

大北农 (002385.SZ)

2022 年 04 月 24 日

饲料业务加速内生外延，种子业务迎种业振兴风口

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈雪丽（分析师）

李怡然（联系人）

chenxueli@kysec.cn

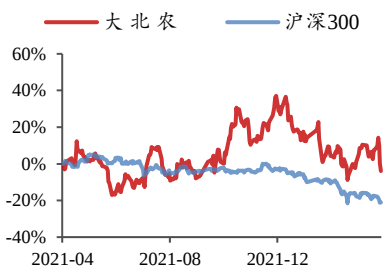
liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790121050058

日期	2022/4/22
当前股价(元)	7.70
一年最高最低(元)	11.30/6.44
总市值(亿元)	318.88
流通市值(亿元)	238.26
总股本(亿股)	41.41
流通股本(亿股)	30.94
近 3 个月换手率(%)	229.37

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-养殖抵消饲料业绩贡献，种子业务整合加速》- 2021.10.21

《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

● 饲料业务加速内生外延，种子业务迎种业振兴风口，维持“买入”评级

大北农发布 2021 年年报：公司全年实现营收 313.28 亿元（+37.32%），归母净利润-4.40 亿元（-122.52%）。报告期内，受生猪价格持续下行、非洲猪瘟等疫病持续存在及公司对存栏的生猪计提资产减值准备影响，公司养猪业务亏损拖累整体业绩。我们小幅下调公司 2022-2023 年业绩预测，并新增 2024 年业绩预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润 3.25/22.76/23.54 亿元（2022-2023 年前预测值为 3.40/23.87 亿元），对应 EPS 分别为 0.08/0.55/0.57 元，当前股价对应 PE 为 98.2/14.0/13.5 倍。公司饲料业务内生外延，预维持产销量高增；公司种业业务有望于 2022 年底受益于转基因商业化落地，维持“买入”评级。

● 公司饲料业务内生外延，生猪养殖业务

饲料业务来看，2021 年公司饲料业务营收 226.95 亿元（+36.83%），主营业务收入占比 72.44%；公司全年饲料外销量为 523.88 万吨（+25.58%）。2022 年开年以来，公司先后收购湖南九鼎科技，以及正邦科技 8 家饲料子公司，外延并购将助力公司 2022 年饲料销量新增 380 万吨以上，公司在西南区域饲料业务规模及竞争优势显著增强。生猪养殖业务来看，2021 年生猪养殖业务实现营收 46.99 亿元（+23.61%），主营业务收入占比 15.00%；公司控股子公司生猪销售数量为 251.15 万头（+129.04%），叠加参股平台生猪出栏，合计超 430 万头。公司 2022 年生猪养殖业务主目标为实现养殖成本下降，目标 2022 年下半年生猪完全成本实现 16 元/公斤，出栏量以稳为主，预计全年养殖业务业绩拖累将显著减弱。

● 公司积极把握“种业振兴”风口，转基因商业化放行在即

新《种子法》已于 2022 年 3 月 1 日正式施行。公司预计 2022 年将是我国玉米、大豆转基因商业化元年，当前公司已与 130 多家玉米种子企业合作，预计随着我国转基因行业化的放行，公司种子业务收入规模将显著提升。2021 年公司种子业务收入 5.61 亿元（+37.49%），玉米种子收入 2.29 亿元（+75.25%），增速亮眼。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,814	31,328	49,180	52,484	57,664
YOY(%)	37.6	37.3	57.0	6.7	9.9
归母净利润(百万元)	1,956	-440	325	2,276	2,354
YOY(%)	281.0	-122.5	-173.8	600.8	3.4
毛利率(%)	22.0	10.5	10.6	14.9	14.9
净利率(%)	8.6	-1.4	0.7	4.3	4.1
ROE(%)	19.7	-7.4	5.4	22.5	19.1
EPS(摊薄/元)	0.47	-0.11	0.08	0.55	0.57
P/E(倍)	16.3	-72.4	98.2	14.0	13.5
P/B(倍)	2.9	3.0	2.9	2.5	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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9574	10481	13446	8074	15457
现金	4316	5799	2749	2933	3223
应收票据及应收账款	908	771	1865	948	2143
其他应收款	133	128	283	156	326
预付账款	473	361	949	449	1086
存货	3579	3310	7490	3477	8568
其他流动资产	165	111	111	111	111
非流动资产	14467	16414	22295	23558	25034
长期投资	2308	1848	2505	3780	4681
固定资产	7814	9333	14348	14669	15488
无形资产	1876	1891	1840	1754	1653
其他非流动资产	2469	3343	3603	3356	3212
资产总计	24042	26895	35742	31632	40491
流动负债	8608	10187	18340	11505	17248
短期借款	4076	4910	11103	6280	9152
应付票据及应付账款	1820	2331	4177	2431	4826
其他流动负债	2712	2947	3060	2794	3271
非流动负债	2397	4001	3974	3293	2682
长期借款	1941	2747	2729	2045	1432
其他非流动负债	456	1255	1246	1248	1250
负债合计	11005	14189	22314	14798	19930
少数股东权益	2021	1969	2366	3883	5453
股本	4195	4141	4141	4141	4141
资本公积	1199	1335	1335	1335	1335
留存收益	6223	5568	5964	7907	9535
归属母公司股东权益	11015	10737	11062	12951	15108
负债和股东权益	24042	26895	35742	31632	40491

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1856	1149	-1509	8463	958
净利润	2573	-938	722	3793	3924
折旧摊销	754	940	965	1226	1351
财务费用	229	289	546	520	433
投资损失	-752	7	139	-611	-501
营运资金变动	-1279	66	-3874	3545	-4239
其他经营现金流	332	784	-6	-10	-9
投资活动现金流	-1525	-1615	-6979	-1867	-2316
资本支出	2443	2357	5233	-14	572
长期投资	705	529	-657	-500	-901
其他投资现金流	1623	1272	-2404	-2381	-2645
筹资活动现金流	1350	1921	-755	-1589	-1224
短期借款	1424	834	0	0	0
长期借款	691	805	-18	-684	-613
普通股增加	0	-54	0	0	0
资本公积增加	-34	136	0	0	0
其他筹资现金流	-730	201	-737	-905	-611
现金净增加额	1682	1455	-9243	5007	-2582

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	22814	31328	49180	52484	57664
营业成本	17788	28054	43984	44660	49048
营业税金及附加	51	63	98	105	115
营业费用	953	1037	1475	1679	1903
管理费用	1072	1507	1967	2204	2422
研发费用	543	613	738	840	923
财务费用	229	289	546	520	433
资产减值损失	-140	-487	-295	0	0
其他收益	154	131	136	140	136
公允价值变动收益	2	2	-1	1	0
投资净收益	752	-7	-139	611	501
资产处置收益	12	9	7	10	9
营业利润	2833	-689	671	3236	3467
营业外收入	43	56	76	58	63
营业外支出	75	103	89	96	93
利润总额	2801	-736	658	3198	3438
所得税	228	202	-64	-595	-486
净利润	2573	-938	722	3793	3924
少数股东损益	618	-498	397	1517	1570
归母净利润	1956	-440	325	2276	2354
EBITDA	3800	509	2070	4944	5221
EPS(元)	0.47	-0.11	0.08	0.55	0.57

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	37.6	37.3	57.0	6.7	9.9
营业利润(%)	319.7	-124.3	197.4	382.1	7.1
归属于母公司净利润(%)	281.0	-122.5	-173.8	600.8	3.4
获利能力					
毛利率(%)	22.0	10.5	10.6	14.9	14.9
净利率(%)	8.6	-1.4	0.7	4.3	4.1
ROE(%)	19.7	-7.4	5.4	22.5	19.1
ROIC(%)	15.2	-2.7	4.5	19.0	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	45.8	52.8	62.4	46.8	49.2
净负债比率(%)	23.3	30.9	96.6	43.2	45.0
流动比率	1.1	1.0	0.7	0.7	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.3	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	22.8	37.3	37.3	37.3	37.3
应付账款周转率	12.0	13.5	13.5	13.5	13.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	-0.11	0.08	0.55	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.28	-0.36	2.04	0.23
每股净资产(最新摊薄)	2.66	2.59	2.67	3.13	3.65
估值比率					
P/E	16.3	-72.4	98.2	14.0	13.5
P/B	2.9	3.0	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	9.7	74.2	22.8	8.7	8.9

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