



央国企引领专题:高质量并购续写种企新篇章

——“且看种业”系列报告之三

2024年11月17日

核心观点

- 农业央国企 23 年以来综合表现超越行业大盘。**农林牧渔行业中央国企共 33 家，占比 30%。从子行业分布来看，主要集中于种植业、农产品加工，其中又以种业为重（央国企占比 60%）。23 年新一轮国企改革深化提升行动开启后，农林牧渔央国企指数跑出了显著优于行业总体指数的表现，种业央国企综合表现也同时优于 SW 种子指数（截至 24 年 11 月 15 日实现超额收益约 6.7%）。
- 种业央企具备规模优势，分红积极性更高。**我国已形成“一利五率”和“一企一策”相结合的国企考核指标体系，将央国企和非央国企对比可见：种业央企的市值和营收规模远高于地方国企和非央国企，24Q1-3 种业 4 家央企受粮价下行、行业竞争激烈、销售淡季等影响，业绩出现不同程度的亏损或下滑，但从前瞻指标 Q3 末合同负债来看，24/25 销售季业绩具备较好支撑。此外，种业央企呈现出较高的分红积极性，23 年种业央企平均分红总额达 4121.55 万元，远高于地方国企和非央国企，其中有 3 家央企各进行了 1 次分红。
- 央国企并购重组热度提升，高质量并购是种业发展的必由之路。**24 年 9 月证监会发布“并购六条”进一步激发并购重组市场活力，央国企是推动并购重组市场活跃的关键角色。种业方面，目前我国种业市场竞争激烈、竞争格局较分散，未来市场集中度或呈较快提升趋势，并将很大程度上借助高质量并购实现。目前我国种业三大“国家队”成员是以隆平高科为代表的“中信系”、以先正达为代表的“中化系”（中国种子集团、荃银高科）和以国投种业为代表的“国投系”（丰乐种业），且近年在加快推进种业振兴的背景下，均在“内生+外延”的发展战略下频频有并购动作，未来有望通过平台、技术、资本、资源赋能发挥协同优势，相关上市种企竞争力进一步提升可期。
- 投资建议：**随着国企改革进入全面深化改革的新阶段，央国企的核心竞争力有望在本轮国企改革中得到加强。在相关政策支持力度加大的背景下，24 年上市公司并购重组热度显著提升。农业层面种业是央国企占比最高的子行业，我们认为未来我国种业格局或通过高质量并购，优势逐步向龙头集中。个股方面，考虑公司技术实力及优质品种储备，背靠“中信系”、“中化系”、“国投系”三大“国家队”发挥协同效应，以及转基因产业化进程加速带来的潜在业绩增厚，建议关注隆平高科、荃银高科等相关个股。
- 风险提示：**国企改革推进不及预期的风险，对相关政策理解不全面的风险，预期政策落实不及预期的风险，农产品价格波动的风险，自然灾害的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
000998.SZ	隆平高科	0.15	0.42	0.59	93	27	19	推荐
300087.SZ	荃银高科	0.29	0.37	0.5	29	29	21	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (收盘价为 2024 年 11 月 15 日)

农林牧渔行业

推荐 维持评级

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

研究助理

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-11-15



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河农业谢芝优】行业深度报告_“且看种业”系列报告之二:转基因商业化进程加速,行业竞争格局将重塑
- 【银河农业谢芝优】行业深度报告_主粮供需解析,转基因助力粮食长期安全

目录

Catalog

一、 深化国企改革，助力农林牧渔行业高质量发展	3
二、 农业央国企占比 30%，种业央国企优势显著	5
(一) 种业央企具备规模优势，业绩阶段性承压	6
(二) 种业地方国企 ROE & 营业现金比率领先	7
(三) 农业估值处低位区间，央企分红积极性较高	8
三、 种业高质量并购进行中，新发展篇章拉开序幕	10
(一) 中信系：隆平高科产业矩阵完善，国内外并购协同发展	11
(二) 中化系：荃银高科背靠优势资源，内生+外延发展玉米业务	16
(三) 国投系：全产业链一体化推进生物育种产业布局	19
四、 投资建议及股票池	21
五、 风险提示	23

一、深化国企改革，助力农林牧渔行业高质量发展

国有企业改革作为我国经济体制改革的重要环节，2024年再次被提升到新高度。从国企改革40余年的发展历程来看，我国国企改革采取的是积极稳妥、循序渐进的方式，各个阶段各有侧重，成功走出了一条具有中国特色、卓有成效的改革之路，大致可分为外部放权让利、内部机制转换、产权制度创新、布局结构调整、全面深化改革五个阶段。2024年初，在1月24日的国新办新闻发布会中提到，2024年仍要深入实施国有企业改革深化提升行动，着力增强核心功能和提高核心竞争力，更加突出改革推动高质量发展的作用。同时，在国企考核的指标体系方面，2024年在“一利五率”基础上全面推行“一企一策”评价原则与国有企业市值管理，并出台新“国九条”就推动资本市场高质量发展提出相关意见，包括企业上市全过程监管、上市公司分红政策全流程监管、考虑将上市公司市值管理纳入企业内部考评体系等内容，基本形成了一个更为严谨、科学、成熟的新体系。

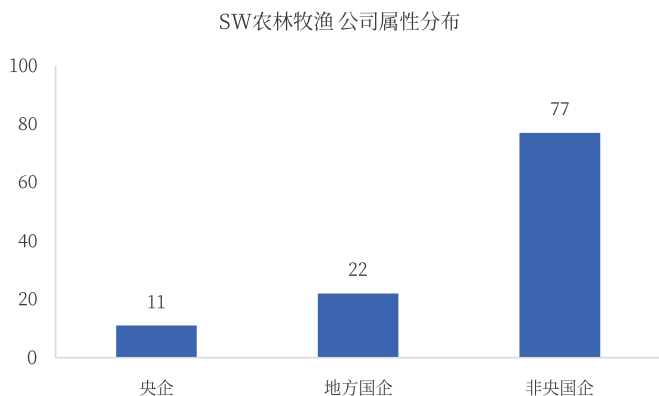
图1：我国国企改革历程



资料来源：彭建国，彭海毅《我国国企改革四十五年回顾与展望》（2024），中国银河证券研究院

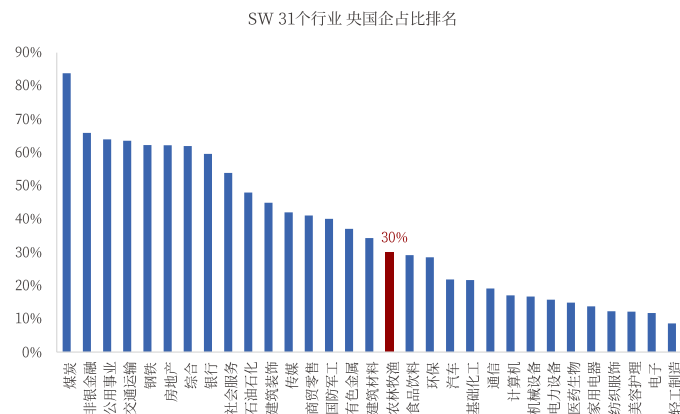
农林牧渔行业中，央国企占比30%，以种植业居多。截至2024年11月15日，在SW农林牧渔行业的110家A股上市公司中，央企共有11家，地方国企共有22家，央国企合计占比达30%，在SW31个行业中排名第17位。2024Q1-3，农林牧渔行业央企营收占比约6.78%，地方国企营收占比约10.65%，央国企营收占比合计17.43%，同比23Q1-3提升1.32pct，农林牧渔行业收入向央国企集中的趋势加强。分子行业来看，农林牧渔行业央国企主要分布于种植业、农产品加工行业，分别有12家、11家央国企。其中种植业方面，央国企主要集中于种业，在A股10家种业上市公司中，央企共有4家（隆平高科、荃银高科、农发种业、丰乐种业），地方国企共有2家（敦煌种业、秋乐种业），央国企合计占比高达60%。

图2：央企在 SW 农林牧渔 A 股上市公司中占比为 30%



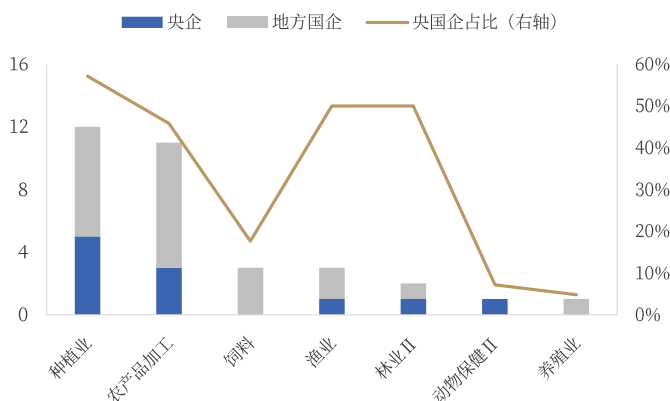
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：SW 农林牧渔的央企占比在 31 个行业中排名第 17 位



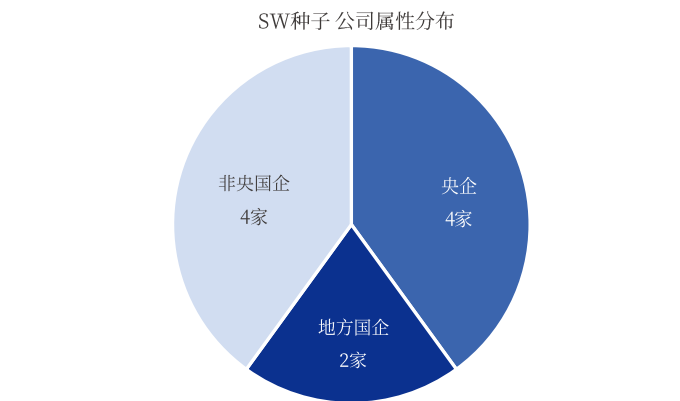
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：SW 农林牧渔的央企主要分布于种植业、农产品加工



