

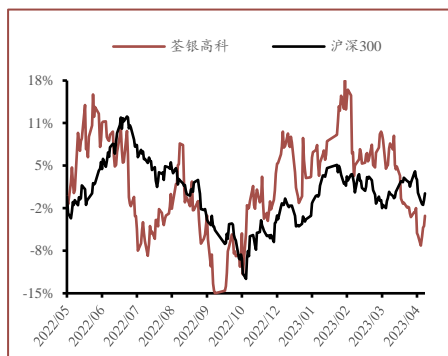
主营业务快速增长，外延并购实现多元化布局

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	15.20
流通股本(亿股)	8.96
每股净资产(元)	2.59
总股本(亿股)	9.47

最近 12 月市场表现



分析师 余剑秋

SAC 证书编号: S0160522050003

yujq01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **事件: 公司 2022 年营收+38.5%, 归母净利润+38.0%; 2023Q1 营收+40.2%, 归母净利润+53.4%。**公司 2022 年实现营业收入 34.9 亿元 (同比+38.5%), 归母净利润 2.3 亿元 (同比+38.0%); 22Q1/22Q2/22Q3/22Q4 单季度收入同比增长 49.7%/36.9%/9.4%/47.9%, 归母净利润同比增长 1085.5%/236.1%/-13.6%/15.0%。2023Q1 实现营业收入 6.2 亿元 (同比+40.2%), 归母净利润 0.3 亿元 (同比+53.4%)。
- ❖ **2022 年销售毛利率有所下滑, 净利率维持稳定。**2022 年毛利率为 26.8% (同比-2.0pcts)。期间费用率为 17.5%, 其中销售费用率 8.4% (同比-0.8pcts); 管理费用率 5.9% (同比-1.1pcts); 研发费用率 2.8% (同比+0.2pcts), 主要系科研人员薪酬及试验费增加所致; 财务费用率 0.5% (同比-0.4pcts); 销售净利率为 8.8% (同比+0.4pcts)。2023Q1 毛利率为 22.8% (同比-1.1pcts), 销售费用率 7.4% (同比+0.2pcts); 管理费用率 5.4% (同比-0.5pcts); 研发费用率 2.7% (同比-0.6pcts); 财务费用率 1.2% (同比+0.2pcts); 销售净利率为 6.1%, 同比略有下滑。
- ❖ **水稻业务持续增长, 西北地区收入提升显著。**分产品看, 1) 2022 年水稻销售稳定, 营业收入 15.4 亿元 (同比+27.6%), 占比 44.1%, 毛利率为 43.3%; 2) 订单粮食业务实现销售收入 7.7 亿元 (同比+6.6%), 占比 22.1%, 毛利率为 6.0%; 3) 玉米业务实现营收 3.4 亿元 (同比+54.2%), 占比 9.6%, 毛利率为 32.7%; 4) 小麦实现营收 3.2 亿元 (同比+117.8%), 占比 9.3%, 毛利率为 15.4%; 5) 棉花、皮棉、棉籽为新业务, 分别为 0.8/1.4/0.2 亿元, 占比 2.2%/4.0%/0.5%, 主要是因为公司收购新疆金丰源, 积极开拓棉花种子业务。分地区上看, 1) 华中、华东为主要区域, 分别实现收入 8.3/17.0 亿元, 同比增长 58.7%/14.2%; 2) 西北地区提升明显, 实现收入 3.6 亿元, 同比+1685.4%, 占比为 10.3%, 同比+9.5pcts; 3) 海外实现收入 2.2 亿元, 占比 6.2%, 未来将积极开拓中亚等新兴市场。
- ❖ **公司拟收购新纪元 67.9% 股权, 以提升玉米种子市场份额。**公司拟使用募集资金 2.2 亿元收购河北新纪元种业有限公司 67.9% 股权, 交易完成后, 新纪元将成为公司的控股子公司。新纪元专注于玉米种子的研发和推广, 截至 2022 年 4 月 30 日, 合计持有玉米品种权共计 23 个, 形成了品质优良系列、矮秆抗倒宜机收系列、高产稳产丰产系列等三大产品品类, 京津唐地区市占率约 25%。2021 年新纪元实现营收 7443 万元, 净利润 2686 万元, 新纪元公司承诺 2023-2025 年净利润不低于 3100、3320、3530 万元。
- ❖ **借力先正达, 推动生物育种产业化应用。**在生物育种领域, 公司作为先正达种业板块的重要成员, 积极开展生物育种技术方面研发与合作。目前先正达已获得 3 个农业转基因生物安全证书, 分别是耐除草剂玉米 GA21、抗虫耐除

草剂玉米 Bt11×GA21，抗虫耐除草剂玉米 Bt11×MIR162×GA21。其中“三价”系列基因目前是国内前沿，田间效果好，具有较强的市场竞争力。

- ❖ **投资建议：**公司为种业“育繁推一体化”引领者，通过加强研发投入和科企合作夯实发展之基，通过外延并购多元化布局业务，打开未来成长空间。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 41.78/49.82/59.64 亿元，归母净利润 2.78/3.44/4.19 亿元。对应 PE 分别为 37/30/25 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**自然灾害使农产品价格波动风险、病虫害超预期风险、国际形势恶化影响农产品流通风险、品种推广不及预期风险、农业政策扰动风险

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2521	3491	4178	4982	5964
收入增长率(%)	57.38	38.47	19.69	19.24	19.72
归母净利润(百万元)	169	233	278	344	419
净利润增长率(%)	26.68	38.03	19.02	23.94	21.64
EPS(元/股)	0.26	0.35	0.41	0.51	0.62
PE	116.92	46.00	37.03	29.88	24.56
ROE(%)	12.31	13.60	14.42	15.17	15.58
PB	10.05	6.35	5.34	4.53	3.83

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2520.77	3490.54	4177.80	4981.59	5964.05	成长性					
减:营业成本	1794.00	2553.81	3052.54	3617.21	4289.35	营业收入增长率	57.4%	38.5%	19.7%	19.2%	19.7%
营业税费	6.05	7.85	10.86	14.45	14.91	营业利润增长率	57.0%	41.1%	14.6%	23.9%	21.6%
销售费用	231.63	291.51	359.29	463.29	566.58	净利润增长率	26.7%	38.0%	19.0%	23.9%	21.6%
管理费用	176.65	205.89	246.49	286.44	339.95	EBITDA 增长率	37.4%	30.7%	12.1%	22.9%	14.3%
研发费用	64.31	96.55	121.16	159.41	196.81	EBIT 增长率	35.8%	18.5%	37.9%	24.8%	16.1%
财务费用	22.82	17.88	13.75	13.75	13.75	NOPLAT 增长率	34.8%	18.8%	37.8%	24.8%	16.1%
资产减值损失	-14.49	-50.45	-2.50	-4.00	-2.50	投资资本增长率	64.3%	50.8%	8.7%	12.2%	13.2%
加:公允价值变动收益	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	86.1%	32.8%	13.6%	18.2%	18.7%
投资和汇兑收益	9.42	11.14	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	226.45	319.56	366.21	453.89	552.12	毛利率	28.8%	26.8%	26.9%	27.4%	28.1%
加:营业外净收支	-13.46	-12.12	0.00	0.00	0.00	营业利润率	9.0%	9.2%	8.8%	9.1%	9.3%
利润总额	212.99	307.44	366.21	453.89	552.12	净利率	8.4%	8.8%	8.8%	9.1%	9.2%
减:所得税	0.56	0.08	0.37	0.45	0.55	EBITDA/营业收入	12.1%	11.4%	10.7%	11.0%	10.6%
净利润	169.05	233.34	277.73	344.23	418.72	EBIT/营业收入	9.5%	8.2%	9.4%	9.8%	9.5%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	878.84	1355.41	1869.76	1950.95	2495.10	固定资产周转天数	42	41	32	25	20
交易性金融资产	381.24	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	87	58	30	52	44
应收账款	252.07	474.23	377.22	604.54	605.11	流动资产周转天数	395	386	360	365	351
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	34	37	37	36	37
预付帐款	60.68	115.94	120.88	151.92	175.01	存货周转天数	190	181	185	182	183
存货	1001.73	1564.97	1569.86	2081.04	2273.30	总资产周转天数	429	444	456	429	407
其他流动资产	141.01	140.63	140.63	140.63	140.63	投资资本周转天数	329	358	325	306	289
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	12.3%	13.6%	14.4%	15.2%	15.6%
长期股权投资	1.96	27.85	27.85	27.85	27.85	ROA	4.8%	4.6%	5.0%	5.4%	5.9%
投资性房地产	26.89	25.13	25.13	25.13	25.13	ROIC	10.5%	8.3%	10.5%	11.7%	12.0%
固定资产	293.05	392.66	370.14	345.78	319.94	费用率					
在建工程	10.03	39.90	31.92	25.54	20.43	销售费用率	9.2%	8.4%	8.6%	9.3%	9.5%
无形资产	177.84	210.68	245.68	275.68	305.68	管理费用率	7.0%	5.9%	5.9%	5.8%	5.7%
其他非流动资产	21.60	32.07	32.07	32.07	32.07	财务费用率	0.9%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
资产总额	3538.39	5078.11	5508.10	6368.26	7127.56	三费/营业收入	17.1%	14.8%	14.8%	15.3%	15.4%
短期债务	137.97	557.62	557.62	557.62	557.62	偿债能力					
应付帐款	350.79	579.28	523.02	783.19	765.74	资产负债率	53.3%	56.8%	54.8%	53.8%	50.9%
应付票据	43.23	0.00	44.09	22.22	46.88	负债权益比	114.3%	131.6%	121.1%	116.3%	103.9%
其他流动负债	201.95	217.66	217.66	217.66	217.66	流动比率	1.97	1.58	1.67	1.73	1.86
长期借款	387.94	149.15	149.15	149.15	149.15	速动比率	1.10	0.79	0.92	0.90	1.02
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	9.35	7.80	28.54	35.61	41.33
负债总额	1887.44	2885.03	3016.85	3423.58	3631.31	分红指标					
少数股东权益	277.55	477.67	565.78	674.99	807.83	DPS(元)	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00
股本	454.10	676.67	947.33	947.33	947.33	分红比率					
留存收益	436.75	625.62	835.69	1179.91	1598.64	股息收益率	0.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1650.96	2193.07	2491.25	2944.68	3496.25	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.26	0.35	0.41	0.51	0.62
净利润	169.05	233.34	277.73	344.23	418.72	BVPS(元)	3.02	2.54	2.85	3.35	3.97
加:折旧和摊销	65.62	114.97	55.50	60.75	60.95	PE(X)	116.9	46.0	37.0	29.9	24.6
资产减值准备	28.32	81.02	7.50	13.00	2.50	PB(X)	10.1	6.4	5.3	4.5	3.8
公允价值变动损失	-0.39	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	25.47	27.51	13.75	13.75	13.75	P/S	5.5	3.1	3.4	2.9	2.4
投资收益	-9.42	-11.14	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	44.3	27.0	21.5	17.4	14.3
少数股东损益	43.38	74.03	88.11	109.21	132.84	CAGR(%)					
营运资金的变动	113.58	-78.93	213.18	-385.99	-10.87	PEG	4.4	1.2	1.9	1.2	1.1
经营活动产生现金流量	435.45	397.60	655.77	154.94	617.90	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-526.98	31.92	-60.00	-60.00	-60.00	REP					
融资活动产生现金流量	486.28	67.09	-81.42	-13.75	-13.75						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。