

登海种业 (002041.SZ)

2022 年报点评：营业收入同比+20%，扣非归母净利润同比-12%

买入

核心观点

制种成本上升限制利润表现，全年扣非归母净利润回落。公司 2022 年实现营业收入 13.26 亿元，较上年同期增加 20.45%，实现归属于母公司所有者的净利润 2.53 亿元，较上年同期增加 8.77%，主要系当期费用优化明显且处置子公司产生投资收益近 2700 万元，扣除非经常性损益后的归母净利润为 1.62 亿元，较上年同期减少 11.69%，主要系制种成本上升导致玉米业务毛利率下降。分季度来看，公司 2022Q4 营业收入同比+29.53%至 1.41 亿元，但受制种成本上升影响，扣除非经常性损益后的归母净利润同比-8.01%至 1.00 亿元。分业务来看，公司玉米业务延续景气，22 年共实现收入 11.75 亿元，同比+20.06%，实现毛利 3.90 亿元，同比+4.62%，但毛利率受制种成本上升影响下降 4.91pcts 至 33.24%。

新季种子延续涨价，优质品种尤受青睐。2022 年国内玉米种子制种总产实现增收，商品种子总供应量约 16.5 亿公斤，预计总需种量约 11.5 亿公斤，对应种子供需比超 140%，供求关系与上年相比偏宽松。但受制种成本上升影响，全国玉米种子销售均价同比涨幅仍超 10%。同时受高种植受益驱动，农户对品种稳产性关注提升，主导品种中的益农 14、东单 1331、中科玉 505、裕丰 303、登海 605、沃玉 3 号、西抗 18 等市场表现强势。考虑到当前玉米价格维持高位震荡，农户种植收益仍可观，我们认为公司 23 年业绩有支撑。

优质品种储备充足，有望充分受益转基因落地。公司在历经近 50 年玉米育种研发创新和高产攻关，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，引领了中国杂交玉米的发展方向，现有品种储备丰富，品种高产高抗特性突出，2021 年度杂交玉米销售总额位列国内第二，登海 605、先玉 335 全国推广面积位列全国玉米品种推广面积第 5 位和第 6 位。考虑到公司已和大北农等国内先进转基因性状公司开展深入合作，我们认为公司未来有望凭借出色的玉米杂交育种研发实力继续引领转基因落地后的品种换代升级，进而分享行业门槛提高带来的份额提升红利。

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的风险。

投资建议：公司作为 A 股最纯正玉米标的，短期业绩有望受益粮价景气延续，中长期有望随转基因落地后的品种换代实现成长，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 2.56/3.03/3.30 亿元，22-24 年每股受益为 0.29/0.34/0.37 元，对应当前股价 PE 为 58.3/49.2/45.1X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,101	1,326	1,664	2,130	2,679
(+/-%)	22.2%	20.4%	25.5%	28.0%	25.8%
净利润(百万元)	233	253	256	303	330
(+/-%)	128.3%	8.8%	0.9%	18.5%	8.9%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.29	0.34	0.37
EBIT Margin	13.6%	15.7%	15.8%	15.4%	14.9%
净资产收益率 (ROE)	7.5%	7.6%	7.4%	8.4%	8.6%
市盈率 (PE)	64.0	58.8	58.3	49.2	45.1
EV/EBITDA	73.3	58.2	50.4	43.7	38.6
市净率 (PB)	4.82	4.49	4.33	4.11	3.86

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

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 种植业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.92 元
总市值/流通市值	14890/14890 百万元
52 周最高价/最低价	25.24/16.76 元
近 3 个月日均成交额	103.33 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《登海种业 (002041.SZ) -2022 半年报点评：Q2 业绩阶段回落，优质品种未来可期》——2022-08-29
- 《登海种业 (002041.SZ) -公司 2021 年营收净利双增长，玉米种业高景气有望延续》——2022-03-17
- 《登海种业-002041-重大事件快评：2021 业绩表现亮眼，玉米种业量价齐升》——2022-01-27
- 《登海种业-002041-2021 年三季报点评：营收净利双增长，玉米种业景气向上》——2021-11-01
- 《登海种业-002041-2021 年半年报点评：玉米主业主量价齐升，业绩弹性逐步释放》——2021-08-27

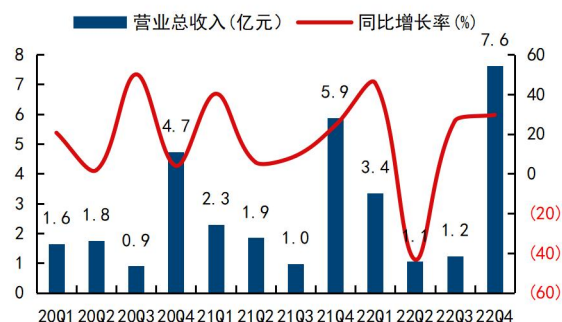
制种成本上升限制利润表现，全年扣非归母净利润回落。公司 2022 年实现营业收入 13.26 亿元，较上年同期增加 20.45%，实现归属于母公司所有者的净利润 2.53 亿元，较上年同期增加 8.77%，主要系当期费用优化明显且处置子公司产生投资收益近 2700 万元，扣除非经常性损益后的归母净利润为 1.62 亿元，较上年同期减少 11.69%，主要系制种成本上升导致玉米业务毛利率下降。分季度来看，公司 2022Q4 营业收入同比+29.53%至 1.41 亿元，但受制种成本上升影响，扣除非经常性损益后的归母净利润同比-8.01%至 1.00 亿元。分业务来看，公司玉米业务延续景气，22 年共实现收入 11.75 亿元，同比+20.06%，实现毛利 3.90 亿元，同比+4.62%，但毛利率受制种成本上升影响下降 4.91pcts 至 33.24%。

图1：登海种业营业收入及增速（单位：亿元、%）



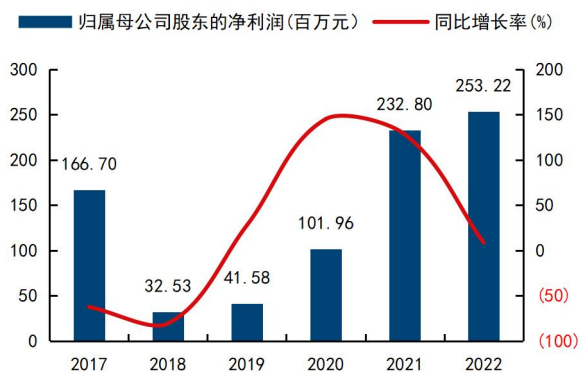
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：登海种业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



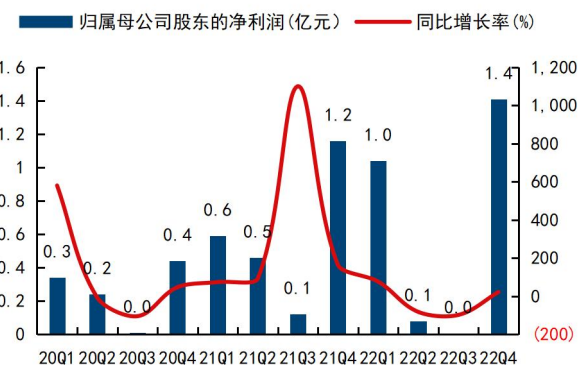
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：登海种业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



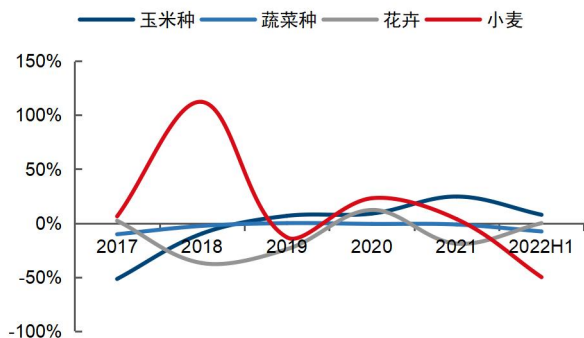
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：登海种业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



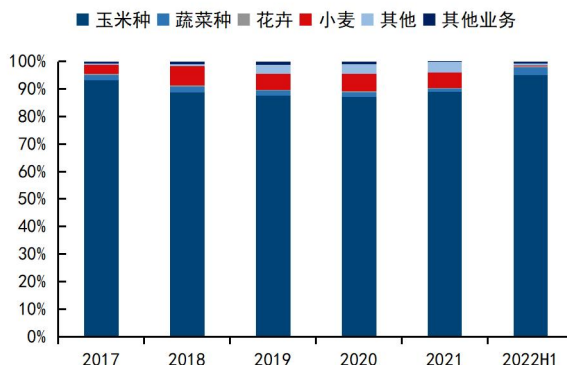
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 登海种业分业务增速情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

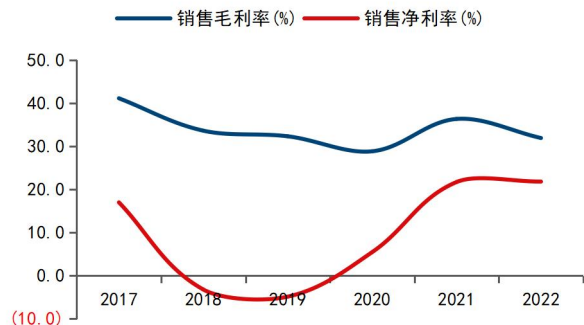
图6: 登海种业收入结构情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

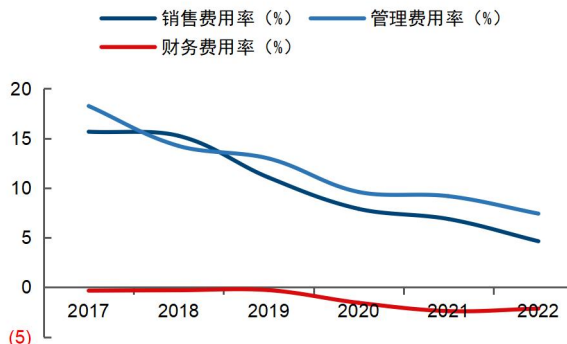
毛利率有所下降，费用率优化明显。公司 2022 年销售毛利率 31.89%，较上年同期下降 4.42pcts，主要受当期制种成本上涨影响；销售净利率 21.79%，较上年同期上升 0.11pcts，主要受费用率降低、投资收益确认影响。具体来看，公司 2022 年销售费用率为 4.63%（同比-2.24pcts），管理费用率为 7.41%（同比-1.76pcts），研发费用率为 3.75%（同比-2.40pct）、财务费用率为-2.15%（同比+0.25pcts）。三项费用率合计 9.89%，同比下降 3.75pcts。

图7: 登海种业毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 登海种业三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为 A 股最纯正玉米标的，短期业绩有望受益粮价景气延续，中长期有望随转基因落地后的品种换代实现成长，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 2.56/3.03/3.30 亿元，22-24 年每股受益为 0.29/0.34/0.37 元，对应当前股价 PE 为 58.3/49.2/45.1X，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
000998.SZ	隆平高科	14.63	192.67	0.05	0.06	0.38	293	244	39	买入
300087.SZ	荃银高科	14.49	98.05	0.37	0.34	0.44	39	43	33	买入
002385.SZ	大北农	7.00	289.85	-0.11	-0.02	0.41	-64	-350	17	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 (注: 荃银高科 EPS 预测为 Wind 一致预期)

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1031	1140	941	1037	1039	营业收入	1101	1326	1664	2130	2679
应收款项	35	31	49	60	73	营业成本	701	903	1147	1486	1891
存货净额	498	799	876	1193	1569	营业税金及附加	6	5	9	11	13
其他流动资产	1905	1925	2954	3520	4358	销售费用	76	61	75	94	115
流动资产合计	3469	3895	4820	5811	7039	管理费用	101	98	111	140	172
固定资产	612	593	640	721	807	研发费用	68	50	58	72	88
无形资产及其他	85	82	79	77	75	财务费用	(26)	(29)	(14)	9	31
投资性房地产	45	58	58	58	58	投资收益	42	77	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(2)	46	15	30	10
资产总计	4210	4628	5597	6667	7979	其他收入	(29)	(110)	(58)	(72)	(88)
短期借款及交易性金融负债	9	2	549	964	1570	营业利润	254	299	292	348	379
应付款项	79	134	117	184	239	营业外净收支	(15)	(6)	2	1	1
其他流动负债	754	795	1064	1406	1740	利润总额	240	293	294	349	380
流动负债合计	841	931	1730	2553	3550	所得税费用	1	4	3	4	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	6	36	36	43	46
其他长期负债	18	110	135	174	226	归属于母公司净利润	233	253	256	303	330
长期负债合计	18	110	135	174	226	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	860	1041	1865	2728	3776	净利润	233	253	256	303	330
少数股东权益	260	273	291	317	349	资产减值准备	(41)	51	3	4	5
股东权益	3091	3314	3442	3623	3854	折旧摊销	66	66	69	76	84
负债和股东权益总计	4210	4628	5597	6667	7979	公允价值变动损失	2	(46)	(15)	(30)	(10)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(26)	(29)	(14)	9	31
每股收益	0.26	0.29	0.29	0.34	0.37	营运资本变动	109	(91)	(845)	(442)	(779)
每股红利	0.04	0.04	0.15	0.14	0.11	其它	46	(20)	15	22	28
每股净资产	3.51	3.77	3.91	4.12	4.38	经营活动现金流	414	213	(517)	(68)	(343)
ROIC	5.58%	6.90%	7%	7%	7%	资本开支	0	(137)	(101)	(129)	(162)
ROE	7.53%	7.64%	7.42%	8.36%	8.56%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	36%	32%	31%	30%	29%	投资活动现金流	0	(137)	(101)	(129)	(162)
EBIT Margin	14%	16%	16%	15%	15%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	20%	21%	20%	19%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	22%	20%	26%	28%	26%	支付股利、利息	(36)	(36)	(128)	(121)	(99)
净利润增长率	128%	9%	1%	19%	9%	其它融资现金流	35	104	547	415	606
资产负债率	27%	28%	39%	46%	52%	融资活动现金流	(36)	34	420	293	507
股息率	0.2%	0.2%	0.9%	0.8%	0.7%	现金净变动	379	109	(199)	96	2
P/E	64.0	58.8	58.3	49.2	45.1	货币资金的期初余额	652	1031	1140	941	1037
P/B	4.8	4.5	4.3	4.1	3.9	货币资金的期末余额	1031	1140	941	1037	1039
EV/EBITDA	73.3	58.2	50.4	43.7	38.6	企业自由现金流	0	43	(616)	(172)	(461)
						权益自由现金流	0	146	(55)	234	114

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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