

# 苏垦农发深度报告——低估的粮食产业链一体化龙头，资源优 势突出，一体两翼协同发展

太平洋证券农业

分析师 程晓东

执业资格证书编码：S1190511050002

# 报告摘要

## 1、粮食产业链一体化经营龙头，拥有成熟的一体化经营体系

公司依托自有种植基地，主要从事种子加工、原粮种植、大米加工和农资油脂贸易，业务涵盖粮食产业链的各个环节，产品主要包括原粮、种子和大米、麦芽，是目前国内粮食产业纵向一体化经营体系最为成熟的公司之一。公司种植业务及种植产业链的上下游业务主要由19家分公司和6家子公司分别经营，实现种植业全产业链的布局。2024年上半年，粮食价格松动，公司业绩表现依然稳健，实现扣非后归母净利2.55亿元，同增14%；

## 2、公司资源和成本优势明显，奠定核心主业长期发展基础

公司原粮种植主业具有较为明显的资源和成本优势。截至2024年夏播，公司自主经营耕地面积约131.6万亩，较上年同期增加了3.4万亩。所用耕地主要来自于向集团承包，这部分耕地面积长期稳定在100万亩左右，租期长达30年，自2011年11月1日起至2041年10月31日止。承包价格约定每5年调整一次，2021年11月调低为361.64元/亩/年，到2026年11月保持稳定。

## 3、国内粮价处于近3年的底部区间，中期有望进入上行通道。随着粮价上行，公司业绩有望释放弹性

国内粮价下行至近三年来的底部区间，其中小麦价格下滑至最低收购价附近。我们认为，粮价已无下行空间。夏季高温多雨的异常天气影响了秋粮尤其是中晚稻的生产，叠加生猪存出栏逐渐修复所带来的粮食需求上升，国内粮食产需关系边际趋紧，粮价有望摆脱底部步入上行通道。海外市场，美联储降息预期下的货币宽松预期和地缘冲突不断升级对部分主产国粮食生产和贸易的不利影响或助推国际大宗粮价的见底回升。随着粮价触底上涨，公司原粮种植、种子和麦芽加工等业务毛利率将上升，大米加工和农资服务业务毛利率将稳中有升。

## 4、盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2025年营业收入分别为115.35/116.74亿元，归母净利润分别为8.71/9.69亿元，对应EPS分别为0.63/0.7元/股。公司高分红高股息特征明显。自2017年上市以来，公司累计实现净利润50.98亿元，累计现金分红22.92亿元，近1年来的股息率3.28%。我们认为，公司作为粮食产业链一体化企业，资源和成本优势逐渐增强，长期发展前景看好，给予买入评级。

## 5、风险提示

粮价大幅下跌；自然灾害频发导致减产等

I 种植产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展

II 原粮种植主业优势明显，借粮价触底回升释放业绩弹性

III 盈利预测及估值

# 1.1 粮食产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展

- 粮食产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展。公司自成立以来，依托种植基地，开展业务涵盖粮食产业链多个环节，产品包括原粮、种子、大米和农资服务等。上市之后通过并购向植物油和麦芽领域延伸，形成了以原粮种植及加工业务为主，植物油和麦芽加工为辅的成熟业务体系。
- 各位业务协同推进。公司自有耕地面积自2021年以来持续增长。截至2024年夏播，拥有自主经营耕地面积131.6万亩，同增3.4万亩。大米加工业务拥有多条生产线，产能42万吨；麦芽加工业务建有两条生产线，产能25万吨。并购的油脂加工业务在江苏广泛布局，拥有投产产能30万吨，在扩产能60万吨。

图：公司业务全产业链示意图

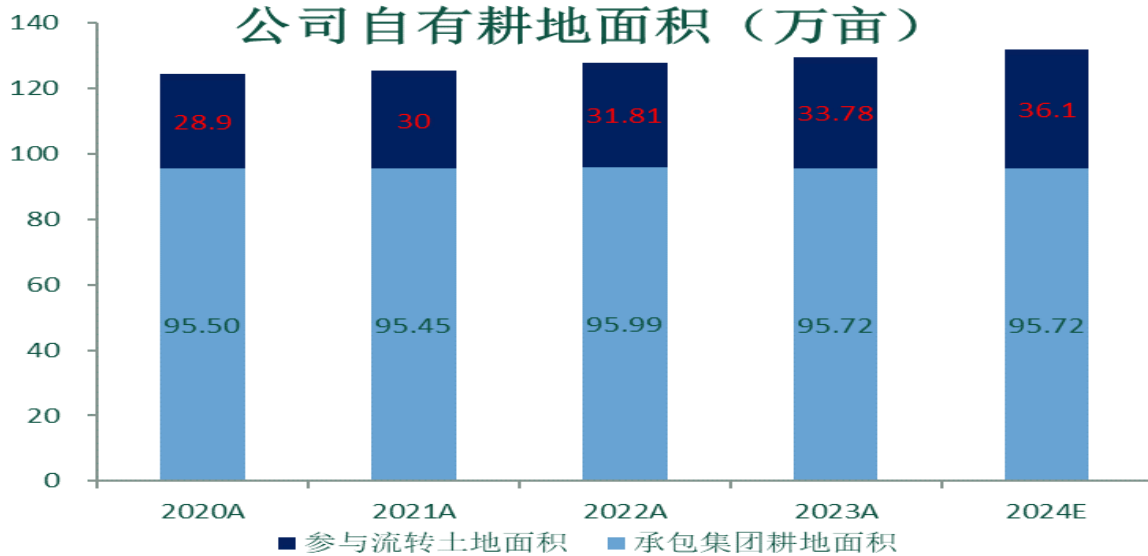


资料来源：公司报告、太平洋证券整理

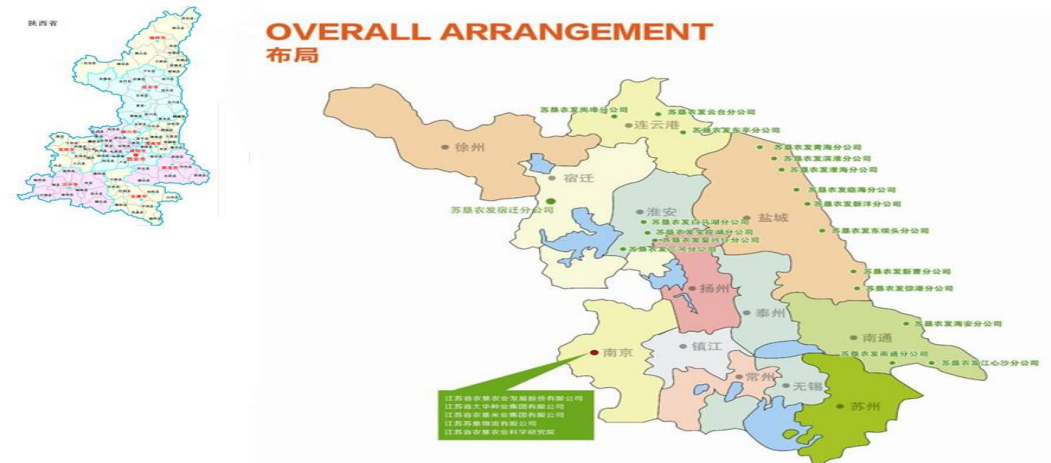
# 1.1 粮食产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展

原粮种植及加工为核心主业，土地资源优势突出。1、公司通过承包集团耕地、参与土地流转等方式取得经营用耕地，土地资源优势持续扩大。2020-2024年，自有经营土地面积从124.4万亩增至131.82万亩，增多了7.4万亩。其中，土地流转面积从28.9万亩增至36.1万亩，增加了7.2万亩；2、公司自有经营耕地全部位于江苏省内，主要集中于苏北淮河流域和长江流域，为高标准农田，种植单产水平高。2024年H1，自有基地小麦/大麦亩产为1276/1219斤，较去年亩增42/100斤，远高于全国夏粮单产水平375.2公斤/亩。

