

分析师: 张蔓梓
登记编码: S0730522110001
zhangmz@ccnew.com 13681931564

行业景气度下行, 业绩短期承压

——中粮糖业(600737)2025年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

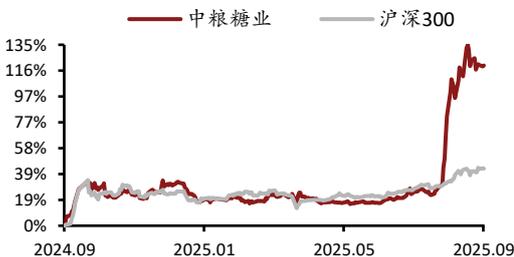
市场数据(2025-09-16)

收盘价(元)	16.79
一年内最高/最低(元)	17.97/8.08
沪深 300 指数	4,523.34
市净率(倍)	3.32
流通市值(亿元)	359.11

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	5.06
每股经营现金流(元)	0.48
毛利率(%)	8.49
净资产收益率_摊薄(%)	4.11
资产负债率(%)	48.04
总股本/流通股(万股)	213,884.82/213,884.82
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 09 月 17 日

投资要点:

- **公司业绩符合预告, 2025Q2 业绩同比降幅缩窄。**2025 年上半年, 公司实现营业收入 117.67 亿元, 同比下降 21.32%; 实现归母净利润 4.45 亿元, 同比下降 48.42%; 实现扣非归母净利润 4.03 亿元, 同比下降 50.57%; 经营性现金流量净额为 10.28 亿元, 同比减少 66.42%。其中, 2025 年二季度, 公司实现营业收入 67.30 亿元, 同比下降 5.80%; 实现归母净利润 2.68 亿元, 同比下降 36.54%; 扣非后归母净利润为 2.52 亿元, 同比下降 41.12%。2025 年上半年, 公司所处食糖和番茄产业均处于下行周期, 导致整体业绩同比下滑, 但是二季度业绩同比降幅较一季度明显缩窄。
- **行业景气度下行, 产量同比增加。**2025 年上半年, 在国际关税政策变化等因素影响下, 国际大宗商品价格出现较大波动, 国际糖价经历了冲高回落的走势, 国内糖价因受进口供应节奏放缓影响, 表现则相对抗跌。2025 年以来, ICE 原糖主力合约整体震荡走弱, 年初价格维持在 20 美分/磅上方高位, 6 月一度触及年内低点 15.44 美分, 近期虽小幅反弹, 但偏空趋势仍未扭转。郑州白糖期货整体呈冲高后回落格局, 年初开盘在 6,000 元/吨附近; 随着北半球增产预期增强、糖浆等替代品进口管控政策落地, 期价迅速下探至 5,500 元/吨左右; 二季度, 虽受国内现货挺价支撑, 郑州白糖期货价格小幅回升至 5,800 元/吨一线, 但整体仍在区间震荡运行。在产量方面, 2025 年上半年, 我国食糖产量同比增加, 主要得益于主产区广西天气良好, 出现恢复性增产。根据国家统计局数据, 2025 年前 7 个月中国成品糖产量为 982.80 万吨, 同比增长 7.92%。
- **公司主营业务收入下滑, 细分品类领域取得突破。**2025 年上半年, 公司食糖业务收入 105.94 亿元, 占比 90.03%, 同比-22.12%, 毛利率 7.48%, 同比下降 0.10 个百分点; 番茄业务收入 9.21 亿元, 占比 7.83%, 同比-25.96%, 毛利率 16.97%, 同比下降 24.35 个百分点。制糖生产方面, 公司纵深推进“五位一体”现代农业管理体系应用, 不断提升原料掌控能力, 2024/2025 榨季, 甜菜糖、甘蔗糖产量创历史新高。食糖营销方面, 紧贴市场需求, 积极顺价销售, 但受进口节奏影响, 销量规模同比略有下降。在细分品类领域, 上半年公司注射级药用糖、药用红糖、液体糖销售均取得突破。炼糖加工方面, 进口节奏放缓, 精进工艺改造, 炼糖业务生产运行平稳高效。公司番茄产业原料种植方面, 积极发挥番茄产业链主和行业龙头企业引领示范作用, 合理规划种植面积, 并取得阶段性成效; 种子品种研发方面, 通过打造数智育种体系, 锚定种源技术攻关, 构建从种质资源挖掘到品种选育的全链条创新体系, 推进育种工作

按计划落实。

- **公司盈利水平下降，费用率相对平稳。**2025 年上半年，公司毛利率 8.49%，同比下降 1.93 个百分点；净利率 3.85，同比下降 2.01 个百分点。公司销售/管理/财务费用率分别为 1.11%/2.42%/0.14%，同比分别+0.10pcts/+0.52pcts/-0.08pcts。截至 2025 年上半年末，公司资产负债率为 48.04%，较 2024 年末增加 6.56 个百分点。
- **首次覆盖给与公司“增持”评级。**考虑到公司所处行业的周期波动情况，预计 2025/2026/2027 年分别可实现归母净利润 12.98/18.92/20.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.61/0.88/0.95 元，当前股价对应 PE 为 27.67/18.98/17.70 倍。根据可比上市公司市盈率情况，公司处于合理估值区间。考虑到公司的龙头优势，未来仍有估值扩张空间，首次覆盖给与“增持”的投资评级。

风险提示：农产品价格波动、汇率波动、国际局势变化等风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,114	32,497	27,603	30,471	32,118
增长比率（%）	24.53	-1.86	-15.06	10.39	5.41
净利润（百万元）	2,073	1,713	1,298	1,892	2,029
增长比率（%）	177.04	-17.36	-24.24	45.76	7.26
每股收益(元)	0.97	0.80	0.61	0.88	0.95
市盈率(倍)	17.32	20.96	27.67	18.98	17.70

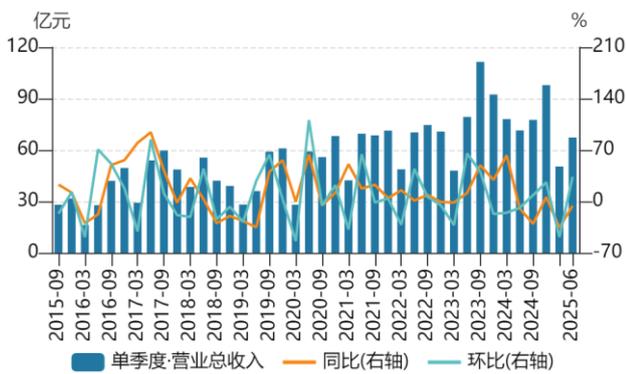
资料来源：中原证券研究所，聚源

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600737.SH	中粮糖业	16.79	359.11	0.66	0.88	1.21	25.59	19.14	13.83
600882.SH	妙可蓝多	24.98	127.91	0.46	0.65	0.87	53.88	38.19	28.71
000576.SZ	甘化化工	11.28	49.23	0.24	0.36	0.54	46.84	30.96	20.98
603886.SH	元祖股份	12.99	31.18	0.97	1.10	1.24	13.44	11.80	10.47

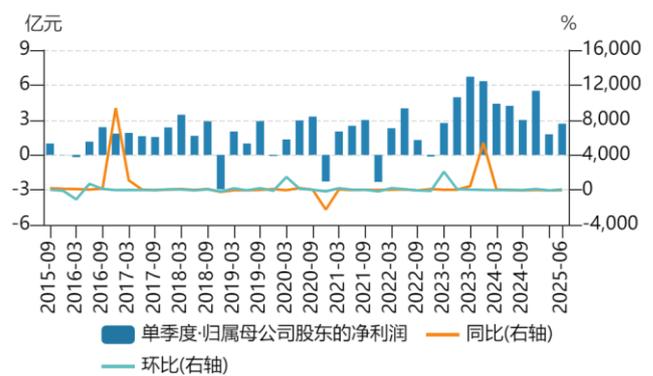
资料来源: Wind 一致预期, 中原证券研究所 (截至 2025 年 9 月 16 日)

图 1: 2015-2025 年公司单季度营业收入及同环比增速



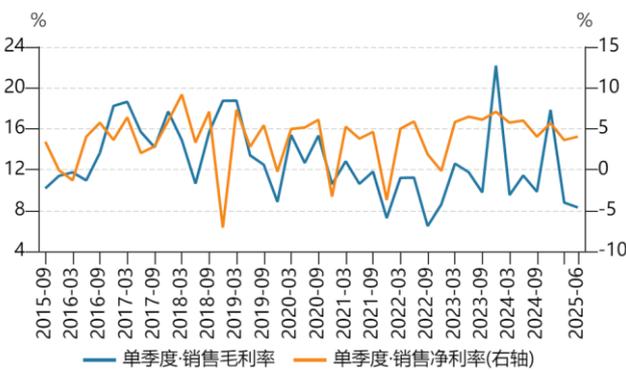
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 2: 2015-2025 年公司单季度归母净利润及同比增速



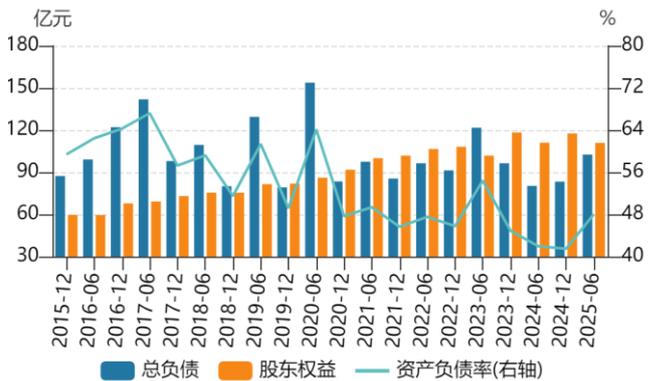
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 3: 2015-2025 年公司单季度利润率走势



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 4: 2015-2025 年公司资本结构变化



资料来源: Wind, 中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,699	13,894	14,056	14,787	15,435
现金	1,006	837	1,764	1,801	1,931
应收票据及应收账款	1,140	1,169	987	1,079	1,147
其他应收款	1,815	1,826	1,737	1,767	1,896
预付账款	374	423	609	470	537
存货	9,679	8,524	7,845	8,557	8,811
其他流动资产	1,684	1,117	1,114	1,114	1,114
非流动资产	5,780	6,209	6,217	6,217	6,217
长期投资	2	1	1	1	1
固定资产	3,787	4,585	4,585	4,585	4,585
无形资产	788	788	788	788	788
其他非流动资产	1,204	834	843	843	843
资产总计	21,479	20,103	20,273	21,004	21,653
流动负债	9,336	7,973	8,020	8,253	8,368
短期借款	3,668	3,494	3,494	3,494	3,494
应付票据及应付账款	1,131	1,960	1,689	1,582	1,847
其他流动负债	4,538	2,518	2,837	3,177	3,027
非流动负债	307	367	390	390	390
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	307	367	390	390	390
负债合计	9,644	8,339	8,410	8,643	8,758
少数股东权益	232	251	292	338	387
股本	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
资本公积	4,628	4,628	4,628	4,628	4,628
留存收益	3,680	3,619	3,929	4,380	4,864
归属母公司股东权益	11,603	11,513	11,572	12,023	12,507
负债和股东权益	21,479	20,103	20,273	21,004	21,653

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	887	2,634	2,165	1,514	1,707
净利润	2,124	1,744	1,339	1,938	2,079
折旧摊销	406	433	0	0	0
财务费用	96	88	35	35	35
投资损失	-14	10	-38	-15	-17
营运资金变动	-2,202	-429	812	-460	-404
其他经营现金流	478	790	17	16	13
投资活动现金流	330	-726	31	-1	4
资本支出	-646	-738	-10	-16	-13
长期投资	927	8	0	0	0
其他投资现金流	49	4	41	15	17
筹资活动现金流	-1,445	-2,063	-1,269	-1,476	-1,581
短期借款	987	-174	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-68	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2,363	-1,890	-1,269	-1,476	-1,581
现金净增加额	-214	-161	927	37	130

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,114	32,497	27,603	30,471	32,118
营业成本	28,442	28,431	24,738	26,817	28,240
营业税金及附加	216	124	119	149	139
营业费用	369	353	331	346	366
管理费用	823	765	773	776	824
研发费用	46	57	50	50	55
财务费用	50	1	35	35	35
资产减值损失	-589	-670	0	0	0
其他收益	36	88	60	60	73
公允价值变动收益	-53	-17	0	0	0
投资净收益	14	-10	38	15	17
资产处置收益	2	2	3	2	3
营业利润	2,595	2,129	1,658	2,377	2,551
营业外收入	18	22	25	22	23
营业外支出	46	37	38	40	38
利润总额	2,568	2,114	1,646	2,359	2,535
所得税	445	370	307	420	456
净利润	2,124	1,744	1,339	1,938	2,079
少数股东损益	50	30	41	46	50
归属母公司净利润	2,073	1,713	1,298	1,892	2,029
EBITDA	3,103	2,608	1,681	2,394	2,570
EPS (元)	0.97	0.80	0.61	0.88	0.95

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	24.53	-1.86	-15.06	10.39	5.41
营业利润 (%)	161.02	-17.97	-22.11	43.33	7.31
归属母公司净利润 (%)	177.04	-17.36	-24.24	45.76	7.26
获利能力					
毛利率 (%)	14.11	12.51	10.38	11.99	12.07
净利率 (%)	6.26	5.27	4.70	6.21	6.32
ROE (%)	17.87	14.88	11.22	15.74	16.22
ROIC (%)	14.30	11.71	8.86	12.35	12.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.90	41.48	41.48	41.15	40.45
净负债比率 (%)	81.48	70.89	70.89	69.92	67.92
流动比率	1.68	1.74	1.75	1.79	1.84
速动比率	0.49	0.52	0.60	0.60	0.63
营运能力					
总资产周转率	1.59	1.56	1.37	1.48	1.51
应收账款周转率	32.79	28.14	26.02	30.20	29.27
应付账款周转率	23.75	18.82	15.27	19.54	18.43
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.97	0.80	0.61	0.88	0.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	1.23	1.01	0.71	0.80
每股净资产 (最新摊薄)	5.42	5.38	5.41	5.62	5.85
估值比率					
P/E	17.32	20.96	27.67	18.98	17.70
P/B	3.10	3.12	3.10	2.99	2.87
EV/EBITDA	6.57	9.42	22.43	15.74	14.61

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。