

## 蒙草生态 (300355.SZ)

## 强烈推荐-A (维持)

### 从种业角度再探究公司投资价值

《全国草种业中长期发展规划(2021-2035年)》即将出台,是对公司在生态修复草种、牧草种子、中药种子、草原碳汇 20 余年基础研究的肯定,公司种业科技将成为国家战略的重要一环。采用分部估值法我们认为公司 2022 年目标市值为 120 亿,对应目标价 7.5 元,维持“强烈推荐-A”评级。

- **发展草业,种业先行。**蒙草生态的草种业基础研究已沉淀二十余年,目前公司已建成植物种质资源库及配套设施 8186 m<sup>2</sup>,配套资源圃面积 1390.2 余亩;已入库保存种质资源 1694 种,4.2 万份,其中农作物种质资源及饲草的占比为 45%~50%;土壤 140 万份;草种加工车间年产能 2000~2500 吨。收集北方干旱半干旱地区草原种质资源 2000 余种、3000 余份,有 160 余种植物已成熟应用到各类工程项目。草种业子公司已获国家种业基金持股。我们认为可以从四个维度理解公司草种业价值。
- **种业科技助力生态修复:**公司“小草诺亚方舟”的草种质丰富度与国家级资源库已十分接近,又以西北种质为主,具有重大价值。借助种质优势,公司生态修复模式与传统园林企业不同苗木存活率高,承建业务毛利率也较高。公司在矿山修复工程上有丰富经验,未来有望维持先发优势。公司针对不同类型的矿山、矿坑、排土场、边坡生态修复提供一站式综合解决方案,累计修复矿山边坡 2680 万平方米,完成工程产值近 20 亿元。
- **种业科技助力国家牧草种业振兴:**按照目前平均每公斤草种 3-4 美元价格、2020 年进口量 6.11 万吨测算,草种进口市场总价值在 14 亿人民币左右。进口的草种主要是蛋白质含量较高的牧草种,主要用于畜牧业奶制品生产。奶制品涉及国家粮食安全,政府正在积极制定政策减少我国奶源对进口牧草种的依赖。蒙草生态在苜蓿的基因性状、杂交上已经积累了丰厚的研究经验,如果能够实现进口替代,将开启广阔的市场。
- **种业科技助力中草药种业发展:**公司共收集 500 多种中药种并保存在中药库区,包含蒙药、藏药等珍贵中草药种,保存寿命为 5 至 10 年,目前主要以生态修复用种的方式进行销售。未来育种田规模增加有望产业化销售。目前公司已登记 25 个国家和省级草品种,获 6 个植物新品种权,大部分都有药用价值。
- **公司凭借种业科技优势有望成为草原碳汇行业龙头。**公司凭借其突出的种质资源和种业科技,在选育适合西北地区的高固碳释氧植物、提升西北地区植被固碳量方面优势显著,具有少见的大规模林草碳汇开发能力。
- **风险提示:**公司估值假设存在偏差;政策不及预期;种业业务发展不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	2852	2542	2921	3363	3871
同比增长	-25%	-11%	15%	15%	15%
营业利润(百万元)	69	252	441	600	753
同比增长	-81%	267%	75%	36%	25%
归母净利润(百万元)	61	232	336	466	580
同比增长	-70%	281%	45%	39%	25%
每股收益(元)	0.04	0.14	0.21	0.29	0.36
PE	119.5	31.4	21.7	15.6	12.6
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源:公司数据、招商证券

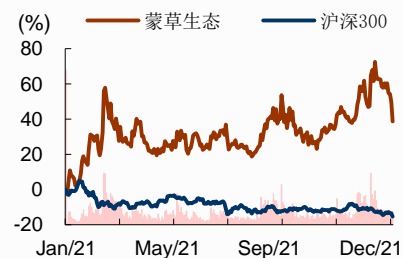
中游制造/建筑工程  
目标估值: 7.5 元  
当前股价: 4.54 元

#### 基础数据

总股本(万股)	160424
已上市流通股(万股)	130769
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	59
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	7.1
资产负债率	63.8%
主要股东	王召明
主要股东持股比例	16.78%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	4	33
相对表现	-6	12	49



资料来源:公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《蒙草生态(300355)一种业科技助力生态修复,草原碳汇独占鳌头》 2021-12-16

岳恒宇 S1090521050002  
yuehengyu@cmschina.com.cn  
唐笑 S1090521050001  
tangxiao2@cmschina.com.cn  
贾宏坤 研究助理  
jjahongkun@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、种业基础科学研究二十余年，助推企业点“草”成金 .....	4
1、公司草种业发展历程 .....	4
2、公司种业研究流程：专注“保、育、繁、推”一体化 .....	5
二、从四个角度对公司种业科技价值再探究 .....	7
1、种业科技助力生态修复 .....	7
（1）公司生态修复模式与传统园林企业不同，种业科技助力提升苗木存活率 .....	7
（2）公司在矿山修复工程上有丰富经验，未来有望维持先发优势 .....	9
2、种业科技助力国家牧草种业振兴 .....	10
（1）政策红利助力牧草种业振兴，牧草种进口替代市场空间广阔 .....	10
（2）种业科技关注牧草种“国产化” .....	11
3、种业科技助力中草药种业发展 .....	13
4、种业科技助力草原碳汇 .....	15
三、从种业角度对公司进行价值重估 .....	17
1、我们预计草种业分部市值约 61 亿 .....	17
2、我们预计传统生态修复分部市值 57 亿 .....	19
四、投资建议 .....	20
五、风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1 公司草种业发展历程 .....	4
图 2 公司乡土植物种质资源（单位：份） .....	5
图 3 公司土壤样本量（单位：万份） .....	5
图 4 公司种子子公司股权图 .....	5
图 5 公司种业研究流程 .....	6
图 6 蒙草生态原种库“小草诺亚方舟” .....	7
图 7 研发投入及占比 .....	7
图 8 蒙草生态与一般园林公司生态修复工程模式对比 .....	7
图 9 蒙草生态“小草诺亚方舟”种质资源库 .....	8
图 10 “小草诺亚方舟”收集的乡土植物种质资源 .....	8

图 11 扎赉诺尔露天矿地质环境治理工程.....	10
图 12 霍林郭勒边坡生态修复.....	10
图 13 我国草种子进口量（单位：万吨）.....	10
图 14 三种典型中草药种子市场容量（单位：亿）.....	13
图 15 蒙中药及功能性植物研究院.....	14
图 16 西藏高海拔植物种业研究院.....	14
图 17 蒙草手 DIY 刺绣葫芦香包.....	15
图 18 蒙草蒙古补血草旋转音乐水晶球.....	15
图 19 敕勒川草原现状.....	16
图 20 敕勒川草原入选首批草原国家自然公园.....	16
图 21 内蒙古自治区 21 世纪初 SOC 含量.....	17
图 22 内蒙古自治区 20 世纪 60 年代 SOC 含量.....	17
图 23 育种基地亩数（单位：万亩）.....	18
图 24 农业种植与销售细分收入.....	18
图 25 插值法估值结果（截至 2022 年 1 月 24 日）.....	19
表 1 我国主要种质资源库详情.....	8
表 2 多位党和国家领导人曾到公司实地考察或听取汇报.....	9
表 3 草种业相关政策.....	11
表 4 公司承接部分重点项目.....	11
表 5 公司部分牧草论文.....	12
表 6 蒙草生态与牧草领域竞争对手.....	12
表 7 蒙草生态植物新品种权清单.....	14
表 8 蒙草生态登记草品种清单.....	14
表 9 公司生态修复工程显著提升植被碳汇量.....	16
表 10 草种业与农业种业的区别.....	17
表 11 对标企业相关数据统计.....	18
表 12 各指标排序结果.....	19
表 13 估值对比表（截至 2022 年 1 月 24 日）.....	19
附：财务预测表.....	21

我们在2021年12月16日蒙草生态的研究报告《种业科技助力生态修复，草原碳汇独占鳌头》里提到了种业+大数据构建了公司的核心竞争壁垒，将充分享受西北生态修复千亿新市场红利。我们认为，公司的种业是其核心竞争力，应该深入挖掘其价值。因此，这篇报告从公司的草种业发展情况入手，深入探讨公司草种业在生态修复、国家牧草种业振兴、中草药发展以及草原碳汇中体现的价值，最后从种业角度入手建立公司估值体系，对公司进行分部估值。

## 一、种业基础科学研究二十余年，助推企业点“草”成金

### 1、公司草种业发展历程

“国以农为本，农以种为先”，发展草业，种业先行。种业作为我国战略性基础性产业，在农业及环保现代化进程中日益发挥引领作用。十二届全国人大常委会第十七次会议表决通过了修订后的种子法。受益于此，原本处于缓慢发展的草种产业，将逐步提速进入“快车道”。面对草种业新的形势，作为国内草种业的龙头企业，蒙草生态勇担重任，正在致力于用科技力量把内蒙古建成中国草种的资源库，打造国家级的乡土植物种质资源库。

蒙草生态的种业科技已沉淀二十余年，大致经历了四个发展阶段：1) 萌芽期(2000-2009)：2000年前后，公司已经萌发了研究蒙草草种的想法，2009年公司成立了第一家蒙草研究院——和林格尔抗旱植物研究院。2) 建设期(2009-2015)：开始了有正式专业组织的研究。公司布局建设呼伦贝尔、锡林郭勒、通辽、赤峰、乌兰察布、巴彦淖尔、阿拉善、甘肃、宁夏10个地区的种质资源库，为后续种业科技的发展打下基础。3) 升级期(2015-2019)：公司于2015年开始布局应用大数据技术，提出“种质资源大数据+土壤大数据分析”的理念。2017年，公司在原有10个科研机构的基础上，新成立了大数据中心、藏草研究院、土壤修复技术中心3个科研机构，累计成立13个生态研究机构。4) 进阶期(2020-至今)：2020年，国家级种业基金入股种业子公司，建内蒙古草种业技术创新中心。同年公司启动草种业“百万采样计划”。

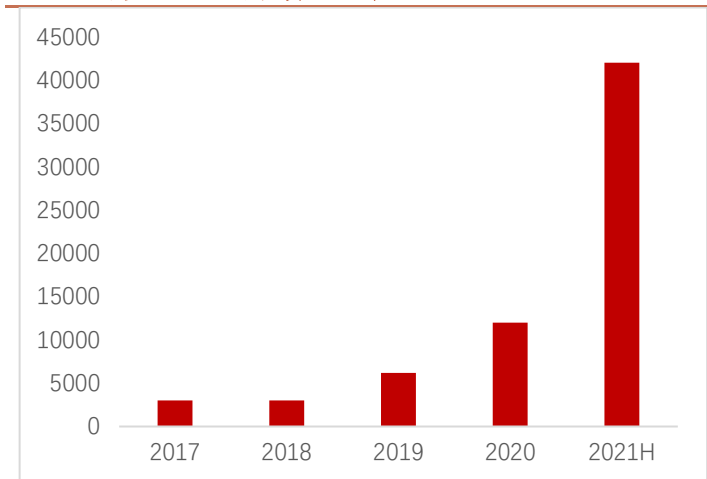
图1 公司草种业发展历程



资料来源：iFinD、公司官网、招商证券

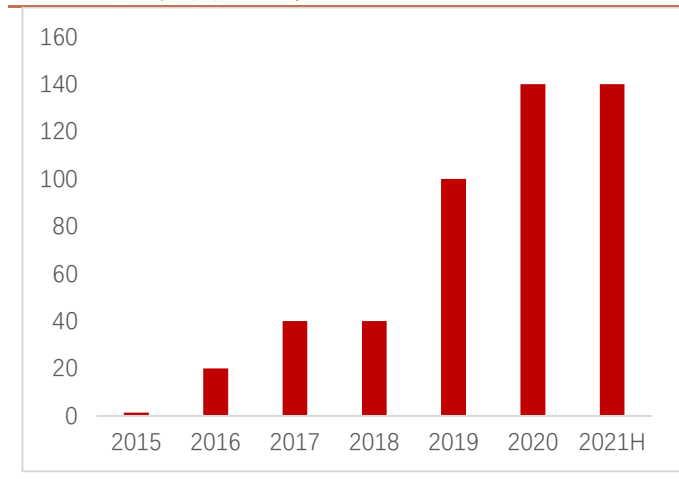
种子是草业“芯片”，是草产业发展“卡脖子”的关键。公司开展种业科技体系业务，以采集驯化野生乡土植物为起点，建成具备国际水平的特色乡土植物种质资源库、打造种质资源“保、育、繁、推”一体化应用体系，涵盖生态修复、饲草、草坪、中草药等。目前公司已建成植物种质资源库及配套设施8186 m<sup>2</sup>，配套资源圃面积1390.2余亩，建成乡土植物及主要农作物种质资源保存圃11处；拥有11个良种育繁基地，占地面积6.2万亩；已入库保存种质资源1694种，4.2万份，其中农作物种质资源及饲草的占比为45%~50%；土壤140万份；草种加工车间年产能2000~2500吨。收集北方干旱半干旱地区草原种质资源2000余种、3000余份，有160余种植物已成熟应用到各类工程项目。

图 2 公司乡土植物种质资源 (单位: 份)



资料来源: 公司年报、招商证券

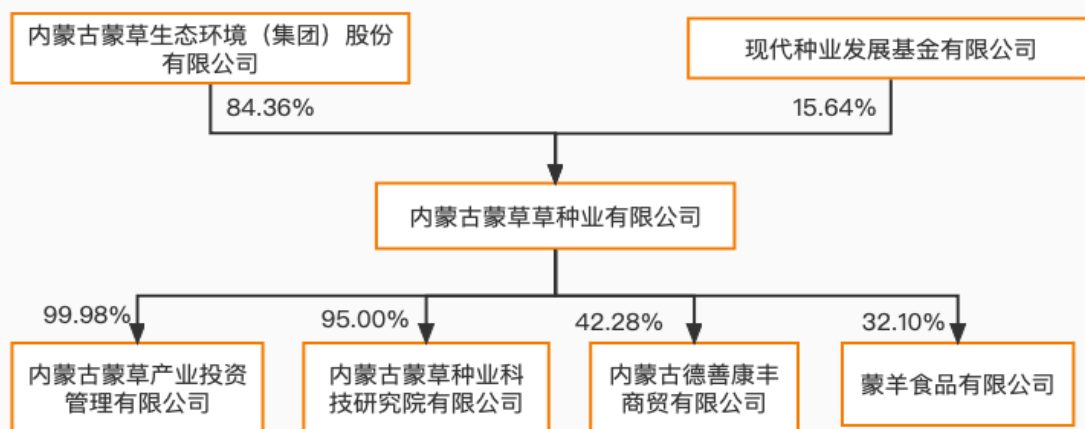
图 3 公司土壤样本量 (单位: 万份)



资料来源: 公司年报、招商证券

公司草种业得到国家种业基金青睐。蒙草种业是公司下属专注开展种业研究的子公司, 利用公司草原生态大数据平台, 开发符合地域生态和景观需求的一系列生态包、种子包系列产品。蒙草种业基地总面积有 6.2 万平方米, 育苗设施 61 栋。2020 年由财政部和农发行总行两家联合设立的国家级种业基金入股, 建内蒙古草种业技术创新中心 (含国家级草种质资源库、种质资源大数据平台), 加速收集、选育、扩繁、应用一体化, 推动种业发展整体升级, 解决特色种业发展技术瓶颈。

图 4 公司种子公司股权图



资料来源: iFinD、招商证券

棕榈生态、杭州赛石园林集团有限公司、广州红树林生态科技有限公司等公司也在积极研发新的植物产品, 但是这些公司不具备完整的种业生产培育体系, 主要培育方向更偏向于观赏性花卉, 且部分企业拥有外资背景。国有资本参股的蒙草生态持续关注草种的研发与培育, 无论从业务方向、产业体系还是资金血统上看公司在牧草种质资源领域具有独家优势。

## 2、公司种业研究流程: 专注“保、育、繁、推”一体化

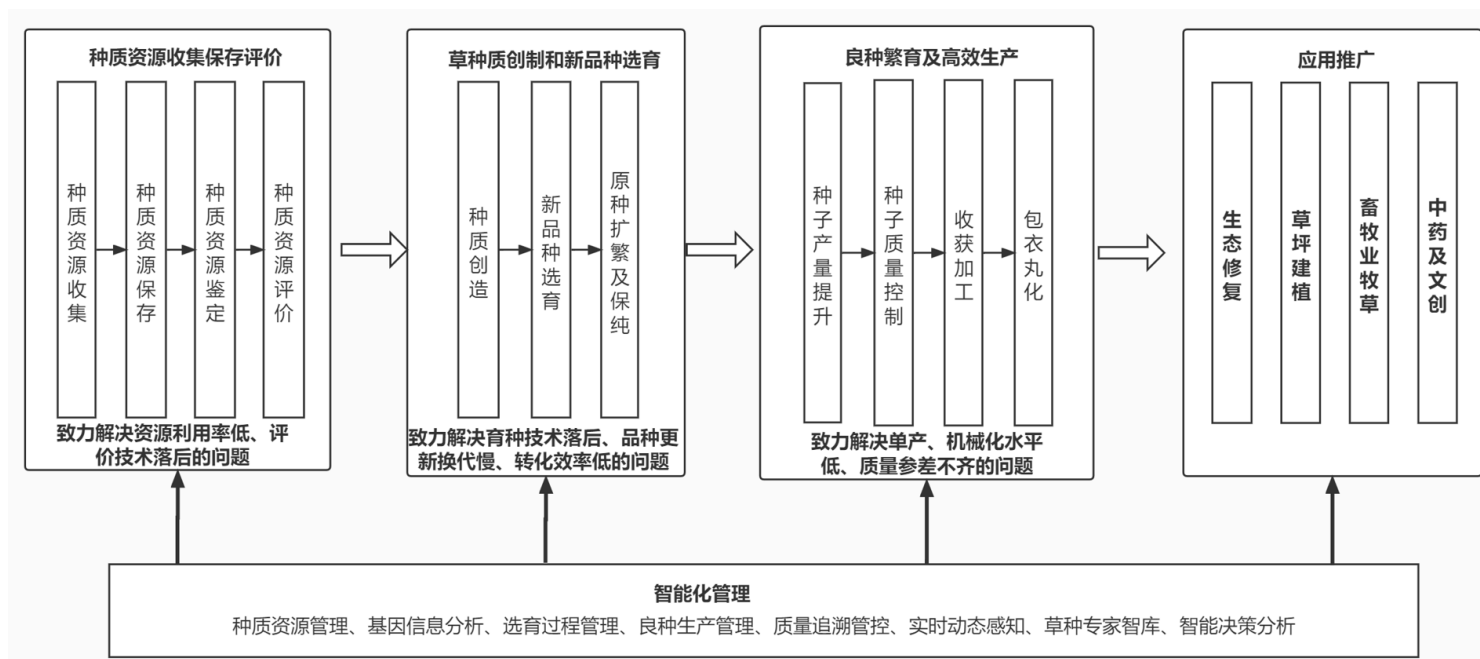
公司打造种质资源“保、育、繁、推”一体化应用体系。“保、育、繁、推”即种质资源收集保存评价、草种质创制和新品种选育、良种繁殖及高效生产、应用推广四个环节。公司首先通过种质资源的收集、保存、鉴定与评价了解现有种质资源情况, 再创造新种质、选育新品种并原种扩繁保存得到满足质量要求的良种, 接着对培育出的良种进行产量提升、质量控制并包衣丸化处理, 最后推广到生态修复、草坪建植、畜牧业牧草、中药及文创等各个应用场景。公



公司已入库保存林草种质资源及农作物种质资源 1694 种，其中野生植物、牧草种质资源 2.2 万份，特色农作物种质资源 2.6 万份；饰选突出优异性状的材料 200 多种。

作为土生土长的内蒙古企业，公司很早便意识到乡土草种的重要性，但搜集、研究乡土植物种子却是一项极其漫长、枯燥、艰辛的工作。内蒙古地形东西长、南北狭窄，地形及气候条件复杂多样，植物种类繁多，各种植物的花期长短、结实接种时期各不相同，收集野生植物种质资源工作难度不小。认准研发草种后，公司研发人员走遍内蒙古、新疆、青海的干旱半干旱草原，将草原上的草做为母本进行移植，经过实验室的反复培育实验，最终成功驯化草种，进行良种繁育和生产。

图 5 公司种业研究流程



资料来源：公司官网、招商证券

**公司注重草种科技研究和草原修复研究，不断提升科研创新能力，拓展研发领域。**公司开展科研项目共 268 项，承担国家“十二五”、“十三五”自治区重点研发计划、关键技术攻关项目、科技成果转化项目等 161 项，拥有国家级、省级重点实验室、工程技术研究中心、研发中心等 23 个，还建立了原种库用于保存种子基因。公司有顶尖的研发团队，截至 2020 年底已经形成了 140 人的研发团队，并与内蒙古大学、厦门大学、兰州大学、内蒙古农业大学等学校达成密切合作关系。

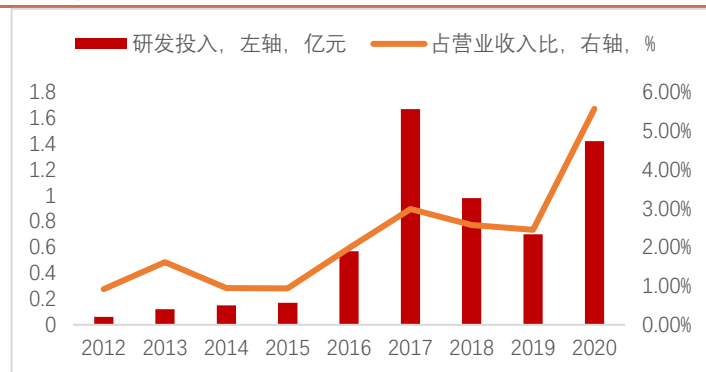
**公司研发费用持续加码。**上市后公司研发投入和研发费用逐年增加，近年来主要投入于种业科技研究、草原修复研究、矿山排土场修复技术研究、走路草、停车草等研究、大数据应用研究与知识产权的维护，通过在草种选育、土壤修复积累研发经验，储备公司的核心竞争力。但研发支出几乎不资本化处理，同时公司拥有的原种等种质资源资产按照现行会计准则无法反映在资产负债表中。这意味着长期以来公司在种业研发方向的强劲科研实力未能在财务报表上呈现，未来的巨大发展潜力与独特的竞争优势也容易被市场忽略，需要我们深入认识其价值。

图 6 蒙草生态原种库“小草诺亚方舟”



资料来源：公司官网、招商证券

图 7 研发投入及占比



资料来源：公司官网、招商证券

## 二、从四个角度对公司种业科技价值再探究

公司在二十余年的时间里，始终如一地潜心研究种业科技，积累至今已经形成了遥遥领先的竞争优势。在国家粮食安全、种业振兴的背景下，国家林草局《全国草种业中长期发展规划（2021-2035年）》也正在拟定中即将出台，这一纲领性文件若出台，将对公司的生态修复、牧草、中草药种子业务带来巨大的影响，公司种业科技在国家战略中的重要性将进一步提升。

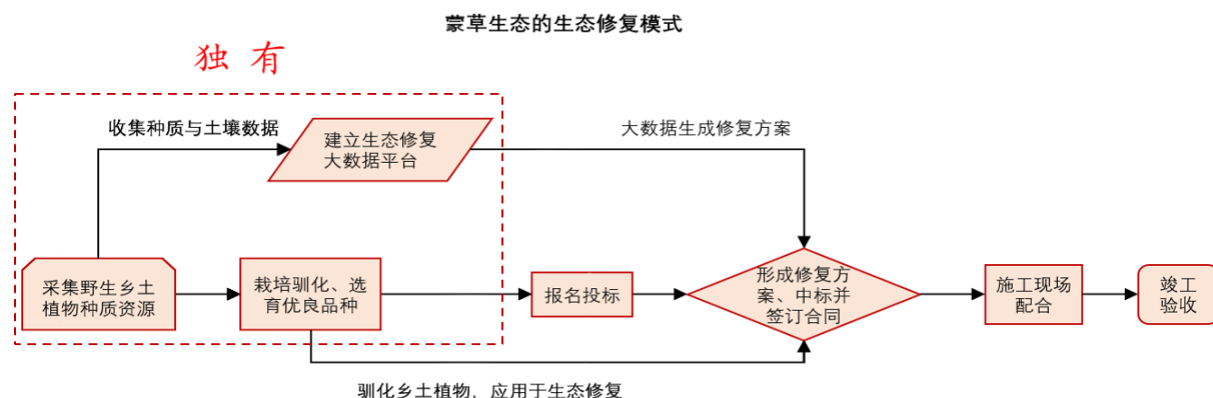
### 1、种业科技助力生态修复

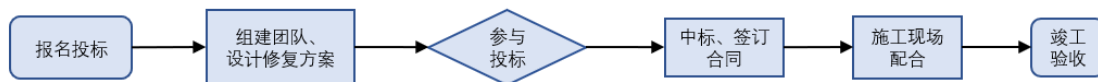
#### (1) 公司生态修复模式与传统园林企业不同，种业科技助力提升苗木存活率

西北地区气候干旱，土壤贫瘠，盐碱化程度高，风沙严重，恶劣的自然条件导致绿化工程植被存活率低、维护成本高、可持续性差。当前，我国大部分地区（南部、东部、中部地区）的生态修复以调结构、提质量为主，对珍贵树种和特色经济林树种苗木需求较大，市场上适应西北地区生态环境建设的植物品种较少。因此西北地区生态修复中往往引进外地品种，在成活率和适应性方面始终不如人意。

面对生态修复的高壁垒，蒙草生态依托乡土植物种质资源+大数据创新生态修复模式，因地制宜进行生态治理。公司十余年来坚持搜集保存乡土植物，建立了我国最完备的乡土植物种质资源库，不断选育抗逆性优良品种用于生态修复，显著提高了植被成活率与修复效果。同时，公司还根据已掌握的种质与土壤环境数据建立起生态修复大数据平台，全面、实时掌握西北各地的自然环境与生态状况，并通过大数据分析生成目标区域的生态修复方案，实现科学精准修复。这种独特的工程模式使得公司在生态环境建设项目上优势明显，巩固了其行业领先地位。

图 8 蒙草生态与一般园林公司生态修复工程模式对比





一般园林企业的生态修复模式

资料来源：公司公告、招商证券

种质资源能为生态保护、环境修复提供因地制宜的乡土草种，进而为当地生态环境的可持续发展打好物质源头基础。乡土草种植物经过长期自然选择及物种演替后，对特定地区有高度生态适应性，加强其种质资源库建设将在生态修复中发挥事半功倍的作用。

图 9 蒙草生态“小草诺亚方舟”种质资源库



资料来源：公司官网、招商证券

图 10 “小草诺亚方舟”收集的乡土植物种质资源



资料来源：公司官网、招商证券

我国种质资源保护工作起步较晚，具有两大特点。其一，我国种质资源库建设以农作物和林木为主，非农作物和草种质资源未得到充分保护。其二，种质资源库商业化程度低，基本以政府和国家级科研机构建设为主，企业建设的种质资源库很少且规模较小。目前我国主要的国家级草种质资源库保存全国草种质资源 2264 种、4.7 万余份，但至今尚未在内蒙古地区建成分库。蒙草生态“小草诺亚方舟”的草种质丰富度与国家级资源库已十分接近，又以西北种质为主，具有重大价值。国家资源库在西北种质上与公司有一定的共享和合作。

同时，我国其他上市园林企业均未查到已建或在建种质资源库，而生态修复企业中规模较大的亿利集团库布齐种质资源库仅占地 900m<sup>2</sup>，保存种质百余种，但很少进行引种驯化，且多用于沙地生态治理。因此，我国园林企业和生态修复企业中，蒙草生态在草种质资源和西北地区乡土植物种质资源保存和引种驯化方面处于最前沿，享有绝对优势。

此外，土壤环境直接影响植被成活率，进而决定生态修复质量。我国以下主要种质资源库均未公开其是否保存了土壤样本及具体数量，而蒙草生态“小草诺亚方舟”已保存覆盖西北全境的土壤数据近 140 万份，充分掌握了西北地区的土壤环境信息，为当地生态治理提供了质量保证。

表 1 我国主要种质资源库详情

种质类型	种质库名称	保存种质情况	数据量	土壤样本	成立者	成立者类别	备注
农作物种质	国家种质资源库	712 种，47 万份	130 万条	不详	中国农业科学院	国家	——
野生植物种质	无特定偏向	中国西南野生生物种质资源库	10601 种、85046 份	7.1 万条	中科院昆明植物研究所	国家	我国唯一以野生生物种质资源保存为主的综合保藏设施
	草种全国范围	国家草种质资源库	2264 种、4.7 万份	不详	国家林草局	国家	尚未建成内蒙古草种质分库



草种 西北 地区	小草诺亚方舟	1694种, 4.2万份	6.2万条	140万份	蒙草生态	企业	占地20000m <sup>2</sup> , 覆盖草原、沙漠等多种地域的种质资源
	库布齐种质资源库	百余种, 数量不详	不详	不详	亿利集团	企业	占地900m <sup>2</sup> , 很少进行引种驯化, 多用于沙地治理。

资料来源: 各机构官网或有关报道、招商证券

而且, 蒙草生态以乡土植物种质资源库为基础, 不断培育出具有三节(节水、节能、节地)、三耐(耐旱、耐寒、耐盐碱)特点的绿化植物, 在西北地区植被建设方面具有强大实力。早在2013年, “蒙草节水抗旱绿化植物”就被列为首批《受国家保护的生态原产地产品名录》, 得到国家行政保护。此外, 习近平总书记等多位党和国家领导人曾到公司实地考察或听取汇报, 公司2年来12次登上央视、2次登上新闻联播(其中一次为近5分钟的专题报道), 在种质资源保存和生态修复领域的地位得到中央高度认可。

表2 多位党和国家领导人曾到公司实地考察或听取汇报

时间	具体内容
2018年11月1日	习近平总书记主持召开全国民营企业座谈会, 蒙草生态董事长王召明受邀参加。在讨论环节, 总书记特别嘱托蒙草要做好我们自己的草种业, 做好特色种业。
2014年1月28日	中共中央总书记、国家主席习近平视察蒙草公司, 要求探索一条符合自然规律、符合国情地情的绿化之路, 为建设美丽草原、建设美丽中国做出新贡献。
2021年9月15日至17日	中共中央政治局常委、中央纪委书记赵乐际到内蒙古调研, 其间实地考察蒙草生态种业中心, 听取乡土种业体系建设, 矿山、草原生态修复实践, 小草数字生态大数据平台等汇报。
2017年8月9日	时任中共中央政治局常委、全国政协主席俞正声实地调研在蒙草生态公司, 考察了生态草原乡土植物园, 了解生态修复、草业生态大数据平台等情况。
2016年5月8日	时任中共中央政治局常委、全国人大常委会委员长张德江到蒙草公司调研, 指出要生产优质的草种及牧草产品, 为绿色畜牧产品做好源头保障。
2016年7月28日	中共中央政治局委员、现国务院副总理、时任中央统战部部长孙春兰实地考察蒙草生态, 深入了解公司有关业务。
2015年12月11日	全国人大常委会原副委员长顾秀莲一行视察了蒙草公司研发中心, 了解公司有关情况。

资料来源: 公司官网、央视网、招商证券

## (2) 公司在矿山修复工程上有丰富经验, 未来有望维持先发优势

我国矿产资源总量丰富, 其中西部地区是我国能源供应的主要后备基地和接续地, 矿产储量煤、陆地石油和天然气分别占全国总量的60%、30%、25%。矿山的过度开采导致了生态环境问题, 对山体和植被破坏严重, 野生动植物自然栖息地遭到破坏。矿山修复不同于普通的生态修复项目, 由于多年人为地质开采, 不仅需要修复表面, 还要解决矿山开采所引起的水土流失、土壤污染、滑坡等问题, 难度系数大。

蒙草依托二十余年乡土草种业及大数据的精准生态修复实践, 构建矿山生态大数据平台, 成立矿山与土壤专项公司以及矿山生态修复研究院。针对不同类型的矿山、矿坑、排土场、边坡生态修复提供一站式综合解决方案。依据多年的研究及实践, 蒙草科研团队已总结编写出《北方草原区露天煤矿排土场植被恢复技术规范》, 可以为北方地区矿山修复提供参考依据。从黑带沟煤矿修复开始, 累计修复矿山边坡2680万平方米, 完成工程产值近20亿元, 业务范围覆盖内蒙古、宁夏、甘肃、陕西、山西、新疆等干旱、半干旱地区。塞北煤城的霍林郭勒边坡、呼和浩特的大青山前坡、内蒙古通过的扎鲁特破碎山体等多处矿区都留有公司借助种业科技力量留下的绿色身影。央视纪录片《草原新记》记录了百年老矿扎赉诺尔露天矿重新焕发生机的过程。

图 11 扎赉诺尔露天矿地质环境治理工程



资料来源：公司官网、招商证券

图 12 霍林郭勒边坡生态修复



资料来源：公司官网、招商证券

在矿山修复过程中，公司因地制宜选用乡土植物、种子制成的蒙草植生毯、蒙草生物毯等护坡绿化新型专用技术产品，选取根系发达、抗旱性强、耐瘠薄的乡土植物种质混合保水材料等进行喷播，用生态的方法解决生态的问题。我国幅员辽阔，还有大量的矿山亟待修复，公司经过长期的专业探索，不仅仅在修复技术方面有所积累，与政府也形成了良好的长期合作关系，未来的矿山修复项目有望占得先机。

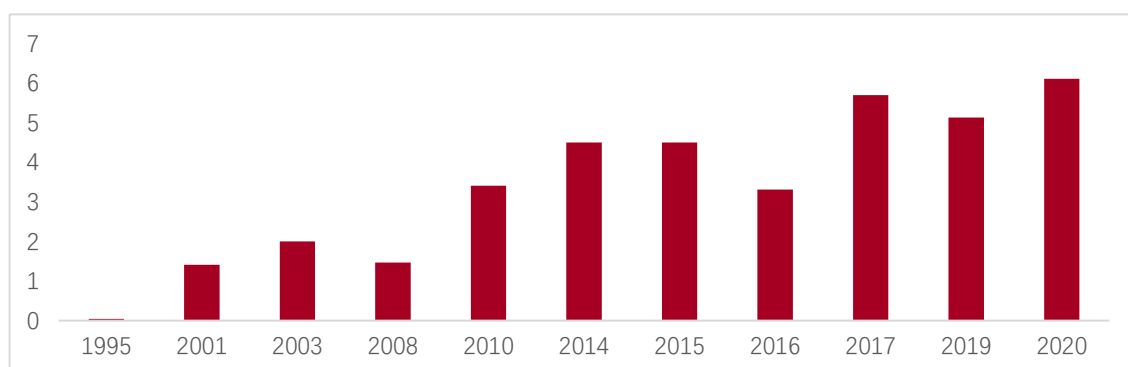
## 2、种业科技助力国家牧草种业振兴

### (1) 政策红利助力牧草种业振兴，牧草种进口替代市场空间广阔

草原种质资源是推动草种业创新发展的物质基础，是我国草种业发展进步的“芯片”，是国家战略性、基础性产业，是草原保护建设的物质基础，是国家生态安全的基本保障。2019 年中央一号文件明确提出“加快选育和推广优质草种”，这是根据我国草种业发展现状作出的英明决策。我国正在大力开展生态文明建设、推进草原生态保护修复、实施农业结构调整、积极发展草原畜牧业，这在客观上要求必须有发达的草种业作为坚实的支撑。

我国是草原大国，但却是草种业弱国。总的来看我国草种业水平较为落后，已成为制约生态建设、草产业进步、农牧业发展的重要瓶颈。近十年我国建植面积不断扩大，但主要草坪草种子靠进口解决，大量进口不仅持续加剧国产草种业发展的压力，也造成对国外草种的严重依赖、国外病原侵入等问题。我国在 2017 年至 2019 年每年从国外进口超过五万吨优质牧草和草坪草种子来满足人工建植的需求，部分牧草种子进口占比 80% 以上。我国草种年需求量约 30 万吨，国内草种供给只占 40%，牧草种子缺口为 7 万-8 万吨。

图 13 我国草种子进口量（单位：万吨）



资料来源：《中国草种业的发展现状与趋势分析》、《我国草种子国际贸易格局及进出口量预测》、招商证券

21 世纪后我国重视生态环境保护，提出“绿水青山就是金山银山”。随着草牧业、粮改饲政策的出台，优质草种子的市场需求急剧增加。近年来国家各项政策和工程有序开展，为现代草种业提供了重要发展机遇。2021 年 3 月，国务院

办公厅印发《关于加强草原保护修复的若干意见》，明确提出大力发展草种业，鼓励和支持人工草地建设，恢复提升草原生产能力，支持优质储备饲草基地建设，促进草原生态修复与草原畜牧业高质量发展有机融合。

表 3 草种业相关政策

发布时间	相关文件	主要内容
2002.9	《关于加强草原保护与建设的若干意见》	充分认识加强草原保护与建设的重要性和紧迫性，建立和完善草原保护制度，推进草原保护与建设科技进步
2011.4	《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》	科学规划种子生产优势区域布局，建立优势种子生产保护区，实行严格保护；鼓励“育繁推一体化”种子企业整合现有育种力量和资源，充分利用公益性研究成果，按照市场化、产业化育种模式开展品种研发，逐步建立以企业为主体的商业化育种新机制
2019.2	《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	合理调整粮经饲结构，发展青贮玉米、苜蓿等优质饲草料生产；继续组织实施水稻、小麦、玉米、大豆和畜禽良种联合攻关，加快选育和推广优质草种
2021.3	《关于加强草原保护修复的若干意见》	大力发展草种业，鼓励和支持人工草地建设，恢复提升草原生产能力，支持优质储备饲草基地建设，促进草原生态修复与草原畜牧业高质量发展有机融合
2021.12	《中华人民共和国种子法》(修改)	为了保护合理利用种质资源，规范品种选育、种子生产经营和管理行为，保护植物新品种权，维护种子生产经营者、使用者的合法权益，提高种子质量，推动种子产业化，发展现代种业，保障国家粮食安全，促进农业和林业的发展，制定的法律

资料来源：国务院、招商证券

根据近几年牧草种子进口规模，预计未来到 2028 年，我国的牧草种子进口规模持续在 5 万吨以上，进口的主要品种为黑麦草、羊茅与紫花苜蓿等。按照目前平均每公斤草种 3-4 美元价格、2020 年进口量 6.11 万吨测算，进口市场总价值在 14 亿人民币左右。进口的牧草种主要是蛋白质含量较高的草种，主要用于畜牧业奶制品生产。而奶制品涉及国家粮食安全，政府正在积极制定政策减少我国奶源对进口牧草种的依赖。蒙草生态在苜蓿方面已经积累了丰厚的研究经验，如果能够实现进口替代，将开启广阔的市场。

## (2) 种业科技关注牧草种“国产化”

公司种业科技业务辐射牧草产业，致力于解决我国牧草种严重依赖进口的现状。以被誉为“牧草之王”的紫花苜蓿为例，紫花苜蓿粗蛋白含量和营养价值高，氨基酸完全，是各种家畜特别是奶牛日粮的必需组成部分，也是我国种植面积最大的人工牧草，广泛种植于以畜牧业为支柱产业的中国西北地区，但其用种量的 80%以上来自进口。若可以实现紫花苜蓿种的“国产化”，将极大节省牧民的生产成本。

牧草种业务发展势头良好。近两年公司在生态修复所需的源种繁育方向承接了很多国家重大专项项目，并与多家高等院校和研究所开展牧草相关的研发工作。此外公司在林草局登记的锡林郭勒型华北驼绒藜、乐金德 5.0 紫花苜蓿、斯贝德苜蓿等新品种权都是优质牧草。

表 4 公司承接部分重点项目

序号	重点项目	类别
1	羊草钙营养形成机理研究与优化技术集成示范	自治区重大专项
2	‘草-畜生产体系关联技术研究与示范’子课题“生态适宜植被恢复与重建范式”	自治区科技重大专项
3	内蒙古自治区草原生态修复工程技术研究中心	自治区级重大专项
4	农林草畜复合生态产业发展模式示范(专题)	自治区科技重大专项
5	内蒙古河套盐碱地抗盐生态治理和优质草饲生态产业技术与集成示范”	国家重点研发计划专题任务书
6	北方草甸草地生态草畜牧业技术与集成示范	国家重点研发计划课题任务书



7	沙生植物种质资源保护与繁育关键技术研究示范	国家重点研发计划课题任务书
8	生态草畜牧业技术集成与产业化示范	国家重点研发计划子课题任务书
9	内蒙古草原牧区家庭牧场草畜资源优化配置技术示范推广	自治区科技成果转化项目

资料来源：公司公告、招商证券

公司种业领域科研成果颇丰。目前公司共发表 24 篇核心期刊，99 篇普通期刊，其中含有关于紫花苜蓿等牧草的研究。早在 2010 年，公司就开始推进“转基因抗旱、抗寒及耐盐碱园林绿化植物关键技术研究”，并取得“长叶红砂耐盐特有基因序列 Rt-st1408 在植物抗盐基因工程中的应用”、“长叶红砂耐盐特有基因序列 Rt-st11787 在植物抗盐基因工程中的应用”、“长叶红砂耐盐特有基因序列 Rt-st14173 在植物抗盐基因工程中的应用”等发明专利。2017 年发表的《施肥对土默特地区中苜 2 号干草产量的影响》一文中，以中苜 2 号紫花苜蓿为研究对象，采用“3414”试验设计，在内蒙古土默特左旗沟子板村蒙草抗旱苜蓿试验基地进行施肥试验，结果表明：适量的 N、P 肥能促进苜蓿产量增加，K 肥抑制苜蓿产量增加。2021 年发表的《百合 TTG1 基因的克隆、表达及其与 MYB 和 bHLH 的互作分析》借助基因克隆、基因序列分析的方法，研究 LhTTG1 基因其生物信息学特征、时空表达及其与 R2R3-MYB 和 bHLH 的互作，为进一步研究 LhTTG1 的功能鉴定提供了帮助。

2013 年在草叶学报发表的《唐古特白刺蛋白激酶基因 NtCIPK2 超表达载体构件及紫花苜蓿转化研究》中，根据已发表的盐生植物唐古特白刺蛋白激酶基因 NtCIPK2 的序列信息，利用 PCR 方法扩增其编码区 cDNA，连接 pMD-19Tsimple 载体并测序，在此基础上构建植物超表达载体 pPZP221-NtCIPK2，采用 CaCl<sub>2</sub> 冻融法将该表达载体转入农杆菌 GV3101 中，然后通过农杆菌介导的方法转化紫花苜蓿的下胚轴，形成愈伤组织后经庆大霉素筛选培养，最终获得 7 株抗性幼苗。对抗性幼苗进行庆大霉素基因检测，结果表明 NtCIPK2 基因成功整合到紫花苜蓿基因组中。本研究的开展为进一步分析转化植株在各种逆境胁迫条件的表现及其遗传稳定性，培育具有多重抗逆能力的首蓿品种，促进首蓿产业发展奠定基础。

表 5 公司部分牧草论文

序号	论文题目	投稿期刊（核心）	发表时间
1	唐古特白刺蛋白激酶基因 NtCIPK2 超表达载体构件及紫花苜蓿转化研究	草叶学报	2013.12.20
2	不同苜蓿种质材料的 ISSR 分析及遗传多样性研究	中国草地学报	2014.5.25
3	施肥对土默特地区中苜 2 号干草产量的影响	中国草地学报	2017.3.25
4	基于转录组的呼伦贝尔黄花苜蓿密码子偏好分析	分子植物育种	2021.12.30
5	呼伦贝尔市不同地区天然打草场牧草影响成分分析	草原与草业	2015.9.15
6	推动草原生态牧场建设 实现草原畜牧业提质增效	草原与草业	2016.6.15
7	适宜呼伦贝尔高寒地区大面积种质的苜蓿品种	草原与草业	2015.6.15
8	紫花苜蓿中活性成分的功能及分析测定技术研究进展	北方农业学报	2018.8
9	察哈尔华北驼绒藜研究报告	草原与草业	2019.12

资料来源：中国知网、招商证券

公司牧草业务体量不大，主要选取优质牧草品种后进行人工种植以扩大牧场规模，牧草草种目前产量 2000-3000 吨。目前公司研发和种植的牧草品质可以满足国内奶牛市场和饲料市场的需求，但是产能不足。同时牧草领域的竞争者大多使用进口而不是自主研发的牧草种，虽然拥有产品价格优势但企业体量较小。随着国家倡导开发“国产化”牧草品种，蒙草生态集自主研发能力强、价格优势、生产规模大的优势于一体，未来可能对国外牧草种的进口有一定程度的控制，因此公司在牧草领域的发展潜力较大。

表 6 蒙草生态与牧草领域竞争对手

项目	蒙草生态	甘肃永安草业有限公司	江苏牧草汇种业	北京百斯特草业有限公司	内蒙古草都牧业股份有限公司	内蒙古和盛生态科技研究院有限公司
成立时间	2001/6/12	2013/10/24	2018/7/3	2014/5/29	2010/4/23	2014/01/21



注册资本	160400 万元	500 万元	1000 万元	1100 万元	11350 万元	2300 万元
主营业务	牧草的自主研发、生产与销售	牧草种子的生产销售	专业的进口牧草种子批发商	批发、零售、进出口草种	牧草种植、收储、销售	生态建设、乡土植物的研发生产销售、苗木花卉的种植与销售

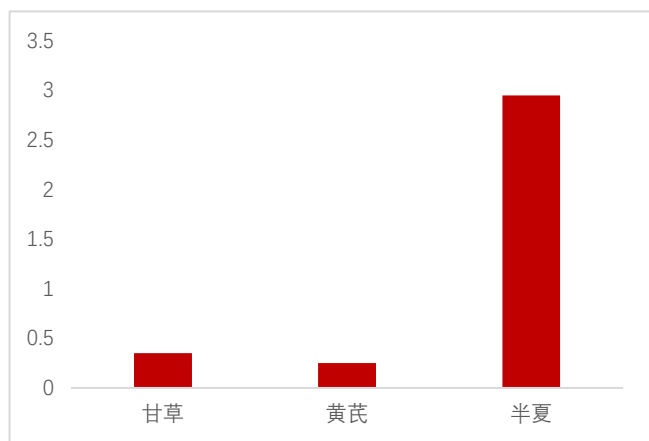
资料来源：企查查、iFind、招商证券

### 3、种业科技助力中草药种业发展

中药材的种植业和养殖业是现代中药产业、中医药事业和健康中国不可或缺的基础产业，中药材种子管理已经引起了政府部门的高度关注，正纳入国家相关计划和规划：2015 年《中华人民共和国种子法》修订版将中药材种业纳入《种子法》的管理体系；第四次全国中药资源普查将中药材种子种苗繁育基地建设列入四项重点任务之一；《“健康中国 2030”规划纲要》也提出“建立大宗、道地和濒危药材种苗繁育基地”。国家对中药材种业的政策支持利好公司未来中药材种业的发展。

我国常用中药材 600 种左右，300 种左右实现人工栽培，300 种左右依赖野生采集。目前中药材等种子商品化率海不足 10%，仍有较大的提升空间，预估 50 种大宗常用药材种子产值在 5 亿左右，种苗产值一般为种子产值的 3-8 倍，整个中药材种子种苗市场存在巨大的市场需求。商品化有甘草、黄芪、半夏三种典型中草药种的市场容量超过 3.5 亿，预计中草药种子全市场容量可超过 5 亿。

图 14 三种典型中草药种子市场容量（单位：亿）



资料来源：《中国中药材种业发展报告》（2019）、招商证券

为助力我国中草药发展，公司依托种业科技设立中药库，保存一些道地的可用作中药农药的植物种子，以及这些种子专用的土壤样本。公司共收集 500 多种中药种并保存在中药库区，包含蒙药、藏药等珍贵中草种，保存寿命为 5 至 10 年，目前主要以生态修复用种的方式进行销售。

蒙药种类繁多，资源丰富，且以植物药为主。内蒙古分布的种子植物和蕨类植物共计 2351 种，其中引种栽培的植物有 184 种，野生植物共 2176 种，分属于 133 科 720 属；野生药用植物 1122 种，分属 117 科 1033 种。此外药用藻类 1 科 2 种，菌类 24 科 68 种，地衣 5 科 7 种，苔藓 11 科 12 种。其中常用药为 104 种，最常用药 78 种，占全国最常用植物药的 36%。

藏药也是我国中草药体系的重要组成，其药材种类仅次于中药，居于我国四大民族药之首。藏药材多生长青藏高原，由于海拔高、太阳辐射强、日照时间长、日温差大，使生长在此环境的藏药材抗寒、抗旱、光合作用强，含有多种微量元素、氨基酸和生物活性物质，属于药材中的上品。因此公司设立西藏高海拔植物种业研究院（简称“藏草”），重点研究西藏地区高海拔和濒危植物种业。藏草公司与中科院植物研究所、西南民族大学青藏高原研究院等高校和科研院所，在采集野生种质资源、选育青藏高原牧草、藏草植物资源开发利用等方面开展积极合作，已引入优良牧草种质资源 100 份、藏药品种 30 余种。

图 15 蒙中药及功能性植物研究院



资料来源：公司官网、招商证券

图 16 西藏高海拔植物种业研究院



资料来源：公司官网、招商证券

目前公司已登记 25 个国家和省级草品种，获 6 个植物新品种权。开发 40 多个植物组培快繁配方。授权专利 102 项，已发布标准 49 项。圆柏属系列的品种大多适应性强，耐干旱与寒冷，在生态修复方面大有作用，而木兰属的品种有丰富的药用价值，具备抗菌、抗炎、抗过敏、抗过氧化作用、保护心肌脑血管、抗肿瘤的作用。

表 7 蒙草生态植物新品种权清单

序号	品种权号	品种级别	所属属(种)	品种名称
1	20160176	国家级	圆柏属	翠锦 1 号
2	20160177	国家级	圆柏属	翠锦 2 号
3	20160178	国家级	圆柏属	翠锦 3 号
4	20160179	国家级	圆柏属	翠锦 4 号
5	20210174	国家级	木兰属	秦草语嫣
6	20210175	国家级	木兰属	秦草粉梦

资料来源：国家林草局、招商证券

十草九药，大部分植物也有药用价值。公司培育的大青山二色补血草可用于止血、散瘀、益脾、健胃；腾格里蒙古韭可增强儿童智力发育，提高免疫功能，也能有效地预防老年性痴呆症的发生，还能抑制和逆转癌细胞的异常增殖；晋北偏穗鹅观草可用于清热凉血、镇痛；大青山细叶百合可润肺止咳，清心安神。

表 8 蒙草生态登记草品种清单

序号	登记号	品种级别	品种分类	品种名称	药用价值
1	497	国家	野生栽培	伊敏河地榆	止血凉血、清热解毒、收敛止泻及抑制多种致病微生物和肿瘤
2	530	国家	野生栽培	大青山二色补血草	止血、散瘀、益脾、健胃
3	562	国家	引进品种	斯贝德苜蓿	
4	N012	自治区	野生栽培	蒙草 1 号二色补血草	止血、散瘀、益脾、健胃
5	N024	自治区	野生栽培	鄂温克地榆	止血凉血、清热解毒、收敛止泻及抑制多种致病微生物和肿瘤
6	N025	自治区	野生栽培	大青山千叶蓍	--
7	N038	自治区	育成	红衣少女香石竹	--
8	N039	自治区	野生栽培	鄂尔多斯蒙古菀	祛寒、燥湿、健胃、壮身、止咳
9	N052	自治区	野生栽培	土默特砾苔草	--
10	N061	自治区	野生栽培	大青山山韭	健脾开胃，补肾缩尿
11	N066	自治区	育成	蒙青贮 1812 玉米	
12	N067	自治区	野生栽培	大青山黄芩	清热燥湿、泻火解毒、止血、安胎
13	N078	自治区	野生栽培	乌拉特蒙古扁桃	润肠通便，止咳
14	N090	自治区	育成	青贮玉米“蒙青贮 288”	--
15	N091	自治区	育成	青贮玉米“蒙青贮 17272”	--
16	N092	自治区	育成	青贮玉米“蒙青贮 266”	--
17	N096	自治区	育成	长青常夏石竹	--
18	N103	自治区	育成	蒙白青贮 501 玉米	--
19	蒙审玉(饲) 2018011 号	自治区	育成	蒙白青贮 268	--

20	蒙审-024-2020	自治区	野生栽培	锡林郭勒型华北驼绒藜	--
21	蒙审-025-2020	自治区	野生栽培	腾格里蒙古韭	增强儿童智力发育、提高免疫功能、预防老年性痴呆症、抑制和逆转癌细胞异常增殖
22	蒙审-026-2020	自治区	野生栽培	大青山细叶百合	润肺止咳，清心安神
23	蒙审-028-2020	自治区	育成	蒙农1号加拿大披碱草	--
24	蒙审-040-2020	自治区	引进品种	乐金德5.0紫花苜蓿	降低胆固醇和血脂含量、消退动脉粥样硬化斑块、调节免疫、抗氧化、抗衰老
25	蒙审-041-2020	自治区	野生栽培	晋北偏穗鹅观草	清热凉血、镇痛

资料来源：国家林草局、招商证券

目前公司中草药种业还未完全产业化。由于公司产业定位，生产过程中会优先转化用于生态修复的种子品种，随着未来公司育种田规模增加，中草药种业销售预计提上日程。蒙草生态参股的小草数字公司和北交所内蒙古第一股大唐药业已经成功开发上线“大唐药业智慧中（蒙）药大数据平台”一期。该平台设置蒙中医药综合管理、药材繁育基地管理、道地药材科学研究和产品溯源管理四个模块，通过数字技术服务中蒙药全程智能化管理，切实指导、解决沙棘等蒙中药材种植、加工和沙棘糖浆等蒙药产品的生产、加工、销售中的关键问题，提升以蒙药沙棘糖浆为代表的产品产业效能。同时，平台中的蒙中医药综合管理模块可以提供药材基因库和现代种业产业园全景，涵盖全国业务区域分布、资产综合、科研经费投入等诸多内容。此外，公司也在积极探索利用互联网售卖中草药文创产品的模式，预计未来会和其他机构或者平台合作转化中草药等方面的资源。

图 17 蒙草手 DIY 刺绣葫芦香包



资料来源：京东蒙草官方旗舰店、招商证券

图 18 蒙草蒙古补血草旋转音乐水晶球



资料来源：京东蒙草官方旗舰店、招商证券

## 4、种业科技助力草原碳汇

林草碳汇纳入碳交易市场后，公司凭借种业科技优势有望成为草原碳汇行业龙头。

第一，公司凭借其突出的种质资源和种业科技，在选育适合西北地区的高固碳释氧植物、提升西北地区植被固碳量方面优势显著，具有少见的大规模林草碳汇开发能力。例如，在公司承建的呼和浩特大青山万亩草原修复工程中，干草



产量为 331.23 公斤/亩，而国内同类对照样地干草产量仅 17.75 公斤/亩，提升幅度高达 18.66 倍；固碳含量为 543.11 公斤/公顷，而国内同类对照样地固碳含量仅 54.81 公斤/公顷，提升幅度达 10 倍；草原释氧量为 4125.81 吨/年，而国内同类对照样地释氧量仅 221.08 吨/年，提升幅度达 28.57 倍。我国西北地区分布着全国 50% 以上的草地资源，林业资源也较丰富，“双碳”目标下，为最大化植被的碳汇价值，公司将以其强大的碳汇开发能力备受政府青睐。

表 9 公司生态修复工程显著提升植被碳汇量

	干草产量 (公斤/亩)	固碳量 (公斤/公顷)	释氧量 (吨/年)
大青山修复工程	331.23	543.11	4125.81
国内同类对照样地	17.57	54.81	221.08
提升幅度	18.66 倍	10 倍	28.57 倍

资料来源：中国经济时报、招商证券

公司从种质资源中搜集和开发碳汇植物，分为碳三和碳四植物，建立碳汇植物种质资源库、资源圃。其中碳三植物偏向于低碳、免维护的耐旱耐瘠薄植物，比如沙东青、四合木都可以在降雨 200mm 下种植，不用浇水养护。公司从土地整治、植物配置、后期营养、节水灌溉、低维护等建立低碳运营过程。碳四植物光合作用效率高，具有更高的固碳能力，需水份量少，适合在炎热干旱的条件下成长，如玉米，公司已完成青贮玉米的登记工作。另外，公司还和北京霖和气候共同建立碳捕捉实验室，建立大棚，主要开展关于草种的育苗、灌木的育苗、碳汇植物的育苗，并提供更加具体化的数据支撑。

公司敕勒川草原生态修复及生命共同体项目在修复、建设和维护全过程以低碳为核心理念，筛选并应用抗逆性、低维护、固碳植物，主要采用了禾本科和豆科相结合，草本、灌木和花卉相搭配的原则，特别是应用了抗旱、低碳的蒙草植物，包含蒙古冰草、羊草、赖草、新麦草、蒙古补血草等 20 多种乡土植物。修复后的敕勒川草原与大青山南麓森林带共同组成生态安全屏障，植物群落更加稳定，草原植被盖度提高 20%-30%，草地生产力明显增强，干草产量可达 300kg/亩，固碳量、释氧量均有明显增加，该项目在获得内蒙古自治区首届青少年零碳科技项目创业创新（创意）大赛项目组一等奖后进入全国评审，同时获得内蒙古自治区科技进步奖。

图 19 敕勒川草原现状



资料来源：公司官网、招商证券

图 20 敕勒川草原入选首批草原国家自然公园



资料来源：公司官网、招商证券

第二，公司为建成种质资源库对种质资源所依附的土壤也进行了样本收集，领先的生态大数据建设能够为碳汇开发提供精确指导。草原生态系统作为一个碳库，由土壤、植物地上部分、地下根系和枯落物四个部分组成，其中主要为土壤碳储存量，其次为地下碳储量，最少为地上碳储量。中国农业科学院唐华俊院士有关研究表明，土壤有机碳（SOC）是草地生态系统的主要碳组成部分，占中国草地碳储量的 90%；同时由于气候变化和放牧影响，从 1963 年到 2007 年，除风积沙质土壤以外，内蒙古草原所有土壤类型的 SOC 均有下降。公司掌握了西北地区大量土壤和气候环境数据，并设有完备的动态监测系统，未来能够应用到土壤 SOC 监测和评估当中，优先选择 SOC 较高的地区进行碳汇开发，提高开发效率；并通过大数据和生态修复精准提升土壤 SOC 质量，整体提升西北地区草地碳储量。



图 21 内蒙古自治区 21 世纪初 SOC 含量

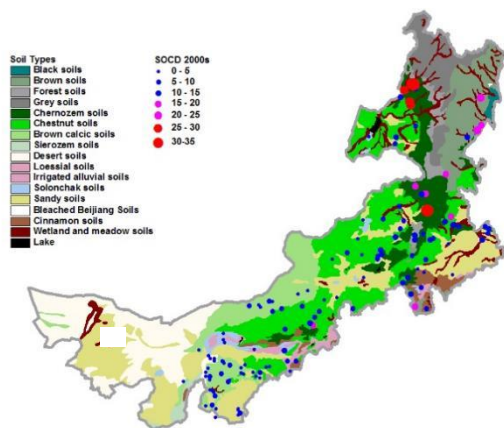
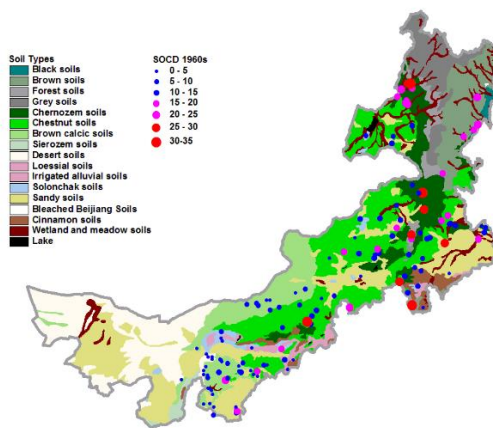


图 22 内蒙古自治区 20 世纪 60 年代 SOC 含量



资料来源：中国农业科学院唐华俊院士团队、招商证券

资料来源：中国农业科学院唐华俊院士团队、招商证券

第三，公司利用种质资源承揽的生态修复业务存量丰厚，且与地方政府联系紧密，碳汇项目潜在承揽能力突出。公司累计修复各类型生态面积约 3000 万亩，是中国草原生态修复的引领者和最大的天然牧草供应商，掌握着同业企业无可比拟的草场资源。林草碳汇项目收益期往往较长（一般为 20 至 60 年），收益通常逐年递增，长期收益非常稳定，公司仅存量项目的碳汇收益就已十分可观。同时，公司在西北各省以及草原面积最大的西藏自治区长期设有分支机构，能够快速对接地方政府，具有较强的先发优势；与西北多地政府保持长期的良好合作关系，有利于拓展符合 CCER 碳汇开发标准的草地资源。

### 三、从种业角度对公司进行价值重估

公司主营业务为传统生态修复和种业，我们分别对其进行估值。由于草种业和农业种业存在诸多不同，种业业务中我们选取六个相似对标企业采取插值法进行估值，传统生态修复通过三家可比公司进行 PE 估值分析。

#### 1、我们预计草种业分部市值约 61 亿

草种业与农业种业同为乡村振兴与生态文明建设的重要板块，是国家基础性、战略性核心产业，受《种子法》的统一管理，目前都对部分进口种子有着不同程度的依赖，种子卡脖子问题已经受到行业重点关注，培育国产的优质种子是眼前的重要任务。但草种业与农业公司种业有显著差异：蒙草生态的草种业由林草局监管而农业公司由农业农村部负责；蒙草生态重点培育草种和植物种，农业公司重点培育各类农作物种子；部分体量较大的农业公司具有外资股东参与，蒙草生态无外资背景，并且国家种业基金参股，因此产品更“国产化”。农作物种子与草种的培育方向不同，因此不能单一考虑业务收入和种子销量，而应该从综合反映公司科技含量的新品种权、良种繁育实验基地、发明专利数等多维度综合考虑。

表 10 草种业与农业种业的异同

	草种业	农业种业
部门	林草局	农业农村部
品种	以禾本科和豆科为主，包括苜蓿、燕麦、紫云英、苏丹草、披碱草和箭筈豌豆等种类	水稻、玉米、小麦、大豆、马铃薯等粮食作物，以及蔬菜、棉花、油菜、花生、甘蔗等经济作物
研究方向	收集（包含发现）、培育、引进、保存优良草种；选育方向以增加植株高度、覆盖度或者抗旱抗寒性能力为主	优异种质资源鉴定与利用、主要农作物基因组学研究、育种技术与材料创新、重大品种选育、良种繁育与种子加工；选育方向以提高种子产量与淀粉含量为主
目标	退化草原恢复、生态环境保护、高产人工草地建设、	农作物高产、优质、广适性与绿色发展

防风治沙、水土保持和畜牧业发展

国家安全

我国草种业进口率高，未来随着国家法律法规的完善和配套政策的实施，将不断加强本土草种自主研发、自主培育工作，国家安全逐步提上日程

农作物种业是保障国家粮食安全的重要命脉，我国面临对部分种子的进口依赖问题，将加快种业自立自强，构建现代生物育种创新体系，从源头上保障国家粮食安全

共同点

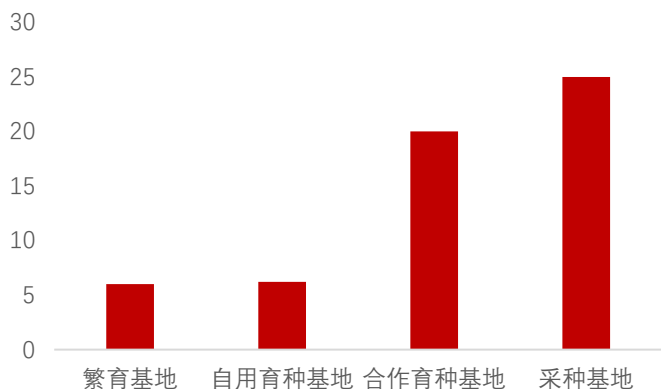
国家基础性、战略性核心产业；目前仍对部分进口种子有较高依赖性；受《种子法》管理；“保、育、繁、推”流程相似

资料来源：中国知网、招商证券

公司生产的代表性草种有冰草、新麦草、山韭、苜蓿，亩产约 15-30 公斤，远小于亩产近千公斤粮食作物种子。水稻、玉米等粮食种的选育方向是提高种子产量与淀粉含量，因此种子质量决定粮食产量。不同于粮食类作物，草种的选育方向是增加植株高度、覆盖度或者抗旱抗寒性能，而对种子本身的性状要求不高。因此，在每公斤销售价格近似的情况下仅用产量进行相对估值，对草种业公司是不合时宜的。

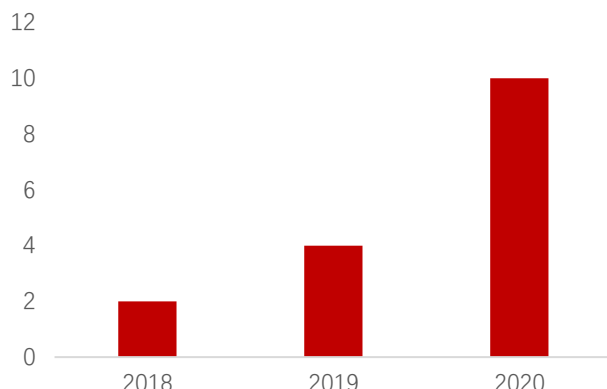
2020 年种业公司收入为 7304.7 万元，预测公司 2021 年种业收入为 9000 万。我们预测“十四五”期间公司收集保存林草、牧草、饲料作物和特色农作物种质资源达到 10 万份，标本从 12 万增加至 20 万份；拥有 35~40 个国家及省级新品种；良种繁育基地从 6.2 万亩增长至 11.2 万亩，年产量实现翻倍，2022 年收入可达到 1.3 亿。

图 23 种业基地亩数（单位：万亩，21 年半年报）



资料来源：公司公告、招商证券

图 24 有地理标记的植物标本（单位：万份）



资料来源：iFind、招商证券

我们对标隆平高科、登海种业、荃银高科、农发种业、神农科技和万向德隆六家公司，对公司蒙草生态进行估值。首先根据六家公司的市值大小将其等比例排序，再依据各公司新品种权、良种繁育基地面积、种子产出量和发明专利数量的排序进行加权估值。表中，蒙草生态的新品种权数额种包括 25 个登记品种的之和，其他公司的新品种权数额不包含登记品种数额，这是因为我国草种产业起步晚、发展慢，良种繁育机制尚未完全形成，其认证体系与农业种业有所不同。

表 11 对标企业相关数据统计

	蒙草生态	隆平高科	登海种业	荃银高科	农发种业	神农科技	万向德隆
市值/亿		280	202	128	58	48	38
新品种权/个	31	472	129	87	88	23	0
良种繁育实验基地/万亩	6.2	1.31	0.3	0.08	0.6	--	2.7
种子产出/万吨	0.216	12.31	7.82	6.63	14.23	0.59	1.8
发明专利/项	26	41	40	26	0	4	0

资料来源：各公司年报、各公司官网、招商证券

通过以上数据，我们可以得出七家公司在各项指标中的大小顺序，如下表：

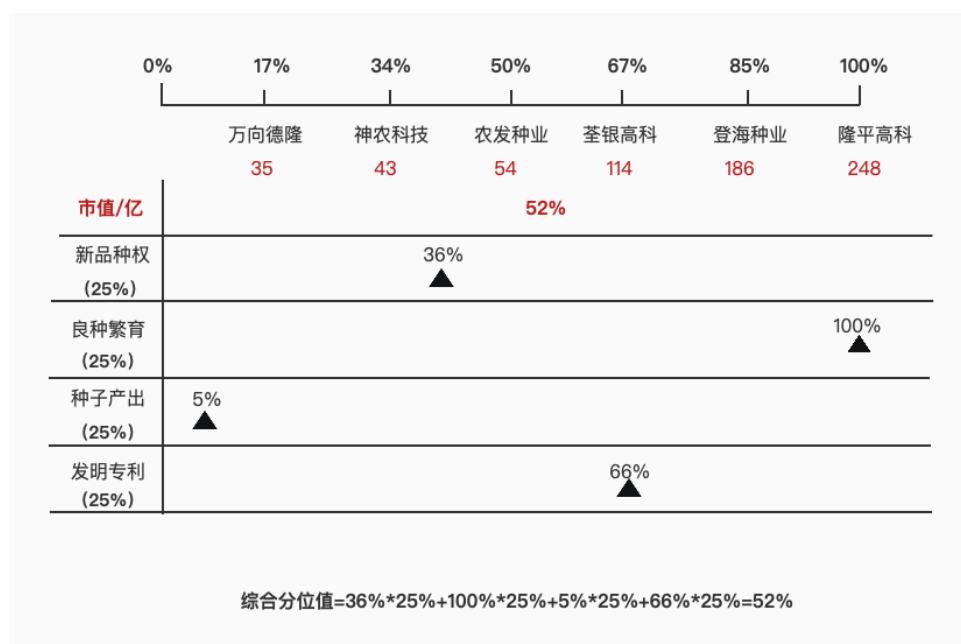
表 12 各指标排序结果

	蒙草生态	隆平高科	登海种业	荃银高科	农发种业	神农科技	万向德隆
新品种权/个	5	1	2	4	3	6	7
良种繁育实验基地/万亩	1	3	5	6	4	7	2
种子产出/万吨	7	2	3	4	1	6	5
发明专利/项	3	1	2	3	6	5	6

资料来源：招商证券

通过计算，蒙草生态草种业部分的综合分位值=35%\*25%+100%\*25%+5%\*25%+66%\*25%=52%，换算为市值即 61 亿。<sup>1</sup>

图 25 插值法估值结果（截至 2022 年 1 月 24 日）



资料来源：iFinD、招商证券

## 2、我们预计传统生态修复分部市值 57 亿

公司传统的园林业务的估值是在不依靠种业科技基础上公司施工业务的估值。这里我们选取业务和规模相似的 3 家企业作为可比公司。从行业中位数来看 2021 至 2023 年的 PE 分别为 14、12、10 倍。我们更新公司 2021-2023 年的预测净利润为 3.4、4.7、5.8 亿元。参考可比公司中位数 2022 年 PE 的估值，公司传统园林业务 2022 年目标 PE 为 12 倍，市值约为 57 亿元。

表 13 估值对比表（截至 2022 年 1 月 24 日）

公司	PE		
	2021E	2022E	2023E
绿茵生态	10	8	7
东珠生态	14	12	10
岳阳林纸	22	17	12
<b>中位数</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>10</b>

资料来源：iFinD、招商证券

<sup>1</sup> 市值计算方式：50%分位的农发种业市值 54 亿，67%的荃银高科市值 114 亿，平均 1 分位市值 3.5 亿，加权计算后蒙草生态分位值为 52%，通过插值法求得种业部分市值=54+2\*3.5=61 亿

综合种业和传统生态修复市值，公司市值约为 120 亿元。

#### 四、投资建议

公司从事种业基础研究二十余年，已建成具备国际水平的、我国最完备的特色乡土植物种质资源库，无论从业务方向、产业体系还是资金血统上来看，公司在草种质资源领域都具有独家优势。预计《全国草种业中长期发展规划（2021-2035 年）》即将出台，是对公司在生态修复草种、牧草种子、中药种子、草原碳汇 20 余年基础研究的肯定，公司业务将成为国家战略的重要一环。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.21、0.29、0.36 元，采用分部估值法我们认为公司 2022 年目标市值为 120 亿，对应目标价 7.5 元，维持“强烈推荐-A”评级。

#### 五、风险提示

- 1、公司估值假设存在偏差。报告中选取六个对标公司，利用插值法对公司进行估值。由于选取的对标公司数量不多，因此在市值计算过程中存在偏差。采用分部估值时对传统业务分析较为简单。
- 2、牧草种业、中草药、草原碳汇政策力度及落地时间不及预期，公司相关产业发展受限。
- 3、草种业业务发展不及预期。目前种业振兴更多偏向农业用种，政策对生态用种产业的激励作用存在不确定性，或影响公司未来种业发展。



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7075	5405	5855	6678	7613
现金	1380	506	292	336	387
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	1
应收款项	4073	2309	2578	2909	3281
其它应收款	131	404	464	534	615
存货	808	144	153	174	199
其他	683	2042	2368	2723	3130
<b>非流动资产</b>	9108	9811	9841	9799	9785
长期股权投资	542	797	813	731	658
固定资产	453	452	452	451	451
无形资产	610	1649	1484	1336	1202
其他	7503	6913	7093	7280	7474
<b>资产总计</b>	<b>16183</b>	<b>15216</b>	<b>15696</b>	<b>16476</b>	<b>17398</b>
<b>流动负债</b>	7192	5963	6083	6300	6464
短期借款	1435	1288	2318	2230	1966
应付账款	3297	2481	2740	3040	3395
预收账款	57	80	89	101	115
其他	2404	2114	936	929	988
<b>长期负债</b>	3643	3759	3834	4001	4252
长期借款	3235	3253	3327	3495	3745
其他	408	506	506	506	506
<b>负债合计</b>	<b>10836</b>	<b>9722</b>	<b>9917</b>	<b>10302</b>	<b>10715</b>
股本	1604	1604	1604	1604	1604
资本公积金	1070	1071	1071	1071	1071
留存收益	1781	2141	2441	2837	3314
少数股东权益	892	678	663	663	693
归属于母公司所有者权益	4456	4816	5117	5512	5990
<b>负债及权益合计</b>	<b>16183</b>	<b>15216</b>	<b>15696</b>	<b>16476</b>	<b>17398</b>

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	(442)	(437)	260	235	373
归母净利润	61	232	336	466	580
折旧摊销	105	184	232	213	197
财务费用	270	173	49	78	101
投资收益	(8)	(17)	13	(41)	(61)
营运资金变动	(805)	(937)	(354)	(483)	(477)
其它	(66)	(72)	(15)	3	34
<b>投资活动现金流</b>	(56)	(76)	(275)	(129)	(122)
资本支出	(83)	(57)	(56)	(56)	(56)
其他投资	27	(19)	(218)	(73)	(66)
<b>筹资活动现金流</b>	1025	(355)	(199)	(62)	(200)
借款变动	671	(275)	(116)	87	3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	788	1	0	0	0
股利分配	(29)	(6)	(35)	(71)	(102)
其他	(405)	(75)	(49)	(78)	(101)
<b>现金净增加额</b>	<b>526</b>	<b>(867)</b>	<b>(214)</b>	<b>44</b>	<b>51</b>

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2852	2542	2921	3363	3871
营业成本	2001	1648	1820	2061	2348
营业税金及附加	12	15	18	20	23
营业费用	72	63	72	83	96
管理费用	181	154	166	188	213
研发费用	55	123	146	168	194
财务费用	270	173	49	78	101
资产减值损失	(261)	(178)	(196)	(206)	(206)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	61	41	41	41	41
投资收益	8	23	(54)	0	20
<b>营业利润</b>	69	252	441	600	753
营业外收入	0	1	1	8	8
营业外支出	12	9	9	3	3
<b>利润总额</b>	57	244	434	605	758
所得税	30	51	112	139	148
少数股东损益	(34)	(39)	(15)	0	31
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>61</b>	<b>232</b>	<b>336</b>	<b>466</b>	<b>580</b>

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-25%	-11%	15%	15%	15%
营业利润	-81%	267%	75%	36%	25%
归母净利润	-70%	281%	45%	39%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.8%	35.2%	37.7%	38.7%	39.3%
净利率	2.1%	9.1%	11.5%	13.9%	15.0%
ROE	1.4%	4.8%	6.6%	8.5%	9.7%
ROIC	1.1%	2.8%	3.2%	4.3%	5.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.0%	63.9%	63.2%	62.5%	61.6%
净负债比率	37.7%	40.0%	38.0%	36.8%	34.8%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	2.5	3.5	12.3	12.6	12.6
应收帐款周转率	0.7	0.8	1.2	1.2	1.3
应付帐款周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.04	0.14	0.21	0.29	0.36
每股经营现金	-0.28	-0.27	0.16	0.15	0.23
每股净资产	2.78	3.00	3.19	3.44	3.73
每股股利	0.00	0.02	0.04	0.06	0.08
<b>估值比率</b>					
PE	119.5	31.4	21.7	15.6	12.6
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	45.2	36.8	24.6	19.9	16.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

**唐笑：**12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

**岳恒宇：**CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

**贾宏坤：**CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。