

种子行业投资框架 2025年版

行业研究 · 深度报告
农林牧渔 · 种子

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

◆关键结论

(1) **种业行业属性**：从强周期视角来看，大宗农产品价格上涨后，农资作为后周期均充分受益；从重研发视角来看，换代品种或者新技术具备市占率快速提升的逻辑，优势企业成长明显。

(2) **行业边际变化**：一是传统种子侵权严重，套牌泛滥，未来实质性派生制度以及新种子法对行业会起到明显规范作用；二是生物育种新技术商业化在加速推进。

◆投资建议

周期角度，大宗景气上行时，选取业务相关度高、品种市场竞争力强的种企。

成长角度，转基因要依附杂交品种，杂交育种依然很重要，未来转基因和杂交一体化的企业更可能成为行业龙头。

◆股价驱动因素

一是生物育种相关政策推进；二是粮价上涨或种子提价。

◆风险因素

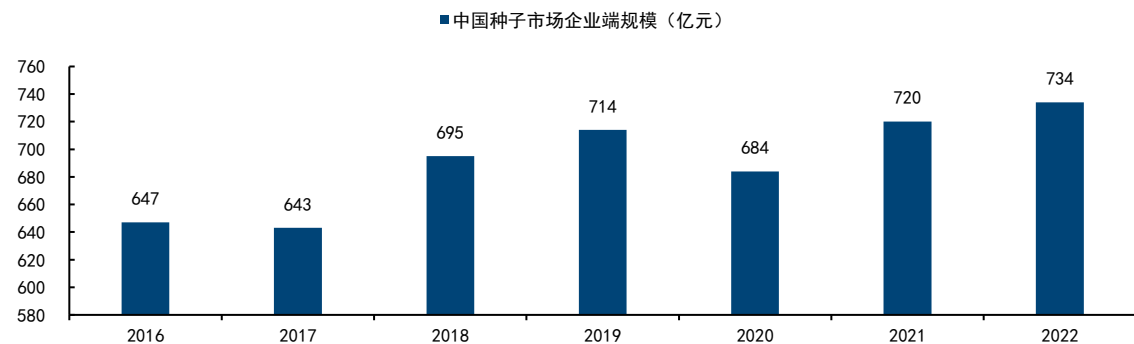
恶劣天气对生产和大田种植造成的减产影响。

- [01] 种业： 投资机会的把握
- [02] 周期： 后周期叠加自身库存
- [03] 成长： 生物育种带来的行业重塑
- [04] 回顾展望： 玉米价格有望回暖， 关注潜在整合机会
- [05] 行业标的梳理

种业核心关注：杂交玉米与杂交水稻

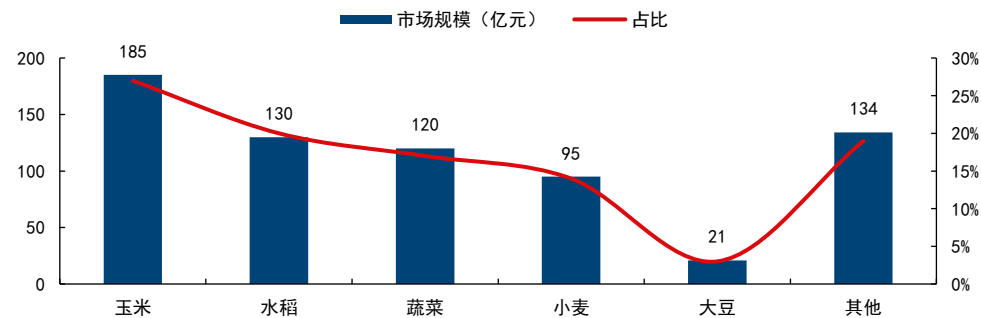
- 国内农作物种子如果按照销售价格核算，终端售价核算收入总规模约1300亿（出厂价核算收入规模约700亿元）；其中，蔬菜种子以外资企业为主，杂交玉米与杂交稻为国内企业最核心的经营品种，而且国内主流的种子上市公司也以玉米与杂交稻为主要经营业务。
- 实际情况：**玉米种子和杂交水稻从出厂价核算收入规模差不多分别为180亿和70亿。
- 行业属于小行业，海外龙头市占率接近40%，但国内品质同质化，竞争格局较为分散。**

图：目前国内种子市场出厂端规模约700亿元



资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

图：国内种子市场企业端规模结构

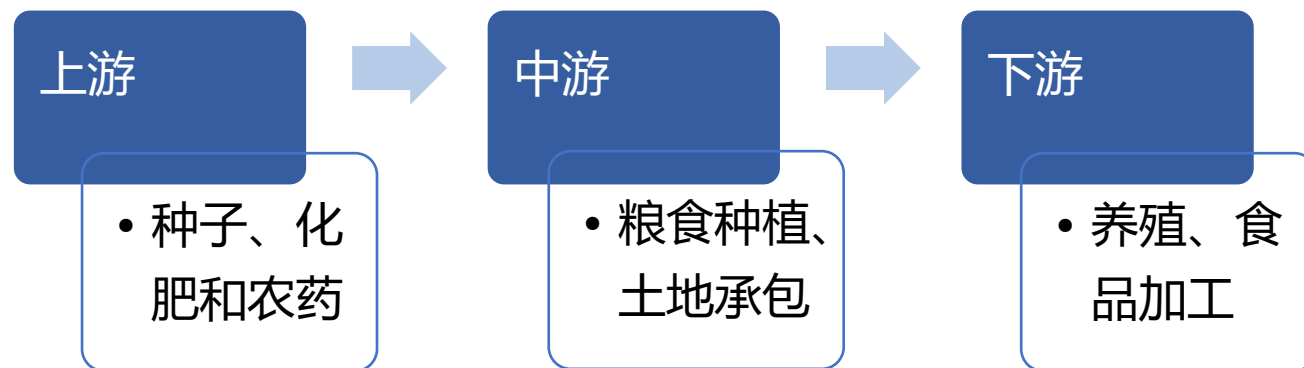


资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

种子作为粮价的后周期，周期属性明显。种子投入占种植总投入比重较小，占比仅为5%，种植收益好的时候农户更倾向于购买优质的种子。

我们以玉米种子为例：优质的玉米种子60元/亩，一般品种25元/亩，产量差距10-20%。当种植玉米收益较好时，农户购买好品种，每亩多投入40元，以2500元/吨的玉米价格核算，单亩收入增多125-250元。因此，种植收益好的时候，上市公司是量利双击；种植收益差的时候，上市公司也会双杀。

图：种植链环节一览



资料来源：国信证券经济研究所整理

行业周期性投资机会把握：

- 核心判断大宗农产品的价格景气。
- 相关标的公司需要判断业务相关度、品种市场竞争力、产品市占率情况等等。

图：登海种业2016年以来的股价（黄线为国内玉米价格）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：万向德农2016年以来的股价（黄线为国内玉米价格）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

新的优质品种可以替换老品种，市占率加速提升，同时还有提价逻辑。

优质的新品种依赖于公司不断的研发投入，好品种的研发产出依赖于公司的种质资源储备以及稳定的研发团队，因此一般成熟市场的种子行业格局是一家独大，而且强者恒强（有并购属性）。

行业投资机会把握：

- 1) 隆平高科2016-2017年：隆两优与晶两优开启杂交水稻的新一轮换代周期。
- 2) 2019年底开启的转基因行业浪潮，代表标的大北农。

图：隆平高科2010年以来股价



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：大北农2016年以来的股价



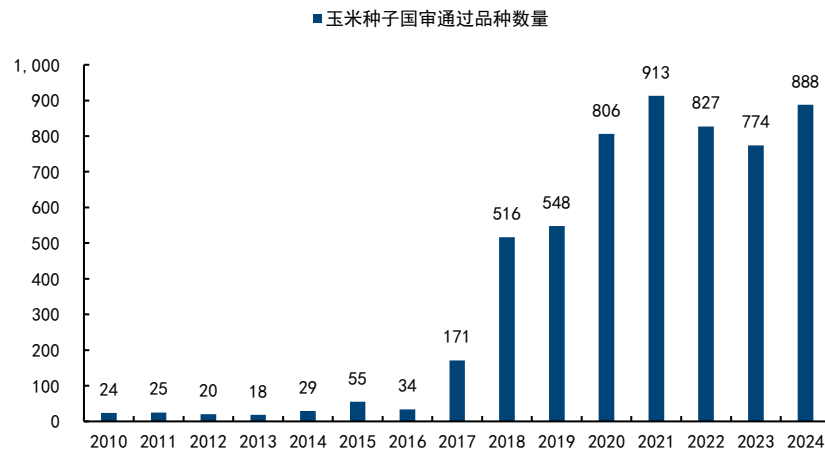
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

过去现状：新品种增多&同质化加剧竞争

产品同质化严重，竞争有加剧倾向。国家从2016年开始放开品种的审定，开启绿色通道审批。国审品种数量出现井喷，行业同质化竞争加剧。

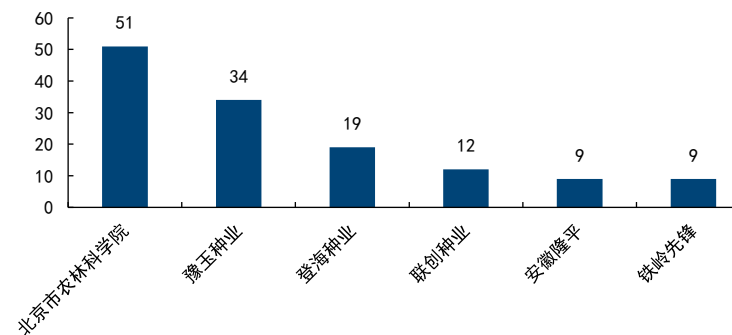
头部企业竞争优势虽然明显，但不利于行业集中。国内研发领先企业和研究所主要为北京农林科学院、登海种业、隆平高科（联创种业+安徽隆平）和铁岭先锋。从国审数量来看，虽然头部企业市占率较低，但研发优势还是具备的。另外，行业近年来不断涌现黑马公司，跟放开绿色通道审定的政策也有关系。

图：玉米国审品种维持井喷



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：头部企业国审品种相对较多（2023年国审）



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

边际改善：品种保护制度完善，生物育种商业化落地

2021年中央全面深化改革委员会审议通过《种业振兴行动方案》，提出“把种源安全提升到国家安全的高度，集中力量破难题、补短板、强优势、控风险，实现种业科技自立自强、种源自主可控”，种业受国家重视程度近年持续升温。

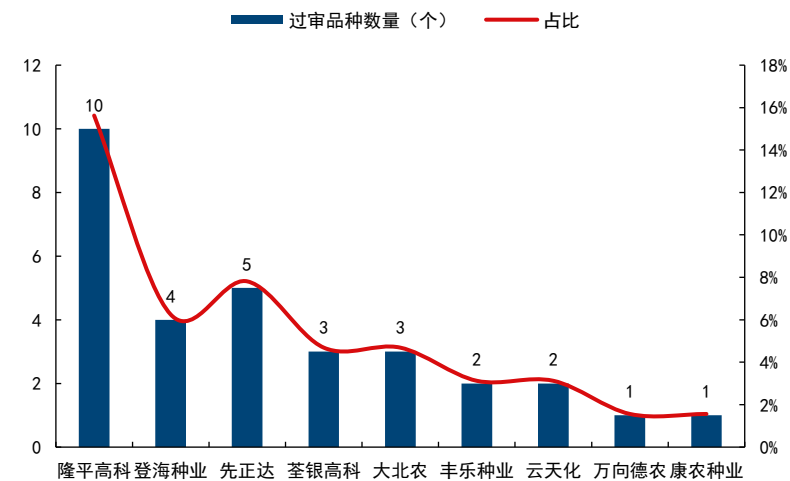
- **种子法第四次修订、玉米及稻品种审定标准提升相继落地。**一方面，《国家级玉米、稻品种审定标准（2021年修订）》于2021年10月1日起实施，新标准提升了玉米、稻品种的审定门槛，新增一致性和真实性要求，玉米新品种差异位点数需 ≥ 4 个，水稻新品种差异位点数需 ≥ 3 个。另一方面，2021年12月24日第十三届全国人大常委会第三十二次会议通过关于修改《中华人民共和国种子法》（简称《种子法》）的决定，本次种子法修正扩大了植物新品种权的保护范围及保护环节，拟建立实质性派生品种制度，对育种创新提出更高要求，行业同质化育种严重的现状有望大幅改善，预计未来新审定品种数量过多情况将显著改善。
- **生物育种商业化落地，利好头部企业市占率提升。**2023年底农业农村部批准发放首批转基因玉米、大豆品种，标志国内玉米与大豆正式进入转基因技术新时代。未来生物育种将大幅提高行业门槛，头部企业市占率有望大幅提升。

表：《种业振兴行动方案》主要内容

核心工作方向	主要措施
全面加强种质资源保护利用	进一步加大资源普查力度，及时将新发现的资源保护起来，统筹布局种质资源库圃（场区）建设，打牢种业振兴的种质资源基础。
大力推进种业创新攻关	启动种源关键核心技术攻关，实施生物育种重大项目，有序推进产业化应用。各地要组建一批育种攻关联合体，推进校企合作，推动要素聚合、技术集成、机制创新，促进种质资源、数据信息、人才技术交流共享，加快突破一批重大新品种。
扶持优势种业企业发展	全面研究梳理种业企业阵型，强化具体指导、重点支持，促进种业龙头企业与科研院所、金融机构、种业基地紧密对接，着力培育一批具有较强研发能力、产业带动力和国际竞争力的种业重点龙头企业，发展一批具有差异化竞争优势、专业化服务能力强的“专精特新”企业。
提升种业基地建设水平	持续推进海南南繁、甘肃玉米、四川水稻等育种基地建设，启动建设黑龙江大豆种子基地，抓好100个区域性作物良种繁育基地，支持结合高标准农田建设，完善配套设施和专业服务。
严厉打击套牌侵权等违法行为	扎实推进种业知识产权保护专项整治，强化全链条、全流程监管，加大案件查处力度，健全区域联动响应和案件联查联办机制，推动农业行政执法与刑事司法有机衔接，对套牌侵权、制假售假等违法行为重拳出击，加强转基因非法种植监管，让侵权违法者付出沉重代价。

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：从过审转基因玉米品种数量来看，头部种企过审数量领先

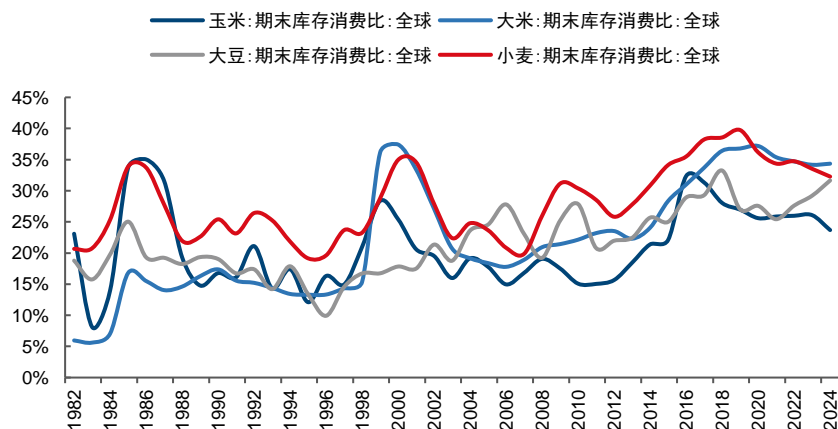


资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

- [01] 种业： 投资机会的把握
- [02] 周期： 后周期叠加自身库存
- [03] 成长： 生物育种带来的行业重塑
- [04] 回顾展望： 玉米价格有望回暖， 关注潜在整合机会
- [05] 行业标的梳理

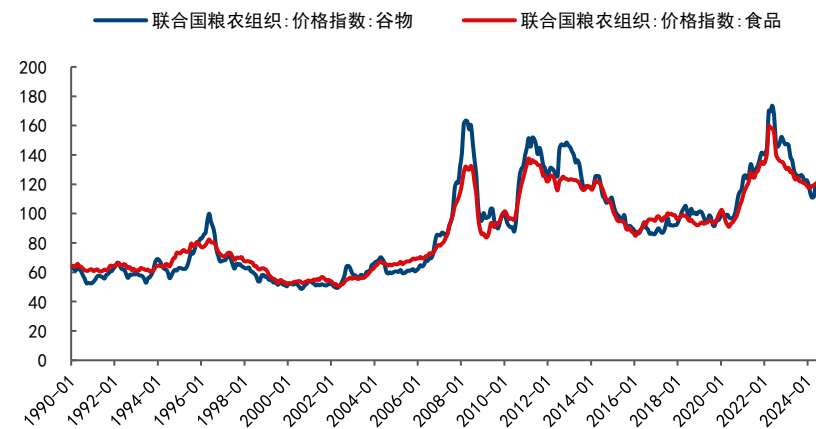
- 每一轮大宗农产品牛市的背后一般都有几个因素驱动：1、恶劣天气造成的减产；2、石油价格高企；3、货币超发；4、政策端，人为减少粮食出口。
- 最近一次全球大宗农产品牛市是2022年，基本都符合上述历史条件。

图：全球粮食库销比波动明显



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图：全球谷物价格水平正处于历史底部

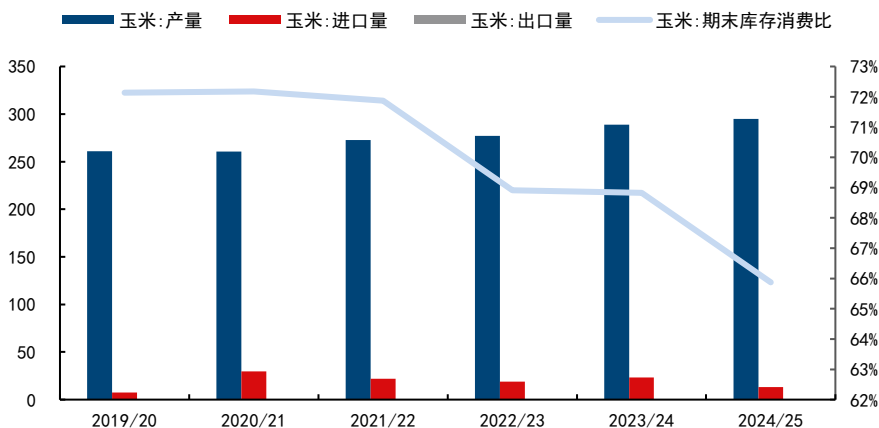


资料来源：FAO，国信证券经济研究所整理

核心关注品种：玉米与稻谷价格

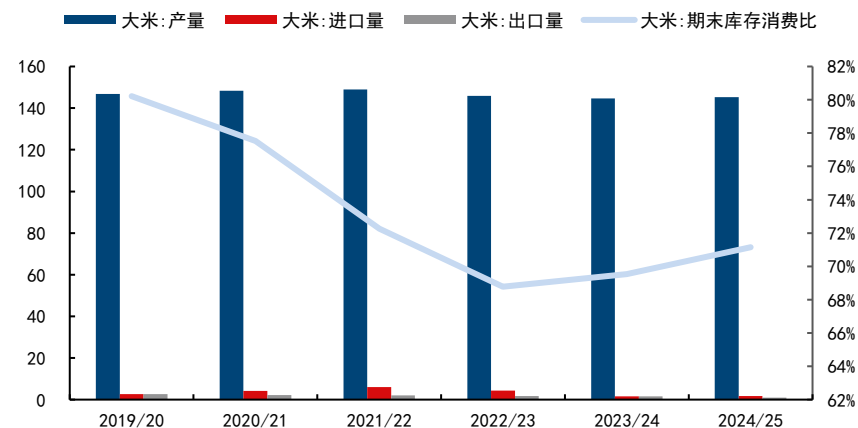
- **玉米：**三大主粮之一，畜禽饲料的主要成本。国内玉米从2016年开始去库存，价格快速回落；2019年玉米价格启动周期反转，之后一路上涨至2022年；此后受国内面积增长、单产修复，供给再度转宽松，目前价格正处于近年低位。玉米与大豆作为饲料作物，相互关联度较强。
- **稻谷：**国内是全球最大的杂交水稻生产国，因为技术领先，国内稻谷库存一直维持高位。但当玉米等饲用粮价格出现大幅上涨时，会刺激陈稻的饲用消费，因此稻谷价格和玉米价格存在一定的联动性。

图：国内玉米库存维持高位，新季库存消费比预计为66%左右



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图：国内大米库存维持高位，新季库存消费比预计在70%以上



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

自身库存周期：重视种子行业库存的变化

一方面，粮价上涨，种子的需求会明显提升。

另一方面，行业种子也有自己的库存，而且库存的起伏有明显的滞后性。

从历史复盘来看，我们能得到一个结论：大部分的企业也难以摆脱周期的影响。

因此，我们要寻找粮价上行周期和种子自身库存周期的共振点。

表：国内玉米种子库存目前处于历史较高水平

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季
有效期初库存（亿公斤）	8.00	7.00	6.50	5.50	4.77	3.17	2.90	5.40
制种面积（万亩）	293.00	237.00	256.00	233.00	272.00	366.00	463.00	428.00
单亩产量（公斤/亩）	361.09	389.03	386.72	392.27	382.35	371.86	379.00	396.50
新产种子（亿公斤）	10.58	9.22	9.90	9.14	10.40	13.61	17.39	16.97
种子总供给（亿亩）	20.00	18.00	16.20	16.40	14.70	16.50	20.29	22.37
商业种需求量（亿公斤）	11.50	11.00	11.00	10.60	11.00	11.50	12.20	12.80
杂交玉米种植面积（亿亩）	6.39	6.11	6.11	5.89	6.11	6.39	6.78	7.11
单亩平均用种量（公斤/亩）	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80
期末有效库存（亿公斤）	7.00	6.50	5.50	4.77	3.17	2.90	5.40	9.60
期末库存消费比（%）	61%	59%	50%	45%	29%	25%	44%	75%

资料来源：农技推广中心，国信证券经济研究所整理

种子价格：销售价格具备明显的周期性波动

从2015年至今，我们分析登海种业和隆平高科的玉米、杂交水稻销售均价，结论如下：

- 1) 登海种业玉米销售价格分析结论：销售季均价走势与当年玉米价格走势呈正相关。
- 2) 隆平高科玉米与杂交水稻销售价格分析结论：玉米和水稻种子销售季均价走势与当年玉米、稻谷价格走势呈正相关。

表：隆平高科、登海种业玉米及水稻种子销售情况

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
隆平高科								
玉米种子销量（万公斤）	1490.94	2317.65	4812.07	5139.22	5577.27	7396.30	16362.79	17969.91
玉米种子收入（亿元）	2.58	3.63	8.10	8.64	8.44	12.49	50.46	54.92
玉米亩均出厂价（元/亩）	31.16	28.15	30.29	30.27	27.24	30.41	55.51	55.01
水稻种子销量（万公斤）	3784.53	5032.84	4230.54	3789.46	3678.87	4443.01	4650.40	5388.25
水稻种子收入（亿元）	14.83	21.07	15.58	12.27	13.53	15.05	15.87	19.38
水稻亩均出厂价（元/亩）	43.10	46.06	40.52	35.62	40.44	37.26	37.54	39.57
登海种业								
玉米种子销量（万公斤）	5755.17	3568.50	4093.51	5103.03	5865.02	5689.82	6456.76	7040.96
玉米种子收入（亿元）	12.48	5.87	6.87	7.73	8.74	10.15	11.96	13.25
玉米亩均出厂价（元/亩）	39.03	29.59	30.22	27.26	26.81	32.10	33.34	33.88
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
玉米年均价（元/公斤）	1,909.89	1,711.93	1,882.51	1,933.97	2,228.19	2,833.49	2,781.14	2,741.01
中晚稻年均价（元/公斤）	2,762.47	2,744.54	2,606.24	2,432.38	2,657.27	2,814.61	2,730.83	2,819.50

资料来源：公司公告，汇易网，国信证券经济研究所整理

- [01] 种业： 投资机会的把握
- [02] 周期： 后周期叠加自身库存
- [03] 成长： 生物育种带来的行业重塑
- [04] 回顾展望： 玉米价格有望回暖， 关注潜在整合机会
- [05] 行业标的梳理

转基因：0到1的科技创新 从恐惧到欣然接受

转基因逐渐被接受，推广面积再创新高。

- 在充足的有效实验后，稳定表达的转基因性状不存在不可控风险，而且抗虫的表达蛋白对哺乳动物没有任何副作用。因此，转基因技术开始从美国向全球做技术渗透。
- 2023年，全球种植了2.06亿公顷转基因作物，较2022年同比增长1.9%。

图：全球转基因作物种植面积不断创新高



资料来源：ISAAA，国信证券经济研究所整理

图：转基因未来会为消费者提供更多选择



资料来源：ISAAA，国信证券经济研究所整理

转基因：南美与北美是全球转基因粮食种植大区

从全球来看，北美与南美是全球转基因的主要拥护者。这主要原因在于美国是全球转基因技术的领导者，而且凭借其在美洲的影响和游说，美洲已经离不开转基因，因为没有转基因技术，巴西和阿根廷的农产品在全球就没有竞争力。

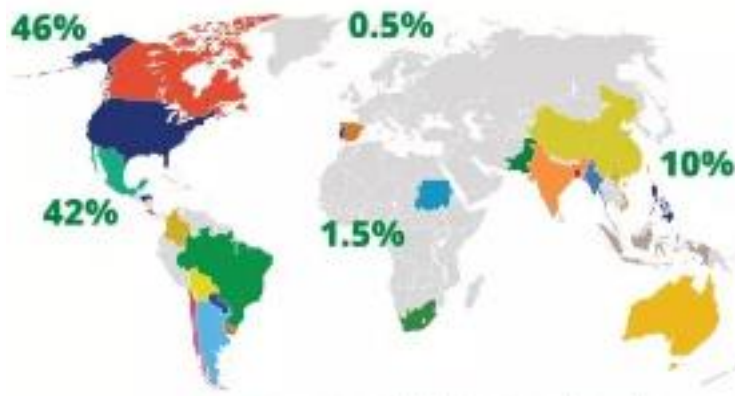
欧洲是全球重要的转基因作物进口地。法国有关部门及欧盟食品安全局对转基因产品安全性进行了长达六年的研究，耗资超1亿元人民币，结果表明转基因玉米没有引发任何负面效应，更没有发现其有慢性毒性和致癌性。据统计，2021年欧盟进口转基因大豆约1500万吨，占大豆进口总量的90%左右，进口转基因玉米300多万吨，占玉米进口总量的30%左右。

图：主要转基因作物占总推广面积达到90%以上



资料来源：ISAAA，国信证券经济研究所整理

图：美洲农业强国是转基因主要的推广者

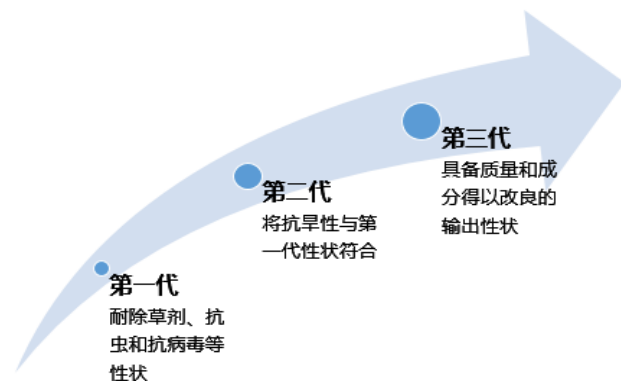


资料来源：ISAAA，国信证券经济研究所整理

国内放开转基因玉米和大豆符合国情。原因如下：

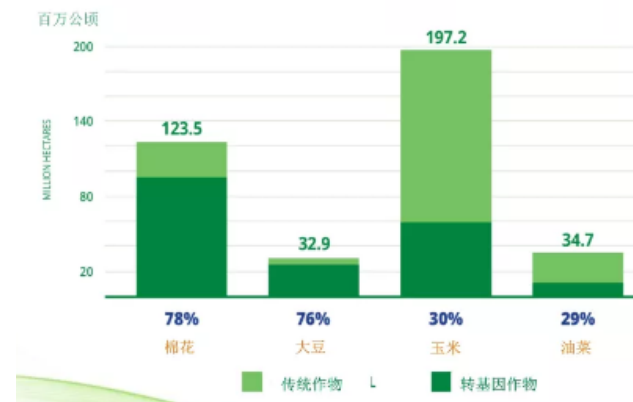
- 1) 孟山都第一代转基因技术已经过了保护期，国内科研团体已经改造孟山都的产品有近10年的时间，目前技术储备充分。
- 2) 国家在转基因方面的政策导向就是非口粮按照经济作物-饲料作物有序放开，直接口粮维持谨慎态度。
- 3) 国内市场倒逼政策放开。

图：转基因已经经历了三代性状表达



资料来源：ISAAA，国信证券经济研究所整理

图：棉花、大豆和玉米的转基因应用率最高

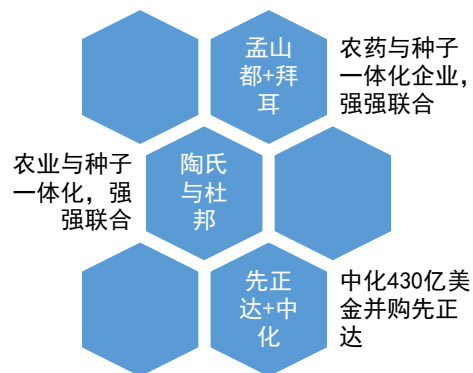


资料来源：ISAAA，国信证券经济研究所整理

种子从全球研发来看，中国具备后发制人优势。如下原因：

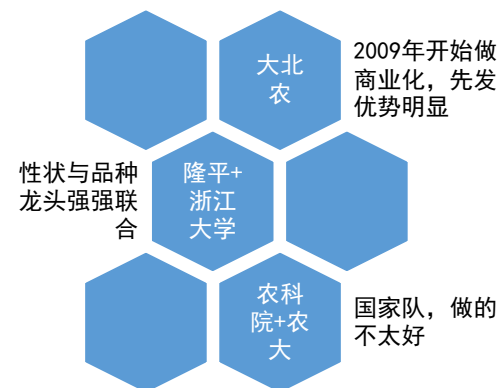
- 1) 新技术遭遇研发瓶颈，孟山都、拜耳、杜邦、陶氏等大企业均遭遇这种问题，因此这几年巨头纷纷合并，抱团取暖。另外就是，老的技术已经过了品种保护期了，对于中国等新秀国家有望加速达到全球一线水平。
- 2) 目前全球在生物育种领域，华人团体做得很好，2010年前后很多首席科学家回国创业，因此在研发团队方面，国内是具备优势的。比如说大北农生物、杭州瑞丰和隆平生物的团队都是优秀团队。

图：全球主要的转基因作物商业化企业



资料来源：ISAAA，国信证券经济研究所整理

图：国内主要的转基因转化体的商业化参与者

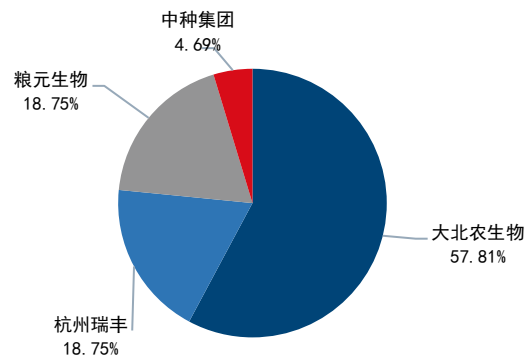


资料来源：ISAAA，国信证券经济研究所整理

国内政策：转基因商业化正式开启

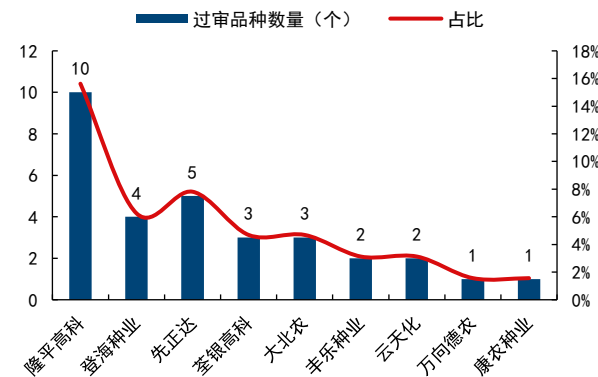
- 2019年12月底农业部首次披露玉米与大豆转基因转化体安全证书，此后连续下发新的安全证书。2022年6月8日国家农作物品种审定委员会发布关于印发国家级转基因大豆玉米品种审定标准的通知，这意味着我国转基因大豆及玉米品种的审定工作将正式开始。
- 2023年10月，农业农村部批准发放首批转基因玉米、大豆品种，标志国内玉米与大豆正式进入转基因技术新时代。截至目前，国内已累计获批转基因玉米品种64个、大豆品种17个。
- 秉持“三年试点，三年示范”的要求，国内转基因玉米先以小范围区域试点为主。2021年，内蒙古、云南的科研试验田启动了转基因玉米大豆产业化试点，2023年进一步扩展到内蒙古、云南、吉林、河北、四川5个省(区)20个县。从农业部公布的试点结果来看，转基因技术在增产增效、提升产品品质等方面具备成效，后续有望审慎扩大示范种植面积，但整体推广渗透节奏预计慢于海外。

图：从性状转入品种数量来看，头部性状公司先发优势明显



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：从过审玉米品种数量来看，头部种企过审数量领先



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

产业影响：转基因性状不是制约种企发展的关键

- 目前国内头部生物技术公司先发优势确实明显，所有过审玉米品种中，转入大北农生物/杭州瑞丰/粮元生物性状产品的占比分别高达58%/19%/19%。然而从中长期角度来看，各家所用的性状多为海外已过专利保护期的一代性状或者是在此基础上的改良性状，其中抗除草剂性状主要为epsps、pat，抗虫性状主要为cry1Ab等，技术壁垒相对可控。我们认为转基因性状不会成为制约企业长期发展的关键，杂交育种仍是产业的核心壁垒环节。

表：国内转基因玉米性状一览

申报单位	作物类型	性状名称	抗除草剂基因	抗虫基因	性状片段数量
大北农生物	玉米	DBN9936	epsps	cry1Ab	2
大北农生物	玉米	DBN9501	pat	vip3Aa19	2
大北农生物	玉米	DBN9858	epsps、pat		2
大北农生物	玉米	DBN3601T	epsps、pat	cry1Ab、vip3Aa19	4
杭州瑞丰、浙江大学	玉米	瑞丰125	g10evo-epsps	cry1Ab、cry2Aj	3
杭州瑞丰、浙江大学	玉米	浙大瑞丰8		cry1Ab、cry2Ab	2
杭州瑞丰	玉米	nCX-1	CdP450、cp4epsps		2
杭州瑞丰	玉米	浙大瑞丰8×nCX-1	CdP450、cp4epsps	cry1Ab、cry2Ab	4
杭州瑞丰	玉米	瑞丰125×nCX-1	CdP450、cp4epsps、g10evo-epsps	cry1Ab、cry2Aj	5
北京国丰	玉米	BFL4-2	cp4epsps	cry1Ab、cry1F	3
隆平生物	玉米	LP026-2	epsps	cry1Ab、cry2Ab、cry1Fa	4
隆平生物	玉米	LW2-1	epsps、pat		2
中种集团	玉米	Bt11×GA21	pat、mepsps	cry1Ab	3
中种集团	玉米	Bt11×MIR162×GA21	pat、mepsps	cry1Ab、vip3Aa20	4
中种集团	玉米	GA21	mepsps		1
中种集团	玉米	ZZM032	bar、epsps		2
中种集团	玉米	MZIR260		eCry1Gb、11g-03	1
粮元生物	玉米	CC-2	maroACC		1
粮元生物	玉米	ND207		mcry1Ab、mcry2Ab	2
粮元生物	玉米	ND207×CC-2	maroACC	mcry1Ab、mcry2Ab	3
新安化工	玉米	WYN17132	am79epsps		1
新安化工	玉米	WYN041	am79epsps	cry1Ab	2
青岛清原	玉米	QY2569-42	pat	vip3Aa-k1、cry1Ab	3
科稷达隆	玉米	KJ1003	cp4epsps	cry1A.105、cry2Ab2、vip3Aa19	4

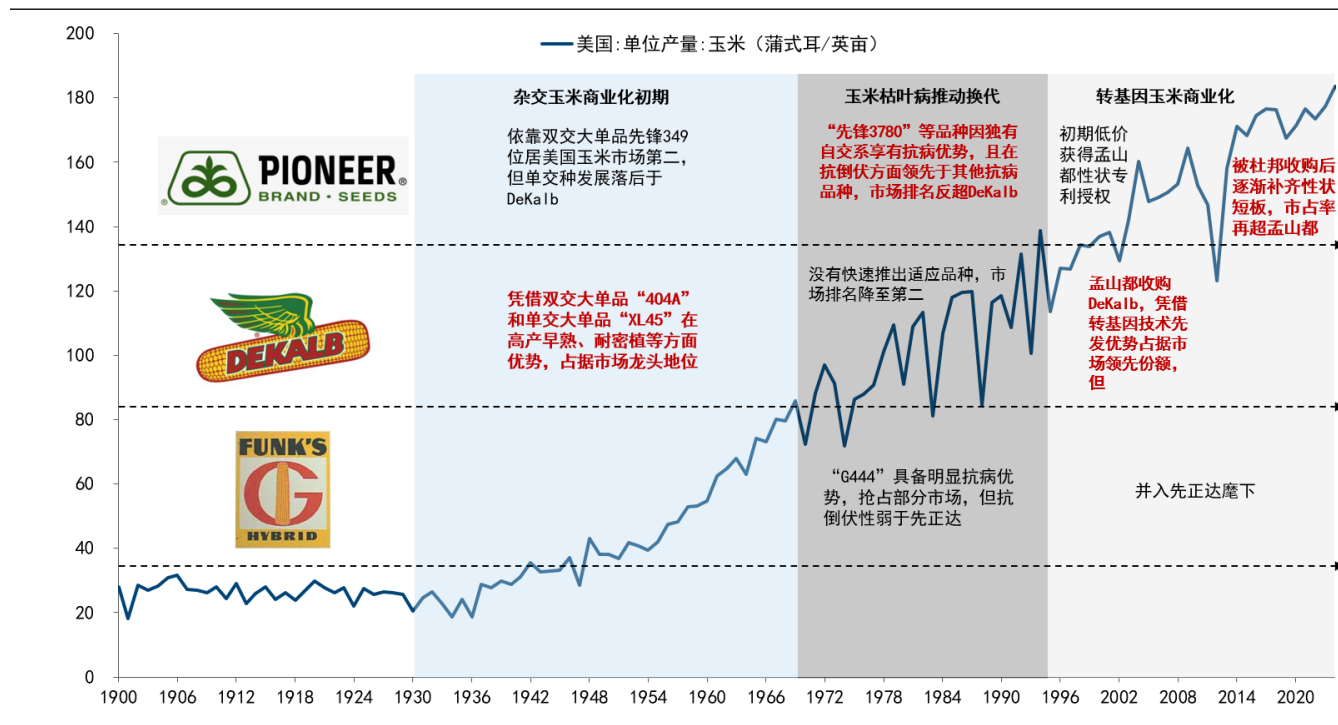
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

海外经验：一代性状渗透率达峰后，市场竞争仍聚焦于品种选择

海外种业的品种竞争贯穿始终，一代性状渗透率达峰后，市场竞争仍聚焦于品种选择，在杂交育种资源和育种技术方面有深厚积淀的企业可以跑赢时间。

➤ 自上世纪初以来，美国现代玉米种子市场呈现为三个重要阶段（详见下图），而先锋种业（现科迪华旗下种业板块主体）引领品种换代，跑赢了时间。

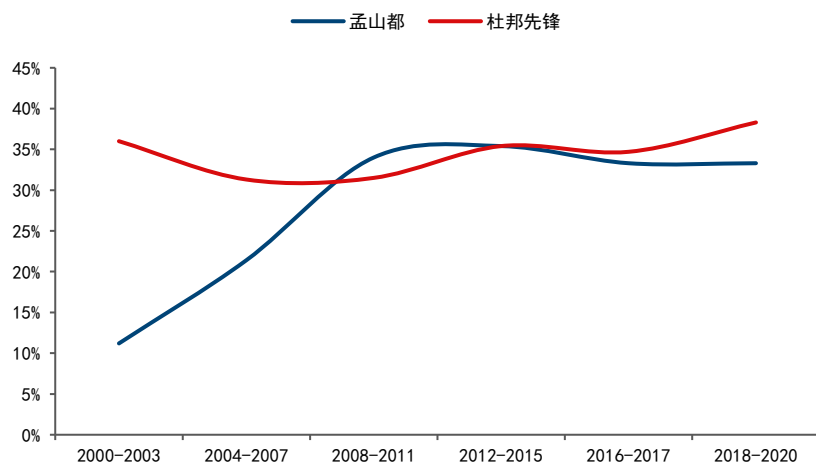
图：先锋种业引领品种换代，跑赢了时间



资料来源：USDA，科迪华官网，国信证券经济研究所整理

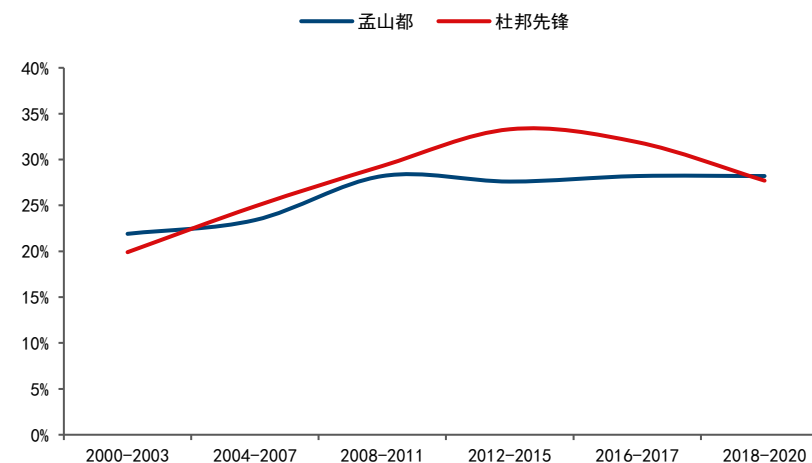
➤ 先锋种业在转基因商业化后时代成功有运气成分，但也可以看到，转基因性状虽可有效改善传统品种的产量表现，但本质是减少虫害和杂草带来的产量损失，而并不能根本性地提高传统品种的单产潜力。因此优秀的性状需要依附于优秀的品种，种质资源和育种积淀仍是转基因后时代的核心竞争力，一代性状渗透率达峰后市场仍聚焦于品种竞争，而先锋种业凭借在品种领域的聚焦和积淀跑赢了时间。

图：2016年之后，杜邦先锋玉米种子市占率重回第一



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图：杜邦先锋目前在大豆种子领域也和孟山都分庭抗礼



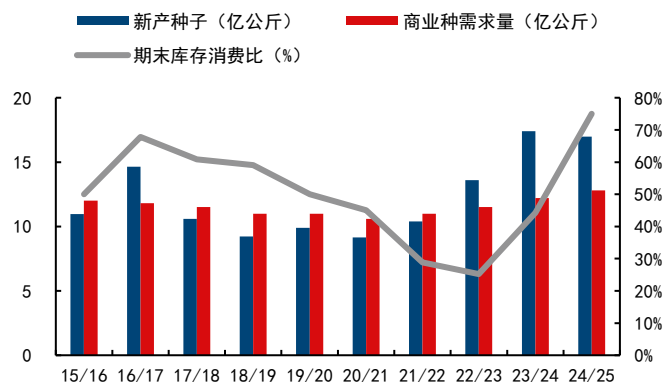
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

- [01] 种业： 投资机会的把握
- [02] 周期： 后周期叠加自身库存
- [03] 成长： 生物育种带来的行业重塑
- [04] 回顾展望： 玉米价格有望回暖， 关注潜在整合机会
- [05] 行业标的梳理

2024年粮价景气下行，品种竞争加剧，玉米种子基本面恶化

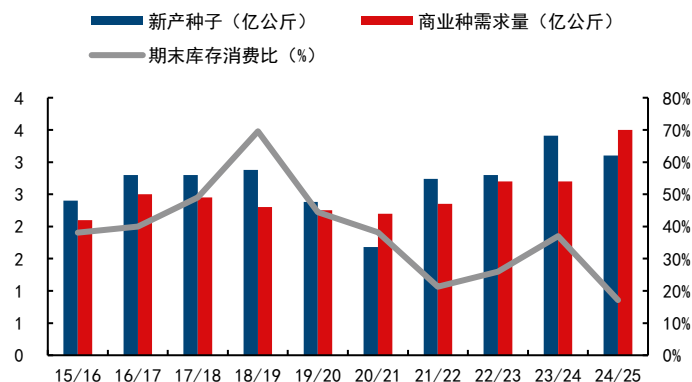
➤ 2024年玉米种子竞争加剧，基本面恶化。2024年国内玉米制种面积维持高位，单产有所增加，叠加上一销售季结余库存，24/25销售季国内玉米种子总供给同比增加10%至22.37亿公斤，明显高于实际需种量，库销比预计将由上一产季的44%进一步攀升至75%。考虑到目前国内玉米价格已重回底部，2025年农户种植积极性预计受挫，国内新季玉米种子销售短期面临降价压力。另外，相较于玉米种子，杂交水稻种子基本面相对较好，库存回落至较低水平，但考虑到稻谷行情短期缺乏驱动，水稻种子价格预计难有上行。

图：国内玉米种子供给过剩，24/25销售季库销比升至历史高位



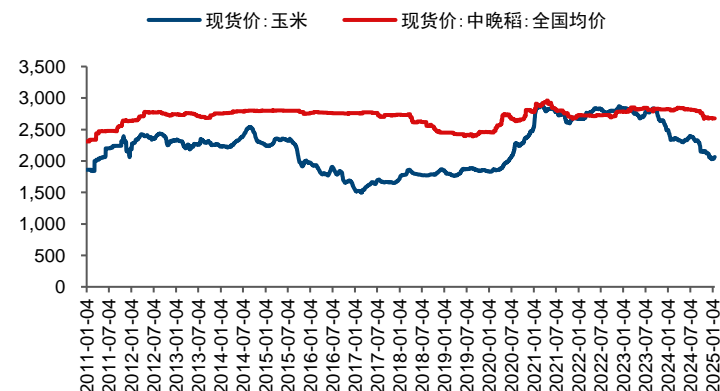
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：国内水稻种子基本面有所改善，24/25销售季库销比回落



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：2024年玉米价格回落明显，稻谷价格相对稳定

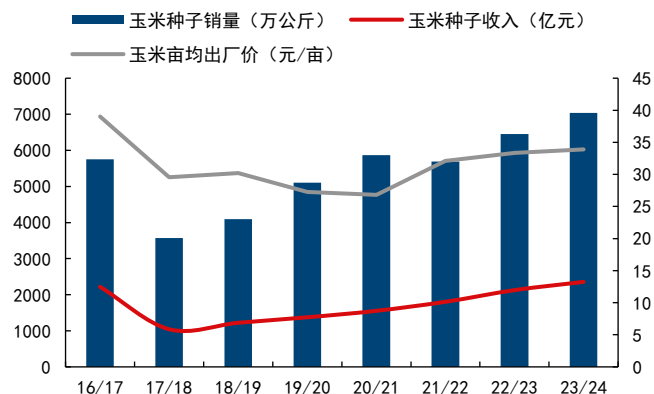


资料来源：生意社，汇易网，国信证券经济研究所整理

头部种企23/24经营具备韧性，24/25销售表现预计承压

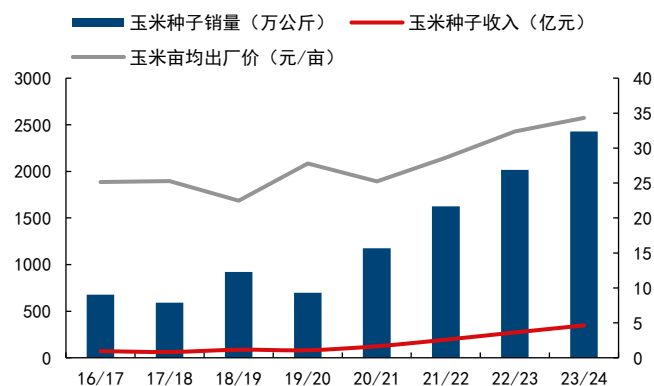
➤ 23/24产季头部玉米种企销量维持增长，出厂价相对稳定。2023年至2024年上半年，国内玉米行情虽有回落，但种植端仍有盈利，头部种企出厂价仍较稳定，销量维持增长，表现出较强经营韧性。从2024Q3预售情况来看，隆平高科/登海种业/荃银高科截至9月末的合同负债总额分别同比+15%/-23%/+0%，较上年同期明显放缓，24/25产季基本面压力还是显现，头部种企销售表现预计承压。

图：23/24销售季，登海种业玉米种子销量增长，出厂价稳定



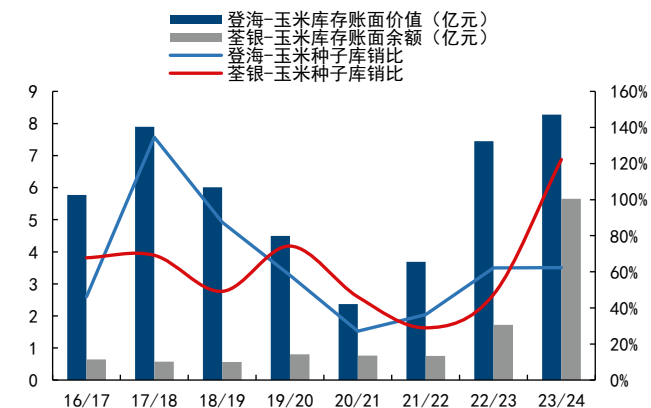
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：23/24销售季，荃银高科玉米种子销量增长，出厂价稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：23/24销售季，头部玉米种企累库明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025年玉米价格有望筑底回暖，种子需求后续有望改善

- **进口玉米方面：**基于干燥天气影响，USDA在1月下调美国24/25年度单产预测，全球库消比由23.95%降至23.69%，外盘玉米价格在报告发布后再度强化筑底反弹走势。后续原油价格回升或为玉米成本端提供支撑且有望刺激燃料乙醇需求，供给方面近期南美干旱天气或导致24/25单产进一步下调，同时美国25/26新作面积预计也有下调，另外拉尼娜周期或为2025年全球粮价演绎提供潜在催化。综合来看，2025年全球玉米价格易涨难跌。
- **国产玉米方面：**国内当季供给充裕且停拍进口玉米，内外盘联动短期明显趋弱。但中期来看，国内玉米种植利润已陷入负值，且当前国内仍存在1000-2000万吨产需缺口，后续随着外盘走强，进口利润转负或将缓解国内部分库存压力，内盘价格同样有望随之企稳回暖。
- **综合来看，玉米行情筑底回暖预计将支撑优质玉米种子需求，2025年内针对24/25销售季的补货表现以及针对25/26销售季的预售表现有望改善。**

表：全球玉米供需平衡表

百万吨	2021/22	2022/23	2023/24 (12月预估)	2023/24 (1月预估)	2024/25 (12月预估)	2024/25 (1月预估)
期初库存	292.94	314.05	304.66	304.67	316.22	317.46
产量	1216.13	1163.38	1229.63	1230.01	1217.89	1214.35
进口	184.43	173.4	197.13	197.14	183.92	183.15
饲用消费量	743.28	735.47	772.78	771.96	779.36	778.33
总使用量	1198.29	1172.76	1218.07	1217.22	1237.66	1238.47
出口量	206.39	180.34	193.03	192.04	193.04	191.41
期末库存	310.79	304.67	316.22	317.46	296.44	293.34
库销比	25.94%	25.98%	25.96%	26.08%	23.95%	23.69%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表：中国玉米供需平衡表

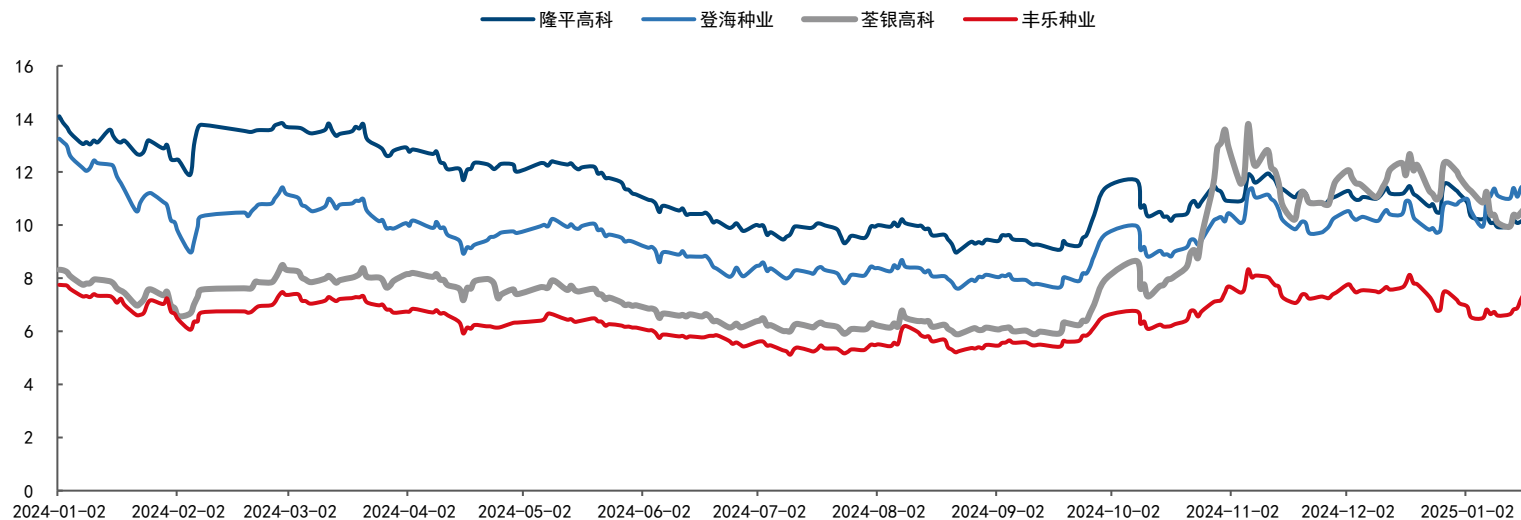
百万吨	2021/22	2022/23	2023/24 (12月预估)	2023/24 (1月预估)	2024/25 (12月预估)	2024/25 (1月预估)
期初库存	205.7	209.14	206.04	206.04	211.29	211.29
产量	272.55	277.2	288.84	288.84	292	294.92
进口	21.88	18.71	23.41	23.41	14	13
饲用消费量	209	218	225	225	231	231
总使用量	291	299	307	307	313	313
出口量	0	0.01	0	0	0.02	0.02
期末库存	209.14	206.04	211.29	211.29	204.27	206.18
库销比	71.87%	68.91%	68.82%	68.82%	65.26%	65.87%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

种子板块重回历史低位，长期聚焦具备研发与整合优势企业

- 2024年，种子主要标的股价重回历史低位。2024年1-9月，受转基因玉米推广预计偏慢预期以及国内玉米价格持续下跌驱动，种子板块持续下跌，主要标的股价重回历史低位。9月24日之后，种子板块整体估值随大盘有所修复，隆平高科、登海种业等头部标的股价节奏一致；另外受国内鼓励上市公司并购重组政策影响，部分具备整合优势或规模相对较小的区域型种企在10-11月期间走势明显更强。
- 2025年，聚焦整合优势企业，布局研发型优质标的。一方面，种业研发周期长，横向整合是天然诉求，2025年在政策支持下，相关种企进度有望加快；另一方面，当前玉米行情有望筑底回暖，在杂交育种领域积淀深厚、转基因育种领域先发布局的研发型优质标的具备长期布局价值。

图：2024年，种业主要标的股价重回历史低位



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

- [01] 种业： 投资机会的把握
- [02] 周期： 后周期叠加自身库存
- [03] 成长： 生物育种带来的行业重塑
- [04] 回顾展望： 玉米价格有望回暖， 关注潜在整合机会
- [05] 行业标的梳理

重点搞清楚两个问题：

- 1、转基因要依附杂交品种，杂交育种依然很重要。
- 2、未来转基因和杂交一体化的企业更可能成为行业龙头。

表：上市种企主要经营指标一览

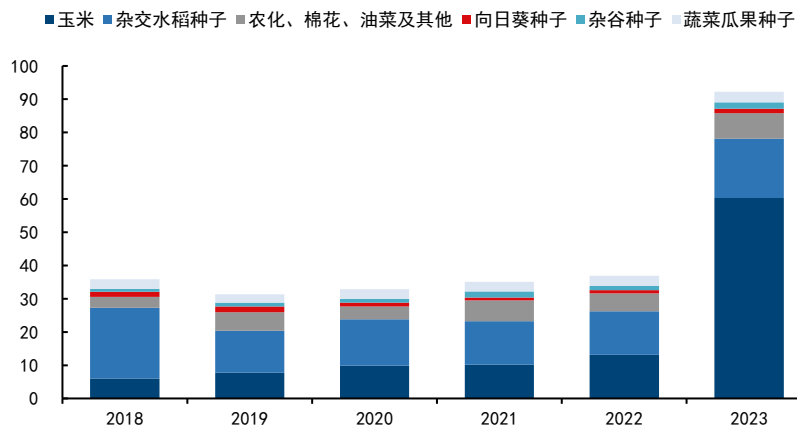
证券代码	证券名称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			ROE (%)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
000998.SZ	隆平高科	35.03	36.89	92.23	0.62	-8.76	2.00	1.13	-17.40	3.57
300087.SZ	荃银高科	25.21	34.91	41.03	1.69	2.33	2.74	12.31	13.60	14.05
000713.SZ	丰乐种业	26.17	30.05	31.14	1.83	0.59	0.40	9.74	3.06	2.06
002041.SZ	登海种业	11.01	13.26	15.52	2.33	2.53	2.56	7.53	7.64	7.17
831087.BJ	秋乐种业	3.39	4.38	5.34	0.40	0.62	0.79	15.32	12.62	14.61
600354.SH	敦煌种业	9.22	10.05	11.58	0.09	0.20	0.41	1.47	3.13	6.82
600371.SH	万向德农	2.22	2.35	3.19	0.38	0.72	0.65	7.15	12.56	11.26
600313.SH	农发种业	37.64	52.48	67.61	0.36	2.30	1.27	2.41	13.25	6.82
837403.BJ	康农种业	1.42	1.98	2.88	0.43	0.41	0.53	19.74	18.25	19.58
300189.SZ	神农种业	1.48	1.91	1.67	-0.57	-0.65	-0.36	-6.52	-8.00	-4.67

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

隆平高科：水稻、玉米种子双龙头，兼具品种性状双优势

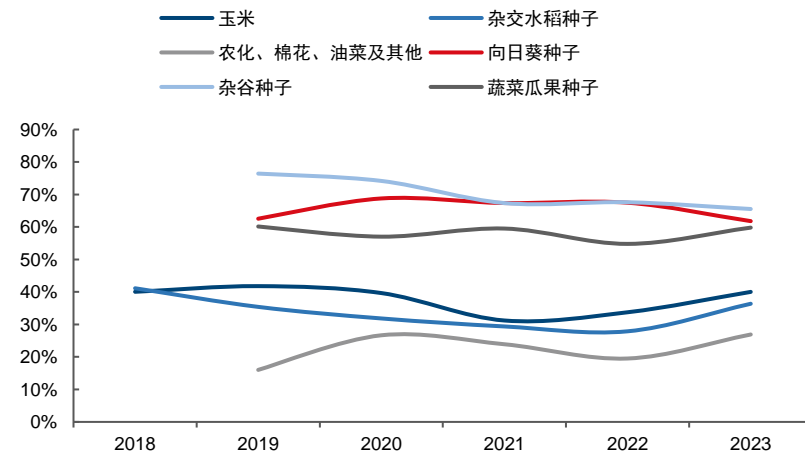
- **杂交育种研发积淀深厚，品种储备充足，推广面积国内领先。**经过多年内生外延发展，公司旗下已拥有隆平、亚华、联创、德瑞特、湘研、巡天、恒茂、三瑞等众多优质种企。在水稻种子方面，公司拥有隆平、亚华两大事业部，杂交水稻总销售推广面积位居国内第二，目前有7个杂交水稻品种位列全国推广面积前十位，其中晶两优华占和晶两优534连续多年位居前两位。在玉米种子方面，2018年并表联创种业后，公司杂交玉米销售推广面积跻身全国第一，其中裕丰303推广面积位列全国第二，中科玉505推广面积连续三年位列全国第三，另外联创839近两年也跻身国内前十。在海外业务方面，公司2023年并表隆平发展，玉米种子销售面积位列巴西第三，后续或将进一步强化与国内种质资源和育种技术方面的联动。
- **参股多家生物技术公司，转基因具备先发优势。**公司投资布局的生物技术平台（杭州瑞丰、北京国丰、隆平生物等）已获得瑞丰 125、浙大瑞丰 8、nCX-1、BFL4-2 等9个玉米转基因性状的安全证书，子公司联创种业（裕丰303D、裕丰303R、裕丰303H、中科玉505D、中科玉505R、嘉禧100D、联创808R）、河北巡天（农大372R）、湖北惠民（惠民207R）、安徽隆平（隆平218R）的共计10个品种已通过转基因玉米品种审定。未来公司凭借扎实的育种积淀和持续的研发投入，有望充分受益国内转基因技术变革浪潮并成为国际领先的综合玉米种业平台。

图：隆平高科收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：隆平高科主要业务毛利率情况

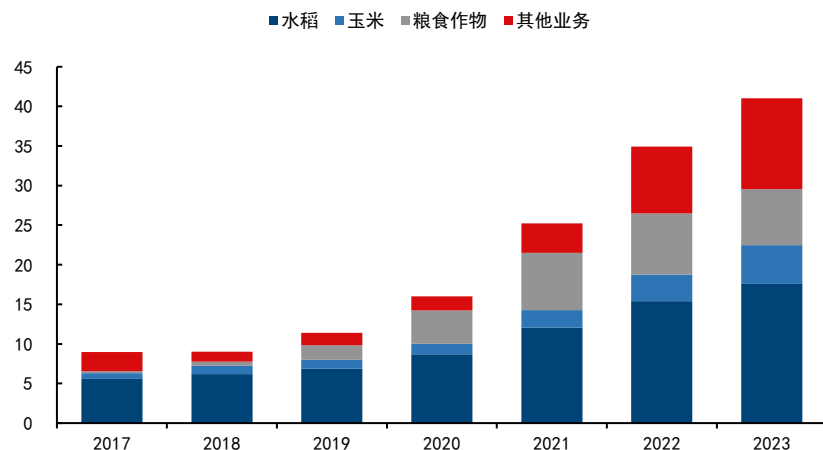


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

荃银高科：背靠先正达，转基因育种稳步推进

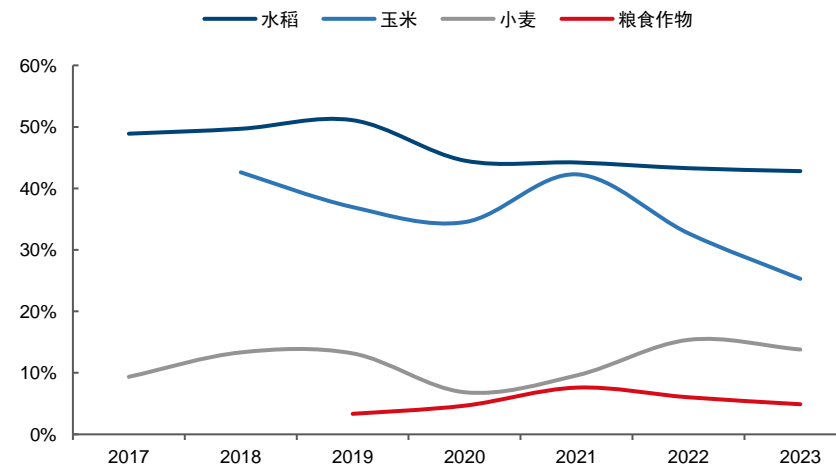
- **先正达种业板块重要成员，转基因育种、订单农业稳步推进。**公司作为先正达种业板块的重要成员，积极与其开展生物育种技术方面研发与合作并有序推动生物育种等领域产业化应用，未来有望受益转基因商业化落地。同时公司还与中化现代农业在MAP业务方面深度合作，以定制化种植方案向种植户提供种、药、肥一体化供应及粮食收储等产前、产中、产后服务工作。
- **营销措施、员工激励并进，水稻玉米种子销量维持增长。**营销方面，公司继续创新推进“阿米巴”模式并通过合作新设等方式拓宽经营渠道，在原有经营基础上，整合行业内优势资源，成立荃银锦秀、荃银兴大等，巩固水稻优势市场的同时，积极拓展玉米、小麦、大豆等产业。激励方面，公司第二期员工持股计划成功实施，覆盖母子员工400多人，实现公司利益与经营者利益的绑定，有利于推动公司经营目标及未来战略的实现。2023/24业务年度，公司各类农作物种子销量延续增长，实现总销量7.98亿公斤，同比+46.93%，其中水稻、玉米、小麦销量分别同比增长38.73%、20.47%、33.89%。

图：荃银高科收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：荃银高科主要业务毛利率情况

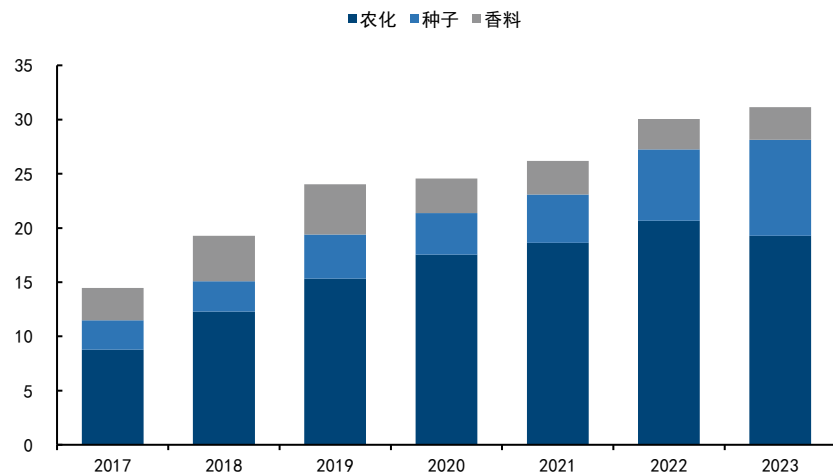


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

丰乐种业：国投集团入主，有望重塑主业

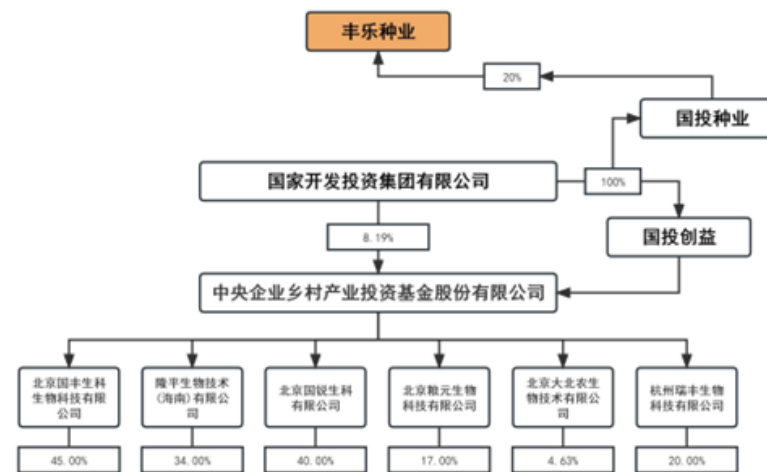
- **“农化+种子”模式，玉米全产区布局，具备平台种企雏形。**公司创始于1984年，前身是合肥市种子公司，以西甜瓜种子起家，当前实控人已由合肥国资委变更为国投集团。公司目前已形成“农化+种子”的核心业务模式，种药肥一体化发展稳步推进。在业务布局方面，公司已实现对全国四大主产区的全覆盖，分别为适宜西南市场和黄淮海市场推广的鑫乐969、丰乐520和同玉609；适宜黄淮海市场推广的陕科6号、榜玉100和战玉105；适宜东北市场和西北市场的铁391、同玉608和W1505；适宜黄淮海和东北市场的丰乐720等。2023/24业务年度，公司玉米种子销售收入为5.08亿元，同比+41.56%，占比提升至59.61%，销售数量为2436.32万公斤，同比+20.03%，继续保持快速增长，未来望在玉米种子事业部、四川同路、丰乐农化三大主体推动下维持拓展。
- **易主国投集团，拟打造具有国际竞争力的大型种业集团。**国投集团新设境内全资子公司国投种业，受让合肥建投持有的丰乐种业股份合计1.23亿股，占公司股份总数的20%，公司控股股东变更为国投种业，国务院国有资产监督管理委员会将成为公司的实际控制人。国投集团本次整合旨在延伸生物育种产业链，打造具有国际竞争力的大型种业集团，更好地服务国家粮食安全战略。国投种业成为丰乐种业控股股东后，拟将丰乐种业作为其种业发展运营、资本运作和资源聚集的主要平台。

图：丰乐种业收入结构情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：丰乐种业已易主国投集团

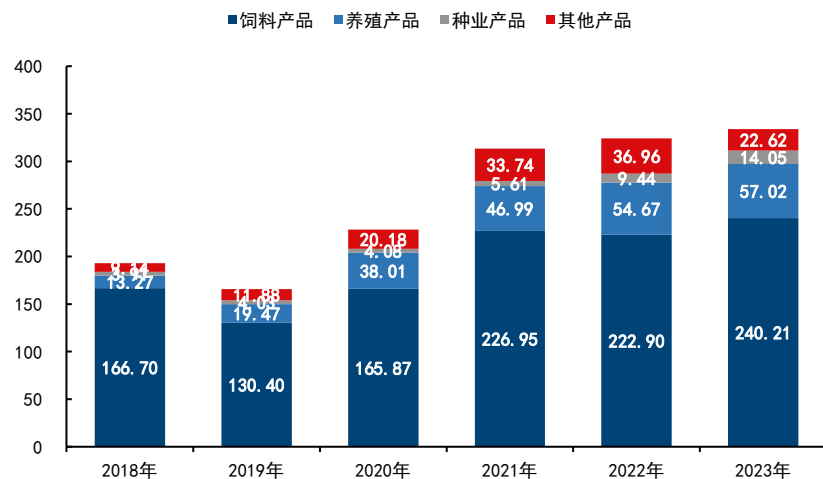


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

大北农：转基因性状龙头未来成长可期

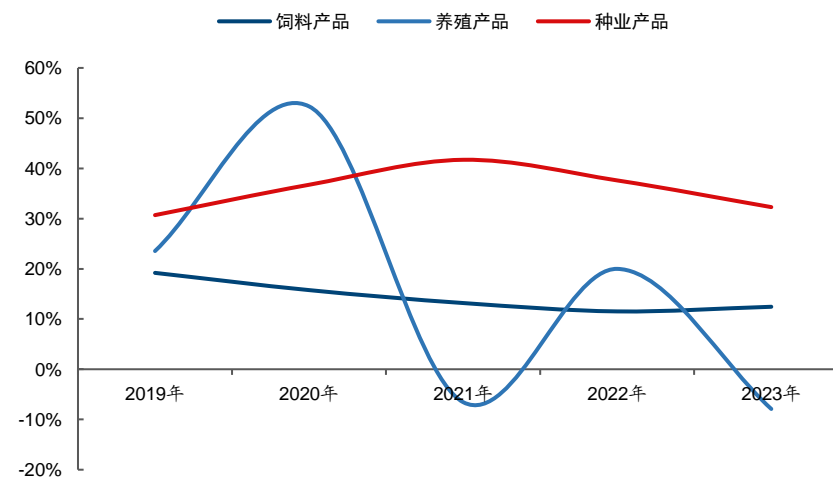
- **养殖链业务：生猪出栏逆势稳步扩张，有望充分受益周期反转。** 养殖业务方面，公司及下属参控股养殖平台的合计生猪出栏量同比扩张，有望充分受益周期反转带来的量价齐升红利。饲料业务方面，公司猪料业务高端化路线正在加速，近年依靠贝贝乳、宝宝壮、仔多多、母仔乐等多款前端料拳头产品以及在全国各地建立的配套分销体系，在国内前端料等高端猪料领域建立了显著优势，同时公司近年也在围绕以反刍料为代表的高毛利品种做横向扩张，两者均有望强化公司饲料业务的长期盈利能力。
- **种植链业务：转基因性状研究起步较早，先发优势十分明显。** 公司目前在获批性状数量、庇护所性状以及获准种植区域等方面均处于领先水平。同时公司将种业定位为重要战略性板块，未来依靠丰富的经验积累、强大的研发能力、持续的资源投入，有望在国内生物技术领域实现持续的优质产品输出并占据业内领先地位。公司相较于目前产品数量较少、产品体系不完备、获批区域较少的性状公司，有望在国内转基因商业化落地后率先实现最大程度的产品推广，届时可能抢先同行获得更多市场份额并在国内转基因性状领域取得领先优势，进而有望实现可观的业绩增量。

图：大北农收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：大北农主要业务毛利率情况

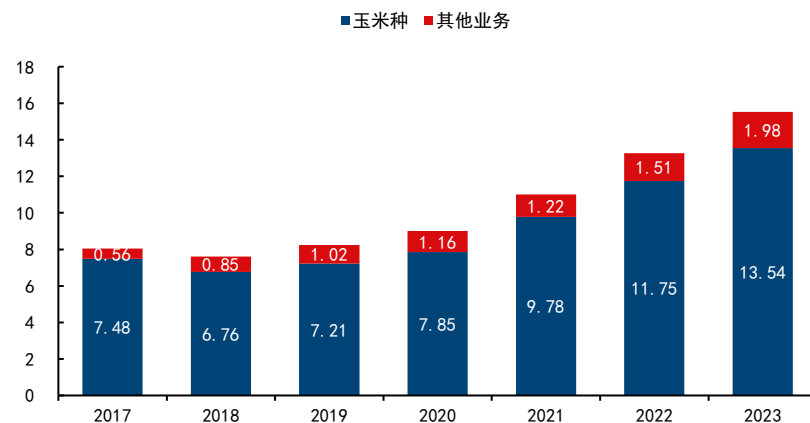


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

登海种业：高弹性玉米标的，有望充分受益转基因

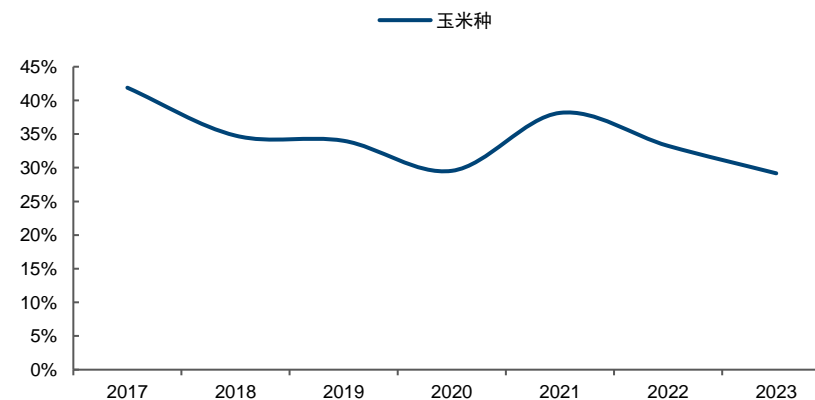
- 优质玉米品种储备充足，有望充分受益转基因落地。公司在历经近50年玉米育种研发创新和高产攻关，完成了以掖单2号、掖单6号、掖单13号、登海661与登海605、登海618为代表的5代玉米杂交种的进步性替代，引领了中国杂交玉米的发展方向，现有品种储备丰富，品种高产高抗特性突出，2023年度杂交玉米销售总额位列国内第三，登海605全国推广面积位列全国玉米品种推广面积前十。考虑到公司已和大北农等国内先进转基因性状公司开展深入合作，旗下已有登海605D等6个品种通过转基因玉米品种审定，未来有望凭借在玉米杂交育种领域的技术积淀和品种储备继续引领转基因落地后的品种换代升级。

图：登海种业收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：登海种业主要业务毛利率情况

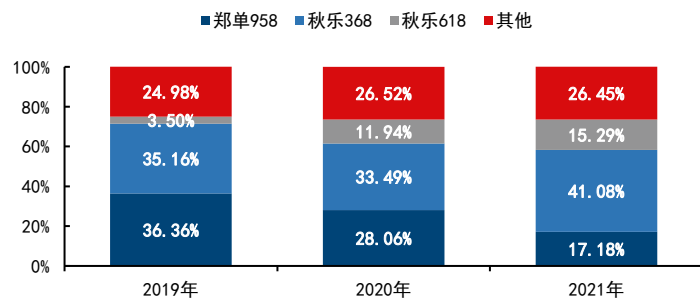


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

秋乐种业：研发强、品种优的黄淮海玉米新秀

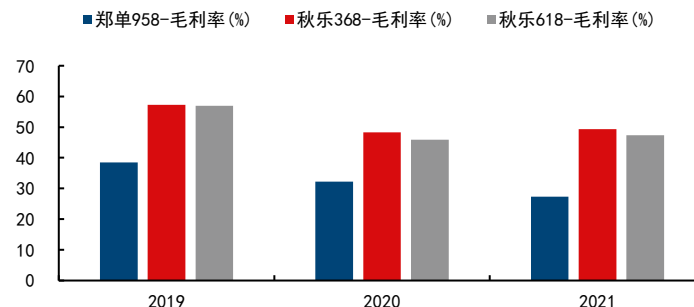
- **立足河南、扩张迅速的区域性玉米优势企业。**秋乐种业目前已建立集玉米种子、小麦种子、花生种子等农作物种子的育种、扩繁、加工、推广、销售和技术服务于一体的业务体系，当前6成收入、8成毛利来自玉米种子销售。目前公司玉米业务已踏入成果兑现阶段，叠加外围粮价高景气，公司近年收入规模快速增长，业务结构持续优化，盈利能力不断提高，旗下主力玉米品种秋乐368和秋乐618于2021年的合计年推广面积已超170万亩，2021年玉米种子总销售收入跻身国内12名。
- **背靠河南当地优质研发资源，主力品种区域价值不断凸显。**（1）**品种研发方面：**公司2000年由河南省农业科学院及当地众多科研机构出资成立，其后在河南省农科院院长、中国工程院院士张新友带领下，以新品种研发作为核心竞争力，积极展开对于高产、稳产、综合抗性好的玉米、小麦、花生等农作物种子的研发与改良，目前已通过秋乐368玉米种、秋乐618玉米种等众多优质品种。（2）**品种推广方面：**以河南为代表的黄淮海玉米主产区近年深受南方锈病困扰，全国农技中心预计其2023年仍将保持偏重爆发，当地市场抗病品种需求较旺。公司旗下秋乐368和秋乐618一经推出便在20/21产季表现出优秀的锈病抗性，此后市场需求量大幅增加，品种溢价明显。

图：秋乐种业玉米种子销售收入结构



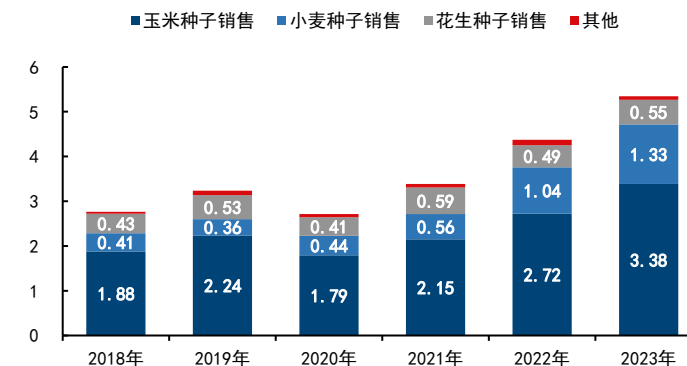
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：秋乐种业自研品种毛利率明显高于传统品种



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

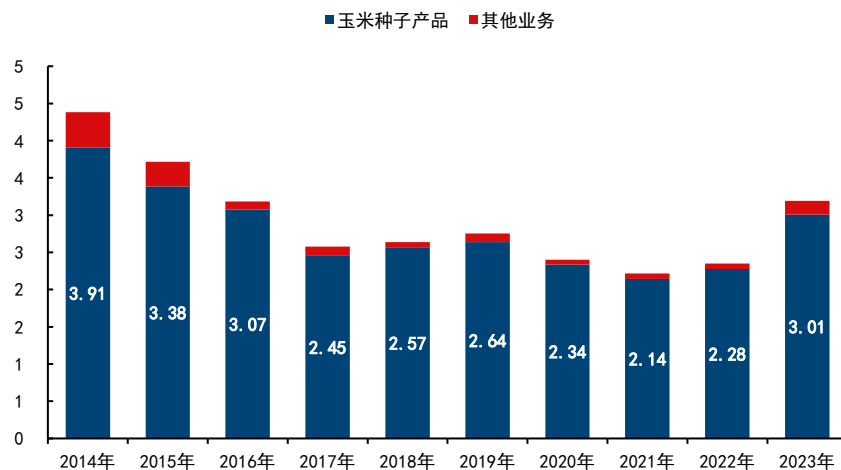
图：秋乐种业收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

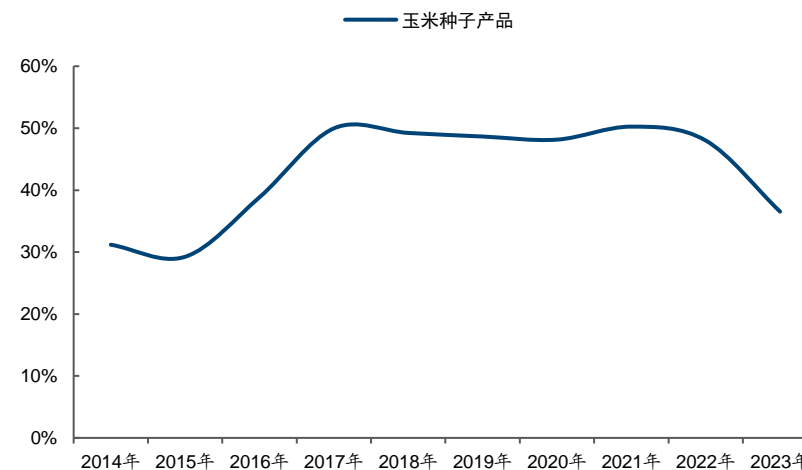
- **聚焦杂交玉米的大型育繁推种企。**万向德农成立于1995年，主营业务为玉米杂交种的研发、生产、销售，业务主要通过控股子公司北京德农种业有限公司完成。北京德农种业有限公司是集科研、生产、经营、服务于一体的现代大型综合高新技术种子企业，是首批获得全国育繁推一体化经营许可证的企业之一，其专营玉米杂交种子，品种包括但不限于“京科968”、“德单系列”等玉米杂交种。2023年度，共实现玉米种子销售1633.49万公斤，与上年相比增长3.06%。
- **公司在坚持自主研发的同时，正不断加大对外合作力度，选育、储备适合不同区域的优势品种。**万向德农目前与中国农业大学、北京市农林科学院等国内科研院所都有长期的品种合作，如京科968、京科999、硕秋702等主推品种；与拜耳、科迪华等国际企业也建立了合作渠道，部分品种已投放到市场，且后续品种都在试验筛选中。转基因布局方面，公司自主选育的转基因玉米品种德单123R，已在第五届国家农作物品种审定委员会第六次品种审定会议中通过初审。

图：万向德农收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：万向德农主要业务毛利率情况



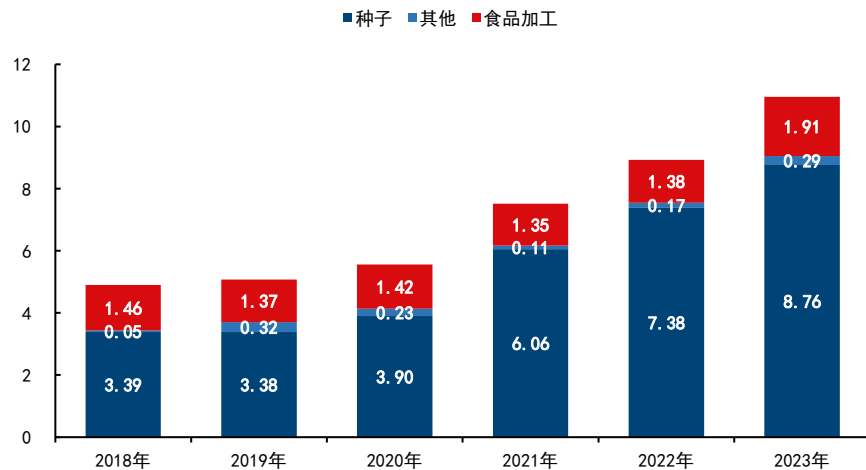
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

敦煌种业：甘肃国有种业平台，坐拥优质制种资源

甘肃国有种业平台，坐拥优质制种资源。公司主要从事种子、棉花、食品加工业务，实控人为甘肃酒泉市国资委。公司种子业务以玉米为核心，拥有敦玉328、敦玉15、农科大8号等重要品种。生产方面，公司依托河西走廊优越的自然资源和良好的制种条件，建成了国内领先水平的全自动、标准化玉米种子加工线8条。研发方面，公司依托敦煌种业研究院，建成覆盖全国玉米主产区的“一院六站”商业化育种体系，建立了1900m²的标准化种质资源库，玉米种质资源保存数量达9.85万份。2023年，种子产业实现营业收入8.76亿元，较上年同期增长18.29%；实现净利润1.26亿元，较上年同期增长9.59%。

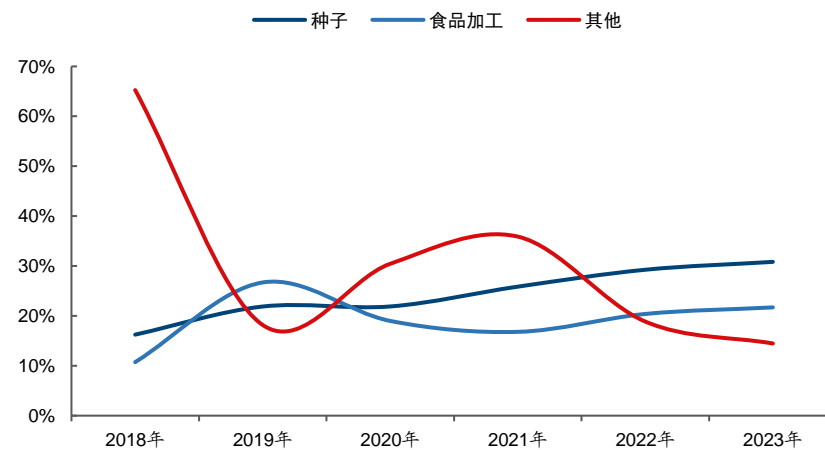
另外，公司在做大做强种子产业基础上，立足甘肃特色农产品资源优势，大力发展番茄酱、番茄粉、脱水菜、啤酒花等农副产品加工业务，其中脱水菜、番茄粉产品主要以出口为主，高原夏菜主要销往粤港澳大湾区和长三角地区，贸易类农副产品主要面向国内企业进行交易。2022年，公司食品与贸易产业实现营业收入2.00亿元，较上年同期增长26.05%，实现净利润1121.68万元。

图：敦煌种业收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：敦煌种业主要业务毛利率情况



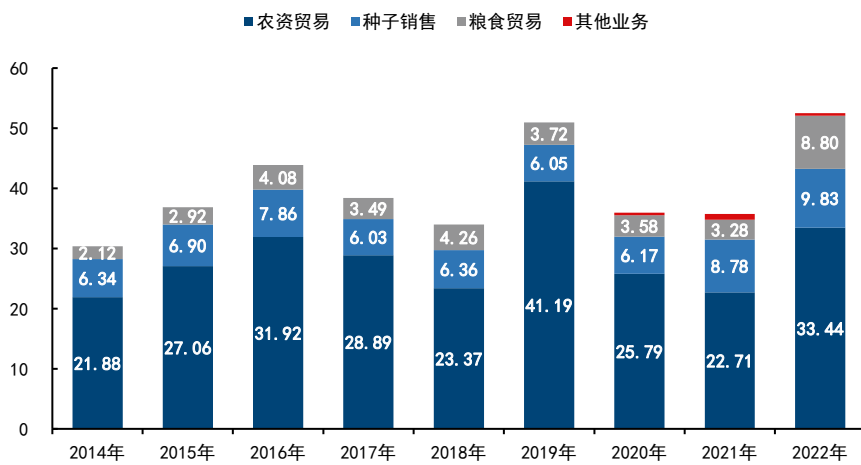
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

农发种业：中国农发成员企业，聚焦小麦、两杂种子

公司核心主营业务为农作物种子业务，控股股东为中国农业发展集团有限公司，是中国农业发展集团旗下的重要成员企业之一。公司种业板块核心产品为小麦、玉米和水稻种子，其中小麦种子2022年实现收入5.0亿元，销售位于全国前列，拥有泛麦、扬麦、洛麦三大品种系列，扬麦系列享有“南方麦王”美誉，泛麦8号既是黄淮海的主导品种，又是酿酒制曲的优质专用品种；玉米种子随着中垦玉22、中天308、潞玉1525、汉玉919等一批新品种持续推出，在玉米主产区已突显较强的后发优势；稻种在常规籼稻种子领域经营规模领先，杂交早稻在南方双季稻区优势突出，两优152、荃优325、扬粳糯2号、虾稻1号等品种近年加快推广，有力支撑业务稳健发展。研发方面，公司拥有一支学历梯度合理的研发团队，北京研发总部下设大生态测试、常规育种、分子育种、生物信息、航天育种五个科研平台，设立了山西潞玉、湖北禾盛、河南地神、扬州现代等多个种业研究院，未来有望支撑业务可持续发展。

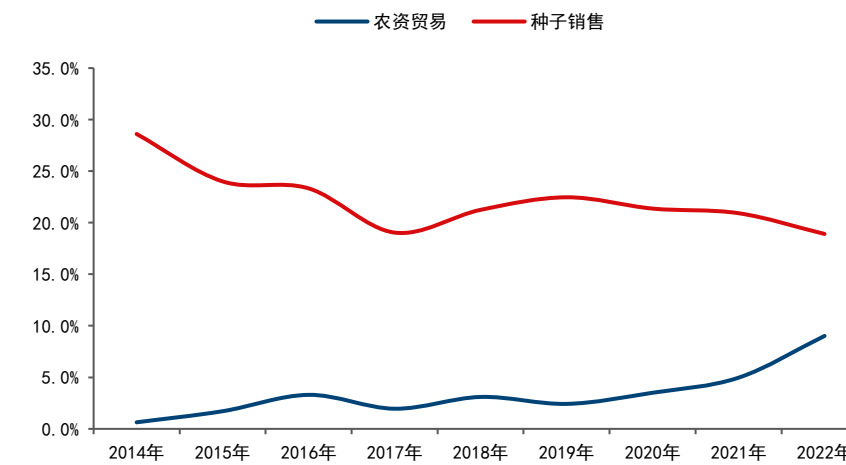
另外公司在农化业务也有布局。公司化肥业务所属华垦公司是国家赋予化肥进口和国内经营权的四大主渠道之一，在引进绿色高效的国际肥料产品方面拥有良好的资源整合优势；农药业务所属河南农化是国内领先的酰胺类除草剂原药及中间体生产企业，具有成熟的甲苯硝化-中间体-农药原药产业链条优势及区域原料优势。

图：农发种业收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：农发种业主要业务毛利率情况

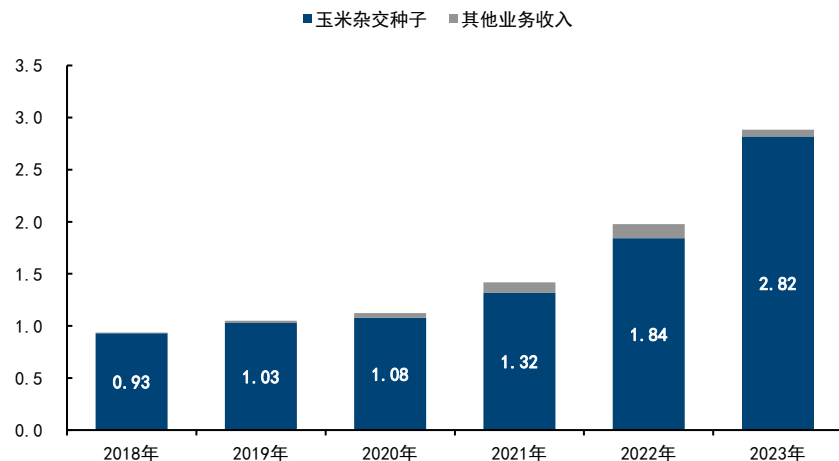


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

康农种业：立足西南、华中区域的玉米种子企业

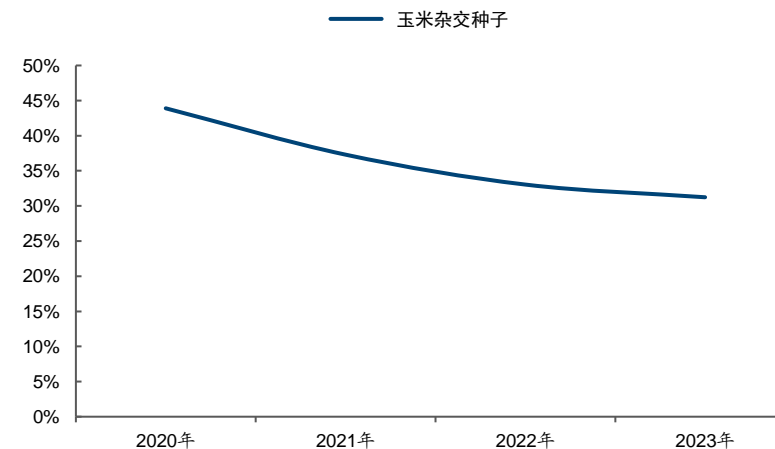
公司立足西南产区，主营玉米种子。公司于2007年9月成立，主营杂交玉米种子销售，业务涉及育种、制种、加工和推广销售主要环节，拥有富农玉6号、康农2号、康农玉007、康农玉999等多个优秀玉米品种。公司起步于西南区域，近年正积极拓展华中区域，2023年公司西南地区收入为1.19亿元，同比+8.02%；华中区域收入1.02亿元，同比+56.92%。2023年，公司康农玉868、康农玉8009和豫单883等新品种市场推广情况良好，正支撑总体销售规模维持扩张。在转基因玉米布局方面，公司具备一定先发优势，自有品种“康农20065KK”已通过国审，未来有望受益国内转基因玉米换代浪潮。

图：康农种业收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：康农种业主要业务毛利率情况



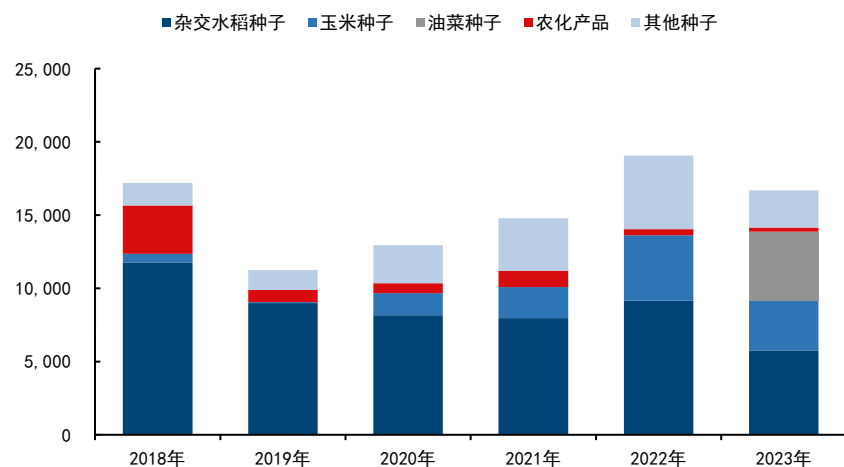
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

神农种业：聚焦水稻育繁推，制种体系完备

公司主营产品为水稻及玉米种子。公司于2000年12月29日注册成立，在湖南、重庆、贵州和福建拥有四家核心子公司，覆盖华东、华中、西南等水稻主产区，在海南省和各区域子公司建有稳定的育种基地。公司核心业务为杂交水稻种子的选育、制种、销售和技术服务，2023年杂交水稻种子收入为5763.92万元，拥有兆优5431、Q优12、神农优452、神农优228等众多优质品种。同时公司在玉米、油菜、蔬菜等作物种子领域也有布局，2022年玉米种子收入为3407万元、油菜种子收入为4695.34万元。

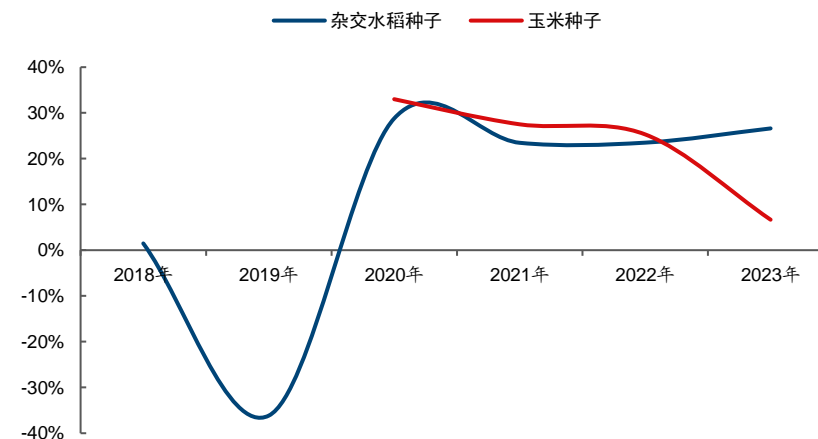
水稻制种具备体系、区位双重优势。一方面，公司研究构建的G3杂交水稻智能育种技术体系，克服了目前“三系”配组不自由、资源利用率低，“两系”育性受环境影响大、质量风险突出等缺陷，进一步发掘水稻杂种优势利用潜力，实现杂交水稻制种的全程机械化；另一方面，公司在海南省拥有稳定育种基地，得天独厚的区位优势有利于加快种子选育进程，提高育种能力，有利于种质资源的收集和技术研发的应用和交流。

图：神农种业收入结构情况（单位：万元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：神农种业主要业务毛利率情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

一、**恶劣天气带来的不确定性风险。**农业的种植企业直接从事农业种植生产，种子也需要种植才制种。如果发生恶劣天气，可能造成上市公司产品损毁，造成公司损失。

二、**不可控的动物疫情引发的潜在风险。**农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成公司严重损失，进而引发饲料需求低于预期，农产品价格涨幅低于预期。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032