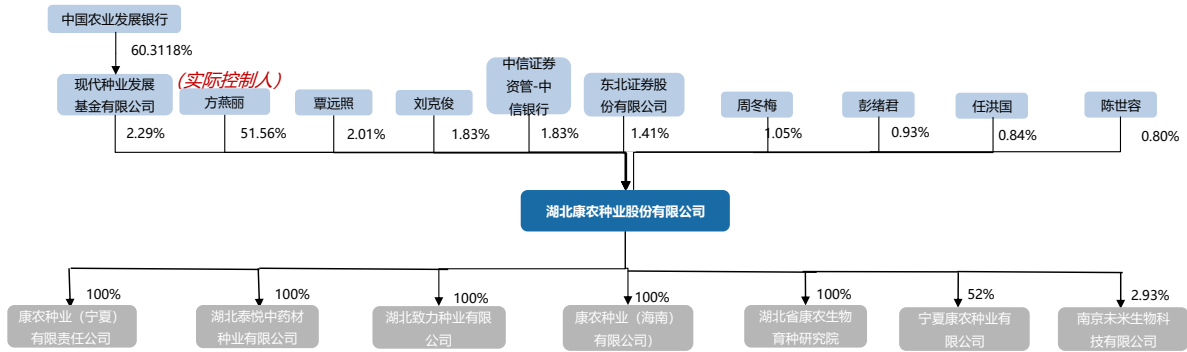
图1：康农种业发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构清晰稳定，董事长方燕丽及其丈夫彭绪冰为实际控制人。截至 2024 年 4 月 30 日，公司董事长方燕丽直接持有公司 51.56% 的股权，为公司控股股东；其丈夫彭绪冰系公司董事、总经理，二人共同为公司实际控制人。

图2: 康农种业股权结构 (截至 2024 年 4 月 30 日)



数据来源: Wind, 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，公司董事长方燕丽女士，行业经验丰富，专心致力于农作物种子的推广和经营，2007 年 9 月至今，历任公司执行董事（有限公司阶段）和董事长（股份公司阶段）。公司总经理、董事彭绪冰系先生曾获得国务院政府特殊津贴、全国农业植物新品种保护先进个人等荣誉，担任公司首席专家。副总经理彭绪伟先生、覃远照先生、财务负责人邓恢勇先生，均在行业深耕多年，具备充足的行业管理经验。

图3: 公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	履历
方燕丽	董事长、董事	1973年3月出生, 大专学历。1992年7月至1995年3月, 就职于长阳县津洋口医院1995年4月至2001年12月, 自由职业。2002年一月至2007年8月, 自助创办长阳县禾嘉种业门市部, 一直专心致力于主要农作物种子的推广和经营。2007年9月至2015年10月, 任湖北康农种业有限公司执行董事、总经理; 2015年11月至今任康农种业董事长、总经理, 任期三年。
彭绪冰	董事、总经理	1970年5月出生, 大专学历, 先后任长阳县农科所所长; 襄樊正大农业开发有限公司科研副总助理、武汉研究站站长; 长阳县农产品质量安全监督检测站站长。现任湖北康农种业股份有限公司首席专家, 从事科研工作多年。
覃远照	董事、副总经理	1971年5月出生, 专科学历。1992年3月至2001年12月, 就职于长阳县国税局; 2002年一月至2007年8月, 就职于湖北长阳禾嘉种业; 2007年9月至2015年10月, 就职于湖北康农种业有限公司, 任生产部经理、副总经理; 2015年11月至今任康农种业董事、副总经理, 任期3年。2023年2月至今, 任子公司宁夏康农执行董事及子公司康农宁夏执行董事、总经理。
彭绪伟	董事、副总经理	1983年3月出生, 专科学历。2005年6月至2006年7月自由职业; 2006年8月至2007年8月, 就职于长阳禾嘉种业; 2007年9月至2015年10月, 就职于湖北康农种业有限公司, 科研部经理、副经理; 2015年10月至今任康农董事、副总经理, 任期三年。
邓恢勇	财务负责人	邓恢勇先生, 1973年9月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 专科学历。2011年12月至2018年6月, 任中科恒达石墨股份有限公司财务总监; 2019年1月至2022年12月, 任武汉革湖股权投资基金管理有限公司投资经理; 2018年10月至2022年11月, 兼任湖北恒昊会计师事务所(普通合伙)合伙人; 2023年1月至今, 任湖北康农种业股份有限公司财务负责人。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

1.2. 产品以玉米种子为核心, 魔芋种子和中药材种苗为辅

公司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。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、富农玉 6 号、康农玉 8009、豫单 883、康农玉 868、美谷 999、美谷 108、康农玉 909、高康 2 号等杂交玉米种子。

图4: 公司杂交玉米种子品质优良

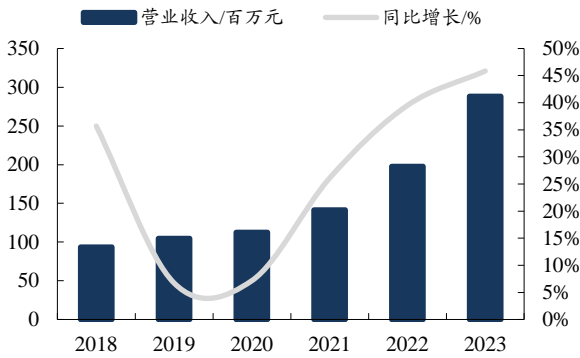
序号	品种名称	产品样式	产品特点
1	康农玉007		具有高产、稳产、适应性广的特点，适宜在西南地区和陕西中地区的平坝丘陵和低山区种植。该品种于2015年通过国家审定，生产试验平均亩产602.80千克，比对照渝单8号增产11.40%
2	康农2号		具有抗大斑病、抗倒伏等优良性状，适宜在热带和亚热带的低热河谷地区种植。2018-2019年参加热带亚热带玉米组绿色通道区域试验，两年平均亩产616.2千克，比对照桂单162增产8.2%。2019年生产试验，平均亩产574.1千克，比对照桂单162增产7.7%
3	康农玉109		具有抗穗腐病、大斑病等优良性状，适宜在四川省山区春玉米类型区种植。2016年参加四川省玉米山区组区试，平均亩产638.7公斤，比对照茎玉9号增产12.5%，2017年续试平均亩产585.9公斤，比对照茎玉9号增产6.2%，两年区试平均亩产612.3公斤，比对照茎玉9号增产9.4%。
4	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%
5	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%
6	康农玉8009		具有抗锈病、抗穗腐、抗青枯、抗蜗牛咬食、耐密植、高抗倒伏、出籽率高，品质优的特点，适宜在河南省、山东省、河北省保定市和沧州市南部及以南地区、陕西省关中灌区、山西省运城市临汾市及晋城市部分平川地区、江苏和安徽两省淮河以北地区、湖北省襄阳地区种植。该品种参加国家玉米品种绿色通道试验黄淮海夏玉米组。两年区域试验平均亩产612千克，比对照增产9.5%；2022年生产试验，平均亩产660千克，比对照增产4.9%。
7	豫单883		具有脱水快，丰产性好，适宜机收的特点，适宜在黄淮海夏玉米区的河南省、山东省、河北省保定市和沧州市的南部及以南地区、陕西省关中灌区、山西省运城市临汾市、晋城市部分平川地区、江苏和安徽两省淮河以北地区、湖北省襄阳地区种植。参加国家玉米品种统一试验黄淮海夏玉米机收组。两年区域试验平均亩产624千克，比对照增产6.4%；2021年生产试验平均亩产571千克，比对照增产8.0%。
8	康农玉868		具有高产、抗性好、适应性广的特点，适于湖北省丘陵、平原地区作春玉米、重庆市海拔800米及以下的丘陵、平坝、低山地区，陕南春播玉米区，四川省平坝丘陵春玉米类型区，曲靖市海拔1200米以上中高海拔玉米区等种植。2017~2018年参加湖北省玉米丘陵平原组品种区域试验，两年区域试验平均亩产640.83公斤，比对照宜单629增产5.34%。
9	美谷999		具有抗性好，综合抗性好，品质高，容重大，高产，株高适中的特点，适于湖北省丘陵、平原地区、湖南省邵阳市、岳阳市等地作春玉米种植。2020-2021年参加湖北省玉米丘陵平原组绿色通道品种区域试验，两年区域试验平均亩产534.28公斤，比对照宜单629增产7.46%。
10	美谷108		具有丰产性好，抗穗腐病、白斑病、灰斑病的特点，适于湖北省恩施州，十堰市，神农架林区，宜昌市(枝江市、当阳市除外)，襄阳市的保康县、南漳县、谷城县等海拔800米以下地区春播种植。2021~2022年参加湖北省玉米山区组绿色通道品种区域试验，两年区域试验平均亩产665.4公斤，比对照华玉11增产5.9%。
11	康农玉909		具有抗病性强、适应性广的特点，适宜在广西壮族自治区、广东省(肇庆除外)、贵州省(紫云除外)与广西接壤的低热河谷地带，云南省文山、红河、临沧、思茅、西双版纳、德宏等州市海拔800米以下地区的热带亚热带玉米区种植。参加国家玉米品种绿色通道试验热带亚热带玉米组。两年区域试验平均亩产601千克，比对照增产9.1%。
12	高康2号		具有丰产性好，抗穗腐病、白斑病、灰斑病的特点，适宜在西南春玉米(中高海拔)区的四川省甘孜州、阿坝州、凉山州及盆周山区海拔800—2200米的地区；贵州省贵阳市、毕节市、安顺市、六盘水市、黔西南州海拔1000—2200米地区；云南省昆明市、楚雄州、大理州、保山市、丽江市、德宏州、临沧市、普洱市、玉溪市、红河州、文山州、曲靖市、昭通市海拔1000—2200米地区种植。2019—2020年参加西南春玉米(中高海拔)组联合体区域试验，两年平均亩产688.8千克，比对照中玉335增产3.7%。

数据来源：招股说明书、公司公告，东吴证券研究所

1.3. 积极拓展黄淮海地区业务，业绩规模稳健增长

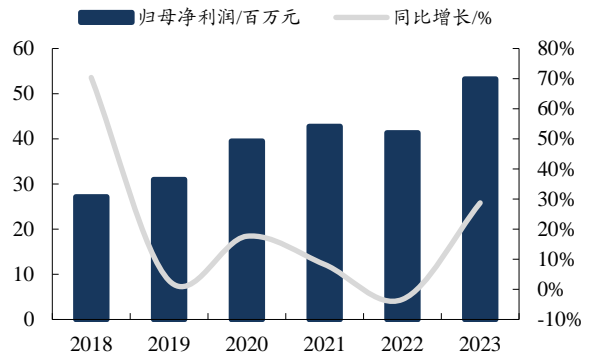
公司积极拓展黄淮海地区玉米种子业务，营收和归母净利润双增。公司营收及归母净利润持续稳步增长，2018-2023 年营收及归母净利润 CAGR 分别达 25%/14%，2022 年利润增速有所下滑主要系制种成本上涨影响，2023 年公司实现营业收入 2.88 亿元，同比增长 45.9%；归母净利润 0.53 亿元，同比增长 28.7%。公司业绩增长主要系公司积极拓展黄淮海地区杂交玉米种子销售业务，加大市场渗透力度，带动销量及营收高增。

图5：营业收入持续攀升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

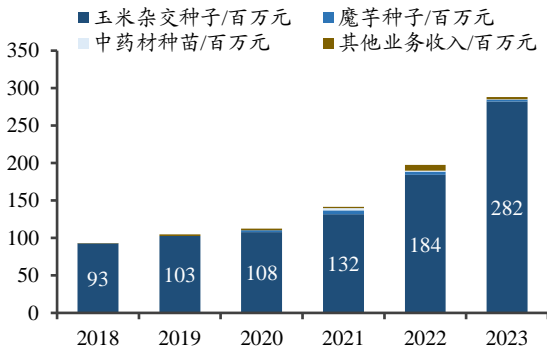
图6：归母净利润增长较快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

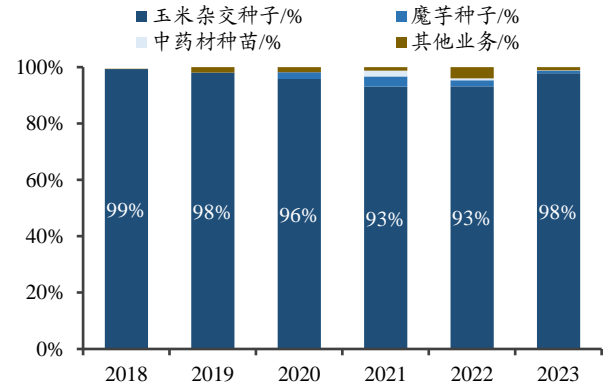
2018-2023 年玉米种子占比超 90%，为公司核心产品及主要收入来源。2020-2023 年，玉米种子营业收入逐年增加，从 2020 年的 1.08 亿元增长到 2023 年的 2.82 亿元，增加了 1.74 亿元，CAGR 为 37.85%；公司营业收入结构保持稳定，玉米种子始终为公司盈利的主要来源，营收占比始终超 90%。

图7：玉米种子 2023 年实现营收 2.82 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

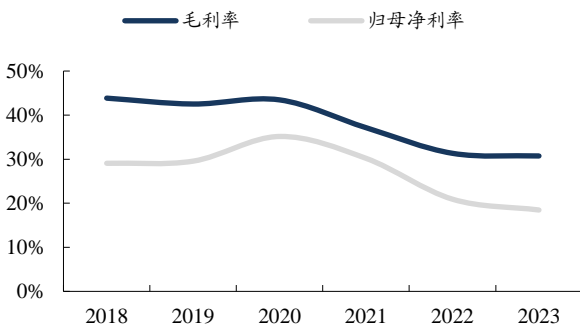
图8：玉米种子为公司核心产品



数据来源：Wind，东吴证券研究所

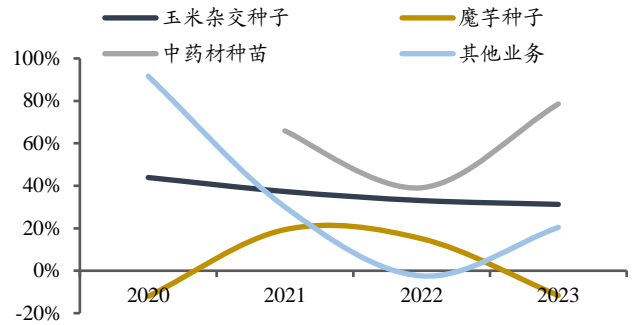
公司盈利质量有所下降，中药材种苗毛利率最高。公司 2023 年毛利率和归母净利率分别为 30.73%/18.46%，相较于 2020 年的 43.46%/35.16%，下降了 12.73/16.7pct，主要由于收入结构相对单一，受销售和制种成本上涨的影响较为显著。分产品来看，中药材种苗毛利率最高，2023 年中药材种苗的毛利率为 78.63%，较 2022 年增加 39.19pct；2023 年玉米种子的毛利率为 31.24%，较 2022 年减少 1.8pct，主要系制种成本略有上涨。

图9：公司盈利质量有所下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

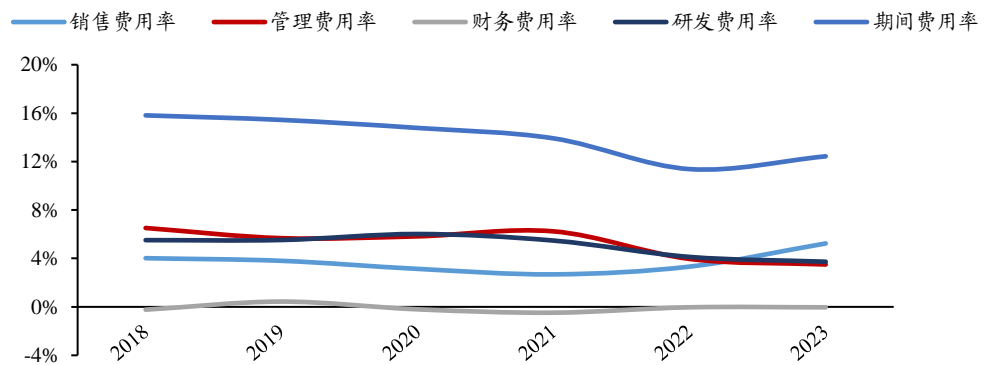
图10：中药材种苗毛利率最高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

费用管控能力较强，期间费用率保持稳定，研发费用逐年提升。2021-2023 年公司期间费用率分别为 13.92%、11.38%、12.43%，保持相对稳定；管理费用率为 6.2%、4.0%、3.5%，整体呈下滑趋势；销售费用率为 2.7%、3.3%、5.2%，整体呈上升趋势，主要系公司不断投入费用拓展新市场。2023 年公司研发费用为 3.7%，2018 年到 2023 年研发费用逐年上升，主要系公司为提升研发创新能力持续加大研发投入，重点关注新产品和新的育种技术的研发投入，职工薪酬有所增加。

图11：费用管控能力较强



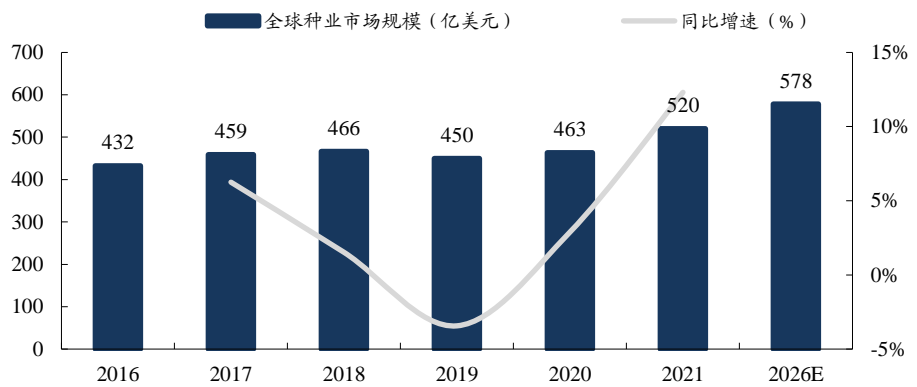
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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%。

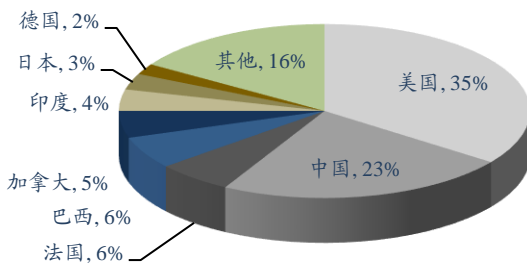
图12：预计全球种业市场规模 2021-2026 年 CAGR 为 2.2%



数据来源：Kynetec，先正达招股书，东吴证券研究所

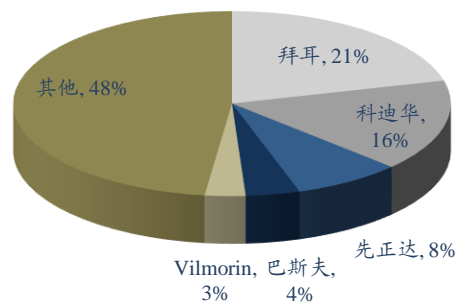
全球种业集中在中美地区，市场集中度较高，2021 年 CR5 超 50%。美国在全球种子市场份额的占比多年来持续位居第一，2020 年为 35%；中国的市占率仅次于美国，2020 年为 23%，常年处于市场份额占比第二的位置。从市占率层面看，在 2021 年全球种子企业市场份额中，德国的拜耳和巴斯夫占比分别为 21%/4%，拜耳为全球种业市场份额占比最大的公司；美国科迪华占比 16%，中国先正达集团占比 8%，法国 Vilmorin 占比 3%，行业 CR5 为 52%。

图13：2020 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14：2021 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。

图15：种子行业主要产业政策

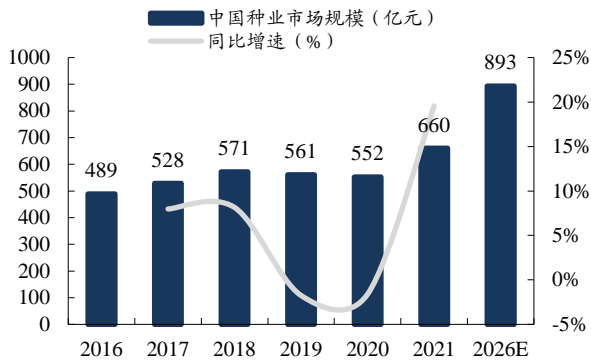
产业/行业政策	相关主要内容	发布单位	颁布日期
《农作物种质资源共享利用办法（试行）》	各国家级中期库和种质圃负责农作物种质资源的共享分发。国家农作物种质资源长期库和复份库保存的种质资源不直接提供共享利用，未经农业农村部批准，任何单位和个人不得动用。	农业农村部	2023年3月
《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	要求抓紧抓好粮食和重要农产品的稳产保供；加强农业基础设施建设；强化农业科技和装备支撑；巩固脱贫攻坚成果；推动乡村产业高质量发展；拓宽农民增收致富渠道；扎实推进宜居宜业和美乡村建设。	中共中央、国务院	2023年2月
《“十四五”生物经济发展规划》	从保护种质资源、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

