

000998.SZ

增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 9.55

板块评级：强于大市

本报告要点

- 隆平高科深度报告：隆平高科为国内种业龙头，近两年公司产业布局逐步完善，迈向高质量发展阶段。公司科研实力领先行业，资产质量持续提升，看好公司中长期发展前景，给予增持评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.9)	(2.3)	(3.1)	(12.9)
相对深圳成指	(42.2)	(1.7)	(7.6)	(36.5)

发行股数 (百万)	1,469.45
流通股 (百万)	1,315.05
总市值 (人民币 百万)	14,033.23
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	132.33
主要股东	
中信农业科技股份有限公司	25.2%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 12 月 5 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔：种植业

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

隆平高科

转基因布局具备先发优势，公司经营彰显韧性，种业龙头地位稳固

隆平高科为国内种业龙头，公司凭借控股股东优势持续完善产业布局。公司性质状及优势品种储备丰富，产品持续迭代，在种业市场结构优化及产业升级的背景下，种企龙头凭借自身科研实力有望实现技术溢价，展现出龙头强者恒强的态势。在种业库存压力下，公司前三季度业绩表现彰显韧性，看好公司中长期发展前景，给予增持评级。

支撑评级的要点

- 隆平高科以杂交水稻起家，为国内种业龙头，产业结构布局完善。得益于多年对优势品种的深耕布局，公司水稻、玉米种业规模持续增长，市占率均位列行业第一。受益于控股股东在资金支持及资源整合方面的优势及丰富经验，公司积极把握全球种业整合机遇，投资隆平发展，获得了优质的种质资源及国际领先的生物技术。公司研发投入领先行业，围绕生物育种的节点技术提前布局，参股多家生物育种公司，在转基因品种及性状储备方面具备先发优势及战略价值。
- 公司积极面对行业调整周期，3Q25 公司营收逆势增长，归母净利润同比减亏，高质量发展背景下，资产质量持续提升。受制种面积及种子价格增长有限的刚性约束，行业当前处于存量竞争，供给端弹性较小，头部企业通过并购来不断完善业务布局，行业集中度持续提升，龙头企业呈现出强者恒强的特点。隆平高科作为种业龙头，经营业绩彰显韧性，1-3Q25 公司营收 28.41 亿元，同比-1.4%，其中 3Q25 公司营收 6.75 亿元，同比+125.7%。3Q25 公司收入端实现较大幅度增长，主要系公司强化市场研判与优化营销策略，加大市场开拓力度，子公司隆平发展销售收入逆势增长 2.89 亿元有关。1-3Q25 公司归母净利润-6.64 亿元，同比-39.6%，其中 3Q25 归母净利润-5.0 亿元，同比+14.8%。若剔除 3.4 亿元投资收益，1-3Q25 公司归母净利润同比减亏 18.6%。公司利润同比减亏一方面得益于隆平发展毛利率改善（3 季报公告隆平发展主营业务毛利率同比+7.39%）使得净利润同比增加；另一方面，上半年公司 12 亿元定增项目获批，现金流压力得到缓解。在境外基准利率不断加息的情况下，公司通过银团贷款有效降低了整体融资成本，有效控制汇率敞口风险。3Q25 公司财务费用率同比-42.3pct，有息负债及资产负债率较年初相比得到改善，资本结构显著优化。在子公司毛利率改善背景下，1-3Q25 公司毛利率为 32.0%，同比+3.7pct，其中 3Q25 公司毛利率同比提升 20.1pct 至 18.1%。公司通过组织结构优化、降本增效等举措提升运营效率，整体经营持续改善。
- 公司在转基因品种及性状储备方面具备先发优势。随着转基因商业化落地，国内渗透率不断提升，中长期来看，龙头企业将享受份额提升及产品单价提升红利。隆平高科参股多家生物育种公司，依靠杭州瑞丰、国丰生物、隆平生物、海南绿谷等转基因性状公司稳步推进转基因玉米研发落地。在 2023 年 12 月国家公示的 37 个转基因玉米品种中，隆平高科占其中 8 个。性状端，国家公示的转基因玉米中，公司参股的杭州瑞丰有 9 个品种过审。从品种数量及产品矩阵来看，公司储备丰富，考虑到性状研发投入较大且研发周期长，目前国内仅有少数龙头企业参与，因此公司在转基因玉米商业化领域先发优势明显，后续有望充分分享种子提价、性状收费双重增益。

估值

- 种子是农业的“芯片”，对国家粮食安全至关重要。在国家振兴种业的政策背景下，行业的战略高度、政策力度、体制机制均有较大幅度提升，种业迎来高质量发展的新需求。我们认为，在种业市场结构优化及产业升级的背景下，种企龙头凭借自身科研实力有望实现技术溢价，展现出龙头强者恒强的态势。展望全年销售来看，下半年虽然面临市场竞争与库存压力，但公司通过积极推行多项举措，2H25 销售端较去年同期有望改善。综合考虑隆平高科业务布局及当前所处的行业周期阶段，我们预计公司 25 至 27 年公司营业收入分别为 85.8、92.2、99.3 亿元，同比+0.1%、+7.5%、+7.7%，归母净利润分别为 2.0、3.1、4.5 亿元，同比分别+71.4%、+57.6%、+46.8%。当前市值对应 PE 分别为 71.9X、45.6X、31.1X，给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 自然气候及极端天气影响销量。国际地缘政治及其他不可预见性事件影响公司业务。转基因玉米推广速度不及预期。核心品种销量不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	9,223	8,566	8,577	9,219	9,933
增长率(%)	150.0	(7.1)	0.1	7.5	7.7
EBITDA(人民币 百万)	1,413	703	1,226	1,418	1,614
归母净利润(人民币 百万)	200	114	195	308	452
增长率(%)	(122.8)	(43.1)	71.4	57.6	46.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.14	0.08	0.13	0.21	0.31
市盈率(倍)	70.1	123.2	71.9	45.6	31.1
市净率(倍)	2.5	2.9	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA(倍)	17.5	33.8	16.5	13.7	10.7
每股股息 (人民币)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	1.0	1.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

国内种业龙头，外延并购助力完善业务布局.....	5
背景介绍：杂交水稻起家，国内种业龙头	5
股东结构：中信集团为公司实控人，凭借股东优势，持续完善产业结构	7
科研体系：研发投入领先行业，生物育种体系覆盖国内、国际市场	8
财务概况：1H25 巴西隆平减亏明显，水稻业务保持韧性，玉米业务短期承压	10
行业环境：国家政策大力支持，优势企业呈现良好发展态势	12
行业环境：国家政策支持力度大，行业整体实现较快增长	12
转基因作物：2023 年国内转基因玉米商业化落地，生物育种技术及应用成效显著	13
竞争格局：国内种业集中度低，优势企业整体呈现良好发展态势	14
聚焦主业：性状及优势品种储备丰富，转基因应用中长期带来业绩增量	17
玉米主业：受行业供需关系影响，玉米主业短期承压	17
水稻主业：公司水稻主业保持稳健，行业领先地位稳固	22
专精特新：市场份额优势明显，上半年食葵业务表现较优	24
盈利预测及投资建议	27
风险提示	30

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 2025 年上半年公司不同产品占比.....	5
图表 2. 公司业务布局.....	5
图表 3. 隆平高科历史沿革.....	6
图表 4. 隆平高科执行研发、繁育、推广一体化模式.....	6
图表 5. 隆平高科股权结构图.....	7
图表 6. 2007 年至今，隆平高科外延之路.....	8
图表 7. 公司研发人员数量远高于行业其他公司.....	8
图表 8. 种业上市公司研发投入占营收比重.....	8
图表 9. 隆平高科申请植物新品种数量及最终授权数量.....	9
图表 10. 公司申请国家专利及获得授权专利数量.....	9
图表 11. 隆平高科国内外育种布局.....	9
图表 12. 隆平发展科研布局及商业网络.....	10
图表 13. 公司营收及同比增速.....	11
图表 14. 公司扣非归母净利及同比增速.....	11
图表 15. 公司销售毛利率及同比变化.....	11
图表 16. 公司销售净利率及同比变化.....	11
图表 17. 美元兑巴西雷亚尔汇率表现.....	11
图表 18. 隆平高科财务费用率（2020-1H25）.....	11
图表 19. 2021 年至今，种业支持政策及相关保护条例.....	13
图表 20. 全国种业企业种子销售收入变动情况.....	14
图表 21. 全国种业企业营业利润变动情况.....	14
图表 22. 上市种业公司 2024 年及 1H25 业绩概览.....	15
图表 23. 1H25 上市种企销售毛利率.....	15
图表 24. 1H25 上市种企销售净利率.....	15
图表 25. 种子行业上市公司营收规模占行业整体比重.....	16
图表 26. 2023 年中国农作物种子市场规模占比（单位：%）.....	17
图表 27. 全国杂交玉米种业市场规模及同比增速.....	17
图表 28. 玉米供需关系周期性较强.....	18
图表 29. 全国猪粮比价.....	18
图表 30. 玉米进口量及同比增速.....	18
图表 31. 玉米淀粉及玉米酒精深加工开机率.....	18
图表 32. 全国杂交玉米制种面积及同比增速.....	18
图表 33. 全球玉米价格.....	19
图表 34. 全国大中城市玉米批发价格.....	19

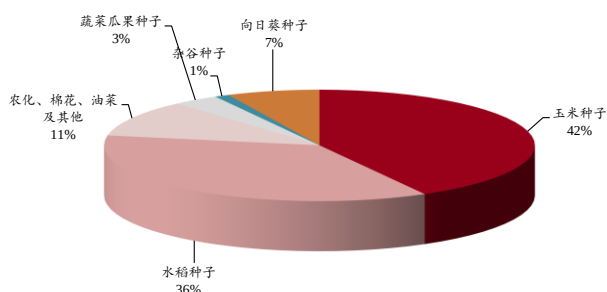
图表 35. 隆平高科玉米营收及同比增速（按经营年）	19
图表 36. 隆平高科玉米营收及同比增速（按财务年）	19
图表 37. 隆平高科玉米种子销量及同比增速	19
图表 38. 隆平高科玉米种子单价及同比增速	19
图表 39. 2019-2024 年国内推广面积前十的玉米品种	20
图表 40. 国家农作物优良品种推广目录（2025）	20
图表 41. 巴西玉米产量占全球玉米产量比重	21
图表 42. 巴西玉米出口量持续增长	21
图表 43. 隆平高科初审通过的转基因玉米品种情况	21
图表 44. 全国杂交水稻可供种量和需求量	22
图表 45. 全国杂交水稻制种面积及同比增速	22
图表 46. 全国杂交水稻种子总产量变动情况	22
图表 47. 全国稻谷最低收购价	22
图表 48. 全国杂交水稻种子价格	23
图表 49. 隆平高科为国内杂交水稻龙头（2023 年市占率）	23
图表 50. 隆平高科水稻营收及同比增速	23
图表 51. 隆平高科水稻种子毛利率表现	23
图表 52. 隆平高科水稻种子销量及同比增速（经营年）	23
图表 53. 隆平高科水稻种子单价及同比增速（经营年）	23
图表 54. 16/17 至 24/25 经营年，公司水稻种子库销比	24
图表 55. 隆平高科大单品介绍	24
图表 56. 公司主营业务及主营产品	25
图表 57. 农化、棉花、油菜等其他作物营收及同比增速	25
图表 58. 向日葵种子营收及同比增速	25
图表 59. 蔬菜瓜果种子营收及同比增速	26
图表 60. 杂谷种子营收及同比增速	26
图表 61. 隆平高科专精特新作物子公司	26
图表 62. 盈利预测表及业务拆分	28
图表 63. 种业可比公司估值表	29
图表 64. 不同种企估值表现	29
利润表(人民币 百万)	31
现金流量表(人民币 百万)	31
财务指标	31
资产负债表(人民币 百万)	31

国内种业龙头，外延并购助力完善业务布局

背景介绍：杂交水稻起家，国内种业龙头

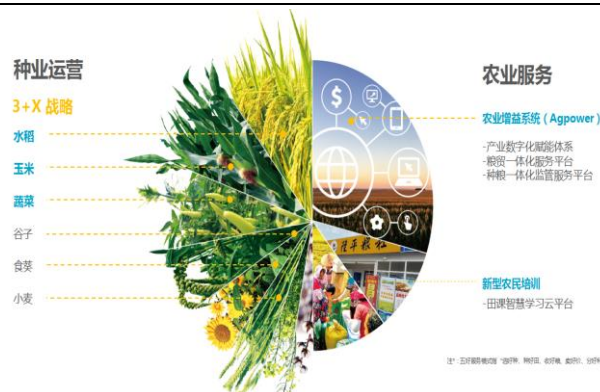
隆平高科于 1999 年成立，2000 年 12 月上市，是由袁隆平院士作为主要发起人之一设立的现代种业高科技企业。公司是国内首批“育繁推一体化”种子企业，先后被认定为“国家企业技术中心”、“国家创新型试点企业”、“农业产业化国家重点龙头企业”、“中国种子行业十年 AAA 信用企业”。公司以杂交水稻种子业务起家，通过内生外延来不断完善业务布局。公司产业分为种业运营和农业服务两大体系，其中主营业务包括三大主粮作物种业板块（水稻、玉米、小麦）和“四小龙”专精特新作物种业板块（黄瓜、辣椒、谷子、食葵）。公司自成立以来，自主研发能力持续提升。2024 年公司杂交水稻种子业务全球领先，杂交玉米种子业务中国领先、巴西前三，辣椒、黄瓜、谷子、食葵业务中国领先，综合实力位居国内种业企业第一梯队。

图表 1. 2025 年上半年公司不同产品占比



资料来源：iFinD，中银证券

图表 2. 公司业务布局



资料来源：公司官网，中银证券

从公司发展历程来看，公司自 1999 年成立以来主要经历了四个发展阶段。（1）1999-2004 年，公司于 1999 年成立，2000 年在深交所上市。成立初期，公司不断完善企业制度，促进主导产业快速发展。（2）2004-2015 年，公司控股股东变更为新大新集团，持股比例 25.24%。2004 至 2015 年公司主导产业保持稳健增长，营收、归母净利 CAGR 分别为 6.7%、30.1%。公司于 2008、2015 年营收规模分别迈入 10 亿、20 亿元门槛，2015 年，公司营收 20.3 亿元，归母净利 4.9 亿元。（3）2016-2018 年，2016 年公司控股股东变更为中信集团，凭借股东优势，公司加快国内外收购进程，不断完善细分市场布局。2016 年后，公司陆续收购了业务领域相关公司部分股权，在水稻、玉米种业的细分领域不断精进。（4）2019 年至今，2019 年公司成立隆平生物，布局转基因赛道，2023 年公司收购了福建科力种业、云南宣晟种业，该公司业务在水稻领域与公司业务形成较好协同。2023 年公司并表隆平发展，贡献营收 38.86 亿元，营收合计 92.23 亿元，同比+150.0%。2024 年，公司国内业务稳健增长，实现营收 54 亿元，归母净利 5.4 亿元，库销比 79%。

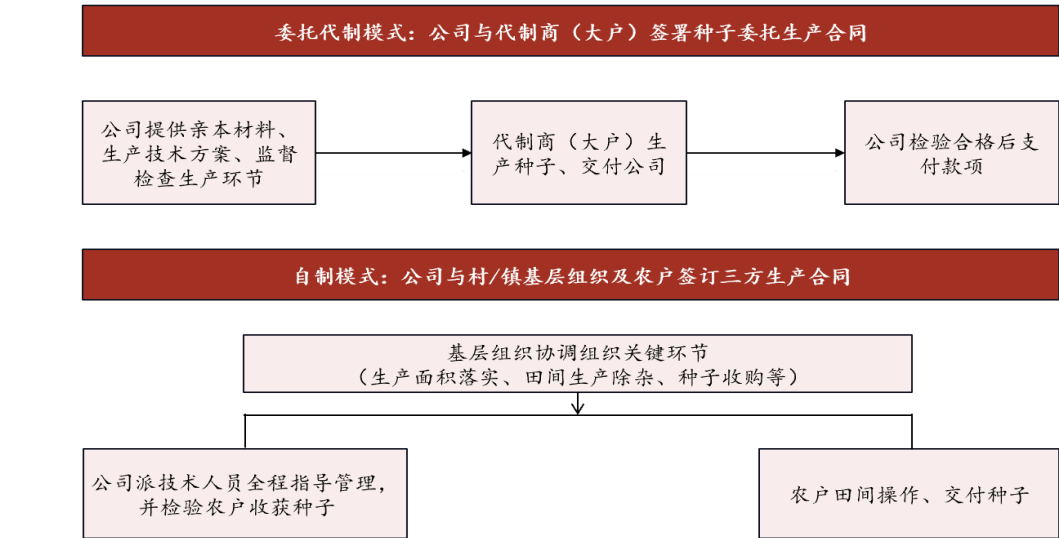
图表 3. 隆平高科历史沿革

• 依托优秀科研团队，水稻种子业务快速发展 1999年，湖南省农业科学院、湖南杂交水稻研究中心、袁隆平院士等发起设立公司。 2000年，公司正式于深交所上市。 2002年，旗下子公司安徽隆平高科种业有限公司成立。 2003年，旗下子公司湖南隆平高科农平种业有限公司及四川隆平高科种业有限公司成立。 2004年，控股湖南湘研种业有限公司。	• 中信入主，外延加速，完善细分市场布局 2016年，中信集团入主，成为公司实际控制人。 2016年，收购广西恒茂农业科技有限公司。 2017年，收购湖北惠民农业、三瑞农科、河北巡天农业科技。 2017年，隆平农业发展股份公司成立，公司通过其收购巴西陶氏益农开展境外业务。截至2025年11月，隆平高科持股比例为49.42%。 2018年，公司收购北京联创种业有限公司。
• 新大新控股，推广产业布局，打造产业链优势 2004年，长沙新大新受让湖南省农业科学院的全部国有股权，成为公司控股股东。 2007年，收购湖南亚华种业有限公司、成立湖南优至种业有限公司。 2014年，旗下子公司安徽隆平高科（新桥）种业有限公司成立。 2015年，收购天津德瑞特种种业有限公司。	• 布局转基因新赛道，力争世界一流种企 2019年，成立隆平生物。 2023年，收购福建科力种业有限公司。 2023年，收购云南宣威种业有限公司。 2023年，增持隆平发展并实现并表。 2024年，公司国内业务稳健增长，筑牢巴西市场前三的基础上缩小了与国际巨头的差距。 1H25，公司内部提质增效，扣非归母净利同比减亏39.1%。

资料来源：公司公告，世界农化网，中银证券

商业化育种体系卓有成效，“育繁推一体化”效果显著。（1）“研发”：公司分产品依托各自产业研发中心针对不同推广区域（海内外、各省市）进行新品种研发；在生物技术板块积极布局，注重传统育种技术结合生物性状开发、种质资源创新、生物计算信息化等技术应用。公司结合市场需求，对新品种进行测试评价与审定等级，制定了“预试+区试+生态测试”的品种测试评价流程。（2）“繁育”：主要采取“公司+代制商（大户）”的委托代制模式和“公司+基地+农户”的自制模式。（3）“推广”：采用“县级经销商—乡镇零售商—农户”的分销模式和“先款后货”的销售政策。公司与经销商每个业务年度签订一次经销协议，规定各级经销商在某一区域（乡镇、县、市）内代理销售公司的某些品种，通过收取预收款的方式来执行“先款后货”的销售政策。

图表 4. 隆平高科执行研发、繁育、推广一体化模式



资料来源：公司年报，中银证券

股东结构：中信集团为公司实控人，凭借股东优势，持续完善产业结构

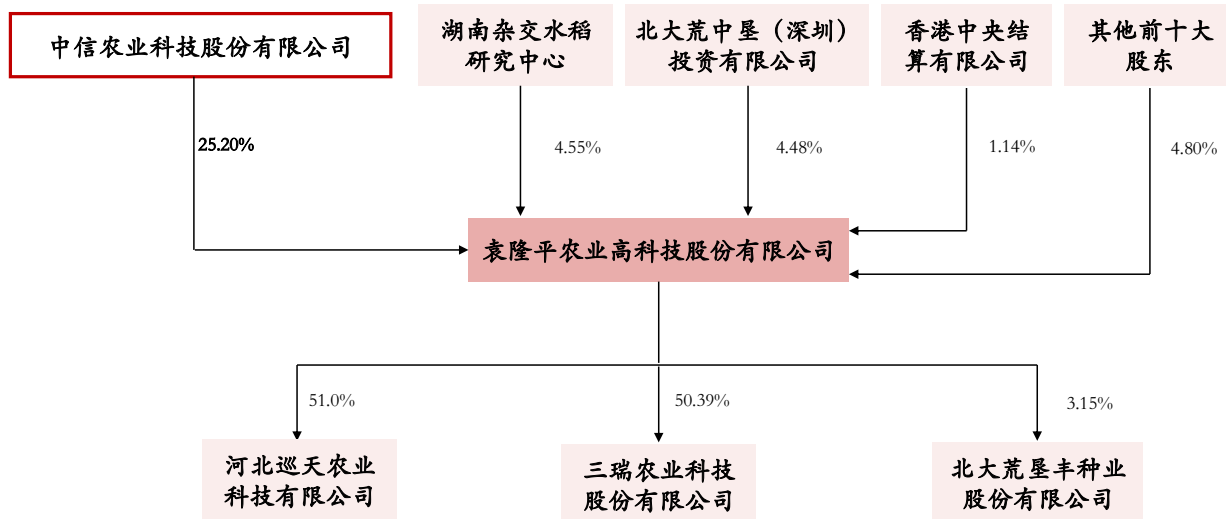
公司实控人为中信集团，为混合所有制企业。隆平高科最初是由湖南省农业科学院作为主发起人，联合湖南杂交水稻研究中心、湖南东方农业产业有限公司、中国科学院长沙农业现代化研究所、湖南省郴州种业发展有限公司以及袁隆平先生共同发起设立。此后，公司第一大股东经历两次变更：

- (1) 2004 年，新大新集团受让湖南省农业科学院的全部国有股权（25.24%），成为公司控股股东。
- (2) 2016 年，公司非公开发行股票，中信兴业投资、中信建设和信农投资合计持有公司股份比例为 18.79%，公司的实际控制人变更为中信集团，最终控制人为中国财政部。2018 年 11 月，中信兴业投资集团有限公司、中信建设有限责任公司分别与中信农业科技股份有限公司签署了《股份转让协议》，将其持有的 1.9 亿股份转让给中信农业。转让完毕后，中信农业持有公司 16.54% 的股份。中信集团的入主使得公司治理结构由民营控股变成了典型的混合所有制。

2018 年 11 月，湖南新大新股份有限公司将其所持有公司 5.24% 的股份进行转让，受让方为九三集团中垦（深圳）投资有限公司（以下简称“中垦投资”）。转让完成后，中垦投资进入公司股东名列。截至 2025 年 3 季报末，中信农业科技股份有限公司（一致行动人）为公司控股股东，持股数占公司总股本的比例为 25.2%。

公司定增募集资金不超过 12 亿元，由控股股东全额认购，代表控股股东支持公司发展决心坚定。2024 年 8 月，公司公告 2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案，本次定增由公司控股股东中信农业全额认购，募集金额拟不超过 12 亿元（含本数），认购股数拟不超过 1.52 亿股。发行价格为 7.87 元/股，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。本次发行完成后，中信农业持有公司股份比例提升至 25.2%，我们认为，大股东为公司提供长期的资金支持，支持公司业务发展决心坚定。

图表 5. 隆平高科股权结构图



资料来源：同花顺，公司公告，中银证券

注：图表中相关数据截至 2025 年 3 季报

凭借股东优势，公司加速外延并购整合，国内外业务布局逐渐完善，跻身世界种业企业前八强。自中信集团入主后，在资金支持、战略发展、管理理念、全球化布局等方面给予了隆平高科较大支持。凭借股东优势，2016 年以来，公司加快并购多家相关业务领域公司：（1）水稻业务方面，2007 年公司收购亚华种业，2017 年收购金稻种业，融合金稻种业在湖南、江西的市场影响力。2023 年，公司收购福建科力 51% 的股权，与其在渠道和市场上形成较好协同。（2）玉米种业方面，2017 年公司收购湖北惠民和河北巡天农业开启了玉米种业的外延并购整合。同年，公司收购巴西陶氏，开启全球化布局战略。2018 年，公司收购联创种业 90% 的股权，2025 年 10 月，公司公告以 7.15 亿元受让联创种业 7 名自然人股东合计持有联创种业 10% 股权，联创种业由此成为隆平高科 100% 控股子公司。联创种业拥有裕丰 303、中科玉 505、联创 839 等优势玉米品种，全国推广面积位列全国前五。（3）蔬菜种子方面，2015 年公司布局蔬菜种子行业，其中 2017 年收购的三瑞农科为中国杂交向日葵产业的领军企业。

图表 6. 2007 年至今，隆平高科外延之路

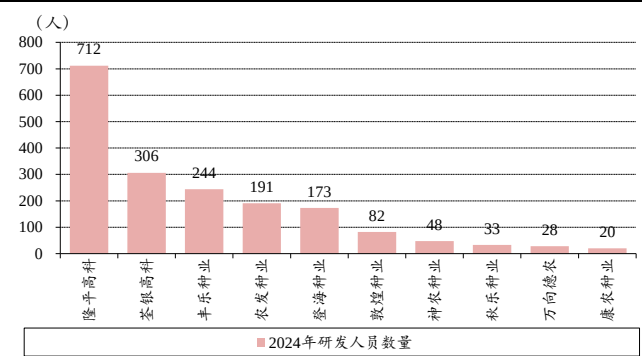
	公司	收购时间	主营产品	协同影响
水稻种业	亚华种业	2007 年	杂交水稻、棉花	有利于公司杂交水稻、棉花等种子业务在湖南和长江流域的整合，统一市场运作。
	金稻种业	2017 年	水稻种子	融合金稻种业在湖南、江西的市场强影响力，提升在西南、华南及长江中下游地区市场份额。
	福建科力	2023 年	杂交水稻	与公司水稻种子产业在渠道上、市场上、制种基地上形成较好的协同和互补。
	广西恒茂	2016 年	水稻、玉米种子	提高隆平体系在广西、江西等市场的占有率。
	湖北惠民	2017 年	农业机械、饲料、有机化肥、转基因杂交棉、杂交玉米、杂交水稻和杂交油菜种子	提高公司在湖北及周边市场的营销能力、终端服务能力和占有率。
玉米种业	河北巡天	2017 年	杂谷、玉米、水稻、小麦种子	增强公司杂交谷子产业布局。
	巴西陶氏	2017 年	玉米种子	扩大巴西市场，补充优质种子资源，实施全球化布局战略。
	联创种业	2018 年	杂交玉米种子	延伸在国内玉米种子行业的布局，丰富公司的收入结构、强化主业、提高公司核心竞争能力。联创种业拥有裕丰 303、中科玉 505 等优势品种，2025 年种植面积分别位列第二、第三。
	德瑞特	2015 年	黄瓜种子	完善公司蔬菜种子产业的布局,打造并强化公司在中国蔬菜种业的领先地位,拓宽公司优势产业范围。
蔬菜种子	绿丰园艺	2015 年	蔬菜种子	完善公司蔬菜种子产业的布局,打造并强化公司在中国蔬菜种业的领先地位,拓宽公司优势产业范围。
	三瑞农科	2017 年	向日葵杂交种子	三瑞农科专注于食葵种子产业已经 20 余年,是中国食葵种子行业“育繁推”一体化的现代种业公司，是国家级农牧业产业重点龙头企业。
	宣晟种业	2023 年	杂交玉米种子	拓展了公司在西南区域玉米种子市场战略布局

资料来源：公司公告，公司官网，世界农化网，中银证券

科研体系：研发投入领先行业，生物育种体系覆盖国内、国际市场

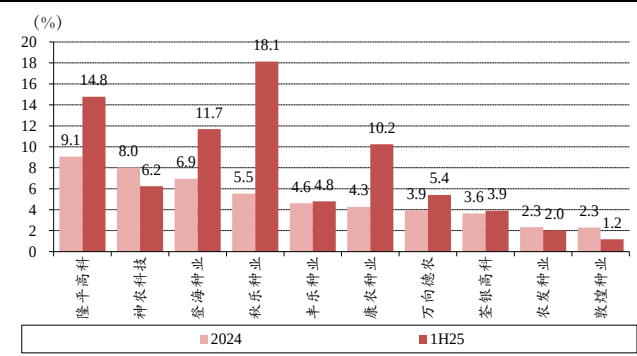
公司研发投入力度领先种业，持续的研发投入使得公司新品种数量稳步增长。2024 年，公司研发投入 6.9 亿元，研发投入总额占营业收入的比重为 9.1%，研发投入力度在种业上市公司中相对靠前。种子行业的技术水平主要体现在育种环节，先进种子产品的研发、推广对技术人员的依赖度较高，人才培养周期较长。截至 2024 年末，公司国内外水稻、玉米等专职研发及研发服务人员达 712 人，占公司总人数 17.02%。此外，公司拥有“中国种业十大杰出人物”水稻首席专家杨远柱、玉米育种专家王义波，巴西玉米育种专家埃迪米尔森·利纳雷斯（Edimilson Linares），蔬菜育种专家马德华、刘荣云等科研骨干。基于持续大力度的研发投入，公司植物新品种申请数量持续提升。2016 年公司植物新品种获得授权的数量仅为 12 件，2024 年增长至 113 件。根据公司公告，截至 2025 年 6 月，公司已有 10 个次转基因玉米品种通过国家审定、9 个次公示完成，其中裕丰 303D 等品种市场表现突出，产业化示范面积全国领先，为国内首批获得审定的转基因玉米品种占比较高的企业。

图表 7. 公司研发人员数量远高于行业其他公司



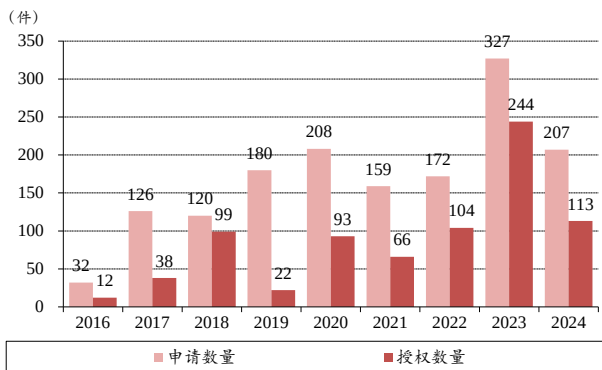
资料来源：iFinD，中银证券

图表 8. 种业上市公司研发投入占营收比重



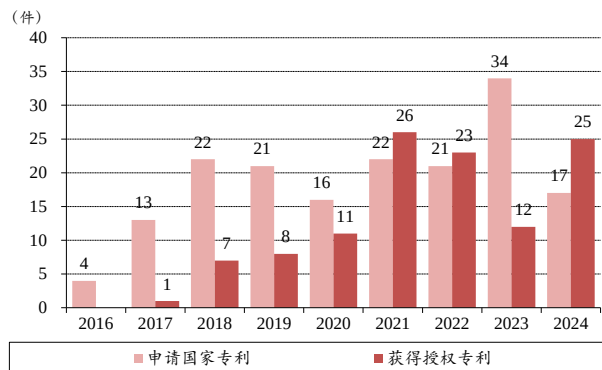
资料来源：iFind，中银证券

图表 9. 隆平高科申请植物新品种数量及最终授权数量



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 10. 公司申请国家专利及获得授权专利数量



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

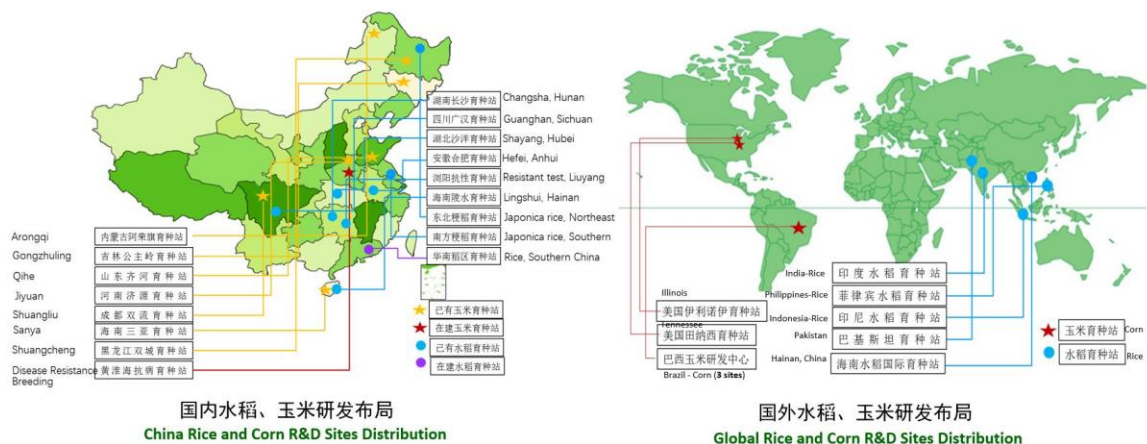
公司育种体系布局完善, 优势品种屡获殊荣。公司构建了国内领先的商业化育种体系, 组建了国际先进的生物技术平台, 已在国内外建有水稻、玉米、蔬菜、谷子和食葵育种站 60 余个, 试验基地总面积近 1.6 万亩, 生物技术实验室 10 余个。不同品种依托各自产业研发中心针对不同推广区域(海内外、各省市)进行新品种研发。从研发成果来看, 公司在特早熟早晚稻品种、抗病虫品种、超级稻品种和高档优质稻等品种培育方面取得了突破性进展。具体产品来看:

(1) 水稻方面: 隆科丝苗 13 号蝉联全国优质稻品种食味品质鉴评(粳稻)金奖, 晶两优华占、玮两优 8612、臻两优 8612 被农业农村部确认为 2024 年度农业主导品种, 其中玮两优 8612 年度销量表现优异, 有望成为全国杂交水稻新一代领跑大单品。

(2) 玉米种子方面: 公司在杂交玉米种子方面实现优势区域和品种全覆盖。根据全国种子双交会信息, 2024 年全国玉米种子推广面积前十大品种中, 隆平高科的裕丰 303、中科玉 505、联创 839、中玉 303 共计 4 个品种位居前十。国际市场上, 根据公司 2025 年半年报信息, 公司在菲律宾、巴基斯坦等重点国外市场年推广种植面积和销售量大幅提升, 杂交水稻种子市占率位居当地国前列。

(3) 转基因品种方面: 目前国家已发放转基因玉米品种审定证书、转基因玉米种子生产经营许可证。国家首批审定 37 个转基因玉米品种中, 公司占有 8 个, 占全国获批品种的 22%, 转基因品种优势明显。

图表 11. 隆平高科国内外育种布局



资料来源: 公司官网, 中银证券

“两隆融合”将发挥各方优势，在种质资源、育种技术方面深入对接。2023 年公司公告隆平发展的重组方案，于同年 10 月 31 日完成并表（2023 年隆平发展贡献营收 38.86 亿元），公司整体营收规模迈上新台阶。交易完成后隆平发展成为隆平高科的控股子公司，隆平高科持股比例为 49.42%，同时，公司与隆平发展股东宁波梅山保税港区鲲信未来投资合伙企业（有限合伙）签署一致行动协议后，拥有隆平发展的股权表决权比例超过 50%。隆平发展是全球领先的国际化种业公司，具有系统化、智能化、信息化的全球一流商业化育种体系，主要在巴西等国家开展玉米种子业务，系巴西前三大玉米种业公司，并在中国、非洲等市场拥有科研布局及商业网络，是具有战略稀缺性的国际化玉米种业平台。公司在南美、中国、非洲等市场拥有科研布局及商业网络，旗下拥有 MORGAN、FORSEED 和 TEVO 三个品牌。此次重大资产重组大幅提升隆平高科的行业地位及国际影响力，助力隆平高科向全球前五的世界一流种业企业的战略目标迈进。

图表 12. 隆平发展科研布局及商业网络



资料来源：公司官网，中银证券

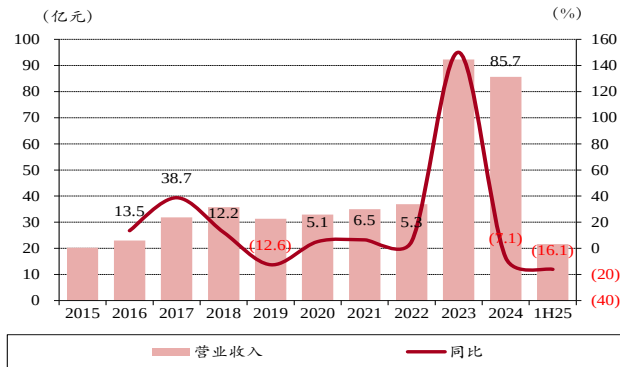
财务概况：1H25 巴西隆平减亏明显，水稻业务保持韧性，玉米业务短期承压

上半年在行业环境承压背景下，公司主动调整营销政策，整体业绩保持稳健。1H25 公司实现营收 21.7 亿元，同比-16.1%，扣非归母净利-1.57 亿元，同比减亏 39.1%。分具体产品来看，在公司精细化运作下，水稻种子盈利抬升。1H25 水稻种子营收 7.8 亿元，同比-7.0%，净利润同比+4%。在气候多变、市场竞争激烈的背景下，公司采取“稳存量、谋增量”措施，高质量运作大单品，同时把握低镉绿色品种运作战略机遇，实现核心产品销量稳定，盈利能力持续提升。玉米业务方面，受行业供过于求、去库存压力增大影响，叠加 24/25 经营年度发货节奏提前，上半年公司玉米业务表现承压，1H25 玉米营收同比下降 26.1%，其中巴西隆平营收 8.7 亿元，同比+2.1%，受益降本增效及汇兑收益贡献，叠加巴西玉米种子市场景气度回升，公司主动调整营销政策，销售毛利率上升，成本进一步下降，利润同比减亏 59.1%。

定增高效落地，叠加公司内部经营管理优化，1H25 经营现金流及资本结构显著优化。公司在海外拥有多家子公司，主要涉及巴西雷亚尔、美元等结算货币。公司境外收入占比较高，汇率波动导致公司贷款产生汇兑损益，从而影响公司业绩。2024 年，公司综合贷款利息处于高位，雷亚尔贬值造成汇兑损失，2024 年公司汇兑损失为 4.04 亿元，导致 2024 年公司净利润波动较大。2025 年上半年，在中信集团、中信农业支持下，公司完成了 12 亿元的定增项目，募集资金全部用于补充公司流动资金，缓解公司现金流压力。2025 年上半年，由于汇率变动，财务费用因有息负债规模降低及优惠贷款利率获得，公司实现汇兑收益 1.48 亿元，财务费用同比降幅 17.3%，1H25 公司经营活动现金流量净额显著改善，同比+52.66%，资产负债率相比年初下降 6.46%。

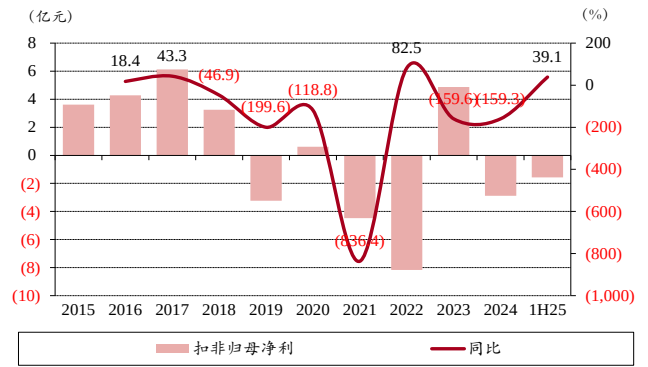
瘦身业务顺利推进，公司资产质量不断优化。公司按照“主业清晰、核心突出、行业领先、治理先进、管理高效”的经营策略，制定了处置低效、无效资产的三年瘦身健体专项工作，持续清理下属控股与参股公司，2024 年公司权益法确认的投资损失和长期股权投资减值损失较上年同期大幅度减少，回收资金 1.34 亿元，资产质量得到优化。

图表 13. 公司营收及同比增速



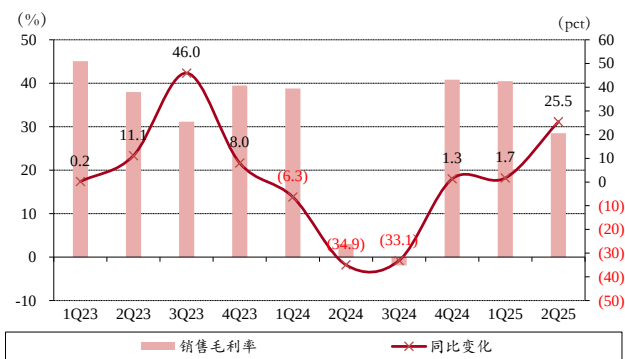
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 14. 公司扣非归母净利及同比增速



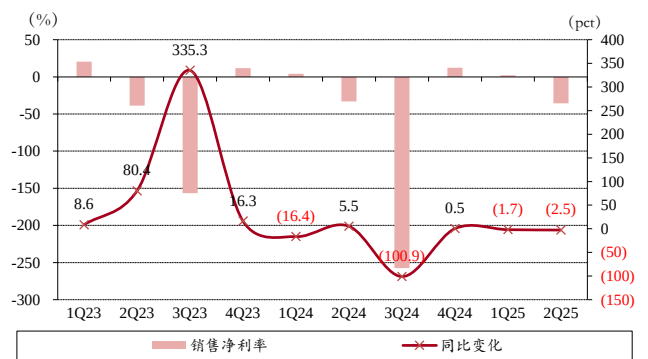
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 15. 公司销售毛利率及同比变化



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 16. 公司销售净利率及同比变化



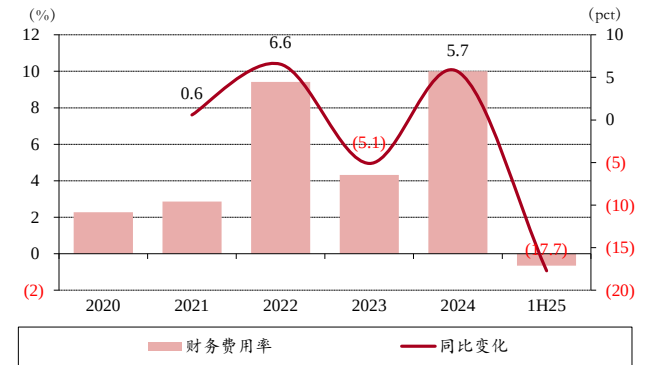
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 17. 美元兑巴西雷亚尔汇率表现



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 18. 隆平高科财务费用率 (2020-1H25)



资料来源: iFinD, 中银证券

行业环境：国家政策大力支持，优势企业呈现良好发展态势

行业环境：国家政策支持力度大，行业整体实现较快增长

国家政策大力扶持种业发展，国家把种业安全上升为“农业芯片”战略，为种业发展创造了良好环境。根据联合国新闻发布的《2024 世界粮食安全和营养状况》指出，全球每 11 人中就有 1 人面临饥饿，回到 2008-2009 年水平，倒退 15 年。保障粮食安全是国家安全的重要基础。此外，随着国际地缘政治的变化及中美贸易摩擦加剧，国内对种源自主可控的需求进一步提高，同时推动了进口替代的进程，促使国内种企加快科技研发，减少对国外种源的依赖。面对日益增长的粮食需求及耕地短缺的矛盾以及国际环境的变化，中央部署种业振兴行动，国家政策大力支持种业发展。

种业是农业产业链的源头，包括品种选育、种子繁殖、推广销售等环节。2021 年 8 月，国家发展改革委、农业农村部联合印发《“十四五”现代种业提升工程建设规划》，强调对种质资源的保护利用、育种创新能力的提升以及制种基地建设等内容。农业农村部、财政部联合印发关于优化调整实施制种大县奖励政策的通知，强化对基地建设支持。2023 年，农业农村部联合有关部门发布多项政策支持文件，加强植物新品种权保护，启动农作物种子认证制度，加快优良品种的推广步伐，市场环境持续向好。根据经济日报 2024 年 11 月新闻稿，种业振兴行动实施 3 年来，取得了一批标志性成果：种质资源普查圆满完成，育种创新攻关实现重要突破，国家种业企业阵型初步构建，国家级制种基地供种保障能力达到 75%，有效满足了农业生产用种需要。

2025 年 4 月，中共中央、国务院印发了《加快建设农业强国规划（2024—2035 年）》，主要目标是：到 2027 年，农业强国建设取得明显进展。乡村全面振兴取得实质性进展，农业农村现代化迈上新台阶。稳产保供能力巩固提升，粮食综合生产能力达到 1.4 万亿斤，重要农产品保持合理自给水平。规划要求深入实施种业振兴行动，加快实现种业科技自立自强、种源自主可控。加强种质资源保护利用，建设国际一流的国家农业种质资源保存、鉴定、创制和基因挖掘重大设施，推进种质资源交流共享。实施育种联合攻关和畜禽遗传改良计划，加快建设南繁硅谷。实施生物育种重大专项，选育高油高产大豆、耐盐碱作物等品种，加快生物育种产业化应用。健全植物新品种保护制度。加强现代化育制种基地建设，健全重大品种支撑推广体系和种源应急保障体系。

