

证券研究报告—动态报告

农林牧渔

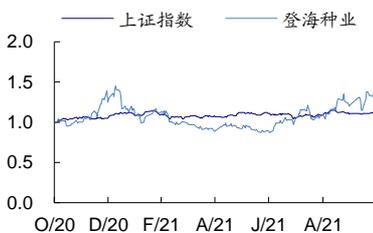
种植业 II

登海种业(002041)
买入

2021 年三季度点评

(维持评级)

2021 年 10 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	880/880
总市值/流通(百万元)	18,762/18,762
上证综指/深圳成指	3,547/14,451
12 个月最高/最低(元)	24.95/14.51

相关研究报告:

《登海种业-002041-2021 年半年报点评: 玉米主业量价齐升, 业绩弹性逐步释放》——2021-08-27

证券分析师: 鲁家瑞

电话: 021-61761016

E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110002

联系人: 李瑞楠

电话: 021-60893308

E-MAIL: liruinan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
营收净利双增长, 玉米种业景气向上
● 2021Q3 净利增速超营收, 盈利能力大幅提升

公司 21 年前三季度营收达 5.12 亿元, 同比+19.63%, 归母净利达 1.17 亿元, 同比+100.02%; 21Q3 营收达 0.98 亿元, 同比+9.18%, 归母净利达 0.12 亿元, 同比+983.11%。另外, 21 年前三季度毛利率达 38.28%, 同比+38.02%, 盈利能力大幅改善, 主要系公司主要产品玉米种子受益行业周期反转, 量价齐升, 公司优质品种的竞争优势凸显。

● 玉米制种基地产量调减, 利好头部优质企业涨价

玉米种子业务占公司整体营收比例在 90%以上, 预计公司业绩将受益种业基本面持续改善, 一方面, 目前玉米种子库存处于较低水平, 头部企业的玉米种子库存几乎清零; 且今年玉米制种在授粉关键期受到高温热害的严重影响, 尤其是甘肃、新疆等主要制种基地出现明显减产, 由此导致今年玉米制种量或将大幅减少, 利好未来种子企业提价, 预计行业整体或将提价 20%, 并且头部企业的优质品种将更为稀缺, 提价幅度将更优于行业。另一方面, 转基因放开在即, 或将给行业带来一场彻底的品种换代, 头部企业将迎来涨价与市占率提升的高速成长阶段, 登海种业作为头部研发实力强的企业或充分受益。

● 登海玉米育种实力雄厚, 多品种入选“全国杰出贡献玉米自交系”

公司玉米种子主要品种为登海、先玉和良玉等系列玉米杂交种, 研发处于行业领先水平, 主要体现在: 1) 公司拥有 6 个国家级、3 个省级研发平台; 2) 2021 年 10 月, 登海种业选育的 478、掖 107、DH382、DH351、掖 52106、8001、515、DH65232 玉米自交系入选“全国杰出贡献玉米自交系”, 占 14.55%, 展现出公司杰出的育种创新实力; 3) 公司创始人李登海被称为“中国紧凑型杂交玉米之父”, 先后完成以掖单 2 号、掖单 6 号、掖单 13 号、登海 661 与登海 605、登海 618 为代表的 5 代玉米杂交种进步性替代, 引领着中国杂交玉米的发展方向。预计未来公司凭借出色的玉米杂交育种研发实力, 有望同性状拥有公司联合培育出优质转基因品种, 继续引领行业品种换代升级。

● 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。
● 投资建议: 玉米种子纯正标的, 景气最佳受益者, 维持“买入”

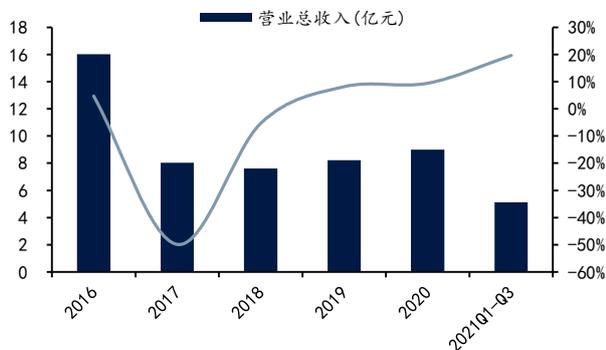
预计 21-23 年 EPS 分别为 0.23/0.36/0.51 元, 对应 PE 为 92/59/42 X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	901	991	1,165	1,441
(+/-%)	9.4%	10.0%	17.5%	23.7%
净利润(百万元)	102	204	316	449
(+/-%)	145.2%	100.4%	54.9%	41.8%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.23	0.36	0.51
EBITMargin	10.7%	2.8%	6.9%	12.6%
净资产收益率(ROE)	3.5%	7.0%	10.8%	13.8%
市盈率(PE)	184.0	91.8	59.3	41.8
EV/EBITDA	115.5	207.8	128.3	76.6
市净率(PB)	6.49	6.40	6.40	5.78

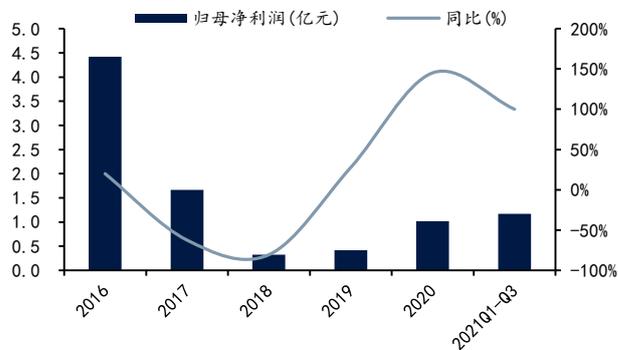
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 登海种业 2021 前三季度营收及增速情况(亿元、%)



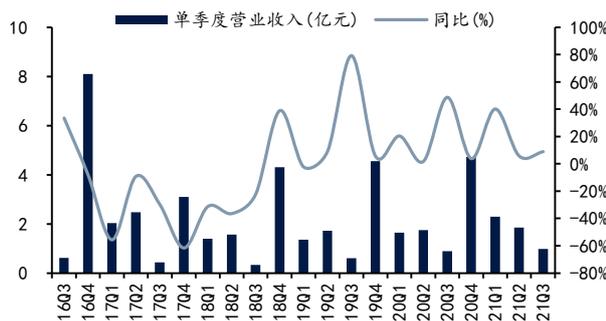
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 登海种业 2021 前三季度归母净利润及增速情况(亿元、%)



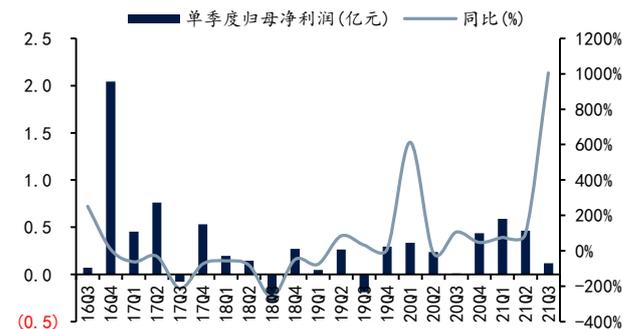
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 登海种业单季度营收及增速情况(亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 登海种业单季度归母净利润及增速情况(亿元、%)



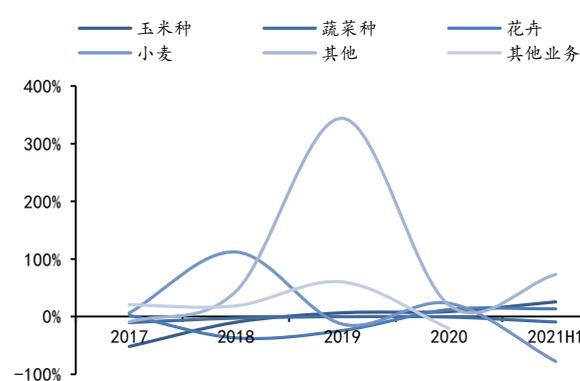
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 登海种业分业务营收占比 (%)

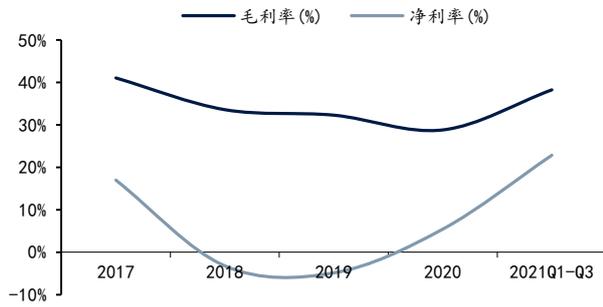


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

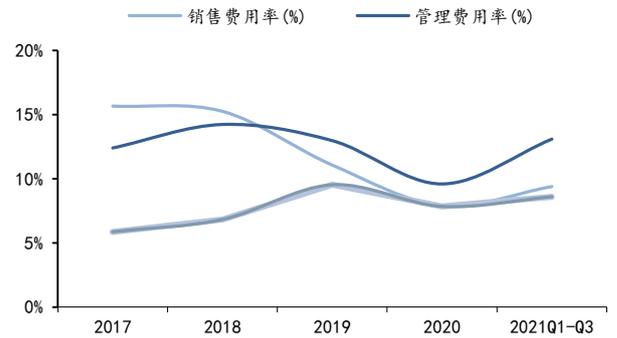
图 6: 登海种业分业务营收增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：登海种业分毛利率及净利率情况（%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：登海种业期间费用率情况（%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：可比公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21/10/29	EPS			PE			总市值 (亿元) 21/10/29
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
000998.SZ	隆平高科	买入	20.99	0.09	0.24	0.44	233	87	48	276
300087.SZ	荃银高科	买入	27.82	0.29	0.36	0.45	96	77	62	126
002385.SZ	大北农	未评级	8.58	0.47	0.49	0.38	18	18	23	355

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测（注：未评级公司均采取 wind 一致预测）

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	652	1017	570	773	营业收入	901	991	1165	1441
应收款项	30	37	44	54	营业成本	641	663	737	837
存货净额	408	755	839	960	营业税金及附加	6	8	10	12
其他流动资产	30	40	45	55	销售费用	71	151	175	213
流动资产合计	3019	3150	3234	3488	管理费用	86	141	163	198
固定资产	620	661	701	725	财务费用	(14)	(18)	(14)	(10)
无形资产及其他	86	83	81	79	投资收益	41	51	50	47
投资性房地产	36	36	36	36	资产减值及公允价值变动	36	29	51	39
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(114)	0	0	0
资产总计	3761	3930	4051	4327	营业利润	73	126	196	278
短期借款及交易性金融负债	5	100	150	150	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	25	32	36	41	利润总额	69	126	196	278
其他流动负债	580	636	717	837	所得税费用	20	19	30	42
流动负债合计	610	769	903	1028	少数股东损益	(53)	(97)	(150)	(213)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	102	204	316	449
其他长期负债	16	5	(8)	(22)					
长期负债合计	16	5	(8)	(22)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	625	773	895	1006	净利润	102	204	316	449
少数股东权益	246	227	227	77	资产减值准备	(60)	5	2	1
股东权益	2889	2930	2930	3244	折旧摊销	72	66	72	77
负债和股东权益总计	3761	3930	4051	4327	公允价值变动损失	(36)	(29)	(51)	(39)
					财务费用	(14)	(18)	(14)	(10)
关键财务与估值指标					营运资本变动	246	(307)	(24)	(29)
每股收益	0.12	0.23	0.36	0.51	其它	35	(24)	(2)	(151)
每股红利	0.06	0.19	0.36	0.15	经营活动现金流	358	(85)	315	309
每股净资产	3.28	3.33	3.33	3.69	资本开支	2	(81)	(61)	(61)
ROIC	6%	2%	5%	11%	其它投资现金流	104	599	(434)	90
ROE	4%	7%	11%	14%	投资活动现金流	106	518	(495)	28
毛利率	29%	33%	37%	42%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	3%	7%	13%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	9%	13%	18%	支付股利、利息	(53)	(163)	(316)	(135)
收入增长	9%	10%	18%	24%	其它融资现金流	90	95	50	0
净利润增长率	145%	100%	55%	42%	融资活动现金流	(17)	(68)	(266)	(135)
资产负债率	23%	25%	28%	25%	现金净变动	447	365	(447)	203
息率	0.3%	0.9%	1.7%	0.7%	货币资金的期初余额	205	652	1017	570
P/E	184.0	91.8	59.3	41.8	货币资金的期末余额	652	1017	570	773
P/B	6.5	6.4	6.4	5.8	企业自由现金流	388	(298)	56	141
EV/EBITDA	115.5	207.8	128.3	76.6	权益自由现金流	478	(187)	118	149

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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