

分析师: 张蔓梓  
登记编码: S0730522110001  
zhangmz@ccnew.com 13681931564

乘政策东风, 做科技强企

——秋乐种业(831087)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

增持(维持)

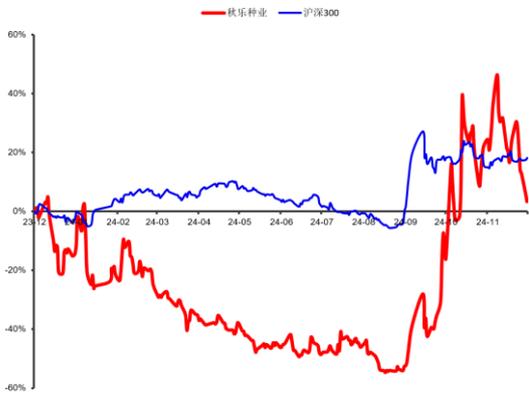
市场数据(2024-12-23)

收盘价(元)	12.16
一年内最高/最低(元)	20.00/5.12
沪深 300 指数	3,933.57
市净率(倍)	3.77
流通市值(亿元)	19.59

基础数据(2024-9-30)

每股净资产(元)	3.15
每股经营现金流(元)	0.13
毛利率(%)	20.28
净资产收益率_摊薄(%)	1.77
资产负债率(%)	41.46
总股本/流通股(万股)	16,520.00/ 16,108.63
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《秋乐种业(831087)季报点评: 公司业绩短期承压, Q3 净利同比增长》 2024-10-29

《秋乐种业(831087)中报点评: 玉米种子需求承压, 加强研发维持核心竞争力》

2024-09-05

《秋乐种业(831087)季报点评: 业绩短期承压, 加强研发巩固核心竞争力》 2024-05-17

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2024 年 12 月 24 日

投资要点:

- **区域种业龙头:** 公司拥有“育繁推一体化”种业产业体系, 是农业部首批 32 家“育繁推一体化”企业之一, 是我国商品种子前 20 强企业。2022 年登陆北交所, 成为河南省首家上市的种业企业; 公司主推品种秋乐 368、郑单 958、豫花 22 分别入选玉米和花生“全国推广面积前 10 大品种”。2024 年 11 月公司入选河南省农业农村厅种企雁阵企业名单。河南省农科院作为公司实际控制人, 能够为公司发展提供丰富的种质资源支撑。公司第一大股东是“河南种业集团”, 目前公司是河南种业集团控制下唯一一家农作物种子企业。
- **我国迎来生物育种元年, 行业面临历史性发展机遇。** 2024 年随着玉米价格下行, 饲料用玉米消费明显增长。根据农业农村部预测, 2024 年饲用消费回暖、工业消费增长, 预计全年玉米消费总量可创历史新高, 有望对新季玉米价格形成有效拉动。2024 年是我国生物育种元年, 行业迎来历史性发展机遇, 相关上市公司有望受益于行业集中度和利润率的双重提升。另外, 河南积极响应中央号召, 通过多个种业产业发展政策及配套措施, 推动省内种企做大做强。
- **公司研发实力突出。** 公司在新疆、甘肃、海南、河南拥有多个制种基地, 成立秋乐科学研究院, 建设生物育种实验室、种质资源库、新品种选育基地、信息化管理系统等, 研发实力不断增强。公司创办人张新友是中国工程院院士, 主持培育豫花 22、豫花 9326、远杂 9102 等多个重要花生品种, 先后 3 次获得国家科技进步二等奖。2024 年前三季度, 公司研发费用 1003.74 万元, 同比+47%。
- **投资建议:** 考虑到行业变化情况和公司的成长性, 预计 2024-2026 年公司可实现营归母净利润分别为 49/79/98 百万元, 当前股价对应 PE 为 43.76/27.20/21.71 倍。根据种业可比上市公司 2025 年平均市盈率情况, 公司仍处于合理估值区间, 考虑到公司的区域优势和科研实力, 未来仍有估值扩张空间, 维持公司“增持”的投资评级。

风险提示: 农产品价格波动、研发推广不及预期、自然灾害事件等。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	438	534	447	523	589
增长比率(%)	29.23	22.10	-16.40	17.09	12.72
净利润(百万元)	62	79	49	79	98
增长比率(%)	54.01	28.68	-38.54	60.90	25.26
每股收益(元)	0.37	0.48	0.30	0.48	0.60
市盈率(倍)	34.61	26.90	43.76	27.20	21.71

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

## 内容目录

<b>1. 公司概况：区域种业龙头</b>	<b>4</b>
1.1. 公司基本情况及发展历程介绍	4
1.2. 公司实控人为河南省农科院	5
1.3. 公司业绩短期承压	6
<b>2. 行业分析</b>	<b>7</b>
2.1. 玉米价格震荡下行，2025 年消费需求有望增长	7
2.2. 国内种业市场规模和竞争格局	9
2.3. 2024 年是我国生物育种商业化元年	10
2.4. 河南省加快建设种业强省	12
<b>3. 公司业务分析</b>	<b>14</b>
3.1. 玉米：公司布局多个明显产品	14
3.2. 小麦：近年来销售规模和利润率稳步增长	16
3.3. 花生：豫花 22 号入选“全国推广面积前 10 大品种”	18
3.4. 研发创新实力突出	19
3.5. 可比公司分析	21
<b>4. 盈利预测+投资建议</b>	<b>23</b>
4.1. 盈利假设	23
4.2. 投资建议	23
<b>5. 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司业务流程图	5
图 3：公司股权穿透图（包含持股 5%以上股东、全资子公司）	5
图 4：2020-2024 年公司单季度营收及增速	6
图 5：2020-2024 年公司单季度归母净利润	6
图 6：2013-2024 年公司利润率变化	6
图 7：2024 年上半年公司产品结构	6
图 8：2014-2024 年中国玉米产量、播种面积变化	7
图 9：2022-2024 年全国玉米均价走势（元/吨）	8
图 10：2011-2024 年中国玉米供需情况	8
图 11：2011-2023 年中国种业市场规模及增速	9
图 12：2023 年中国种业市场规模结构情况	9
图 13：2021 年中国种业 CR5	9
图 14：2024 年前三季度上市种企营收及增速情况	9
图 15：我国转基因商业化配套法律法规逐步完善	10
图 16：公司玉米种子重点产品介绍	14
图 17：2021 年公司玉米种子收入结构	14
图 18：2021 年公司各玉米种毛利率对比	14
图 19：公司玉米种子的生产流程图	15
图 20：2014-2024 年公司玉米种子销售情况	16
图 21：公司小麦种子产品介绍	16
图 22：2019-2021 年公司百农 307（小麦种）销售情况	17
图 23：2014-2024 年公司小麦种子销售情况	17

图 24: 公司花生种子产品介绍 .....	18
图 25: 2017-2024 年公司花生种子销售情况 .....	18
图 26: 公司甘肃制种基地.....	19
图 27: 公司焦作育种基地.....	19
图 28: 公司玉米种子研发流程 .....	19
图 29: 2018-2024 年可比公司 Q3 预收款同比增速 (%) .....	22
图 30: 2019-2024 年可比公司研发费用/营收 (%) .....	22
图 31: 2018-2024 年可比公司销售毛利率 (%) .....	22
图 32: 2018-2024 年可比公司资产负债率 (%) .....	22
图 33: 公司 PE Band .....	24
图 34: 公司 PB Band .....	24
表 1: 2019-2024 年我国转基因生物安全证书获批情况 .....	11
表 2: 部分种企转基因品种初审通过情况 .....	11
表 3: 公司核心技术的基础技术来源、技术特点及自主品种的具体应用情况介绍 .....	20
表 4: 公司研发项目情况.....	20
表 5: 公司主营业务盈利预测假设 .....	23
表 6: 可比上市公司估值.....	24

## 1. 公司概况：区域种业龙头

### 1.1. 公司基本情况及发展历程介绍

公司成立于2000年12月，注册资本1.65亿元，是集玉米、小麦、花生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，属于高新技术企业。从销售规模来看，是我国商品种子前20强企业。2022年12月7日，公司正式登陆北交所，成为河南省首家上市的种业企业。2024年11月，公司入选河南省农业农村厅种企雁阵企业名单，未来有望受到相关部门的精准扶优和项目支持。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中原证券研究所

公司围绕玉米产业、小麦产业、油料作物“三大产业”，优化构建研发、供应链、营销“三大体系”，发展搭建种业科技链、农技服务链、种粮产业链“三大模式”。探索“种业+”模式，延长产业发展链条，完善产业体系，助力提质增产、提高服务效能，以技术与服务推动粮食产业链的发展，不断强化种业的引领地位。

公司商品种子的销售以渠道经销商为主，兼有直供、直销、直播带货等通道。公司每年与经销商客户签订《经销合同》，并制定各品种的销售政策，约定经销品种、经销区域、经销期限、结算方式、运费承担、退货政策等条款。

公司销售网络遍布全国20多个省份，在县、乡、村各级市场设立近万个直销点。公司组建了包括玉米、小麦、花生等油料作物在内的五大营销中心、12个营销大区，分别组建了3支玉米团队、2支小麦团队、2支花生团队，销售网络遍及全国。



金重点支持具有育种能力、市场占有率较高、经营规模较大的“育繁推一体化”种子企业。

### 1.3. 公司业绩短期承压

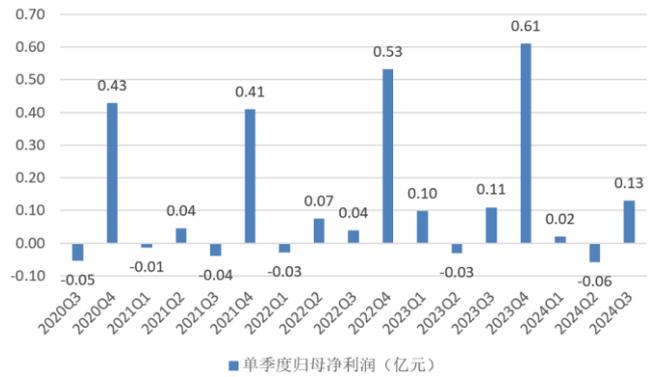
受到行业景气度提升等因素影响，2020-2023年，公司业绩呈现出稳步增长的趋势，总营收年均复合增长率为25.28%，归母净利润年均复合增长率为56.68%。2024年初以来，玉米种子处于供过于求的局面，玉米价格震荡下行，公司玉米种子退货较多，导致公司营收同比下降。2024年前三季度实现营业收入1.63亿元，同比下降28.63%；归母净利润921.55万元，同比下降48.88%；扣非后归母净利润亏损505.06万元，同比由盈转亏。其中，2024Q3营收1.12亿元，同比下降6.51%；归母净利润1348.36万元，同比增长23.69%，环比扭亏为盈；扣非后归母净利润773.50万元，同比下降21.29%。

图 4：2020-2024 年公司单季度营收及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：2020-2024 年公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，中原证券研究所

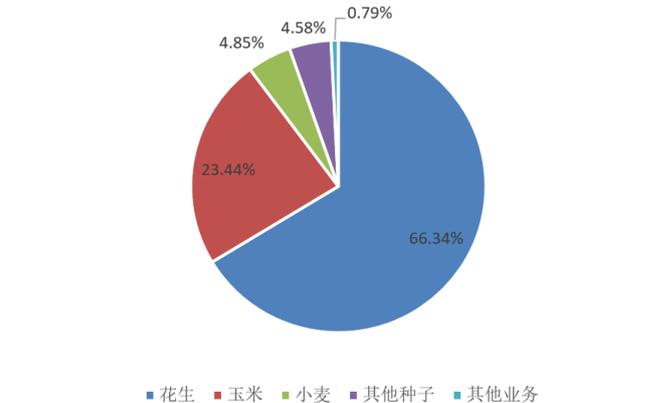
公司整体盈利水平呈现出逐步提升的趋势，但是受到周期变化影响而波动。2024年前三季度，公司毛利率20.28%，同比下降4.93个百分点；净利率5.64%，同比下降2.23个百分点。分产品来看，玉米、花生种子是公司主要收入来源。2024年上半年：1) 玉米种子销售收入1214.07万元，同比-82.07%；毛利率12.38%，同比-25.76pcts。2) 花生种子收入3436.1万元，同比-11.08%；毛利率18.18%，同比+3.13pcts。3) 小麦种子收入251.17万元，毛利率20.68%。受到行业低迷的影响，公司玉米种子需求较弱，叠加产品迭代，导致收入大幅下滑。

图 6：2013-2024 年公司利润率变化



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 7：2024 年上半年公司产品结构



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 2. 行业分析

### 2.1. 玉米价格震荡下行，2025 年消费需求有望增长

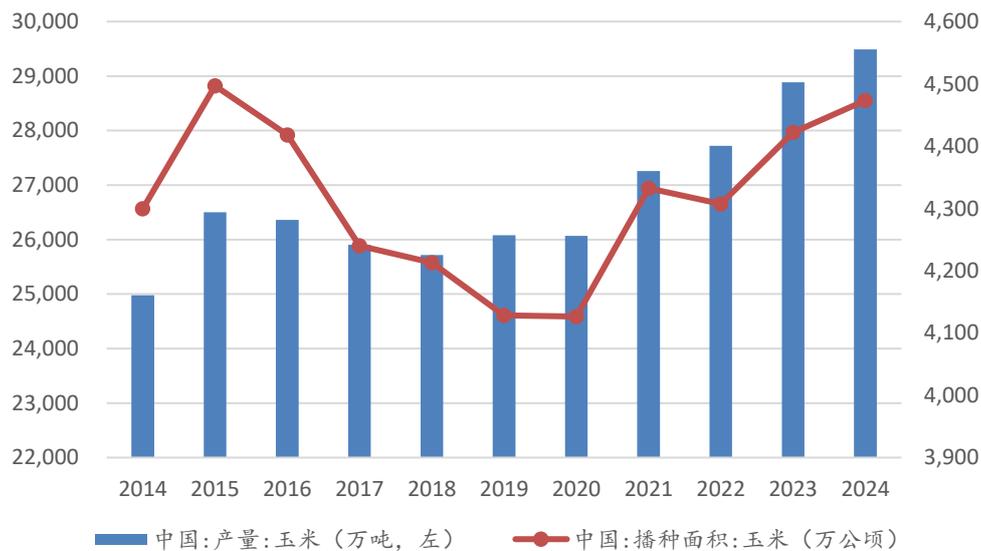
我国玉米供应端主要受国内自身产量、国际进口情况以及替代品竞争等影响。

近年来，受到种植面积逐年增加和单产水平提升等因素影响，我国玉米供应量持续增长。根据国家统计局公布的粮食产量数据，2024 年我国玉米实现创纪录增收，产量达 2.95 亿吨（约 5898.3 亿斤），同比增长 2.1%。2024 年我国玉米种植面积达 4473.33 万公顷（约 6.71 亿亩），同比增长 1.2%，创下了自 2015 年以来的最高值。

2024 年中国玉米进口量同比大幅减少，但是进口量在整体供应中占比相对较低。根据海关总署数据，2024 年 1-11 月，中国玉米进口量为 1332 万吨，同比下降约 39.95%。其中，11 月当月玉米进口量为 30 万吨，环比增长 20%，同比下降 91.64%。

整体来看，在产量持续增长的推动下，2024 年我国玉米供应仍较为宽松。

图 8：2014-2024 年中国玉米产量、播种面积变化



资料来源：国家统计局、Wind，中原证券研究所

2024 年初以来玉米价格震荡下行。受到全球玉米丰产预期施压，基层粮源不断释放叠加进口谷物补给，玉米市场供应宽松，而下游用粮企业维持低库存轮动补库，市场阶段性供大于求，玉米价格接连下挫，跌至近年来低位。根据钢联数据统计，截至 12 月 19 日，全国玉米周均价 2111 元/吨，较上周下跌 12 元/吨，同比下跌约 17%。

图 9：2022-2024 年全国玉米均价走势（元/吨）



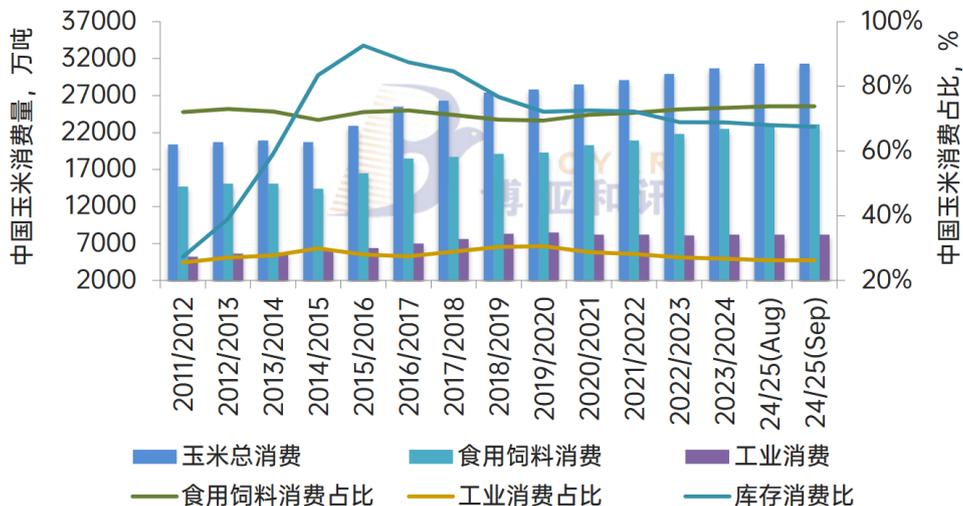
资料来源：钢联数据，中原证券研究所

2024 年玉米价格下行，进一步减弱了农民种植意愿，导致玉米种子需求减少。根据全国农技中心的数据显示和预测，2024 年预计杂交玉米种子供大于求。其中，预计新产种子 17.5 亿公斤，库存 2.9 亿公斤，总供应量约 20.4 亿公斤，总需求量约 12.2 亿公斤，总体来看市场明显处于供大于求的局面。

从需求端来看，2015 年以来，我国玉米总消费量逐年增长，2023 年达到 2.78 亿吨。其中，饲料消费 1.88 亿吨，工业消费 6800 万吨。根据中国饲料工业协会统计，2024 年 10 月，全国样本饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 39.3%，同比增长 11.3 个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为 12.6%，同比下降 0.3 个百分点。

随着玉米价格的下行，饲料用玉米消费明显增长。根据农业农村部预测，2024 年饲用消费回暖、工业消费增长，预计全年玉米消费总量可达到 2.95 亿吨，创历史新高，有望对新季玉米价格形成有效拉动。

图 10：2011-2024 年中国玉米供需情况



资料来源：博亚和讯，中原证券研究所

## 2.2. 国内种业市场规模和竞争格局

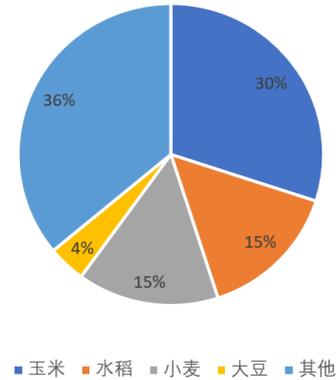
整体来看，我国种业市场规模呈现出稳步增长的趋势，并于 2023 年首次突破 1500 亿元，达到 1563 亿元，同比增长约 17%，成为仅次于美国的全球第二大种子市场。其中，四大作物占比合计超过 60%，包括玉米 30%，水稻 15%，小麦 15%，大豆 4%。

图 11: 2011-2023 年中国种业市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院、种子天下，中原证券研究所

图 12: 2023 年中国种业市场规模结构情况



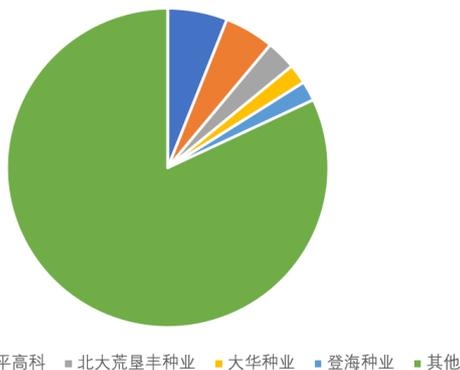
资料来源：种子天下，中原证券研究所

从竞争格局来看，我国种业市场种企较多，面临科研力量较弱和行业集中度较低的问题。

2024 年 10 月，全国种子双交会发布我国种业企业发展情况，2023 年持证种企 9841 家，其中正常生产经营企业 8721 家种企；总资产超 10 亿元的有 40 家，占比仅 0.4%；75%种企年营收低于 1000 万元；全国种企科研总投入 76 亿元，44%的种企完全没有研发投入，研发投入超过 300 万元的种业企业有 286 家，占比仅 3.3%。2024 年前三季度，上市种企中仅有农发种业、隆平高科、荃银高科、丰乐种业营收超过 10 亿元。我国种企育种研发水平与国际种业巨头相比普遍落后，研发投入强度不足，研究与商业化相分离，市场产品同质化现象较为普遍。

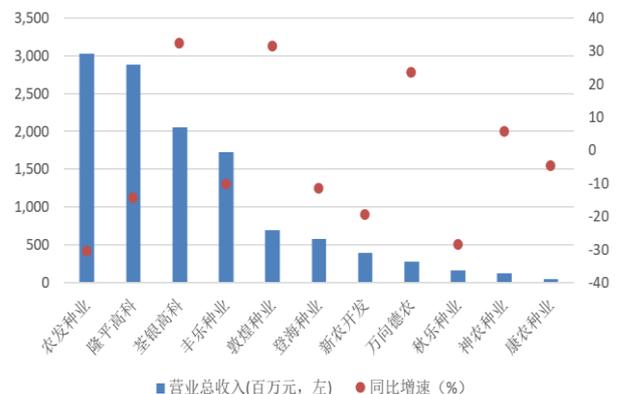
2021 年我国种子企业市场份额占比前五的公司分别为先正达集团、隆平高科、北大荒垦丰种业、江苏大华种业和登海种业，占比分别为 6%/5%/3%/2%/2%，CR5 仅为 18%。国际种企巨头仅 10 家左右，占据了全球超过 50%市场份额，相较于发达国家，我国种业仍处于初级发展阶段，未来行业集中度有望进一步提升。

图 13: 2021 年中国种业 CR5



资料来源：Kynetec，中原证券研究所

图 14: 2024 年前三季度上市种企营收及增速情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

### 2.3. 2024 年是我国生物育种商业化元年

随着时代和科技的不断发展进步，国际上“一个基因一个产业”的“育种 4.0”时代已经到来。传统种业已经发展成为智慧育种，是集成“常规育种+现代生物技术+人工智能+大数据”作物定向改良的育种技术。分子标记辅助选择、转基因、基因编辑、合成生物学以及智慧育种等生物育种技术已成为全球各国抢占科技制高点和争抢农业国际竞争力的战略重点，以信息技术为代表的新一轮科技革命和产业变革正在孕育发展。

当前，在我国生物育种产业的战略地位、政策力度、体制机制也都达到了前所未有的高度。种业作为农业的“芯片”，生物育种产业被提高到国家战略性、基础性核心产业，是保障国家粮食安全、促进农业长期稳定发展的根本。

2021 年 12 月，新《种子法》修订和实施，同时《农作物种子生产经营许可管理办法》、《主要农作物品种审定办法》等一系列配套法规颁布，为我国种业科技自强自主、种源自主可控，实现种业振兴提供了坚实的法治保障。2024 年中央一号文件指出“推动生物育种产业化扩面提速”，生物育种技术研发及产业化应用处于重要战略机遇期，并进入跨越发展的新阶段。

2021 年，国家开始启动转基因玉米大豆产业化试点工作，在科研试验田开展。次年，试点范围扩展到内蒙古、云南的农户大田。2023 年，试点范围进一步又扩展到河北、内蒙古、吉林、四川、云南 5 个省份 20 个县，并在甘肃开展制种。

2023 年底，农业农村部批准发放 37 个转基因玉米品种和 14 个转基因大豆品种，26 家企业获得转基因玉米、大豆种子生产经营许可证。2024 年 3 月，农业农村部再次通过 27 个转基因玉米品种和 3 个转基因大豆品种初审。通过初审的转基因品种涉及上市公司包括大北农、隆平高科、丰乐种业、登海种业、荃银高科、万向德农、垦丰种业等多家上市种企。

根据《农业转基因生物安全管理条例》，转基因品种在获得生物安全证书后，需通过品种审定获得种子生产和经营许可证，可以进入商业化生产应用，但是仍限于指定区域进行。未来，预计我国转基因玉米、大豆的品种审定将进入常态化运行，更多种企有望获得相关品种审定。

目前，转基因农作物已在全球多个国家实现种植销售，其在抗虫耐除草剂、提升单产水平等方面具有明显优势。自我国进行转基因玉米、大豆试点种植以来，试点面积从 2021 年的 200 亩扩大至 2023 年的 400 万亩，预计 2024 年有望达到 1000 万亩。此次生产经营许可证的获批更是打通了我国生物育种商业化应用的最后一步，为种企面向市场销售转基因种子扫除了最后一个障碍。预计未来我国转基因玉米、大豆种植面积将持续稳步增长。

图 15：我国转基因商业化配套法律法规逐步完善



资料来源：农业农村部，中原证券研究所

**表 1：2019-2024 年我国转基因生物安全证书获批情况**

获批日期	产品	转基因性状	申报单位
2019/12/2	玉米	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	大北农
2019/12/2	玉米	转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125	杭州瑞丰
2019/12/2	大豆	转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆 SHZD3201	上海交通大学
2020/6/11	玉米	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 DBN9858	大北农
2020/6/11	大豆	转 g2-epsps 和 gat 基因耐除草剂大豆中黄 6106	中国农业科学院
2020/12/29	玉米	转 vip3Aa19 和 pat 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9501	大北农
2020/12/29	大豆	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂大豆 DBN9004	大北农
2021/12/27	玉米	转 mcry1Ab 和 mcry2Ab 基因抗虫玉米 ND207	中国林木种子集团、 中国农业大学
2021/12/27	玉米	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米浙大瑞丰 8	杭州瑞丰
2021/12/27	玉米	聚合 cry1Ab、epsps、vip3Aa19、pat 基因的抗虫耐除草剂玉米 DBN3601T	大北农
2022/4/29	玉米	转 CdP450 和 cp4epsps 基因耐除草剂玉米 nCX-1	杭州瑞丰
2022/4/29	玉米	聚合 cry1Ab、pat、mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×GA21	中国种子集团
2022/4/29	玉米	聚合 cry1Ab、pat、vip3Aa20、mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×MIR162×GA21	中国种子集团
2022/4/29	玉米	转 mepsps 基因耐除草剂玉米 GA21	中国种子集团
2023/1/13	玉米	转 cry1Ab、cry1F 和 cp4epsps 基因抗虫耐除草剂玉米	隆平高科
2023/1/13	玉米	转 maro.4CC 基因耐除草剂玉米	中国林木种子集团、 中国农业大学
2023/1/13	大豆	转 cry1Ab/vip3Da 基因抗虫大豆 CAL16	杭州瑞丰
2023/4/28	大豆	转 mvip3Aa 和 pat 基因抗虫耐除草剂大豆	大北农
2024/1/18	玉米	聚合 cry1Ab、cry2Ab、CdP450、cp4epsps 基因抗虫耐除草剂玉米浙大瑞丰 8×nCX-1	杭州瑞丰
2024/1/18	玉米	聚合 cry1Ab/cry2Aj、g10evo-epsps、CdP450、cp4epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125×nCX-1	杭州瑞丰
2024/1/18	玉米	转 cry2Ab、cry1Fa、cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 LP026-2	隆平生物
2024/1/18	玉米	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 LW2-1	隆平生物
2024/1/18	玉米	转 am79epsps 基因耐除草剂玉米 WYN17132	浙江新安化工
2024/1/18	玉米	转 cry1Ab 和 am79epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 WYN041	浙江新安化工
2024/1/18	大豆	转 cp4epsps 基因耐除草剂大豆 WYN341GmC	浙江新安化工
2024/1/18	大豆	转 mam79epsps 基因耐除草剂大豆 WYN029GmA	浙江新安化工
2024/5/8	玉米	转 cry1Ab、cry3Bb 和 cp4epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 BBL2-2	奥瑞金种业、中国农 业科学院、博艾远上

资料来源：农业农村部，中原证券研究所

**表 2：部分种企转基因品种初审通过情况**

涉及上市公司	转基因品种	申请单位	品种名称	品种来源
大北农	玉米	丰度高科	郑单 958D	郑 58 (DBN9936) X 昌 7-2
			农华 803D	K4104-16XB8328 (DBN9936)
			罗单 566DT	703 (DBN3601T) X3731
	大豆	大北农生物技术	脉育 526	合丰 50/DBN9004
			脉育 503	
			脉育 511	
			脉育 579	

			脉育 565	
			脉育 4003	中黄 35//中黄 13/DBN9004
隆平高科	玉米	北京联创种业	裕丰 303D	CT1669xCT3354 (DBN9936)
			中科玉 505D	CT1668xCT3354 (DBN9936)
			嘉禧 100D	CT61253xCT3351 (DBN9936)
			中科玉 505R	CT1668xCT3354 (瑞丰 125)
			裕丰 303R	CT1669xCT3354 (瑞丰 125)
			联创 808R	CT3566xCT3354 (瑞丰 125)
			裕丰 303H	CT1669xCT3354 (DBN9858)
			农大 372R	X24621 (瑞丰 125) x BA702
			惠民 207R	H1 (瑞丰 125) xM1
			隆平 218R	LB03 (瑞丰 125) xLJ876
登海种业	玉米	登海种业	登海 605D	DH351xDH382 (DBN9936)
			登海 533D	登海 22xDH382 (DBN9936)
			登海 533K	登海 22xDH382 (ND207)
			登海 685D	DH382 (DBN9936) xDH357-14
			登海 710D	DH382 (DBN9936) xDH357
丰乐种业	玉米	四川同路农业	铁 391K	T1004 (DBN9936) xT12067
			奥美 95D	T8 (DBN9936) xT169
荃银高科	玉米	葫芦岛市农业新品种科技开发、荃银高科	萌新 358D	H9-1 (DBN9936) xH3-4
			荣玉 8K	C13 (ND207) x9818
			宏恺 706D	H9-1 (DBN9936) xHL7-8

资料来源：农业农村部，中原证券研究所

## 2.4. 河南省加快建设种业强省

河南省种业整体呈现出产业化水平较低，种企规模小而散的局面。截至 2023 年底，河南省持证农作物种业企业 875 家，占全国 8.89%，数量位居全国前列，但没有一家企业进入全国十强。其中，全省有 11 家种业企业进入国家种业阵型企业行列，总数居全国第 4 位；持育繁育一体化 A 证企业 10 家，全省年销售收入亿元规模以上企业 22 家；国家级农业产业化龙头企业 3 家、省级农业产业化龙头企业 30 家；秋乐种业在北交所上市，3 家企业在新三板挂牌。从产业化规模水平来看，河南省较山东、江苏、安徽等周边省份仍有较大差距。

为了深入贯彻落实国家政策，河南作为粮食大省和制种大省，积极响应中央号召，结合自身优势，通过一系列种业产业发展政策及配套措施，推动省内种企做大做强，为种业企业提供了良好的发展环境和政策支持，加快建设现代化种业强省，全力打造国家种业战略科技力量。

2019 年，河南省农科院（秋乐种业实控人）联合高校、科研院所、金融资本、知识产权机构共同组建“国家生物育种产业创新中心”，位于河南省新乡市平原示范区，总投资超过 10 亿元，实行企业化管理，包括科技创新、知识产权运营与企业孵化、人才培养与交流合作和产业互联网四大板块，致力于通过制度创新与技术创新双轮驱动，打造全球生物育种创新引领的新高地。

2021 年 9 月，以国家生物育种产业创新中心为基础，整合全省种业科技资源和力量，河南省成立了神农种业实验室，秋乐种业是参建单位之一。2022 年初，河南省推出《关于加快建

设现代种业强省的若干意见》，对种业发展做出重要部署，明确要实施种业企业扶优行动，建立重点企业精准帮扶上市，加大企业上市推进步伐，打造种业振兴的骨干力量和领军企业，加快形成种业发展新格局。

2022年8月，河南省财政厅发起设立省内首只种业发展基金（河南现代种业发展基金），该基金一期财政出资部分2.5亿元，共分三期进行，预计总规模将达到30亿元。为了加快河南省现代化种业发展，相关部门从政策、资金投入、人才引进等多方面加大支持力度，致力于打造拥有国际先进水平的全球一流种业基地，把粮食“芯片”牢牢攥在自己手中，肩负起保障国家粮食安全的重任。

2023年1月，河南省人民政府发布《关于加快建设“中原农谷”种业基地的意见》，此次文件延续之前《“中原农谷”建设方案》的政策思路，对于河南省种业的高质量发展明确阶段性目标要求：2025年之前，引育种业领域领军人才20人以上，引进培育育繁推一体化种业龙头企业5家以上，种业总产值达到100亿元以上；到2030年，引育种业领军人才30人以上，引进培育育繁推一体化种业龙头企业8家以上，其中至少2家进入全国种业十强，种业总产值达到200亿元以上；到2035年，建成贯通种业领域基础研究、成果转移转化、企业孵化培育的全链条产业体系，打造千亿级种业产业集群。

2024年5月，《河南省中原农谷发展促进条例》经河南省十四届人大常委会第九次会议表决通过实施，提出建设一批区域研发总部或国际合作平台，打造种业企业总部基地；支持入驻中原农谷种业企业承担国家级科研项目，推动设立政企联合科技研发基金，引导、带动更多社会资源投入到种业创新领域，形成多方参与的种业创新机制。

长期以来，河南是中国粮食的重要生产基地，种子市场规模全国第一，但是河南省种业面临产业化水平较低，种企规模小而散的发展局面。河南省种业在产业化的道路上仍有较大发展和提升的空间，依托种植业大省的优势，河南省加速向种业强省转型，省内种企有望迎来历史性的发展机遇。

### 3. 公司业务分析

#### 3.1. 玉米：公司布局多个明显产品

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。“秋乐 368”成为国家级“2023 年农业主导品种”，以其抗病、抗倒、高产优质的特点，成为黄淮海地区双国审玉米品种，田间表现十分优秀。

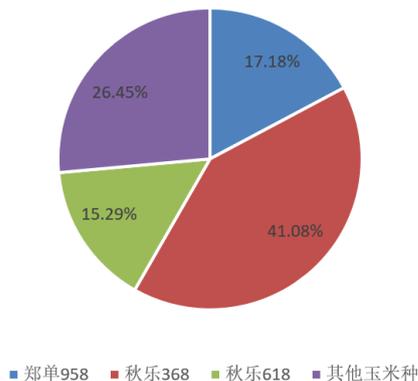
图 16：公司玉米种子重点产品介绍

品种名称	品种名称及图式	品种来源	产品特点
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。

资料来源：公司公告、中原证券研究所

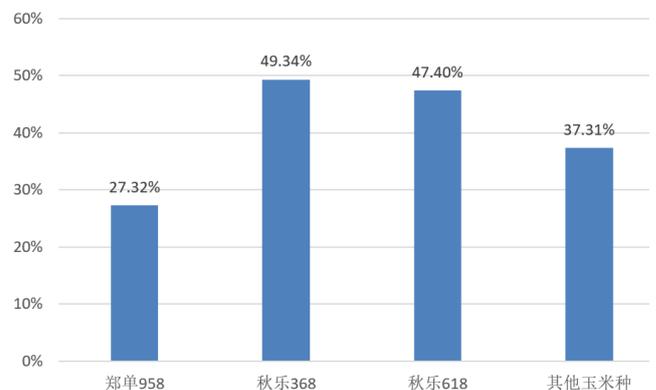
2021 年，公司玉米种子销售收入 2.15 亿元，同比增长 20%，毛利率提升 2.06 个百分点。其中，秋乐 368/郑单 958/秋乐 618 占比分别为 41.08%/17.18%/15.29%；从盈利水平看，秋乐 368、秋乐 618 毛利率明显高于其他玉米种，分别达到 49.34%、47.40%。

图 17：2021 年公司玉米种子收入结构



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 18：2021 年公司各玉米种毛利率对比



资料来源：Wind，中原证券研究所

另外，公司储备玉米种子品种包括秋乐 999、991、秋乐 666、秋乐 185、金娃娃 119 等；合作品种云瑞 408、吉农玉 1669、开玉 6 号、奎旺 128、郑单 819、安丰 192 等；拟报审品种包括秋乐 58、68 等。这些品种从类型方面有大穗的、中大穗的、及耐密小穗型等，从抗性方面有高抗锈病的、高抗青枯病、及高抗大小斑病等，从产量方面有耐密高产型、稀植大穗型等。

公司杂交玉米种子的制种主要位于甘肃省张掖市。甘肃省是我国玉米种子最主要制种基地，玉米种子的制种面积占我国玉米种子的制种面积的 50%以上。公司玉米种子的制种采取代繁模式，代繁模式也是同行业上市公司的主要制种方式。代繁模式即公司与村委、合作社或种植大户等制种单位（或农户）签订种子生产合同，在制种开始前预付制种费用，以锁定种植面积。

其后，公司向制种单位（或农户）提供合格的亲本种子，制种单位（或农户）根据公司的种子生产技术操作流程及公司技术人员的生产技术指导组织生产，公司对制种过程进行质量监督、检查。制种完成后，公司回收全部玉米毛种，并与制种单位（或农户）进行结算。公司在张掖市回收的玉米毛种，在甘肃秋乐进行粗加工后运输至公司加工中心进行精细加工，经过降水、脱粒、籽粒再降水、除尘、风选、比重选、色选、预分级、精选、分级、包衣、计量包装等一系列加工程序后，包装成袋对外销售。

图 19：公司玉米种子的生产流程图



资料来源：公司公告、中原证券研究所

整体来看，公司玉米种销售收入呈现出增长的趋势，2014-2023 年公司玉米种营收年均复合增长率为 3.29%；盈利水平也持续改善，2023 年公司玉米种毛利率由 2017 年的 22.94% 提升至 40.13%。

图 20: 2014-2024 年公司玉米种子销售情况



资料来源: Wind, 中原证券研究所

公司已筹备布局转基因品种研究多年,与大北农、杭州瑞丰、先正达等性状公司均有合作。公司主推品种秋乐 368 已完成国家转基因黄淮海夏玉米组生产试验,有望于 2025 年通过品种审定;2 个玉米品种目前已完成转基因相关性状转化,并参加国家转基因试验;另外还有 14 个玉米品种处在转基因相关性状不同转化阶段。

### 3.2. 小麦: 近年来销售规模和利润率稳步增长

公司小麦品种主要包括百农 307 和秋乐 168。其中,百农 307 入选“河南 2023 年农业主导品种”,通过河南省审定,安徽、陕西、江苏引种,2020 年以来成为黄淮海南片区主栽小麦品种之一。

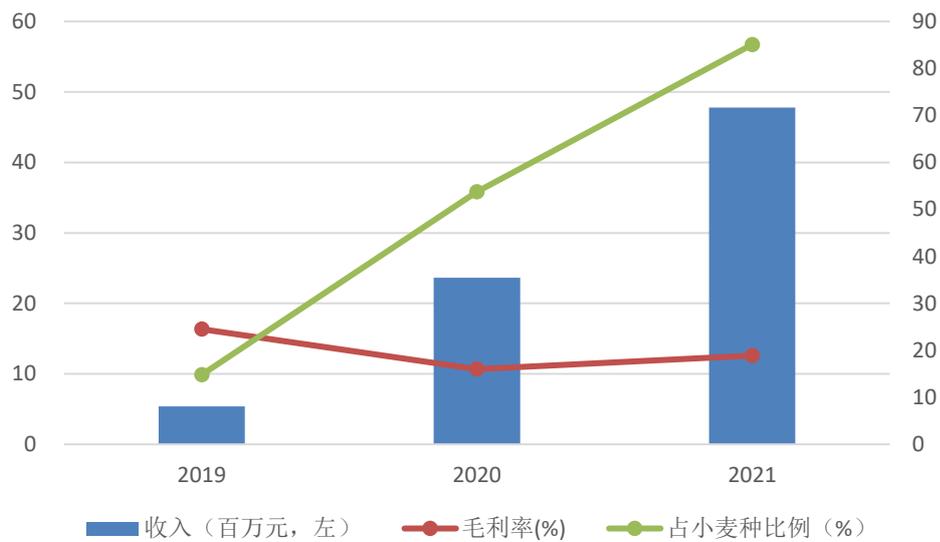
图 21: 公司小麦种子产品介绍

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。

资料来源:公司公告、中原证券研究所

2019-2021 年,公司小麦品种“百农 307”销售收入快速增长,占比大幅提升。2021 年,百农 307 销售收入为 4777 万元,同比增长 102%,毛利率为 18.88%,同比提升 2.88 个百分点。

图 22：2019-2021 年公司百农 307（小麦种）销售情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

公司小麦种销售收入整体增长，盈利水平持续提升。2014-2023 年公司小麦种营收年均复合增长率为 7.38%；2023 年毛利率为 19.96%，同比提升 3.05 个百分点。受到小麦作物种植特性的影响，导致上半年公司小麦种收入偏低，通常下半年才是小麦种子销售旺季，全年销售收入才能够客观反映出公司小麦种的销售情况。

图 23：2014-2024 年公司小麦种子销售情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

根据公司公告，小麦种子、花生种子等的制种则由种子供应商安排的制种单位（或农户）进行。公司提前向种子供应商下达意向订单并提供繁种规程，制种期间，公司跟踪种植情况，制种完成后，公司向种子供应商采购毛种或成品。不同产品的经营模式存在差异的主要原因系我国销售的玉米种子基本为杂交种，杂交种在播种收获后无法自留种再次用于扩繁；而我国销售的小麦、花生种子基本为自交种，自交种在播种收获后可以自留种再次用于扩繁。

### 3.3. 花生：豫花 22 号入选“全国推广面积前 10 大品种”

公司花生品种主要包括远杂 9102 和豫花 22 号。其中，2022 年豫花 22 号入选花生“全国推广面积前 10 大品种”。

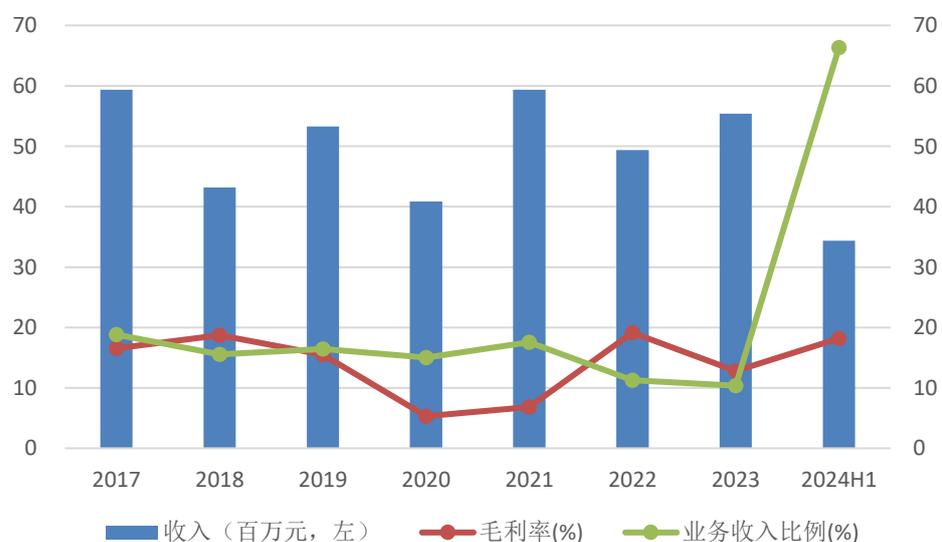
图 24：公司花生种子产品介绍

远杂 9102		<p>受让取得</p> <p>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。</p>
豫花 22 号		<p>授权经营</p> <p>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。</p>

资料来源：公司公告、中原证券研究所

公司花生种子销售收入和盈利水平整体趋于稳定，2024 年上半年收入为 3436 万元，同比下降 11.08%；毛利率 18.18%，同比提升 3.13 个百分点。

图 25：2017-2024 年公司花生种子销售情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

### 3.4. 研发创新实力突出

在研发创新方面，秋乐长期维持行业领先地位。公司在新疆、甘肃、海南、河南拥有多个制种基地，已经成立秋乐科学研究院，建设了生物育种实验室、种质资源库、新品种选育基地、信息化管理系统等，种子研发实力不断增强。公司创办人张新友是中国工程院院士，主持培育了豫花 22、豫花 9326、远杂 9102 等多个重要花生品种，先后 3 次获得国家科技进步二等奖。根据全国农技推广中心统计，公司的主推品种秋乐 368、郑单 958、豫花 22 分别入选玉米和花生“全国推广面积前 10 大品种”。

图 26：公司甘肃制种基地



资料来源：秋乐种业，中原证券研究所

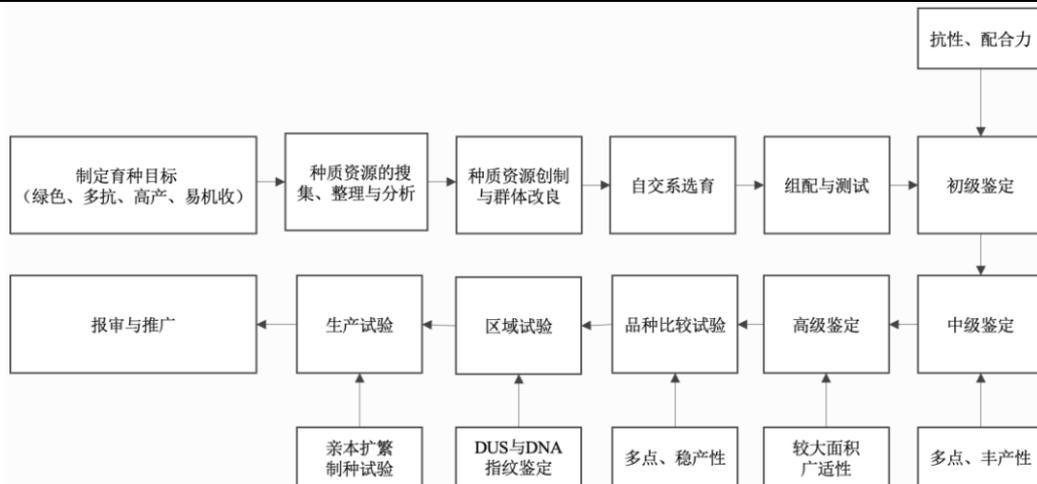
图 27：公司焦作育种基地



资料来源：秋乐种业，中原证券研究所

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，自主培育了秋乐 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，科技成果转化显著、创新卓有成效。2023 年 4 月，公司玉米品种秋乐 368、百玉 9337，小麦品种百农 307，花生品种豫花 22 被列为河南省“2023 年农业主导品种”。

图 28：公司玉米种子研发流程



资料来源：公司公告、中原证券研究所

**表 3：公司核心技术的基础技术来源、技术特点及自主品种的具体应用情况介绍**

核心技术	基础技术来源	技术特点	自主品种运用
玉米单倍体育种技术	玉米单倍体育种技术的自主改良	在真空状态下处理获得的单倍体材料，提升加倍效率。	玉米自交系选育
利用矮败小麦进行轮回选择的高效小麦育种技术	矮败小麦育种技术的自主改良	利用控制授粉向群体引进目标优良基因，并通过开花前不良可育株的淘汰提高优良基因频率。	小麦新品种研发
优质高产高效种子繁育技术	种子栽培技术的自主改良	结合不同品种特性，综合运用配方施肥、氮肥后移、防灾减灾、人工辅助授粉等技术措施。	所有自主品种
“满天星”优化种植技术	种子种植技术的自主改良	在土地的沟槽内全部种植母本，仅在沟槽之间种植父本。	秋乐 368、秋乐 618 等玉米品种
隔离区创新设置技术	玉米杂交制种技术的自主改良	公司严控隔离区设置，增加了公司种子繁育的收获数量	秋乐 368、秋乐 618 等玉米品种
错期种植优化技术	玉米杂交制种技术的自主改良	部分雄穗比其他雄穗和雌穗晚种植，从而使得亲本花期能够相匹配。	秋乐 368、秋乐 618 等玉米品种
种子综合加工技术	公司加工经验积累所形成	在国家标准的基础上，增加种子活力检测；针对不同种植区域病虫害发生规律及生态环境特点，量身定制，研究确定种衣剂的类别和配比，达到包衣质量最优和效果最好。	所有自主品种

资料来源：公司公告，中原证券研究所

根据公司公告，目前公司自主研发项目有 8 个，包括高产多抗小麦、高淀粉玉米、高油酸花生等项目的研发；另外还有 11 个合作研发项目。未来这些研发项目实施后，将进一步提高公司产品品质，扩大公司产品数量，提升公司核心竞争力和综合实力。

**表 4：公司研发项目情况**

研发项目	研发目的	研发进展	拟达到目标	预计对公司未来发展影响
高产多抗优质小麦新品种选育与应用	以高产多抗优质小麦品种选育与应用为目标，开展种质资源收集、鉴定与创制；育种共性技术研发与集成；高产多抗优质小麦新品种选育及新品种的示范推广等研究。	实施中。通过联合攻关创制了一批优异育种新材料，选育了一批高产多抗优质小麦新品种，并在生产中进行了推广应用。	创制高产多抗优质小麦种质材料、集成高效小麦育种技术、育成并推广高产多抗优质小麦新品种。	建立以企业为主体的科研创新体系，集成小麦育种关键技术，培育高产多抗优质小麦新品种，促进企业做大做强，保障农业生产用种安全。
高淀粉玉米全链条产业化技术模式构建与应用	开展高淀粉玉米产前产中提质增效关键技术与高产群体水肥精准管理模式构建、产后毒素降解工艺优化和绿色收储与精深加工技术集成创新，构建高淀粉玉米全链条技术模式并进行示范和应用，形成“专种、专收、专储、专用”的产业化发展新模式。	实施中。初步开展了高淀粉玉米产前产中提质增效关键技术和高产群体水肥精准管理模式研究，产后毒素降解菌株筛选和籽粒快速脱水装备技术研究，全链条产业化技术模式构建与应用等方面的工作。	形成高淀粉玉米全链条产业化技术模式并在生产中推广应用。	为公司高淀粉玉米的应用提供技术支撑，助力高淀粉玉米推广，提升公司产品市场竞争力。
适宜黄淮海中东部地区复合种植的玉米新	选育适宜黄淮海中东部地区复合种植和高产宜机收的优异组合、培育适宜复合种植和	实施中。已组配一批适宜复合种植和高产宜机收的玉米新组合，通过审定高产宜机	创制适宜复合种植的玉米新种质、培育新品种并推广应用。	丰富公司玉米品种类型，满足市场需求，增加公司产品市场占比，提升公司

品种设计培育	高产宜机收的玉米新品种并进行示范与推广。	收玉米新品种 1 个。	竞争力。
黄淮海优质小麦--玉米规模机械化周年丰产增效生产技术体系集成与示范	针对小麦—玉米周年生产资源利用效率偏低与高产潜力挖掘不够、规模化丰产增效技术不完善、加工品质专用性差及产量与品质协同性不够等技术瓶颈，在豫北和豫南地区开展优质玉米规模机械化丰产增效技术模式构建与应用。	实施中。进行了技术模式构建与关键技术的组配验证工作，建立了核心示范基地，开展了技术示范。	形成适宜黄淮海南部的优质玉米机械化周年丰产增效技术模式 1 套，并建立示范区开展技术模式的示范和应用，实现黄淮海南部优质小麦—玉米规模机械化周年丰产增效。 为公司优质小麦、玉米的推广应用提供技术支撑，拓宽公司产品类型，提升公司市场竞争力。
黄淮海南部高淀粉玉米品种鉴选指标体系构建与品种筛选及应用	针对黄淮海夏玉米生产面临品种类型多、加工品种专用性差及产量与品质协同性不够等问题，以高淀粉玉米品种鉴选为核心，采用文献研究、玉米品种审定资料分析、田间多年多点试验和大数据统计分析相结合的方法，构建高淀粉玉米品种生态适应性评价指标与评价体系，筛选高淀粉玉米品种并应用。	实施中。已开展了高淀粉玉米品种筛选试验，初步构建了高淀粉玉米品种鉴选指标体系，筛选出高淀粉玉米品种 3-5 个。	重点解决高淀粉玉米高产与优质的有机统一，重点研究协调型品种形态及生理指标，构建协调型品种的鉴选指标体系，筛选出适宜黄淮南部的协调型品种并应用。 为公司高淀粉玉米的推广应用提供技术支撑，拓宽公司产品类型，提升公司市场竞争力。
玉米关键性状优异基因挖掘与新品种选育	玉米育种关键技术研究 with 种质资源创制，具有高产、抗病、宜机收等特性玉米新品种选育。	实施中。已创制具有高产、抗病等性状的优异种质资源 2 份；利用创制的材料组配了玉米新品系并进行了初步的鉴定。	丰富公司玉米种质资源，为优良玉米品种的选育提供材料基础，为公司提供更多具有市场竞争力的玉米新品种。
高产高油酸花生品种选育	选育并推广应用高产高油酸花生新品种。	实施中。已对选育出的优良品种进行初级鉴定，并筛选出符合目标性状的优异品系参加下年度试验。	以豫花、开农、冀花、花育等系列优良花生品种为材料，利用杂交育种、回交育种及分子标记辅助选择等技术手段，筛选、创制和培育高产高油酸育种材料和高产高油酸花生新品种。 选育高产高油酸花生新品种，并通过示范和应用提升公司花生品种的市场占有率和竞争力。
高产抗病抗逆宜机收玉米种质创新及新品种选育	进行高产、抗病、抗逆、宜机收玉米种质的筛选，利用筛选到的优异种质选育玉米新品种并实现产业化应用	实施中。已组配了一批高产、抗病、抗逆玉米新组合，目前正在开展多年鉴定试验。	筛选优良自交系，选育高产、抗病宜机收玉米新品种并实现新品种的产业化。 为公司提供更多优良的玉米新品种，增加公司产品储备，提升公司竞争力。

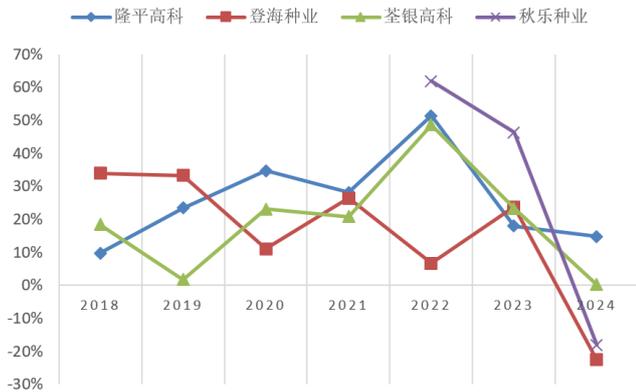
资料来源：公司公告，中原证券研究所（公司 2023 年年报）

### 3.5. 可比公司分析

根据可比公司研发投入，2024 年前三季度，隆平高科、登海种业、秋乐种业研发费用占营收比例持续提升。受到玉米价格下跌，行业景气度低迷影响，上市种企 2024 年第三季度的预收账款同比增速不同程度下降。根据历史经验，三季度预收款增速通常与下一销售季的收入增速保持一致。

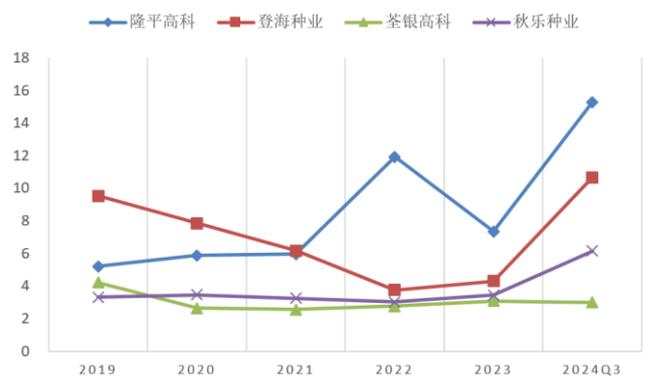
公司拥有完整的研发体系和较强的自主研发能力，自成立以来，一直致力于对玉米种子、小麦种子、花生种子等农作物种子的研发与改良，以创新驱动业务发展。2024 年前三季度，秋乐种业研发费用 1003.74 万元，占营业收入比例 6.14%，同比增长 47.18%。公司持续加大研发投入，且公司募投项目生物育种研发能力提升项目购置的实验设备已投入使用。作为一家高科技种业公司，较高的研发投入是提升核心竞争力的重要保障，有助于维持行业领先地位。

图 29: 2018-2024 年可比公司 Q3 预收款同比增速(%)



资料来源: Wind, 中原证券研究所

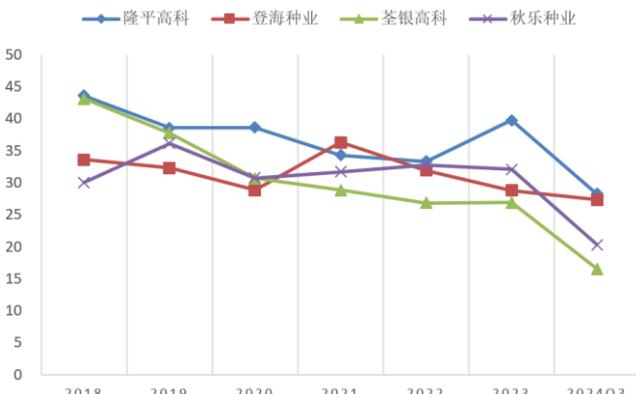
图 30: 2019-2024 年可比公司研发费用/营收 (%)



资料来源: Wind, 中原证券研究所

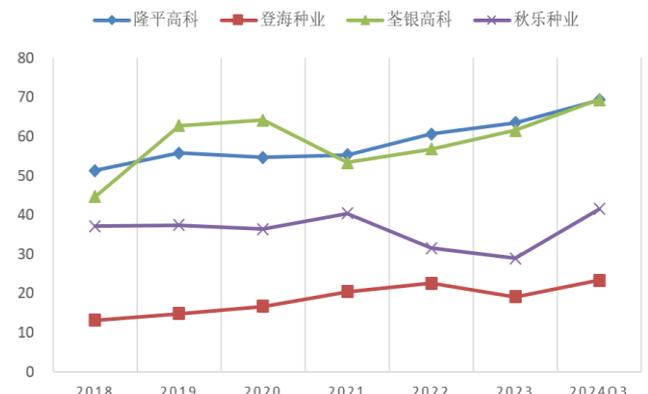
从盈利水平来看，2018-2023 年，秋乐毛利率水平稳定，维持在 30%-36%之间波动；受玉米种植行业景气度下行影响，2024 年前三季度可比公司销售毛利率均不同程度下降。在负债率方面，秋乐、登海维持在相对较低水平；截至 2024 年三季度末，秋乐资产负债率为 41.46%，较 2023 年末增加 12.57 个百分点。

图 31: 2018-2024 年可比公司销售毛利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 32: 2018-2024 年可比公司资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券研究所

## 4. 盈利预测+投资建议

### 4.1. 盈利假设

花生：假设 2024 年全年花生种子销售收入同比增速维持上半年水平，2025 年、2026 年同比增速均为 10%；2024 年全年毛利率维持在上半年盈利水平，2025 年、2026 年毛利率取 2022-2024 年的平均值。

玉米：假设 2024 年玉米种收入同比下降 30%，2025 年、2026 年同比增速分别为 20%、15%；受退货影响，2024 年玉米种毛利率明显下滑，2025 年、2026 年逐步恢复至 40%左右的历史正常水平。

小麦：自 2019 年以来，公司小麦种收入逐年增长，且盈利水平明显提升。假设 2024-2026 年小麦种延续增长趋势，同比增速分别为 20%/15%/10%；毛利率小幅提升至 21%-22.7%左右。

表 5：公司主营业务盈利预测假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>花生种销售收入</b>					
(百万元)	49.39	55.38	50.00	55.00	60.50
增速 (%)	-16.84	12.12	-9.71	10.00	10.00
成本 (百万元)	39.94	48.29	41.04	45.76	50.34
毛利率 (%)	19.14	12.81	17.91	16.80	16.80
<b>玉米种销售收入</b>					
(百万元)	271.98	338.29	236.80	284.16	326.79
增速 (%)	26.48	24.38	-30.00	20.00	15.00
成本 (百万元)	159.54	202.54	157.98	173.78	191.16
毛利率 (%)	41.34	40.13	33.29	38.85	41.51
<b>小麦种销售收入</b>					
(百万元)	103.99	133.19	159.83	183.80	202.18
增速 (%)	85.20	28.08	20.00	15.00	10.00
成本 (百万元)	86.41	106.61	125.80	142.15	156.37
毛利率 (%)	16.91	19.96	21.29	22.66	22.66

资料来源：Wind，中原证券研究所

### 4.2. 投资建议

考虑到行业变化情况和公司的成长性，基于上述假设，预计 2024-2026 年公司可实现营收 447/523/589 百万元，归母净利润分别为 49/79/98 百万元，EPS 分别为 0.30/0.48/0.60 元，当前股价对应 PE 为 43.76/27.20/21.71 倍。

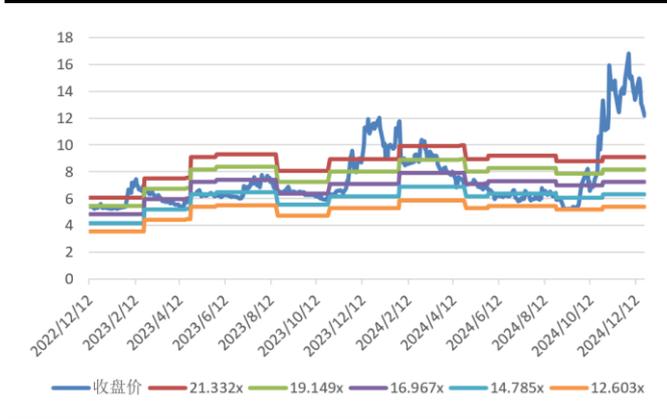
根据种业可比上市公司 2025 年平均市盈率情况，公司仍处于合理估值区间，考虑到公司的区域优势和科研实力，未来仍有估值扩张空间，维持公司“增持”的投资评级。

表 6: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000998.SZ	隆平高科	10.71	141.05	0.29	0.55	0.78	38.43	20.05	14.15
002041.SZ	登海种业	9.83	86.50	0.31	0.39	0.50	32.73	26.08	20.20
300087.SZ	荃银高科	11.32	107.24	0.36	0.46	0.55	34.07	26.91	22.33
831087.BJ	秋乐种业	12.16	20.09	0.36	0.44	0.53	36.21	29.39	24.55

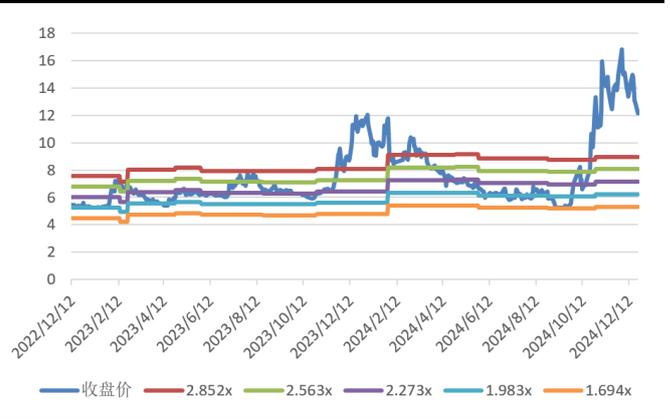
资料来源: Wind 一致预测, 中原证券 (估值日为 2024 年 12 月 23 日)

图 33: 公司 PE Band



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 34: 公司 PB Band



资料来源: Wind, 中原证券研究所

近年来行业法规和配套政策密集出台, 生物育种商业化政策逐步落地。2024 年是我国生物育种元年, 相关上市公司有望受益于行业集中度和利润率的双重提升。公司是河南种业集团整合农作物种业企业的唯一平台, 有望通过组建河南种业集团的战略机遇, 进一步深化与国家生物育种产业创新中心和神农种业实验室等创新平台的合作, 不断完善商业化育种体系, 持续提升育种技术创新能力和突破性品种研发水平, 增强公司核心竞争力。

未来, 公司将继续以种业为主体, 以玉米种业为龙头, 对具有资源优势特别是品种资源优势、区域销售优势的种子企业进行并购重组。扩大北方和西南春玉米市场; 拓展黄淮北片和西北春小麦业务。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。河南种业集团在充分发挥财政、金融、资源、平台等优势的同时, 也会根据公司发展需要, 持续向公司注入资源、资金, 推动公司实现跨越式发展。

## 5. 风险提示

玉米、小麦等农产品价格波动的风险：玉米种、小麦种是公司主营产品，下游农产品价格的波动将对公司产品需求产生影响。

新品种研发与推广不及预期的风险：种企面临较为激烈的行业竞争，需要较强的研发实力和稳定的产品品质才能够从行业种中脱颖而出。

我国生物育种商业化进展不及预期的风险。

自然灾害事件发生的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>587</b>	<b>629</b>	<b>652</b>	<b>713</b>	<b>779</b>
现金	418	371	282	411	484
应收票据及应收账款	47	45	48	52	57
其他应收款	15	1	2	3	3
预付账款	2	3	81	32	28
存货	94	147	176	153	144
其他流动资产	11	63	63	63	63
<b>非流动资产</b>	<b>127</b>	<b>135</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>148</b>
长期投资	3	3	3	3	3
固定资产	72	79	79	79	79
无形资产	46	44	44	44	44
其他非流动资产	6	8	21	21	21
<b>资产总计</b>	<b>713</b>	<b>764</b>	<b>800</b>	<b>861</b>	<b>927</b>
<b>流动负债</b>	<b>208</b>	<b>197</b>	<b>201</b>	<b>216</b>	<b>225</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	40	41	43	46	49
其他流动负债	168	156	159	171	176
<b>非流动负债</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	24	27	27	27
<b>负债合计</b>	<b>224</b>	<b>221</b>	<b>228</b>	<b>244</b>	<b>252</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	165	165	165	165	165
资本公积	182	182	182	182	182
留存收益	147	202	230	276	333
归属母公司股东权益	489	544	572	618	675
<b>负债和股东权益</b>	<b>713</b>	<b>764</b>	<b>800</b>	<b>861</b>	<b>927</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>124</b>	<b>50</b>	<b>-59</b>	<b>160</b>	<b>113</b>
净利润	62	79	49	79	98
折旧摊销	14	14	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	35	-61	-108	83	16
其他经营现金流	14	19	1	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-8</b>	<b>-71</b>	<b>-13</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
资本支出	-14	-24	0	0	0
长期投资	20	-50	0	0	0
其他投资现金流	-15	2	-13	1	2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>146</b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-33</b>	<b>-41</b>
短期借款	-20	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	34	0	0	0	0
资本公积增加	152	0	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-25	-17	-33	-41
<b>现金净增加额</b>	<b>262</b>	<b>-47</b>	<b>-89</b>	<b>129</b>	<b>74</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>438</b>	<b>534</b>	<b>447</b>	<b>523</b>	<b>589</b>
营业成本	294	363	325	362	398
营业税金及附加	1	2	1	2	2
营业费用	33	38	36	40	45
管理费用	26	27	25	29	31
研发费用	13	18	14	17	19
财务费用	-2	-6	0	0	0
资产减值损失	-8	-2	0	0	0
其他收益	3	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	1	1	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>60</b>	<b>78</b>	<b>49</b>	<b>79</b>	<b>99</b>
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>61</b>	<b>81</b>	<b>49</b>	<b>79</b>	<b>99</b>
所得税	-1	1	0	0	1
<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>79</b>	<b>49</b>	<b>79</b>	<b>98</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>62</b>	<b>79</b>	<b>49</b>	<b>79</b>	<b>98</b>
EBITDA	80	101	49	79	99
EPS (元)	0.37	0.48	0.30	0.48	0.60

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	29.23	22.10	-16.40	17.09	12.72
营业利润 (%)	63.62	28.98	-37.07	60.99	25.81
归属母公司净利润 (%)	54.01	28.68	-38.54	60.90	25.26
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	32.75	32.09	27.27	30.84	32.51
净利率 (%)	14.11	14.87	10.93	15.02	16.69
ROE (%)	12.62	14.61	8.53	12.71	14.57
ROIC (%)	13.83	15.81	8.53	12.71	14.57
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	31.46	28.89	28.54	28.28	27.18
净负债比率 (%)	45.89	40.63	39.94	39.43	37.33
流动比率	2.82	3.20	3.24	3.30	3.47
速动比率	2.31	2.37	1.90	2.38	2.64
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.76	0.72	0.57	0.63	0.66
应收账款周转率	9.68	11.61	9.66	10.50	10.82
应付账款周转率	8.03	8.96	7.76	8.18	8.37
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.48	0.30	0.48	0.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.75	0.30	-0.36	0.97	0.68
每股净资产 (最新摊薄)	2.96	3.29	3.46	3.74	4.09
<b>估值比率</b>					
P/E	34.61	26.90	43.76	27.20	21.71
P/B	4.37	3.93	3.73	3.46	3.16
EV/EBITDA	6.36	15.37	37.92	21.92	16.68

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。