

苏垦农发 (601952.SH) 成本下降扩大盈利空间，稻种销售表现靓丽

2024年08月22日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈雪丽（分析师）

王高展（联系人）

chenxueli@kysec.cn

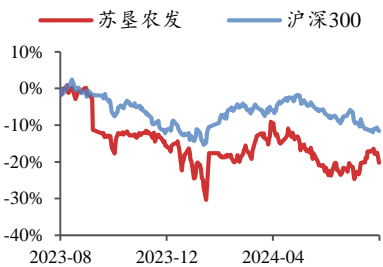
wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790123060055

日期	2024/8/21
当前股价(元)	9.32
一年最高最低(元)	12.50/8.21
总市值(亿元)	128.43
流通市值(亿元)	128.43
总股本(亿股)	13.78
流通股本(亿股)	13.78
近3个月换手率(%)	27.81

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《水稻单产及盈利上行，产品高端化成效显著——公司信息更新报告》-2024.4.20

《小麦粮油价格回暖经营改善，公司业绩修复长期向好——公司信息更新报告》-2023.10.25

《夏粮总单产均创历史新高，业绩短期承压长期向好——公司信息更新报告》-2023.8.22

● **农业全产业链领军企业，2024H1 成本下降打开盈利空间，维持“买入”评级**
2024H1 公司营收 50.57 亿元，同比-4.37%，归母净利润 2.95 亿元，同比+4.84%，其中 2024Q2 营收 27.20 亿元，同比-4.03%，归母净利润 1.66 亿元，同比+2.11%。2024H1 收入下滑系小麦等农产品销售规模收缩，利润增加系期初库存水稻及玉米单位成本下降、毛利润增加。我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.08/10.08/11.12 亿元，对应 EPS 为 0.66/0.73/0.81 元，当前股价对应 PE 为 16.6/15.0/13.6 倍，维持“买入”评级。

● **种植业务：夏粮总产稳步增加，成本下降驱动毛利率优化**

2024H1 公司种植业务营收 6.95 亿元，同比+5.16%，毛利率 33.84%，同比+11.29pct。截至 2024 年夏播，公司自主经营耕地面积 131.6 万亩，其中土地流转/承包农垦集团耕地面积 36.1/95.5 万亩，同比+3.6/-0.2 万亩。2024H1 公司夏粮总产 68.5 万吨，同比+6.23 万吨，自产小麦/外采小麦/水稻销量 8.82/9.22/9.67 万吨，同比-13.38%/-45.97%/-2.11%，公司小麦等农产品销售规模有所下滑。

● **种子业务：产品高端化成效显著，稻种销量同比高增**

2024H1 公司种子业务营收 6.19 亿元，同比-64.58%，毛利率 11.80%，同比+7.08pct，麦种/稻种销量 0.96/10.17 万吨，同比-60.52%/+45.47%，稻种销售表现靓丽。子公司江苏种业聚焦稻麦种经营，持续拓展高附加值种子，强化销售能力，2024H1 实现主营业务收入 6.19 亿元，同比+0.53%，净利润 3966.45 万元，同比+4.53%。

● **加工业务：金太阳粮油持续深化中高端产品，利润规模显著扩大**

(1) 食用油加工与销售：2024H1 食用油营收 11.38 亿元，同比+1.54%，销量 12.97 万吨，同比+17.53%。子公司金太阳粮油专注中高端产品，拥有年精炼产能超 30 万吨、年灌装 30 万吨产能的生产线，2024H1 实现主营业务收入 11.23 亿元，同比+0.40%，净利润 1698.16 万元，同比+127.32%。**(2) 大米加工与销售：**2024H1 营收 14.85 亿元，同比+141.07%，其中大米营收 8.03 亿元，同比+22.99%，销量 16.87 万吨，同比+1.20%，米价上涨驱动收入规模扩大。**(3) 麦芽加工与销售：**2024H1 麦芽营收 4.58 亿元，同比-17.12%，麦芽销量 10.95 万吨，同比-8.29%。子公司苏垦麦芽拥有 25 万吨麦芽产能，2024H1 主营业务收入 4.58 亿元，同比-14.88%，净利润 2890.38 万元，同比-27.91%，麦芽市场低迷致苏垦麦芽承压，考虑苏垦麦芽主营高端优质产品，市场景气回升后公司业绩或将高弹性增长。

● **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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,727	12,168	12,462	12,799	13,283
YOY(%)	11.9	-4.4	2.4	2.7	3.8
归母净利润(百万元)	826	816	908	1,008	1,112
YOY(%)	10.7	-1.2	11.3	11.0	10.3
毛利率(%)	13.4	13.3	13.5	14.4	14.5
净利率(%)	6.5	6.7	7.3	7.9	8.4
ROE(%)	12.9	11.5	11.8	11.8	11.8
EPS(摊薄/元)	0.60	0.59	0.66	0.73	0.81
P/E(倍)	18.3	18.5	16.6	15.0	13.6
P/B(倍)	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7945	7746	8548	9523	10490	营业收入	12727	12168	12462	12799	13283
现金	684	626	641	2215	2214	营业成本	11018	10547	10775	10955	11357
应收票据及应收账款	720	597	752	633	804	营业税金及附加	18	19	20	20	21
其他应收款	69	54	72	57	77	营业费用	192	197	199	218	213
预付账款	419	396	438	418	471	管理费用	603	590	611	639	651
存货	3870	3458	4028	3583	4308	研发费用	73	82	87	102	104
其他流动资产	2184	2616	2616	2616	2616	财务费用	252	238	241	234	201
非流动资产	6649	6680	6554	6424	6307	资产减值损失	-36	-39	-40	-41	-43
长期投资	2	3	4	4	6	其他收益	356	376	359	364	365
固定资产	1820	1835	1750	1637	1521	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	245	293	326	356	384	投资净收益	45	40	39	40	40
其他非流动资产	4581	4549	4474	4427	4398	资产处置收益	15	5	15	12	11
资产总计	14594	14426	15101	15947	16797	营业利润	924	863	997	1102	1208
流动负债	2826	2453	2186	2239	2167	营业外收入	7	5	5	5	5
短期借款	620	203	460	307	360	营业外支出	6	11	9	10	9
应付票据及应付账款	380	386	396	399	425	利润总额	924	856	992	1097	1203
其他流动负债	1826	1863	1330	1532	1382	所得税	56	39	45	50	55
非流动负债	5057	4880	4874	4868	4862	净利润	868	817	947	1047	1149
长期借款	30	30	24	18	12	少数股东损益	42	1	39	39	37
其他非流动负债	5027	4850	4850	4850	4850	归属母公司净利润	826	816	908	1008	1112
负债合计	7883	7333	7060	7107	7029	EBITDA	1158	1091	1204	1293	1383
少数股东权益	484	464	503	542	579	EPS(元)	0.60	0.59	0.66	0.73	0.81
股本	1378	1378	1378	1378	1378						
资本公积	2330	2330	2330	2330	2330	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	2522	2925	3575	4337	5261	成长能力					
归属母公司股东权益	6227	6630	7538	8298	9189	营业收入(%)	11.9	-4.4	2.4	2.7	3.8
负债和股东权益	14594	14426	15101	15947	16797	营业利润(%)	6.4	-6.6	15.5	10.6	9.6
						归属于母公司净利润(%)	10.7	-1.2	11.3	11.0	10.3
						获利能力					
						毛利率(%)	13.4	13.3	13.5	14.4	14.5
						净利率(%)	6.5	6.7	7.3	7.9	8.4
						ROE(%)	12.9	11.5	11.8	11.8	11.8
						ROIC(%)	11.6	10.7	11.3	11.3	11.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.0	50.8	46.8	44.6	41.8
						净负债比率(%)	8.2	3.9	1.9	-17.8	-15.7
						流动比率	2.8	3.2	3.9	4.3	4.8
						速动比率	1.2	1.5	1.8	2.4	2.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	21.7	19.0	19.0	19.0	19.0
						应付账款周转率	33.1	28.4	28.4	28.4	28.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.60	0.59	0.66	0.73	0.81
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.68	0.29	1.64	0.33
						每股净资产(最新摊薄)	4.52	4.81	5.47	6.02	6.67
						估值比率					
						P/E	18.3	18.5	16.6	15.0	13.6
						P/B	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6
						EV/EBITDA	12.2	12.3	11.1	9.0	8.5

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1108	2308	403	2265	451
净利润	868	817	947	1047	1149
折旧摊销	235	248	220	231	244
财务费用	252	238	241	234	201
投资损失	-45	-40	-39	-40	-40
营运资金变动	-621	604	-937	818	-1078
其他经营现金流	419	440	-29	-25	-25
投资活动现金流	-33	-903	-39	-50	-77
资本支出	338	539	93	101	126
长期投资	241	-415	-1	-1	-1
其他投资现金流	63	52	55	51	50
筹资活动现金流	-1308	-1458	-398	-593	-376
短期借款	200	-417	257	-153	52
长期借款	30	0	-6	-6	-6
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-242	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1296	-1041	-649	-434	-422
现金净增加额	-232	-50	-33	1622	-1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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方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3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