

## Q2 增速短期回落 玉米业务景气不改

——登海种业（002041.SZ）

农林牧渔/畜禽养殖

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

2022 年 8 月 29 日，登海种业公布 2022 年半年报。2022 年 H1 公司实现营收 4.4 亿元，同比+6.2%；归母净利润 1.12 亿元，同比+6.7%。

## 业绩增速短期放缓 玉米种子延续景气

- 2022H1 公司玉米种子营收 4.18 亿元，同比+7.6%，占总营收比重 95%。2022Q2 单季度营收 1.05 亿元，同比-43.27%，归母净利润 787.3 万元，同比-83%。Q2 营收同比下滑主要受到去年同期高基数影响，利润同比下滑主要由于今年行业制种成本普遍上升，此外，子公司登海宁夏并表后，管理费用增加，综合以上因素导致净利率阶段性下滑。
- 2017 年以来，国内玉米去库存，当前供需缺口约 1800 万吨。在政策调控下，玉米播种面积回升，今年以来叠加俄乌冲突、国内异常高温影响，粮食安全重要性凸显，粮价持续景气，玉米种植热度升温。全国种子市场观察点 6 月份监测数据显示，黄淮海夏玉米每公斤种子平均价格同比增长 12%。

## 研发实力强劲 优质种子储备丰富

- 公司研发强劲，种质资源储备丰富。报告期内，公司已审定的具有自主知识产权、市场竞争力强的新品种数量明显增加，为公司业绩持续增长和健康发展注入了新的动力。2022 年上半年申请植物新品种权 25 项，其中杂交种 8 项，自交系 17 项。截至 2022 年 6 月末，公司累计获得授权植物新品种权 156 项。以“登海 605”为代表的“登海”牌系列品种以良好的高产、抗倒伏、抗病、早熟等特性，受到广大农民的欢迎，展现出较强的竞争优势。

## 政策利好频出 行业格局改善

- 2022 年 3 月起实施的新《种子法》，新增了实质性派生品种制度，加大假劣种子打击力度并完善侵权赔偿制度和加强种质资源保护，提高对种权的保护力度，种业竞争格局有望持续改善。8 月，农业农村部公布种业阵型企业名单，登海种业入选农作物“补短板”阵型企业，或将持续获得政策支持。
- 2022 年农业农村部陆续发布修订版《农业转基因生物安全评价管理办法》、《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》，转基因育种向商业化迈进。

**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 13 亿元、15.5 亿元、17.7 元，归母净利润为 3.1 亿元、3.7 亿元、4.5 亿元，对应 PE 为 65X、54X、45X。维持“买入”评级。

**风险提示：**玉米价格下行风险，市场竞争风险，极端天气风险。

## 财务指标预测

| 指标         | 2020A   | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 900.74  | 1,100.73 | 1,297.62 | 1,546.59 | 1,774.88 |
| 增长率（%）     | 9.42%   | 22.20%   | 17.89%   | 19.19%   | 14.76%   |
| 归母净利润（百万元） | 101.96  | 232.80   | 312.27   | 374.15   | 449.51   |
| 增长率（%）     | 145.18% | 128.33%  | 34.14%   | 19.82%   | 20.14%   |
| 净资产收益率（%）  | 3.53%   | 7.53%    | 9.28%    | 10.14%   | 11.03%   |
| 每股收益(元)    | 0.12    | 0.26     | 0.35     | 0.43     | 0.51     |
| PE         | 197.93  | 86.73    | 64.65    | 53.95    | 44.91    |
| PB         | 6.99    | 6.53     | 6.00     | 5.47     | 4.95     |

资料来源：公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（维持）

2022 年 08 月 30 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

戴一爽

研究助理

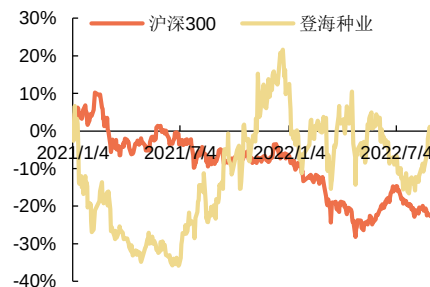
SAC 执业证书编号：S1660121120021

## 交易数据

时间 2022.08.30

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总市值/流通市值（亿元）  | 202/202     |
| 总股本（万股）       | 88,000.0    |
| 资产负债率（%）      | 16.55       |
| 每股净资产（元）      | 3.6         |
| 收盘价（元）        | 22.94       |
| 一年内最低价/最高价（元） | 17.34/28.82 |

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind, 申港证券研究所

1、《登海种业（002041.SZ）：仓廩实天下安，玉米种子龙头再起航》2022-05-30

证券研究报告

表1: 公司盈利预测表

| 利润表          |          |         | 单位:百万元 |        |        | 资产负债表       |       |       | 单位:百万元 |       |       |
|--------------|----------|---------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
|              | 2020A    | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |             | 2020A | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |
| 营业收入         | 901      | 1101    | 1298   | 1547   | 1775   | 流动资产合计      | 3019  | 3469  | 5516   | 5962  | 6553  |
| 营业成本         | 641      | 701     | 810    | 963    | 1088   | 货币资金        | 652   | 1031  | 2990   | 3323  | 3809  |
| 营业税金及附加      | 6        | 6       | 7      | 9      | 10     | 应收账款        | 24    | 21    | 30     | 36    | 41    |
| 营业费用         | 71       | 76      | 71     | 85     | 98     | 其他应收款       | 5     | 14    | 16     | 19    | 22    |
| 管理费用         | 86       | 101     | 104    | 116    | 124    | 预付款项        | 13    | 26    | 24     | 28    | 32    |
| 研发费用         | 71       | 68      | 58     | 70     | 80     | 存货          | 408   | 498   | 555    | 660   | 745   |
| 财务费用         | -14      | -26     | -25    | -25    | -25    | 其他流动资产      | 17    | 16    | 19     | 24    | 27    |
| 资产减值损失       | -28      | 13      | 0      | 0      | 0      | 非流动资产合计     | 741   | 741   | 903    | 967   | 980   |
| 公允价值变动收益     | 8        | 11      | 20     | 15     | 18     | 长期股权投资      | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 投资净收益        | 41       | 42      | 30     | 35     | 38     | 固定资产        | 553   | 599   | 599    | 608   | 617   |
| 营业利润         | 73       | 254     | 343    | 404    | 484    | 无形资产        | 86    | 85    | 78     | 73    | 67    |
| 营业外收入        | 1        | 10      | 6      | 8      | 7      | 商誉          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 营业外支出        | 5        | 25      | 25     | 25     | 25     | 其他非流动资产     | 2     | 14    | 10     | 12    | 14    |
| 利润总额         | 69       | 240     | 324    | 387    | 465    | 资产总计        | 3761  | 4210  | 6418   | 6928  | 7533  |
| 所得税          | 20       | 1       | 4      | 4      | 5      | 流动负债合计      | 610   | 841   | 968    | 1145  | 1350  |
| 净利润          | 49       | 239     | 320    | 384    | 461    | 短期借款        | 5     | 9     | 0      | 0     | 0     |
| 少数股东损益       | -53      | 6       | 8      | 9      | 11     | 应付账款        | 25    | 79    | 60     | 72    | 81    |
| 归属母公司净利润     | 102      | 233     | 312    | 374    | 450    | 预收款项        | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| EBITDA       | 211      | 372     | 354    | 417    | 497    | 一年内到期的非流动负债 | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| EPS（元）       | 0.12     | 0.26    | 0.35   | 0.43   | 0.51   | 非流动负债合计     | 16    | 18    | 1818   | 1818  | 1818  |
| 主要财务比率       |          |         |        |        |        | 长期借款        | 0     | 0     | 1800   | 1800  | 1800  |
|              | 2020A    | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 应付债券        | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 成长能力         |          |         |        |        |        | 负债合计        | 625   | 860   | 2786   | 2963  | 3169  |
| 营业收入增长       | 9.42%    | 22.20%  | 17.89% | 19.19% | 14.76% | 少数股东权益      | 246   | 260   | 267    | 277   | 288   |
| 营业利润增长       | -364.90% | 246.51% | 35.03% | 17.87% | 19.60% | 实收资本（或股本）   | 880   | 880   | 880    | 880   | 880   |
| 归属于母公司净利润增长  | 145.18%  | 128.33% | 34.14% | 19.82% | 20.14% | 资本公积        | 29    | 29    | 29     | 29    | 29    |
| 获利能力         |          |         |        |        |        | 未分配利润       | 1669  | 1847  | 2085   | 2370  | 2712  |
| 毛利率(%)       | 28.81%   | 36.31%  | 37.54% | 37.71% | 38.69% | 归属母公司股东权益合计 | 2889  | 3091  | 3365   | 3688  | 4077  |
| 净利率(%)       | 5.43%    | 21.68%  | 24.67% | 24.80% | 25.96% | 负债和所有者权益    | 3761  | 4210  | 6418   | 6928  | 7533  |
| 总资产净利润(%)    | 2.71%    | 5.53%   | 4.87%  | 5.40%  | 5.97%  | 现金流量表       |       |       |        |       |       |
| ROE(%)       | 3.53%    | 7.53%   | 9.28%  | 10.14% | 11.03% | 单位:百万元      |       |       |        |       |       |
| 偿债能力         |          |         |        |        |        | 经营活动现金流     | 369   | 365   | 348    | 401   | 522   |
| 资产负债率(%)     | 17%      | 20%     | 43%    | 43%    | 42%    | 净利润         | 49    | 239   | 320    | 384   | 461   |
| 流动比率         | 4.95     | 4.12    | 5.70   | 5.21   | 4.85   | 折旧摊销        | 72    | 66    | 36     | 38    | 38    |
| 速动比率         | 4.28     | 3.53    | 5.13   | 4.63   | 4.30   | 财务费用        | -14   | -26   | -25    | -25   | -25   |
| 营运能力         |          |         |        |        |        | 应付账款减少      | -5    | 3     | -9     | -6    | -5    |
| 总资产周转率       | 0.24     | 0.28    | 0.24   | 0.23   | 0.25   | 预收账款增加      | -252  | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 应收账款周转率      | 42       | 48      | 51     | 47     | 46     | 投资活动现金流     | -252  | -299  | -166   | -42   | -1    |
| 应付账款周转率      | 30.54    | 21.21   | 18.63  | 23.36  | 23.18  | 公允价值变动收益    | 8     | 11    | 20     | 15    | 18    |
| 每股指标（元）      |          |         |        |        |        | 长期股权投资减少    | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 每股收益(最新摊薄)   | 0.12     | 0.26    | 0.35   | 0.43   | 0.51   | 投资收益        | 41    | 42    | 30     | 35    | 38    |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.07     | 0.04    | 2.23   | 0.38   | 0.55   | 筹资活动现金流     | -59   | -33   | 1778   | -26   | -36   |
| 每股净资产(最新摊薄)  | 3.28     | 3.51    | 3.82   | 4.19   | 4.63   | 应付债券增加      | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 估值比率         |          |         |        |        |        | 长期借款增加      | 0     | 0     | 1800   | 0     | 0     |
| P/E          | 197.93   | 86.73   | 64.65  | 53.95  | 44.91  | 普通股增加       | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| P/B          | 6.99     | 6.53    | 6.00   | 5.47   | 4.95   | 资本公积增加      | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| EV/EBITDA    | 92.78    | 51.56   | 53.67  | 44.78  | 36.61  | 现金净增加额      | 59    | 34    | 1960   | 333   | 485   |

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评价体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上       |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上      |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间   |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |