

农林牧渔 2025 年种植链投资策略

优于大市

看好橡胶景气上行，关注种业资本整合

核心观点

农作物行情：看好天然橡胶景气上行。（1）多数农作物品种价格预计维持震荡偏弱。参考 USDA 预测，2024/25 产季受主产区丰产、需求增长放缓等因素影响，玉米、大豆、大米、小麦等粮食品种库存消费比预计维持历史高位，2025 年主要粮食品种价格预计维持偏弱震荡；棉花受国内丰产、库存高位和需求偏弱影响，2025 年价格预计维持震荡磨底走势；白糖受北半球主产区产量修复影响，2025 年价格存在进一步下调压力。（2）供给收缩，需求稳定，看好天然橡胶景气上行。从供给侧来看，短期受降水偏多及台风天气影响，全球主要产区新季新季产量收缩，其中泰国/印尼今年 1-9 月累计产量分别同比减少 1%/10%；长期受缩种、弃割、树龄老化等问题影响，东南亚传统产区开始步入缩产周期。从需求侧来看，国内新能源汽车消费维持增长，美国汽车消费保持韧性，同时印度等新兴国家汽车消费需求正在崛起，有利支撑天然橡胶消费增长。我们认为，未来在主产区减产和需求韧性增长共同驱动下，国内外天然橡胶价格有望保持景气上行。

种子板块：基本面有压力，关注行业资本整合。（1）杂交玉米种子竞争白热化，新季存在降价压力。国内传统杂交育种竞争白热化，新季供给严重过剩，期末有效库存预计接近 10 亿公斤，处于历史高位，杂交玉米种子价格存在较大下调压力。与此同时，黄淮海区域多变气候近年也在催生抗逆抗病诉求，部分抗逆抗病性突出的新品种快速兴起，以郑单 958、登海 605、京科 968 等为代表的传统大品种份额正在被侵蚀。（2）转基因推广节奏预计慢于国外，性状不会成为制约种企发展关键。目前国内转基因玉米正审慎扩大示范种植面积，节奏预计慢于国外，而且国内所用性状主要为海外已过专利保护期的一代性状或者是在此基础上的改良性状，技术壁垒相对可控，杂交育种未来仍是产业的核心壁垒环节。（3）参考海外龙头种企发展经验，我们认为种业长期仍要关注品种研发与资本整合。一方面，种业天然具备长研发周期和分散市场的特征，横向并购整合是可以快速获得优质种质资源、适应性品种，迅速完成渠道铺设的重要捷径，这是行业横向整合的内生动力，因此从海外经验来看，具备整合能力的头部企业强者恒强；另一方面，品种竞争贯穿始终，一代性状渗透率达峰后，市场竞争仍聚焦于品种选择，在杂交育种资源和育种技术方面有深厚积淀的企业可以跑赢时间。

投资建议：1) **种植：**建议关注海南橡胶，公司作为天然橡胶种植、加工、贸易龙头，有望充分受益景气上行。2) **种业：**聚焦具备研发与整合优势的头部企业，建议关注荃银高科、隆平高科、丰乐种业、登海种业。

风险提示：恶劣天气带来的风险；转基因推广不及预期的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601118.SH	海南橡胶	优于大市	5.43	23,237	0.03	0.05	181	109
300087.SZ	荃银高科	未评级	10.84	10,269	0.36	0.46	30	24
000998.SZ	隆平高科	优于大市	10.87	14,315	0.28	0.47	39	23
000713.SZ	丰乐种业	优于大市	7.23	4,439	0.17	0.21	43	34
002041.SZ	登海种业	优于大市	9.69	8,527	0.31	0.36	31	27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（注：荃银高科盈利预测参考 Wind 一致预测）

行业研究 · 行业投资策略

农林牧渔

优于大市 · 维持

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

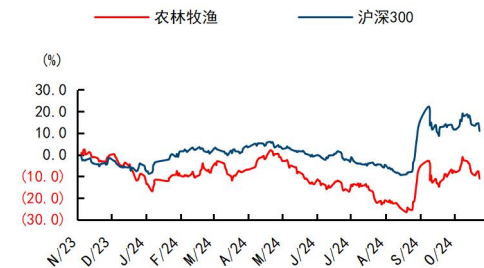
证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农产品研究跟踪系列报告(135)-畜禽估值仍处低位，看好宠物行业高景气》——2024-11-17

《农产品研究跟踪系列报告(134)-畜禽优质标的估值仍处低位，看好国产宠物赛道高景气发展》——2024-11-10

《农产品研究跟踪系列报告(133)-2024Q3 主动偏股型基金重仓农业股总量环比减少，龙头白马及优质弹性标的彰显持仓韧性》——2024-11-03

《农林牧渔行业 2024 三季报总结-养殖链盈利同比明显回暖，低成本养殖标的有望受益景气持续》——2024-11-03

《农产品研究跟踪系列报告(132)-三季度末能繁母猪存栏维持低位，看好养殖景气延续》——2024-10-27

内容目录

农作物行情分析：看好天然橡胶景气上行	5
多数品种价格预计维持震荡偏弱	5
供给收缩，需求稳定，看好天然橡胶景气上行	8
投资建议：建议关注海南橡胶	12
种子行业分析：基本面有压力，关注行业资本整合	14
玉米种子新季供给过剩，售价下调压力较大	14
品种保护强化，转基因商业化落地，行业迎来积极变化	16
长期仍要关注品种研发与资本整合	19
投资建议：聚焦具备研发与整合优势的头部企业	22

图表目录

图 1: 泰国 1-9 月天然橡胶累计产量同比-1% (万吨)	8
图 2: 印尼 1-9 月天然橡胶累计产量同比-10% (万吨)	8
图 3: 印尼 1-9 月天然橡胶累计产量同比+0.1% (万吨)	9
图 4: 中国 1-9 月天然橡胶累计产量同比+10% (万吨)	9
图 5: 受行情低迷影响, 主产区新种面积收缩明显	9
图 6: 主要天然橡胶产区割胶面积近年呈见顶趋势	9
图 7: 中国 1-9 月汽车累计销量同比+3% (万辆)	10
图 8: 中国 1-9 月新能源车累计销量同比+35% (万辆)	10
图 9: 美国 1-10 月汽车累计销量同比+1% (万辆)	10
图 10: 印度汽车销量近年维持快速增长 (万辆)	10
图 11: 国内干胶库存年内维持去库趋势	11
图 12: 国内全乳胶价格年内呈上行趋势	11
图 13: 海南橡胶是全球最大的天然橡胶种植、加工、贸易企业	12
图 14: 并表 HAC 公司后, 公司主要收入仍来自橡胶产品	13
图 15: 橡胶产品贡献公司主要毛利	13
图 16: 受橡胶行情回暖驱动, 公司单季收入维持增长	13
图 17: 受橡胶行情回暖驱动, 公司单季盈利同比改善	13
图 18: 国审玉米品种通过数量仍维持高位	14
图 19: 郑单 958 推广面积及市占率近年正快速下滑	15
图 20: 从性状转入品种数量来看, 头部企业先发优势明显	17
图 21: 从过审玉米品种数量来看, 头部种企过审数量领先	17
图 22: 科迪华是一家全球领先的种子和作物保护解决方案提供商	20
图 23: 孟山都 2017 年收入规模已达 146 亿美元	20
图 24: 孟山都 2017 年归母净利润规模已达 20 亿美元以上	20
图 25: 科迪华是一家全球领先的种子和作物保护解决方案提供商	21
图 26: 2016 年之后, 杜邦先锋玉米种子市占率重回第一	22
图 27: 杜邦先锋目前在大豆种子领域也和孟山都分庭抗礼	22
图 28: 荃银高科收入结构情况 (单位: 亿元)	22
图 29: 荃银高科主要业务毛利率情况	22
图 30: 隆平高科收入结构情况 (单位: 亿元)	23
图 31: 隆平高科主要业务毛利率情况	23
图 32: 丰乐种业收入结构情况	24
图 33: 丰乐种业已易主国投集团	24
图 34: 登海种业收入结构情况 (单位: 亿元)	25
图 35: 登海种业主要业务毛利率情况	25

表1: 全球玉米供需平衡表	5
表2: 中国玉米供需平衡表	5
表3: 全球大豆供需平衡表	5
表4: 全球大豆供需平衡表(分国家)	6
表5: 国内食糖供需平衡表	6
表6: 全球食糖供需平衡表	7
表7: 国内大米供需平衡表	7
表8: 国内小麦供需平衡表	7
表9: 全球棉花供需平衡表	1
表10: 中国棉花供需平衡表	8
表11: 2024 年全球天然橡胶产量预计同比+0.4%	10
表12: 2024 年全球天然橡胶消费量预计同比+2.3%	11
表13: 中国天然橡胶供需平衡表	11
表14: 杂交玉米种供需平衡表	14
表15: 2023 年郑单 958 等传统大品种推广面积下滑明显, MY73 等新品种在快速抢占市场	15
表16: 杂交水稻种供需平衡表	16
表17: 《种业振兴行动方案》主要内容	16
表18: 2022 年, 种业市场监管取得 5 个重点突破	17
表19: 国内截至目前已颁布转基因性状安全证书 26 张, 其中大北农生物、杭州瑞丰先发优势明显 ...	18
表20: 国内生物技术企业所用的转基因玉米性状主要为海外已过专利保护期的一代性状或者是在此基础上的改良性状	18

农作物行情分析：看好天然橡胶景气上行

多数品种价格预计维持震荡偏弱

◆ 玉米：供给维持高位，需求增速放缓。

供给侧 2024/25 产季美国、中国、巴西等主要产区维持丰产，全球玉米继续维持 12 亿吨以上；需求侧畜禽存栏维持调减趋势，需求增长缓慢。后续在新季玉米上市和进口玉米压制下，国内玉米价格或继续弱势运行。

表1：全球玉米供需平衡表

百万吨	2021/22	2022/23	2023/24 (10月预估)	2023/24 (11月预估)	2024/25 (10月预估)	2024/25 (11月预估)
期初库存	292.94	314.02	304.09	304.59	312.65	314.22
产量	1216.13	1162.99	1225.92	1229.11	1217.19	1219.4
进口	184.43	173.39	192.81	196.2	183.84	183.41
饲用消费量	743.28	735.13	770.19	771.18	774.27	776.5
总使用量	1198.29	1172.43	1217.35	1219.48	1223.32	1229.48
出口量	206.39	180.34	195.77	195.65	190.5	189.83
期末库存	310.79	304.59	312.65	314.22	306.52	304.14
库销比	25.94%	25.98%	25.68%	25.77%	25.06%	24.74%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表2：中国玉米供需平衡表

百万吨	2021/22	2022/23	2023/24 (10月预估)	2023/24 (11月预估)	2024/25 (10月预估)	2024/25 (11月预估)
期初库存	205.7	209.14	206.04	206.04	211.36	211.29
产量	272.55	277.2	288.84	288.84	292	292
进口	21.88	18.71	23.5	23.41	19	16
饲用消费量	209	218	225	225	231	231
总使用量	291	299	307	307	313	313
出口量	0	0.01	0.02	0	0.02	0.02
期末库存	209.14	206.04	211.36	211.29	209.34	206.27
库销比	71.87%	68.91%	68.85%	68.82%	66.88%	65.90%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 大豆：新季供给充裕，库销比升至历史高位。

受巴西产量增长驱动，全球新季供给预计维持增长，据 USDA 发布的 11 月供需报告，24/25 年度库销比较 23/24 年度明显提升约 3.49% 至 32.75%，处于历史高位。未来南美新豆上市后，叠加国内生猪产能调减预期，国内大豆和豆粕价格预计保持震荡。

表3：全球大豆供需平衡表

百万吨	2021/22	2022/23	2023/24 (10月预估)	2023/24 (11月预估)	2024/25 (10月预估)	2024/25 (11月预估)
期初库存	98.64	92.64	100.92	101.01	112.37	112.42
产量	360.45	378.60	394.71	394.73	428.92	425.40
进口	154.47	167.89	177.41	177.90	177.61	177.91
压榨量	316.51	315.29	330.42	331.13	346.38	346.15
总使用量	366.03	366.36	383.80	384.18	402.72	402.28
出口量	154.43	171.75	176.87	177.04	181.53	181.71
期末库存	93.09	101.01	112.37	112.42	134.65	131.74
库销比	25.43%	27.57%	29.28%	29.26%	33.44%	32.75%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表4：全球大豆供需平衡表（分国家）

2024/25 百万吨		期初库存	产量	进口	国内压榨量	国内总使用量	出口量	期末库存
全球	10月预测	112.37	428.92	177.61	346.38	402.72	181.53	134.65
	11月预测	112.42	425.4	177.91	346.15	402.28	181.71	131.74
美国	10月预测	9.31	124.7	0.41	66	69.1	50.35	14.97
	11月预测	9.31	121.42	0.41	65.59	68.67	49.67	12.8
阿根廷	10月预测	24.45	51	6	40	47.6	4.5	29.35
	11月预测	24.08	51	6	40	47.6	4.5	28.98
巴西	10月预测	27.96	169	0.15	54	58.1	105	34.01
	11月预测	27.96	169	0.15	54	58.1	105.5	33.51
墨西哥	10月预测	0.26	0.16	6.7	6.65	6.71	0	0.41
	11月预测	0.26	0.21	6.7	6.65	6.71	0	0.46
中国	10月预测	43.31	20.7	109	103	126.9	0.1	46.01
	11月预测	43.31	20.7	109	103	126.9	0.1	46.01
欧盟27国+英国	10月预测	1.37	2.9	14.6	15.2	17.02	0.3	1.55
	11月预测	1.28	2.9	14.6	15.2	16.97	0.3	1.51

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ **白糖：供给预计修复，缺乏向上驱动。**

供给侧国内维持增产，海外巴西维持丰产且印度、泰国产量预计有所修复，2024/25 产季供给预计边际宽松；需求侧受代糖渗透影响，近年增长放缓。预计后续随国内新糖上市，以及进口糖源陆续到港，2025 年国内糖价仍存向下调整压力。

表5：国内食糖供需平衡表

	2022/23	2023/24 (10月估计)	2024/25 (9月预测)	2024/25 (10月预测)
千公顷(1000 hectares)				
糖料播种面积	1284	1267	1396	1396
甘蔗	1102	1100	1180	1180
甜菜	182	167	216	216
糖料收获面积	1284	1267	1396	1396
甘蔗	1102	1100	1180	1180
甜菜	182	167	216	216
吨/公顷(ton per hectares)				
糖料单产	51.6	60.1	58.7	58.7
甘蔗	56.4	66	64.1	64.1
甜菜	47	53.8	53.2	53.2
万吨(10000 tons)				
食糖产量	897	996	1100	1100
甘蔗糖	789	882	950	950
甜菜糖	108	114	150	150
食糖进口量	389	500	500	500
食糖消费量	1535	1570	1580	1580
食糖出口量	19	14	16	16
结余变化	-268	-88	4	4

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

表6: 全球食糖供需平衡表

百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
产量	179.16	166.56	180.65	179.49	183.50
进口量	53.32	53.80	56.42	58.41	56.88
出口量	58.14	53.42	64.80	62.16	68.24
消费量	172.24	171.43	177.34	176.75	177.33
期末库存	52.87	47.70	47.71	46.00	40.22
库销比	30.70%	27.83%	26.90%	26.02%	22.68%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 大米: 供给维持充裕, 需求增长缓慢。

国内大米维持自给自足, 近三年大米产量预计维持 1.4-1.5 亿吨, 消费量在 1.50 亿吨上下, 库销比维持在 70% 左右, 每年仅存在少量特殊品种优质稻米的进口需求, 进口依赖度在 3% 以下, 因此价格较为稳定。据 USDA 于 11 月的最新预测显示, 2024/25 产季国内大米预计维持丰产, 且需求受饲用消费减少有所下调, 价格预计仍呈震荡走势。

表7: 国内大米供需平衡表

百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00
产量	148.30	148.99	145.95	144.62	146.00
消费量	150.29	156.36	154.99	148.12	145.70
进口量	4.22	5.95	4.38	1.53	1.70
出口量	2.22	2.08	1.74	1.63	1.00
期末库存	116.50	113.00	106.60	103.00	104.00
库销比	77.52%	72.27%	68.78%	69.54%	71.38%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 小麦: 供给增长, 需求下调。

国内大米维持自给自足, 近三年大米产量预计维持 1.4-1.5 亿吨, 消费量在 1.50 亿吨上下, 库销比维持在 70% 左右, 每年仅存在少量特殊品种优质稻米的进口需求, 进口依赖度在 3% 以下, 因此价格较为稳定。据 USDA 于 11 月的最新预测显示, 2024/25 产季国内大米预计维持丰产, 且需求受饲用消费减少有所下调, 价格预计仍呈震荡走势。

表8: 国内小麦供需平衡表

百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	150.02	139.12	136.76	138.82	134.50
产量	134.25	136.95	137.72	136.59	140.00
消费量	155.00	148.00	148.00	153.50	151.00
进口量	10.62	9.57	13.28	13.64	11.50
出口量	0.76	0.88	0.95	1.04	1.00
期末库存	139.12	136.76	138.82	134.50	134.00
库销比	89.75%	92.41%	93.80%	87.62%	88.74%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 棉花：供给维持充裕，需求尚待修复。

供给侧国内及海外产区维持丰产，2024/25 产季全球棉花产量预计同比增加 315 万包（其中中国棉花产量同比增加 85 万包）；需求侧国内下游服装消费偏弱运行，预计小幅下调。后续随新棉上市及海外进口美棉到港，棉花价格预计维持偏弱运行。

表9：全球棉花供需平衡表

百万包	2021/22	2022/23	2023/24 (10月预估)	2023/24 (11月预估)	2024/25 (10月预估)	2024/25 (11月预估)
期初库存	77.67	70.88	75.97	75.78	75.2	74.59
产量	114.51	116.18	113.66	113.03	116.64	116.18
进口	42.96	37.74	43.97	44.01	42.48	42.15
总使用量	116.1	112.64	113.85	113.83	115.74	115.22
出口量	43.32	36.65	44.75	44.61	42.47	42.18
期末库存	76.32	75.78	75.2	74.59	76.33	75.75
库销比	65.74%	67.28%	66.05%	65.53%	65.95%	65.74%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表10：中国棉花供需平衡表

百万包	2021/22	2022/23	2023/24 (10月预估)	2023/24 (11月预估)	2024/25 (10月预估)	2024/25 (11月预估)
期初库存	37.29	34.17	33.36	33.36	37.62	37.12
产量	26.8	30.75	27.35	27.35	27.8	28.2
进口	7.84	6.23	14.98	14.98	9.5	9
总使用量	33.75	37.7	38	38.5	38	38
出口量	0.12	0.09	0.06	0.06	0.08	0.08
期末库存	38.06	33.36	37.62	37.12	36.84	36.24
库销比	112.77%	88.49%	99.00%	96.42%	96.95%	95.37%

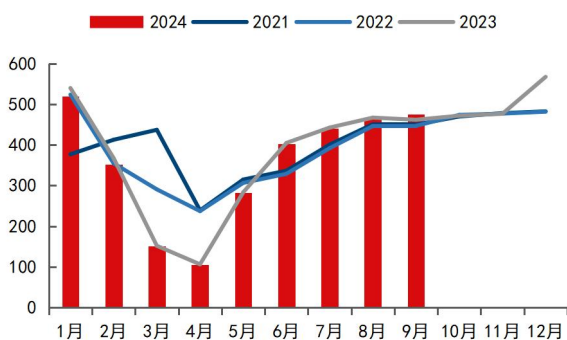
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

供给收缩，需求稳定，看好天然橡胶景气上行

◆ 短期天气扰动导致新季产出受限。

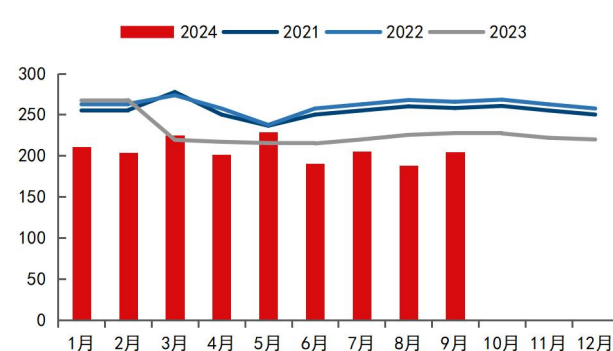
受降水偏多及台风天气影响，全球主要产区新季新季产量维持收缩，其中泰国/印度尼西亚/越南 2024 年 1-9 月累计产量分别为 319/186/84 万吨，预计同比 -1.0%/-10.4%/+0.1%。其他产区中，科特迪瓦、柬埔寨等新兴产区维持增势，抵消部分主产区减产影响，ANRPC 预计 2024 年全球天然橡胶产量预计同比微增 0.4% 至 1432 万吨。

图1：泰国 1-9 月天然橡胶累计产量同比-1%（万吨）



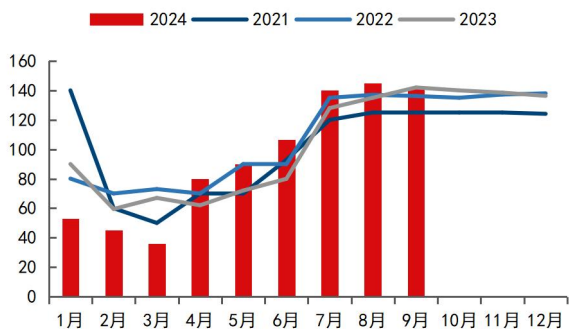
资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

图2：印尼 1-9 月天然橡胶累计产量同比-10%（万吨）



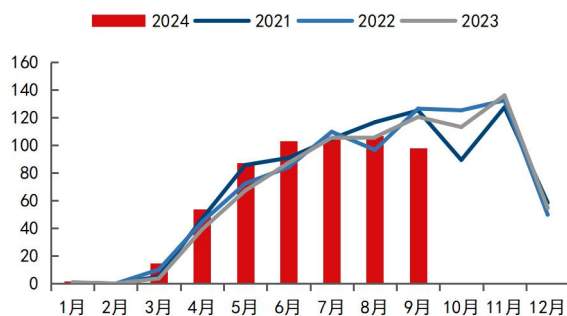
资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

图3: 印尼 1-9 月天然橡胶累计产量同比+0.1% (万吨)



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国 1-9 月天然橡胶累计产量同比+10% (万吨)



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

◆ 长期供给见顶趋势逐步明确。

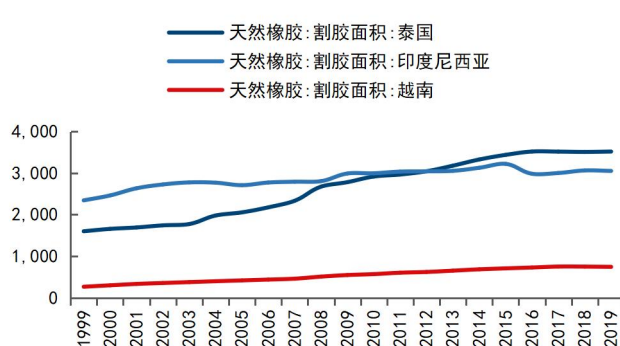
2011 年以来天然橡胶价格低迷影响, 泰国等传统优势产区的天然橡胶新种植面积自 2013 年开始持续减少。其中前三大产区泰国、印尼、越南合计割胶面积在 2019 年见顶 (对应 2012 年的新种高峰), 此后割胶面积不断出现调减, 到 2023 年已较峰值减少 5.4 万公顷, 未来预计带动产量维持调减趋势, 全球总产量预计逐步见顶。

图5: 受行情低迷影响, 主产区新种面积收缩明显



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图6: 主要天然橡胶产区割胶面积近年呈见顶趋势

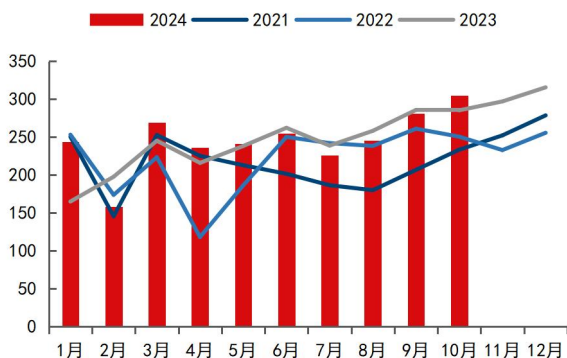


资料来源: FAO, 国信证券经济研究所整理

◆ 汽车消费向好推动天然橡胶消费维持韧性增长。

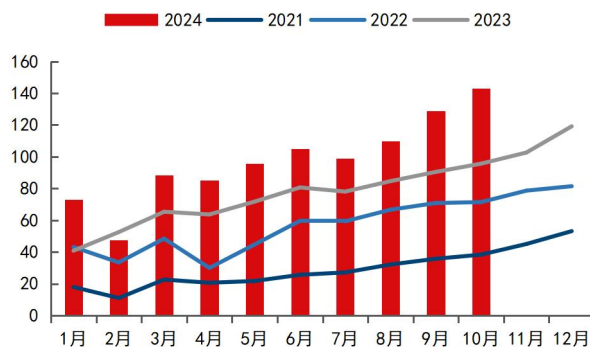
(1) 国内新能源汽车消费增长强劲, 欧美国的主要经济体汽车消费具备韧性, 2024 年全球汽车消费有望保持景气。据中汽协和 Mark Lines 最新统计数据显示, 我国 2024 年 1-10 月汽车累计销量同比+2.7%至 2462 万辆 (其中新能源汽车累计销量为 975 万辆, 同比+34.9%); 美国 2024 年 1-9 月汽车累计销量同比+1.42%至 1309 万辆。(2) 新兴经济体汽车消费近年正在快速放量。2020 年疫情过后, 以印度为代表的新兴经济体 GDP 正重回快速增长通道。据 IMF 预测, 2024 年印度经济增速有望继续维持 6%以上。经济增长正在带动印度汽车消费, 2022 年印度汽车总销量再创新高, 同比+25.70%至 472.55 万辆, 未来有望持续为全球汽车消费贡献新增量。

图7：中国 1-9 月汽车累计销量同比+3%（万辆）



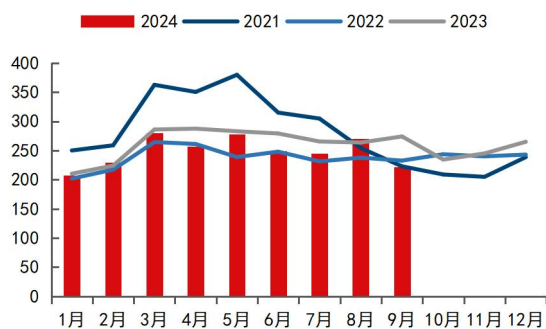
资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图8：中国 1-9 月新能源车累计销量同比+35%（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图9：美国 1-10 月汽车累计销量同比+1%（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图10：印度汽车销量近年维持快速增长（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

◆ 供需剪刀差正在推动天然橡胶景气上行。

据 ANRPC 年中预测，2024 年全球天然橡胶总产量预计同比+0.4%，需求预计同比+2.3%，支撑全球天然橡胶价格维持向好趋势。而对于国内，受进口利润倒挂影响，2024 前 9 月累计进口同比收缩近 20%，推动持续去库，价格紧随海外保持向上景气。后续在主产区减产和需求韧性增长共同驱动下，国内外天然橡胶价格有望保持景气上行。

表 11：2024 年全球天然橡胶产量预计同比+0.4%

国家	2023 年产量	2024 年产量	同比 (%)
泰国	470.7	468.2	-0.5
印度尼西亚	265.1	251.6	-5.1
越南	127	124.4	-2.1
中国	83.5	89.6	6.9
印度	84.9	90	6
马来西亚	34.8	35	0.6
柬埔寨	39.2	40	2.1
缅甸	32.1	32	-0.4
菲律宾	18.9	17.6	-7.3
斯里兰卡	6.4	7.6	18

孟加拉国	2.3	2.3	0
巴布亚新几内亚	0.6	0.6	0
其它国家	266.2	279.2	4.9
全球合计	1431.8	1438	0.4

资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

表 12：2024 年全球天然橡胶消费量预计同比+2.3%

国家	2023 年消费量	2024 年消费量	同比 (%)
中国	700.1	725	3.6
印度	140.8	145	3
泰国	123.4	124.7	1
印度尼西亚	71.7	73.8	2.9
马来西亚	32	49.5	54.7
越南	38.6	38.2	-1
斯里兰卡	9.2	10.2	10.7
菲律宾	3.6	3.7	1.9
缅甸	2	2	1.5
其它国家	409	393.7	-3.7
全球合计	1530.5	1565.8	2.3

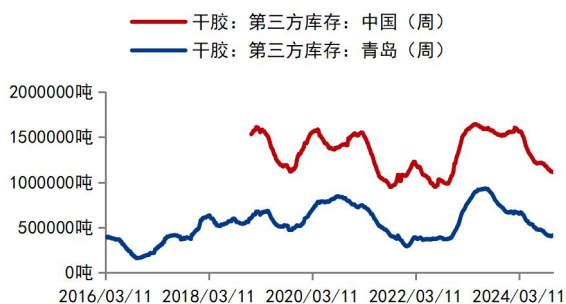
资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

表 13：中国天然橡胶供需平衡表

千吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
产量	774.00	798.00	818.30	812.60	692.70	871.30	852.70	844.00	896.00
出口	34.50	33.10	27.60	30.10	30.00	61.20	59.00	73.20	76.86
进口	4,302.40	5,467.80	5,409.80	5,057.70	5,674.20	5,131.50	5,796.10	6,330.60	5,381.01
消费量	5,011.00	5,386.00	5,692.00	5,674.00	5,647.00	6,114.00	6,361.00	6,709.50	7,250.00
库存变动	30.90	846.70	508.50	166.20	689.90	-172.40	228.80	391.90	-1,049.85

资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理（注：2024 年产量及消费量数据参考 ANRPC 报告预测，出口及进口数据参考 1-9 月同比变动幅度估算）

图 11：国内干胶库存年内维持去库趋势



资料来源：隆众石化，国信证券经济研究所整理

图 12：国内全乳胶价格年内呈上行趋势



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

投资建议：建议关注海南橡胶

◆ 海南橡胶是全球最大的天然橡胶种植、加工、贸易企业

海南橡胶以销售天然橡胶初加工产品作为核心业务，旗下标胶产品涵盖全乳胶、5号标胶、20号标胶等主要品类并积极向特种胶、橡胶深加工等领域纵深拓展。

(1) **橡胶种植业务**：公司是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业之一，经营管理土地 492 万亩，境内外天然橡胶种植基地共 29 个，天然橡胶种植园 392 万亩，约占全球的 2%，2023 年实际产胶量约 14 万吨。

(2) **橡胶加工业务**：公司在全球拥有 72 家橡胶初加工厂（含托管的 KM 公司），年加工产能约 260 万吨，占全球加工总量 20%+，2023 年实际加工量约为 140 万吨。

(3) **橡胶贸易业务**：公司天然橡胶销售贸易端平台包括 R1 国际、上海龙橡、HAC（Halcyon Agri Corporation Limited），在全球将近 20 个国家建立分公司和网点，2023 年销售贸易量 380 万吨以上，占全球 25%以上，主要客户为头部轮胎企业。

图 13：海南橡胶是全球最大的天然橡胶种植、加工、贸易企业



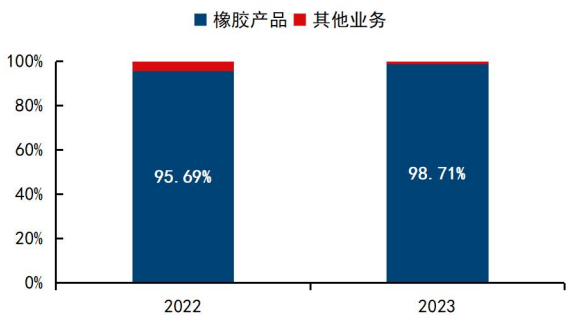
资料来源：海南橡胶官网，国信证券经济研究所整理

◆ 受益胶价回暖，盈利同比改善

2023 年 4 月底并表 HAC 公司后，公司橡胶产品仍贡献公司 95%以上收入，主要毛利同样也由橡胶产品贡献。从单季经营表现来看，随着天然橡胶价格逐步回暖，公司收入利润正在呈现同环比修复趋势，其中 Q2、Q3 营业收入分别为 110.66/136.94 亿元，分别环比+35.91%/23.74%，同比+26.62%/33.67%；Q2、Q3 归母净利润分别为 -1.35/-1.64 亿元，分别环比+16.06%/-21.23%，同比+37.20%/38.18%。后续随天然橡胶景气上行，公司业绩表现有望保持改善趋势。

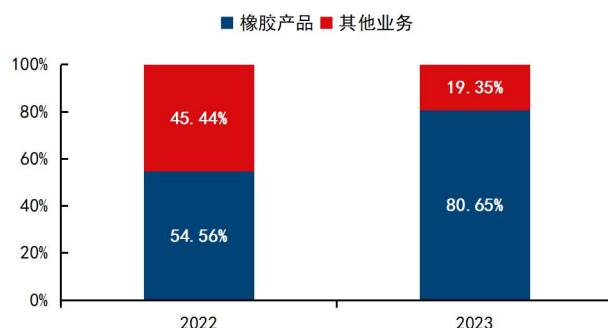
在主产区减产和需求韧性增长共同驱动下，天然橡胶价格有望保持景气上行，而公司作为全球最大的天然橡胶种植加工贸易企业，主业优化和经营规模扩张并进，后续有望充分受益行业景气上行。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 1.2/2.0/4.4 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 分别为 0.03/0.05/0.10 元，维持“优于大市”评级。

图 14: 并表 HAC 公司后, 公司主要收入仍来自橡胶产品



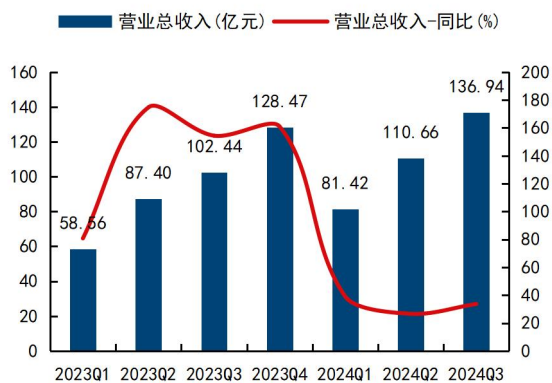
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 橡胶产品贡献公司主要毛利



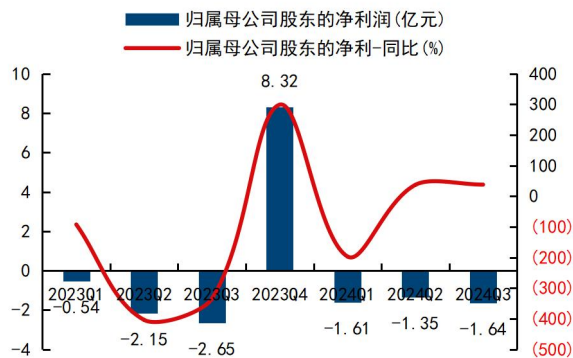
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 受橡胶行情回暖驱动, 公司单季收入维持增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 受橡胶行情回暖驱动, 公司单季盈利同比改善



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

种子行业分析：基本面有压力，关注行业资本整合

玉米种子新季供给过剩，售价下调压力较大

◆ 杂交玉米供给过剩，库存高位，新季存在降价压力。

供给方面，2024 年杂交玉米制种收获面积增加至 428 万亩，同比减少 7.56%，单产同比提升 4.62%，最终全国新季杂交玉米种子产量共计 16.97 亿公斤，同比减少 2.43%，对应新季杂交玉米种子总供给增至 22.37 亿公斤，再创历史新高。需求方面，在政策及行情推动下，国内新季杂交玉米种植面积预计突破 7 亿亩，需种量预计同比增加 4.92%至 12.80 亿公斤。总的来看，明年玉米种子总供给明显高于需求，国内杂交玉米种子期末有效库存预计升至近 10 亿公斤，对应期末库存需求比高达 75%，处于历史高位，新季杂交玉米种子价格存在较大下调压力。

表 14: 杂交玉米种子供需平衡表

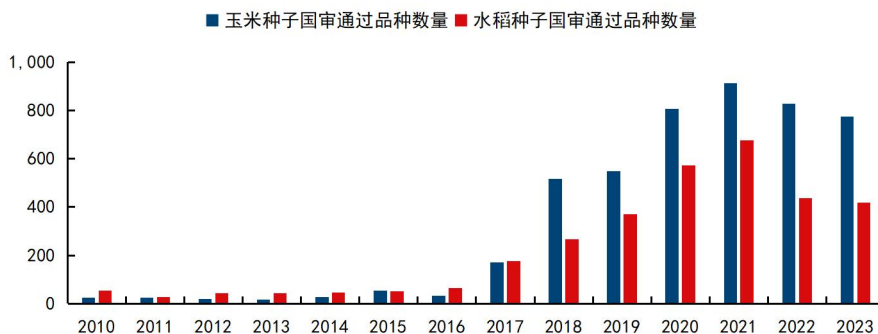
	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季
有效期初库存（亿公斤）	8.00	7.00	6.50	5.50	4.77	3.17	2.90	5.40
制种面积（万亩）	293.00	237.00	256.00	233.00	272.00	366.00	463.00	428.00
单亩产量（公斤/亩）	361.09	389.03	386.72	392.27	382.35	371.86	379.00	396.50
新产种子（亿公斤）	10.58	9.22	9.90	9.14	10.40	13.61	17.39	16.97
种子总供给（亿公斤）	20.00	18.00	16.20	16.40	14.70	16.50	20.29	22.37
商业种需求量（亿公斤）	11.50	11.00	11.00	10.60	11.00	11.50	12.20	12.80
杂交玉米种植面积（亿亩）	6.39	6.11	6.11	5.89	6.11	6.39	6.78	7.11
单亩平均用种量（公斤/亩）	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80
期末有效库存（亿公斤）	7.00	6.50	5.50	4.77	3.17	2.90	5.40	9.60
期末库存消费比（%）	61%	59%	50%	45%	29%	25%	44%	75%

资料来源：全国农技推广中心，国信证券经济研究所整理

◆ 玉米品种同质化严重，行业竞争激烈。

国家从 2016 年开始放开品种的审定，开启绿色通道审批后，带来了品种审定数量的井喷，行业品种同质化严重。从 2023 年最新审定情况来看，随着审定方法修订以及知识产权保护力度的加大，审定通过率和通过数量有所下调但绝对值（尤其是玉米品种）仍处于较高水平，种子行业仍处在同质化竞争僵局中。

图 18: 国审玉米品种通过数量仍维持高位



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

◆ 产区天气多变，杂交玉米传统大品种份额正在被新品种快速侵蚀。

近年黄淮海区域气候变化剧烈，河南等主产区常出现急涝急旱情况，南方锈病爆发强度也在增强，抗逆抗病诉求主导市场，部分抗逆抗病性突出的新品种快速兴起，以郑单 958、登海 605、京科 968 等为代表的传统大品种份额正在被侵蚀。以 2023 年推广情况为例，传统单品种中郑单 958、登海 605、京科 968 推广面积分别同比下滑 36%/22%/19%，而曾经的龙头品种先玉 335 已经退出前十大品种名单。与此同时，MY73、瑞普 909、现代 959 等品种凭借在抗锈病、抗倒伏等方面的优势，快速抢占市场，其中 MY73 在 2023 年已登上杂交玉米推广面积榜首。

图 19: 郑单 958 推广面积及市占率近年正快速下滑



资料来源：全国农技推广中心，《中国种业发展报告》，国信证券经济研究所整理

表 15: 2023 年郑单 958 等传统大品种推广面积下滑明显，MY73 等新品种在快速抢占市场

2023 年排名	名次变动	品种名称	2023 推广面积 (万亩)	2022 推广面积 (万亩)	同比变动	2023 市占率	2022 市占率	同比变动
1	新进	MY73	2088			3.08%		
2	↓1	裕丰 303	1695	1621	4.57%	2.50%	2.54%	-0.04%
3	→	中科玉 505	1300	1377	-5.59%	1.92%	2.15%	-0.24%
4	→	京科 968	1005	1242	-19.08%	1.48%	1.94%	-0.46%
5	→	登海 605	947	1219	-22.31%	1.40%	1.91%	-0.51%
6	↓4	郑单 958	932	1453	-35.86%	1.37%	2.27%	-0.90%
7	新进	瑞普 909	677			1.00%		
8	↑2	联创 839	616	443	39.05%	0.96%	0.69%	0.27%
9	↓2	东单 1331	612	531	15.25%	0.96%	0.83%	0.13%
10	新进	现代 959	566			0.89%		

资料来源：全国农技推广中心，国信证券经济研究所整理

◆ 杂交水稻制种面积回落，库存回归较低水平。

供给方面，2024 年国内杂交水稻制种面积相比 2023 年减少 11.11%，制种单产基本持平上一年度，最终全国新产种子 3.10 亿公斤，同比减少 9.09%，种子总供给则同比减少 14.58%至 4.10 亿公斤。需求方面，国内种植面积相对稳定，但种子出口增速较快，需种量预计进一步增至 3.50 亿公斤。总的来看，2024 年水稻种子期末有效库存水平预计回落至不足 0.60 亿公斤，对应期末库存需求比仅 17%，国内杂交水稻种子销售价格预计平稳运行，压力明显小于杂交玉米种子。

表 16: 杂交水稻种子供需平衡表

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季	种植季
有效期初库存 (亿公斤)	1.00	1.20	1.60	1.00	0.84	0.50	0.70	1.00
制种面积 (万亩)	167.00	169.00	138.00	120.00	157.00	197.00	216.00	192.00
单亩产量 (公斤/亩)	167.66	170.41	172.46	140.00	174.52	144.00	160.70	160.70
新产种子 (亿公斤)	2.80	2.88	2.38	1.68	2.74	2.80	3.41	3.10
种子总供给 (亿亩)	3.80	4.08	3.98	2.68	3.58	3.30	4.80	4.10
商业种需求量 (亿公斤)	2.45	2.30	2.25	2.20	2.35	2.70	2.70	3.50
杂交水稻种植面积 (亿亩)	2.23	2.09	2.05	2.00	2.14	2.45	2.45	3.18
单亩平均用种量 (公斤/亩)	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
期末有效库存 (亿公斤)	1.20	1.60	1.00	0.84	0.50	0.70	1.00	0.60
期末库存消费比 (%)	49%	70%	44%	38%	21%	26%	37%	17%

资料来源: 全国农技推广中心, 国信证券经济研究所整理

品种保护强化, 转基因商业化落地, 行业迎来积极变化

◆ 政策层面, 国内种业品种保护制度近年正在加速完善。

2021 年中央全面深化改革委员会审议通过《种业振兴行动方案》, 提出“把种源安全提升到国家安全的高度, 集中力量破难题、补短板、强优势、控风险, 实现种业科技自立自强、种源自主可控”, 种业受国家重视程度持续升温: (1) **制度层面: 种子法第四次修订、玉米及稻品种审定标准提升相继落地。**一方面, 《国家级玉米、稻品种审定标准 (2021 年修订)》于 2021 年 10 月 1 日起实施, 新标准提升了玉米、稻品种的审定门槛, 新增一致性和真实性要求, 玉米新品种差异位点数需 ≥ 4 个, 水稻新品种差异位点数需 ≥ 3 个。另一方面, 2021 年 8 月 17 日, 第十三届全国人大常委会第三十次会议对《中华人民共和国种子法 (修正草案)》进行了审议, 本次种子法修正草案拟扩大植物新品种权的保护范围及保护环节, 建立实质性派生品种制度, 该制度对育种创新提出更高要求, 行业同质化育种严重的现状有望大幅改善, 预计未来新审定品种数量将显著改善。(2) **执行层面: 严厉打击套牌侵权等违法行为。**2022 年, 种业市场监管“新 315”举措推出, 一是推动出台 3 个重要文件 (发布七部门文件、打击涉种“八宗罪”、打击“私繁滥制”), 二是部署 1 项重大活动 (开展种业监管执法年活动), 三是取得 5 个重点突破 (制度、机制、技术、观念和力度五个方面)。综合来看, 新品种保护法规加速落地和配套执法严格推进下, 未来国内育种同质化问题有望迎来改善, 供给侧头部种企经营环境预计长期向好。

表 17: 《种业振兴行动方案》主要内容

核心工作方向	主要措施
全面加强种质资源保护利用	进一步加大资源普查力度, 及时将新发现的资源保护起来, 统筹布局种质资源库圃 (场区) 建设, 打牢种业振兴的种质资源基础。
大力推进种业创新攻关	启动种源关键核心技术攻关, 实施生物育种重大项目, 有序推进产业化应用。各地要组建一批育种攻关联合体, 推进校企合作, 推动要素聚合、技术集成、机制创新, 促进种质资源、数据信息、人才技术交流共享, 加快突破一批重大新品种。
扶持优势种业企业发展	全面研究梳理种业企业阵型, 强化具体指导、重点支持, 促进种业龙头企业与科研院所、金融机构、种业基地紧密对接, 着力培育一批具有较强研发能力、产业带动力和国际竞争力的种业重点龙头企业, 发展一批具有差异化竞争优势、专业化服务能力强的“专精特新”企业。
提升种业基地建设水平	持续推进海南南繁、甘肃玉米、四川水稻等育种制种基地建设, 启动建设黑龙江大豆种子基地, 抓好 100 个区域性作物良种繁育基地, 支持结合高标准农田建设, 完善配套设施和专业服务。
严厉打击套牌侵权等违法行为	扎实推进种业知识产权保护专项整治, 强化全链条、全流程监管, 加大案件查处力度, 健全区域联动响应和案件联席会议机制, 推动农业行政执法与刑事司法有机衔接, 对套牌侵权、制假售假等违法行为重拳出击, 加强转基因非法种植监管, 让侵权违法者付出沉重代价。

资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

表 18: 2022 年, 种业市场监管取得 5 个重点突破

重点突破	主要内容
在制度上求突破	种业市场净化“三大三小”制度框架基本形成, 三大指种子法、畜牧法、种业振兴行动方案; 三小指上述的七部文件、打击涉种八宗罪、打击“私繁滥制”。
在机制上求突破	努力构建“左右协同、上下联动”的工作机制。
在技术上求突破	启动运行品种 DNA 指纹库, 推出首批 20 家打假护权监测机构。
在观念上求突破	2021 年全国法院新收植物新品种权安全 549 件, 同比增加 88%; 全国法院 2022 年涉种案件共 62 件, 比上年减少 55%。
在力度上求突破	对违法违规行为重拳出击。按照中央种业振兴方案要求推动内蒙古、黑龙江等 8 省区建立了省级储备制度; 落实属地监管责任, 对种子储备管理进行约谈, 将 14 家企业纳入“黑名单”, 三年内禁止承担储备任务。

资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

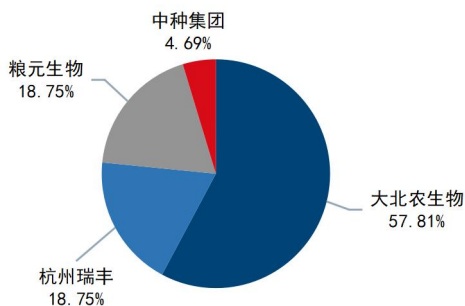
◆ 技术层面, 国内转基因商业化正式开启。

2023 年底农业农村部批准发放首批转基因玉米、大豆品种, 标志国内玉米与大豆正式进入转基因技术新时代, 截至目前国内已累计获批转基因玉米品种 64 个、大豆品种 17 个。从性状端来看, 所有过审玉米品种中, 转入大北农生物/杭州瑞丰/粮元生物性状产品的占比分别为 58%/19%/19%, 头部企业具备先发优势; 从品种端来看, 头部种企存在领先优势, 隆平高科、登海种业、先正达、荃银高科的过审品种数量分别为 10/4/5/3 个, 占比分别为 16%/6%/8%/5%。

从推广节奏来看, 国内渗透率达峰过程预计慢于国外。秉持“三年试点, 三年示范”的要求, 过去 3 年国内转基因玉米以小范围区域试点为主, 2021 年国家在内蒙古、云南的科研试验田启动了转基因玉米大豆产业化试点, 2023 年扩展到内蒙古、云南、吉林、河北、四川 5 个省(区) 20 个县。从农业部公布的试点结果来看, 转基因技术在增产增效、提升产品品质等方面具备成效, 后续有望审慎扩大示范种植面积, 但整体推广渗透节奏预计慢于海外。

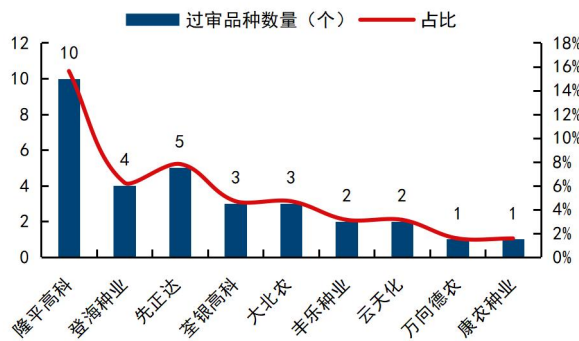
从产业影响来看, 转基因性状不是制约种企发展的关键。目前国内头部生物技术公司先发优势确实明显, 所有过审玉米品种中, 转入大北农生物/杭州瑞丰/粮元生物性状产品的占比分别高达 58%/19%/19%。然而从中长期角度来看, 各家所用的性状主要为海外已过专利保护期的一代性状或者是在此基础上的改良性状, 其中抗除草剂性状主要为 epsps、pat, 抗虫性状主要为 cry1Ab 等, 技术壁垒相对可控。我们认为转基因性状不会成为制约企业长期发展的关键, 杂交育种仍是产业的核心壁垒环节。

图 20: 从性状转入品种数量来看, 头部企业先发优势明显



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图 21: 从过审玉米品种数量来看, 头部种企过审数量领先



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

表 19: 国内截至目前已颁布转基因性状安全证书 26 张, 其中大北农生物、杭州瑞丰先发优势明显

申报单位	获批时间	性状名称	种植区域
北京大北农生物技术有限公司	2020/1/21: 北方 2021/2/4: 黄淮海+南方+西南+转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 (DBN9936) 西北		全国
北京大北农生物技术有限公司	2021/2/4	转 vip3Aa19 和 pat 基因抗虫耐除草剂玉米 (DBN9501)	北方春玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2020/7/15: 北方 2021/2/4: 黄淮海+南方+西南+转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 (DBN9858) 西北		北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2021/12/27: 西南 2024/1/18: 扩展到全国	聚合 cry1Ab、epsps、vip3Aa19、pat 基因抗虫耐除草剂玉米 (DBN3601T)	全国
北京大北农生物技术有限公司	2021/2/4: 北方 2024/1/18: 扩展到全国	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂大豆 (DBN9004)	全国
北京大北农生物技术有限公司	2023/4/28	转 mvip3Aa 和 pat 基因抗虫耐除草剂大豆 (DBN8002)	黄淮海夏大豆区
杭州瑞丰生物科技有限公司、浙江大学	2020/1/21: 北方 2021-04-07: 黄淮海+西北	转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米-瑞丰 125	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司、浙江大学	2021/12/27	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米-浙大瑞丰 8	南方玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司	2022/4/29: 南方 2024/1/18: 扩展到全国	转 CdP450 和 cp4epsps 基因耐除草剂玉米 nCX-1	全国
杭州瑞丰生物科技有限公司	2023/1/13: 南方 2024/1/18: 扩展到全国	转 cry1Ab/vip3Da 基因抗虫大豆 GAL16	全国
杭州瑞丰生物科技有限公司	2024/1/18	聚合 cry1Ab、cry2Ab、CdP450、cp4epsps 基因抗虫耐除草剂玉米浙大瑞丰 8×nCX-1	全国
杭州瑞丰生物科技有限公司	2024/1/18	聚合 cry1Ab/cry2Aj、g10evo-epsps、CdP450、cp4epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125×nCX-1	全国
隆平高科、中国农业科学院生物技术研究所	2023/1/13	转 cry1Ab、cry1F 和 cp4epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 BFL4-2	北方春玉米区
隆平生物	2024/1/18	转 cry2Ab、cry1Fa、cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 LP026-2	全国
隆平生物	2024/1/18	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 LW2-1	全国
中国种子集团有限公司	2022/4/29: 北方 2024/1/18: 扩展到全国	聚合 cry1Ab、pat、mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×GA21	全国
中国种子集团有限公司	2022/4/29: 南方、西南 2024/1/18: 扩展到全国	聚合 cry1Ab、pat、vip3Aa20、mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×MIR162×GA21	全国
中国种子集团有限公司	2022/4/29: 北方 2024/1/18: 扩展到全国	转 mepsps 基因耐除草剂玉米 GA21	全国
中国种子集团有限公司、中国农业科学院作物科学研究所	2020/7/15: 黄淮海 2021/4/7: 北方 2024/1/18: 扩展到全国	转 g2-epsps 和 gat 基因耐除草剂大豆-中黄 6106	全国
中国林木种子集团有限公司、中国农业大学	2023/1/13	转 maroACC 基因耐除草剂玉米 CG-2	北方春玉米区
中国林木种子集团有限公司、中国农业大学	2021/12/27	转 mcry1Ab 和 mcry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
浙江新安化工集团股份有限公司	2024/1/18	转 am79epsps 基因耐除草剂玉米 WYN17132	全国
浙江新安化工集团股份有限公司	2024/1/18	转 cry1Ab 和 am79epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 WYN041	全国
浙江新安化工集团股份有限公司	2024/1/18	转 cp4epsps 基因耐除草剂大豆 WYN341GmC	全国
浙江新安化工集团股份有限公司	2024/1/18	转 mam79epsps 基因耐除草剂大豆 WYN029GmA	全国
上海交通大学	2020/1/21	转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆-SHZD3201	南方大豆区

资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

表 20: 国内生物技术企业所用的转基因玉米性状主要为海外已过专利保护期的一代性状或者是在此基础上的改良性状

申报单位	性状名称	抗除草剂基因	抗虫基因	性状片段数量	有效区域
北京大北农生物技术有限公司	DBN9936	epsps	cry1Ab	2	全国
北京大北农生物技术有限公司	DBN9501	pat	vip3Aa19	2	北方春玉米区

限公司

北京大北农生物技术有 限公司	DBN9858	epsps、pat		2	北方春玉米区、黄 淮海夏玉米区、南 方玉米区、西南玉 米区、西北玉米区
北京大北农生物技术有 限公司	DBN3601T	epsps、pat	cry1Ab、vip3Aa19	4	全国
杭州瑞丰生物科技有限 公司、浙江大学	瑞丰 125	g10evo-epsps	cry1Ab、cry2Aj	3	北方春玉米区、黄 淮海夏玉米区、西 北玉米区
杭州瑞丰生物科技有限 公司、浙江大学	浙大瑞丰 8		cry1Ab、cry2Ab	2	南方玉米区
杭州瑞丰生物科技有限 公司	nCX-1	CdP450、cp4epsps		2	全国
杭州瑞丰生物科技有限 公司	浙大瑞丰 8×nCX-1	CdP450、cp4epsps	cry1Ab、cry2Ab	4	全国
杭州瑞丰生物科技有限 公司	瑞丰 125×nCX-1	CdP450、cp4epsps、 g10evo-epsps	cry1Ab、cry2Aj	5	全国
隆平高科、中国农业科学 生物技术研究所	BFL4-2	cp4epsps	cry1Ab、cry1F	3	北方春玉米区
隆平生物	LP026-2	epsps	cry1Ab、cry2Ab、cry1Fa	4	全国
隆平生物	LW2-1	epsps、pat		2	全国
中国种子集团有限公司	Bt11×GA21	pat、mepsps	cry1Ab	3	全国
中国种子集团有限公司	Bt11×MIR162×GA21	pat、mepsps	cry1Ab、vip3Aa20	4	全国
中国种子集团有限公司	GA21	mepsps		1	全国
中国林木种子集团有限 公司、中国农业大学	CC-2	maroACC		1	北方春玉米区
中国林木种子集团有限 公司、中国农业大学	ND207		mcry1Ab、mcry2Ab	2	北方春玉米区、黄 淮海夏玉米区
浙江新安化工集团股份 有限公司	WYN17132	am79epsps		1	全国
浙江新安化工集团股份 有限公司	WYN041	am79epsps	cry1Ab	2	全国

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

长期仍要关注品种研发与资本整合

通过对美国两大种业龙头成长之路的复盘，我们可以得到两个重要启示：

- ◆ **种业天然具备长研发周期和分散市场的特征，横向并购整合是可以快速获得优质种质资源、适应性品种，迅速完成渠道铺设的重要捷径，这是行业横向整合的内生动力，因此从海外经验来看，具备整合能力的头部企业强者恒强。**

