



2021年3月29日

冠农股份(600251): 下游需求恢复, 业绩有望进一步改善

审慎推荐(维持)

农业

当前股价: 6.95元

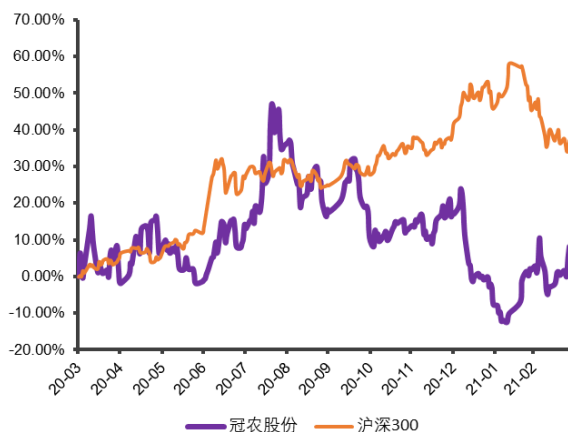
### 主要财务指标(单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,769	3,187	3,607	4,055
(+/-)	-15.0%	15.1%	13.2%	12.4%
营业利润	405	497	558	613
(+/-)	106.6%	22.8%	12.2%	9.8%
归属母公司净利润	247	325	376	421
(+/-)	45.5%	31.6%	15.6%	12.1%
EPS(元)	0.31	0.41	0.48	0.54
市盈率	21.6	16.4	14.2	12.7

### 公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(万股)	78477 / 77746
流通市值(亿元)	53
每股净资产(元)	3.07
资产负债率(%)	54.5

### 股价表现(最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰

执业证书编号: S1050520020002

电话: (86 21) 64967860

邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **事件:** 公司2020年全年实现营业收入27.69亿元, 同比下降14.97%; 归属于上市公司股东净利润2.47亿元, 同比增长45.55%; 扣非后归属于上市公司股东净利润1.92亿元, 同比增长32.92%。其中2020Q4实现营业收入8.06亿元, 同比降9.41%, 归属于上市公司股东净利润0.14亿元, 同比降13.93%。

● **公司毛利率增长较快, 棉花行业逐渐回暖。**2020年公司整体毛利率16.97%, 较19年提升5.64pct。分行业来看, 公司产品售价提升较为明显, 其中糖业毛利率较19年增9.69pct, 棉花毛利率较19年增6.88pct。果蔬加工毛利率较19年降1.6pct, 主要因为公司番茄制品销量大增影响, 售价略有下降, 但对公司盈利能力影响较小。2020Q1由于疫情缘故, 棉花需求有所下降, Q3国内疫情好转带动需求回暖, 棉花价格逐渐回升。我们认为由于近年来部分海外纺服企业抵制新疆棉, 激发国产纺服品牌对新疆棉花的大力支持, 棉花行业景气度回升或将持续, 棉花板块毛利率有望进一步提升。

● **实施股权激励计划, 有效提升核心员工积极性。**2020年7月公司完成了限制性股票激励计划首次授予, 以2.72元/股的价格向公司董事、高管、中层及核心技术人员共97人授予602万股。本次限制性股票激励计划深度绑定核心员工与公司利益, 有利于提升骨干员工的积极性, 对公司未来长期发展有深远影响。

● **盈利预测:** 我们预测公司2021-2023年实现归属于母公司净利润分别为3.25亿元、3.76亿元、4.21亿元, 对应EPS分别为0.41元、0.48元、0.54元, 当前股价对应PE分别为16.4/14.2/12.7倍。公司未来有望受益于消费需求回暖和棉花景气度提升, 皮棉及棉籽业务有望实现高增长, 维持“审慎推荐”评级。

● **风险提示:** 果蔬制品库存积压的风险; 棉花行业景气度下滑的风险; 白砂糖销量不及预期的风险等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,769</b>	<b>3,187</b>	<b>3,607</b>	<b>4,055</b>
货币资金	799	1,839	2,001	2,103	营业成本	2,299	2,621	2,974	3,353
应收款	226	363	401	451	营业税金及附加	26	26	26	26
存货	2,516	1,602	1,735	1,956	销售费用	85	99	112	126
其他流动资产	887	931	977	1,026	管理费用	96	112	126	142
流动资产合计	4,427	4,734	5,114	5,536	财务费用	44	41	38	40
<b>非流动资产:</b>					研发费用	3	3	4	4
金融类资产	71	78	86	95	费用合计	228	254	280	311
固定资产+在建工程	875	965	1,056	1,148	资产减值损失	-37	-26	-18	-13
无形资产+商誉	239	263	289	318	公允价值变动	61	64	67	71
其他非流动资产	798	878	966	1,063	投资收益	136	143	150	158
非流动资产合计	1,984	2,185	2,397	2,624	<b>营业利润</b>	<b>405</b>	<b>497</b>	<b>558</b>	<b>613</b>
资产总计	6,411	6,919	7,511	8,159	加: 营业外收入	10	11	12	13
<b>流动负债:</b>					减: 营业外支出	4	4	4	5
短期借款	2,763	2,901	3,046	3,198	<b>利润总额</b>	<b>411</b>	<b>504</b>	<b>565</b>	<b>621</b>
应付账款、票据	208	204	223	251	所得税费用	57	69	78	85
其他流动负债	459	502	552	608	<b>净利润</b>	<b>355</b>	<b>435</b>	<b>488</b>	<b>535</b>
流动负债合计	3,429	3,607	3,821	4,057	少数股东损益	108	110	112	114
<b>非流动负债:</b>					<b>归母净利润</b>	<b>247</b>	<b>325</b>	<b>376</b>	<b>421</b>
长期借款	10	0	0	0					
其他非流动负债	58	60	63	67	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
非流动负债合计	68	60	63	67	<b>成长性</b>				
负债合计	3,497	3,667	3,885	4,124	营业收入增长率	-15.0%	15.1%	13.2%	12.4%
<b>所有者权益</b>					营业利润增长率	106.6%	22.8%	12.2%	9.8%
股本	785	785	785	785	归母净利润增长率	45.5%	31.6%	15.6%	12.1%
资本公积金	362	362	362	362	总资产增长率	28.2%	7.9%	8.6%	8.6%
未分配利润	1,119	1,413	1,739	2,094	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	499	499	499	499	毛利率	17.0%	17.8%	17.6%	17.3%
所有者权益合计	2,915	3,252	3,627	4,036	营业利润率	14.6%	15.6%	15.5%	15.1%
负债和所有者权益	6,411	6,919	7,511	8,159	三项费用/营收	8.2%	8.0%	7.8%	7.7%
					EBIT/销售收入	16.1%	17.4%	17.2%	16.7%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利润率	12.8%	13.6%	13.5%	13.2%
净利润	355	435	488	535	ROE	12.2%	13.4%	13.4%	13.3%
折旧与摊销	87	86	94	101	<b>营运能力</b>				
财务费用	35	41	38	40	总资产周转率	43.2%	46.1%	48.0%	49.7%
存货的减少	-1067	914	-133	-221	<b>资产结构</b>				
营运资本变化	-848	-142	-19	-21	资产负债率	54.5%	53.0%	51.7%	50.5%
其他非现金部分	-158	-100	-107	-116	<b>现金流质量</b>				
经营活动现金净流量	-1597	1234	360	318	经营净现金流/净利润	-4.50	2.84	0.74	0.59
投资活动现金净流量	-111	-183	-192	-202	<b>每股数据(元/股)</b>				
筹资活动现金净流量	1438	-12	-6	-14	每股收益	0.31	0.41	0.48	0.54
现金流量净额	-270	1,039	162	102	每股净资产	3.71	4.14	4.62	5.14

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>