

登海种业 (002041.SZ)

粮价景气高企，登海再创佳绩

玉米种业景气向上，登海杂交玉米品种势能强劲，短期有望受益于核心优质品种提价，中长期市占率提升可期。转基因产业化实质推进，政策监管加严及技术变革亦有望加持盈利的可持续性。

- 核心品种表现强劲，22Q1 盈利延续高增。**公司 2021 年实现营收 3.4 亿元(同比+46%)，归属净利润 1 亿元(同比+77%)，EPS0.12 元。业绩高增长或源于：1) 年初以来粮价持续上涨刺激农户购种积极性提升，带动登海玉米及小麦种子销量高增。2) 老旧品种库存清理效果显著，加之当前行业优质品种需求向好，登海核心品种顺势提价，玉米种子毛利率有所改善，22Q1 公司毛利率同比提升 4.12 个百分点至 37.9%。3) 此外公司费用持续改善，22Q1 三项费用率同比下滑 6.28 个百分点。整体业绩表现略超预期。
- 粮价景气高企，优质品种紧缺。**当前粮价景气高企，农户购种积极，特别是对高产优质的品种需求旺盛。而另一方面，由于西北基地玉米制种成本上涨加之玉米品种更新换代提速，市场销售呈现两极分化；尽管近两年杂交玉米制种面积或持续增加，但玉米种有效库存仍远低于实际需求，尤其是优质品种紧缺，提价基础牢固。
- 看好登海中长期发展前景。**基于：1) 近年来，登海自主培育的核心品种登海 605、登海 618 等品种持续放量，母公司权益销量快接近历史高点水平，盈利持续向好并逐渐占据主导。2) 国家对粮食安全和种业安全的重视程度不断提升；转基因玉米已迈向品种审定阶段，产业化实质推进；转基因放开在即或有望带动登海优势品种量利双增。3) 随着政策监管趋严、种业知识产权不断加强，种业竞争壁垒将明显提升，行业优势品种或有望享受充分定价；凭借登海长期积攒的品种优势，公司收入毛利双高可期。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。**玉米种业景气向上，登海核心品种势能强劲，短期有望受益于核心优质品种提价，中长期市占率提升可期。转基因产业化实质推进，政策监管加严及技术变革亦有望加持盈利的可持续性。考虑到 2022 年行业购种需求旺盛，优质品种紧缺，预计 2022~2024 年 EPS 分别为 0.46/0.64/0.79 元；基于种业事关国家粮食安全，同时参考历史估值中枢及公司未来三年的盈利增速，对登海 2024 年盈利给予 50 倍 PE，维持目标价 39.6 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示：新品种推广情况不达预期；制种期发生大规模不可预见性虫害或极端天气；种业侵权套牌现象打击力度不足；转基因商业化进度不达预期。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	901	1101	1420	1698	1957
同比增长	9%	22%	29%	20%	15%
营业利润(百万元)	73	254	416	584	719
同比增长	-365%	247%	64%	40%	23%
归母净利润(百万元)	102	233	406	565	697
同比增长	145%	128%	74%	39%	23%
每股收益(元)	0.12	0.26	0.46	0.64	0.79
PE	187.3	82.0	47.0	33.8	27.4
PB	6.6	6.2	5.5	4.9	4.3

资料来源：公司数据、招商证券 注：股价参考公司 4 月 28 日收盘价。

强烈推荐-A (维持)

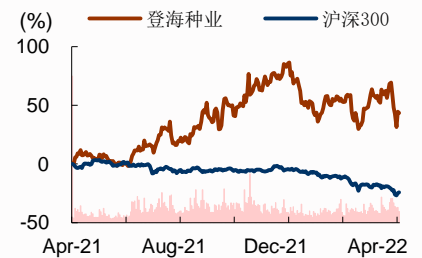
消费品/农林牧渔
 目标估值：39.60 元
 当前股价：21.7 元

基础数据

总股本(万股)	88000
已上市流通股(万股)	88000
总市值(亿元)	191
流通市值(亿元)	191
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	8.7
资产负债率	15.3%
主要股东	莱州市农业科学院
主要股东持股比例	53.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-3	40
相对表现	4	17	63



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《登海种业(002041)——玉米种业景气向上，龙头种企量利双增》2022-04-19
- 《登海种业(002041)——种业新纪元，登海续新篇》2022-01-28
- 《登海种业(002041)——季报点评——2020-21 销售季圆满收官，新销售季提价可期》2021-10-31

熊承慧 S1090521030002
 xiongchenghui@cmschina.com.cn
 李秋燕 S1090521070001
 liqiuayan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3019	3469	3875	4356	4988
现金	652	1031	1536	2058	2642
交易性投资	1900	1862	1862	1862	1862
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	24	21	16	20	25
其它应收款	5	14	18	21	24
存货	408	498	392	338	370
其他	30	43	51	57	64
非流动资产	741	741	747	762	766
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	553	599	631	650	657
无形资产商誉	88	86	78	70	63
其他	100	56	39	42	46
资产总计	3761	4210	4622	5118	5754
流动负债	610	841	882	938	1023
短期借款	5	9	0	0	0
应付账款	25	79	56	63	80
预收账款	321	491	553	594	650
其他	259	263	273	281	293
长期负债	16	18	15	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	18	15	16	16
负债合计	625	860	897	954	1039
股本	880	880	880	880	880
资本公积金	29	29	29	29	29
留存收益	1980	2182	2538	2956	3483
少数股东权益	246	260	278	299	323
归属于母公司所有者权益	2889	3091	3448	3865	4392
负债及权益合计	3761	4210	4622	5118	5754

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	369	365	557	668	739
净利润	49	239	414	577	711
折旧摊销	74	68	73	75	76
财务费用	1	1	(10)	(14)	(19)
投资收益	(41)	(42)	(69)	(67)	(67)
营运资金变动	267	100	163	97	37
其它	20	0	(13)	0	0
投资活动现金流	(252)	(299)	0	(14)	(4)
资本支出	(33)	(68)	(97)	(87)	(77)
其他投资	(218)	(231)	97	73	73
筹资活动现金流	(59)	(33)	(51)	(133)	(151)
借款变动	1390	3107	(9)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(1443)	(3168)	(49)	(148)	(170)
其他	(5)	29	7	15	19
现金净增加额	59	34	506	521	585

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	901	1101	1420	1698	1957
营业成本	641	701	789	848	928
营业税金及附加	6	6	5	5	6
营业费用	71	76	86	103	119
管理费用	86	101	119	137	154
研发费用	71	68	85	101	116
财务费用	(14)	(26)	(10)	(14)	(19)
资产减值损失	(29)	12	0	0	0
公允价值变动收益	8	11	10	10	10
其他收益	13	14	13	13	13
投资收益	41	42	47	43	44
营业利润	73	254	416	584	719
营业外收入	1	10	6	7	7
营业外支出	5	25	7	11	11
利润总额	69	240	415	580	714
所得税	20	1	1	3	4
少数股东损益	(53)	6	8	11	14
归属于母公司净利润	102	233	406	565	697

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	9%	22%	29%	20%	15%
营业利润	-365%	247%	64%	40%	23%
归母净利润	145%	128%	74%	39%	23%
获利能力					
毛利率	28.8%	36.3%	44.4%	50.1%	52.6%
净利率	11.3%	21.1%	28.6%	33.3%	35.6%
ROE	3.6%	7.8%	12.4%	15.5%	16.9%
ROIC	0.5%	7.0%	11.4%	14.4%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	16.6%	20.4%	19.4%	18.6%	18.1%
净负债比率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.0	4.1	4.4	4.6	4.9
速动比率	4.3	3.5	4.0	4.3	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	1.3	1.5	1.8	2.3	2.6
应收账款周转率	41.6	48.3	77.3	95.1	86.3
应付账款周转率	21.7	13.5	11.7	14.3	13.0
每股资料(元)					
EPS	0.12	0.26	0.46	0.64	0.79
每股经营净现金	0.42	0.42	0.63	0.76	0.84
每股净资产	3.28	3.51	3.92	4.39	4.99
每股股利	2.32	3.64	0.14	0.19	0.24
估值比率					
PE	187.3	82.0	47.0	33.8	27.4
PB	6.6	6.2	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	169.9	73.3	44.3	32.9	27.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

熊承慧：中科院生物学博士，武汉大学学士。2年实业经验，7年卖方研究经验。曾就职于国际种业龙头孟山都生物技术部门，继而先后在华泰证券、中信证券担任分析师。2021年3月加入招商证券，任农林牧渔首席分析师。

李秋燕：广西大学硕士。5年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021年6月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022年2月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。