

登海种业 (002041.SZ)

2023 年报点评：收入维持增长，玉米种子毛利率承压

买入

核心观点

收入维持增长，毛利率有所承压。公司 2023 年实现营业收入 15.52 亿元，同比+17.06%，主要系国内商品粮价格和惠农政策对农民种粮积极性起到支撑，公司 2023 年种子销量同比+22.29%。公司 2023 年实现归属于母公司所有者的净利润 2.56 亿元，同比+1.01%，主要系国内玉米种子市场竞争加剧，且制种成本有所上升，导致公司整体毛利率同比-2.51pct 至 28.77%。

玉米种子收入增长但毛利率下滑。(1) **玉米种子：**2023 年实现营业收入 13.54 亿元，同比+15.23%，毛利率为 29.17%，同比-4.02pct。(2) **其他种子：**小麦种子实现营业收入 1.11 亿元，同比+25.23%。蔬菜种子实现营业收入 1431.28 万元，同比-6.04%；花卉种子实现营业收入 188.87 万元，同比+7.21%。

玉米供需格局由紧转松，国内玉米价格阶段见底。根据美国农业部 4 月最新预估，2023/24 年度全球玉米产量预计较 2022/23 年度增加 7012 万吨至 12.28 亿吨，期末库存量增加 1609 万吨 3.18 亿吨，库销比增加 0.36pct 至 26.27%，全球玉米供需由紧转松，国内外玉米价格年内预计维持偏弱震荡，农户种植收益收缩短期可能对公司玉米种子业务增速施压。

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，2022 年公司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 8 位。目前公司已和大北农等国内先进转基因性状公司开展深度合作，旗下 6 个转基因玉米品种通过初审，未来有望凭借先发优势和研发实力继续引领转基因落地后的品种换代升级，进而分享行业成长红利。

风险提示：恶劣天气带来的制种风险；转基因推广不及预期。

投资建议：考虑到玉米价格回落可能短期对公司玉米业务增速施压，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测为 2.7/3.2 亿元（原为 3.0/3.3 亿元），预测 2026 归母净利润为 3.7 亿元，对应每股收益为 0.31/0.36/0.42 元，对应当前股价 PE 为 31.3/26.5/22.8X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,326	1,552	1,673	1,841	2,145
(+/-%)	20.4%	17.1%	7.8%	10.0%	16.5%
净利润(百万元)	253	256	270	318	370
(+/-%)	8.8%	1.0%	5.5%	17.9%	16.3%
每股收益(元)	0.29	0.29	0.31	0.36	0.42
EBIT Margin	15.7%	12.4%	12.7%	13.2%	15.0%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	7.2%	7.3%	8.2%	8.9%
市盈率 (PE)	33.3	33.0	31.3	26.5	22.8
EV/EBITDA	34.6	36.7	34.7	30.5	24.3
市净率 (PB)	2.54	2.36	2.28	2.16	2.03

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

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

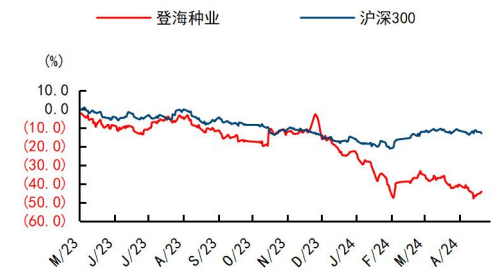
lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.58 元
总市值/流通市值	8430/8430 百万元
52 周最高价/最低价	17.49/8.81 元
近 3 个月日均成交额	128.88 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) -2023 年中报点评：营业收入延续增长，归母净利润同比回落》——2023-08-29
- 《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

收入维持增长，毛利率有所承压。公司 2023 年实现营业收入 15.52 亿元，同比+17.06%，主要系国内商品粮价格和惠农政策对农民种粮积极性起到支撑，公司 2023 年种子销量同比+22.29%。公司 2023 年实现归属于母公司所有者的净利润 2.56 亿元，同比+1.01%，主要系国内玉米种子市场竞争加剧，且制种成本有所上升，导致公司整体毛利率同比-2.51pct 至 28.77%。

玉米种子收入增长但毛利率下滑。（1）玉米种子：2023 年实现营业收入 13.54 亿元，同比+15.23%，毛利率为 29.17%，同比-4.02pct。（2）其他种子：小麦种子实现营业收入 1.11 亿元，同比+25.23%。蔬菜种子实现营业收入 1431.28 万元，同比-6.04%；花卉种子实现营业收入 188.87 万元，同比+7.21%。

图1：登海种业营业收入及增速



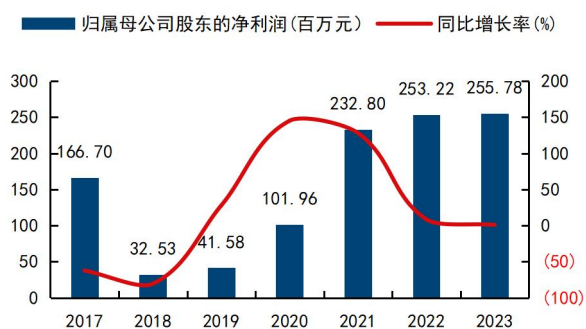
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：登海种业单季营业收入及增速



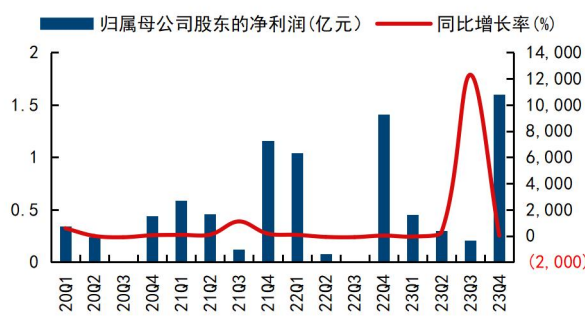
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：登海种业归母净利润及增速



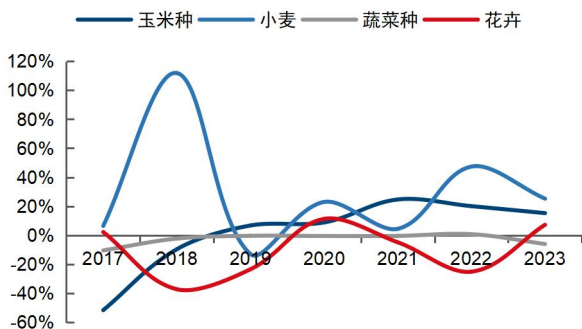
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：登海种业单季归母净利润及增速



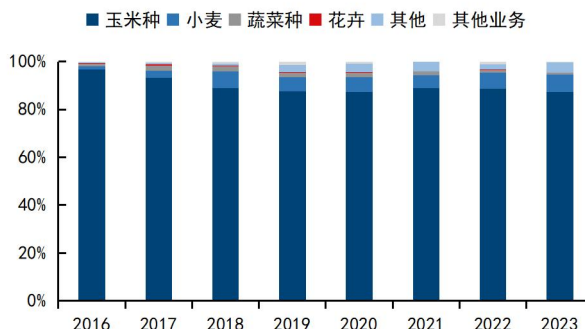
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

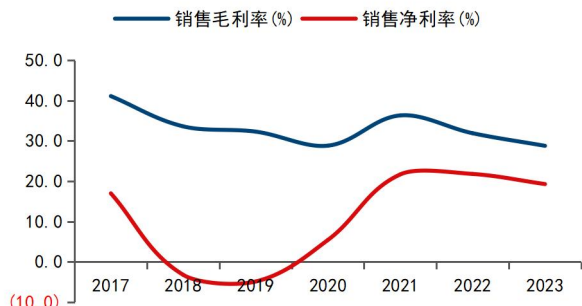
图6: 登海种业收入结构情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

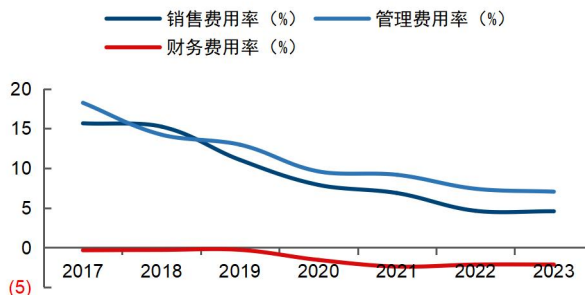
利润率有所回落, 费用率增加明显。公司 2023 年销售毛利率 28.77%, 同比 -3.12pct; 销售净利率 19.28%, 同比 -2.51pct, 主要系市场竞争加剧、制种费用上升导致毛利率短期承压。费用方面, 公司 2023 年销售费用率 4.57% (同比 -0.06pct); 管理费用率 7.04% (同比 -0.37pct); 财务费用率 -2.14% (同比 +0.01pct)。三项费用率合计 9.47%, 较上年全年水平 -0.42pct。

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

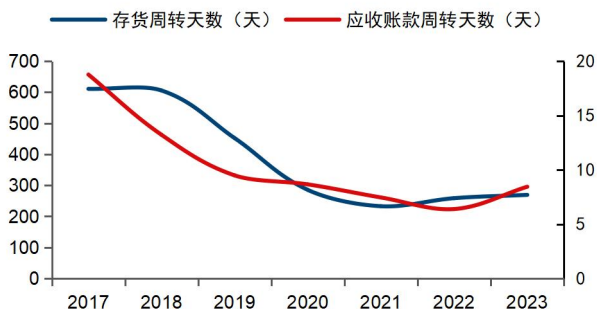
图8: 登海种业费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

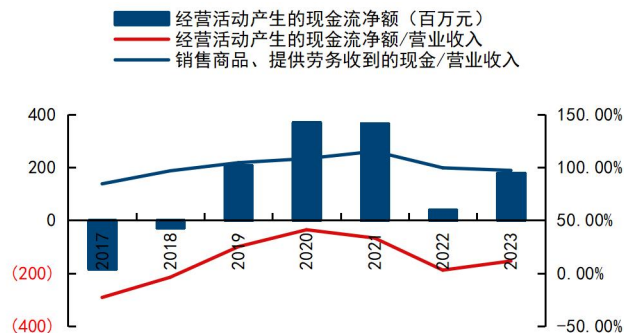
经营性现金流改善明显, 应收账款周转放缓。公司 2023 年经营性现金流净额 1.79 亿元, 同比 +360.23%, 经营性现金流净额占营业收入比例为 11.53% (同比 +8.60pct), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 97.01% (同比 -2.42pct)。在主要流动资产周转方面, 2023 年存货天数达 269 天 (同比 +4.12%), 应收账款周转天数达 8 天 (同比 +32.15%)。

图9: 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10: 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: 考虑到玉米价格回落可能短期对公司玉米业务增速施压, 我们调整公司2024-2025年归母净利润预测为2.7/3.2亿元(原为3.0/3.3亿元), 预测2026年归母净利润为3.7亿元, 对应每股收益为0.31/0.36/0.42元, 对应当前股价PE为31.3/26.5/22.8X, 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	24E			
000998.SZ	隆平高科	12.28	161.72	-0.67	0.27	0.38	-18	45	32	买入		
300087.SZ	荃银高科	8.04	76.17	0.34	0.29	0.36	24	28	22	未评级		
002385.SZ	大北农	4.54	186.70	0.01	0.04	0.36	454	114	13	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测(注: 荃银高科盈利预测参考wind一致预期)

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1140	1317	1529	1905	2278	营业收入	1326	1552	1673	1841	2145
应收款项	31	52	39	40	46	营业成本	903	1105	1195	1310	1495
存货净额	799	855	874	853	935	营业税金及附加	5	7	8	8	9
其他流动资产	1925	1796	2008	1841	1716	销售费用	61	71	75	81	92
流动资产合计	3895	4020	4450	4639	4974	管理费用	98	109	112	121	139
固定资产	593	625	703	800	892	研发费用	50	67	70	77	88
无形资产及其他	82	89	86	84	81	财务费用	(29)	(33)	(35)	(43)	(52)
投资性房地产	58	68	68	68	68	投资收益	77	45	54	58	52
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	46	14	15	30	10
资产总计	4628	4802	5308	5592	6015	其他收入	(110)	(53)	(70)	(77)	(88)
短期借款及交易性金融负债	2	8	6	5	7	营业利润	299	298	317	374	436
应付款项	134	84	136	148	151	营业外净收支	(6)	3	2	1	1
其他流动负债	795	748	1025	1047	1159	利润总额	293	301	319	375	437
流动负债合计	931	840	1167	1200	1316	所得税费用	4	2	3	3	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	36	43	46	54	63
其他长期负债	110	78	99	126	131	归属于母公司净利润	253	256	270	318	370
长期负债合计	110	78	99	126	131	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1041	918	1266	1326	1447	净利润	253	256	270	318	370
少数股东权益	273	315	338	370	415	资产减值准备	51	(31)	1	1	1
股东权益	3314	3570	3704	3895	4154	折旧摊销	66	62	67	77	86
负债和股东权益总计	4628	4802	5308	5592	6015	公允价值变动损失	(46)	(14)	(15)	(30)	(10)
						财务费用	(29)	(33)	(35)	(43)	(52)
						营运资本变动	(91)	(117)	133	249	158
						其它	(20)	74	22	31	43
						经营活动现金流	213	230	478	646	648
						资本开支	0	(70)	(129)	(142)	(166)
						其它投资现金流	0	0	0	0	0
						投资活动现金流	0	(70)	(129)	(142)	(166)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(36)	(2)	(135)	(127)	(111)
						其它融资现金流	(32)	21	(2)	(1)	1
						融资活动现金流	(104)	18	(136)	(128)	(110)
						现金净变动	109	178	212	376	372
						货币资金的期初余额	1031	1140	1317	1529	1905
						货币资金的期末余额	1140	1317	1529	1905	2278
						企业自由现金流	0	67	281	425	397
						权益自由现金流	0	88	314	466	449

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。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