

评级：首次（买入）

市场价格：8.73

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：王佳博

执业证书编号：S0740523010002

电话：021-20315125

Email: wangjb@zts.com.cn

分析师：严瑾

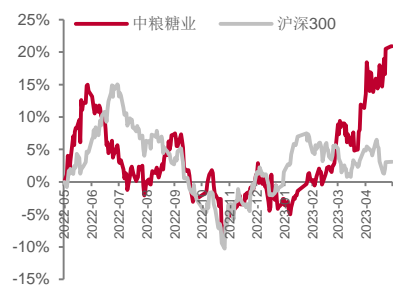
执业证书编号：S0740523010001

Email: yanjin@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,139
流通股本(百万股)	2,139
市价(元)	8.73
市值(百万元)	18,672
流通市值(百万元)	18,672

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 糖价见底了吗？——第一期行业深度报告

2 哪些子行业收益“价格下跌”？

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,160	26,439	31,806	33,456	36,141
增长率 yoy%	19%	5%	20%	5%	8%
净利润(百万元)	520	744	1,525	1,777	2,220
增长率 yoy%	-2%	43%	105%	17%	25%
每股收益(元)	0.24	0.35	0.71	0.83	1.04
每股现金流量	0.03	-0.03	0.83	0.66	1.03
净资产收益率	5%	7%	13%	13%	15%
P/E	35.9	25.1	12.2	10.5	8.4
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

备注：股价取自 2023 年 5 月 4 日收盘价

报告摘要

- 中粮糖业控股股份有限公司是中粮集团有限公司旗下控股的国内 A 股上市公司，公司是拥有食糖、番茄加工两大产业，是国内最大的食糖生产、贸易企业以及领先的番茄制品生产企业。贸易糖、自产糖、加工糖以及番茄的生产加工是中粮糖业的四大业务。2022 年年报显示，公司贸易糖业务为核心营收来源，占比 65.71%，自产糖、加工糖及番茄的营业收入分别占总营收的 15.94%、10.52%、7.08%，其中番茄制品毛利率最高。
- 公司食糖业务年经营量约 465 万吨，占全国消费总量的 30% 以上，并且终端市场的占比不断提高。公司在糖源掌控能力方面持续加强，位于行业前列。公司是国内食糖进口的主要渠道，掌控超 200 万吨的仓储物流网点，建立了覆盖全国主要干支线节点的物流服务体系。
- 综合考虑糖价周期以及公司非糖业务的调出时点，观察近 6 个食糖产销年度公司估值的波动区间 PE（15-70）。相对于一般的周期性农业公司，公司的估值区间呈现一定溢价。我们认为“吐故纳新优化资产、进口地位契合产业趋势、显著自产、进口糖成本优势、消费品持续拓展”是获得估值溢价的核心优势，且这些优势仍在不断升级。
- 且可预见的 3-5 年中，公司的竞争优势稳步提升，市占率有望进一步提高，估值区间有进一步抬升空间，当前公司估值处于近 6 年低位，糖价筑底向上为业绩提供正向帮助，业绩、估值同步向上迎来戴维斯双击。
- **盈利预测、估值及投资评级：** 内外价差逐步恢复至常规水平，进口占比提高将有助于公司贸易糖和加工糖数量增加。国内外糖价在 2023 年初结束近 6 年的低位震荡开启牛市，国内外自产糖毛利率逐年提升。公司番茄制品业务进一步拓宽海外市场，品牌力将显著提升。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 318.06 亿元、334.56 亿元、361.41 亿元，同比增长 20.30%、5.19%、8.02%；归属母公司净利润分别为 15.25 亿元、17.77 亿元、22.20 亿元，同比增长 105.11%、16.51%、24.90%。公司借助“吐故纳新资产优化、进口地位契合产业趋势、显著成本优势、消费品拓展”获得估值溢价，估值区间有进一步抬升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 国内外糖价下跌限制自产糖利润释放，政府约束配额外进口糖发放总量，公司获批量减少，番茄市场拓展遇瓶颈，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资主题

报告亮点

跳出一般研报专注糖价趋势判断的框架，从估值溢价谈公司的行业地位及优势，考虑近5年公司大量资产进出及非常规减值，通过合理调整还原当前资产的真实盈利能力。增加了横向比较的有效性。

投资逻辑

论证公司估值高于一般农业公司的合理性，当前的估值处于历史估值区间的底部，具备安全边际。

关键假设、估值与盈利预测

采用相对估值法，对比同行业估值所处位置以及公司的行业地位，结合未来3年的业绩评估，判断当前股价处于低估水平。

内容目录

行业龙头地位坚实稳固.....	- 5 -
四大驱动力提升估值区间.....	- 7 -
吐故纳新，资产质量增厚变强.....	- 8 -
对外依存度节节攀升，公司进口优势凸显.....	- 10 -
公司自产糖、进口糖成本在行业中具备显著优势.....	- 13 -
食糖与番茄业务拓宽消费品市场，前景广阔.....	- 16 -
盈利预测及估值.....	- 18 -
盈利预测.....	- 18 -
估值及总结.....	- 19 -
风险提示.....	- 19 -

图表目录

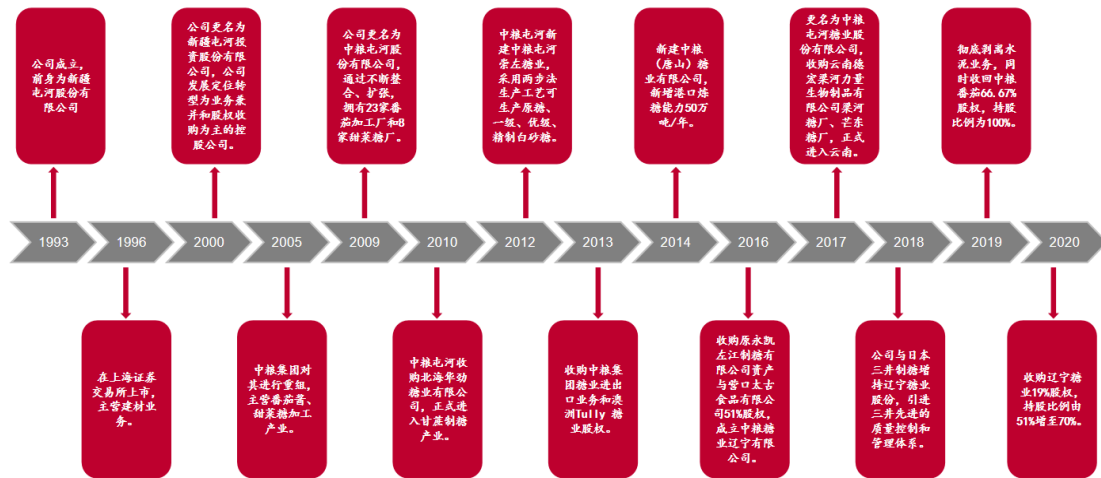
图表 1: 中粮糖业发展历程.....	- 5 -
图表 2: 中粮糖业股权结构 (截止 2022 年 12 月 31 日).....	- 5 -
图表 3: 2022 年公司营业收入构成.....	- 6 -
图表 4: 2022 年各类业务毛利率 (%).....	- 6 -
图表 5: 公司营业收入及增速.....	- 6 -
图表 6: 公司归母净利润及增速.....	- 6 -
图表 7: 主要炼糖子公司净利润 (百万元).....	- 7 -
图表 8: 公司扣非净利润及增速.....	- 7 -
图表 9: 中粮糖业市盈率 (PE, TTM).....	- 7 -
图表 10: 静态市盈率.....	- 7 -
图表 11: 预测市盈率 (市值/当年净利润, 我们预估 2023 年净利润为 15.3 亿元).....	- 8 -
图表 12: 中粮糖业市净率.....	- 8 -
图表 13: 优质资产加盟.....	- 8 -
图表 14: 劣质资产逐步淘汰.....	- 9 -
图表 15: 国内食糖价格走势 (元/吨, 截止 2022 年 12 月 30 日).....	- 9 -
图表 16: 调整后归母净利润 (百万元).....	- 9 -
图表 17: 公司变更避免同业竞争承诺.....	- 10 -
图表 18: 全国甜菜及甘蔗种植面积 (万亩).....	- 10 -
图表 19: 全国食糖产量 (万吨).....	- 10 -
图表 20: 广西甘蔗收购价 (元/吨).....	- 11 -
图表 21: 广西甘蔗种植面积及国家保护区面积.....	- 11 -

图表 22: 代糖食品可能存在更大危害.....	- 11 -
图表 23: 代糖食品并非绝对健康.....	- 11 -
图表 24: 2022 年中粮糖业精炼产能分布 (万吨/年)	- 12 -
图表 25: 2021 年国内精炼糖产能分布 (万吨/年)	- 12 -
图表 26: 糖业公司自产糖毛利率对比.....	- 13 -
图表 27: Tully 业绩与国际糖价走势.....	- 13 -
图表 28: 2018/19 广西十大制糖集团三费合计 (元/吨)	- 13 -
图表 29: 2018/19 广西十大制糖集团吨糖成本 (元/吨)	- 13 -
图表 30: 2017/18 以美元折算各国甘蔗收购价 (美元/吨)	- 14 -
图表 31: 户均种植面积 (亩/户)	- 14 -
图表 32: 中粮糖业进口糖预估成本低于行业水平.....	- 14 -
图表 33: 毛利空间提升.....	- 15 -
图表 34: 糖厂采用二步法生产工艺生产碳化精制糖.....	- 15 -
图表 35: 高机械化种植糖料作物.....	- 15 -
图表 36: “中糖”牌大包装糖类产品.....	- 16 -
图表 37: 功能性软糖、烘焙糖等产品供消费者选择.....	- 17 -
图表 38: 公司番茄酱产量及增速.....	- 17 -
图表 39: 公司番茄制品毛利润及增速.....	- 17 -
图表 40: 公司番茄类大包装产品及消费业务产品.....	- 17 -
图表 41: 中粮糖业业务拆分及预测.....	- 18 -
图表 42: 可比公司估值.....	- 19 -

行业龙头地位坚实稳固

- 中粮糖业控股股份有限公司是中粮集团有限公司旗下控股的国内 A 股上市公司，是中粮集团食糖业务专业化公司经营范围包括国内外制糖、食糖进口、港口炼糖、国内食糖销售及贸易、食糖仓储及物流、番茄加工业务。公司是我国拥有食糖、番茄加工两大产业，是国内最大的食糖生产和贸易企业以及领先的番茄制品生产企业。公司针对旗下产品，实施全产业链监控，形成种业研发、机械化种植采收、生产加工、品管品控、物流、营销的完整全产业链格局，严格把控每一个生产环节，保证产品质量和食品安全，达到出口欧美的食品安全认证。

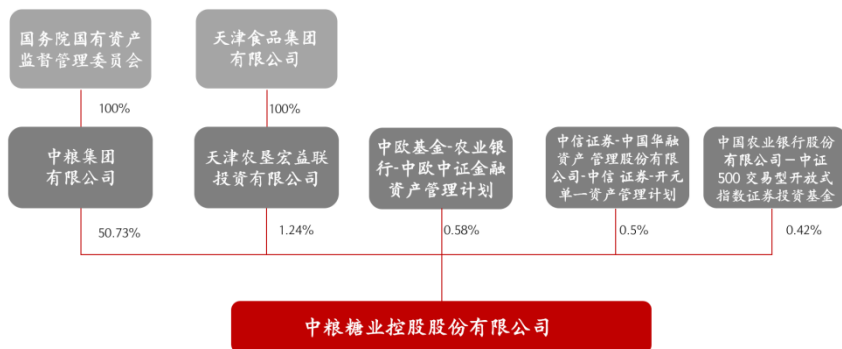
图表 1：中粮糖业发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 公司股权结构稳定，控股股东为中粮集团，持股 50.73%。中粮集团于 1949 年经国务院批准成立，并由国务院国有资产监督管理委员会直接管理，该集团是中国最大的粮油食品企业，是世界 500 强企业。第二大股东为天津农垦宏益联投资有限公司，持股 1.24%，其实控股公司为天津食品集团有限公司。第三大股东为中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划，持股 0.58%。第四、五大股东为中信证券-中国华融资产管理股份有限公司-中信证券-开元单一资产管理计划和中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金。

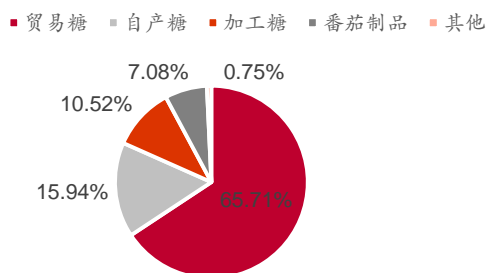
图表 2：中粮糖业股权结构（截止 2022 年 12 月 31 日）



来源：公司公告、中泰证券研究所

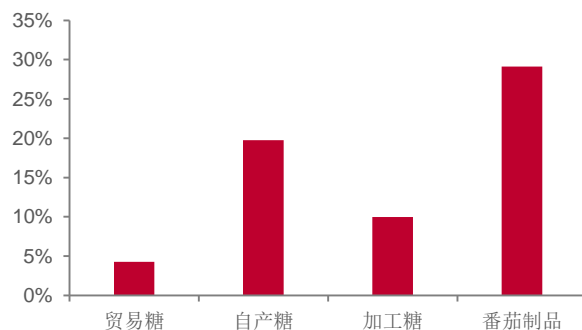
- 贸易糖、自产糖、加工糖以及番茄的生产加工为中粮糖业的主要业务。2022 年年报显示，公司贸易糖业务为主要营收来源，占公司营业收入的 65.71%，自产糖、加工糖及番茄的营业收入分别占总营收的 15.94%、10.52%、7.08%，其中番茄制品毛利率最高。

图表 3：2022 年公司营业收入构成



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 4：2022 年各类业务毛利率 (%)

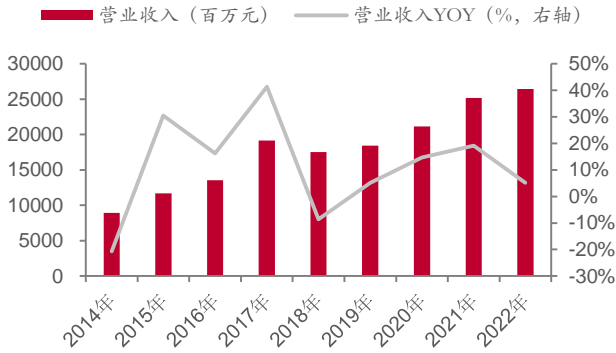


来源：公司公告、中泰证券研究所

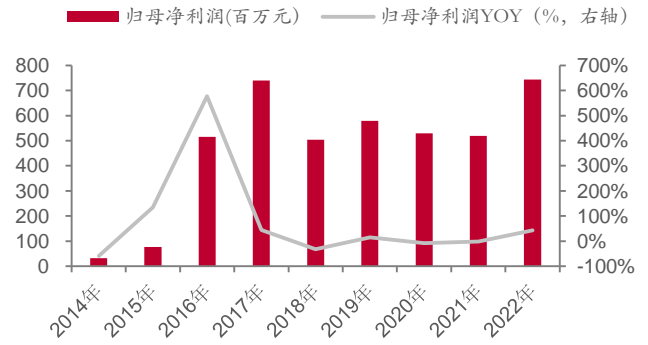
- 公司在国内共拥有 13 家甘蔗、甜菜制糖企业，遍布于广西、云南、新疆等优势原料主产区，并在国内最优良的番茄产区拥有 13 家番茄公司。公司在糖源掌控能力方面持续加强，位于行业前列。公司是国内食糖进口的主要渠道，掌控超 200 万吨的仓储物流网点，建立了覆盖全国主要干支线节点的物流服务体系，有效的服务终端客户。公司食糖业务年经营量约 465 万吨，占全国消费总量 30% 以上，并且终端市场的占比不断提高。
- 食糖产业主要受天气、原料种植、进口政策、国际糖价及金融市场等综合因素影响，糖价上涨周期，会对公司经营业绩产生正向影响。公司通过提升商情研发能力，不断强化市场机会把握和风险管理水平，营业收入保持稳步增长。2022 年，公司实现营业收入 264.39 亿元，同比增长 5.08%；归属于上市公司股东的净利润为 7.44 亿元，同比增长 43.14%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 6.24 亿元，同比增长 32.15%。

图表 5：公司营业收入及增速

图表 6：公司归母净利润及增速

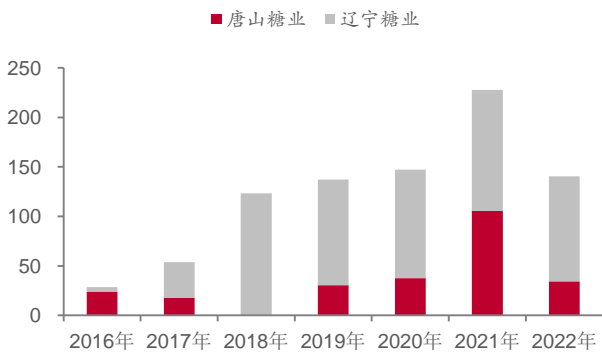


来源：公司公告、中泰证券研究所



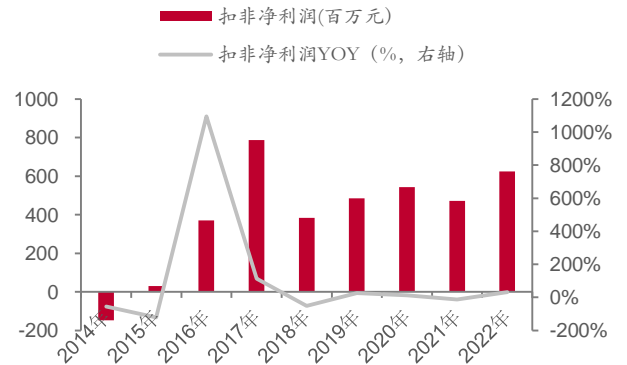
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：主要炼糖子公司净利润（百万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：公司扣非净利润及增速

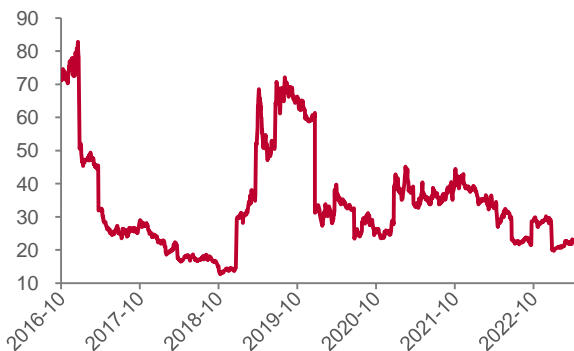


来源：公司公告、中泰证券研究所

四大驱动力提升估值区间

- 综合考虑糖价周期以及公司非糖业务的调出时点，我们梳理了近6个食糖产销年度（16/17-21/22 榨季，国内糖价经历冲高-筑顶-下跌-盘整多个阶段）公司估值的波动区间。相对于一般的周期性农业公司，公司的估值区间呈现一定溢价表现。
- 我们从以下四个方面理解公司的高估值逻辑，并判断这些优势未来能否支撑估值区间进一步抬升。

图表 9：中粮糖业市盈率 (PE, TTM)



图表 10：静态市盈率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 11：预测市盈率（市值/当年净利润，我们预估 2023 年净利润为 15.3 亿元）



来源：Wind、中泰证券研究所

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 12：中粮糖业市净率



来源：Wind、中泰证券研究所

吐故纳新，资产质量增厚变强

- 2015 年至今，公司持续优化资产质量，通过收购、新设、扩股等多种方式做强制糖主业，优化番茄副业，坚定剥离劣质低效资产，资产内部完成“优胜劣汰”，吸引外部资产强势加盟。包括但不限于自产糖增补云南制糖产能，加工糖投产唐山项目并增持辽宁糖业股权，同时拖累公司的资产也得到了剥离，包括联营企业新疆屯河水泥以及多家持续亏损的番茄公司。

图表 13：优质资产加盟

年份	优质资产加盟
2015 年	河北唐山曹妃甸年产 100 万吨精炼糖项目（I 期）投产 公司受托管理了华孚集团旗下中糖公司及食糖相关业务，仓储能力近 180 万吨，后增至 220 万吨
2016 年	设立全资子公司中粮崇左江州糖业有限公司，获得 10 万吨甘蔗糖产能 收购营口北方持有的营口太古 51% 股权，营口太古 2016 年 11 月更名为中粮（辽宁）糖业有限公司 竞拍取得云南德宏梁河力量生物制品有限公司下属梁河糖厂、芒东糖厂相关资产，实现公司食糖业务云南布局突破
2017 年	设立全资子公司中粮梁河糖业有限公司 设立全资子公司中粮屯河番茄有限公司 设立全资子公司中粮（来宾）糖业有限公司 将乌苏番茄制品分公司等 10 家所属番茄产业相关的分公司注销，变更新设成由本公司 100.00% 控股的子公司
2018 年	营口北方将其持有的辽宁糖业 20% 的股权转让给三井制糖。公司与日本三井制糖一道，增持辽宁糖业股份公司，股权转让后，公司持有辽宁糖业 70% 股权，三井制糖持有辽宁糖业 20% 股权，营口北方持有辽宁糖业 10% 股权 设立全资子公司天津旭昌虹贸易有限公司 全资子公司中粮番茄本期设立全资子公司北京屯河食品有限公司
2022 年	设立子公司中粮糖业（漳州）有限公司，漳州糖业建成投产后可增加 35 万吨/年的炼糖能力

2023 年

收购内蒙中粮 100% 股权，2023 年 2 月 14 日完成工商变更登记

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 14：劣质资产逐步淘汰

年份	劣质资产淘汰
2015 年	石河子分公司主要生产设备已搬迁至其他分子公司，闲置资产已于 6 月份清理
2017 年	廊坊番茄 100% 股权转让成功
	中粮屯河塔城高新农业开发有限公司清算注销 中粮屯河惠农高新农业开发有限公司清算注销
2018 年	朔州糖业 100% 股权转让成功
	阿克苏果业 100% 股权转让成功
	喀什果业 100% 股权转让成功
	中粮屯河伊犁糖业有限公司清算注销 中粮屯河惠农番茄制品有限公司破产清算
2019 年	新疆屯河水泥有限责任公司 49% 股权转让成功，公司彻底剥离水泥业务
	中粮屯河张掖番茄制品有限公司清算注销
	乌苏古尔图牧业开发有限责任公司 96.66% 股权转让成功 中粮屯河沙湾番茄制品有限公司、中粮屯河乌拉特前旗番茄制品有限公司、内蒙古河套沃得瑞番茄制品有限公司、中粮屯河五原番茄制品有限公司、中粮屯河博湖番茄制品有限公司、中粮屯河和硕番茄制品有限公司破产清算
2021 年	中粮新疆屯河高新农业示范基地有限公司破产清算
	乌苏中粮屯河美通番茄制品有限公司、中粮屯河拜城番茄制品有限公司破产清算
2022 年	中粮屯河奎屯番茄制品有限公司完成清算注销

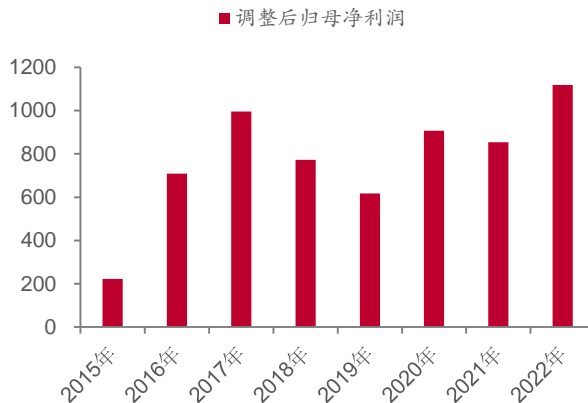
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 为了更好的横向比较，并对未来糖价上涨周期的公司业绩提示，我们对公司历史业绩进行调整，将 2015 年至今，子公司亏损剥离以及存货跌价损失、固定资产减值损失、商誉减值损失等剔除后，重新计算归母净利润（由于部分剥离子公司业绩缺失，实际利润应高于我们调整后的数据）。从 2015 年至今的数据看出，公司业绩与糖价正相关，重要的是，伴随公司资产优化的不断推进，以及自身优异的管理能力及多样的生产模式，在行业低迷阶段，公司依然可以获得良好的业绩表现。

图表 15：国内食糖价格走势（元/吨，截止 2022 年 12 月 30 日）
图表 16：调整后归母净利润（百万元）



来源：广西糖网、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 吐故纳新，不断优化资产质量是获得高估值的重要原因之一。公司并未停止优化步伐，2021 年年报披露，公司将渐进式完成内蒙中粮番茄业务、中糖公司食糖业务的并入。2022 年，公司下属番茄公司收购内蒙中粮 100% 股权，内蒙中粮注入上市公司，彻底解决了公司同控股股东在番茄业务方面长期存在的同业竞争问题。在打造“世界一流大糖商”的目标、充足的货币资金储备以及中粮集团的支持下，公司资产质量优化的步伐还将阔步向前。

图表 17：公司变更避免同业竞争承诺

公司名称	产生同业竞争业务类型	公司受托管理时间	原《关于避免同业竞争的承诺函》 (2017 年 7 月 21 日出具)	变更避免同业竞争承诺 (2022 年 5 月 27 日发布公告)
内蒙中粮 (已完成)	番茄	2006 年 8 月公司受托管理内蒙中粮	连续 3 年经审计的加权平均净资产收益率不低于 8% 时，中粮集团将以合法方式将内蒙中粮注入中粮糖业	连续 3 年经审计的加权平均净资产收益率不低于 6.5% 时，中粮集团将于内蒙中粮第三年度审计报告出具日起一年内将其注入中粮糖业
中糖公司	食糖	2014 年，华孚集团整体并入中粮集团，公司于 2015 年 9 月和 12 月受托管理了华孚集团旗下中糖公司及其下属企业	除内部决策及收购交易程序外的其余部分资产在连续 3 年经审计的加权平均净资产收益率不低于 8% 时，中粮集团将以合法方式将中糖公司注入中粮糖业	在中糖公司糖相关业务资产连续 3 年经审计的加权平均净资产收益率不低于 6.5% 时，中粮集团将于中糖公司第三年度审计报告出具日起一年内将其注入中粮糖业

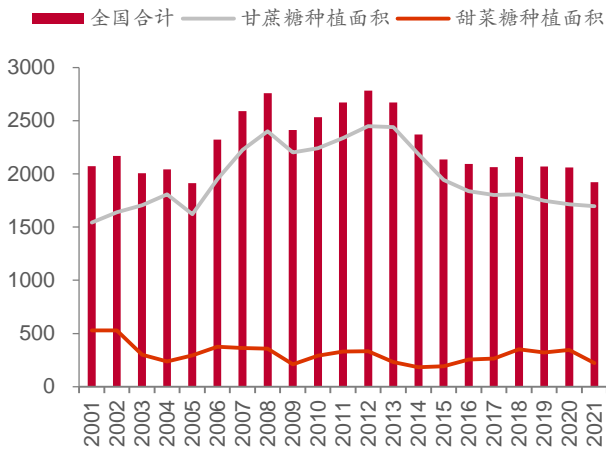
来源：公司公告、中泰证券研究所

对外依存度节节攀升，公司进口优势凸显

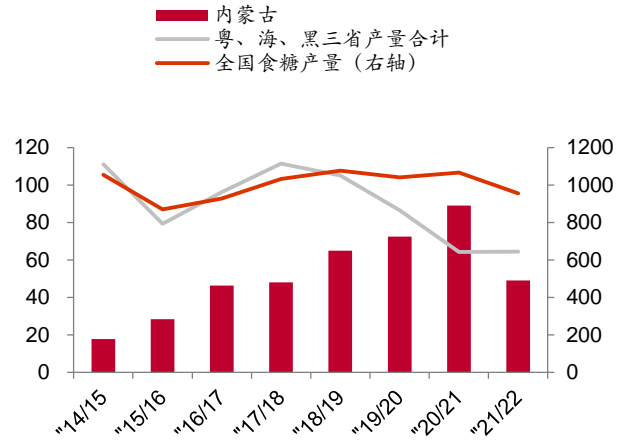
- 产量只减不增。**受到土地资源禀赋、原料成本高企、缺乏规模效应等因素制约，国内制糖产业规模面临日渐萎缩的窘境，在可预见的未来 3 年，中国食糖的产量难有上升，且有继续下滑的风险，这即包括产业自身驱动的自然减少，也包括自然灾害带来突发式的减产。尽管广西甘蔗收购价已经创下历史新高（并推高制糖成本），但第一产区的种植面积已无力提高，那些缺乏补贴的中小产区更是难以为继。

图表 18：全国甜菜及甘蔗种植面积（万亩）

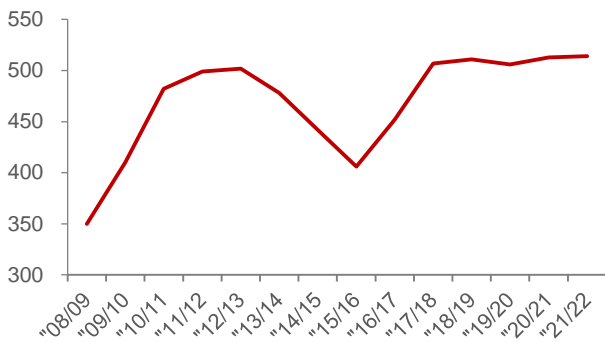
图表 19：全国食糖产量（万吨）



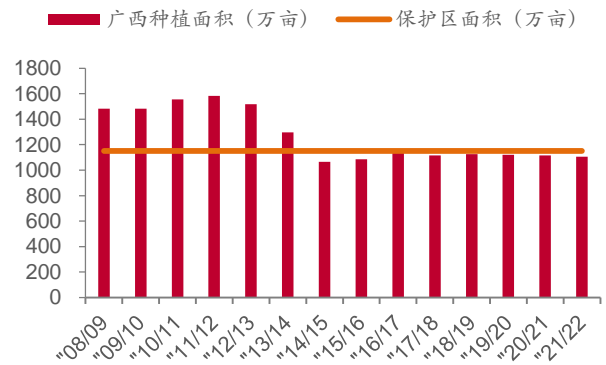
来源：广西糖网、中泰证券研究所



来源：广西糖网、中泰证券研究所

图表 20：广西甘蔗收购价（元/吨）


来源：广西糖网、中泰证券研究所

图表 21：广西甘蔗种植面积及国家保护区面积


来源：广西糖网、中泰证券研究所

- 消费只增不减。**受到疫情、虚假宣传、代糖冲击等多方面因素影响，过去几年食糖消费被抑制。疫情管控放开，在可预见的未来 3 年，食糖被压抑的需求会被激活。随着食糖科学知识的普及，在经历了一波对食糖矮化的负面宣传后，消费者重新了解食糖，客观对待食糖，意识到食糖对人体健康的重要作用。“君子爱糖，取之有度”“少吃糖、吃好糖”的观念深入人心，重塑了正确的食糖观、用糖观。与此同时，监管部门不断加强对化学合成甜味剂的管理，推行食品质量市场准入制度。针对过度宣传，2020 年 7 月，国家市场监督管理总局发布《食品标识监督管理办法（征求意见稿）》，明确指出“对于食品中不含有或者未使用的物质，以‘不添加’‘零添加’‘不含有’或类似字样强调不含有或者未使用的”。2020 年国家卫生健康委员会对《预包装食品营养标签通则》中，规范“零添加”标注同样被提及。此外，消费者也逐步意识到长期食用代糖给身体健康带来的风险，食糖消费回归正常水平。由于存在食糖供应缺口，多元化的甜味剂也是符合国情的合理解决方案，在果葡糖浆等替代产品不断涌现的背景下，我国食糖消费总量仍保持增长。

图表 22：代糖食品可能存在更大危害
图表 23：代糖食品并非绝对健康

快看 央视网快看 22-8-29 15:45 来自 微博视频号

【#无糖饮料为何会比有糖饮料危害更大#?】#食用无糖食品可避免患糖尿病吗#?解放军总医院第一医学中心内分泌科主任母义明:“代糖食品尤其是很多的无糖饮料,所谓的零糖、零脂、零卡路里的饮料,其实对人体是没有好处的。很多研究发现,长期喝无糖饮料,如果它是加了甜味剂,比如说像三氯蔗糖、阿斯巴甜、木糖醇等等,这些含有甜味的代糖饮料,它和含糖饮料在导致糖尿病发生方面,并没有本质区别。相反这些无糖的、甜的饮料,在导致糖尿病和心血管疾病发生方面,可能比我们喝甜的含糖的饮料危害会更大”。#长期喝无糖饮料有哪些危害# 央视网快看的微博视频

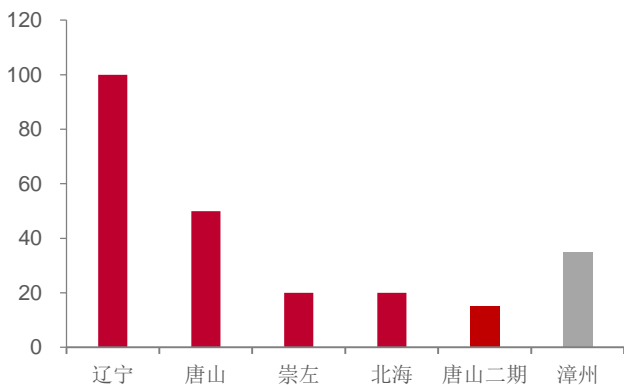
来源:央视网、中泰证券研究所



来源:央视网、中泰证券研究所

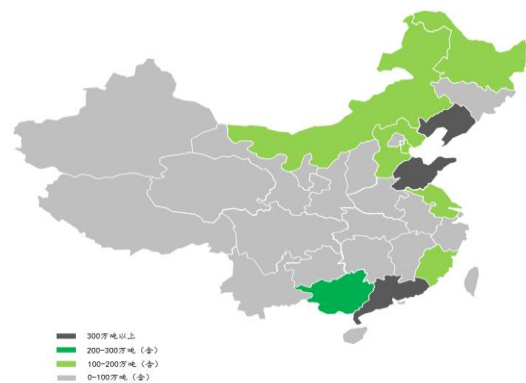
- 公司是国内最大的食糖进口商,同时拥有配额、配额外的进口资质。在进口及港口炼糖环节,公司年自营及代理进口量约占中国进口总量的**50%**,是衔接海外资源与国内市场的桥梁。国内**供给停滞,消费回升,产需缺口放大,国内需要更多的进口满足市场,公司将在这一过程充当重要作用**。若自然灾害导致国内突发减产(因甘蔗的宿根性将持续至少两年),公司重要地位将更加凸显,公司已为此做好了准备。
- 公司目前拥有 205 万吨/年的原糖精炼产能:其中辽宁营口炼糖厂 100 万吨/年,河北唐山曹妃甸炼糖厂 50 万吨/年,广西崇左甘蔗制糖厂 20 万吨/年,广西北海 20 万吨于 2021 年投产,曹妃甸二期 15 万吨精炼产能现已达产。在建的漳州糖业建成投产后,也可增加 35 万吨/年炼糖能力。

图表 24: 2022 年中粮糖业精炼产能分布 (万吨/年)



来源:公司公告、中泰证券研究所

图表 25: 2021 年国内精炼糖产能分布 (万吨/年)



来源:中糖协、中泰证券研究所

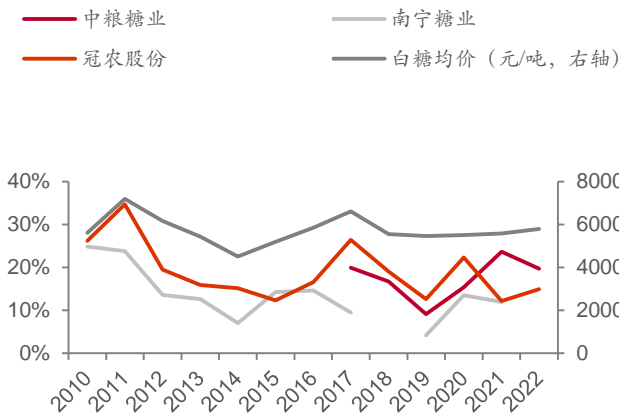
- 国内进口依赖度提升的趋势以及公司进口食糖的地位是高估值的重要原因之一。公司积极的原糖加工产能布局也为长期补充国内产不足需的局

面做好铺垫。进口量提升，也将同步提升公司国内贸销糖的交易规模。

公司自产糖、进口糖成本在行业中具备显著优势

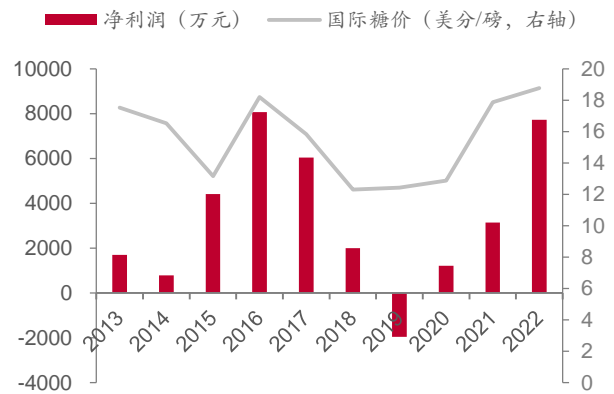
- 公司 2022 年自产糖 111.88 万吨，同比增加 2.34 万吨，自产糖营收占比 15.94%。公司拥有国内 13 家甘蔗糖、甜菜糖加工厂以及澳大利亚 Tully 糖业，自产糖合计产能 100 万吨/年，国内制糖产糖产能 70 万吨/年，澳洲糖产能 30 万吨/年。
- 自产糖毛利率与国内、外糖价波动呈现正相关关系。相对于内外价差，观察糖价波动更为直观，这也是投资者“看糖价交易糖业股”的基本逻辑。

图表 26：糖业公司自产糖毛利率对比



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 27：Tully 业绩与国际糖价走势

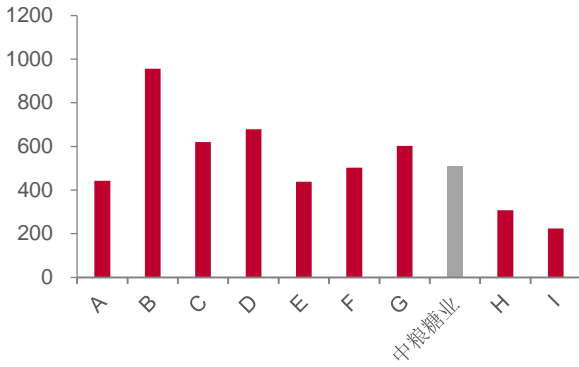


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 公司自产糖成本在各自市场皆具备相对优势，广西糖协数据显示，以 18/19 榨季为例，在广西十大制糖集团中（产量占比广西全区 97.4%），中粮糖业的三费合计（销售费用+财务费用+管理费用）排名（从高至低，下同）第五，吨糖成本排名第八。制糖成本中甘蔗原料的占比达 80%，各集团的收购价基本一致，集团间的成本差异体现在三费的控制上以及蔗区资源的差异上。

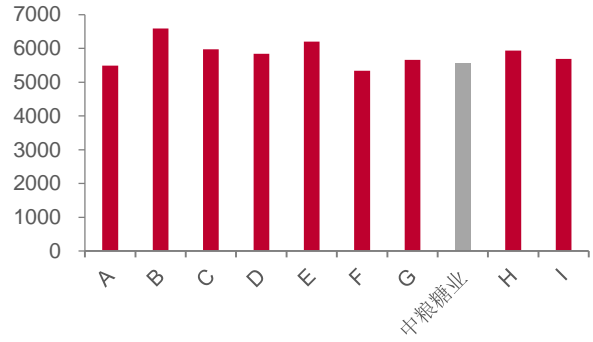
图表 28：2018/19 广西十大制糖集团三费合计（元/吨）

图表 29：2018/19 广西十大制糖集团吨糖成本（元/吨）



来源：广西糖业年报、中泰证券研究所

注：按产量排序

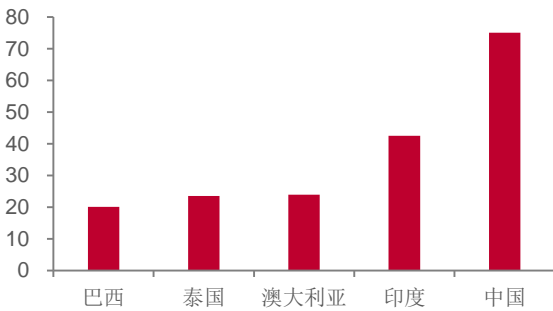


来源：广西糖业年报、中泰证券研究所

注：按产量排序

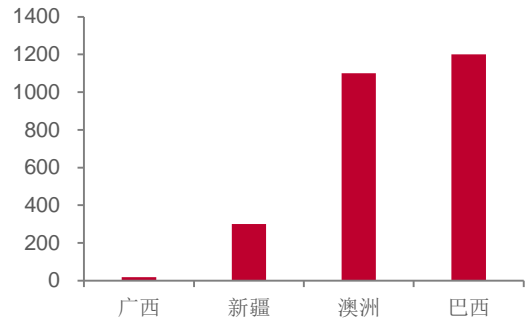
- 澳洲糖在全球成本中处于低位，在全球化销售中获得超额收益。澳洲食糖由于机械化程度高，人均种植面积大，综合成本在全球具有相对优势。

图表 30：2017/18 以美元折算各国甘蔗收购价（美元/吨）



来源：ISMA、中泰证券研究所

图表 31：户均种植面积（亩/户）



来源：郑商所、中泰证券研究所

- 我国食糖进口采用配额制，配额内关税为 15%，配额外为 50%，进口成本取决于采购的能力以及平均关税大小。由于配额数量仅为 194.5 万吨（低于 500 万吨的缺口总量），所以市场需要给出更高的利润（以年评估）吸引更高进口税率的糖源涌入，无形中增加了配额糖的利润厚度。从近 5 年数据看，我国配额糖的进口利润稳定在 500-3000 元/吨。我们结合行业的进口配额、许可证的发放，假定中粮糖业的配额、许可证比例为 1: 1，而其他企业为 0.1: 1，计算进口商获得的利润，反映公司进口成本的相对优势。
- 公司拥有澳洲 30 万吨自产原糖，中粮集团在巴西拥有 4 家糖厂，它们是公司进口糖源的主要供货方，协同效应可以有效降低公司的交易成本；这在国内进口糖加工企业也是独家的。

图表 32：中粮糖业进口糖预估成本低于行业水平



来源：Wind、中泰证券研究所

- 公司自产糖、进口糖成本的显著优势是高估值的重要原因之一。于此同时，公司通过技改、拉长保质期、增加保税仓库、产品升级等方式继续提高生产效率，增长销售周期，延缓关税支付，进一步提升自产糖、进口糖的超额毛利收益的能力。

图表 33：毛利空间提升

年份	毛利空间提升
	唐山糖业成功获批 5 万吨保税仓容，大幅降低进口原糖的运输费用
2021 年	崇左糖业开完成 2 万吨 / 年液体糖中试生产线的研发至产品上市，成为崇左、南宁区域内唯一一家生产药用糖的企业 公司拟投资建设曹妃甸精炼糖项目二期 15 万吨/年绵（砂）糖生产线项目
2022 年	公司白砂糖核心指标超越韩糖，不断挤占高端市场

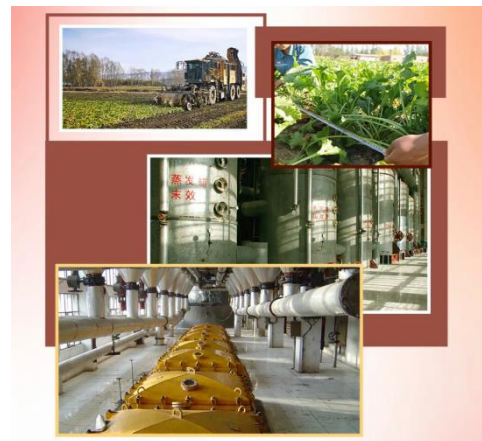
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 34：糖厂采用二步法生产工艺生产碳化精制糖



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 35：高机械化种植糖料作物



来源：公司官网、中泰证券研究所

食糖与番茄业务拓宽消费品市场，前景广阔

- 在强化核心主业的基础上，公司加快品牌转型步伐。2022 年作为中粮糖业的“品牌元年”，公司启动“好美年华”品牌工程，推出“好产品+好故事”。公司成立中粮糖业品牌工作领导小组，研究食糖、番茄专业品牌规划，从战略高度上推动品牌业务发展，深化品牌渠道建设，致力于为消费者提供安全、健康、高品质的食糖产品，实现了“中糖”品牌影响力以及品牌溢价的提升。
- 生产工艺奠基品牌实力，公司糖类产品质量追赶国际高端市场。2012 年，公司建立崇左糖业，采用两步法生产工艺生产原糖、一级、优级、精制白砂糖，提高产品质量。2018 年，公司与日本三井制糖一道，增持辽宁糖业股份，引进三井先进的质量控制和管理体系，借助三井制糖精益管理，公司产品质量持续提升。与此同时，辽宁糖业通过了股东三井的生产标准检验，实现了国际市场高端食糖国产化以及“糖匙牌”精制糖的批量生产，距离将辽宁糖业打造成为炼糖行业金牌企业的目标更进一步。2021 年，崇左糖业液体糖中试生产线的研发、建设、调试、投产、客户推广与产品上市，成为崇左、南宁区域内唯一一家生产药用糖的企业，填补了广西在该领域的产品与技术空白。
- 食糖产品方面，公司以客户需求为导向，为其定制不同包装规格产品，主要包括原糖、白砂糖、绵白糖、赤砂糖、精幼砂糖、红糖、糖蜜等，主要客户包括亿滋、嘉吉、可口可乐、蒙牛、玛氏、雀巢、伊利、好丽友等国内外知名企业。并且，随着市场需求多样性的变化，公司不断推出 400g 优级白砂糖、355g 精制白砂糖、纯正红糖、玫瑰红糖、单晶冰糖、350g 多晶体黄冰糖及罗汉果风味液体糖等小包装产品以及高标准药用糖，完善产品矩阵，拓宽消费者市场。

图表 36：“中糖”牌大包装糖类产品



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 在此基础上，公司持续加强品牌建设和科技创新，与中粮营养研究院、北京工商大学等知名机构合作，不断探索创新性产品，聚焦高端烘焙、冲调和功能性用糖，对 C 端产品进行迭代升级，将“中糖”打造成中字头的强势行业品牌。目前，公司糖类产品已形成工业用糖、厨房用糖、高端健康糖的三层次产品品牌体系架构。除此之外，公司设立副品牌“元气制造局”，推出具有助眠、明目等功能的功能性软糖，迎合了当代年轻人的“轻养生”理念。药用糖方面，公司强化与中国药科大学等内外

科研机构合作，积极探索注射用糖和药用糖明星单品，以科技创新加持产品竞争力。

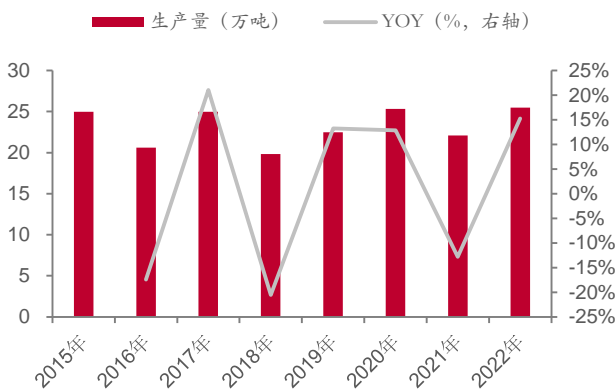
图表 37：功能性软糖、烘焙糖等产品供消费者选择



来源：公司官网、中泰证券研究所

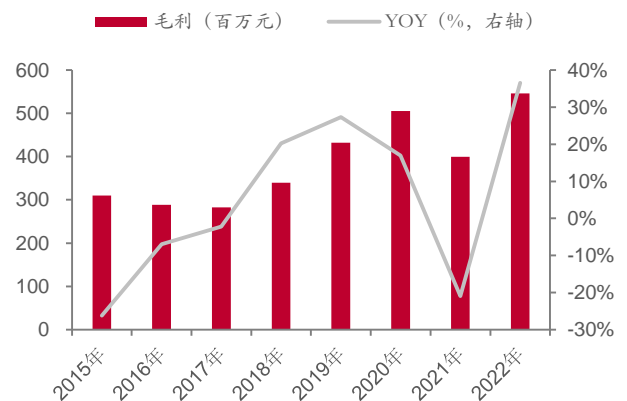
- 在完善食糖核心主业的同时，公司不断拓展以番茄业务为辅助的产业布局。番茄方面，公司构建了我国唯一一条从种子、种植、初加工、深加工、销售等为一体的番茄制品完整产业链，巩固番茄成本优势，持续稳定原料单产、优化生产工艺、保障产品质量。公司年产番茄制品 30 万吨，占全国总产量的 30%以上，品牌影响力持续提升，行业占比稳定上升，成为我国番茄制品行业领跑者。
- 公司立足 B2B 大包装番茄酱出口商业优势，持续探索国内番茄制品、保健品等高附加值产品，开展番茄汁等 B2C 新品开发，打造了饮料、番茄丁、披萨酱、意面酱等“拳头”产品，为消费者奉献了更加安全、营养、健康的番茄制品，C 端销售占比逐步增加。2022 年公司番茄制品毛利为 5.46 亿元，同比上涨 36.57%，为新赛道的拓展提供了有力支撑。

图表 38：公司番茄酱产量及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 39：公司番茄制品毛利润及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 40：公司番茄类大包装产品及消费业务产品



来源：公司公告、中泰证券研究所

盈利预测及估值

盈利预测

- 我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：
- **贸易糖部分：** 内外价差从大幅倒挂逐步恢复至常规水平，进口占比提高有助于公司贸销糖数量增加，预计 23-25 年贸易糖营业收入分别为 182.4/187.9/191.7 亿元，增幅为 5%/3%/2%，毛利率为 4.5%/5%/5.5%。
- **自产糖部分：** 国内外糖价在 2023 年初结束近 6 年的低位震荡开启牛市，国内外自产糖毛利率逐年提升，预计国内糖价 23-25 均价分别为 7200/8000/10000 元，预计 23-25 年自产糖营业收入分别为 72.0/80.0/100.0 亿元，增幅为 70%/11%/25%，毛利率提升至 19.4%/20.0%/20.0%。
- **加工糖部分：** 内外价差从大幅倒挂逐步恢复至常规水平，进口占比提高有助于公司加工糖数量增加，预计 23-25 年加工糖营业收入 40.0/40.9/41.7 亿元，增幅为 44%/2%/2%，毛利率为 10%/11%/12%。
- **番茄制品部分：** 进一步拓宽海外市场，品牌力显著提升，预计 23-25 年番茄营业收入 20.64/22.76/25.09 亿元，增幅为 15%/15%/15%，毛利率为 41%/42%/43%。

图表 41：中粮糖业业务拆分及预测

分业务拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
自产糖								
销售收入 (亿元)	53.3	66.9	43.6	38.0	42.2	72.0	80.0	100.0
收入占比	30%	36%	21%	15%	16%	23%	24%	28%
YoY	16%	26%	-35%	-13%	11%	70%	11%	25%
成本 (亿元)	44.4	60.8	36.9	29.1	33.8	58.0	64.0	80.0
毛利 (亿元)	8.9	6.1	6.7	9.0	8.4	14.0	16.0	20.0
毛利率	17%	9%	15%	24%	20%	19.4%	20.0%	20.0%
贸易糖								
销售收入 (亿元)	129.6	157.8	124.2	162.9	173.73	182.4	187.9	191.7
收入占比	74%	86%	59%	65%	66%	57%	56%	53%
YoY	-2%	22%	-21%	31%	7%	5.0%	3.0%	2.0%
成本 (亿元)	120.4	148.6	112.9	151.7	166.63	174.2	178.5	181.1
毛利 (亿元)	9.24	9.25	11.29	11.26	7.10	8.21	9.39	10.54
毛利率	7.1%	5.9%	9.1%	6.9%	4.1%	4.5%	5.0%	5.5%
加工糖								
销售收入 (亿元)	21.1	22.7	25.2	33.8	27.8	40.0	40.9	41.7
收入占比	12%	12%	12%	13%	11%	13%	12%	12%
YoY	-42%	8%	11%	34%	-18%	44%	2%	2%
成本 (亿元)	18.3	20.2	21.0	32.1	25.0	36.0	36.4	36.7
毛利 (亿元)	2.76	2.47	4.13	1.75	2.77	4.00	4.50	5.00
毛利率	13.1%	10.9%	16.4%	5.2%	10.0%	10.0%	11.0%	12.0%
番茄制品								
收入 (亿元)	14.90	16.00	15.77	15.24	18.72	20.64	22.76	25.09
收入占比	9%	9%	7%	6%	7%	10%	10%	10%
YoY	12.71%	7.38%	-1.44%	-3.36%	22.84%	15.00%	15.00%	15.00%
成本 (亿元)	11.50	11.68	10.72	11.24	13.27	14.6	16.0	17.5
毛利 (亿元)	3.40	4.32	5.05	4.00	5.46	6.00	6.73	7.54
毛利率	29.57%	36.99%	47.11%	35.59%	41.13%	41.0%	42.0%	43.0%
其他业务								
收入 (亿元)	(43.7)	(79.2)	2.5	1.6	2.0	3.0	3.0	3.0
成本 (亿元)	(44.9)	(79.9)	2.1	1.5	1.3	2.0	2.0	2.0

来源: Wind、中泰证券研究所

估值及总结

- 我们选取南宁糖业、冠农股份、粤桂股份、北大荒、苏垦农发五家公司作为可比公司进行估值。公司借助“吐故纳新资产优化、进口地位契合产业趋势、显著成本优势、消费品拓展”获得估值溢价，且可预见的3-5年中，公司的竞争优势稳步提升，市占率有望进一步提高，估值区间有进一步抬升空间，当前公司估值处于近6年低位，未来糖价筑底向上为业绩提供正向助力，业绩、估值同步向上迎来戴维斯双击。我们预计公司23-25年EPS分别为0.71/0.83/1.04元，当前股价对应PE为12.2/10.5/8.4倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 42: 可比公司估值

公司名称	股价 (元/股)	EPS						PE					
		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
南宁糖业	10.5	0.1	-0.1	-1.1	-	-	-	56.7	-79.8	-7.2	-	-	-
冠农股份	9.5	0.3	0.4	0.6	-	-	-	23.4	24.5	13.8	-	-	-
粤桂股份	6.9	0.1	0.4	0.4	-	-	-	48.2	17.1	-15.3	-	-	-
北大荒	13.8	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	34.6	30.2	25.1	21.6	19.7	17.8
苏垦农发	12.0	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	28.9	22.3	19.8	17.7	16.0	14.8
平均值								38.3	2.9	7.2	19.7	17.9	16.3
中粮糖业	8.7	0.3	0.2	0.4	0.7	0.8	1.0	35.2	35.8	25.0	12.2	10.5	8.4

来源: Wind、中泰证券研究所

注: 股价取自2023年5月4日收盘价; 除中粮糖业外, 其他公司业绩预测来自Wind一致预测。

风险提示

- 国内外糖价下跌: 自产糖毛利率跟随国内外糖价波动, 糖价下跌限制自产糖利润释放。

- **加工糖产量下滑：**我国配额外进口糖资质采取分配制，每年初发放，若糖价低迷，政府约束配额外进口糖发放总量，公司获批量减少。
- **番茄市场拓展遇瓶颈：**公司番茄业务着力海外，加息周期内海外需求或受制约，抑制公司番茄业务发展。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,353	3,181	3,346	3,614	营业收入	26,43	31,806	33,45	36,14
应收票据	102	0	0	0	营业成本	24,01	28,485	29,69	31,73
应收账款	866	1,116	1,122	1,221	税金及附加	111	127	132	145
预付账款	1,104	918	1,084	1,213	销售费用	315	318	335	361
存货	7,482	9,036	9,368	10,01	管理费用	671	732	736	723
合同资产	0	0	0	0	研发费用	25	30	31	34
其他流动资产	3,719	2,838	3,059	3,405	财务费用	70	106	139	141
流动资产合计	14,62	17,08	17,98	19,47	信用减值损失	37	0	0	0
其他长期投资	59	67	70	74	资产减值损失	388	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,609	4,029	4,510	5,048	投资收益	106	50	50	50
在建工程	280	380	480	580	其他收益	73	63	63	66
无形资产	806	783	769	764	营业利润	990	2,123	2,503	3,121
其他非流动资产	558	447	438	434	营业外收入	35	28	29	31
非流动资产合计	5,314	5,708	6,269	6,902	营业外支出	30	37	36	35
资产合计	19,94	22,79	24,24	26,37	利润总额	995	2,114	2,496	3,117
短期借款	2,681	4,740	5,084	4,885	所得税	212	507	624	779
应付票据	1,025	760	792	930	净利润	783	1,607	1,872	2,338
应付账款	1,289	2,346	2,116	2,192	少数股东损益	40	81	95	118
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	743	1,526	1,777	2,220
合同负债	718	957	843	993	NOPLAT	838	1,687	1,976	2,444
其他应付款	1,100	1,109	1,064	1,091	EPS (摊薄)	0.35	0.71	0.83	1.04
一年内到期的非流动负	1,235	10	5	5					
其他流动负债	808	756	784	806					
流动负债合计	8,856	10,67	10,68	10,90					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	273	205	205	205					
非流动负债合计	273	205	205	205					
负债合计	9,129	10,88	10,89	11,10					
归属母公司所有者权益	10,60	11,62	12,97	14,76					
少数股东权益	204	285	380	498					
所有者权益合计	10,81	11,91	13,35	15,26					
负债和股东权益	19,94	22,79	24,24	26,37					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-71	1,784	1,412	2,207
现金收益	1,235	2,102	2,432	2,939
存货影响	-327	-1,55	-332	-650
经营性应收影响	-928	38	-172	-228
经营性应付影响	198	801	-243	243
其他影响	-250	397	-272	-96
投资活动现金流	-367	-183	-1,01	-1,17
资本支出	-364	-886	-988	-1,09
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-3	703	-31	-77
融资活动现金流	-77	227	-228	-769
借款增加	341	835	339	-200
股利及利息支付	-377	-952	-1,13	-1,36
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-41	344	565	799

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	5.1%	20.3%	5.2%	8.0%
EBIT 增长率	14.8%	108.4%	18.7%	23.7%
归母公司净利润增长	43.1%	105.1%	16.5%	24.9%
获利能力				
毛利率	9.2%	10.4%	11.2%	12.2%
净利率	3.0%	5.1%	5.6%	6.5%
ROE	6.9%	12.8%	13.3%	14.5%
ROIC	7.8%	13.8%	14.8%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	45.8%	47.7%	44.9%	42.1%
债务权益比	38.7%	28.7%	25.8%	23.4%
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转天数	12	11	12	12
应付账款周转天数	23	23	27	24
存货周转天数	110	104	112	110
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.71	0.83	1.04
每股经营现金流	-0.03	0.83	0.66	1.03
每股净资产	4.96	5.44	6.07	6.90
估值比率				
P/E	25	12	11	8
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	349	194	165	136

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。