图表 19. 2021 年至今，种业支持政策及相关保护条例

年份	相关政策	具体内容
2021	《种业振兴行动方案》	继 1962 年《关于加强种子工作的决定》印发后，中共中央、国务院再次对种业发展作出全面部署。对资源普查、基地提升，企业扶优、创新攻关，打击侵权、净化市场等方面做了重要部署。
2021	《“十四五”现代种业提升工程建设规划》	对“十四五”我国种业基础设施建设布局的总体思路、框架体系、重点项目、保障措施等作出了全面部署安排，主要涵盖农作物种业、畜禽种业、水产种业能力提升三个方面。
2022	《农业农村部关于修改〈农业转基因生物安全评价办法〉等规章的决定》	为有序推进生物育种产业化应用，发展现代种业，保障粮食安全，农业农村部决定对 4 部规章的部分条款予以修改。开通转基因品种审定绿色通道。
2022	《中华人民共和国植物新品种保护条例（修订征求意见稿）》	该《条例》自 1997 年颁布实施以来，首次进行全面修订。此次《条例》的修订将打通植物新品种权创造、运用、保护、管理和服务全链条，更大力度加强植物新品种权保护，提升种业国际交流合作水平，为加快实现种业振兴提供有力的制度保障。
2022	《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》	国家农作物品种审定委员会关于印发国家级转基因大豆玉米品种审定标准，从转化体真实性、转基因目标性状有效性、回交转育的转基因品种等几个方面进行审定。
2023	《国家农作物优良品种推广目录（2023 年）》	重点推介 10 种农作物、241 个优良品种，旨在加快推广应用步伐，促进大面积生产单产水平提升。
2023	《关于开展农作物种子认证工作的实施意见》 《农作物种子认证目录（第一批）》 《农作物种子认证实施规则（试行）》	农业农村部建立农作物种子认证推广应用机制，积极推动行业管理、市场流通等领域广泛采信农作物种子认证结果。
2023	《中共中央、国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	是新世纪以来中共中央国务院指导“三农”工作的第 20 个中央一号文件。
2023	《粮食安全保障法》	制定粮食安全保障法已被列入全国人大常委会 2022 年立法工作计划，拟于 2022 年首次提请审议。
2024	《国家南繁硅谷建设规划（2013-2030 年）》	建设分为两个阶段目标，（1）2025 年，国家级种业创新基地初步建成。（2）2030 年，全面建成集科研、生产、销售、科技交流、成果转化为一体的服务全国的南繁硅谷。
2023	《关于金融支持全面推进乡村振兴加快建设农业强国的指导意见》	指导意见提出做好粮食和重要农产品稳产保供金融服务，强化对农业科技装备和绿色发展金融支持，加大乡村产业高质量发展金融资源投入，优化和美乡村建设与城乡融合发展金融业服务等。
2024	《中共中央 国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》	确保国家粮食安全、确保不发生规模性返贫、提升乡村产业发展水平、提升乡村建设水平、提升乡村治理水平、加强党对“三农”工作的全面领导。
2025	《加快建设农业强国规划（2024-2035 年）》	主要目标是：到 2027 年，农业强国建设取得明显进展。乡村全面振兴取得实质性进展，农业农村现代化迈上新台阶。稳产保供能力巩固提升，粮食综合生产能力达到 1.4 万亿斤，重要农产品保持合理自给水平。农业科技装备支撑持续强化，关键核心技术攻关取得突破，育种攻关取得显著进展，农机装备补短板取得阶段性成效等。

资料来源：农村农业部官网，中华人民共和国中央人民政府网，新华网，国家粮食及物资储备局，海南省农业农村厅，国家认监委，中银证券

转基因作物：2023 年国内转基因玉米商业化落地，生物育种技术及应用成效显著

国内外转基因作物产业化不断加速。农业转基因技术在增加作物产量、减少病虫害损失、减少化学杀虫剂使用、节省人工成本等方面发挥了不可替代的作用。根据 AgbioInvestor 数据统计，自 1996 年美国首次开始种植转基因作物至 2023 年，全球转基因作物种植面积从 170 万公顷增长到 2.063 亿公顷。2023 年，全球共有 71 个国家和地区应用了转基因作物，批准商业化种植的转基因作物已增加至 32 种，主要农作物种植面积中 72% 的大豆、34% 的玉米、76% 的棉花、24% 的油菜都是转基因品种。

2023 年国内转基因玉米商业化落地。2008 年，我国启动转基因生物新品种培育科技重大专项，在基因挖掘、遗传转化、品种培育等方面取得了一系列重大进展。2019 年以来，国家陆续出台相关政策，强调加强农业生物育种技术研发。2021 年国家启动转基因玉米大豆产业化试点工作，在科研试验田开展。2022 年扩展到内蒙古、云南的农户大田。2023 年试点范围扩展到河北、内蒙古、吉林、四川、云南 5 个省区 20 个县并在甘肃安排制种。2023 年 10 月，农业农村部公示转基因玉米、大豆审定名单，其中转基因玉米品种有 37 个，大豆品种有 10 个，涉及 26 家企业，生产经营许可证的批准发放代表转基因商业化落地。根据 2025 年种子大会暨南繁硅谷论坛信息，转基因玉米抗草地贪夜蛾等害虫的效果在 90% 以上，转基因玉米大豆耐除草剂效果在 95% 以上，玉米平均增产 8.8%，转基因田杀虫剂、除草剂少用 2-3 次，田管成本节省一半，田间环境得到改善。

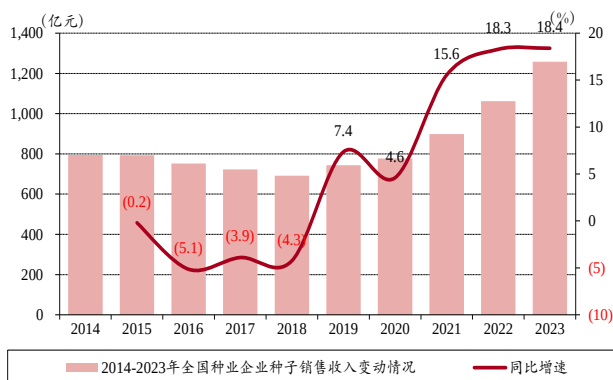
随着转基因技术在国内推广与发展，具备研发实力的龙头种业企业市场份额有望提升。转基因性状的发现、开发和授权是一个复杂而耗时的过程。国内对农业转基因生物实行分阶段安全评价管理制度，转基因生物安全证书需要经过国家转基因生物安全委员会安全性评价合格后才可获得审批，一般需经历研究实验、中间实验、环境释放、生产性实验、申请安全证书等五个阶段。从基因研发到获取审批需要经历较长的时间周期，同时需较大的资金投入。因此龙头种企在研发实力及自身积累方面具有天然的优势。例如，国家首批审定的转基因玉米品种有 37 个，其中隆平高科投资布局的生物技术平台已获得瑞丰 125、浙大瑞丰 8、nCX-1、BFL4-2 等 9 个玉米转基因性状的安全证书，对主导玉米品种已经完成了转基因版本开发及审定测试。我们判断，未来随着转基因技术在国内推广与发展，转基因渗透率将不断提升，大单品将形成强者恒强的局面，有望对长尾品种的市场份额形成一定抢占。

竞争格局：国内种业集中度低，优势企业整体呈现良好发展态势

国内种子企业数量不断增加，但销售收入亿元以上的企业仅 272 家。根据《2024 年中国农作物种业发展报告》，2023 年，国内实际开展经营活动的企业有 8721 家，同比 2022 年增加 562 家，2019 至 2023 年国内种业企业数量 CAGR 为 8.1%，全国种子企业数量不断增加。种业企业分为两大类，其中有种企业占比仅 5%，生产经营企业占比 95%。从 2023 年行业统计数据来看，种业市场规模为 1563 亿元，其中杂交玉米、水稻（杂交水稻+常规水稻）、小麦、大豆占比分别为 30.3%、15.4%、15.7%、4.0%。

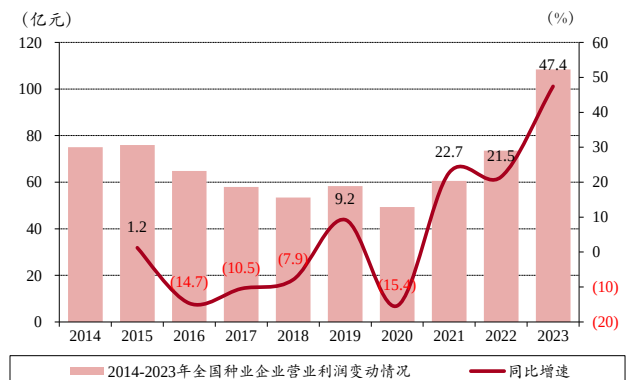
2023 年，全国种业企业实现种子营收 1257.77 亿元，同比+18.41%，经营利润 108.46 亿元，同比+47.4%，行业利润率 8.6% 同比提升 1.7pct。2019 至 2023 年，种业企业营收及经营利润 CAGR 分别为 14.1%、16.8%，国内种业企业整体呈现较快的增长态势。

图表 20. 全国种业企业种子销售收入变动情况



资料来源：iFinD，《2024 年中国农作物种业发展报告》（农业农村部种业管理司、全国农业技术推广服务中心、农业农村部科技发展中心编著），中银证券

图表 21. 全国种业企业营业利润变动情况



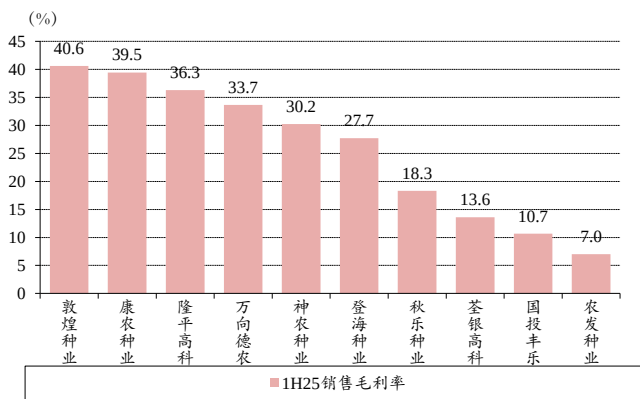
资料来源：iFinD，《2024 年中国农作物种业发展报告》（农业农村部种业管理司、全国农业技术推广服务中心、农业农村部科技发展中心编著），中银证券

图表 22. 上市种业公司 2024 年及 1H25 业绩概览

企业名称	2024 年营收 (亿元)	2024 营收同 比增速 (%)	1H25 营收 (亿元)	1H25 营收 同比增速 (%)	2024 年归母 净利 (亿元)	2024 年归母 净利同比增 速 (%)	1H25 归母 净利 (亿元)	1H25 归母 净利同比增 速 (%)
隆平高科	85.7	(7.1)	21.7	(16.1)	1.1	(43.1)	(1.6)	(247.3)
农发种业	55.6	(17.7)	29.2	47.9	0.5	(63.1)	0.6	14.1
荃银高科	47.1	14.8	14.4	1.8	1.1	(58.2)	(0.4)	(85.8)
国投丰乐	29.3	(6.0)	11.5	(13.4)	0.7	73.7	(0.3)	(25.4)
登海种业	12.5	(19.7)	3.7	(9.4)	0.6	(77.9)	0.4	(33.4)
敦煌种业	11.6	(0.2)	7.2	21.6	0.5	22.3	0.5	73.4
秋乐种业	3.9	(26.8)	0.5	(9.9)	0.5	(36.5)	(0.2)	(380.6)
万向德农	3.4	7.4	1.2	(24.4)	0.5	(19.4)	0.2	(39.3)
康农种业	3.4	16.8	0.5	(2.7)	0.8	55.2	0.1	12.2
神农种业	1.6	(6.1)	0.9	38.7	(0.5)	(40.5)	(0.1)	6.7

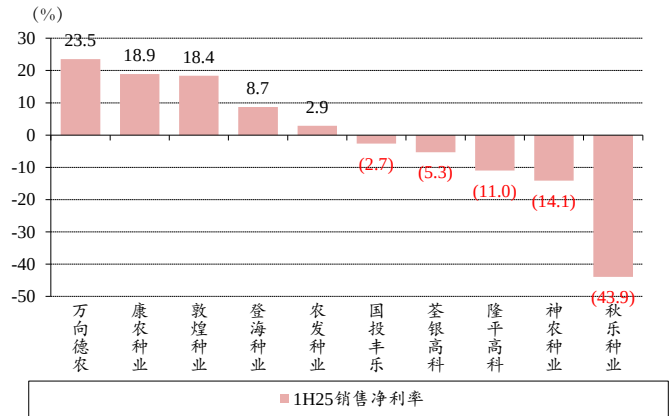
资料来源: iFind, 中银证券

图表 23. 1H25 上市种企销售毛利率



资料来源: iFind, 中银证券

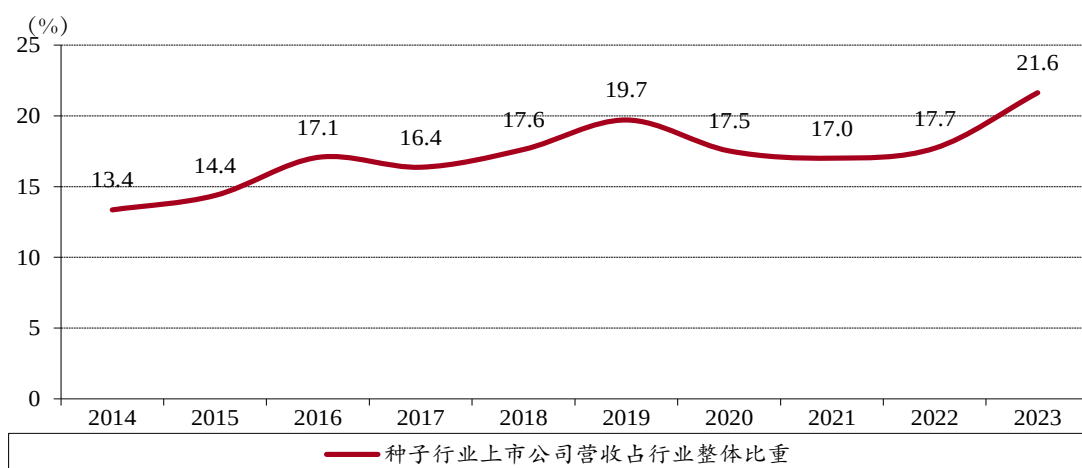
图表 24. 1H25 上市种企销售净利率



资料来源: iFind, 中银证券

相比全球市场，国内种业集中度较低，但近两年受益龙头投资并购步伐加快及行业监管趋严，集中度有望提升。(1) 从全球市场分布来看，20 世纪 70 年代至 21 世纪初，种业经历了两次并购浪潮，全球种业进入持续的行业整合期，如杜邦与陶氏合并、拜耳收购孟山都以及中国化工收购先正达，种业的全球化整合大力推动了全球化布局的加速，提升了市场的集中度，实现了规模的快速扩张，并在全球竞争中占据了优势地位。根据 Kynetec 数据及公司公告，2020 年，全球前五大种业公司的合计市场规模占比已经超过的 50%，但国内种企 CR5 市占率只有 12.3%，相比全球市场，国内种业集中度不高但集中度提升趋势逐渐显现。(2) 从国内市场来看，近两年，国内上市种企营收合计占行业规模的比重持续提升，其中 2023 年市占率为 21.6%，同比提升 3.9pct，主要系 2023 年国内种业龙头加快投资并购步伐，例如，隆平高科并表隆平发展，国投种业科技公司于 2023 年 9 月注册成立，注册资金 40 亿元，为国家开发投资集团 100%控股等。根据《2024 年中国农作物种业发展报告》，2023 年我国种企数量合计 8721 家，2019 至 2023 年 CAGR 为 8.1%。2023 年种子行业销售收入为 1257.77 亿元，其中商品种子、代制（繁）种子销售收入占比分别为 88.8%、11.2%。2023 年种子销售额排名前 5、前 10、前 50 的企业市占率分别为 12.3%、16.7%、30.3%，同比分别+1.2pct、1.4pct、2.0pct。

图表 25. 种子行业上市公司营收规模占行业整体比重



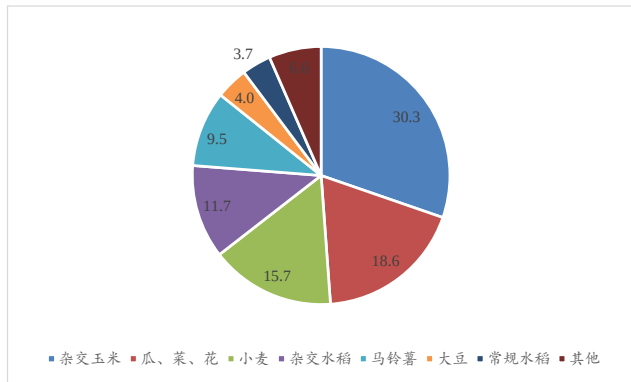
资料来源: iFinD, 中银证券

聚焦主业：性状及优势品种储备丰富，转基因应用中长期带来业绩增量

玉米主业：受行业供需关系影响，玉米主业短期承压

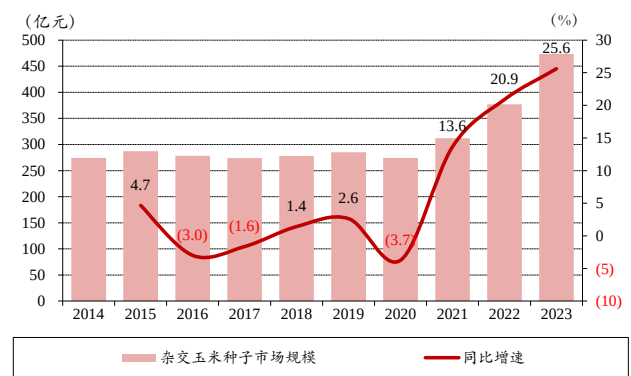
玉米种业为国内农作物市场规模占比最高的细分行业，隆平高科市占率第一。杂交玉米为国内的第一大农作物，增粮贡献突出，对我国的粮食安全起到至关重要的作用。根据 S&P Global Commodity Insights 最新发布的“Trends in the Global Seed Market（全球种子市场趋势）”数据，2025 年隆平高科跻身全球种业企业第七。隆平高科为国内杂交玉米龙头，多年的科研积累使其在优势品种储备方面优势显著。

图表 26. 2023 年中国农作物种子市场规模占比（单位：%）



资料来源：iFind,《2024 年中国农作物种业发展报告》(农业农村部种业管理司、全国农业技术推广服务中心、农业农村部科技发展中心编著), 中银证券

图表 27. 全国杂交玉米种业市场规模及同比增速



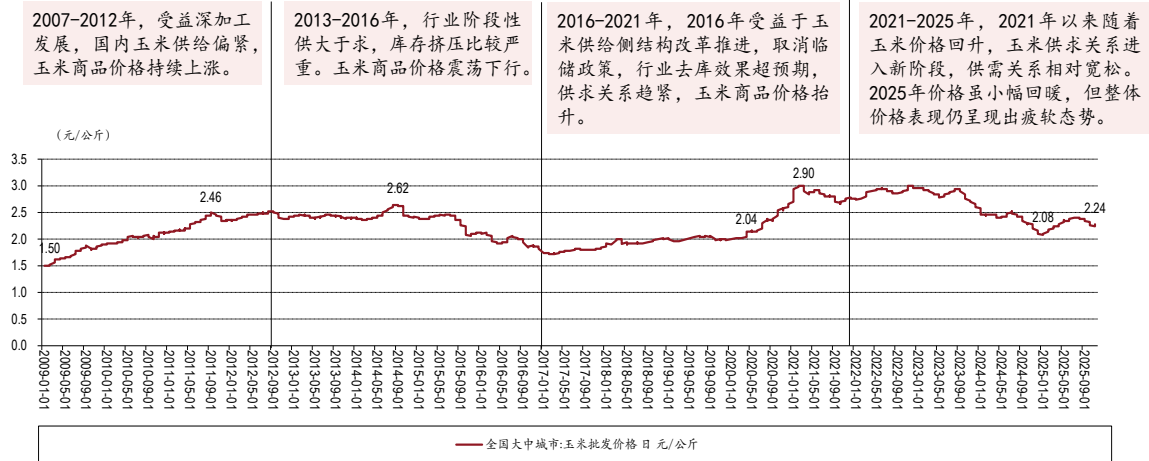
资料来源：iFind,《2024 年中国农作物种业发展报告》(农业农村部种业管理司、全国农业技术推广服务中心、农业农村部科技发展中心编著), 中银证券

2024 年玉米商品价格受供需关系宽松影响持续下探，为本轮周期低点，2025 年价格降幅收窄有望企稳。从玉米现货商品价格来看，玉米行业周期性较强，基本上表现为 3-4 年一个周期。本轮周期自 2021 年开始至今，玉米销量持续高增，叠加龙头企业提价影响，经销商及农户积极性较高，玉米品种备受欢迎。2024 年以来，玉米商品价格受供需关系宽松影响持续下跌，处于本轮周期低点，但是 2025 年玉米批发价格降幅显著收窄，出现企稳迹象。考虑到目前行业制种面积仍处于较高水平，我们判断本轮周期的高产能消化或将以中小企业自我淘汰，及企业加速并购实现，预计行业集中度在未来 3-5 年持续提升，行业竞争格局将逐渐稳定。

(1) 供给端来看，受主导品种库存持续下降和大田种植面积上升影响，全国杂交玉米制种面积由 2020 年的 232.77 万亩大幅上涨至 2023 年的 462.55 万亩，2020-2023 年制种面积 CAGR 为 25.7%，制种面积创历史新高。2024 年，我国杂交玉米种子制种面积略有下降，为 428.00 万亩，同比降幅 7.5%。2024 年全国杂交玉米平均制种单产预计 396.5 公斤/亩，为近 5 年最高水平。根据 2025 年种子大会暨南繁硅谷论坛数据，2024、2025 年玉米种子供需比分别为 167%、175%，行业整体仍保持供大于求的态势。从玉米商品粮价波动来看，2H24 全国大中城市玉米批发价格开始下跌，2024 年底最低跌至 2.10 元/公斤。2024 年玉米现货批发价格同比下跌 15.6%。2025 年，虽然玉米种子延续供应充足，供需关系宽松的市场格局，但是批发价格同比降幅收窄，1H25 降幅 8.3%。

(2) 需求端来看，玉米下游需求主要包括食用消费、饲料消费、工业消费、其他消费，其中饲料用粮约占总消费七成，工业用粮约占二成。反映到饲料方面，2025 年上半年，行业供需关系基本平衡，生猪价格窄幅波动，大部分时间运行在 14-15 元/公斤，生猪养殖行业总体处于中等盈利水平，饲料原粮价格总体企稳，玉米价格小幅上行，玉米饲用消费需求持续回升。截至 2025 年 8 月，玉米进口降至 88 万吨，同比-92.9%。

图表 28. 玉米供需关系周期性较强



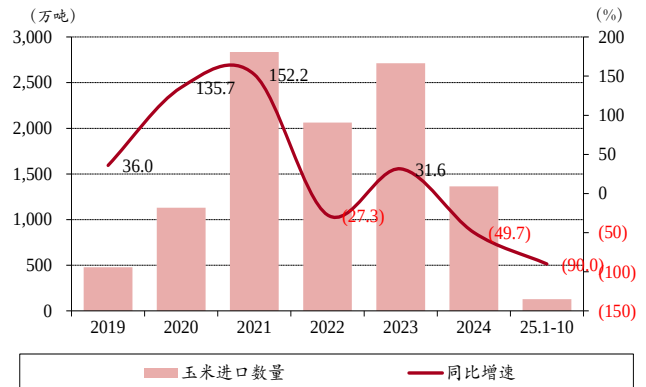
资料来源：iFind，榕粮网，《2024 年玉米市场供需形式及未来展望》习银生，中银证券

图表 29. 全国猪粮比价



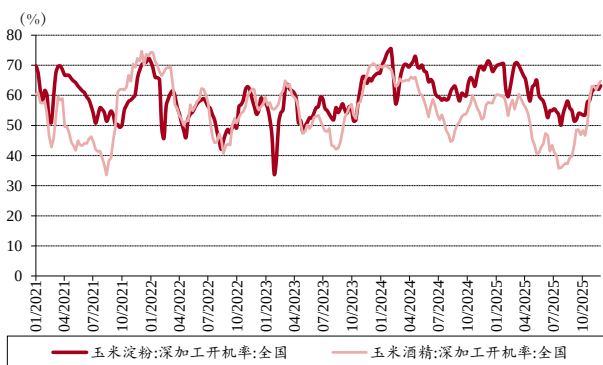
资料来源：iFind，中银证券

图表 30. 玉米进口量及同比增速



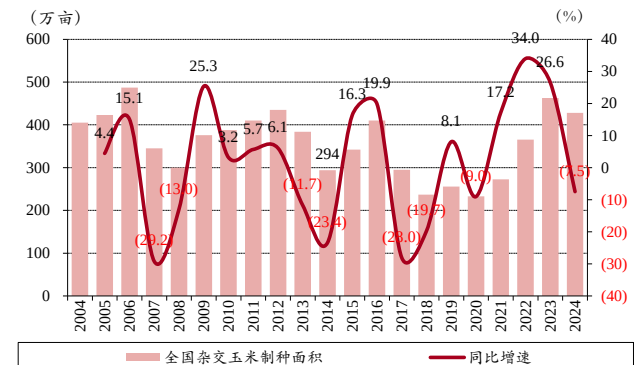
资料来源：iFind，中银证券

图表 31. 玉米淀粉及玉米酒精深加工开机率



资料来源：iFind，中银证券

图表 32. 全国杂交玉米制种面积及同比增速



资料来源：iFind，中银证券

受国内外粮价低迷影响，隆平高科玉米国内主业短期承压，国外业务表现平稳。公司积极应对行业压力，优化产品结构，夯实龙头大品种销量，确保完成年度目标。近两年，玉米种子产能过剩，行业去库存压力增大，市场价格持续下探，从而对公司种子的销售价格、销售数量及销售结构产生一定影响。此外，受 24/25 经营年度发货节奏提前影响，上半年公司国内玉米业务营收 1.25 亿元，同比下降 26.1%。国外巴西玉米业务受益巴西市场回暖，上半年实现营收 8.68 亿元，同比+2.1%。受益于公司内部组织结构优化，同时加强降本增效等系列措施，1H25 隆平巴西业绩出现明显改善。受汇率变动影响，隆平发展汇兑收益大幅增加，上半年利润同比减亏 59.13%，减亏幅度较大。面对玉米产业激烈的竞争环境和低迷的粮价，公司执行强渠道、强品种策略，五大品牌、五大渠道独立运作模式成效显著，我们判断核心品类预收款增速或仍优于行业。未来随着公司库存持续优化，新销售季收入端有望实现增长。

图表 33. 全球玉米价格



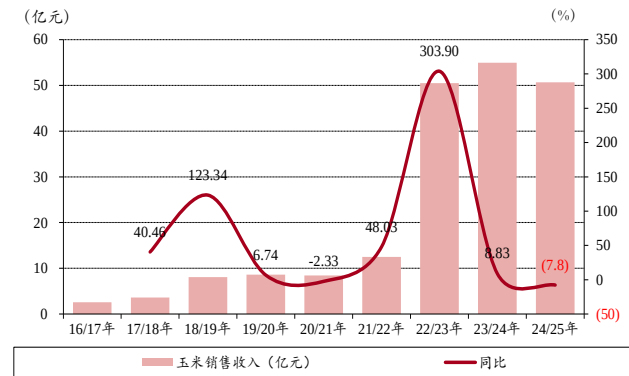
资料来源: iFind, 中银证券

图表 34. 全国大中城市玉米批发价格



资料来源: iFind, 中银证券

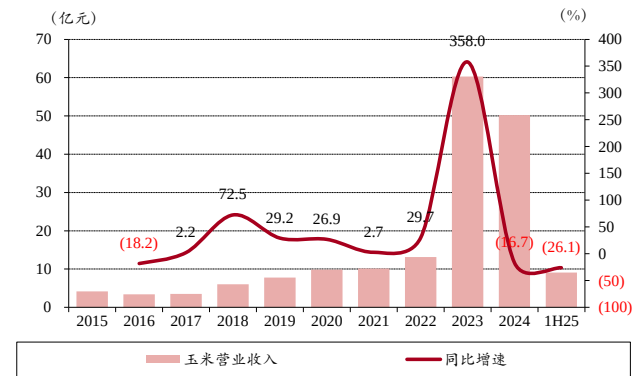
图表 35. 隆平高科玉米营收及同比增速 (按经营年)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 业务年度期间为 10 月 1 日至次年 9 月 30 日

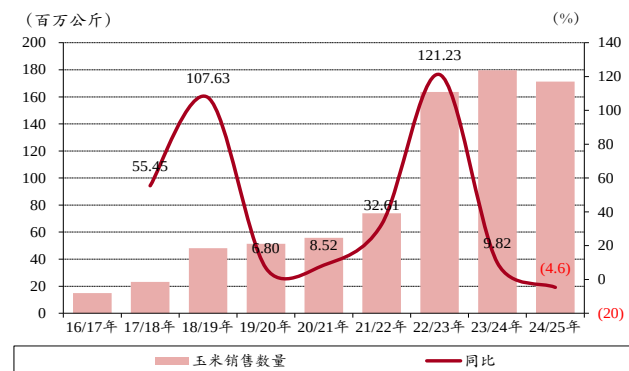
图表 36. 隆平高科玉米营收及同比增速 (按财务年)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 2023 年公司并表隆平发展, 增厚报表业绩

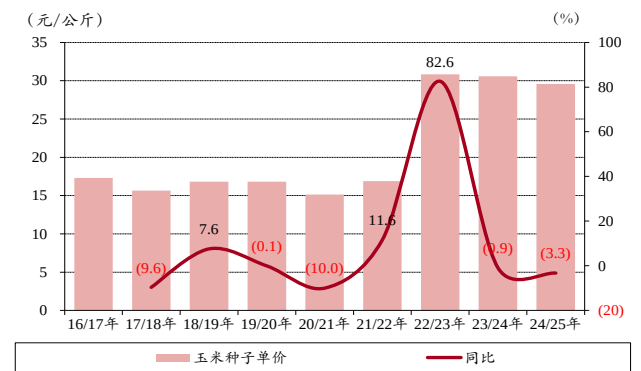
图表 37. 隆平高科玉米种子销量及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

注: 业务年度期间为 10 月 1 日至次年 9 月 30 日

图表 38. 隆平高科玉米种子单价及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

注: 业务年度期间为 10 月 1 日至次年 9 月 30 日

公司品种端竞争优势显著，市场份额有望持续提升。得益于多年对优势品种的深耕布局，公司玉米种业规模持续增长，成为国内杂交玉米种业龙头。2017 年以后，公司在国内陆续收购河北巡天、联创种业等优秀种企，持股比例分别为 51%、90%。其中，河北巡天核心品种为农大 372，联创种业核心品种为中科玉 505、裕丰 303、联创 808、联创 839。2024 年，玉米全国推广面积前十大品种中，隆平高科的裕丰 303、中科玉 505、联创 839、中玉 303 共计 4 个品种位居前十。2025 年公司优化品种结构，聚焦抗倒、耐密、抗病、抗逆等核心优势大单品推广，隆创 310、嘉禧 136、巡天 196、隆昇 2025 等密植型品种销售畅销。根据农业农村部官网公告的《国家优良品种推广目录（2025）》，公司的裕丰 303、中科玉 505 等列入 13 个骨干型品种之一，裕丰 303D 列入 12 个成长品种之一。

图表 39. 2019-2024 年国内推广面积前十的玉米品种

排名	2019	2020	2021	2022	2023	2024	推广面积 (万亩)
第一名	郑单 958	郑单 958	郑单 958	裕丰 303	MY73	MY73	2097
第二名	京科 968	京科 968	裕丰 303	郑单 958	裕丰 303	裕丰 303	1947
第三名	先玉 335	裕丰 303	中科玉 505	中科玉 505	中科玉 505	中科玉 505	1498
第四名	登海 605	登海 605	京科 968	京科 968	京科 968	联创 839	871
第五名	裕丰 303	中科玉 505	登海 605	登海 605	登海 605	登海 605	815
第六名	中科玉 505	先玉 335	先玉 335	沃玉 3 号	郑单 958	京科 968	792
第七名	浚单 20	联创 808	天农九	东单 1331	瑞普 909	中玉 303	790
第八名	伟科 702	伟科 702	联创 808	先玉 335	联创 839	现代 959	716
第九名	联创 808	隆平 206	伟科 702	秋乐 368	东单 1331	郑单 958	700
第十名	隆平 206	浚单 20	东单 1331	联创 839	现代 959	东单 1331	659

资料来源：《2024 中国农作物种业发展报告》（农业农村部种业管理司、全国农业技术推广服务中心、农业农村部科技发展中心编著），种业商务网，中银证券
注：红色为隆平高科核心品种

图表 40. 国家农作物优良品种推广目录（2025）

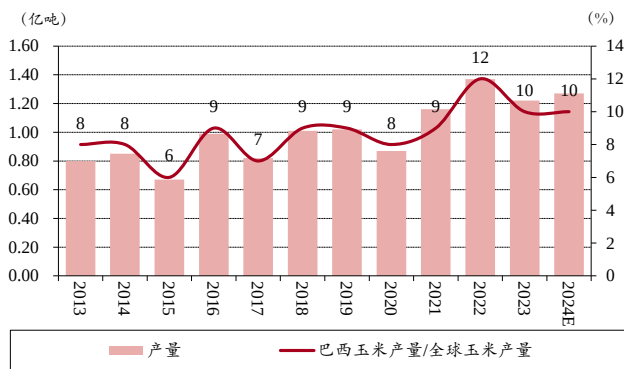
骨干型品种（13 个）	裕丰 303、沃玉 3 号、MY73、东农 264、天育 108、优迪 919、东单 1331、京科 968、登海 605、川单 99、中科玉 505、秋乐 368、瑞普 909。
成长型品种（12 个）	益农玉 18、京科 938、C2235、现代 959、富民 985、鲁单 510、龙生 19 号、罗单 297、中玉 303、裕丰 303D、铁 391K、MC121。
苗头型品种（13 个）	丰禾 16、合玉 45、康农玉 8009、棒博士 767、科育 2028、G388、科河 699、陕单 660、宣晟 4 号、敦玉 49、垦沃 6339、东科 1188、中单 1130。
特专型品种（3 个）	渝青 386（青贮玉米）、万农甜糯 158（甜糯玉米）、农科糯 336（甜糯玉米）。

资料来源：农业农村部，中银证券
注：红色为隆平高科核心品种

巴西为中国最大的玉米供应国，公司积极布局巴西玉米种质资源，国际化布局持续推进。巴西是全球第二大转基因作物种植国家，全球第三大玉米生产国和重要出口国。2022-2024 年间，巴西玉米种子市场规模从 28 亿美元增长至 34 亿美元。巴西种业企业集中度较高，前 3 大巨头占据了超 70% 市场份额。根据 USDA 供需报告，预计巴西 2024 年产量为 1.27 亿吨，占世界总产量比例为 10%。出口量为 0.49 亿吨，占全球玉米出口量的比重为 27%，玉米价格与国际市场关联性较强。根据商务部及海关总署数据，巴西是中国最大的玉米供应国，2025 年上半年，巴西玉米价格出现季节性波动，展望下半年，受乙醇产业带动巴西国内消费增长及出口需求推动，玉米价格有望恢复上涨趋势。

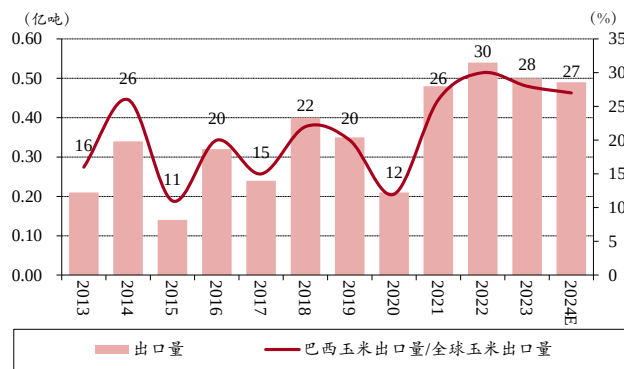
2017 年公司联合中信农业收购陶氏巴西，获得约 1.7 万份优质玉米种质资源。2023 年公司并表农平发展，隆平发展拥有在巴西 20 多年转基因玉米育种、繁育和推广服务经验。截至 2025 年 6 月，公司在巴西拥有超 530 家具备多年种业及农化产品推广经验的特许销售服务商，已全面覆盖巴西玉米产区，在玉米核心种植带的渗透率较高。2025 年上半年，受巴西二茬玉米收成表现及美国收成不确定性影响，巴西玉米价格呈现上涨态势。然而随着巴西冬玉米创纪录产量得到确认，叠加美国玉米丰产预期强化，第二季度价格走势出现逆转并有所下跌，玉米价格季度间波动明显。2025 年上半年，公司通过调整经营班子，强化市场研判等多项策略助力销售增长。1H25 隆平巴西营收 8.7 亿元，同比+2.1%，保持平稳增长，扭转 2024 年低迷局势。目前，公司对隆平巴西的资本投入已基本到位，国内领先的制种技术结合持续优化的生产流程，有望进一步提升效率。未来随着粮食价格探底回升，我们预计销量将同比增加，隆平巴西将稳步发展，保持其市场竞争力。

图表 41.巴西玉米产量占全球玉米产量比重



资料来源:《经合组织-粮农组织农业展望》、USDA 供需报告,公司公告--《隆平高科向特定对象发行股票募集说明书(修订稿)》,万得,中银证券

图表 42. 巴西玉米出口量持续增长



资料来源:《经合组织-粮农组织农业展望》、USDA 供需报告,万得,公司公告--《隆平高科向特定对象发行股票募集说明书(修订稿)》,中银证券

转基因品种方面,公司合作单位及参股公司在转基因性状端储备丰富,具备先发优势。随着转基因商业化落地,公司后续有望充分享受份额提升及产品单价提升红利。农业生物育种技术可有效解决农业生产中面临的耕地锐减、水资源灾害频发、环境恶化等棘手问题。性状端是转基因生物技术中的一个重要环节,主要涉及基因的插入和表达,从而赋予作物新的性状。在转基因种子产业链中,性状端是上游部分,负责基因的改造和插入,而下游的品种端则负责将这些改良后的种子进行培育和推广。

2023 年国内转基因玉米商业化落地,随着转基因在国内渗透率不断提升,具备核心品种优势的种子企业市占率有望迎来加速提升。隆平高科参股多家生物育种公司,依靠杭州瑞丰、国丰生物、隆平生物、海南绿谷等转基因性状公司稳步推进转基因玉米研发落地。在 2023 年 12 月国家公示的 37 个转基因玉米品种中,隆平高科占其中 8 个(北京联创种业 6 个,河北巡天 1 个,湖北惠民 1 个)。性状端,国家公示的转基因玉米中,公司参股的杭州瑞丰有 9 个品种过审,均使用了瑞丰 125。从品种数量及产品矩阵来看,公司储备丰富,考虑到性状研发投入较大且研发周期长,目前国内仅有少数龙头公司参与,因此公司在转基因玉米商业化领域先发优势明显。

图表 43. 隆平高科初审通过的转基因玉米品种情况

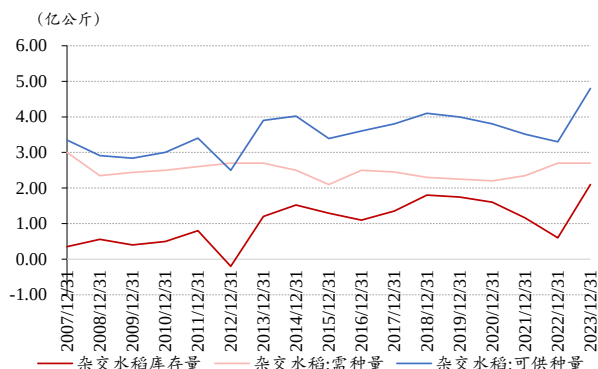
初审通过的转基因玉米品种情况			初审通过的转基因玉米品种使用转化体情况		
申请单位	品种名称	品种来源	品种数量	转化体所有者	转化体名称
北京联创种业有限公司	裕丰 303D	CT166xCT3354 (DBN9936)	6 个	杭州瑞丰生物科技有 限公司、北京大北农 生物技术有限公司、 浙江大学	瑞丰 125 DBN9858 DBN9936
	中科玉 505D	CT1668xCT3354(DBN9936)			
	嘉禧 100D	CT61253xCT3351(DBN9936)			
	中科玉 505R	CT1668xCT3354(瑞丰 125)			
	裕丰 303R	CT1669xCT3354 (瑞丰 125)			
河北巡天农业科技有 限公司	裕丰 303H	CT1669xCT3354(DBN9858)	1 个		
	农大 372R	X24621(瑞丰 125) xBA702			
湖北惠民农业科技有 限公司	惠民 207R	H1(瑞丰 125) xM1	1 个		

资料来源:农业农村部,中银证券

水稻主业：公司水稻主业保持稳健，行业领先地位稳固

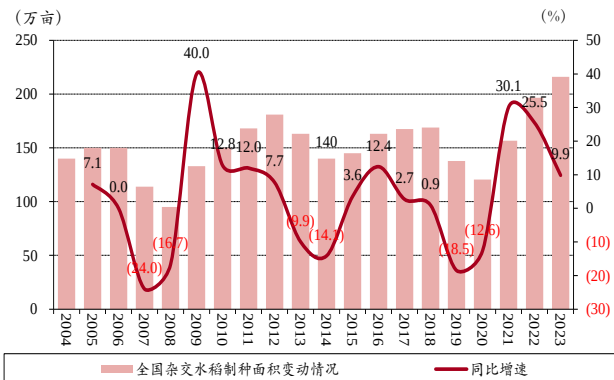
水稻种业持续去库存，2024 年制种面积有所缩减，我们判断 2025 年行业供需矛盾犹存，但供需比或将持续改善。水稻为国内第二大农作物，消费结构以食用为主。水稻种植在全球分布广泛，主要集中在亚洲，大米产量占全球总产量 80%以上，其中中国的总产量位列首位。2019-2022 年，受国家大幅度下调水稻最低收购价，叠加品种迭代影响，水稻种子价格大幅下跌，行业步入了低谷期。2023 年，我国杂交水稻市场零售价为 67.6 元/千克，同比+4.4%，种子价格逐渐恢复增长。在种子价格持续上涨的背景下，杂交水稻 2023 年制种面积创历年新高，为 216.0 万亩，同比+9.86%。2023 年全国杂交水稻种子总产量为 3.41 亿千克，同比+20.5%，若加上期末有效库存 0.6 亿千克，可供种子总量超过 4.0 亿千克。根据《2024 年中国农作物种业发展报告》，2024 年行业总需种量约为 2.7 亿千克，供需比约为 148%，我们判断，2025 年行业库存持续去化，但供给过剩的问题仍存在。

图表 44.全国杂交水稻可供种量和需求量



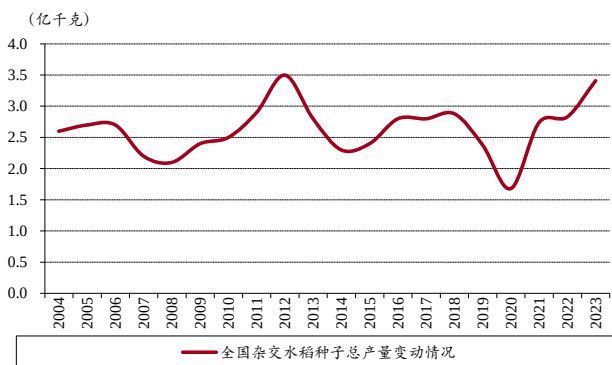
资料来源：iFind，中银证券

图表 45. 全国杂交水稻制种面积及同比增速



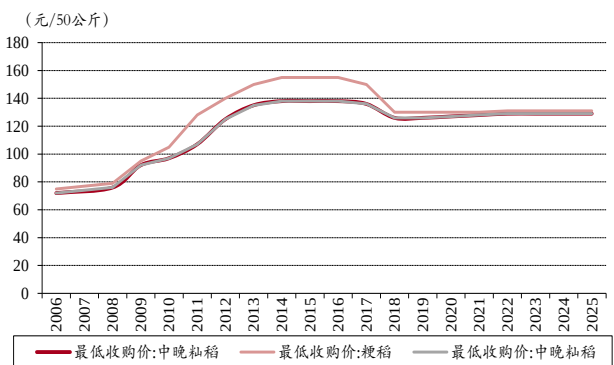
资料来源：iFind，中银证券

图表 46.全国杂交水稻种子总产量变动情况



资料来源：iFind，中银证券

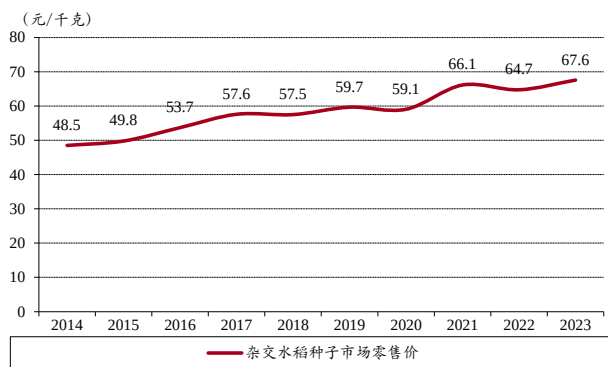
图表 47. 全国稻谷最低收购价



资料来源：iFind，中银证券

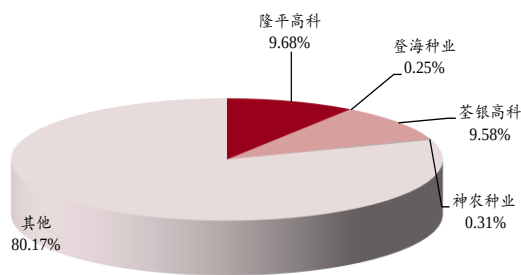
2025 年上半年，公司水稻种子收入保持平稳，精细化运营下净利润同比+4%。2023 年，水稻种子市场规模合计 240.93 亿元，其中杂交水稻占水稻种子整体规模的比重为 76.2%，隆平高科为杂交水稻龙头，市占率约为 9.7%。根据公司公告，24/25 经营年，公司水稻种子营收 19.22 亿元，同比-0.8%，拆分量价来看，销售量及销售单价同比分别-3.0%、+2.2%，水稻种子销量略有承压。24/25 经营年，公司期末库销比 42.4%，同比+1.3pct。2025 年上半年，公司积极把握大单品及低镉品种运作机遇，强化营销协同及精细化运作，1H25 水稻种子营收 7.79 亿元，同比-6.98%，净利润较上年同期增长+4%，水稻种子毛利率同比提升 2.7pct 至 42.2%。在严峻的外部环境与市场竞争压力下，公司在存量隆两优、晶两优系列品种稳中求进的基础上，以玮两优、臻两优等为代表性大单品迅速跻身全国领先品种序列，整体销售保持稳健，行业领先地位稳固。

图表 48.全国杂交水稻种子价格



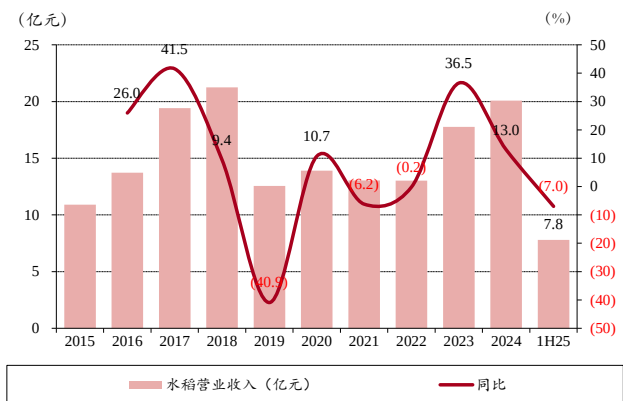
资料来源: iFind, 《2024 年中国农作物种业发展报告》(农业农村部种业管理司、全国农业技术推广服务中心、农业农村部科技发展中心编著),, 中银证券

图表 49.隆平高科为国内杂交水稻龙头 (2023 年市占率)



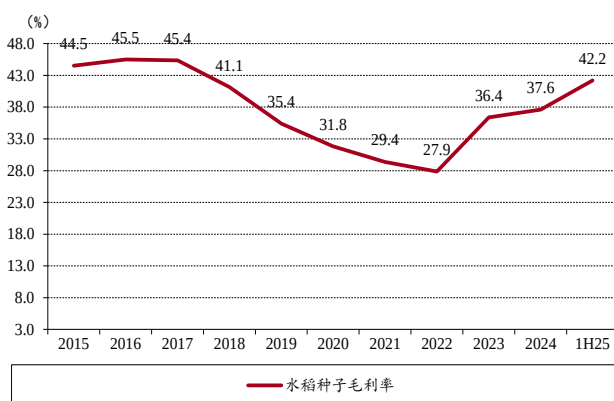
资料来源: iFind, 中银证券

图表 50. 隆平高科水稻营收及同比增速



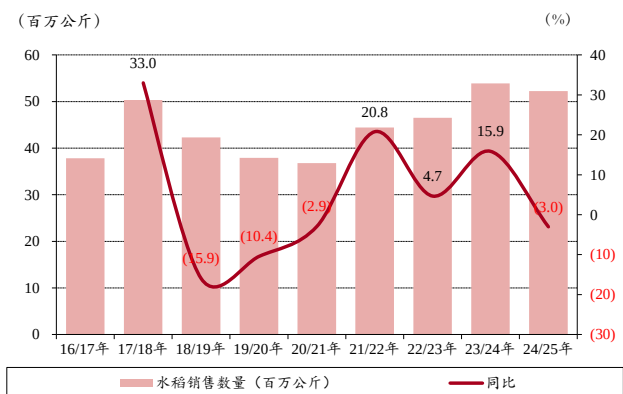
资料来源: iFind, 中银证券

图表 51. 隆平高科水稻种子毛利率表现



资料来源: iFind, 中银证券

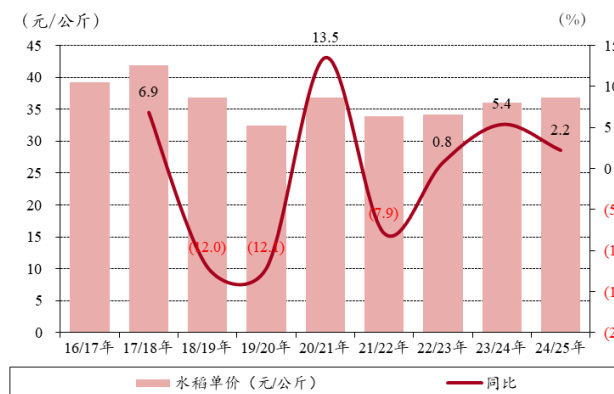
图表 52. 隆平高科水稻种子销量及同比增速 (经营年)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 业务年度期间为 10 月 1 日至次年 9 月 30 日

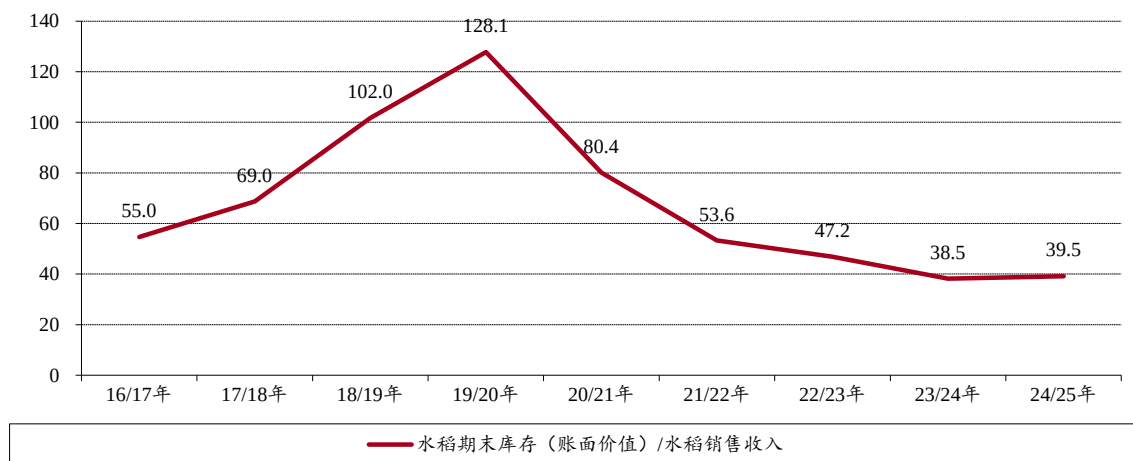
图表 53. 隆平高科水稻种子单价及同比增速 (经营年)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 业务年度期间为 10 月 1 日至次年 9 月 30 日

图表 54. 16/17 至 24/25 经营年，公司水稻种子库销比



资料来源：iFind，中银证券

注：业务年度期间为 10 月 1 日至次年 9 月 30 日

公司核心品种表现强势，持续完善产品结构。从公司水稻产品历史表现来看，公司持续打造一代代行业大品系、大单品，2010-2023 年的 14 年中，公司有 12 年位列全国杂交水稻单品推广面积第一。2024 年在国内推广面积前十的杂交水稻品种中，隆平高科独占 6 席，其中晶两优华占、晶两优 534 连续六年位居全国杂交水稻推广面积前三。根据公司公告，2025 年上半年，公司培育出抗飞虱高产水稻新品种扬粳优 4278，并推广应用；“颀两优系列”等战略大品系正加速成长为新时代水稻种业大单品。公司水稻晶两优 534、玉米裕丰 303D、小麦中麦 578、谷子张杂谷 13 号等 9 个品种入选农业农村部 2025 年度农业主导品种。

图表 55. 隆平高科大单品介绍

产品名称	具体介绍
晶两优华占	连续 6 年位居全国杂交水稻推广面积前 2 位，其中 5 年第 1 位。
隆两优华占	广造型超级稻，2018-2021 年蝉联全国杂交水稻推广面积第 3 位。
低镉臻两优 8612	全国第一个大面积推广的低镉水稻品种，2023 年全国推广面积 162 万亩。
晶两优 534	连续 6 年位居全国杂交水稻推广面积前 2 位，累计推广面积 2840 万亩。
玮两优 8612	广造型超级稻，多次打破长江中下游一季稻百亩片单产记录，2023 年全国推广面积 248 万亩。
颀两优 8612	创超级稻验收以来二等优质稻高产纪录，推广首年农户预订量迅速突破 200 万公斤。

资料来源：《2025 年中国种子大会暨南繁硅谷论坛（卢成林）》，中银证券

专精特新：市场份额优势明显，上半年食葵业务表现较优

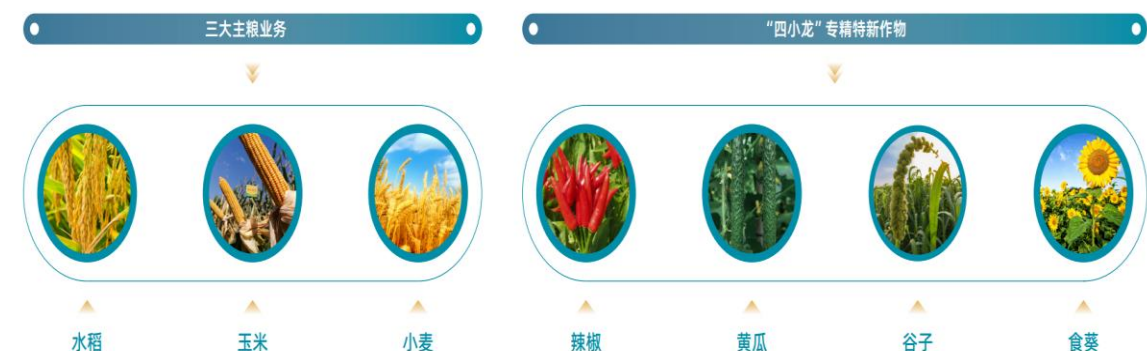
公司专精特新业务利润率稳定，已成长为各细分领域的领军品牌。公司主营业务分为两大板块，分别是三大主粮业务板块（水稻、玉米、小麦）和“四小龙”专精特新物种板块，其中“四小龙”分别指黄瓜、辣椒、谷子、食葵。公司在蔬菜、杂粮、食葵等作物板块汇聚了“湘研”、“德瑞特”、“巡天”、“三瑞”等专精特新头部企业。公司专精特新种子业务以高端品种为抓手，通过持续品种升级，实现从低抗到高抗、单抗到多抗。1H25 专精特新板块营收 2.5 亿元，同比减少 21.5%，分具体业务来看，食葵种子受益消费升级及需求持续增长，营收同比+7.6%，谷子、黄瓜及甜瓜等作物受粮价低迷、主产区病毒影响等因素销售同比下降。根据公司公告，公司黄瓜、辣椒、谷子、食葵等专精特新种子业务在各细分市场均保持领先地位，2024 年市场份额约为 60%、10%、60%、39%。分具体领域来看：

(1) 向日葵种子：向日葵是仅次于大豆、油菜、花生的第四大食用油籽作物，根据公司公告，全世界食用向日葵种植面积约 2000 万亩左右，其中约有 1000 万亩分布在中国，而中国 60-70% 的面积集中在内蒙古。中国食葵产业总值约 500 亿元左右，2024 年食葵出口量为 46.2 万吨，为世界最大的食葵出口国。隆平高科控股子公司三瑞科隆在国内市占率为 40%，主营业务为向日葵杂交种子，为细分行业标杆企业。公司主要核心品种为 SH363、SH361、三瑞 11 号等。上半年，三瑞 9 号等核心品种在主产区加速替代进口，进一步巩固领跑地位。根据公司公告，23/24 经营年，向日葵种子实现营收 1.7 亿元，同比+21.5%。

(2) 蔬菜瓜果种子：23/24 经营年，公司蔬菜瓜果种子实现营收 3.2 亿元，同比+14.2%。根据公司公告，隆平高科控股子公司湘研种业创建于 1988 年，其辣椒种子年种植面积达 140 万亩，占全国辣椒市场份额的 13% 以上。公司每年研发投入占营收的比重为 12%，目前辣椒商业化育种体系完善。从黄瓜行业竞争格局来看，黄瓜行业小企业较多，行业龙头相对较少且集中度提升趋势将会愈发明显，未来没有研发能力的企业将会逐渐退出市场。根据公司公告，公司控股子公司德瑞特 2023 年营收 2.27 亿元，其中黄瓜超过 1 亿元，利润 8297 万元，为全行业第一。公司定位多品类发展，规划 3 年内销售额突破 3 亿元。

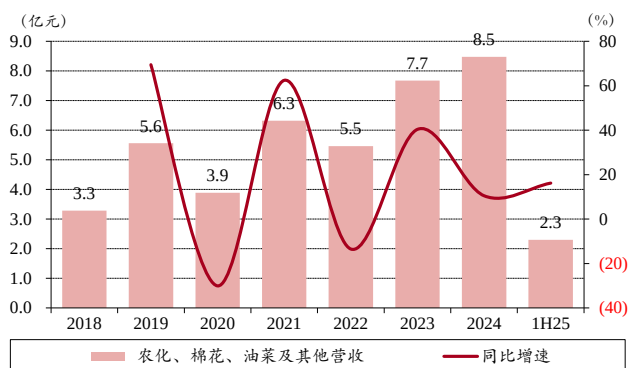
(4) 杂谷种子：根据公司公告，中国谷子种植面积占世界的 80%，产量占比 90%，种植区域集中度较高，内蒙、山西、河北种植面积占全国的 67%。谷子行业龙头企业数量较少，隆平高科控股子公司巡天农业在谷子科研投入、品种选育、品种推广等多方面位居全国首位，是全国唯一谷子业务年利润稳定在 1000 万元以上的企业。公司“张杂谷”系列产品推广面积连续 10 年以上位居全国第一，连续两年超过全国总面积的 50%。近两年，受终端粮价低迷影响，种植户及粮商积极性受挫，公司杂谷种子业务受到较大影响。23/24 经营年，公司杂谷种子营收 1.4 亿元，同比-32.0%。根据公司公告，下半年公司会积极调整销售策略，开拓增量市场，保持业务健康发展。

图表 56. 公司主营业务及主营产品



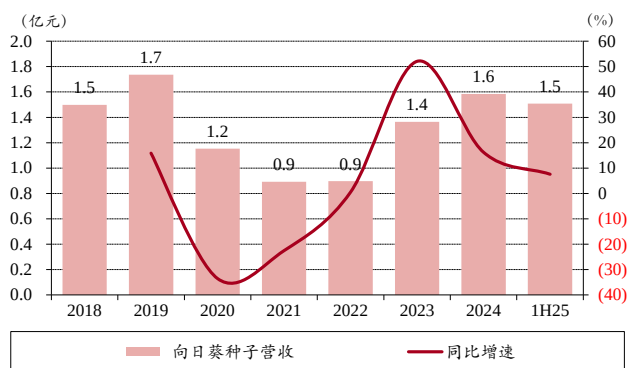
资料来源：公司年报，中银证券

图表 57. 农化、棉花、油菜等其他作物营收及同比增速



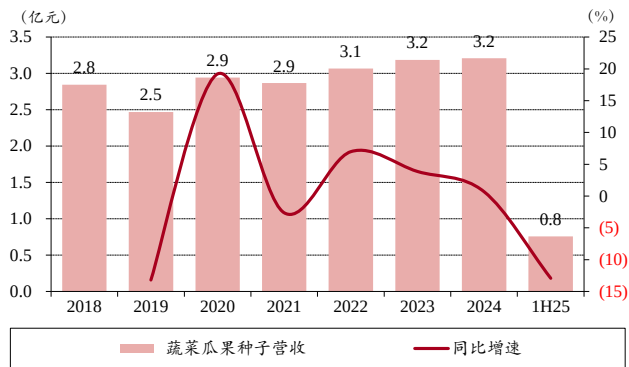
资料来源：iFind，中银证券

图表 58. 向日葵种子营收及同比增速



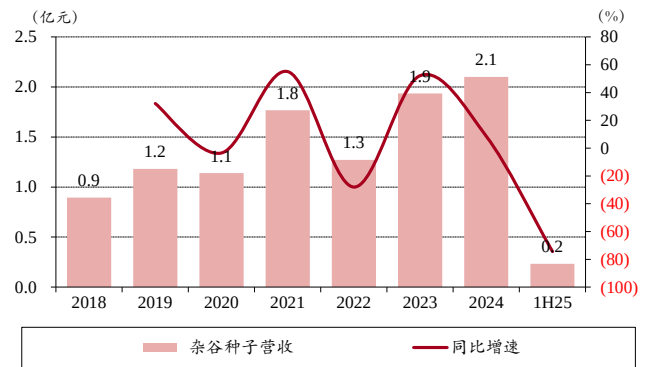
资料来源：iFind，中银证券

图表 59. 蔬菜瓜果种子营收及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

图表 60. 杂谷种子营收及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

图表 61. 隆平高科专精特新作物子公司



资料来源: 公司年报, 企查查, 中银证券

注: 持股比例为更新日期为 2025 年 10 月 31 日。

盈利预测及投资建议

受制种面积及种子价格增长有限的刚性约束，行业市场规模短期实现较快增长难度较大，种子行业处于存量竞争。中长期来看，种子是农业的“芯片”，对国家粮食安全至关重要。在国家振兴种业的政策背景下，行业的战略高度、政策力度、体制机制均有较大幅度提升，种业迎来高质量发展的新需求。在种企数量不断增加的同时，种企类型也在不断丰富，行业逐步从传统育种步入生物育种时代，行业并购整合加速。我们认为，在种业市场结构优化及产业升级的背景下，种企龙头凭借自身科研实力有望实现技术溢价，在规模效应下展现出龙头强者恒强的态势，企业估值仍有提升空间。

隆平高科以杂交水稻起家，为国内种业龙头，产业结构布局完善。得益于多年对优势品种的深耕布局，公司水稻、玉米种业规模持续增长，市占率均位列行业第一。受益于控股股东在资金支持及资源整合方面的优势及丰富经验，公司积极把握全球种业整合机遇，投资隆平发展，获得了优质的种质资源及国际领先的生物技术。公司研发投入领先行业，围绕生物育种的节点技术提前布局，参股多家生物育种公司，在转基因品种及性状储备方面具备先发优势及战略价值。转基因种子可实现降本增收，相比常规种子具备一定溢价。2023 年国内转基因玉米商业化落地，随着转基因种子在国内渗透率不断提升，规模效应显现后，公司市占率有望进一步提升。

结合行业发展阶段及公司业绩情况，我们判断公司 25 至 27 年营业收入增速分别为+0.1%、7.5%、7.7%。考虑到种业库存周期及行业经营环境逐步改善，叠加公司调整营销策略，有效降低销售成本，且巴西业务毛利率改善，推动公司整体毛利率提升。我们预计公司销售毛利润增加，25 至 27 年公司毛利率分别为 36.6%、37.6%、38.6%。分具体业务来看：

(1) 玉米种子：2024、2025 年，我国玉米供需比分别为 167%、175%，行业短期供需矛盾凸显，粮食价格承压。玉米种子产能过剩，市场价格持续下探，对公司种子的销售价格、销售数量及销售结构产生一定影响，从而影响公司业绩表现。2024 年以来，玉米商品价格受供需关系宽松影响持续下跌，处于本轮周期低点，但是 2025 年玉米批发价格降幅显著收窄，出现企稳迹象。我们认为，随着供需结构改善及库存风险逐渐释放，新销售季玉米价格有望逐渐回暖，迎来新一轮周期。在供给过剩、价格承压背景下，公司执行强渠道、强品种策略，五大品牌、五大渠道独立运作模式成效显著，种子预售款维持增长。考虑到行业当前供需矛盾凸显的情况，我们认为，国内玉米业务短期仍有承压，但是巴西玉米市场景气度回升，1H25 玉米种子营收同比+2.11%（按照去年同期汇率计算，营收同比+14%）。受乙醇产业带动巴西国内消费增长及出口需求推动，下半年玉米价格有望恢复上涨趋势，从而带动公司整体玉米销售表现。综上，结合国内外玉米业务表现，我们判断玉米种子 25 至 27 年营收分别为 50.9 亿元、55.0 亿元、59.5 亿元，同比增速分别为+1.4%、+8.0%、+8.1%。

(2) 水稻种子：2019-2022 年，水稻种子价格受国家下调水稻最低收购价等政策影响，近两年行业相对处于低谷期。公司自 2019 年开始积极调整产品结构及经营策略，精简非主要品种，在行业承压背景下表现亮眼。2019 至 2024 年，公司水稻种子库存量 CAGR 为-12.5%，库销比（水稻期末库存的账面价值/水稻销售收入）从 19/20 经营年的 128.1%降至 23/24 经营年的 38.5%，库存结构持续优化，库存水平健康。1H25 公司创新系统性营销模式，强化市场协同及精细化运营，水稻种子毛利率同比提升 2.7pct 至 42.2%，净利润较上年同期增长 4%，实现营收 7.8 亿元，同比-7.0%。公司较强的研发实力保障公司源源不断输入新的品种，原有大单品推广面积持续保持全国前列，水稻业务整体稳健发展，行业地位稳固。结合上半年水稻种子销售表现，我们认为下半年水稻种子销售降幅环比收窄，我们判断 25 至 27 年公司水稻业务营收分别为 20.4 亿元、21.6 亿元、23.1 亿元，同比增速分别为+1.5%、+5.8%、+7.1%。

(3) 专精特新及其他业务：1H25 专精特新业务合计占公司营收比重为 11.5%，其中食葵种子保持增长，蔬菜瓜果、杂谷种子受病害及外部环境影响销售收入同比下滑。我们预计 2H25 专精特新业务将延续上半年表现。农化、棉花及其他业务 1H25 营收占比 10.6%，营收同比+16.2%。我们预计 25 至 27 年营收增速同比分别为-5.9%、+8.0%、+7.3%。

利润端来看，受益定增获批，公司现金流压力得到缓解，1H25 有息负债较年初下降 7.26 亿元，资产负债率较年初下降 6.46%，资本结构显著优化。面对种子行业周期底部压力，公司主动优化内部管理，精益降费，制定了处置低效、无效资产的三年瘦身健体专项工作，资产质量持续提升。当前，公司业务布局完善且市占率在各个子行业处于领先地位。我们判断，伴随着行业逐渐走出周期底部，同时巴西业务资本开支逐年减少，公司将凭借自身的品牌力、管理能力及优质的制种资源，企业业绩有望得到较快恢复。我们预计公司 25 至 27 年营收分别为 85.8 92.2 99.3 亿元，同比+0.1% +7.5%、+7.7%，归母净利分别为 2.0、3.1、4.5 亿元，同比分别+71.4%、+57.6%、+46.8%。

图表 62. 盈利预测表及业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,223	8,566	8,577	9,219	9,933
YOY(%)	150.0	(7.1)	0.1	7.5	7.7
毛利率(%)	39.8	36.6	36.6	37.6	38.6
其中：					
水稻					
收入（百万元）	1,777	2,008	2,038	2,157	2,310
YOY(%)	36.5	13.0	1.5	5.8	7.1
毛利率(%)	36.4	37.6	38.8	38.8	39.2
玉米					
收入（百万元）	6,030	5,021	5,093	5,500	5,947
YOY(%)	358.0	(16.7)	1.4	8.0	8.1
毛利率(%)	40.0	34.6	37.0	38.5	40.0
蔬菜瓜果					
收入（百万元）	319	321	329	359	384
YOY(%)	3.9	0.7	2.4	9.2	7.1
毛利率(%)	59.8	61.4	61.5	61.5	61.8
杂谷种子					
收入（百万元）	194	210	143	150	155
YOY(%)	52.2	8.5	(31.8)	5.0	3.0
毛利率(%)	64.0	64.9	64.9	65.0	65.2
向日葵种子					
收入（百万元）	136	158	190	213	237
YOY(%)	52.1	16.2	20.0	12.2	11.2
毛利率(%)	61.8	72.6	72.3	72.6	73.0
农化、棉花、油菜及其他					
收入（百万元）	767	848	975	1053	1137
YOY(%)	40.4	10.5	15.0	8.0	8.0
毛利率(%)	26.9	22.6	23.0	23.5	23.8

资料来源：iFinD，中银证券

从公司业务分类来看，公司主营业务为玉米及杂交水稻，上半年营收占比分别为 41.89%、35.96%。因此我们选择业务结构相似的种业公司登海种业（玉米种子营收占比 91.58%、小麦种子占比 0.83%）、国投丰乐（农化占比 73.13%、种子类占比 14.15%、香料类占比 12.72%）、康农种业（玉米杂交种子占比 93.15%、其他占比 6.85%）为可比公司。考虑到种子行业受政策、库存周期等因素影响较大，叠加种企自身因业务扩张导致利润表现不稳定等因素，除了市盈率，我们同时采取市净率及市销率估值法进行比较。

近两年，隆平高科业绩受汇兑损益及巴西业务影响出现波动，估值高于同业。公司强化市场研判与优化营销政策，同时通过银团贷款有效降低了整体融资成本，并有效控制汇率敞口风险，财务费用显著下降。随着隆平发展对公司利润贡献将进一步增加，我们预计公司未来两年利润将得到显著修复。公司具备丰富的种质资源，同时在生物育种领域技术优势显著，未来随着生物育种技术的突破及商业化应用，则有望为公司带来估值溢价。根据公司公告，1-3Q25 公司经营活动产生的现金流净额比上年同期增加 10.85 亿元，同比增长 252.78%，销售政策调整改革及库存管理效果显著，整体经营趋势向好。我们预计，25 至 27 年公司归母净利分别为 2.0、3.1、4.5 亿元，同比分别+71.4%、+57.6%、+46.8%。当前市值对应 PE 分别为 71.9X、45.6X、31.1X，给予**增持**评级。

图表 63. 种业可比公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				市盈率 (X)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
920403.BJ	康农种业	21.15	20.01	1.16	1.03	1.27	1.56	18.2	20.5	16.7	13.6
002041.SZ	登海种业	9.48	83.42	0.06	0.15	0.23	0.26	158.0	63.2	41.2	36.5
000713.SZ	国投丰乐	6.88	42.24	0.11	0.12	0.19	0.23	62.5	57.3	36.2	29.9
	行业平均			0.44	0.43	0.56	0.68	79.6	47.0	31.4	26.6
000998.SZ	隆平高科	9.55	140.33	0.08	0.13	0.21	0.31	123.2	71.9	45.6	31.1

资料来源：iFind，中银证券

注 1：股价截止日为 2025 年 12 月 5 日

注 2：未评级公司 EPS 采用同花顺机构一致盈利预期

图表 64. 不同种企估值表现

证券代码	证券名称	市销率 (PS) -MRQ	市净率 (PB) -MRQ	市盈率 (PE) -TTM
600313.SH	农发种业	1.5	3.8	138.8
000713.SZ	国投丰乐	2.1	2.2	84.2
000998.SZ	隆平高科	3.7	2.4	(188.4)
300087.SZ	荃银高科	4.2	6.3	583.3
600354.SH	敦煌种业	3.3	5.1	50.4
002041.SZ	登海种业	12.2	2.3	160.3
920403.BJ	康农种业	38.8	4.4	31.3
920087.BJ	秋乐种业	13.5	5.2	107.6
600371.SH	万向德农	13.0	4.9	132.9
300189.SZ	神农种业	29.1	8.4	(259.0)

资料来源：同花顺，中银证券

注：股价截止日为 2025 年 12 月 5 日

风险提示

自然气候及极端天气影响销量。农业生产具有周期性和季节性的特征，易受自然气候剧变和极端天气影响，抗风险能力较差。极端天气会导致制种单产下滑，对种子价格及销售规模产生不利影响。

国际地缘政治及其他不可预见性事件影响。农产品价格会受到国内产业政策、供求关系、国际地缘政治及其他不可预见性事件影响，产生价格波动和业绩波动风险。

转基因玉米推广速度不及预期。2023 年转基因商业化落地，转基因玉米试点范围扩大同时并安排制种。若转基因玉米制种效果不及预期，会影响转基因玉米推广速度及公司利润释放节奏。

核心品种销量不及预期。种子行业周期性较强，销量受供需关系影响较大，影响公司当期经营情况。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,223	8,566	8,577	9,219	9,933
营业收入	9,223	8,566	8,577	9,219	9,933
营业成本	5,556	5,432	5,436	5,757	6,104
营业税金及附加	60	50	53	51	58
销售费用	891	983	982	1,033	1,112
管理费用	988	938	908	968	1,043
研发费用	677	674	673	719	745
财务费用	398	856	745	710	689
其他收益	129	145	150	120	100
资产减值损失	(244)	(387)	0	0	0
信用减值损失	(35)	(69)	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	0	0	1	1	1
公允价值变动收益	(103)	41	3	3	3
投资收益	(39)	264	265	200	180
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	363	(373)	197	304	465
营业外收入	29	14	29	29	29
营业外支出	30	11	10	10	10
利润总额	362	(370)	216	323	484
所得税	(12)	(210)	22	16	34
净利润	374	(161)	194	306	450
少数股东损益	173	(274)	(1)	(1)	(2)
归母净利润	200	114	195	308	452
EBITDA	1,413	703	1,226	1,418	1,614
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.14	0.08	0.13	0.21	0.31

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,008	9,917	11,400	12,164	13,625
货币资金	3,924	2,761	3,002	3,503	4,271
应收账款	2,040	1,828	1,984	1,499	1,260
应收票据	3	0	3	0	4
存货	4,555	3,873	5,186	6,009	6,877
预付账款	287	421	304	335	478
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,200	1,033	921	818	735
非流动资产	15,740	14,016	13,296	12,680	11,948
长期投资	1,527	1,107	1,107	1,107	1,107
固定资产	2,888	3,634	3,358	3,082	2,806
无形资产	4,629	3,881	3,557	3,233	2,909
其他长期资产	6,697	5,395	5,274	5,258	5,126
资产合计	27,748	23,933	24,695	24,844	25,573
流动负债	12,676	10,746	11,064	11,824	13,409
短期借款	6,399	4,841	4,802	5,447	6,433
应付账款	1,477	1,418	1,239	1,448	1,401
其他流动负债	4,799	4,487	5,023	4,929	5,575
非流动负债	4,943	5,165	4,257	3,482	2,384
长期借款	4,098	4,409	3,457	2,703	1,595
其他长期负债	846	756	801	778	790
负债合计	17,619	15,911	15,321	15,305	15,793
股本	1,317	1,317	1,469	1,469	1,469
少数股东权益	4,523	3,251	3,250	3,249	3,247
归属母公司股东权益	5,606	4,771	6,124	6,290	6,532
负债和股东权益合计	27,748	23,933	24,695	24,844	25,573

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	374	(161)	194	306	450
折旧摊销	639	671	702	728	744
营运资金变动	(1,937)	(307)	(655)	(480)	(105)
其他	1,644	286	608	442	539
经营活动现金流	719	489	850	996	1,628
资本支出	(1,452)	(831)	(75)	(65)	(35)
投资变动	1,547	550	153	123	103
其他	(2,333)	(388)	266	201	181
投资活动现金流	(2,237)	(669)	344	259	249
银行借款	6,263	(1,246)	(992)	(109)	(122)
股权融资	(3,319)	348	1,159	(142)	(209)
其他	(651)	(94)	(1,120)	(502)	(778)
筹资活动现金流	2,293	(992)	(953)	(753)	(1,109)
净现金流	775	(1,172)	241	501	768

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	150.0	(7.1)	0.1	7.5	7.7
营业利润增长率(%)	(149.5)	(202.9)	(152.8)	54.0	53.1
归属于母公司净利润增长率(%)	(122.8)	(43.1)	71.4	57.6	46.8
息税前利润增长率(%)	(225.2)	(95.8)	1,512.4	31.9	26.0
息税折旧前利润增长率(%)	(747.6)	(50.2)	74.3	15.7	13.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(122.8)	(43.1)	71.4	57.6	46.8
获利能力					
息税前利润率(%)	8.4	0.4	6.1	7.5	8.8
营业利润率(%)	3.9	(4.4)	2.3	3.3	4.7
毛利率(%)	39.8	36.6	36.6	37.6	38.6
归母净利润率(%)	2.2	1.3	2.3	3.3	4.5
ROE(%)	3.6	2.4	3.2	4.9	6.9
ROIC(%)	4.9	0.1	2.8	3.9	5.3
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.7	1.0	0.7	0.6	0.5
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	7.4	4.4	4.5	5.3	7.2
应付账款周转率	8.9	5.9	6.5	6.9	7.0
费用率					
销售费用率(%)	9.7	11.5	11.5	11.2	11.2
管理费用率(%)	10.7	10.9	10.6	10.5	10.5
研发费用率(%)	7.3	7.9	7.9	7.8	7.5
财务费用率(%)	4.3	10.0	8.7	7.7	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	0.3	0.6	0.7	1.1
每股净资产(最新摊薄)	3.8	3.2	4.2	4.3	4.4
每股股息	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	70.1	123.2	71.9	45.6	31.1
P/B(最新摊薄)	2.5	2.9	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	17.5	33.8	16.5	13.7	10.7
价格/现金流(倍)	19.5	28.7	16.5	14.1	8.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371