

隆平高科 (000998.SZ)

玉米种子表现靓丽，主业盈利或加速修复

国内玉米种业向好，水稻种业景气复苏；公司去库存轻装上阵，23Q1 开局良好，看好其中长期盈利弹性。维持“强烈推荐”投资评级。

- 两杂主业稳中有增，减值计提拖累业绩。**公司 2022 年实现营收 36.9 亿元 (+5.3%)，归属净利润亏损 8.8 亿元 (上年同期盈利 0.6 亿元)，EPS-0.67 元；其中单四季度实现营收 24.1 亿元 (-10%)，归属净利润亏损 1.7 亿元 (-146%)，EPS-0.13 元。整体看，公司水稻种业基本持平，国内玉米种业量利齐升 (毛利率同比提升 2.5pct 至 33.8%)，海外玉米取得重大突破，销售额增长 61%；公司业绩下滑或主要源于：1) 美元升值致美元贷款汇兑损失约 1.9 亿元 (上年同期汇兑收益 0.6 亿元)；2) 计提商誉、水稻种子存货等资产减值准备约 3.4 亿元；3) 因参加国家重点科研项目，研发支出较上年同期增加约 1.23 亿元；4) 实施员工持股计划预计摊销股份支付费用 0.56 亿元。
- 玉米种业向好叠加联营企业经营改善，23Q1 业绩表现超预期。**23Q1 实现营收 10.64 亿元 (+17.5%)，归属净利润 1.7 亿元 (+213%)，EPS0.13 元。报告期公司盈利大幅增加主要是因为玉米种业高增以及联营企业经营业绩好转，权益法确认的投资收益同比增加。季度表现较超预期。
- 轻装上阵，主业盈利或加速修复。**近年来国内外玉米供需呈紧平衡态势，玉米商品粮价高位运行带动农户种植收益提升，种子需求端持续向好；水稻最低收购价稳中略增，行业景气复苏。随着公司两杂种子库存压力减轻，未来种业盈利或有望加速修复。
- 转基因商业化启动在即，品种×性状前景可期。**转基因品种审定稳步推进，2023 年试点范围已扩大至 6 个省份，产业化即将开启。隆平高科在性状、品种及营销上均有丰富储备，且各维度上均具备较强的竞争优势，转基因放开后公司有望充分受益。未来在转基因渗透率提升的过程中，凭借其核心品种优势，隆平玉米品种市占率亦有望迎来加速提升。
- 维持“强烈推荐”投资评级。**国内玉米种业向好，水稻种业景气复苏；公司去库存轻装上阵，两杂主业或重回高增。巴西项目经营持续改善，亦有望增厚公司业绩。转基因商业化落地后，品种×性状发展前景可期。预计 2023~2025 年公司净利润分别为 3.6/5.8/8.9 亿元，对应 EPS 为 0.27/0.44/0.67 元，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：极端天气、贸易摩擦、地缘冲突等不可预见性事件导致粮价波动超预期；销量/提价/发货不达预期；转基因商业化进度不达预期；汇率风险。**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3503	3689	4235	4904	5854
同比增长	6%	5%	15%	16%	19%
营业利润(百万元)	216	(733)	329	520	788
同比增长	-21%	-440%	-145%	58%	51%
归母净利润(百万元)	62	(876)	361	575	887
同比增长	-46%	-1504%	-141%	60%	54%
每股收益(元)	0.05	-0.67	0.27	0.44	0.67
PE	321.2	-22.9	55.6	34.9	22.6
PB	3.6	4.0	3.7	3.4	3.0

资料来源：公司数据、招商证券 注：股价参考 4 月 28 日收盘价。

强烈推荐 (维持)

消费品/农林牧渔

目标估值：NA

当前股价：15.23 元

基础数据

总股本 (万股)	131697
已上市流通股 (万股)	129598
总市值 (亿元)	201
流通市值 (亿元)	197
每股净资产 (MRQ)	4.0
ROE (TTM)	-14.4
资产负债率	58.0%
主要股东	中信农业科技股份有限公司
主要股东持股比例	16.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	3	-5
相对表现	-10	-10	-8



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《隆平高科 (000998) — 减值计提瑕不掩瑜，轻装上阵前景可期》2023-01-31
- 《隆平高科 (000998) — 汇兑拖累淡季盈利，预收款高增或加持经营反转》2022-11-01
- 《隆平高科 (000998) — 玉米增长势头良好，水稻种业承压下滑》2022-08-26

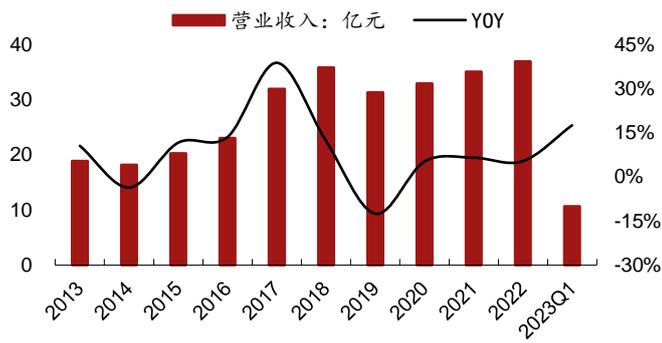
朱卫华 S1090511030001

zhuweihua@cmschina.com.cn

李秋燕 S1090521070001

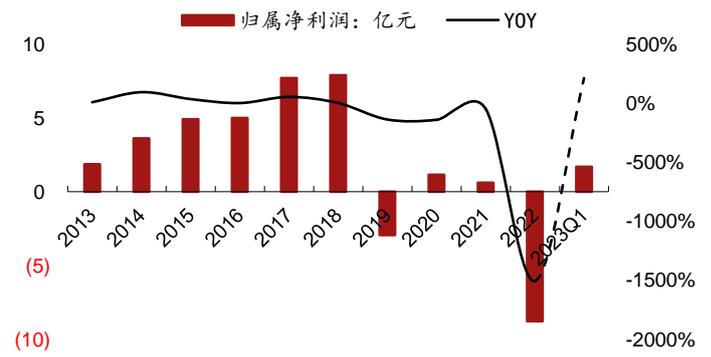
liqiuyan@cmschina.com.cn

图 1: 公司营业收入及增速情况



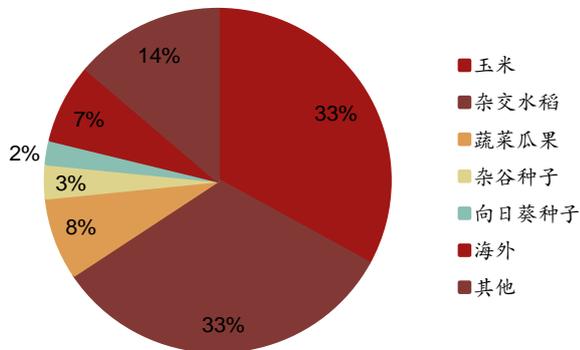
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司归属净利润及增速情况



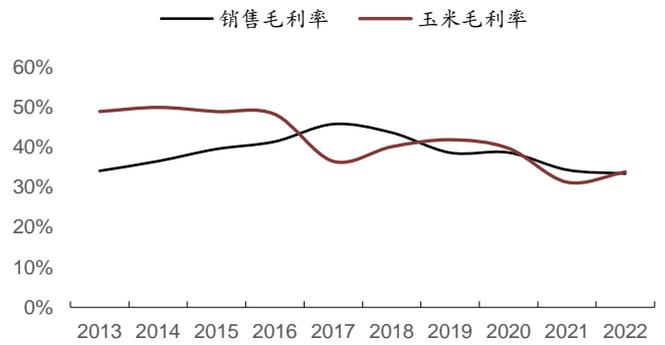
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 隆平高科产品销售结构 (2022A)



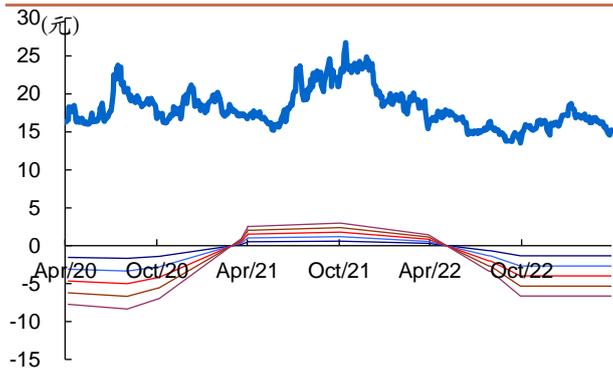
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司玉米毛利率显著改善



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 隆平高科历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 隆平高科历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5874	6162	4487	4948	5628
现金	1876	2741	412	451	542
交易性投资	970	378	378	378	378
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	571	458	909	937	1030
其它应收款	412	297	340	394	471
存货	1881	1894	2009	2278	2611
其他	164	394	438	509	597
非流动资产	8130	8443	8286	8150	8030
长期股权投资	2364	2934	2934	2934	2934
固定资产	1495	1671	1839	1993	2135
无形资产商誉	3429	3173	2856	2570	2313
其他	842	664	658	652	648
资产总计	14004	14605	12773	13098	13658
流动负债	6521	8128	5978	5904	5855
短期借款	2483	4038	2796	2317	1806
应付账款	491	593	648	755	877
预收账款	1105	1524	1667	1942	2256
其他	2441	1973	867	890	916
长期负债	1218	723	723	723	723
长期借款	939	196	196	196	196
其他	279	527	527	527	527
负债合计	7739	8850	6701	6627	6578
股本	1317	1317	1317	1317	1317
资本公积金	2945	3019	3019	3019	3019
留存收益	1244	701	1061	1528	2243
少数股东权益	759	718	675	606	501
归属于母公司所有者权益	5506	5037	5397	5865	6579
负债及权益合计	14004	14605	12773	13098	13658

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1369	1035	355	823	859
净利润	173	(772)	318	507	782
折旧摊销	301	389	459	439	422
财务费用	127	380	238	162	131
投资收益	(583)	(165)	(217)	(269)	(350)
营运资金变动	1352	1203	(463)	(20)	(133)
其它	0	0	22	4	7
投资活动现金流	(570)	319	(87)	(35)	46
资本支出	(448)	(287)	(304)	(304)	(304)
其他投资	(122)	606	217	269	350
筹资活动现金流	(629)	(509)	(2597)	(749)	(815)
借款变动	(863)	(483)	(2359)	(479)	(511)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	136	74	0	0	0
股利分配	0	0	0	(108)	(173)
其他	98	(100)	(238)	(162)	(131)
现金净增加额	170	845	(2328)	39	90

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3503	3689	4235	4904	5854
营业成本	2303	2460	2690	3134	3641
营业税金及附加	12	18	17	18	24
营业费用	424	434	474	520	615
管理费用	364	495	484	562	683
研发费用	208	439	220	256	322
财务费用	100	347	238	162	131
资产减值损失	(507)	(460)	0	0	0
公允价值变动收益	11	(32)	21	25	31
其他收益	35	98	50	63	64
投资收益	583	165	146	181	255
营业利润	216	(733)	329	520	788
营业外收入	2	7	5	6	4
营业外支出	27	27	23	28	25
利润总额	191	(753)	312	498	767
所得税	18	19	(5)	(9)	(15)
少数股东损益	111	104	(43)	(68)	(106)
归属于母公司净利润	62	(876)	361	575	887

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	6%	5%	15%	16%	19%
营业利润	-21%	-440%	-145%	58%	51%
归母净利润	-46%	-1504%	-141%	60%	54%
获利能力					
毛利率	34.3%	33.3%	36.5%	36.1%	37.8%
净利率	1.8%	-23.8%	8.5%	11.7%	15.2%
ROE	1.1%	-16.6%	6.9%	10.2%	14.3%
ROIC	2.8%	-3.5%	5.8%	7.8%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	55.3%	60.6%	52.5%	50.6%	48.2%
净负债比率	37.9%	36.6%	23.4%	19.2%	14.7%
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	5.4	7.2	6.2	5.3	6.0
应付账款周转率	5.1	4.5	4.3	4.5	4.5
每股资料(元)					
EPS	0.05	-0.67	0.27	0.44	0.67
每股经营净现金	1.04	0.79	0.27	0.63	0.65
每股净资产	4.18	3.82	4.10	4.45	5.00
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.13	0.20
估值比率					
PE	321.2	-22.9	55.6	34.9	22.6
PB	3.6	4.0	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	60.1	-105.0	26.3	24.1	20.1

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。

朱卫华：招商证券研发中心董事总经理，大消费组组长，农业首席。清华大学学士，中国科学技术大学硕士。连续多年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师，获《新财富》农林牧渔行业 2005 年第 3 名、2006 年第 5 名。

李秋燕：广西大学硕士。6 年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021 年 6 月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022 年 2 月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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。