

经营韧性凸显，行业龙头地位稳固

投资要点

- **业绩总结：**北大荒公布 2025 年第一季度报告。公司 2025 年 Q1 实现营业收入 9.56 亿元，同比-0.05%；实现归母净利润 5.39 亿元，同比-2.90%；实现扣非归母净利润 5.09 亿元，同比-7.95%。
- **点评：核心业务稳健，利润端短期承压。**2025 年第一季度，公司营业收入与去年同期基本持平，主要系公司核心业务土地承包费收入确认节奏稳定。归母净利润同比小幅下降 2.90%，扣非归母净利润同比下降 7.95%，主要原因包括：1) 营业成本同比增加 8.55%至 3.32 亿元；2) 财务费用受利息收入减少影响（本期利息收入 821 万元，上年同期为 2819 万元，导致财务费用同比增加。
- **公司是我国目前规模大种植业上市公司，土地资源丰富。**公司是我国目前规模大、现代化水平高的种植业上市公司，土地资源丰富。公司拥有 16 家农业分公司，主要生产水稻、玉米、大豆等农产品。公司所属区域内土地资源丰富，地处世界三大黑土带之一的三江平原，地势平坦、土壤肥沃，生态环境良好，具有生产绿色、有机农产品得天独厚的地理优势。据此区位优势所生产的农产品具有较好的优质性和均质性，在生产成本和农产品品质等方面具有较强的市场竞争力。2024 年公司域内粮豆总产达 121.7 亿斤。公司在发展绿色、有机产品方面继续挖掘潜力和拓展空间。土地总面积 1296 万亩，耕地面积 1158 万亩。
- **土地租金具备增长潜力，带动土地主营业务增长。**虽然农产品价格存在波动，但公司历史上土地承包费从未下调。公司地租水平相比周边市场化地租及集团内其他土地仍有优势，存在价格洼地。同时，公司通过提升机动地占比等结构性调整方式，有望持续提升整体地租水平。
- **农业科技服务体系提供了有力的技术支撑。**公司建立了完善的农业科技服务体系，拥有 16 家农业技术推广中心，下设“三站一室”，提供病虫害预警、气象预测、科技推广、测土配方施肥等服务。2024 年，公司研发投入总额为 9488.8 万元，占营业收入的 1.78%，较去年同期增长 5.95%。通过农业物联网项目实现数据实时传输、智能化监控、数据分析等功能，推动农产品质量安全追溯体系建设，实现了农业生产的智能化和标准化，提升了农业综合机械化率，达到了 99% 以上。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.66 元、0.71 元、0.73 元，对应动态 PE 分别为 23/21/20 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**农产品涨价或不及预期、农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,339	5,537	5,789	6,022
增长率	5.83%	3.71%	4.55%	4.02%
归属母公司净利润 (百万元)	1,087	1,173	1,270	1,303
增长率	2.21%	7.90%	8.29%	2.56%
每股收益 EPS (元)	0.61	0.66	0.71	0.73
净资产收益率 ROE	13.94%	14.78%	15.76%	15.90%
PE	24.10	22.75	21.00	20.48
PB	3.36	3.36	3.31	3.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.78
流通 A 股(亿股)	17.78
52 周内股价区间(元)	12.33-18.98
总市值(亿元)	266.83
总资产(亿元)	149.66
每股净资产(元)	4.70

相关研究

1. 北大荒 (600598): 土地资源丰富，主业稳健增长 (2024-11-11)

盈利预测

关键假设：

1) 国家积极推进粮食安全政策，提高农民种植积极性，预计未来地租或将稳定增长，带动公司土地发包业务持续增长。预计 2025-2027 年土地承包销量保持稳定；价格增速为 1%、2%、1%。预计 2025-2027 年毛利率分别为 48%、50%、51.5%。

2) 按照公司“1221”战略规划，持续打造七大作物 118 万亩高端品牌专属基地，优化农产品供给质量。预计 2025-2027 年农用物资销售销量增速分别为 10%、10%、10%；价格维持稳定。预计 2025-2027 年毛利率分别为 0.1%、0.1%、0.1%。

3) 其他业务预计 2025-2027 年随公司正常发展。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
土地承包	收入	3,731.85	3769	3845	3883
	增速	8.67%	1.00%	2%	1%
	成本	1,959.76	1960	1922	1883
	毛利率	47.49%	48.00%	50%	51.50%
农用物资销售	收入	1,103.16	1213	1335	1468
	增速	-8.28%	10.00%	10%	10%
	成本	1,102.40	1212	1333	1467
	毛利率	0.07%	0.10%	0.10%	0.10%
其他	收入	504	554	610	670
	增速	23.59%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	430	471	518	570
	毛利率	14.64%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	5339	5537	5789	6022
	增速	5.83%	3.71%	4.55%	4.02%
	成本	3,492.14	3643	3774	3920
	毛利率	34.59%	34.20%	34.81%	34.90%

数据来源：Wind，西南证券

风险提示

农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,339	5,537	5,789	6,022	净利润	1,086	1,168	1,276	1,303
营业成本	3,492	3,643	3,774	3,920	折旧与摊销	310	38	81	128
营业税金及附加	11	14	15	14	财务费用	2	3	5	5
销售费用	55	43	49	53	资产减值损失	76	0	0	0
管理费用	615	685	684	717	经营营运资本变动	6	169	-19	32
财务费用	-129	-124	-132	-112	其他	14	2	8	10
资产减值损失	-74	0	0	0	经营活动现金流净额	1,494	1,380	1,352	1,479
投资收益	-18	-2	-9	-11	资本支出	-445	-399	-450	-500
公允价值变动损益	11	0	0	0	其他	-1,064	-2	-9	-11
其他经营损益	11	11	11	12	投资活动现金流净额	-1,509	-402	-458	-510
营业利润	1,127	1,188	1,300	1,325	短期借款	48	0	0	0
其他非经营损益	-24	0	0	0	长期借款	0	200	0	0
利润总额	1,103	1,188	1,300	1,325	股权融资	0	0	0	0
所得税	16	20	24	22	支付股利	-781	-1,058	-1,147	-1,177
净利润	1,086	1,168	1,276	1,303	其他	-34	7	0	0
少数股东损益	-1	-5	6	-0	筹资活动现金流净额	-767	-851	-1,147	-1,177
归属母公司股东净利润	1,087	1,173	1,270	1,303	现金流量净额	-782	127	-254	-208
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,586	1,713	1,459	1,251	成长能力				
应收和预付款项	52	24	32	39	销售收入增长率	5.83%	3.71%	4.55%	4.02%
存货	160	234	233	224	营业利润增长率	0.27%	5.46%	9.43%	1.89%
其他流动资产	32	32	32	32	净利润增长率	2.21%	7.90%	8.29%	2.56%
长期股权投资	362	362	362	362	EBITDA 增长率	3.56%	-20.47%	13.30%	7.40%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	3,833	4,195	4,564	4,936	毛利率	34.59%	34.20%	34.81%	34.90%
无形资产和开发支出	419	419	419	419	三费率	10.14%	10.91%	10.37%	10.93%
其他非流动资产	310	310	310	310	净利率	20.35%	21.10%	22.05%	21.64%
资产总计	8,975	9,530	9,644	9,808	ROE	13.94%	14.78%	15.76%	15.90%
短期借款	48	48	48	48	ROA	12.29%	12.63%	13.31%	13.40%
应付和预收款项	110	141	127	136	ROIC	13.82%	13.08%	14.10%	14.44%
长期借款	3	203	203	203	EBITDA/销售收入	25.96%	19.91%	21.58%	22.28%
其他负债	1,221	1,412	1,407	1,430	营运能力				
负债合计	1,382	1,804	1,785	1,817	总资产周转率	0.60	0.60	0.60	0.62
股本	1,778	1,778	1,778	1,778	固定资产周转率	1.44	1.40	1.34	1.28
资本公积	2,420	2,420	2,420	2,420	应收账款周转率	175.05	155.11	226.98	180.95
留存收益	3,610	3,728	3,856	3,987	存货周转率	17.27	18.51	16.18	17.16
归属母公司股东权益	7,797	7,934	8,062	8,194	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	-204	-209	-203	-203	资本结构				
股东权益合计	7,593	7,726	7,860	7,991	资产负债率	15.39%	18.93%	18.50%	18.53%
负债和股东权益合计	8,975	9,530	9,644	9,808	带息债务/总负债	5.27%	15.13%	15.30%	15.02%
					流动比率	3.35	2.93	2.79	2.58
					速动比率	3.19	2.74	2.60	2.40
					股利支付率	89.93%	89.93%	89.93%	89.93%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1,386	1,103	1,249	1,342	每股收益	0.61	0.66	0.71	0.73
PE	24	23	21	20	每股净资产	4.39	4.46	4.54	4.61
PB	3	3	3	3	每股经营现金	0.84	0.78	0.76	0.83
PS	5	5	5	4	每股股利	0.55	0.59	0.64	0.66
EV/EBITDA	18	23	20	19					
股息率	3.73%	3.95%	4.28%	4.39%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn