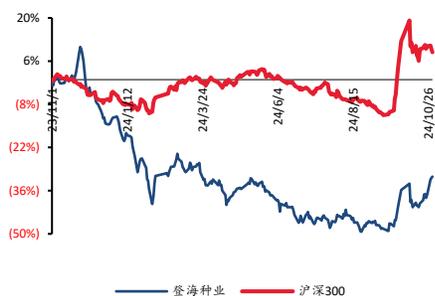


三季度业绩点评：业绩短期承压，长期优势明显

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股(亿股) | 8.8/8.8 |
| 总市值/流通(亿元) | 90.64/90.64 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 16.89/7.55 |

相关研究报告

<<年报点评：主业增长良好，推动2023年业绩上升>>—2024-04-24

<<业绩点评：单季度毛利率上升明显，转基因品种进入首批公示名单>>—2023-10-30

<<中报点评：短期成本上升业绩承压，中长期发展前途可期>>—2023-09-06

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190511050002

事件：公司近日发布2024年3季度业绩报告。2024年前3季度，公司实现营收5.78亿元，同比-11.55%，实现归母净利润5858.33万元，同比-38.57%；其中Q3单季实现收入17亿元，同比+0.01%，实现归母净利润583.79万元，同比-71.86%，主要系销售淡季小基数下正常波动。点评如下：

核心主业逐渐稳定，单3季度毛利率环比回升。前3季度，公司面对竞争激烈的种子市场和逐渐下滑的粮食市场大环境，积极发挥“登海”品牌优势，依靠玉米种子产品多年来优良的市场表现力，强化营销力度，保持了核心主业的基本稳定发展趋势。Q1/Q2/Q3单季营收同比增速分别为-11.57%/-20.46%/0.01%，单季营收同比变化由负转正。前3季度，净利润下滑幅度略超营收，主要是受毛利率下滑的影响，毛利率为27.31%，较上年同期下滑了3.59个百分点。但是看单3季度，毛利率开始回升，毛利率为31.93%，环比单2季度的24.45%上升了7.48个百分点。考虑到2024年下游粮食价格低迷和制种成本下降的影响，我们预计公司2025年种子业务毛利率有望企稳回升。

期末合同负债有所减少，主要受销售延迟的影响。Q3期末，公司合同负债为8.28亿元，同比减少22%。本年度种子预付款有所减少，主要是因为采购季玉米价格低迷影响了种植场户和经销商的备货积极性，导致采购有所延迟。预计2025年上半年，随着生猪存栏回升，将带动玉米需求和价格回暖，受此影响，玉米种植对于种子的采购需求将得到释放。

较早参与生物育种，先发优势明显，有望充分受益转基因商业化加速推进。国内转基因玉米种植已经由试点示范阶段进入到扩面提速阶段。预计未来3-5年内，转基因玉米种子推广面积将加速扩大。随着转基因玉米种子产业化的快速发展，种子行业将迎来增量市场空间，龙头企业凭借品种优势有望获得市场份额的提升。公司较早的就与大北农等国内先进转基因性状公司开展深入合作，现有多个转基因玉米新品种通过国审，先发优势明显。中期来看，随着与性状公司合作的持续深化，依托自身出色的玉米杂交育种优势，公司有望继续引领转基因种子时代的品种换代升级，进而分享行业门槛提高带来的份额提升红利。

公司长期竞争优势明显，维持买入评级。公司创始人五十年如一日地坚持育种研发创新和高产攻关，培育出了有杰出贡献的玉米自交系478、掖107、DH382、DH351、掖52106、8001、515、DH65232，完成了以掖单2号、掖单6号、掖单13号、登海661与登海605、登海618为代表的5代玉米杂交种的替代，多次引领了中国杂交玉米的发展方向。我们看好公司在玉米种质资源和品种等方面所形成的核心竞争优势和长远发展前景，维持“买入”评级。结合3季报业绩情况，

调整公司 23/24/25 年归母净利润至 2.36/3.31/3.97 亿元。按照 24 年业绩给予 45 倍 PE，未来 6 个月目标价 12.15 元。

风险提示：种子市场大幅波动，导致产品价格上涨不及预期

■ 盈利预测和财务指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 1,552 | 1,236 | 1,498 | 1,668 |
| 营业收入增长率(%) | 17.06% | -20.33% | 21.12% | 11.42% |
| 归母净利（百万元） | 256 | 236 | 331 | 397 |
| 净利润增长率(%) | 3.55% | -17.82% | 40.80% | 20.43% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.29 | 0.27 | 0.38 | 0.45 |
| 市盈率（PE） | 35.26 | 38.24 | 27.23 | 22.73 |

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1,140 | 1,317 | 1,711 | 1,613 | 2,535 |
| 应收和预付款项 | 171 | 124 | 81 | 142 | 101 |
| 存货 | 799 | 855 | 420 | 1,063 | 550 |
| 其他流动资产 | 1,786 | 1,724 | 1,807 | 1,808 | 1,808 |
| 流动资产合计 | 3,895 | 4,020 | 4,020 | 4,626 | 4,994 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 9 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 601 | 591 | 558 | 534 | 502 |
| 在建工程 | 5 | 45 | 43 | 41 | 41 |
| 无形资产开发支出 | 84 | 92 | 92 | 91 | 90 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 32 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4,628 | 4,802 | 4,713 | 5,293 | 5,628 |
| 短期借款 | 2 | 8 | 2 | 2 | 2 |
| 应付和预收款项 | 591 | 515 | 431 | 534 | 566 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 448 | 395 | 159 | 301 | 196 |
| 负债合计 | 1,041 | 918 | 592 | 837 | 764 |
| 股本 | 880 | 880 | 880 | 880 | 880 |
| 资本公积 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 留存收益 | 2,407 | 2,663 | 2,899 | 3,230 | 3,627 |
| 归母公司股东权益 | 3,314 | 3,570 | 3,795 | 4,117 | 4,504 |
| 少数股东权益 | 273 | 315 | 325 | 340 | 360 |
| 股东权益合计 | 3,587 | 3,885 | 4,120 | 4,457 | 4,864 |
| 负债和股东权益 | 4,628 | 4,802 | 4,713 | 5,293 | 5,628 |

现金流量表(百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 39 | 179 | -1,399 | -125 | 880 |
| 投资性现金流 | 60 | -136 | 1,779 | -13 | -9 |
| 融资性现金流 | -23 | 7 | 15 | 39 | 50 |
| 现金增加额 | 76 | 50 | 394 | -98 | 922 |

利润表(百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,326 | 1,552 | 1,236 | 1,498 | 1,668 |
| 营业成本 | 903 | 1,105 | 878 | 1,018 | 1,103 |
| 营业税金及附加 | 5 | 7 | 5 | 6 | 7 |
| 销售费用 | 61 | 71 | 57 | 69 | 77 |
| 管理费用 | 148 | 176 | 117 | 142 | 159 |
| 财务费用 | -29 | -33 | -21 | -39 | -50 |
| 资产减值损失 | -38 | -7 | 12 | 15 | 17 |
| 投资收益 | 77 | 45 | 40 | 40 | 40 |
| 公允价值变动 | 7 | 7 | 10 | 10 | 10 |
| 营业利润 | 359 | 285 | 237 | 336 | 406 |
| 其他非经营损益 | 293 | 301 | 248 | 349 | 421 |
| 利润总额 | 293 | 301 | 248 | 349 | 421 |
| 所得税 | 4 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 净利润 | 289 | 299 | 246 | 346 | 417 |
| 少数股东损益 | 36 | 43 | 10 | 15 | 20 |
| 归母股东净利润 | 253 | 256 | 236 | 331 | 397 |

预测指标

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 毛利率 | 31.89% | 28.77% | 29.00% | 32.00% | 33.87% |
| 销售净利率 | 21.79% | 19.28% | 19.89% | 23.12% | 24.99% |
| 销售收入增长率 | 20.45% | 17.06% | -20.33% | 21.12% | 11.42% |
| EBIT 增长率 | 24.04% | 1.30% | -15.14% | 36.35% | 19.59% |
| 净利润增长率 | 21.07% | 3.55% | -17.82% | 40.80% | 20.43% |
| ROE | 8.33% | 8.01% | 6.14% | 8.07% | 8.95% |
| ROA | 6.54% | 6.35% | 5.17% | 6.92% | 7.64% |
| ROIC | 16.68% | 11.82% | 7.23% | 7.54% | 9.26% |
| EPS (X) | 0.29 | 0.29 | 0.27 | 0.38 | 0.45 |
| PE (X) | 35.62 | 35.26 | 38.24 | 27.23 | 22.73 |
| PB (X) | 2.72 | 2.53 | 2.38 | 2.19 | 2.00 |
| PS (X) | 6.80 | 5.81 | 7.30 | 6.02 | 5.41 |
| EV/EBITDA (X) | 27.01 | 26.13 | 27.23 | 22.04 | 16.63 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。