

业绩超预期，种植产业链高弹性标的

登海种业(002041)

事件概述

公司发布 2021 年度半年报，报告期内，公司实现营业收入 4.14 亿元，yoy+22.40%；实现归母净利润 1.05 亿元，yoy+83.47%。单二季度来看，公司实现营业收入 1.85 亿元，yoy+5.72%；实现归母净利润 0.46 亿元，yoy+94.81%。公司半年报业绩超预期。

分析判断：

► 玉米需种量回升，盈利能力显著改善

2020H1，公司实现营业收入 4.14 亿元，yoy+22.40%，其中，玉米种子实现收入 3.88 亿元，yoy+25.52%，主要系玉米价格维持高位，农户种植积极性显著提高，玉米种子需求持续提升，公司作为国内杂交玉米龙头，玉米种子销量实现同比增长；蔬菜种子实现收入 1270.86 万元，yoy-11.44%。盈利能力方面，受益于玉米种子需求向好 & 制种面积连年下滑，玉米种子供需结构持续改善，公司玉米种子毛利率同比提升 12.00pct 至 40.33%，带动公司毛利率同比提升 10.77pct 至 40.13%。

► 玉米价格易涨难跌，玉米种业迎来景气周期

2016 年，我国玉米临储收购政策取消之后，玉米产业正式进入去库存周期，2020 年，我国玉米去库存进程基本完成。需求端受生猪产能逐步释放影响，饲养需求将持续向好。我们判断，未来 2-3 年内，玉米供需矛盾始终存在，支撑玉米价格易涨难跌，并将维持在相对较高水平。玉米种业景气度和上游玉米价格紧密相关，在玉米价格维持高位的背景下，农户种植积极性将显著提高，需种量向好带动玉米种子供需结构改善，玉米种业正式迎来景气向上周期。公司作为我国杂交玉米龙头，掖单 2 号、掖单 12 号、掖单 13 号、掖单 19 号、登海 605 等优势品种有望充分发力，推动公司利润逐年释放。

► 转基因商业化 & 政策扶持打开成长空间，公司有望充分受益

一方面，2020 年，我国转基因商业化进程进入加速期，我们判断，转基因玉米和转基因大豆商业化将在未来数年内正式启动，而优良的性状和优质的杂交种是优秀的转基因品种不可或缺的两大条件。公司在杂交玉米品质和数量方面优势突出，有望在国内转基因商业化放开进程中不断巩固行业地位。另一方面，在新冠肺炎疫情背景下，种源安全提升至国家安全的战略高度，种业受到国家高度重视，修订《种子法》、推出《种业振兴行动方案》、提出《“十四五”现代种业提升工程建设规划》等一系列政策将规范行业发展。我们认为，公司作为国内杂交玉米龙头，有望在转基因商业化放开 & 政策扶持双重利好刺激下步入成长快车

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	18.53
股票代码：	002041
52 周最高价/最低价：	24.95/14.51
总市值(亿)	163.06
自由流通市值(亿)	163.06
自由流通股数(百万)	880.00



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

相关研究

1. 【华西农业】登海种业(002041)深度报告：国内玉米种业龙头，量价齐升高弹性

2020.09.26

道。

投资建议

未来 2-3 年，玉米价格维持高位将带动玉米种子步入景气周期，而在转基因商业化放开 & 政策扶持双重刺激下，行业成长空间广阔，公司作为国内杂交玉米龙头，利润有望在未来 2-3 年逐年释放。我们维持对公司 2021-2022 年收入分别为 14.26/19.49 亿元、归母净利润分别为 1.95/3.12 亿元的预期不变，并新增预测 2023 年，公司营业收入为 26.99 亿元，归母净利润为 4.20 亿元。综上，我们预计，2021-2023 年，公司 EPS 分别为 0.22/0.36/0.48 元，当前股价对应 PE 分别为 83/52/39X，维持“买入”评级。

风险提示

自然灾害风险，种子销售不及预期风险，转基因商业化进程不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	823	901	1,426	1,949	2,699
YoY (%)	8.2%	9.4%	58.4%	36.6%	38.5%
归母净利润(百万元)	42	102	195	312	420
YoY (%)	27.8%	145.2%	91.6%	60.0%	34.3%
毛利率 (%)	32.3%	28.8%	39.6%	43.4%	42.6%
每股收益 (元)	0.05	0.12	0.22	0.36	0.48
ROE	1.5%	3.5%	6.3%	9.2%	11.0%
市盈率	392.14	159.94	83.48	52.18	38.85

资料来源: Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	901	1,426	1,949	2,699	净利润	49	206	329	442
YoY (%)	9.4%	58.4%	36.6%	38.5%	折旧和摊销	74	150	106	113
营业成本	641	861	1,103	1,548	营运资金变动	245	-239	50	-36
营业税金及附加	6	10	14	19	经营活动现金流	369	35	379	374
销售费用	71	113	154	213	资本开支	-30	-50	-34	-38
管理费用	86	137	187	259	投资	-282	0	0	0
财务费用	-14	0	0	0	投资活动现金流	-252	33	75	110
资产减值损失	-28	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	41	83	109	148	债务募资	5	-5	0	0
营业利润	73	290	464	624	筹资活动现金流	-59	-5	0	0
营业外收支	-4	0	0	0	现金净流量	59	64	454	484
利润总额	69	290	464	624	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	20	85	136	182	成长能力				
净利润	49	206	329	442	营业收入增长率	9.4%	58.4%	36.6%	38.5%
归属于母公司净利润	102	195	312	420	净利润增长率	145.2%	91.6%	60.0%	34.3%
YoY (%)	145.2%	91.6%	60.0%	34.3%	盈利能力				
每股收益	0.12	0.22	0.36	0.48	毛利率	28.8%	39.6%	43.4%	42.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	5.4%	14.4%	16.9%	16.4%
货币资金	652	716	1,170	1,654	总资产收益率 ROA	2.7%	4.7%	6.6%	7.6%
预付款项	13	32	38	51	净资产收益率 ROE	3.5%	6.3%	9.2%	11.0%
存货	408	812	954	1,320	偿债能力				
其他流动资产	1,946	1,968	1,984	2,010	流动比率	4.95	4.36	4.04	3.61
流动资产合计	3,019	3,527	4,146	5,035	速动比率	4.26	3.31	3.08	2.63
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.07	0.88	1.14	1.19
固定资产	553	422	328	228	资产负债率	16.6%	19.8%	22.1%	25.5%
无形资产	86	99	105	112	经营效率				
非流动资产合计	741	639	565	487	总资产周转率	0.24	0.34	0.41	0.49
资产合计	3,761	4,166	4,711	5,521	每股指标 (元)				
短期借款	5	0	0	0	每股收益	0.12	0.22	0.36	0.48
应付账款及票据	25	40	51	70	每股净资产	3.28	3.50	3.86	4.34
其他流动负债	580	769	974	1,324	每股经营现金流	0.42	0.04	0.43	0.42
流动负债合计	610	810	1,025	1,394	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	16	16	16	16	PE	159.94	83.48	52.18	38.85
非流动负债合计	16	16	16	16	PB	6.80	5.29	4.80	4.27
负债合计	625	826	1,041	1,410					
股本	880	880	880	880					
少数股东权益	246	256	273	295					
股东权益合计	3,135	3,341	3,670	4,111					
负债和股东权益合计	3,761	4,166	4,711	5,521					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。