



## 大单品异军突起的黑马，全国扩张增长可期

### 投资要点

- **推荐逻辑：**1) 产品力引领品种换代，抢占市场份额，公司核心大单品“康农玉 8009”2024/2025 销售年度推广面积预计接近 1000 万亩；2) 去库存与技术迭代的双重洗牌，转基因有望扩面提速；3) 公司以传统优势的西南市场为根据地，市占率稳步上涨，2022 年达到 5.97%。同时，成功将黄淮海市场打造为强劲的第二增长曲线。
- **去库存与技术迭代的双重洗牌，转基因有望扩面提速。**行业处于周期性去库存阶段。企业普遍面临库存高企、价格战激烈、盈利能力差的困境。以转基因、基因编辑为代表的生物育种技术正进入商业化应用阶段。玉米作为我国第一大粮食作物，其单产水平仅为美国的 60% 左右，提升空间巨大。
- **产品力引领品种换代，抢占市场份额。**康农玉 8009 是由康农种业携手河南农业大学、贵州省旱粮研究所联合选育的玉米杂交新品种。2023 年获国家审定，2024 年进入大规模市场化推广窗口期。公司核心大单品“康农玉 8009”是“密植小棒型”玉米的代表，契合了国家提升粮食单产的战略方向，正引领行业从“稀植大棒”向“密植增产”的品种换代浪潮。
- **“根据地+增长极”的全国性扩张战略清晰。**早期公司主要销售区域为西南地区（包括云南省、贵州省、四川省等）以及湖北省和湖南省，销售区域集中度较高；2021 年以来，公司依托于桦单 568、吉农玉 198、吉农玉 218 等品种逐步进入了北方春播区和黄淮海夏播区的玉米种子市场。2024 年度，公司实现营业收入同比增长 16.80%。核心增长驱动力来自康农玉 8009 等黄淮海夏播区主导品种——该系列品种凭借优异的产量表现与突出的综合抗逆性，赢得了下游经销商及终端农户的广泛认可，有效推动公司在黄淮海夏播区的市场拓展落地见效，成为营收增长的关键支撑。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2025~2027 年公司 EPS 为 1.11、1.35、1.65 元，对应 PE 分别为 19、16、13 倍；给予公司 26 年 25 倍 PE，目标价 33.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**制种与销售不同期引发的供需风险、经销商管理风险、品种迭代风险、应收账款风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	337	437	545	670
增长率	16.80%	29.71%	24.86%	22.92%
归属母公司净利润（百万元）	83	110	134	164
增长率	55.21%	33.71%	21.36%	22.35%
每股收益 EPS（元）	1.20	1.11	1.35	1.65
净资产收益率 ROE	16.94%	19.08%	19.43%	19.86%
PE	17.90	19.06	15.70	12.83
PB	3.13	3.63	3.05	2.55

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：徐卿  
执业证号：S1250518120001  
电话：021-68415832  
邮箱：xuq@swsc.com.cn

分析师：赵磐  
执业证号：S1250525070003  
电话：010-57758503  
邮箱：zhaopan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：ifind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.99
流通 A 股(亿股)	0.58
52 周内股价区间(元)	17.30-35.15
总市值(亿元)	21.04
总资产(亿元)	9.40
每股净资产(元)	4.78

### 相关研究

## 目 录

<b>1 新品种“育繁推”一体化现代种业企业 .....</b>	<b>1</b>
<b>2 去库存与技术迭代的双重洗牌，转基因有望扩面提速.....</b>	<b>2</b>
2.1 供给端：去库存与技术迭代的双重洗牌.....	2
2.2 粮食安全下的“提单产”刚需，转基因有望扩面提速.....	3
2.3 主要粮食价格有望缓慢抬升 .....	4
<b>3 公司竞争优势 .....</b>	<b>4</b>
3.1 “研发驱动+模式创新” 构筑长期壁垒 .....	4
3.2 产品力引领品种换代，抢占市场份额 .....	5
3.3 “根据地+增长极” 的全国性扩张战略清晰.....	6
<b>4 盈利预测与估值.....</b>	<b>7</b>
4.1 盈利预测.....	7
4.2 相对估值.....	8
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>9</b>

## 图 目 录

图 1: 公司营业收入及增速 .....	1
图 2: 公司归母净利润及增速 .....	1
图 3: 公司分产品营收 (百万元) .....	2
图 4: 公司分产品毛利率情况 .....	2
图 5: 制种端同质化供过于求 .....	2
图 6: 杂交玉米制种面积与产量 .....	2
图 7: 玉米进口数量 (万吨) .....	3
图 8: 主要粮食价格有望缓慢抬升 (元/吨) .....	4
图 9: 我国大豆进口国主要是巴西和美国 (万吨) .....	4
图 10: 公司研发费用及研发费用率 .....	5
图 11: 公司玉米研发项目 .....	5
图 12: 公司部分产品展示 .....	6
图 13: 公司部分产品展示 .....	6
图 14: 公司部分产品展示 .....	6
图 15: 公司部分产品展示 .....	6
图 16: 2020-2022 年公司在传统优势区域的市占率不断提升 .....	7

## 表 目 录

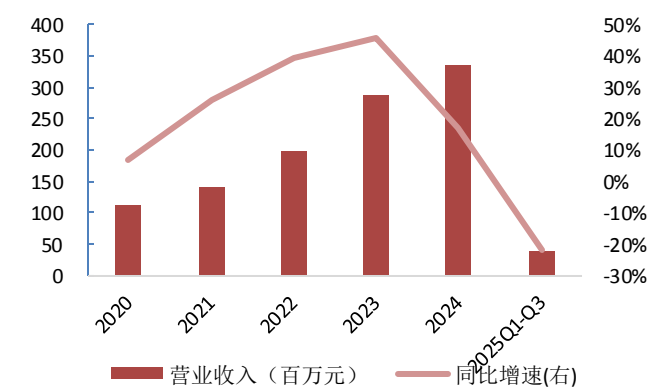
表 1: 行业政策 .....	3
表 2: 公司在传统区域内的产品市场占有率 .....	6
表 3: 分业务营收拆分表 .....	8
表 4: 可比公司估值 .....	8
附表: 财务预测与估值 .....	10

## 1 新品种“育繁推”一体化现代种业企业

康农种业是一家以玉米育种为核心的国家级“育繁推一体化”现代种业企业，入选国家种业阵型，并获评国家高新技术企业、农业产业化国家重点龙头企业等多项荣誉。2024年1月18日，公司成功于北交所上市，成为湖北省种业第一股。公司核心技术团队专注玉米育种二十载，依托丰富的种质资源与高效育种体系，持续推出多个高产优质新品种，有力支撑农业高质量发展。同时，公司积极践行科技创新战略，深化“产学研”合作，联合多所高校及科研机构共建“院士专家工作站”和联合创新中心，汇聚高层次人才，推动种业创新与可持续发展。

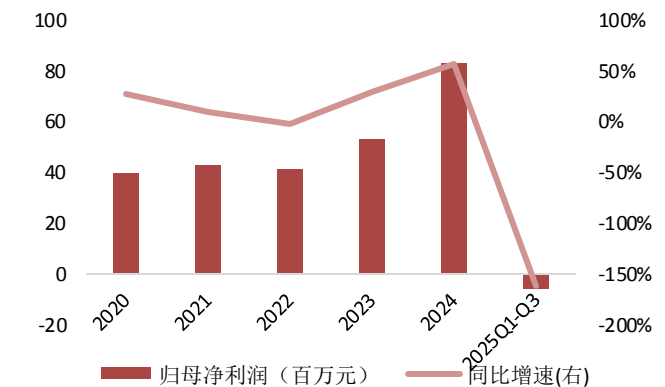
公司在分子标记、单倍体育种、基因编辑等前沿技术领域积累深厚，在抗病、耐高温、抗旱抗倒伏等性状改良方面取得重要突破，并实现多品种三系配套制种。拥有多项国家专利和植物新品种权。公司建有现代生物技术实验室、高标准育种基地和万吨级全自动加工生产线，全面推进智能化生产，严格把控种子质量。目前产品已覆盖西南玉米主产区，并加速拓展黄淮海、东华北、西北及华南市场，同时积极布局海外，开启国际化发展新阶段。

图 1：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司归母净利润及增速

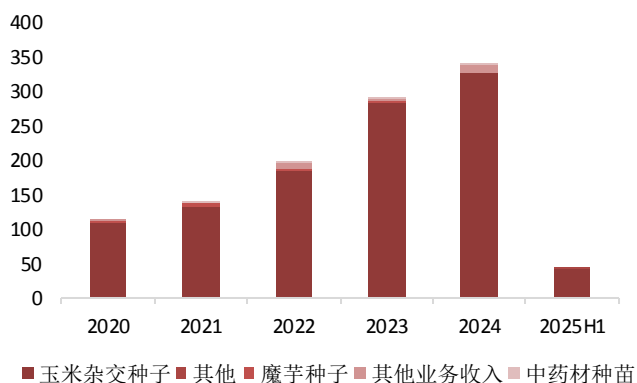


数据来源：Wind，西南证券整理

**公司业绩状况：**公司战略重心已全面聚焦于杂交玉米种子业务，该业务作为公司核心产品，常年营收占比超 90%。原有的魔芋种子和中药材种苗业务已在 2025 年中报中并入其它项，集中资源发展核心优势。公司营收稳定增长，盈利增速较高。2020~2024 年公司营业收入从 1.12 亿元增长至 3.37 亿元。归母净利润从 0.40 亿元增长至 0.83 亿元，均实现了翻倍以上的增长。

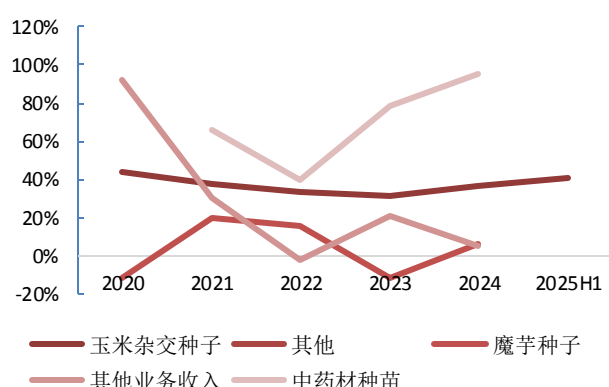
公司 2025 年前三季度实现营业收入 0.41 亿元，同比下降 21.79%；归母净利润为 -0.06 亿元，同比由盈转亏。表面上看，三季度业绩下滑严重，但这是由种子行业特有的季节性经营模式和会计处理方式导致的。三季度是销售淡季，主要是处理上一销售季的退货和折扣结算。今年由于行业竞争加剧及公司在西南地区清理老品种库存，退货率和折扣率高于预估，冲减了前期确认的收入和利润，导致账面业绩不佳。然而，判断公司真实经营情况的关键指标——合同负债，表现亮眼。截至 2025 年 9 月 30 日，公司合同负债（预收款）增至 3.51 亿元，较 2024 年年末的 0.18 亿元增长 1827.95%，同比增长 64.79%，这充分证明了市场对公司新一销售季产品的强劲需求，是业绩即将爆发的强烈信号。

图 3：公司分产品营收（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司分产品毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 去库存与技术迭代的双重洗牌，转基因有望扩面提速

### 2.1 供给端：去库存与技术迭代的双重洗牌

行业处于周期性去库存阶段。过去几年，由于品种审定门槛较低，大量同质化品种涌入市场，导致行业供给严重过剩（2024-2025 年度供需比高达 175%），企业普遍面临库存高企、价格战激烈、盈利能力差的困境。当前，行业正经历痛苦的去库存阶段，落后产能和弱小企业将被加速淘汰。但具备核心技术的优质、差异化种子（特别是转基因种子）供给尚处起步阶段，未来增长空间广阔。

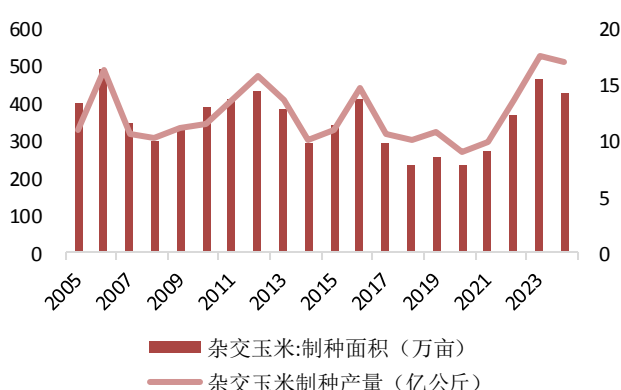
颠覆性技术革命引起变局，以转基因、基因编辑为代表的生物育种技术正进入商业化应用阶段。转基因技术能显著提升玉米的抗虫、抗除草剂等性能，从而提高产量和种植便利性。这不仅是技术的迭代，更是商业模式的重塑。拥有核心性状和优良常规品种（底盘）的企业，能将两者结合，创造出具有绝对竞争优势的“超级品种”，从而打破同质化僵局。

