

苏垦农发 (601952.SH) / 农林牧渔

证券研究报告/公司点评

2024 年 04 月 27 日

评级：买入（维持）

市场价格：10.57 元

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：王佳博

执业证书编号：S0740523010002

电话：021-20315125

Email: wangjb01@zts.com.cn

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

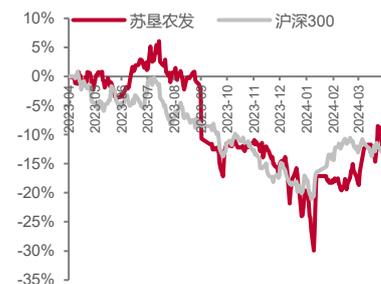
电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,378
流通股本(百万股)	1,378
市价(元)	10.57
市值(百万元)	14,565
流通市值(百万元)	14,565

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、苏垦农发：规模种植典范，粮食全产业链新贵
- 2、苏垦农发中报点评：需求下行拖累业绩，下半年麦稻景气有望回升

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,727	12,168	12,218	13,018	14,026
增长率 yoy%	20%	-4%	0%	7%	8%
净利润(百万元)	826	816	865	966	1,075
增长率 yoy%	12%	-1%	6%	12%	11%
每股收益(元)	0.60	0.59	0.63	0.70	0.78
每股现金流量	0.80	1.68	1.05	0.88	1.04
净资产收益率	12%	12%	11%	11%	11%
P/E	17.6	17.8	16.8	15.1	13.6
P/B	2.3	2.2	1.9	1.7	1.5

备注：股价选取 2024 年 04 月 26 日收盘价

投资要点

- 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年实现营收 121.68 亿元，同比-4.39%，归母净利润 8.16 亿元，同比-1.2%，EPS 为 0.59 元，同比-1.7%，下半年表现优于上半年；其中 Q4 营收 35.48 亿元，同比-4.58%，归母净利润 2.86 亿元，同比+28.41%。2024Q1 实现营收 23.36 亿元，同比-4.77%，归母净利润 1.29 亿元，同比+8.55%。
- 公告显示，2023 年利润同比下滑，主要因食用油市场下行，公司主要油品销售价格下降，利润空间收窄所致。从毛利构成看，食用油毛利同比-66.8%，毛利率同比下降 3.42pct，是拖累业绩表现的核心；种业表现抢眼，实现+30.17%的毛利增速，毛利率 13.72%，皆创上市以来新高；种植业、农资保持稳健增长，毛利增速+13.95%、+13.18%。2024Q1 公司毛利率 13.93%，同比+1.16pct，存货较 2023 年末-4.7%。
- 2023 年 6 月全资子公司苏垦粮油以 1.82 亿元竞得靖江龙威粮油工业有限公司名下破产清算资产，2023 年末在建工程较上年末+395.77%，主要为该资产待改造所致。2024 年 2 月，股东大会审议通过《关于公司 2024 年度投资计划的议案》，大华种业计划投资 5000 万元，布局对杂交水稻及小麦种方向的优质种业并购，计划投资 5000 万元，布局对杂交玉米种方向的优质种业并购。
- 公司董事会审议通过《关于 2023 年度利润分配的议案》，同意以 2023 年末总股本 1378000000 股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 3 元人民币（含税），共计派发现金红利 413400000 元（含税），占当年可供分配利润（合并口径）的 50.65%，股利支付率创上市以来最高水平。
- 截至 2023 年秋播，公司自主经营耕地面积约 129.5 万亩，其中土地流转（含土地托管与合作种植）面积约 33.78 万亩，近三年公司经营土地面积稳步增长。粮食生产再创新高，全年粮油作物总产 27.37 亿斤。本部稻麦周年单产 2481 斤、拓展基地周年单产 2159 斤，粮食总产、周年亩产均创历史最好水平。种植业实现规模、效率双提升。
- 公司主要产品产销数据显示，2023 年自产小麦产量同比+12.54%，但销量同比-6.19%，外采小麦销量同比-19.8%；自产水稻产量同比+4.64%，但销量同比-34.68%；食用油销量同比-1.37%，降幅较上半年大幅收窄。各品种全年销量虽录得负增长，但下半年显著优于上半年。我们判断降幅收窄有两个原因，一是下半年国内消费环境从上半年的低迷中逐步恢复；二是上半年产品价格下降后刺激了需求增加。下半

年销量回升一定程度弥补价格下跌带来的利润影响。公司 2024Q1 稻种产量同比+10.68%；销量同比+36.34%；食用油销量+22.48%，种业销量保持强劲同时食用油的销量大幅好转。

- 2023 年我国进口小麦 1210 万吨，创历史新高；2024 年 1-3 月进口 429 万吨，与去年同期基本持平。以江苏地区为例，2023 年小麦价格震荡走低，累计跌幅 8.28%；年初至今麦价延续低迷，4 月末价格较 2023 年末-10%。国际谷物理事会 (IGC) 预计 24/25 年全球小麦产量达到 7.98 亿吨，高于上年的 7.89 亿吨。若实现，将是有记录以来第二峰值，仅次于 2022/23 年的 8.03 亿吨；全球期末库存 2.59 亿吨，低于上年的 2.64 亿吨。农业农村部在 4 月中旬的国新办新闻发布会表示，冬小麦和冬油菜面积稳中有增，苗情长势好于去年。
- 2023 年我国进口稻谷及大米 263 万吨，较 2022 年创下历史峰值的 619 万吨下滑 57.5%，2024 年 1-3 月进口 31 万吨，同比下滑 69%。相较海外大米价格的频创新高，国内稻谷及大米价格表现平稳。以江苏地区为例，2023 年粳稻价格震荡偏强，累计上涨 4.3%；年初至今稻价窄幅震荡，4 月末价格较 2023 年末-0.69%。IGC 预计 24/25 年度全球大米产量将恢复上升趋势，达到创纪录的 5.2 亿吨，比上年增长 2%；中国大米产量预计为 1.45 亿吨，同比+0.3%；全球大米期末库存预计为 1.697 亿吨，比上年增长 1.3%。
- **投资建议：**受到千亿产能提升计划带来的增产预期、饲料需求低迷以及进口数量预期增加因素影响，粮食市场处于景气度下行周期，国内小麦、水稻市场已经或正将转向宽松。公司全产业链优势助力各板块协同发展，弱化周期性影响，特别是种业板块快速成长增强业绩韧性。经过两年调整，公司估值已经提前兑现了景气度下行预期，在历史估值低位区间应积极布局长线。公司提高分红比例回馈投资者，既是重视股东回报，也体现管理层对长期利润稳步增长的信心。我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 122.2/130.2/140.3 亿元（前值 24-25 年分别为 120.6/129.2 亿元）；归属母公司净利润分别为 8.65/9.66/10.75 亿元（前值 24-25 年分别为 7.99/9.32 亿元）。当前股价对应 PE 分别为 16.8/15.1/13.6。维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、自然灾害风险、产业政策及政府补助政策变化风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	626	1,465	1,952	2,521	营业收入	12,168	12,218	13,018	14,026
应收票据	6	0	0	0	营业成本	10,547	10,537	11,174	12,008
应收账款	591	535	638	664	税金及附加	19	19	20	22
预付账款	396	425	431	466	销售费用	197	197	210	227
存货	3,458	3,456	3,664	3,938	管理费用	590	593	631	680
合同资产	0	0	0	0	研发费用	82	83	88	95
其他流动资产	2,670	2,472	2,474	2,477	财务费用	238	241	233	224
流动资产合计	7,746	8,352	9,159	10,065	信用减值损失	-13	-15	-19	-16
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-39	-33	-36	-36
长期股权投资	3	3	3	3	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,835	2,012	2,227	2,474	投资收益	40	44	43	42
在建工程	216	221	224	225	其他收益	376	366	366	370
无形资产	293	326	355	382	营业利润	863	912	1,017	1,131
其他非流动资产	4,333	4,354	4,357	4,359	营业外收入	4	7	6	7
非流动资产合计	6,680	6,915	7,165	7,442	营业外支出	11	12	10	11
资产合计	14,426	15,267	16,324	17,508	利润总额	856	907	1,013	1,127
短期借款	203	340	388	310	所得税	39	41	46	51
应付票据	23	6	7	10	净利润	817	866	967	1,076
应付账款	364	343	378	404	少数股东损益	1	1	1	1
预收款项	313	244	260	281	归属母公司净利润	816	865	966	1,075
合同负债	336	489	521	561	NOPLAT	1,045	1,096	1,189	1,289
其他应付款	372	206	193	257	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.63	0.70	0.78
一年内到期的非流动负债	365	400	400	400					
其他流动负债	477	487	509	544					
流动负债合计	2,453	2,516	2,657	2,767					
长期借款	30	70	110	150					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,850	4,699	4,539	4,379					
非流动负债合计	4,880	4,769	4,649	4,529					
负债合计	7,333	7,284	7,306	7,297					
归属母公司所有者权益	6,630	7,517	8,552	9,744					
少数股东权益	464	465	466	468					
所有者权益合计	7,094	7,983	9,018	10,211					
负债和股东权益	14,426	15,267	16,324	17,508					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,308	1,444	1,219	1,426
现金收益	1,304	1,370	1,489	1,619
存货影响	412	2	-208	-274
经营性应收影响	186	66	-74	-24
经营性应付影响	472	-272	39	113
其他影响	-65	277	-27	-7
投资活动现金流	-903	-141	-152	-161
资本支出	-484	-478	-536	-594
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-419	337	384	433
融资活动现金流	-1,458	-465	-580	-696
借款增加	-379	211	88	-38
股利及利息支付	-452	-357	-402	-447
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-627	-319	-266	-211

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-4.4%	0.4%	6.5%	7.7%
EBIT增长率	-7.0%	4.9%	8.5%	8.4%
归母公司净利润增长率	-1.2%	6.0%	11.7%	11.2%
获利能力				
毛利率	13.3%	13.8%	14.2%	14.4%
净利率	6.7%	7.1%	7.4%	7.7%
ROE	11.5%	10.8%	10.7%	10.5%
ROIC	19.1%	17.2%	16.3%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	50.8%	47.7%	44.8%	41.7%
债务权益比	76.8%	69.0%	60.3%	51.3%
流动比率	3.2	3.3	3.4	3.6
速动比率	1.7	1.9	2.1	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	19	17	16	17
应付账款周转天数	13	12	12	12
存货周转天数	125	118	115	114
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.63	0.70	0.78
每股经营现金流	1.67	1.05	0.88	1.03
每股净资产	4.81	5.46	6.21	7.07
估值比率				
P/E	18	17	15	14
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	150	143	131	121

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间

	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。