

蒙草生态 (300355.SZ) 年报点评

投资亏损大但毛利率上升费用率下降，草种业优势显著

- **工程订单高速增长，草种业国内龙头。**公司 21 年新签工程订单 45.80 亿元，同增 362.48%；新签其他订单 0.24 亿元。公司 22 年新签《通辽市科尔沁沙地综合治理项目》、《科尔沁山水林田湖草沙一体化保护和修复工程》，合同金额分别为 14.61 亿元、5.23 亿元。公司在手订单充足，支撑业绩长期增长。公司现存在执行的 PPP 项目 31 个，其中 25 个已经进入运营期。在种业方面，公司凭借技术优势，位居全球草种业主要创新主体排行榜第六名。目前累计审定国家及自治区草品种 25 个，获国家植物新品种权 6 项。
- **营收大幅增长，毛利率大幅提升。**2021 年度实现收入 29.11 亿元，同增 14.54%。其中，子公司蒙草种业营收 0.82 亿元。内蒙古外地区营业收入 10.01 亿元，同增 106.85%，主因公司向蒙外扩展，未来预计占比加大。21 年毛利率 39.32%，同增 4.17 个百分点，其中，自然生态系统保护管理毛利率 39.18%，同增 4.41 个百分点，主因进入运营期 PPP 项目增多，成本较低的养护业务增加，如果进入运营期的 PPP 项目数量进一步增加，毛利率有望继续提高。
- **费用率显著下降，净利润高速增长。**21 年期间费用率 11.42%，同比下降 8.76 个百分点。主因营收大幅增长带来规模效应。其中销售费用率 1.54%，同比下降 0.93 个百分点；管理费用率 4.90%，同比下降 1.16 个百分点；研发费用率 4.09%，同比下降 0.75 个百分点；财务费用率 0.9%，同比下降 5.92 个百分点，主因进入运营期 PPP 项目增多，利息收入增加。21 年投资收益 -2.04 亿元，主因子公司浙江普天园林大量亏损，预计 22 年将大幅好转。21 年资产和信用减值损失合计 1.63 亿元，较同期减少 0.16 亿元。综合起来，21 年度实现归母净利润 3.09 亿元，同增 33.22%，在 2021 年业绩预告下限。
- **现金流迅速好转，资产负债率保持稳定。**21 年收现比 0.8274，同比上升 5.54 个百分点，付现比 0.8371，同比下降 40.5 个百分点，主因商品劳务支付现金减少。综合起来，经营净现金流入 5.80 亿元，较去年同期多流入 10.17 亿元，主因公司加大催收力度，21 年现金回款 24.09 亿元，占营业收入 82.76%。投资活动净流出 0.40 亿元，较去年同期少流出 0.36 亿元。资产负债率为 64.04%，基本稳定。

投资建议：公司为种业龙头，经营情况良好，运营期 PPP 项目增加导致毛利率提高，降本增效成果显著，现金流情况良好。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.26、0.33、0.42 元/股，对应 PE 为 15.7、12.1、9.6 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示：**地方政府收入下滑导致的付费延迟风险，种业拓展不及预期

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2542	2911	3480	4171	4814
同比增长	-11%	15%	20%	20%	15%
营业利润(百万元)	252	492	624	800	1003
同比增长	267%	95%	27%	28%	25%
归母净利润(百万元)	232	309	411	535	674
同比增长	281%	33%	33%	30%	26%
每股收益(元)	0.14	0.19	0.26	0.33	0.42
PE	27.9	20.9	15.7	12.1	9.6
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A (维持)

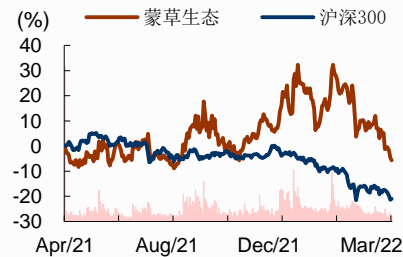
中游制造/建筑工程
当前股价：4.03 元

基础数据

总股本(万股)	160424
已上市流通股(万股)	130769
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	6.2
资产负债率	64.0%
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	-14	-6	-11
相对表现	-9	13	11



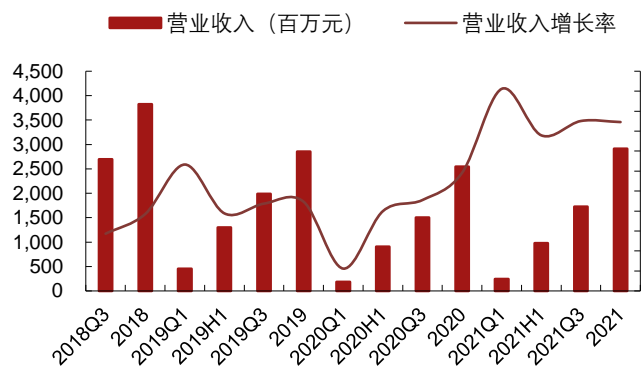
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《蒙草生态 (300355) — 从种业角度再探究公司投资价值》2022-01-26
- 《蒙草生态 (300355) — 种业科技助力生态修复，草原碳汇独占鳌头》2021-12-16

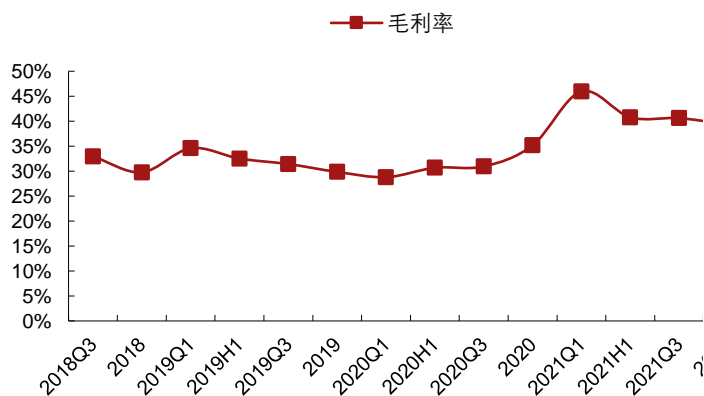
岳恒宇 S1090521050002
yuehengyu@cmschina.com.cn
唐笑 S1090521050001
tangxiao2@cmschina.com.cn
贾宏坤 研究助理
jihongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司收入和收入增速



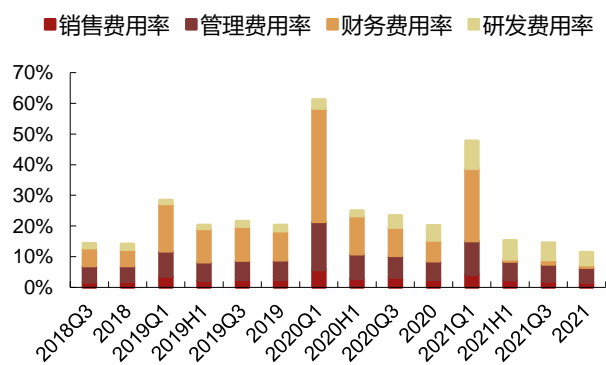
资料来源: ifind、招商证券

图 2 公司毛利率情况



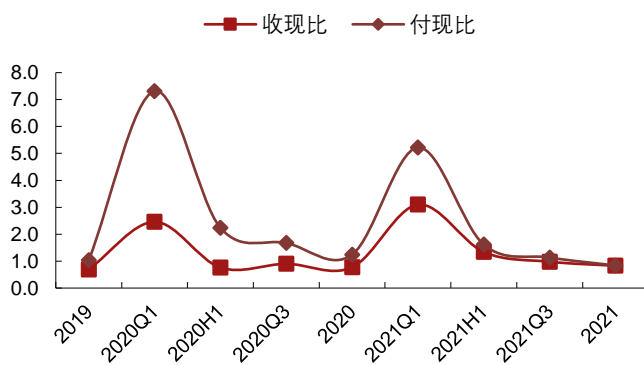
资料来源: ifind、招商证券

图 3 公司四项费用率



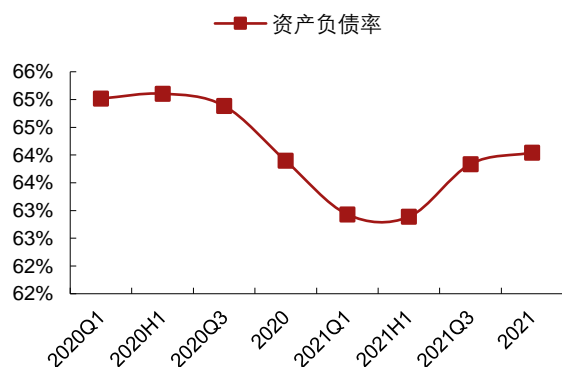
资料来源: ifind、招商证券

图 4 公司收付现比



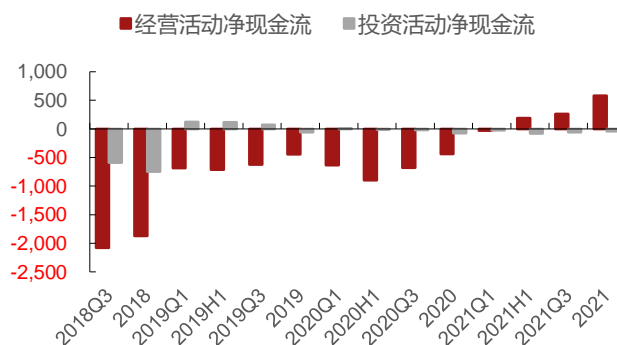
资料来源: ifind、招商证券

图 5 公司资产负债率



资料来源: ifind、招商证券

图 6 公司经营活动净现金流和投资活动净现金流 (百万元)



资料来源: ifind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5405	6640	7555	8895	10257
现金	506	871	800	800	800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	2309	3235	3844	4606	5317
其它应收款	404	358	452	542	597
存货	144	155	305	364	419
其他	2042	2020	2154	2582	3124
非流动资产	9811	9371	9098	8870	8680
长期股权投资	797	632	632	635	643
固定资产	452	329	306	287	271
无形资产商誉	1649	2260	2034	1830	1647
其他	6913	6150	6126	6118	6118
资产总计	15216	16011	16653	17764	18937
流动负债	5963	5779	5882	6386	6814
短期借款	1288	1388	1636	1509	1354
应付账款	2481	2573	3055	3647	4198
预收账款	80	76	90	108	124
其他	2114	1742	1101	1123	1139
长期负债	3759	4475	4525	4576	4624
长期借款	3253	3854	3904	3954	4004
其他	506	620	621	621	620
负债合计	9722	10254	10406	10962	11438
股本	1604	1604	1604	1604	1604
资本公积金	1071	1071	1071	1071	1071
留存收益	2141	2329	2740	3193	3760
少数股东权益	678	753	832	934	1064
归属于母公司所有者权益	4816	5004	5415	5868	6435
负债及权益合计	15216	16011	16653	17764	18937

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(437)	580	445	407	445
净利润	193	369	490	638	804
折旧摊销	184	327	296	268	243
财务费用	164	18	123	121	99
投资收益	(17)	204	49	40	30
营运资金变动	(928)	(310)	(518)	(665)	(736)
其它	(33)	(28)	6	6	6
投资活动现金流	(76)	(40)	(70)	(79)	(82)
资本支出	(57)	(110)	(40)	(40)	(40)
其他投资	(19)	70	(30)	(39)	(42)
筹资活动现金流	(355)	(192)	(446)	(328)	(363)
借款变动	(281)	(280)	(323)	(126)	(156)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	(0)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(82)	(107)
其他	(75)	88	(123)	(120)	(101)
现金净增加额	(867)	347	(71)	0	0

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2542	2911	3480	4171	4814
营业成本	1648	1767	2107	2515	2895
营业税金及附加	15	21	28	33	39
营业费用	63	45	56	67	72
管理费用	154	143	174	209	236
研发费用	123	119	150	184	217
财务费用	173	26	123	121	99
资产减值损失	(172)	(141)	(169)	(203)	(223)
公允价值变动收益	0	(2)	0	0	0
其他收益	41	48	48	20	0
投资收益	17	(204)	(97)	(60)	(30)
营业利润	252	492	624	800	1003
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	9	17	20	20	25
利润总额	244	476	605	781	979
所得税	51	108	116	143	176
少数股东损益	(39)	59	79	103	129
归属于母公司净利润	232	309	411	535	674

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-11%	15%	20%	20%	15%
营业利润	267%	95%	27%	28%	25%
归母净利润	281%	33%	33%	30%	26%
获利能力					
毛利率	35.2%	39.3%	39.5%	39.7%	39.9%
净利率	9.1%	10.6%	11.8%	12.8%	14.0%
ROE	5.0%	6.3%	7.9%	9.5%	11.0%
ROIC	2.9%	3.7%	5.1%	6.1%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	63.9%	64.0%	62.5%	61.7%	60.4%
净负债比率	40.0%	40.4%	36.9%	33.9%	30.9%
流动比率	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	3.5	11.8	9.2	7.5	7.4
应收账款周转率	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
应付账款周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7
每股资料(元)					
EPS	0.14	0.19	0.26	0.33	0.42
每股经营净现金	-0.27	0.36	0.28	0.25	0.28
每股净资产	3.00	3.12	3.38	3.66	4.01
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.07	0.08
估值比率					
PE	27.9	20.9	15.7	12.1	9.6
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	35.1	28.4	16.2	14.2	12.6

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。