

苏垦农发：现金先回来了，利润还没有

独立研究意见 | 研究截止2026年7月27日

我们怎么看

苏垦农发的规模种植基础清楚，2025年现金回流也比利润表现好；但一季度利润和现金再次转弱，现阶段还不能把年度现金改善视为稳定趋势。

为什么现在形成这个看法

2025年营业收入100.71亿元、归母净利润5.48亿元、经营活动现金流22.59亿元；收入和净利润分别同比下降7.75%和24.96%，经营现金流同比增长53.93%。

最强反方

政策价格底、规模化效率和种业投入可能比报表更早改善盈利；若单产、实现价、毛利和回款连续改善，当前谨慎会偏保守。

什么会改变我们的看法

上调条件：半年报及后续一个完整产销期同时显示单产提高、单位成本受控、粮食售价稳定，库存下降且经营现金恢复；下调条件：粮价或单产走弱，农资成本上升，同时库存和加工周转继续占用现金。

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

商业基础、经营与现金

公司以规模化稻麦种植为基础，连接种业、农资服务、粮食收储与加工。自营生产基地约95.5万亩，秋播口径下流转经营土地约40.7万亩。苏垦农发的规模种植基础清楚，2025年现金回流也比利润表现好；但一季度利润和现金再次转弱，现阶段还不能把年度现金改善视为稳定趋势。粮食实现价与库存销售决定收入质量，种业和加工周转则把经营结果落到现金。三者分开看，容易高估某一项增长；放在一起，才能识别增长究竟来自需求、价格、确认时点还是资金占用。土地、种子、农资和农机投入经种植、收获、仓储和加工传导到实现价、毛利与销售回款。从业务端看，收入只是中间结果。粮食实现价与库存销售决定收入的质量，种业和加工周转决定这份质量有没有变成可支配现金。

商业质量还要经受低景气期检验。若外部条件转弱时，公司仍能保持单产与单位成本并控制种业和加工周转，这套模式才有更高可信度；反之，规模可能只是放大波动。把这套生意拆开后，苏垦农发的优势和约束都更具体。单产与单位成本决定现有经营基础是否稳固，粮食实现价与库存销售决定收入增长有没有足够质量，种业和加工周转决定利润能否留下。三者的改善顺序可能不同，但长期不能持续背离：业务基础没有转成收入质量，说明竞争或执行出了问题；利润长期没有转成现金，则要重新估计周转与资本负担。季度数据可能受季节性影响，业绩预告或快报也要等待正式报告补齐报表。现阶段先记录收入、利润和现金是否同向，以及差异出现在哪个环节。

利润和经营现金不能互相替代。利润回答当期确认了多少收益，现金回答这些收益是否已经回收，或是否被库存、应收和项目投入占用。对苏垦农发而言，种业和加工周转是检验报表质量的直接入口。

2025年营业收入100.71亿元、归母净利润5.48亿元、经营活动现金流22.59亿元；收入和净利润分别同比下降7.75%和24.96%，经营现金流同比增长53.93%。2026年第一季度营业收入20.90亿元、归母净利润0.49亿元、经营活动现金流1.04亿元；分别同比下降2.01%、40.40%和84.90%。2026年上半年业绩快报显示营业收入43.32亿元、归母净利润1.42亿元，分别同比下降5.59%和33.32%；快报尚待正式半年报核验。年度与一季度的差异说明，库存销售、农资采购和作物结算时点会明显改变现金。半年报需要把单产、单位成本、粮食售价和库存销售放回同一期间，才能判断利润下滑是价格、成本还是周转所致。

单产与单位成本若改善，通常先进入收入或毛利；粮食实现价与库存销售决定改善是否扩散；种业和加工周转则常常更晚确认。这一时间差正是下一份正式报告需要解释的地方。最新披露提供了新的方向线索，但正式半年报仍要补齐分部、费用、资产负债和现金流。只有这些项目相互吻合，预告或快报中的变化才算完整兑现。从年度到一季度，苏垦农发最值得追问的是变化来自基数、业务结构还是经营效率。答案要落在单产与单位成本与粮食实现价与库存销售，不能只凭总收入增减判断。经营现金流的方向需要结合业务特征解释。预收、库存出售、应收回款、燃料采购或项目结算都可能改变单季现金；一次改善不能直接外推，持续背离也不能忽略。

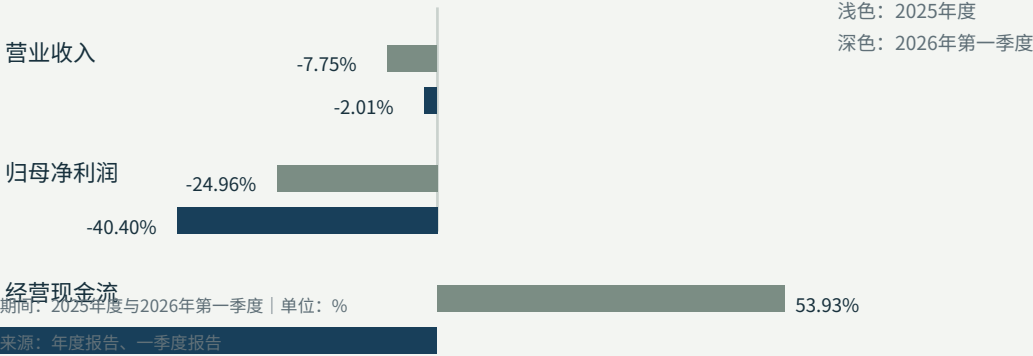
利润增速高于收入时，要检查毛利、费用、投资收益和非经常项目；利润落后于收入时，则要寻找成本、产品结构或资产利用的变化。当前披露给出结果，还没有补齐所有原因。财务变化还要回到经营动作。单产与单位成本、粮食实现价与库存销售通常通过销量、价格、项目或资产利用进入利润表，种业和加工周转则会受到结算、库存、应收和资本投入影响。下一份报告若只披露总收入和总利润，我们仍需寻找分部、毛利、费用与现金的对应关系；对应关系缺失时，只能确认结果发生，不能确认结果为何发生或能否延续。

现有时间线由2025年年报、2026年第一季度和最新披露组成。对苏垦农发，三者分别回答完整年度基础、近端变化和下一阶段线索，证据强度并不相同。后续正式报告要把单产与单位成本、粮食实现价与

库存销售与种业和加工周转放回同一会计期，才能判断最新线索是延续、反转还是单纯的确认时点差异。

苏垦农发：年度与一季度经营变化

收入、利润和现金在两个披露期间是否同向？



读者结论：年度与一季度的差异说明，库存销售、农资采购和作物结算时点会明显改变现金。半年报需要把单产、单位成本、粮食售价和库存销售放回同一期间，才能判断利润下滑是价格、成本还是周转所致。

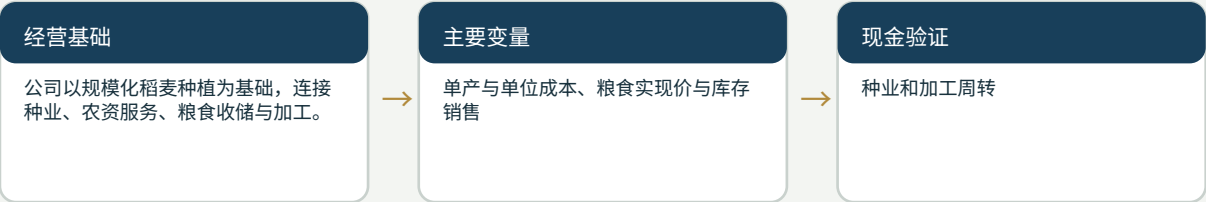
产业传导与证据

国家统计局公布2026年全国夏粮产量1.50746亿吨，同比增长0.7%；江苏夏粮产量1445.9万吨。农业农村部一季度信息显示春耕化肥供应总体充足。粮食产量增长只能说明供给环境，不能直接推导公司的售价或利润。对苏垦农发更有用的顺序是：先看亩产和农资成本，再看粮食实现价，最后核对库存与加工业务是否回款。对苏垦农发而言，行业资料只能解释外部约束，不能替代公司自身数据。只有单产与单位成本、粮食实现价与库存销售、种业和加工周转能够同时被经营披露和现金数据支持，产业变化才可以进入公司结论。苏垦农发能主动调整的是产品、交付、成本和资本安排，不能独自决定的是行业价格、天气、宏观需求或监管节奏。我们会分别看这两类变量，避免把管理能力和外部顺风混为一谈。

如果宏观总量改善而公司数据没有响应，可能是业务暴露不同、竞争位置变化或传导尚未发生。反过来，公司也可能凭借自身资产和效率跑赢宽口径行业。公司与产业数据短期背离并不罕见。可能是订单与收入存在时差，也可能是公司竞争位置不同；下一次分部和现金披露将帮助区分这两种解释。如果产业环境转弱而苏垦农发的单产与单位成本、粮食实现价与库存销售仍改善，说明企业自身能力可能更强；若产业向好而公司没有响应，则要检查执行、成本或资产负担。

苏垦农发：经营结果怎样走到现金

哪些经营环节决定利润能否变成现金？



期间：当前研究周期 | 单位：经营关系

来源：一季度报告

读者结论：粮食产量增长只能说明供给环境，不能直接推导公司的售价或利润。对苏垦农发更有用的顺序是：先看亩产和农资成本，再看粮食实现价，最后核对库存与加工业务是否回款。

市场预期与条件价值

研究问题是：土地规模、单产、成本、粮食实现价与库存销售能否让利润和现金同步改善？研究分歧不在土地规模，而在规模能否提高单位经济性。当前没有签发可复算的价值区间，因此收盘价只作为市场日期锚，不承担估值结论。本研究把601952在2026-07-24的完整收盘价8.01元作为可复算的市场参考。它不是交易信号，也不会自动改变公司质量、产业判断或本报告的观点方向。本报告不使用盘中数据、均线、形态、资金流或传统技术指标。估值分布、概率和单一风险收益比也没有在当前证据下计算，因此不会用醒目单点数值替代条件分析。当前市场真正等待的是单产与单位成本和粮食实现价与库存销售能否同时兑现，并由种业和加工周转确认。只出现其中一项，往往不足以区分一次性确认与可持续改善。

要进一步讨论价值，至少需要更完整的盈利输入、资本需求和证伪边界。当前报告没有用未经核验的假设补齐这些缺口。苏垦农发当前没有足够输入支持情景概率和风险收益计算。缺少的不是一个倍数，而是对盈利持续性、资本需求和证伪幅度的可核验依据。若未来补做价值复核，单产与单位成本将影响盈利基础，粮食实现价与库存销售影响利润质量，种业和加工周转决定现金折价。只有三者口径一致，价值讨论才有可复算基础。市场部分需要回答的是经营要求，而不是给收盘价找理由。以8.01元为参考，读者可以把后续披露与当前判断对照：单产与单位成本若弱于预期，盈利基础会受压；粮食实现价与库存销售若改善，利润质量可能提高；种业和加工周转若持续落后，现金折价仍需保留。没有完整模型前，这些只能作为复核条件，不能换算成目标价。

苏垦农发：三层证据怎样互相验证

年度基础、季度变化和最新披露是否支持同一解释？

年度基础	2025年营业收入100.71亿元、归母净利润5.48亿元、经营活动现金流22.59亿元；收入和净利润分别同比下降7.75%和24.96%，经营现金流同比增长53.93%。
季度变化	2026年第一季度营业收入20.90亿元、归母净利润0.49亿元、经营活动现金流1.04亿元；分别同比下降2.01%、40.40%和84.90%。
最新披露	2026年上半年业绩快报显示营业收入43.32亿元、归母净利润1.42亿元，分别同比下降5.59%和33.32%；快报尚待正式半年报核验。

期间：2025年度；2026年第一季度；2026-07-01 | 单位：按原披露口径、公告或正式披露口径

来源：年度报告、一季度报告、最新重大披露

读者结论：年度与一季度的差异说明，库存销售、农资采购和作物结算时点会明显改变现金。半年报需要把单产、单位成本、粮食售价和库存销售放回同一期间，才能判断利润下滑是价格、成本还是周转所致。

反方、证伪与三期限展望

最强反方：政策价格底、规模化效率和种业投入可能比报表更早改善盈利；若单产、实现价、毛利和回款连续改善，当前谨慎会偏保守。

上调条件：半年报及后续一个完整产销期同时显示单产提高、单位成本受控、粮食售价稳定，库存下降且经营现金恢复。

下调条件：粮价或单产走弱，农资成本上升，同时库存和加工周转继续占用现金。

我们目前的总体研究观点为中性。苏垦农发具备可识别的业务基础，但现有公开资料尚未让单产与单位成本、粮食实现价与库存销售形成无条件改善的共同证据。更负面的变化是：粮价、农资、天气或库存销售继续压缩种植利润，且种业和加工不能形成可见现金回报。若发生，当前观点必须重新签发；若反方条件得到连续事实支持，观点也应相应上修。向下的改变条件同样明确：粮价、农资、天气或库存销售继续压缩种植利润，且种业和加工不能形成可见现金回报。它会先影响单产与单位成本或粮食实现价与库存销售，随后反映在种业和加工周转。改变观点需要连续事实，而不是把门槛设得无法触发。单产与单位成本、粮食实现价与库存销售和种业和加工周转会分别在业务、利润和现金层留下记录，便于下一次逐项核对。

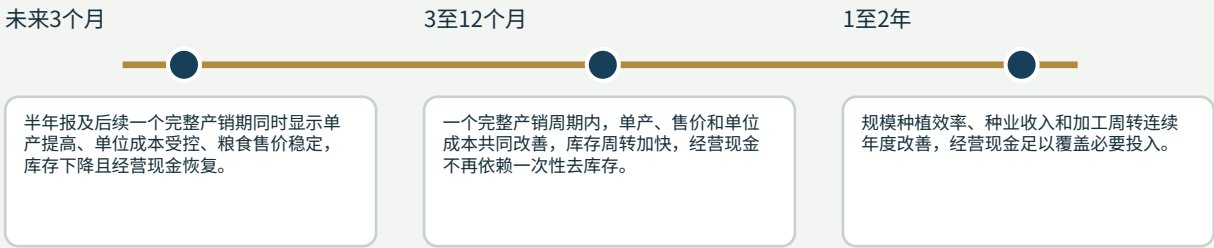
三个期限分别检验变化是否开始、能否走完一个经营周期，以及回报能否复制。近期先看单产与单位成本与粮食实现价与库存销售，中期要求种业和加工周转与利润相互印证；改变条件一旦出现，不会等到期限结束才更新判断。如果单产与单位成本率先改善而种业和加工周转仍弱，短期可以记录进展，中期观点仍需克制。若现金随后跟上，才说明经营改善穿过了周转和投入。若粮食实现价与库存销售或种业和加工周转朝相反方向发展，复核不会等到两年期结束。触发条件出现时，报告应当提前更新并说明观点为何改变。近期复核先看披露能否解释单产与单位成本与粮食实现价与库存销售。即使总利润符合预期，分部或现金不支持，也不能把近端结果视为完整改善。中期复核会把季度时点拉长到完整周期。季

节性、项目确认或一次周转释放在更长窗口内会逐渐消退，留下的才更接近持续经营能力。

1至2年关注种业和加工周转，因为资本和周转最终决定增长能否留给股东。业务规模扩张却持续消耗现金，长期判断就要重新估计。

苏垦农发：观点在什么时间由什么证据复核

未来3个月、3至12个月和1至2年分别检查什么？



期间：研究基准日起0至3个月；超过3个月至12个月；超过12个月至24个月 | 单位：验证窗口

来源：最新重大披露、产业与经营约束

读者结论：近期确认变化是否发生，中期检查利润与现金能否闭合，1至2年检验回报能否复制。

三个观察期限

未来3个月（2026-07-27至2026-10-27）

下一份正式报告要先解释单产、单位成本与粮食售价为何仍未带动利润同步恢复，同时核对现金改善是否来自可持续的库存销售。

改变看法：上调条件：半年报及后续一个完整产销期同时显示单产提高、单位成本受控、粮食售价稳定，库存下降且经营现金恢复；下调条件：粮价或单产走弱，农资成本上升，同时库存和加工周转继续占用现金。

下一次检查：下一次法定披露或主管部门数据窗口

3-12个月（2026-10-28至2027-07-27）

走完一个粮食经营周期后，再看种植利润、库存周转和加工业务能否共同改善；只靠一次粮价或库存释放，不足以提高判断。

改变看法：上调条件：一个完整产销周期内，单产、售价和单位成本共同改善，库存周转加快，经营现金不再依赖一次性去库存；下调条件：粮价或单产持续走弱，农资成本和库存占用上升，加工业务仍不能形成稳定回款。

下一次检查：完整财务期与年度经营数据窗口

1-2年（2027-07-28至2028-07-27）

两年内真正决定回报的是规模种植效率、种业能力和加工周转能否稳定留下现金，而不是土地规模本身。

改变看法：上调条件：规模种植效率、种业收入和加工周转连续年度改善，经营现金足以覆盖必要投入；下调条件：利润长期随粮价摆动，单位成本没有形成优势，库存和加工环节持续消耗现金。

下一次检查：年度报告与项目、资产或产品结构复核窗口

来源说明

本报告基于公司定期报告、重大公告、交易所与独立行情及主管部门公开资料编制。来源名称、日期、口径和限制请与正文一起阅读。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。