

2025 年 10 月 31 日

投资评级： 增持（维持）

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 10 月 29 日
收盘价（元）		24.30
一年内最高/最低（元）		55.97/12.68
总市值（百万元）		2,414.47
流通市值（百万元）		1,409.44
总股本（百万股）		99.36
资产负债率（%）		49.52
每股净资产（元/股）		4.78

资料来源：聚源数据

康农种业 (920403.BJ)

——2025Q3 末合同负债同比+65%，Q3 客户集中退货致使营收和利润承压

投资要点：

- **事件：2025Q1-Q3 实现营业收入 0.41 亿元（yoy-22%），实现归母净利润-589 万元（yoy-162%）。2025Q3 公司实现营业收入-0.05 亿元（yoy-212%）；归母净利润-1458 万元（同比转盈为亏）。玉米种子的销售具有显著的季节性特征，主要的生产和销售时点集中在每年 10 月至 12 月期间，同时第三季度客户集中办理退货，所以公司营收和利润短期承压。**
- **截至 2025 年 9 月末，公司合同负债同比+65%，关注后续发货情况。**2025 年 9 月末，公司合同负债较 2024 年末增加 1827.95%，较 2024 年 9 月末同比增长 65%，主要原因是**公司核心玉米品种市场反馈良好，公司黄淮海区域市场预收 2025-2026 年销售季销售货款增加**，黄淮海地区毛利率超过公司平均毛利率水平，若未来黄淮海产品占比进一步提升，有望拉动公司整体毛利率提升。2025 年 9 月末，公司存货较 2024 年末增加 92.79%，主要原因是**第一和第二季度 2024 年度制种未入库的种子已全部入库，第三季度客户集中办理退货，退货玉米种子入库**。2025 年 1-9 月，公司资产减值损失同比增加 85.31%，主要原因是**存货账面余额增加，相应补充计提存货跌价准备**。
- **公司在国内不同区域均有品种布局，同时海外市场拓展初见成效。**公司 9 月 26-28 日携特色产品参加第二十二届全国种子双交会，公司玉米种子现已广泛覆盖西南山地区域、黄淮海夏播区和南方丘陵区域种植区，正在加速进入东华北和西北市场。展会现场主推产品有 1）黄淮海：康农玉 8009、康农玉 707、豫单 883、弘农 816；2）中低海拔：康农玉 508、康农玉 606、康农 888；3）东南区：康农玉 999、康农玉 308、康农玉 666；4）热区：康农玉 909、康农玉 008、康农玉 9 号；5）中高海拔：康农玉 811、康农玉 111、高康 2 号；6）东华北：吉农玉 198、康农玉 706；8）转基因品种：康农 20065KK、康农玉 998D（公示）等。在海外拓展方面，公司成立了全新的国际事业部。公司通过多年的科研积累，已取得多个生态区域、适宜不同气候条件的玉米杂交品种，目前已完全具备对东南亚、非洲等地区的杂交玉米种子供应条件。同时与 BlackStone Solutions,LLC 合作，种子有望进入巴西市场。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.91、1.14 和 1.39 亿元，截至 2025/10/29，对应 PE 为 26.6、21.2、17.3 倍。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，维持“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	399	536	675
同比增长率（%）	45.85%	16.80%	18.37%	34.39%	25.98%
归母净利润（百万元）	53	83	91	114	139
同比增长率（%）	28.73%	55.21%	9.78%	25.57%	22.45%
每股收益（元/股）	0.54	0.83	0.91	1.15	1.40
ROE（%）	19.58%	16.94%	16.14%	17.41%	18.21%
市盈率（P/E）	45.37	29.23	26.63	21.21	17.32

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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	254	279	328
应收票据及账款	191	218	301	388
预付账款	42	47	59	74
其他应收款	1	2	3	3
存货	186	206	271	335
其他流动资产	61	60	70	67
流动资产总计	733	786	982	1,196
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	976	1,180	1,396
短期借款	13	9	5	0
应付票据及账款	109	116	154	185
其他流动负债	227	216	292	368
流动负债合计	349	342	451	553
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	414	524	628
股本	71	99	99	99
资本公积	181	153	153	153
留存收益	235	310	402	514
归属母公司权益	487	562	654	766
少数股东权益	0	1	2	3
股东权益合计	487	563	656	768
负债和股东权益合计	907	976	1,180	1,396

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	83	77	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	-55	-56	-58
其他经营现金流	6	9	9	9
经营性现金净流量	93	43	67	94
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	1	25	49

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	337	399	536	675
营业成本	216	250	335	421
税金及附加	2	2	2	3
销售费用	25	29	40	50
管理费用	14	16	22	28
研发费用	14	16	22	28
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	90	114	141
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	93	117	143
所得税	2	2	2	3
净利润	83	91	115	140
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司股东净利润	83	91	114	139
EPS(元)	0.83	0.91	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%	18.37%	34.39%	25.98%
营业利润增长率	49.29%	15.11%	26.98%	23.43%
归母净利润增长率	55.21%	9.78%	25.57%	22.45%
经营现金流增长率	43.38%	-53.81%	56.12%	40.34%
盈利能力				
毛利率	35.79%	37.25%	37.41%	37.60%
净利率	24.72%	22.93%	21.42%	20.81%
ROE	16.94%	16.14%	17.41%	18.21%
ROA	9.10%	9.29%	9.65%	9.99%
估值倍数				
P/E	29.23	26.63	21.21	17.32
P/S	7.17	6.06	4.51	3.58
P/B	4.95	4.30	3.69	3.15
股息率	0.59%	0.68%	0.90%	1.15%
EV/EBITDA	14	21	17	14

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）。