

登海种业 (002041.SZ)

优于大市

2024 年报点评：销售承压叠加减值计提，Q4 归母净利润同比-101%

核心观点

销售承压叠加减值计提，Q4 归母净利润同比-101%。公司 2024 年实现营业收入 12.46 亿元，同比-19.74%，其中 Q4 实现营业收入 6.67 亿元，同比-25.70%，主要原因系国内玉米行情回落及玉米种子供给过剩共同施压。公司 2024 年实现归母净利润 0.57 亿元，同比-77.86%，其中 Q4 实现归母净利润-0.02 亿元，同比-101.22%，主要原因系玉米种子景气下行，公司主业量利表现承压，同时存货减值计提增加，导致公司资产减值损失同比增加约 1.2 亿元。

玉米种子景气下行，种子销售短期承压。受农户购种积极性低以及行业供给过剩影响，公司新季种子销售承压。2024 年公司玉米种子收入同比-20.78% 至 10.73 亿元，毛利率同比+0.33pct 至 29.50%。其他种子中，小麦种子收入 1.08 亿元，同比-3.38%，毛利率 20.15%，同比+0.93pct；水稻种子收入 0.32 亿元，同比-30.61%，毛利率 6.09%，同比-14.90pct；蔬菜种子收入 0.13 亿元，同比-7.23%，毛利率 52.10%，同比+0.27pct。

费用率上升叠加减值计提，净利率承压回落明显。费用方面，公司 2024 年销售费用率 5.83% (同比+1.26pct)；管理费用率 9.10% (同比+2.06pct)；研发费用率 6.68% (同比+2.38pct)；财务费用率-2.57% (同比-0.43pct)；四项费用率合计 19.04%，同比+5.27pct。盈利方面，公司 2024 年毛利率同比-0.64pct 至 28.13%。最终，公司净利率同比-12.56pct 至 6.72%。

资产周转放缓，经营性现金流短期承压。公司 2024 年存货周转天数同比+26.63% 至 340.9 天，应收账款周转天数同比+49.29% 至 12.60 天。现金流方面，公司 2024 年经营性现金流净额 1.28 亿元，同比-28.37%，其中经营活动产生的现金流净额/营业收入为 10.29%，同比-1.24pct，销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为 93.22%，同比-3.79pct。

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，现有品种储备丰富，目前登海 685D、登海 710D、登海 533K、登海 1959D 已通过转基因玉米审定或初审，后续有望充分受益国内转基因玉米商业化渗透。

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。

投资建议：考虑到新季玉米种子基本面恶化影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 1.1/1.4 亿元（原为 3.2/3.7 亿元），预测公司 2027 年归母净利润为 1.8 亿元，对应每股收益为 0.13/0.16/0.20 元，维持“优于大市”评级。

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

证券分析师：江海航

010-88005306

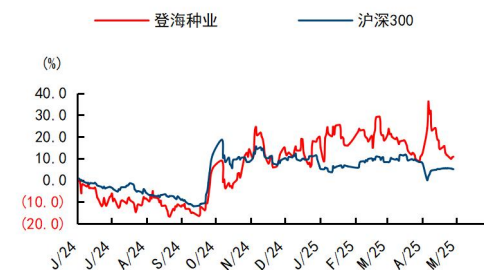
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.14 元
总市值/流通市值	8923/8923 百万元
52 周最高价/最低价	13.56/7.55 元
近 3 个月日均成交额	280.25 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 年报点评：收入维持增长，玉米种子毛利率承压》——2024-04-24
《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

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,552	1,246	1,370	1,568	1,865
(+/-%)	17.1%	-19.7%	10.0%	14.4%	18.9%
净利润(百万元)	256	57	110	141	176
(+/-%)	1.0%	-77.9%	94.3%	27.8%	25.1%
每股收益(元)	0.29	0.06	0.13	0.16	0.20
EBIT Margin	12.4%	5.9%	8.2%	11.2%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	1.6%	3.0%	3.7%	4.5%
市盈率 (PE)	35.4	160.1	82.4	64.4	51.5
EV/EBITDA	39.2	71.1	51.6	37.5	29.9
市净率 (PB)	2.54	2.52	2.47	2.40	2.33

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

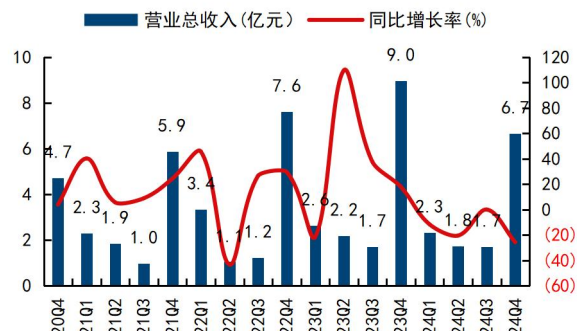
玉米种子景气下行，销售承压叠加减值计提，Q4 归母净利润同比-101%。公司 2024 年实现营业收入 12.46 亿元，同比-19.74%，其中 Q4 实现营业收入 6.67 亿元，同比-25.70%，主要原因系国内玉米行情回落及玉米种子供给过剩共同施压公司玉米种子量价表现。公司 2024 年实现归母净利润 0.57 亿元，同比-77.86%，其中 Q4 实现归母净利润-0.02 亿元，同比-101.22%，主要原因一方面系玉米种子景气下行，公司主业量利表现承压，另一方面受存货减值计提增加影响，公司资产减值损失同比增加约 1.2 亿元。

图1：登海种业营业收入及增速



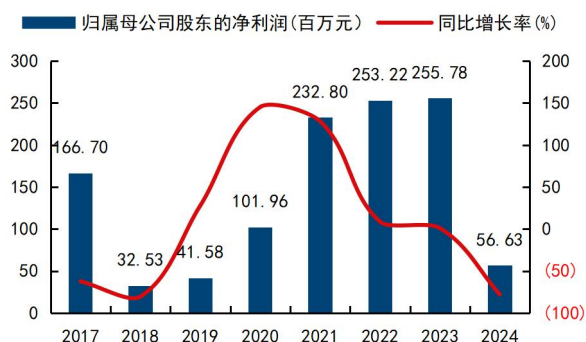
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：登海种业单季营业收入及增速



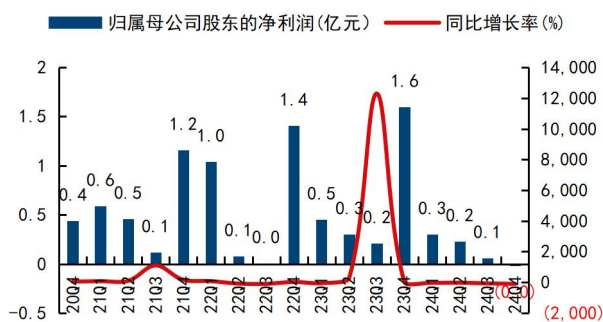
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

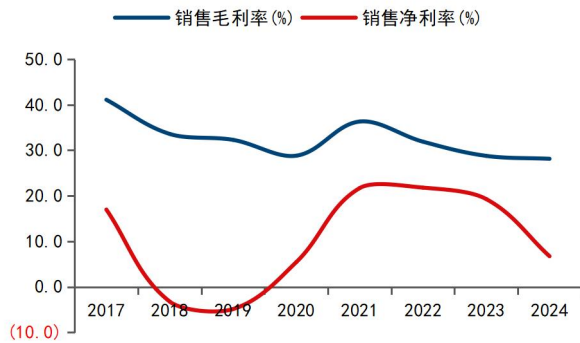
图4：登海种业单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

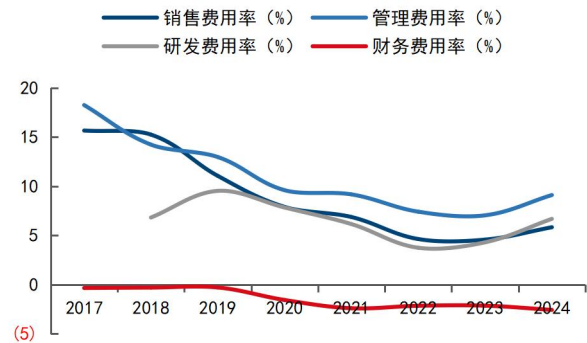
费用率上升叠加减值计提，净利率承压回落明显。费用方面，公司 2024 年销售费用率 5.83%（同比+1.26pct）；管理费用率 9.10%（同比+2.06pct）；研发费用率 6.68%（同比+2.38pct）；财务费用率-2.57%（同比-0.43pct）；四项费用率合计 19.04%，同比+5.27pct。盈利方面，公司 2024 年毛利率同比-0.64pct 至 28.13%。最终，公司净利率同比-12.56pct 至 6.72%。

图5: 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

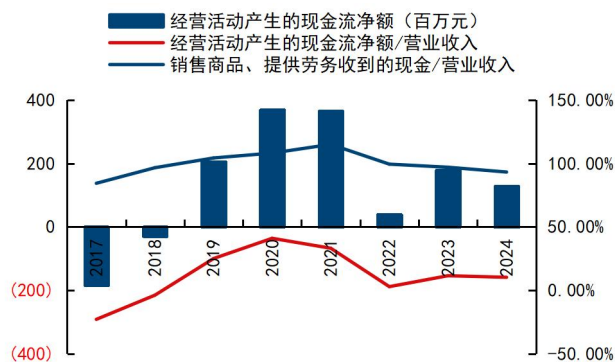
图6: 登海种业三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

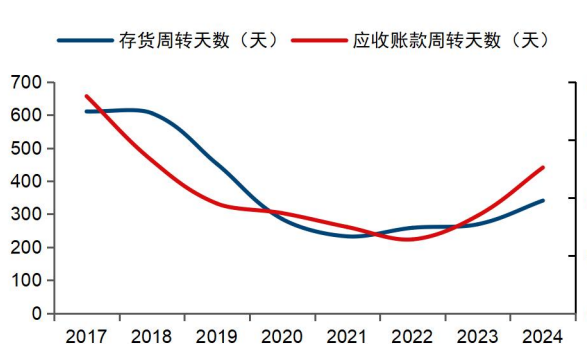
资产周转放缓，经营性现金流短期承压。公司 2024 存货周转天数同比+26.63%至 340.9 天，应收账款周转天数同比+49.29%至 12.60 天。现金流方面，公司 2024 年经营性现金流净额 1.28 亿元，同比-28.37%，其中经营活动产生的现金流净额/营业收入为 10.29%，同比-1.24pct，销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为 93.22%，同比-3.79pct。

图7: 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

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

投资建议:考虑到新季玉米种子基本面恶化影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 1.1/1.4 亿元（原为 3.2/3.7 亿元），预测公司 2027 年归母净利润为 1.8 亿元，对应每股收益为 0.13/0.16/0.20 元，维持“优于大市”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	23	24E	25E	23	24E	25E	
000998.SZ	隆平高科	10.29	135.52	0.29	0.09	0.36	35	114	29	优于大市
300087.SZ	荃银高科	9.36	88.67	0.15	0.28	0.47	62	33	20	优于大市
002385.SZ	大北农	4.11	176.73	-0.53	0.08	0.13	-8	51	32	优于大市

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）

表2: 登海种业业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
玉米种子						
收入(亿元)	11.75	13.54	10.73	11.80	13.57	16.28
增速	20.14%	15.23%	-20.79%	10%	15%	20%
毛利(亿元)	3.90	3.95	3.16	3.54	4.21	5.21
毛利率	33.19%	29.17%	29.50%	30%	31%	32%
其他业务						
收入(亿元)	1.51	1.98	1.73	1.90	2.11	2.37
增速	23%	31%	-13%	10%	11%	12%
毛利(亿元)	0.33	0.52	0.34	0.38	0.44	0.52
毛利率	21.85%	26.26%	19.70%	20.00%	21.00%	22.00%
合计						
收入(亿元)	13.26	15.52	12.46	13.70	15.68	18.65
增速	20%	17.04%	-19.74%	10.00%	14.44%	18.92%
毛利(亿元)	4.23	4.47	3.50	3.92	4.65	5.73
毛利率	31.90%	28.80%	28.13%	28.61%	29.65%	30.73%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表3: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1246	1370	1568	1865
营业成本	895	978	1103	1292
销售费用	73	75	82	93
管理费用	113	113	113	129
研发费用	83	85	86	93
财务费用	(32)	(37)	(36)	(29)
营业利润	63	200	254	319
利润总额	62	199	254	318
归属于母公司净利润	57	110	141	176
EPS	0.06	0.13	0.16	0.20
ROE	1.58%	3.00%	3.73%	4.52%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,552	1,246	1,373	1,577	1,882
(+/-%)	17.1%	-19.7%	10.3%	14.8%	19.4%
净利润(百万元)	256	57	128	161	201
(+/-%)	1.0%	-77.9%	125.6%	26.0%	24.8%
摊薄 EPS	0.29	0.06	0.15	0.18	0.23
中性预测					
营业收入(百万元)	1,552	1,246	1,370	1,568	1,865
(+/-%)	17.1%	-19.7%	10.0%	14.4%	18.9%
净利润(百万元)	256	57	110	141	176
(+/-%)	1.0%	-77.9%	94.3%	27.8%	25.1%
摊薄 EPS(元)	0.29	0.06	0.13	0.16	0.20
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,552	1,246	1,367	1,560	1,847
(+/-%)	17.1%	-19.7%	9.8%	14.1%	18.4%
净利润(百万元)	256	57	92	120	151

(+/-%)	1.0%	-77.9%	63.2%	30.3%	25.7%
摊薄 EPS	0.29	0.06	0.11	0.14	0.17
总股本（百万股）	880	880	880	880	880

资料来源：国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1317	1536	1540	1396	1421	营业收入	1552	1246	1370	1568	1865
应收款项	52	52	56	60	66	营业成本	1105	895	978	1103	1292
存货净额	855	841	868	951	1085	营业税金及附加	7	8	7	8	10
其他流动资产	1796	1584	1713	1923	2330	销售费用	71	73	75	82	93
流动资产合计	4020	4013	4177	4330	4902	管理费用	109	113	113	113	129
固定资产	625	659	711	781	866	研发费用	67	83	85	86	93
无形资产及其他	89	91	88	85	83	财务费用	(33)	(32)	(37)	(36)	(29)
投资性房地产	68	116	116	116	116	投资收益	45	32	51	43	42
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	14	134	0	0	0
资产总计	4802	4878	5092	5312	5967	其他收入	(53)	(292)	(85)	(86)	(93)
短期借款及交易性金融负债	8	21	10	13	244	营业利润	298	63	200	254	319
应付款项	84	147	149	154	196	营业外净收支	3	(1)	(1)	0	(1)
其他流动负债	748	686	753	796	954	利润总额	301	62	199	254	318
流动负债合计	840	854	912	963	1395	所得税费用	2	(22)	2	3	3
长期借款及应付债券	0	6	6	6	6	少数股东损益	43	27	87	111	139
其他长期负债	78	72	90	83	84	归属于母公司净利润	256	57	110	141	176
长期负债合计	78	78	96	89	90	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	918	931	1007	1051	1485	净利润	256	57	110	141	176
少数股东权益	315	352	413	491	588	资产减值准备	(31)	122	16	10	15
股东权益	3570	3595	3672	3770	3893	折旧摊销	62	67	84	94	105
负债和股东权益总计	4802	4878	5092	5312	5967	公允价值变动损失	(14)	(134)	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(33)	(32)	(37)	(36)	(29)
每股收益	0.29	0.06	0.13	0.16	0.20	营运资本变动	(117)	295	(58)	(246)	(330)
每股红利	0.00	0.04	0.04	0.05	0.06	其它	74	(110)	45	68	83
每股净资产	4.06	4.08	4.17	4.28	4.42	经营活动现金流	230	296	196	67	48
ROIC	6.21%	3.89%	4%	5%	6%	资本开支	0	(348)	(149)	(171)	(203)
ROE	7.17%	1.58%	3.00%	3.73%	4.52%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	29%	28%	29%	30%	31%	投资活动现金流	0	(348)	(149)	(171)	(203)
EBIT Margin	12%	6%	8%	11%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	11%	14%	17%	19%	负债净变化	0	6	0	0	0
收入增长	17%	-20%	10%	14%	19%	支付股利、利息	(2)	(33)	(33)	(42)	(53)
净利润增长率	1%	-78%	94%	28%	25%	其它融资现金流	(48)	324	(10)	3	232
资产负债率	26%	26%	28%	29%	35%	融资活动现金流	(52)	271	(43)	(39)	179
股息率	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	现金净变动	178	219	4	(143)	24
P/E	35.4	160.1	82.4	64.4	51.5	货币资金的期初余额	1140	1317	1536	1540	1396
P/B	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	货币资金的期末余额	1317	1536	1540	1396	1421
EV/EBITDA	39.2	71.1	51.6	37.5	29.9	企业自由现金流	0	113	(13)	(149)	(182)
						权益自由现金流	0	443	13	(110)	78

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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