

消费行业研究组

分析师: 张婧

执业证书编号: S1410525010001

投资评级: 买入(首次)

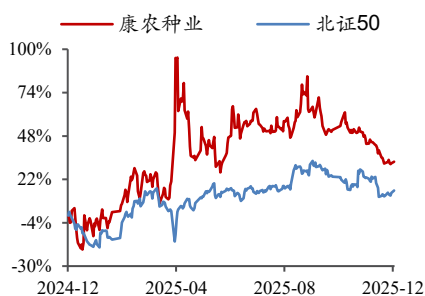
当前价格: 21.31元
目标价格: -元
目标期限: 12个月

市场数据

总股本(百万股)	99.36
A股股本(百万股)	99.36
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	58.37
12个月最高/最低(元)	55.97/17.30
第一大股东	方燕丽
第一大股东持股比例(%)	51.56
上证综指/沪深300	3924.08/4621.75

数据来源: 聚源 注: 2025年12月8日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-1.25	-6.90	16.98
绝对收益	-7.59	-18.76	27.24

数据来源: 聚源 注: 相对收益与北证50相比

相关研究报告

康农种业 920403.BJ

农林牧渔行业

优质品种助力公司从区域龙头向全国扩张

投资要点:

◆公司是一家以杂交玉米种子为主的“育繁推一体化”种子企业。公司主营杂交玉米种子的生产、研发和销售,实控人方燕丽、彭绪冰夫妇持股51.56%,其中公司实控人之一彭绪冰为公司首席专家,正高职高级农艺师,并且获国务院特殊津贴等荣誉,科研实力雄厚。公司2020-2024年收入复合增速为31.6%,净利润复合增速为20.3%;销售区域从西南拓展至全国,华中地区已成公司第一大收入来源。

◆行业情况:国内玉米种子格局分散,同质化严重,优质品种稀缺。玉米种子是我国市场规模最大的农作物种子,商品化率接近100%。全球种业集中度高(CR5=52%),中国相对分散(CR5=17%);国内玉米种子供大于求(2024/2025年供需比175%),同质化严重,但优质、突破性品种稀缺,单产仅为美国60%。国家2021年提高品种审定标准、开展全链条管理专项行动,加速行业洗牌。

◆公司主要看点:立足西南,拓展全国。1)西南地区是传统优势市场,2022年市占率5.97%,2025年通过美谷999、高康2号等新品种迭代实现增长。2)黄淮海市场是公司主要的增长市场。核心品种康农玉8009表现亮眼,2024年推广260万亩,2025年预计近千万亩,2024年该区域销量同比增165.62%,后续有新品种在审,将构建品种组合扩大市占率。3)公司在东北地区与吉林、黑龙江农科院合作强化研发,现有吉农玉198等品种抗病性突出,2025-2026年有望贡献业绩。4)转基因方面:公司已获生产经营许可证,康农20065KK转基因品种示范推广效果良好,2026年计划扩大生产,西南、黄淮海、东华北区域同步推进相关试验。

◆盈利预测和投资建议:我们预计公司2025-2027年收入分别为4.37亿、5.55亿、6.60亿元(同比+29.9%/26.9%/19.0%),归母净利润1.00亿、1.27亿、1.56亿元(同比+20.8%/26.8%/23.3%)。当前市值21亿对应2025-2027年PE 21.1x/16.6x/13.5x,显著低于可比公司2026年平均41x估值;我们给予公司2026年25x PE,目标市值31.75亿元,首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险提示:1)收入结构单一的风险;2)品种迭代不及预期风险;3)制种与销售错配导致的库存积压或供给不足风险;4)自然灾害与病虫害影响制种和销售的风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	288.24	336.66	437.32	554.96	660.40
增长率(%)	45.85%	16.80%	29.90%	26.90%	19.00%
归母净利润(百万元)	53.22	82.60	99.76	126.52	155.94
增长率(%)	28.73%	55.21%	20.77%	26.83%	23.25%
ROE(%)	19.67%	17.07%	17.51%	18.41%	18.79%
EPS最新摊薄(元/股)	0.54	0.83	1.00	1.27	1.57
P/E(倍)	39.55	25.48	21.10	16.63	13.50
P/B(倍)	7.74	4.32	3.67	3.05	2.53

资料来源:公司财报,江海证券研究发展部

正文目录

1 康农种业：“育繁推一体化”的区域性玉米种子龙头企业	1
1.1 公司主要产品构成	1
1.2 股权结构：实控人持股比例过半，管理层专业能力强	3
1.3 公司业务模式和经营情况	4
2 种子是农业的“芯片”，是保障粮食安全的重要基础	7
2.1 种子行业市场规模增速相对平稳	7
2.1.1 种子行业市场规模稳步增长，生物育种是发展方向	7
2.1.2 全球种业市场集中度相对较高，但我国格局分散	8
2.2 我国玉米种子市场供大于求，优质种子资源稀缺	9
2.2.1 我国玉米种植面积稳步增长	9
2.2.2 玉米种子供大于求，同质化严重	10
2.2.3 政策提高品种审定标准，行业洗牌有望加速	11
2.3 玉米种子利润水平和玉米价格密切相关	12
3 公司主要看点：立足西南，全国扩张	13
3.1 西南地区通过品种迭代实现新的增长	13
3.2 康农玉 8009 主攻黄淮海市场	15
3.3 公司与当地农科院合作，加强在东北区域研发力度	16
3.4 转基因：有序推进中	16
4 盈利预测和投资评级	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值和投资建议	18
5 风险提示	18

图表目录

图 1、公司主要研发基地和实验室	1
图 2、公司部分主要产品	2
图 3、公司股权结构情况	3
图 4、公司主要管理人员	4
图 5、种子选育主要环节	5
图 6、公司收入稳步增长	6
图 7、华中和华东地区收入占比逐步增加	6
图 8、公司收入以玉米种子为主（占收入比重%）	6
图 9、公司收入主要在四季度确认	6
图 10、公司归母净利润和增速	6
图 11、公司毛利率和净利率	6
图 12、全球种业市场规模 2021-2026 年复合增速为 2.2%	7
图 13、我国种业市场规模 2021-2026 年复合增速为 6.2%	8
图 14、全球种业市场格局（2021）	9
图 15、中国种业市场格局（2021）	9
图 16、我国玉米播种面积（亿亩）	10
图 17、2019~2024 年全国玉米种子生产面积和产量	10

图 18、我国品种审定数量（个）	11
图 19、2017-2023 年全国前十大玉米品种（单位：万亩）	12
图 20、我国玉米品种种植集中度（CR5）	12
图 21、玉米种植利润	13
图 22、玉米价格走势（元/吨）	13
图 23、种子行业净利率情况（%）	13
图 24、公司 2021 年在各区域市占率	14
图 25、公司 2020-2022 年在西南地区市占率情况	14
图 26、公司在华北地区销售收入（百万元）	15
图 27、2023-2024 黄淮海地区种子销量	15
图 28、2024 年寻找玉米高产品种黄淮海地区亩产超 1000 公斤品种	15
图 29、2024 年玉米全国推广面积前十大品种	15
图 30、公司业务拆分和预测	17
图 31、康农种业可比公司估值表	18

1 康农种业：“育繁推一体化”的区域性玉米种子龙头企业

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，以“扎根湖北，立足西南；面向全国，走向世界”为发展愿景，以科研创新为驱动的“育繁推一体化”种业企业。2022年7月，农业农村部办公厅发布《关于扶持国家种业阵型企业发展的通知》，公司被认定为国家玉米种子补短板阵型企业，是入选该阵型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。

1.1 公司主要产品构成

经过十余年的发展与沉淀，公司现已形成了以玉米种子为核心，魔芋种子和中药材种苗为辅的多元产品结构。公司自成立起深耕西南，2021年后，公司通过自主研发、合作选育等多种渠道将业务区域逐步推广到北方春播区和黄淮海夏播区，其中桦单568、吉农玉198、吉农玉218等品种已经逐步推向了东华北和黄淮海市场。

图 1、公司主要研发基地和实验室



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

公司的主要产品为玉米杂交种子，2024年占收入比重为97%。公司2024年总收入为3.37亿元，同比增长16.8%，其中玉米杂交种子收入3.27亿元，同比增长15.9%。公司除了玉米杂交种子，还有魔芋种子以及中药材种苗，目前占比很小。

图 2、公司部分主要产品

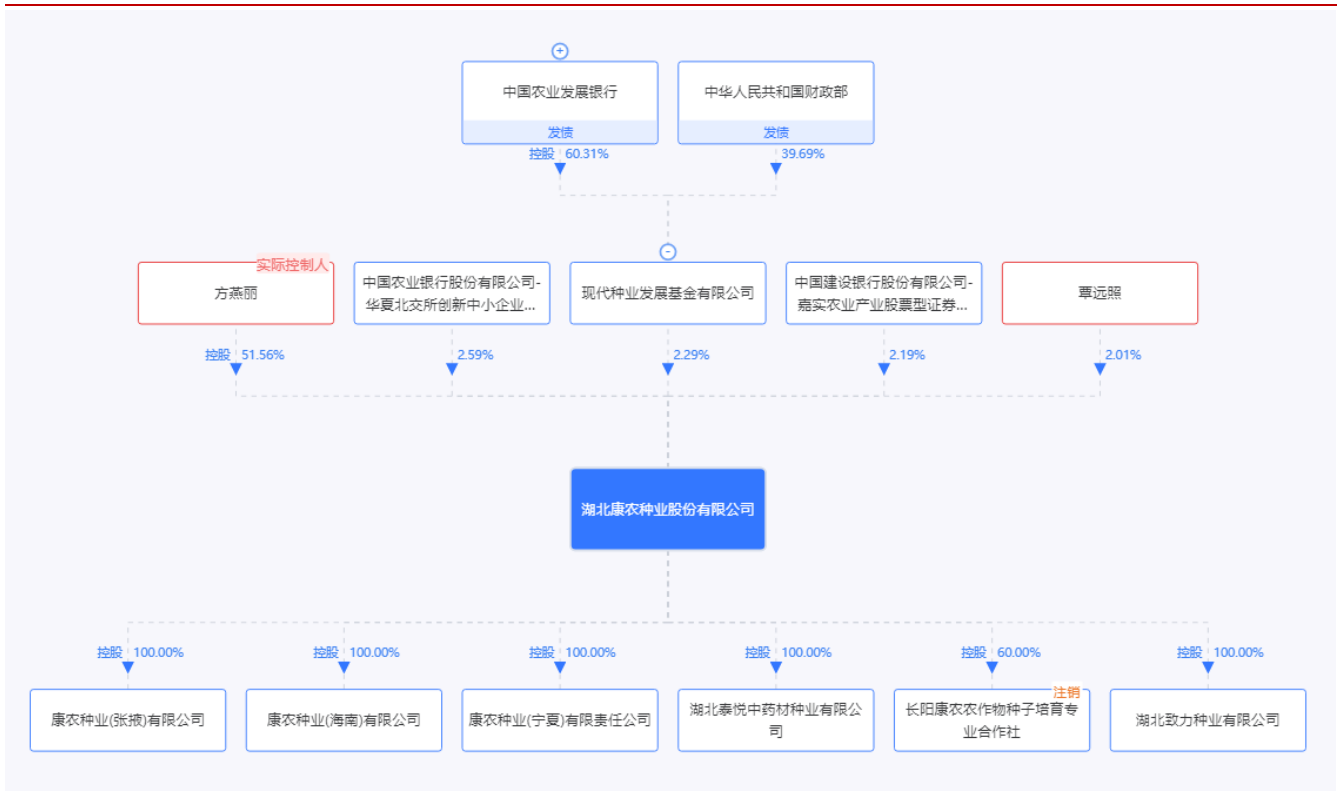
品种名称	产品样式	产品特点
康农玉 007		具有高产、稳产、适应性广的特点，适宜在西南地区和陕西汉中地区的平坝丘陵和低山区种植。该品种于 2015 年通过国家审定，生产试验平均亩产 602.80 千克，比对照渝单 8 号增产 11.40%
康农 2 号		具有抗大斑病、抗倒伏等优良性状，适宜在热带和亚热带的低热河谷地区种植。2018-2019 年参加热带亚热带玉米组绿色通道区域试验，两年平均亩产 616.2 千克，比对照桂单 162 增产 8.2%。2019 年生产试验，平均亩产 574.1 千克，比对照桂单 162 增产 7.7%
康农玉 109		具有抗穗腐病、大斑病等优良性状，适宜在四川省山区春玉米类型区种植。2016 年参加四川省玉米山区组区试，平均亩产 638.7 公斤，比对照荃玉 9 号增产 12.5%，2017 年续试平均亩产 585.9 公斤，比对照荃玉 9 号增产 6.2%，两年区试平均亩产 612.3 公斤，比对照荃玉 9 号增产 9.4%。
康农玉 108		具有抗灰斑和抗穗腐的特点，适宜在西南地区平坝、丘陵、低山地区种植。分别在 2011 年、2012 年通过了湖北和四川省级农作物审定。在湖北和四川的生产试验中，平均亩产分别为 684.11 公斤、534.80 公斤，分别比对照鄂玉 10 号和川单 13 增产 12.54%、19.00%
康农玉 999		具有耐灰斑、穗腐轻、抗倒伏的特点，适宜在西南地区平坝丘陵地区种植。该品种于 2015 年通过湖南省级农作物审定，两年区域平均亩产 521.30 公斤，比对照临奥 1 号增产 9.00%
富农玉 6 号		具有植株穗位较高，抗灰斑、抗穗腐的特点，适于在西南地区低山及二高山地区作春玉米种植。该品种于 2016-2017 年参加湖北省玉米山区组品种区域试验，两年区域试验平均亩产 687.76 公斤，比对照双玉 919 增产 8.98%

资料来源：招股说明书，江海证券研究发展部

1.2 股权结构：实控人持股比例过半，管理层专业能力强

方燕丽女士和彭绪冰先生为公司的实际控制人，在公司均担任重要职位。公司实控人为方燕丽女士和彭绪冰先生夫妇，截止 2025 年三季报，其直接控股比例为 51.56%。方燕丽为公司董事长，彭绪冰为公司董事、总经理，对公司日常经营掌控力强。公司一致行动人为覃远照、彭绪伟、方明、熊风华，其均和实控人有亲戚关系。

图 3、公司股权结构情况



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

实控人彭绪冰先生为公司首席专家，从事科研育种多年。彭绪冰先生是正高职高级农艺师、第五届国家农作物品种审定委员会玉米专业委员。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、湖北省“五一劳动”奖章等荣誉。现任公司首席专家，带领公司选育优良品种。

图 4、公司主要管理人员

姓名	职务	个人简历
方燕丽	董事长,董事	1973 年 11 月出生, 2002 年 1 月至 2007 年 8 月, 自主创办长阳县禾嘉种业门市部, 主要从事农作物种子的推广和经营; 2007 年 9 月至 2021 年 4 月任湖北康农种业股份有限公司总经理; 2007 年 9 月至今, 历任湖北康农种业股份有限公司执行董事(有限公司阶段)和董事长(股份公司阶段)。
彭绪冰	总经理	1970 年 5 月出生, 大专学历, 正高职高级农艺师、第五届国家农作物品种审定委员会玉米专业委员。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、湖北省“五一劳动”奖章等荣誉。1988 年 7 月至 1996 年 7 月, 任职于长阳县农科所, 历任科员、所长、玉米选育课题负责人; 1996 年 7 月至 2001 年 2 月, 任长阳县种籽公司玉米育种课题负责人; 2011 年 12 月至 2020 年 12 月期间被选聘为湖北省个人科技特派员派驻公司, 担任湖北康农种业股份有限公司首席专家; 2021 年 1 月至今, 任湖北康农种业股份有限公司首席专家、董事。2021 年 4 月至今, 任湖北康农种业股份有限公司首席专家、董事、总经理。
彭绪伟	副总经理	1983 年 3 月出生, 大专学历。2006 年 8 月至 2007 年 8 月, 任长阳县禾嘉种业门市部员工; 2007 年 9 月至 2015 年 10 月, 任康农有限科研部经理、副总经理; 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。
彭聿康	副总经理	1996 年 11 月出生, 研究生学历、硕士学位。2020 年 12 月至 2025 年 7 月, 担任湖北康农种业股份有限公司总经理助理。
李丹妮	副总经理	1983 年 9 月出生, 本科学历。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党支部书记兼行政经理; 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	副总经理	1971 年 5 月出生, 大专学历。1992 年 3 月至 2001 年 12 月, 任长阳县国税局专管员; 2002 年 1 月至 2007 年 8 月, 任湖北长阳禾嘉种业门市部经理; 2007 年 9 月至 2015 年 10 月, 任康农有限生产部经理、副总经理; 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; 2023 年 2 月至今, 任康农种业(宁夏)有限责任公司执行董事、总经理; 2024 年 6 月至今担任康农种业(张掖)有限公司执行董事、总经理。
孙涛	财务负责人	1983 年 9 月出生, 本科学历。2019 年 5 月至 2021 年 5 月, 任东方证券股份有限公司宜昌西陵一路证券营业部机构业务总监; 2021 年 6 月至 2025 年 4 月, 任五峰赤诚生物科技股份有限公司财务总监; 2025 年 5 月至 2025 年 7 月, 任湖北康农种业股份有限公司财务副总监。
李丹妮	董事会秘书	1983 年 9 月出生, 本科学历。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党支部书记兼行政经理; 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; 2021 年 1 月至今, 任湖北康农种业股份有限公司董事会秘书。

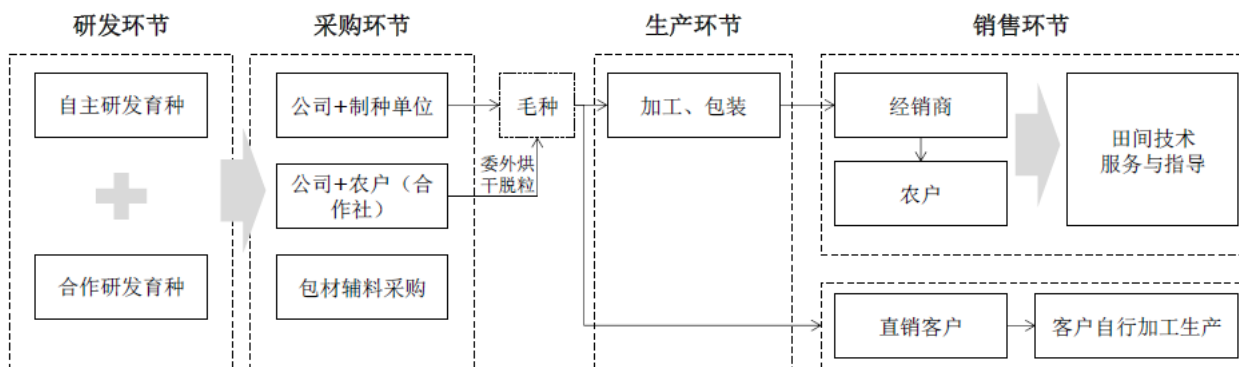
资料来源：公司公告、江海证券研究发展部

1.3 公司业务模式和经营情况

公司为育繁推一体化企业，自主创新为主，合作研发和引进吸收为辅。种子业务涉及育种、制种和推广销售三个主要环节，其中**育种环节**主要是品种的研发，公司主要以自研为主，合作研发和引进吸收为辅。通常来说新品种的育种周期需要经历 7-8 年的时间，较长的研发培育周期考验决策人的战略眼光和决策能力。**制种环节**主要是公司研发出品种，提供亲本，委托制种

单位（或者农户、合作社）制种，主要是根据市场需求情况、客户和终端用户偏好并结合自身新品种推广情况预估未来一个销售季度的计划销量，确定制种品种和面积，公司主要采取“公司+制种单位”模式制种，辅以“公司+农户（合作社）”模式制种。**推广环节**主要是种子的销售，通常销售模式以经销商为主，直销为辅。公司种子产品主要面向西南地区的中小种植户，数量庞大且分布偏远分散，因此公司主要采用经销的方式进行销售。

图 5、种子选育主要环节



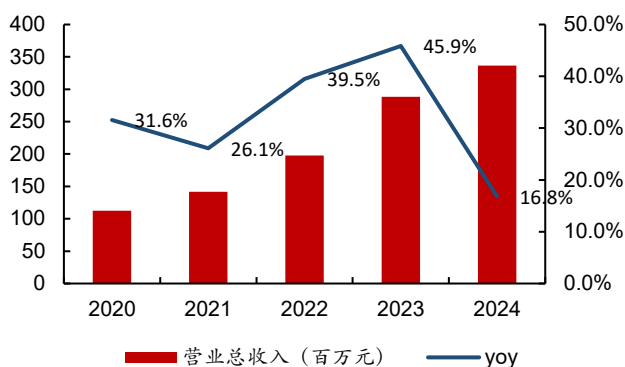
资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司不断推陈出新，扩大销售范围，收入稳步增长。公司 2020 年收入为 1.12 亿元，到 2024 年，公司收入实现 3.37 亿元，4 年收入复合增速达到 31.6%。公司强化西南地区核心优势地位，进一步拓展黄淮海市场，挺进东华北市场，销售范围不断扩大。从品种上看，公司除了稳固玉米种子外，增加了魔芋种子和中药材种苗业务。

从地区营收来看，公司从西南地区走向全国。2020 年公司有 61% 的收入来自西南地区，34% 来自华中地区；截止到 2024 年末，公司在华中地区的收入超过西南地区，成为公司第一大收入地区，同时，华北、华东地区的收入占比也逐年增加，这两个地区属于黄淮海夏播市场，公司的收入布局已经走向全国。

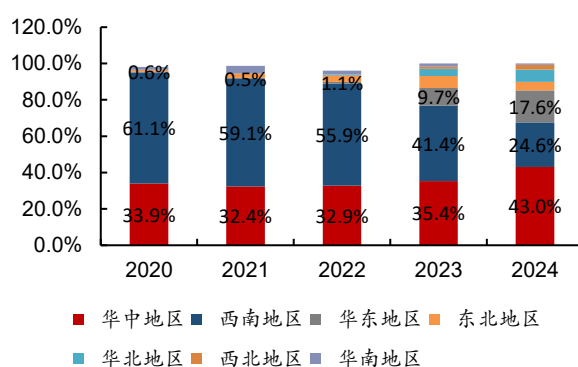
由于行业属性，公司营业收入集中在四季度确认。由于种子的销售旺季是在四季度，3-9 月通常为制种期，收入较少，但费用刚性，因此会出现季度亏损的情况。

图 6、公司收入稳步增长



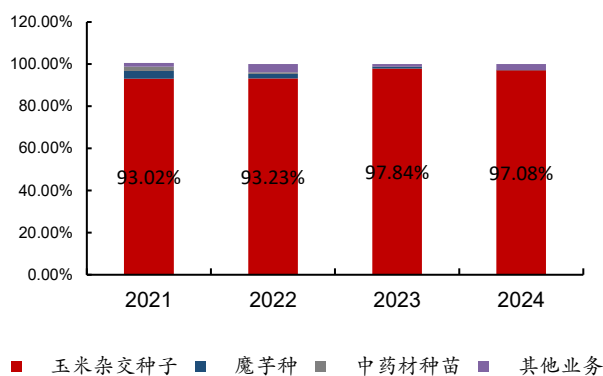
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 7、华中和华东地区收入占比逐步增加



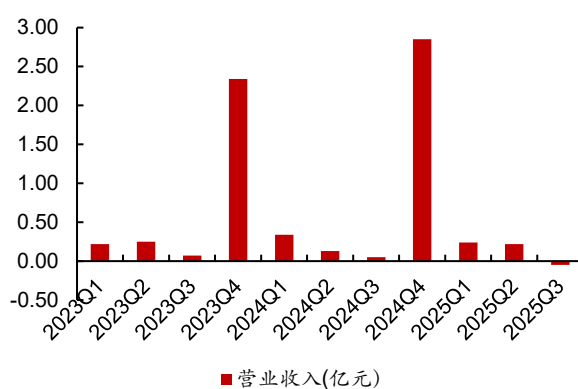
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 8、公司收入以玉米种子为主（占收入比重%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

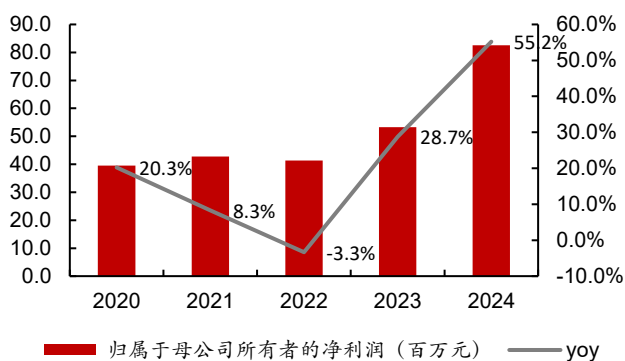
图 9、公司收入主要在四季度确认



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

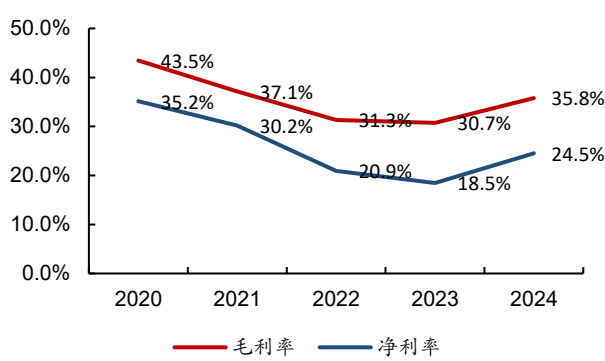
由于天气原因，公司近几年制种成本上升，利润增速慢于收入。公司 2020 年到 2024 年归母净利润从 3950 万到 8260 万，复合增速为 20.3%，略慢于收入增速，主要是由于上游制种成本增加以及市场竞争加剧所致。

图 10、公司归母净利润和增速



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 11、公司毛利率和净利率



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

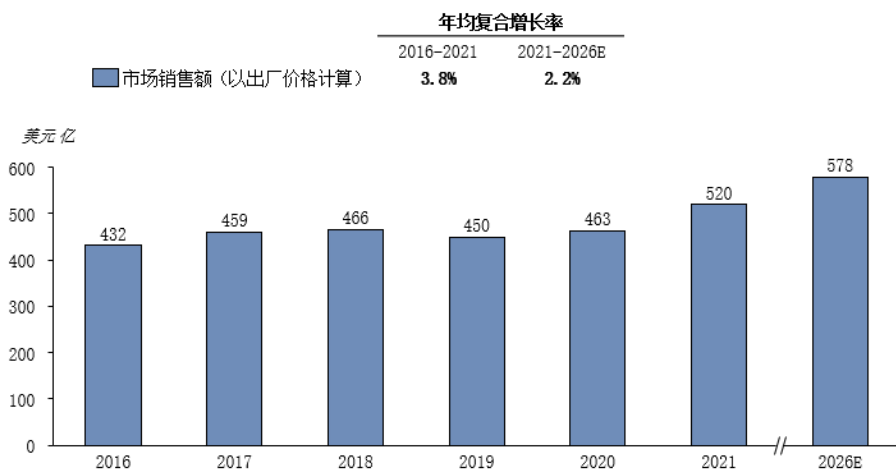
2 种子是农业的“芯片”，是保障粮食安全的重要基础

2.1 种子行业市场规模增速相对平稳

2.1.1 种子行业市场规模稳步增长，生物育种是发展方向

根据 Kynetec 统计数据，全球种业的市场规模由 2016 年的 432 亿美元增长至 2021 年 520 亿美元，年均复合增长率为 3.8%，预计 2026 年整体市场规模将增至 578 亿美元，年均复合增长率为 2.2%。

图 12、全球种业市场规模 2021-2026 年复合增速为 2.2%



资料来源：Kynetec，灼识咨询，先正达招股书，江海证券研究发展部

全球生物育种的规模由 2016 年 200 亿美元增长至 2021 年的 221 亿美元，年均复合增长率为 2.1%，生物育种在北美和南美的渗透率较高，市场规模增速相对平稳。2021 年，生物育种在全球种业市场中的占比约为 42.6%。其中，玉米和大豆是最重要的生物育种种子产品，合计占比超过 80.2%；预计 2026 年生物育种市场规模将达 268 亿美元，年均复合增长率为 3.9%，生物育种在中国的推广应用预计将成为市场增速的原因之一。

根据 Kynetec 数据，2021 年我国种业市场规模达 660 亿元，过去 5 年年均复合增长率 6.2%，市场规模居全球第二，仅次于美国。预计到 2026 年，市场规模将达 893 亿元，年均复合增长率 6.2%，我国市场增速明显高于世界其他主要农产区，增长潜力较大。

图 13、我国种业市场规模 2021-2026 年复合增速为 6.2%



注：假设 2026 年美元兑人民币汇率为 1:7

资料来源：Kynetec，灼识咨询，先正达招股书，江海证券研究发展部

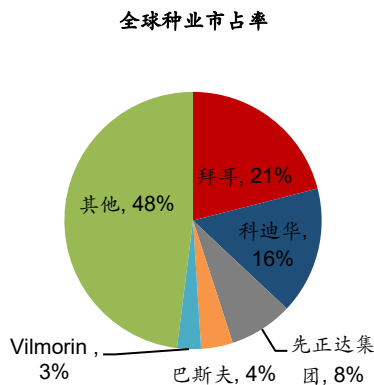
中国是世界上最大玉米消费国，并且拥有全球最大的玉米种植面积，但平均单产仅为美国的一半，主要由于对具有先进性状的生物育种玉米商业化不足导致。未来，随着生物育种和基因编辑技术的不断发展和商业化，玉米等饲料作物种子存在可观商业空间。

2.1.2 全球种业市场集中度相对较高，但我国格局分散

全球市场，根据 Kynetec 统计数据，2021 年全球前 5 大种子公司市占率达到 52%，其中拜耳市占率第一，为 21%，其次是科迪华，市占率为 16%，第三是先正达集团，市占率为 8%。

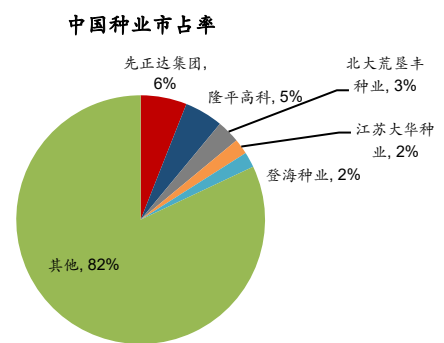
中国市场，根据前瞻产业研究院和灼识咨询统计数据，2021 年先正达集团（含荃银高科）在中国种子行业市场占有率排名第一，占比为 6%，第二是隆平高科，市占率为 5%。中国前 5 大市场市占率为 17%。

图 14、全球种业市场格局（2021）



资料来源：前瞻产业研究院，灼识咨询，先正达招股说明书；
江海证券研究发展部

图 15、中国种业市场格局（2021）



资料来源：前瞻产业研究院，灼识咨询，先正达招股说明书；
江海证券研究发展部

2.2 我国玉米种子市场供大于求，优质种子资源稀缺

玉米是我国重要的粮食作物、饲料作物，是食品、化工、燃料、医药等行业的重要原料，其生产关系到国家粮食安全，对国民经济具有重要意义。我国已由玉米净进口逐步转为供求平衡或略有结余，优良玉米品种的选育与推广应用对产量的提高发挥了重要作用。玉米种子是我国用种面积、规模最大的农作物种子。

