

中粮糖业 (600737)

证券研究报告

2023年04月29日

食糖行业龙头地位稳固，23年有望迎量利双升

事件：①公司2022年营收264.39亿元，同比+5.08%，归母净利润7.44亿元，同比+43.14%；公司2022年拟分红每10股派2.6元（含税），合计分红现金5.56亿元；②公司2023Q1营收47.97亿元，同比-1.52%，归母净利润2.74亿元，同比+19.42%。

国家一号文件加强糖业部署，公司保障糖安全的地位进一步加强。

2023年一号文件国家提出“继续实施糖料蔗良种良法技术推广补助政策”，相较于以往针对收入保障性的期货保险和稳定生产的指导方向，强调了产业升级的方向。中粮集团肩负我国粮食安全任务，是国内甘蔗、甜菜制糖领域糖业龙头，布局糖业全产业链。2022年公司食糖经营量达到465万吨，经营规模占全国消费总量的31%，进一步巩固行业龙头地位。

受益于糖贸易业务，公司或迎量利双升机会

2023年，北半球泰国、印度、中国等主要产糖国减产情况逐渐验证，而南半球巴西目前依然保持丰产预期，下半年国际糖供应或有望得到缓解。国内主要预期广西区减产，若国内糖减产叠加消费修复，进口需求或扩大上行，23年初以来国内国际糖价快速上行，国内郑糖、国际ICE11糖价4月均价为6751元/吨、24.1美分/磅，较22年均价已同比上涨17.5%、28.0%，公司糖产品销价快速上行。而我们分析，目前我国减产基本已定，若海外巴西丰产逐步实现，则下半年将形成我国国内糖高进口需求、外糖供应逐渐宽松格局，公司贸易利润倒挂有望修复，有望迎来量利双升！

强化转型升级，品牌创新驱动成长

2022年是中粮糖业的“品牌元年”，公司坚定贯彻新发展理念，积极提高穿越行业周期、提升市场化的经营能力。在战略上，通过积极研究食糖、番茄专业品牌规划，推动品牌发展；在产品上，聚焦高端烘焙、冲调和功能性用糖，实现了对C端创新型产品的升级迭代；在营销上，打出新媒体组合拳、打通产销研相结合新模式，实现创新驱动型成长；不仅海外糖业务打入日本市场，盈利能力显著提升，且在产业结构上通过烘焙糖核心指标超越韩糖，实现了对高端市场的市场份额提升。

投资建议：我们预计公司2023-2025年营业收入为284.01亿元、305.13亿元、321.91亿元，同比增长7.42%、7.44%、5.50%；归母净利润为11.15亿元、9.71亿元、10.70亿元，同比增长49.95%、-12.93%、10.17%。我们认为，在当前全球高糖价背景下公司盈利有望增厚，维持“买入”评级。

风险提示：政策变化的风险；糖价波动的风险；汇率变化的风险；原料供应的风险；国际局势的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,160.47	26,438.73	28,401.14	30,513.15	32,191.22
增长率(%)	19.08	5.08	7.42	7.44	5.50
EBITDA(百万元)	2,033.91	2,197.84	1,931.13	1,733.38	1,834.69
归属母公司净利润(百万元)	519.52	743.66	1,115.10	970.87	1,069.61
增长率(%)	(1.82)	43.14	49.95	(12.93)	10.17
EPS(元/股)	0.24	0.35	0.52	0.45	0.50
市盈率(P/E)	35.82	25.02	16.69	19.17	17.40
市净率(P/B)	1.86	1.75	1.67	1.54	1.44
市销率(P/S)	0.74	0.70	0.66	0.61	0.58
EV/EBITDA	10.25	7.39	8.60	10.84	8.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.7元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,138.85
流通A股股本(百万股)	2,138.85
A股总市值(百万元)	18,607.98
流通A股市值(百万元)	18,607.98
每股净资产(元)	4.70
资产负债率(%)	56.11
一年内最高/最低(元)	8.77/6.52

作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	wuli1@tfzq.com
陈潇	分析师
SAC执业证书编号：S1110519070002	chenx@tfzq.com
林逸丹	分析师
SAC执业证书编号：S1110520110001	linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中粮糖业-季报点评:净利连续三个季度环比增长，预计国内糖价有望继续上行！》2021-11-01
- 《中粮糖业-半年报点评:上半年业绩稳定增长，预计下半年国内糖价继续上行》2021-08-29
- 《中粮糖业-公司点评:上半年炼糖业务高开工率有望持续，2023年炼糖产能或破200万吨！》2021-06-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,670.54	1,353.04	1,755.51	1,525.66	3,189.12
应收票据及应收账款	825.62	967.75	1,143.71	978.13	1,293.65
预付账款	706.14	1,104.00	210.98	717.62	261.05
存货	7,155.75	7,482.45	8,393.29	8,837.52	9,317.94
其他	2,195.08	3,719.21	1,512.26	3,499.57	2,282.91
流动资产合计	12,553.12	14,626.45	13,015.74	15,558.49	16,344.67
长期股权投资	1.53	1.51	1.51	1.51	1.51
固定资产	3,773.83	3,608.70	3,531.95	3,248.75	2,959.87
在建工程	153.74	282.60	266.08	252.87	242.29
无形资产	788.56	806.46	775.46	743.97	711.98
其他	1,468.95	614.90	1,166.32	1,076.64	943.06
非流动资产合计	6,186.61	5,314.16	5,741.33	5,323.73	4,858.70
资产总计	18,739.73	19,940.62	18,757.07	20,882.22	21,203.37
短期借款	2,341.37	2,681.03	200.00	1,805.01	200.00
应付票据及应付账款	2,233.52	2,314.02	3,185.56	2,505.23	3,473.07
其他	1,973.09	3,142.47	3,539.28	3,554.04	3,827.84
流动负债合计	6,547.98	8,137.52	6,924.85	7,864.29	7,500.91
长期借款	0.00	0.00	200.00	386.69	200.00
应付债券	1,198.05	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	350.85	273.28	274.75	299.63	282.55
非流动负债合计	1,548.90	273.28	474.75	686.32	482.55
负债合计	8,557.20	9,128.97	7,399.60	8,550.60	7,983.46
少数股东权益	165.02	203.81	244.89	285.77	330.80
股本	2,138.85	2,138.85	2,138.85	2,138.85	2,138.85
资本公积	4,629.22	4,629.22	4,629.22	4,629.22	4,629.22
留存收益	2,179.33	2,687.72	3,468.29	4,244.99	5,100.67
其他	1,070.11	1,152.06	876.23	1,032.80	1,020.36
股东权益合计	10,182.53	10,811.65	11,357.47	12,331.62	13,219.90
负债和股东权益总计	18,739.73	19,940.62	18,757.07	20,882.22	21,203.37

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	535.69	783.25	1,115.10	970.87	1,069.61
折旧摊销	393.45	382.07	384.26	387.92	391.45
财务费用	190.70	130.38	34.94	18.08	(6.25)
投资损失	(47.23)	(105.86)	(56.75)	(69.95)	(77.52)
营运资金变动	(1,128.88)	(729.87)	2,212.32	(3,354.49)	2,192.08
其它	115.34	(531.18)	55.78	56.10	56.30
经营活动现金流	59.07	(71.20)	3,745.65	(1,991.46)	3,625.66
资本支出	83.00	436.71	258.53	35.12	77.08
长期投资	(0.00)	(0.02)	0.00	0.00	0.00
其他	247.79	(803.80)	153.43	(140.41)	(192.53)
投资活动现金流	330.78	(367.11)	411.96	(105.29)	(115.45)
债权融资	570.78	270.55	(3,127.17)	1,914.73	(1,609.13)
股权融资	428.33	81.95	(627.97)	(47.82)	(237.62)
其他	(675.18)	(429.81)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	323.93	(77.31)	(3,755.14)	1,866.91	(1,846.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	713.79	(515.63)	402.47	(229.85)	1,663.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	25,160.47	26,438.73	28,401.14	30,513.15	32,191.22
营业成本	22,555.94	24,015.10	25,317.64	27,857.91	29,359.89
营业税金及附加	99.16	111.11	142.01	133.68	145.76
销售费用	481.32	315.33	568.02	457.70	482.87
管理费用	769.57	670.96	852.03	762.83	804.78
研发费用	25.25	24.87	28.40	30.51	32.19
财务费用	167.99	70.16	34.94	18.08	(6.25)
资产/信用减值损失	(391.29)	(424.85)	(36.00)	(42.51)	(38.48)
公允价值变动收益	9.39	0.30	(2.91)	5.00	0.00
投资净收益	47.23	105.86	56.75	69.95	77.52
其他	617.25	560.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	778.66	989.76	1,475.93	1,284.88	1,411.01
营业外收入	21.99	35.52	28.77	28.76	31.01
营业外支出	40.75	30.32	37.45	36.17	34.65
利润总额	759.91	994.96	1,467.24	1,277.46	1,407.38
所得税	224.21	211.71	293.45	255.49	281.48
净利润	535.69	783.25	1,173.79	1,021.97	1,125.90
少数股东损益	16.17	39.60	58.69	51.10	56.30
归属于母公司净利润	519.52	743.66	1,115.10	970.87	1,069.61
每股收益(元)	0.24	0.35	0.52	0.45	0.50

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	19.08%	5.08%	7.42%	7.44%	5.50%
营业利润	3.50%	27.11%	49.12%	-12.94%	9.82%
归属于母公司净利润	-1.82%	43.14%	49.95%	-12.93%	10.17%
获利能力					
毛利率	10.35%	9.17%	10.86%	8.70%	8.80%
净利率	2.06%	2.81%	3.93%	3.18%	3.32%
ROE	5.19%	7.01%	10.03%	8.06%	8.30%
ROIC	6.84%	7.75%	10.07%	11.44%	9.19%
偿债能力					
资产负债率	45.66%	45.78%	39.45%	40.95%	37.65%
净负债率	18.70%	23.70%	-8.21%	9.98%	-15.49%
流动比率	1.79	1.65	1.88	1.98	2.18
速动比率	0.77	0.81	0.67	0.85	0.94
营运能力					
应收账款周转率	30.10	29.49	26.90	28.76	28.34
存货周转率	3.60	3.61	3.58	3.54	3.55
总资产周转率	1.39	1.37	1.47	1.54	1.53
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.35	0.52	0.45	0.50
每股经营现金流	0.03	-0.03	1.75	-0.93	1.70
每股净资产	4.68	4.96	5.20	5.63	6.03
估值比率					
市盈率	35.82	25.02	16.69	19.17	17.40
市净率	1.86	1.75	1.67	1.54	1.44
EV/EBITDA	10.25	7.39	8.60	10.84	8.48
EV/EBIT	12.66	8.92	10.74	13.97	10.78

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com