

大北农 (002385)

证券研究报告

2022 年 04 月 26 日

生猪亏损短期业绩承压，饲料加速拓展，转基因种业一马当先

事件： 1) 公司发布 2021 年报，公司营业收入 313.28 亿元，同比增长 37.32%；归母净利润亏损 4.4 亿元，由盈转亏。2) 公司控股子公司北京创种科技有限公司拟收购云南大天种业有限公司 51% 的股权。

饲料业务稳步增长，基本盘扎实，内生外延增强饲料竞争力！

公司饲料销售收入为 226.95 亿元，同比增长 36.83%，占主营业务收入的 72.44%，饲料业务利润同比增加。饲料销售量为 589.59 万吨（同比增长 26.47%），创公司饲料销售记录。细分来看，公司 2021 年猪饲料 457.56 万吨（同比+39.76%）、水产饲料 42.51 万吨（-1.46%）、反刍饲料 57.45 万吨（+21.44%）、禽用饲料 30.84 万吨（-34.97%）。2022 年 1 月，公司公告拟收购九鼎科技 30% 股权；2022 年 2 月，公司再发公告拟收购正邦旗下 8 家子公司（相当于正邦在西南市场的全部饲料业务）。公司表示饲料板块的市场占有率中远期目标为 20%-30%。通过内部加强管理、提升销售，外延整合，公司饲料业务有望持续增强，大北农饲料板块的实力将大幅增强。

生猪价格下降拖累公司利润，2022 年猪价有望迎来反转

2021 年公司控股子公司生猪销售数量为 251.15 万头，同比增长 129.04%；生猪销售收入 46.99 亿元，同比增长 23.61%。2021 年 Q4 以来，猪价迎来寒冬，影响公司生猪养殖利润，公司养猪业务毛利率大幅下降。公司对存栏的生猪计提了资产减值准备，养猪业务亏损。我们认为，2022 年上半年因猪价持续较为低迷，公司生猪养殖业务或仍面临业绩压力，但是 2022 年下半年猪价有望回暖，同时公司肉猪养殖成本控制增强，生猪养殖亏损有望明显降低。

转基因技术国内领先，种质资源积累持续加码，有望把握种业变革机遇！

我国高度重视转基因技术研究与商业化推广，转基因技术能够解决目前我国玉米、大豆品种瓶颈问题，是我国玉米、大豆育种技术的发展方向。公司在转基因领域积淀十余年，研发实力居于国内领先水平，且已获得转基因玉米品种的安全证书，先发优势显著。公司拥有 DBN9858、DBN9936、DBN9501、DBN3601T 等 4 个转基因玉米种子安全证书。2021 年公司通过关于向北京创种科技有限公司划转股权的议案，公司种业资产加速整合。为推进关于玉米种业战略并购和资源占有的策略，公司拟收购云南大天种业有限公司 51% 的股权，大天种业 2021 年收入达 1.35 亿元，净利润 1206 万元。我们认为，公司种子业务发展快速，有望把握种业变革机遇，成为国内领先的种子公司！

盈利预测和投资建议：

考虑 2022 年上半年生猪价格预计持续较低、2023 年公司种子业务加速放量等因素，我们调整公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 -0.05、0.8、0.97 元/股（2022-2023 年前值为 0.3、0.52 元/股），对应 2023-2024 年 PE 为 8.63、7.07 倍。公司饲料业务持续拓展，转基因技术领先，继续给予公司“买入”评级。

风险提示： 疫情风险；价格波动；政策变动风险；出栏不达预期；转基因业务推广受阻。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,813.86	31,328.08	39,116.69	51,696.88	59,762.30
增长率(%)	37.62	37.32	24.86	32.16	15.60
EBITDA(百万元)	4,555.00	2,055.04	1,844.73	6,622.76	7,968.43
净利润(百万元)	1,955.72	(440.34)	148.77	3,296.78	4,024.82
增长率(%)	281.02	(122.52)	(48.35)	(1,549.60)	22.08
EPS(元/股)	0.47	(0.11)	(0.05)	0.80	0.97
市盈率(P/E)	14.55	(64.61)	(125.10)	8.63	7.07
市净率(P/B)	2.58	2.65	2.63	2.06	1.63
市销率(P/S)	1.25	0.91	0.73	0.55	0.48
EV/EBITDA	9.58	22.46	21.58	4.63	4.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,141.28
流通 A 股股本(百万股)	3,094.25
A 股总市值(百万元)	31,887.87
流通 A 股市值(百万元)	23,825.73
每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	52.76
一年内最高/最低(元)	11.30/6.44

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《大北农-季报点评:收入持续高增长，原料价涨成本承压，种业力量持续增强！》2021-04-27
- 《大北农-年报点评报告:主营业务高速增长，转基因种子布局国内领先！》2021-04-21
- 《大北农-季报点评:三季报业绩保持高速增长，静待种业变革机会！》2020-10-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,315.91	5,798.62	9,779.17	12,924.22	14,940.57
应收票据及应收账款	908.11	771.08	2,923.27	1,142.25	3,373.51
预付账款	473.30	360.65	648.57	643.22	773.42
存货	3,578.59	3,310.47	7,564.77	5,283.60	8,394.43
其他	298.37	239.68	7,475.73	2,408.24	8,470.66
流动资产合计	9,574.29	10,480.50	28,391.51	22,401.52	35,952.59
长期股权投资	2,308.49	1,847.68	1,847.68	1,847.68	1,847.68
固定资产	7,159.67	8,925.61	8,000.25	7,074.89	6,149.53
在建工程	1,381.22	1,595.69	1,595.69	1,595.69	1,595.69
无形资产	1,876.37	1,890.69	1,818.32	1,745.96	1,673.60
其他	1,741.71	2,154.64	1,605.17	1,748.36	1,801.27
非流动资产合计	14,467.46	16,414.31	14,867.12	14,012.58	13,067.76
资产总计	24,041.75	26,894.82	43,258.64	36,414.11	49,020.35
短期借款	4,076.47	4,910.05	16,677.58	12,884.56	15,519.73
应付票据及应付账款	1,819.85	2,330.61	1,068.10	1,226.25	1,369.41
其他	1,923.66	2,230.47	8,711.61	4,714.05	9,303.19
流动负债合计	7,819.98	9,471.14	26,457.29	18,824.86	26,192.33
长期借款	1,941.41	2,746.80	3,347.39	100.00	187.78
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	455.58	1,254.59	736.33	815.50	935.47
非流动负债合计	2,396.98	4,001.39	4,083.73	915.50	1,123.25
负债合计	11,004.91	14,188.71	30,541.02	19,740.36	27,315.58
少数股东权益	2,021.40	1,968.93	1,900.70	2,889.73	4,298.42
股本	4,195.33	4,141.28	4,141.28	4,141.28	4,141.28
资本公积	1,199.16	1,335.13	1,335.13	1,335.13	1,335.13
留存收益	6,222.52	5,567.93	5,340.50	8,307.60	11,929.93
其他	(601.57)	(307.16)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	13,036.84	12,706.11	12,717.61	16,673.75	21,704.77
负债和股东权益总	24,041.75	26,894.82	43,258.64	36,414.11	49,020.35

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,573.28	(938.18)	(227.43)	3,296.78	4,024.82
折旧摊销	753.53	940.29	997.73	997.73	997.73
财务费用	260.15	340.68	456.00	501.65	372.35
投资损失	(752.41)	7.04	5.00	(100.00)	(80.00)
营运资金变动	(1,458.71)	293.33	(9,180.34)	5,070.28	(6,699.38)
其它	480.59	505.60	(73.88)	1,098.73	1,565.26
经营活动现金流	1,856.44	1,148.77	(8,022.92)	10,865.16	180.78
资本支出	2,743.19	1,607.11	518.26	(79.17)	(119.97)
长期投资	55.69	(460.81)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,323.51)	(2,760.89)	(526.67)	179.17	199.97
投资活动现金流	(1,524.63)	(1,614.59)	(8.41)	100.00	80.00
债权融资	2,640.21	1,294.93	11,697.14	(7,380.55)	2,314.58
股权融资	(282.55)	376.33	314.74	(439.57)	(559.00)
其他	(1,007.23)	250.20	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,350.44	1,921.46	12,011.88	(7,820.12)	1,755.58
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,682.24	1,455.64	3,980.55	3,145.05	2,016.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	22,813.86	31,328.08	39,116.69	51,696.88	59,762.30
营业成本	17,788.26	28,053.83	34,956.15	41,298.33	47,285.82
营业税金及附加	51.30	62.51	89.97	118.90	137.45
营业费用	953.35	1,036.91	1,173.50	1,602.60	1,852.63
管理费用	1,071.83	1,506.98	1,564.67	2,067.88	2,390.49
研发费用	543.07	612.80	782.33	1,033.94	1,195.25
财务费用	228.56	289.47	456.00	501.65	372.35
资产减值损失	(264.09)	(589.49)	(350.00)	30.00	0.00
公允价值变动收益	1.98	1.66	1.93	(0.19)	0.05
投资净收益	752.41	(7.04)	(5.00)	100.00	80.00
其他	(1,145.97)	1,049.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,833.18	(688.87)	(259.00)	5,203.38	6,608.35
营业外收入	43.06	56.10	75.86	58.34	63.44
营业外支出	75.38	103.02	92.54	90.31	95.29
利润总额	2,800.86	(735.79)	(275.67)	5,171.41	6,576.50
所得税	227.58	202.39	27.57	775.71	986.48
净利润	2,573.28	(938.18)	(303.23)	4,395.70	5,590.03
少数股东损益	617.56	(497.84)	(75.81)	1,098.93	1,565.21
归属于母公司净利润	1,955.72	(440.34)	(227.43)	3,296.78	4,024.82
每股收益（元）	0.47	(0.11)	(0.05)	0.80	0.97

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	37.62%	37.32%	24.86%	32.16%	15.60%
营业利润	319.69%	-124.31%	-62.40%	-2109.06%	27.00%
归属于母公司净利润	281.02%	-122.52%	-48.35%	-1549.60%	22.08%
获利能力					
毛利率	22.03%	10.45%	10.64%	20.11%	20.88%
净利率	8.57%	-1.41%	-0.58%	6.38%	6.73%
ROE	17.75%	-4.10%	-2.10%	23.92%	23.12%
ROIC	23.94%	-3.60%	1.61%	21.86%	37.15%
偿债能力					
资产负债率	45.77%	52.76%	70.60%	54.21%	55.72%
净负债率	20.11%	21.43%	85.67%	5.23%	7.11%
流动比率	1.11	1.03	1.07	1.19	1.37
速动比率	0.70	0.70	0.79	0.91	1.05
营运能力					
应收账款周转率	22.76	37.31	21.18	25.43	26.47
存货周转率	7.76	9.10	7.19	8.05	8.74
总资产周转率	1.06	1.23	1.12	1.30	1.40
每股指标（元）					
每股收益	0.47	-0.11	-0.05	0.80	0.97
每股经营现金流	0.45	0.28	-1.94	2.62	0.04
每股净资产	2.66	2.59	2.61	3.33	4.20
估值比率					
市盈率	14.55	-64.61	-125.10	8.63	7.07
市净率	2.58	2.65	2.63	2.06	1.63
EV/EBITDA	9.58	22.46	21.58	4.63	4.10
EV/EBIT	11.35	40.16	47.01	5.45	4.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com