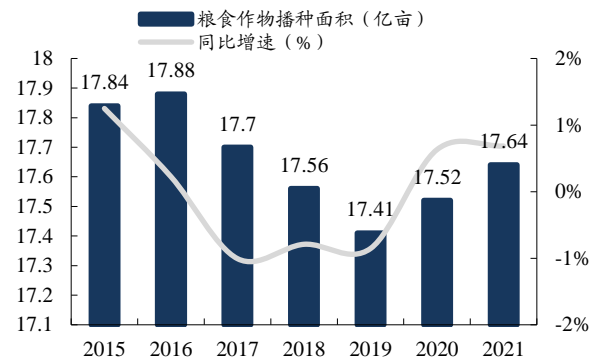
美国，预计到2026年市场规模将达到893亿元，2021-2026年CAGR为6.2%。

图16: 预计中国种业市场规模2026年达893亿元



数据来源: Kynetec, 东吴证券研究所

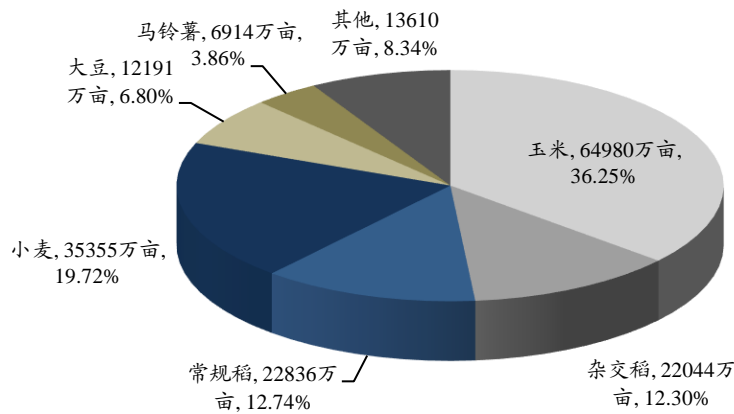
图17: 2015-2021年中国粮食作物播种面积



数据来源: 招股说明书, 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18: 2021年各类农作物用种面积及其占比

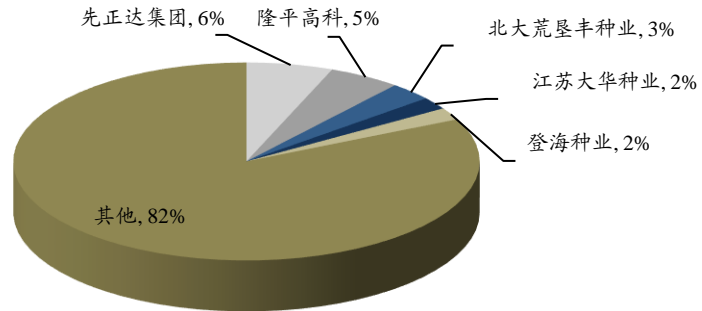


数据来源: 《2022年中国农作物种业发展报告》，招股说明书，东吴证券研究所

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19：2021年我国种子企业市场份额

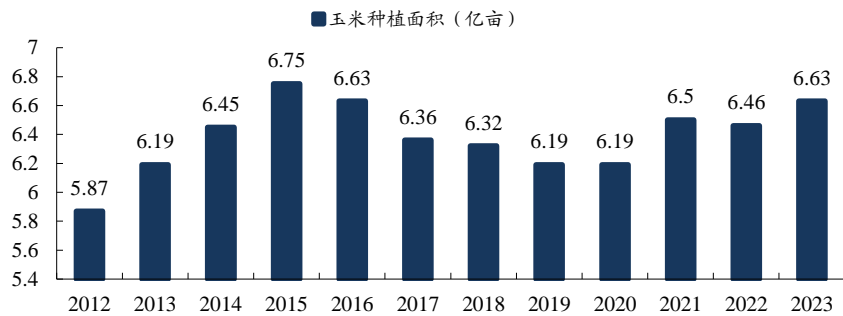


数据来源：《2022年中国农作物种业发展报告》，先正达招股书，东吴证券研究所

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%。

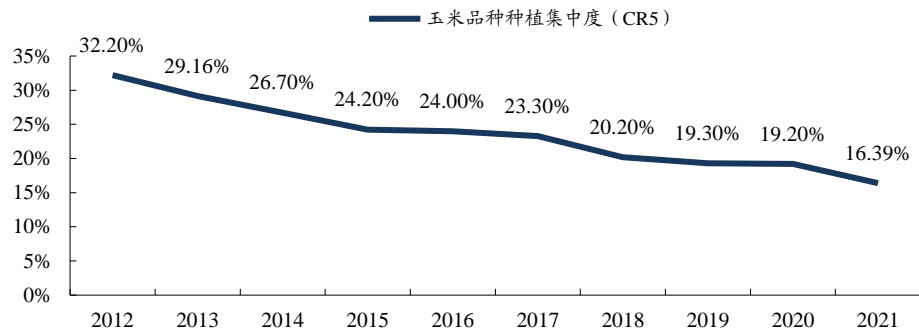
图20：2012-2023年我国种玉米种植面积



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21: 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。

图22: 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

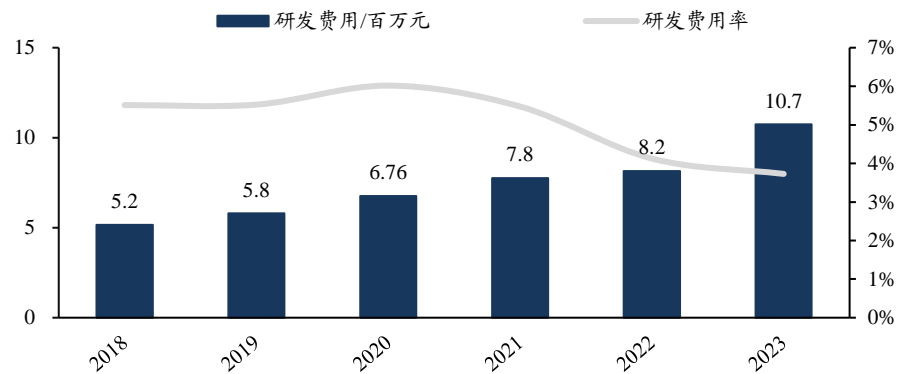
优良品种稀缺, 优质玉米种子供需紧张。尽管玉米种类繁多, 但真正能够被广泛推广的品种却相当有限。根据中国种业平台的数据, 尽管2020年有14,121个玉米品种通过了审定, 但其中86.84%的品种仅通过一次审定, 而只有不到0.72%的品种通过了五次以上的审定, 表明仅有极少数玉米品种在多地获得推广应用。同时, 获得大面积种植的品种类目依然稀缺。当前和今后一段时期, 玉米种子出现品种结构性过剩和结构性短缺并存的可能性大。

3. 研发为基，开拓黄淮海区域第二增长曲线

3.1. 创新驱动业务发展，产学研合作巩固护城河

公司坚持以创新驱动业务发展，研发费用逐年攀升。2018-2023 年公司研发费用从 515.6 万元增长到了 1,074.5 万元，增加 558.9 万元，CAGR 为 15.86%。公司持续加大研发费用支出推动公司新产品研发。

图23：研发费用逐年攀升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

拥有完整研发体系和较强自主研发能力，积极开展产学研合作。2023 年，公司开展热带玉米、夏播玉米、青贮玉米新品种选育项目等研发项目，有望加大公司未来对不同区域玉米市场的全覆盖，有利于公司的高质量发展和业绩增长。此外，公司积极进行与科研院所和行业内领先企业的合作研发工作，与合作方进行优势互补，在种质资源开发、育种技术创新和新品种参试等方面进行了深度合作，不断提升公司技术能力并加速推动杂交玉米种子品种创新进程。

图24：2023 年研发项目情况

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
热带玉米新品种选育项目	解决公司在热带亚热带玉米产品线的缺失。	执行中	适宜热带亚热带使用的自交系 10-20个；适宜热带亚热带推广的玉米新品种审定2-3个。	加大公司未来对热带区域市场的全覆盖，品种获得相关证书，有利于公司的高质量发展和业绩增长。
夏播玉米新品种选育项目	解决公司在黄淮海夏播玉米产品线的缺失。	执行中	适宜夏播使用的自交系 10-20个；适宜夏播推广的玉米新品种审定2-3个。	加大公司未来对夏播玉米区域市场的全覆盖，品种获得相关证书，有利于公司的高质量发展和业绩增长。
青贮玉米新品种选育项目	解决公司在青贮玉米产品线的缺失。	执行中	适宜青贮组配使用的自交系10-15个；适宜做青贮玉米新品种审定2-3个	加大公司未来对青贮玉米区域市场的全覆盖，品种获得相关证书，有利于公司的高质量发展和业绩增长。
全国六大区域新品种鉴定项目	鉴定评价新育成玉米品种的稳产性、丰产性、适应性、抗性、品质及其他重要特征特性表现，筛选适宜不同地区种植的玉米新品种，加快玉米新品种试验、审定和推广步伐，为公司品种审定提供科学依据。	执行中	各区域每年筛选出 50-80个优秀组合进入下一年度鉴定试验；2021年两个鉴定周期结束后，各区域筛选10-20个强优秀组合参加区域试验；从 2022年开始，各区域每年审定出5-15个新品种。	多点鉴定试验，筛选出优质优异品种，进行参试，使品种合法化，为公司后续品种推广提供有力支撑。
东北早熟春播玉米新品种选育	为填补公司玉米品种在北方市场的空白，增强公司产品竞争力和增加公司利润增长点进而提高公司的整体实力。	执行中	丰富公司产品线，增加利润增长点，提高公司核心竞争力。	加大公司未来对东北玉米区域市场的全覆盖，品种获得相关证书，有利于公司的高质量发展和业绩增长。
玉米雄性不育制种技术研究项目	解决在常规玉米制种过程中母本去雄不彻底，给玉米种子生产带来的纯度问题，同时解决三系配套技术，为公司生产提供支撑。	执行中	稳定的不育系 5-6个，恢复系 3-4个；三系配套用于生产3-4个。	应用本技术，在生产环节上即可降低成本，为公司增产创造效益，也可提高种子纯度，保证品种田间表现的一致性。
西南玉米特效基因挖掘及品种开发项目	依托公司良种配良法的品种推广模式，结合实验室现代生物技术解决近年来对西南玉米生产产生巨大危害的灰斑病、白斑病等问题，开展选育出抗性玉米新品种。对公司玉米C型细胞质雄性不育强恢复基因的材料进行基因挖掘、开发标记得到雄性不育化自交系为后续品种生产解决纯度问题。	执行中	抗性玉米自交系10-15个；三系配套玉米新品种2-3个；抗性玉米新品种审定3-5个；定位克隆功能基因1-2个。	通过基因表达实验证实基因，表明该基因在玉米品质改良当中有应用前景，可用于提升作物抗逆性和生物产量，有利于公司增产创效益。
抗玉米白斑病资源筛选及抗病品种选育项目	解决西南玉米区新的流行性病害玉米白斑病对玉米生产构成的危害，特立项抗玉米白斑病资源筛选及抗病品种选育。	执行中	选育抗白斑病玉米自交系 10-20个；适宜白斑病发生区推广的玉米新品种审定3-5个。	筛选出优质资源，组配，再筛选出抗白斑品种，解决玉米在白斑病高发区的抗逆性，使品种合法化，品种获得相关证书，有利于公司的高质量发展和业绩增长。
优质魔芋新品种选育项目	选育具备一定的耐寒特性、适合大规模越冬贮藏，抗软腐病和白绢病，高产、高葡甘聚糖含量，同时具备特异性、一致性和稳定性的魔芋新品种，找到从源头控制魔芋杂交种表型一致性的规律，使公司在日后的新品种培育中加快速度，抢占市场先机。	执行中	在找出控制魔芋杂交种表型一致性的规律后，可以形成流程化的作业方式，大大提高魔芋杂交新品种的育种效率；通过杂交新品种鉴定（或审定），获得相关证书，有利于公司产品推广，有力地加强公司知识产权保护。	加大公司未来对魔芋区域市场的全覆盖，获得相关证书，有利于公司的高质量发展和业绩增长。
中药材新品种选育种植技术中试研究	在公司现有中药材新品种选育能力和相应管理经验的情况下，对中药材新品种的种植模式、生产资料选择和大田管理等种植技术进行验证，为规模化生产制订出可操作的技术规范。	执行中	中药材新品种基数进一步扩大，将为后期新品种扩繁打下坚实的基础，相应的种植技术形成稳定的标准，将对公司中药材种苗的推广提供良好的服务保障。	加大选育，筛选出优质优异品种，进行参试，使品种合法化，参照有效的栽培技术，为公司后续品种推广提供有力支撑。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：2023年产学研合作项目情况

合作单位	合作项目	合作协议的主要内容
吉林农业大学	玉米种质资源创新技术开发研究项目	东北地区玉米自交系种质资源的改良、创新；育种材料一些性状的鉴定；培育的种质资源进行耐密、抗病和机收粒型杂交组合的筛选。
华中农业大学	玉米重要目标性状QTL/基因的挖掘及重要材料分子遗传改良	种质资源鉴定及分群；重要抗逆性状QTL/基因挖掘及育种可用标记开发；借助MAS、基因编辑等技术开展优异自交系或品种重要目标性状遗传改良；双方针对合作研究的目标性状相关进展联合申报专利3-4项。
湖北洪山实验室	高蛋白优质玉米新品种选育及产业化	开展种质资源鉴定及创新；优质蛋白玉米自交系的快速选育；MAS辅助快速选育优质蛋白玉米自交系及配合力测定；优质蛋白玉米新品种的示范及推广。
华中农业大学	共建玉米种质资源创新及产业化湖北省工程研究中心	共同建设具有先进科研能力的科技创新载体：玉米种质资源创新及产业化湖北省工程研究中心，建立完善的中心组织机构和独立的运行管理机制，开展前沿技术研究和产业化应用研究。
华中农业大学	玉米新组合联合参试	完成所有参试组合亲本材料的选育、参试组合的测配、测试及品种比较试验、品种审定申请。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 西南优势区域高市占率，加速拓展黄淮海地区

2021年公司市占率为0.72%，在行业内中型企业中处于较高水平。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%，公司在行业内处于较高水平。2022年度，公司销售玉米种子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，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。

图26：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》，招股说明书，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

深耕西南山地区和南方丘陵区多年，2021年/2022年公司优势区域市场占有率分别达4.84%/5.97%。西南山地区和南方丘陵区是公司传统的优势区域，公司在该区域内深耕多年，具有多个适宜当地种植的优质品种且市场认可度、知名度较高。公司2021年度在传统优势区域内的市场占有率达到4.84%；假设2022年度各主要区域用种量与2021年度保持一致，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，公司全部产品的市场占有率达到5.97%，充分说明公司产品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。

图27：2021年公司传统优势区域内市场占有率情况

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：招股说明书，东吴证券研究所

图28：2022年公司主要品种产品的市场占有率情况

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：招股说明书，东吴证券研究所

积极拓展东华北、黄淮海地区，打造公司第二曲线。2021年以来，公司通过自主研发、合作选育等多种渠道将业务区域逐步推广到北方春播区和黄淮海夏播区，康农玉8009的表现突出，豫单883、康农玉515、豫单898等相关一系列品种有望推动黄淮海区域销售带来大幅度增长。2023年公司黄淮海地区营收额约8000万元，2024年我们预计有望实现翻倍以上增长，后续黄淮海区域有望成为公司第二增长曲线。

3.3. 募资助力公司降本增产

募资扩充公司生产产能助力业绩提升。公司募资用于生产产能扩张，显著提升公司产能，有效解决制约公司发展的产能瓶颈问题，另外生产基地靠近制种区域，可以有效节省运输、储存成本，同时黄淮海等地区快速拓展将帮助消化公司新增产能。公司整体拟募资扩充1.2万吨玉米种子生产产能，2024年9月预计投入使用，新增产能可被预计订单基本消化，同时投入1500万元对现有的长阳生产基地进行改造提升，从而降低产品生产成本并提升产品质量可靠度。

图29：募资扩充公司生产产能

序号	项目名称	拟使用募集资金金额（万元）	建设情况
1	年产1.2万吨杂交玉米种子生产基地项目	8,600.32	2年
2	补充流动资金	4,300.00	不适用
3	杂交玉米种子加工技改提升（四期）项目	1,500.00	
合计		14,400.32	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利拆分

玉米种业务：我们预计 2024-2026 年公司随黄淮海地区不断拓展，营收持续高增，营收增速为 45%/30%/25%，毛利率方面考虑行业竞争激励，毛利率略微下行，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 31%/30.5%/30.5%。

其他业务：我们预计基本维持稳定，毛利率维持 7%左右。

公司整体我们预计 2024-2026 年实现营收 4.2/5.4/6.7 亿元，同增 44%/30%/25%，毛利率为 30.6%/30.2%/30.3%。

图30：康农种业盈利拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收（百万元）	141.67	197.62	288.24	415.15	537.84	670.74
		39.50%	45.85%	44.03%	29.55%	24.71%
总成本（百万元）	89.04	135.71	199.66	287.95	375.26	467.63
毛利率	37.15%	31.33%	30.73%	30.64%	30.23%	30.28%
玉米种						
收入（百万元）	131.78	184.24	282.03	408.94	531.63	664.53
yoy		39.81%	53.08%	45.00%	30.00%	25.00%
成本（百万元）	82.62	123.36	193.92	282.17	369.48	461.85
毛利率	37.30%	33.04%	31.24%	31.00%	30.50%	30.50%
其他业务						
收入（百万元）	9.89	13.38	6.21	6.21	6.21	6.21
yoy		35.40%	-53.60%	0.00%	0.00%	0.00%
成本（百万元）	6.42	12.35	5.74	5.78	5.78	5.78
毛利率	35.05%	7.72%	7.49%	7.00%	7.00%	7.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测及投资评级

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 0.72/0.89/1.09 亿元，同比+35%/24%/22%，对应 PE 为 10/8/6 倍，可比公司我们选取同样以玉米种生产与销售为主的公司隆平高科、荃银高科、秋乐种业，可比公司平均 PE 为 19/15/12 倍，公司估值水平较可比公司低，考虑公司积极拓展黄淮海区域营收有望持续高增，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图31: 可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 31 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
000998.SZ	隆平高科	11.20	13.17	147.50	5.44	7.65	10.35	27	19	14
300087.SZ	荃银高科	7.08	9.47	67.07	3.33	4.04	4.78	20	17	14
831087.BJ	秋乐种业	6.61	1.65	10.92	1.01	1.23	1.49	11	9	7
								19	15	12
837403.BJ	康农种业	9.76	0.71	6.93	0.72	0.89	1.09	10	8	6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 隆平高科及荃银高科盈利预测来自 Wind 一致预期, 秋乐种业盈利预测来自于东吴研究所

5. 风险提示

- 1) **行业竞争加剧:** 随公司逐步加速拓展黄淮海地区业务, 行业竞争将进一步加剧, 为争夺市场份额, 公司盈利或有所下行。
- 2) **拓展不及预期:** 若黄淮海地区客户拓展不及预期, 公司业绩增速或将放缓。

康农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	395	474	582	742	营业总收入	288	415	538	671
货币资金及交易性金融资产	87	128	127	165	营业成本(含金融类)	200	288	375	468
经营性应收款项	155	195	253	314	税金及附加	1	2	2	3
存货	126	129	180	240	销售费用	15	25	32	40
合同资产	0	0	0	0	管理费用	10	16	19	24
其他流动资产	26	22	22	23	研发费用	11	15	20	25
非流动资产	144	137	152	145	财务费用	0	(2)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	6	7	7
固定资产及使用权资产	109	102	95	88	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	26	27	28	28	减值损失	(4)	(5)	(8)	(11)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	52	72	90	111
其他非流动资产	1	1	21	21	营业外净收支	2	2	1	2
资产总计	539	611	734	887	利润总额	54	74	92	112
流动负债	223	205	234	274	减:所得税	0	1	1	1
短期借款及一年内到期的非流动负债	33	0	0	0	净利润	54	73	91	111
经营性应付款项	53	54	76	102	减:少数股东损益	0	1	2	2
合同负债	19	26	32	42	归属母公司净利润	53	72	89	109
其他流动负债	117	124	126	129	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	1.01	1.26	1.54
非流动负债	44	44	44	44	EBIT	52	70	89	111
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	60	79	98	121
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.73	30.64	30.23	30.28
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	18.46	17.29	16.57	16.27
其他非流动负债	43	43	43	43	收入增长率(%)	45.85	44.03	29.55	24.71
负债合计	266	248	278	317	归母净利润增长率(%)	28.73	34.86	24.19	22.42
归属母公司股东权益	272	361	452	563					
少数股东权益	1	2	4	7					
所有者权益合计	273	363	456	569					
负债和股东权益	539	611	734	887					

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	65	58	20	36	每股净资产(元)	6.89	6.61	8.28	10.31
投资活动现金流	(67)	(1)	(23)	(1)	最新发行在外股份(百万股)	71	71	71	71
筹资活动现金流	8	(19)	0	0	ROIC(%)	18.81	20.51	21.44	21.43
现金净增加额	6	41	(1)	38	ROE-摊薄(%)	19.58	19.90	19.73	19.38
折旧和摊销	7	9	9	9	资产负债率(%)	49.37	40.59	37.86	35.77
资本开支	(67)	(1)	(23)	(1)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.00	9.64	7.76	6.34
营运资本变动	(1)	(29)	(87)	(94)	P/B (现价)	1.42	1.48	1.18	0.95

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>