

隆平高科 VS 登海种业 VS 荃银高科

种业产业深度梳理

种子，是农业的“芯片”。

2021年7月宣布的《种业振兴行动方案》强调农业现代化，其中，种子是基础，必须把民族种业搞上去，把种源安全提升到关系到整体安全的战略高度，集中力量破难题、补短板、强优势、控风险，实现种业科技自立自强、种源自主可控。

从种子的下游消费量看，玉米 > 水稻 > 小麦 > 大豆。其中，水稻、小麦主要为粮食用，玉米、大豆主要为饲料用。

目前，水稻、玉米、小麦基本能够自给自足，而大豆仍然依赖进口。



图：种子消费结构

来源：塔坚研究

今天，我们来跟踪一下种子产业的近况。

2021年4月30日，**隆平高科**发布一季度报告，实现营业收入8.5亿元，比上年同期增长5.44%，归属于上市公司股东的净利润0.41亿元，比上年同期增长69.14%。

2021年4月23日，**登海种业**发布一季度报告，实现营业收入2.3亿元，上年同期增长40.17%，归母净利润0.59亿元，比上年同期增长75.46%。

2021年4月30日，**荃银高科**发布一季度报告，实现营业收入2.94亿元，上年同期增长66.13%，归母净亏损0.02亿元，比上年同期下降123.48%。

从机构对行业的预期情况来看：

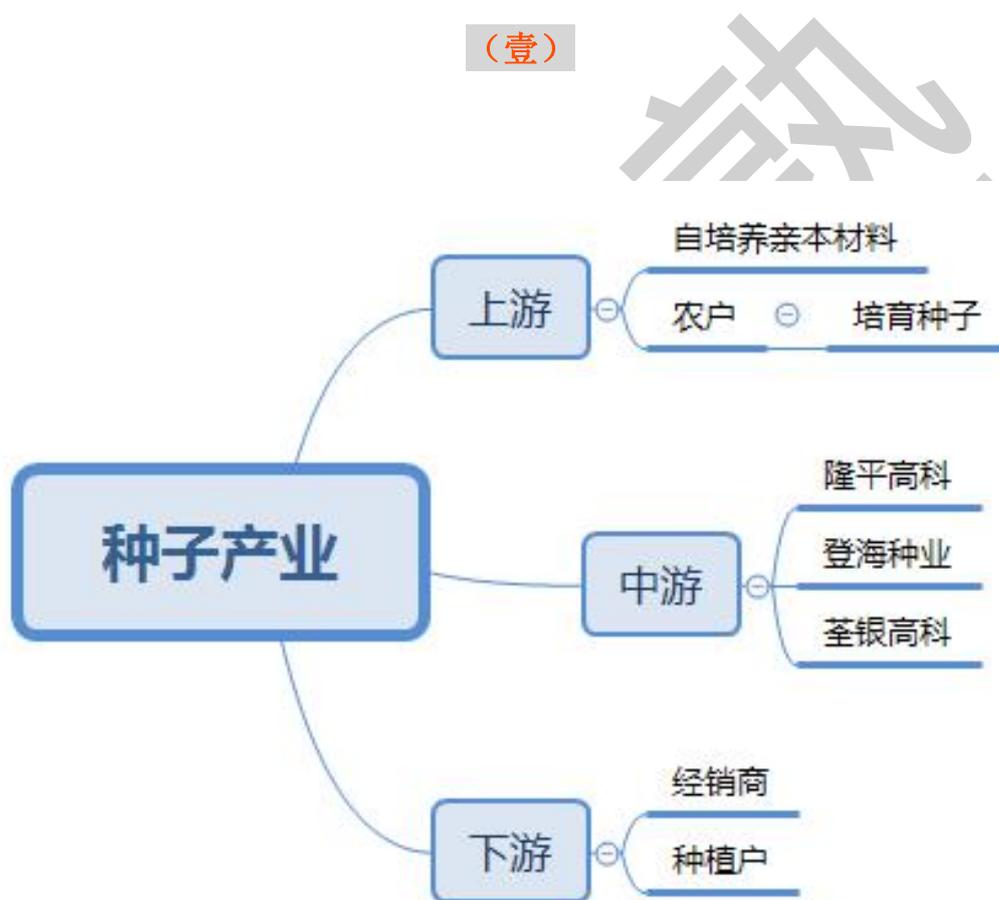
隆平高科——2021年、2022年，wind机构一致预测收入规模大约为38.47亿元、45.31亿元，预期同比增长16.91%、17.78%。根据其2020年中报占全年收入平均比例（34%）计算，其2021年中报收入需达到13.23亿元，才符合预期。

登海种业——2021年、2022年，wind机构一致预测收入规模大约为11.55亿元、13.61亿元，预期同比增长28.27%、17.79%。根据其2020年中报占全年收入平均比例（37.62%）计算，其2021年中报收入需达到4.32亿元，才符合预期。

荃银高科——2021年、2022年，wind机构一致预测收入规模大约为19.6亿元、25.11亿元，预期同比增长22.34%、28.13%。根据其2020年中报占全年收入平均比例（35.08%）计算，其2021年中报收入需达到6.76亿元，才符合预期。

那么，问题来了：

- 1) 种业龙头的数据表现，到底如何？
- 2) 三家龙头企业分别有什么样的布局？未来什么样的布局，更有长期竞争力



图：产业链

来源：塔坚研究

从收入结构上来看，三家公司的主要收入构成主要为各类作物的种子。

隆平高科的种子类别多，包括水稻、玉米、蔬菜瓜果、向日葵、杂谷、棉花和油菜等，其中传统优势业务为水稻种，但在 2019 和 2020 年有较大幅度的下滑，主要因于政策调低水稻收购价，水稻种植面积下降，导致种子价格和销量下滑。

玉米种子收入增长较快，三年 CAGR 141.33%，主要因并表联创种业。



图：隆平高科收入结构

来源：塔坚研究

登海种业收入主要由玉米种构成，2020 年占总收入达到 87.22%。



图：登海种业收入结构

来源：塔坚研究

荃银高科的传统优势业务为水稻种，值得一提的是，19 和 20 年公司的水稻业务在行业下行的背景下不跌反升，是因 2018 年年末，中化现代农业成为荃银高科大股东，借助中化的渠道平台，实现各项业务稳定增长。

玉米和粮食作物业务增长较快，三年复合增长率分别为 121.34%、259.62%。

其中粮食作物为商贸业务，该业务的本质是帮助下游农户销售粮食，特点是收入增长快，但毛利率水平低，2020 年粮食作为占收入比例 26.22%，占毛利比例为 4.07%。

虽然处于增收不增利的状态，但可增强与下游客户的粘性，有助于公司种子业务的销售。



图：荃银高科收入结构

来源：塔坚研究

可以看出，三家公司的主要收入是玉米种和水稻种，因此，我们先来看看水稻种子、玉米种子的价格、库存等关键数据。

(贰)

种子价格的周期波动，主要受下游作物价格、需求和库存水平的影响。

一般情况下，下游作物价格高，需求大，库存水平低的状态下，种子周期上行的确定性较高。分种子来看：

玉米种子——

自 2009 年我国实施玉米临时收储政策以来，玉米的库存水平持续攀升，至 2016 年达到巅峰 2.5 亿吨，库存消费比大于 1。

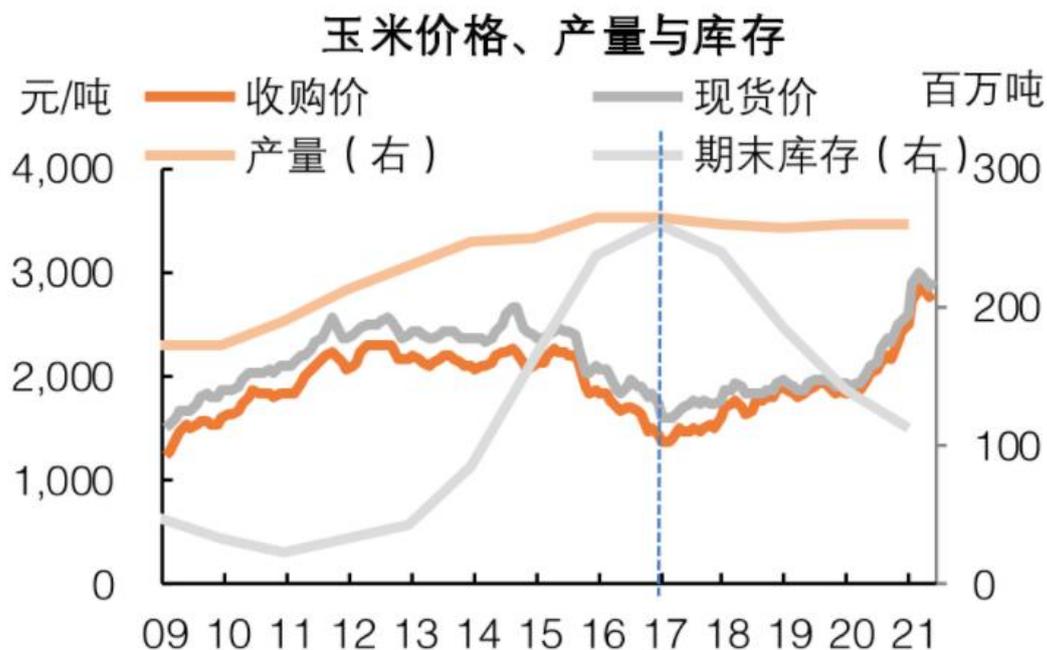
为了治理玉米供给过剩的现状，监管层在 2016 年取消临时收储政策，玉米库存水平持续改善，至 2020 年为 1 亿吨，库存消费比达到历史较低水平 38.75%，未来库存压力较少。



图：玉米库存消费比

来源：国联证券

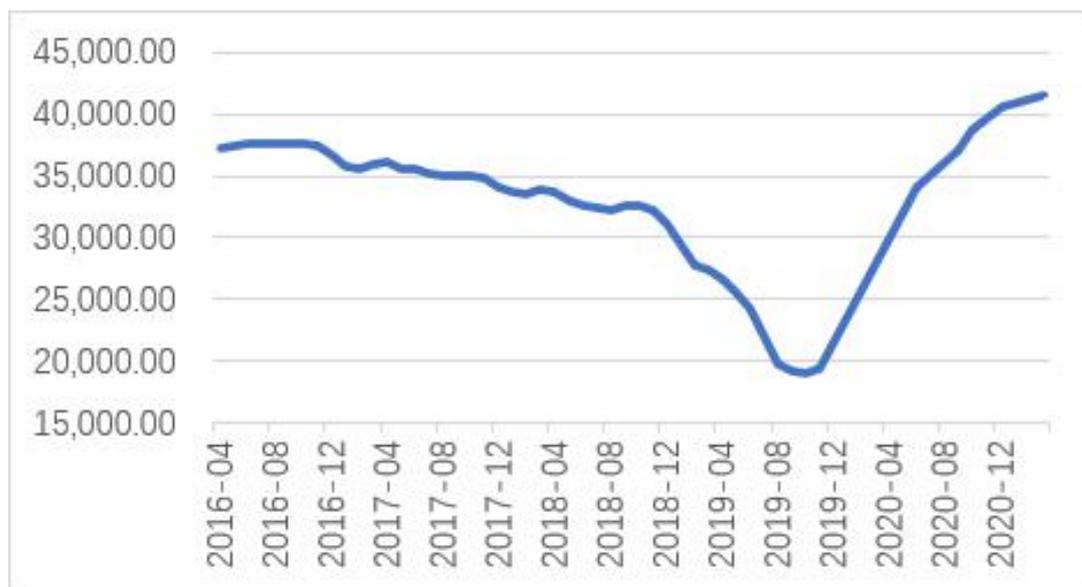
与此对应，玉米的价格自 2017 年达到低位水平后不断提升，目前在 2700 元/吨上下。



