

## 登海种业 (002041.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 控费降本, 预收款稳增长

投资收益减少导致 22Q3 盈利下滑, 但以销售季来看, 收入和盈利仍双双高增。预收款稳健增长, 或加持新销售季的成长确定性。高粮价护航玉米种业景气, 关注转基因商业化为公司带来的第二增长曲线。维持“强烈推荐”投资评级。

- 投资收益减少, 22Q3 盈利下滑。** 公司披露 2022 年三季报。前三季度累计实现收入 5.64 亿元 (同比+10.0%)、归属净利润 1.12 亿元 (同比-3.81%)。其中, 22Q3 实现收入 1.24 亿元 (同比+26.5%)、归属净利润 16.8 万元 (同比-99%)。前三季度盈利下滑主要系公司 2021/22 销售季收入确认前置所致。我们估算, 公司在 2021/22 销售季合计实现收入 11.5 亿元 (同比+17%), 其中 51% 的收入在 21Q4 确认、确认比例较 20Q4 提升约 3.1 个百分点; 2021/22 销售季合计实现归母盈利 2.28 亿元 (同比+42%), 其中 51% 的盈利在 21Q4 确认、确认比例较 20Q4 提升约 24 个百分点。22Q3 盈利下滑主要系投资收益同比减少 627 万元、子公司盈利水平好转导致少数股东损益增加 548 万元所致。
- 控费降本, 预收款稳增长。** 在高温干旱导致 2021/22 年度玉米种企制种成本普遍提升的背景下, 公司凭借品种优势实现了成本转移、毛利率仍维持在 34% 的高位。同时, 公司通过费用控制进一步压降成本。我们估算, 公司在 2021/22 销售季的费用率同比下降约 3.8 个百分点至 17.5%, 其中 22Q3 的费用率同比下降 15 个百分点至 33.5%。另一方面, 截至 2022 年三季度末, 公司的预收款同比增加 6.71% 至 8.66 亿元, 或加持公司在 2022/23 销售季再成长。
- 高粮价护航种业景气, 关注转基因商业化。** 截至目前, 国内玉米价格仍维持在 2870 元/吨左右的高位, 种植收益高企或护航玉米种业景气持续恢复。而转基因玉米在国内的商业化仅需审定号下发即有望启动正式销售、实现技术革新带动的种子涨价。公司有望凭借先发布局、及杂交育种方面的优势, 率先并持续在种子销售环节提升市占率、实现盈利增长的第二曲线。
- 维持“强烈推荐”投资评级。** 考虑到投资收益减少等方面的影响, 我们下调 2022/23/24 年 EPS 预测至 0.32/0.43/0.49 元 (原为 0.46/0.64/0.79 元)。考虑到公司在杂交玉米育种上的研发优势、国家粮食安全战略的重要性, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 粮价表现/品种推广情况/种业侵权套牌打击力度不达预期、制种成本高于预期、等。**

#### 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	1252	1533	1791
同比增长	9%	22%	14%	22%	17%
营业利润(百万元)	73	254	305	443	495
同比增长	-365%	247%	20%	45%	12%
归母净利润(百万元)	102	233	286	380	427
同比增长	145%	128%	23%	33%	12%
每股收益(元)	0.12	0.26	0.32	0.43	0.49
PE	179.5	78.6	64.0	48.2	42.9
PB	6.3	5.9	5.5	5.1	4.7

资料来源: 公司数据、招商证券。注: 股价为 2022 年 10 月 31 日收盘价。

消费品/农林牧渔

目标估值: NA

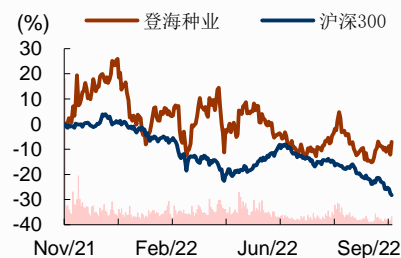
当前股价: 20.8 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	88000
已上市流通股 (万股)	88000
总市值 (亿元)	183
流通市值 (亿元)	183
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	7.2
资产负债率	24.8%
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	-1	-10	-13
相对表现	7	-0	14



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《登海种业 (002041) — 玉米种业持续向好, 子公司盈利显著提升》2022-08-30
- 《登海种业 (002041) — 粮价景气高企, 登海再创佳绩》2022-04-29
- 《登海种业 (002041) — 玉米种业景气向上, 龙头种企量利双增》2022-04-19

熊承慧 S1090521030002

✉ xiongchenghui@cmschina.com.cn

表 1: 2022 年三季报业绩回顾

(百万元)	2019A	2020A	2021A	2022 年前三季度	同比
营业收入	823	901	1,101	564	10%
营业毛利	266	259	400	187	-4%
营业费用	91	71	76	40	-17%
管理费用	107	86	101	74	11%
财务费用	-2	-14	-26	-20	-14%
投资收益	58	41	42	34	11%
营业利润	-28	73	254	111	22%
所得税	10	20	1	3	357%
归属母公司净利润	42	102	233	112	-4%
EPS (元)	0.05	0.12	0.26	0.13	

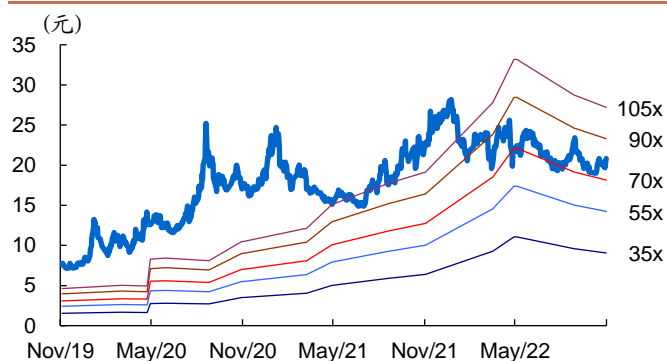
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业收入	230	185	98	589	335	105	124
营业毛利	78	89	30	204	127	38	22
营业费用	15	16	17	28	14	11	15
管理费用	21	24	22	34	21	28	25
财务费用	-6	-6	-6	-9	-6	-7	-7
投资收益	7	4	19	11	7	14	13
营业利润	47	41	3	163	102	13	-4
归属母公司净利润	59	46	12	116	104	8	0
EPS (元)	0.07	0.05	0.01	0.13	0.12	0.01	0.00
主要比率							
毛利率	34%	48%	30%	35%	38%	36%	18%
营业费用率	7%	9%	17%	5%	4%	10%	12%
管理费用率	9%	13%	23%	6%	6%	27%	20%
营业利润率	21%	22%	3%	28%	30%	12%	-3%
净利率	26%	25%	12%	20%	31%	8%	0%
YoY							
收入	40%	6%	9%	25%	46%	-43%	26%
归属母公司净利润	75%	95%	983%	166%	77%	-83%	-99%

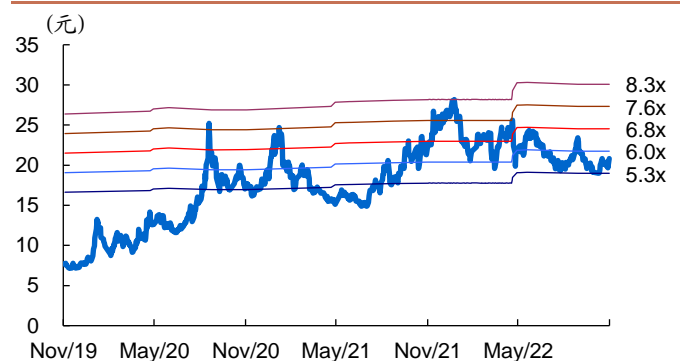
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 登海种业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 登海种业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3019	3469	3739	4192	4732
现金	652	1031	1419	1866	2317
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	14	18	23
其它应收款	5	14	16	19	22
存货	408	498	382	369	439
其他	30	43	47	57	68
<b>非流动资产</b>	741	741	747	762	766
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	553	599	631	650	658
无形资产商誉	88	86	78	70	63
其他	100	56	39	42	46
<b>资产总计</b>	<b>3761</b>	<b>4210</b>	<b>4487</b>	<b>4954</b>	<b>5498</b>
<b>流动负债</b>	610	841	863	1009	1182
短期借款	5	9	0	0	0
应付账款	25	79	54	69	94
预收账款	321	491	538	648	771
其他	259	263	270	292	317
<b>长期负债</b>	16	18	15	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	18	15	16	16
<b>负债合计</b>	<b>625</b>	<b>860</b>	<b>878</b>	<b>1025</b>	<b>1198</b>
股本	880	880	880	880	880
资本公积金	29	29	29	29	29
留存收益	1980	2182	2418	2686	2999
少数股东权益	246	260	281	334	391
归属于母公司所有者权益	2889	3091	3328	3595	3908
<b>负债及权益合计</b>	<b>3761</b>	<b>4210</b>	<b>4487</b>	<b>4954</b>	<b>5498</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	369	365	435	550	544
净利润	49	239	298	422	474
折旧摊销	74	66	71	73	74
财务费用	1	1	(10)	(13)	(17)
投资收益	(41)	(42)	(73)	(73)	(73)
营运资金变动	267	102	163	141	85
其它	20	0	(14)	1	1
<b>投资活动现金流</b>	(252)	(299)	5	(5)	5
资本支出	(33)	(68)	(95)	(85)	(75)
其他投资	(218)	(231)	100	80	79
<b>筹资活动现金流</b>	(59)	(33)	(52)	(98)	(97)
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)	(112)	(114)
其他	(5)	29	6	14	17
<b>现金净增加额</b>	<b>59</b>	<b>34</b>	<b>388</b>	<b>447</b>	<b>452</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	901	1101	1252	1533	1791
营业成本	641	701	768	925	1101
营业税金及附加	6	6	5	5	6
营业费用	71	76	81	69	81
管理费用	86	101	106	104	118
研发费用	71	68	69	74	81
财务费用	(14)	(26)	(10)	(13)	(17)
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	50	50	50
<b>营业利润</b>	73	254	305	443	495
营业外收入	1	10	6	7	7
营业外支出	5	25	12	25	25
<b>利润总额</b>	69	240	298	424	477
所得税	20	1	1	2	2
少数股东损益	(53)	6	12	42	47
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>102</b>	<b>233</b>	<b>286</b>	<b>380</b>	<b>427</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	9%	22%	14%	22%	17%
营业利润	-365%	247%	20%	45%	12%
归母净利润	145%	128%	23%	33%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.8%	36.3%	38.6%	39.7%	38.5%
净利率	11.3%	21.1%	22.8%	24.8%	23.8%
ROE	3.6%	7.8%	8.9%	11.0%	11.4%
ROIC	0.5%	7.0%	8.5%	11.3%	11.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.6%	20.4%	19.6%	20.7%	21.8%
净负债比率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.0	4.1	4.3	4.2	4.0
速动比率	4.3	3.5	3.9	3.8	3.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.3	1.5	1.7	2.5	2.7
应收账款周转率	41.6	48.3	71.7	96.1	86.8
应付账款周转率	21.7	13.5	11.5	15.1	13.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.12	0.26	0.32	0.43	0.49
每股经营净现金	0.42	0.42	0.49	0.63	0.62
每股净资产	3.28	3.51	3.78	4.09	4.44
每股股利	2.32	3.64	0.10	0.13	0.15
<b>估值比率</b>					
PE	179.5	78.6	64.0	48.2	42.9
PB	6.3	5.9	5.5	5.1	4.7
EV/EBITDA	144.6	62.8	49.3	35.9	32.7

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。

**张正芳**：中央财经大学经济学本科、国际商务硕士，2022年7月加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 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。