

2025年06月20日

康农种业(837403.BJ)

投资评级：增持（首次）

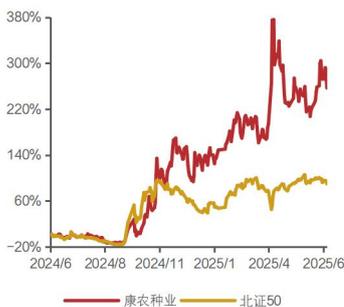
——保持西南地区优势，黄淮海地区大单品放量打造第二增长曲线

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年06月19日

收盘价(元)	23.57
一年内最高/最低(元)	55.97/7.96
总市值(百万元)	2,341.94
流通市值(百万元)	1,367.63
总股本(百万股)	99.36
资产负债率(%)	43.51
每股净资产(元/股)	6.86

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **深耕西南区域，开拓市场迈向全国。**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、生产和销售的企业。公司是农业产业化国家重点龙头企业、中国种业信用骨干企业、湖北省专精特新“小巨人”企业，同时被认定为国家玉米种子补短板阵型企业。管理层拥有深厚的种业一线运营经验与专业的科研能力，董事、总经理兼首席专家彭绪冰先生为正高职高级农艺师，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等。公司黄淮海夏播区市场拓展情况良好，2024年产品销量较2023年大幅增加，带动2024年营收同比增长。
- **粮食价格缓慢回升，转基因有望扩面提速。**参考先正达招股说明书，2021年全球种子行业CR5为52%，而国内种企数量较多且以中小企业为主，2021年CR5约为17%，而生物育种产业化有望推动集中度的提升。国内转基因品种审定已公示三批共计161个玉米品种，商业化应用正在加速。康农种业直接选育的转基因品种康农20065KK已通过审定，2025年已落实示范种植，计划未来有序扩大生产规模以加速市场推广。2025年以来，截至6月11日，国内玉米/大豆/小麦均价分别变动+13.1%/-0.2%/+1.4%，中国大豆进口依赖度较高，贸易政策不确定性或对粮价形成刺激。展望未来，粮价上行有望与转基因推广形成共振。
- **西南地区稳扎稳打，拓展黄淮海市场成效显著。**自成立以来深耕于西南地区，西南市场占有率较高，2021年在传统优势区域的市场占有率达到4.84%，2022年提升至5.97%。2024年大单品康农玉8009推广面积快速增长，带动黄淮海地区收入增长，该品种是由稀植大穗向密植中穗方向发展的代表性品种，在业界反响良好、呼声颇高。公司创新进行品种迭代，构筑核心技术壁垒，并深耕销售渠道和服务，我们看好公司持续拓展销售区域的能力。
- **未来发展计划：市场拓展方面，**在西南区域通过两年的时间实现了品种迭代，康农玉999等一系列的新品种已布局好销售网络，2025年在西南或将试行大单品计划；在黄淮海区域的多个新品种已进入审定阶段，该类品种的赛道与康农玉8009不存在重叠，拟通过细分品种赛道形成互补型产品组合，全面提升在黄淮海玉米主产区的市场竞争力；在东北区域吉农玉198和桦单568均表现出了良好的抗病性，吉农玉198经过调整种植模式后，有望在2025-2026年度为公司业绩提供支撑。**转基因品种布局方面，**西南市场作为公司传统优势区域，现有品种已进入示范制种阶段，计划进一步深耕该区域市场；同时正积极推进黄淮海、东华北两大主产区转基因品种的区域试验工作。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润为0.93、1.14和1.39亿元，对应PE为25.2、20.5、16.8倍。我们选取荃银高科、隆平高科、登海种业、秋乐种业作为可比公司，可比公司2025PE均值为47.0X。公司在传统西南优势区保持较高市占率，黄淮海地区拓展成效显著，我们看好其全国化布局的能力，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：经销商管理风险、品种迭代风险、存货减值风险。**

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	288	337	431	553	687
同比增长率(%)	45.85%	16.80%	28.16%	28.19%	24.27%
归母净利润(百万元)	53	83	93	114	139
同比增长率(%)	28.73%	55.21%	12.39%	22.79%	22.03%
每股收益(元/股)	0.54	0.83	0.93	1.15	1.40
ROE(%)	19.58%	16.94%	16.47%	17.38%	18.13%
市盈率(P/E)	44.01	28.35	25.23	20.54	16.84

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.93、1.14 和 1.39 亿元，对应 PE 为 25.2、20.5、16.8 倍。我们选取荃银高科、隆平高科、登海种业、秋乐种业作为可比公司，可比公司 2025PE 均值为 47.0X。公司在传统西南优势区保持较高市占率，黄淮海地区拓展成效显著，我们看好其全国化布局的能力，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合公司西南地区玉米杂交种业务稳步增长以及对于公司在黄淮海和东华北地区玉米种业务拓展潜力的积极预期，我们假设如下：

（1）玉米杂交种子：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +28%/28%/24%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 4.17/5.33/6.59 亿元；

（2）魔芋种：假设 2025-2027 年营业收入同比 -40%/-10%/-5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.04/0.04/0.04 亿元；

（3）中药材种苗：假设 2025-2027 年营业收入同比 -30%/-10%/-5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.01/0.01/0.01 亿元。

投资逻辑要点

公司立足西南，积极拓展黄淮海、东华北市场。公司或将继续巩固在西南区域的市场地位，提升品牌认可度，稳定在该区域的发展；同时计划加大在黄淮海和东华北地区的市场开拓力度，通过增加制种面积、推广优质品种等方式，提高市场份额。

把握转基因商业化先发优势。在国际贸易摩擦日益凸显的大背景下，各国更加重视粮食自给与安全，种子作为农业的芯片，其重要性已使其成为国家关键战略资源，生物育种产业化持续推进。公司玉米品种以高产稳产、抗逆广适为选育目标，并积极抓住转基因商业化的机遇，有望稳固优势市场，不断拓展新市场。

核心风险提示

经销商管理风险、品种迭代风险、存货减值风险

内容目录

1. 深耕西南区域，开拓市场迈向全国	6
1.1. 业务情况：玉米种子优势显著，驱动业绩稳健增长	6
1.2. 股权结构：实控人持股 51.6%，总经理为首席专家	8
1.3. 地区收入：西南和华中地区为公司主要营收来源	9
1.4. 募投项目：提升公司产能，强化长期发展根基	10
2. 粮食价格缓慢回升，转基因有望扩面提速	11
3. 西南地区稳扎稳打，拓展黄淮海市场成效显著	14
3.1. 深耕西南地区，品种迭代后有望实现新增长	14
3.2. 黄淮海地区收入高增，东华北地区布局加强	16
3.3. 研发创新驱动成长，销售服务赋能渠道	18
4. 盈利预测与评级	20
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 康农种业立足于西南、致力于走向全国	6
图表 2: 公司产品主要以玉米杂交种子为主	6
图表 3: 2024 年公司玉米种子占总营收比重 97.1%	7
图表 4: 2024 年玉米种子毛利率 36.7%，同比提升	7
图表 5: 2024 年公司营收 3.37 亿元 (yoy+16.80%)	7
图表 6: 2024 年公司毛利率为 35.79%	7
图表 7: 2024 年公司归母净利润同比增长 55.21%	8
图表 8: 2020 年至 2025Q1 销售与研发投入加大	8
图表 9: 公司实际控制人为方燕丽和彭绪冰夫妇	8
图表 10: 公司管理层专业程度高	9
图表 11: 西南和华中地区为公司主要营收来源	10
图表 12: 东北地区毛利率持续增长	10
图表 13: 公司杂交玉米种子加工技改提升项目预计于 2025 年 9 月达可使用状态	10
图表 14: 2021 年全球种子行业 CR5 为 52%	11
图表 15: 2021 年中国种子行业 CR5 为 17%	11
图表 16: 主要粮食价格有望缓慢抬升 (单位: 元/吨)	11
图表 17: 我国大豆进口国主要是巴西和美国	11
图表 18: 品种具有生命周期, 不断更新迭代	12
图表 19: 目前获批的转基因玉米安全证书有二十余个	12
图表 20: 目前公示了 3 批转基因玉米品种审定, 共计 161 个品种	13
图表 21: 2021 年公司在贵州、湖北两地市占率最高	14
图表 22: 2020-2022 年公司在传统优势区域的市占率不断提升	14
图表 23: 公司主要品种收入情况 (单位: 万元)	15
图表 24: 西南部分主推品种图	15
图表 25: 康农玉 8009 是公司目前高蛋白、种粮一体化的明星品种	16
图表 26: 2024 年公司黄淮海夏玉米和东南春玉米类型区过审的玉米品种	17
图表 27: 东北地区营收在 2024 年略有下降	17
图表 28: 公司近年研发投入整体呈增长趋势	18
图表 29: 公司多个品种选育项目已结项或执行中	18

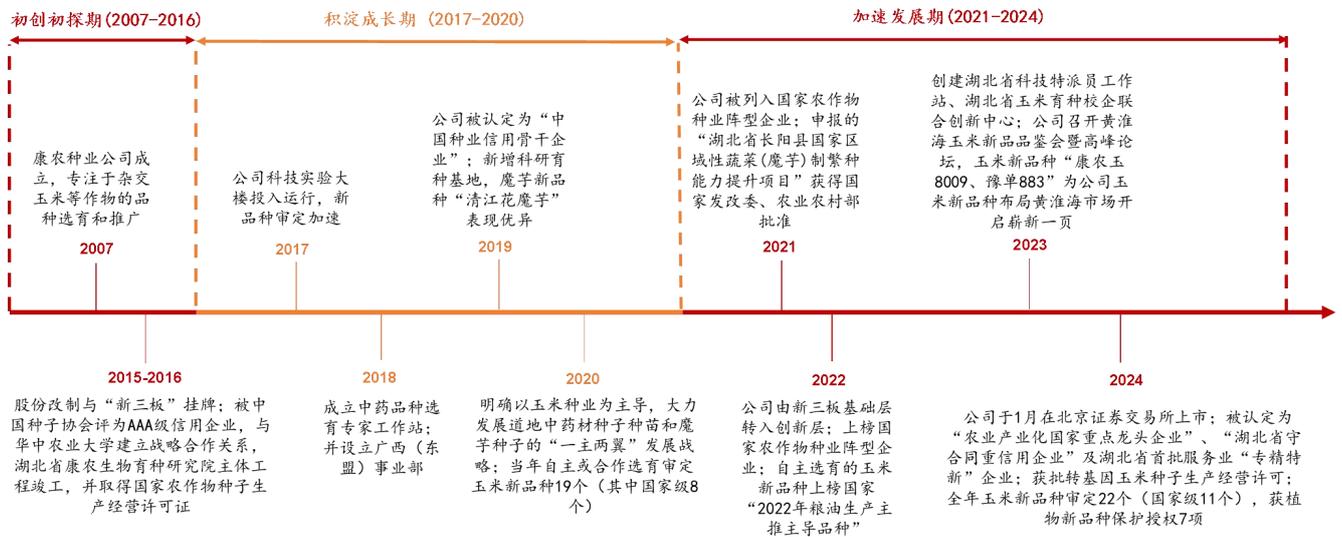
图表 30: 销售人员数量和销售费用不断上涨	19
图表 31: 2024 年宣传推广费同比大幅增长 (单位: 万元)	19
图表 32: 康农种业分业务营收预测	20
图表 33: 康农种业可比公司估值表 (截至 20250619)	20

1. 深耕西南区域，开拓市场迈向全国

1.1. 业务情况：玉米种子优势显著，驱动业绩稳健增长

公司是一家聚焦于高产、稳产、综合抗性良好的杂交玉米种子研发、生产和销售的种企。公司以“扎根湖北，立足西南；面向全国，走向世界”为发展愿景，是农业产业化国家重点龙头企业、中国种业信用骨干企业、湖北省专精特新“小巨人”企业，于2022年7月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。

图表 1：康农种业立足于西南、致力于走向全国



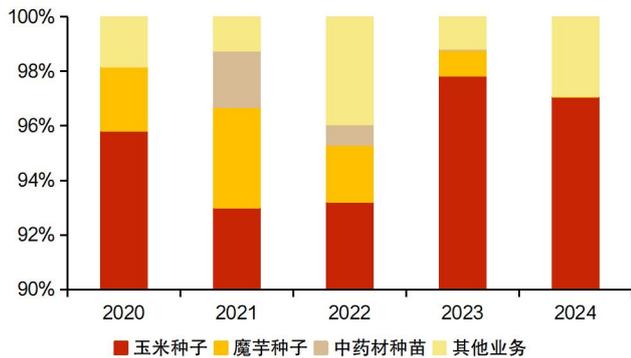
资料来源：康农种业年报、华源证券研究所

公司的产品为玉米杂交种子，魔芋种子和中药材种苗等。其中玉米杂交种子是公司主要营收来源，2024年占总营收97.1%，营收增速为15.9%，毛利率36.7%（yoy+5.48pcts）。另外公司还有魔芋种子以及中药材种苗，2024年分别占总营收0.02%和0.01%，营收增速为-97.3%和-86.4%，毛利率为6.4%（yoy+18.2pcts）和94.8%（yoy+16.2pcts）。

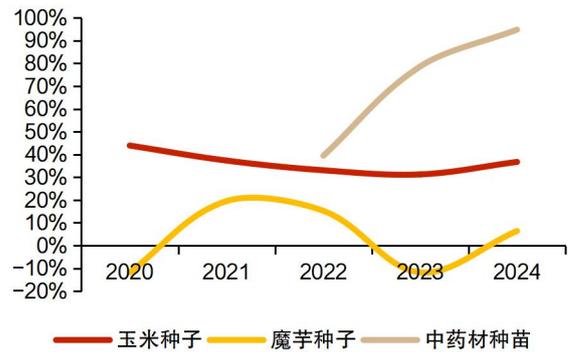
图表 2：公司产品主要以玉米杂交种子为主



资料来源：康农种业招股说明书、康农种业官网、华源证券研究所 注：图中为2024年营收占比数据

图表 3：2024 年公司玉米种子占总营收比重 97.1%


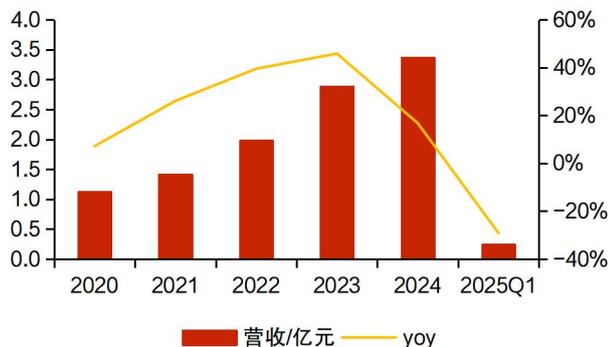
资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 4：2024 年玉米种子毛利率 36.7%，同比提升


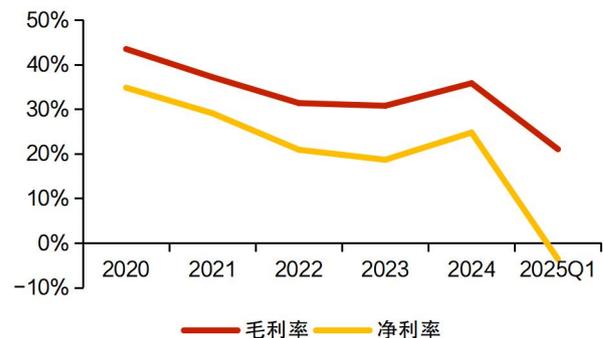
资料来源：iFinD、华源证券研究所

收入端：2021 年至 2024 年，公司营收分别为 1.42 亿元 (yoy+26.09%)、1.98 亿元 (yoy+39.50%)、2.88 亿元 (yoy+45.85%)、3.37 亿元 (yoy+16.80%)，营收保持持续增长，2025Q1 营业收入达 0.24 亿元 (yoy-29.11%)。2024 年营收同比增长，主要是由于公司黄淮海夏播区市场拓展情况良好，产品销量较 2023 年大幅增加。同时，公司积极应对市场竞争，加强宣传和品牌建设，巩固和提升了市场份额。2025Q1 营收同比有所下滑，主要受农资行业季节性影响，一季度相对处于销售淡季。

盈利能力端：2021 年至 2025Q1，公司毛利率分别为 37.15%、31.33%、30.73%、35.79%、20.99%；净利率分别为 29.05%、20.87%、18.62%、24.72%、-3.65%。整体来看，公司毛利率及净利率在此期间呈现波动趋势，2021-2023 年毛利率有所承压，主要与上游制种成本增加以及市场竞争加剧有关；2024 年利润率有所回升，主要得益于公司高毛利地区品种销售占比的提升。2025Q1 毛利率和净利率均出现下滑，主要是因为未到种企销售旺季，收入较少但费用仍有支出。

图表 5：2024 年公司营收 3.37 亿元 (yoy+16.80%)


资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 6：2024 年公司毛利率为 35.79%


资料来源：iFinD、华源证券研究所

利润端：公司 2021 年至 2025Q1 归母净利润分别为 4276.96 万元 (yoy+8.28%)、4133.90 万元 (yoy-3.34%)、5321.70 万元 (yoy+28.73%)、8259.99 万元 (yoy+55.21%)、-88.75 万元 (yoy-108.72%)。2024 年，虽然面临一定的市场竞争压力和潜在的成本上涨因素，但

公司凭借核心玉米品种的良好销售、新市场的有效拓展以及综合毛利率的改善，实现了归母净利润同比 55.21% 的增长。2025Q1 出现亏损是季节性的短期影响。

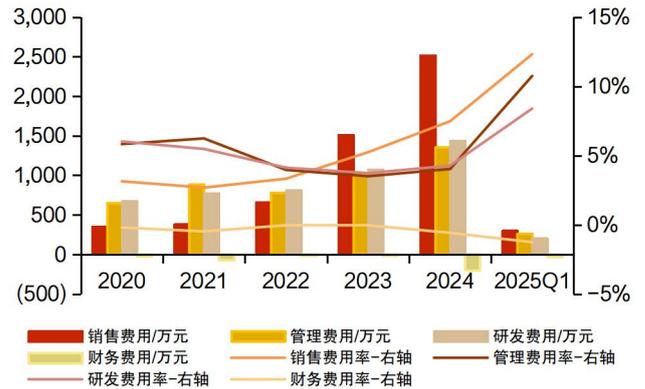
费用端：2022-2024 年除财务费用率，其余费用率呈上升趋势。2024 年销售费用率同比增加主要由于公司扩充了销售团队，销售人员薪酬有所增长，以及积极拓展新增市场投入更多的差旅交通费、宣传推广费等。研发费用率整体维持在 3% 以上，绝对额逐年增长，凸显公司对育种创新的重视；2025Q1 整体费用率有所上升，主要由于在营收淡季，费用率会被动抬高。

图表 7：2024 年公司归母净利润同比增长 55.21%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 8：2020 年至 2025Q1 销售与研发投入加大

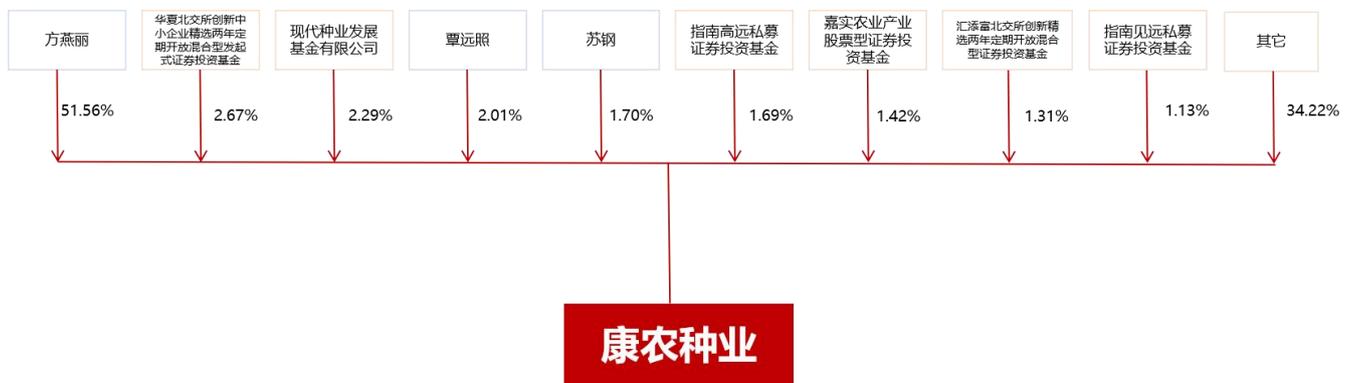


资料来源：iFinD、华源证券研究所

1.2. 股权结构：实控人持股 51.6%，总经理为首席专家

公司实际控制人为方燕丽女士和彭绪冰先生。方燕丽女士为公司董事长，根据 2025 年一季报，其直接持有公司股份 3659.50 万股，占公司总股本的 51.6%。根据 2024 年年报，彭绪冰先生为公司董事、总经理，未直接或间接持有公司股权。方燕丽女士与彭绪冰先生为夫妻关系，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。公司一致行动人为覃远照、彭绪伟、方明、熊风华，董事、副总经理覃远照是彭绪冰的妹夫。

图表 9：公司实际控制人为方燕丽和彭绪冰夫妇



资料来源：康农种业 2025 年一季报、华源证券研究所

公司管理层拥有深厚的种业一线运营经验与专业的科研能力。董事长方燕丽女士，从自主创办种业门市起步，深耕农作物种子推广与经营二十余年。董事、总经理兼首席专家彭绪冰先生为正高职高级农艺师。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等，曾在子公司负责玉米育种，并在知名农业公司担任科研岗位，其深厚的专业背景和产业化经验为公司技术创新与业务发展提供了强大支持。董事、副总经理彭绪伟先生，亦在公司科研部门担任管理职务多年，熟悉研发流程与成果转化。

图表 10：公司管理层专业程度高

姓名	公司职务	简介
方燕丽	董事长、董事	1992年7月至1995年3月，就职于长阳县津洋口医院；2002年1月至2007年8月，自助创办长阳县禾嘉种业门市部，一直专心致力于主要农作物种子的推广和经营；2007年9月至2015年10月，任湖北康农种业股份有限公司执行董事、总经理；2015年11月至今任湖北康农种业股份有限公司董事长。
彭绪冰	董事、总经理	1996年6月至2001年2月在长阳县种子分公司工作，担任玉米育种课题负责人；2001年3月至2004年10月在襄樊正大农业开发有限公司任科研副总助理，武汉研究站站长；2004年11月至2006年9月在长阳县种子分公司负责国家水稻区试长阳点工作；2006年10月至2012年2月在长阳县农产品质量安全监督检测站工作任站长； 现任湖北康农种业股份有限公司首席专家、总经理，从事科研育种工作多年。
彭绪伟	董事、副总经理	2006年8月至2007年8月，就职于长阳禾嘉种业；2007年9月至2015年10月，就职于湖北康农种业股份有限公司，科研部经理、副经理；2015年10月至今任湖北康农种业股份有限公司董事、副总经理。
李丹妮	董事、董事会秘书	2006年2月至2008年7月，任上海新久百食品有限公司行政主管；2008年8月至2017年6月，任湖北一致魔芋生物科技股份有限公司行政经理；2017年7月至2019年1月，任湖北康农种业股份有限公司行政办公室主任；2019年1月至今，任湖北康农种业股份有限公司董事；2021年1月至今，任湖北康农种业股份有限公司董事会秘书。
覃远照	董事、副总经理	1992年3月至2001年12月，就职于长阳县国税局；2002年1月至2007年8月，就职于湖北长阳禾嘉种业；2007年9月至2015年10月，就职于湖北康农种业股份有限公司，任生产部经理、副总经理；2015年11月至今任湖北康农种业股份有限公司董事、副总经理。
张书民	副总经理	1978年12月至1980年12月，就职于清江饮食服务公司；1981年1月至1983年6月，任龙舟坪粮管所保管员；1983年7月至1986年7月，在湖北省粮食学校进修学习；1986年8月至2000年5月，任龙舟坪粮管所检验员、防化员；2000年6月至2011年10月，任长阳粮食龙舟坪多种经营部书记、主任；2015年11月至今，任湖北康农种业股份有限公司副总经理。
邓恢勇	财务负责人	1993年7月至1999年12月，任湖北宜昌仪表总厂财务科长；2000年1月至2003年9月，任会计师事务所审计经理；2004年1月至2005年1月，任浙江苏泊尔炊具股份有限公司工程财务管理；2005年1月至2007年3月，任浙江广厦控股投资有限公司财务管理；2007年3月至2007年11月，任深圳市恒德润丰投资管理有限公司投资经理；2007年12月至2011年11月，任致同会计师事务所武汉分所审计经理；2011年12月至2018年6月，任中科恒达石墨股份有限公司财务总监；2019年1月至2022年12月，任武汉莘湖股权投资基金管理有限公司投资经理；2018年10月至2022年11月，兼任湖北恒昊会计师事务所(普通合伙)合伙人；2023年1月至今，任湖北康农种业股份有限公司财务负责人。

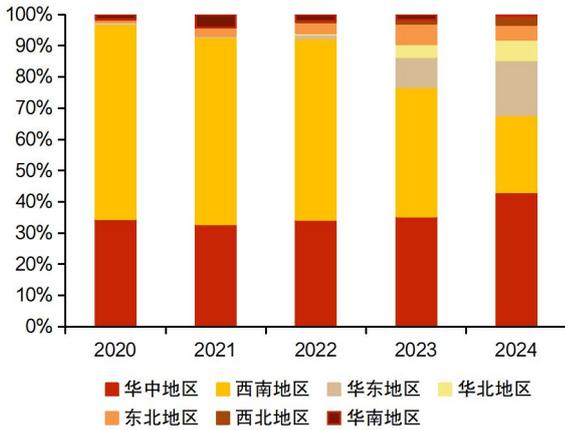
资料来源：iFinD、华源证券研究所

1.3. 地区收入：西南和华中地区为公司主要营收来源

公司分地区营收结构持续优化，正从西南大本营走向全国均衡布局。主营收入分地区数据来看，近年传统核心市场西南地区的营收贡献占比逐年下降，而华中、华东等其他地区营收占比快速提升，华中于2024年首次超越西南成为公司第一大收入来源地区。2024年华北、华东地区的收入增速均超过100%，主要是由于该等地区均属于黄淮海夏播区市场，公司康

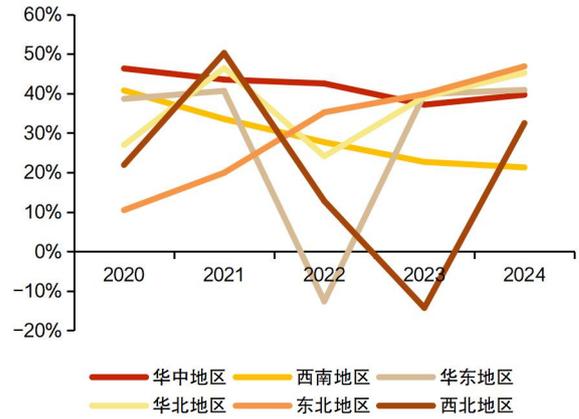
农玉 8009 等品种的销售规模迅速提升带动了该等区域的收入增长。公司分地区毛利率呈分化态势，新拓市场盈利能力向好。2020 年至 2024 年，公司东北地区毛利率稳步增长，西南地区毛利率呈现下滑趋势。在西南地区，公司销售模式更侧重于与合作多年的大型经销商及直销客户往来，这类客户采购量大，议价能力相对较强，对公司定价形成一定压力，且西南地区有些品种制种亩产相对较低。2024 年华北、华中和华东地区毛利率同比均有所提升。

图表 11：西南和华中地区为公司主要营收来源



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 12：东北地区毛利率持续增长



资料来源：iFinD、华源证券研究所

1.4. 募投项目：提升公司产能，强化长期发展根基

根据公司投资者关系活动记录表，年产 1.2 万吨杂交玉米种子生产基地项目已于 2024 年 9 月 30 日达到预定使用状态且已经实现收益；杂交玉米种子加工技改提升（四期）项目，预计 2025 年 9 月 30 日达到预计可使用状态，目前已主体完工。此次募投项目或将提升公司加工仓储能力，通过专业化的加工，发挥种子加工增产的优越性，提升公司产能，有效解决制约公司发展的产能瓶颈问题。

图表 13：公司杂交玉米种子加工技改提升项目预计于 2025 年 9 月达可使用状态

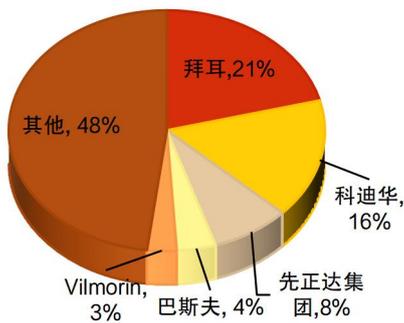
序号	募集资金用途	调整后募集资金计划 投资总额（万元）	项目达到预定 使用状态日期
1	年产 1.2 万吨杂交玉米种子生产基地项目	8600.32	2024 年 9 月 30 日
2	杂交玉米种子加工技改提升（四期）项目	1500.00	2025 年 9 月 30 日
	合计	10100.32	

资料来源：康农种业公告、华源证券研究所

2. 粮食价格缓慢回升，转基因有望扩面提速

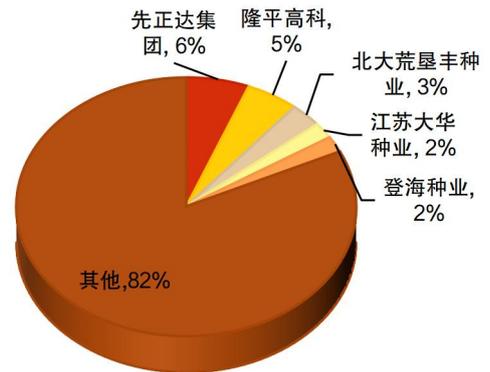
全球种子行业集中度较高，中国仍有较大提升空间。参考先正达招股说明书数据，2021年全球种子行业CR5为52%，拜耳市场占有率第一，为21%，其次为科迪华为16.0%。我国种业企业数量较多，且以中小企业为主，2021年先正达集团（含荃银高科）在中国种子行业市场占有率排名第一，CR5约为17%，具备较大提升空间，而生物育种产业化有望推动市场集中度的提升。