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

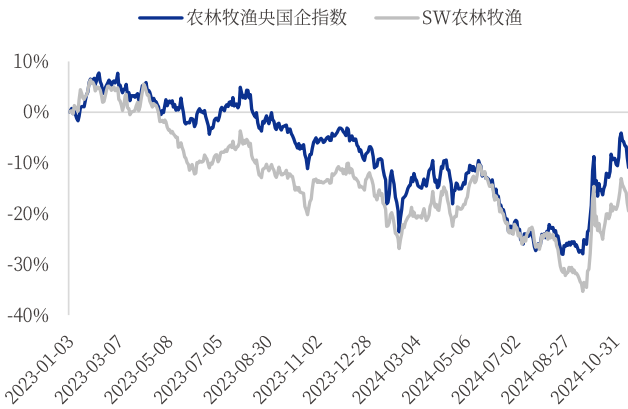
图5：央企在 SW 种子 A 股上市公司中占比高达 60%



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

23 年以来，农林牧渔及种业央企综合表现均超越行业大盘。从市场表现来看，2023 年以来 SW 农林牧渔中央国企的综合表现在绝大部分时间优于行业总体指数。尤其在 2023 年 6 月《国有企业改革深化提升行动方案（2023-2025 年）》印发、新一轮国企改革深化提升行动开启后，央企跑出了显著优于行业总体指数的表现。以 2023 年 1 月 1 日为基准，2023 年 6 月 12 日农林牧渔央企整体表现较 SW 农林牧渔指数的超额收益达到峰值 10.32%，截至 2024 年 11 月 15 日农林牧渔央企整体跑赢 SW 农林牧渔指数约 8.56%。其中种业方面，央企的综合表现同样优于 SW 种子行业总体指数，截至 2024 年 11 月 15 日超额收益约为 6.69%。

图6：2023 年至今 SW 农林牧渔中央国企综合表现优于行业



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图7：2023 年至今 SW 种子中央国企综合表现优于行业



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

二、农业央国企占比 30%，种业央国企优势显著

我国国企考核的指标体系经过不断完善，现已形成“一利五率”和“一企一策”相结合的个性化体系。2019 年我国国企考核“两利一率”指标体系基本形成。2020 年新增纳入净利润、营业收入利润率、研发投入强度 3 项指标形成“两利三率”指标体系。2021 年新增全员劳动生产率，进一步完善为“两利四率”考核体系。2023 年随着新一轮国企改革开启，考核指标迎来进一步调整，以净资产收益率、营业现金比率替代净利润、营业收入利润率，要求国企兼顾经营效率和现金流安全，形成“一利五率”考核体系。2024 年在中央企业、地方国资委考核分配工作会议上，提出在基本保持“一利五率”的基础上，推动“一企一策”考核，即统筹共量化指标与个体企业差异性，根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，签订个性化经营业绩责任书，引导企业努力实现高质量发展；此外还将建立“双加分”机制，对跑赢国民经济增速的企业给予考核加分，对作出突出贡献的企业再给予额外加分，引导央企积极确定挑战性目标；同时应全面推开上市公司市值管理考核，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现。至此，我国国企考核的指标体系经过不断完善，已形成“一利五率”和“一企一策”相结合的新体系。

表1：2019-2023 年国企改革考核指标体系

时间	考核办法	具体内容
2019	两利一率	利润总额、净利润、资产负债率
2020	两利三率	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度 (研发费用投入强度：研发费用投入/营业总收入)
2021	两利四率	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发费用投入强度、全员劳动生产率 (全员劳动生产率：考察央企每位员工在单位时间为企业创造的营业收入，重要的变量是营业收入和员工人数)
2021 年提出“两增一控三提高”目标：		

	<ul style="list-style-type: none"> “两增”：利润总额和净利润增速高于国民经济增速 “一控”：控制好资产负债率 “三提高”：营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高
	<p>一利五率</p> <p>净资产收益率、利润总额、营业现金比率、资产负债率、研发费用投入强度、全员劳动生产率</p>
2023	<p>2023年提出“一增一稳四提升”目标：</p> <ul style="list-style-type: none"> “一增”：确保利润总额增速高于全国GDP增速 “一稳”：资产负债率总体保持稳定 “四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升
	<p>一利五率</p> <p>净资产收益率、利润总额、营业现金比率、资产负债率、研发费用投入强度、全员劳动生产率</p>
2024	<p>一企一策+市值管理+双加分</p> <ul style="list-style-type: none"> 一企一策：根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，“一企一策”签订个性化经营业绩责任书。 市值管理：量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效。 双加分：分档设置效益指标考核目标，对跑赢国民经济增速的企业给予考核加分，同步设立提质增效特别奖，对作出突出贡献的企业再给予额外加分，引导中央企业积极确定挑战性目标。

资料来源：中国政府网，国资委，iFinD，中国银河证券研究院

考虑我国现行的“一利五率”和“一企一策”相结合的国企考核指标体系，结合农业行业特色属性，接下来我们将从收入盈利、一利五率、估值分红三个方面，进一步对农林牧渔行业整体、以及其中央国企占比最高的子行业——种业的央国企与非央国企表现展开对比分析。

（一）种业央企具备规模优势，业绩阶段性承压

农林牧渔行业整体来看，非央国企的平均市值和营收规模高于央国企，其中又以央国企的市值和营收高于地方国企，原因主要是农业大市值龙头企业主要集中于养殖业子行业，其公司属性以民营为主。24Q1-3业绩表现方面，非央国企>地方国企>央企。具体来看，24Q1-3非央国企营收、利润均有不同程度上涨，主要得益于生猪养殖板块随着4月以来猪价进入上行通道，Q3生猪价格保持在高位运行，叠加生猪养殖业降本增效普遍取得成效，Q1-3上市猪企盈利情况普遍向好，实现同比扭亏为盈。地方国企24Q1-3营收略有上涨2.34%，归母净利润下滑11.91%，业绩基本保持稳定。而央企业绩表现靠后，24Q1-3营收略有下滑2.86%，归母净利润大幅下滑117.49%，原因主要是行业央企主要集中于种植业子行业，而受粮价下行、行业销售淡季等影响，种业业绩阶段性承压。

表2：SW农林牧渔收入盈利指标统计

公司属性	数量	平均市值（亿元）	23年平均营收（亿元）	24Q1-3平均营收（亿元）	24Q1-3营收同比（均值）	23年平均归母净利润（亿元）	24Q1-3平均归母净利润（亿元）	24Q1-3归母净利润同比（均值）
央企	11	100.93	84.88	55.14	-2.86%	3.37	1.82	-117.49%
地方国企	22	55.36	58.21	43.31	2.34%	0.20	0.61	-11.91%
非央国企	77	135.91	135.62	95.91	1.03%	-1.00	3.72	51.44%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（收盘日为2024.11.15）

种子行业方面，**央企的平均市值和营收规模远高于地方国企和非央企**。从 24Q1-3 业绩表现来看，地方国企利润增速亮眼，同比+92%，主要原因是敦煌种业业绩实现扭亏为盈，24Q1-3 归母净利润为 0.18 亿元（23 年同期为-0.14 亿元）；而**4 家央企 24Q1-3 业绩均有不同程度的亏损或下滑**，主要受行业粮价下行及竞争激烈等因素的影响，种子销售不及预期；同时或存在行业销售淡季所导致的业绩波动。

表3: SW 种子收入盈利指标统计

公司属性	数量	平均市值 (亿元)	23 年平均营收 (亿元)	24Q1-3 平均营收 (亿元)	24Q1-3 营收同比 (均值)	23 年平均归母净利润 (亿元)	24Q1-3 平均归母净利润 (亿元)	24Q1-3 归母净利润同比 (均值)
央企	4	92.84	58.00	24.20	-5.77%	1.60	-1.44	-275.22%
地方国企	2	27.05	8.46	4.27	1.38%	0.60	0.14	91.98%
非央企	4	41.03	5.82	2.57	3.15%	0.85	0.25	-26.15%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (收盘日为 2024.11.15)

表4: SW 种子 6 家央企收入盈利指标表现

公司名称	公司属性	总市值 (亿元)	23 年营收 (亿元)	24Q1-3 营收 (亿元)	24Q1-3 营收同比	23 年归母净利润 (亿元)	24Q1-3 归母净利润 (亿元)	24Q1-3 归母净利润同比
隆平高科	央企	149.61	92.23	28.81	-14.46%	2.00	-4.75	17.82%
荃银高科	央企	101.74	41.03	20.55	32.26%	2.74	-0.84	-892.84%
农发种业	央企	75.32	67.61	30.22	-30.56%	1.27	0.55	-44.82%
丰乐种业	央企	44.70	31.14	17.20	-10.32%	0.40	-0.71	-181.02%
敦煌种业	地方国企	31.25	11.58	6.90	31.39%	0.41	0.18	232.84%
秋乐种业	地方国企	22.86	5.34	1.63	-28.63%	0.79	0.09	-48.88%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (收盘日为 2024.11.15)

(二) 种业地方国企 ROE & 营业现金比率领先

农林牧渔行业整体来看，**央企具备资金优势，现金流周转更健康，人均创利占优**。根据 2023 年上市公司的“一利五率”（即净资产收益率、利润总额、营业现金比率、资产负债率、研发费用投入强度、全员劳动生产率，其中全员劳动生产率由于没有相关数据，这里用类似指标人均创利来替代）情况，非央企的 23 年平均 ROE 高于央企；资产负债率和研发投入方面，央企和非央企的资产负债结构相较地方国企更为健康，对研发的重视程度也更高；现金流周转和人均创利方面，均呈现出央企>地方国企>非央企的特质。

表5: SW 农林牧渔“一利五率”指标统计

公司属性	数量	23年平均利润总额 (亿元)	23年平均 ROE	23年平均资产负债率	23年平均营业现金 比率	23年平均研发投入 强度	23年人均创利均值 (万元)
央企	11	4.38	6.54%	43.87%	10.25%	2.47%	10.99
地方国企	22	0.34	5.66%	55.51%	7.12%	0.91%	9.03
非央国企	77	-1.01	9.08%	42.31%	4.58%	2.76%	3.83

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 研发投入强度为研发投入占营收比例)

种子行业方面, **龙头央企债务压力和现金流周转压力较高**。根据 2023 年上市公司的“一利五率”情况, 地方国企的 23 年平均 ROE 高于央企和非央国企; 央企资产负债率和现金流周转情况表现均靠后, 原因主要是龙头企业近年为抢占市场份额扩大制种面积, 导致支付制种款增加, 以及由于业务扩张而导致的人员工资增加等。同时 2022 年以来, 连续三年的玉米种子产能过剩导致行业存货普遍升高, 加大种企库存压力和现金流压力。研发投入方面, 央企和非央国企研发投入占营收比例相对地方国企更高。

表6: SW 种子“一利五率”指标统计

公司属性	数量	23年平均利润总额 (亿元)	23年平均 ROE	23年平均资产负债率	23年平均营业现金 比率	23年平均研发投入 强度	23年人均创利均值 (万元)
央企	4	2.47	6.96%	49.03%	7.25%	4.28%	8.50
地方国企	2	1.05	10.99%	44.29%	15.13%	2.56%	19.74
非央国企	4	0.99	8.89%	28.83%	14.89%	4.94%	23.30

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 研发投入强度为研发投入占营收比例)

表7: SW 种子 6 家央国企“一利五率”指标表现

公司名称	公司属性	23年利润总额 (亿元)	23年 ROE	23年资产负债率	23年营业现金比率	23年研发投入强度	23年人均创利 (万元)
隆平高科	央企	3.62	3.76%	63.50%	7.80%	8.85%	4.29
荃银高科	央企	3.62	14.95%	61.51%	6.93%	3.42%	16.02
农发种业	央企	2.25	7.06%	40.47%	8.96%	1.72%	10.76
丰乐种业	央企	0.39	2.08%	30.64%	5.32%	3.11%	2.94
敦煌种业	地方国企	1.29	6.59%	59.69%	20.96%	1.68%	6.52
秋乐种业	地方国企	0.81	15.38%	28.89%	9.29%	3.43%	32.95

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 研发投入强度为研发投入占营收比例)

(三) 农业估值处低位区间, 央企分红积极性较高

农林牧渔行业整体来看, **央企分红积极性较高**。估值方面, 根据历史十年市盈率和市净率分位, 农业央国企和非央国企公司估值均处于历史相对低位区间。分红方面, 2024 年初国务院印发《关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》, 提到国有控股、参股企业按照市场化、法治化原则建

立健全分红机制。从分红主体来看，央国企依然是分红的主力军，农业行业中央企的分红次数、平均分红总额以及股利支付率均相对较高。

表8: SW 农林牧渔估值分红指标统计

公司属性	数量	PE (TTM)	PE 十年分位	PB (LF)	PB 十年分位	23年平均分红总额 (万元)	23年平均股利支付率	23年平均分红次数
央企	11	-20.14	38.64%	3.22	37.04%	26703.23	26.50%	0.64
地方国企	22	50.26	28.83%	7.25	37.54%	6034.58	21.61%	0.50
非央国企	77	682.87	35.33%	3.87	31.06%	6743.32	30.73%	0.60

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (收盘日为 2024.11.15)

种子行业方面，种业央企同样呈现出较高的分红积极性。估值方面，根据历史十年市盈率和市净率分位，种业央国企和非央国企公司估值同样多数处于历史相对低位区间。分红方面，央企分红积极性较高，2023年种业央企平均分红总额达 4121.55 万元，远高于地方国企和非央国企；有 3 家央企（隆平高科、荃银高科、丰乐种业）各进行了 1 次分红。

表9: SW 种子估值分红指标统计

公司属性	数量	PE (TTM)	PE 十年分位	PB (LF)	PB 十年分位	23年平均分红总额 (万元)	23年平均股利支付率	23年平均分红次数
央企	4	-150.07	32.60%	3.85	37.72%	4321.55	24.51%	0.75
地方国企	2	37.79	29.49%	4.73	61.80%	1652.00	20.80%	0.50
非央国企	4	7.37	38.30%	3.74	35.72%	2527.86	30.63%	0.75

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (收盘日为 2024.11.15)

表10: SW 种子 6 家央国企估值分红指标表现

公司名称	公司属性	PE (TTM)	PE 十年分位	PB (LF)	PB 十年分位	23年分红总额(万元)	23年股利支付率	23年分红次数
隆平高科	央企	55.90	53.56%	3.30	17.63%	6584.85	32.92%	1
荃银高科	央企	56.87	31.96%	5.78	29.25%	9473.32	34.59%	1
农发种业	央企	91.81	44.87%	3.93	62.94%	0.00	0.00%	0
丰乐种业	央企	-804.85	0.00%	2.39	41.05%	1228.03	30.54%	1
敦煌种业	地方国企	43.21	2.28%	5.06	66.89%	0.00	0.00%	0
秋乐种业	地方国企	32.38	56.70%	4.40	56.70%	3304.00	41.60%	1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (收盘日为 2024.11.15)

三、种业高质量并购进行中，新发展篇章拉开序幕

目前我国种业市场竞争激烈、竞争格局较为分散。根据农业农村部数据，2023年我国共有正常生产经营的种企8721家，其中总资产在3000万元以下的企业占比高达78%，仍以中小企业为主体。从营收规模来看，2023年我国种业企业共实现营收1258亿元，平均利润率8.23%，其中1/4的企业贡献收入的90%，销售收入超过10亿元的头部企业共11家（合计收入占比为14%），市场集中度仍然较低。

图8：2023年我国种企总资产规模分布

企业总资产规模	企业数量（家）	数量占比
<500万元	4281	49.1%
500-3000万元	2525	29.0%
3000万元-1亿元	1328	15.2%
1-5亿元	489	5.6%
5-10亿元	58	0.7%
>10亿元	40	0.5%
合计（正常生产经营企业）	8721	

资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

图9：2023年我国种企营收规模分布

企业营收规模	企业数量（家）	收入占比
>1000万元	2130	89%
1-5亿元	245	25%
5-10亿元	16	8%
>10亿元	11	14%

资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

未来我国种业市场集中度或呈较快提升趋势，并将很大程度上借助高质量并购实现。在政策支持力度不断加大的催化下，2024年上市公司并购重组热度显著提升，其中央企上市公司是推动并购重组市场活跃的关键角色。2024年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（即“并购六条”），包括支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励上市公司加强产业整合、提高监管包容度、提升重组市场交易效率、提升中介机构服务水平、依法加强监管六大方面，进一步激发并购重组市场活力。在农业行业中，种业是央企占比最高的子行业；而从全球种业发展经验来看，兼并重组也是种业发展、种企做大做强的必由之路。**具体看我国种业并购的过去与未来：**

我国种业的上一轮并购潮可追溯至2011年。2011年“8号文件”《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》出台，首次明确了企业的商业化育种主体、种业发展主体地位，为企业摆脱“束缚”，将企业的积极性最大限度释放。受政策催化的影响，我国种业兼并重组开始进入活跃期，以种业内部横向兼并重组为主，也有纵向并购和混合并购。此外，种企跨国兼并重组、“走出去”的步伐加快。2014年中粮集团12亿美元控股荷兰尼德拉，开创了我国种企跨国并购的先河。近年隆平高科、荃银高科、农发种业等上市种企也纷纷在东南亚、非洲、南美等地设立子公司。

2020年开始，随着种业振兴行动加速推进，我国种业并购潮再起。2024年8月5日，央行等五部门印发《关于开展学习运用“千万工程”经验，加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》，其中提出支持符合条件的种业企业上市、挂牌融资和再融资，开展投资并购和兼并重组。我们认为

在政策利好和市场竞争环境的双重驱动下，未来我国种业兼并重组活跃度有望进一步提升，少数头部企业主导地位或得到进一步加强。

此外，我国转基因产业化进程或助推种业兼并重组步伐。2023 年是我国种业转基因产业化元年。而以美国为鉴，1996 年是美国的转基因产业化元年。在转基因抗除草剂大豆、抗虫抗除草剂玉米和抗虫棉等科技进步成果的应用驱动下，美国于 1997 年开启了第 2 次兼并重组浪潮，通过纵向兼并重组，使得种子与专用农药结合。例如 1996 年起，以农化和食品为主业的孟山都斥资近百亿美元收购以培育玉米、大豆种子为主业的迪卡、霍登公司，重组嘉吉、阿斯尧公司，通过兼并收购重组不断扩大规模。我们认为在转基因产业化不断推进的过程中，种子销售企业与性状企业或存在优势互补的趋势和要求，将进一步助推种业高质量并购的节奏。

表11：美国种业的 4 次兼并重组浪潮

兼并重组浪潮	时间	性质	主要推动力量	代表企业	结果
第 1 次	1970-1996 年	横向兼并重组	植物新品种保护、专利等法律制度	先锋	国内种子市场垄断格局基本形成
第 2 次	1997-2000 年	纵向兼并重组	转基因技术应用	孟山都	农化与种子企业融合
第 3 次	2004-2008 年	混合兼并重组	作物之间互补	孟山都	农化和种子跨国格局形成
第 4 次	2015 年至今	跨国兼并重组	跨国金融资本	拜尔、中国化工	超级农化与种子巨头形成

