

苏垦农发 (601952.SH)

强烈推荐 (维持)

粮价景气上行, 主业稳健增长

粮价景气上行, 种植主业提质增效带动公司收入盈利双增。国内外粮食供应趋紧, 粮价易涨难跌, 公司种植主业有望持续受益。维持“强烈推荐”投资评级。

□ **收入盈利双增, 三项费用持续改善。**2022年实现营业收入127.3亿元, 同比+11.9%; 实现归属净利润8.26亿元, 同比+10.8%, 对应EPS 0.6元; 其中单四季度实现营收37.2亿元, 同比+3.0%; 实现归属净利润2.23亿元, 同比10.5%, 对应EPS 0.16元。尽管因粮油需求端疲软, 公司2022年小麦、食用油、麦芽等产品销量有所下滑, 但大/小麦等农产品价格景气上行, 同时年中并表苏垦麦芽, 公司全年收入端仍实现较好增长; 盈利增速低于收入增速主要是因为农资、毛油等原料成本增加。另外, 虽然人工成本有所增加, 但是由于承包农垦集团土地单价下降, 租赁负债财务费用显著改善, 三项费用率合计较上年下滑约1.38pct至8.22%。整体看业绩表现符合预期。

□ **粮价易涨难跌, 种植主业或持续受益。**从供给端来看, 今年春节后部分地区小麦遭受冻害, 随着气温转暖, 土壤墒情良好, 全年小麦或实现稳产增产; 需求方面, 随着疫情影响逐步消退, 面粉厂开工率渐次回升, 同时今年玉米缺口扩大或将带动小麦替代性消费增加, 或对小麦价格构成一定支撑。考虑到农产品价格之间的联动性, 后期粮价或易涨难跌; 公司稻麦粮油主业仍有望持续受益。

□ **土地面积稳步增长, 种植效率持续优化。**近三年公司经营土地面积稳步增长, 2022年秋播面积扩大至127.8万亩; 公司积极采用多种形式进行土地拓展, 或带动种植规模稳步扩大。另一方面, 公司通过提高种植技术和生产管理水平的措施优化种植效率, 降低生产成本, 规模化生产优势凸显。我们判断, 随着公司种植规模扩大、结构持续优化以及品牌价值持续放大, 未来公司盈利水平仍有较大提升空间。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**粮价景气上行、种植主业提质增效共同驱动公司收入盈利双增。当前国内外粮食供应偏紧, 粮价或易涨难跌; 随着公司种植规模扩大&结构持续优化, 公司盈利水平有望持续改善。预计2023~2025年公司实现归属净利润9.25亿元/10.27亿元/11.23亿元, 对应EPS分别为0.67/0.75/0.81元, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示:**农产品价格上涨不达预期, 农资成本涨幅超预期, 自然灾害; 国家粮食最低收购价政策发生重大变化。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10640	12727	13813	15488	16658
同比增长	23%	20%	9%	12%	8%
营业利润(百万元)	846	924	1088	1169	1281
同比增长	12%	9%	18%	7%	10%
归母净利润(百万元)	737	826	925	1027	1123
同比增长	10%	12%	12%	11%	9%
每股收益(元)	0.53	0.60	0.67	0.75	0.81
PE	21.9	19.6	17.5	15.7	14.4
PB	2.8	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 股价参考4月19日收盘价。

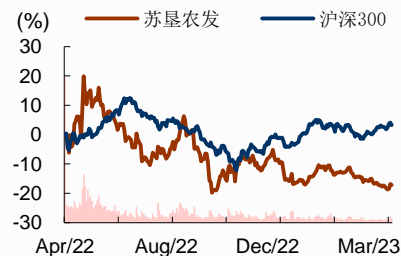
消费品/农林牧渔  
目标估值: NA  
当前股价: 11.74元

基础数据

总股本(万股)	137800
已上市流通股(万股)	137800
总市值(亿元)	162
流通市值(亿元)	162
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	13.3
资产负债率	54.0%
主要股东	江苏省农垦集团有限公司
主要股东持股比例	67.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-4	-22
相对表现	-7	-14	-22



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《苏垦农发(601952)——受益粮价景气, 盈利增速上行》2022-10-21
- 《苏垦农发(601952)——种植主业平稳, 农资油脂业务发力》2022-08-19
- 《苏垦农发(601952)——麦稻价格相继上行, 米业种业齐齐发力(更新)》2022-04-28

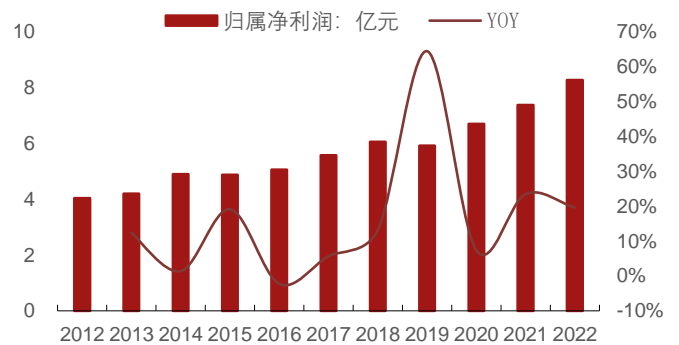
朱卫华 S1090511030001  
zhuweihua@cmschina.com.cn  
李秋燕 S1090521070001  
liqiuayan@cmschina.com.cn

图 1: 苏垦农发营业收入情况及走势



资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 苏垦农发归属净利润情况及走势



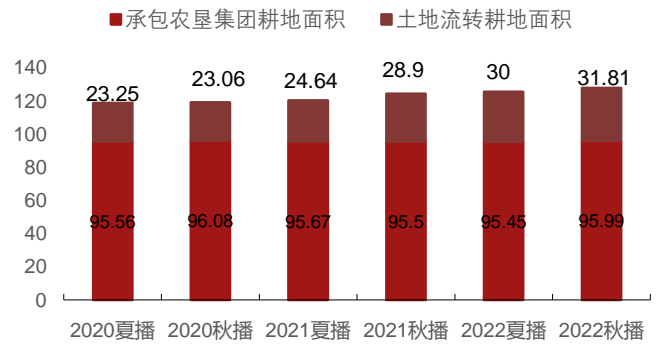
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 小麦价格走势



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 2020~2022 年公司自主经营耕地面积 (单位: 万亩)



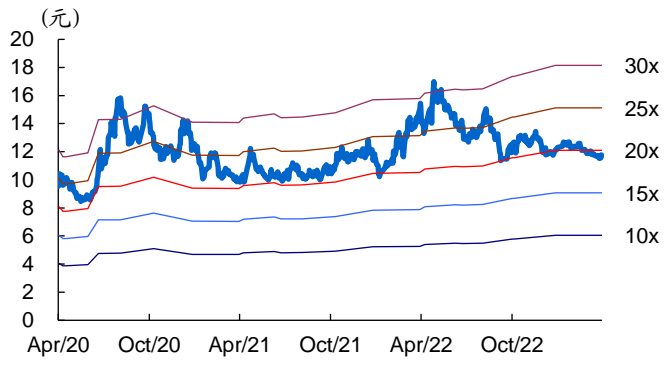
资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 2022 年公司主要产品产销情况

主要产品	生产量 (万吨)	yoy (%)	销售量 (万吨)	yoy (%)
自产大麦	4.36	49.77	0.3	210.83
自产小麦	48.79	-4.46	28.61	-3.27
外采大麦				
外采小麦			39.42	-28.51
水稻	54.85	-9.93	37.57	69.22
菜籽	0.74	27.91		
麦种	31.99	2.69	30.82	11.05
稻种	8.12	-27.31	7.64	-27.39
大米	30.23	-1.25	33.6	-2.83
食用油	15.31	-15.5	30.3	-0.01
麦芽	21.41	-1.13	22.37	-3.56
玉米	3.72		2.7	
大豆	0.66		0.4	

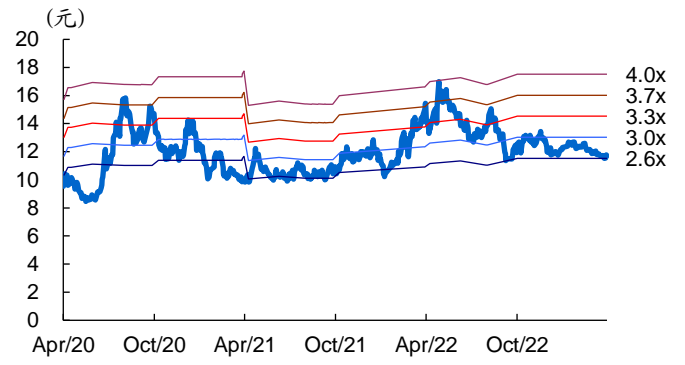
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 苏垦农发历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 苏垦农发历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7605	7945	7987	9799	10341
现金	889	684	646	726	776
交易性投资	2261	2020	2020	2020	2020
应收票据	11	27	29	33	36
应收款项	304	693	430	482	518
其它应收款	47	69	75	84	90
存货	3451	3870	4157	5634	6024
其他	642	583	629	819	878
<b>非流动资产</b>	6494	6645	6875	7073	7245
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	1533	1820	2085	2316	2517
无形资产商誉	299	351	316	285	256
其他	4660	4472	4471	4470	4470
<b>资产总计</b>	<b>14099</b>	<b>14591</b>	<b>14862</b>	<b>16872</b>	<b>17587</b>
<b>流动负债</b>	2724	2826	2790	3895	3822
短期借款	196	620	845	1794	1627
应付账款	261	380	386	435	465
预收账款	990	706	761	859	919
其他	1276	1120	798	807	811
<b>长期负债</b>	5159	5054	5054	5054	5054
长期借款	0	30	30	30	30
其他	5159	5024	5024	5024	5024
<b>负债合计</b>	<b>7883</b>	<b>7879</b>	<b>7844</b>	<b>8948</b>	<b>8876</b>
股本	1378	1378	1378	1378	1378
资本公积金	1996	2330	2330	2330	2330
留存收益	2409	2520	2755	3596	4308
少数股东权益	433	484	555	620	696
归属于母公司所有者权益	5783	6227	6463	7304	8016
<b>负债及权益合计</b>	<b>14099</b>	<b>14591</b>	<b>14862</b>	<b>16872</b>	<b>17587</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1022	1108	1071	(352)	1034
净利润	783	868	996	1093	1198
折旧摊销	219	235	275	306	333
财务费用	282	269	50	75	98
投资收益	(49)	(45)	(240)	(252)	(199)
营运资金变动	(203)	(217)	(14)	(637)	(336)
其它	(10)	(2)	4	(936)	(61)
<b>投资活动现金流</b>	(436)	(33)	(267)	(254)	(308)
资本支出	(220)	(338)	(507)	(507)	(507)
其他投资	(217)	305	240	252	199
<b>筹资活动现金流</b>	(649)	(1308)	(841)	686	(676)
借款变动	(4988)	(924)	(102)	948	(167)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	333	0	0	0
股利分配	(289)	(331)	(689)	(187)	(411)
其他	4628	(386)	(50)	(75)	(98)
<b>现金净增加额</b>	<b>(64)</b>	<b>(233)</b>	<b>(38)</b>	<b>80</b>	<b>50</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	10640	12727	13813	15488	16658
营业成本	9053	11018	11884	13414	14340
营业税金及附加	10	18	20	22	24
营业费用	175	192	208	233	251
管理费用	583	603	682	687	705
研发费用	65	73	80	90	97
财务费用	265	252	50	75	98
资产减值损失	(4)	(49)	(40)	(50)	(60)
公允价值变动收益	0	0	(1)	0	0
其他收益	311	356	275	227	169
投资收益	49	45	(35)	25	30
<b>营业利润</b>	846	924	1088	1169	1281
营业外收入	11	7	5	7	7
营业外支出	17	6	8	8	8
<b>利润总额</b>	839	924	1085	1167	1280
所得税	57	56	90	74	81
少数股东损益	45	42	71	66	75
<b>归属于母公司净利润</b>	737	826	925	1027	1123

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	23%	20%	9%	12%	8%
营业利润	12%	9%	18%	7%	10%
归母净利润	10%	12%	12%	11%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.9%	13.4%	14.0%	13.4%	13.9%
净利率	6.9%	6.5%	6.7%	6.6%	6.7%
ROE	12.2%	13.8%	14.6%	14.9%	14.7%
ROIC	15.0%	15.1%	13.4%	13.2%	12.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.9%	54.0%	52.8%	53.0%	50.5%
净负债比率	4.7%	6.7%	5.9%	10.8%	9.4%
流动比率	2.8	2.8	2.9	2.5	2.7
速动比率	1.5	1.4	1.4	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转率	2.9	3.0	3.0	2.7	2.5
应收账款周转率	40.0	24.6	23.4	31.8	31.2
应付账款周转率	33.1	34.4	31.1	32.7	31.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.53	0.60	0.67	0.75	0.81
每股经营净现金	0.74	0.80	0.78	-0.26	0.75
每股净资产	4.20	4.52	4.69	5.30	5.82
每股股利	0.24	0.30	0.34	0.30	0.24
<b>估值比率</b>					
PE	21.9	19.6	17.5	15.7	14.4
PB	2.8	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	18.2	17.1	16.9	15.4	14.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱卫华：**招商证券研发中心董事总经理，大消费组组长，农业首席。清华大学学士，中国科学技术大学硕士。连续多年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师，获《新财富》农林牧渔行业 2005 年第 3 名、2006 年第 5 名。

**李秋燕：**广西大学硕士。6 年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021 年 6 月加入招商证券。

**施腾：**华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022 年 2 月加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。