2021 年 10 月 30 日

证券研究报告•2021 年三季报点评

登海种业（002041）农林牧渔

持有（维持）

当前价：21.32 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

玉米种植景气高，制种龙头业绩提升

投资要点

- **业绩点评：**公司 2021 年前三季度实现营收 5.1 亿元，同比增长 19.6%，归母净利润为 1.2 亿元，同比增长 100%。单三季度实现营业收入 9790.4 万元，同比增长 9.2%，归母净利实现 1163.2 万元，同比增长 983.1%，扣非后归母净利润为-465.9 万元，同比增长 58.7%，非经常性损益 1629.1 万元，其中主要构成为定期以及理财产品的受益共 1434.8 万元。业绩增长的主要原因在于报告期内，商品粮玉米价格较高，农民种植积极性好，下游对种子需求度高，进而公司玉米种子销量提升，盈利能力增强。
- **种业发展规范化，拥有研发实力的种子企业将从中受益。**粮食安全受到国家高度关注，2021 年初中共中央国务院发布的中央一号文件中明确提出了粮食安全与种子安全的重要性；7 月中央全面深化改革委员会第二十次会议审议通过的《种业振兴行动方案》是继 1962 年出台《关于加强种子工作的决定》后，再次对种业发展作出重要部署，会议指出种业发展仍不牢固，保障种源自主可控比过去任何时候都紧迫；为落实中央一号文件有关要求国家农作物品种审定委员会办公室组织修改了国家级玉米、稻品种审定标准，从而更好地鼓励研发育种；公司在育种方面拥有丰富的经验并长期坚持，被纳入国家和农业部重点实验室，先后获得国家星火一等奖、国家科技进步一等奖、山东省科技进步一等奖等 25 项国家及省部级奖励，同时在转基因方面于高校进行合作，假如商业化落地，争取在行业扩容以及格局重塑的过程中获得高起点。**转基因方面**，全球市场目前前五大转基因种植国家的平均应用率已接近饱和，中国尚处于发展初期市场空间庞大，若未来顺利实现产业化，产生红利将由农民、种企、土地企业进行瓜分，**公**司积极进行合作与技术储备，拥有先发优势。
- **种业市场规模庞大，龙头企业发挥产品优势，提高市场份额。**2016 以后出现库存过剩的情况后，我国开始了农产品的供给侧改革，市场整体维持在 1200 亿元左右，该发展态势于 2019 年迎来拐点。集中度方面，国务院发布的《全国现代农作物种业发展规划（2012-2020 年）》等指导意见与规划，提高种业门槛，加强种子的市场监管，截至 2018 年底持有有效种子生产经营许可证的企业数为 5663 家，相较于 2010 年的 8700 家减少了近 35%。公司是国家最早实施“育繁推一体化”的试点企业，这是种子企业具备较强市场竞争力和综合实力的重要体现，登海 605、登海 618 自审定进入市场以来，在抗病性、高产、抗倒伏、早熟等特征方面均表现优秀，受到广大农民群众的欢迎，年销售量不断增长。
- **从供需结构看，玉米下游需求旺盛，价格处于高位，种植热情高。**2016 年临储政策的取消以及后续玉米种植面积减少的相关政策，顺利推进玉米去库存工作，截至 2020 年玉米种植面积为 4126 万公顷，较 2015 年的峰值减少 371 万公顷，减少幅度为 8.3%；生猪以及禽类存栏均处于高位，截至 2021 年上半年全国生猪存栏量为 4.4 亿头同比增长 29.2%，2020 年白羽鸡祖代引种量为 100.3 万套，为近 5 年较高水平，玉米作为饲料原材料的需求量将随下游养殖量而增加。玉米现货价格虽有回落，但仍对种植热情有正面影响，整体来看，市场对于玉米种子的需求旺盛，农业农村部预计 2021/22 年度，中国玉米种植面积为 4267 万公顷，较上年度增加 1406 千公顷，增加 3.4%。公司作为玉米种业龙头，下游产品需求提升，整体业绩向好。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.23 元、0.35 元、0.49 元，对应动态 PE 分别为 91/61/44 倍，当前市场估值合理，维持“持有”评级。
- **风险提示：**出现自然灾害影响粮食产量，下游对玉米需求不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	900.74	1073.64	1327.98	1643.92
增长率	9.42%	19.20%	23.69%	23.79%
归属母公司净利润（百万元）	101.96	205.83	306.13	430.96
增长率	145.18%	101.88%	48.73%	40.78%
每股收益 EPS（元）	0.12	0.23	0.35	0.49
净资产收益率 ROE	1.56%	4.80%	6.67%	9.23%
PE	184	91	61	44
PB	5.98	5.69	5.31	4.82

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

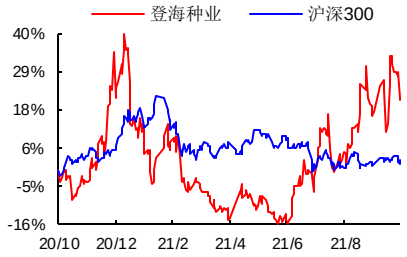
邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：刘佳宜

电话：021-68415832

邮箱：liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.80
流通 A 股(亿股)	8.80
52 周内股价区间(元)	14.88-24.8
总市值(亿元)	187.62
总资产(亿元)	41.74
每股净资产(元)	3.38

相关研究

1. 登海种业(002041)：行业规范化迎突破，龙头企业先发优势明显 (2021-09-28)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	900.74	1073.64	1327.98	1643.92
营业成本	641.27	649.99	786.07	941.57
营业税金及附加	5.82	7.41	8.97	11.18
销售费用	71.10	118.10	132.80	131.51
管理费用	86.41	118.10	139.44	143.02
财务费用	-14.08	-14.66	-17.11	-25.98
资产减值损失	-27.95	0.00	0.00	0.00
投资收益	41.09	20.00	40.00	40.00
公允价值变动损益	8.45	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	73.34	214.71	317.82	482.61
其他非经营损益	-4.30	-3.60	-3.84	-3.76
利润总额	69.03	211.11	313.98	478.85
所得税	20.14	52.78	78.50	119.71
净利润	48.89	158.33	235.49	359.14
少数股东损益	-53.06	-47.50	-70.65	-71.83
归属母公司股东净利润	101.96	205.83	306.13	430.96

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	48.89	158.33	235.49	359.14
折旧与摊销	74.08	131.64	134.59	136.54
财务费用	-14.08	-14.66	-17.11	-25.98
资产减值损失	-27.95	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	325.33	-345.34	-62.94	-68.57
其他	-36.81	-18.94	-36.93	-41.71
经营活动现金流净额	369.44	-88.97	253.10	359.42
资本支出	40.92	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-292.64	-15.01	41.58	26.14
投资活动现金流净额	-251.73	-25.01	31.58	16.14
短期借款	-0.01	-5.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-52.80	0.00	0.00	0.00
其他	-5.90	18.85	17.11	25.98
筹资活动现金流净额	-58.71	13.85	17.11	25.98
现金流量净额	59.01	-100.13	301.79	401.53

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	652.10	551.97	853.76	1255.29
应收和预付款项	42.60	61.96	72.79	87.66
存货	407.75	525.97	609.22	770.46
其他流动资产	1916.93	1948.49	1942.82	1950.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	9.73	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	619.63	513.28	403.99	292.74
无形资产和开发支出	88.17	74.33	60.49	46.65
其他非流动资产	23.60	32.15	40.69	49.24
资产总计	3760.51	3708.14	3983.76	4452.30
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	42.74	154.44	144.11	195.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	577.72	256.14	306.60	364.94
负债合计	625.46	410.58	450.71	560.11
股本	880.00	880.00	880.00	880.00
资本公积	29.32	29.32	29.32	29.32
留存收益	1983.94	2189.76	2495.90	2926.86
归属母公司股东权益	2889.07	3099.08	3405.22	3836.18
少数股东权益	245.98	198.48	127.84	56.01
股东权益合计	3135.05	3297.57	3533.05	3892.19
负债和股东权益合计	3760.51	3708.14	3983.76	4452.30

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	9.42%	19.20%	23.69%	23.79%
营业利润增长率	164.90%	192.77%	48.02%	51.85%
净利润增长率	21.53%	223.84%	48.73%	52.51%
EBITDA 增长率	182.37%	148.77%	31.24%	36.27%
获利能力				
毛利率	28.81%	39.46%	40.81%	42.72%
三费率	15.92%	20.63%	19.21%	15.12%
净利率	5.43%	14.75%	17.73%	21.85%
ROE	1.56%	4.80%	6.67%	9.23%
ROA	1.30%	4.27%	5.91%	8.07%
ROIC	5.40%	20.54%	27.45%	44.08%
EBITDA/销售收入	14.80%	30.89%	32.78%	36.08%
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.29	0.35	0.39
固定资产周转率	1.55	2.09	3.11	5.01
应收账款周转率	41.58	40.64	42.03	42.09
存货周转率	1.03	1.14	1.17	1.18
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.15%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	16.63%	11.07%	11.31%	12.58%
带息债务/总负债	0.80%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.95	7.82	8.00	7.47
速动比率	4.28	6.49	6.60	6.05
股利支付率	51.79%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.12	0.23	0.35	0.49
每股净资产	3.56	3.75	4.01	4.42
每股经营现金	0.42	-0.10	0.29	0.41
每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	133.33	331.68	435.30	593.17
PE	184.02	91.15	61.29	43.53
PB	5.98	5.69	5.31	4.82
PS	20.83	17.47	14.13	11.41
EV/EBITDA	121.33	49.01	36.65	26.20
股息率	0.28%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn