

## 玉米种销量稳步增长, 优质种企前景光明

### 投资要点

- 业绩总结:** 2022年公司实现营业收入13.3亿元, 同比增长20.5%, 归母净利润为2.5亿元, 同比增长8.8%, 扣非后归母净利润为1.6亿元, 同比减少11.7%。单四季度实现营收7.6亿元, 同比增长29.5%, 归母净利润为1.4亿元, 同比增长21.4%。
- 点评:** 公司主营业务保持增长趋势, 玉米种子销售增加, 子公司盈利能力大幅提升。归母净利润2.5亿元, 其中母公司实现净利润1.9亿元, 同比下降21.3%, 下降的主要原因在于: 1) 营业成本增加, 原材料、田间种植成本、加工成本均有分别同比增长30.6%、35.5%、25.1%; 2) 公司计提长期股权投资减值准备。报告期内, 公司玉米产品实现营收11.7亿元, 同比增长20%, 占营收比例为88.6%, 小麦营收8897.1万元, 同比增长47.3%, 营收占比6.7%, 核心产品销量增长的同时产品矩阵逐渐丰富, 发展前景向好。
- 粮食价格回落, 种植业在政策支持下发展向好。** 2022年因地缘冲突以及天气状况等原因, 国际粮食价格不断走高, 2023年一季度来看, 联合国粮农组织(FAO)公布23年3月粮食价格指数为126.9, 环比下降2.1%, 连续第12个月回落, 较22年3月俄乌冲突带来的历史高点降低20.5%。最新一期《谷物供需简报》显示, 2022/23年度全球谷物库存量与消费量之预计为29.5%, 低于2021/22年度的30.7%, 但仍显示总体供应水平良好, 俄乌地缘冲突所带来的影响将逐渐消失。23年以来国内粮食价格亦有所回落, 截至2023年4月下旬, 玉米现货价格2818.5元/吨, 小麦现货价2887.8元/吨, 大豆现货价5121.6元/吨。23年2月发布的指导“三农”工作的中央一号文件, 在“抓紧抓好粮食和重要农产品稳产保供”部分中强调了要完善玉米大豆生产者补贴。文件指出要加强农业基础设施设置建设, 强化农业科技与装备支撑, 未来我国种植业将进一步迈向高效发展通道。公司作为制种龙头企业, 是国家最早实施“育繁推一体化”的试点企业, 登海605、登海618自审定进入市场以来, 在抗病性、高产、抗倒伏、早熟等特征方面均表现优秀, 年销售量不断增长。
- 公司科研育种实力雄厚, 成长性明确。** 2021年初中共中央国务院发布的中央一号文件中明确提出了粮食安全与种子安全的重要性; 7月中央全面深化改革委员会第二十次会议审议通过的《种业振兴行动方案》是继1962年出台《关于加强种子工作的决定》后, 再次对种业发展作出重要部署, 会议指出种业发展仍不牢固, 保障种源自主可控比过去任何时候都紧迫; 为落实中央一号文件有关要求国家农作物品种审定委员会办公室组织修改了国家级玉米、稻品种审定标准, 从而更好地鼓励研发育种。22年1月, 农业农村部决定对《农业转基因生物安全评价管理办法》《主要农作物品种审定办法》《农作物种子生产经营许可管理办法》《农业植物品种命名规定》4部规章的部分条款予以修改, 针对转基因管理进一步规范, 23年2月全国农技中心发布《关于申请参加转基因玉米、大豆品种国家统一试验的通知》, 开设转基因玉米、大豆品种国家统一试验。若实产业化将带来市场增量, 公司积极进行合作与技术储备, 拥有先发优势。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.37元、0.49元、0.65元, 对应动态PE分别为45/35/26倍, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 极端天气、研发进度不及预期等风险。

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1325.79 | 1598.31 | 2000.95 | 2527.96 |
| 增长率           | 20.45%  | 20.56%  | 25.19%  | 26.34%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 253.22  | 329.73  | 428.76  | 573.90  |
| 增长率           | 8.77%   | 30.21%  | 30.04%  | 33.85%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.29    | 0.37    | 0.49    | 0.65    |
| 净资产收益率ROE     | 8.06%   | 6.60%   | 7.90%   | 10.28%  |
| PE            | 59      | 45      | 35      | 26      |
| PB            | 4.15    | 3.87    | 3.57    | 3.20    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿  
执业证号: S1250518120001  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn

分析师: 刘佳宜  
执业证号: S1250522100003  
电话: 021-68415832  
邮箱: liujy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 8.80        |
| 流通A股(亿股)    | 8.80        |
| 52周内股价区间(元) | 16.92-24.32 |
| 总市值(亿元)     | 148.90      |
| 总资产(亿元)     | 42.10       |
| 每股净资产(元)    | 3.51        |

### 相关研究

- 登海种业(002041): 把握种植景气, 玉米制种龙头前景向好 (2022-10-30)
- 登海种业(002041): 业绩稳健增长, 优质种企未来可期 (2022-08-29)
- 登海种业(002041): 种植高景气, 主营种子业务发展向好 (2022-04-29)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 现金流量表 (百万元)       | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 1325.79        | 1598.31        | 2000.95        | 2527.96        | 净利润               | 288.95        | 253.63        | 329.82        | 478.25        |
| 营业成本          | 903.05         | 1016.65        | 1232.08        | 1481.01        | 折旧与摊销             | 65.95         | 135.50        | 136.27        | 137.13        |
| 营业税金及附加       | 5.20           | 7.23           | 8.65           | 11.10          | 财务费用              | -28.51        | -27.68        | -30.89        | -40.46        |
| 销售费用          | 61.39          | 87.91          | 120.06         | 151.68         | 资产减值损失            | -38.49        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 98.24          | 215.77         | 270.13         | 326.11         | 经营营运资本变动          | -237.35       | -448.62       | -135.41       | -136.08       |
| 财务费用          | -28.51         | -27.68         | -30.89         | -40.46         | 其他                | -11.68        | 0.46          | -54.54        | -45.75        |
| 资产减值损失        | -38.49         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>38.87</b>  | <b>-86.70</b> | <b>245.26</b> | <b>393.10</b> |
| 投资收益          | 76.57          | 45.00          | 45.00          | 45.00          | 资本支出              | 15.00         | -10.00        | -10.00        | -10.00        |
| 公允价值变动损益      | 7.30           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 45.02         | 10.84         | 46.04         | 31.32         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>60.03</b>  | <b>0.84</b>   | <b>36.04</b>  | <b>21.32</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>298.95</b>  | <b>343.43</b>  | <b>445.92</b>  | <b>643.53</b>  | 短期借款              | -7.00         | -2.00         | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -6.05          | -5.25          | -6.16          | -5.86          | 长期借款              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>292.89</b>  | <b>338.18</b>  | <b>439.76</b>  | <b>637.67</b>  | 股权融资              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 3.95           | 84.54          | 109.94         | 159.42         | 支付股利              | -31.68        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 净利润           | 288.95         | 253.63         | 329.82         | 478.25         | 其他                | 16.01         | 30.70         | 30.89         | 40.46         |
| 少数股东损益        | 35.73          | -76.09         | -98.95         | -95.65         | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-22.67</b> | <b>28.70</b>  | <b>30.89</b>  | <b>40.46</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 253.22         | 329.73         | 428.76         | 573.90         | <b>现金流量净额</b>     | <b>76.23</b>  | <b>-57.16</b> | <b>312.19</b> | <b>454.88</b> |
|               |                |                |                |                |                   |               |               |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 财务分析指标            | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 货币资金          | 1139.60        | 1082.44        | 1394.62        | 1849.50        | <b>成长能力</b>       |               |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 176.58         | 146.38         | 192.61         | 239.75         | 销售收入增长率           | 20.45%        | 20.56%        | 25.19%        | 26.34%        |
| 存货            | 798.85         | 834.15         | 1037.93        | 1252.62        | 营业利润增长率           | 17.64%        | 14.88%        | 29.84%        | 44.31%        |
| 其他流动资产        | 1780.15        | 1817.74        | 1811.75        | 1822.61        | 净利润增长率            | 21.07%        | -12.22%       | 30.04%        | 45.01%        |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 14.53%        | 34.15%        | 22.17%        | 34.26%        |
| 投资性房地产        | 8.97           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |               |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 592.81         | 481.57         | 369.56         | 256.68         | 毛利率               | 31.89%        | 36.39%        | 38.43%        | 41.41%        |
| 无形资产和开发支出     | 84.30          | 70.08          | 55.86          | 41.64          | 三费率               | 9.89%         | 17.27%        | 17.96%        | 17.30%        |
| 其他非流动资产       | 46.41          | 56.38          | 66.34          | 76.30          | 净利率               | 21.79%        | 15.87%        | 16.48%        | 18.92%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>4627.68</b> | <b>4488.73</b> | <b>4928.66</b> | <b>5539.10</b> | ROE               | 8.06%         | 6.60%         | 7.90%         | 10.28%        |
| 短期借款          | 2.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 6.24%         | 5.65%         | 6.69%         | 8.63%         |
| 应付和预收款项       | 154.27         | 176.76         | 213.33         | 257.01         | ROIC              | 45.35%        | 28.08%        | 30.87%        | 43.25%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 25.37%        | 28.23%        | 27.55%        | 29.28%        |
| 其他负债          | 884.54         | 468.44         | 541.98         | 630.49         | <b>营运能力</b>       |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>1040.80</b> | <b>645.20</b>  | <b>755.31</b>  | <b>887.50</b>  | 总资产周转率            | 0.30          | 0.35          | 0.42          | 0.48          |
| 股本            | 880.00         | 880.00         | 880.00         | 880.00         | 固定资产周转率           | 2.23          | 3.01          | 4.79          | 8.31          |
| 资本公积          | 29.32          | 29.32          | 29.32          | 29.32          | 应收账款周转率           | 45.14         | 47.28         | 44.01         | 45.80         |
| 留存收益          | 2407.47        | 2737.20        | 3165.96        | 3739.87        | 存货周转率             | 1.32          | 1.21          | 1.27          | 1.26          |
| 归属母公司股东权益     | 3313.77        | 3646.52        | 4075.28        | 4649.18        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.43%        | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 273.11         | 197.02         | 98.07          | 2.42           | <b>资本结构</b>       |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3586.88</b> | <b>3843.53</b> | <b>4173.35</b> | <b>4651.60</b> | 资产负债率             | 22.49%        | 14.37%        | 15.32%        | 16.02%        |
| 负债和股东权益合计     | 4627.68        | 4488.73        | 4928.66        | 5539.10        | 带息债务/总负债          | 0.19%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 4.18          | 7.25          | 6.87          | 6.64          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 3.33          | 5.69          | 5.27          | 5.03          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 12.51%        | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |               |               |               |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.29          | 0.37          | 0.49          | 0.65          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 4.08          | 4.37          | 4.74          | 5.29          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.04          | -0.10         | 0.28          | 0.45          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.04          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
|               |                |                |                |                |                   |               |               |               |               |
| 业绩和估值指标       | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |                   |               |               |               |               |
| EBITDA        | 336.39         | 451.26         | 551.31         | 740.20         |                   |               |               |               |               |
| PE            | 58.80          | 45.16          | 34.73          | 25.94          |                   |               |               |               |               |
| PB            | 4.15           | 3.87           | 3.57           | 3.20           |                   |               |               |               |               |
| PS            | 11.23          | 9.32           | 7.44           | 5.89           |                   |               |               |               |               |
| EV/EBITDA     | 35.42          | 26.49          | 21.12          | 15.10          |                   |               |               |               |               |
| 股息率           | 0.21%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |                   |               |               |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域  | 姓名   | 职务          | 座机           | 手机              | 邮箱                   |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 蒋诗烽  | 总经理助理、销售总监  | 021-68415309 | 18621310081     | jsf@swsc.com.cn      |
|     | 崔露文  | 销售经理        | 15642960315  | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 薛世宇  | 销售经理        | 18502146429  | 18502146429     | xsy@swsc.com.cn      |
|     | 汪艺   | 销售经理        | 13127920536  | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 岑宇婷  | 销售经理        | 18616243268  | 18616243268     | cyrif@swsc.com.cn    |
|     | 张玉梅  | 销售经理        | 18957157330  | 18957157330     | zymf@swsc.com.cn     |
|     | 陈阳阳  | 销售经理        | 17863111858  | 17863111858     | cyyf@swsc.com.cn     |
|     | 李煜   | 销售经理        | 18801732511  | 18801732511     | yfiiyu@swsc.com.cn   |
|     | 谭世泽  | 销售经理        | 13122900886  | 13122900886     | tsz@swsc.com.cn      |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309  | bly@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨   | 销售总监        | 18601139362  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚   | 销售副总监       | 18601241803  | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 杜小双  | 高级销售经理      | 18810922935  | 18810922935     | dxsyf@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇   | 高级销售经理      | 15652285702  | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 胡青璇  | 销售经理        | 18800123955  | 18800123955     | hqx@swsc.com.cn      |
|     | 王一菲  | 销售经理        | 18040060359  | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |
|     | 王宇飞  | 销售经理        | 18500981866  | 18500981866     | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 巢语欢  | 销售经理        | 13667084989  | 13667084989     | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深  | 郑龔   | 广深销售负责人     | 18825189744  | 18825189744     | zhengyan@swsc.com.cn |
|     | 杨新意  | 销售经理        | 17628609919  | 17628609919     | yxy@swsc.com.cn      |
|     | 张文锋  | 销售经理        | 13642639789  | 13642639789     | zwf@swsc.com.cn      |
|     | 陈韵然  | 销售经理        | 18208801355  | 18208801355     | cyrif@swsc.com.cn    |
|     | 龚之涵  | 销售经理        | 15808001926  | 15808001926     | gongzh@swsc.com.cn   |
|     | 丁凡   | 销售经理        | 15559989681  | 15559989681     | dingfyf@swsc.com.cn  |