

苏垦农发 (601952.SH)

种植主业平稳，农资油脂业务发力

22H1 种植主业平稳，农资油脂业务发力。考虑到粮价景气有望持续，下半年稻麦销售进度或有所加快，预计盈利弹性有望逐季释放。维持“强烈推荐”评级。

□ **种植主业平稳，农资油脂业务发力。**公司发布 2022 年中报。上半年实现收入 61.5 亿元（同比+26%）、毛利率 12%（同比下滑 3.6 个百分点）、归母净利润 3.48 亿元（同比+5.9%）；其中，22Q2 实现收入 37.4 亿元（同比+38%）、毛利率 11%（同比下滑 2.1 个百分点）、归母净利润 2.14 亿元（同比+0.7%）。我们分析，1）上半年收入增长主要系农资、食用油、米业贸易规模增长以及并入苏垦麦芽带来，具体来看：公司 22H1 农资业务收入约 13.85 亿元（同比+57%）；食用油业务收入约 18.2 亿元（同比+43%），主要系销量高增所致（上半年销量 16.5 万吨、同比+40%）；米业收入约 22.3 亿元（同比+16%），主要系原粮销售收入同比+24%所带动；苏垦麦芽收入约 3.9 亿元。2）毛利率率下滑主要系农资涨价等因素导致种植业毛利率率下滑、米价低迷叠加低毛利率的原粮销售业务规模扩大导致米业毛利率率下滑、以及农资业务毛利率率较低所致。3）估算上半年种植业盈利约 1.79 亿元（同比+5.8%）、米业盈利约 6270 万元（同比-18%）、食用油业务盈利约 2649 万元（同比+5.5%）、种业盈利约 4578 万元（同比+23%）、农资业务盈利约 2721 万元（同比+100%）、新并入的苏垦麦芽盈利约 708 万元。4）22Q2 盈利增速下滑主要系新季小麦销售进度较缓、价格虽明显上涨但销量同比下降，叠加种植成本提升等因素所致。业绩表现略低于预期。

□ **麦稻价格高位震荡，粮价景气有望持续。**自 2020 年起，公司的小麦、水稻、乃至大米的售价相继上行。截至 2021 年，公司的小麦、水稻、大米售价分别为 2480 元/吨、2710 元/吨、3920 元/吨，其中小麦售价明显高于过去 7 年的水平。考虑到：1）粮食安全战略背景下，国家已加大水稻和小麦的最低收购价上调幅度；2）地缘政治、油价及农资价格高企或扰动新季小麦的供应；3）油料扩种计划、近期长江流域罕见旱情等异常天气或加速稻谷库存的去化；预计粮价高景气有望持续，带动公司的种植业务、米业、种业等产业链相应受益。截至 2022 年 8 月 17 日，国内小麦现货价已达 3094 元/吨（同比+19%），国内粳稻现货价约 2830 元/吨（同比+0.21%）。

□ **集团地租重签，财务费用下降。**公司现有 95.5 万亩耕地是从农垦集团处承包到的，其地租依据粮价的变化每 5 年重签一次。由于 2017 年到 2021 年粳稻和小麦的最低收购价整体下行，2022 年 2 月公司与集团重签地租时，地租下调至 361.64 元/亩，降幅约 9.2%。22H1 公司财务费用约 1.08 亿元（同比-19%），主要系承租农垦集团土地承包金下降，租赁负债财务费用下降所致。在农资和地租涨价带动种植成本普遍提升的背景下，公司独有的地租成本优势或有效缓解其成本上升的压力。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**政策+市场双向作用下，预计粮价高景气有望持续。考虑到稻麦销售节奏或在下半年有所加快，预计公司盈利弹性有望逐季释放。维持 2022/23/24 年盈利预测为 9.83 亿元/10.79 亿元/11.81 亿元。考虑到粮食安全战略的重要性，及公司的历史估值中枢，对 2022 年给予 30X PE 估值，目标价 21.3 元，维持“强烈推荐”投资评级。

强烈推荐（维持）

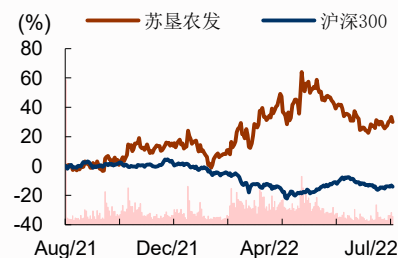
消费品/农林牧渔
目标估值：21.30 元
当前股价：13.45 元

基础数据

总股本（万股）	137800
已上市流通股（万股）	137800
总市值（亿元）	185
流通市值（亿元）	185
每股净资产（MRQ）	4.2
ROE（TTM）	13.1
资产负债率	58.3%
主要股东	江苏省农垦集团有限公司
主要股东持股比例	67.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	23	27
相对表现	2	32	39



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《苏垦农发 (601952) 一麦稻价格相继上行，米业种业齐齐发力（更新）》2022-04-28
- 《苏垦农发 (601952) 一麦稻销量增长，22Q1 盈利上行》2022-04-28
- 《苏垦农发 (601952) 一麦稻价格相继上行，米业种业齐齐发力》2022-04-25

熊承慧 S1090521030002

✉ xiongchenghui@cmschina.com.cn

张正芳 研究助理

✉ zhangzhengfang@cmschina.com.cn

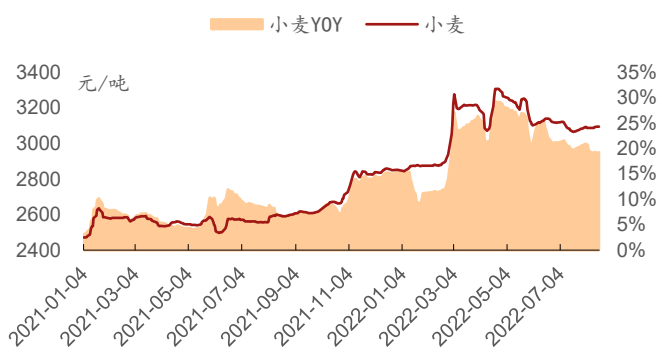
□ 风险提示：水稻/小麦价格涨幅不达预期，成本涨幅超预期，异常天气，等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8620	10640	12628	14164	15896
同比增长	7%	23%	19%	12%	12%
营业利润(百万元)	756	846	1109	1229	1369
同比增长	15%	12%	31%	11%	11%
归母净利润(百万元)	670	737	983	1079	1181
同比增长	13%	10%	33%	10%	10%
每股收益(元)	0.49	0.53	0.71	0.78	0.86
PE	27.7	25.1	18.8	17.2	15.7
PB	2.9	3.2	2.9	2.6	2.3

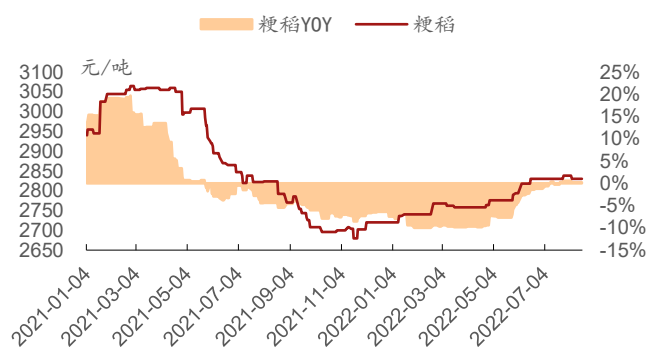
资料来源：公司数据、招商证券。注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价。

图 1: 2021 年以来国内小麦价格及同比变化



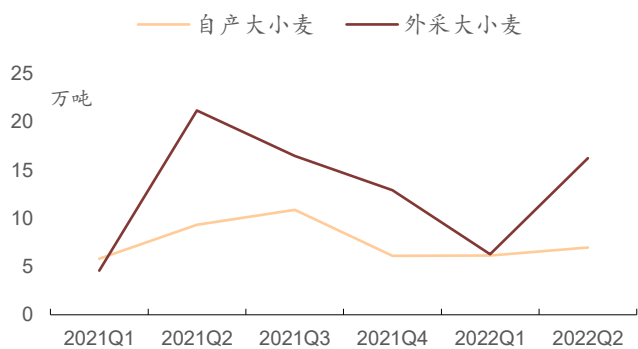
资料来源: 汇易网、招商证券

图 2: 2021 年以来国内粳稻价格及同比变化



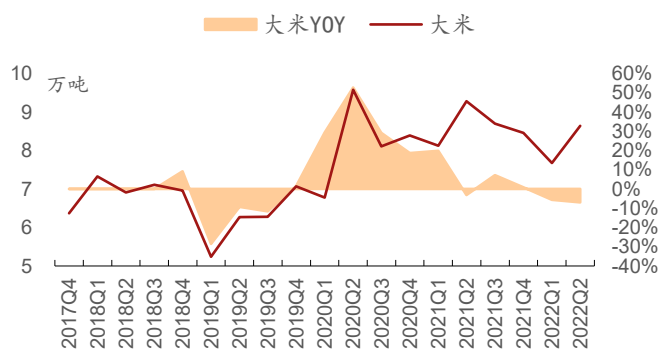
资料来源: 汇易网、招商证券

图 3: 苏垦农发自产和外采大小麦销量



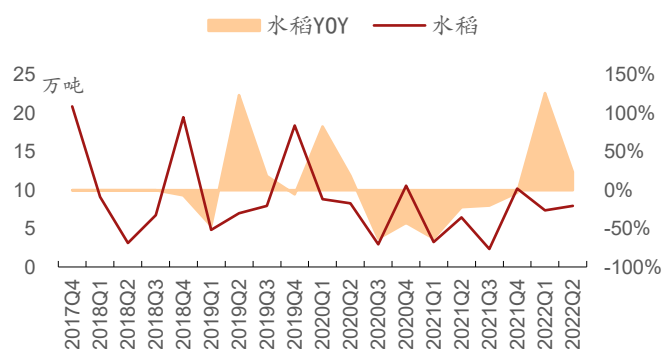
资料来源: 公司公告、招商证券。注: 2021 年数据为自产和外采小麦销量。

图 4: 苏垦农发大米销量及同比变化



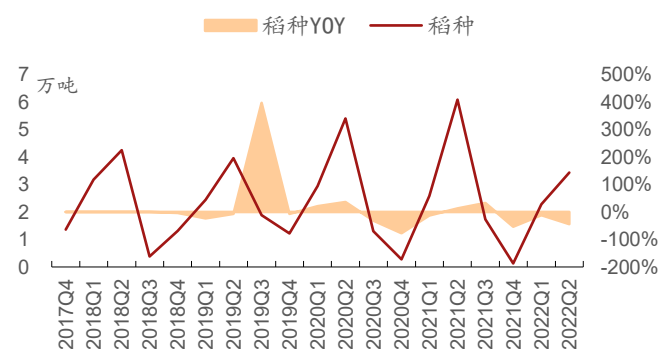
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 苏垦农发水稻销量及同比变化



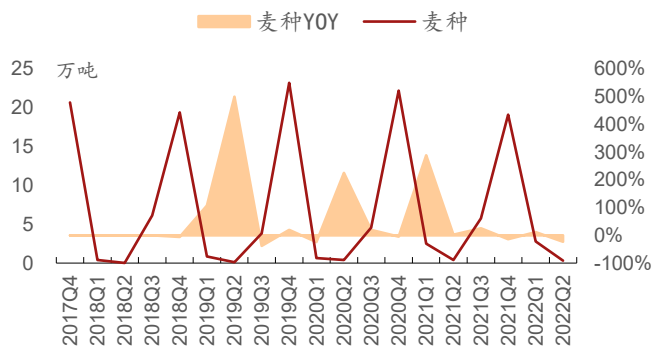
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 苏垦农发稻种销量及同比变化



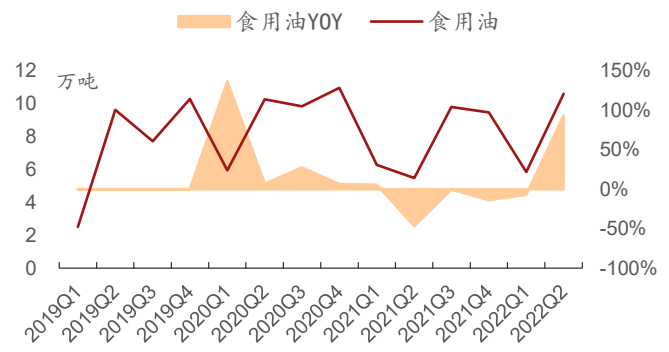
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 苏垦农发麦种销量及同比变化



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 苏垦农发食用油销量及同比变化



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 苏垦农发的季度业绩回顾

(百万元, %)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营业收入	1833	2711	2703	3392	2409	3741
营业毛利	363	341	378	504	337	393
营业费用	82	3	39	50	35	50
管理费用	87	105	126	264	102	117
财务费用	67	65	66	65	58	68
投资收益	12	15	11	11	16	13
营业利润	140	238	239	230	160	250
归属母公司净利润	116	213	214	195	134	214
EPS (元)	0.08	0.15	0.15	0.14	0.10	0.16
主要比率						
毛利率	19.8%	12.6%	14.0%	14.9%	14.0%	10.5%
营业费用率	4.5%	0.1%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
管理费用率	4.8%	3.9%	4.7%	7.8%	4.2%	3.1%
营业利润率	7.6%	8.8%	8.8%	6.8%	6.6%	6.7%
净利率	6.3%	7.8%	7.9%	5.7%	5.5%	5.7%
YoY						
收入	34%	0%	48%	24%	31%	38%
归属母公司净利润	17%	-5%	8%	32%	15%	1%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 苏垦农发主要产品的季度销量

(万吨)	大小麦	自产大小麦	外采大小麦	水稻	麦种	稻种	大米	食用油
2017Q4	13.0	-	-	20.9	20.7	1.4	6.4	-
2018Q1	4.7	-	-	9.1	0.4	3.2	7.3	-
2018Q2	11.8	-	-	3.1	0.0	4.3	6.9	-
2018Q3	16.1	-	-	6.7	6.1	0.4	7.1	-
2018Q4	4.8	-	-	19.5	19.4	1.3	7.0	-
2019Q1	7.2	-	-	4.8	0.9	2.4	5.2	2.5
2019Q2	6.1	-	-	7.0	0.1	4.0	6.3	9.6
2019Q3	24.3	-	-	8.0	3.8	1.9	6.3	7.7
2019Q4	9.7	-	-	18.4	23.2	1.2	7.1	10.3
2020Q1	2.5	-	-	8.8	0.6	3.0	6.8	5.9
2020Q2	17.0	-	-	8.3	0.4	5.4	9.6	10.3
2020Q3	24.5	-	-	2.9	4.6	1.3	8.1	9.8
2020Q4	14.1	-	-	10.6	22.2	0.3	8.4	11.0

2021Q1	-	5.8	4.6	3.3	2.5	2.6	8.1	6.3
2021Q2	-	9.3	21.2	6.4	0.4	6.1	9.3	5.5
2021Q3	-	10.9	16.5	2.3	5.8	1.7	8.7	9.8
2021Q4	-	6.1	12.9	10.2	19.1	0.1	8.5	9.5
2022Q1	-	6.1	6.3	7.4	2.8	2.3	7.7	5.9
2022Q2	-	7.0	16.2	7.9	0.3	3.4	8.6	10.6

资料来源：公司公告、招商证券。注：公司自 2019 年起开展食用油业务，当季度数据仅披露小麦销量时亦视作大小麦销量。

表 3：苏垦农发主要产品的季度库存量

(万吨)	大小麦	自产大小麦	外采大小麦	水稻	麦种	稻种	大米	食用油
2017Q4	-24.9	-	-	51.2	-4.0	0.1	-0.3	-
2018Q1	0.8	-	-	29.0	0.3	1.7	0.6	-
2018Q2	42.1	-	-	-13.0	-0.1	-1.4	-0.1	-
2018Q3	-24.0	-	-	-11.2	5.4	-0.3	0.2	-
2018Q4	-15.5	-	-	50.5	-5.2	0.0	0.2	-
2019Q1	1.0	-	-	41.0	0.3	1.5	0.8	3.5
2019Q2	55.9	-	-	-16.1	-0.1	-0.6	0.0	0.3
2019Q3	-27.5	-	-	-16.0	5.5	-0.8	0.3	0.4
2019Q4	-25.1	-	-	57.5	-5.3	0.0	-0.1	2.0
2020Q1	2.4	-	-	44.5	0.2	2.5	1.2	4.8
2020Q2	58.9	-	-	-24.9	-0.1	-1.0	0.0	0.8
2020Q3	-22.3	-	-	-10.9	7.5	-1.3	0.2	-0.7
2020Q4	-28.5	-	-	52.5	-4.8	-0.1	-0.3	0.7
2021Q1	-	2.6	8.2	42.5	0.5	3.2	1.2	5.5
2021Q2	-	44.7	17.6	-18.0	-0.5	-1.0	0.5	0.5
2021Q3	-	-21.3	-2.4	-14.3	10.0	-2.1	-0.2	1.5
2021Q4	-	-17.5	-15.1	61.1	-5.6	-0.2	-0.4	-2.5
2022Q1	-	3.7	6.2	50.5	0.4	2.0	1.3	5.2
2022Q2	-	44.9	16.0	-23.1	-0.4	-0.5	0.3	-1.1

资料来源：公司公告、招商证券。注：公司自 2019 年起开展食用油业务，当季度数据仅披露小麦库存量时亦视作大小麦库存量。

表 4：苏垦农发的中报和年报分部收入和毛利拆分表

	2017 中报	2017 年报	2018 中报	2018 年报	2019 中报	2019 年报	2020 中报	2020 年报	2021 中报	2021 年报	2022 中报
营业收入：亿元											
苏垦米业	9.7	22.4	11.6	27.4	11.6	30.3	14.5	33.0	19.3	42.2	22.3
食用油	--	--	--	--	8.1	21.1	11.7	28.1	12.8	31.3	18.2
苏垦农服	--	7.1	0.3	10.2	9.5	20.0	10.7	13.6	8.8	19.5	13.9
种植业	11.7	31.1	13.2	30.2	8.8	31.6	10.1	32.8	7.5	31.8	6.1
种业	4.0	12.4	3.6	12.0	3.5	12.4	4.2	13.3	6.0	17.2	6.0
麦芽加工与贸易	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3.9
内部抵销	-10.7	-29.9	-14.2	-31.6	-11.1	-35.3	-10.9	-34.6	-8.9	-35.6	-10.8
其他	3.7	0.0	6.0	0.6	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
毛利：亿元											
苏垦米业	0.67	1.35	0.68	1.63	0.63	1.48	1.21	2.22	1.72	1.95	1.07
食用油	--	--	--	--	0.58	1.76	0.84	2.54	1.17	2.66	0.83
苏垦农服	--	0.28	0.00	0.37	0.20	0.46	0.24	0.55	0.37	0.66	0.54
种植业	2.10	6.03	2.12	4.54	1.39	5.13	2.11	6.95	2.27	8.44	1.97
种业	0.64	1.54	0.40	1.46	0.39	1.38	0.70	1.77	0.76	1.96	0.89
麦芽加工与贸易	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.32
内部抵销	0.24	-0.64	0.37	0.31	0.37	-0.12	0.31	-1.06	0.78	0.19	1.66
其他	0.15	--	0.22	0.14	0.07	0.06	-0.01	-0.01	--	--	0.02

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 中国小麦供需平衡表

	期初库存	产量	进口量	总供给	国内消费量	出口量	总消费量	期末库存	产销差	期末库
	百万吨	百万吨	百万吨	百万吨	百万吨	百万吨	百万吨	百万吨	百万吨	销比
2009/10	58	101	1.4	161	101	0.0	101	60	0.4	59%
2010/11	60	100	0.9	161	108	0.0	108	53	-7.5	49%
2011/12	53	102	2.9	158	120	0.0	120	38	-17.8	32%
2012/13	38	98	2.9	139	111	0.0	111	28	-13.2	25%
2013/14	28	104	6.7	139	105	0.0	105	34	-0.6	33%
2014/15	34	114	1.8	150	109	0.0	109	41	5.0	38%
2015/16	41	124	3.4	158	113	0.0	113	45	11.1	40%
2016/17	45	120	4.2	169	120	0.0	120	48	-0.9	40%
2017/18	48	132	3.5	208	112	0.0	112	96	20.6	86%
2018/19	96	129	2.7	227	115	0.0	115	112	13.3	97%
2019/20	112	131	4.8	248	111	0.0	111	137	20.2	123%
2020/21	137	132	10.3	279	136	0.0	136	143	-4.4	105%
2021/22	145	135	8.4	289	113	0.0	113	175	21.7	154%
2021/22 调整幅度	8.4	3.1	-1.9	9.7	-23	0.0	-23	33	26.0	50%

资料来源: 汇易网、招商证券

表 6: 中国稻谷供需平衡表

	期初库存	产量	进口量	总供给	国内消费量	出口量	总消费量	期末库存	产销差	期末库
	亿吨	亿吨	百万吨	亿吨	亿吨	百万吨	亿吨	亿吨	亿吨	销比
2009/10	0.39	1.90	1.0	2.3	1.8	1.7	1.8	0.5	0.1	25%
2010/11	0.46	1.72	1.0	2.2	1.8	1.7	1.8	0.4	-0.1	21%
2011/12	0.37	1.69	2.8	2.1	1.8	0.6	1.8	0.3	-0.1	17%
2012/13	0.30	1.78	3.5	2.1	1.7	0.6	1.7	0.4	0.0	22%
2013/14	0.39	1.78	3.6	2.2	1.7	0.5	1.7	0.5	0.1	32%
2014/15	0.53	2.10	3.4	3.0	1.9	0.6	2.0	1.1	0.1	55%
2015/16	1.07	2.12	5.3	3.2	1.9	0.4	2.0	1.3	0.2	66%
2016/17	1.29	2.11	5.6	3.5	2.0	1.5	2.0	1.5	0.1	75%
2017/18	1.48	2.12	5.0	3.7	1.9	2.4	2.0	1.7	0.2	86%
2018/19	1.69	2.10	3.6	3.8	2.0	4.1	2.1	1.8	0.0	85%
2019/20	1.76	2.10	3.5	3.9	2.0	3.6	2.1	1.8	0.0	88%
2020/21	1.82	2.11	7.1	4.0	2.2	3.9	2.2	1.8	-0.1	82%
2021/22	1.72	2.09	6.1	3.9	2.2	3.8	2.3	1.6	-0.2	71%
2021/22 调整幅度	-0.11	-0.01	-1.0	-0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-11%

资料来源: 汇易网、招商证券

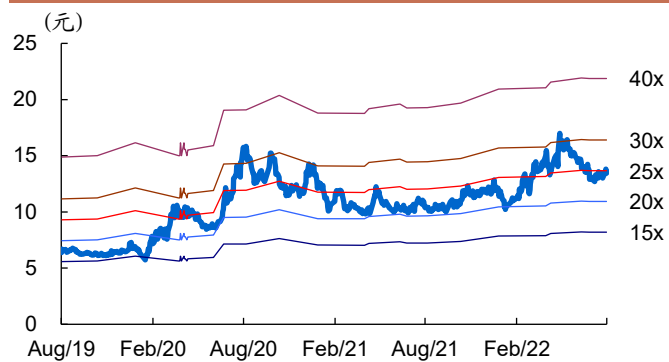
表 7: 苏垦农发的收入和盈利拆分及预测

		2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	百万元	4084	4316	4884	8028	8620	10640	12628	14164	15896
YOY		-2%	6%	13%	64%	7%	23%	19%	12%	12%
营业成本	百万元	3268	3460	4039	7012	7324	9053	10707	12015	13629
毛利润	百万元	816	856	845	1016	1296	1586	1922	2149	2267

YOY		1%	5%	-1%	20%	28%	22%	21%	12%	5%
毛利率		20.0%	19.8%	17.3%	12.7%	15.0%	14.9%	15.2%	15.2%	14.3%
种植业										
种植业收入	百万元	2909	3107	3016	3158	3280	3176	4074	4494	4808
YOY		-3%	7%	-3%	5%	4%	-3%	28%	10%	7%
种植业成本	百万元	2441	2505	2562	2645	2585	2332	2998	3328	3612
种植业毛利	百万元	469	603	454	513	695	844	1077	1166	1196
种植业毛利率		16%	19%	15%	16%	21%	27%	26%	26%	25%
内部抵消										
内部抵消收入	百万元	-2,403	-2,987	-3,157	-3,532	-3,460	-3,560	-3,738	-4,112	-4,318
YOY		-18.2%	24.3%	5.7%	11.9%	-2.0%	2.9%	5.0%	10.0%	5.0%
内部抵消成本	百万元	-2,428	-2,922	-3,188	-3,520	-3,354	-3,579	-3,758	-4,134	-4,341
内部抵消毛利	百万元	26	-64	31	-12	-106	19	20	22	23
米业										
米业收入	百万元	1849	2244	2741	3029	3296	4223	4547	4938	5285
YOY		-14%	21%	22%	11%	9%	28%	8%	9%	7%
米业成本	百万元	1729	2110	2578	2881	3074	4028	4301	4659	4992
米业毛利	百万元	120	135	163	148	222	195	245	279	293
米业毛利率		6.5%	6.0%	5.9%	4.9%	6.7%	4.6%	5.4%	5.6%	5.5%
种业										
种业收入	百万元	1,188	1,243	1,203	1,235	1,333	1,720	1,806	1,896	1,991
YOY		-0.4%	4.6%	-3.2%	2.6%	7.9%	29.1%	5.0%	5.0%	5.0%
种业成本	百万元	1,019	1,088	1,058	1,097	1,156	1,524	1,598	1,678	1,762
种业毛利	百万元	169	154	146	138	177	196	208	218	229
种业毛利率		14.2%	12.4%	12.1%	11.2%	13.3%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%
食用油										
食用油收入	百万元				2,110	2,812	3,133	3,603	4,143	4,765
YOY					35.9%	33.3%	11.4%	15.0%	15.0%	15.0%
食用油成本	百万元				1,934	2,558	2,867	3,315	3,791	4,360
食用油毛利	百万元				175.5	253.6	266.3	288	352	405
食用油毛利率					8.3%	9.0%	8.5%	8.0%	8.5%	8.5%
农资										
农资收入	百万元	520	708	1,022	2,003	1,357	1,948	2,337	2,805	3,366
YOY		-32.8%	36.0%	44.4%	96.0%	-	43.6%	20.0%	20.0%	20.0%
农资成本	百万元	496	680	985	1,957	1,302	1,882	2,253	2,692	3,244
农资毛利	百万元	24	28	37	46	55	66	84	112	121
农资毛利率		4.6%	4.0%	3.6%	2.3%	4.1%	3.4%	3.6%	4.0%	3.6%
其他业务										
其他业务收入	百万元	20	0	59	25	3	0			
YOY		23.2%			-57.4%	-				
		2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他业务成本	百万元	12	0	45	19	4	0			
其他业务毛利	百万元	8.4	0	14.2	6.5	-0.8	0			
其他业务毛利率		41.7%		24.0%	25.9%	-				

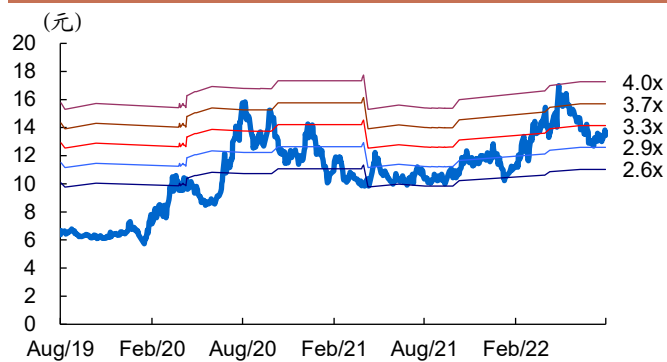
资料来源：公司公告、招商证券

图 9: 苏垦农发历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 10: 苏垦农发历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6706	7605	8259	9578	10996
现金	953	889	758	1438	2075
交易性投资	1970	2261	2261	2261	2261
应收票据	0	11	12	14	16
应收款项	218	304	339	380	426
其它应收款	37	47	55	62	70
存货	2775	3451	4072	4570	5184
其他	755	642	760	853	964
非流动资产	1964	6494	6132	5887	5720
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	1563	1533	1202	985	842
无形资产商誉	306	299	269	242	218
其他	94	4660	4659	4658	4658
资产总计	8670	14099	14390	15465	16716
流动负债	1722	2724	2300	2490	2725
短期借款	186	196	0	0	0
应付账款	287	261	309	346	393
预收账款	562	990	1171	1314	1491
其他	687	1276	820	829	841
长期负债	268	5159	5159	5159	5159
长期借款	0	0	0	0	0
其他	268	5159	5159	5159	5159
负债合计	1990	7883	7459	7649	7885
股本	1378	1378	1378	1378	1378
资本公积金	1996	1996	1996	1996	1996
留存收益	2927	2409	3061	3864	4770
少数股东权益	379	433	496	577	687
归属于母公司所有者权益	6301	5783	6435	7239	8144
负债及权益合计	8670	14099	14390	15465	16716

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	770	1022	908	967	913
净利润	712	783	1046	1160	1291
折旧摊销	218	553	566	447	369
财务费用	12	282	238	221	211
投资收益	(61)	(49)	(395)	(410)	(410)
营运资金变动	(107)	(537)	(547)	(453)	(550)
其它	(4)	(10)	0	2	3
投资活动现金流	(134)	(436)	195	210	210
资本支出	(266)	(220)	(200)	(200)	(200)
其他投资	132	(217)	395	410	410
筹资活动现金流	(268)	(649)	(1234)	(497)	(487)
借款变动	(15)	(4988)	(665)	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	(276)	(289)	(331)	(276)	(276)
其他	23	4628	(238)	(221)	(211)
现金净增加额	368	(64)	(131)	680	637

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8620	10640	12628	14164	15896
营业成本	7324	9053	10707	12015	13629
营业税金及附加	9	10	11	13	14
营业费用	305	175	189	234	191
管理费用	478	583	692	776	795
研发费用	48	65	77	87	98
财务费用	2	265	238	221	211
资产减值损失	(49)	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	(5)	0	0	0	0
其他收益	295	311	340	340	340
投资收益	61	49	55	70	70
营业利润	756	846	1109	1229	1369
营业外收入	17	11	11	11	11
营业外支出	7	17	10	10	10
利润总额	766	839	1109	1230	1369
所得税	54	57	63	70	78
少数股东损益	42	45	63	81	110
归属于母公司净利润	670	737	983	1079	1181

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	7%	23%	19%	12%	12%
营业利润	15%	12%	31%	11%	11%
归母净利润	13%	10%	33%	10%	10%
获利能力					
毛利率	15.0%	14.9%	15.2%	15.2%	14.3%
净利率	7.8%	6.9%	7.8%	7.6%	7.4%
ROE	11.0%	12.2%	16.1%	15.8%	15.4%
ROIC	10.5%	15.0%	18.3%	18.5%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	23.0%	55.9%	51.8%	49.5%	47.2%
净负债比率	2.1%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.9	2.8	3.6	3.8	4.0
速动比率	2.3	1.5	1.8	2.0	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
存货周转率	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8
应收账款周转率	35.8	40.0	37.9	38.0	38.0
应付账款周转率	26.6	33.1	37.6	36.7	36.9
每股资料(元)					
EPS	0.49	0.53	0.71	0.78	0.86
每股经营净现金	0.56	0.74	0.66	0.70	0.66
每股净资产	4.57	4.20	4.67	5.25	5.91
每股股利	0.21	0.24	0.20	0.20	0.20
估值比率					
PE	27.7	25.1	18.8	17.2	15.7
PB	2.9	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	27.7	16.1	13.9	14.0	13.7

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。

熊承慧：中科院生物学博士，武汉大学学士。2年实业经验，7年卖方研究经验。曾就职于国际种业龙头孟山都生物技术部门，继而先后在华泰证券、中信证券担任分析师。2021年3月加入招商证券，任农林牧渔首席分析师。

李秋燕：广西大学硕士。5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。

张正芳：中央财经大学经济学本科、国际商务硕士，2022年7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。