

隆平高科 (000998.SZ)

2021 年报及 2022 年一季报业绩点评：轻装上阵，静待回暖

买入

核心观点

大额减值轻装上阵，静待业绩回暖。2021 年公司营收同比+6.47%至 35.03 亿元；归母净利润同比减少 46.12%至 6245 万元；扣非后净利润亏损 4.5 亿元，同比减少 836%。2022Q1 公司营收同比+6.48%至 9.05 亿元；归母净利润同比+34.38%至 5446 万元；扣非后净利润同比-50.79%至 4477 万元。公司 2021 年计提减值 4.92 亿元，同时转让隆平生物股份收益 4.16 亿元，两项基本实现对冲。重要子公司方面，湖南隆平（水稻）亏损 2 亿元，湖南亚华（水稻）亏损 4313 万元，安徽隆平（玉米）亏损 1.3 亿元，联创种业（玉米）盈利 1.2 亿元，巡天、德瑞特、三瑞农科等均实现较好利润。我们认为 2021 年公司在水稻和玉米库存减值后，2021 年末库销比达 81.68%，同比降低 40.35%，原有库存压力解除，未来业绩有望回暖。此外，公司 2021 年经营活动现金流量净额达 13.69 亿元；有息负债减少 5.33 亿元，进一步缓解财务压力。

公司未来业绩增长看点仍在玉米业务。水稻方面，2021 年公司实现收入 13.04 亿元，同比略降 6.2%，毛利率同比-7.7%至 29.38%；考虑到粮价整体上行以及水稻亚华事业部的成立，预计 2021/22 和 2022/23 两个种植季，公司水稻业务有望实现较好回暖。玉米方面，2021 年公司实现收入 10.15 亿元，同比微增 2.73%，毛利率同比-21.3%至 31.21%；玉米种子处于业绩的快速上升期，除了安徽隆平部分品种 2021 年大田表现较弱，联创和巡天均实现较好业绩增长，预计会继续维持增长态势；假若转基因落地，玉米业务可能实现台阶式业绩快增。此外，2021 年子公司巴西隆平实现盈利 1.3 亿元，未来有望成为公司业绩新增长点。公司向玉米、谷子、蔬菜和其他品种基本平稳增长。

研发维持高投入，技术储备夯实种业龙头地位。研发方面，公司 2021 年研发费用同比+7.88%至 2.08 亿元，研发费用增速高于营收增速。截止 2021 年底，公司研发人员达 451 人，占公司总人数 17%；2021 年全年申请植物新品种权 159 件，维持行业领先地位。转基因技术方面，公司基因创新前端以参股公司杭州瑞丰和隆平生物为引导，后端以玉米科学院和联创种业为主进行品种转育。假如未来转基因落地，公司有望凭借先发优势获得业绩较好增长。

风险提示：恶劣天气带来的制种风险，转基因政策落地不及预期的风险。

投资建议：国内种业综合性龙头，维持“买入”评级。

公司有望迎来行业、业务、管理三重拐点，业绩或迎高质量的向上增长。预计公司 22-24 年归母净利为 3.06/7.04/9.70 亿元，对应当前股价 PE 为 68.4/29.7/21.6 X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,291	3,503	4,175	5,516	7,515
(+/-%)	5.1%	6.5%	19.2%	32.1%	36.2%
净利润(百万元)	116	62	306	704	970
(+/-%)	-139.4%	-46.1%	-390.2%	130.0%	37.7%
每股收益(元)	0.09	0.05	0.23	0.53	0.74
EBIT Margin	10.2%	5.5%	14.1%	21.9%	24.9%
净资产收益率(ROE)	2.1%	1.1%	5.8%	15.8%	26.3%
市盈率(PE)	180.6	335.1	68.4	29.7	21.6
EV/EBITDA	47.0	58.9	36.8	22.4	17.1
市净率(PB)	3.80	3.80	3.99	4.70	5.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

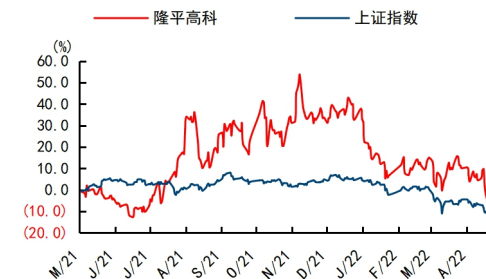
农林牧渔·种植业

证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.89 元
总市值/流通市值	20927/20625 百万元
52 周最高价/最低价	27.55/15.04 元
近 3 个月日均成交额	615.01 百万元

市场走势



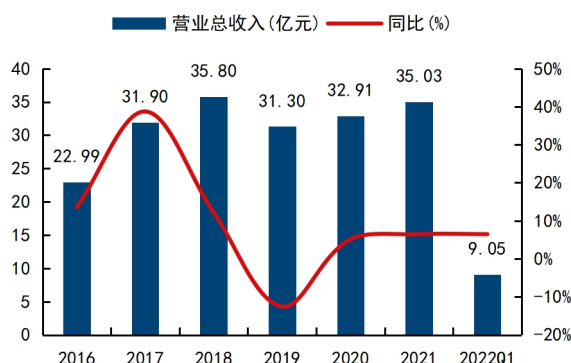
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《隆平高科-000998-重大事件快评：长期员工持股计划落地，利好公司长期发展》——2022-02-15
 《隆平高科-000998-重大事件快评：杭州瑞丰获增持及战略入股，利好公司生物育种业务发展》——2022-01-25
 《隆平高科-000998-2021 年半年报点评：管理持续优化，业绩拐点向上》——2021-08-31
 《隆平高科-000998-重大事件快评：2021H1 盈利预计改善，向上拐点显现》——2021-07-15
 《隆平高科-000998-深度报告：玉米水稻双龙头，迎来向上拐点》——2021-06-21

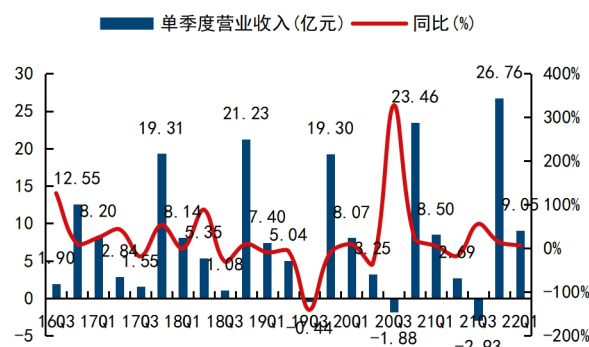
大额减值叠加毛利率下滑，2021 年业绩承压明显。根据公司发布的 2021 年年度报告，公司 2021 年实现营业收入 35.03 亿元，较上年增加 6.47%；实现归属于母公司所有者的净利润 6244.74 万元，较上年减少 46.12%；扣非后净利润亏损 4.5 亿元，较上年减少 836%。分业务来看，公司杂交水稻业务实现收入 13.04 亿元，较上年减少 6.19%，毛利率为 29.38%，较上年下降 2.47pct；玉米业务实现收入 10.15 亿元，较上年增加 2.73%，毛利率为 31.21%，较上年下降 8.45pct。公司蔬菜瓜果、向日葵种子、杂谷种子及其他业务分别实现收入 2.87 亿元、0.89 亿元、1.77 亿元和 6.32 亿元，占比相对较小。重要子公司方面，湖南隆平（水稻）亏损 2 亿元，湖南亚华（水稻）亏损 4313 万元，安徽隆平（玉米）亏损 1.3 亿元，联创种业（玉米）盈利 1.2 亿元，巡天、德瑞特、三瑞农科等均实现较好利润。

图1：隆平高科营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：隆平高科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



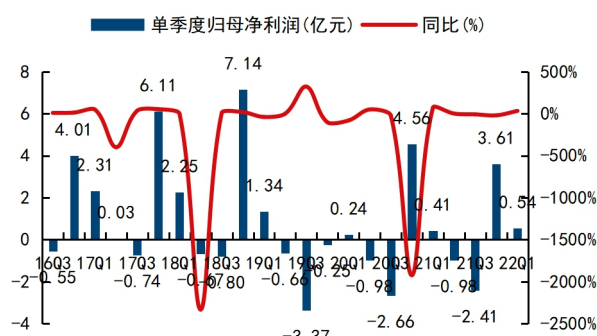
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：隆平高科归母净利润及增速（单位：亿元、%）



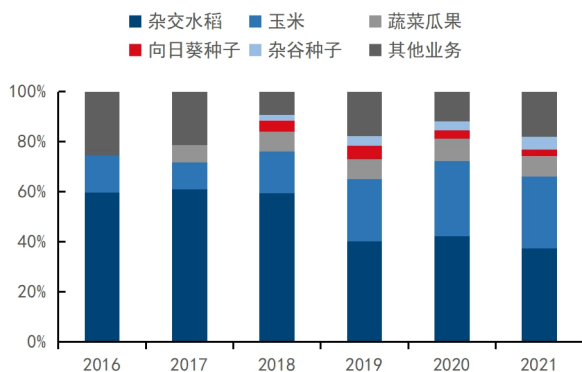
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：隆平高科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



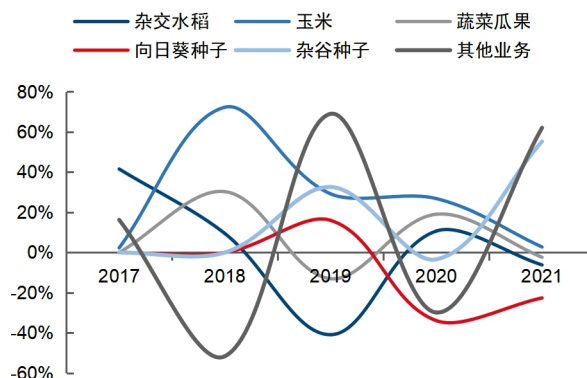
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 隆平高科分业务营收占比 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 隆平高科分业务营收增速 (%)

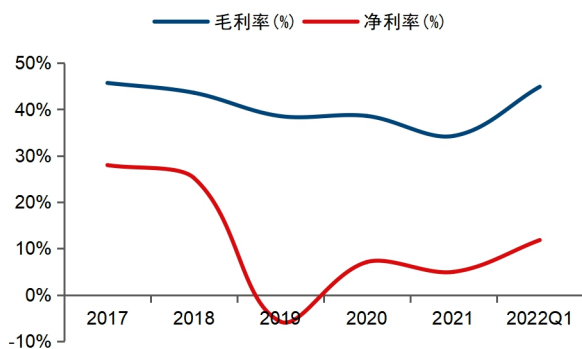


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净利率承压明显，销售费用率有所提高。2021 年销售毛利率 34.27%，同比减少 4.32pct，销售净利率 4.94%，同比减少 2.12pct，其中业务毛利率下降、计提存货减值是公司 2021 年净利承压的主要原因。销售费用率 12.10% (+4.20pct)，管理费用率 10.38% (+0.79pct)，研发费用率 5.94% (-1.89pct)，财务费用率 2.86% (+4.43pct)。四项费用率合计 31.29%，同比提升 7.53pct，其中销售费用率的明显提高主要系公司当期加大营销推广力度，试验/示范/展示费和广告宣传费等支出增加。

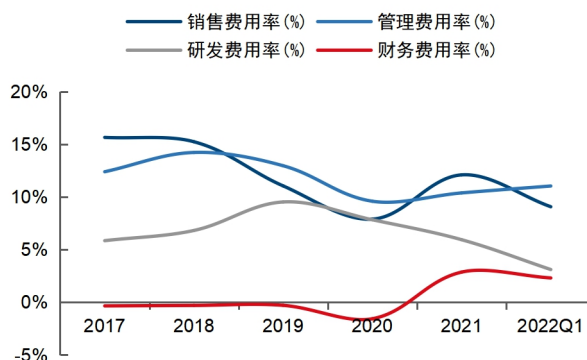
2022 年轻装上阵，静待公司业绩回暖。据公司公布的 2022 年一季报显示，受玉米种子销售大幅增加影响，公司 2022Q1 营收同比增加 6.47%至 9.05 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比大增 31.71%至 5445.85 万元。我们认为，公司对水稻和玉米库存减值后，2021 年末库销比达 81.68%，同比降低 40.35%，原有库存压力基本解除，预计公司 2022 年业绩有望受益粮价后周期，实现高质量增长。

图7: 隆平高科分毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 隆平高科期间费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司作为国内种业综合性龙头，未来有望迎来行业、业务、管理三重拐点，业绩或迎高质量的向上增长。预计公司 22-24 年归母净利为 3.06/7.04/9.70

亿元，对应当前股价 PE 为 68.4/29.7/21.6 X，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
002041.SZ	登海种业	21.59	190	0.26	0.39	0.53	83	56	41	买入
002385.SZ	大北农	7.25	300	-0.11	0.15	0.57	-66	49	13	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1628	1876	1789	1764	1810	营业收入	3291	3503	4175	5516	7515
应收款项	1253	983	1625	1927	2545	营业成本	2021	2303	2555	2993	3884
存货净额	2466	1881	2988	2390	3142	营业税金及附加	10	12	15	15	25
其他流动资产	610	164	574	680	770	销售费用	382	424	495	643	877
流动资产合计	6090	5874	7945	7731	9236	管理费用	348	364	284	333	424
固定资产	1587	1755	2039	2367	2481	研发费用	193	208	237	321	437
无形资产及其他	1231	1307	1255	1203	1151	财务费用	75	100	266	373	469
投资性房地产	2742	2703	2703	2703	2703	投资收益	126	583	500	650	700
长期股权投资	2201	2364	2494	2574	2624	资产减值及公允价值变动	(92)	462	100	400	350
资产总计	13851	14004	16436	16578	18195	其他收入	(215)	(1130)	(237)	(321)	(437)
短期借款及交易性金融负债	2975	4372	6072	6999	9053	营业利润	273	216	924	1888	2449
应付款项	411	491	594	637	860	营业外净收支	(23)	(25)	(23)	(24)	(24)
其他流动负债	1231	1657	1591	1967	2665	利润总额	250	191	901	1864	2425
流动负债合计	4618	6521	8257	9602	12578	所得税费用	18	18	72	78	49
长期借款及应付债券	2864	939	2139	2939	3439	少数股东损益	116	111	523	1081	1407
其他长期负债	81	279	479	489	504	归属于母公司净利润	116	62	306	704	970
长期负债合计	2945	1218	2618	3428	3943	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	7563	7739	10875	13030	16520	净利润	116	62	306	704	970
少数股东权益	778	759	315	(904)	(2013)	资产减值准备	(33)	430	144	116	62
股东权益	5511	5506	5246	4453	3688	折旧摊销	270	294	275	309	325
负债和股东权益总计	13851	14004	16436	16578	18195	公允价值变动损失	92	(462)	(100)	(400)	(350)
						财务费用	75	100	266	373	469
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	722	2474	(1777)	732	(460)
每股收益	0.09	0.05	0.23	0.53	0.74	其它	(212)	(809)	(588)	(1335)	(1171)
每股红利	0.27	0.21	0.43	1.14	1.32	经营活动现金流	955	1989	(1740)	126	(625)
每股净资产	4.18	4.18	3.98	3.38	2.80	资本开支	0	(1193)	(550)	(300)	(100)
ROIC	6%	6%	9%	15%	23%	其它投资现金流	(3)	(838)	0	0	0
ROE	2%	1%	6%	16%	26%	投资活动现金流	573	(2194)	(680)	(380)	(150)
毛利率	39%	34%	39%	46%	48%	权益性融资	(4)	101	0	0	0
EBIT Margin	10%	6%	14%	22%	25%	负债净变化	2510	(1925)	700	500	300
EBITDA Margin	18%	14%	21%	28%	29%	支付股利、利息	(360)	(277)	(566)	(1498)	(1734)
收入增长	5%	6%	19%	32%	36%	其它融资现金流	(6059)	4754	1699	927	2054
净利润增长率	-139%	-46%	-390%	130%	38%	融资活动现金流	(1762)	453	2333	229	820
资产负债率	60%	61%	68%	73%	80%	现金净变动	(235)	248	(87)	(25)	45
息率	1.7%	1.3%	2.7%	7.2%	8.3%	货币资金的期初余额	1862	1628	1876	1789	1764
P/E	180.6	335.1	68.4	29.7	21.6	货币资金的期末余额	1628	1876	1789	1764	1810
P/B	3.8	3.8	4.0	4.7	5.7	企业自由现金流	0	1750	(1510)	1900	1596
EV/EBITDA	47.0	58.9	36.8	22.4	17.1	权益自由现金流	0	4580	645	2970	3490

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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