

# 登海种业 (002041. SZ)

## 2023 年中报点评：营业收入延续增长，归母净利同比回落

买入

### 核心观点

**收入延续增长，成本有所承压。**公司 2023H1 实现营业收入 4.83 亿元，同比+9.89%，主要系国内玉米价格维持高位，公司玉米种子收入维持增长；实现归属于母公司所有者的净利润 7457.63 万元，同比-33.50%，利润同比回落明显一是因为公司去年 Q4 发货量较集中，今年 Q1 和 Q2 发货量较上年同期有所下降，二是因为种子成本比上期大幅度增长。

**玉米种子收入和毛利率实现双增。**(1) **玉米种子：**实现营业收入 4.54 亿元，同比+8.73%，毛利率为 38.80%，同比+0.86pcts。(2) **其他种子：**蔬菜种子实现营业收入 1201 万元，同比-1.89%；花卉种子实现营业收入 184 万元，同比+5.99%；小麦种子实现营业收入 143 万元，同比-2.55%。

**厄尔尼诺增加粮食供应不确定性，或为种子板块业绩继续提供支撑。**相比 7 月预估，美国农业部 8 月供需报告将 2023/24 年度全球玉米产量调减 1097 万吨至 12.14 亿吨（其中美国、中国 2023/24 年度玉米产量分别调减 532 万吨、300 万吨），期末库存量调减 307 万吨 3.11 亿吨，库销比下调 0.12% 至 25.91%，而国内玉米则库销比下调 0.99% 至 66.22%。我们认为，短期由厄尔尼诺带来的极端天气或催化粮价表现进而支撑种子板块业绩，公司作为高弹性玉米标的有望充分受益。

**公司优质玉米品种储备充足，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；国投集团收购进度不及预期的风险。

**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 2023-2025 年归母净利润为 2.56/3.03/3.30 亿元，每股收益为 0.29/0.34/0.37 元，对应当前股价 PE 为 52.6/44.4/40.8X，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)	57.8	53.1	52.6	44.4	40.8
EV/EBITDA	66.5	52.9	46.1	40.1	35.6
市净率(PB)	4.35	4.06	3.91	3.71	3.49

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

lujiapei@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@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

15.28 元

收盘价

13446/13446 百万元

总市值/流通市值

23.74/14.72 元

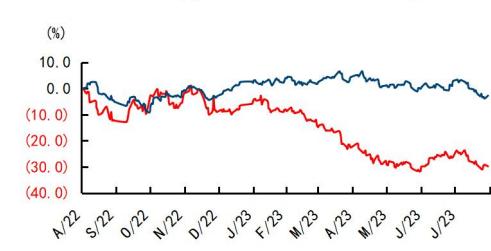
52 周最高价/最低价

75.70 百万元

近 3 个月日均成交额

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 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) -2023 一季报点评：营业收入同比-22%，归母净利润同比-57%》——2023-05-06

《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%》——2023-04-25

《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

**收入延续增长，成本有所承压。**公司2023H1实现营业收入4.83亿元，较上年同期增加9.89%，主要系国内玉米价格维持高位，公司玉米种子收入维持增长；实现归属于母公司所有者的净利润7457.63万元，较上年同期减少33.50%，利润同比回落明显一是因为公司去年Q4发货量较集中，今年Q1和Q2发货量较上年同期有所下降，二是因为种子成本比上期大幅度增长。

**玉米种子收入和毛利率实现双增。**(1) **玉米种子业务：**实现营业收入4.54亿元，同比增长8.73%，毛利率为38.80%，同比+0.86pcts。(2) **其他种子业务：**蔬菜种子实现营业收入1201万元，同比减少1.89%；花卉种子实现营业收入184万元，同比增加5.99%；小麦种子实现营业收入143万元，同比减少2.55%。

图1：登海种业营业收入及增速



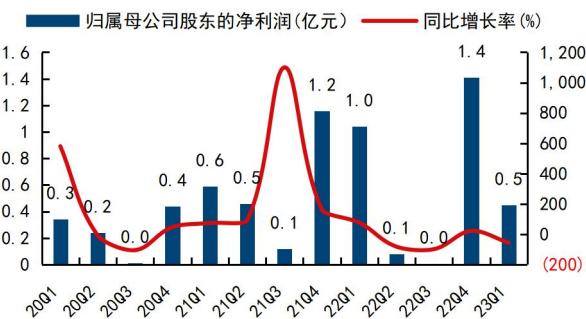
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：登海种业归母净利润及增速

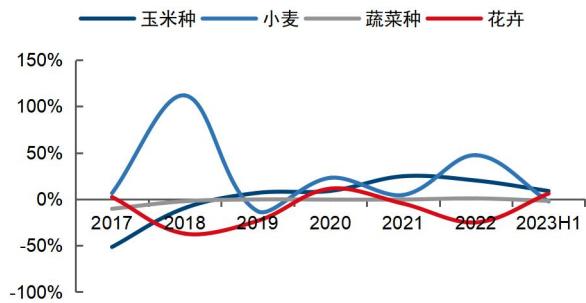


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：登海种业单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

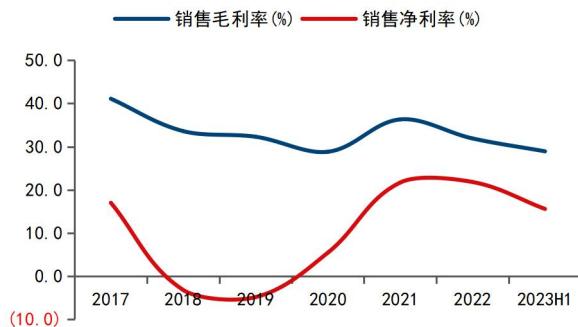
**图4: 登海种业分业务增速情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

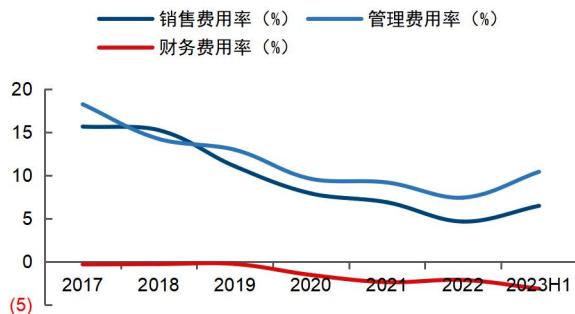
**图5: 登海种业收入结构情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**利润率有所回落，费用率增加明显。**公司2023年上半年销售毛利率28.91%，相较上年全年水平-2.98pcts；销售净利率15.55%，相较上年全年水平-6.24pcts，主要系种子成本有所上升且销售及管理费用增加较多。费用方面，公司2023年上半年销售费用率6.46%（相较上年全年水平+1.83pcts）；管理费用率10.41%（相较上年全年水平+3.00pcts）；财务费用率-3.16%（相较上年全年水平-1.01pcts）。三项费用率合计13.71%，较上年全年水平+3.82pcts。

**图6: 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

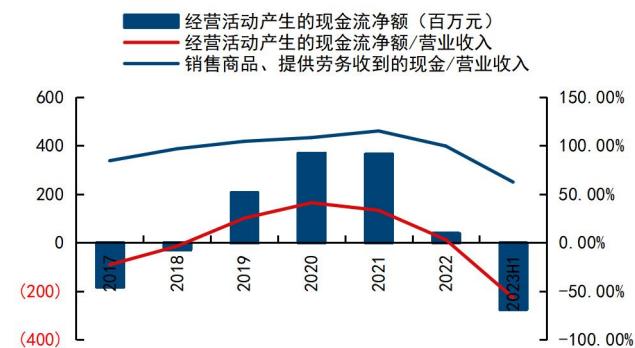
**图7: 登海种业费用率变化情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流净额维持平稳，存货周转速度有所放缓。**公司2023年上半年经营性现金流净额-2.75亿元，同比减少3286万元，经营性现金流净额占营业收入比例为-56.85%（同比+3.37pcts），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为62.36%（较上年全年水平+17.92pcts）。在主要流动资产周转方面，2023年上半年公司存货天数达385天（同比+46%），应收账款周转天数达18天（同比-17%）。

**图8: 登海种业主要流动资产周转情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图9: 登海种业经营性现金流情况**


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2023-2025年归母净利润为2.56/3.03/3.30亿元，每股收益为0.29/0.34/0.37元，对应当前股价PE为52.6/44.4/40.8X，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	22A	23E	24E	22A	23E	
000998.SZ	隆平高科	15.17	199.78	-0.67	0.27	0.38	-23	56	40
300087.SZ	荃银高科	10.28	97.39	0.35	0.29	0.37	29	35	28
002385.SZ	大北农	6.57	271.86	0.01	0.04	0.36	657	164	18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 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	<b>营业收入</b>	<b>1101</b>	<b>1326</b>	<b>1664</b>	<b>2130</b>	<b>2679</b>
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
<b>流动资产合计</b>	<b>3469</b>	<b>3895</b>	<b>4820</b>	<b>5811</b>	<b>7039</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>4210</b>	<b>4628</b>	<b>5597</b>	<b>6667</b>	<b>7979</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>240</b>	<b>293</b>	<b>294</b>	<b>349</b>	<b>380</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>841</b>	<b>931</b>	<b>1730</b>	<b>2553</b>	<b>3550</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>233</b>	<b>253</b>	<b>256</b>	<b>303</b>	<b>330</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>110</b>	<b>135</b>	<b>174</b>	<b>226</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>860</b>	<b>1041</b>	<b>1865</b>	<b>2728</b>	<b>3776</b>	<b>净利润</b>	<b>233</b>	<b>253</b>	<b>256</b>	<b>303</b>	<b>330</b>
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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4210</b>	<b>4628</b>	<b>5597</b>	<b>6667</b>	<b>7979</b>	公允价值变动损失	2	(46)	(15)	(30)	(10)
						财务费用	(26)	(29)	(14)	9	31
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	109	(91)	(845)	(442)	(779)
每股收益	0.26	0.29	0.29	0.34	0.37	其它	46	(20)	15	22	28
每股红利	0.04	0.04	0.15	0.14	0.11	<b>经营活动现金流</b>	<b>414</b>	<b>213</b>	<b>(517)</b>	<b>(68)</b>	<b>(343)</b>
每股净资产	3.51	3.77	3.91	4.12	4.38	资本开支	0	(137)	(101)	(129)	(162)
ROIC	5.58%	6.90%	7%	7%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	7.53%	7.64%	7.42%	8.36%	8.56%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(137)</b>	<b>(101)</b>	<b>(129)</b>	<b>(162)</b>
毛利率	36%	32%	31%	30%	29%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBIT Margin	14%	16%	16%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	21%	20%	19%	18%	支付股利、利息	(36)	(36)	(128)	(121)	(99)
收入增长	22%	20%	26%	28%	26%	其它融资现金流	35	104	547	415	606
净利润增长率	128%	9%	1%	19%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(36)</b>	<b>34</b>	<b>420</b>	<b>293</b>	<b>507</b>
资产负债率	27%	28%	39%	46%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>379</b>	<b>109</b>	<b>(199)</b>	<b>96</b>	<b>2</b>
股息率	0.3%	0.3%	1.0%	0.9%	0.7%	货币资金的期初余额	652	1031	1140	941	1037
P/E	57.8	53.1	52.6	44.4	40.8	货币资金的期末余额	1031	1140	941	1037	1039
P/B	4.4	4.1	3.9	3.7	3.5	企业自由现金流	0	43	(616)	(172)	(461)
EV/EBITDA	66.5	52.9	46.1	40.1	35.6	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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提供。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