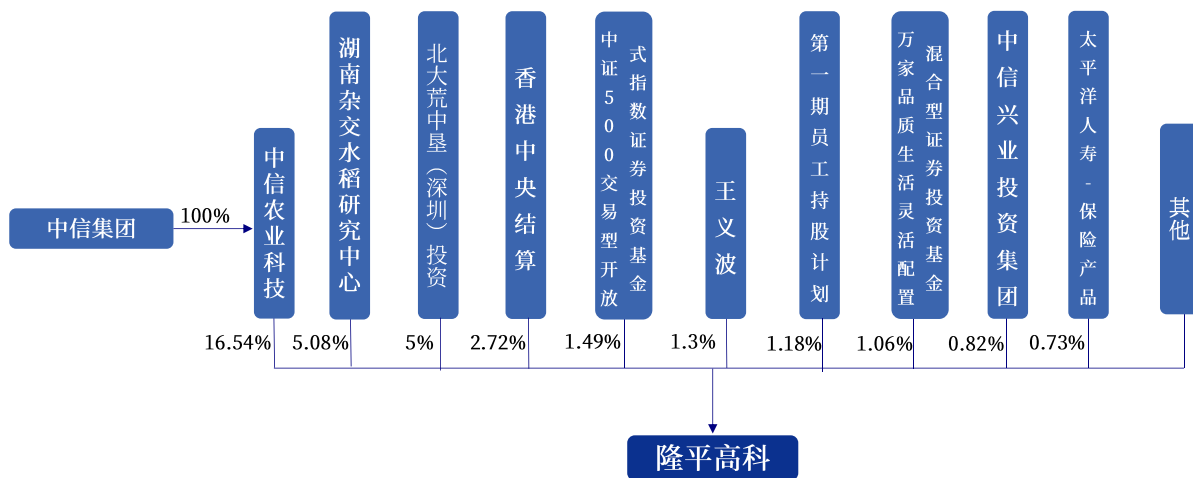
资料来源：吕小明等《中美种业兼并重组对比分析》（2018），中国银河证券研究院

目前我国种业竞争环境中，最重要的两大“国家队”成员是以隆平高科为代表的“中信系”和以先正达为代表的“中化系”（中国种子集团、荃银高科）。在土地财政转向股权财政的大背景下，国投集团近年积极布局生物育种领域，通过国投创益战略投资大北农生物、杭州瑞丰、粮元生物、隆平生物等；并于 2024 年 4 月通过国投种业（2023 年 9 月国投集团斥资 40 亿元成立）收购丰乐种业 20% 股权，国资委成为丰乐种业的实控人。自此，以国投种业为代表的“国投系”基本成型，种业“国家队”再添重要一员。接下来，我们将对这三大“国家队”成员的种业布局、高质量并购战略举措，以及各自的代表性上市种企业绩表现分别展开梳理。

（一）中信系：隆平高科产业矩阵完善，国内外并购协同发展

中信集团致力于打造服务种业振兴“国之强者”的种业央企国家队。2014 年，隆平高科发布定增预案，拟通过增发引入战略投资者中信集团；2016 年公司完成定增计划，中信集团正式入主，致力于将隆平高科打造成世界一流的种业集团，公司自此变身“国家队”。截至 24Q3 末，中信集团通过下属中信农业与其一致行动人中信兴业合计持有公司 17.36% 的股份。2024 年 10 月，公司发布公告，拟向中信农业定向发行 A 股股票，拟募集资金总额不超过 12 亿元，本次发行完成后，中信集团合计持有公司股权比例将由 17.36% 提升至 25.93%，有助于进一步增强公司股权结构的稳定性，体现了中信集团对公司未来发展前景的信心。在中信集团的支持下，公司在推进落实国家种业振兴行动中，被认定为农业农村部“国家农作物种业阵型”领军企业，并入选水稻强优势阵型、玉米补短板阵型、蔬菜破难题阵型、杂粮补短板阵型。未来中信集团将继续为公司发展提供长期资金支持，进一步夯实公司持续稳定发展的基础。

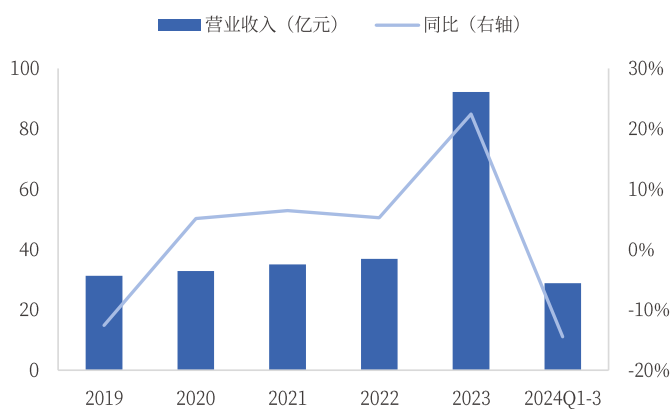
图10: 隆平高科股权结构图 (截至 2024Q3 末)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

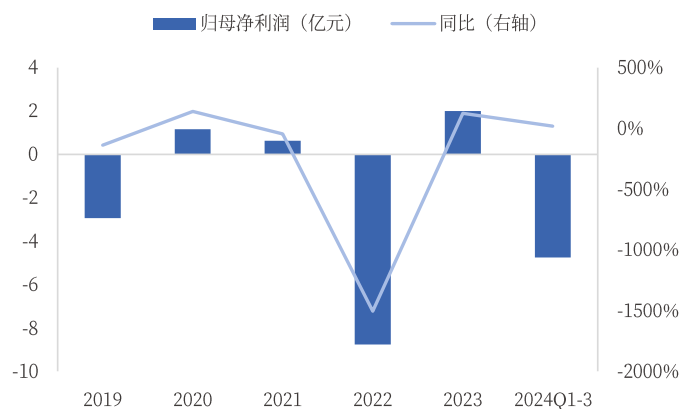
受粮价下行、计提资产减值、汇兑损失增加等拖累，24Q1-3 隆平高科业绩下滑。24Q1-3 公司实现营收 28.81 亿元，同比-14.46%；归母净利润-4.75 亿元，同比减亏（23 年同期为-5.43 亿元）。其中 Q3 单季度营收为 2.99 亿元，同比-60.27%；归母净利润为-5.87 亿元，亏损同比扩大（23 年同期为-3.98 亿元）。公司业绩下滑的主要原因在于：（1）受国内外玉米产业市场竞争加剧及粮食价格持续低迷的影响，公司玉米种子销量同比下降，公司营业收入同比下降，主营业务毛利润同比减少；（2）考虑巴西玉米粮价低迷及玉米种子价格下滑影响，公司 24Q1-3 计提资产减值损失 1.4 亿元，其中玉米种子计提 1.2 亿元；（3）受汇率波动影响，24Q1-3 公司汇兑损失同比增加 3.07 亿元等。由于种企业经营具有季节性周期，种子销售通常集中于 Q4，种企一般在 Q3 开始推进预售，因此 Q3 末合同负债对下一业务年度业绩具有前瞻作用。公司 24Q3 末合同负债额为 38.7 亿元，同比+14.8%，我们认为 24/25 业务年度公司业绩具备较好支撑。

图11: 2019-2024Q1-3 隆平高科营收及增速



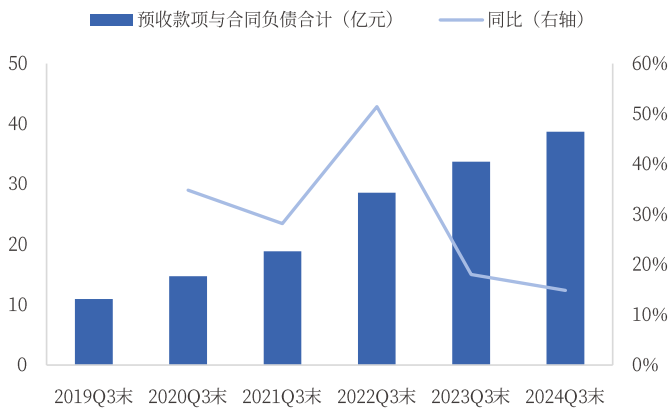
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 2019-2024Q1-3 隆平高科归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 2019Q3末-2024Q3末隆平高科预收款项+合同负债情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中信集团主导下，隆平高科加速外延并购步伐。从公司的并购历程来看，公司外延并购的动作主要发生在2016年中信集团入主之后，尤其是2017年，公司陆续完成对湖南优至种业、湖北惠民种业、三瑞农科、河北巡天的并购，并在中信农业基金的主导下出资4亿美元参与投资陶氏益农在巴西的特定玉米种子业务。其中，中信农业产业基金为2016年中信农业联合隆平高科、海大集团、朱雀投资等股东共同成立，累计管理规模近100亿元，通过整合中信的投资实力和隆平高科等农企的技术实力，在农化种业领域进行横向产业并购以及纵向产业链延伸。

近年，公司持续进行降本增效，先后剥离了一批与主业无关的类金融业务，同时进一步聚焦强化主业，陆续又收购了一批优质种企。目前公司在三大主粮种业板块已经汇聚了隆平种业、亚华水稻、联创玉米、华皖小麦等企业品牌，并在“四小龙”专精特新种业板块汇聚了湘研辣椒、德瑞特黄瓜、巡天谷子、三瑞食葵等企业品牌，形成了完善的产业矩阵。

表12: 隆平高科主要并购历程

时间	主要事件
2007	收购湖南亚华种业
2010	收购北京屯玉种业（后剥离）
2013	收购湖南隆平、安徽隆平、亚华种业
2015	收购天津德瑞特种业、绿丰园艺
2016	收购广西恒茂农科
2017	收购湖南金稻种业（湖南优至种业）、湖北惠民种业、三瑞农科、河北巡天、陶氏益农在巴西的特定玉米种子业务
2018	收购北京联创种业
2022	参股正大种业布局西南玉米市场，通过联创种业收购黑龙江九龙种业，增加对瑞丰生物的投资
2023	收购福建科力（促进水稻产业更好协同互补）、云南宣晟种业（战略布局西南区域玉米种子市场），收购隆平发展并完成并表

