

大北农（002385）：养殖短期承压，饲料市占持续提升

2022 年 4 月 26 日

强烈推荐/维持

大北农

公司报告

事件：公司披露 2021 年年报。公司 2021 年共实现营业收入 313.28 亿元，yoy+37.32%，实现归母净利润-4.40 亿元，yoy-122.52%。

饲料规模快速扩张，持续提升市占率。公司饲料规模持续扩张，21 年饲料销量同比增长 26.47%至 589.59 万吨，其中猪料销售同比增长 39.76%至 457.56 万吨。共实现饲料销售收入 226.95 亿元，yoy+36.83%。受饲料原料涨价影响，公司饲料业务毛利率下滑 2.57pcts 至 13.19%。公司持续稳固猪料前端料、高端料的核心优势地位，并在此基础上积极拓展饲料多品类和差异化，一省一策，做好下游技术服务。2022 年 1 月和 3 月，公司先后收购了湖南九鼎科技以及正邦旗下西南地区 8 家子公司的股权，拓展公司在西南、湖南地区的饲料业务布局，进一步布局南方市场。在养殖低迷、饲料行业盈利整体承压背景下，公司作为头部饲料企业持续外延扩张，不断提升公司在全中国饲料市场的占有率。

养殖短期承压，成本稳步改善。公司 21 年控股子公司共实现生猪销量 251.15 万头，yoy+129.04%（参控股合计 430.78 万头，yoy+132.80%），实现收入 46.99 亿元，yoy+23.61%。受猪价快速下滑影响，公司养殖业务承压，毛利率大幅下滑 58.89pcts 至 -6.55%，叠加存栏生猪计提减值影响，养殖亏损较大。公司持续开展增效降本措施，淘汰低效母猪，截至 21 年末，公司控股子公司基础母猪存栏 11.05 万头，yoy-23.98%。截至 21 年 12 月公司完全成本降至 16+元/公斤，较年初 18+稳步改善，成本已经处于行业中等偏低水平。公司持续稳健发展养殖业务，科学利用现有养殖产能，修炼内功，提升养殖水平、降低生产成本。22 年下半年公司完全成本目标降至 16 元/公斤以下，叠加后市猪价拐点到来，公司养殖业绩有望逐步改善。

转基因品种储备丰富，生物育种优势持续强化。公司在国内生物育种方面具备明显的先发优势，截至目前共有四个转基因玉米品种和一个转基因大豆品种获得国内生产应用安全证书，稳居国内领先水平。公司积极发展南美业务，在转基因大豆品种获阿根廷种植许可后，继续申请乌拉圭和巴西种植许可，逐步积累转基因产业化应用经验。公司强化在转基因玉米和大豆的国内先发优势，加强研发投入，21 年研发投入 6.68 亿元，yoy+17.09%，持续推动转基因玉米新一代技术的研发、基因编辑、抗旱等新基因挖掘工作，为国内转基因种子商业化落地做好准备，未来有望打开公司长期增长空间。

公司盈利预测及投资评级：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.99、18.68、22.17 亿元，EPS 为 0.07、0.45 和 0.54 元，PE 值为 100.38、16.08 和 13.54 倍。我们持续看好公司饲料规模持续扩张、养殖成本稳步改善，转基因种子业务有望打开公司长期增长空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：生猪价格波动、原材料成本变动、公司出栏不及预期等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22,813.86	31,328.08	40,146.34	48,977.11	53,614.32
增长率（%）	37.62%	37.32%	28.15%	22.00%	9.47%
归母净利润（百万元）	1,955.72	(440.34)	299.11	1,867.73	2,216.70
增长率（%）	314.48%	-136.46%	-170.85%	461.99%	7.90%
净资产收益率（%）	17.75%	-4.10%	2.61%	14.09%	14.43%
每股收益（元）	0.48	(0.11)	0.07	0.45	0.54
PE	15.10	(65.91)	100.38	16.08	13.54
PB	2.76	2.80	2.62	2.26	1.95

公司简介：

公司是国内规模最大的预混合饲料企业，产业涵盖畜牧科技与服务、种植科技与服务、农业互联网等领域，主要为养殖户和种植户提供高附加值的产品与服务。公司的产品主要包括畜禽饲料、兽药疫苗、种猪与作物种子、农药化肥及农业互联网与金融服务等。（资料来源：Wind，东兴证券研究所）

未来 3-6 个月重大事项提示：

2022-05-13 年度股东大会召开

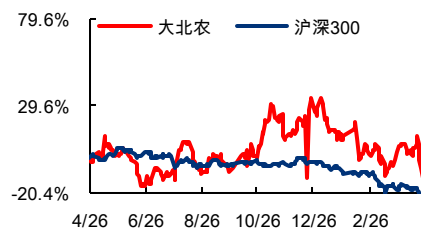
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	10.98-6.65
总市值（亿元）	300.24
流通市值（亿元）	224.33
总股本/流通 A 股（万股）	414,128/414,128
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	4.38

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

研究助理：孟林

010-66554073

menglina@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080038

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	9574	10481	15321	16965	19278	营业收入	22814	31328	40146	48977	53614
货币资金	4316	5799	7513	9115	10006	营业成本	17788	28054	35230	39554	43418
应收账款	878	771	1267	1375	1599	营业税金及附加	51	63	80	98	107
其他应收款	133	128	165	201	220	营业费用	953	1037	1405	1959	2145
预付款项	473	361	607	665	849	管理费用	1072	1507	1807	2204	2413
存货	3579	3310	5622	5490	6478	财务费用	229	289	509	491	303
其他流动资产	151	100	114	94	92	研发费用	543	613	803	980	1072
非流动资产合计	14467	16414	15608	14808	14013	资产减值损失	-140.1	-486.67	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2308	1848	1848	1848	1848	公允价值变动收益	1.98	1.66	0.00	0.00	0.00
固定资产	7160	8926	8212	7498	6783	投资净收益	752.41	-7.04	307.15	350.84	216.98
无形资产	1460	1479	1390	1307	1228	加：其他收益	153.55	130.95	136.36	140.29	135.87
其他非流动资产	176	221	221	221	221	营业利润	2833	-689	755	4182	4510
资产总计	24042	26895	30929	31773	33290	营业外收入	43.06	56.10	75.86	58.34	63.44
流动负债合计	8608	10187	14026	11208	8805	营业外支出	75.38	103.02	92.54	90.31	95.29
短期借款	4076	4910	7881	4855	2014	利润总额	2801	-736	739	4151	4478
应付账款	1810	2282	3181	3372	3811	所得税	228	202	74	415	448
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	2573	-938	665	3735	4030
一年内到期的非流动负债	919	865	865	865	865	少数股东损益	618	-498	366	1868	1814
非流动负债合计	2397	4001	3105	3105	3105	归属母公司净利润	1956	-440	299	1868	2217
长期借款	1941	2747	2747	2747	2747	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	11005	14189	17131	14313	11910	成长能力					
少数股东权益	2021	1969	2335	4202	6016	营业收入增长	37.62%	37.32%	28.15%	22.00%	9.47%
实收资本（或股本）	4195	4141	4141	4141	4141	营业利润增长	319.69%	-124.31%	-209.63%	453.81%	7.83%
资本公积	1199	1335	1335	1335	1335	归属于母公司净利润增长	281.02%	-122.52%	-167.93%	524.43%	18.68%
未分配利润	5654	4906	5146	6640	8413	获利能力					
归属母公司股东权益合计	11015	10737	11464	13257	15365	毛利率(%)	22.03%	10.45%	12.24%	19.24%	19.02%
负债和所有者权益	24042	26895	30929	31773	33290	净利率(%)	11.28%	-2.99%	1.66%	7.63%	7.52%
现金流量表			单位：百万元			总资产周转率	8.13%	-1.64%	0.97%	5.88%	6.66%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	17.75%	-4.10%	2.61%	14.09%	14.43%
经营活动现金流	1856	1149	-616	4850	3934	偿债能力					
净利润	2573	-938	665	3735	4030	资产负债率(%)	46%	53%	55%	45%	36%
折旧摊销	753.53	940.29	813.20	807.36	801.92	流动比率	1.11	1.03	1.09	1.51	2.19
财务费用	229	289	509	491	303	速动比率	0.70	0.70	0.69	1.02	1.45
应收账款减少	200	107	-496	-109	-223	营运能力					
预收帐款增加	-668	0	0	0	0	总资产周转率	1.06	1.23	1.39	1.56	1.65
投资活动现金流	-1525	-1615	-426	456	323	应收账款周转率	23	38	39	37	36
公允价值变动收益	2	2	0	0	0	应付账款周转率	15.60	15.31	14.70	14.95	14.93
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	752	-7	307	351	217	每股收益(最新摊薄)	0.48	-0.11	0.07	0.45	0.54
筹资活动现金流	1350	1921	2756	-3704	-3366	每股净现金流(最新摊薄)	0.40	0.35	0.41	0.39	0.22
应付债券增加	-600	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.63	2.59	2.77	3.20	3.71
长期借款增加	1291	805	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	-54	0	0	0	P/E	15.10	-65.91	100.38	16.08	13.54
资本公积增加	-34	136	0	0	0	P/B	2.76	2.80	2.62	2.26	1.95
现金净增加额	1682	1456	1714	1603	890	EV/EBITDA	8.76	64.65	16.45	5.37	4.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	大北农（002385）：养殖短期承压，种子业务有望打开新空间	2021-10-27
公司普通报告	大北农（002385）：饲料主业快速增长，转基因储备行业领先	2021-08-24
公司普通报告	大北农（002385）：养殖饲料主业高增，种业布局超前	2021-04-27
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价大幅上涨，产能去化进一步强化反转预期	2022-04-25
行业普通报告	农林牧渔行业：疫情下猪价保持震荡，继续推荐生猪养殖板块	2022-04-17
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价短期震荡，周期拐点仍具较强确定性	2022-04-11
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价止跌转涨，难改产能去化大势	2022-03-27
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价继续下行，产能调减进一步强化反转预期	2022-03-21
行业普通报告	农林牧渔行业：猪肉震荡走跌，继续推荐生猪养殖板块	2022-03-13
行业普通报告	农林牧渔行业：猪肉收储提振有限，政府工作报告强调农产品稳保供给	2022-03-07
行业普通报告	农林牧渔行业：产能二轮去化确定性强，持续推荐生猪养殖板块	2022-03-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士，本科毕业于苏州大学金融学。2020 年 8 月加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526