

## 大北农 (002385.SZ)

## 种业技术储备领先，饲料及生猪业务持续扩张

2023年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

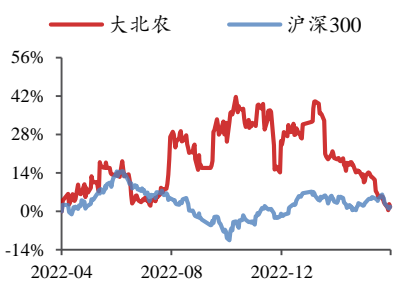
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2023/4/27
当前股价(元)	7.02
一年最高最低(元)	9.91/6.77
总市值(亿元)	290.68
流通市值(亿元)	231.29
总股本(亿股)	41.41
流通股本(亿股)	32.95
近3个月换手率(%)	122.76

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

#### ● 种业技术储备领先，饲料及生猪业务持续扩张，维持“买入”评级

公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 323.97 亿元 (+3.41%)，归母净利润 0.56 亿元 (+112.63%)，期间费用中财务费用同比变动最大为+39.97%，主要系利息支出增多。基于饲料成本及猪价低迷带来的压力较大，我们下调 2023-2024 年预测，新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.82 (22.76) /10.27 (23.54) /12.61 亿元，EPS 分别为 0.21/0.25/0.30 元，当前股价对应 PE 分别为 33.3/28.6/23.3 倍。公司积极推进种业板块战略规划及饲料板块产能布局，维持“买入”评级。

#### ● 饲料业务成本承压，定增项目助力产能扩张

公司饲料业务营收 223 亿元 (-1.8%)，猪/水产/反刍料分别外销 409/43/64 万吨，同比-11%/+1%/+11%，反刍料销量快速增长。由于原料涨价，公司饲料板块毛利率下滑 1.7pct 至 11.5%。报告期内公司终止对九鼎/正邦的部分股权收购，分别形成预计负债金额 0.42 亿元（计入预计负债）和股权损失款 1.5 亿元（计入信用减值损失）。此外公司计划定增募集 19.4 亿元，其中 9.8 亿元与猪料/反刍料等饲料产能 135 万吨相关，后续有望进一步优化公司饲料产能结构，实现产量稳步提升。

#### ● 生猪出栏量增速稳健，成本有望持续优化

公司生猪养殖实现营业收入 55 亿元 (+16%)，合计出栏生猪 443 万头 (+3.1%)，控/参股口径分别为 264/179 万头。我们估计公司生猪养殖板块贡献归母净利约略超 1 亿元，公司出栏规模稳步增长，养殖成本亦有望持续优化。

#### ● 种子业务版图持续拓展，转基因技术储备丰富

公司种子业务实现营收 9.4 亿元 (+68%)，玉米/水稻种子分别实现收入 5.6/3.5 万元，分别+147%/12%，报告期内公司收购云南大天及鲜美种苗，种子业务营收实现高增。转基因种子方面，公司同时具备玉米及大豆转基因生物安全证书，涉及种植区域广泛，有望在转基因商业种植大面积推行后优先受益。

● **风险提示：** 饲料原料价格下降幅度、生猪养殖行业亏损周期长度等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,328	32,397	38,191	44,293	50,686
YOY(%)	37.3	3.4	17.9	16.0	14.4
归母净利润(百万元)	-440	56	882	1,027	1,261
YOY(%)	-122.5	112.6	1486.8	16.4	22.8
毛利率(%)	10.5	13.1	15.0	16.0	16.6
净利率(%)	-1.4	0.2	2.3	2.3	2.5
ROE(%)	-7.4	2.4	15.4	17.2	17.8
EPS(摊薄/元)	-0.11	0.01	0.21	0.25	0.30
P/E(倍)	-66.7	528.0	33.3	28.6	23.3
P/B(倍)	2.7	2.7	2.5	2.3	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10481	12629	12274	15397	16239	<b>营业收入</b>	31328	32397	38191	44293	50686
现金	5799	5771	6803	7890	9028	营业成本	28054	28164	32448	37191	42286
应收票据及应收账款	771	978	0	0	0	营业税金及附加	63	68	80	92	106
其他应收款	128	499	241	617	364	营业费用	1037	1115	1298	1511	1727
预付账款	361	414	499	560	652	管理费用	1507	1686	1910	2126	2382
存货	3310	4777	4540	6139	6003	研发费用	613	642	760	886	1004
其他流动资产	111	191	191	191	191	财务费用	289	405	393	492	458
<b>非流动资产</b>	16414	18545	20122	21721	23278	资产减值损失	-487	-137	-318	-361	-383
长期投资	1848	2232	2635	3018	3439	其他收益	131	181	160	162	165
固定资产	9333	10987	12129	13332	14448	公允价值变动收益	2	-13	-6	-7	-8
无形资产	1891	2094	2033	1964	1903	投资净收益	-7	256	251	210	231
其他非流动资产	3343	3233	3325	3407	3489	资产处置收益	9	20	15	16	16
<b>资产总计</b>	26895	31174	32396	37118	39518	<b>营业利润</b>	-689	376	2263	3001	3825
<b>流动负债</b>	10187	13546	12821	14842	13745	营业外收入	56	62	57	58	58
短期借款	4910	6442	9570	11273	10070	营业外支出	103	120	107	111	111
应付票据及应付账款	2331	3206	0	0	0	<b>利润总额</b>	-736	318	2213	2948	3772
其他流动负债	2947	3899	3251	3569	3675	所得税	202	3	-161	-233	-234
<b>非流动负债</b>	4001	4621	4194	3749	3257	<b>净利润</b>	-938	314	2374	3181	4006
长期借款	2747	2881	2454	2008	1516	少数股东损益	-498	259	1492	2153	2745
其他非流动负债	1255	1740	1740	1740	1740	<b>归属母公司净利润</b>	-440	56	882	1027	1261
<b>负债合计</b>	14189	18168	17015	18590	17002	EBITDA	509	1719	3586	4575	5500
少数股东权益	1969	2254	3746	5899	8644	EPS(元)	-0.11	0.01	0.21	0.25	0.30
股本	4141	4141	4141	4141	4141	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	1335	1266	1266	1266	1266	<b>成长能力</b>					
留存收益	5568	5624	7956	11108	15072	营业收入(%)	37.3	3.4	17.9	16.0	14.4
<b>归属母公司股东权益</b>	10737	10753	11635	12628	13872	营业利润(%)	-124.3	154.6	501.6	32.6	27.5
<b>负债和股东权益</b>	26895	31174	32396	37118	39518	归属于母公司净利润(%)	-122.5	112.6	1486.8	16.4	22.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	10.5	13.1	15.0	16.0	16.6
						净利率(%)	-1.4	0.2	2.3	2.3	2.5
						ROE(%)	-7.4	2.4	15.4	17.2	17.8
						ROIC(%)	-2.8	3.2	11.0	13.4	16.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	52.8	58.3	52.5	50.1	43.0
						净负债比率(%)	26.9	46.5	45.7	39.1	19.8
						流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.2
						速动比率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3
						应收账款周转率	38.0	37.1	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	13.7	10.3	20.5	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	-0.11	0.01	0.21	0.25	0.30
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.35	0.41	0.68	1.41
						每股净资产(最新摊薄)	2.59	2.60	2.81	3.05	3.35
						<b>估值比率</b>					
						P/E	-66.7	528.0	33.3	28.6	23.3
						P/B	2.7	2.7	2.5	2.3	2.1
						EV/EBITDA	68.2	21.9	11.2	9.3	7.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn