

玉米种子业务稳健增长，转基因商业化红利可期

2023 年 05 月 02 日

事件概述：公司在 4 月 27 日前发布了 22 年年报及 23 年一季报，22 年全年实现营业收入 13.3 亿元，同比+20.4%；归母净利润 2.5 亿元，同比+8.8%。其中，母公司实现营业收入 6.0 亿元，同比+24.1%，净利润 1.9 亿元，同比-21.3%，主要系营业成本增加叠加计提长期股权投资减值准备所致。23 年 Q1 实现营收 2.6 亿元，同比-21.5%，环比-65.5%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比-57.1%，环比-68.3%。22 年全年综合毛利率 31.9%，同比-4.4PCT。

22 年业绩增长动能充沛，23Q1 种子销售略有承压。公司积极扩大生产制种面积，22 年预付账款较期初增长 448.7%，系部分生产基地种子尚未办理入库结算所致，合同负债 4.6 亿元，同比-1.8%。21/22 年度种子总销量达 8.2 万吨，同比+4.5%，其中玉米种子销量为 5.7 万吨，占比 69.6%，种子业务产销态势良好。23 年 Q1 种子市场低迷，管理费用同比+3.6PCT，短期借款较期初增长 377.5%，主要系制种成本上升，子公司因短期内预付基地生产资金而向银行贷款，导致本期销售盈利不及预期，公司预计今年制种成本上涨 500 元/亩。

玉米种子业务稳健增长，核心子公司盈利能力向好。公司历经 50 年玉米育种研发创新和高产攻关，完成了 5 代玉米杂交种的进步性替代，引领中国杂交玉米的发展方向。2022 年，公司玉米种子收入 11.8 亿元，同比+20.1%，占总营收的 88.6%；毛利率达 33.2%，同比-4.9PCT，主要因为制种成本上升幅度高于提价幅度。公司品种主要以登海、先玉为主，核心子公司登海先锋净利润达 5336.2 万元，同比+220.4%，登海华玉净利润为 876.2 万元，同比+133.2%。盈利能力持续改善，下游需求回升和自身产品较强的竞争力促进销量齐增。

持续推进种子研发，技术创新驱动长效发展。截至 2022 年 12 月 31 日，公司共申请品种权 274 项，获得品种权 173 项；授权专利 36 项，其中发明专利 18 项、实用新型 7 项。公司加大研发投入，2023Q1 研发费用率为 4.95%，同比+1.35PCT。公司参与了转基因试生产和试销工作，参与品种为登海 605D，转基因性状来自于大北农。公司及控股子（孙）公司自主研发的 18 个玉米新品种已被第四届国家农作物品种审定委员会第十次会议审定通过，为公司业绩持续增长注入了新的动力。登海种业积极进行合作与技术储备，按照“国家转基因生物新品种重大专项”实施内容的要求进行玉米转基因实验，拥有先发优势，将摆脱跟随粮价波动的周期特征，赋予集中度提升的成长属性。

投资建议：我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 3.61、4.23、5.17 亿元，EPS 分别为 0.41、0.48、0.59 元，对应 PE 分别为 41、35、29 倍，随着我国转基因商业化进程加速，种子行业市场集中度将逐步提高。公司提前布局生物育种，积极创新研发新品种，未来有望优先受益，维持“推荐”评级。

风险提示：新品种市场推广不及预期；玉米产业政策调整；制种风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,326	1,459	1,655	1,960
增长率 (%)	20.4	10.1	13.4	18.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	253	361	423	517
增长率 (%)	8.8	42.7	17.1	22.3
每股收益 (元)	0.29	0.41	0.48	0.59
PE	59	41	35	29
PB	4.5	4.1	3.7	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
16.86 元

分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

1. 种子行业深度报告：仓廩实而天下安，种源强则农业兴-2022/11/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,326	1,459	1,655	1,960
营业成本	903	984	1,034	1,215
营业税金及附加	5	6	7	7
销售费用	61	66	74	86
管理费用	98	108	116	133
研发费用	50	48	74	88
EBIT	218	264	366	449
财务费用	-29	-13	-17	-21
资产减值损失	-38	0	0	0
投资收益	77	58	58	69
营业利润	299	336	441	539
营业外收支	-6	-2	-2	-3
利润总额	293	334	438	536
所得税	4	8	11	13
净利润	289	325	427	523
归属于母公司净利润	253	361	423	517
EBITDA	288	337	448	541

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,140	1,444	1,758	2,151
应收账款及票据	26	30	34	41
预付款项	145	95	100	117
存货	799	773	812	954
其他流动资产	1,786	1,797	1,798	1,801
流动资产合计	3,895	4,139	4,502	5,064
长期股权投资	0	58	116	185
固定资产	588	606	609	613
无形资产	82	84	87	90
非流动资产合计	733	855	918	992
资产合计	4,628	4,994	5,420	6,055
短期借款	2	2	2	2
应付账款及票据	134	116	122	144
其他流动负债	795	911	953	1,102
流动负债合计	931	1,029	1,077	1,247
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	110	87	87	87
非流动负债合计	110	87	87	87
负债合计	1,041	1,116	1,164	1,334
股本	880	880	880	880
少数股东权益	273	237	241	247
股东权益合计	3,587	3,878	4,256	4,721
负债和股东权益合计	4,628	4,994	5,420	6,055

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.45	10.08	13.41	18.44
EBIT 增长率	25.26	20.93	38.63	22.84
净利润增长率	8.77	42.68	17.10	22.27
盈利能力 (%)				
毛利率	31.89	32.58	37.50	38.00
净利率	19.10	24.76	25.56	26.39
总资产收益率 ROA	5.47	7.23	7.81	8.54
净资产收益率 ROE	7.64	9.92	10.54	11.56
偿债能力				
流动比率	4.18	4.02	4.18	4.06
速动比率	3.15	3.16	3.31	3.18
现金比率	1.22	1.40	1.63	1.72
资产负债率 (%)	22.49	22.35	21.48	22.04
经营效率				
应收账款周转天数	7.11	7.54	7.54	7.54
存货周转天数	322.88	286.62	286.62	286.62
总资产周转率	0.30	0.30	0.32	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.41	0.48	0.59
每股净资产	3.77	4.14	4.56	5.08
每股经营现金流	0.04	0.57	0.51	0.63
每股股利	0.00	0.06	0.07	0.08
估值分析				
PE	59	41	35	29
PB	4.5	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	47.63	39.75	29.20	23.48
股息收益率 (%)	0.00	0.33	0.39	0.47

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	289	325	427	523
折旧和摊销	70	73	82	91
营运资金变动	-277	159	-2	2
经营活动现金流	39	502	453	550
资本开支	-70	-109	-85	-93
投资	70	0	0	0
投资活动现金流	60	-135	-85	-93
股权募资	1	0	0	0
债务募资	-7	0	0	0
筹资活动现金流	-23	-62	-54	-64
现金净流量	76	305	314	393

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026