

大北农 (002385.SZ)

养殖抵消饲料业绩贡献，种子业务整合加速

2021年10月21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	2021/10/21
当前股价(元)	8.37
一年最高最低(元)	11.97/6.44
总市值(亿元)	346.63
流通市值(亿元)	266.15
总股本(亿股)	41.41
流通股本(亿股)	31.80
近3个月换手率(%)	256.99

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-饲料销量放量增长，猪价下行拖累当期业绩》- 2021.8.24

《公司信息更新报告-Q1 盈利规模同比稳定，央资增资助力丰脉商业化》- 2021.4.27

《公司信息更新报告-饲料销量宽幅增长，生猪养殖产能大幅扩增》- 2021.4.21

● 养殖抵消饲料业绩贡献，种子业务整合加速，维持“买入”评级

大北农发布2021年三季报: 前三季度公司实现营收234.42亿元(+53.55%), 归母净利润1.07亿元(-92.76%)。2021Q3公司实现营收81.73亿元(+30.26%), 归母净利润-3.91亿元(-166.38%)。公司主营猪料业务受益于养殖产能增加, 保持高增势头; 养殖业务则基于产能过剩及猪价走低, 步入深度亏损阶段。基于国内生猪出栏量还未达到释放高位及猪肉消费量低迷现状, 我们下调2021-2023年预测。预计2021-2023年归母净利润为0.67/3.40/23.87亿元(前预测值为10.24/9.23/30.58亿元), 对应EPS分别为0.02/0.08/0.58元, 当前股价对应PE为519.8/102.1/14.5倍。公司养殖效率持续优化, 出栏成本季度环比持续下降, 养殖业务亏损有望在Q4迎来边际改善, 维持“买入”评级。

● 公司生猪养殖业务亏损幅度预计将于Q4边际收窄

公司前三季度控股及参股公司累计生猪出栏294.87万头(+166.9), 销售收入65.59亿元(+46.87%)。单Q3公司销售生猪128.53万头(+180.51%), 销售收入20.53亿元(+13.61%)。根据我们的测算, 公司控股生猪子公司Q3约出栏65万头, 出栏全成本低于19元/公斤。基于公司生猪出栏成本环比持续下降, 且迎来Q4传统年内消费旺季, 预计公司生猪养殖业务扩损额度将边际收窄。公司Q3生产性生物资产环比收缩, 预计2022年公司将结合猪价行情灵活调整出栏规模。

● 公司加快种子平台整合，种子业务预迎来政策东风

2020年底以来, 种子行业相关利好政策密集发布。截至9月18日《种子法》已完成公开意见征集, 《种业振兴行动方案》亦有望于近期印发实施。公司作为首批获得品种生产性生物安全证书企业, 生物育种技术行业领先。公司于10月加快传统种子业务平台整合, 预计未来将加快种子业务(生物育种+传统育种)整体发力, 公司种子业务有望将受益于种业政策窗口期迎来快速规模提升。

● **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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,578	22,814	31,550	34,033	40,415
YOY(%)	-14.1	37.6	38.3	7.9	18.8
归母净利润(百万元)	513	1,956	67	340	2,387
YOY(%)	1.3	281.0	-96.6	409.2	602.9
毛利率(%)	19.9	22.0	12.4	12.6	18.6
净利率(%)	3.1	8.6	0.2	1.0	5.9
ROE(%)	5.4	19.7	0.7	3.4	19.6
EPS(摊薄/元)	0.12	0.47	0.02	0.08	0.58
P/E(倍)	67.5	17.7	519.8	102.1	14.5
P/B(倍)	3.4	3.1	3.2	3.2	2.7

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6905	9574	12256	10274	15224
现金	2730	4316	3688	3978	4724
应收票据及应收账款	1097	908	1865	1126	2425
其他应收款	393	133	594	191	742
预付账款	154	473	394	542	569
存货	2298	3579	5551	4273	6599
其他流动资产	235	165	165	165	165
非流动资产	11999	14467	16306	16054	17495
长期投资	2253	2308	2014	1770	2026
固定资产	6149	7814	10016	10267	11625
无形资产	2010	1876	1842	1797	1717
其他非流动资产	1587	2469	2433	2220	2128
资产总计	18904	24042	28562	26328	32720
流动负债	5692	8608	13465	11618	15811
短期借款	2653	4076	6523	7013	7995
应付票据及应付账款	1155	1820	2801	2171	3332
其他流动负债	1884	2712	4141	2434	4485
非流动负债	1749	2397	2186	1753	1433
长期借款	1250	1941	1731	1297	978
其他非流动负债	499	456	456	456	456
负债合计	7441	11005	15651	13371	17244
少数股东权益	1391	2021	2039	2136	2790
股本	4195	4195	4195	4195	4195
资本公积	1234	1199	1199	1199	1199
留存收益	5199	6223	6264	6460	7648
归属母公司股东权益	10072	11015	10872	10820	12685
负债和股东权益	18904	24042	28562	26328	32720

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1787	1856	1052	1924	3224
净利润	621	2573	84	437	3041
折旧摊销	559	754	795	943	1069
财务费用	205	229	341	413	443
投资损失	-176	-752	250	200	-300
营运资金变动	403	-1279	-413	-65	-1021
其他经营现金流	176	332	-5	-4	-7
投资活动现金流	-390	-1525	-2878	-886	-2203
资本支出	865	2443	2133	-8	1186
长期投资	26	705	294	-56	-256
其他投资现金流	501	1623	-451	-950	-1273
筹资活动现金流	-979	1350	-1247	-1238	-1256
短期借款	211	1424	0	0	0
长期借款	556	691	-211	-434	-320
普通股增加	-48	0	0	0	0
资本公积增加	-227	-34	0	0	0
其他筹资现金流	-1471	-730	-1037	-805	-936
现金净增加额	418	1682	-3074	-201	-235

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16578	22814	31550	34033	40415
营业成本	13277	17788	27634	29735	32908
营业税金及附加	48	51	71	77	91
营业费用	1123	953	1041	1055	1415
管理费用	923	1072	1451	1497	1859
研发费用	383	543	631	613	849
财务费用	205	229	341	413	443
资产减值损失	-54	-140	158	102	-81
其他收益	125	154	126	135	138
公允价值变动收益	-7	2	1	-2	0
投资净收益	176	752	-250	-200	300
资产处置收益	0	12	4	5	7
营业利润	675	2833	104	479	3377
营业外收入	128	43	76	83	67
营业外支出	99	75	87	81	84
利润总额	704	2801	93	481	3360
所得税	83	228	9	44	320
净利润	621	2573	84	437	3041
少数股东损益	108	618	17	98	654
归母净利润	513	1956	67	340	2387
EBITDA	1424	3800	1150	1768	4791
EPS(元)	0.12	0.47	0.02	0.08	0.58

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-14.1	37.6	38.3	7.9	18.8
营业利润(%)	7.0	319.7	-96.3	359.9	604.4
归属于母公司净利润(%)	1.3	281.0	-96.6	409.2	602.9
获利能力					
毛利率(%)	19.9	22.0	12.4	12.6	18.6
净利率(%)	3.1	8.6	0.2	1.0	5.9
ROE(%)	5.4	19.7	0.7	3.4	19.6
ROIC(%)	5.2	15.2	1.6	3.8	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	39.4	45.8	54.8	50.8	52.7
净负债比率(%)	15.7	23.3	41.9	40.0	33.1
流动比率	1.2	1.1	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.4
应收账款周转率	11.7	22.8	22.8	22.8	22.8
应付账款周转率	11.7	12.0	12.0	12.0	12.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.47	0.02	0.08	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.45	0.25	0.46	0.78
每股净资产(最新摊薄)	2.43	2.66	2.63	2.61	3.06
估值比率					
P/E	67.5	17.7	519.8	102.1	14.5
P/B	3.4	3.1	3.2	3.2	2.7
EV/EBITDA	26.9	10.6	37.0	24.0	9.0

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的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	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	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，属于机密材料，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16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