

土地资源丰富，主业稳健增长

投资要点

- 业绩总结：公司发布2024年三季度报告。**前三季度，营收约43.58亿元，同比增加9.5%；归属于上市公司股东的净利润约13.47亿元，同比增加4.13%。2024Q3实现营收12.60亿元，同比+20.16%，归母净利润为3.6亿元，同比+9.09%。
- 点评：土地业务稳健增长。**公司收入、利润增长主要因经营机制改革、竞价发包机制的实施，土地承包业务收入同比增加所致。近年来，土地租金随粮食价格上涨而持续上升，公司土地资源丰富，主业业务受益稳健增长。
- 公司是我国目前规模大种植业上市公司，土地资源丰富。**公司拥有16家农业分公司，主要生产水稻、玉米、大豆等农产品。公司所属区域内土地资源丰富，地处世界三大黑土带之一的三江平原，地势平坦、土壤肥沃，生态环境良好，具有生产绿色、有机农产品得天独厚的地理优势，据此区位优势所生产的农产品具有较好的优质性和均质性，在生产成本和农产品品质等方面具有较强的市场竞争力。2024年，公司计划生产水稻、玉米、大豆等优质农作物120亿斤左右。公司在发展绿色、有机产品继续挖掘潜力和拓展空间。土地总面积1296万亩，耕地面积1158万亩。
- 土地租金随粮价逐年增长，带动土地主营业务增长。**土地租金随粮价逐年增长。我国农村地租水平逐年攀升，2020年以来，玉米大豆等农产品价格的上涨，使得农民种植的收益增加，农民和企业愿意支付更高的地租来获取土地。2019~2022年全国三大主粮土地租金由29.74、63.14、35.57元/亩涨至59.91、130.03、45.21元/亩。
- 农业科技服务体系提供了有力的技术支撑。**经过多年生产经营实践，公司已有完备的农业生产管理模式，掌握了先进的作物栽培技术、良种繁育技术、施肥施药技术、病虫害防治技术、农机应用技术及农业经营管理技术，拥有农机农艺各项技术相配套、良种良法相结合的农业先进生产技术模式；同时，加大力度开展了节本增效、高产增效、提质增效的一系列栽培新技术的推广应用和技术储备研发，形成了一整套抵御旱涝病虫害的有效措施，为高效开展农业生产工作提供了有力的技术支撑。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为0.62元、0.67元、0.72元，对应动态PE分别为25/23/121倍。给予公司2025年28倍PE，对应目标价18.76元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

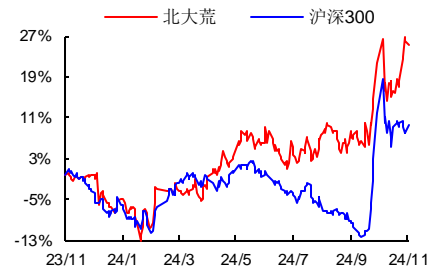
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,044	5,420	5,800	6,221
增长率	18.37%	7.45%	7.02%	7.26%
归属母公司净利润(百万元)	1,064	1,102	1,189	1,283
增长率	9.07%	3.65%	7.82%	7.92%
每股收益EPS(元)	0.60	0.62	0.67	0.72
净资产收益率ROE	14.18%	12.82%	12.14%	11.58%
PE	20.02	24.62	22.84	21.16
PB	2.84	3.16	2.77	2.45

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.78
流通A股(亿股)	17.78
52周内股价区间(元)	11.01-15.5
总市值(亿元)	271.45
总资产(亿元)	106.73
每股净资产(元)	4.54

相关研究

目 录

1 公司概况：国内种植龙头企业.....	1
2 公司分析：土地板块龙头企业，资源丰富.....	3
3 盈利预测与估值.....	4
3.1 盈利预测.....	4
3.2 相对估值.....	5
4 风险提示.....	5

图 目 录

图 1：北大荒集团发展历程	1
图 2：公司股权结构	2
图 3：主营产品收入（百万元）	2
图 4：2024H1 主营产品收入占比	2
图 5：公司收入情况	3
图 6：公司归母净利润情况	3
图 7：全国玉米主粮价格（元/公斤）	3
图 8：全国主要粮食作物平均土地租金（元/亩）	3
图 9：2019~2023 公司研发支出	4
图 10：八五九分公司“禾能空间”数智馆	4

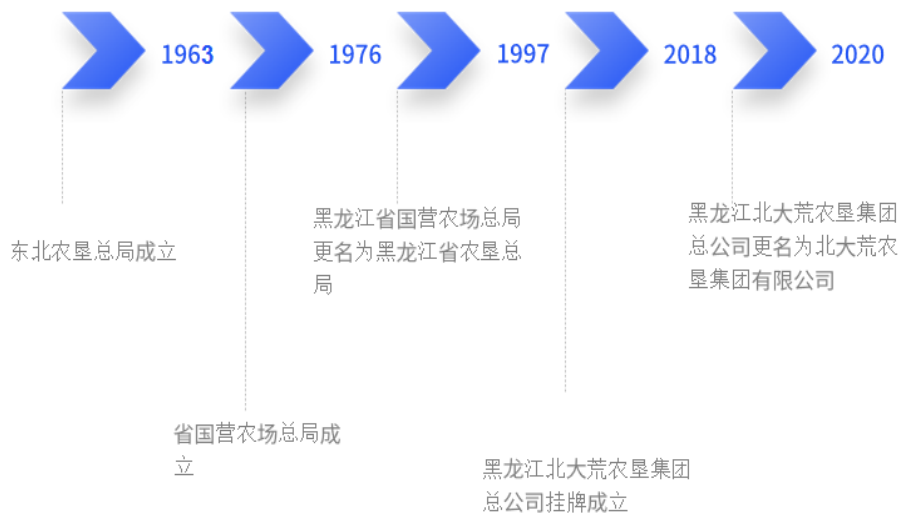
表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率	5
表 2：可比公司估值	5
附表：财务预测与估值	6

1 公司概况：国内种植龙头企业

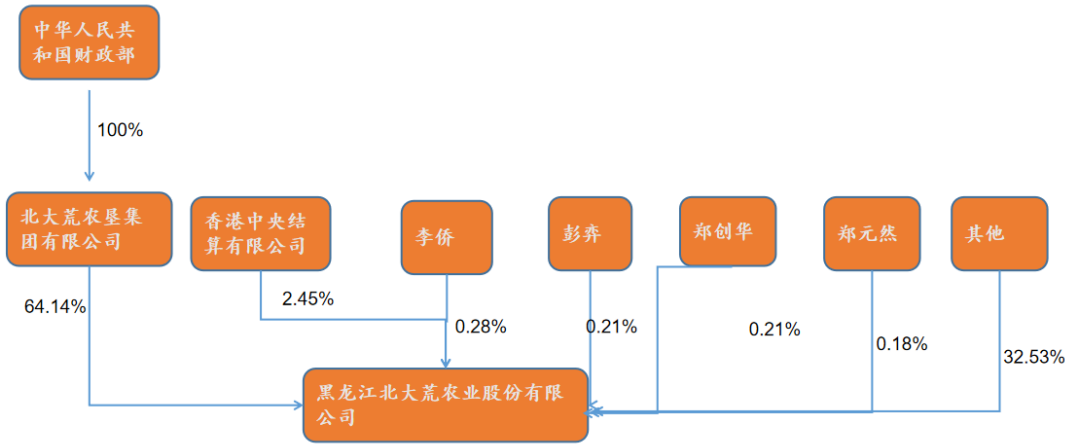
北大荒集团前身为黑龙江省农垦总局，2020 年 12 月改制为北大荒农垦集团有限公司。北大荒农垦集团有限公司位于黑龙江省哈尔滨市，经营区域土地总面积 5.36 万平方公里，地处我省东北部小兴安岭南麓、松嫩平原和三江平原地区，现有耕地 4874.4 万亩。北大荒集团是国家重要的商品粮基地，粮食生产连续 13 年稳定在 400 亿斤以上，实现了“二十连丰”，并累计为国家生产粮食超一万亿斤。未来，集团将努力建设现代农业大基地、大企业、大产业，打造农垦国际化大粮商，形成农业领域航母。

图 1：北大荒集团发展历程



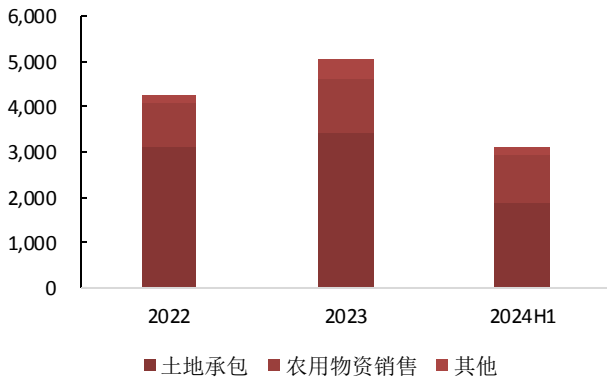
数据来源：公司官网，西南证券整理

黑龙江北大荒农业股份有限公司是由北大荒农垦集团有限公司作为独家发起人，发起设立的股份有限公司。公司于 1998 年成立，于 2002 年在主板成功上市。截止 2023 年末，公司资产总额 86.99 亿元，拥有 17 家分公司、8 家子公司、参股 5 家公司。主要从事谷物、豆类、油料等作物的种植及销售；农副产品初加工；农业技术开发、技术咨询、技术服务及技术转让；仓储服务；食品生产经营；粮食收购等。

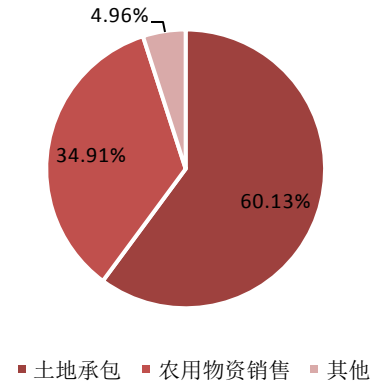
图 2：公司股权结构


数据来源：ifind，西南证券整理

公司主营业务结构：2022 年以来，公司收入主要来自**土地承包及农用物资销售**。2024H1 营业收入为 30.98 亿元，其中**土地承包**占比 60%；**农用物资销售**占比 35%。

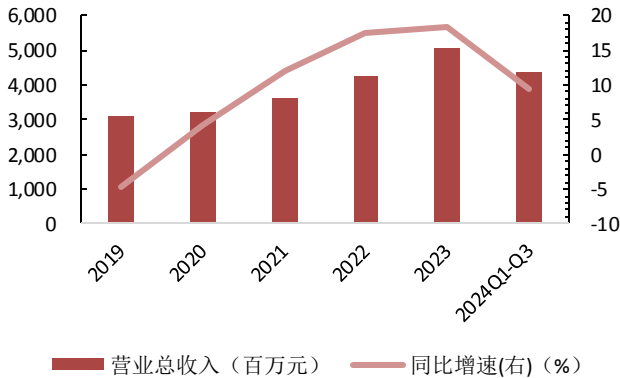
图 3：主营产品收入（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

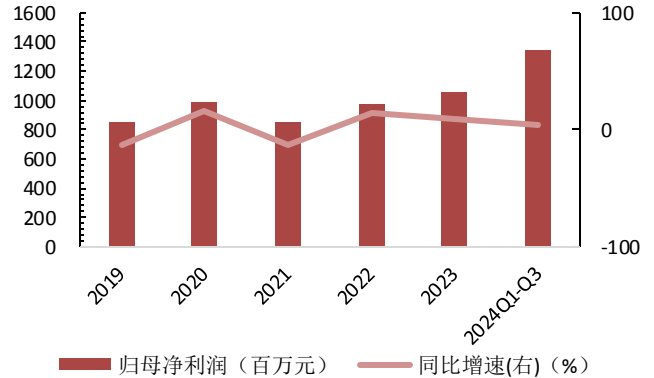
图 4：2024H1 主营产品收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2023 年以来公司克服了阶段性低温、局部涝情等不利影响，提前制定预案、筹备生产物资、谋划农事活动，全力做好春耕生产各项工作，农作物全部播在高产期。同时，公司重点夯实了农业基地建设、大力提升了农业科技创新水平，公司农业整体情况向好。公司 2024 年前三季度营收约 43.58 亿元，同比增加 9.5%；归属于上市公司股东的净利润约 13.47 亿元，同比增加 4.13%。收入、利润增长主要因经营机制改革、竞价发包机制的实施，土地承包业务收入同比增加所致。

图 5：公司收入情况


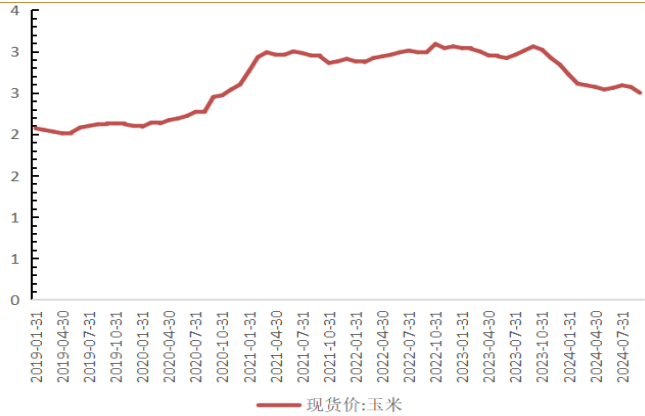
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司归母净利润情况


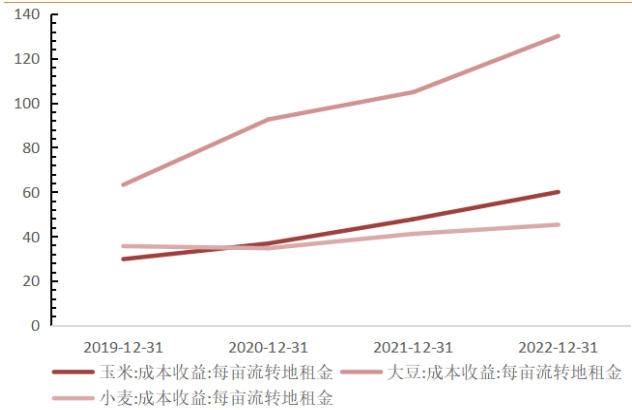
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司分析：土地板块龙头企业，资源丰富

土地租金随粮价逐年增长。我国农村地租水平逐年攀升，2020 年以来，玉米大豆等农产品价格的上涨，使得农民种植的收益增加，农民和业企业愿意支付更高的地租来获取土地。2019~2022 年全国三大主粮土地租金由 29.74、63.14、35.57 元/亩涨至 59.91、130.03、45.21 元/亩。

图 7：全国玉米主粮价格（元/公斤）


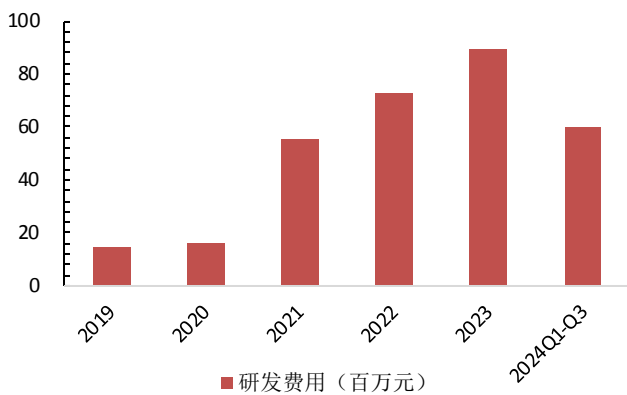
数据来源：ifind，西南证券整理

图 8：全国主要粮食作物平均土地租金（元/亩）


数据来源：ifind，西南证券整理

公司是我国目前规模大、现代化水平高的种植业上市公司和重要的商品粮生产基地，拥有 16 家农业分公司，主要生产水稻、玉米、大豆等农产品。公司所属区域内土地资源丰富，地处世界三大黑土带之一的三江平原，地势平坦、土壤肥沃，生态环境良好，具有生产绿色、有机农产品得天独厚的地理优势，据此区位优势所生产的农产品具有较好的优质性和均质性，在生产成本和农产品品质等方面具有较强的市场竞争力。2024 年，公司计划生产水稻、玉米、大豆等优质农作物 120 亿斤左右。公司在发展绿色、有机产品继续挖掘潜力和拓展空间。土地总面积 1296 万亩，耕地面积 1158 万亩，拥有友谊、八五二、七星、八五六等 16 家农业分公司。截至 2023 年末，区域内实现农业机械总量达 32.99 万台套，农业机械总动力达 361.2 万千瓦，农业综合机械化率达 99% 以上。

公司建立了完善的农业科技服务体系，设有 16 家农业技术推广中心，并配备植保站、气象站、试验站和土壤化验室，形成了病虫害预警、气象预测、科技推广和测土施肥等服务体系，为农业生产提供了坚实的保障。经过多年的实践，公司构建了高度组织化的管理体系和规范的管控制度，确保了千万亩耕地的标准化生产和模式化栽培。此外，公司还建立了高效的组织管理模式，拥有技术研发和服务团队，能在技术、信息和培训等方面为家庭农场提供支持。农业信息化管理体系和物联网项目实现了实时数据传输和智能监控，逐步与绿色有机农产品生产流程对接，推动农产品质量安全追溯体系的建设。经过多年的经营，公司掌握了先进的作物栽培、良种繁育、施肥施药、病虫害防治和农机应用等技术，形成了配套的农业生产技术模式。同时，公司积极推广节本增效、高产增效和提质增效的新技术，建立了一套完整应对旱涝病虫害的有效措施，为高效农业生产提供了强有力的技术支持。

图 9：2019~2023 公司研发支出


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：八五九分公司“禾能空间”数智馆


数据来源：公司官网，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

1) 国家积极推进粮食安全政策，提高农民种植积极性，预计未来地租或将稳定增长，带动公司土地发包业务持续增长。预计 2024-2026 年土地承包销量保持稳定；价格增速为 8%、7%、7%。预计 2024-2026 年毛利率分别为 51%、51.5%、51.5%。

2) 按照公司“1221”战略规划，持续打造七大作物 118 万亩高端品牌专属基地，优化农产品供给质量。预计 2024-2026 年农用物资销售销量增速分别为 5%、6%、7%；价格维持稳定。预计 2024-2026 年毛利率分别为 0.1%、0.1%、0.1%。

3) 其他业务预计 2024-2026 随公司正常发展。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
土地承包	收入	3434	3709	3969	4246
	增速		8.00%	7%	7%
	成本	1682	1817	1925	2059
	毛利率	51.01%	51.00%	51.50%	51.50%
农用物资销售	收入	1203	1263	1339	1432
	增速		5.00%	6%	7%
	成本	1204	1262	1337	1431
	毛利率	-0.12%	0.10%	0.10%	0.10%
其他	收入	408	448	493	542
	增速		10.00%	10.00%	10.00%
	成本	373	412	454	499
	毛利率	8.36%	8.00%	8.00%	8.00%
合计	收入	5044	5420	5800	6221
	增速		7.45%	7.02%	7.26%
	成本	3260	3491	3716	3989
	毛利率	35.38%	35.58%	35.94%	35.87%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

选择行业两家公司隆平高科、登海种业作为可比估值对象，2家公司2025-2026年平均PE分别为23倍、17倍。考虑到是全国规模最大的优质商品粮生产基地，具有明显的规模、资源优势，给予公司2025年28倍PE，对应目标价18.76元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000998.SZ	隆平高科	10.90	0.15	0.32	0.55	0.77	72.67	34.06	19.82	14.16
002041.SZ	登海种业	10.08	0.29	0.31	0.40	0.50	34.76	32.52	25.20	20.16
平均值							53.71	33.29	22.51	17.16
600598.SH	北大荒	15.27	0.60	0.62	0.67	0.72	25.54	24.62	22.84	21.16

数据来源：ifind，西南证券整理

4 风险提示

农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,044	5,420	5,800	6,221	净利润	1,084	1,083	1,180	1,275
营业成本	3,260	3,491	3,716	3,989	折旧与摊销	276	262	271	289
营业税金及附加	16	15	16	18	财务费用	1	0	0	0
销售费用	37	34	38	41	资产减值损失	111	24	20	15
管理费用	582	662	713	755	经营营运资本变动	35	339	-47	75
财务费用	-168	0	0	0	其他	8	-2	-1	-1
资产减值损失	-111	-24	-20	-15	经营活动现金流净额	1,515	1,708	1,423	1,653
投资收益	-4	2	1	1	资本支出	-576	-368	-421	-457
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-845	92	67	58
其他经营损益	10	7	7	8	投资活动现金流净额	-1,422	-275	-354	-399
营业利润	1,124	1,109	1,206	1,304	短期借款	0	0	0	0
其他非经营损益	-13	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	1,111	1,109	1,206	1,304	股权融资	0	0	0	0
所得税	26	26	26	29	支付股利	-747	-0	-0	-0
净利润	1,084	1,083	1,180	1,275	其他	-34	-17	0	0
少数股东损益	21	-19	-9	-8	筹资活动现金流净额	-780	-17	-0	-0
归属母公司股东净利润	1,064	1,102	1,189	1,283	现金流量净额	-687	1,415	1,069	1,254
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,370	3,785	4,854	6,108	成长能力				
应收和预付款项	13	9	9	12	销售收入增长率	18.37%	7.45%	7.02%	7.26%
存货	245	272	278	303	营业利润增长率	18.75%	-1.30%	8.71%	8.14%
其他流动资产	39	39	39	39	净利润增长率	9.07%	3.65%	7.82%	7.92%
长期股权投资	434	364	298	241	EBITDA 增长率	6.17%	2.48%	7.68%	7.87%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	3,645	3,701	3,798	3,915	毛利率	35.38%	35.58%	35.94%	35.87%
无形资产和开发支出	414	413	413	415	三费率	8.94%	12.84%	12.95%	12.80%
其他非流动资产	384	364	364	364	净利率	21.50%	19.99%	20.34%	20.49%
资产总计	8,699	10,149	11,292	12,667	ROE	14.18%	12.82%	12.14%	11.58%
短期借款	0	0	0	0	ROA	12.23%	10.86%	10.53%	10.13%
应付和预收款项	100	170	165	165	ROIC	14.10%	12.84%	12.26%	11.70%
长期借款	3	3	3	3	EBITDA/销售收入	26.53%	25.31%	25.47%	25.61%
其他负债	1,296	1,596	1,565	1,665	营运能力				
负债合计	1,399	1,769	1,732	1,832	总资产周转率	0.60	0.58	0.54	0.52
股本	1,778	1,778	1,778	1,778	固定资产周转率	1.46	1.48	1.55	1.62
资本公积	2,420	2,420	2,420	2,420	应收账款周转率	924.89	731.70	1,223.51	918.48
留存收益	3,305	4,408	5,596	6,879	存货周转率	15.18	13.52	13.51	13.73
归属母公司股东权益	7,503	8,602	9,791	11,074	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	-203	-222	-231	-239	资本结构				
股东权益合计	7,300	8,380	9,560	10,835	资产负债率	16.08%	17.43%	15.34%	14.47%
负债和股东权益合计	8,699	10,149	11,292	12,667	带息债务/总负债	4.07%	3.39%	3.46%	3.27%
					流动比率	3.00	3.18	3.93	4.46
					速动比率	2.76	2.99	3.73	4.26
					股利支付率	73.53%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	1,339	1,372	1,477	1,593	每股收益	0.60	0.62	0.67	0.72
PE	20	25	23	21	每股净资产	4.22	4.84	5.51	6.23
PB	3	3	3	2	每股经营现金	0.85	0.96	0.80	0.93
PS	4	5	5	4	每股股利	0.44	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	14	17	15	13					
股息率	3.68%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
