

北大荒 (600598. SH)

优质黑土地资源运营商，有望受益农产品景气上行

优于大市

核心观点

北大荒以耕地发包经营为核心主业，兼营农产品销售、农用物资销售及农业技术服务等其他业务。公司通过承包方式取得国有耕地的承包经营权，下辖友谊、八五二、七星、八五六等 16 家农业分公司，经营土地总面积近 1300 万亩（其中耕地 1158 万亩），主要分布于三江平原黑土带核心区。家庭农场（农户）与农业分公司签订《农业生产承包协议》承包公司耕地，按照公司统一管理办法和技术措施安排生产并自理开支费用。2025 年公司实现营业收入 52.29 亿元，其中土地承包费收入 37.50 亿元，管理耕地内实现水稻、玉米、大豆等优质农作物产量超 120 亿斤。

行业景气判断：低库存叠加厄尔尼诺催化，粮豆价格有望筑底回暖。本次厄尔尼诺目前已达超强级别。需要重点关注美国在收获季，或南美洲在关键生长期是否遭受洪涝等气象灾害进而减产。而且从历史经验来看，上世纪两次极强厄尔尼诺（1982-1983、1997-1998）结束后都出现过强拉尼娜事件。若拉尼娜随后出现，则会令美洲产区面临极端干旱风险。近年全球玉米和大豆供需双旺，库销比持续下降，一旦减产确认，价格或将底部反转。

公司看点一：在手黑土资源优势稳固。公司所管土地处于世界三大黑土带之一的东北平原，掌握稀缺黑土资产，地势平坦、土壤肥沃，具备生产优质农产品的得天独厚条件。未来叠加公司专业技术和管理赋能，在稳产优势，地力提升的共同支撑下，公司土地承包费有望保持长期定价能力。

公司看点二：粮价若筑底上行，单亩盈利有望稳步提升。近年受优质耕地供给刚性、种粮收益相对可观、规模经营需求增长的共同推动下，国内土地流转租金维持增长趋势。未来随管理优化和粮价回暖，耕地单亩效益有望进一步提升，公司单亩租金有望保持稳步提升趋势

盈利预测与估值：公司掌握优质黑土资源，单亩租金稳健提升。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-4.4/10.4/11.2 亿元，利润年增速分别为--/--/7.8%，EPS 分别为-0.24/0.59/0.63 元。通过绝对估值，预计公司合理估值 16.0-18.1 元，相对目前股价溢价空间约 15-30%，给予“优于大市”评级。

风险提示：发生极端天气导致大幅减产的风险；农产品价格下跌的风险等。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,339	5,229	4,823	5,133	5,383
(+/-%)	5.8%	-2.1%	-7.8%	6.4%	4.9%
归母净利润(百万元)	1087	1166	-435	1041	1122
(+/-%)	2.2%	7.3%	—	—	7.8%
每股收益(元)	0.61	0.66	-0.24	0.59	0.63
EBIT Margin	20.1%	22.3%	24.7%	25.7%	26.2%
净资产收益率 (ROE)	13.9%	14.6%	-5.7%	13.5%	14.2%
市盈率 (PE)	22.7	21.2	-56.8	23.7	22.0
EV/EBITDA	19.5	17.9	16.4	15.0	14.3
市净率 (PB)	3.16	3.08	3.26	3.19	3.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

农林牧渔 · 种植业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

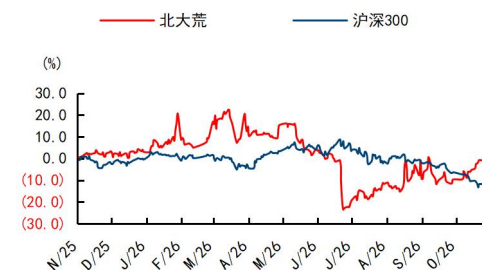
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	15.99 - 18.14 元
收盘价	13.84 元
总市值/流通市值	24603/24603 百万元
52 周最高价/最低价	18.35/10.40 元
近 3 个月日均成交额	533.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

北大荒：优质黑土地资源运营商	5
公司简介：黑龙江农垦旗下的黑土地资源运营商	5
公司治理：股权结构集中，财政部通过北大荒农垦集团实控	5
经营分析：收入稳健增长，主要来自土地承包业务	6
行业景气判断：低库存叠加厄尔尼诺催化，粮豆价格有望筑底回暖	9
玉米：低库存提供涨价基础，极端天气扰动有望催化新周期	9
大豆：产区和玉米重合度高，天气扰动和生柴需求支撑价格回暖	12
公司核心看点：资源优势稳固，单亩盈利有望稳步提升	16
经营稀缺连片黑土地，资源优势稳固	16
未来粮价周期共振，单亩租金有望稳步提升	16
盈利预测	19
假设前提	19
未来 3 年业绩预测	20
盈利预测的敏感性分析	21
估值与投资建议	22
绝对估值：16.0-18.1 元	22
绝对估值的敏感性分析	23
投资建议	23
风险提示	24
附表：财务预测与估值	25

图表目录

图 1: 公司目前以耕地发包经营为核心主业	5
图 2: 北大荒实际控制人为财政部	6
图 3: 北大荒营业收入及增速	6
图 4: 北大荒单季营业收入及增速	6
图 5: 北大荒归母净利润及增速	7
图 6: 北大荒单季归母净利润及增速	7
图 7: 土地承包贡献公司超 70%收入, 约 96%毛利	7
图 8: 除去短期事件冲击, 公司毛利率和净利率表现稳健	7
图 9: 土地承包业务为公司贡献稳定现金流 (亿元)	8
图 10: 近年公司现金分红稳健增长	8
图 11: 全球玉米产量集中分布于美洲和中国 (2025/26)	9
图 12: 全球玉米主产区种植日历	9
图 13: 国内玉米现货价 (元/吨) 近期震荡偏弱	9
图 14: 近期国际玉米期货收盘价走强	9
图 15: 1960 年以来, 厄尔尼诺期间全球玉米价格的上涨概率约为 70%	11
图 16: 1960 年以来, 拉尼娜发生时, 导致全球玉米减产的概率为 57%	11
图 17: 1960 年以来, 拉尼娜期间全球玉米价格的上涨概率约为 61%, 涨幅中位数 31%	12
图 18: 全球大豆产量集中分布于美洲 (2025/26)	12
图 19: 全球大豆主产区种植日历	12
图 20: 国内大豆现货价维持底部 (元/吨)	13
图 21: 大豆国际期货收盘价 (美分/蒲式耳)	13
图 22: 1960 年以来, 厄尔尼诺发生时, 导致全球大豆减产的概率为 45%	14
图 23: 1960 年以来, 厄尔尼诺期间全球大豆价格的上涨概率约为 63%, 涨幅中位数 8%	14
图 24: 1960 年以来, 拉尼娜发生时, 导致全球大豆减产的概率为 48%	15
图 25: 1960 年以来, 拉尼娜期间全球大豆价格的上涨概率约为 50%, 涨幅中位数 13%	15
图 26: 北大荒在东北的三江平原拥有连片优质黑土地	16
图 27: 公司所管土地具备较强稳产能力	16
图 28: 公司通过双层体制兼顾管控与效率	17
图 29: 国内流转土地单亩租金近年持续提升	17
图 30: 黑龙江粮食种植收益整体保持较好水平	17
图 31: 北大荒单亩土地租金及毛利稳步提升	18
图 32: 北大荒单亩盈利较苏垦农发明显更低	18

表1：全球玉米供需平衡表	10
表2：中国玉米供需平衡表	10
表3：全球大豆供需平衡表	13
表4：北大荒业务拆分	19
表5：公司盈利预测假设条件（%）	20
表6：未来3年盈利预测表	20
表7：情景分析（乐观、中性、悲观）	21
表8：资本成本假设	22
表9：公司FCFF预测表	22
表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	23

北大荒：优质黑土地资源运营商

公司简介：黑龙江农垦旗下的黑土地资源运营商

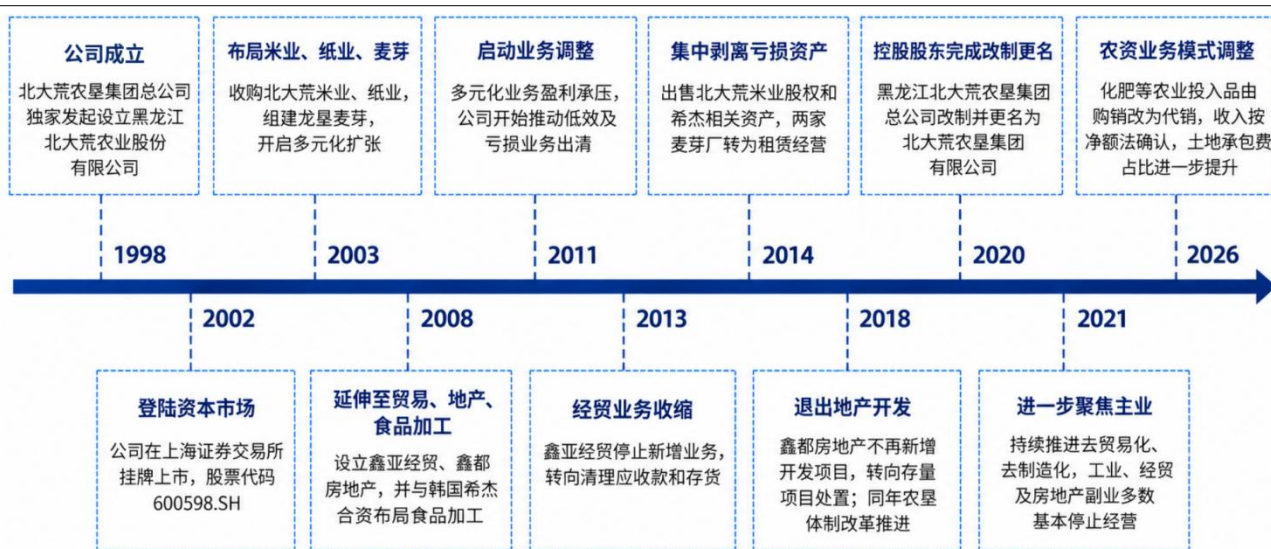
北大荒以耕地发包经营为核心主业，兼营农产品销售、农用物资销售及农业技术服务等其他业务。公司通过承包方式取得国有耕地的承包经营权，下辖友谊、八五二、七星、八五六等 16 家农业分公司，经营土地总面积近 1300 万亩（其中耕地 1158 万亩），主要分布于三江平原黑土带核心区。家庭农场（农户）与农业分公司签订《农业生产承包协议》承包公司耕地，按照公司统一管理办法和技术措施安排生产并自理开支费用。2025 年公司实现营业收入 52.29 亿元，其中土地承包费收入 37.50 亿元，管理耕地内实现水稻、玉米、大豆等优质农作物产量超 120 亿斤。

公司上市初期曾按“全产业链”思路多元化扩张。公司于 1998 年 11 月由北大荒农垦集团总公司独家发起设立，2002 年 3 月在上海证券交易所上市，业务覆盖种植、米业加工、麦芽、房地产等多个板块，收入规模较大但盈利质量偏低。

2011 年后公司持续剥离非主业、出清亏损业务。由于米业、麦芽等多元化业务长期拖累公司利润率并形成减值包袱，公司在 2011 年后持续推动非主业剥离与亏损业务出清。2018 年黑龙江农垦总局整建制改制为北大荒农垦集团，2020 年集团完成公司制改制并挂牌运行，为上市公司聚焦主业进一步奠定基础。

2021 年以来公司进一步聚焦耕地发包主业。公司近年持续推进“去贸易化、去制造化”，工业、经贸及房地产等副业多数已基本停止经营，以清理应收或销售存货为主；2026 年化肥等农业投入品经营模式由购销改为代销，收入按净额法确认，营业收入基数相应收窄，公司土地承包费占营业收入的比重进一步提升。

图 1：公司目前以耕地发包经营为核心主业

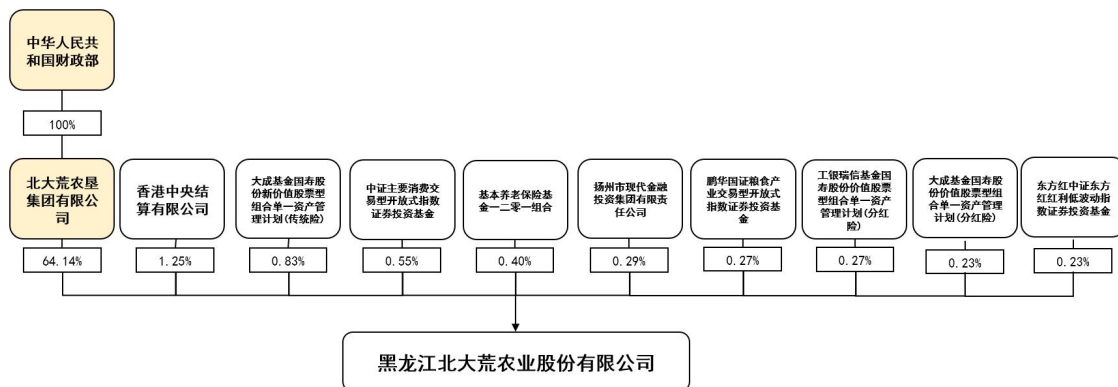


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司治理：股权结构集中，财政部通过北大荒农垦集团实控

公司股权结构较为集中。截至 2026 年 6 月 30 日，控股股东北大荒农垦集团有限公司持有公司 11.40 亿股, 持股比例 64.14%; 北大荒农垦集团由财政部 100% 持股, 2020 年 9 月起被列为中央财政一级预算单位, 由财政部直接管理。公司第二大股东为香港中央结算有限公司 (持股 1.25%), 前十大股东合计持股 68.45%。

图2：北大荒实际控制人为财政部



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营分析：收入稳健增长，主要来自土地承包业务

◆ 近年收入利润表现稳健，补税事项施压短期业绩

2023-2025 年公司分别实现营业收入 50.44/53.39/52.29 亿元，分别同比 +18.37%/+5.83%/-2.05%，其中 2025 年土地承包收入仍维持增长，收入小幅下降原因主要系公司主动收缩农资销售等低毛利业务。2023-2025 年公司分别实现归母净利润 10.64/10.87/11.66 亿元，分别同比 +9.07%/+2.21%/+7.26%，主要得益于地租收入增长以及内部费用管控成效。

2026 年上半年实现营业收入 21.28 亿元，同比 -29.39%，归母净利润 -5.37 亿元，同比由盈转亏。其中收入下滑主要因化肥业务由购销转为代销模式导致收入确认规模收缩；利润大幅转亏原因主要系：2026 年 6 月税务机关认定公司下属 16 家农业分公司从非职工家庭农场取得的土地承包费收入不应享受企业所得税优惠，公司需补缴 2021-2025 年企业所得税 10.24 亿元及滞纳金 3.86 亿元（合计 14.10 亿元），该款项于 2026H1 缴清并全额计入当期损益，导致公司短期业绩承压。

图3：北大荒营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：北大荒单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：北大荒归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：北大荒单季归母净利润及增速



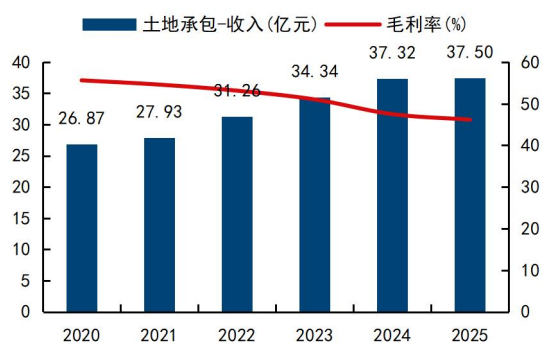
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 土地承包业务贡献主要收入，增速及毛利率表现稳健

2025 年公司土地承包费收入 37.50 亿元（+0.48%），占营业收入 71.71%（按 1158 万亩耕地折算，2025 年单位租金约 324 元/亩）；毛利为 17.31 亿元，对应毛利率 46.15%，贡献公司几乎全部毛利。承包费成本较低且每年重定价一次，近年维持稳健增长趋势，毛利率表现稳健。

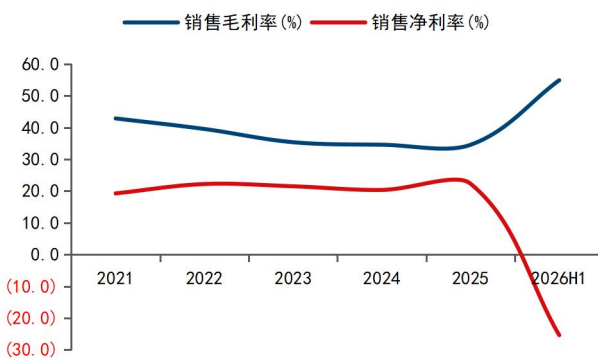
公司其他业务收入来自农产品销售、农用物资销售及农业技术服务等，收入具备一定体量但毛利较薄，2026 年调整化肥业务销售收入确认模式后，2026 年非主业收入占比预计进一步下降。

图7：土地承包贡献公司超 70%收入，约 96%毛利



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：除去短期事件冲击，公司毛利率和净利率表现稳健



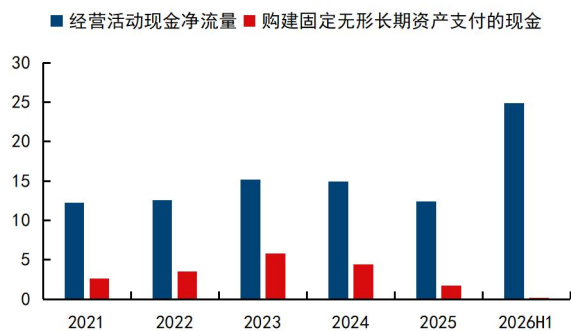
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 土地承包业务贡献稳定现金流，近年分红金额稳健增长

公司核心资产是通过承包方式取得的国有耕地承包经营权，资产负债率较低，资本开支需求小，土地承包业务每年可以稳定贡献自由现金流，除非出现类似 2026 年补税等短期冲击事项，长期分红具备持续基础。具体来看，2023-2025 年公司经营活动现金流量净额分别为 15.15/14.94/12.41 亿元，对应净利润现金含量均在 100%以上，销售现金比率分别为 30.03%/27.98%/23.72%，均维持高位。公司

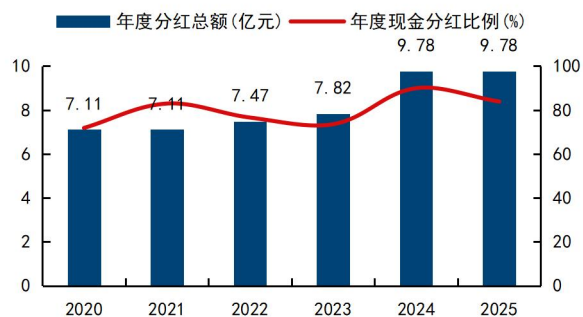
2023-2025 年度分别派现 7.82/9.78/9.78 亿元，其中 2025 年度派息率 83.84%。

图9：土地承包业务为公司贡献稳定现金流（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：近年公司现金分红稳健增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

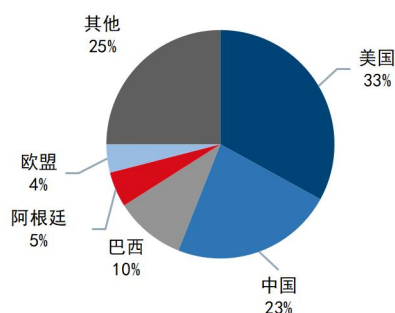
行业景气判断：低库存叠加厄尔尼诺催化，粮豆价格有望筑底回暖

玉米：低库存提供涨价基础，极端天气扰动有望催化新周期

◆ 全球玉米产量集中分布于美洲和中国

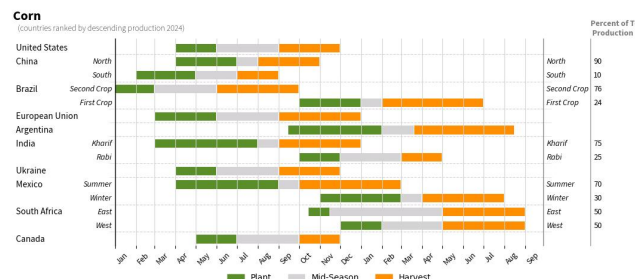
根据 USDA 最新估算，2025/26 产季全球玉米产量约为 13.3 亿吨，其中美国/中国/巴西的产量占比分别为 33%/23%/10%，其中美国每年 6 月份前完成播种，6-8 月份是关键生长季；中国玉米生产集中于北方，通常 7 月份前完成播种，7-8 月份是关键生长季；巴西临近热带，玉米分为两季，其中冬玉米（第二季）贡献主要产量，通常 3 月份前完成播种，3-5 月份是关键生长季。

图 11：全球玉米产量集中分布于美洲和中国 (2025/26)



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 12：全球玉米主产区种植日历



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 国内外玉米价格正处历史底部，供需平衡表持续收紧

2026 年 10 月 16 日国内玉米现货价 2195 元/吨，周环比+0.05%。短期，深加工企业库存同比偏低，存在补库需求，玉米价格底部支撑较强。中长期，国内新季维持丰产，26/27 年期末库销比进一步收紧，预计价格企稳回暖。海外全球产需预期 26/27 年同比双增，但期末库销比继续收紧，价格有望维持偏强趋势，并带动国内价格。

图 13：国内玉米现货价(元/吨)近期震荡偏弱



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图 14：近期国际玉米期货收盘价走强



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表1: 全球玉米供需平衡表

百万吨	2023/24	2024/25	2025/26 (9月预估)	2025/26 (10月预估)	2026/27 (9月预估)	2026/27 (10月预估)
期初库存	305.36	313.82	295.7	295.64	301.38	307.16
产量	1231.13	1234.98	1330.81	1330.62	1290.95	1293.75
进口	197.6	186.55	196.33	198.38	203.11	203.38
饲用消费量	769.93	785.75	826.12	824.28	827.4	826.33
总使用量	1221.24	1253.16	1325.13	1319.1	1320.23	1320.47
出口量	192.65	187.58	218.21	215.96	210.08	210.72
期末库存	315.25	295.64	301.38	307.16	272.1	280.44
库销比	25.81%	23.59%	22.74%	23.29%	20.61%	21.24%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

表2: 中国玉米供需平衡表

百万吨	2023/24	2024/25	2025/26 (9月预估)	2025/26 (10月预估)	2026/27 (9月预估)	2026/27 (10月预估)
期初库存	206.02	211.19	191.93	191.93	177.15	177.15
产量	288.84	294.92	301.24	301.24	307	307
进口	23.33	1.82	4	4	5	5
饲用消费量	225	234	238	238	242	242
总使用量	307	316	320	320	324	324
出口量	0	0	0.02	0.02	0.02	0.02
期末库存	211.19	191.93	177.15	177.15	165.13	165.13
库销比	68.79%	60.74%	55.36%	55.36%	50.97%	50.97%

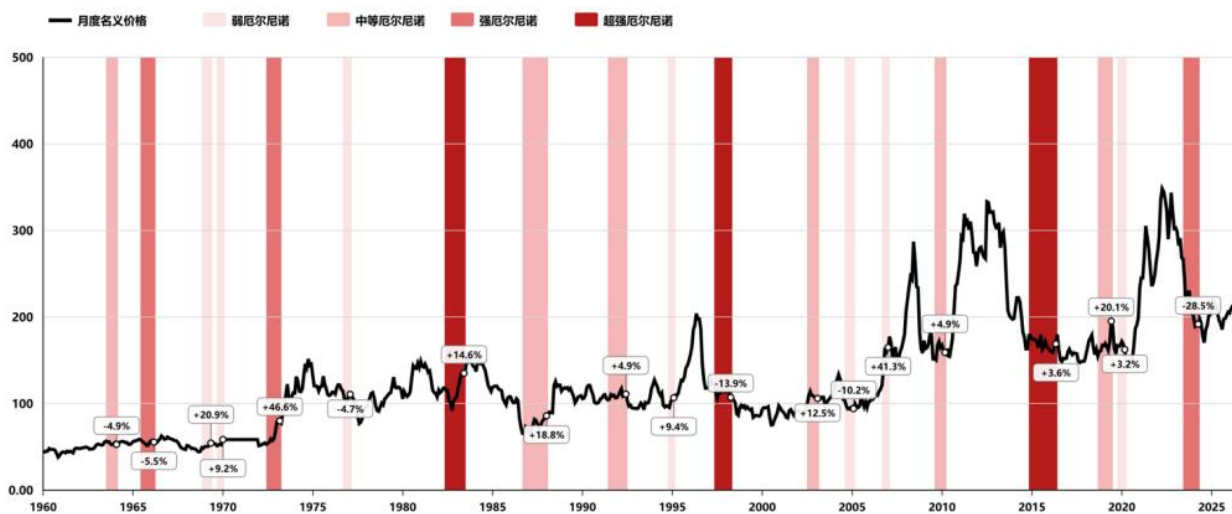
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 单厄尔尼诺对玉米单产通常影响较小，但需警惕可能随之而来的拉尼娜

单产方面: 复盘 1960 年以来厄尔尼诺历次对南北半球关键生产季产生影响时，其导致玉米减产的概率为 38%，其中最近十次影响中，减产概率为 40%。概率偏低的主要原因系厄尔尼诺导致雨带东移后，通常会为南北美洲西部沿岸带来更多降雨，且对中国中北部影响相对温和，因此减产风险较小。进一步根据强度分析可以发现，在三次超强等级厄尔尼诺发生时，都曾导致全球玉米出现过减产，主要原因系强度过高时，南北美洲沿岸及中国靠近长江地区的产区面临着较大的洪涝灾害风险，会对玉米生长以及收获产生重要影响。

价格方面: 历次厄尔尼诺发生区间内，全球玉米价格上涨概率接近 70%，但涨幅多较为温和，且价格大幅上涨通常并非由厄尔尼诺单一因素驱动，而是气候扰动与供需格局、能源价格、货币环境等多重因素共振的结果。比如 1970s 厄尔尼诺阶段玉米价格上涨更多受到石油危机驱动，能源价格上涨推高农业生产成本；2000s 厄尔尼诺期间伴随全球流动性宽松、能源价格上涨以及新兴市场需求扩张。最新一轮 2023-2024 年期间，厄尔尼诺达到强级别，但美国、中国维持丰产，玉米价格区间内跌幅接近 30%。

图 15: 1960 年以来, 厄尔尼诺期间全球玉米价格的上涨概率约为 70%



资料来源: 世界银行, NOAA, 国信证券经济研究所整理

考虑到历史上厄尔尼诺和拉尼娜常交替发生, 我们进一步复盘 1960 年以来拉尼娜历次对南北半球关键生产季产生影响时的单产和价格变化, 发现玉米的减产概率升至 57%, 价格上涨中位数升至 31%, 其中四次强事件中的区间涨跌幅分别高达 49%/31%/74%/88%。因此本轮厄尔尼诺结束后, 仍需要关注是否会出现新一轮强拉尼娜 (上世纪两次极强厄尔尼诺结束后, 都紧接出现过强拉尼娜), 进而给美国、巴西等核心玉米产区带来干旱灾害风险。

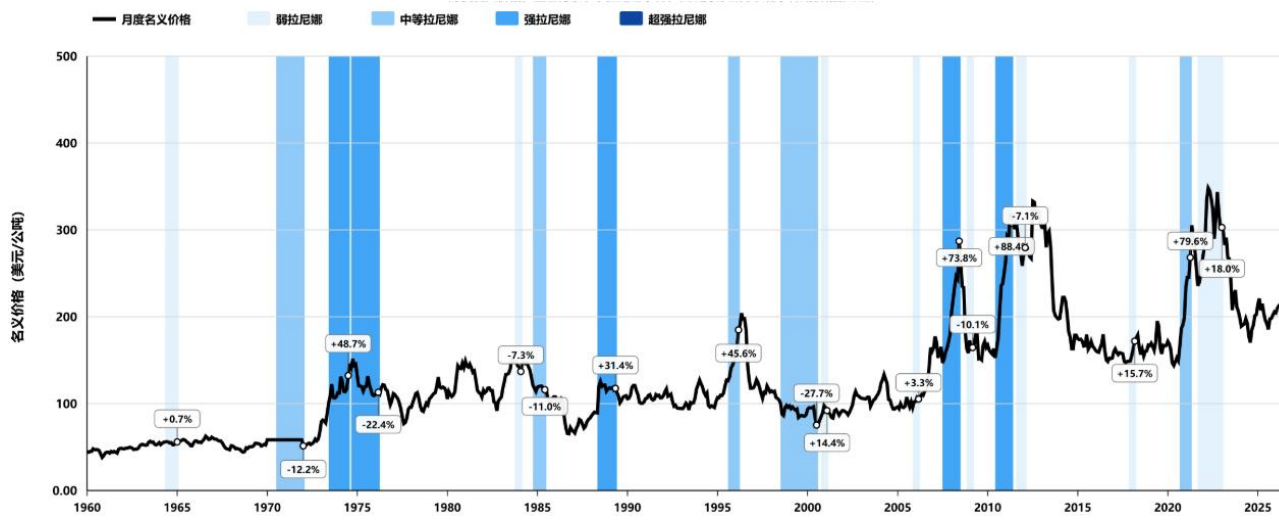
总体来看, 超强厄尔尼诺目前已经确立, 需要重点关注今年秋冬美国在收获季, 或南美洲冬玉米在关键生长期是否遭受洪涝等气象灾害进而减产。而且从历史经验来看, 上世纪两次超强厄尔尼诺 (1982-1983、1997-1998) 结束后都出现过强拉尼娜事件。若拉尼娜随后出现, 则会令美洲产区面临极端干旱风险。近年全球玉米和大豆供需双旺, 库销比持续下降, 一旦减产确认, 价格或将底部反转。

图 16: 1960 年以来, 拉尼娜发生时, 导致全球玉米减产的概率为 57%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	中国	yoy	巴西	yoy
中等/弱	2022/23北半球+南半球生长期	5.666	-2.82%	10.886	-1.85%	6.44	2.38%	6.116	14.94%
中等/弱	2021/22南半球生长期	5.8303	1.18%	11.091	3.07%	6.29	-0.47%	5.321	21.71%
中等/弱	2020/21南半球生长期	5.7623	-0.69%	10.761	2.34%	6.32	0.00%	4.372	-20.71%
中等/弱	2017/18南半球生长期	5.7507	-0.41%	11.084	1.12%	6.11	2.35%	4.94	-11.74%
中等/弱	2011/12南半球生长期	5.137	-0.36%	9.215	-3.77%	5.75	5.50%	4.803	15.48%
强	2010/11北半球+南半球生长期	5.1555	0.05%	9.576	-7.19%	5.45	3.61%	4.159	-4.17%
中等/弱	2008/09南半球生长期	5.0661	1.70%	9.621	1.72%	5.56	7.54%	3.617	-9.26%
强	2007/08北半球+南半球生长期	4.9814	4.36%	9.458	1.07%	5.17	-3.00%	3.986	9.42%
中等/弱	2005/06南半球生长期	4.8199	-2.53%	9.285	-7.74%	5.29	3.32%	3.233	6.81%
强	2000/01北半球+南半球生长期	4.3216	-2.39%	8.591	2.30%	4.6	-7.07%	3.202	27.27%
强	1999/00北半球+南半球生长期	4.4272	-0.20%	8.398	-0.47%	4.95	-6.07%	2.516	-6.01%
强	1998/99北半球+南半球生长期	4.4362	6.81%	8.438	6.11%	5.27	20.05%	2.677	1.06%
中等/弱	1995/96南半球生长期	3.8058	-7.57%	7.123	-18.13%	4.92	4.90%	2.359	-10.61%
强	1988/87北半球+南半球生长期	3.1001	-11.08%	5.311	-29.39%	3.93	0.26%	2.025	7.37%
中等/弱	1984/85南半球生长期	3.5256	19.71%	6.698	31.59%	3.96	9.39%	1.773	2.13%
超强	1975/76北半球+南半球生长期	2.8132	10.04%	5.421	20.15%	2.54	2.83%	1.597	5.48%
强	1974/75北半球+南半球生长期	2.5565	-6.07%	4.512	-21.23%	2.47	6.01%	1.514	4.70%
强	1973/74北半球+南半球生长期	2.7217	1.30%	5.728	-5.94%	2.33	21.35%	1.446	1.54%
中等/弱	1971/72北半球+南半球生长期	2.6534	12.87%	5.527	21.63%	2.14	2.39%	1.413	5.53%
强	1970/71北半球+南半球生长期	2.3509	-2.88%	4.544	-15.71%	2.09	18.75%	1.339	-7.14%
强	1964/65北半球+南半球生长期	1.9937	-1.84%	3.95	-7.28%	1.48	10.45%	1.381	18.95%

资料来源: FAO, NOAA, 国信证券经济研究所整理 (注: 图为 FAO 口径玉米单产, 单位为“吨/公顷”)

图 17: 1960 年以来, 拉尼娜期间全球玉米价格的上涨概率约为 61%, 涨幅中位数 31%



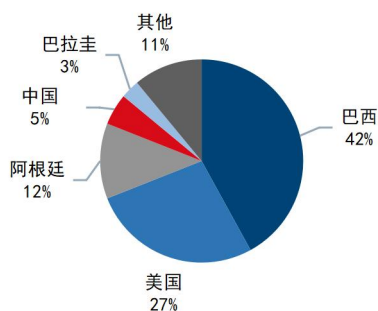
资料来源: 世界银行, NOAA, 国信证券经济研究所整理

大豆: 产区和玉米重合度高, 天气扰动和生柴需求支撑价格回暖

◆ 大豆产量集中分布于南北美洲

根据 USDA 最新估算, 2025/26 产季全球大豆产量约为 4.3 亿吨, 其中巴西/美国/阿根廷的产量占比分别为 42%/27%/12%, 其中巴西每年 9-12 月份是关键播种生长季; 美国每年 7 月份前完成播种, 7-8 月份是关键生长季。

图 18: 全球大豆产量集中分布于美洲 (2025/26)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图 19: 全球大豆主产区种植日历



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 近年全球大豆维持丰产, 估值处于历史低位

2026 年 10 月 23 日, 国内大豆现货价为 4467 元/吨, 周环比+2.11%; 豆粕现货价为 3326 元/吨, 周环比-0.95%。短期, 国内大豆及豆粕现货供应宽松, 价格预计表现震荡, 中长期, 预计巴西大豆将陆续上量, 关注后续南美天气扰动、贸易与生物燃料政策的潜在催化。

图20: 国内大豆现货价维持底部 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 大豆国际期货收盘价 (美分/蒲式耳)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 全球大豆供需平衡表

百万吨	2023/24	2024/25	2025/26 (9月预估)	2025/26 (10月预估)	2026/27 (9月预估)	2026/27 (10月预估)
期初库存	101.82	115.1	125.95	125.97	125.27	124.93
产量	396.4	428.11	429.41	429.19	442.35	442.7
进口	178.54	179.15	187.78	188.53	190.42	190.82
压榨量	331.25	359.16	374.31	375.84	385.22	385.71
总使用量	383.87	412.06	430.64	432.33	442.44	442.18
出口量	177.76	184.33	187.23	186.42	191.58	192
期末库存	115.13	125.97	125.27	124.93	124.02	124.28
库销比	29.99%	30.57%	29.09%	28.90%	28.03%	28.11%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 厄尔尼诺期间大豆减产概率高于玉米，拉尼娜同样会放大减产风险

单产方面：复盘 1960 年以来厄尔尼诺历次对南北半球关键生产季产生影响时，其导致大豆减产的概率为 45%，其中最近十次影响中，减产概率仅为 60%。虽然大豆生长区域和玉米较为类似，但减产概率明显高于玉米，主要因大豆分布更集中，且生育期对水热条件更敏感。每当厄尔尼诺在年底进入高峰阶段时，通常会导致巴西南部、阿根廷等大豆主产区出现降水异常变多的情况，进而易影响开花结荚期的生长表现。

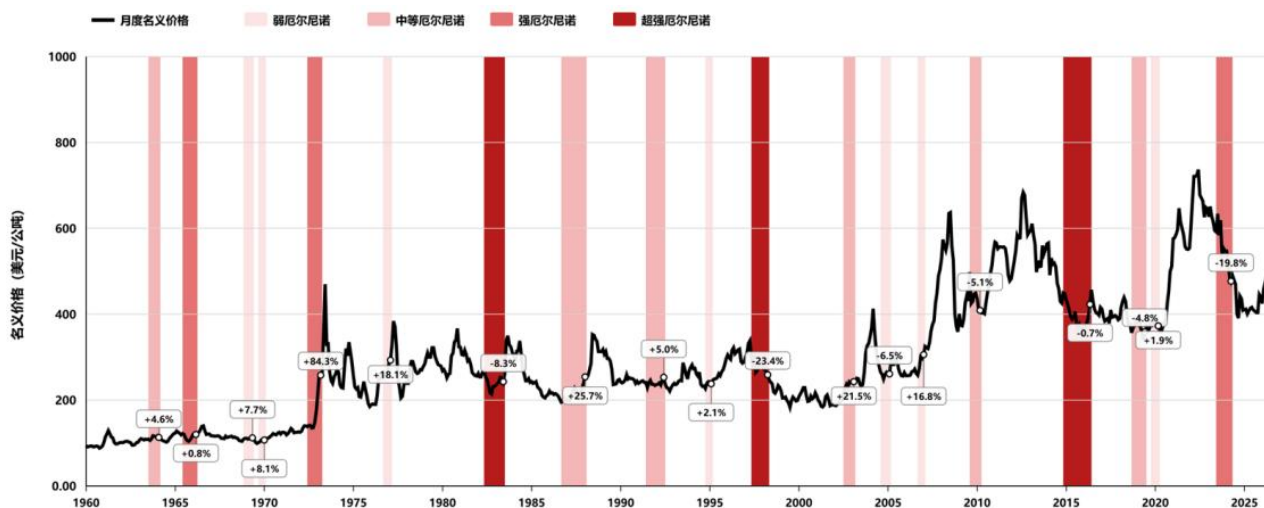
图22：1960年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球大豆减产的概率为45%

强度	影响季	全球	yoy	美国	yoy	巴西	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	2.6958	2.42%	3.4	2.09%	3.38	15.93%
弱	2019/20南半球生长期	2.7175	-1.84%	3.35	-6.24%	3.42	-6.07%
弱	2018/19南半球生长期	2.7684	-3.12%	3.33	2.61%	3.33	0.35%
弱	2019/20北半球生长期	2.7175	-1.84%	3.35	-6.24%	3.42	-6.07%
超强	2014/15南半球生长期	2.6053	4.25%	3.21	7.98%	3	-2.14%
强	2015/16北半球生长期	2.6753	2.69%	3.23	0.98%	3	5.68%
强	2009/10南半球+北半球生长期	2.2476	-6.27%	2.96	10.77%	2.91	-6.38%
弱	2006/07南半球生长期	2.3241	0.28%	2.77	-0.50%	2.86	6.69%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	2.2433	-1.59%	2.91	24.75%	2.58	-17.92%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	2.2925	-0.59%	2.54	-4.02%	2.83	-5.04%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	2.1566	1.53%	2.1566	3.54%	2.2977	2.15%
强	1998/99北半球生长期	2.2563	4.62%	2.2563	0.02%	2.3533	2.42%
弱	1994/95南半球生长期	2.1825	12.73%	2.1825	26.76%	2.1632	1.84%
弱	1993/94北半球生长期	1.9361	-4.67%	1.9361	-13.26%	2.1241	4.37%
强	1991/92北半球+南半球生长期	1.8725	-1.23%	1.8725	0.48%	1.5533	-10.33%
强	1992/93北半球+南半球生长期	2.031	8.46%	2.031	9.84%	2.0352	31.02%
强	1986/87南半球生长期	1.8199	-4.53%	1.8199	-2.23%	1.4522	-19.33%
强	1987/88北半球+南半球生长期	1.9052	4.69%	1.9052	1.71%	1.8595	28.05%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	1.7586	0.27%	1.7586	4.34%	1.5647	-11.36%
强	1983/84北半球生长期	1.6201	-7.88%	1.6201	-17.06%	1.7921	14.53%
弱	1979/80南半球生长期	1.7492	7.55%	1.7492	9.49%	1.2403	1.17%
弱	1980/81北半球生长期	1.6001	-8.52%	1.6001	-17.52%	1.7273	39.26%
弱	1977/78南半球生长期	1.7561	13.71%	1.7561	17.15%	1.7699	1.15%
弱	1976/77南半球生长期	1.5443	-6.82%	1.5443	-9.67%	1.7498	3.02%
强	1972/73北半球+南半球生长期	1.4896	-1.93%	1.4896	0.99%	1.4705	21.51%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	1.4345	6.31%	1.4345	9.02%	0.9066	-22.45%
强	1969/70北半球+南半球生长期	1.4523	1.24%	1.4523	2.50%	1.1661	28.62%
强	1965/66北半球+南半球生长期	1.2279	8.44%	1.2279	7.83%	1.2115	42.90%
强	1963/64北半球+南半球生长期	1.1561	1.55%	1.1561	0.80%	0.9503	-13.65%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为FAO口径大豆单产，单位为“吨/公顷”）

价格方面：历次厄尔尼诺发生区间内，全球大豆价格上涨概率接近63%，涨幅同样较为温和。但由于大豆是生产生物燃料的重要原料来源之一，其能源属性相较玉米明显更强。比如1970s石油危机期间，农产品价格整体走牛，但大豆厄尔尼诺发生的区间内涨幅高达84%，明显高于玉米等品种。最新一轮2023-2024年期间，厄尔尼诺达到强级别，但美国、巴西主要产区降水条件相较拉尼娜期间明显改善，大豆单产回升至历史高位，大豆价格区间内跌幅接近20%。

图23：1960年以来，厄尔尼诺期间全球大豆价格的上涨概率约为63%，涨幅中位数8%



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

考虑到历史上厄尔尼诺和拉尼娜常交替发生，我们进一步复盘1960年以来拉尼娜历次对南北半球关键生产季产生影响时的单产和价格变化，发现大豆的减产概率升至48%，价格上涨中位数升至13%，其中本世纪以来两次强事件中的区间涨跌幅

分别为 76%/38%。因此本轮厄尔尼诺结束后，仍需要关注是否会出现新一轮强拉尼娜，进而给美国、巴西等核心大豆产区带来干旱灾害风险。

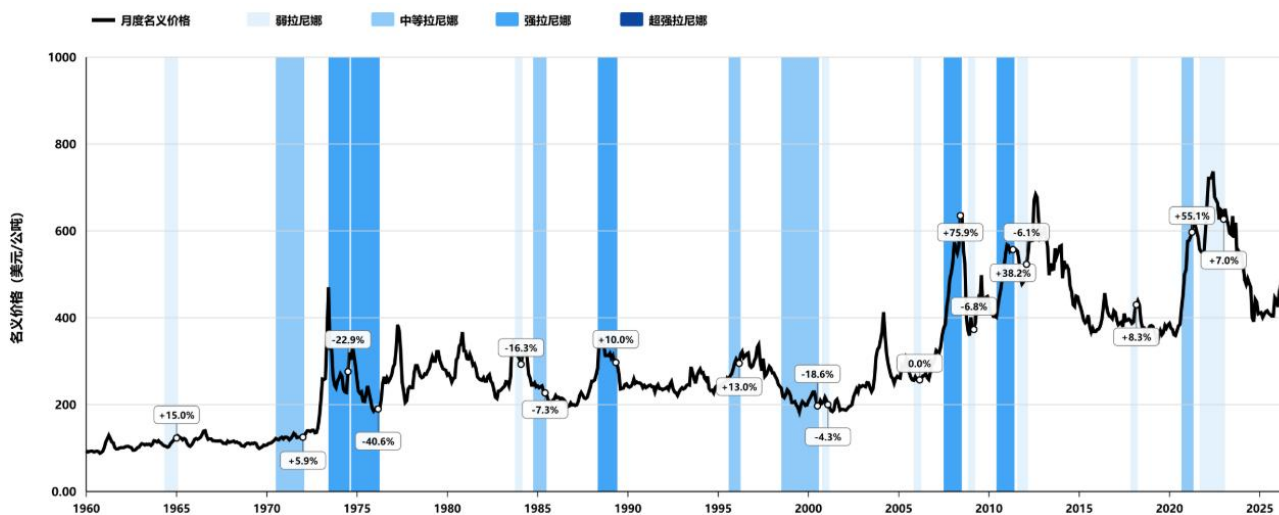
总体来看，本轮厄尔尼诺已经达到超强级别，需要重点关注年底南美洲巴西等地在关键播种生长期是否出现洪涝等气象灾害进而导致减产。如果减产确认，考虑到今年本就旺盛的生物燃料需求，全球大豆宽松格局或扭转，大豆及豆粕价格有望反转上行。

图 24：1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球大豆减产的概率为 48%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	巴西	yoy
中等/弱	2022/23 北半球+南半球生长期	2.6958	2.42%	2.6958	2.09%	3.4253	15.93%
中等/弱	2021/22 南半球生长期	2.7175	-1.84%	2.7175	-6.24%	3.1847	-6.07%
中等/弱	2020/21 南半球生长期	2.7684	-3.12%	2.7684	2.61%	3.3904	0.35%
中等/弱	2017/18 南半球生长期	2.7175	-1.84%	2.7175	-6.24%	3.1847	-6.07%
中等/弱	2011/12 南半球生长期	2.6053	4.25%	2.6053	7.98%	2.8659	-2.14%
强	2010/11 北半球+南半球生长期	2.6753	2.69%	2.6753	0.98%	3.0286	5.68%
中等/弱	2008/09 南半球生长期	2.2476	-6.27%	2.2476	10.77%	2.6365	-6.38%
强	2007/08 北半球+南半球生长期	2.3241	0.28%	2.3241	-0.50%	2.3796	6.69%
中等/弱	2005/06 南半球生长期	2.2433	-1.59%	2.2433	24.75%	2.3005	-17.92%
强	2000/01 北半球+南半球生长期	2.2925	-0.59%	2.2925	-4.02%	2.5739	-5.04%
强	1999/00 北半球+南半球生长期	2.1566	1.53%	2.1566	3.54%	2.2977	2.15%
强	1998/99 北半球+南半球生长期	2.2563	4.62%	2.2563	0.02%	2.3533	2.42%
中等/弱	1995/96 南半球生长期	2.1825	12.73%	2.1825	26.76%	2.1632	1.84%
强	1988/87 北半球+南半球生长期	1.9361	-4.67%	1.9361	-13.26%	2.1241	4.37%
中等/弱	1984/85 南半球生长期	1.8725	-1.23%	1.8725	0.48%	1.5533	-10.33%
超强	1975/76 北半球+南半球生长期	2.031	8.46%	2.031	9.84%	2.0352	31.02%
强	1974/75 北半球+南半球生长期	1.8199	-4.53%	1.8199	-2.23%	1.4522	-19.33%
强	1973/74 北半球+南半球生长期	1.9052	4.69%	1.9052	1.71%	1.8595	28.05%
中等/弱	1971/72 北半球+南半球生长期	1.7586	0.27%	1.7586	4.34%	1.5647	-11.36%
强	1970/71 北半球+南半球生长期	1.6201	-7.88%	1.6201	-17.06%	1.7921	14.53%
强	1964/65 北半球+南半球生长期	1.7492	7.55%	1.7492	9.49%	1.2403	1.17%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径大豆单产，单位为“吨/公顷”）

图 25：1960 年以来，拉尼娜期间全球大豆价格的上涨概率约为 50%，涨幅中位数 13%



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

公司核心看点：资源优势稳固，单亩盈利有望稳步提升

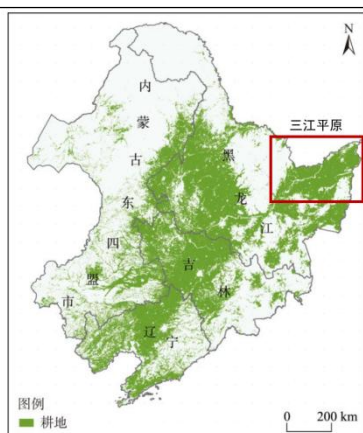
经营稀缺连片黑土地，资源优势稳固

公司地处世界三大黑土带核心产区，资源优势明显。公司是经国家经贸委批准设立的股份有限公司，通过承包方式取得国有耕地的承包经营权，在管土地总面积约 1296 万亩，其中耕地面积约 1158 万亩。公司所管土地处于世界三大黑土带之一的东北平原，地势平坦、土壤肥沃，具备生产优质农产品的得天独厚条件。目前黑龙江省典型黑土区耕地 1.56 亿亩，公司耕地资源约占全省典型黑土耕地的 7% 左右，2025 年管理耕地内实现水稻、玉米、大豆等优质农作物产量超 120 亿斤。

政策法规加持下，黑土地资源稀缺价值有望长期保持。黑土有机质积累极为缓慢，形成 1 厘米黑土层往往需要数百年的时间，且易于侵蚀、破坏后难以恢复，被称为“耕地中的大熊猫”。2022 年 8 月《中华人民共和国黑土地保护法》正式施行，黑土地保护上升为国家立法层面，此后国家黑土地保护工程、高标准农田建设、轮作休耕补助等政策持续加码，存量优质黑土的稀缺性随保护趋严而愈发凸显。

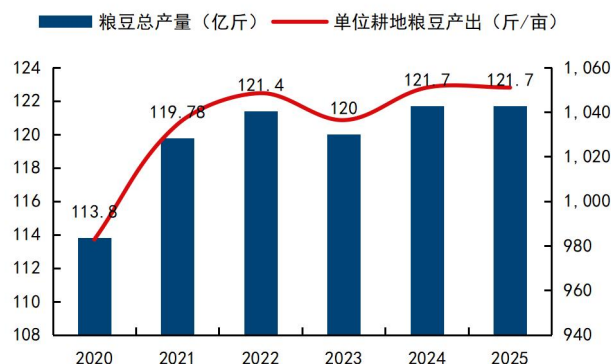
目前公司正积极开展绿色高产创建，强化农机配备及更新，并通过工程、农艺、生物等综合措施系统性维持和提升地力。未来在稳产优势和地力提升的共同支撑下，公司土地承包费有望保持长期定价能力。

图 26：北大荒在东北的三江平原拥有连片优质黑土地



资料来源：《2000—2020 年东北地区玉米大豆种植格局演变及其气候驱动机理》，杜国明等，资源科学，2024 vol. 46, P2251-2262，国信证券经济研究所整理

图 27：公司所管土地具备较强稳产能力



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

未来粮价周期共振，单亩租金有望稳步提升

公司通过双层体制兼顾管控与效率，以年度签约形式确认年度收入。公司目前实行“以统一经营管理为主导、家庭农场承包经营为基础”的统分结合双层经营体制：家庭农场作为独立核算、自负盈亏的经营主体，按照公司统一管理办法和技术措施安排生产、费用自理。这一机制既保证了统一品种布局、统一技术标准、统一质量管控的规模化优势，又通过家庭农场的市场化经营激发生产效率。耕地发包合同则由下属 16 家农业分公司，以年度为周期和家庭农场（农户）签订，并在年初预收承包费。

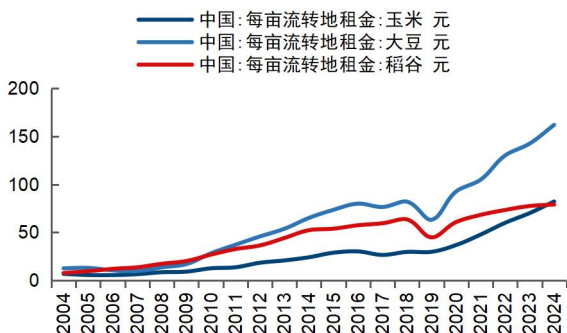
图 28: 公司通过双层体制兼顾管控与效率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

流转需求和政策共驱下，国内土地流转租金呈稳步增长趋势。近年受优质耕地供给刚性、种粮收益相对可观、规模经营需求增长的共同推动下，国内土地流转租金维持增长趋势。参考《全国农产品成本收益资料汇编》统计，2024 年国内玉米、大豆、稻谷的单亩流转地租金分别为 82/162/79 元，较 2019 年分别累计上涨 176%/156%/76%。

图 29: 国内流转土地单亩租金近年持续提升



资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编》，国信证券经济研究所整理

图 30: 黑龙江粮食种植收益整体保持较好水平

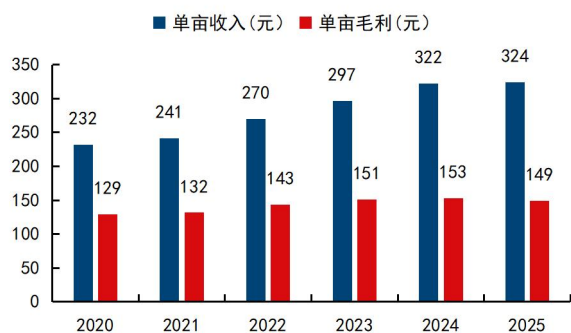


资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

公司单亩收益近年稳步提升，未来挖潜空间明显高于上市同行。双层机制下意味着公司只以租金作为核心收入来源，在市场化流转租金的持续提升背景下，公司单亩土地发包收入近年整体也呈增长趋势。2025 年，公司单亩租金收入已达 324 元，对应过去五年 CAGR 约为 7%，单亩毛利已达 149 元，对应过去五年 CAGR 约为 3%。进一步和自种商品粮为主的苏垦农发对比，公司单亩净利润明显更低，2025 年北大荒/苏垦农发单亩扣非归母净利润分别约为 90/350 元。考虑到北大荒连片黑土地资源的稀缺性，未来其单亩盈利的挖潜空间明显优于同行。

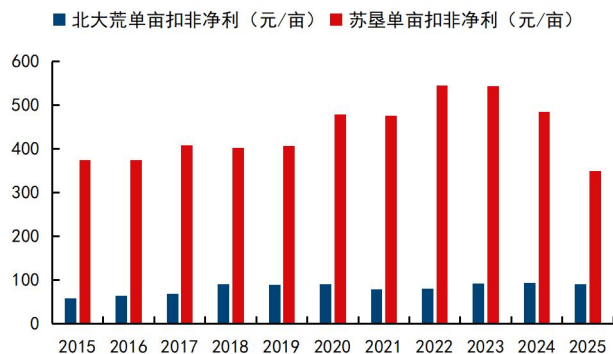
综合来看，公司背靠黑龙江农垦，在手土地资源优势明显，未来随管理优化和粮价回暖，耕地单亩效益有望进一步提升，公司单亩租金有望保持稳步提升趋势。

图 31：北大荒单亩土地租金及毛利稳步提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 32：北大荒单亩盈利较苏垦农发明显更低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

土地承包：公司黑土地资源优势明显，后续粮价筑底回暖有望带动租金提升。我们预计公司土地承包业务收入 2026-2028 年营收分别为 37.9/40.7/43.0 亿元，同比增速分别为 1.0%/7.5%/5.5%；毛利率分别为 46.2%/46.5%/46.7%。

其他业务：公司其他业务收入主要来自农产品、农资销售为主，2026 年调整化肥收入确认口径后，收入预计同比收缩明显。参考 2026H1 表现，我们预计公司其他业务 2026-2028 年营收分别为 10.4/10.6/10.9 亿元，同比增速分别为 -30.0%/2.5%/2.5%；毛利率分别为 6.0%/6.3%/6.5%。

综上所述，预计公司 2026-2028 年的营收分别为 48.2/51.3/53.8 亿元，同比增速为 -7.8%/6.4%/4.9%，毛利率 37.6%/38.2%/38.6%，毛利 18.1/19.6/20.8 亿元。

表4：北大荒业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
土地承包业务						
收入（亿元）	34.34	37.32	37.50	37.87	40.71	42.95
增速	9.86%	8.67%	0.48%	1.00%	7.50%	5.50%
毛利（亿元）	17.52	17.72	17.31	17.50	18.93	20.06
毛利率	51.01%	47.49%	46.15%	46.20%	46.50%	46.70%
其他业务						
收入（亿元）	16.10	16.07	14.79	10.36	10.62	10.88
增速	41.79%	-0.21%	-7.93%	-30.00%	2.50%	2.50%
毛利（亿元）	0.33	0.75	0.76	0.62	0.66	0.71
毛利率	2.03%	4.64%	5.17%	6.00%	6.25%	6.50%
合计						
总营收（亿元）	50.44	53.39	52.29	48.23	51.33	53.83
增速	18.37%	5.83%	-2.05%	-7.77%	6.43%	4.88%
毛利（亿元）	17.85	18.47	18.07	18.12	19.59	20.77
毛利率	35.38%	34.59%	34.56%	37.57%	38.18%	38.57%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

管理费用：内部退养人员薪酬计提同比减少，叠加部分资产折旧到期，公司管理费用近年维持缩减趋势。综合考虑到化肥业务收入口径调整导致收入基数下降预计，我们预计公司 2026-2028 年管理费用率分别为 9.0%/8.7%/8.7%。

研发费用：近年整体保持平稳，综合考虑基数下降影响，预计 2026-2028 年研发费用率分别为 2.0%/1.9%/1.9%

销售费用：公司农产品销售经营规模增大，销售相关人员开支和折旧金额呈增加趋势。综合考虑基数下降影响，预计 2026-2028 年销售费用率分别为 1.3%/1.3%/1.3%

所得税费用：2026H1 公司需补缴 2021-2025 年期间企业所得税合计 10.24 亿元，对应每年平均补税 2.05 亿元，最终我们综合 2026 年税前利润预测，预测公司 2026 年所得税费用总额约为 12.24 亿元，对应当年所得税率约 154.9%；另外参考 2021-2025 年公司累计税前利润为 50.74 亿元，本次补税金额对应累计平均税率约 20%，故 2027 年及之后年度按照 20%所得税率估算公司税后净利润。

表5：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	18.37%	5.83%	-2.05%	-7.77%	6.43%	4.88%	4.78%	4.68%
营业成本/营业收入	64.62%	65.41%	65.44%	62.43%	61.82%	61.43%	61.33%	61.23%
管理费用/营业收入	11.44%	11.35%	8.73%	9.00%	8.70%	8.65%	8.60%	8.50%
研发费用/销售收入	1.78%	1.78%	1.81%	1.90%	1.88%	1.85%	1.88%	1.87%
销售费用/销售收入	0.73%	1.03%	1.22%	1.30%	1.26%	1.28%	1.27%	1.28%
营业税及附加/营业收入	0.31%	0.20%	0.38%	0.30%	0.29%	0.32%	0.30%	0.31%
所得税税率	2.37%	1.49%	0.35%	154.90%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	70.19%	71.81%	83.73%	0.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

表6：未来 3 年盈利预测表

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5229	4823	5133	5383
营业成本	3422	3011	3173	3307
销售费用	64	63	65	69
管理费用	464	451	463	482
研发费用	95	92	96	100
财务费用	(13)	0	(4)	(18)
营业利润	1185	1190	1317	1418
利润总额	1171	790	1302	1403
归属于母公司净利润	1166	(435)	1041	1122
EPS	0.66	-0.24	0.59	0.63
ROE	14.57%	-5.74%	13.47%	14.21%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2026-2028 年收入分别为 48.2/51.3/53.8 亿元，归属母公司净利润-4.4/10.4/11.2 亿元，利润年增速分别为--/--/7.8%。每股收益 2026-2028 年分别为-0.24/0.59/0.63 元。

盈利预测的敏感性分析

表7：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	5,339	5,229	4,843	5,170	5,435
(+/-%)	5.8%	-2.1%	-7.4%	6.7%	5.1%
净利润(百万元)	1087	1166	-245	1221	1311
(+/-%)	2.2%	7.3%	—	—	7.4%
摊薄 EPS	0.61	0.66	-0.14	0.69	0.74
中性预测					
营业收入(百万元)	5,339	5,229	4,823	5,133	5,383
(+/-%)	5.8%	-2.1%	-7.8%	6.4%	4.9%
净利润(百万元)	1087	1166	-435	1041	1122
(+/-%)	2.2%	7.3%	—	—	7.8%
摊薄 EPS(元)	0.61	0.66	-0.24	0.59	0.63
悲观预测					
营业收入(百万元)	5,339	5,229	4,803	5,096	5,332
(+/-%)	5.8%	-2.1%	-8.2%	6.1%	4.6%
净利润(百万元)	1087	1166	-623	867	939
(+/-%)	2.2%	7.3%	—	—	8.3%
摊薄 EPS	0.61	0.66	-0.35	0.49	0.53
总股本（百万股）	1,778	1,778	1,778	1,778	1,778

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 16.0-18.1 元，给予“优于大市”评级。

考虑到北大荒在 A 股缺少可比公司，但公司主业盈利及现金流表现较为稳健，因此基于盈利预测采用绝对估值方法 FCFF 估值。

绝对估值：16.0-18.1 元

估值假设条件见下表，其中：

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	20.00%
无风险利率	1.65%	Ka	7.15%
股票风险溢价	5.00%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价（元）	13.88	Ke	7.20%
发行在外股数（百万）	1778	E/(D+E)	98.89%
股票市值（E，百万元）	24674	D/(D+E)	1.11%
债务总额（D，百万元）	276	WACC	7.17%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值，得出公司价值区间为 16.0-18.1 元/股。

表9：公司 FCFF 预测表

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	1,192.7	1,320.5	1,408.5	1,485.4	1,567.5
所得税税率	150.60%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
EBIT*(1-所得税税率)	(603.5)	1,056.4	1,126.8	1,188.3	1,254.0
折旧与摊销	391.5	395.7	398.5	400.2	401.5
营运资金的净变动	(11.1)	6.2	21.6	47.3	25.0
资本性投资	(51.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)
FCFF	(274.1)	1,432.3	1,520.9	1,609.8	1,654.5
PV(FCFF)	(255.8)	1,247.2	1,235.7	1,220.5	1,170.5
核心企业价值	26,423.4				
减：净债务	(3,759.8)				
股票价值	30,183.2				
每股价值	16.98				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		6.7%	6.9%	7.17%	7.4%	7.7%
永续 增长 率变 化	1.5%	19.51	18.64	17.85	17.12	16.45
	1.3%	18.95	18.14	17.39	16.71	16.08
	1.0%	18.44	17.68	16.98	16.34	15.74
	0.8%	17.96	17.25	16.60	15.99	15.43
	0.5%	17.53	16.86	16.24	15.67	15.14

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

投资建议

综合上述估值，我们认为公司股票合理估值区间在 16.0-18.1 元之间，相对于公司目前股价有约 15-30%的溢价空间，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值方法,得出公司的合理估值在 16.0-18.1 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年收入利润预测和公司的历史估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年收入利润计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长-7.8%/6.4%/4.9%,可能存在对公司租金增长及行业景气预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 37.6%/38.2%/38.6%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司历史盈利整体较为稳定,但若再出现类似 2026 年补税的事件,我们对公司非经常损益的预计可能过于乐观,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

◆ 极端天气导致减产的风险

公司发包土地的经营风险虽然多数由家庭农场或农户自行承担,但若发生极端天气导致明显减产,种植利润受损可能会影响次年租金表现,进而影响公司盈利表现。

◆ 农产品价格下跌风险

如果农产品价格表现不及预期,种植利润收缩可能会影响公司短期单亩租金表现,进而影响公司盈利表现。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1586	200	300	499	997	营业收入	5339	5229	4823	5133	5383
应收款项	74	25	22	24	25	营业成本	3492	3422	3011	3173	3307
存货净额	160	333	278	295	309	营业税金及附加	11	20	14	15	17
其他流动资产	34	60	52	49	57	销售费用	55	64	63	65	69
流动资产合计	3965	4270	4305	4520	5040	管理费用	615	464	451	463	482
固定资产	3833	3645	3342	3009	2675	研发费用	95	95	92	96	100
无形资产及其他	419	412	396	381	365	财务费用	(129)	(13)	0	(4)	(18)
投资性房地产	396	298	298	298	298	投资收益	(18)	(31)	(18)	(22)	(24)
长期股权投资	362	333	383	433	483	资产减值及公允价值变动	(63)	17	15	15	15
资产总计	8975	8958	8724	8640	8861	其他收入	(86)	(73)	(92)	(96)	(100)
短期借款及交易性金融负债	65	4	273	5	5	营业利润	1127	1185	1190	1317	1418
应付款项	105	65	70	74	72	营业外净收支	(24)	(14)	(400)	(15)	(15)
其他流动负债	1013	941	857	871	915	利润总额	1103	1171	790	1302	1403
流动负债合计	1183	1010	1200	950	992	所得税费用	16	4	1224	260	281
长期借款及应付债券	3	3	3	3	3	少数股东损益	(1)	1	0	1	1
其他长期负债	196	145	155	165	175	归属于母公司净利润	1087	1166	(435)	1041	1122
长期负债合计	199	148	158	168	178	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	1382	1158	1358	1118	1170	净利润	1087	1166	(435)	1041	1122
少数股东权益	(204)	(203)	(203)	(202)	(202)	资产减值准备	(37)	8	(6)	(7)	(7)
股东权益	7797	8003	7569	7725	7893	折旧摊销	268	280	392	396	398
负债和股东权益总计	8975	8958	8724	8640	8861	公允价值变动损失	63	(17)	(15)	(15)	(15)
						财务费用	(129)	(13)	0	(4)	(18)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	86	(205)	(11)	6	22
每股收益	0.61	0.66	(0.24)	0.59	0.63	其它	37	(7)	7	7	8
每股红利	0.44	0.55	0.00	0.50	0.54	经营活动现金流	1505	1224	(69)	1428	1527
每股净资产	4.39	4.50	4.26	4.35	4.44	资本开支	0	(109)	(51)	(26)	(26)
ROIC	21.47%	26.21%	-18%	31%	38%	其它投资现金流	(1110)	(1542)	0	0	0
ROE	13.94%	14.57%	-5.74%	13.47%	14.21%	投资活动现金流	(1038)	(1622)	(101)	(76)	(76)
毛利率	35%	35%	38%	38%	39%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	22%	25%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	28%	33%	33%	34%	支付股利、利息	(781)	(976)	0	(885)	(953)
收入增长	6%	-2%	-8%	6%	5%	其它融资现金流	311	965	269	(268)	0
净利润增长率	2%	7%	—	—	8%	融资活动现金流	(1251)	(987)	269	(1153)	(953)
资产负债率	13%	11%	13%	11%	11%	现金净变动	(784)	(1386)	100	199	497
股息率	3.2%	4.0%	0.0%	3.6%	3.9%	货币资金的期初余额	2370	1586	200	300	499
P/E	22.7	21.2	(56.8)	23.7	22.0	货币资金的期末余额	1586	200	300	499	997
P/B	3.2	3.1	3.3	3.2	3.1	企业自由现金流	0	1125	(274)	1432	1521
EV/EBITDA	19.5	17.9	16.4	15.0	14.3	权益自由现金流	0	2091	(5)	1167	1536

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032