



登海种业(002041)

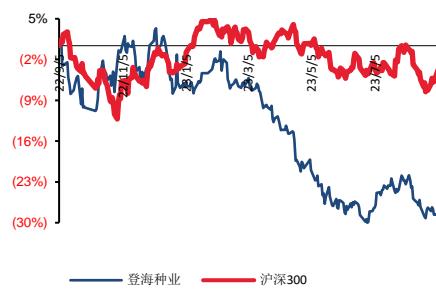
目标价: 18.4

昨收盘: 15.2

农林牧渔 种植业

中报点评：短期成本上升业绩承压，中长期发展前途可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	880/880
总市值/流通(百万元)	13,376/13,376
12 个月最高/最低(元)	22.01/14.86

相关研究报告：

登海种业(002041)《年报点评：玉米种子业务增长良好，助力业绩上升》--2023/04/25

登海种业(002041)《季报点评：费用率下降明显，合同负债同增6.7%》--2022/10/30

登海种业(002041)《中报点评：核心玉米种业延续增长，品种资源优势明显前途可期》--2022/08/29

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL：chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511050002

事件：公司近日发布2023年中期报告。上半年，实现营收4.83亿元，同增9.89%，归属于上市公司股东的净利润7457.63万元，同降33.50%；其中单2季度，实现营收2.2亿元，同增110.39%；归属于上市公司股东的净利润2985.82万元，同增279.27%；点评如下：

核心主业收入保持增长，毛利率承压。上半年，公司坚持以市场为导向，发挥“登海”品牌优势，依靠品种多年来优良的市场表现力，强化营销力度，保持了核心主业的增长趋势。报告期内，核心主业玉米种子业务实现营收4.54亿元，同增8.73%；销售毛利率28.18%，较上年同期下降了9.76个百分点。核心主业毛利率下滑，和行业基本同步，主要是受到制种成本上升的影响，原因有两个方面：1、粮价大幅上涨导致种植户对于制种收益要求的上升。2022年，国内玉米价格持续上涨，全国一等玉米粮库收购均价从年初的2750元/吨涨至年末的2950元/吨，区间涨幅超7%。2、制种地区高温热害、气候异常导致制种单产下降和单位制种成本上升。我们认为，中长期来看，全行业制种成本上升趋势有望缓解，主要理由有：1、粮价现已处历史高位，后续进一步上涨的空间有限，对下个年度制种成本的影响有望显著减弱；2、种子产品具有明显的后周期属性，粮价上涨之后种子产品提价的概率较大。预计，随着制种成本上升趋缓，核心主业盈利有望逐渐修复。

公司积极参与生物育种，有望充分受益转基因商业化全面落地。2023年中央“一号文件”首次明确提出加快玉米大豆生物育种产业化步伐。2023年8月农业农村部公告称，2023年转基因商业化试点范围将扩展至河北、内蒙古、吉林、四川、云南5个省20个县并在甘肃安排试种并标出了良好的效果，转基因玉米大豆抗虫耐除草剂性状表现突出，对草地贪夜蛾等鳞翅目害虫的防治效果在90%以上，除草效果在95%以上；转基因玉米大豆可增产5.6%-11.6%。转基因商业化全面落地将给行业带来增量市场空间和龙头市场份额提升。公司和大北农等国内先进转基因性状公司开展深入合作，未来有望凭借出色的玉米杂交育种优势，继续引领转基因全面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。

公司品种优势明显，中长期发展前景可期，维持增持评级。公司50年如一日坚持育种研发创新和高产攻关，培育出了有杰出贡献的玉米自交系478、掖107、DH382、DH351、掖52106、8001、515、DH65232，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代玉米杂交种的替代，多次引领中国杂交玉米的发

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全国推广面积位于全国玉米品种推广面积第5位和第6位。我们看好公司在玉米种质资源和品种等方面所形成的长期竞争优势和长远发展前景，维持“增持”评级。结合半年报业绩情况，下修公司23/24/25年归母净利润至2.38/3.6/4.54亿元。按照24年业绩给予45倍PE，未来6个月目标价18.4元，距离现价有20%+的空间。

风险提示：种子市场大幅波动，导致产品价格上涨不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1326	1424	1694	1813
(+/-%)	20.44	7.39	18.96	7.02
归母净利(百万元)	253	238	360	454
(+/-%)	21.10	(14.20)	51.20	26.50
摊薄每股收益(元)	0.29	0.27	0.41	0.52
市盈率(PE)	52.82	56.22	37.18	29.47

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1031	1140	1252	1543	2143	营业收入	1101	1326	1424	1694	1813
应收和预付款项	48	171	233	304	372	营业成本	701	903	1006	1130	1138
存货	498	799	647	949	667	营业税金及附加	6	5	6	7	7
其他流动资产	1892	1786	1816	1810	1818	销售费用	76	61	82	88	99
流动资产合计	3469	3895	3948	4606	4999	管理费用	169	148	135	161	172
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	(26)	(29)	(13)	(30)	(42)
投资性房地产	9	9	0	0	0	资产减值损失	13	(38)	14	17	18
固定资产	611	601	548	508	463	投资收益	42	77	40	40	40
在建工程	13	5	22	31	36	公允价值变动	11	7	10	10	10
无形资产开发支出	86	84	85	85	86	营业利润	215	359	244	372	471
长期待摊费用	1	0	0	0	0	其他非经营损益	240	293	250	378	478
其他非流动资产	20	32	0	0	0	利润总额	240	293	250	378	478
资产总计	4210	4628	4604	5231	5584	所得税	1	4	2	3	4
短期借款	9	2	2	2	2	净利润	239	289	248	375	474
应付和预收款项	570	591	556	740	699	少数股东损益	6	36	10	15	20
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	233	253	238	360	454
其他负债	281	448	222	299	229						
负债合计	860	1041	779	1041	930						
股本	880	880	880	880	880						
资本公积	29	29	29	29	29						
留存收益	2186	2407	2645	3005	3459						
归母公司股东权益	3091	3314	3542	3891	4335						
少数股东权益	260	273	283	298	318						
股东权益合计	3351	3587	3825	4190	4653						
负债和股东权益	4210	4628	4604	5231	5584						
现金流量表(百万)					预测指标						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	365	39	(1722)	274	564	毛利率	36.3%	31.9%	29.4%	33.3%	37.3%
投资性现金流	(299)	60	1821	(13)	(6)	销售净利率	21.7%	21.8%	17.4%	22.1%	26.1%
融资性现金流	(33)	(23)	13	30	42	销售收入增长率	22.2%	20.4%	7.4%	18.9%	7.1%
现金增加额	34	76	113	291	600	EBIT 增长率	287.9%	24.0%	(10.4%)	47.0%	25.3%
						净利润增长率	388.2%	21.1%	(14.2%)	51.2%	26.5%
						ROE	7.4%	8.3%	6.7%	9.4%	10.7%
						ROA	6.0%	6.5%	5.4%	7.6%	8.8%
						ROIC	11.3%	16.6%	7.3%	8.4%	10.8%
						EPS(X)	0.26	0.29	0.27	0.41	0.52
						PE(X)	57.46	52.82	56.22	37.18	29.47
						PB(X)	4.33	4.04	3.78	3.44	3.09
						PS(X)	12.15	10.09	9.39	7.90	7.38
						EV/EBITDA(X)	47.31	40.19	42.58	30.99	24.11

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。