

登海种业 (002041.SZ)

优于大市

2025 三季报点评：玉米种业短期景气低迷，Q3 末合同负债同比-11%

核心观点

玉米种业短期景气低迷，收入利润表现有所承压。公司 2025 年前三季实现营业收入 5.14 亿元，同比-11.17%，其中单 Q3 实现营业收入 1.44 亿元，同比-15.36%；2025 年前三季实现归母净利润 0.54 亿元，同比-7.84%，其中单 Q3 实现归母净利润 0.19 亿元，同比+222.86%。2024/25 产季国内玉米种子行业短期供大于求，市场竞争加剧，行业景气低迷，公司玉米种子销售收入下滑。

毛利率保持韧性，净利率同比小幅下滑。公司 2025Q1-Q3 销售费用为 0.49 亿元，同比+2.23%，对应销售费用率 9.58%（同比+1.26pct）；2025Q1-Q3 管理费用 0.73 亿元，同比-2.33%，对应管理费用率 14.20%（同比+1.59pct）；2025Q1-Q3 研发费用为 0.57 亿元，同比-7.70%，对应研发费用率 11.08%（同比+0.41pct）。得益于品种竞争力和相对可控的库存压力，公司 2025Q1-Q3 毛利率保持韧性，同比+3.43pct 至 30.74%，但净利率受费用率提升影响同比-0.29pct 至 9.62%。

库存压力相对较小，现金流压力明显缓解。公司截至 2025 年 9 月 30 日存货账面价值 8.52 亿元，同比-7.17%，公司 2025Q1-Q3 存货周转天数同比+27% 至 642 天，整体库存压力相对较小。现金流方面，2025 前三季度公司经营性现金流净额同比+72.92%至 2.07 亿元，经营性现金流净额/营业收入为 40.34%，同比+19.62pct，预计得益于制种面积控制影响。

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，与山东省农业科学院合作研发的转基因玉米转化体 LD05 获得转基因生物安全证书，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等。

投资建议：考虑到当前国内玉米种子市场竞争激烈，我们下调公司 2025-2027 年归属母公司净利润预测至 0.8/1.0/1.4 亿元（原为 1.1/1.4/1.8 亿元），对应 EPS 分别为 0.09/0.12/0.16 元，维持“优于大市”评级。

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	1,317	1,422	1,599
(+/-%)	17.1%	-19.7%	5.7%	8.0%	12.4%
归母净利润(百万元)	256	57	83	102	140
(+/-%)	1.0%	-77.9%	47.4%	22.7%	37.0%
每股收益(元)	0.29	0.06	0.09	0.12	0.16
EBIT Margin	12.4%	5.9%	7.2%	10.2%	12.2%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	1.6%	2.3%	2.7%	3.7%
市盈率 (PE)	32.6	147.5	100.0	81.6	59.5
EV/EBITDA	36.4	66.0	59.4	40.4	33.2
市净率 (PB)	2.34	2.32	2.29	2.24	2.18

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

证券分析师：江海航

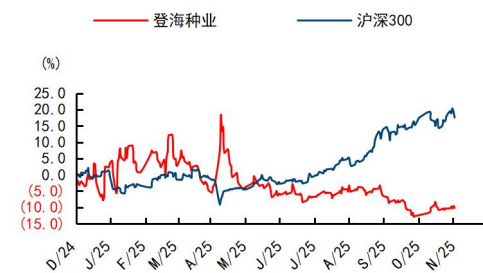
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.43 元
总市值/流通市值	8298/8298 百万元
52 周最高价/最低价	13.56/9.08 元
近 3 个月日均成交额	94.25 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) - 2024 年报点评：销售承压叠加减值计提，Q4 归母净利润同比-101%》——2025-05-03

《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

玉米种业短期景气低迷，收入利润表现有所承压。公司 2025 年前三季度实现营业收入 5.14 亿元，同比-11.17%，其中单 Q3 实现营业收入 1.44 亿元，同比-15.36%；2025 年前三季度实现归母净利润 0.54 亿元，同比-7.84%，其中单 Q3 实现归母净利润 0.19 亿元，同比+222.86%。2024/25 产季国内玉米种子行业短期供大于求，市场竞争加剧，行业景气低迷，公司玉米种子销售收入下滑。

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



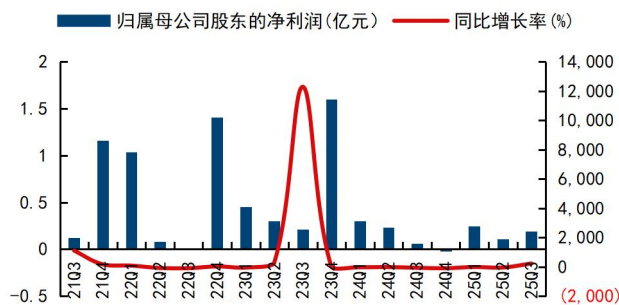
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

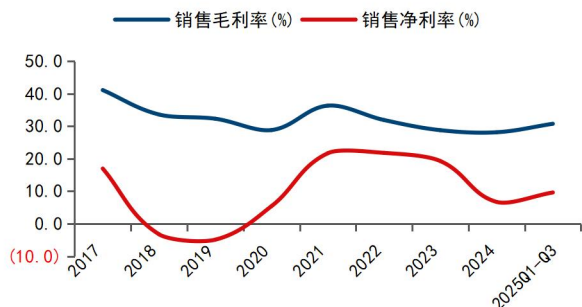
图4：登海种业单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

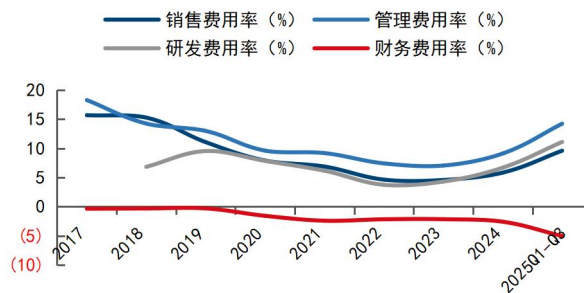
毛利率保持韧性，净利率同比小幅下滑。公司 2025Q1-Q3 销售费用为 0.49 亿元，同比+2.23%，对应销售费用率 9.58%（同比+1.26pct）；2025Q1-Q3 管理费用 0.73 亿元，同比-2.33%，对应管理费用率 14.20%（同比+1.59pct）；2025Q1-Q3 研发费用为 0.57 亿元，同比-7.70%，对应研发费用率 11.08%（同比+0.41pct）。得益于品种竞争力和相对可控的库存压力，公司 2025Q1-Q3 毛利率保持韧性，同比+3.43pct 至 30.74%，但净利率受费用率提升影响同比-0.29pct 至 9.62%。

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

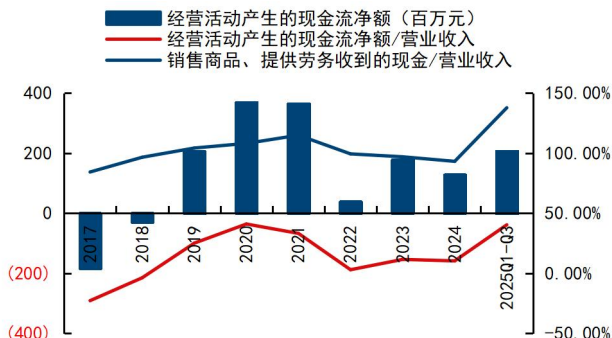
图6: 登海种业三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

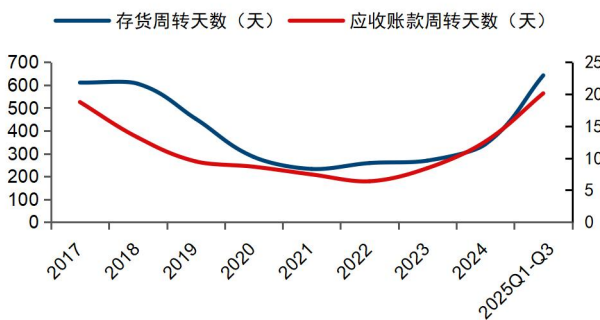
库存压力相对较小，现金流压力明显缓解。公司截至 2025 年 9 月 30 日存货账面价值 8.52 亿元，同比-7.17%，公司 2025Q1-Q3 存货周转天数同比+27%至 642 天，整体库存压力相对较小。现金流方面，2025 前三季度公司经营性现金流净额同比+72.92%至 2.07 亿元，经营性现金流净额/营业收入为 40.34%，同比+19.62pct，预计得益于制种面积控制影响。

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：考虑到当前国内玉米种子市场竞争激烈，我们下调公司 2025-2027 年归属母公司净利润预测至 0.8/1.0/1.4 亿元（原为 1.1/1.4/1.8 亿元），对应 EPS 分别为 0.09/0.12/0.16 元，维持“优于大市”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1317	1536	1331	1395	1421	营业收入	1552	1246	1317	1422	1599
应收款项	52	52	54	55	57	营业成本	1105	895	952	1014	1124
存货净额	855	841	842	868	934	营业税金及附加	7	8	6	7	9
其他流动资产	93	51	1646	640	928	销售费用	71	73	72	74	80
流动资产合计	4020	4013	5406	4491	4873	管理费用	109	113	109	103	111
固定资产	625	659	707	763	825	研发费用	67	83	82	78	80
无形资产及其他	89	91	88	85	83	财务费用	(33)	(32)	(6)	3	(17)
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	(1)	(125)	0	0	0
资产总计	4802	4878	6317	5455	5896	其他收入	(38)	(34)	(82)	(78)	(80)
短期借款及交易性金融负债	8	21	1296	320	461	营业利润	298	63	152	185	254
应付款项	84	147	144	140	169	营业外净收支	3	(1)	(1)	0	(1)
其他流动负债	748	686	730	726	821	利润总额	301	62	151	185	254
流动负债合计	840	854	2170	1186	1450	所得税费用	2	(22)	2	2	3
长期借款及应付债券	0	6	6	6	6	少数股东损益	43	27	66	81	111
其他长期负债	78	72	90	83	84	归属于母公司净利润	256	57	83	102	140
长期负债合计	78	78	96	89	90	现金流量表（百万元）					
负债合计	918	931	2265	1275	1541	净利润	256	57	83	102	140
少数股东权益	315	352	398	455	533	资产减值准备	(31)	122	15	8	11
股东权益	3570	3595	3653	3725	3823	折旧摊销	62	67	83	93	103
负债和股东权益总计	4802	4878	6317	5455	5896	公允价值变动损失	1	125	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(33)	(32)	(6)	3	(17)
每股收益	0.29	0.06	0.09	0.12	0.16	营运资本变动	(177)	124	(1525)	973	(220)
每股红利	0.00	0.04	0.03	0.03	0.05	其它	74	(110)	31	49	67
每股净资产	4.06	4.08	4.15	4.23	4.34	经营活动现金流	184	384	(1312)	1225	101
ROIC	11.57%	6.61%	3%	4%	7%	资本开支	0	(90)	(143)	(155)	(174)
ROE	7.17%	1.58%	2%	3%	4%	其它投资现金流	60	170	0	0	0
毛利率	29%	28%	28%	29%	30%	投资活动现金流	60	80	(143)	(155)	(174)
EBIT Margin	12%	6%	7%	10%	12%	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%	6%	8%	12%	支付股利、利息	(2)	(33)	(25)	(31)	(42)
净利润增长率	1%	-78%	47%	23%	37%	其它融资现金流	(63)	(192)	1275	(976)	141
资产负债率	26%	26%	42%	32%	35%	融资活动现金流	(67)	(245)	1250	(1006)	99
股息率	0.0%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	现金净变动	178	219	(205)	64	26
P/E	32.6	147.5	100.0	81.6	59.5	货币资金的期初余额	1140	1317	1536	1331	1395
P/B	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	货币资金的期末余额	1317	1536	1331	1395	1421
EV/EBITDA	36.4	66.0	59.4	40.4	33.2	企业自由现金流	0	201	(1490)	1055	(98)
						权益自由现金流	0	15	(210)	76	60

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

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