以海外种企龙头孟山都为例，其在 80 年代公司开始逐步剥离传统化工业务，同时不断收购种业资产，最终构建种业帝国。1982 年，公司首次通过转基因手段改造植物细胞，为转型转基因育种提供了可能。同年，公司收购了以大豆种子业务闻名的 Jacob Hartz 公司。1987 年，公司转基因作物首次进行农田试验，并于 1994 年首次在美国被批准商业化种植。1996 年，公司推出了抗草甘膦大豆和抗虫棉，1997 年又推出了抗虫玉米，抗农达棉花和双抗棉花，公司的抗草甘膦大豆和抗虫玉米一经推出便迅速占领市场。但是公司早期并未自行生产和出售转基因种子，而是以向先锋种业售卖专利权的形式进行销售，因而错失了转基因种子的高额利润。为了提高转基因种子盈利，公司采取两方面重要措施：

一方面公司主导销售模式改革，给转基因种子设置基因附加费，购买转基因种子的买家需签订技术协议，公司将专利权授予其使用，同时禁止买家将转基因种子来年复种；

另一方面公司大举实施种业横向并购，以扩大种子生产和销售规模，加强对下游用户的控制。1995 年以来，公司相继收购了 Calgene（植物生物技术龙头企业）、

Asgrow Agronomics (大豆和玉米种子龙头)、Monsoy (世界第二大大豆种子企业)、Holden's (领先的基础种子生产商)、DeKalb (全美第二大种子公司) 和岱字棉 (世界棉花种子巨头) 等, 成功打造了世界种业巨头, 引领全球转基因种子技术发展。

图 22: 科迪华是一家全球领先的种子和作物保护解决方案提供商



资料来源: 科迪华官网, 国信证券经济研究所整理

图 23: 孟山都 2017 年收入规模已达 146 亿美元



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 24: 孟山都 2017 年归母净利润规模已达 20 亿美元以上



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

◆ 品种竞争贯穿始终, 一代性状渗透率达峰后, 市场竞争仍聚焦于品种选择, 在杂交育种资源和育种技术方面有深厚积淀的企业可以跑赢时间。

自上世纪初以来, 美国现代玉米种子市场呈现为三个重要阶段, 而先锋种业 (现科迪华旗下种业板块主体) 引领品种换代, 跑赢了时间。

①在 1930s-1960s, 双交及单交玉米品种的出现颠覆了传统的自留种市场, 在这一阶段, 具备先发优势的 DeKalb 和先锋种业占据领先的市场份额, 前者依靠双交大单品“404A”和单交大单品“XL45”在高产早熟、耐密植等方面优势, 占据市场龙头地位, 而先锋种业在单交种领域略逊于 DeKalb, 市占率位居第二。

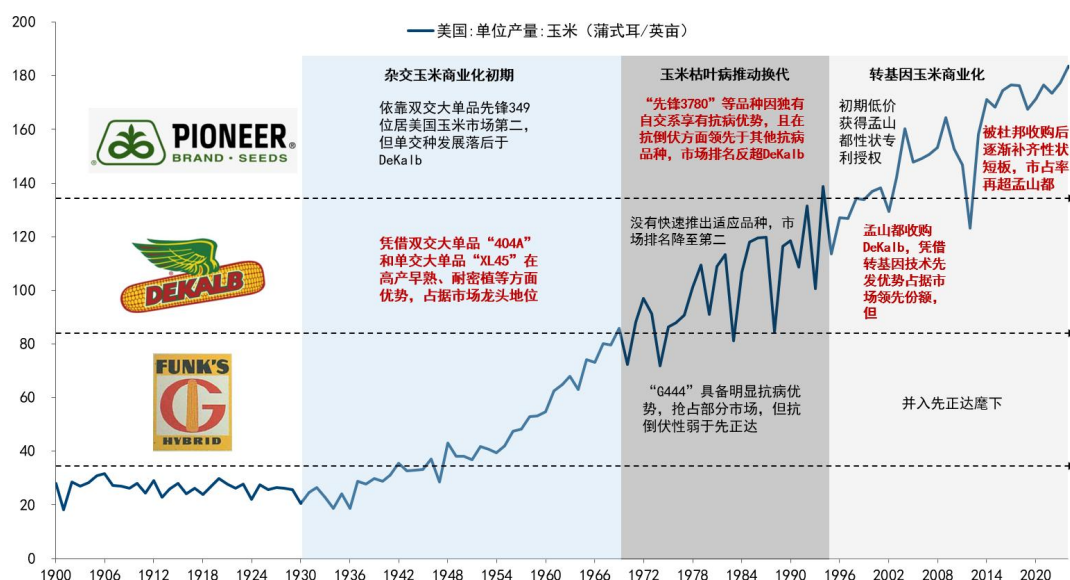
②在 1970s-1990s, 美国玉米种业由于自交品系的过于集中而受枯叶病影响广泛, 进而催生了第二次换代革命。DeKalb 在该阶段未能推出适应性品种, 且经营上有向能源业务倾斜, 因此处于劣势。而先锋种业因独有自交系 Iodent 等享有抗病优

势且在抗倒伏方面的领先优势，因此快速占领市场，反超 DeKa1b，占据市场近 40% 份额。

③在 2000s-至今，转基因玉米商业化应用开启玉米种业第三波换代革命，初期孟山都在收购 DeKa1b 补齐短板后，依靠转基因技术先发优势抢占市场，份额反超先锋种业（此时已被杜邦收购）。然后先锋种业一方面拥有孟山都前期的低价授权，另一方面拥有杜邦的研发加持，最终凭借在玉米育种领域的深厚积淀重回市场第一宝座。除了玉米以外，先锋种业在 1970s 收购彼得森种子子公司之后，在大豆种子领域同样占据领先地位，最终实现了在玉米、大豆种子两大核心领域的长期领先。

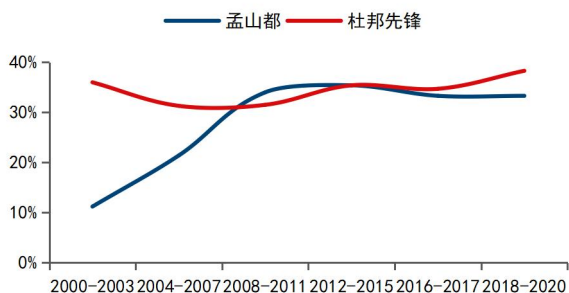
先锋种业在转基因商业化后时代的成功有运气成分，但也可以看到，转基因性状虽可有效改善传统品种的产量表现，但本质是减少虫害和杂草带来的产量损失，而并不能根本性地提高传统品种的单产潜力。因此优秀的性状需要依附于优秀的品种，种质资源和育种积淀仍是转基因后时代的核心竞争力，一代性状渗透率达峰后市场仍聚焦于品种竞争，而先锋种业凭借在品种领域的聚焦和积淀跑赢了时间。

图 25: 科迪华是一家全球领先的种子和作物保护解决方案提供商



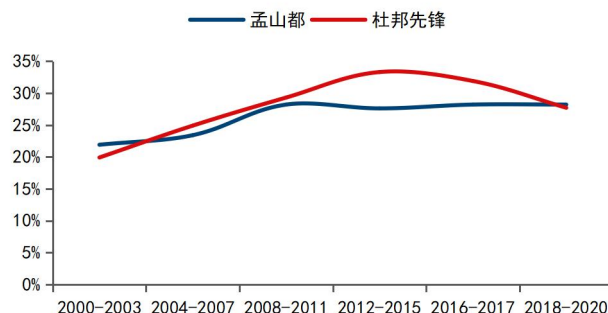
资料来源: 科迪华官网, 国信证券经济研究所整理

图26：2016年之后，杜邦先锋玉米种子市占率重回第一



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图27：杜邦先锋目前在大豆种子领域也和孟山都分庭抗礼



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

投资建议：聚焦具备研发与整合优势的头部企业

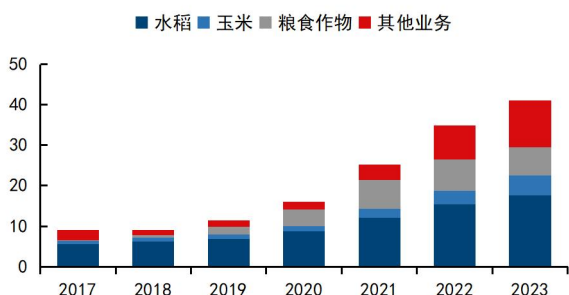
短期行业基本面有压力，长期建议关注具备研发和整合实力的企业：荃银高科、隆平高科、丰乐种业、登海种业。

◆ 荃银高科：背靠先正达，转基因育种稳步推进

先正达种业板块重要成员，转基因育种、订单农业稳步推进。公司作为先正达种业板块的重要成员，积极与其开展生物育种技术方面研发与合作并有序推动生物育种等领域产业化应用，未来有望受益转基因商业化落地。同时公司还与中化现代农业在MAP业务方面深入合作，以定制化种植方案向种植户提供种、药、肥一体化供应及粮食收储等产前、产中、产后服务工作。

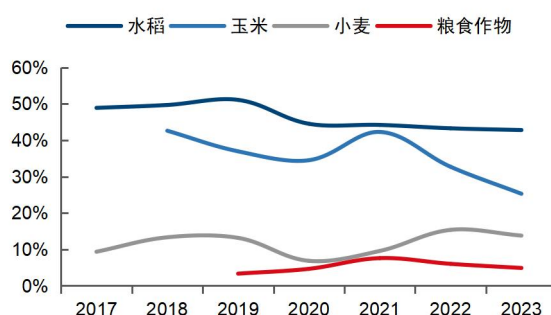
营销措施、员工激励并进，水稻玉米种子销量维持增长。营销方面，公司继续创新推进“阿米巴”模式并通过合作新设等方式拓宽经营渠道，在原有经营基础上，整合行业内优势资源，成立荃银锦秀、荃银兴大等，巩固水稻优势市场的同时，积极拓展玉米、小麦、大豆等产业。激励方面，公司第二期员工持股计划成功实施，覆盖母子员工400多人，实现公司利益与经营者利益的绑定，有利于推动公司经营目标及未来战略的实现。2023/24业务年度，公司各类农作物种子销量延续增长，实现总销量7.98亿公斤，同比+46.93%，其中水稻、玉米、小麦销量分别同比增长38.73%、20.47%、33.89%。

图28：荃银高科收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图29：荃银高科主要业务毛利率情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

◆ 隆平高科：水稻、玉米种子双龙头，兼具品种性状双优势

杂交育种研发积淀深厚，品种储备充足，推广面积国内领先。经过多年内生外延发展，公司旗下已拥有隆平、亚华、联创、德瑞特、湘研、巡天、恒茂、三瑞等众多优质种企。在水稻种子方面，公司拥有隆平、亚华两大事业部，杂交水稻总销售推广面积位居国内第二，目前有 7 个杂交水稻品种位列全国推广面积前十位，其中晶两优华占和晶两优 534 连续多年位居前两位。在玉米种子方面，2018 年并表联创种业后，公司杂交玉米销售推广面积跻身全国第一，其中裕丰 303 推广面积位列全国第二，中科玉 505 推广面积连续三年位列全国第三，另外联创 839 近两年也跻身国内前十。在海外业务方面，公司 2023 年并表隆平发展，玉米种子销售面积位列巴西第三，后续或将进一步强化与国内种质资源和育种技术方面的联动。

参股多家生物技术公司，转基因具备先发优势。公司投资布局的生物技术平台（杭州瑞丰、北京国丰、隆平生物等）已获得瑞丰 125、浙大瑞丰 8、nCX-1、BFL4-2 等 9 个玉米转基因性状的安全证书，子公司联创种业（裕丰 303D、裕丰 303R、裕丰 303H、中科玉 505D、中科玉 505R、嘉禧 100D、联创 808R）、河北巡天（农大 372R）、湖北惠民（惠民 207R）、安徽隆平（隆平 218R）的共计 10 个品种已通过转基因玉米品种审定。未来公司凭借扎实的育种积淀和持续的研发投入，有望充分受益国内转基因技术变革浪潮并成为国际领先的综合玉米种业平台。

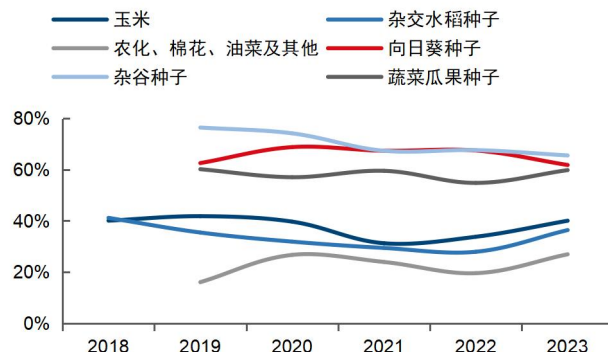
我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 3.7/6.2/7.3 亿元，对应 2024-2026 年每股收益为 0.28/0.47/0.55 元，维持“优于大市”评级。

图 30：隆平高科收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 31：隆平高科主要业务毛利率情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

◆ 丰乐种业：国投集团入主，有望重塑主业

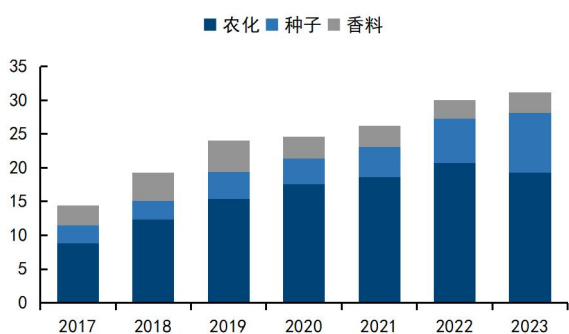
“农化+种子”模式，玉米全产区布局，具备平台种企雏形。公司创始于 1984 年，前身是合肥市种子公司，以西甜瓜种子起家，当前实控人已由合肥国资委变更为国投集团。公司目前已形成“农化+种子”的核心业务模式，种药肥一体化发展稳步推进。在业务布局方面，公司已实现对全国四大主产区的全覆盖，分别为适宜西南市场和黄淮海市场推广的鑫乐 969、丰乐 520 和同玉 609；适宜黄淮海市场推广的陕科 6 号、榜玉 100 和战玉 105；适宜东北市场和西北市场的铁 391、同玉 608 和 W1505；适宜黄淮海和东华北市场的丰乐 720 等。2023/24 业务年度，公司玉米种子销售收入为 5.08 亿元，同比+41.56%，占比提升至 59.61%，销售数量为 2436.32 万公斤，同比+20.03%，继续保持快速增长，未来望在玉米种子事业部、

四川同路、丰乐农化三大主体推动下维持拓展。

易主国投集团，拟打造具有国际竞争力的大型种业集团。国投集团新设境内全资子公司国投种业，受让合肥建投持有的丰乐种业股份合计 1.23 亿股，占公司股份总数的 20%，公司控股股东变更为国投种业，国务院国有资产监督管理委员会将成为公司的实际控制人。国投集团本次整合旨在延伸生物育种产业链，打造具有国际竞争力的大型种业集团，更好地服务国家粮食安全战略。国投种业成为丰乐种业控股股东后，拟将丰乐种业作为其种业发展运营、资本运作和资源聚集的主要平台。

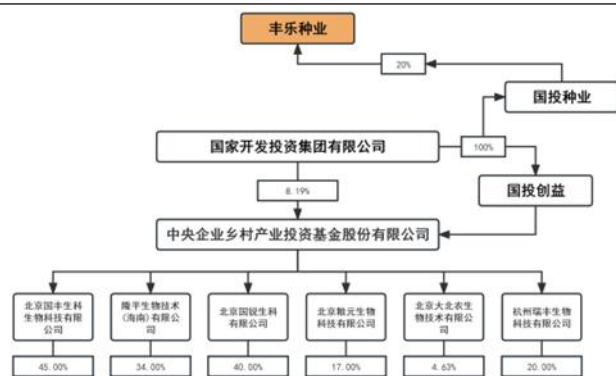
我们维持公司 2024-2026 年归属母公司净利润预测分别为 0.59/0.84/1.20 亿元，EPS 分别为 0.10/0.14/0.20 元，维持“优于大市”评级。

图 32: 丰乐种业收入结构情况



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 丰乐种业已易主国投集团



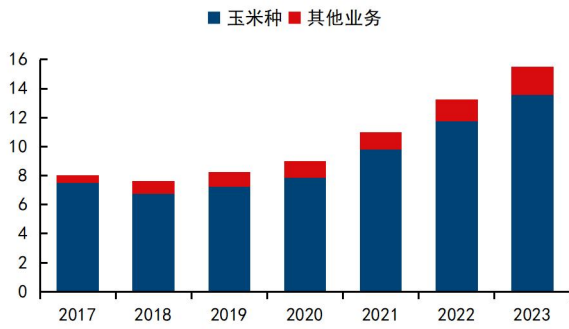
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

◆ **登海种业：国投集团入主，有望重塑主业**

优质玉米品种储备充足，有望充分受益转基因落地。公司在历经近 50 年玉米育种研发创新和高产攻关，完成了以掖单 2 号、掖单 6 号、掖单 13 号、登海 661 与登海 605、登海 618 为代表的 5 代玉米杂交种的进步性替代，引领了中国杂交玉米的发展方向，现有品种储备丰富，品种高产高抗特性突出，2023 年度杂交玉米销售总额位列国内第三，登海 605 全国推广面积位列全国玉米品种推广面积前十。考虑到公司已和大北农等国内先进转基因性状公司开展深度合作，旗下已有登海 605D 等 6 个品种通过转基因玉米品种审定，未来有望凭借在玉米杂交育种领域的技术积淀和品种储备继续引领转基因落地后的品种换代升级。

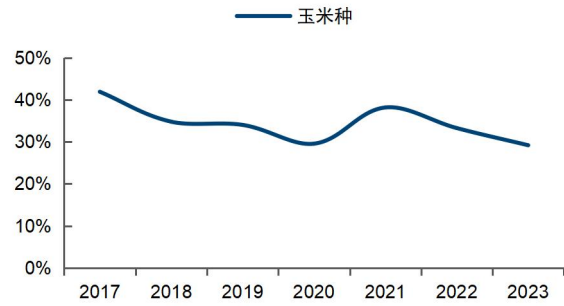
我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 2.7/3.2/3.7 亿元，对应每股收益为 0.31/0.36/0.42 元，维持“优于大市”评级。

图 34：登海种业收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图 35：登海种业主要业务毛利率情况



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	2024年 11月22日 收盘价	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601118.SH	海南橡胶	优于大市	5.43	0.07	0.03	0.05	78	181	109
300087.SZ	荃银高科	未评级	10.84	0.29	0.36	0.46	37	30	24
000998.SZ	隆平高科	优于大市	10.87	0.15	0.28	0.47	72	39	23
000713.SZ	丰乐种业	优于大市	7.23	0.07	0.17	0.21	103	43	34
002041.SZ	登海种业	优于大市	9.69	0.29	0.31	0.36	33	31	27

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测（注：荃银高科盈利预测参考 Wind 一致预测）

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032