图 5：制种端同质化供过于求



数据来源：央视财经，西南证券整理

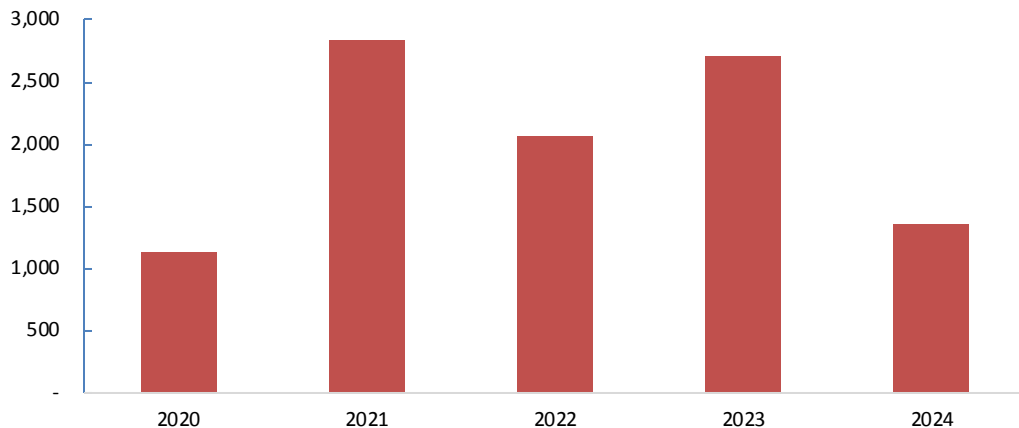
图 6：杂交玉米制种面积与产量



数据来源：ifind，西南证券整理

## 2.2 粮食安全下的“提单产”刚需，转基因有望扩面提速

图 7：玉米进口数量（万吨）



数据来源：海关总署，西南证券整理

**需求端存在粮食安全下的“提单产”刚需。**我国粮食供求长期处于紧平衡状态，在耕地面积有限的约束下，通过优良品种提升单位面积产量是保障国家粮食安全的必然选择。玉米作为我国第一大粮食作物，其单产水平仅为美国的 60% 左右，提升空间巨大。过去 5 年年进口量均超 1000 万吨，最高超 2800 万吨。因此，市场对能够实现“耐密植、抗逆、高产”的优良品种需求迫切且持续，为具备技术优势的种子提供了广阔市场和溢价空间。

**政策端加速行业集中度提升。**国家强化知识产权保护，2022 年新《种子法》实施，引入“实质性派生品种（EDV）”制度，严厉打击模仿、修饰他人品种的“短平快”育种行为，保护原始创新。国家提高准入门槛，大幅提高品种审定标准，特别是对 DNA 指纹差异位点的要求，旨在从源头控制同质化品种数量，净化市场。国家有序推进转基因产业化，明确支持生物育种产业化，通过试点逐步扩大转基因玉米的种植面积，为新技术应用打开了政策通道。

表 1：行业政策

政策名称	时间	主要内容
《种业振兴行动方案》	2021 年	提出“五年见成效”目标，从种质资源保护、创新攻关、企业扶优、基地提升、市场净化五方面全面部署。
新修订《中华人民共和国种子法》	2022 年	建立“实质性派生品种（EDV）”制度，扩大植物新品种权保护范围和环节。
《国家级转基因玉米、大豆品种审定标准（试行）》	2022 年	明确了转基因品种审定的标准和流程，为商业化铺平道路。
《加快建设农业强国规划（2024-2035 年）》	2024 年	全方位夯实粮食安全根基，全领域推进农业科技装备创新，强调推动种业自主创新全面突破，深入实施种业振兴行动，加快实现种业科技自立自强、种源自主可控等内容。
《关于加强农作物品种全链条管理的若干措施》	2025 年	提出 3 年内实质性解决同质化问题，提高品种 DNA 指纹差异位点要求，建立品种退出机制。

数据来源：政府公告，西南证券整理

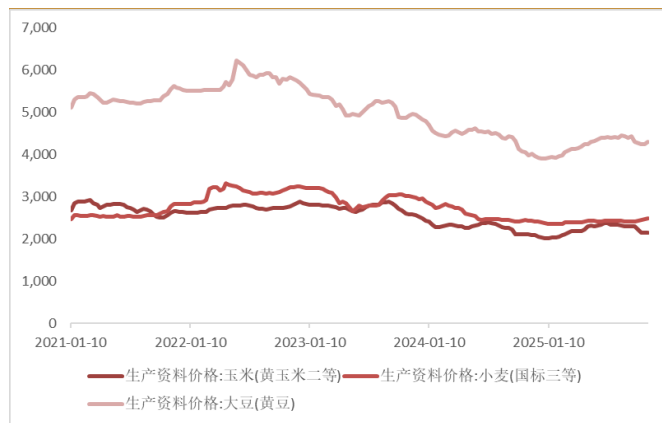


## 2.3 主要粮食价格有望缓慢抬升

主要粮食价格有望缓慢抬升。2025 年截至 10 月 31 日国内玉米/小麦/大豆价格分别同比变动+1.88%/+0.87%/+4.9%。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。2024 年后我国玉米进口数量下跌，饲用消费上升，玉米粮价周期见底，后续或迎来修复。

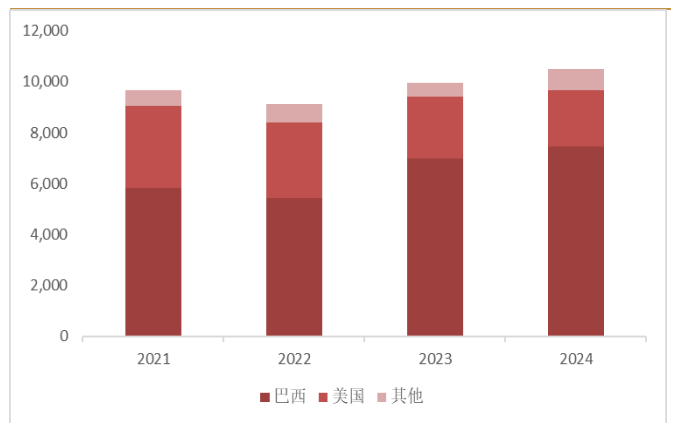
主粮（玉米/小麦/大豆）价格上行对种业公司存在系统性利好。通过提升种植收益与意愿拉动购种量、抬高“种子价格上限”改善性价比与结构、加速订单与回款改善缓解库存与减值压力、提升转基因与耐密高产等优质品种的渗透与溢价。

图 8：主要粮食价格有望缓慢抬升（元/吨）



数据来源: ifind, 西南证券整理

图 9：我国大豆进口国主要是巴西和美国（万吨）



数据来源: ifind, 西南证券整理

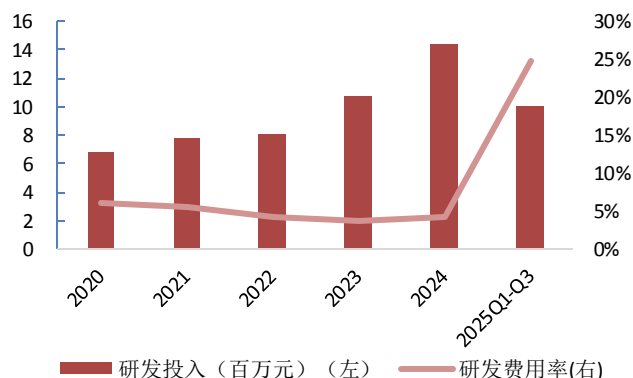
## 3 公司竞争优势

### 3.1 “研发驱动+模式创新”构筑长期壁垒

公司以育种专家出身的总经理彭绪冰为核心，形成了自主创新为主、合作研发与引进吸收为辅的机制，设立生物育种研究院并在热带亚热带、西南、东南、东华北、西北等主产区布局多点测试站，支撑全国化选育与适应性验证。公司研发投入持续增长，2024 年公司研发投入共 1437.7 万元，研发费用率达 4.3%。团队结构方面，年报披露公司期末在编研发人员 20 人（占员工总量比例为 13.79%）。

研发产出上，2024 年完成玉米新品种审定 22 个（国审 11/省审 11），开设国家/省级绿色通道试验 11 组、参试/区试/生试合计 419 个组合，并申请植物新品种保护 27 项、授权 7 项，持续以多赛道布局锚定突破性品种。

图 10：公司研发费用及研发费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司玉米研发项目

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

数据来源：公司2024 年报，西南证券整理

商业模式上，康农种业的“种粮一体化”以“育种研发-订单种植-专业收储-精深加工-终端销售”的全产业链闭环为核心，通过在研发与市场两端打通数据与交易链路，兼具战略突破性与风险可控性：一方面在政策与需求共振时，依托闭环协同实现规模化扩张，做到粮食安全价值与种业商业价值的动态平衡；另一方面充分利用核心单品的品种优势（如“康农玉 8009”），以其高产、抗病、低毒素的属性构建“订单种植+优质优价收储”机制，显著提升农户种植积极性并稳定前端供给，实现粮食收储与种业双赢。

## 3.2 产品力引领品种换代，抢占市场份额

**产品力引领品种换代，抢占市场份额。**康农玉 8009 是由康农种业携手河南农业大学、贵州省旱粮研究所联合选育的玉米杂交新品种。母本为河南农大 T1932，父本为贵州省农科院热带种质资源导入的突破性材料，属于“密植中穗型”玉米，2023 年获国家审定，2024 年进入大规模市场化推广窗口期。公司核心大单品“康农玉 8009”是“密植小棒型”玉米的代表，契合了国家提升粮食单产的战略方向，正引领行业从“稀植大棒”向“密植增产”的品种换代浪潮。该品种凭借其耐密、高产、抗逆性强（抗高温、抗穗腐病）的优异特性，2024 年在黄淮海地区表现突出，市场认可度极高。在行业整体处于去库存的“寒冬”背景下，公司凭借产品力逆势扩张，2024/2025 销售年度推广面积预计接近 1000 万亩，有望持续抢占同质化产品的市场份额。

公司不仅有“康农玉 8009”这一爆品，还储备了很多差异化新品，形成产品梯队。贵州省农科院旱粮研究所郭向阳博士表示，后续品种康农玉 707 综合性状表现突出，将会展现出“抗病更强、产量更高、适应更广、抗逆更好”的新优势，值得期待。



图 12：公司部分产品展示



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 13：公司部分产品展示



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：公司部分产品展示



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 15：公司部分产品展示



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3.3 “根据地+增长极”的全国性扩张战略清晰

公司以传统优势的西南市场为根据地，通过新品种迭代(如“康农玉 517”、“美玉 999”)稳固基本盘。同时，成功将黄淮海市场打造为强劲的第二增长曲线。公司已开始布局国内最大的玉米产区——东北市场，并与多家当地科研院所达成战略合作，预计后续将成为新的业绩增长极，成长路径清晰。

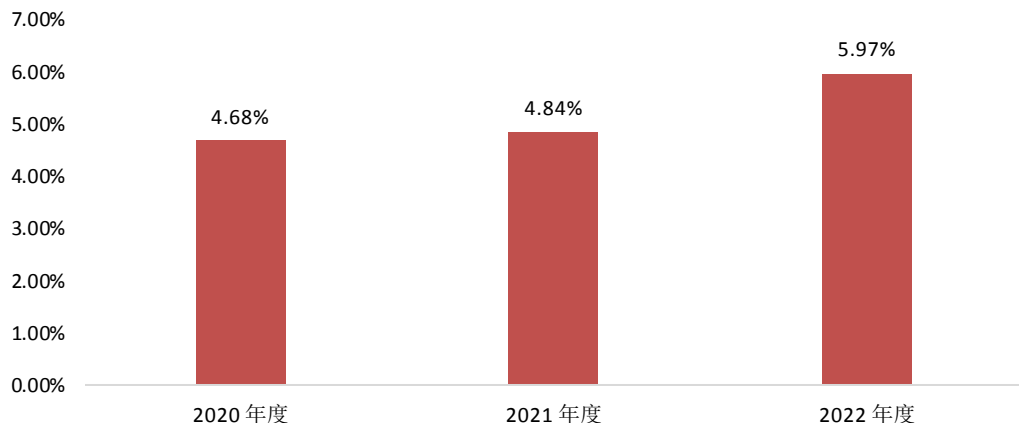
早期公司主要销售区域为西南地区（包括云南省、贵州省、四川省等）以及湖北省和湖南省，销售区域集中度较高；2021 年以来，公司依托于梓单 568、吉农玉 198、吉农玉 218 等品种逐步进入了北方春播区和黄淮海夏播区的玉米种子市场。

表 2：公司在传统区域内的产品市场占有率

省份	云南	四川	重庆	贵州	湖北	湖南	合计
2020 年	2.83%	4.85%	2.85%	7.68%	8.04%	5.34%	4.68%
2021 年	2.52%	4.87%	480.00%	10.75%	7.06%	6.53%	4.84%
2022 年	2.61%	6.24%	6.69%	11.55%	10.33%	7.58%	5.97%

数据来源：康农种业招股说明书，西南证券整理

图 16：2020-2022 年公司在传统优势区域的市占率不断提升



数据来源：康农种业招股说明书，西南证券整理

2024 年度，公司实现营业收入 3.37 亿元，同比增长 16.80%。核心增长驱动力来自康农玉 8009 等黄淮海夏播区主导品种——该系列品种凭借优异的产量表现与突出的综合抗逆性，赢得了下游经销商及终端农户的广泛认可，有效推动公司在黄淮海夏播区的市场拓展落地见效，成为营收增长的关键支撑。在具体区域市场表现方面，2024 年度公司在华北及华东地区的收入增速均超过 100%。这主要系上述区域均属于黄淮海夏播区，在康农玉 8009 等优势品种规模化推广的带动下，实现了区域市场销售的高速增长，有力支撑了公司整体业绩的提升。

在海外市场拓展领域，公司积极响应国家“走出去”战略部署，专门成立全新国际事业部，全面统筹海外业务布局与推进。依托多年深耕积累的科研实力，公司已培育储备多个适配不同生态区域、兼容多样气候条件的玉米杂交品种，目前已完全具备向东南亚、非洲等目标市场供应杂交玉米种子的成熟条件。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 公司依靠爆款产品市占率快速提升。因此我们预计 2025-2027 年公司玉米种子销量增长幅度为 30%/25%/23%；价格 2025-2027 年维持稳定，预计 2025-2027 年公司玉米种子毛利率保持稳定为 36.7%。

2) 公司目前业务高度集中于杂交玉米种子，其他业务预计平稳发展。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务营收拆分表

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
玉米种子	收入（百万元）	326.82	424.87	531.08	653.23
	yoy	15.88%	30.00%	25.00%	23.00%
	成本（百万元）	206.81	269	336	413
	毛利率	36.72%	36.70%	36.70%	36.70%
其他	收入（百万元）	9.84	11.81	14.17	17.00
	yoy	58.45%	20%	20%	20%
	成本（百万元）	9.37	11	13	16
	毛利率	4.78%	5%	5%	5%
合计	收入（百万元）	336.66	436.67	545.25	670.23
	yoy	16.80%	29.71%	24.86%	22.92%
	成本（百万元）	216.18	280.16	349.64	429.65
	毛利率	35.79%	35.84%	35.88%	35.90%

数据来源：公司公告，西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取其他 3 家种业公司登海种业、隆平高科、秋乐种业作为可比公司，2026 年 3 家公司平均 PE 为 41 倍。我们预计 2025~2027 年公司 EPS 为 1.11、1.35、1.65 元，对应 PE 分别为 19、16、13 倍；给予公司 26 年 25 倍 PE，目标价 33.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002041.SZ	登海种业	9.58	0.06	0.15	0.23	0.26	159.67	63.87	41.65	36.85
000998.SZ	隆平高科	9.68	0.09	0.16	0.29	0.4	107.56	60.50	33.38	24.20
920087.BJ	秋乐种业	16.26	0.31	0.3	0.35	0.4	52.45	54.20	46.46	40.65
平均值							106.56	59.52	40.50	33.90
920403.BJ	康农种业	21.18	1.2	1.11	1.35	1.65	17.90	19.06	15.70	12.83

数据来源：ifind，西南证券整理

## 5 风险提示

**1) 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。。

**2) 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。随着公司产品销售区域的不断拓展和业务规模的进一步增长，公司的经销商数量也将进一步增加，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。

**3) 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。

**4) 应收账款风险。**公司应收账款金额及其占总资产的比例均较高，由于公司客户以经销商为主，且其中存在较多的个体工商户和自然人，其回款情况会取决于最终销售的实现情况和其自身的资金周转能力等诸多因素。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337	437	545	670	净利润	83	111	135	165
营业成本	216	280	350	430	折旧与摊销	12	7	7	7
营业税金及附加	2	2	2	3	财务费用	1	0	0	0
销售费用	25	23	33	42	资产减值损失	8	0	0	0
管理费用	14	17	21	26	经营营运资本变动	-4	-82	-66	-118
财务费用	-2	0	0	0	其他	-6	-3	-5	-6
资产减值损失	-4	0	0	0	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>93</b>	<b>33</b>	<b>72</b>	<b>49</b>
投资收益	1	-0	1	1	资本支出	-40	3	-16	-15
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-2	-252	1	1
其他经营损益	12	12	14	20	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-42</b>	<b>-249</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>
<b>营业利润</b>	<b>78</b>	<b>109</b>	<b>133</b>	<b>163</b>	短期借款	-20	0	0	0
其他非经营损益	7	3	4	5	长期借款	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>85</b>	<b>112</b>	<b>137</b>	<b>168</b>	股权融资	153	0	0	0
所得税	2	1	2	3	支付股利	-12	-19	-23	-28
净利润	83	111	135	165	其他	-7	-4	0	0
少数股东损益	1	1	1	1	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>114</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>-28</b>
归属母公司股东净利润	83	110	134	164	<b>现金流量净额</b>	<b>165</b>	<b>-240</b>	<b>34</b>	<b>6</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	252	13	47	53	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	233	305	350	454	销售收入增长率	16.80%	29.71%	24.86%	22.92%
存货	186	176	247	314	营业利润增长率	49.29%	39.62%	21.96%	22.65%
其他流动资产	61	61	61	61	净利润增长率	55.21%	33.71%	21.36%	22.35%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	36.89%	46.72%	20.68%	21.34%
投资性房地产	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	134	127	140	152	毛利率	35.79%	35.84%	35.88%	35.90%
无形资产和开发支出	27	27	27	27	三费率	10.92%	9.18%	9.81%	10.17%
其他非流动资产	0	0	0	0	净利率	24.72%	25.41%	24.75%	24.63%
<b>资产总计</b>	<b>907</b>	<b>976</b>	<b>1,139</b>	<b>1,329</b>	ROE	16.94%	19.08%	19.43%	19.86%
短期借款	13	13	13	13	ROA	11.51%	11.78%	12.76%	13.37%
应付和预收款项	109	87	126	168	ROIC	13.67%	18.73%	19.16%	19.62%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	24.22%	27.39%	26.47%	26.13%
其他负债	297	297	309	320	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>420</b>	<b>396</b>	<b>448</b>	<b>501</b>	总资产周转率	0.47	0.46	0.52	0.54
股本	71	99	99	99	固定资产周转率	2.98	3.69	4.92	6.48
资本公积	181	153	153	153	应收账款周转率	1.99	1.93	1.92	1.94
留存收益	235	327	438	574	存货周转率	1.39	1.55	1.65	1.53
归属母公司股东权益	487	579	690	826	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	0	1	1	2	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>487</b>	<b>579</b>	<b>691</b>	<b>828</b>	资产负债率	46.27%	40.61%	39.30%	37.68%
负债和股东权益合计	907	976	1,139	1,329	带息债务/总负债	3.10%	3.28%	2.91%	2.60%
					流动比率	2.10	1.69	1.85	2.04
					速动比率	1.27	0.84	0.93	1.02
					股利支付率	17.18%	17.18%	17.18%	17.18%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.20	1.11	1.35	1.65
					每股净资产	6.87	5.83	6.94	8.31
					每股经营现金	1.31	0.33	0.73	0.49
					每股股利	0.20	0.19	0.23	0.28
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	82	120	144	175					
PE	18	19	16	13					
PB	3	4	3	3					
PS	5	5	4	3					
EV/EBITDA	16	18	14	12					
股息率	0.93%	0.90%	1.09%	1.34%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn