

## 苏垦农发（601952.SH） 小麦粮油价格回暖经营改善，公司业绩修复长期向好

2023年10月25日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/24
当前股价(元)	10.30
一年最高最低(元)	13.47/9.91
总市值(亿元)	141.93
流通市值(亿元)	141.93
总股本(亿股)	13.78
流通股本(亿股)	13.78
近3个月换手率(%)	28.97

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790123060055

## ● 小麦粮油价格回暖经营改善，公司业绩修复长期向好，维持“买入”评级

苏垦农发发布2023年三季报，2023前三季度实现营收86.20亿元(yoy+4.32%)，归母净利润5.31亿元(yoy+12.10%)。单Q3实现营收33.32亿元(yoy+16.54%)，归母净利润2.49亿元(yoy+2.59%)。2023Q3以来小麦及粮油价格回暖，稻米价格高于2022年同期，我们维持公司2023-2025年盈利预测不变，预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.43/9.83/11.64亿元，对应EPS分别为0.54/0.71/0.84元，当前股价对应PE为19.1/14.4/12.2倍。公司经营环比改善，业绩修复长期趋势向好，维持“买入”评级。

## ● 小麦粮油价格回暖麦种销售高增，看好Q4水稻价格上涨盈利改善

**小麦：**报告期内，公司自产小麦、外采小麦、麦种销量分别为23.50、25.39、16.02万吨，分别同比-14.67%、-15.73%、+50.23%。2023Q3以来小麦价格上行，公司加大小麦及麦种销售，麦种销量实现较大增长。公司小麦销售集中于前三季度，预计2023Q4小麦销量环比减少，部分小麦或经加工转为毛利更高的麦种出售。  
**食用油：**报告期内，公司食用油销量23.35万吨，同比+10.81%，2023下半年食用油价格回暖，公司顺势加大销售力度。产能方面，公司靖江龙威项目复产有序推进，预计2年后可投产。  
**稻米：**报告期内，公司水稻、稻种、大米销量分别为13.86、9.33、25.07万吨，分别同比-33.28%、+27.94%、+2.39%。2023年水稻均价好于2022年同期，我们预计2023Q4公司将扩大水稻销售力度提振业绩。

## ● 麦芽业务聚焦高端稳健发展，公司资金充裕高分红经营长期趋势向上

报告期内，公司销售麦芽17.09万吨(同比+0.68%)，公司麦芽业务产能25万吨，聚焦拓展高端品牌市场，产品客户认可度高，稳健发展。财务方面，公司长期维持高分红比例回馈股东，2022年股利支付率达50%，截至三季度末公司资产负债率53.49%(同比-1.85pcts)，账面货币资金8.06亿元，资金充裕，年5万亩土地拓展目标稳步推进，经营趋势长期向上。

## ● 风险提示：种植成本涨幅超预期，大小麦价格涨幅不及预期，需求不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,378	12,727	12,801	14,271	15,254
YOY(%)	32.0	11.9	0.6	11.5	6.9
归母净利润(百万元)	746	826	743	983	1,164
YOY(%)	11.4	10.8	-10.1	32.2	18.4
毛利率(%)	14.7	13.4	11.8	13.0	13.7
净利率(%)	6.6	6.5	5.8	6.9	7.6
ROE(%)	12.4	12.9	11.0	13.4	14.2
EPS(摊薄/元)	0.54	0.60	0.54	0.71	0.84
P/E(倍)	19.0	17.2	19.1	14.4	12.2
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8078	7945	7988	9052	9787	<b>营业收入</b>	11378	12727	12801	14271	15254
现金	915	684	939	767	2056	营业成本	9702	11018	11289	12414	13160
应收票据及应收账款	489	720	496	860	589	营业税金及附加	14	18	19	21	22
其他应收款	47	69	48	82	57	营业费用	182	192	192	207	221
预付账款	416	419	421	515	486	管理费用	604	603	640	714	763
存货	3714	3870	3901	4644	4415	研发费用	65	73	77	78	76
其他流动资产	2497	2184	2184	2184	2184	财务费用	284	252	248	276	278
<b>非流动资产</b>	6731	6645	6479	6512	6452	资产减值损失	-41	-36	-36	-40	-43
长期投资	2	2	3	4	5	其他收益	313	356	386	416	446
固定资产	1745	1820	1658	1689	1624	公允价值变动收益	0	0	-1	-0	-1
无形资产	217	245	259	271	282	投资净收益	49	45	45	45	45
其他非流动资产	4767	4577	4559	4548	4542	资产处置收益	26	15	14	18	16
<b>资产总计</b>	14810	14591	14468	15564	16238	<b>营业利润</b>	868	924	845	1111	1316
<b>流动负债</b>	3229	2826	2352	2769	2579	营业外收入	12	7	7	7	7
短期借款	420	620	345	715	445	营业外支出	32	6	19	13	16
应付票据及应付账款	285	380	302	448	347	<b>利润总额</b>	848	924	832	1105	1307
其他流动负债	2523	1826	1705	1607	1787	所得税	57	56	50	67	79
<b>非流动负债</b>	5174	5054	5036	5022	5022	<b>净利润</b>	791	868	782	1038	1228
长期借款	0	30	13	-2	-2	少数股东损益	45	42	39	56	64
其他非流动负债	5174	5024	5024	5024	5024	<b>归属母公司净利润</b>	746	826	743	983	1164
<b>负债合计</b>	8402	7879	7388	7791	7600	EBITDA	1071	1158	1028	1315	1517
少数股东权益	433	484	522	578	642	EPS(元)	0.54	0.60	0.54	0.71	0.84
股本	1378	1378	1378	1378	1378						
资本公积	2572	2330	2330	2330	2330						
留存收益	2027	2523	2946	3499	4143						
<b>归属母公司股东权益</b>	5974	6227	6557	7195	7996						
<b>负债和股东权益</b>	14810	14591	14468	15564	16238						
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>主要财务比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						<b>成长能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	1099	1108	1501	281	2334	营业收入(%)	32.0	11.9	0.6	11.5	6.9
净利润	791	868	782	1038	1228	营业利润(%)	14.9	6.4	-8.6	31.6	18.5
折旧摊销	240	235	204	218	237	归属于母公司净利润(%)	11.4	10.8	-10.1	32.2	18.4
财务费用	284	252	248	276	278						
投资损失	-49	-45	-45	-45	-45	<b>获利能力</b>					
营运资金变动	-532	-621	354	-1157	685	毛利率(%)	14.7	13.4	11.8	13.0	13.7
其他经营现金流	365	419	-41	-49	-49	净利率(%)	6.6	6.5	5.8	6.9	7.6
<b>投资活动现金流</b>	-446	-33	19	-189	-117	ROE(%)	12.4	12.9	11.0	13.4	14.2
资本支出	234	338	37	250	176	ROIC(%)	10.9	11.6	10.8	12.6	13.8
长期投资	-293	241	-1	-1	-1	<b>偿债能力</b>					
其他投资现金流	82	63	57	63	60	资产负债率(%)	56.7	54.0	51.1	50.1	46.8
<b>筹资活动现金流</b>	-717	-1308	-1266	-587	-605	净负债比率(%)	3.1	8.2	-4.4	2.8	-15.7
短期借款	234	200	-276	371	-271	流动比率	2.5	2.8	3.4	3.3	3.8
长期借款	0	30	-17	-15	0	速动比率	1.2	1.2	1.5	1.3	1.8
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
资本公积增加	576	-242	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
其他筹资现金流	-1527	-1296	-973	-943	-334	应收账款周转率	32.7	21.7	21.7	21.7	21.7
<b>现金净增加额</b>	-63	-232	255	-495	1612	应付账款周转率	34.0	33.1	33.1	33.1	33.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.54	0.60	0.54	0.71	0.84
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.80	1.09	0.20	1.69
						每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.52	4.76	5.22	5.80
						<b>估值比率</b>					
						P/E	19.0	17.2	19.1	14.4	12.2
						P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8
						EV/EBITDA	11.7	11.4	12.1	9.9	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。  
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn