



创新驱动高质量发展, 未来有望成为种业强企

——秋乐种业首次覆盖报告

2024年08月19日

- “育繁推一体化”产业体系, 自主研发能力较强:** 秋乐种业主要从事玉米、花生、小麦等农作物种子的研发、繁育、加工、推广、销售和技术服务。公司是高新技术企业, 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。公司拥有完整的研发体系和较强的自主研发能力, 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, 以创新驱动业务发展。
- 加强精细化管理, 营业收入稳定增长:** 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, 新产品开发推广与成熟产品交替进行, 在激烈竞争的形势下仍保持收入增长, 公司营业成本与收入基本匹配。公司 2023 年实现营业收入 5.34 亿元, 同比增长 22.10%; 实现归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 28.68%。2024Q1 公司实现营业收入 0.35 亿元, 同比减少 36.98%; 实现归母净利润 0.02 亿元, 同比减少 83.71%, 主要是受新玉米种子的开发推广及油料作物销售模式变化的影响。
- 毛利率有一定波动, 费用率有所提升:** 由于公司种子产品不断地更迭, 公司整体毛利率、费用率基本呈现一定波动。公司在 2021-2023 年的销售毛利率分别为 31.71%、32.75%和 32.09%; 销售净利率分别为 11.84%、14.11%和 14.87%。2024Q1, 公司毛利率有一定下滑, 销售及管理费用率提升, 考虑到公司的部分玉米新品在开发推广, 以及油料作物的销售模式正在变化, 预计这种趋势仍将延续。
- 我国种业起步较晚、集中度低, 正处变革发展新阶段:** 我国是全球最大的农业生产国, 也是全球第二大种子市场, 凸显了种子行业在我国战略性、基础性的地位。根据同花顺 IFIND 数据, 截止到 2022 年, 我国主要农作物种子规模已达 1122.68 亿元, 玉米、水稻、小麦等是种子使用量最大的三类农作物。但我国种子行业起步较晚, 市场集中度低, 研发实力与全球领先种企相比仍有较大的距离。种业是我国战略性新兴产业之一, 受到国家政策大力支持, 正处变革发展的新阶段, 预计未来将持续保持较快增长, 行业的集中度也有望逐步提升, 龙头企业竞争力也将逐步加强。
- 投资建议:** 公司通过创新驱动实现公司高质量发展, 未来有望成为科技领先、产品一流, 具有商业化育种核心竞争力和生物技术育种核心竞争力的种业高科集团。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 5.04 亿元、5.12 亿元、5.29 亿元, 同比分别增长-5.62%、1.58%、3.31%, 归母净利润分别为 0.65 亿元、0.62 亿元、0.64 亿元, 同比分别为-18.76%、-4.14%、3.73%, EPS 分别为 0.39 元/股、0.37 元/股、0.39 元/股, 对应当前股价的 PE 分别为 16.05 倍、16.75 倍、16.15 倍。我们认为公司中长期成长空间广阔, 当前 PE 处于较低水平, 首次覆盖给予“推荐”的投资评级。
- 风险提示:** 自然灾害及病虫害风险、产业政策变动风险、市场竞争加剧的风险。

秋乐种业 (831087.BJ)

推荐 首次评级

分析师

傅楚雄

☎: 010-8092-7623

✉: fuchuxiong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515010001

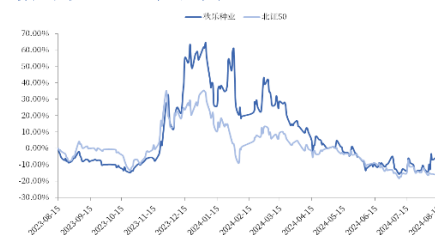
市场数据

2024-08-16

股票代码	831087.BJ
A 股收盘价(元)	6.27
上证指数	2879.43
总股本(万股)	16520.00
实际流通 A 股(万股)	16056.13
流通 A 股市值(亿元)	10.07

相对北证 50 表现图

2024-08-16



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河北交所】2024 年展望: 政策助力北交所加快发展, 市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略_新质生产力赋能北证, 关注央企投资价值

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	534.24	504.22	512.21	529.17
收入增长率%	22.10	-5.62	1.58	3.31
归母净利润(百万元)	79.42	64.52	61.85	64.16
利润增速%	28.68	-18.76	-4.14	3.73
毛利率%	32.09	29.80	29.07	29.11
摊薄 EPS(元)	0.48	0.39	0.37	0.39
PE	13.04	16.05	16.75	16.15
PB	1.91	1.78	1.68	1.58
PS	1.94	2.05	2.02	1.96

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 公司拥有完备“育繁推一体化”产业体系.....	4
(一) “育繁推一体化”产业体系，自主研发能力较强.....	4
(二) 公司实际控制人是河南省农业科学院.....	4
(三) 玉米种子是公司核心产品，营收占比超过六成.....	5
二、 营收和利润持续增长，毛利率基本保持稳定.....	7
(一) 加强精细化管理，营业收入持续增长.....	7
(二) 整体毛利率有一定波动，新产品推广等因素恐致费用率回升.....	7
三、 种子行业集中度较低，处技术变革新阶段.....	8
(一) 种业起步较晚，正处变革发展新阶段.....	8
(二) 政策助推“育繁推一体化”企业高速发展.....	8
四、 盈利预测和投资评级.....	10
五、 风险提示.....	12

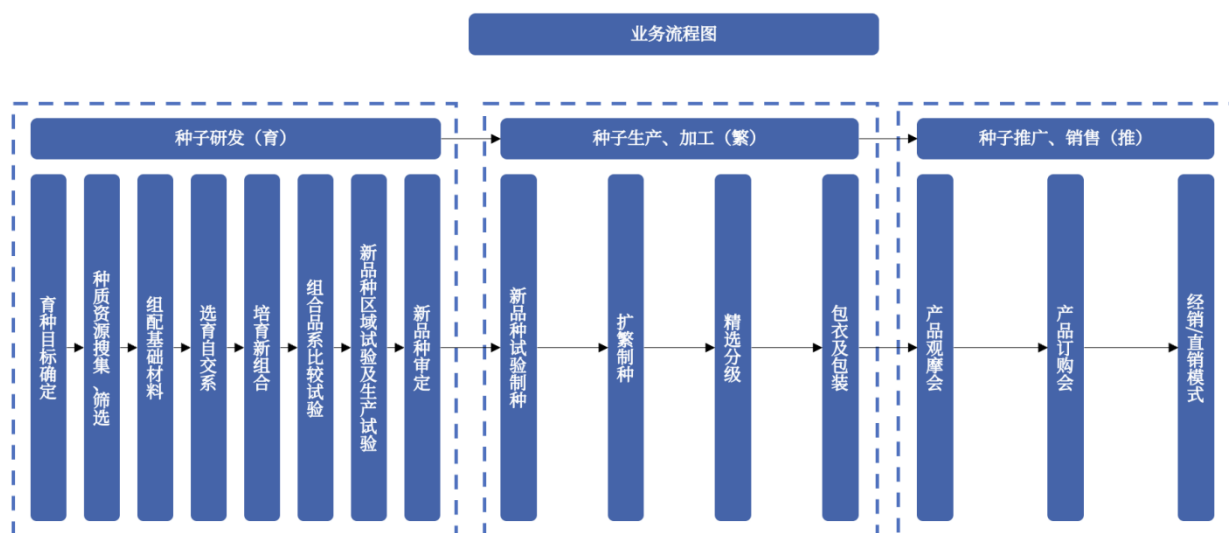
一、公司拥有完备“育繁推一体化”产业体系

（一）“育繁推一体化”产业体系，自主研发能力较强

秋乐种业主要从事玉米、花生、小麦等农作物种子的研发、繁育、加工、推广、销售和技术服务。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。

公司拥有完整的研发体系和较强的自主研发能力，自成立以来，公司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，以创新驱动业务发展。公司凭借自主掌握的玉米单倍体育种技术、利用矮败小麦进行轮回选择的高效小麦育种技术、优质高产高效种子繁育技术、“满天星”优化种植技术、隔离区创新设置技术、错期种植优化技术、种子综合加工技术等核心技术及在植物新品种研发、高产高效栽培等领域积累的丰富的专业经验和种质资源，培育了秋乐 368 玉米种、秋乐 618 玉米种、豫研 1501 玉米种等一批优质植物新品种，这些品种具有较强的市场竞争力和较高的客户认可度，成为公司近年来主要收入和利润来源，显示了公司的科技成果转化显著、创新卓有成效。

图1：公司主要产品及服务的业务流程图

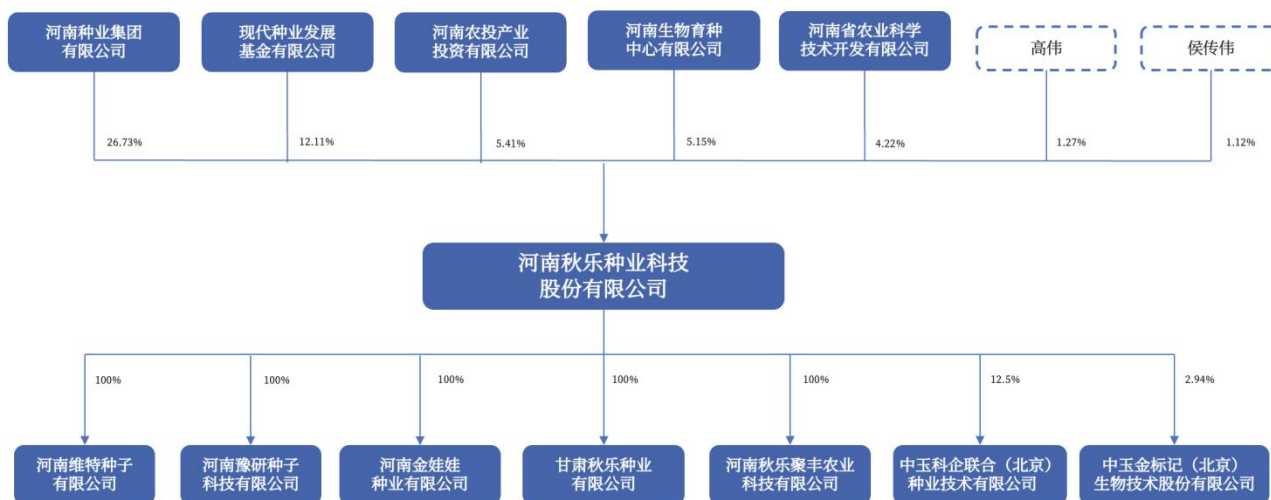


资料来源：公司 2023 年年报，中国银河证券研究院

（二）公司实际控制人是河南省农业科学院

公司控股股东为河南种业集团有限公司，实际控制人为河南省农业科学院。河南省农业科学院是河南省人民政府直属的综合性农业科研机构，学科齐全、科研综合实力雄厚，目前形成了一批优势研究领域：小麦、玉米、花生、芝麻等主要农作物遗传育种，动物疫病快速检测等领域的研究水平处于全国前沿，花生远缘杂交育种技术、芝麻基因组学研究跨入世界领先行列，取得了一批高水平科研成果，为保障国家粮食安全和推动河南现代农业发展提供了强有力的科技支撑。河南种业集团有限公司是河南省人民政府批复成立的省管国有骨干企业，也是河南省种业领域科技型领军企业。公司实控人和控股股东都是省属省管，科研实力较强，预计将能给公司形成有力的支持。公司股权结构图如下：

图2：公司股权结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）玉米种子是公司核心产品，营收占比超过六成

公司销售的农作物种子主要包括玉米种、小麦种及花生种等。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。公司主要产品的具体情况如下：

表1：公司的主要产品

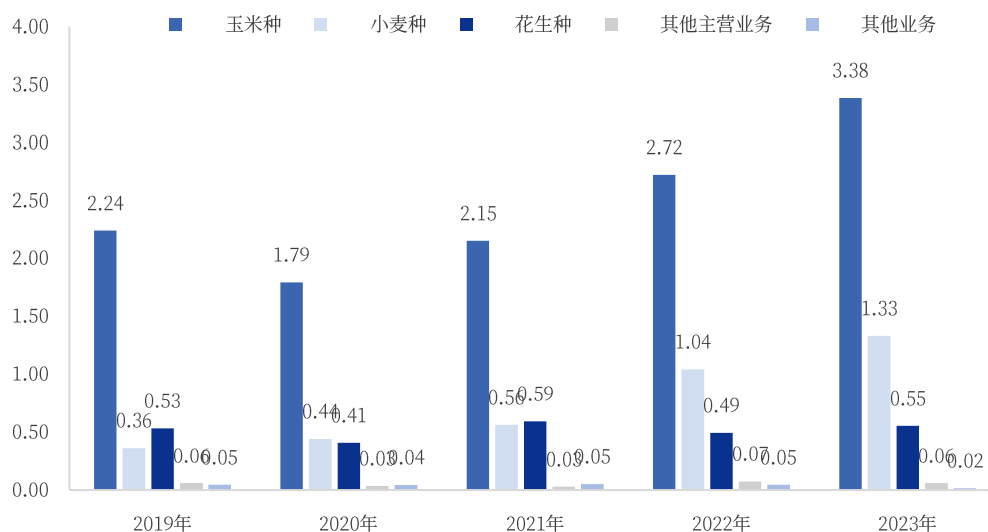
分类	品种名称	图片	品种来源	产品特点
玉米种子	秋乐 368		自主研发	于 2017 年 6 月通过国家审定，2020 年 7 月获得植物新品种权。参加 2016 年绿色通道生产试验，秋乐 368 平均亩产 674.00 千克，比对照郑单 958 增产 9.88%；中抗镰孢茎腐病，抗镰孢穗腐病。
	秋乐 618		自主研发	于 2019 年 8 月通过河南省级农作物审定。2018 年河南省生产试验平均亩产 654.90 千克，比对照郑单 958 增产 7.20%；抗南方锈病，中抗小斑病，弯孢叶斑病和瘤黑粉病。
	豫研 1501		自主研发	于 2017 年 6 月通过国家审定。2016 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。

	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。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。
小麦种子	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。
	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。
花生种子	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。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。中抗叶斑病, 中抗锈病。

资料来源: 公司招股说明书、中国银河证券研究院

2023 年公司玉米、小麦、花生种子收入均有增加, 2023 年合计实现营业收入 5.34 亿元, 同比增长 22.10%, 其中玉米种子实现营业收入 3.38 亿元, 同比增长 24.38%, 占公司主营业务收入比例为 63.32%; 小麦种子实现营业收入 1.33 亿元, 同比增长 24.93%, 占公司主营业务收入比例为 28.08%; 花生种子实现营业收入 0.55 亿元, 同比增长 10.37%, 占公司主营业务收入比例为 12.12%。

图3: 2019-2023 年公司主要产品和服务营业收入 (单位: 亿元)



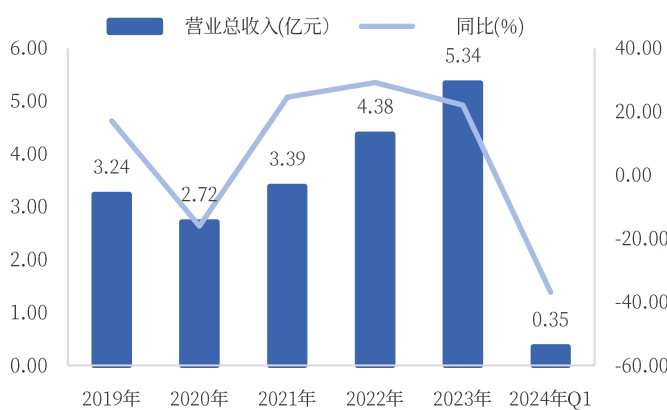
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、营收和利润持续增长，毛利率基本保持稳定

(一) 加强精细化管理，营业收入持续增长

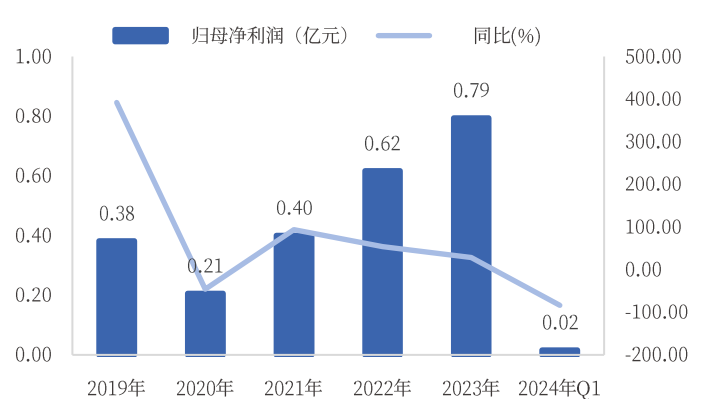
公司加强精细化管理，深入落实营销策略，加大市场渗透力度，主要的产品逐渐成熟，在行业的较激烈的竞争形势下仍保持了收入持续增长；公司的营业成本随销量增长同步增加，整体毛利率基本保持稳定。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 3.39 亿元/4.38 亿元/5.34 亿元，YOY 依次为 24.60%/29.23%/22.10%，三年营业收入的复合增速为 25.51%；2021-2023 年实现归母净利润 0.40 亿元/0.62 亿元/0.79 亿元，YOY 依次为 94.11%/54.01%/28.68%，三年归母净利润的年复合增速 40.53%。2024Q1 公司实现营业收入 0.35 亿元，同比减少 36.98%；实现归母净利润 0.02 亿元，同比减少 83.71%，主要是受到了玉米新品种的开发导入及油料作物的销售模式转换的影响。

图4：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：公司归母净利润及增速变化

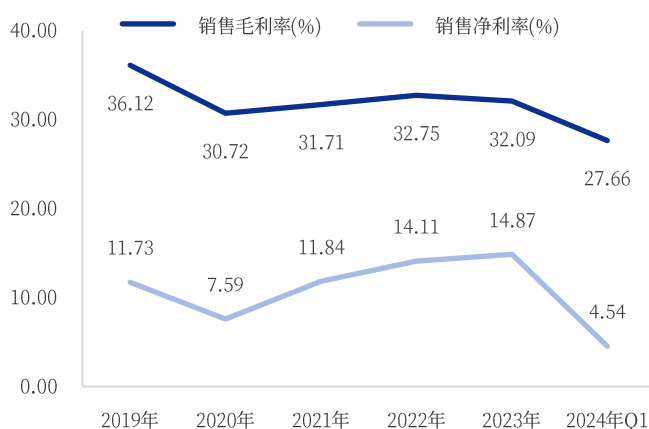


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 整体毛利率有一定波动，新产品推广等因素恐致费用率回升

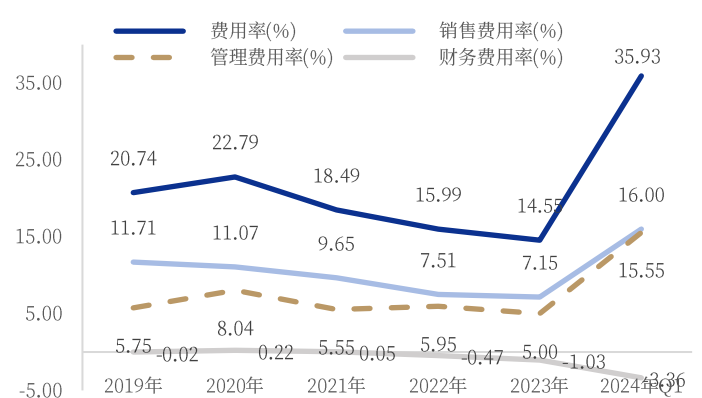
近几年公司整体毛利率有一定的波动，2021-2023 年的销售毛利率分别为 31.71%、32.75%和 32.09%；销售净利率分别为 11.84%、14.11%和 14.87%。2024 年第一季度，公司毛利率为 27.66%，同比减少 5.41 个 pct；净利率为 4.54%，同比减少 13.01 个百分点。此外，受到公司玉米种子新产品的开发推广及油料作物销售模式转变的影响，公司整体费用率有所上升。

图6：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图7：公司近年费用率情况 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

2023年度公司经营活动产生的现金流量净额为4961.77万元,较上年同期少流入7469.22万元,主要因为2023年制种成本增加,购买商品、接受劳务支付的现金显著增长,且销售费用及研发费用的增长使得支付其他经营活动支付的现金也有明显增加;投资活动产生的现金流量净额为-7124.51万元,较上年同期多流出6275.53万元,原因系公司2023年12月底未到期的理财产品增加所致。

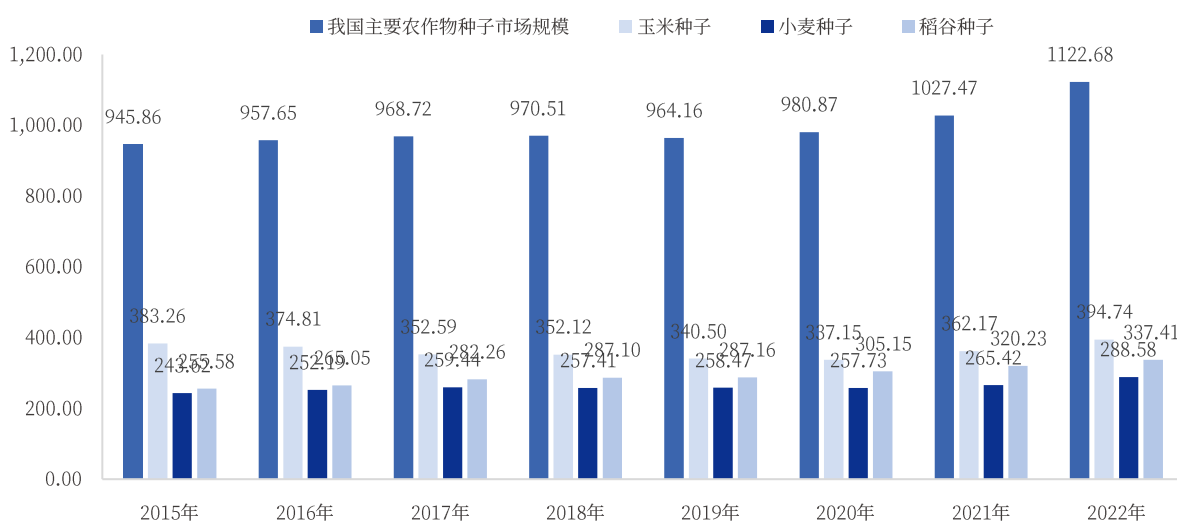
三、种子行业集中度较低,处技术变革新阶段

(一) 种业起步较晚,正处变革发展新阶段

我国是全球最大的农业生产国,也是全球第二大种子市场,凸显了种子行业在我国战略性、基础性的地位。根据同花顺IFIND数据,截止到2022年,我国主要农作物种子规模已达1122.68亿元,是仅次于美国的全球第二大种子市场,玉米、水稻、小麦等是种子使用量最大的三类农作物,占据了总规模的九成。但我国种子行业起步较晚,市场集中度低,研发实力与全球领先种企相比仍有较大的距离。

2021年《种业振兴行动方案》指出:一是强化企业创新主体地位,加强知识产权保护,优化营商环境,引导资源、技术、人才、资本等要素向重点优势企业集聚;二是要开展种源关键核心技术攻关。自此奠定了品种创新、技术创新为推动我国种业发展的顶层指导方针,我国种子行业进入变革发展的新阶段。

图8: 2015-2022年我国主要农作物种子市场规模(单位:亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 政策助推“育繁推一体化”企业高速发展

种子处于农业生产的最前端,对于农作物产量、质量和抗性等方面都具有重要的决定意义。种子是农业现代化的基础,是农业的“芯片”,种子行业的发展水平直接关乎我国粮食安全的命脉,种业是国家战略性、基础性核心产业,显示了种子行业在国民经济中极其重要的战略地位,并是“十四五”期间国家战略力量重点发展的八大前沿领域之一。此外,根据《战略性新兴产业分类(2018)》、《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》,种子培育作为生物育种产业,被认定为战略新兴行业、前沿领域,显示了种子育种具有非常强的创新性特征。近年来支持种业发展的政策体系、法律法规制度体系日益完善,推动着我国种业在种

质资源保护利用能力、种业创新能力、种业竞争能力、供种保障能力和依法治理能力等方面取得了长足进步。

表2：我国种子行业主要法律法规及政策

名称	发布单位	发布时间	主要内容
《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	中共中央、国务院	2022 年 1 月 4 日	大力推进种源等农业关键核心技术攻关。全面实施种业振兴行动方案推进种业领域国家重大创新平台建设。启动农业生物育种重大项目。加快实施农业关键核心技术攻关工程。强化现代农业产业技术体系建设。开展重大品种研发与推广后补助试点。贯彻落实种子法，实行实质性派生品种制度，强化种业知识产权保护。
《主要农作物品种审定办法》	农业农村部	2022 年 1 月 21 日	对品种审定委员会的设立、品种审定申请和受理、品种试验、审定与公告、监督管理等进行了规定。
《中华人民共和国种子法》	全国人民代表大会常务委员会	2022 年 3 月 1 日	对种质资源保护、品种选育、审定与登记、新品种保护、种子生产经营、种子监督管理、种子进出口及对外合作等作出了具体规定。
《国家发展改革委关于进一步做好粮食和大豆等重要农产品生产相关工作的通知》	国家发展和改革委员会	2022 年 3 月 10 日	细化分解“十四五”任务要求，确保粮食播种面积稳定：1、全力稳定粮食播种面积和产量；2、下大力扩大大豆和油料生产；3、努力保障“菜篮子”产品生产和有效供给；4、持续加强农田水利等农业基础设施建设；5、切实做好化肥等农资保供稳价工作；6、做好政策宣传和预期引导。
《“十四五”生物经济发展规划》	国家发展和改革委员会	2022 年 5 月 10 日	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。

资料来源：公司招股说明书、中国银河证券研究院

2022 年度，中共中央国务院发布《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》。2022 年度，新种子法正式实施、实质性派生品种制度落地、知识产权保护力度加强、种业市场不断净化，利好政策不断赋能种业发展。2024 中央一号文件强调要加快推进种业振兴行动，完善联合研发和应用协作机制，加大种源关键核心技术攻关，加快选育推广生产急需的自主优良品种，开展重大品种研发推广应用一体化试点，推动生物育种产业化扩面提速，为种业创新提供了明确的方向和支持。

这些主要法律法规和政策将有助于推动拥有完备的“育繁推一体化”产业体系的种子企业的高速发展，并对科研成果提供了有效的法律保障，从而为公司未来发展提供良好的市场环境。此外，这些主要法律法规和政策持续强调和支持品种创新、技术创新等，也为公司未来的发展指明了发展方向。

四、盈利预测和投资评级

公司始终紧扣国家战略，聚焦做强现代种业，服务现代农业的责任与担当，通过创新驱动实现公司高质量发展，未来有望成为科技领先、产品一流，具有商业化育种核心竞争力和生物技术育种核心竞争力的种业高科集团。公司实控人和控股股东科研实力较强，战略明确，公司业务清晰。公司围绕玉米产业、小麦产业、油料作物“三大产业”，以种业为主体，以玉米种业为龙头，立志打造三大作物加油料作物的综合性多元化的作物种业公司，占据行业领先地位。在这样的背景下，我们预计公司各类产品未来的销售情况如下：

1) 玉米种：目前主推畅销品种价格高、溢价能力强，同质化品种积压。公司计划扩大北方和西南春玉米市场；持续进行研发投入，丰富公司玉米种质资源，为公司提供更多具有市场竞争力的玉米新品种。受新产品开发推广影响，预计公司玉米品种的销售未来呈波动的态势，预计 2024-2026 年该类业务的营收分别为 2.88、2.88、3.16 亿元，增速分别为-15%、0%、10%。

2) 小麦种：公司主营的小麦品种进入成熟期，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呈波动态势。预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 1.60、1.68、1.51 亿元，增速分别为 20%、5%、-10%

3) 花生种：预计未来几年，在销售模式的转变后该类业务收入有望逐步重回增长。预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.50、0.50、0.55 亿元，增速分别为-10%、0%、10%。

4) 其他主营业务：主要包含除玉米、小麦和花生之外的其他种子销售，预计 2024-2026 年保持在每年 0.05 亿元的水平。

5) 其他业务：包括展示观摩、技术服务、租赁等项目，整体占比较低，预计 2024-2026 年，该类业务的营收保持在每年 0.02 亿元的水平。

表3：分业务预测（百万元）

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
玉米种	营业收入	338.29	287.55	287.55	316.30
	YOY	24.38%	-15.00%	0.00%	10.00%
小麦种	营业收入	133.19	159.83	167.82	151.04
	YOY	28.08%	20.00%	5.00%	-10.00%
花生种	营业收入	55.38	49.84	49.84	54.83
	YOY	12.12%	-10.00%	0.00%	10.00%
其他主营业务	营业收入	5.85	5.00	5.00	5.00
	YOY	-21.56%	-14.46%	0.00%	0.00%
其他业务	营业收入	1.53	2.00	2.00	2.00
	YOY	-67.60%	30.58%	0.00%	0.00%
营业收入合计		534.24	504.22	512.21	529.17
YOY		22.10%	-5.62%	1.58%	3.31%
归母净利润合计		79.42	64.52	61.85	64.16
YOY		28.68%	-18.76%	-4.14%	3.73%
EPS (元)		0.48	0.39	0.37	0.39
PE (倍)		13.04	16.05	16.75	16.15

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

预计公司 2024-2026 年营收分别为 5.04 亿元、5.12 亿元、5.29 亿元，同比分别增长-5.62%、1.58%、3.31%，归母净利润分别为 0.65 亿元、0.62 亿元、0.64 亿元，同比分别为-18.76%、-4.14%、

3.73%，EPS 分别为 0.39 元/股、0.37 元/股、0.39 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 16.05 倍、16.75 倍、16.15 倍。我们认为公司中长期成长空间广阔，当前 PE 处于较低水平，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

五、风险提示

自然灾害及病虫害风险、产业政策变动风险、市场竞争加剧的风险。

图表目录

图 1: 公司主要产品及服务的业务流程图.....	4
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 2019-2023 年公司主要产品和服务营业收入（单位：亿元）.....	6
图 4: 公司收入规模及增速变化.....	7
图 5: 公司归母净利润及增速变化.....	7
图 6: 公司销售毛利率及净利率变化.....	7
图 7: 公司近年费用率情况（%）.....	7
图 8: 2015-2022 年我国主要农作物种子市场规模（单位：亿元）.....	8
表 1: 公司的主要产品.....	5
表 2: 我国种子行业主要法律法规及政策.....	9
表 3: 分业务预测（百万元）.....	10

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	629.31	672.15	718.05	766.89
现金	370.90	409.55	440.51	472.02
应收账款	44.92	42.02	41.26	41.16
其它应收款	0.61	0.70	0.71	0.73
预付账款	2.63	2.65	2.72	2.81
存货	146.92	152.41	166.52	182.34
其他	63.32	64.82	66.32	67.82
非流动资产	135.04	127.46	119.10	110.43
长期投资	3.26	3.16	3.06	2.96
固定资产	78.93	72.14	65.25	58.34
无形资产	44.44	44.04	43.44	42.54
其他	8.41	8.12	7.34	6.59
资产总计	764.35	799.61	837.15	877.32
流动负债	196.87	192.88	194.31	197.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	41.15	39.33	39.36	39.59
其他	155.72	153.55	154.95	157.42
非流动负债	23.97	25.54	25.54	25.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.97	25.54	25.54	25.54
负债合计	220.84	218.42	219.84	222.55
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	543.51	581.19	617.31	654.77
负债和股东权益	764.35	799.61	837.15	877.32

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	49.62	68.20	60.38	61.86
净利润	79.42	64.52	61.85	64.16
折旧摊销	13.87	12.82	13.02	13.32
财务费用	0.08	0.00	0.00	0.00
投资损失	-2.21	-0.50	-0.51	-0.53
营运资金变动	-60.73	-8.19	-13.52	-14.62
其它	19.18	-0.45	-0.45	-0.45
投资活动现金流	-71.25	-4.29	-3.69	-3.67
资本支出	-23.56	-4.15	-4.15	-4.15
长期投资	-50.00	0.10	0.10	0.10
其他	2.31	-0.24	0.36	0.38
筹资活动现金流	-25.39	-25.27	-25.73	-26.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-25.39	-25.27	-25.73	-26.69
现金净增加额	-47.02	38.64	30.97	31.51

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	534.24	504.22	512.21	529.17
营业成本	362.79	353.98	363.32	375.11
营业税金及附加	1.51	1.51	1.54	1.59
营业费用	38.21	42.86	43.54	44.98
管理费用	26.71	30.25	30.73	31.75
财务费用	-5.52	-0.56	-0.61	-0.66
资产减值损失	-2.00	-0.40	-0.40	-0.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.21	0.50	0.51	0.53
营业利润	77.70	63.72	61.05	63.36
营业外收入	3.14	0.90	0.90	0.90
营业外支出	0.13	0.10	0.10	0.10
利润总额	80.71	64.52	61.85	64.16
所得税	1.29	0.00	0.00	0.00
净利润	79.42	64.52	61.85	64.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	79.42	64.52	61.85	64.16
EBITDA	101.08	76.79	74.25	76.81
EPS(元)	0.48	0.39	0.37	0.39

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	22.10%	-5.62%	1.58%	3.31%
营业利润增速	28.98%	-17.99%	-4.19%	3.78%
归属母公司净利润增	28.68%	-18.76%	-4.14%	3.73%
毛利率	32.09%	29.80%	29.07%	29.11%
净利率	14.87%	12.80%	12.08%	12.12%
ROE	14.61%	11.10%	10.02%	9.80%
ROIC	15.81%	11.01%	9.92%	9.70%
资产负债率	28.89%	27.32%	26.26%	25.37%
净负债比率	-68.24%	-70.47%	-71.36%	-72.09%
流动比率	3.20	3.48	3.70	3.89
速动比率	2.37	2.60	2.74	2.86
总资产周转率	0.72	0.64	0.63	0.62
应收账款周转率	11.61	11.60	12.30	12.84
应付账款周转率	8.96	8.80	9.23	9.50
每股收益	0.48	0.39	0.37	0.39
每股经营现金	0.30	0.41	0.37	0.37
每股净资产	3.29	3.52	3.74	3.96
P/E	13.04	16.05	16.75	16.15
P/B	1.91	1.78	1.68	1.58
EV/EBITDA	15.37	8.16	8.02	7.34
P/S	1.94	2.05	2.02	1.96

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

傅楚雄 北交所分析师。金融学硕士，浙江大学工学学士。2014年加入银河证券研究院，2014年-2016年新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn