

登海种业 (002041.SZ)

销量下滑致业绩承压，关注新赛季大田表现

预计 23Q1 公司玉米种子价格体系相较稳定，销量下滑致业绩承压；登海核心品种抗逆性好，大田表现值得期待。维持“强烈推荐”投资评级。

- 玉米种子销量下滑，业绩表现低于预期。公司 23Q1 实现营收 2.63 亿元（同比-21.5%），归属净利润 0.45 亿元（同比-57%），EPS0.05 元。我们判断，玉米种子销量下滑为公司 23Q1 营收及利润下滑主因。尽管 23Q1 玉米现货均价优于上年同期，但由于 Q1 玉米价格趋势下行，农户购种决策更趋谨慎，公司一季度玉米种子销量有所下滑，且不排除存在销售延后的可能；结合公司品种竞争力分析，预计公司当前玉米种子价格体系仍相较稳定。同时，因下游采买不积极，报告期内公司加大营销宣传力度，期间费用率较上年同期增加约 4.5pct。整体业绩表现低于预期。
- 玉米种业分化加速，头部种企市占率有望提升。1) 玉米制种成本连年攀升，且由于制种基地紧俏，前期预付款比例有所提高，部分中小种企或面临较大的资金压力，行业或迎加速洗牌；2) 主产区极端气候频发，抗锈/抗青枯/耐高温的优质品种更受农户青睐；3) 随着政策监管趋严、种业知识产权不断加强，种业竞争壁垒将明显抬升，行业或加速向更具研发优势的头部种企集中。
- 看好登海种业中长期发展前景。1) 粮价上涨提振玉米种业景气，极端气候考验下农户更青睐抗逆性好的优势品种；登海自主培育的登海 605、登海 618 等品种抗锈病能力突出，新赛季大田表现值得期待。2) 公司合理安排制种生产，全面推进自控生产基地建设和承包经营，进一步降低生产成本，盈利水平有望显著改善；3) 国家高度重视粮食安全和种业安全，当前转基因品种审定有序推进，转基因试点范围扩大至 6 个省份；转基因玉米商业化在即，兼具先发优势和核心品种优势的登海有望充分受益。
- 维持“强烈推荐”投资评级。登海核心品种抗逆性好，大田表现值得期待。玉米种业分化加速，头部种企市占率有望提升；随着玉米种子供需格局改善、政策监管趋严，行业盈利中枢有望逐步修复。考虑到当前玉米种粮收益相较可观或刺激农户购种需求，登海核心品种竞争优势明显或有望带动公司盈利持续增长，预计 2023~2025 年 EPS 分别为 0.37/0.50/0.61 元，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：新品种推广情况不达预期；不可预见性虫害或极端天气；种业侵权套牌现象打击力度不足；转基因商业化进度不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1101	1326	1588	1854	2135
同比增长	22%	20%	20%	17%	15%
营业利润(百万元)	254	299	378	488	576
同比增长	247%	18%	26%	29%	18%
归母净利润(百万元)	233	253	326	444	534
同比增长	128%	9%	29%	36%	20%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.37	0.50	0.61
PE	64.5	59.3	46.1	33.8	28.1
PB	4.9	4.5	4.1	3.7	3.4

资料来源：公司数据、招商证券 注：股价参考 4 月 27 日收盘价。

强烈推荐 (维持)

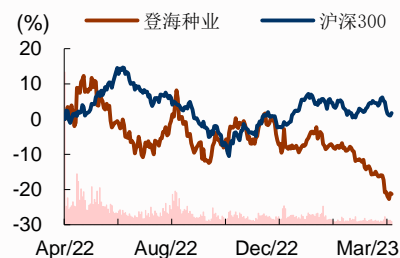
消费品/农林牧渔
目标估值：NA
当前股价：17.05 元

基础数据

总股本(万股)	88000
已上市流通股(万股)	88000
总市值(亿元)	150
流通市值(亿元)	150
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	5.8
资产负债率	18.9%
主要股东	莱州市农业科学院
主要股东持股比例	53.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-14	-21
相对表现	-9	-22	-25



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《登海种业(002041)——主业稳中向好，22Q4 量利双增》2023-04-25
- 《登海种业(002041)——控费降本，预收款稳增长》2022-11-01
- 《登海种业(002041)——玉米种业持续向好，子公司盈利显著提升》2022-08-30

朱卫华 S1090511030001

zhuweihua@cmschina.com.cn

李秋燕 S1090521070001

liqiuayan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3469	3895	4372	4861	5431
现金	1031	1140	1498	1889	2339
交易性投资	1862	1763	1763	1763	1763
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	21	26	17	20	23
其它应收款	14	6	7	8	9
存货	498	799	900	977	1072
其他	43	162	186	203	224
非流动资产	741	733	714	697	682
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	599	588	578	569	561
无形资产商誉	86	84	76	68	61
其他	56	60	60	60	60
资产总计	4210	4628	5086	5558	6113
流动负债	841	931	1026	1094	1178
短期借款	9	2	0	0	0
应付账款	79	134	152	166	182
预收账款	491	457	520	565	620
其他	263	338	353	363	376
长期负债	18	110	110	110	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	110	110	110	110
负债合计	860	1041	1135	1204	1287
股本	880	880	880	880	880
资本公积金	29	29	29	29	29
留存收益	2182	2404	2730	3109	3555
少数股东权益	260	273	311	336	362
归属于母公司所有者权益	3091	3314	3639	4019	4464
负债及权益合计	4210	4628	5086	5558	6113

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	365	39	332	415	493
净利润	239	289	363	470	560
折旧摊销	66	66	67	66	64
财务费用	1	0	(10)	(14)	(17)
投资收益	(42)	(77)	(67)	(76)	(78)
营运资金变动	102	(240)	(16)	(34)	(40)
其它	0	0	(6)	3	3
投资活动现金流	(299)	60	19	27	29
资本支出	(68)	(80)	(49)	(49)	(49)
其他投资	(231)	140	67	76	78
筹资活动现金流	(33)	(23)	8	(52)	(72)
借款变动	(31)	(111)	(2)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(31)	(32)	0	(65)	(89)
其他	29	120	10	14	17
现金净增加额	34	76	359	390	450

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1101	1326	1588	1854	2135
营业成本	701	903	1028	1116	1224
营业税金及附加	6	5	6	7	8
营业费用	76	61	71	103	128
管理费用	101	98	107	131	190
研发费用	68	50	62	71	83
财务费用	(26)	(29)	(10)	(14)	(17)
资产减值损失	12	(40)	(14)	(27)	(21)
公允价值变动收益	11	7	7	7	7
其他收益	14	19	13	15	15
投资收益	42	77	47	53	55
营业利润	254	299	378	488	576
营业外收入	10	2	4	4	5
营业外支出	25	8	13	15	12
利润总额	240	293	369	477	569
所得税	1	4	6	8	9
少数股东损益	6	36	38	25	26
归属于母公司净利润	233	253	326	444	534

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	22%	20%	20%	17%	15%
营业利润	247%	18%	26%	29%	18%
归母净利润	128%	9%	29%	36%	20%
获利能力					
毛利率	36.3%	31.9%	35.3%	39.8%	42.7%
净利率	21.1%	19.1%	20.5%	24.0%	25.0%
ROE	7.8%	7.9%	9.4%	11.6%	12.6%
ROIC	7.0%	7.6%	9.6%	11.2%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	20.4%	22.5%	22.3%	21.7%	21.1%
净负债比率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.1	4.2	4.3	4.4	4.6
速动比率	3.5	3.3	3.4	3.5	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	48.3	56.4	73.4	97.9	97.3
应付账款周转率	13.5	8.5	7.2	7.0	7.1
每股资料(元)					
EPS	0.26	0.29	0.37	0.50	0.61
每股经营净现金	0.42	0.04	0.38	0.47	0.56
每股净资产	3.51	3.77	4.14	4.57	5.07
每股股利	0.04	0.00	0.07	0.10	0.12
估值比率					
PE	64.5	59.3	46.1	33.8	28.1
PB	4.9	4.5	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	51.7	45.0	34.1	27.5	23.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：招商证券研发中心董事总经理，大消费组组长，农业首席。清华大学学士，中国科学技术大学硕士。连续多年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师，获《新财富》农林牧渔行业 2005 年第 3 名、2006 年第 5 名。

李秋燕：广西大学硕士。6 年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021 年 6 月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022 年 2 月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。