

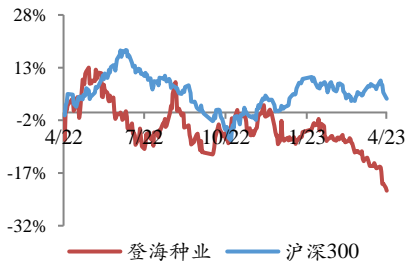
## 玉米种子业务稳健增长，费用优化成效显著

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-26

收盘价(元)	16.74
近12个月最高/最低(元)	24.32/16.74
总股本(百万股)	880
流通股本(百万股)	880
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	147
流通市值(亿元)	147

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

1.登海种业(002041)中报点评：玉米种子业务稳健发展，Q2业绩短期承压  
2022-08-30

2.登海种业(002041)：玉米种子领军企业，优质受体品种业绩可期  
2022-08-27

### 主要观点：

#### ● 2022年公司实现归母净利润2.53亿元，同比增长8.8%

公司发布2022年年报：2022年公司实现收入13.26亿元，同比增长20.5%，归母净利润2.53亿元，同比增长8.8%。2022Q4公司实现收入7.63亿元，同比增长29.5%，归母净利润1.41亿元，同比增长21.4%。其中，母公司实现营业收入5.96亿元，同比增长24.1%，实现净利润1.87亿元，同比下降21.3%，主要系公司营业成本增长叠加计提长期股权投资减值准备所致。

#### ● 玉米种子业务稳定增长，子公司盈利能力持续改善

2022年公司玉米种子业务实现收入11.75亿元，同比增长20.1%，毛利率33.2%，同比下滑4.9个百分点，主要系2022年制种成本快速上涨叠加种子市场同质化竞争所致；小麦种子业务实现收入0.89亿元，同比增长47.3%，主要系粮价持续高位，优质种子需求旺盛所致。2022年子公司登海先锋实现净利润0.53亿元，同比增长220.4%，盈利能力持续改善。

#### ● 预付账款大幅增加，费用优化成效显著

2022年期末公司合同负债4.57亿元，预付账款1.45亿元，较期初增长448.7%，主要系2022年公司制种面积增加，部分生产基地种子尚未办理入库结算所致。费用率方面，公司费用控制成效显著，2022年销售费用同比下降18.8%，管理费用同比下降2.7%，财务费用同比增长7.93%，费用率持续优化。

#### ● 品种储备丰富，优质品种业绩可期

公司自成立以来完成了以掖单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代玉米杂交种的进步性替代，高产品种的再升级能力显著增强，优质品种储备充足。2021年10月，公司选育的478、掖107、DH382、DH351、掖52106、8001、515、以及DH65232玉米自交系入选第二十九届中国北京种业大会开幕式发布的全国杰出贡献玉米自交系，占比达14.6%；生物育种方面，公司提前布局转基因品种商品化工作，积极合作转基因性状公司，储备主要品种的转基因版本，未来有望凭借优势品种把握转基因商业化历史机遇。

#### ● 投资建议

登海种业作为国内玉米种子龙头企业，优质品种储备丰富，有望获得先发优势，充分受益于转基因商业化，但考虑到转基因商业化进度情况，我们下调2023-2024年盈利预测，新增2025年盈利预测。预计2023-2025年公司实现主营业务收入15.45亿元、18.13亿元、21.93亿元（2023-2024年前值17.03亿元、21.77亿元），同比增长16.6%、17.4%、20.9%，对应归母净利润2.92亿元、3.47亿元、4.61亿元（2023-2024年前值4.10亿元、6.01亿元），同比增长15.1%、19.0%、32.8%，对应EPS分别为0.33元、0.39元、0.52元。维持“买入”评级不变。

## ● 风险提示

自然灾害风险；新品种研发和推广风险；转基因推广不及预期风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1326	1545	1813	2193
收入同比 (%)	20.4%	16.6%	17.4%	20.9%
归属母公司净利润	253	292	347	461
净利润同比 (%)	8.8%	15.1%	19.0%	32.8%
毛利率 (%)	31.9%	30.9%	32.8%	35.1%
ROE (%)	7.6%	8.1%	8.8%	10.4%
每股收益 (元)	0.29	0.33	0.39	0.52
P/E	68.87	50.53	42.45	31.97
P/B	5.26	4.09	3.73	3.34
EV/EBITDA	56.68	43.33	33.76	24.61

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3895	4286	4985	5617	<b>营业收入</b>	1326	1545	1813	2193
现金	1140	1614	2083	2531	营业成本	903	1068	1218	1422
应收账款	26	34	33	49	营业税金及附加	5	8	10	12
其他应收款	6	16	12	20	销售费用	61	71	85	105
预付账款	145	106	121	170	管理费用	98	111	131	153
存货	799	737	955	1066	财务费用	-29	0	0	0
其他流动资产	1780	1780	1780	1780	资产减值损失	-38	0	0	0
<b>非流动资产</b>	733	692	649	602	公允价值变动收益	7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	77	71	78	88
固定资产	588	567	544	516	<b>营业利润</b>	299	321	400	531
无形资产	82	79	77	75	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	63	45	27	11	营业外支出	8	0	0	0
<b>资产总计</b>	4628	4978	5633	6219	<b>利润总额</b>	293	321	400	531
<b>流动负债</b>	931	965	1226	1288	所得税	4	4	5	7
短期借款	2	5	9	9	<b>净利润</b>	289	317	394	524
应付账款	134	35	185	88	少数股东损益	36	25	47	63
其他流动负债	795	925	1032	1191	<b>归属母公司净利润</b>	253	292	347	461
<b>非流动负债</b>	110	110	110	110	EBITDA	288	303	375	496
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.29	0.33	0.39	0.52
其他非流动负债	110	110	110	110					
<b>负债合计</b>	1041	1075	1335	1397					
少数股东权益	273	298	346	409					
股本	880	880	880	880					
资本公积	29	29	29	29					
留存收益	2404	2696	3043	3504					
归属母公司股东权	3314	3605	3952	4413					
<b>负债和股东权益</b>	4628	4978	5633	6219					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	39	413	397	367
净利润	289	317	394	524
折旧摊销	70	53	53	53
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-77	-71	-78	-88
营运资金变动	-277	114	28	-122
其他经营现金流	599	203	367	646
<b>投资活动现金流</b>	60	59	68	81
资本支出	-70	-7	-4	-1
长期投资	70	-6	-6	-6
其他投资现金流	60	71	78	88
<b>筹资活动现金流</b>	-23	3	4	0
短期借款	-7	3	4	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-16	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	76	474	469	448

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.4%	16.6%	17.4%	20.9%
营业利润	17.6%	7.4%	24.4%	32.8%
归属于母公司净利	8.8%	15.1%	19.0%	32.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	31.9%	30.9%	32.8%	35.1%
净利率 (%)	19.1%	18.9%	19.1%	21.0%
ROE (%)	7.6%	8.1%	8.8%	10.4%
ROIC (%)	6.0%	6.3%	7.4%	9.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	22.5%	21.6%	23.7%	22.5%
净负债比率 (%)	29.0%	27.5%	31.1%	29.0%
流动比率	4.18	4.44	4.07	4.36
速动比率	3.15	3.55	3.18	3.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.30	0.32	0.34	0.37
应收账款周转率	56.37	52.02	54.11	53.05
应付账款周转率	8.49	12.62	11.07	10.44
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.29	0.33	0.39	0.52
每股经营现金流	0.04	0.47	0.45	0.42
每股净资产	3.77	4.10	4.49	5.01
<b>估值比率</b>				
P/E	68.87	50.53	42.45	31.97
P/B	5.26	4.09	3.73	3.34
EV/EBITDA	56.68	43.33	33.76	24.61

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。