图：2020年以来，苏垦农发自有经营耕地面积逐渐扩大



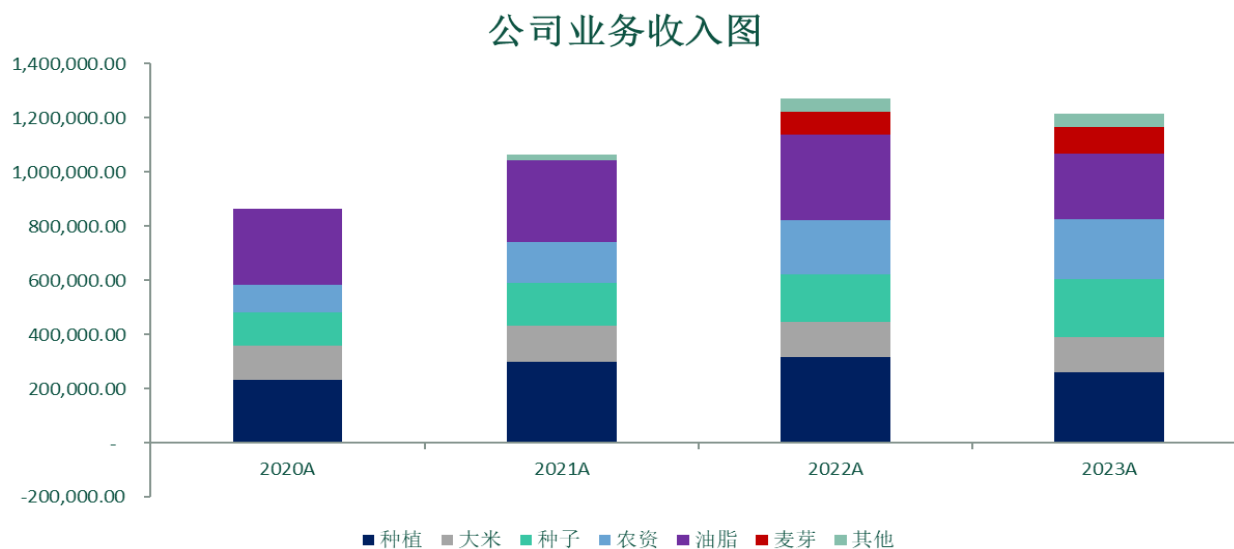
图：苏垦农发种植基地主要布局在江苏省



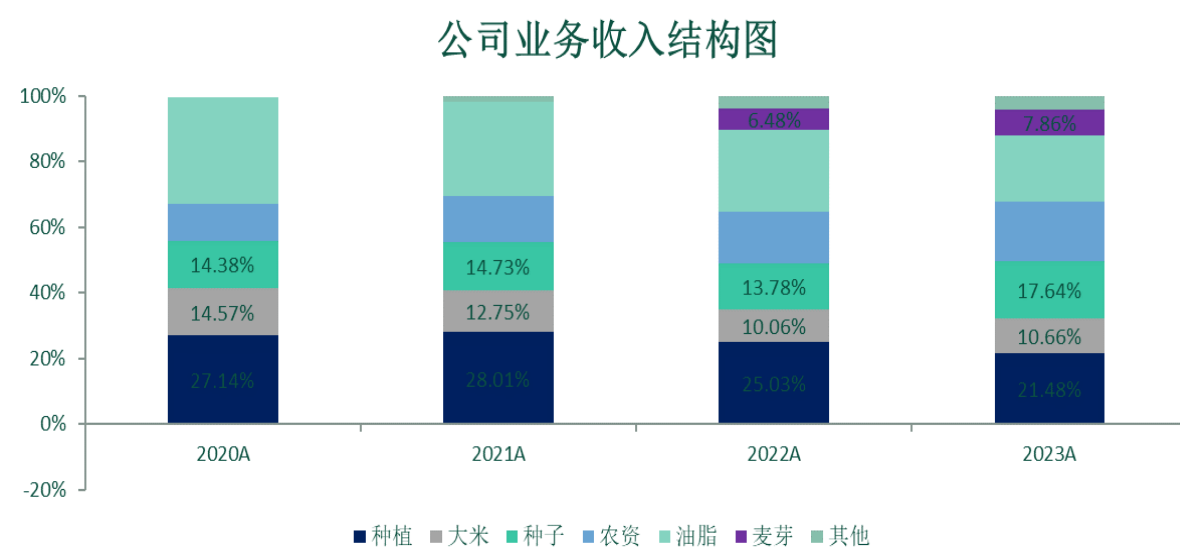
# 1.1 粮食产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展

3、原粮种植业务经营模式以统一经营为主，发包经营为辅。种植产品一部分以原粮形式直接出售，剩余部分作为原材料加工成种子和大米对外出售。公司根据市场情况来适度调整种植及加工产品结构，能够保证盈利最大化。4、大米产品以民用米为主，食品工业米为辅，依托自有原粮基地所形成的产量质量可追溯优势，业务正处于品牌影响力扩大化发展阶段。随着产品品牌力的提高，市场份额有望稳步上升。5、种子产品以常规水稻种/小麦种为主，兼有杂交玉米种等，在江苏省内市场份额约40%，市占率稳居第一。

图：2020-2023年，公司各业务收入（单位：千元）



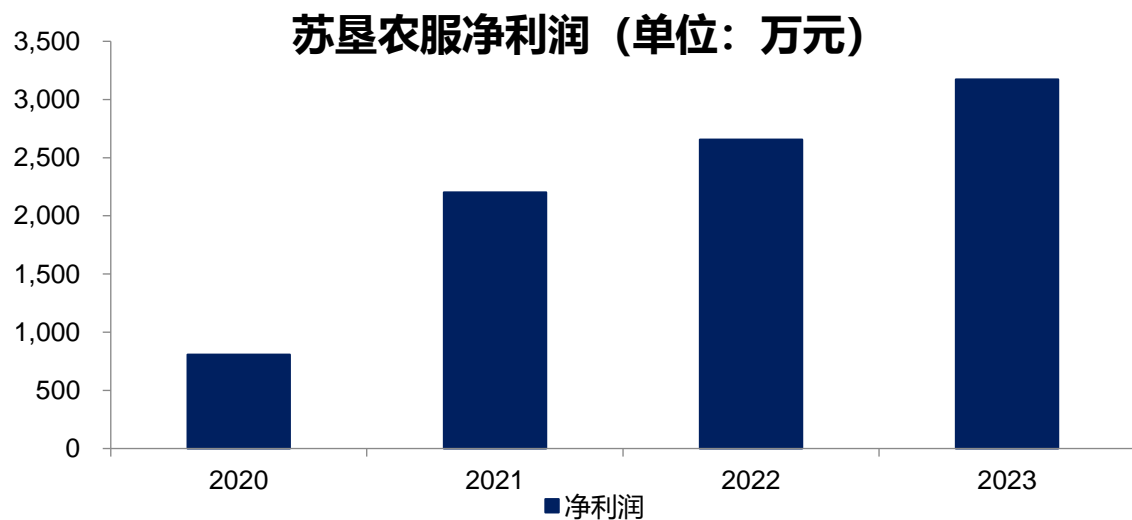
图：2020-2023年，公司各业务收入结构



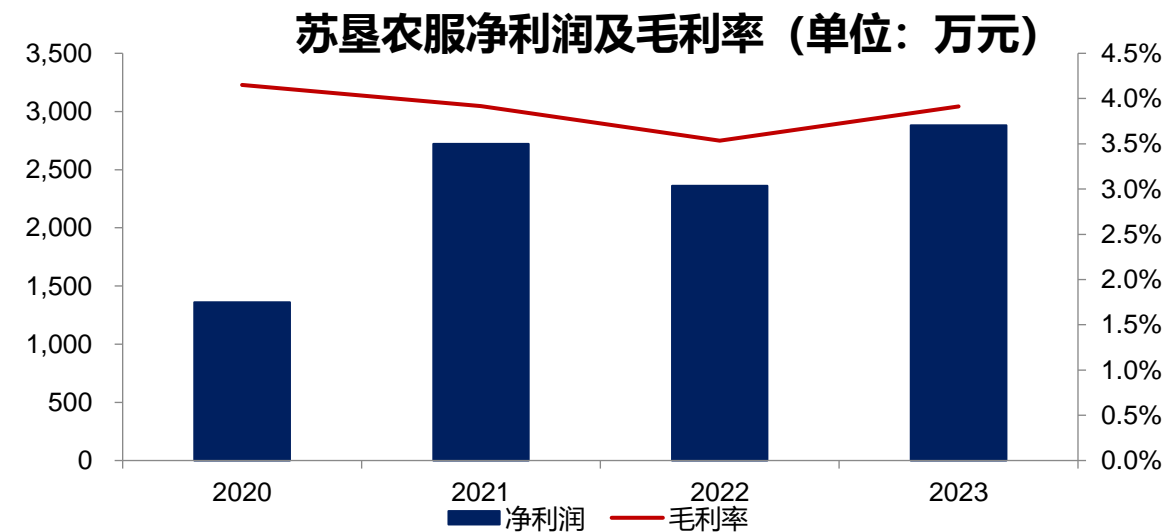
# 1.1 粮食产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展

6、农资服务与原粮种植协同发展。该业务经营模式分为对内服务和对外社会化服务两种。对内服务统一向公司各种植业分公司供应农资，实现内部一体化协同；对外服务依托对内农资保供形成了优质、低价的采购和完备的农资货源体系、销售网络体系和全农服务体系，面向自营基地周边区县的规模化种植户提供包括“农资供应、农技咨询与培训、协调金融支持”等社会化服务，竞争优势明显，业务盈利持续增长。2020-2023年，农资子公司净利润从808万元增至3171万元。

图：2020-2023年，苏垦农服净利润变化



图：2020H1-2024年H1，苏垦农服毛利率及净利润变化

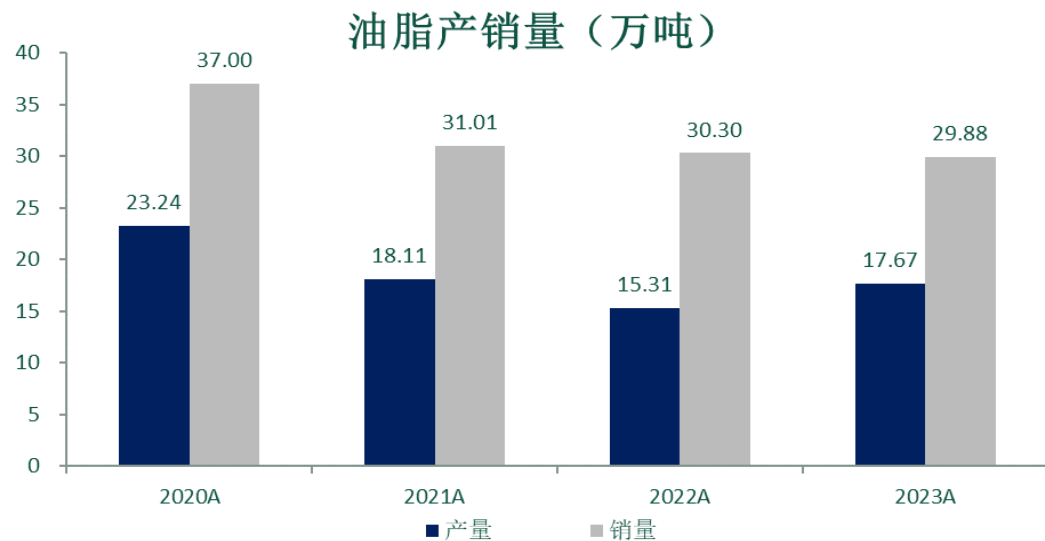




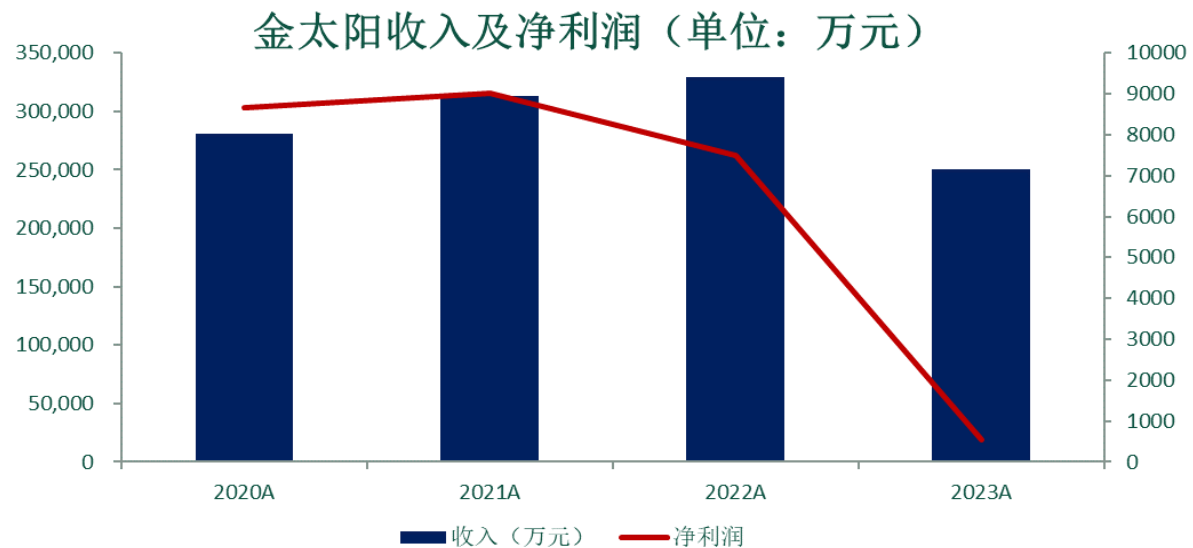
# 1.1 粮食产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展

植物油加工业务为整体发展提供稳定可靠的支撑。1、公司通过两次并购实现植物油加工领域布局，产线覆盖了豆油、菜油和葵油、棕榈油等多品类。2019年收购的金太阳是全国油脂加工五十强企业，植物油产能30万吨，一直满负荷生产。2023年收购的靖江龙威正进行产能改扩建，完工后产能增至90万吨。2、植物油是必须消费品，盈利稳定，为发展提供稳定的现金流和利润来源。2023年净利润同比有所下滑，主要是受植物油价格下滑的影响。随着价格稳定，业绩快速回升。2024年H1净利润1698万元，同增127%。

图：2020-2023年，苏垦农发植物油产销量变化



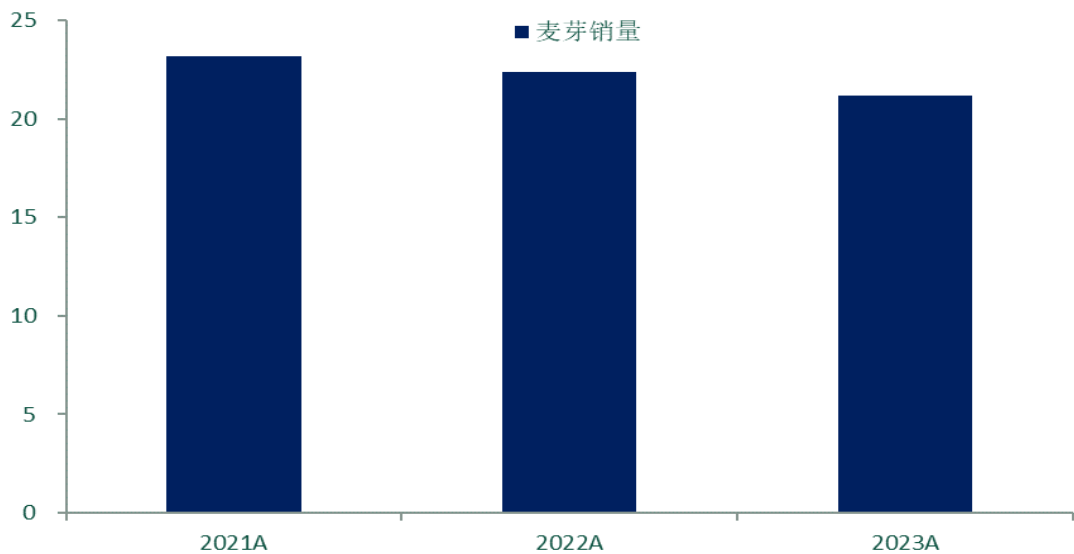
图：2020-2023年，苏垦农发子公司金太阳收入变化



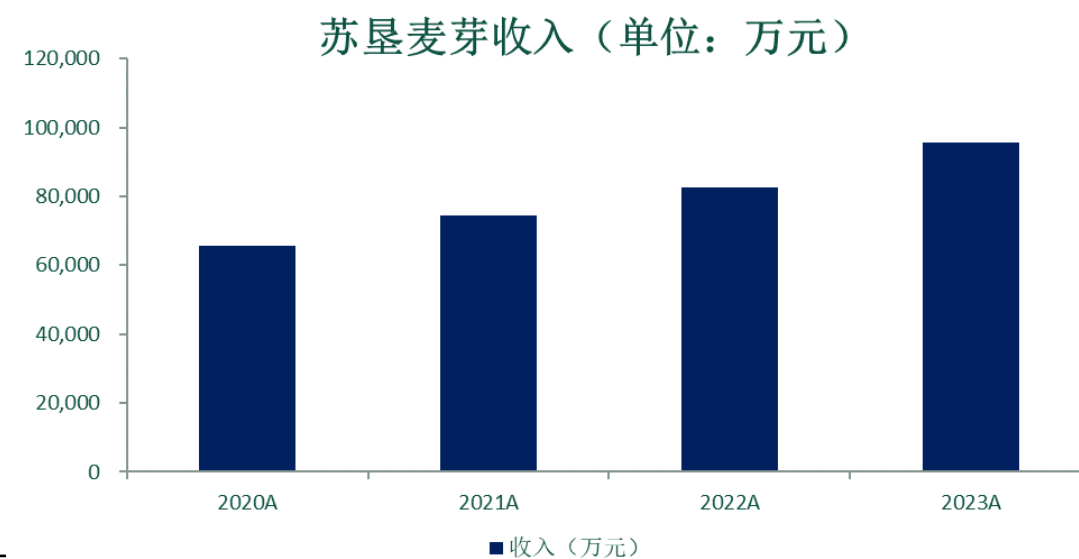
## 1.1 粮食产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展

麦芽加工业务为整体发展再添羽翼：1、公司在2022年并购了大股东苏垦集团子公司苏垦麦芽，业务延伸至麦芽加工领域。2、苏垦麦芽是全国五大麦芽生产企业之一，拥有先进的生产线，麦芽产品获得有机啤酒麦芽种植生产全流程认证，是百威啤酒、华润雪花啤酒、巴克斯等知名酒企的合作供应商，规模优势突出，市场份额稳固。3、麦芽加工业务毛利率水平高于植物油和农资服务，麦芽业务的并入有利于提升公司整体业绩水平。

图：2021-2023年，子公司苏垦麦芽公司麦芽销量变化（万吨）



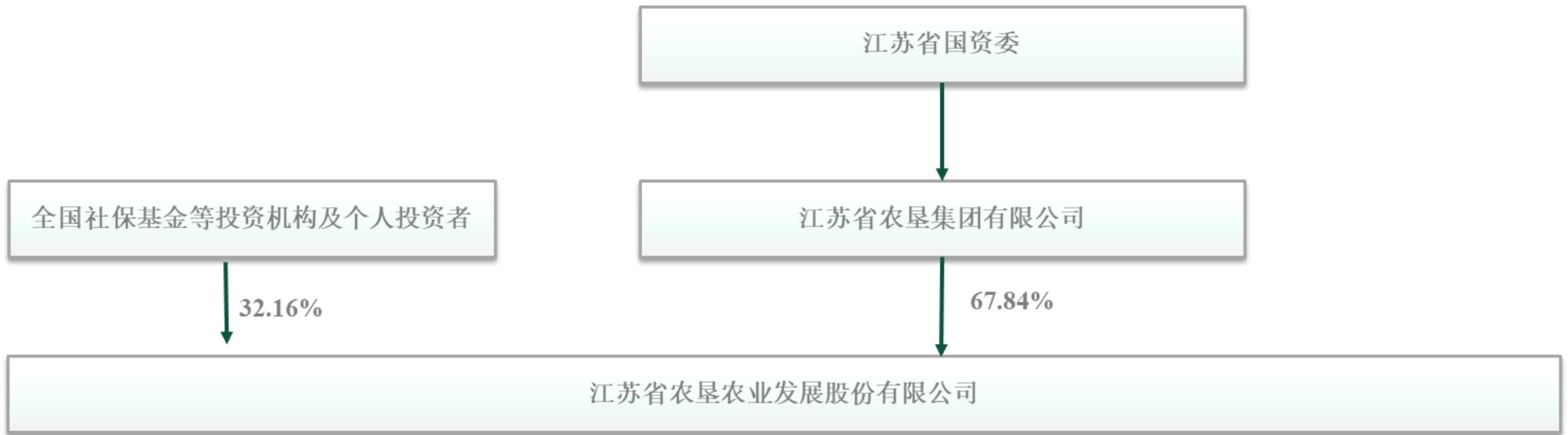
图：2020-2023年，子公司苏垦麦芽公司收入变化



## 1.2 公司为国有控股上市公司，股权结构较为集中

公司股权结构较为集中。公司实际控制人为江苏省农垦集团有限公司，直接持有上市公司9.34亿股，占比67.84%。农垦集团拥有农林牧渔及食品加工、医药制造、贸易物流及相关服务、投资及房地产、通用设备制造等五大产业板块，苏垦农发是其旗下唯一一家控股上市公司。

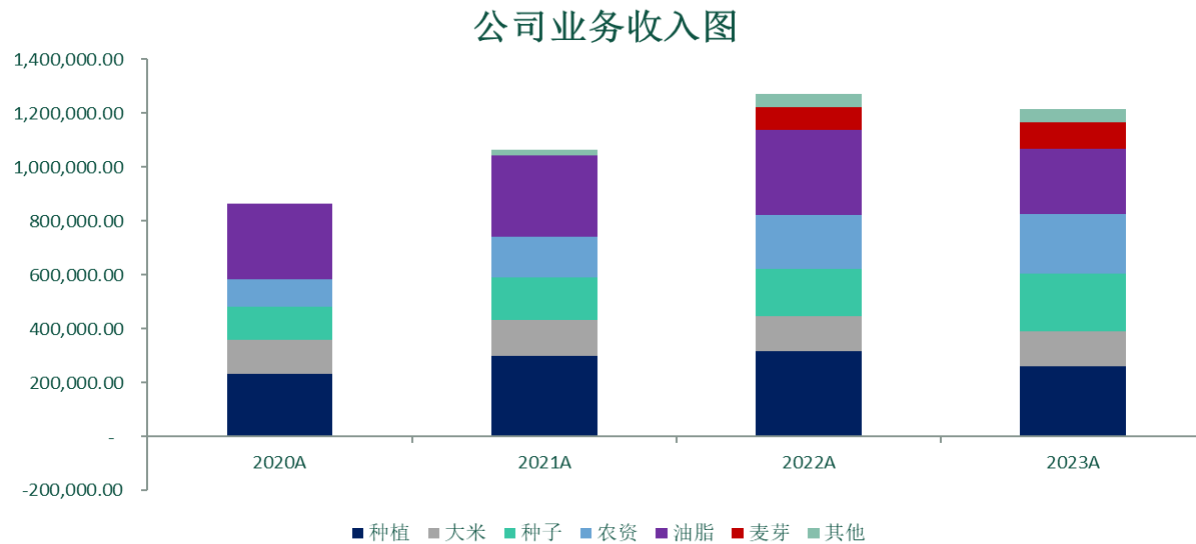
图：公司股权结构较为集中



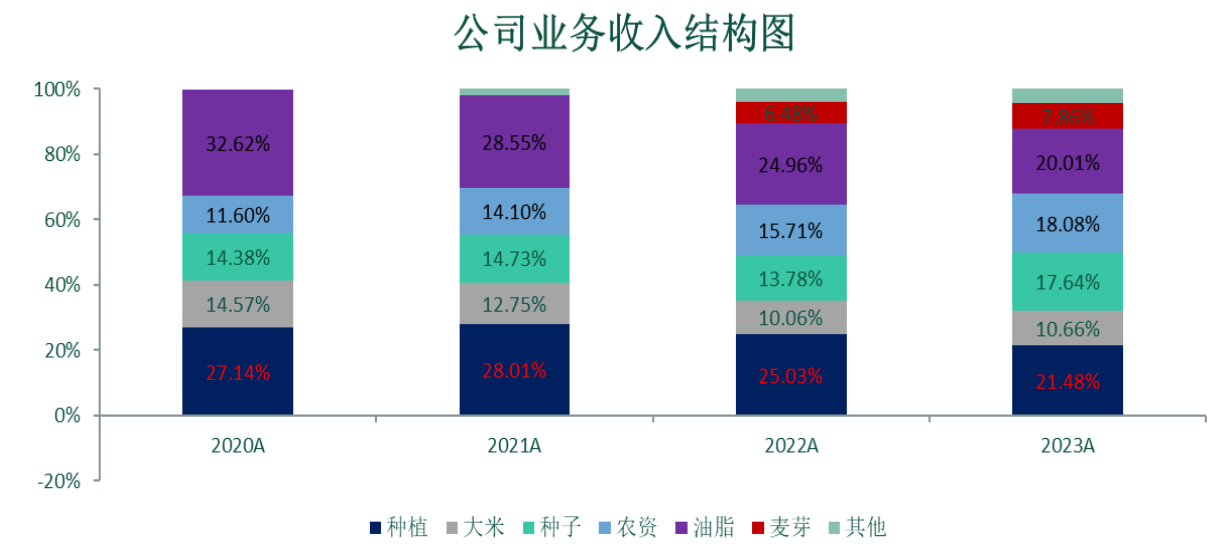
# 1.3 原粮种植及加工主业和植物油贡献主要收入，盈利稳定增长

原粮及其加工品（种子和大米）、还有植物油和农资服务四大业务贡献主要收入，植物油业务产能大幅扩张。公司主要收入来源为种植产品原粮（稻谷、大小麦）及其加工品（种子、大米），植物油的产销和农资服务供应。2023年，原粮及其加工品收入占比接近50%，植物油和农资服务收入占比接近40%，麦芽和其他收入占比约10%；收购靖江龙威后，植物油产能大幅扩张，可支撑业务未来较快发展；种植系列产品 and 农资服务业务未来有望保持稳步扩张。

图：2020年-2023年，苏垦农发业务收入构成（万元）



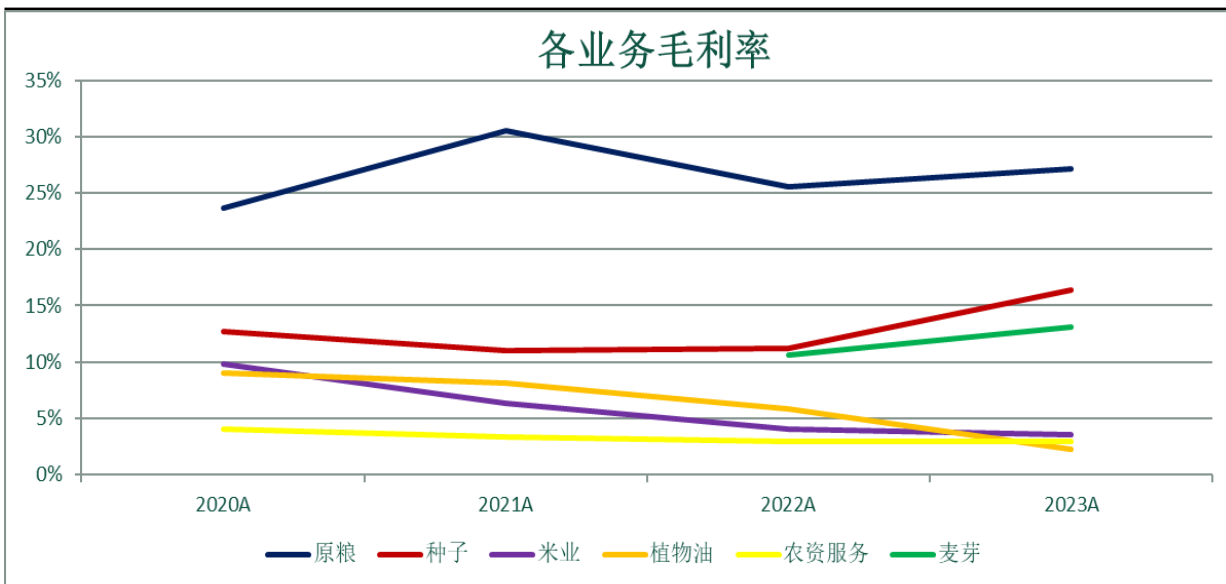
图：2020年-2023年，苏垦农发业务收入占比



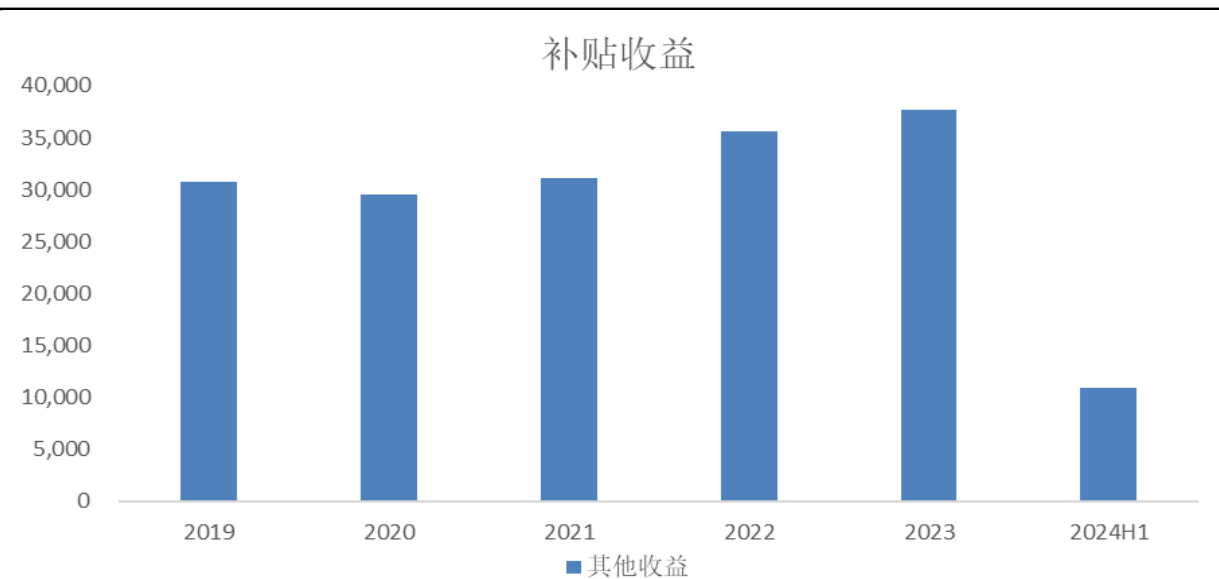
# 1.3原粮及其加工品和植物油、农资服务贡献主要收入，盈利稳定增长

盈利方面，农资/种子/麦芽/米业的毛利率较为稳定，原粮毛利率受粮价和天气的影响而小幅度波动，植物油毛利率跟随产品价格波动。2022年，原粮毛利率下滑至约25%，主要系同期粮价回落和单产下滑所致。2023年，随着单产上升，毛利率升至约27%。2020-2023年，植物油业务毛利率从约8%下滑至4%，主要受植物油价格高位回落的影响。预计未来两年，粮食和植物油价格将触底回升，将带动业务毛利率上升。政策补贴对盈利贡献较为稳定。2019-2023年，公司获得农业支持保护补贴、稻谷补贴等约3亿元。

图：2020年-2023年，苏垦农发各业务毛利率（%）



图：2019年-2023年，苏垦农发补贴收益（万元）



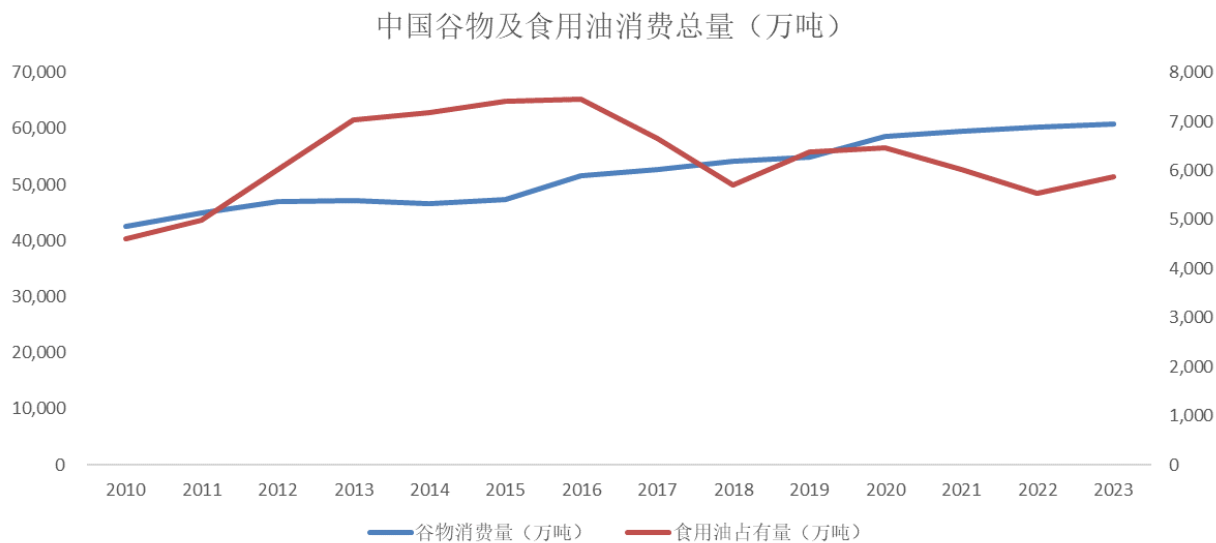
- I 种植产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展
- II 原粮种植主业优势明显，借粮价触底回升释放业绩弹性
- III 盈利预测及估值

## 2.1 中国粮食产业链：面向国内2万亿市场，孕育出千亿市值公司

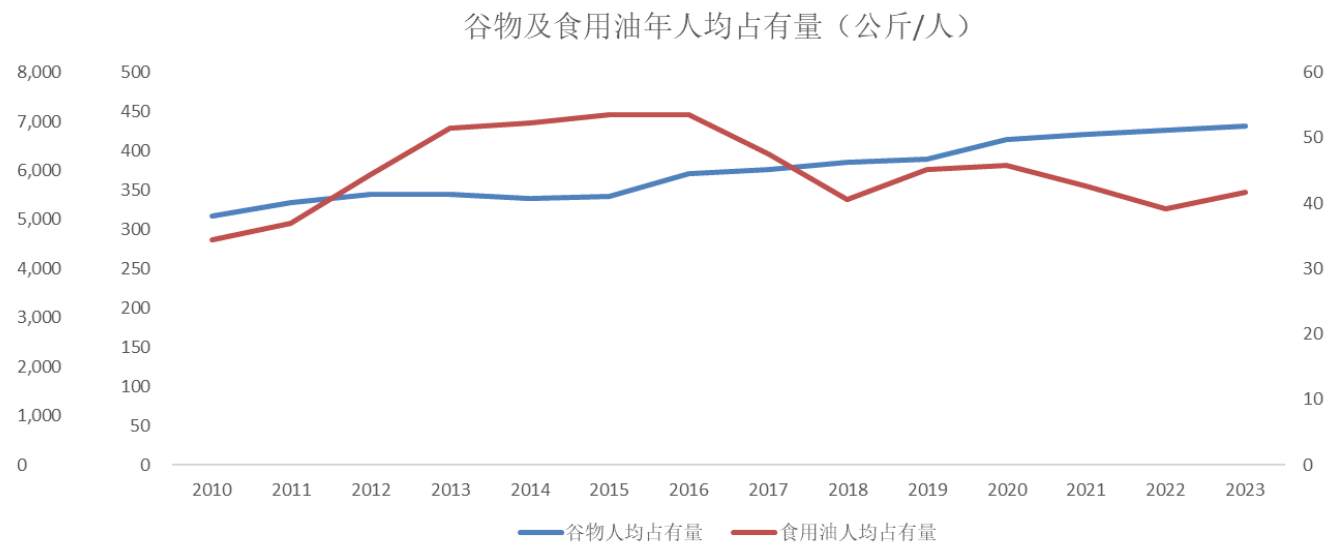
谷物消费需求稳定，产业链市场规模庞大。数据显示，2023年，国内居民年人均谷物（包括小麦、大米和玉米）占有量为431.74公斤，同增1.25%；国内谷物消费总量约60862万吨，同增1.1%。按照谷物2.5-3元/公斤的出场均价简单测算，国内粮食收购市场规模接近2万亿元。由于国内消费者谷物及肉食消费习惯中短期内难有较为明显的改变，因此认为，国内谷物总体消费水平有望保持稳定。

大产业孕育出大市值公司。2007年以来，行业先后涌现出多个百亿级公司。2020年有了千亿市值公司。

图：2010-2023年，国内谷物消费量及食用油占有量变化（万吨）



图：2010-2023年，国内谷物/食用油年人均占有量变化（公斤/人）



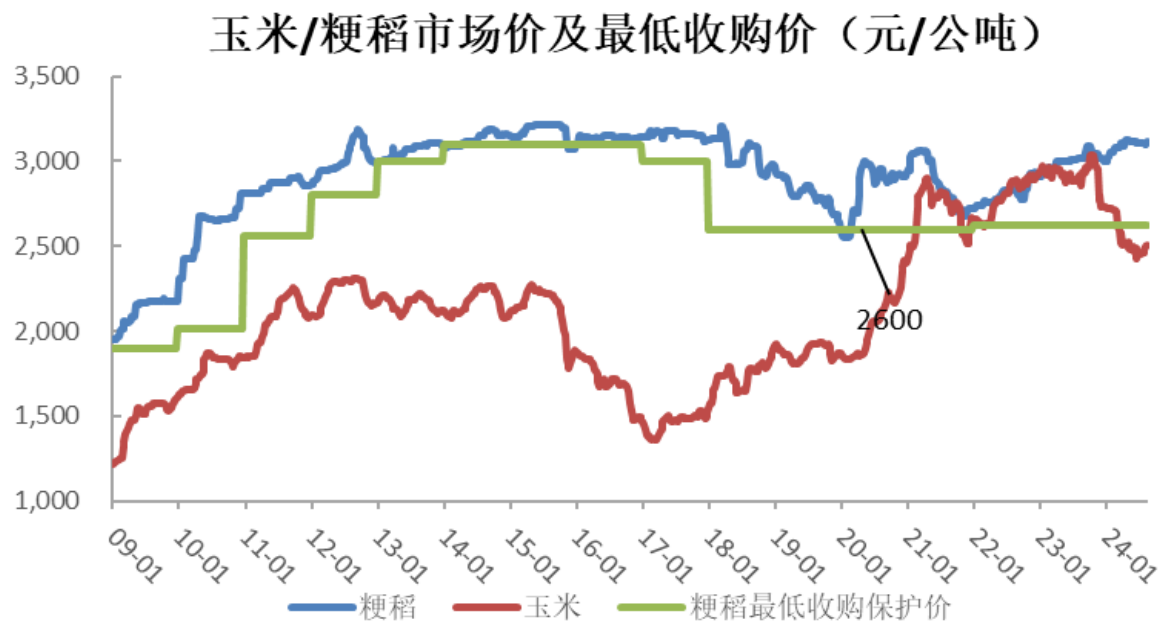
## 2.1 国内粮食产业链：受政策的影响较为明显

2009年至今，粮食产业经历了政策支持-去库存-政策支持的变化，目前处于政策支持阶段，主要特征有：

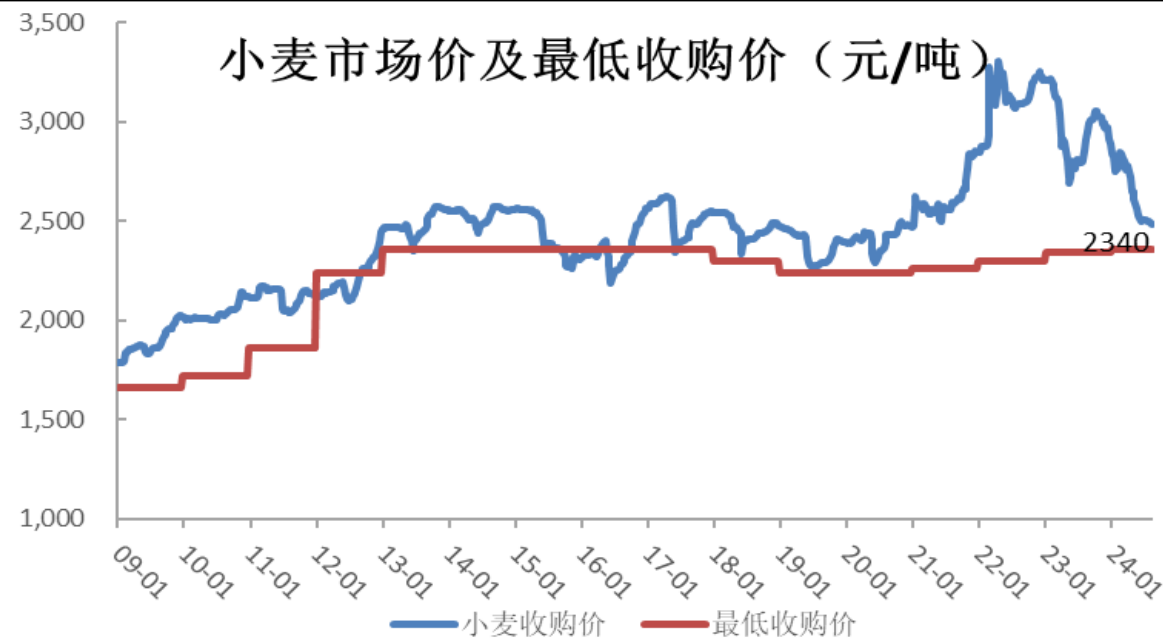
- 再次提高小麦和稻谷最低保护价：2021-2023年，早稻/中晚稻/粳稻/小麦最低保护价提高了100/60/20/80元/吨。2024年，早稻/晚稻/粳稻/小麦最低保护价为2540/2580/2620/2360元/吨，较上年提高了20/0/0/20元/吨。
- 继续实施耕地地力保护补贴政策、政策粮吞吐和进口配额制度政策。

政策旨在保护产业良性发展。目前小麦价格已经接近最低收购价，收储启动将起到给市场托底的作用。

图：2009年初至今，全国粳稻/玉米现货批发价格走势



图：2009年初至今，全国小麦现货批发价格走势





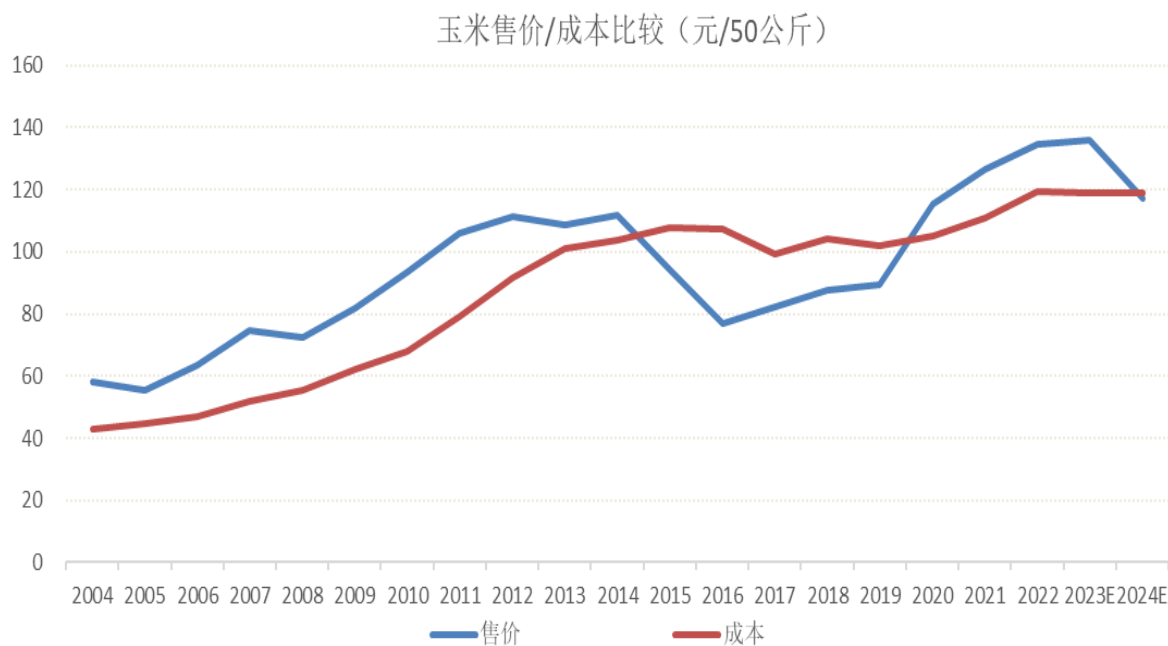
## 2.1 中国粮食产业链：呈现周期波动，新一轮上行周期渐行渐近

随着部分品种收储政策退出，粮食产业链开始呈现出周期性波动。2020年以来，粮食产业链经历了1轮周期，现正处在周期下行阶段，主要特征是粮价出现下滑，部分品种售价滑进成本：

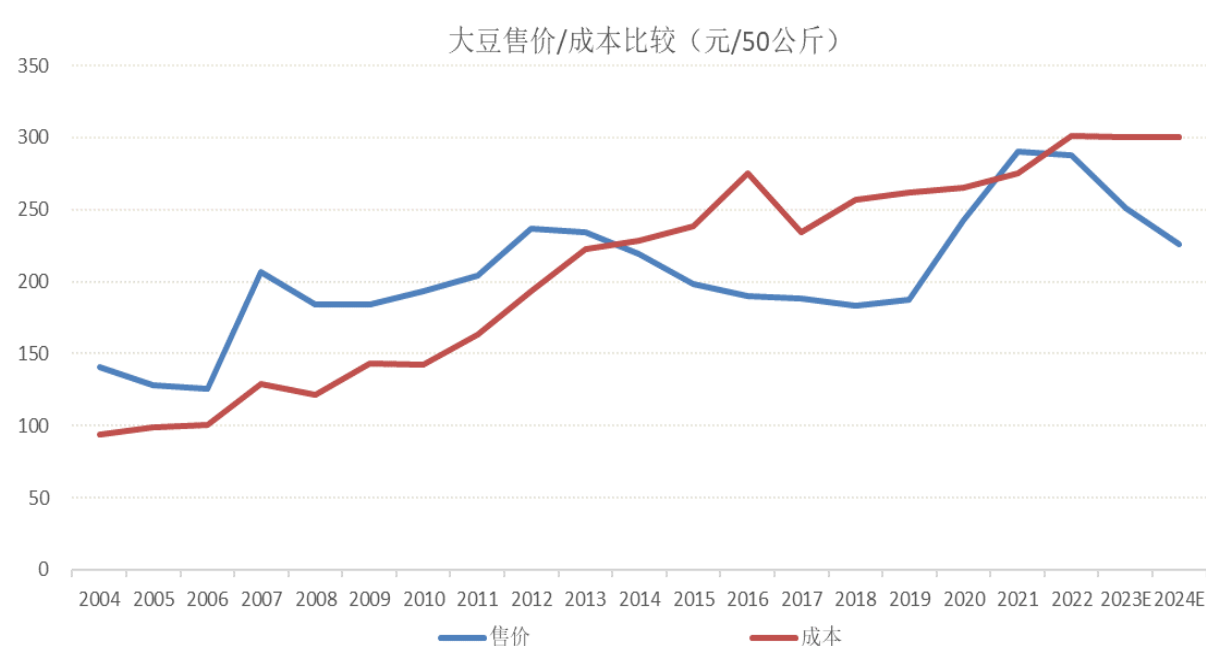
- 玉米、大豆价格出现下滑，售价滑进成本；
- 小麦价格出现下滑，稻谷价格高位震荡，售价高于成本；

从部分品种售价滑进成本来看，我们认为，行业底部基本探明，新一轮上行周期渐行渐近。

图：2004-2024年，中国玉米售价和种植成本对比



图：2004-2024年，中国大豆售价和种植成本对比



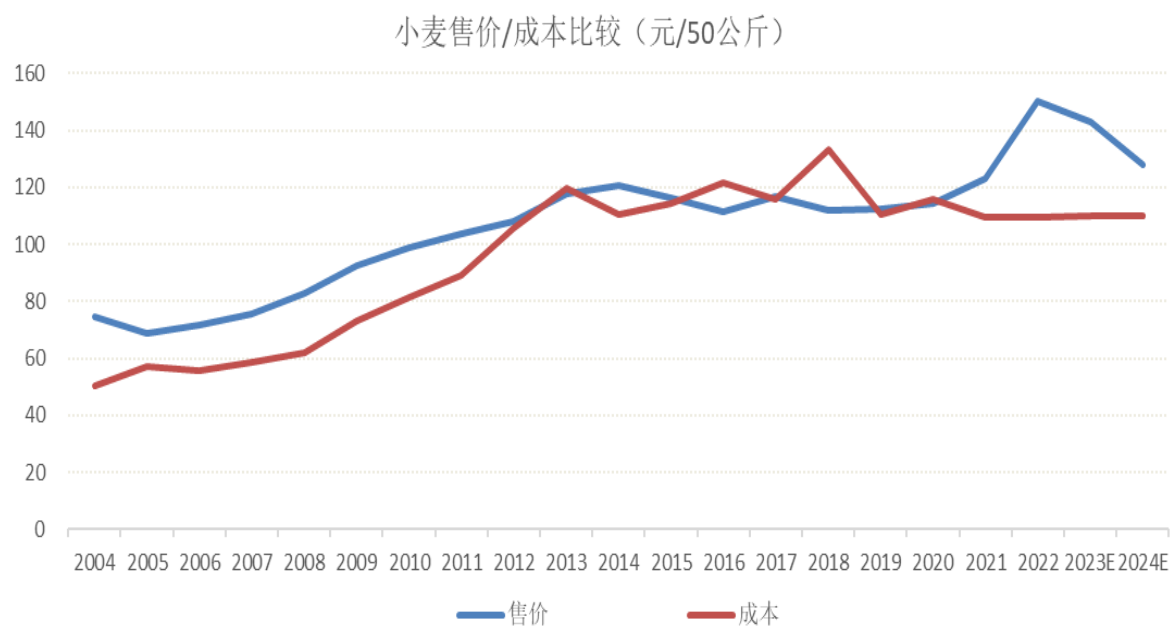
## 2.1 中国粮食产业链：具周期属性，新一轮上行周期渐行渐近

随着部分品种收储政策退出，粮食产业链开始呈现出周期性波动。2020年以来，粮食产业链经历了1轮周期，现正处在周期下行阶段，主要特征是粮价出现下滑，部分品种售价滑进成本：

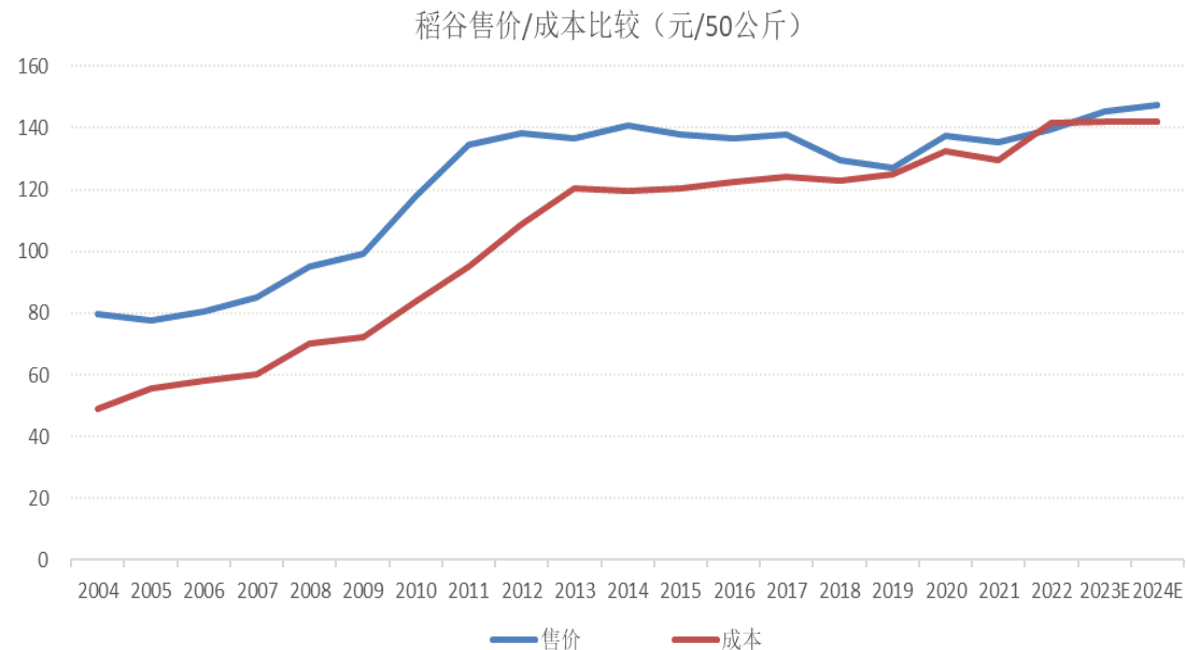
- 玉米、大豆价格出现下滑，售价滑进成本；
- 小麦价格出现下滑，稻谷价格高位震荡，售价高于成本；

从部分品种售价滑进成本来看，我们认为，行业底部基本探明，新一轮上行周期渐行渐近。

图：2004-2024年，中国小麦种植售价和成本对比



图：2004-2024年，中国稻谷种植售价和成本对比



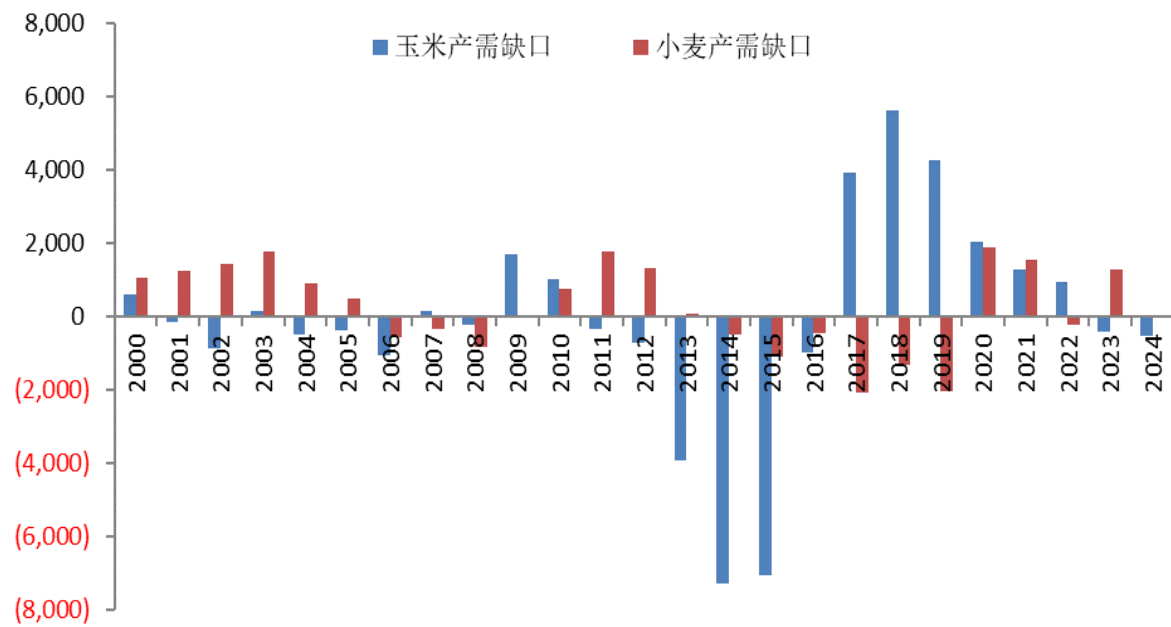
## 2.1 国内粮食产业链：呈现周期波动，新一轮上行周期渐行渐近

秋粮生产受到异常天气变化的不利影响，粮食产需关系有望边际趋紧：

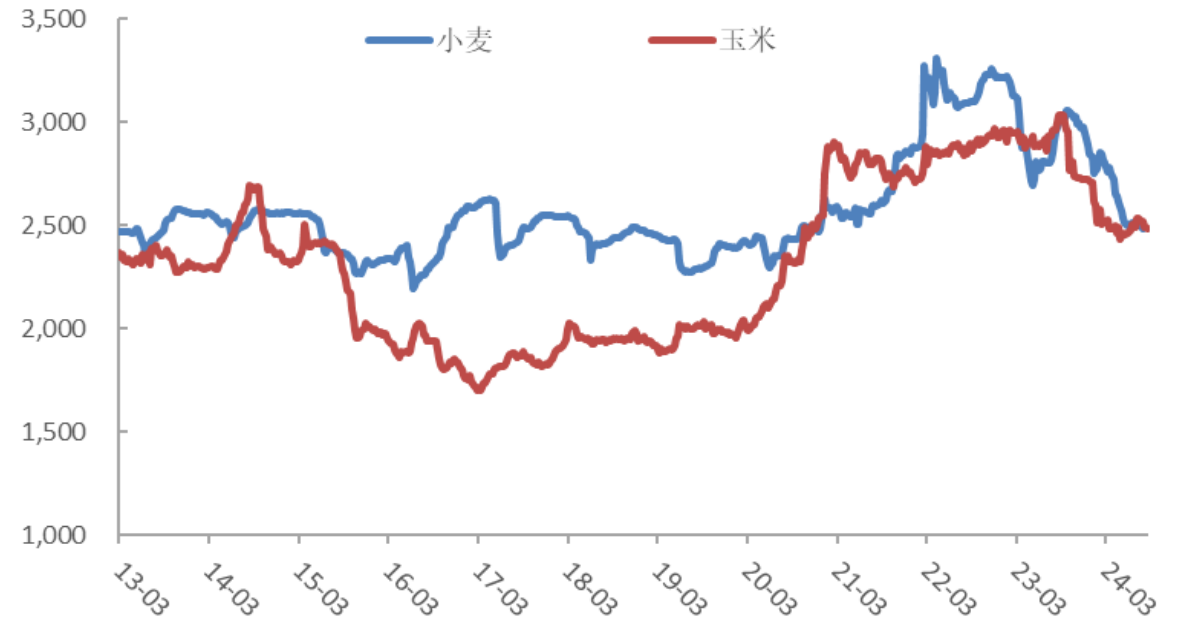
- 据汇易网数据，2020年-2023年，玉米/小麦产需关系由有缺口转变为产需基本平衡；
- 2024年，夏粮丰收，水稻等秋粮生产受到7-8月份高温多雨天气的不利影响，病虫总体呈中等至偏重发生态势。受此影响，粮食产需关系有望边际趋紧；

由主要粮食品种产需关系预期变化来看，我们认为，行业底部基本探明，新一轮上行周期渐行渐近。

图：2000-2024年，全国玉米和小麦产需缺口（万吨）



图：2013年至今，全国小麦/玉米现货批发价格走势

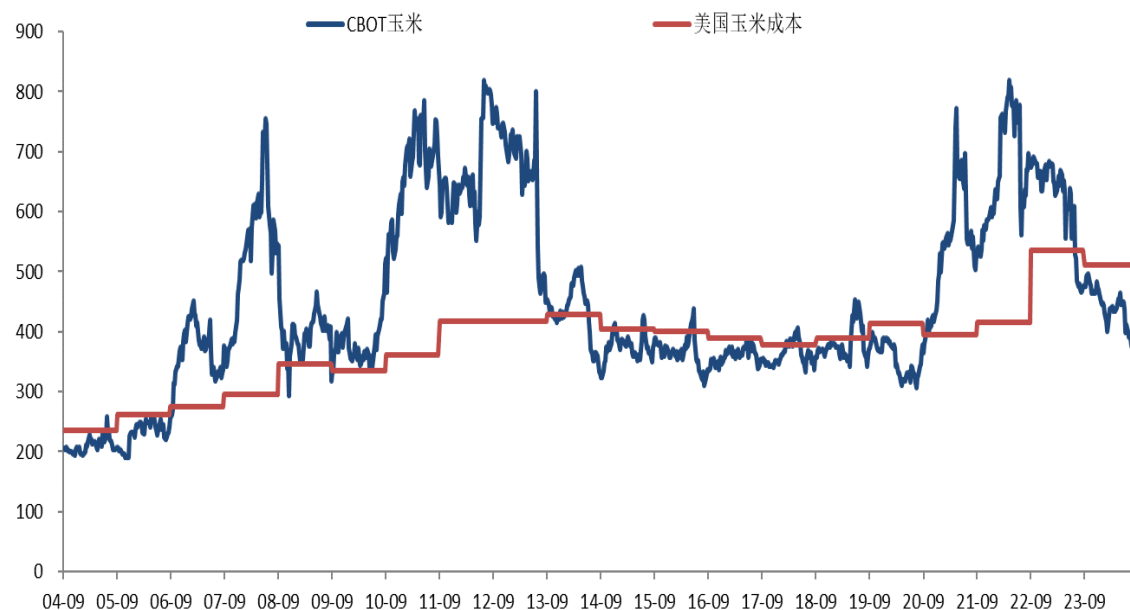


## 2.1 中国粮食产业链：呈周期波动，新一轮上行周期渐行渐近

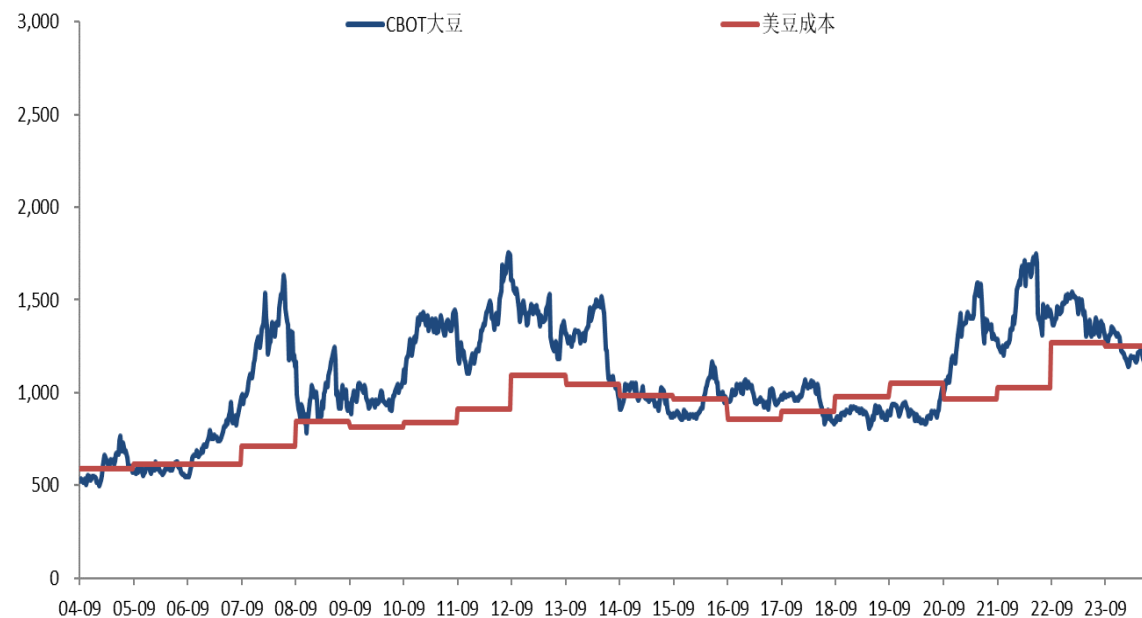
国际市场粮价也呈周期波动，现处于周期底部，主要特征是：

- CBOT玉米/大豆等品种价格大幅下跌，美国玉米/大豆种植进入亏损状态；
  - 国际地缘冲突不断升级，部分主产国粮食生产和收获以及全球粮食运输将受影响，全球粮食产需关系或边际趋紧；
- 从美国粮食种植陷入亏损以及全球粮食产需关系变化来看，我们认为，国际市场粮价中短期内有望触底回升，并通过期货市场和贸易传导到国内玉米/大豆等部分品种。

图：2004年9月至今，CBOT玉米价格和美国玉米种植成本对比



图：2004年9月至今，CBOT大豆价格和美国大豆种植成本对比

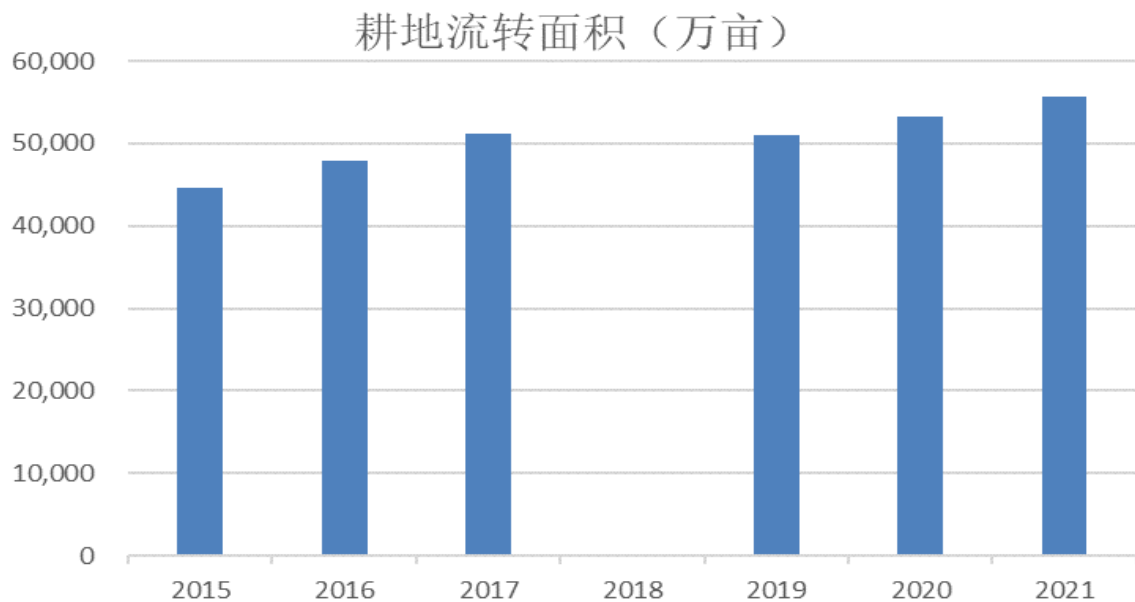


## 2.2 粮食产业链：适度规模经营扩展空间大

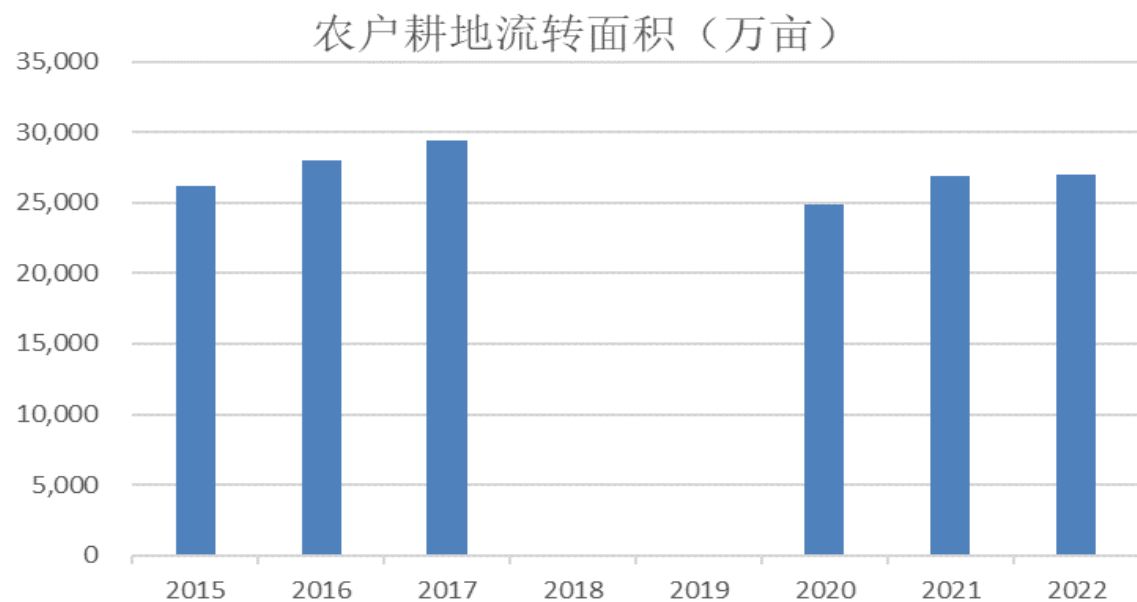
长期来看，耕地将向种植专业户流转，适度规模经营扩展空间较大

随着城镇化推进，耕地将向种植专业户流转，传统小农户因缺少规模经济、机会成本上升等因素将逐渐退出；适度规模经营未来扩张空间较大。2022年，国内农户耕地流转面积仅约27000万亩，占全国耕地总面积约15%。随着土地流转规模的扩大，适度规模经营将获得较大的扩张空间。

图：2015-2021年，中国耕地流转面积变化



图：2015-2022年，中国农户耕地流转面积



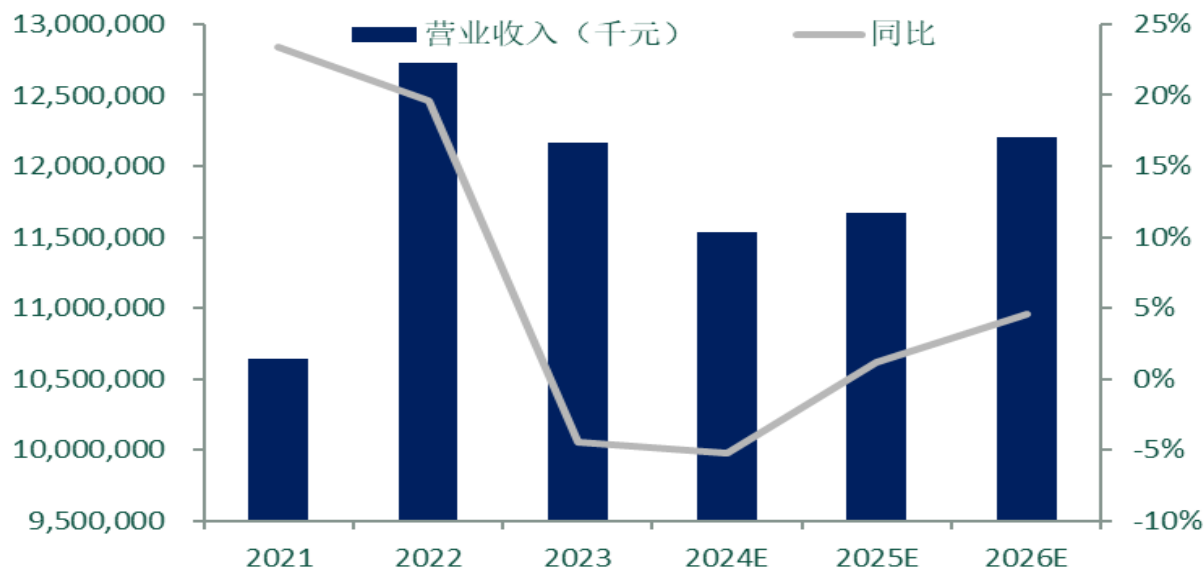
- I 种植产业链一体化经营龙头，一体两翼协同发展
- II 原粮种植主业优势明显，借粮价触底回升释放业绩弹性
- III 盈利预测及估值

# 盈利预测

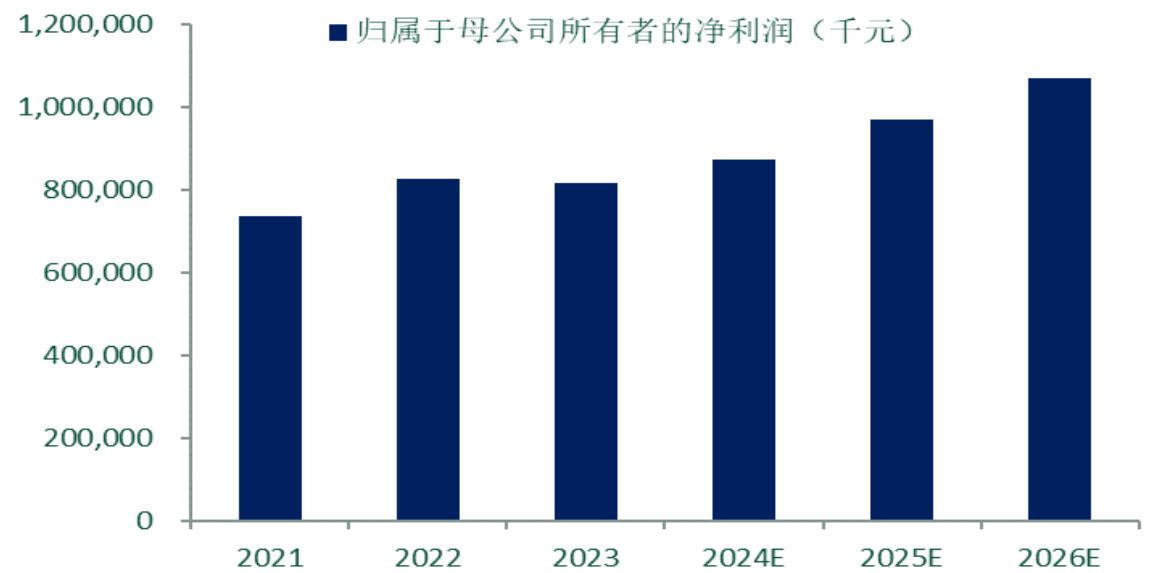
**关键建设：**（1）预计自有经营耕地面积24/25/26年分别为131.8/135.7/140.7万亩；（2）预计未来三年持续获得相关补贴；

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2025年营业收入分别为115.35/116.74亿元，归母净利润分别为8.71/9.69亿元，对应EPS分别为0.63/0.7元/股。我们认为，公司作为粮食产业链一体化企业，资源和成本优势不断增强，长期发展前景看好，且具有高分红和高股息率特征，给予买入评级。

图：公司收入预测



图：公司利润预测



资料来源：公司公告

表：盈利预测和财务指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万)	12727.29	12168.06	11535.60	11674.04	12206.90
YOY%	19.62	-4.39	-5.20	1.20	4.56
归母净利润 (百万元)	868.11	817.17	881.48	979.21	1078.25
YoY%	10.94	-5.87	7.87	11.09	10.11
EPS(元)	0.60	0.59	0.63	0.70	0.78
P/E	16.06X	16.26X	15.23X	13.69X	12.42X

代码	名称		EPS(元/股)				PE				股价
			2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E	
300087	荃银高科	增持	0.34	0.29	0.36	0.45	17.11	20.41	16.35	13.21	
300999	金龙鱼	增持	0.56	0.53	0.61	0.78	45.34	47.93	41.11	32.23	
600598	北大荒	增持	0.55	0.60	0.64	0.68	23.20	21.27	19.92	18.68	
							31.22	34.17	28.73	22.72	
601952	苏垦农发	买入	0.60	0.59	0.65	0.73	15.33	15.52	14.12	12.67	



- 1、粮价走势不及预期；
- 2、病虫害影响不及预期；
- 3、非瘟疫情持续爆发导致生猪存栏和粮食需求大幅减少风险；

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

## 2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话: 95397

投诉邮箱: kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券投资咨询业务资格， 公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料， 我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有， 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告， 视为同意以上声明。