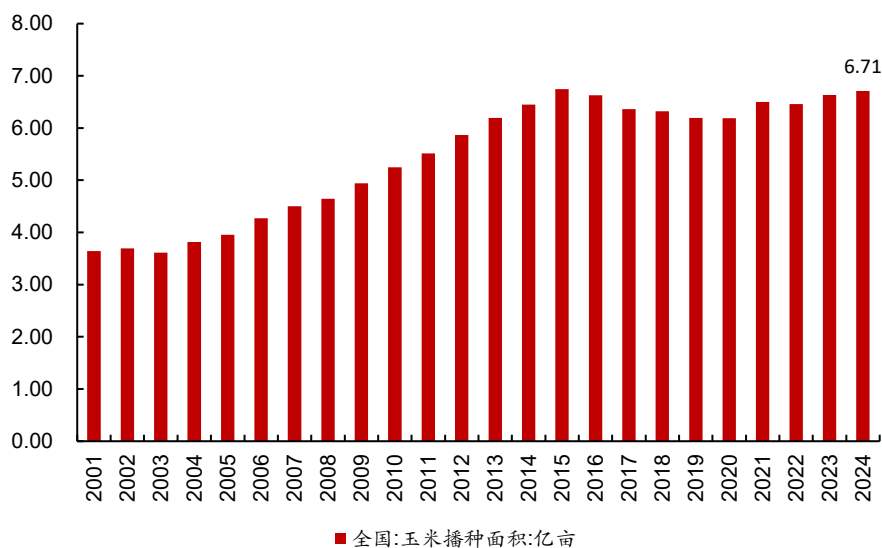
种子市场规模约等于农作物用种面积、每亩用种量、种子商品化率和种子价格的积数。我国玉米种子基本为杂交种，杂交种继承父母本的优良性状，且产量一般远高于父母本，但杂交优势只限一代，后代会出现性状分离，故需每年制种，目前我国玉米种子商品化率接近 100%。

2.2.1 我国玉米种植面积稳步增长

玉米是我国生产面积最大的粮食作物，在粮食安全中具有重要战略地位。我国玉米种植分布广泛，优势区域主要分布在东北经黄淮海向西南西北延伸的广阔地区，主要包括东华北春播区、黄淮海夏播区、西南山地玉米区和西北旱地玉米区。

2021 年，农业农村部发布《关于落实好党中央、国务院 2021 年农业农村重点工作部署的实施意见》，明确要求东北和黄淮海地区增加玉米种植面积 1,000 万亩以上，黑龙江省明确扩大种植面积，目标 9,000 万亩以上。随着玉米种植热度回升，玉米种子需求旺盛。根据国家统计局数据，2024 年全国玉米种植面积回升至 6.7 亿亩。

图 16、我国玉米播种面积（亿亩）

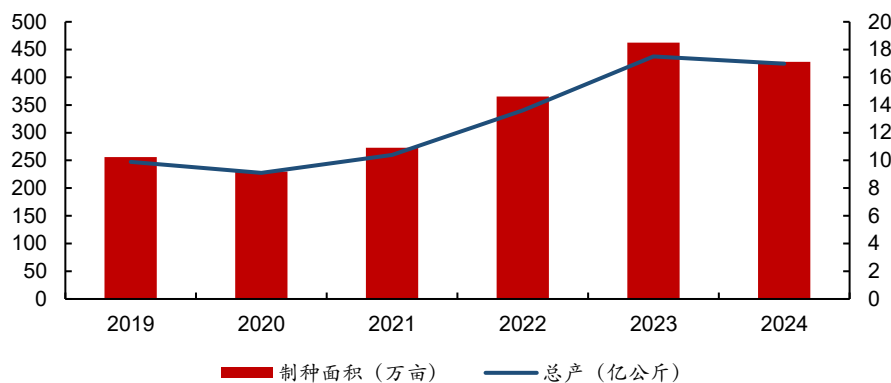


资料来源：国家统计局，iFind，江海证券研究发展部

2.2.2 玉米种子供大于求，同质化严重

2024 年我国玉米制种面积为 428 万亩，对应新产玉米种子 17 亿公斤，加上上季有效库存 5.4 亿公斤，总供应量达到 22.4 亿公斤，而我国总需求量仅为 12.8 亿公斤，2024/2025 年玉米种子整体供需比为 175%，供给远大于需求，部分品种审定后未上市即成为“死库存”。

图 17、2019~2024 年全国玉米种子生产面积和产量



资料来源：中国农技推广中心，江海证券研究发展部

我们认为由于我国玉米种子制种企业小而散，专业化水平较低，且种子之间同质化严重，创新能力弱，导致供需失衡现象。

过去 5 年我国年进口量均超 1000 万吨，最高达 2800 万吨。虽然高产耐密、易机收、耐高温耐盐碱、高蛋白等新需求涌现，但突破性品种缺乏。数

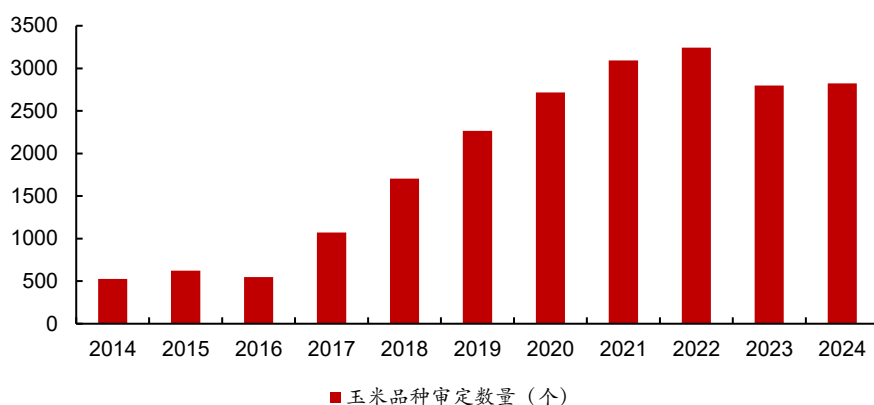
据显示，我国玉米单产十年间从 400 公斤/亩增至 430 公斤/亩，单产增幅每年不到 1%，但与美国的差距还是在拉大。

2.2.3 政策提高品种审定标准，行业洗牌有望加速

2014 年国家农业部深化“放管服”改革后，农作物品种审定数量从 2016 年起显著增长，主要得益于品种审定流程简化、鼓励科研单位和企业合作，加速新品种推广，但同质化问题也开始显现。2021 年，国家提高玉米品种审定标准，该标准提高了品种产量指标，稻高产稳产和绿色优质品种产量指标总体提高 2 个百分点，玉米高产稳产品种产量指标提高 2 个百分点，玉米绿色优质、鲜食、青贮等专用特用品种产量指标比同类型对照品种提高 3% 以上。2023-2024 年我国过审品种数量开始回落。

2025 年 6 月，我国新修订了《植物新品种保护条例》，农业农村部明确 2025 年起开展品种全链条管理专项行动，力争 3 年内实质性解决同质化问题。

图 18、我国品种审定数量（个）



资料来源：国家种业大数据平台，江海证券研究发展部

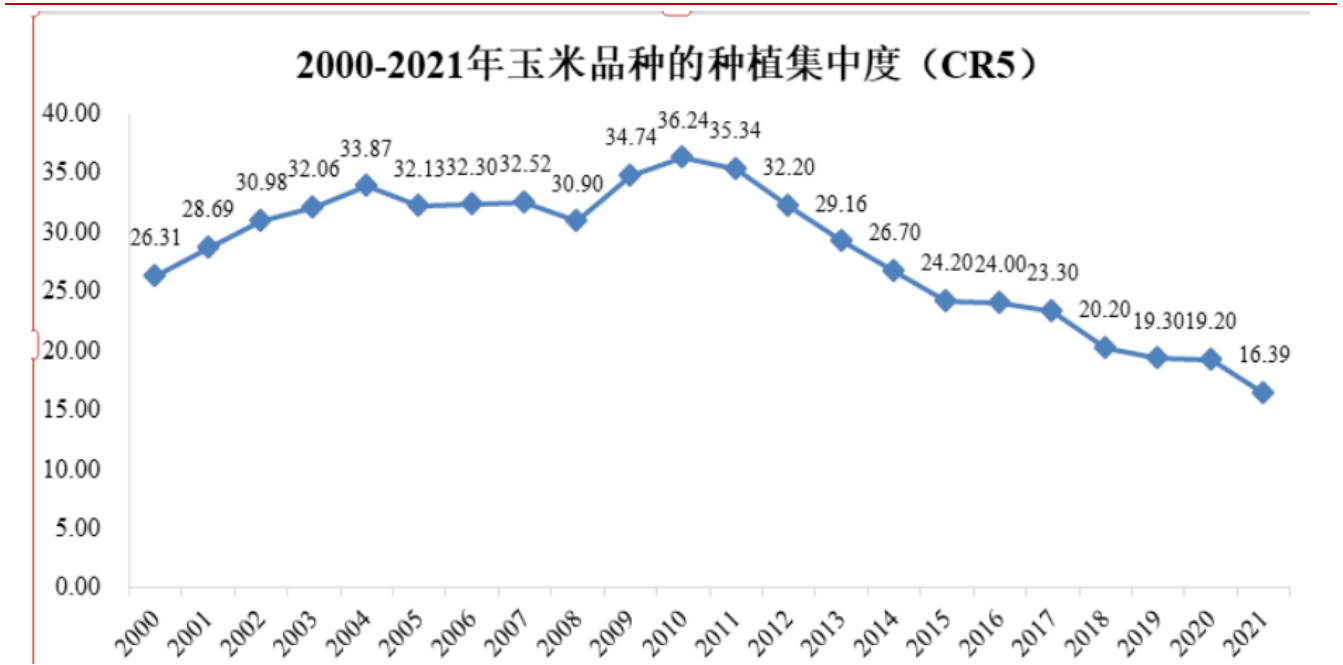
2017 年排名前十的玉米品种种植面积总和占全国玉米总面积为 20.36%，自 2018-2020 年呈逐年下降态势，分别 19.43%、17.73%、18.03%。2021-2023 年，全国排名前十的玉米品种推广种植面积总和占玉米总面积稳定在 15% 左右。说明市场推广的品种总数急剧增加，传统大品种的市场份额被中、小面积的品种挤占掉一部分面积，但千万亩级的大品种仍然会持续稳定占领主要市场。

图 19、2017-2023 年全国前十大玉米品种（单位：万亩）

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积
1	郑单 958	3441	郑单 958	3074	郑单 958	2819	郑单 958	2798	郑单 958	1825	裕丰 303	1621	MY73	2088
2	先玉 335	2526	先玉 335	2027	京科 968	1460	京科 968	1493	裕丰 303	1501	郑单 958	1453	裕丰 303	1695
3	京科 968	2016	京科 968	2018	先玉 335	1334	裕丰 303	1460	中科玉 505	1304	中科玉 505	1377	中科玉 505	1300
4	登海 605	1427	登海 605	1370	登海 605	1278	登海 605	1272	京科 968	1302	京科 968	1242	京科 968	1005
5	浚单 20	800	德美亚 1 号	752	裕丰 303	1235	中科玉 505	1168	登海 605	1288	登海 605	1219	登海 605	947
6	伟科 702	756	伟科 702	701	中科玉 505	776	先玉 335	1132	先玉 335	833	沃玉 3 号	609	郑单 958	932
7	隆平 206	587	裕丰 303	653	浚单 20	564	联创 808	543	天农九	622	东单 1331	531	瑞普 909	677
8	大丰 30	482	浚单 20	606	伟科 702	521	伟科 702	485	联创 808	480	先玉 335	475	联创 839	616
9	翔玉 998	479	隆平 206	569	联创 808	498	隆平 206	439	伟科 702	478	秋乐 368	450	东单 1331	612
10	鑫玉 16	437	联创 808	512	隆平 206	494	浚单 20	370	东单 1331	458	联创 839	443	现代 959	566
合计		12951		12282		10979		11160		10091		9420		10438
占比		20.36%		19.43%		17.73%		18.03%		15.54%		14.58%		15.74%

资料来源：种业商务网，江海证券研究发展部

图 20、我国玉米品种种植集中度（CR5）



资料来源：招股说明书，江海证券研究发展部

2.3 玉米种子利润水平和玉米价格密切相关

玉米种子盈利有一定的周期性，一方面和品种的推广周期相关，另一方面也和大宗玉米价格利润波动相关。2013 年，农业部放开国审玉米品种绿色通道，国审品种数量在 2016 年后大幅增加，相对应从 2014 年开始，种子行业净利率开始大幅下行，尽管 2020 年到 2023 年玉米价格上涨，玉米种植行业净利率提升，但由于种子行业竞争激烈，整体种子行业净利率较 2014 年前依然下降。2021 年，农业部提高了玉米新品种审定标准，品种审定数量开始

下降,但由于玉米价格在 2023 年持续下跌,导致玉米种植利润处于底部状态,因此目前整体种子行业景气度依然处于底部区域。

图 21、玉米种植利润



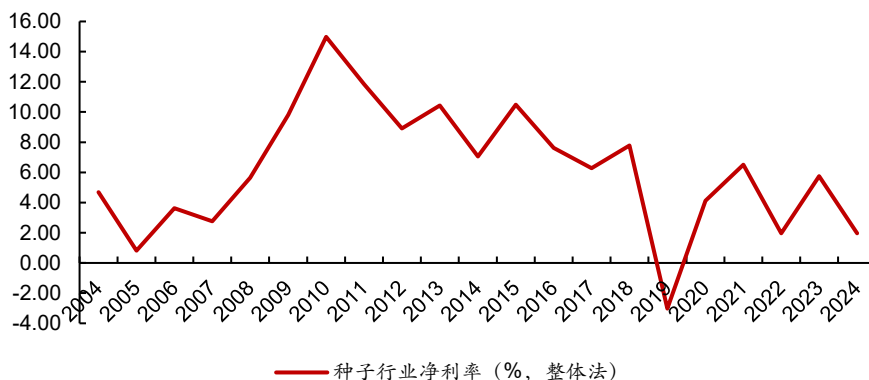
资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

图 22、玉米价格走势图 (元/吨)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

图 23、种子行业净利率情况 (%)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

3 公司主要看点: 立足西南, 全国扩张

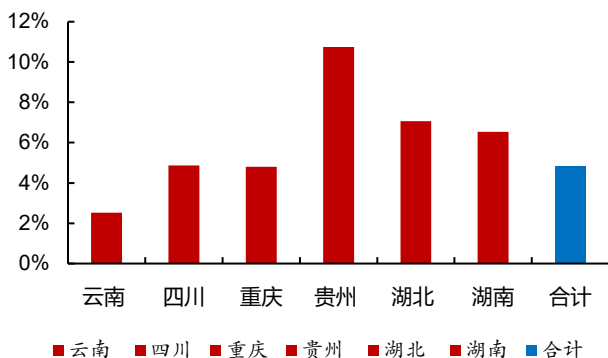
3.1 西南地区通过品种迭代实现新的增长

西南山地区和南方丘陵区是公司传统的优势区域,公司在该区域内深耕多年,具有多个适宜当地种植的优质品种且市场认可度、知名度较高。西南地区具有地域间生态差异大、土壤贫瘠、阴湿寡照、自然灾害频繁、耕作栽培粗放等特点,因此该区域内尚未形成如黄淮海夏播区的郑单 958、京科 968、登海 605 等推广面积很大的品种。我国 2016 年平均每个品种的推广面积达到 48.90 万亩,而由于地域差异的原因,西南地区的云南省和四川省平均每个品种的推广面积仅为约 15 万亩,而黑龙江、河南、山东等地区平均每个品

种的推广面积则超过 40 万亩，说明西南地区、湖南湖北地区的品种集中度远低于北方春播区和黄淮海夏播区。因此，公司也因地制宜地选取了多品种共同推广的战略，为西南山地区和南方丘陵区的终端种植户提供多种可选品种方案，在丰富了下游终端客户品种选择的同时也从整体上提升了公司的市场占有率。

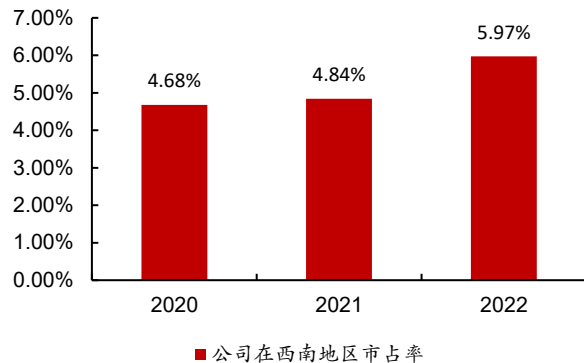
在西南山地区和南方丘陵区玉米种子品种较为分散的大背景下，2022 年公司富农玉 6 号、康农 2 号、康农玉 007 和康农玉 999 等主打品种在主要销售区域内（即云南、四川、重庆、贵州、湖南、湖北六个省市）的市场占有率均超过了 0.5% 的水平，公司全部产品的市场占有率达到 5.97%，说明公司产品在对应区域已经具有较强的竞争力。

图 24、公司 2021 年在各区域城市占率



资料来源：招股说明书，江海证券研究发展部

图 25、公司 2020-2022 年在西南地区市占率情况



资料来源：招股说明书，江海证券研究发展部

2024 年，公司在西南区域销量下滑主要是由于公司品种处于更新迭代期。西南地区是公司的传统优势区域，销售的玉米种子品牌是公司传统的优势品种（主要包括康农 2 号、康农玉 007、康农玉 999 等），虽然品种的市场表现良好，但受全国玉米种子整体供过于求的影响，公司西南区域的玉米品种产品处于更新迭代期（特别是公司近年来主推品种在云南省、贵州省尚未完成引种），因此销售量和销售收入均出现了一定的下降。

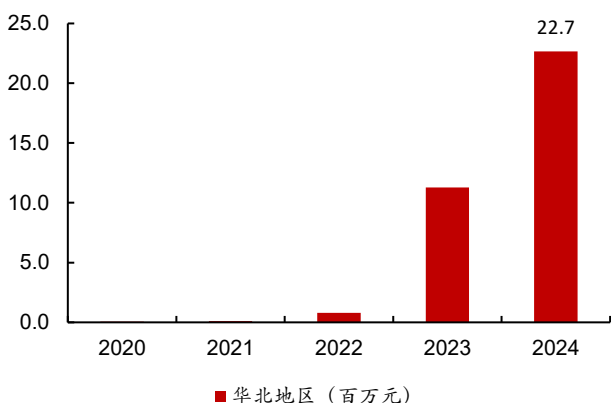
2025 年公司在西南地区计划通过新品种的迭代，来填补过去的弱势区域，来实现新的增长。过去公司主要推广康农玉 007、康农玉 108 等一系列品种，以应对气候变化带来的挑战。现在公司在西南区域主动迭代，推出了适应中低海拔的美谷 999、中高海拔的高康 2 号、美谷 108 等新品种，这些品种在抗病、产量以及观赏性等方面表现的特别突出。

3.2 康农玉 8009 主攻黄淮海市场

康农玉 8009 是公司进军黄淮海市场的主要品种，2024 年销量出现高速增长。近年来，公司的经营核心战略是大力拓展黄淮海夏播区市场，并已经依托于康农玉 8009 这一优势品种迅速打开并占领了市场。2024 年四季度，公司面向黄淮海夏播区出货 1098.99 万公斤，较 2023 年四季度的 413.75 万公斤进一步增长了 165.62%。

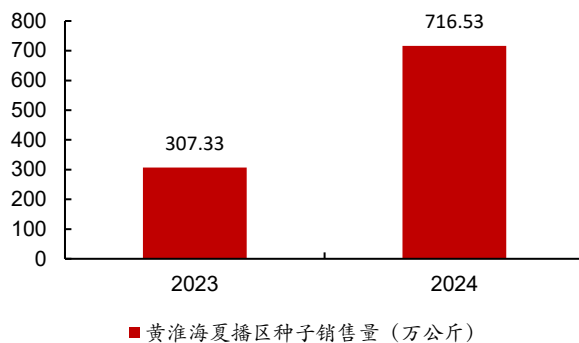
康农玉 8009 于 2023 年通过国家审定（国审玉 2023150），是公司进入黄淮海地区的主推品种。康农玉 8009 品种以其优质耐密、耐高温、抗逆性好、抗病抗倒、广适好种等优势，在黄淮海、西南等多地表现性状稳定，高产稳产，是引领温热玉米种质融合新时代的标杆品种，入选 2025 年度国家农作物优良品种推广目录。“康农玉 8009”从开始布点试种到大面积推广种植，实现跨越式发展，2024 年推广面积 260 万亩，2025 年推广近千万亩。

图 26、公司在华北地区销售收入（百万元）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 27、2023-2024 黄淮海地区种子销量



资料来源：公司 2024 年报问询函回复，江海证券研究发展部

图 28、2024 年寻找玉米高产品种黄淮海地区亩产超 1000 公斤品种

品种	测产产量/亩 (公斤)
京科 836	1106.65
康农 8009	1089.12
君育 136	1086.49
京科 355	1086.1
豫单 883	1082.85
MY73	1054.3
九圣禾 6116	1051.91
汉玉 919	1029

图 29、2024 年玉米全国推广面积前十大品种

排名	品种名称	面积 (万亩)
1	MY73	2097
2	裕丰 303	1947
3	中科玉 505	1498
4	联创 839	871
5	登海 605	815
6	京科 968	792
7	中玉 303	790
8	现代 959	716
9	郑单 958	700

熙单 33	1023.11	10	东单 1331	659
-------	---------	----	---------	-----

资料来源：中国种子协会，江海证券研究发展部

资料来源：全国农业技术推广服务中心，江海证券研究发展部

公司未来将以康农 8009 为进军黄淮海的抓手，加之后续研发产品推广，构建品种组合，扩大市占率。公司正加强后续品种的研发和布局，除康农玉 8009 外，公司在黄淮海区域的多个新品种正在审定阶段，该类品种的赛道与康农玉 8009 不存在重叠，因此通过这些品种的布局，相信能够显著提高市场占有率，实现多渠道经营，进一步提升公司在黄淮海地区的市场竞争力。

3.3 公司与当地农科院合作，加强在东北区域研发力度

2024 年度，公司在东北地区销售的主要品种是吉农玉 198、康农玉 598、康农玉 706 等品种，由于品种审定前置资格的限制，康农玉 8009 等优质品种尚未进入东北市场，依靠现有的品种还不能与东北地区成熟的市场品种竞争，因此只能以降低销售价格的方式维护目前的市场份额，2024 年该地区销售数量略有下降，与该地区激烈的市场竞争有关。但在东北区域出现穗腐病问题时，公司品种吉农玉 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。

3.4 转基因：有序推进中

公司已办理转基因生产经营许可证，审定的康农 20065KK 是一个直接选育的转基因品种，该品种经过去年的示范和今年的推广，表现出良好的苗期出苗情况和生长态势。由于是直接选育的转基因品种，不存在与原品种的对比问题，且在选育过程中经过严格筛选，因此公司认为该品种表现稳定。2025 年公司已安排 300 多亩的示范种植，并计划 2026 年有序扩大生产，以进一步推广该品种。

此外，公司在西南地区还有一个品种处于示范制种阶段，公司计划深耕这一市场，因为它是公司的传统优势区域。在黄淮海和东华北地区也正积极参与区域试验，推动转基因技术的应用与推广。

4 盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

- 1) 玉米杂交种子:** 我们预计 2025-2026 年国内玉米价格或将稳中有升, 公司以康农玉 8009 为核心, 同时不断研发新品种上市, 持续扩大全国销售范围, 驱动公司销量增长。价格方面, 由于公司价格较高的品种增速较快, 因此我们预计公司整体种子价格稳中有升。综上, 我们预计公司 2025-2027 年玉米杂交种子收入分别为 4.30 亿、5.46 亿和 6.50 亿, 同比增 31.6%、26.8%和 19.1%。高毛利品种占比有望提升, 加之预计“公司+农户”制种比例提升, 我们预计公司 2025-2027 年玉米种子的毛利率为 38.5%、38.9%和 39.5%。
- 2) 其他种子:** 由于公司战略重心在玉米种子, 2024 年和 2025 年上半年魔芋种子和中药材种苗基本不贡献收入, 因此我们预计 2025-2027 年公司这两块业务收入为零。
- 3) 其他业务:** 公司其他业务主要是代繁业务、玉米废料和品种试验技术服务。其中 2024 年公司有新增特定的代繁业务, 收入增幅较大。我们预计公司 2025-2027 年其他业务预计收入为 700、900 和 1000 万。因为代繁业务和品种试验技术毛利率较低, 因此我们假设该毛利率维持 4.5%不变。

图 30、公司业务拆分和预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	112.35	141.67	197.62	288.24	336.66	437.23	554.66	660.07
yoy		26.1%	39.5%	45.9%	16.8%	29.9%	26.9%	19.0%
毛利率	43.5%	37.1%	31.3%	30.7%	35.8%	38.0%	38.4%	39.0%
玉米杂交种子 (百万元)	107.7	131.8	184.2	282.0	326.8	430.2	545.7	650.1
		22.4%	39.8%	53.1%	15.9%	31.6%	26.8%	19.1%
销量 (万公斤)	754.61	829.86	1030.49	1434.6	1614.37	2098.7	2623.4	3095.6
		10.0%	24.2%	39.2%	12.5%	30%	25%	18%
价格(元/公斤)	14.27	15.88	17.88	19.66	20.24	20.5	20.8	21
毛利率	43.9%	37.3%	33.0%	31.2%	36.7%	38.5%	38.9%	39.5%
魔芋种子 (百万元)	2.7	5.2	4.1	2.7	0.1			
毛利率	-11.7%	19.5%	15.2%	-11.8%	6.4%			
中药材种苗 (百万元)	--	2.9	1.5	0.1	0.0			
毛利率								
其他 (百万元)	2.0	1.7	7.8	3.3	9.7	7.0	9.0	10.0
毛利率	91.8%	30.0%	-2.4%	20.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%

资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

综上，我们预计公司 2025 年-2027 年收入为 4.37/5.55/6.60 亿，同比增速为 29.9%/26.9%/19.0%，对应归母净利润为 1.00/1.27/1.57 亿元，同比增速 20.8%/26.8%/23.3%。

4.2 估值和投资建议

公司最新市值（21 亿）对应 2025-2027 年的 PE 为 21.1x/16.6x/13.5x。我们选取隆平高科（国内规模领先的种子企业，2024 年玉米种子占比为 58.62%）、登海种业（主营业务为玉米种子销售，2024 年占比 86%）和秋乐种业（“育繁推一体化”种子企业，2024 年玉米种子销售占比 50%）作为可比公司。可以看出，可比公司 2026 年平均估值为 41x，公司估值大幅低于可比公司。我们给与公司 2026 年 25xPE，目标市值 31.75 亿，首次覆盖，给与“买入”评级。

图 31、康农种业可比公司估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
隆平高科	142	2.55	4.24	5.82	55.7	33.5	24.4
登海种业	84	1.5	1.93	2.1	56.0	43.5	40.0
秋乐种业	27	0.49	0.58	0.66	55.1	46.6	40.9
均值					55.6	41.2	35.1

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

注：隆平高科、登海种业和秋乐种业 2025-2027 年盈利预测用 wind 一致预期

5 风险提示

- 1) 收入结构相对单一的风险。**公司自成立以来一直专注于杂交玉米种子的研发、生产和销售，玉米种子收入占比 90%以上，与其他同行业可比公司相比，公司尚未涉足水稻、小麦等其他主要农作物种子领域。
- 2) 品种迭代风险。**玉米种子品种具有明显的生命周期，随着旧品种进入衰退期和新品种的不断推出，旧品种的市场销量和销售毛利率都会出现显著下降。因此，种子企业需要在新品种开发方面持续投入，不断选育高产、稳产和抗逆性良好的新品种并经过审定后推向市场才能保证其市场竞争力和盈利能力。
- 3) 制种与销售不同期引发的供需风险。**玉米种子的制种与销售具有显著的季节性特征，在正常的生产经营周期中，产品销售时点要显著滞后于制种采购时点，这要求公司每年在制定制种计划时需要根据市场需

求情况、客户和终端用户偏好并结合自身新品种推广情况准确预估未来一个销售季度（即当年 10 月至次年 9 月）的拟销售品种情况和各品种计划销量。如果相关预测过于激进，后续产品销售不达预期，则会造成库存积压，在降低公司资金周转效率的同时还会引发潜在的存货减值风险。如果相关预测过于保守，后续产品销售远超制种规模，则会在一定程度上制约公司收入规模的增长，乃至出现被竞争对手抢占既有市场份额的情况。

- 4) **自然灾害和病虫害风险。**我国农业种植领域发生大规模自然灾害和病虫害的可能性较小，但局部地区发生自然灾害和病虫害的情况仍相对普遍。自然灾害和病虫害的发生对公司玉米种子的制种和销售都会造成一定影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	395	733	781	997	1081
现金	87	252	240	277	330
应收票据及应收账款	147	191	248	309	354
其他应收款	2	1	3	2	4
预付账款	8	42	24	60	39
存货	126	186	205	288	293
其他流动资产	24	61	61	61	61
非流动资产	144	174	198	225	249
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	104	122	146	173	196
无形资产	26	27	27	29	30
其他非流动资产	14	25	24	23	22
资产总计	539	907	978	1222	1330
流动负债	223	349	334	460	424
短期借款	33	13	13	68	54
应付票据及应付账款	53	109	94	162	140
其他流动负债	137	227	227	230	230
非流动负债	44	71	71	71	71
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	44	71	71	71	71
负债合计	266	420	405	531	494
少数股东权益	1	0	1	1	2
股本	39	71	99	99	99
资本公积	69	181	153	153	153
留存收益	164	235	328	442	580
归属母公司股东权益	272	487	573	690	833
负债和股东权益	539	907	978	1222	1330

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	65	93	38	35	119
净利润	54	83	100	127	157
折旧摊销	7	11	10	12	14
财务费用	-0	-2	4	5	5
投资损失	0	-1	-1	-0	-1
营运资金变动	-1	-4	-79	-113	-61
其他经营现金流	6	6	3	3	4
投资活动现金流	-67	-42	-32	-38	-36
资本支出	67	45	34	39	38
长期投资	0	1	0	0	0
其他投资现金流	0	2	2	2	2
筹资活动现金流	8	114	-18	-15	-17
短期借款	19	-20	0	55	-14
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	32	28	0	0
资本公积增加	0	112	-28	0	0
其他筹资现金流	-11	-10	-18	-70	-3
现金净增加额	6	165	-12	-18	67

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	288	337	437	555	660
营业成本	200	216	271	342	403
营业税金及附加	1	2	2	2	3
销售费用	15	25	32	41	46
管理费用	10	14	17	20	23
研发费用	11	14	19	25	30
财务费用	-0	-2	4	5	5
资产和信用减值损失	-4	-8	-4	-5	-6
其他收益	5	12	7	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	0	1
资产处置收益	0	5	1	2	2
营业利润	52	78	96	125	155
营业外收入	3	9	6	5	6
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	54	85	102	129	159
所得税	0	2	1	1	2
净利润	54	83	100	127	157
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	53	83	100	127	156
EBITDA	61	94	116	146	179
EPS (元)	0.54	0.83	1.00	1.27	1.57

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	45.9	16.8	29.9	26.9	19.0
营业利润(%)	29.0	49.3	23.5	29.6	23.9
归属于母公司净利润(%)	28.7	55.2	20.8	26.8	23.3
获利能力					
毛利率(%)	30.7	35.8	38.0	38.4	39.0
净利率(%)	18.6	24.7	23.0	22.9	23.8
ROE(%)	19.7	17.1	17.5	18.4	18.8
ROIC(%)	15.4	14.2	15.9	15.9	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	49.4	46.3	41.4	43.5	37.2
净负债比率(%)	-3.9	-34.6	-27.3	-20.1	-24.6
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.2	2.6
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.0	2.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.4	2.7	5.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.83	1.00	1.27	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.94	0.38	0.35	1.20
每股净资产(最新摊薄)	2.74	4.91	5.77	6.94	8.38
估值比率					
P/E	39.5	25.5	21.1	16.6	13.5
P/B	7.7	4.3	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	34.6	20.6	16.8	13.5	10.7

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究报告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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。