

隆平高科 (000998.SZ)

买入

拟并表巴西玉米种子业务，国际化综合种业平台打造再进一步

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 农林牧渔 · 种植业

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
联系人：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：隆平高科发布重大资产购买暨关联交易报告书（草案），拟以支付现金的方式通过上海联合产权交易所竞买新余农银隆发投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“新余农银”）持有的隆平农业发展股份有限公司（以下简称“隆平发展”）7.14%股权，挂牌底价为8.01亿元。本次交易完成后，隆平高科将持有隆平发展42.89%股权，同时隆平发展第二大股东中信农业科技股份有限公司同意在本次交易完成后，将配合调整隆平发展董事会，确保隆平高科取得过半数董事会席位，隆平发展将成为隆平高科控股子公司。

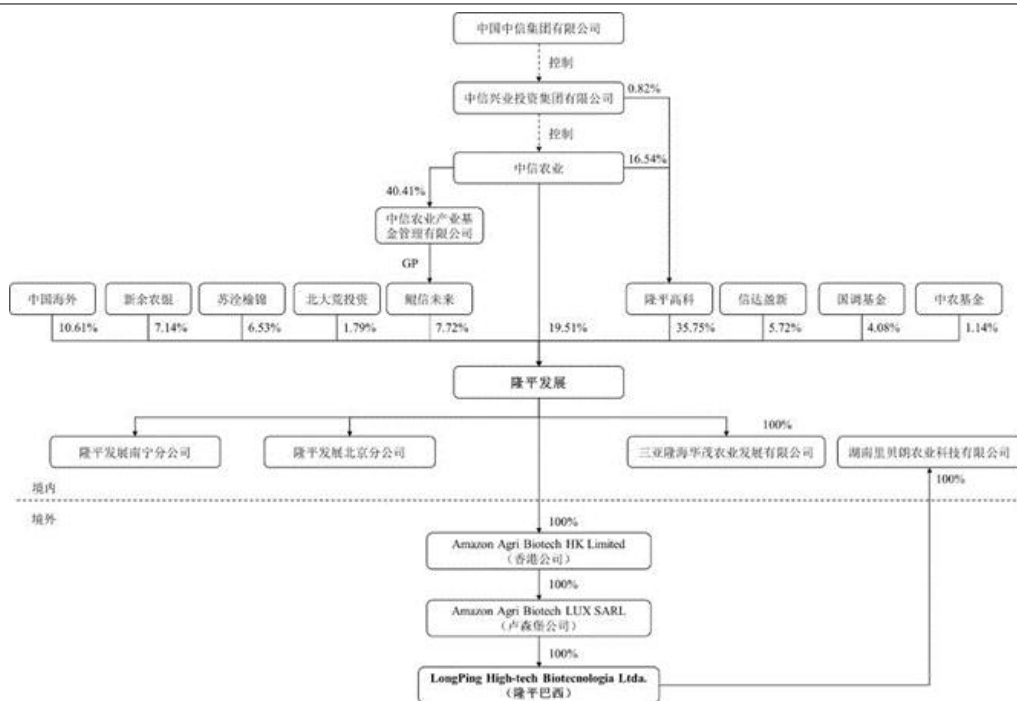
国信农业观点：1）本次控股隆平发展交易完成后，公司一方面将迎来可观业绩增量（隆平发展2022年营收和归母净利分别约为38亿元和5亿元），另一方面或将引进隆平巴西的海外优质玉米种质资源以及先进育种制种技术，资源可控、技术研发能力预计得到强化。2）从行业角度来看，短期由厄尔尼诺带来的极端天气或催化粮价表现进而支撑板块业绩，长期转基因种子商业化落地有望打开行业成长空间。隆平高科作为国内玉米种子龙头，已在传统育种方面拥有充足储备，近年正依靠参股杭州瑞丰、北京国丰等转基因性状公司稳步推进转基因玉米的研发，先发优势明显。未来在完成隆平巴西并表后，依靠海外业绩、资源、技术三重加持，公司的行业龙头地位预计将进一步巩固，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。3）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。4）投资建议：公司作为国内玉米种子龙头，兼具品种、性状双重优势，未来转基因商业化落地后玉米业务有望继续维持量价双击。我们预计公司2023-2025年归母净利润为3.53/4.97/6.49亿元，2023-2025年每股收益为0.27/0.38/0.49元，对应当前股价PE为61.4/43.6/33.4X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 交易方案：拟竞买隆平发展7.14%股权，届时巴西玉米种子业务将完成并表

公司于2023年8月1日公告重大资产购买暨关联交易报告书（草案），拟以支付现金的方式通过上海联合产权交易所竞买新余农银隆发投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“新余农银”）持有的隆平农业发展股份有限公司（以下简称“隆平发展”）7.14%股权，挂牌底价为8.01亿元。本次交易完成后，隆平高科将持有隆平发展42.89%股权，同时隆平发展第二大股东中信农业科技股份有限公司同意在本次交易完成后，将配合调整隆平发展董事会，确保隆平高科取得过半数董事会席位，隆平发展将成为隆平高科控股子公司。根据方案公布的最新股权架构，隆平发展目前全资控股隆平巴西（LongPing High-Tech Biotecnologia Ltda.），交易完成后隆平高科将完成巴西玉米种子业务的并表。

图1：隆平发展全资控股隆平巴西



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 隆平发展：于巴西玉米市场占据龙头地位，2022 年实现归母净利润 5.2 亿元

隆平发展主营业务为玉米种子的研发、繁育、生产、加工和销售，主要通过全资子公司隆平巴西在境外巴西开展。隆平巴西拥有 Morgan、Forseed 及 TEVO 三大品牌体系，凭借产品普遍具有抗病、抗逆、高产等多种优良性状以及优异的抗病毒病特性，在巴西玉米市场占据了龙头地位。2022 年，隆平发展营业收入和归母净利润分别为 38.43 亿元和 5.21 亿元，其中隆平巴西玉米销售维持增长，同比+10%至 4286 万袋，未来有望为隆平高科持续贡献可观业绩增量。

表1：2022 年隆平巴西玉米种子销量同比增长 10%至 4300 袋左右

主要产品	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-3 月
产能（千袋）	4,800	7,000	2,250
产量（千袋）	3,613	5,774	1,556
销量（千袋）	3,908	4,286	996
产能利用率（%）	75%	82%	69%
产销率（%）	108%	74%	64%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

隆平发展除开展玉米种子销售业务外，在种质资源及育种技术方面也拥有领先储备。隆平发展近年依靠构建玉米精准设计育种技术体系，持续推动传统育种技术的改造升级，实现育种精准化、高效化和规模化，形成了若干核心技术体系，居全球领先水平。未来隆平发展成为隆平高科控股子公司后，有望为隆平高科引进海外优质玉米种质资源以及先进育种制种技术，进而提升隆平高科种的质资源自主控制和技术研发能力。

表2: 隆平发展已形成若干核心技术体系, 居全球领先水平

序号	核心技术	来源	应用状态	技术要点
1	全基因组选择预测育种模型	自主开发	应用中	大数据量、模型适用性强。该技术核心为预测模型的设置, 使用所有潜在亲本的分子数据, 每年在虚拟环境中, 创制数百万个假定的杂交组合, 并使用基因组模型和人工智能算法对各虚拟的杂交种组合的表现进行预测。只有通过该模型筛选出的最佳杂交种组合, 才进行实际的杂交组配和田间测试, 从而大大提高了杂交品种选育的效率与成功率, 并降低了成本。
2	大数据抗病鉴定及品种选育技术	自主开发	应用中	核心是病害数据持续积累, 实现功能标记精准突破。具体表现为公司通过 30 多年来对育种群体大规模病理演变历史的数据积累与分析经验, 运用病理学理论与方法, 已精准定位抗穗腐病、粒腐病等多种重要病害的 QTL, 帮助育种团队选育出优秀的抗病性杂交品种。
3	产品开发流程管理 (PDP)	自主开发	应用中	实现品种开发的持续产出和精准投放。将资源鉴定、品种选育与产品开发过程分为 7 个阶段 (从 0 到 6), 在各阶段实施严格晋级标准; 将巴西市场细分为百余个区域, 依照严格流程测试产品适应性, 确保产品定位精准。
4	基于基因编辑技术的新性状开发	自主开发	开发中	公司利用基因编辑技术, 开发、改进与产量、熟期、生物胁迫、非生物胁迫、食品、饲料质量相关的性状, 已创制紧凑型等优质杂交品种。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 在国内转基因新技术周期开启前夕, 隆平高科已在传统育种方面建立充足储备且正依靠参股杭州瑞丰、北京国丰等转基因性状公司占据转基因玉米研发先发优势。未来在完成隆平巴西并表后, 公司预计将进一步迎来海外业绩、资源、技术三重加持, 行业龙头地位或将进一步巩固, 国际地位和影响力或将得到提升, 未来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。

◆ 投资建议: 继续重点推荐

公司作为国内玉米种子龙头, 兼具品种、性状双重优势, 未来转基因商业化落地后玉米业务有望继续维持量价双击。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.53/4.97/6.49 亿元, 2023-2025 年每股收益为 0.27/0.38/0.49 元, 对应当前股价 PE 为 61.4/43.6/33.4X, 维持“买入”评级。

◆ 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。

相关研究报告:

《隆平高科 (000998.SZ) - 种子销量维持快增, 主业毛利同比增加超 50%》——2023-07-17

《隆平高科 (000998.SZ) - 2022 年报及 2023 一季报点评: 23Q1 归母净利润同比+213%, 玉米种子业务成长可期》——2023-05-06

《隆平高科 (000998.SZ) - 2022 三季报点评: 短期汇兑拖累业绩, 密切关注转基因政策》——2022-10-29

《隆平高科 (000998.SZ) - 2022 半年报点评: 水稻业务有望回暖, 玉米或迎转基因催化》——2022-08-26

《隆平高科 (000998.SZ) - 2022 半年报业绩承压, 玉米新技术成长可期》——2022-07-14

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1876	2741	2081	2233	2352	营业收入	3503	3689	4136	4673	5157
应收款项	983	755	818	905	978	营业成本	2303	2460	2736	3059	3349
存货净额	1881	1894	1965	2122	2240	营业税金及附加	12	18	15	18	21
其他流动资产	1134	772	1046	1224	1245	销售费用	424	434	456	491	529
流动资产合计	5874	6162	5911	6484	6814	管理费用	364	495	315	337	354
固定资产	1755	1833	1965	2126	2246	研发费用	208	439	368	409	449
无形资产及其他	1307	1375	1321	1267	1213	财务费用	100	347	183	188	175
投资性房地产	2703	2301	2301	2301	2301	投资收益	583	165	170	180	190
长期股权投资	2364	2934	3234	3534	3834	资产减值及公允价值变动	462	305	80	90	100
资产总计	14004	14605	14732	15711	16409	其他收入	(1130)	(1138)	(368)	(409)	(449)
短期借款及交易性金融负债	4372	5155	5182	5128	4747	营业利润	216	(733)	313	440	569
应付款项	491	593	583	667	742	营业外净收支	(25)	(20)	10	12	11
其他流动负债	1657	2380	2020	2399	2716	利润总额	191	(753)	323	452	580
流动负债合计	6521	8128	7785	8194	8205	所得税费用	18	19	15	17	11
长期借款及应付债券	939	196	196	196	196	少数股东损益	111	104	(45)	(63)	(80)
其他长期负债	279	527	750	973	1204	归属于母公司净利润	62	(876)	353	497	649
长期负债合计	1218	723	946	1169	1400	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7739	8850	8731	9363	9605	净利润	62	(876)	353	497	649
少数股东权益	759	718	682	632	567	资产减值准备	430	(32)	65	36	34
股东权益	5506	5037	5319	5717	6236	折旧摊销	294	382	283	309	331
负债和股东权益总计	14004	14605	14732	15711	16409	公允价值变动损失	(462)	(305)	(80)	(90)	(100)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	100	347	183	188	175
每股收益	0.05	(0.67)	0.27	0.38	0.49	营运资本变动	1637	2019	(490)	300	446
每股红利	0.21	0.22	0.05	0.08	0.10	其它	(809)	171	(100)	(86)	(98)
每股净资产	4.18	3.82	4.04	4.34	4.74	经营活动现金流	1152	1358	30	966	1262
ROIC	2.40%	-2.96%	1%	3%	4%	资本开支	0	(479)	(346)	(361)	(332)
ROE	1.13%	-17.40%	6.63%	8.70%	10.41%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	34%	33%	34%	35%	35%	投资活动现金流	(163)	(1049)	(646)	(661)	(632)
EBIT Margin	6%	-4%	6%	8%	9%	权益性融资	(6)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	6%	13%	14%	15%	负债净变化	(1925)	(743)	0	0	0
收入增长	6%	5%	12%	13%	10%	支付股利、利息	(277)	(290)	(71)	(99)	(130)
净利润增长率	-46%	-1504%	-140%	41%	31%	其它融资现金流	3669	2621	27	(54)	(381)
资产负债率	61%	66%	64%	64%	62%	融资活动现金流	(740)	556	(43)	(153)	(511)
股息率	1.3%	1.3%	0.3%	0.5%	0.6%	现金净变动	248	864	(659)	151	119
P/E	347.1	(24.7)	61.4	43.6	33.4	货币资金的期初余额	1628	1876	2741	2081	2233
P/B	3.9	4.3	4.1	3.8	3.5	货币资金的期末余额	1876	2741	2081	2233	2352
EV/EBITDA	60.4	136.0	57.5	46.5	39.8	企业自由现金流	0	1761	(319)	592	891
						权益自由现金流	0	3639	(465)	357	337

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