

登海种业 (002041)

证券研究报告

2023年04月30日

22年玉米种子销售收入保持增长，看好公司品种竞争力

事件 1、公司发布 2022 年年报，2022 年营业收入 13.26 亿元，同比增长 20.45%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 8.77%。其中，公司 22Q4 收入达 7.62 亿元，同比增长 29.53%，归母净利润达 1.41 亿元，同比增长 21.44%。

事件 2、公司发布 2023 一季报，23Q1 公司营业收入 2.63 亿元，同比减少 21.51%；归母净利润 4471.81 万元，同比减少 57.12%。

1、公司玉米种子销售收入同比增长 20%，制种成本提升压制盈利水平，看好今年景气度

收入方面，2022 年公司玉米种子销售收入达 11.75 亿，同比增长 20%。成本方面，2022 年公司制种成本（原材料、田间种植成本）上涨 30%以上。在此背景下，公司玉米种子营业成本同比增长 29.58%，毛利率为 33.24%，较 2021 年下降 4.81pct；23Q1 毛利率为 32.35%，相比 22Q1 下降 5.5pct。公司全面推进自控生产基地建设和承包经营，我们预计，2023 年公司玉米种子生产成本有望下降。费用方面，公司三费控制能力持续提升，销售费用率、管理费用率较 2021 年下降 2.24pct、1.76pct，财务费用利息收入远超利息支出，正向贡献利润 2851 万元。

在加强优质品种销售、严格管理库销比等措施下，公司子公司经营好转，2022 年子公司登海先锋净利润达 5336 万元，同比 2021 年（1665 万元）增长 220%；昌吉登海实现利润 1205 万元，张掖登海实现利润 1176 万元。公司玉米种子竞争力强，子公司经营持续改善，公司销售有望持续量价齐升的景气行情。

2、农业执法加强、实质性派生品种制度推行，公司品种竞争力强有望受益

截至 2022 年底，全国市县两级农业综合行政执法机构组建完成，2023 年 4 月农业部启动部署 2023 年全国农业综合行政执法“稳粮保供”专项行动，围绕品种知识产权保护等重点领域加大执法力度。4 月，国家育种联合攻关小麦、玉米、大豆攻关组启动实施实质性派生品种(EDV)制度试点，推动激励育种原始创新、从源头上解决种子同质化的问题。公司玉米种子产品力强，在全国杰出贡献玉米自交系中，公司占比达 15%。2022 年 8 月，公司成功入选国家农作物种业阵型企业中补短板阵型玉米企业。我们认为，公司凭借领先的品种竞争力和品种储备有望获得更高的市场份额。

3、转基因玉米种子持续推进，公司储备领先

2022 年 1 月，农业部提出转基因玉米产业化试点进展比较好，转基因玉米对草地贪夜蛾的防治效果可达 95%，转基因玉米籽粒中霉菌毒素的含量低。公司与大北农在转基因玉米种子方面提早展开合作，品种储备较为丰富，公司有望在转基因玉米时代获得先发优势。

盈利预测：考虑制种成本提升带来的压力等因素，我们调整盈利预测，预计公司 2023/24/25 年收入有望达 16.99/20.51/22.47 亿元，同比增长 28%/21%/10%；归母净利润达 2.80/3.76/4.83 亿元，同比增长 11%/34%/29%（前值为 2023/24 收入 25.77/34.44 亿元，归母净利润 4.58/5.89 亿元）。考虑到种子竞争有序、公司产品实力强劲和领先的转基因玉米种子布局，维持“买入”评级。

风险提示：1、产品价格波动；2、行业竞争；3、新品推出不达预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,100.73	1,325.79	1,699.21	2,050.50	2,247.07
增长率(%)	22.20	20.45	28.17	20.67	9.59
EBITDA(百万元)	322.56	445.97	389.16	512.77	627.66
净利润(百万元)	232.80	253.22	280.03	375.79	483.18
增长率(%)	128.33	8.77	10.59	34.19	28.58
EPS(元/股)	0.26	0.29	0.32	0.43	0.55
市盈率(P/E)	63.73	58.59	52.98	39.48	30.71
市净率(P/B)	4.80	4.48	4.12	3.73	3.33
市销率(P/S)	13.48	11.19	8.73	7.24	6.60
EV/EBITDA	62.09	33.09	30.11	22.09	16.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/种植业
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.86 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	880.00
流通 A 股股本(百万股)	880.00
A 股总市值(百万元)	15,004.00
流通 A 股市值(百万元)	15,004.00
每股净资产(元)	3.82
资产负债率(%)	18.92
一年内最高/最低(元)	25.24/16.55

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《登海种业-季报点评:玉米行情景气度持续，公司新一季销售预收款持续增加!》2022-11-02
- 《登海种业-年报点评报告:21 年业绩增长快速，粮价上涨+转基因落地持续利好!》2022-04-19
- 《登海种业-季报点评:玉米种子行业景气，公司新一轮销售季需求旺盛!》2021-11-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,030.60	1,139.60	1,729.91	2,171.66	3,017.01
应收票据及应收账款	21.23	25.81	44.98	36.05	51.33
预付账款	26.47	145.20	61.72	98.49	97.34
存货	498.36	798.85	1,153.22	1,123.41	1,139.44
其他	1,892.33	1,785.72	1,963.37	1,823.69	1,984.32
流动资产合计	3,468.99	3,895.18	4,953.20	5,253.31	6,289.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	598.71	587.85	529.00	470.14	411.29
在建工程	13.08	4.96	4.96	4.96	4.96
无形资产	86.28	84.30	78.08	71.85	65.62
其他	43.17	55.39	38.59	45.19	46.19
非流动资产合计	741.24	732.50	650.63	592.14	528.06
资产总计	4,210.23	4,627.68	5,603.83	5,845.45	6,817.50
短期借款	9.00	2.00	100.00	105.00	110.25
应付票据及应付账款	78.83	133.91	191.43	188.01	207.34
其他	262.55	337.87	1,356.33	1,158.65	1,543.57
流动负债合计	350.38	473.79	1,647.76	1,451.65	1,861.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.19	109.79	47.96	58.64	72.13
非流动负债合计	18.19	109.79	47.96	58.64	72.13
负债合计	859.63	1,040.80	1,695.72	1,510.30	1,933.28
少数股东权益	259.53	273.11	311.29	362.54	428.43
股本	880.00	880.00	880.00	880.00	880.00
资本公积	29.32	29.32	29.32	29.32	29.32
留存收益	2,185.93	2,407.47	2,687.51	3,063.30	3,546.48
其他	(4.19)	(3.02)	0.00	0.00	(0.00)
股东权益合计	3,350.59	3,586.88	3,908.12	4,335.15	4,884.22
负债和股东权益总	4,210.23	4,627.68	5,603.83	5,845.45	6,817.50

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	238.66	288.95	280.03	375.79	483.18
折旧摊销	66.00	65.95	65.08	65.08	65.08
财务费用	0.51	0.39	(16.69)	(21.41)	(29.58)
投资损失	(41.54)	(76.57)	(53.06)	(67.06)	(65.56)
营运资金变动	116.72	(189.80)	105.98	(55.36)	225.95
其它	(14.87)	(50.06)	38.17	51.24	65.89
经营活动现金流	365.49	38.87	419.51	348.28	744.95
资本支出	53.81	(46.85)	61.83	(10.69)	(13.49)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(352.77)	106.87	(8.74)	77.74	79.05
投资活动现金流	(298.96)	60.03	53.09	67.06	65.56
债权融资	30.42	21.51	114.69	26.41	34.83
股权融资	(31.68)	1.17	3.02	0.00	0.00
其他	(31.37)	(45.35)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(32.64)	(22.67)	117.71	26.41	34.83
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	33.89	76.23	590.31	441.75	845.35

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,100.73	1,325.79	1,699.21	2,050.50	2,247.07
营业成本	701.02	903.05	1,171.24	1,365.97	1,423.23
营业税金及附加	6.31	5.20	6.66	9.28	9.26
营业费用	75.61	61.39	73.07	90.22	96.62
管理费用	100.92	98.24	117.25	137.38	146.06
研发费用	67.72	49.66	67.97	82.02	89.88
财务费用	(26.42)	(28.51)	(16.69)	(21.41)	(29.58)
资产减值损失	10.64	(40.06)	(8.00)	(15.00)	(15.00)
公允价值变动收益	10.98	7.30	(0.01)	0.00	0.00
投资净收益	41.54	76.57	53.06	67.06	65.56
其他	(141.72)	(105.99)	0.00	0.00	0.00
营业利润	254.12	298.95	324.76	439.10	562.16
营业外收入	10.23	2.01	4.13	2.00	2.71
营业外支出	24.80	8.06	6.15	8.00	8.00
利润总额	239.55	292.89	322.74	433.10	556.87
所得税	0.89	3.95	4.52	6.06	7.80
净利润	238.66	288.95	318.22	427.03	549.07
少数股东损益	5.87	35.73	38.19	51.24	65.89
归属于母公司净利润	232.80	253.22	280.03	375.79	483.18
每股收益(元)	0.26	0.29	0.32	0.43	0.55

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	22.20%	20.45%	28.17%	20.67%	9.59%
营业利润	246.51%	17.64%	8.64%	35.20%	28.03%
归属于母公司净利润	128.33%	8.77%	10.59%	34.19%	28.58%
获利能力					
毛利率	36.31%	31.89%	31.07%	33.38%	36.66%
净利率	21.15%	19.10%	16.48%	18.33%	21.50%
ROE	7.53%	7.64%	7.79%	9.46%	10.84%
ROIC	40.90%	63.01%	48.15%	86.41%	114.08%
偿债能力					
资产负债率	20.42%	22.49%	30.26%	25.84%	28.36%
净负债率	-30.49%	-31.72%	-41.71%	-47.67%	-59.51%
流动比率	4.12	4.18	3.01	3.62	3.38
速动比率	3.53	3.33	2.31	2.84	2.77
营运能力					
应收账款周转率	48.30	56.37	48.01	50.61	51.43
存货周转率	2.43	2.04	1.74	1.80	1.99
总资产周转率	0.28	0.30	0.33	0.36	0.35
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.29	0.32	0.43	0.55
每股经营现金流	0.42	0.04	0.48	0.40	0.85
每股净资产	3.51	3.77	4.09	4.51	5.06
估值比率					
市盈率	63.73	58.59	52.98	39.48	30.71
市净率	4.80	4.48	4.12	3.73	3.33
EV/EBITDA	62.09	33.09	30.11	22.09	16.81
EV/EBIT	78.01	38.81	36.15	25.30	18.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com