图：玉米库存与价格

来源：平安证券

由于我国玉米 60% 的消费来自于饲料加工生产，下游生猪养殖存栏水平达到历史高位，对饲料的强需求将维持玉米的景气水平。



图：生猪出栏量

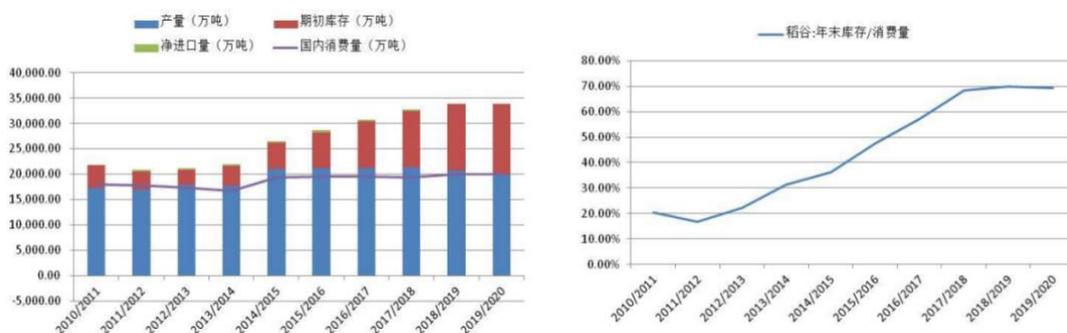
来源：Wind

综上所述，未来短期内，玉米库存压力低，价格高，需求大，在这三大驱动力之下，玉米种子周期上行确定性较强。

水稻种子

水稻因杂交技术的成熟先进，产量大、供给多，监管层为保护农户的利益，对水稻设定了低位收购价，也即是当市场价低于机关收购价时，农户可以选择以机关收购价卖给政府。

水稻产量较为稳定,但库存水平逐年攀升,即使政府在 2017 和 2018 两年连续下调稻谷低位收购价, 水稻库存消费比仍然维持在 70% 的高位水平, 综合来看, 未来去库存的压力仍然较大。



图：水稻供需情况（左） 稻谷库存消费比（右）

来源：Wind

因水稻受政策保护, 主要用途是生产食用口粮大米, 因此其价格整体较为稳定, 周期波动较小, 主要受 CPI 拉动, 同时人们对大米的食用量较为稳定, 需求平稳。



图：水稻价格（粳稻、早晚稻、早稻）

来源：Wind

综合来看，未来几年玉米的周期上行确定性强于水稻。

另外，由于小麦的库存消费比高达 110%以上，去库存压力较大，但主要为粮食用，所以小麦价格也比较平稳，小麦现货价在 2500 元/吨左右；

而大豆主要依赖进口，大豆价格受国际环境以及大豆主要出口国（美国、巴西、阿根廷）的大豆种植面积影响较大。受卫生事件影响，进口大豆到港延迟或下降，叠加下游需求提振，推动大豆价格上升。



图：大豆、小麦 现货价

来源：Wind

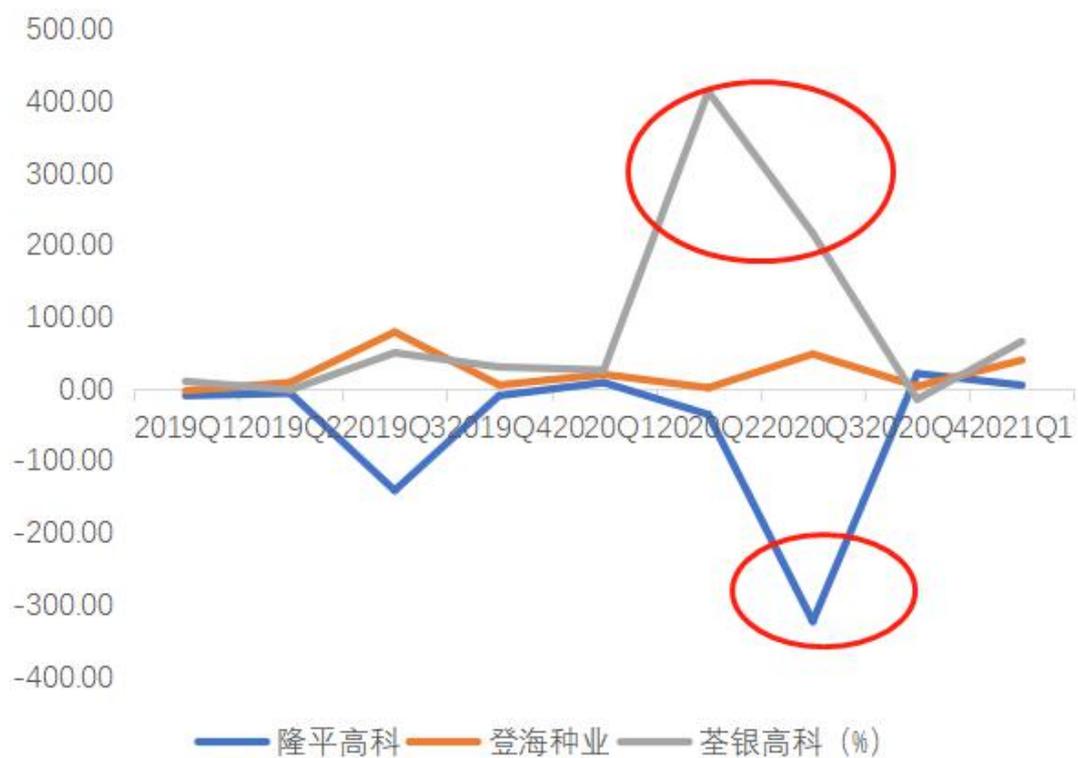
(叁)

从近十个季度的收入增速来看——

登海种业的收入增速较为平缓，且录得正增长，主要受益于玉米种销售回暖拉动。

隆平高科 2019 年受水稻种限产政策影响较大，处于负增长的状态。2019 和 2020Q3 处于大幅负增长的状态，主要因 Q3 属于传统种子销售淡季所致。

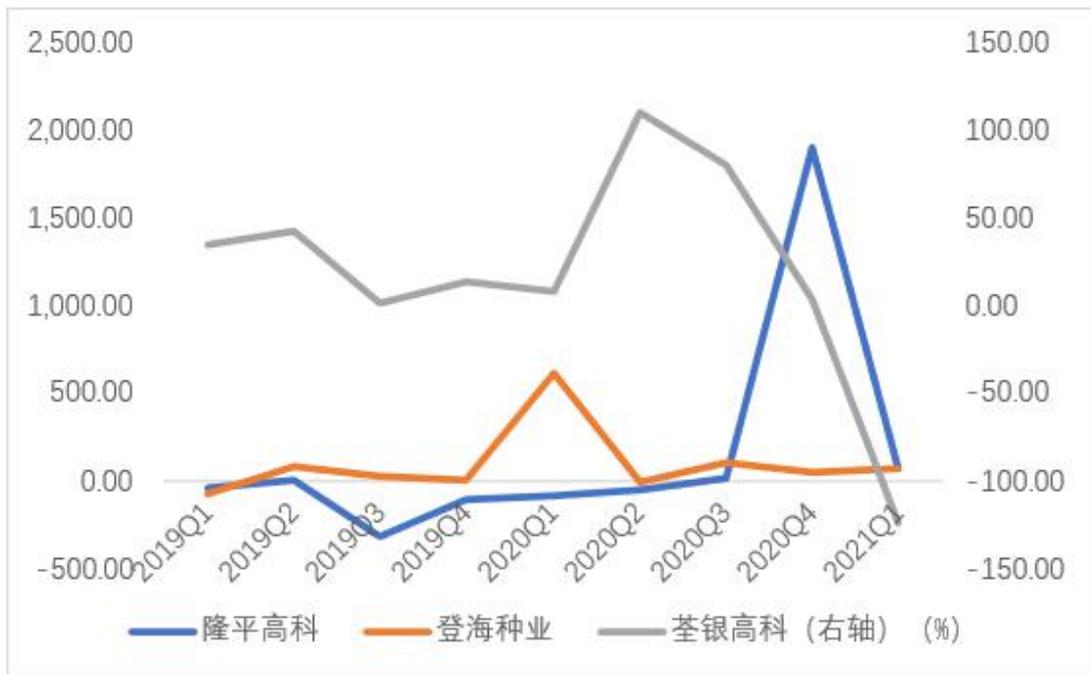
不过，同样以水稻种子为主的荃银高科，2019-2020 年季度收入却大幅上涨，是因为新入股的中化作物带来新的销售渠道以及商贸业务，显著拉动整体收入增长。



图：季度收入增速

来源：塔坚研究

再来看利润增速——



图：净利润增速

来源：塔坚研究

受收入影响，大部分季度中，隆平高科的利润增速为负，登海种业和荃银高科的增速为正。

登海种业 2021Q1 利润增长突出是因三费同比有所下滑。

荃银高科近七个季度的利润增速不及收入增速，是因商贸业务增收不增利。

隆平高科的 2019-2020Q2，利润增速持续大幅为负，除了收入负增速外，还受财务费用和投资收益波动影响，背后的原因是隆平高科购

买了陶氏剥离的巴西种子业务,包括巴西玉米种质资源库的非排他使用权、育种研发中心、种子加工厂等。

(肆)

	2020年 营业收入	2020年营收增 速	2020年归母 净利润	2020年净利 润增速	2021Q1 营业收入	2021Q1营收 增速	2021Q1归 母净利润	2021Q1利 润增速
隆平高科	32.91	5.14%	1.16	139.44%	8.50	5.44%	0.41	69.14%
登海种业	9.01	9.42%	1.02	145.18%	2.30	40.17%	0.59	75.46%
荃银高科	16.02	38.84%	1.33	41%	2.94	66.13%	-0.02	-123.48%

图：财务数据

来源：塔坚研究

隆平高科在 Q1 的收入增速水平较低,主要因农化、棉花和油菜板块收入的下滑。

荃银高科在 2021Q1 出现了收入增长,利润负增长,是因员工持股计划摊销费用所致,如果剔除这部分费用,利润同比增长 31.9%。

从过去三年的复合增速来看,只有荃银高科在收入和利润上均处于正增长的状态,并且利润增速高于收入增速,主要受中化作物的赋能渠道和生产所产生的积极影响。

2017-2020	收入复合增速	利润复合增速
隆平高科	1.03%	-46.84%
登海种业	3.87%	-15.15%
荃银高科	19.15%	28.97%

图：财务数据

来源：塔坚研究

再从各家公司的近十个季度收入和利润的绝对值来看：

隆平高科——因作物春种的特殊性，收入主要集中在 Q4，年均 Q4 收入占总收入比例约为 60%左右，2020 年 Q4 季度收入占全年比例为 71.29%。

较为异常的是 Q3 季度的负值收入，主要因采用三级经销商制度，即县级、乡镇、农户，多重经销商制度造成经销环节种子采购容易过剩，导致退货发生，再叠加 Q3 季度为传统淡季收入基数低，较少的退货即可导致负值收入。同时，期间费用计提较为刚性，导致利润均为负值。

2019Q4 利润水平显著低于其他年度，因非经常损益过多所致。



图：隆平高科季度收入（左）季度利润（右）

来源：塔坚研究

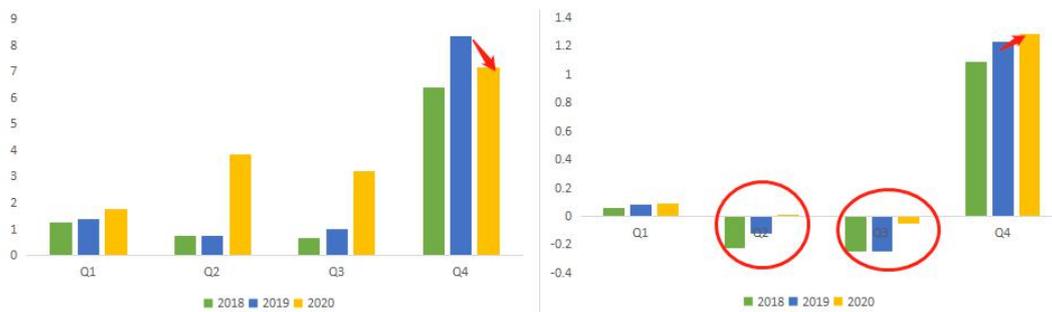
登海种业——公司的收入增长较为稳定，Q3 季度的亏损主要因费用较为刚性。其 Q2 季度收入和利润水平均好于另两家公司，是因主营业务为玉米种子，相比于水稻，玉米在七月份播种的占比稍高。



图：登海种业季度收入（左）季度利润（右）

来源：塔坚研究

荃银高科——2020Q3 和 Q4 收入有明显的增幅，是因商贸业务快速增长所致。



图：荃银高科季度收入（左）季度利润（右）

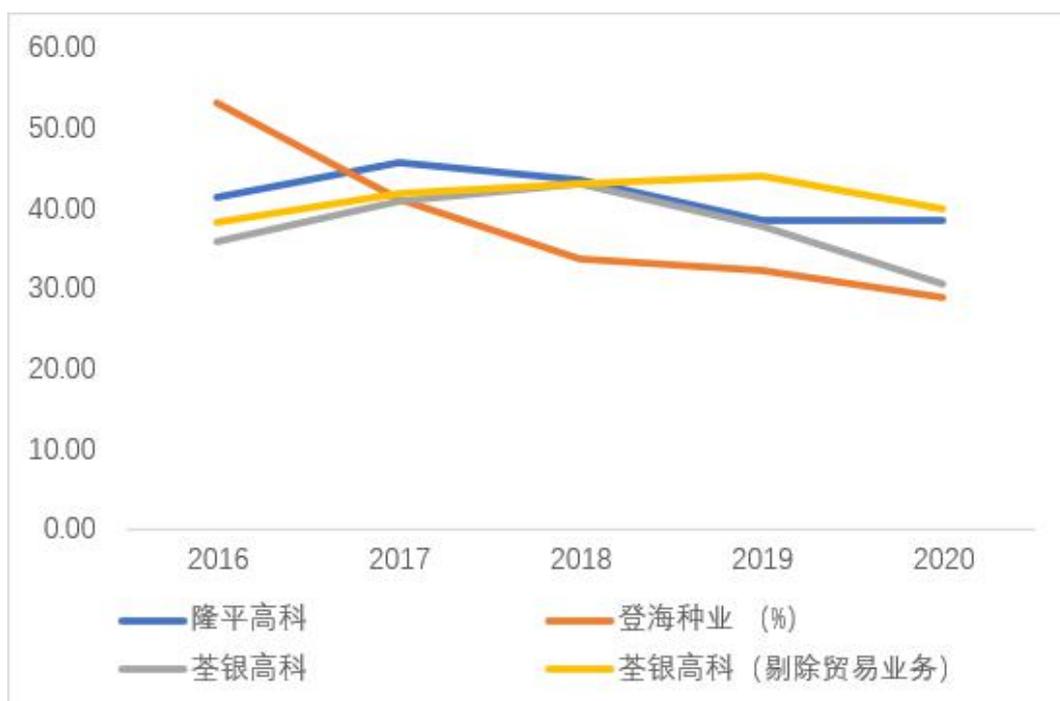
来源：塔坚研究

(伍)

历年平均毛利率水平方面，隆平高科 (41.56%) > 登海种业 (37.76%)
 ≈ 荃银高科 (37.66%)。

其中，登海种业的毛利率水平下滑明显，主要因玉米种市场竞争加剧，过去十年，杂交玉米 CR5 从 35% 下降至 25%，主要因玉米种子市场较为混乱，品种差异性较小，套牌冒牌品种较多，企业为应对市场竞争选择降价促销，因此毛利率水平处于下滑状态。

荃银高科的毛利率下滑是因商贸业务占比提升所致。如果剔除商贸业务，荃银高科毛利率水平整体处于提升的状态。



图：公司毛利率

来源：塔坚研究

季度净利率方面，荃银高科的净利率水平较为稳定，隆平高科和登海种业波动幅度较大。



图：净利率

来源：塔坚研究

隆平高科净利率波动主要受非经营事项的影响较大，包括财务费率（汇率波动和美元债利率）和巴西隆平的投资损益的影响。



图：财务费用率

来源：塔坚研究

登海种业净利率波动除了毛利率下滑影响外，还受高研发费用率和减值损失的影响。

研发费用率方面，三年平均研发费用率水平依次是：登海种业 (8%) > 隆平高科 (4.56%) > 荃银高科 (4.1%)。



图：研发费用率

来源：塔坚研究

需注意，因隆平高科的研发投入大部分进行了资本化，研发投入实际高于登海种业和荃银高科，过去三年资本化率高达 63.52%，而登海种业和荃银高科仅为 4.36%和 18.85%。

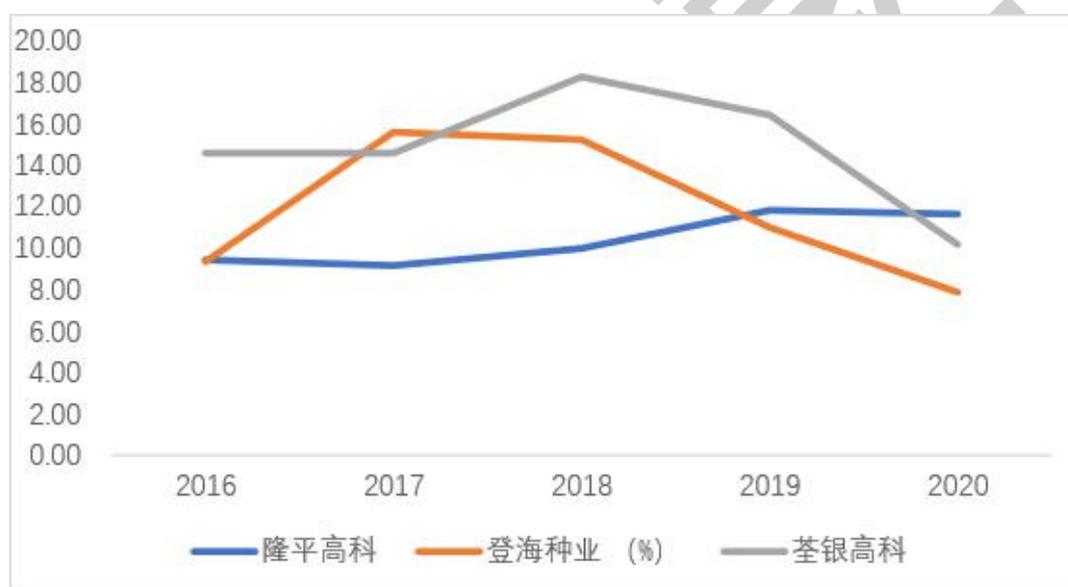
从研发投入/营业收入角度来看，过去三年平均水平隆平高科 (12.07%) > 登海种业 (8.4%) > 荃银高科 (5.08%) 。



图：研发投入/营业收入

来源：塔坚研究

销售费率五年平均水平, 荃银高科 (14.81%) > 登海种业 (11.85%) > 隆平高科 (10.44%)。种业公司销售费用主要为员工薪酬和差旅费, 用于种子销售渠道铺设。



图：销售费用率

来源：塔坚研究

管理费率五年平均水平, 登海种业 (13.43%) > 荃银高科 (10.51%) > 隆平高科 (9.63%)。

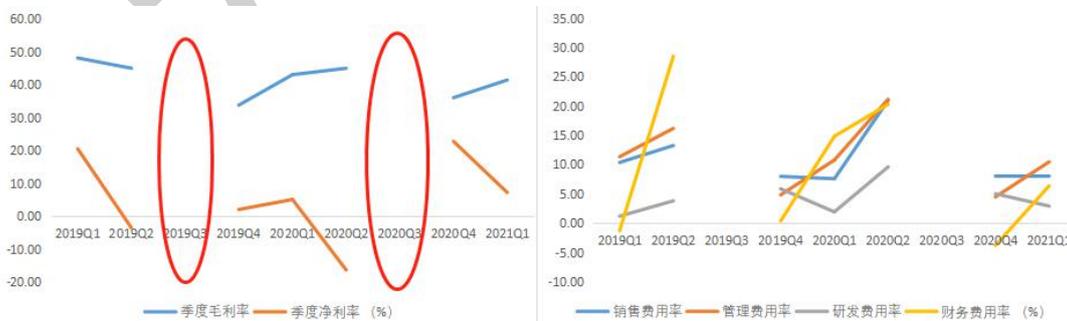


图：管理费用率

来源：塔坚研究

(陆)

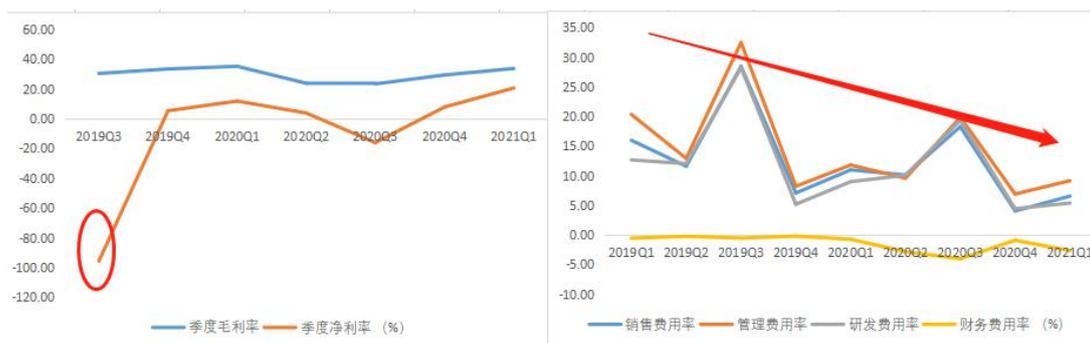
隆平高科——因 2019Q3、2020Q3 收入为负值，公司毛利率和费率无法计算，费率水平在 Q1 和 Q4 水平较低，主要是这两个季度的收入水平较高。



图：隆平高科利润表项目

来源：塔坚研究

登海种业——各项费率总体呈现下降的趋势，因收入增长而费用未增长，受益于此，净利率水平有提升的趋势。



图：登海种业利润表项目

来源：塔坚研究

荃银高科——各季度毛利率水平波动较大，2020 年公司更换控股股东为先正达后，各项费率水平进一步下降，因先正达的销售网路、管理经验及研发成果均可与荃银在一定程度上共享。



图：荃银高科利润表项目

来源：塔坚研究

(柒)

那么，种子这个市场规模有多大，我们通过以下公式测算：（因作物种类较多，我们选择对上市公司规模优势较大的玉米、水稻和小麦进行测算）

种子市场规模=作物种植面积×(转基因种子费×转基因渗透率+非转基因种子费×(1-转基因渗透率))

.....
以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