



聚焦杂交玉米种子，科研创新助推业务拓展

——康农种业首次覆盖报告

2024年08月19日

- 聚焦杂交玉米种子，科研创新驱动发展：**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。经过十余年的发展与沉淀，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。公司拥有的杂交玉米种子品种和种质资源均为我国本土品种，无境外引进品种或种质资源。
- 不断拓展新品种市场，营收大幅增长：**公司2023年在北方春播区和黄淮海夏播区等市场拓展情况良好，产品销量较2022年度大幅增加。公司2023年实现营业收入2.88亿元，同比增长45.85%，2023年归母净利润0.53亿元，同比增长28.73%。2024Q1公司实现营业收入0.34亿元，同比增长53.97%；实现归母净利润0.10亿元，同比增长143.19%。
- 制种成本增加，毛利率逐年下滑：**近年来由于上游制种成本不断增加导致产品单位成本上涨，公司玉米种子销售价格增速持续低于采购成本增速，造成公司玉米种子毛利率呈现出逐年下滑的趋势。公司在2021-2023年的销售毛利率分别为37.15%、31.33%和30.73%。2024年第一季度，公司毛利率为28.71%。
- 玉米市场规模庞大，转基因育种带来可观增量空间：**根据《2022年中国农作物种业发展报告》，2021年我国种子市值达1281亿元，市场规模仅次于美国居全球第二，其中玉米规模已达到311.87亿元。我国玉米品种繁多，但优良品种稀缺，种企创新动力不足，仅有极少数玉米品种在多地获得推广应用。2023年2月发布的中央一号文件指出要加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围。政策的密集发布预示着我国转基因玉米商业化正在有序推进，玉米作物单产未来有望实现突破，玉米种子的抗性、作物品质乃至产量有望得以提升。具有深厚的技术储备和强大的科技创新能力的玉米育种龙头企业有望借力其优质单品在主要玉米种植区实现市场份额的进一步提升。
- 投资建议：**公司坚持自主研发和开放合作齐头并进的育种战略，未来公司将依托自有的种质资源库和研发团队，把握市场需求变化和种子行业的技术变革的浪潮，加大对新产品和新的育种技术的研发投入，公司产品竞争力有望进一步提高，市场份额有望进一步扩大。预计公司2024-2026年营收分别为3.87、4.82、5.53亿元，同比分别增长34.14%、24.62%、14.82%，归母净利润分别为0.69、0.79、0.84亿元，同比分别为29.70%、14.35%、6.57%，EPS分别为0.97元/股、1.11元/股、1.19元/股，对应当前股价的PE分别为9.36倍、8.18倍、7.68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。

康农种业 (837403.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

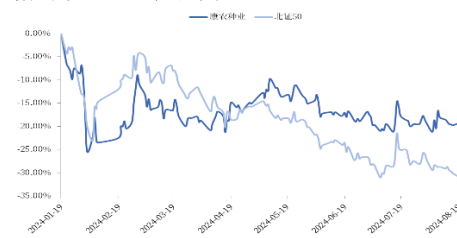
市场数据

2024-08-19

股票代码	837403.BJ
A股收盘价(元)	9.10
上证指数	2893.67
总股本(万股)	7097.22
实际流通A股(万股)	2982.72
流通A股市值(亿元)	2.71

相对北证50表现图

2024-08-19



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)	288.24	386.64	481.82	553.21
收入增长率%	45.85	34.14	24.62	14.82
归母净利润(百万元)	53.22	69.02	78.93	84.11
利润增速%	28.73	29.70	14.35	6.57
毛利率%	30.73	29.23	27.80	26.64
摊薄 EPS(元)	0.75	0.97	1.11	1.19
PE	12.14	9.36	8.18	7.68
PB	2.38	1.37	1.21	1.08
PS	1.25	1.67	1.34	1.17

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 聚焦杂交玉米种子，科研创新驱动发展.....	4
(一) 技术水平全国领先，以玉米种子为核心，产品结构多元	4
(二) 公司实际控制人具有较强的研发和市场推广经验.....	4
(三) 聚焦杂交玉米种子，产研和育种经验丰富	5
二、 毛利率近年承压，营业收入增长强势	6
(一) 新品种市场拓展情况良好，营业收入大幅增长.....	6
(二) 制种成本增加，毛利率逐年下滑	7
三、 种业起步晚增速快，玉米市场规模庞大	8
(一) 我国种业起步较晚，政策助推发展.....	8
(二) 玉米市场规模庞大，转基因育种带来可观增量空间	9
(三) 玉米市场供需紧平衡，国内玉米价格有望维持高位.....	9
四、 盈利预测和投资评级.....	11
五、 风险提示.....	12

一、聚焦杂交玉米种子，科研创新驱动发展

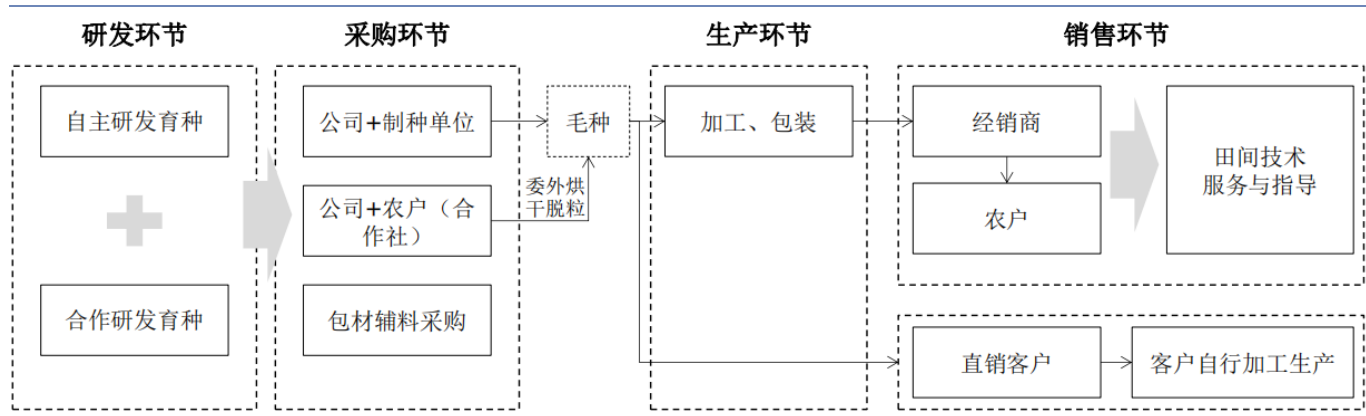
（一）技术水平全国领先，以玉米种子为核心，产品结构多元

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“扎根湖北，立足西南；面向全国，走向世界”发展愿景，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，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。

经过十余年的发展与沉淀，公司现已形成了以玉米种子核心，魔芋种子和中药材种苗为辅的多元产品结构。公司在售杂交玉米种子品种共66个，其中自主选育品种37个，合作选育品种12个。公司拥有的杂交玉米种子品种和种质资源均为我国本土品种，无境外引进品种或种质资源。

公司的盈利主要来源于杂交玉米种子的销售。公司玉米种子的业务涉及育种、制种、加工和推广销售主要环节，分别对应研发、采购、生产和销售，主要流程划分如下：

图1：公司玉米种子业务流程图

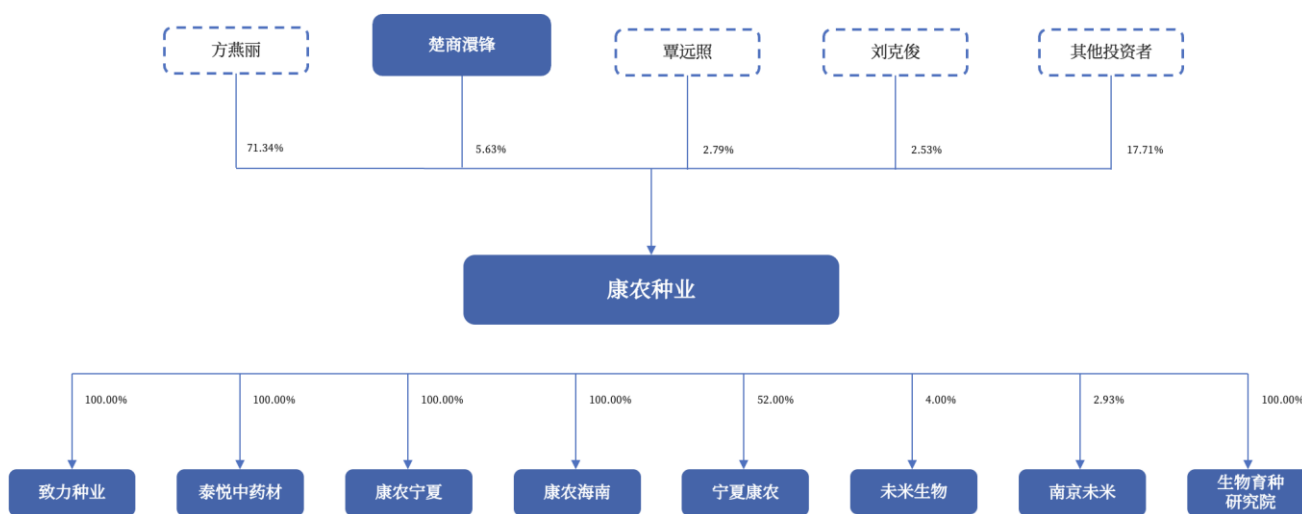


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

（二）公司实际控制人具有较强的研发和市场推广经验

方燕丽系公司董事长，直接持有公司28,150,000股股份，占公司总股本的71.34%，为公司控股股东；彭绪冰系公司董事、总经理，未直接或间接持有公司股权。方燕丽、彭绪冰二人为夫妻关系，通过股权关系和管理权利能够实现对公司日常经营决策的控制，为公司实际控制人。公司的董事长曾从事农作物种子的推广和经营工作，具有丰富的市场开拓经验；公司的总经理长期从事玉米育种方面的研究，曾获得国务院政府特殊津贴、湖北省政府专项津贴、全国农业植物新品种保护先进个人、湖北省“五一劳动”奖章等荣誉，具有较强的研发经验。公司实控人在研发和市场推广方面的经验，对公司的发展战略有较大的影响。公司股权结构图如下：

图2：公司股权结构

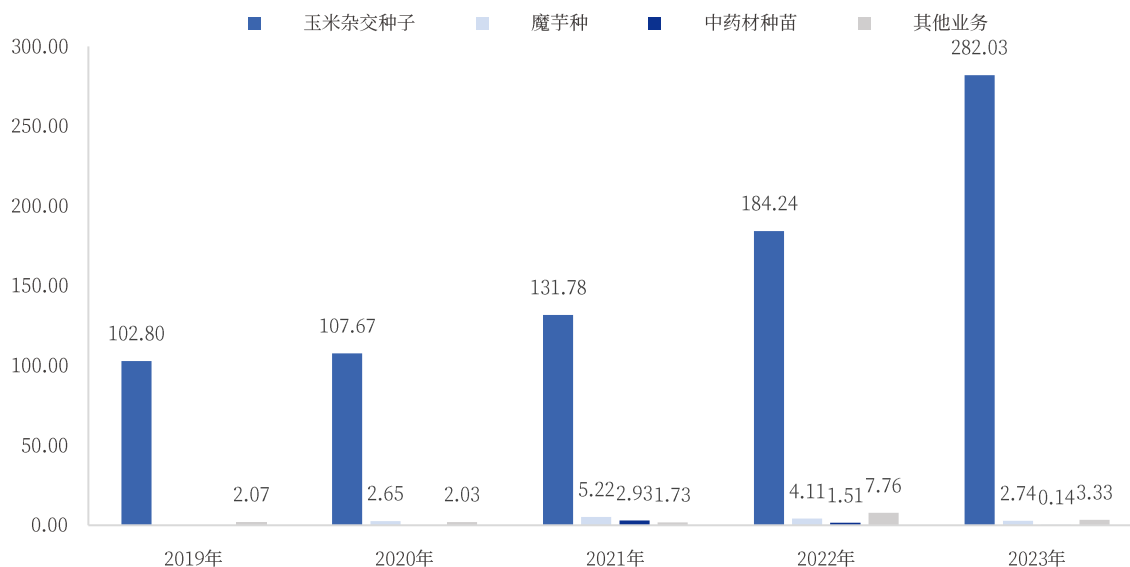


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

（三）聚焦杂交玉米种子，产研和育种经验丰富

公司自成立以来即聚焦于杂交玉米种子领域，专注于选育和推广高产稳产、抗逆广适的杂交玉米种子，积累了丰富的产品研发和育种经验。近几年公司杂交玉米种子收入占主营业务收入的均超过 90%，是公司的核心产品。

图3：2019-2023 年公司主要产品和服务营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司自主研发和选育的玉米品种具备品质优、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，其具体情况如下：

表1: 公司的主要产品

产品名称	产品样式	产品特点
康农玉 007		具有高产、稳产、适应性广的特点，适宜在西南地区 and 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%
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%
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%。
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%
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%
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

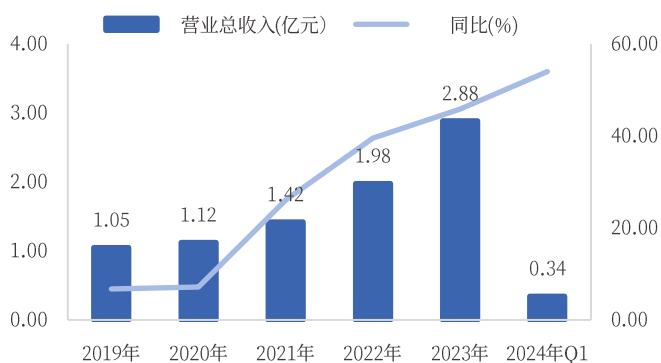
资料来源: 公司招股说明书、中国银河证券研究院

二、毛利率近年承压，营业收入增长强势

(一) 新品种市场拓展情况良好，营业收入大幅增长

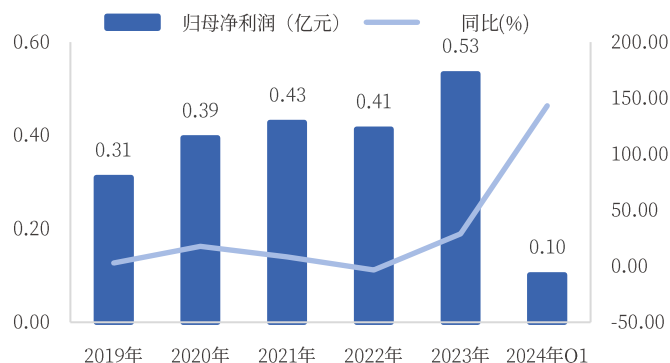
不断拓展新品种市场，营收大幅增长。2023 年，公司康农玉 8009、豫单 883 等面向黄淮海夏播区的新品种市场拓展良好，使得公司来源于华北地区、华东地区和华中地区的收入均大幅增长。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 1.42 亿元/1.98 亿元/2.88 亿元，YOY 依次为 26.09%/39.50%/45.85%，三年营业收入的年复合增速为 42.41%；2021-2023 年实现归母净利润 0.43 亿元/0.41 亿元/0.53 亿元，YOY 依次为 8.28%/-3.34%/28.73%，三年归母净利润的年复合增速 11.02%。最新报告期，2024Q1 公司实现营业收入 0.34 亿元，同比增长 53.97%；实现归母净利润 0.10 亿元，同比增长 143.19%。

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

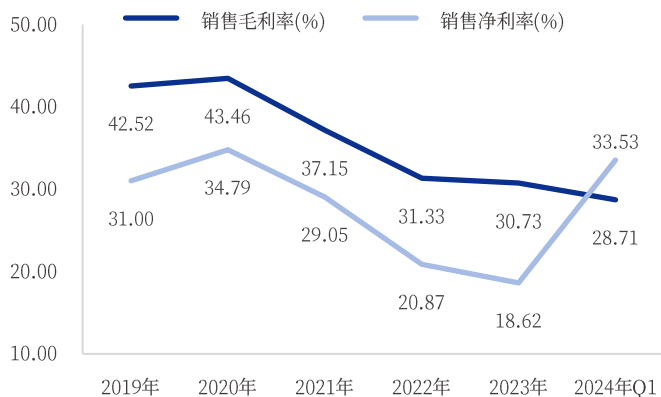


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 制种成本增加, 毛利率逐年下滑

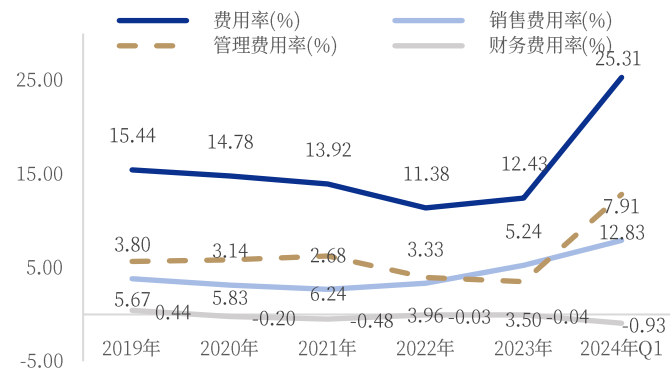
近年来由于上游制种成本不断增加导致产品单位成本上涨, 公司玉米种子销售价格增速持续低于采购成本增速, 公司玉米种子毛利率逐年下滑, 并导致了综合毛利率的下滑。公司在2021-2023年的销售毛利率分别为37.15%、31.33%和30.73%;销售净利率分别为29.05%、20.78%和18.62%。2024年第一季度, 公司毛利率为28.71%, 同比减少8.51pct;净利率为33.53%, 同比增加16.70pct。

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6500.89万元, 较上年同期由流出转为流入, 主要是由于公司销售收款情况良好; 投资活动产生的现金流量净额为-6665.31万元, 较上年同期从流入转为流出, 主要是由于公司积极以自有资金推进募投项目建设, 固定资产投资规模大幅增加。

三、种业起步晚增速快，玉米市场规模庞大

(一) 我国种业起步较晚，政策助推发展

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。我国种业发展虽然起步较晚，但增速较快。自改革开放以来，种业也从计划经济变成了市场经济，我国种业逐步开始了产业化、市场化的时代。近年来我国发布了一系列法律法规和产业政策文件等为种植相关行业健康发展营造了优良的环境，有助于推动“育繁推一体化”产业体系内的种子企业高速发展，并对科研成果提供有力保障，从而公司快速发展奠定了良好的基础。此外，相关法律法规和产业政策持续强调和支持品种创新、技术创新，也公司的发展指明方向。

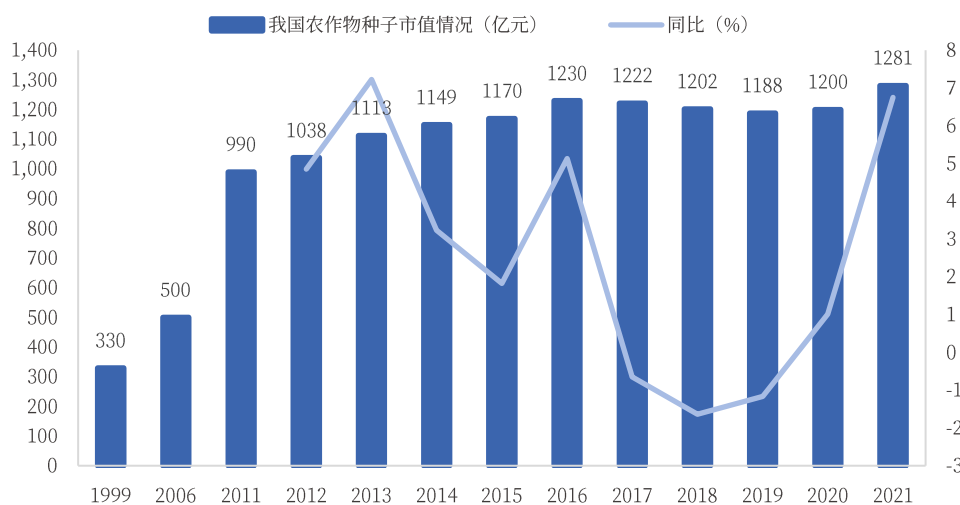
表2：种业市场行业主要法律法规及政策

产业/行业政策	发布单位	发布时间	主要内容
《“十四五”生物经济发展规划》	国家发展与改革委员会	2022年5月	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
《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	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。加快推进农业种质资源普查收集，强化精准鉴定评价。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等
《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院	2021年11月	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
《种业振兴行动方案》	中央全面深化改革委员会	2021年7月	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
《关于开展保护种业知识产权专项整治行动的通知》	农业农村部	2021年7月	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

资料来源：公司招股说明书、中国银河证券研究院

2021年我国种子市值达1281亿元，市场规模仅次于美国居全球第二。相比海外市场，国内市场孕育着更大的发展机遇，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。1999年至2021年，我国农作物种子行业市值增长情况如下图所示：

图8：1999-2021我国农作物种子市值情况（单位：亿元）



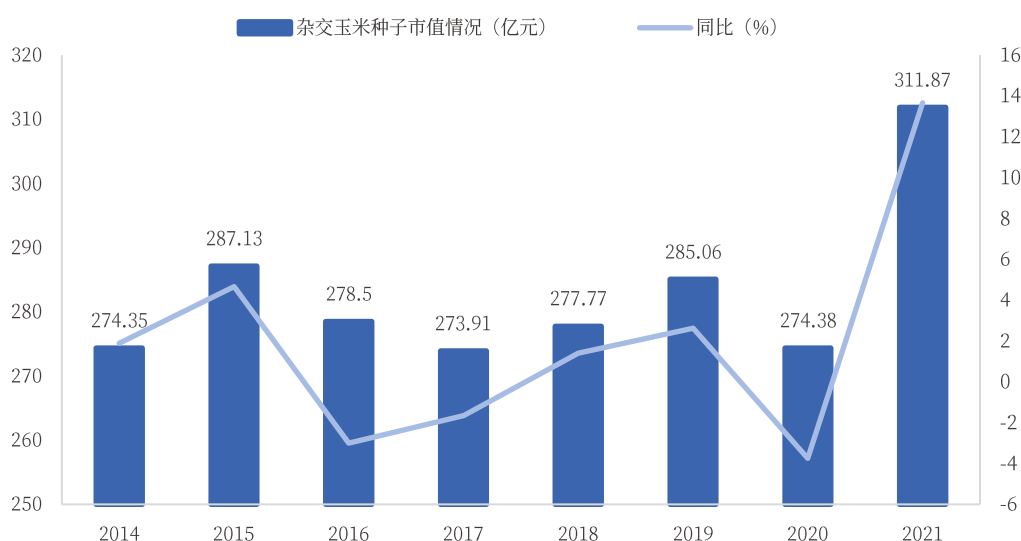
资料来源：《2022年中国农作物种业发展报告》，公司公告，中国银河证券研究院

（二）玉米市场规模庞大，转基因育种带来可观增量空间

玉米、水稻、小麦是我国农作物种子最主要的三大细分板块。玉米作为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。

转基因育种商业化将有利于提升玉米单产。与传统杂交育种相比，转基因育种效率更高，且能够实现跨物种的基因流动，其生产出优良品种的能力更强。转基因品种通过提升作物的抗逆性间接提升单产水平，转基因种子可带来玉米单产的提升。单一转基因性状可带来约 0.5%至 4.4%的单产提升，复合性状效果更加明显。

图9：2013-2021 杂交玉米种子市值情况（单位：亿元）



资料来源：《2022 年中国农作物种业发展报告》，公司公告，中国银河证券研究院

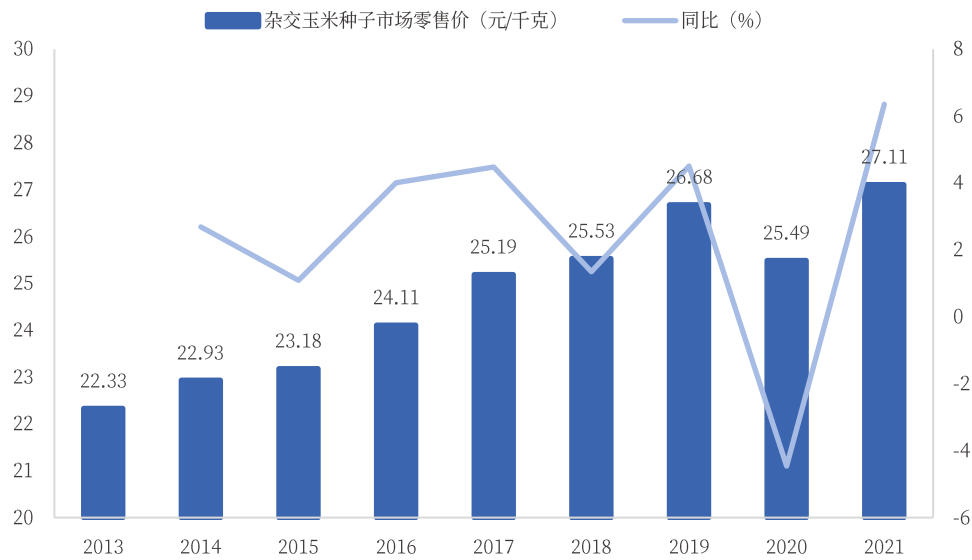
我国玉米品种繁多，但优良品种稀缺，种企创新动力不足，仅有极少数玉米品种在多地获得推广应用。2022 年 1 月，农业农村部发布《农业转基因生物安全评价管理办法》，同年 6 月《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》发布，2023 年 2 月发布的 2023 年中央一号文件指出要加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围。政策的密集发布预示着我国转基因玉米商业化正在有序推进，玉米作物单产将实现突破，我国玉米种子的抗性、作物品质乃至产量将得以提升。**具有深厚的技术储备和强大的科技创新能力的玉米育种龙头企业有望借力其优质单品在主要玉米种植区实现市占率的进一步提升。**

目前，公司已与大北农、中化先正达、隆平生物、杭州瑞丰等性状龙头企业进行了深度合作，在转基因玉米品种商业化领域产品储备充足，且在同行业公司储备中处于相对领先地位。

（三）玉米市场供需紧平衡，国内玉米价格有望维持高位

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 2013 年的 22.33 元/千克升至 2021 年的 27.11 元/千克。2020 年，我国杂交玉米制种量为 10.58 亿公斤，需种量 10.60 亿公斤，供需差为 0.02 亿公斤，市场零售价为 25.49 元/千克，较 2019 年小幅下降。

图10: 2013-2021 年我国杂交玉米种子市场零售价



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

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。

四、盈利预测和投资评级

公司的营收和利润主要来源于杂交玉米种子的销售。公司坚持自主研发和开放合作齐头并进的育种战略，以新资源、新技术选育出多个强优势、突破性玉米新品种。未来公司将依托自有的种质资源库和研发团队，弥补自身在北方春播区、黄淮海夏播区种植的玉米种子种质资源的不足，把握住市场需求变化和种子行业的技术变革的浪潮，加大对新产品和新的育种技术的研发投入，保持核心产品的技术优势，有望进一步提高公司产品竞争力，获取更多市场份额。

1) 玉米种子：公司将通过新品种研发、营销网络建设等方式积极拓展北方春播区和黄淮海夏播区市场，逐渐将业务区域向全国主要玉米种植区域拓展；新设全资子公司康农宁夏以实施“年产 2.5 万吨杂交玉米种子生产基地项目”，项目建成达产后加工仓储能力将大幅提升，提高公司的整体市场份额。预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 3.81、4.76、5.47 亿元，同比分别增长 35%、25%、15%。

2) 魔芋种：占比较低，预计 2024-2026 年，该类业务的营收保持在 0.0275 亿元左右水平。

3) 中药材种苗：占比较低，预计 2024-2026 年，该类业务的营收保持在 0.0015 亿元左右水平。

4) 其他业务：预计 2024-2026 年，其他业务的营收保持在 0.03 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
玉米杂交种子	营业收入	282.03	380.74	475.92	547.31
	YOY	53.08%	35.00%	25.00%	15.00%
魔芋种	营业收入	2.74	2.75	2.75	2.75
	YOY	-33.41%	0.44%	0.00%	0.00%
中药材种苗	营业收入	0.14	0.15	0.15	0.15
	YOY	-90.46%	3.88%	0.00%	0.00%
其他业务	营业收入	3.33	3.00	3.00	3.00
	YOY	-57.09%	-9.94%	0.00%	0.00%
营业收入合计		288.24	386.64	481.82	553.21
YOY		45.85%	34.14%	24.62%	14.82%
归母净利润合计		53.22	69.02	78.93	84.11
YOY		28.73%	29.70%	14.35%	6.57%
EPS (元)		0.75	0.97	1.11	1.19
PE (倍)		12.14	9.36	8.18	7.68

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 3.87、4.82、5.53 亿元，同比分别增长 34.14%、24.62%、14.82%，归母净利润分别为 0.69、0.79、0.84 亿元，同比分别为 29.70%、14.35%、6.57%，EPS 分别为 0.97 元/股、1.11 元/股、1.19 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 9.36 倍、8.18 倍、7.68 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: 公司玉米种子业务流程图	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：百万元）	5
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: 1999-2021 我国农作物种子市值情况（单位：亿元）	8
图 9: 2013-2021 杂交玉米种子市值情况（单位：亿元）	9
图 10: 2013-2021 年我国杂交玉米种子市场零售价	10
表 1: 公司的主要产品.....	6
表 2: 种业市场行业主要法律法规及政策	8
表 3: 分业务预测（百万元）	11

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	394.83	591.52	678.32	768.68
现金	87.28	204.06	213.18	253.12
应收账款	147.06	193.32	234.22	261.24
其它应收款	2.02	3.22	4.42	5.38
预付账款	8.40	10.95	13.92	16.23
存货	125.92	155.82	188.44	208.56
其他	24.15	24.15	24.15	24.15
非流动资产	144.03	151.35	152.44	149.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	103.62	104.11	99.32	91.44
无形资产	26.08	34.18	41.68	48.28
其他	14.34	13.06	11.44	9.34
资产总计	538.86	742.87	830.76	917.74
流动负债	222.52	226.11	250.60	270.00
短期借款	33.03	33.03	33.03	33.03
应付账款	52.91	49.41	65.71	78.92
其他	136.57	143.68	151.85	158.06
非流动负债	43.52	44.47	44.47	44.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.52	44.47	44.47	44.47
负债合计	266.04	270.59	295.07	314.47
少数股东权益	1.03	1.62	2.29	3.02
归属母公司股东权益	271.80	470.66	533.40	600.25
负债和股东权益	538.86	742.87	830.76	917.74

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	65.01	4.58	38.92	67.79
净利润	53.67	69.61	79.60	84.83
折旧摊销	7.45	12.69	13.91	15.38
财务费用	0.78	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-1.20	-76.32	-53.20	-31.02
其它	4.31	-1.41	-1.40	-1.40
投资活动现金流	-66.65	-18.60	-13.60	-10.60
资本支出	-66.65	-18.60	-13.60	-10.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	7.62	130.79	-16.19	-17.26
短期借款	19.01	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-11.40	130.79	-16.19	-17.26
现金净增加额	5.97	116.77	9.13	39.93

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	288.24	386.64	481.82	553.21
营业成本	199.66	273.64	347.88	405.85
营业税金及附加	1.27	1.55	1.93	2.21
营业费用	15.10	19.33	24.09	27.66
管理费用	10.10	15.47	19.27	22.13
财务费用	-0.11	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-2.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	52.21	68.92	79.01	84.29
营业外收入	2.65	1.50	1.50	1.50
营业外支出	0.70	0.10	0.10	0.10
利润总额	54.16	70.32	80.41	85.69
所得税	0.48	0.70	0.80	0.86
净利润	53.67	69.61	79.60	84.83
少数股东损益	0.46	0.59	0.68	0.72
归属母公司净利润	53.22	69.02	78.93	84.11
EBITDA	59.56	83.01	94.32	101.07
EPS (元)	0.75	0.97	1.11	1.19

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	45.85%	34.14%	24.62%	14.82%
营业利润增速	29.04%	31.99%	14.64%	6.69%
归属母公司净利润增	28.73%	29.70%	14.35%	6.57%
毛利率	30.73%	29.23%	27.80%	26.64%
净利率	18.46%	17.85%	16.38%	15.20%
ROE	19.58%	14.67%	14.80%	14.01%
ROIC	16.83%	13.75%	13.97%	13.31%
资产负债率	49.37%	36.42%	35.52%	34.27%
净负债比率	-19.56%	-36.02%	-33.46%	-36.33%
流动比率	1.77	2.62	2.71	2.85
速动比率	1.06	1.77	1.80	1.92
总资产周转率	0.62	0.60	0.61	0.63
应收账款周转率	1.98	2.27	2.25	2.23
应付账款周转率	5.40	5.35	6.04	5.61
每股收益	0.75	0.97	1.11	1.19
每股经营现金	0.92	0.06	0.55	0.96
每股净资产	3.83	6.63	7.52	8.46
P/E	12.14	9.36	8.18	7.68
P/B	2.38	1.37	1.21	1.08
EV/EBITDA	8.78	5.73	4.95	4.22
P/S	1.25	1.67	1.34	1.17

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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