图表 14：2021 年全球种子行业 CR5 为 52%



资料来源：Kynetec、先正达招股说明书、华源证券研究所

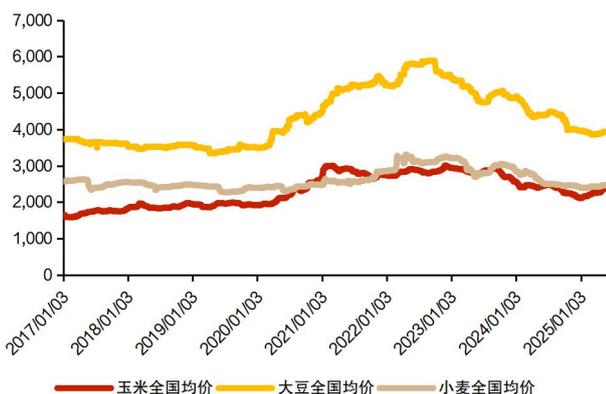
图表 15：2021 年中国种子行业 CR5 为 17%



资料来源：前瞻产业研究所、灼识咨询、先正达招股说明书、华源证券研究所

主要粮食价格有望缓慢抬升。2025 年截至目前（6 月 11 日）国内玉米/大豆/小麦价格分别变动+13.1%/-0.2%/+1.4%。中国大豆进口依赖度较高，美国和巴西为主要进口国，近年来正逐渐减少对美豆的依赖，更多地转向巴西，贸易政策的不确定性或对粮食价格形成刺激。

图表 16：主要粮食价格有望缓慢抬升（单位：元/吨）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 17：我国大豆进口国主要是巴西和美国



资料来源：iFinD、华源证券研究所

玉米品种具有一定生命周期，黄淮海地区为大品种重要孵化地。全国农业技术推广服务中心发布了“2023 年杂交玉米全国推广面积前 10 大品种”，MY73 异军突起，具备耐密性、抗病性。康农种业成长大单品康农玉 8009 与 MY73 为同一母本，该品种于 2023 年通过黄淮海夏播区审定后迅速打开市场，未来有望上榜成为大品种。而黄淮海夏播区一直是玉米大单

品的重要孵化地，由于熟期大体一致和生态类型相对单一，历史上大多数千万亩级大单品都出自黄淮海夏播区。

图表 18：品种具有生命周期，不断更新迭代

	品种名称	面积（万亩）	所属单位	同比变化
2022 年	裕丰 303	1621	隆平高科	+
	郑单 958	1453	河南农科院	-
	中科玉 505	1377	隆平高科	-
	京科 968	1242	北京农林科学院	-
	登海 605	1219	登海种业	-
	沃玉 3 号	609	河北沃土	新上榜
	东单 1331	531	辽宁东亚	+
	先玉 335	475	登海先锋/敦煌先锋	-
	秋乐 368	450	秋乐种业	新上榜
	联创 839	443	隆平高科	新上榜
2023 年	MY73	2088	豫玉农业	新上榜
	裕丰 303	1695	隆平高科	+
	中科玉 505	1300	隆平高科	-
	京科 968	1005	北京农林科学院	-
	登海 605	947	登海种业	-
	郑单 958	932	河南农科院	-
	瑞普 909	677	山西三联现代	新上榜
	联创 839	616	隆平高科	+
	东单 1331	612	辽宁东亚	+
	现代 959	566	河南现代	新上榜

资料来源：全国农业技术推广服务中心、华源证券研究所

近两年转基因玉米安全证书审批数量增多。根据农业农村部的审批信息，目前有 10 家左右公司或科研单位拥有转基因玉米安全证书，主要性状是耐除草剂、抗虫或是两者聚合性状。根据前瞻产业研究院，转基因玉米安全证书的申请需要实验研究、中间实验、环境释放、生产性试验等阶段，整体申请时间较长。相比传统杂交育种技术，转基因育种利用现代生物技术，获得具有相应性状品种，产出的作物抗性较好、单产较高。2023-2024 年转基因玉米安全证书发放数量增多，未来重点关注转基因玉米品种的表现。

图表 19：目前获批的转基因玉米安全证书有二十余个

单位	转基因安全证书	目前批准使用区域	首次批准时间	基因
大北农	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	全国	2019 年	cry1Ab、epsps
	耐除草剂玉米 DBN9858	全国	2020 年	epsps、pat
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9501	北方春玉米区	2020 年	vip3Aa19、pat
	抗虫耐除草剂玉米 DBN3601T	全国	2021 年	cry1Ab、epsps、vip3Aa19、pat
杭州瑞丰	抗虫玉米瑞丰 125	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北玉米区	2019 年	cry1Ab/cry2Aj
	抗虫玉米浙大瑞丰 8	南方玉米区	2021 年	cry1Ab、cry2Ab
	耐除草剂玉米 nCX-1	全国	2022 年	CdP450、cp4epsps
	抗虫耐除草剂玉米浙大瑞丰 8xnCX-1	全国	2023 年	聚合 cry1Ab、cry2Ab、CdP450、cp4epsps
	抗虫耐除草剂玉米浙大瑞丰 125xnCX-1	全国	2023 年	聚合 cry1Ab/cry2Aj、g10evo-epsps、CdP450、cp4epsps

中国种子集团	抗虫耐除草剂玉米 Bt11xGA21	全国	2022 年	cry1Ab、pat、mepsps
	抗虫耐除草剂玉米 Bt11xMIR162xGA21	全国	2022 年	cry1Ab、pat、vip3Aa20、mepsps
	耐除草剂玉米 GA21	全国	2022 年	mepsps
	耐除草剂玉米 ZZM032	全国	2024 年	bar、epsps
	抗虫玉米 MZIR260	全国	2024 年	eCry1Gb.1lg-03
北京粮元	抗虫玉米 ND207	全国	2021 年	mcry1Ab、mcry2Ab
	耐除草剂玉米 CC-2	全国	2023 年	maroACC
	抗虫耐除草剂玉米 ND207 × CC-2	全国	2024 年	mcry1Ab、mcry2Ab、maroACC
国丰生科	抗虫耐除草剂玉米 BFL4-2	全国	2023 年	cry1Ab、cry1F、cp4epsps
隆平生物	抗虫耐除草剂玉米 LP026-2	全国	2023 年	cry2Ab、cry1Fa、cry1Ab、epsps
	耐除草剂玉米 LW2-1	全国	2023 年	epsps、pat
新安化工	耐除草剂玉米 WYN17132	全国	2023 年	am79epsps
	抗虫耐除草剂玉米 WYN041	全国	2023 年	cry1Ab、am79epsps
北京奥瑞金种业等	抗虫耐除草剂玉米 BBL2-2	全国	2024 年	cry1Ab、cry3Bb、cp4epsps
青岛清原	抗虫耐除草剂玉米 QY2569-42	全国	2024 年	vip3Aa-k1、cry1Ab、pat
科稷达隆	抗虫耐除草剂玉米 KJ1003	全国	2024 年	cry1A.105、cry2Ab2、vip3Aa19、cp4epsps

资料来源：农业农村部、华源证券研究所

国内转基因品种审定已公示三批，商业化应用正在加速。2023 年 10 月、2024 年 3 月以及 2025 年 4 月公示了三批转基因品种，其中转基因玉米公示数量分别为 37 个、27 个以及 97 个，共计 161 个，头部公司优势明显。从品种端来看：隆平高科 19 个，中种集团 15 个，荃银高科 5 个，大北农 12 个，登海种业 8 个，丰乐种业 3 个，康农种业 2 个等；从性状端来看：大北农 96 个（数量占比 60%），杭州瑞丰生物 37 个（数量占比 23%），北京粮元生物 18 个（数量占比 11%），中种集团 7 个（数量占比 4%）。康农种业直接选育的转基因品种康农 20065KK 已通过审定，该品种表现稳定，经过 2024 年示范种植和今年的推广，表现出良好的苗期出苗情况和生长态势。

图表 20：目前公示了 3 批转基因玉米品种审定，共计 161 个品种

分类	公司	数量（个）	数量占比
品种端	隆平高科	19	12%
	中种集团	15	9%
	大北农	12	7%
	荃银高科	5	3%
	登海种业	8	5%
	丰乐种业	3	2%
	康农种业	2	1%
	性状端	大北农	96
杭州瑞丰		37	23%
北京粮元		18	11%
中种集团		7	4%
隆平生物		2	1%
国丰生科		1	1%

资料来源：农业农村部、华源证券研究所

3. 西南地区稳扎稳打，拓展黄淮海市场成效显著

3.1. 深耕西南地区，品种迭代后有望实现新增长

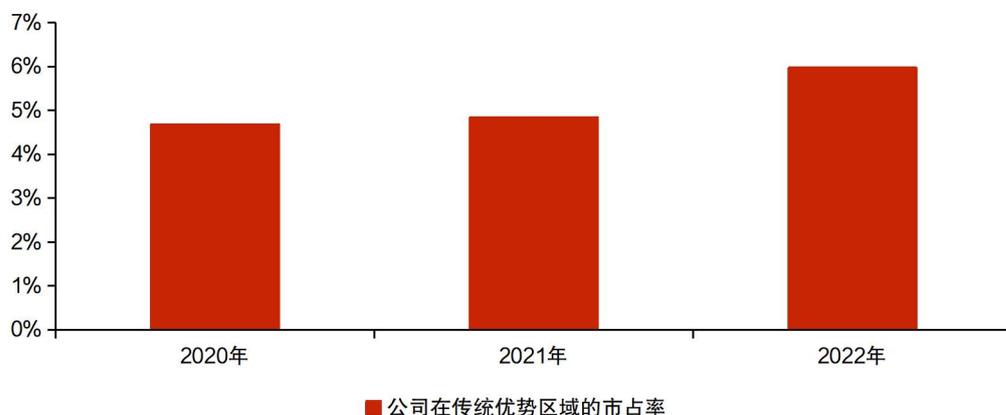
公司自成立以来深耕于西南地区，西南市场市占率较高。西南山地区和南方丘陵区是公司传统的优势区域，公司基于西南地区复杂多样的地形地貌和立体多变的气候环境，推出多个适宜当地种植的优质品种且市场认可度、知名度较高。公司 2021 年在传统优势区域内的市场占有率达到 4.84%，2022 年提升至 5.97%。在国内种业市场极为分散的背景下，达到这一水平可说明公司产品在传统优势区域内已经建立起一定竞争优势和市场认可度。

图表 21：2021 年公司在贵州、湖北两地市占率最高

省份	区域用重量 (万公斤)	公司产品销量 (万公斤)	公司市场 占有率
云南	5,694.58	143.32	2.52%
四川	5,298.53	257.79	4.87%
重庆	778.87	37.37	4.80%
贵州	1,122.82	120.66	10.75%
湖北	2,082.17	146.98	7.06%
湖南	1,085.45	70.91	6.53%
以上六省合计	16,062.42	777.03	4.84%
全国	115,051.00	829.86	0.72%

资料来源：康农种业招股说明书、华源证券研究所

图表 22：2020-2022 年公司在传统优势区域的市占率不断提升

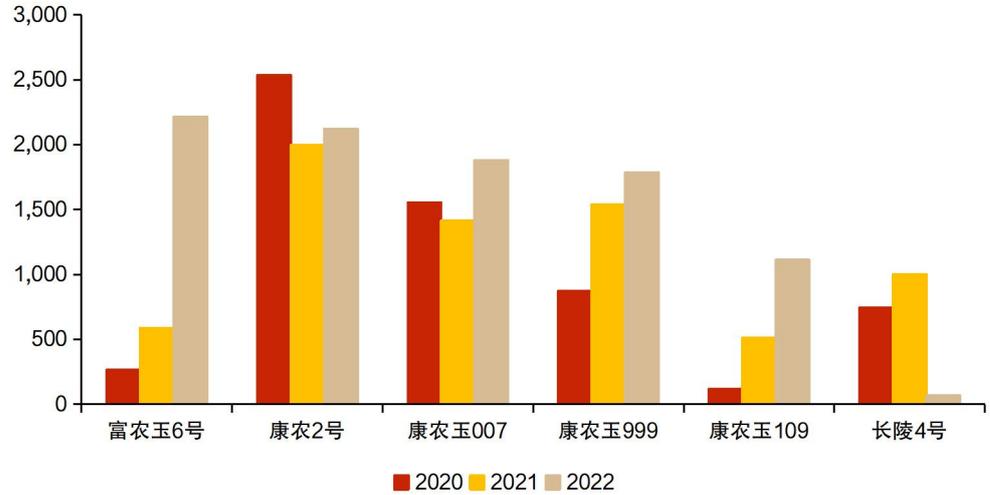


资料来源：康农种业招股说明书、华源证券研究所

在西南区域计划通过新品种迭代，实现新的增长。公司在西南区域主动迭代，过去公司主要推广康农玉 007、康农玉 108 等一系列品种，以应对气候变化带来的挑战。并且公司将富农玉 6 号品种对长陵 4 号实现替代，基本不再经营长陵 4 号，所以 2022 年销售收入大幅下滑；康农 2 号经济效益弱于其他品种，所以 2021 年公司主动缩减了其市场推广。根据投资者关系活动记录表，现在推出了适应中低海拔的美谷 999、中高海拔的高康 2 号、美谷 108 等新品种，这些品种在抗病、产量以及观赏性等方面表现突出。公司在西南区域通过两年的

时间实现了品种迭代，康农玉 999、康农玉 517、康农玉 111 等一系列的新品种已布局好销售网络，2025 年在西南或将试行大单品计划。

图表 23：公司主要品种收入情况（单位：万元）



资料来源：康农种业招股说明书、华源证券研究所

目前公司西南主推品种介绍：

康农玉 517，是公司在西南区域最新推广的稀植大棒品种。适于湖北平丘、重庆 800m 以下春玉米种植区、四川平丘区域种植推广。根据种子网公众号，2024 年不同生态区推广产量抗性都表现优异，目前该品种入市已销售 30 万公斤，是公司当下潜力品种之一。

美谷 999，适宜于湖北省丘陵、平原地区，湖南、重庆、四川春玉米类型区引种植。根据种子网公众号，2024-2025 销售季截至目前已入市销售 35 万公斤，在不同生态区推广产量抗性都表现优异，是公司当下在西南主推品种，预计下一年销量 120 万公斤。

图表 24：西南部分主推品种图



资料来源：种子网公众号、华源证券研究所

3.2. 黄淮海地区收入高增，东华北地区布局加强

大单品康农玉 8009 带动黄淮海地区收入增长。康农玉 8009 是湖北康农种业与河南农业大学、贵州省旱粮研究所共同选育的玉米新品种，于 2022 年获得湖北省审定，2023 年获得国家审定，2024 年是康农玉 8009 正式推广的第一年，推广面积快速增长。根据公司投资者关系记录表，康农玉 8009 是由稀植大穗向密植中穗方向发展的代表性品种，在温带资源改良的耐密表现出色，籽粒是亮黄色硬粒型，植株不高，叶片短窄，具有良好的抗性和适应性，适合高密度种植，能够在 5500 至 6000 株的密度下正常结实，在业界反响良好、呼声颇高，荣登中国种子协会“2024 年寻找玉米高产品种活动”高产品种榜单，并且作为苗头型品种入选 2025 年度国家农作物优良品种推广目录。根据种子网公众号，截至 2025 年 6 月初，该品种入市已累计销售 1881.4 万公斤，推广面积 1254.27 万亩，是公司目前高蛋白、种粮一体化的明星品种。

图表 25：康农玉 8009 是公司目前高蛋白、种粮一体化的明星品种



资料来源：种子网公众号、华源证券研究所

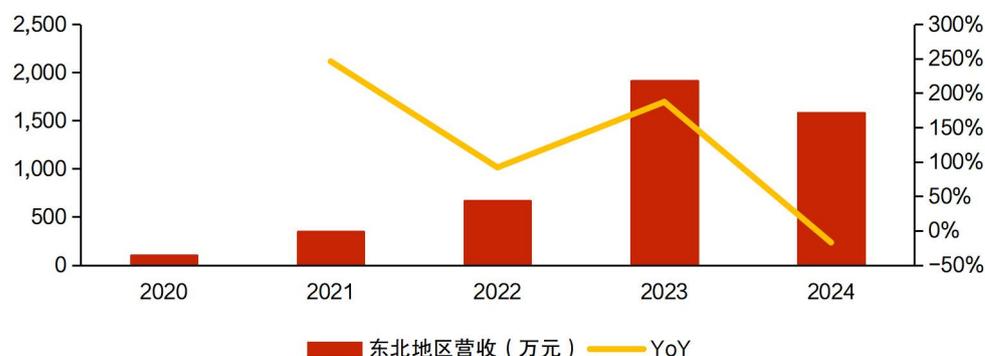
公司正加速构建黄淮海区域立体化品种矩阵。2024 年公司黄淮海夏玉米和东南春玉米类型区过审多个玉米品种，通过一段时间推广有望给公司业绩带来新增量。并且除康农玉 8009 外，公司在黄淮海区域的多个新品种已进入审定阶段，该类品种的赛道与康农玉 8009 不存在重叠，公司拟通过细分品种赛道，形成互补型产品组合，以多元化布局拓宽经营渠道，全面提升在黄淮海玉米主产区的市场竞争力。

图表 26：2024 年公司黄淮海夏玉米和东南春玉米类型区过审的玉米品种

审定编号	品种名称	品种来源	产量表现	主要适宜种植区域
国审玉 20242247	中农大 736	H3558A × F372	参加国家玉米品种绿色通道试验黄淮海夏玉米组。2022 年区域试验初试平均亩产 638 千克， 比对照增产 6.2% ；2023 年区域试验复试平均亩产 681 千克， 比对照增产 9.0% ；两年区域试验平均亩产 660 千克，比对照增产 7.6%；2023 年生产试验，平均亩产 684 千克， 比对照增产 8.3% 。	黄淮海夏玉米类型区
国审玉 20242246	YD821 9	M8266 × TF2802	参加国家玉米品种绿色通道试验黄淮海夏玉米组。2022 年区域试验初试平均亩产 637 千克， 比对照增产 5.6% ；2023 年区域试验复试平均亩产 685 千克， 比对照增产 7.0% ；两年区域试验平均亩产 661 克，比对照增产 6.3%；2023 年生产试验，平均亩产 702 千克， 比对照增产 7.9% 。	黄淮海夏玉米类型区
国审玉 20242209	康农玉 999	FL518 × FL319	参加国家玉米品种绿色通道试验东南春玉米组。2022 年区域试验初试平均亩产 599 千克， 比对照增产 7.0% ；2023 年区域试验复试平均亩产 601 千克， 比对照增产 8.9% ；两年区域试验平均亩产 600 千克，比对照增产 8.0%；2023 年生产试验，平均亩产 594 千克， 比对照增产 7.2% 。	东南春玉米类型区
国审玉 20242208	康农玉 666	FL211456 × FL211476	参加国家玉米品种绿色通道试验东南春玉米组。2022 年区域试验初试平均亩产 624 千克， 比对照增产 11.6% ；2023 年区域试验复试平均亩产 616 千克， 比对照增产 11.6% ；两年区域试验平均亩产 620 千克，比对照增产 11.6%；2023 年生产试验，平均亩产 605 千克， 比对照增产 9.2% 。	东南春玉米类型区
国审玉 20242207	康农玉 308	FL211066 × FL211103	参加国家玉米品种绿色通道试验东南春玉米组。2022 年区域试验初试平均亩产 631 千克， 比对照增产 12.8% ；2023 年区域试验复试平均亩产 608 千克， 比对照增产 10.2% ；两年区域试验平均亩产 620 千克，比对照增产 11.5%；2023 年生产试验，平均亩产 602 千克， 比对照增产 8.6% 。	东南春玉米类型区

资料来源：中国种业大数据平台、华源证券研究所

东华北区域目前处于调整阶段。从 2020 年到 2023 年，东北地区的营业收入不断上涨，但在 2024 年有略微下滑。根据公司投资者关系记录表，在东北区域出现穗腐病问题时，公司产品吉农玉 198 和桦单 568 均表现出了良好的抗病性，吉农玉 198 经过调整种植模式后，有望在 2025-2026 年度为公司业绩提供支撑。同时，公司选育的多个新品种在东北进行生产试验。公司与吉林省农科院、黑龙江省农科院等机构合作，加强公司在东北区域的研发力度。

图表 27：东北地区营收在 2024 年略有下降


资料来源：iFinD、华源证券研究所

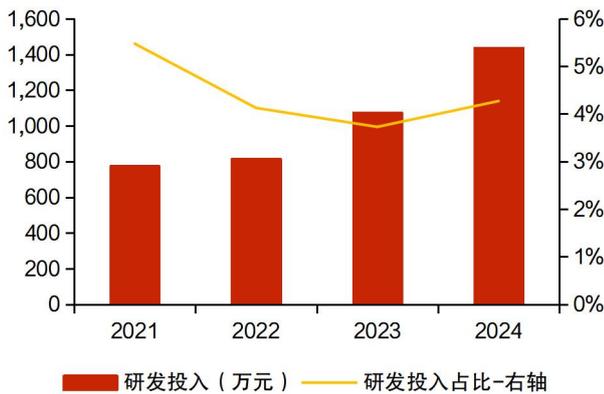
3.3. 研发创新驱动成长，销售服务赋能渠道

➤ 研发：创新进行品种迭代，构筑核心技术壁垒

公司坚持自主创新与合作研发，通过持续研发投入构筑品种核心壁垒。公司设有专门的科研部门和生物育种研究院，并配备育种经验丰富的技术研发人员，在热带亚热带、西南、东南、东华北、西北等全国玉米主产区开设多点测试研究站，形成覆盖全国玉米主产区的商业化育种体系。根据公司年报，2024年公司完成玉米新品种审定22个，其中国家审定玉米品种11个，省级审定玉米品种11个（湖北省审定9个，贵州省审定1个，四川省审定1个）。开设国家级、省级绿色通道试验11组，参试玉米新品种89个，区试玉米新品种259个、生试玉米新品种71个。申请植物新品种保护27项，授权7项；申报科技成果登记19项。

公司专注于转基因品种的研发与产业化应用。根据公司投资者关系记录表，公司直接选育的转基因品种康农20065KK已通过审定，截至2025年5月已落实300余亩的示范种植，计划2026年有序扩大生产规模以加速市场推广。在区域布局方面，西南市场作为公司传统优势区域，现有品种已进入示范制种阶段，计划进一步深耕该区域市场；同时，公司正积极推进黄淮海、东华北两大主产区转基因品种的区域试验工作。

图表 28：公司近年研发投入整体呈增长趋势



资料来源：康农种业公告、华源证券研究所

图表 29：公司有多个品种选育项目已结项或执行中

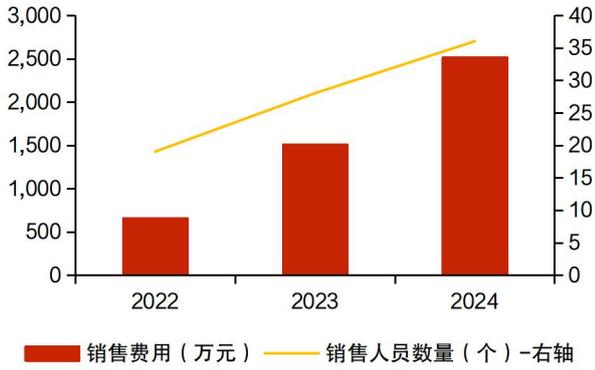
序号	项目	阶段
1	热带玉米新品种选育项目	已结项
2	夏播玉米新品种选育项目	已结项
3	青贮玉米新品种选育项目	已结项
4	全国六大区域新品种鉴定项目	已结项
5	东北早熟春播玉米新品种选育项目	已结项
6	玉米雄性不育制种技术研究项目	执行中
7	西南玉米特效基因挖掘及品种开发项目	执行中
8	抗玉米白斑病资源筛选及抗病品种选育	执行中
9	西南超高产耐逆广适重大品种培育与推广	执行中

资料来源：康农种业2024年报、华源证券研究所

➤ 销售：渠道深耕与技术服务双轮驱动

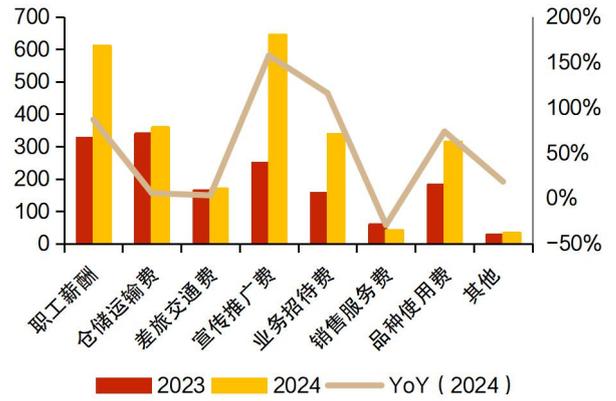
公司以经销模式为主，采取多种营销策略。公司的销售模式主要为经销模式，与经销商签订合同，约定经销品种、经销区域等条款，由经销商面向终端客户。公司对经销商客户的销售为买断式销售，采用“预付定金+尾款结算”的结算方式。2024年，公司销售费用为2,517.76万元，同比增长66.7%，主要由于公司扩充了销售团队，销售人员薪酬有所增长，公司积极拓展黄淮海夏播区等新增市场，投入更多差旅交通费、宣传推广费等。未来，公司或将创新销售策略，积极触网，构建线上营销矩阵，提升产品的知名度和销量；线下持续开展测产观摩会，让种植户直观感受种子品质和实际产量，提升信任度。

图表 30：销售人员数量和销售费用不断上涨



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 31：2024 年宣传推广费同比大幅增长 (单位：万元)



资料来源：iFinD、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司西南地区玉米杂交种业务稳步增长以及对于公司在黄淮海和东华北地区玉米种业拓展潜力的积极预期，我们假设如下：

(1) **玉米杂交种子**：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +28%/28%/24%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 4.17/5.33/6.59 亿元；

(2) **魔芋种**：假设 2025-2027 年营业收入同比 -40%/-10%/-5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.04/0.04/0.04 亿元；

(3) **中药材种苗**：假设 2025-2027 年营业收入同比 -30%/-10%/-5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.01/0.01/0.01 亿元。

图表 32：康农种业分业务营收预测

	2025E	2026E	2027E
玉米杂交种子 (百万元)	416.80	532.58	658.62
同比	27.53%	27.78%	23.67%
魔芋种 (百万元)	0.04	0.04	0.04
同比	-40.00%	-10.00%	-5.00%
中药材种苗 (百万元)	0.01	0.01	0.01
同比	-30.00%	-10.00%	-5.00%
其他业务 (百万元)	14.61	20.46	28.64
同比	50.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.93、1.14 和 1.39 亿元，对应 PE 为 25.2、20.5、16.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 33：康农种业可比公司估值表 (截至 20250619)

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
荃银高科	300087.SZ	8.90	84.31	0.21	0.25	0.29	41.7	35.1	31.0
隆平高科	000998.SZ	9.72	142.83	0.23	0.34	0.45	42.3	28.7	21.8
登海种业	002041.SZ	9.62	84.66	0.20	0.25	0.27	49.1	39.1	35.1
秋乐种业	831087.BJ	18.04	29.80	0.33	0.39	0.45	54.8	46.3	39.9
均值				0.24	0.31	0.36	47.0	37.3	32.0
康农种业	837403.BJ	23.57	23.42	0.93	1.15	1.40	25.2	20.5	16.8

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期；康农种业盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

经销商管理风险：由于玉米种子产品的终端用户主要为农户，具有分布广泛、集中度低等特点，因此经销模式是我国种子企业普遍采用的销售模式。经销商数量众多、地域分布较分散，如果公司的经销商管理水平不能随着业务规模同步提升，将有可能出现个别经销商因自身原因导致的产品质量纠纷、扰乱市场价格乃至违法违规行为，公司的市场拓展、品牌形象和经营业绩也将因此而受到影响。

品种迭代风险：玉米种子产品不断推陈出新这一行业固有特点使得公司面临着品种迭代风险。如果公司无法通过持续的研发投入选育出受到市场认可和欢迎的新品种，将会面临市场份额流失和经营业绩下降等风险。

存货减值风险：公司的存货主要为玉米种子，其可变现净值受到供需关系、市场价格、产品库龄以及产品生命周期等多方面因素的影响，如果未来市场环境发生变化、产品销售价格大幅下跌或出现产品滞销、存货积压等情形，则需要计提存货跌价准备，进而对公司经营业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	252	240	274	325
应收票据及账款	191	236	311	395
预付账款	42	51	61	75
其他应收款	1	2	3	3
存货	186	225	282	343
其他流动资产	61	65	72	69
流动资产总计	733	820	1,002	1,211
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	126	128	134	141
在建工程	12	22	21	12
无形资产	27	27	29	30
长期待摊费用	8	10	10	12
其他非流动资产	1	3	4	6
非流动资产合计	174	190	198	200
资产总计	907	1,010	1,200	1,411
短期借款	13	9	5	0
应付票据及账款	109	128	161	189
其他流动负债	227	236	303	377
流动负债合计	349	373	469	566
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	71	72	73	75
非流动负债合计	71	72	73	75
负债合计	420	445	542	641
股本	71	99	99	99
资本公积	181	153	153	153
留存收益	235	312	404	515
归属母公司权益	487	564	656	767
少数股东权益	0	1	2	3
股东权益合计	487	564	657	770
负债和股东权益合计	907	1,010	1,200	1,411

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	83	79	102	129
折旧与摊销	12	13	15	17
财务费用	-2	0	-1	-1
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-4	-71	-48	-56
其他经营现金流	6	9	9	9
经营性现金净流量	93	30	75	96
投资性现金净流量	-42	-22	-17	-13
筹资性现金净流量	114	-20	-25	-32
现金流量净额	165	-12	33	51

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	337	431	553	687
营业成本	216	274	349	432
税金及附加	2	2	2	3
销售费用	25	32	41	51
管理费用	14	17	23	28
研发费用	14	18	23	29
财务费用	-2	0	-1	-1
资产减值损失	-4	-4	-6	-8
信用减值损失	-4	-3	-5	-6
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	5	5	5	3
其他收益	12	5	5	5
营业利润	78	92	114	140
营业外收入	9	5	5	4
营业外支出	2	2	1	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	85	95	117	143
所得税	2	2	2	3
净利润	83	94	115	140
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司股东净利润	83	93	114	139
EPS(元)	0.83	0.93	1.15	1.40

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	16.80%	28.16%	28.19%	24.27%
营业利润增长率	49.29%	17.95%	24.07%	23.00%
归母净利润增长率	55.21%	12.39%	22.79%	22.03%
经营现金流增长率	43.38%	-67.92%	152.04%	27.78%
盈利能力				
毛利率	35.79%	36.47%	36.89%	37.20%
净利率	24.72%	21.68%	20.76%	20.38%
ROE	16.94%	16.47%	17.38%	18.13%
ROA	9.10%	9.19%	9.50%	9.86%
估值倍数				
P/E	28.35	25.23	20.54	16.84
P/S	6.96	5.43	4.23	3.41
P/B	4.80	4.16	3.57	3.05
股息率	0.61%	0.71%	0.92%	1.19%
EV/EBITDA	14	20	16	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。