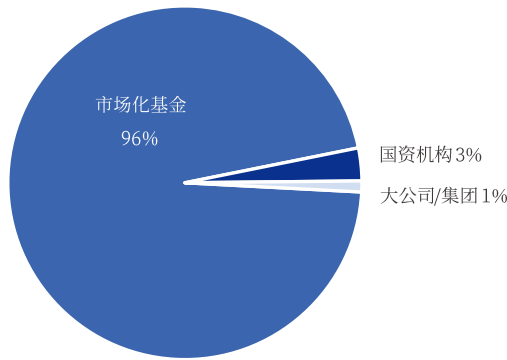
资料来源: 隆平高科公司公告, 中国银河证券研究院

图14：隆平高科产业矩阵



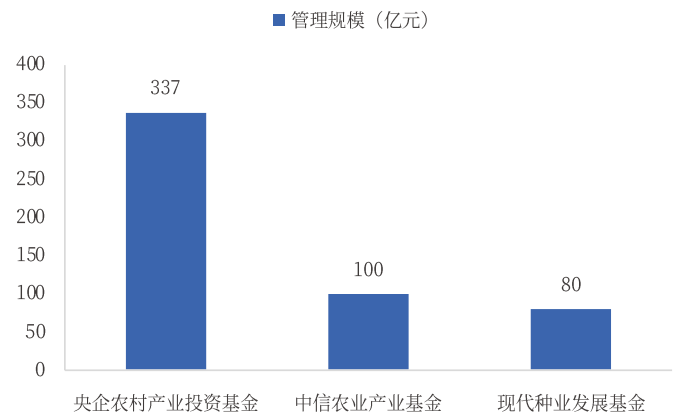
资料来源：隆平高科公司公告，中国银河证券研究院

图15：在一级市场直接投资“三农”的资方构成



资料来源：IT 桔子，中国银河证券研究院（注：截至日期为 2024.6.30）

图16：专注投资“三农”领域的国家大基金



资料来源：IT 桔子，中国银河证券研究院（注：截至日期为 2024.6.30）

公司通过并购拓展境外玉米种业市场，两隆融合发挥协同优势。隆平高科是我国种企“走出去”的典型代表，为进一步拓展境外玉米种业市场，公司自 2017 年起参股隆平发展，2023 年两次增持隆平发展，并于 2023 年 10 月 31 日完成并表，是公司近年来最大的一笔并购。隆平高科成为隆平发展的第一大直接股东（持股 49.42%），中信农业为第二大直接股东。

从巴西玉米市场发展来看，巴西玉米市场规模呈稳步增长趋势。根据 USDA 数据，2000-2023 年巴西玉米产量复合增长率为 4.8%，预计 24 年产量为 1.27 亿吨，同比+4.1%。同时，中巴两国经贸往来日趋密切。海关总署数据显示，24Q1-3 我国玉米进口量为 1282.36 万吨，其中自巴西进口量为 599.04 万吨，占比高达 46.7%，巴西已超越乌克兰成为我国第一大玉米进口来源国。未来在我

国构建玉米进口多元化格局和中巴农业合作全面升级的大背景下，或拉动巴西玉米市场持续发展。

从隆平发展自身竞争力来看，隆平发展的玉米种子产品依靠其优异的抗病毒病特性在巴西冬季玉米种子市场占据龙头地位，旗下拥有 MORGAN、FORSEED 和 TEVO 三个品牌，玉米品种年推广面积超 8000 万亩，玉米种子市占率稳居巴西第三，其中强势品种冬季玉米种子跃居市场第二。2023 年，在两隆融合的背景下，公司有效整合国内外市场资源，在巴西玉米种子市场上坚持高端和中高端定位，实现巴西玉米种子收入 38.86 亿元，同比+1.1%，在巴西玉米种子价格下跌、市场萎缩的不利环境下依然稳中有进。

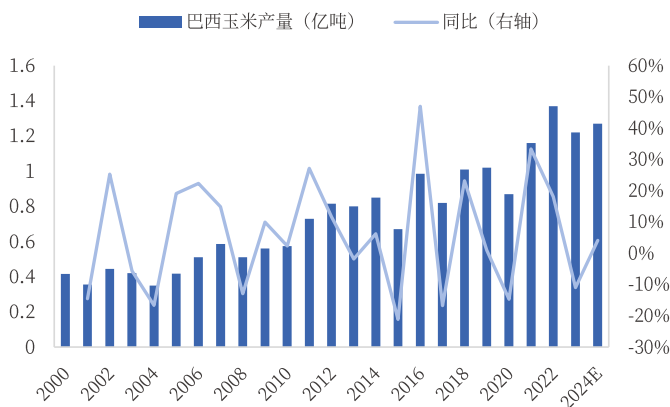
根据公司预计，2024 年及后续年度隆平发展的玉米种子销量或呈逐年小幅增长态势，营业收入有望于 2028 年达 51.22 亿雷亚尔（约 64 亿元）。未来公司将通过两隆融合，在种质资源、育种体系、转基因产业化等方面发挥互补和协同优势，进一步提升公司收入规模及国际影响力。

表13: 隆平发展玉米种子品牌矩阵

品牌	说明	市占率
MORGAN	<ul style="list-style-type: none"> 定位中高端市场，价格较高 从陶氏收购而来，是拉美地区最负盛名的玉米种子品牌之一 	21/22 年度冬季玉米种子市占率 15%，居巴西第 2
FORSEED	<ul style="list-style-type: none"> 定位中端市场，产品具有较高性价比，与 Morgan 品牌定位形成互补 	21/22 年度冬季玉米种子市占率 6%，居巴西第 7
TEVO	<ul style="list-style-type: none"> 新推出品牌 将以前沿技术、卓越品质和一站式技术支持服务响应并满足市场需求；主要通过直销销售，进一步丰富销售渠道 	

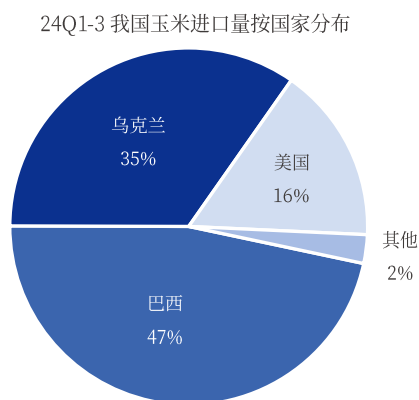
资料来源：隆平高科公司公告，中国银河证券研究院

图17: 巴西玉米产量呈稳步增长趋势



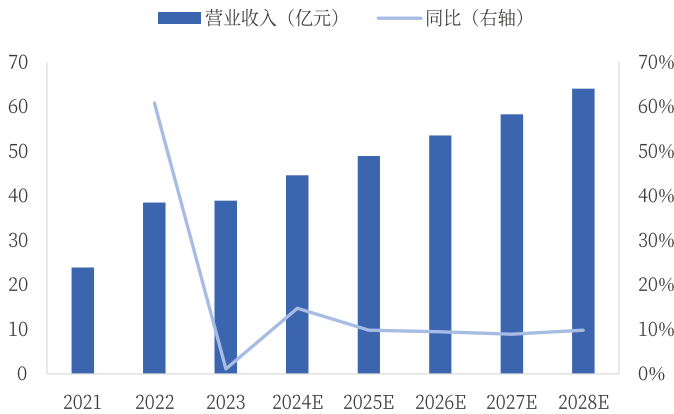
资料来源：USDA，中国银河证券研究院

图18: 巴西已成为我国第一大玉米进口来源地



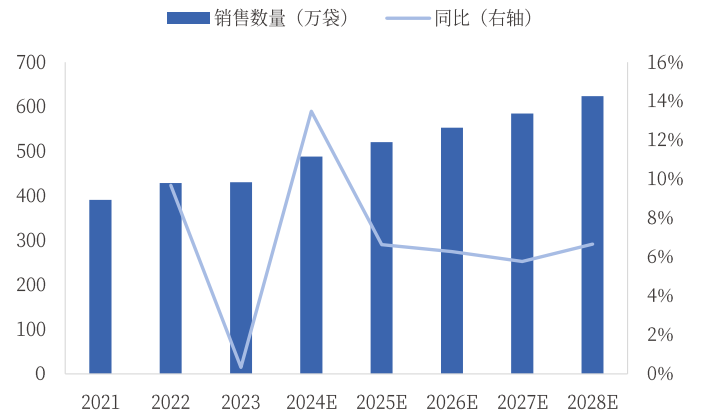
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图19: 2021-2028E 隆平发展营业收入及预测



资料来源: 隆平高科公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 假设 2024-2028 年汇率为 1 雷亚尔=1.25 人民币)

图20: 2021-2028E 隆平发展玉米种子销量及预测



资料来源: 隆平高科公司公告, 中国银河证券研究院

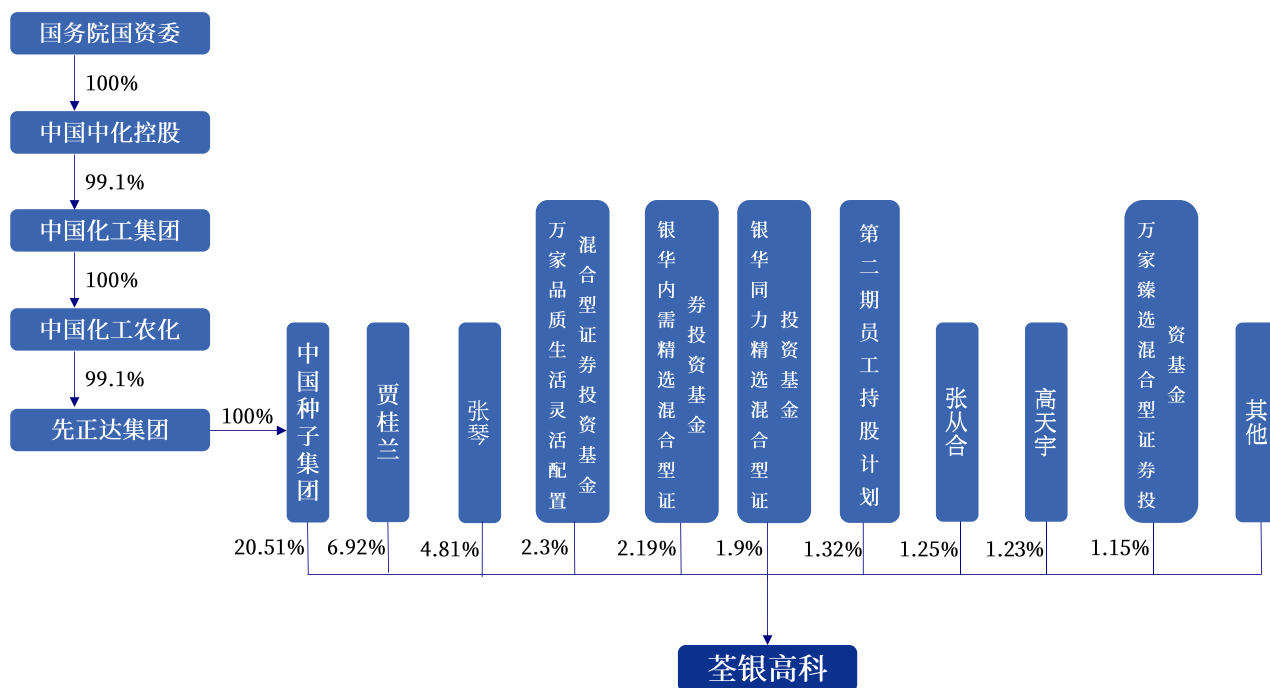
(二) 中化系: 荃银高科背靠优势资源, 内生+外延发展玉米业务

“中化系”种子业务单元由先正达中国种业、中种集团、荃银高科、三北种业等构成, 覆盖玉米、水稻、蔬菜、小麦、大豆等作物品类。根据全国农技推广服务中心数据, 2023 年先正达集团种子销售总额在我国种企中排名第 1, 其中杂交水稻、杂交玉米、小麦、棉花种子销售总额分别排名第 1、第 2、第 3、第 3。

荃银高科股权结构几经变动, 2020 年国资委成为公司实控人。公司股权结构曾经历几轮较大变动: (1) 2020 年之前公司股权结构相对较为分散。2018 年, 中国中化集团旗下中化现代农业成为公司第一大股东, 公司由民营企业转向混合所有制企业。(2) 2020 年, 先正达集团中国正式成立; 同年, 中国中化集团将其持有的中化现代农业 100% 股权以国有无偿划转方式划转至中农科技 (即先正达集团) 旗下, 即先正达集团通过中化现代农业间接持有公司股份。2020 年年底, 国务院国资委成为公司实控人。(3) 2021 年, 中化现代农业又将其持有的公司股份以无偿划转的形式转让给中国种子集团, 此后中国种子集团成为公司的控股股东, 截至 24Q3 末, 中国种子集团持股比例为 20.51%。

背靠大股东, 荃银高科有望在转基因玉米产业化方面发挥协同优势。公司控股股东中国种子集团目前已有 3 个转基因玉米生物安全证书获批, 并有 5 个转基因玉米品种通过国审; 而荃银高科已有 3 个合作选育的转基因玉米品种于 24 年 9 月通过审定。此外, 先正达集团在转基因方面具有丰富的性状储备和育种研发经验, 公司有望与之发挥协同效应, 在转基因商业化领域持续发展。

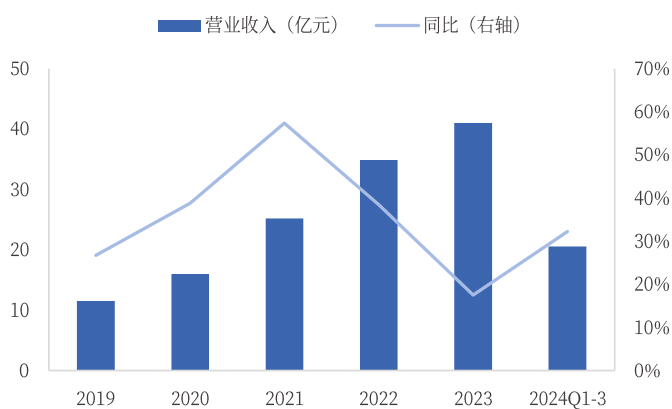
图21: 荃银高科股权结构图 (截至 2024Q3 末)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

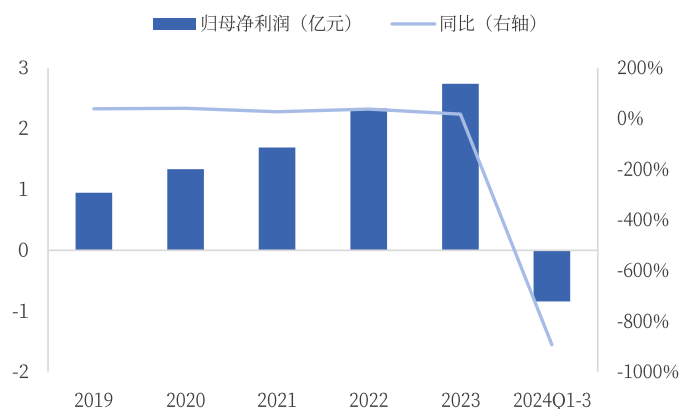
24Q1-3 荃银高科收入增长, 盈利承压。24Q1-3 公司实现营收 20.55 亿元, 同比+32.26%; 归母净利润-0.84 亿元, 同比转盈为亏 (23 年同期为 0.11 亿元)。其中 Q3 单季度营收为 6.45 亿元, 同比+36%; 归母净利润为-0.62 亿元, 亏损同比扩大 (23 年同期为-0.29 亿元)。公司业绩下滑或存在粮价低迷、销售淡季等因素的影响。从营收结构的变动来看, 公司加大海外销售力度, 市场份额稳步扩大, 2024Q1-3 海外收入 3.51 亿元, 同比增加 1.77 亿元, 同比+98.30%。后续来看, 24Q3 末公司合同负债额为 16.8 亿元, 同比略增, 预计 24/25 业务年度收入或保持稳中有增态势。

图22: 2019-2024Q1-3 荃银高科营收及增速



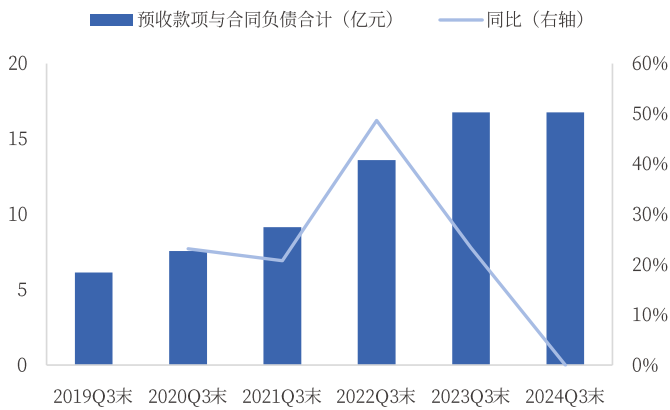
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 2019-2024Q1-3 荃银高科归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24：2019Q3末-2024Q3末荃银高科预收款项+合同负债情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

荃银高科玉米种子业务始终坚持“内生+外延”为核心发展战略，业务布局完善。“内生”方面，公司持续推进育种研发，截至2024H1末，公司自主或合作选育玉米品种已达124个（其中国审31个）。公司布局荃银农科院玉米所、东华北研究院、西北研究院、新疆研究院，在国内主要的玉米种植区建立健全的育种科研体系。目前公司已形成大田玉米、青贮玉米、鲜食玉米、高直链淀粉玉米、高蛋白玉米、爆裂玉米等完善的产品线布局。“外延”方面，2020年开始，公司重新加快高质量并购步伐，现已形成黄淮海以荃银高科总部、河北新纪元为主，东北以辽宁铁研为主，西北以新疆祥丰、新疆金丰源为主，西南以荃银天府为主的业务布局，助力公司玉米业务稳健发展。

表14：荃银高科主要并购历程

时间	主要事件
2010	收购四川竹丰种业、控股安徽荃银欣隆种业
2011	收购安徽华安种业、杨凌登峰种业（后剥离）、安徽皖农种业、辽宁铁研种业
2016	控股荃润丰，开展粮食收购与订单农业业务
2019	收购荃银科技、皖农种业少数股东权益，使其成为全资子公司
2020	收购新疆祥丰种业、荃银天府
2021	收购荃银粮购，使其从孙公司升格为全资子公司；对中科荃银增资
2022	收购新疆金丰源种业
2023	收购河北新纪元

资料来源: 荃银高科公司公告, 中国银河证券研究院

表15：荃银高科国内玉米种子业务布局

区域	布局主体	收购历程
黄淮海	荃银高科总部	/
	河北新纪元	2023年收购
东北	辽宁铁研	2011年收购
西北	新疆祥丰	2020年收购

	新疆金丰源	2022 年收购
西南	荃银天府	2020 年收购

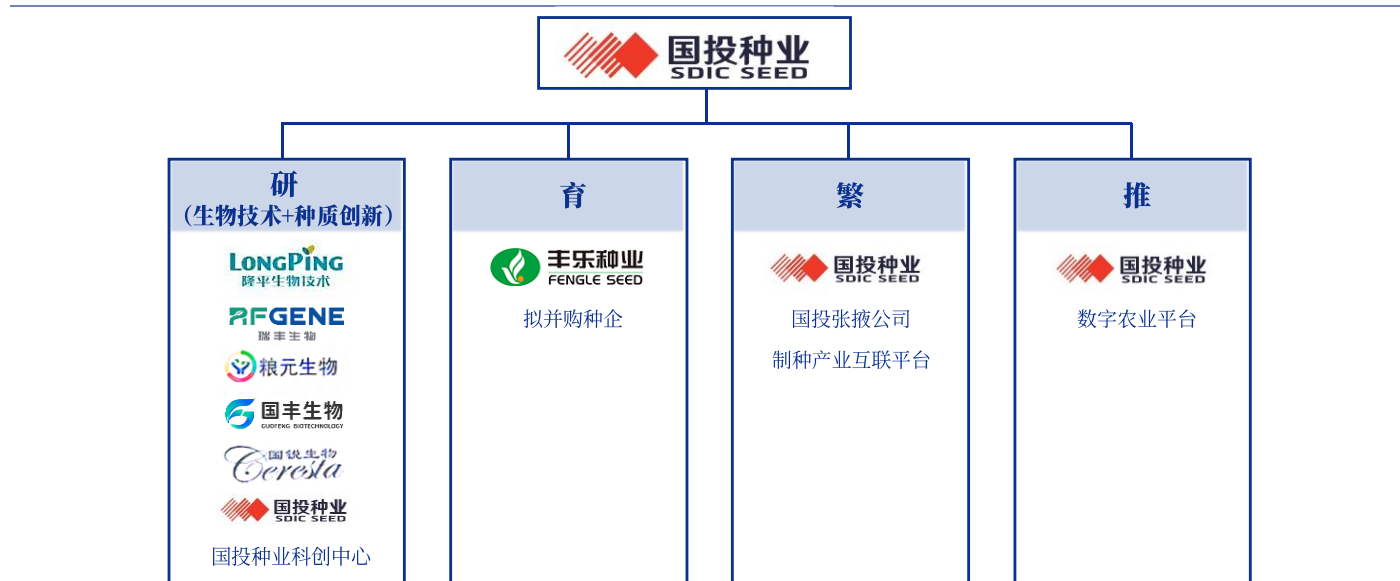
资料来源：荃银高科公司公告，中国银河证券研究院

（三）国投系：全产业链一体化推进生物育种产业布局

国投集团在种业领域的“研+育+繁+推”布局已基本成型。在“研”方面，国投创益成立于 2013 年，是国投集团全资子公司，受托管理欠发达地区产业发展基金、中央企业乡村产业投资基金、影响力种业基金等。从国投创益的投资历程来看，大致可分为 3 个阶段：2014-2017 年的初创探索阶段，2018-2020 年的转型成长阶段，以及 2021 年至今的创新发展阶段。也正是在其创新发展阶段，国投创益瞄准生物育种赛道，先后布局大北农生物、隆平生物、杭州瑞丰、粮元生物等 6 家优质标的，完成对国内生物育种核心企业的投资全覆盖。

在“育繁推”方面，2023 年 9 月国投集团斥资 40 亿元成立国投种业，作为国投集团生物育种产业投资运营管理平台，以科技创新、产业整合、数字化服务、产学研平台为抓手，全产业链一体化推进生物育种产业布局。2024 年 4 月，国投种业收购丰乐种业 20% 股权，国资委成为丰乐种业的实控人。整体上看，国投集团在种业领域的布局已经基本成型。

图25：国投集团通过高质量并购形成以国投种业为核心的种业研育繁推战略布局



资料来源：国投种业公司公告，全国种子双交会，中国银河证券研究院

表16：2021 年至今国投创益积极布局生物育种行业

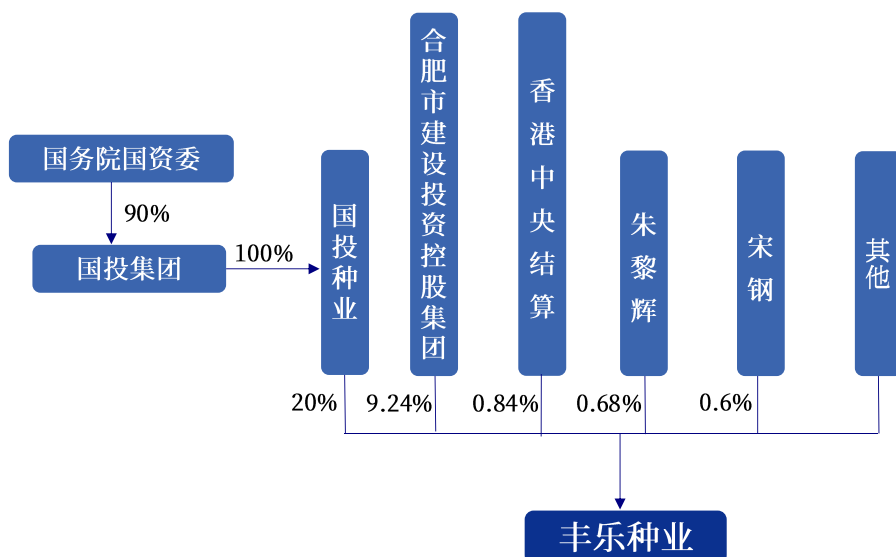
时间	主要事件
2020.9	通过受托管理的央企基金投资大北农生物
2021.6	通过受托管理的央企基金控股隆平生物；2021 年 8 月，在国投创益的推动下，隆平生物开展了第一期股权激励
2021.12	通过受托管理的央企基金投资瑞丰生物
2022.4	与中国农业大学及赖锦盛教授团队合作，发起设立粮元生物

2022.12	与中国农科院生物所及王磊研究员团队合作，发起设立国丰生物
2023.3	与原大北农生物尖端的研发团队合作，发起设立国锐生科，着眼于未来新一代转基因性状

资料来源：国投在线，智种网，中国银河证券研究院

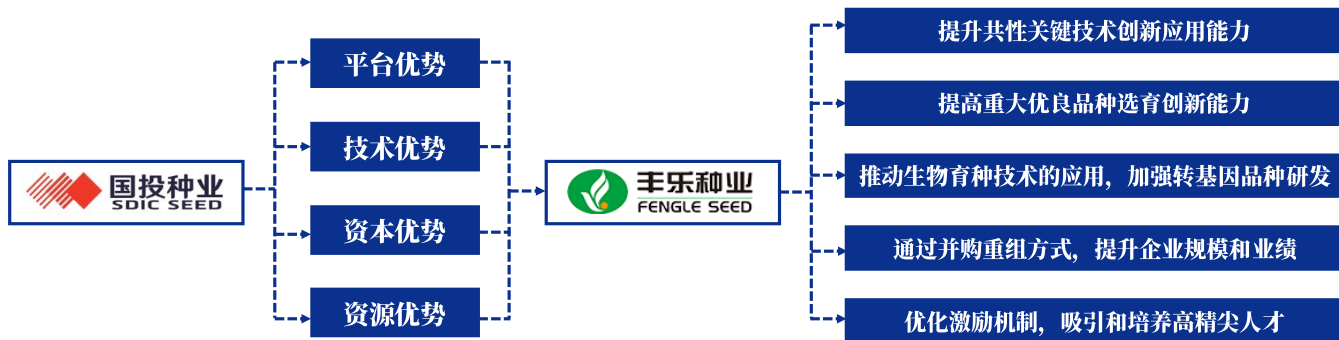
国投种业将以平台、技术、资本、资源等优势赋能丰乐种业，发挥协同优势。截至 24Q3 末，国投种业是丰乐种业第一大股东，持股比例为 20%，国资委是丰乐种业实控人。2024 年 11 月 13 日，丰乐种业发布公告，拟向国投种业定向发行 A 股股票，拟募集资金总额不超过 10.89 亿元，用于偿债补流，锁定期为 3 年。本次发行完成后，国投种业合计持有公司股权比例将超过 30%，有利于优化公司资本结构、提升抗风险能力。从未来的协同优势来看，国投种业具有平台、技术、资本、资源等优势，赋能丰乐种业长远发展；丰乐种业有望背靠新股东资源，结合公司原有的实力基础和国投种业在生物育种领域的完善布局，从而进一步强化主业，通过高质量并购重组的方式提升企业规模和业绩，同时充分受益于转基因玉米的产业化进程。

图26：丰乐种业股权结构图（截至 2024Q3 末）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

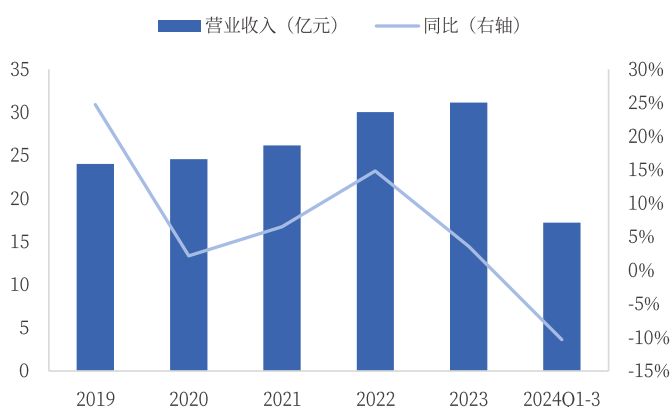
图27：国投种业以平台、技术、资本、资源等优势赋能丰乐种业长远发展



资料来源：丰乐种业公司公告，全国种子双交会，中国银河证券研究院

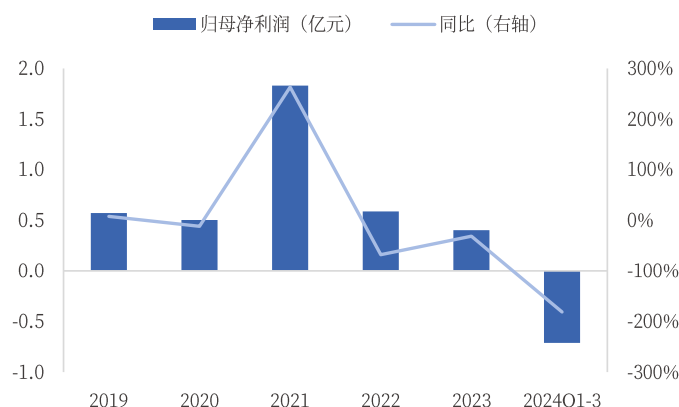
24Q1-3 受费用增加等影响，丰乐种业业绩下滑，Q3 末合同负债增幅亮眼。24Q1-3 公司实现营业收入 17.2 亿元，同比-10.32%，主要系农药和肥料业务调整产品结构，减少低附加值产品经营；归母净利润-0.71 亿元，亏损同比扩大（23 年同期为-0.25 亿元），主要系公司销售和研发费用显著增加等。其中 Q3 单季度营收为 3.92 亿元，同比-38.83%；归母净利润为-0.49 亿元，亏损同比扩大（23 年同期为-0.23 亿元）。后续来看，24Q3 末公司合同负债额为 6.89 亿元，同比+21.7%，预计 24/25 新销售季收入有望维持较快增长。

图28：2019-2024Q1-3 丰乐种业营收及增速



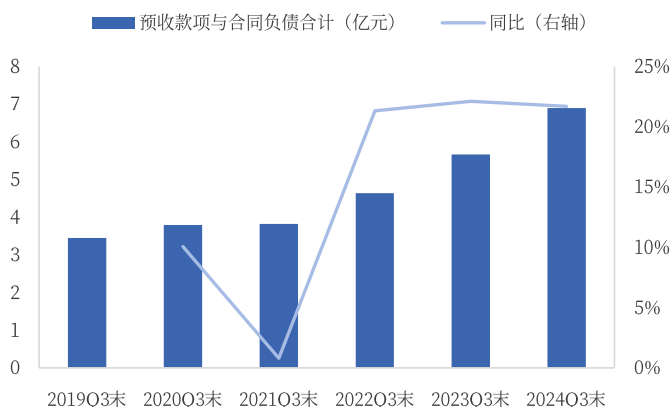
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图29：2019-2024Q1-3 丰乐种业归母净利润及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图30：2019Q3 末-2024Q3 末丰乐种业预收款项+合同负债情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

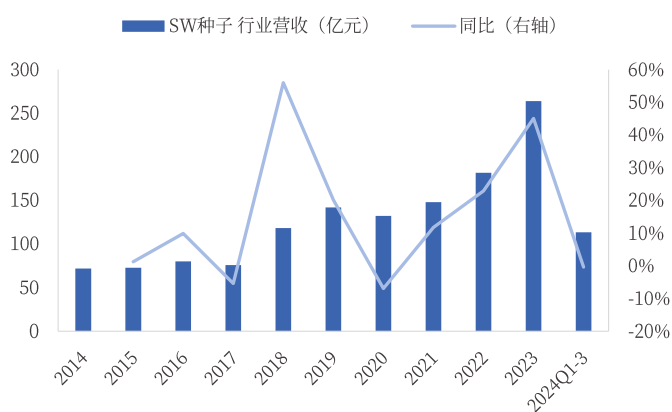
四、投资建议及股票池

随着我国国企改革进入全面深化改革的新阶段，更为严谨、科学、成熟的新体系已基本形成，国有企业在经济建设中的作用将进一步强化，央国企的核心竞争力有望在本轮国企改革中得到加强。总体来看，农业央国企占比 30%，其中以种植业、尤其是种业居多。在相关政策支持力度不断加大

的催化下，2024年上市公司并购重组热度显著提升。从全球经验来看，并购重组是种业发展的必由之路，我们认为**未来我国种业市场格局或向龙头集中，并将很大程度上借助高质量并购实现。**

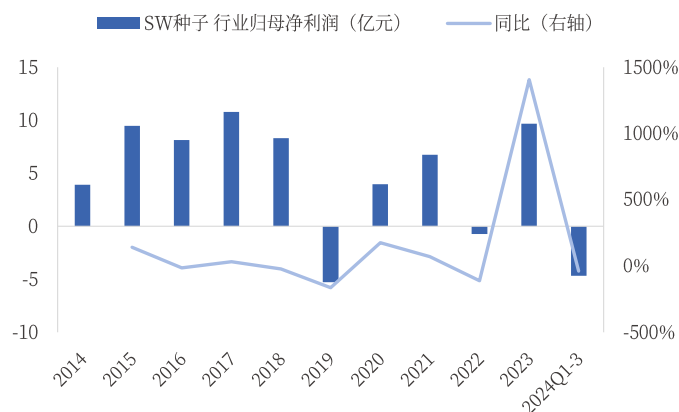
目前我国种业三大“国家队”选手分别是以隆平高科为代表的“中信系”、以先正达为代表的“中化系”（中国种子集团、荃银高科），和以国投种业为代表的“国投系”（丰乐种业），近年在种业振兴的大背景下，均在“内生+外延”的发展战略下频频有并购动作，未来有望在平台、技术、资本、资源等方面发挥协同效应，打造“国之大者”的种业央企国家队。个股方面，叠加考虑公司本身技术实力及优质品种储备，以及随着转基因产业化的持续推进，转基因种子行业规模存在逐步的替代性以及溢价带来的规模增厚，可积极关注具备研发实力且已获得生物安全证书、品种审定的种企，**建议关注隆平高科（000998.SZ）、荃银高科（300087.SZ）等相关企业。**

图31：24Q1-3 种业营收为 113.5 亿元，同比-0.4%



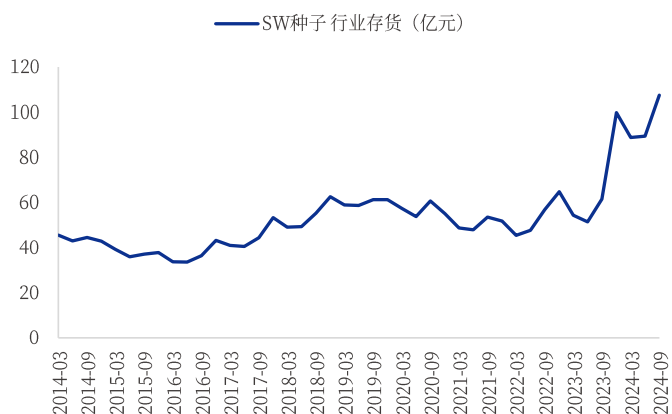
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：24Q1-3 种业归母净利润为-4.7 亿元



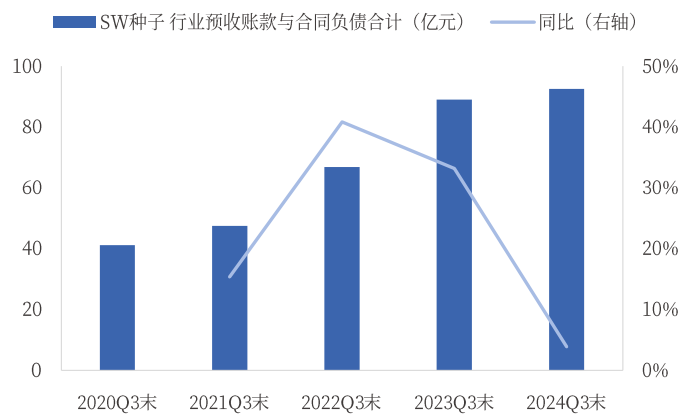
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33：24Q3 末种业存货合计为 107.5 亿元，同比+74.9%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：24Q3 末种业预收账款+合同负债合计为 92.5 亿元，同比+3.9%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表17: 核心组合推荐 (收盘价为 2024 年 11 月 15 日)

名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)		PE		评级
			2024E	2025E	2024E	2025E	
000998.SZ	隆平高科	11.36	0.42	0.59	27	19	推荐
300087.SZ	荃银高科	10.74	0.37	0.5	29	21	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- 1、国企改革推进不及预期的风险：**经济环境可能出现超预期事件，导致改革方向调整。
- 2、对相关政策理解不全面的风险：**可能存在对当前政策表述的重点理解存在一定偏误的风险。
- 3、预期政策落实不及预期的风险：**既定政策出台到具体落地存在一定的不确定性，存在地方政策对于中央政策的理解不透彻、落实不到位的风险。
- 4、农产品价格波动的风险：**玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动可能会影响农民种植的积极性，从而对种植业企业的盈利能力带来影响。
- 5、自然灾害的风险：**极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格的大幅波动。

图表目录

图 1: 我国国企改革历程.....	3
图 2: 央国企在 SW 农林牧渔 A 股上市公司中占比为 30%.....	4
图 3: SW 农林牧渔的央国企占比在 31 个行业中排名第 17 位	4
图 4: SW 农林牧渔的央国企主要分布于种植业、农产品加工.....	4
图 5: 央国企在 SW 种子 A 股上市公司中占比高达 60%.....	4
图 6: 2023 年至今 SW 农林牧渔中央国企综合表现优于行业.....	5
图 7: 2023 年至今 SW 种子中央国企综合表现优于行业.....	5
图 8: 2023 年我国种企总资产规模分布.....	10
图 9: 2023 年我国种企营收规模分布.....	10
图 10: 隆平高科股权结构图 (截至 2024Q3 末)	12
图 11: 2019-2024Q1-3 隆平高科营收及增速.....	12
图 12: 2019-2024Q1-3 隆平高科归母净利润及增速.....	12
图 13: 2019Q3 末-2024Q3 末隆平高科预收款项+合同负债情况	13
图 14: 隆平高科产业矩阵.....	14
图 15: 在一级市场直接投资“三农”的资方构成.....	14
图 16: 专注投资“三农”领域的国家大基金	14
图 17: 巴西玉米产量呈稳步增长趋势	15
图 18: 巴西已成为我国第一大玉米进口来源地	15
图 19: 2021-2028E 隆平发展营业收入及预测	16
图 20: 2021-2028E 隆平发展玉米种子销量及预测	16
图 21: 荃银高科股权结构图 (截至 2024Q3 末)	17
图 22: 2019-2024Q1-3 荃银高科营收及增速.....	17
图 23: 2019-2024Q1-3 荃银高科归母净利润及增速.....	17
图 24: 2019Q3 末-2024Q3 末荃银高科预收款项+合同负债情况	18
图 25: 国投集团通过高质量并购形成以国投种业为核心的种业研育繁推战略布局.....	19
图 26: 丰乐种业股权结构图 (截至 2024Q3 末)	20
图 27: 国投种业以平台、技术、资本、资源等优势赋能丰乐种业长远发展	20
图 28: 2019-2024Q1-3 丰乐种业营收及增速.....	21
图 29: 2019-2024Q1-3 丰乐种业归母净利润及增速.....	21
图 30: 2019Q3 末-2024Q3 末丰乐种业预收款项+合同负债情况	21
图 31: 24Q1-3 种业营收为 113.5 亿元, 同比-0.4%	22
图 32: 24Q1-3 种业归母净利润为-4.7 亿元.....	22
图 33: 24Q3 末种业存货合计为 107.5 亿元, 同比+74.9%	22
图 34: 24Q3 末种业预收账款+合同负债合计为 92.5 亿元, 同比+3.9%	22

表 1: 2019-2023 年国企改革考核指标体系	5
表 2: SW 农林牧渔收入盈利指标统计	6
表 3: SW 种子收入盈利指标统计	7
表 4: SW 种子 6 家央国企收入盈利指标表现	7
表 5: SW 农林牧渔“一利五率”指标统计	8
表 6: SW 种子“一利五率”指标统计	8
表 7: SW 种子 6 家央国企“一利五率”指标表现	8
表 8: SW 农林牧渔估值分红指标统计	9
表 9: SW 种子估值分红指标统计	9
表 10: SW 种子 6 家央国企估值分红指标表现	9
表 11: 美国种业的 4 次兼并重组浪潮	11
表 12: 隆平高科主要并购历程	13
表 13: 隆平发展玉米种子品牌矩阵	15
表 14: 荃银高科主要并购历程	18
表 15: 荃银高科国内玉米种子业务布局	18
表 16: 2021 年至今国投创益积极布局生物育种行业	19
表 17: 核心组合推荐（收盘价为 2024 年 11 月 15 日）	23

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。南京大学管理学硕士。2015年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018年加入银河证券。曾获2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn