

## 荃银高科 (300087.SZ)

优于大市

## 2024 年报及 2025 一季报点评：毛利率下降，减值计提增加，公司盈利承压

## 核心观点

**毛利率下降，减值计提增加，归母净利润同比下滑。**公司 2024 年实现营业收入 47.09 亿元，同比+14.77%，主要得益于订单粮食、种子业务收入增长；实现归属于母公司所有者的净利润 1.14 亿元，同比-58.23%，盈利下滑明显的原因一方面系公司主业毛利率下滑，另一方面系公司减值计提增加，其中资产减值损失增加约 1.1 亿元，信用减值损失增加约 0.8 亿元。分季度来看，公司 2025Q1 实现营业收入 8.35 亿元，同比+24.13%，主要得益于订单粮食及出口业务收入增长；实现归属于母公司所有者的净利润 0.02 亿元，同比-87.62%，主要受种子业务毛利率下滑影响。

**玉米种子量利齐增，水稻种子毛利率下降。**2024 年公司水稻种子实现营业收入 18.58 亿元，同比+5.67%，实现毛利 7.40 亿元，同比-1.73%，对应毛利率为 39.81%，同比-3.00pct；玉米种子实现营业收入 5.89 亿元，同比+20.43%，实现毛利 1.95 亿元，同比+57.89%，对应毛利率为 33.15%，同比+7.87pct。公司报告期内继续推进种粮一体化发展，订单粮食业务收入同比+44.54%至 10.22 亿元，毛利率同比-3.33pct 至 1.56%。

**费用率较为平稳，净利率短期承压。**公司 2025Q1 销售毛利率 13.48%，同比-6.26pct；销售净利率-2.02%，同比-4.51pct，原因系行业竞争加剧，公司种子业务毛利率承压。公司 2025Q1 销售费用率 7.10%（同比-1.36pct），管理费用率 6.25%（同比-0.07pct），研发费用率 1.79%（同比-0.72pct），财务费用率 1.21%（同比-0.68pct）。

**资产周转维持平稳，经营现金流短期承压。**2025Q1 公司经营性现金流净额-7.77 亿元，其占营业收入比例为-93.00%（同比+1.10pct）。在主要流动资产周转方面，2025Q1 公司存货天数达 360 天（同比-2.56%），应收账款周转天数达 69 天（同比+12.66%）。

**风险提示：**恶劣天气带来的制种风险，新品种推广表现不及预期风险，转基因商业化进度不及预期风险。

**投资建议：**公司水稻种子业务国内领先，玉米种子业务快速拓展，中长期有望背靠先正达在转基因玉米和订单农业领域不断突破。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.0/2.4/2.7 亿元，2025-2027 年每股收益为 0.21/0.25/0.29 元。我们认为公司股票合理估值区间在 10.4-11.4 元之间，相较当前股价约 10-20%溢价，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2023  | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 4,103 | 4,709  | 5,076 | 5,502 | 6,005 |
| (+/-%)       | 17.5% | 14.8%  | 7.8%  | 8.4%  | 9.1%  |
| 净利润(百万元)     | 274   | 114    | 202   | 240   | 272   |
| (+/-%)       | 17.4% | -58.2% | 76.8% | 18.7% | 13.5% |
| 每股收益(元)      | 0.29  | 0.12   | 0.21  | 0.25  | 0.29  |
| EBIT Margin  | 9.3%  | 8.6%   | 7.7%  | 8.2%  | 8.7%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.1% | 5.8%   | 9.6%  | 10.5% | 11.0% |
| 市盈率 (PE)     | 32.1  | 76.8   | 43.4  | 36.6  | 32.2  |
| EV/EBITDA    | 27.1  | 26.6   | 29.9  | 27.0  | 24.2  |
| 市净率 (PB)     | 4.51  | 4.46   | 4.16  | 3.85  | 3.56  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

## 农林牧渔·种植业

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

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

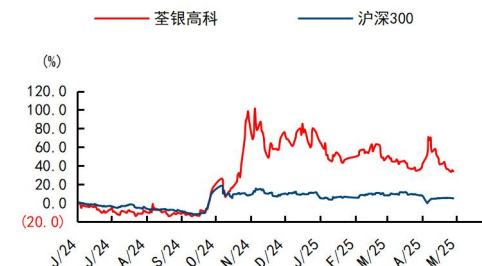
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

## 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        | 10.40 - 11.40 元 |
| 收盘价         | 9.19 元          |
| 总市值/流通市值    | 8706/8213 百万元   |
| 52 周最高价/最低价 | 14.77/5.83 元    |
| 近 3 个月日均成交额 | 437.25 百万元      |

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

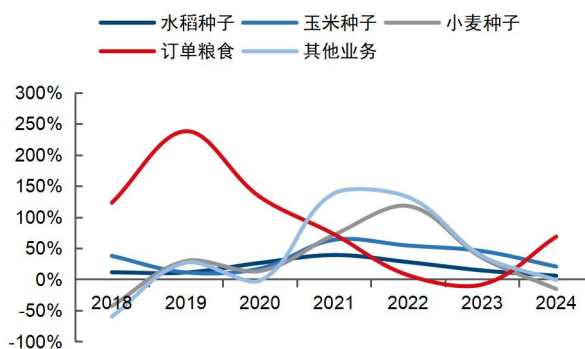
**先正达种业板块重要成员，转基因育种、订单农业稳步推进。**公司主要从事水稻、玉米、小麦等主要农作物种子的研发、繁育、推广、服务业务，主要产品包括杂交水稻、杂交玉米、小麦、棉花、瓜菜、油菜等农作物种子，销售区域覆盖华中、华东、华南等国内主要农作物种植区域及东南亚、南亚、非洲等境外地区。公司作为先正达种业板块的重要成员，正积极与其开展生物育种技术方面研发与合作并有序推动生物育种等领域产业化应用，未来有望受益转基因玉米商业化落地。另外，公司还与中化现代农业在 MAP 业务方面深入合作，以定制化种植方案向种植户提供种、药、肥一体化供应及粮食收储等产前、产中、产后服务工作。

图1：荃银高科营业收入构成（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：荃银高科主要业务增速情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

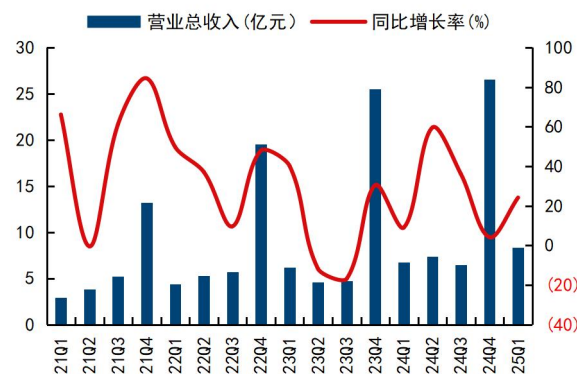
**毛利率下降，减值计提增加，归母净利润同比下滑。**公司 2024 年实现营业收入 47.09 亿元，同比+14.77%，主要得益于订单粮食以及种子业务的收入增长；实现归属于母公司所有者的净利润 1.14 亿元，同比-58.23%，盈利下滑明显的原因一方面系公司主业毛利率下滑，另一方面系公司减值计提增加，其中资产减值损失增加约 1.1 亿元，信用减值损失增加约 0.8 亿元。分季度来看，公司 2025Q1 实现营业收入 8.35 亿元，同比+24.13%，主要得益于订单粮食及出口业务收入增长；实现归属于母公司所有者的净利润 0.02 亿元，同比-87.62%，主要受种子业务毛利率下滑影响。

图3：荃银高科营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：荃银高科单季营业收入及增速



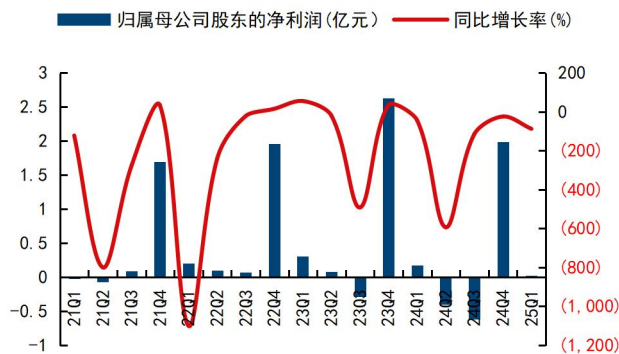
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 荃银高科归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

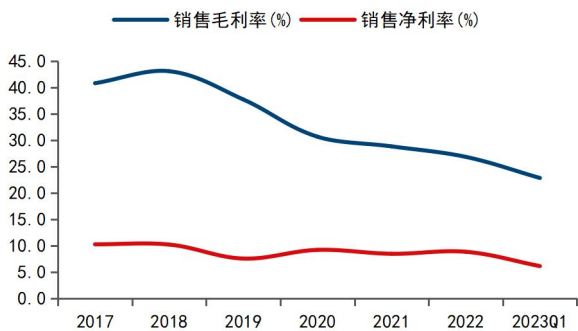
图6: 荃银高科单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

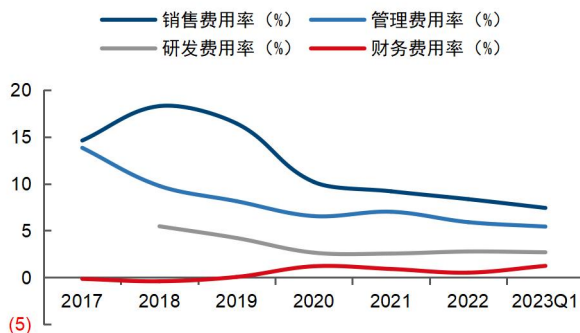
**费用率较为平稳，净利率短期承压。**公司 2025Q1 销售毛利率 13.48%，同比-6.26pct；销售净利率-2.02%，同比-4.51pct，原因系行业竞争加剧，公司种子业务毛利率承压。公司 2025Q1 销售费用率 7.10%（同比-1.36pct），管理费用率 6.25%（同比-0.07pct），研发费用率 1.79%（同比-0.72pct），财务费用率 1.21%（同比-0.68pct）。资产周转维持平稳，经营现金流短期承压。2025Q1 公司经营性现金流净额-7.77 亿元，其占营业收入比例为-93.00%（同比+1.10pct）。在主要流动资产周转方面，2025Q1 公司存货天数达 360 天（同比-2.56%），应收账款周转天数达 69 天（同比+12.66%）。

图7: 荃银高科毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

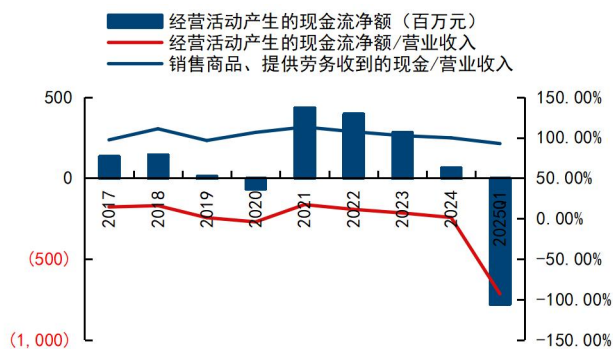
图8: 荃银高科三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

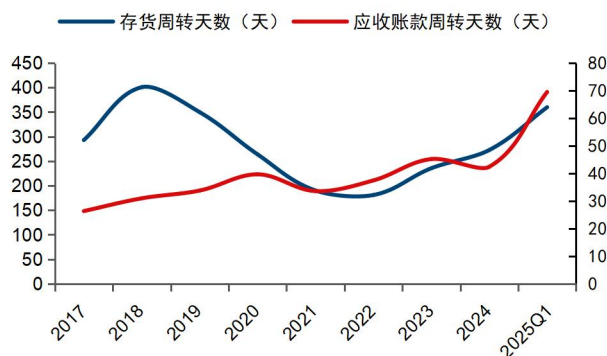
**资产周转维持平稳，经营现金流短期承压。**2025Q1 公司经营性现金流净额-7.77 亿元，其占营业收入比例为-93.00%（同比+1.10pct）。在主要流动资产周转方面，2025Q1 公司存货天数达 360 天（同比-2.56%），应收账款周转天数达 69 天（同比+12.66%）。

图9：荃银高科经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：荃银高科主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**水稻种子：**销量方面，公司育种实力处于行业领先水平，有望凭借品种优势持续拓展国内外业务。毛利率方面，粮价景气筑底反弹，行业种子库存消化，有望带动种子毛利率改善。综合上述分析，我们预计公司水稻种子业务 2025-2027 年营业收入分别为 19.5/21.0/22.9 亿元，同比+5.0%/7.5%/9.0%；2025-2027 年毛利率预计分别为 39.50%/40.0%/41.0%。

**玉米种子：**销量方面，公司背靠先正达，并加强与中国农科院合作，优良品种选育持续突破，转基因玉米布局领先，未来有望充分受益国内转基因玉米商业化渗透。价格方面，行业供给过剩预计带来短期压力，但后续受转基因玉米品种推广影响，毛利率中枢有望上移。综合上述分析，我们预计 2025-2027 年公司玉米种子业务营收分别为 6.5/7.5/8.9 亿元，同比+10.0%/15.0%/20.0%；2025-2027 年毛利率预计分别为 32.0%/33.0%/34.0%。

**订单粮食：**公司实施“品种+品牌+资本”经营模式，推进种粮一体化发展，业务规模有望维持扩张。我们预计 2025-2027 年公司订单粮食业务营收分别为 11.8/12.9/13.9 亿元，毛利率预计分别为 1.5%/1.5%/1.5%。

其他业务规模相对较小，我们参考历史增速及盈利表现，最终预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 50.8/55.0/60.1 亿元，同比+7.8%/8.4%/9.1%，毛利率分别为 24.0%/24.5%/25.3%，对应毛利分别为 12.2/13.5/15.2 亿元。

表1: 荃银高科业务拆分

|             | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>水稻种子</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入（亿元）      | 1540.12 | 1758.46 | 1858.12 | 1951.03 | 2097.35 | 2286.12 |
| 增速          | 27.64%  | 14.18%  | 5.67%   | 5.00%   | 7.50%   | 9.00%   |
| 毛利（亿元）      | 666.52  | 752.65  | 739.64  | 770.66  | 838.94  | 937.31  |
| 毛利率         | 43.28%  | 42.80%  | 39.81%  | 39.50%  | 40.00%  | 41.00%  |
| <b>玉米种子</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入（亿元）      | 336.76  | 489.34  | 589.33  | 648.27  | 745.51  | 894.61  |
| 增速          | 54.25%  | 45.31%  | 20.43%  | 10.00%  | 15.00%  | 20.00%  |
| 毛利（亿元）      | 110.11  | 123.74  | 195.38  | 207.45  | 246.02  | 304.17  |
| 毛利率         | 32.70%  | 25.29%  | 33.15%  | 32.00%  | 33.00%  | 34.00%  |
| <b>订单粮食</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入（亿元）      | 772.14  | 707.07  | 1022.00 | 1175.30 | 1292.83 | 1389.79 |
| 增速          | 6.63%   | -8.43%  | 44.54%  | 15.00%  | 10.00%  | 7.50%   |
| 毛利（亿元）      | 46.53   | 34.61   | 15.95   | 17.63   | 19.39   | 20.85   |
| 毛利率         | 6.03%   | 4.89%   | 1.56%   | 1.50%   | 1.50%   | 1.50%   |
| <b>合计</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 营业总收入（亿元）   | 3490.54 | 4102.90 | 4708.99 | 5076.11 | 5502.28 | 6005.44 |
| 增速          | 38.47%  | 17.54%  | 14.77%  | 7.80%   | 8.40%   | 9.14%   |
| 毛利（亿元）      | 936.73  | 1104.02 | 1177.49 | 1221.16 | 1345.12 | 1519.40 |
| 毛利率         | 26.84%  | 26.91%  | 25.01%  | 24.06%  | 24.45%  | 25.30%  |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

表2: 未来 3 年盈利预测表

|           | 2024  | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入      | 4709  | 5076  | 5502   | 6005   |
| 营业成本      | 3532  | 3855  | 4157   | 4522   |
| 销售费用      | 376   | 426   | 462    | 496    |
| 管理费用      | 247   | 244   | 257    | 277    |
| 研发费用      | 136   | 148   | 163    | 175    |
| 财务费用      | 47    | 44    | 42     | 43     |
| 营业利润      | 171   | 287   | 342    | 393    |
| 利润总额      | 172   | 297   | 354    | 404    |
| 归属于母公司净利润 | 114   | 202   | 240    | 272    |
| EPS       | 0.12  | 0.21  | 0.25   | 0.29   |
| ROE       | 5.81% | 9.58% | 10.53% | 11.03% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.0/2.4/2.7 亿元, 利润增速为+76.8%/+18.7%/+13.5%, EPS 为 0.21/0.25/0.29 元。

## 盈利预测的敏感性分析

表3: 情景分析（乐观、中性、悲观）

|              | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>乐观预测</b>  |       |        |        |       |       |
| 营业收入(百万元)    | 4,103 | 4,709  | 5,094  | 5,544 | 6,076 |
| (+/-%)       | 17.5% | 14.8%  | 8.2%   | 8.8%  | 9.6%  |
| 净利润(百万元)     | 274   | 114    | 364    | 419   | 471   |
| (+/-%)       | 17.4% | -58.2% | 218.4% | 15.0% | 12.4% |
| 摊薄 EPS       | 0.29  | 0.12   | 0.38   | 0.44  | 0.50  |
| <b>中性预测</b>  |       |        |        |       |       |
| 营业收入(百万元)    | 4,103 | 4,709  | 5,076  | 5,502 | 6,005 |
| (+/-%)       | 17.5% | 14.8%  | 7.8%   | 8.4%  | 9.1%  |
| 净利润(百万元)     | 274   | 114    | 202    | 240   | 272   |
| (+/-%)       | 17.4% | -58.2% | 76.8%  | 18.7% | 13.5% |
| 摊薄 EPS(元)    | 0.29  | 0.12   | 0.21   | 0.25  | 0.29  |
| <b>悲观的预测</b> |       |        |        |       |       |
| 营业收入(百万元)    | 4,103 | 4,709  | 5,058  | 5,461 | 5,936 |
| (+/-%)       | 17.5% | 14.8%  | 7.4%   | 8.0%  | 8.7%  |
| 净利润(百万元)     | 274   | 114    | 42     | 64    | 79    |
| (+/-%)       | 17.4% | -58.2% | -63.7% | 53.5% | 23.2% |
| 摊薄 EPS       | 0.29  | 0.12   | 0.04   | 0.07  | 0.08  |
| 总股本(百万股)     | 947   | 947    | 947    | 947   | 947   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 10.4-11.4 元，给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：10.4-11.4 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表4：公司盈利预测假设条件（%）

|             | 2022   | 2023   | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2029E  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率     | 38.47% | 17.54% | 14.77%  | 7.80%  | 8.40%  | 9.14%  | 10.00% | 10.00% |
| 营业成本/营业收入   | 73.16% | 73.09% | 74.99%  | 75.94% | 75.55% | 75.30% | 74.80% | 74.30% |
| 管理费用/营业收入   | 4.97%  | 4.52%  | 4.21%   | 4.57%  | 4.43%  | 4.41%  | 4.36%  | 4.31%  |
| 研发费用/销售收入   | 2.77%  | 3.07%  | 2.89%   | 2.91%  | 2.96%  | 2.92%  | 2.87%  | 2.82%  |
| 销售费用/销售收入   | 8.35%  | 8.82%  | 7.99%   | 8.39%  | 8.40%  | 8.26%  | 8.21%  | 8.16%  |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.22%  | 0.22%  | 0.24%   | 0.23%  | 0.23%  | 0.23%  | 0.23%  | 0.23%  |
| 所得税税率       | 0.02%  | -0.49% | 2.20%   | 0.58%  | 0.76%  | 1.18%  | 0.84%  | 0.93%  |
| 股利分配比率      | 43.08% | 48.19% | 161.96% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表5：资本成本假设

|             |       |             |        |
|-------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta    | 1.1   | T           | 0.58%  |
| 无风险利率       | 2.25% | Ka          | 8.58%  |
| 股票风险溢价      | 5.75% | 有杠杆 Beta    | 1.40   |
| 公司股价（元）     | 9.27  | Ke          | 10.32% |
| 发行在外股数（百万）  | 947   | E/(D+E)     | 78.27% |
| 股票市值（E，百万元） | 8782  | D/(D+E)     | 21.73% |
| 债务总额（D，百万元） | 2437  | WACC        | 9.22%  |
| Kd          | 5.30% | 永续增长率（10年后） | 2%     |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 10.4-11.4 元/股。

表6：荃银高科 FCFF 预测表

|                | 2025E    | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2029E   |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT           | 391.6    | 450.9   | 520.6   | 617.0   | 727.1   |
| 所得税税率          | 0.58%    | 0.76%   | 1.18%   | 0.84%   | 0.93%   |
| EBIT*(1-所得税税率) | 389.3    | 447.5   | 514.5   | 611.8   | 720.4   |
| 折旧与摊销          | 98.9     | 114.6   | 127.8   | 141.7   | 155.7   |
| 营运资金的净变动       | 455.7    | (117.9) | (152.4) | 27.8    | (138.8) |
| 资本性投资          | (208.1)  | (214.7) | (211.4) | (213.0) | (212.2) |
| FCFF           | 735.8    | 229.5   | 278.5   | 568.3   | 525.0   |
| PV(FCFF)       | 673.7    | 192.4   | 213.7   | 399.3   | 337.8   |
| 核心企业价值         | 11,669.7 |         |         |         |         |
| 减：净债务          | 1,336.7  |         |         |         |         |
| 股票价值           | 10,333.0 |         |         |         |         |
| 每股价值           | 10.91    |         |         |         |         |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

|         |      | WACC 变化 |       |       |       |       |
|---------|------|---------|-------|-------|-------|-------|
|         |      | 8.9%    | 9.1%  | 9.22% | 9.4%  | 9.5%  |
| 永续增长率变化 | 2.3% | 11.96   | 11.61 | 11.27 | 10.95 | 10.65 |
|         | 2.2% | 11.75   | 11.41 | 11.09 | 10.78 | 10.48 |
|         | 2.0% | 11.55   | 11.22 | 10.91 | 10.61 | 10.32 |
|         | 1.9% | 11.36   | 11.04 | 10.74 | 10.44 | 10.16 |
|         | 1.7% | 11.18   | 10.87 | 10.57 | 10.29 | 10.01 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

## 相对估值：10.5-11.1 元

我们预计荃银高科 2025-2027 年 EPS 分别为 0.21/0.25/0.29 元，选取公司同行业公司温氏股份进行比较，采用 PE 法估值：

**隆平高科：**国内玉米、水稻种子双龙头，两杂种子销售收入均位列国内首位，旗下拥有裕丰 303、中科玉 505 等领先杂交玉米品种以及晶两优华占等领先杂交水稻品种。

**登海种业：**公司主要收入来自玉米种子销售，在实控人李登海带领下，历经近 50 年的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。

公司背靠先正达，杂交水稻种子销售规模行业领先；杂交玉米种子业务快速增长，但规模及研发积淀较隆平高科、登海种业尚有差距。我们保守给予公司 49-52 倍 PE，对应 2025 年的股价区间为 10.46-11.10 元。

表8：荃银高科同类公司估值比较

| 代码        | 简称   | 收盘价<br>(4月30日) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | 主要业务                  |
|-----------|------|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|
|           |      |                | 2025E   | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |                       |
| 300087.SZ | 荃银高科 | 9.19           | 0.21    | 0.25  | 0.29  | 43    | 36    | 32    | 玉米、水稻等主要农作物种子；订单粮食业务等 |
| 000998.SZ | 隆平高科 | 10.11          | 0.15    | 0.36  | 0.48  | 67    | 28    | 21    | 玉米、水稻等主要农作物种子         |
| 002041.SZ | 登海种业 | 10.14          | 0.13    | 0.16  | 0.20  | 78    | 63    | 51    | 玉米等主要农作物种子            |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所

**投资建议：**公司水稻种子业务国内领先，玉米种子业务快速拓展，中长期有望背靠先正达在转基因玉米和订单农业领域不断突破。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.0/2.4/2.7 亿元，2025-2027 年每股收益为 0.21/0.25/0.29 元。我们认为公司股票合理估值区间在 10.4-11.4 元之间，相较当前股价约 10-20%溢价，维持“优于大市”评级。

## 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在10.4-11.4元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

**由于给予先正达支持下的研发和资源赋能较多考量,我们对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,如果后续新品种研发及推广进度不及预期,可能导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;**

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.3%、风险溢价5.8%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

**相对估值方面:相对估值时我们保守给予公司一定估值溢价,但假如后续新品推广效果不及预期,相关业务赋能未有效兑现,可能导致公司业绩增长不及预期,可能会造成估值进一步下修的风险。**

## 盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,加入了很多个人的判断:

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长7.8%/8.4%/9.1%,其受到我们对公司玉米及水稻种子业务推广预期的影响较大,可能存在对新季销售过于乐观,进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为24.0%/24.5%/25.3%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

## 恶劣天气带来的制种风险

恶劣天气将直接对制种量造成较大影响,可能导致公司的收入和成本承压。

## 新品种推广不及预期的风险

近年两杂种子市场竞争激烈,如果公司新品种推广不及预期,可能导致公司业绩表现不佳。

## 转基因商业化进度不及预期的风险

如果转基因商业化进度不及预期,则公司转基因业务带来的业绩增量兑现将不及预期,造成公司业绩增速下滑。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2023        | 2024        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表（百万元）          | 2023        | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 1531        | 1600        | 2748         | 3002         | 3318         | 营业收入              | 4103        | 4709         | 5076         | 5502         | 6005         |
| 应收款项             | 585         | 617         | 704          | 756          | 815          | 营业成本              | 2999        | 3532         | 3855         | 4157         | 4522         |
| 存货净额             | 2358        | 2989        | 2873         | 3278         | 3573         | 营业税金及附加           | 9           | 11           | 12           | 13           | 14           |
| 其他流动资产           | 514         | 672         | 578          | 700          | 768          | 销售费用              | 362         | 376          | 426          | 462          | 496          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5025</b> | <b>5914</b> | <b>6938</b>  | <b>7773</b>  | <b>8511</b>  | 管理费用              | 226         | 247          | 244          | 257          | 277          |
| 固定资产             | 545         | 646         | 661          | 695          | 701          | 研发费用              | 126         | 136          | 148          | 163          | 175          |
| 无形资产及其他          | 297         | 314         | 303          | 291          | 279          | 财务费用              | 29          | 47           | 44           | 42           | 43           |
| 投资性房地产           | 813         | 747         | 747          | 747          | 747          | 投资收益              | 6           | 3            | 7            | 5            | 5            |
| 长期股权投资           | 30          | 32          | 42           | 46           | 52           | 资产减值及公允价值变动       | (20)        | (130)        | (67)         | (72)         | (90)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>6710</b> | <b>7652</b> | <b>8691</b>  | <b>9552</b>  | <b>10289</b> | 其他收入              | (109)       | (198)        | (148)        | (163)        | (175)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 826         | 1761        | 1898         | 2058         | 2246         | 营业利润              | 355         | 171          | 287          | 342          | 393          |
| 应付款项             | 1270        | 1489        | 1371         | 1655         | 1765         | 营业外净收支            | 7           | 1            | 10           | 12           | 11           |
| 其他流动负债           | 1265        | 1157        | 1445         | 1547         | 1615         | <b>利润总额</b>       | <b>362</b>  | <b>172</b>   | <b>297</b>   | <b>354</b>   | <b>404</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3362</b> | <b>4407</b> | <b>4715</b>  | <b>5261</b>  | <b>5626</b>  | 所得税费用             | (2)         | 4            | 2            | 3            | 5            |
| 长期借款及应付债券        | 364         | 139         | 539          | 539          | 539          | 少数股东损益            | 90          | 54           | 93           | 111          | 127          |
| 其他长期负债           | 401         | 484         | 608          | 678          | 770          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>274</b>  | <b>114</b>   | <b>202</b>   | <b>240</b>   | <b>272</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>766</b>  | <b>623</b>  | <b>1147</b>  | <b>1217</b>  | <b>1309</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>4127</b> | <b>5030</b> | <b>5862</b>  | <b>6478</b>  | <b>6935</b>  | 净利润               | 274         | 114          | 202          | 240          | 272          |
| 少数股东权益           | 633         | 653         | 719          | 796          | 885          | 资产减值准备            | (31)        | 188          | 38           | 6            | 0            |
| 股东权益             | 1949        | 1969        | 2110         | 2278         | 2469         | 折旧摊销              | 95          | 112          | 99           | 115          | 128          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6710</b> | <b>7652</b> | <b>8691</b>  | <b>9552</b>  | <b>10289</b> | 公允价值变动损失          | 20          | 130          | 67           | 72           | 90           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 财务费用              | 29          | 47           | 44           | 42           | 43           |
| 每股收益             | 0.29        | 0.12        | 0.21         | 0.25         | 0.29         | 营运资本变动            | (294)       | (373)        | 456          | (118)        | (152)        |
| 每股红利             | 0.14        | 0.20        | 0.06         | 0.08         | 0.09         | 其它                | 78          | (221)        | 27           | 72           | 89           |
| 每股净资产            | 2.06        | 2.08        | 2.23         | 2.41         | 2.61         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>141</b>  | <b>(51)</b>  | <b>889</b>   | <b>387</b>   | <b>426</b>   |
| ROIC             | 11.64%      | 9.78%       | 8%           | 10%          | 10%          | 资本开支              | 0           | (222)        | (208)        | (215)        | (211)        |
| ROE              | 14.05%      | 5.81%       | 9.58%        | 10.53%       | 11.03%       | 其它投资现金流           | (16)        | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 27%         | 25%         | 24%          | 24%          | 25%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(18)</b> | <b>(223)</b> | <b>(218)</b> | <b>(219)</b> | <b>(217)</b> |
| EBIT Margin      | 9%          | 9%          | 8%           | 8%           | 9%           | 权益性融资             | (3)         | 9            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 12%         | 11%         | 10%          | 10%          | 11%          | 负债净变化             | 215         | (225)        | 200          | 0            | 0            |
| 收入增长             | 18%         | 15%         | 8%           | 8%           | 9%           | 支付股利、利息           | (132)       | (185)        | (61)         | (72)         | (82)         |
| 净利润增长率           | 17%         | -58%        | 77%          | 19%          | 14%          | 其它融资现金流           | (110)       | 1155         | 137          | 159          | 188          |
| 资产负债率            | 71%         | 74%         | 76%          | 76%          | 76%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>53</b>   | <b>343</b>   | <b>477</b>   | <b>87</b>    | <b>106</b>   |
| 股息率              | 1.5%        | 2.1%        | 0.7%         | 0.8%         | 0.9%         | <b>现金净变动</b>      | <b>175</b>  | <b>69</b>    | <b>1147</b>  | <b>255</b>   | <b>316</b>   |
| P/E              | 32.1        | 76.8        | 43.4         | 36.6         | 32.2         | 货币资金的期初余额         | 1355        | 1531         | 1600         | 2748         | 3002         |
| P/B              | 4.5         | 4.5         | 4.2          | 3.9          | 3.6          | 货币资金的期末余额         | 1531        | 1600         | 2748         | 3002         | 3318         |
| EV/EBITDA        | 27.1        | 26.6        | 29.9         | 27.0         | 24.2         | 企业自由现金流           | 0           | (86)         | 736          | 230          | 278          |
|                  |             |             |              |              |              | 权益自由现金流           | 0           | 844          | 1029         | 347          | 424          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

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。

### 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.CSI）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<br>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 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 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门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所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 层

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