

# 中粮糖业 (600737.SH)

## 2022 年报点评：归母净利润同比+40%，有望受益白糖景气上行

**买入**

### 核心观点

**经营效率提升明显，归母净利润同比+40%。**公司 2022 年实现营业收入 264.39 亿元，较上年同期增加 5.08%，实现归属于母公司所有者的净利润 7.44 亿元，较上年同期增加 43.14%，利润同比增长明显主要系三费减少导致经营效率提升。分季度来看，公司 Q4 实现营业收入 70.75 亿元，较上年同期减少 0.77%，实现归属于母公司所有者的净利润-0.14 亿元，主要系当季糖价下跌，公司确认存货跌价损失及合同履约成本减值损失合计 3.66 亿元。分业务来看，公司贸易糖/自产糖/加工糖 2022 年分别实现收入 174/42/28 亿元，分别同比变动+7%/+11%/-18%，毛利率分别为 4.3%/19.7%/10.0%。

**郑糖指数升至 7000 点附近，白糖年内或维持高景气。**（1）国际市场方面：**短期糖价维持强势概率大。**印度、泰国以及中国和欧盟的估产下调，供应偏紧的格局并未改变。市场此前预计巴西干燥，提前压榨，但是南巴西 3 月下旬有降雨，压榨进度不及预期。另外，市场开始交易后期的堵港风险，行情进入白热化阶段。综合来看，巴西供应是阶段短期偏紧贸易流的最主要因素，在巴西大量供应上市前，除非印度增加出口，否则糖市偏紧格局较难改变。

（2）国内市场方面：**郑糖指数近期不断刷新新高，4 月 21 日最新收盘价 6872 元/吨，已较年初累计上涨 18.75%。**库存方面，3 月广西第三方库存预计在 180 万吨，同比降低 56 万吨左右，国产糖甘蔗压榨已经进入尾声，目前预计在此前预期上进一步下调产量。加工糖方面，糖厂陆续开机，但近期内外价差依旧高企，后期进口预计显著收缩，短期糖价仍易涨难跌。

**食糖产销一体化龙头，糖业收入占比 70%以上，有望受益行业景气。**中粮糖业是中粮集团控股的食糖专业化公司，核心业务为食糖产业。依托于中粮集团在食糖进口配额、客户资源、资金等方面的优势，公司食糖业务建立了“国内外制糖（自产糖）+进口及港口炼糖（加工糖）+销售和贸易（贸易糖）+仓储及物流”的全产业链发展模式，可以从源头确保食糖产品品质，降低整体运营成本。同时公司近年不断提升市场化经营能力和精益管理能力，推动技改项目落地，降本增效成果显现，“销售+管理”费用率领先同行。综合来看，公司有望成为本轮景气周期的高弹性受益标的。

**风险提示：**糖价波动风险；汇率波动风险；自然灾害风险。

**投资建议：**公司作为国内糖业龙头，市场地位较为稳固，管理能力不断提升，有望受益糖价上行，维持“买入”评级。我们预计公司 23-25 年归母净利润预测分别为 14.61/10.12/8.04 亿元，对应 EPS 为 0.68/0.47/0.38 元，对应当前股价 PE 为 12.5/18.0/22.7X。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,160	26,439	33,071	34,160	33,957
(+/-%)	19.1%	5.1%	25.1%	3.3%	-0.6%
净利润(百万元)	520	744	1461	1012	804
(+/-%)	-1.8%	43.1%	96.5%	-30.7%	-20.5%
每股收益(元)	0.24	0.35	0.68	0.47	0.38
EBIT Margin	4.9%	4.9%	6.6%	4.5%	3.7%
净资产收益率 (ROE)	5.2%	7.0%	12.9%	8.5%	6.4%
市盈率 (PE)	35.1	24.5	12.5	18.0	22.7
EV/EBITDA	16.6	16.3	11.1	14.3	16.3
市净率 (PB)	1.82	1.72	1.61	1.53	1.46

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·财报点评

#### 农林牧渔·农产品加工

**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

**联系人：江海航**

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.52 元
总市值/流通市值	18223/18223 百万元
52 周最高价/最低价	8.73/6.52 元
近 3 个月日均成交额	227.24 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

《中粮糖业 (600737.SH) - 国内食糖行业龙头，2022 年 1-2 月业绩稳步增长》——2022-03-13

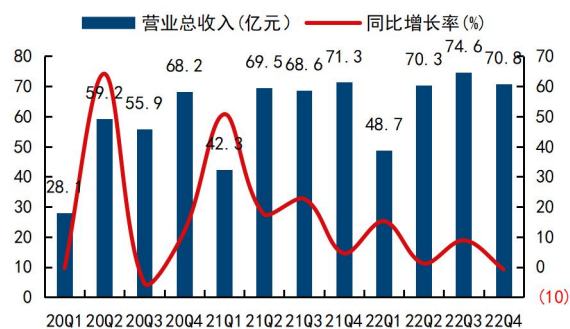
**22 年业绩大幅回暖,23Q1 业绩承压明显。**公司 2022 年实现营业收入 264.39 亿元,较上年同期增加 5.08%,实现归属于母公司所有者的净利润 7.44 亿元,较上年同期增加 43.14%,利润同比增长明显主要系三费优化导致经营效率提升。分季度来看,公司 Q4 实现营业收入 70.75 亿元,较上年同期减少 0.77%,实现归属于母公司所有者的净利润-0.14 亿元,主要系当季糖价下跌,公司确认存货跌价损失及合同履行成本减值损失合计 3.66 亿元。分业务来看,公司贸易糖/自产糖/加工糖 2022 年分别实现收入 174/42/28 亿元,分别同比变动+7%/+11%/-18%,毛利率分别为 4.3%/19.7%/10.0%。

图1: 中粮糖业营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中粮糖业单季营业收入及增速



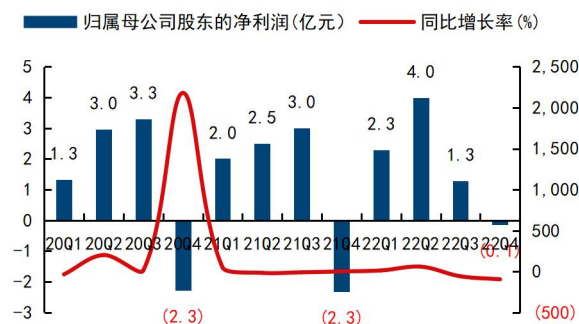
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中粮糖业归母净利润及增速



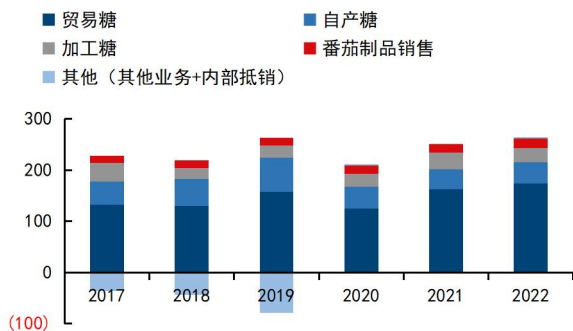
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 中粮糖业单季归母净利润及增速



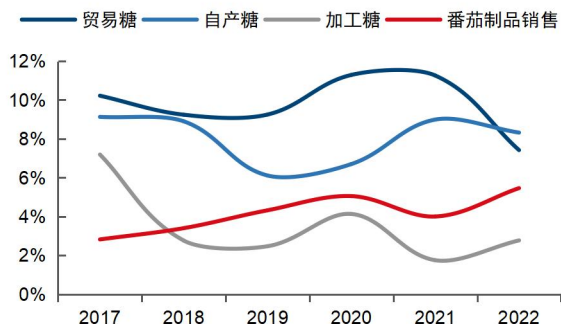
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中粮糖业收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

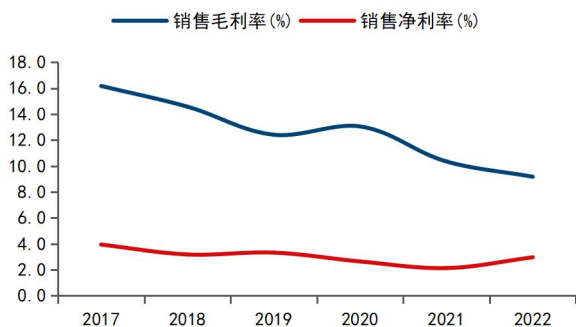
图6: 中粮糖业各业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

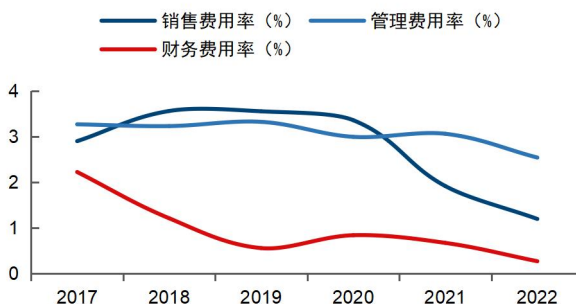
**22 年经营优化兑现, 净利率提升明显。**公司 2022 年销售毛利率为 9.17%, 同比+、-1.18pct, 主要系国内糖价下半年下跌明显; 销售净利率为 2.96%, 同比+0.83pct, 主要系公司经营优化, 费用率下降明显, 其中: 销售费用率同比-0.72pcts 至 1.19%; 管理费用率同比-0.52pcts 至 2.54%; 财务费用率同比-0.40pcts 至 0.27%; 三项费用率合计同比-1.64pcts 至 4.00%。

图7: 中粮糖业毛利率、净利率变化情况



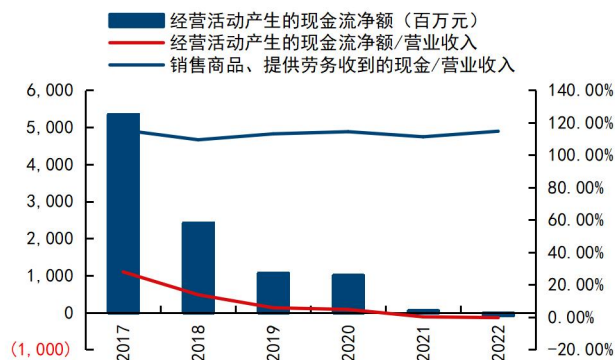
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中粮糖业三项费用率变化情况

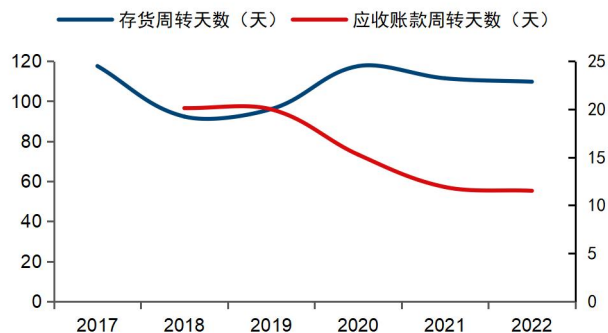


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22 年现金流小幅承压, 资产周转维持平稳。**受下半年糖价回落影响, 公司 2022 年经营性现金流净额同比-220.53%至-0.71 亿元, 经营性现金流净额占营业收入比例降至-0.27%, 但公司主要流动资产周转维持平稳, 其中应收账款转天数为 11.5 天 (同比-3.25%), 存货周转天数达 109.7 天 (同比-1.52%)。

**图9：中粮糖业经营性现金流情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图10：中粮糖业主要流动资产周转情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**公司作为国内糖业龙头，市场地位较为稳固，管理能力不断提升，有望受益糖价上行，维持“买入”评级。我们预计公司23-25年归母净利润预测分别为14.61/10.12/8.04亿元，对应EPS为0.68/0.47/0.38元，对应当前股价PE为12.5/18.0/22.7X。

**表1：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E			
000911	南宁糖业	11.13	44.56	-0.13	-0.02	0.46	-86	-557	24	未评级		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1671	1353	1333	1452	1379	<b>营业收入</b>	<b>25160</b>	<b>26439</b>	<b>33071</b>	<b>34160</b>	<b>33957</b>
应收款项	2051	3008	3281	3353	3522	营业成本	22556	24015	29071	30893	31049
存货净额	7156	7482	9701	9907	9981	营业税金及附加	99	111	130	138	138
其他流动资产	1654	1858	2170	2296	2299	销售费用	481	315	712	599	577
<b>流动资产合计</b>	<b>12553</b>	<b>14626</b>	<b>17410</b>	<b>17933</b>	<b>18106</b>	管理费用	770	671	923	941	908
固定资产	3928	3891	3993	4108	4168	研发费用	25	25	43	37	38
无形资产及其他	789	806	775	744	713	财务费用	168	70	147	153	143
投资性房地产	1469	615	615	615	615	投资收益	47	106	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	346	388	15	30	10
<b>资产总计</b>	<b>18740</b>	<b>19941</b>	<b>22794</b>	<b>23402</b>	<b>23603</b>	其他收入	(701)	(760)	(43)	(37)	(38)
短期借款及交易性金融负债	2377	3916	4118	4213	3705	营业利润	779	990	2059	1431	1114
应付款项	2234	2314	3175	3135	3173	营业外净收支	(19)	5	2	1	1
其他流动负债	2398	2626	3620	3499	3582	<b>利润总额</b>	<b>760</b>	<b>995</b>	<b>2061</b>	<b>1432</b>	<b>1115</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7008</b>	<b>8856</b>	<b>10913</b>	<b>10847</b>	<b>10461</b>	所得税费用	224	212	518	362	267
长期借款及应付债券	1198	0	0	0	0	少数股东损益	16	40	82	57	44
其他长期负债	351	273	297	330	323	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>520</b>	<b>744</b>	<b>1461</b>	<b>1012</b>	<b>804</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1549</b>	<b>273</b>	<b>297</b>	<b>330</b>	<b>323</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8557</b>	<b>9129</b>	<b>11211</b>	<b>11177</b>	<b>10784</b>	<b>净利润</b>	520	744	1461	1012	804
少数股东权益	165	204	245	279	310	资产减值准备	(84)	140	31	8	5
股东权益	10018	10608	11338	11946	12509	折旧摊销	386	378	456	498	534
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18740</b>	<b>19941</b>	<b>22794</b>	<b>23402</b>	<b>23603</b>	公允价值变动损失	(346)	(388)	(15)	(30)	(10)
						财务费用	168	70	147	153	143
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(1264)	(263)	(894)	(524)	(126)
每股收益	0.24	0.35	0.68	0.47	0.38	其它	89	(120)	10	26	26
每股红利	0.16	0.18	0.34	0.19	0.11	<b>经营活动现金流</b>	<b>(699)</b>	<b>490</b>	<b>1050</b>	<b>990</b>	<b>1233</b>
每股净资产	4.68	4.96	5.30	5.59	5.85	资本开支	0	(829)	(543)	(561)	(557)
ROIC	6.03%	7.27%	11%	7%	6%	其它投资现金流	(22)	(903)	0	0	0
ROE	5.19%	7.01%	12.89%	8.47%	6.43%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(22)</b>	<b>(1732)</b>	<b>(543)</b>	<b>(561)</b>	<b>(557)</b>
毛利率	10%	9%	12%	10%	9%	权益性融资	(25)	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	7%	5%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	8%	6%	5%	支付股利、利息	(350)	(377)	(731)	(405)	(241)
收入增长	19%	5%	25%	3%	-1%	其它融资现金流	2141	1679	203	95	(508)
净利润增长率	-2%	43%	97%	-31%	-21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1417</b>	<b>925</b>	<b>(528)</b>	<b>(310)</b>	<b>(749)</b>
资产负债率	47%	47%	50%	49%	47%	<b>现金净变动</b>	<b>696</b>	<b>(317)</b>	<b>(20)</b>	<b>119</b>	<b>(73)</b>
股息率	1.9%	2.1%	4.0%	2.2%	1.3%	货币资金的期初余额	974	1671	1353	1333	1452
P/E	35.1	24.5	12.5	18.0	22.7	货币资金的期末余额	1671	1353	1333	1452	1379
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	企业自由现金流	0	310	661	573	800
EV/EBITDA	16.6	16.3	11.1	14.3	16.3	权益自由现金流	0	1989	753	554	183

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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