

中航证券研究所

分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

邮箱：penghl@avicsec.com

研究助理：陈翼

证券执业证书号：S0640121080014

邮箱：chenyyjs@avicsec.com

大北农（002385.SZ）2021 年年报和 2022 年一季报点评：周期影响业绩，种业蓄势待发

行业分类：农林牧渔

2022 年 4 月 29 日

投资评级

买入

当前价格（元/股）

7.18

基本数据（2022/4/29）

总市值（亿元） 297.34

流通市值（亿元） 222.17

总股本（百万股） 4,141.28

流通股本（百万股） 3,094.25

12 个月价格区间（元） 6.65/10.98

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**大北农发布 2022 年第一季度报告，公司实现营业收入为 64.6 亿元，同比下降 12.73%；归属于上市公司股东的净亏损为 2.32 亿元，同比由盈转亏；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净亏损为 2.71 亿元，同比由盈转亏。

◆ 投资要点：

主业受周期影响大，一季度同比由盈转亏。饲料方面，饲料是公司主业压舱石，21 年收入 226.95 亿元，占总收入 72.44%，占比稳定，为养殖和其他业务发展提供重要的现金流支撑。但饲料业务受到 21 年农产品大宗周期影响，原材料价格抬升。21 年公司饲料原料成本占营业成本比重同比增 1.18%；饲料业务毛利率 13.19%，同比-2.57%。**养殖方面**，21 年公司出栏保持高速增长，但周期下行压力加大，对公司整体利润兑现形成较大的负面影响。21 年公司出栏 251.15 万头，同比增 129.05%。21 年年底生猪外三元价格较年初下降 56.5%。21 年全年公司养殖业务毛利-6.55%，同比-58.89%。**一季度看**，饲料和养殖周期压力仍在，扣非净利润-2.71 亿元，同比由盈转亏。一方面，受全球疫情和俄乌危机影响，农产品大宗饲料原料价格仍强势，影响饲料利润；另一方面，生猪供需关系仍宽松，春节后猪价二次探底，给养殖业务带来压力。按照公司前三季生猪销售情况估算，22 年一季度公司整体销售均价约 13 元/公斤，我们预计公司当季头均亏损在 400-500 元/头的水平。

周期影响望减弱，做大种业蓄势待发。看点一：未来公司主业受周期影响有望减弱。一是生猪周期最差时点或已过去。截至 4 月 29 日，生猪（外三元）价格 14.82 元/公斤，较三月低点上涨 25.8%。养殖利润回补，生猪养殖望拾级而上。二是饲料原料价格望随着疫情等因素改善，供应链修复，成本压力缓和。**看点二：**公司有望把握生物育种历史机遇。22 年 1 月，《农业转基因生物安全评价管理办法》等四部涉生物育种规章正式生效，生物育种产业化应用有望持续有序推进，22/23 年度有望落地推广。目前，大北农转基因玉米性状产品 DBN9936、DBN9501、DBN3601T 等及大豆 DBN9004 等获安全证书，技术和审批准备领先。公司在国内已与一百多家种子子公司合作，对应推广面积约 1 亿多亩，有望率先转化可观的生物育种业务收入。

投资建议

大北农是涵盖饲料、动保、种业等领域的农业科技优质标的。未来公司养殖、饲料周期压力有望缓和、生物育种蓄势待发。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.88 亿元、22.76 亿元、26.37 亿元，EPS 分别为 0.02 元、0.55 元、0.64 元，对应 PE 338、13、11 倍，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**饲料原料价格波动、猪周期波动、政策不及预期等风险。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航

产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传 真：010-59562637

财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	313.28	400.23	517.10	582.82	净利润	-9.38	1.40	38.19	45.09
营业成本	280.54	352.46	420.50	475.21	折旧与摊销	9.40	9.57	10.63	11.21
营业税金及附加	0.63	0.89	1.12	1.26	财务费用	2.89	3.05	3.20	2.23
销售费用	10.37	16.01	20.68	23.31	资产减值损失	-4.87	0.00	0.00	0.00
管理费用	15.07	26.02	31.03	34.97	经营营运资本变动	15.63	-23.11	-4.72	-1.83
财务费用	2.89	3.05	3.20	2.23	其他	-2.19	0.23	-0.03	-0.02
资产减值损失	-4.87	0.00	0.00	0.00	经营性现金流净额	11.49	-8.86	47.26	56.68
投资收益	-0.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-20.43	-8.65	-9.08	-9.00
公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.00	其他	4.28	0.03	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-16.15	-8.61	-9.08	-9.00
营业利润	-6.89	1.80	40.57	45.84	短期借款	8.34	25.62	-17.01	-24.21
其他非经营损益	-0.47	-0.29	-0.36	-0.35	长期借款	8.05	3.10	0.00	0.00
利润总额	-7.36	1.51	40.21	45.49	股权融资	0.82	0.00	0.00	0.00
所得税	2.02	0.10	2.03	0.40	支付股利	-2.03	2.20	-0.44	-11.38
净利润	-9.38	1.40	38.19	45.09	其他	4.03	-11.40	-3.20	-2.23
少数股东损益	-4.98	0.53	15.43	18.72	筹资性现金流净额	19.21	19.52	-20.65	-37.82
归属母公司股东净利润	-4.40	0.88	22.76	26.37	现金流量净额	14.55	2.05	17.53	9.86

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	57.99	60.03	77.56	87.42	成长能力				
应收和预付款项	12.60	23.65	27.42	30.53	销售收入增长率	37.32%	27.75%	29.20%	12.71%
存货	33.10	54.87	63.51	69.93	营业利润增长率	-124.31%	-73.85%	2151.85%	13.00%
其他流动资产	1.11	1.28	1.65	1.86	净利润增长率	-136.46%	-85.03%	2618.42%	18.09%
长期股权投资	18.48	18.48	18.48	18.48	EBITDA 增长率	-85.82%	166.60%	277.28%	8.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	105.21	105.25	104.65	103.40	毛利率	10.45%	11.94%	18.68%	18.46%
无形资产和开发支出	20.69	19.88	19.06	18.24	三费率	9.04%	11.26%	10.62%	10.38%
其他非流动资产	19.76	19.62	19.48	19.34	净利率	-2.99%	0.35%	7.38%	7.74%
资产总计	268.95	303.06	331.81	349.21	ROE	-7.38%	1.08%	22.72%	22.35%
短期借款	49.10	74.72	57.71	33.50	ROA	-3.49%	0.46%	11.51%	12.91%
应付和预收款项	28.52	43.04	49.64	55.61	ROIC	-3.20%	2.49%	19.86%	21.22%
长期借款	27.47	30.57	30.57	30.57	EBITDA/销售收入	1.73%	3.60%	10.52%	10.17%
其他负债	36.79	24.45	25.86	27.79	营运能力				
负债合计	141.89	172.77	163.78	147.46	总资产周转率	1.23	1.40	1.63	1.71
股本	41.41	41.41	41.41	41.41	固定资产周转率	3.90	4.12	4.93	5.60
资本公积	13.35	13.35	13.35	13.35	应收账款周转率	37.99	36.20	33.08	32.61
留存收益	55.68	58.76	81.08	96.07	存货周转率	8.09	7.99	7.08	7.10
归属母公司股东权益	107.37	110.07	132.39	147.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.60%	—	—	—
少数股东权益	19.69	20.21	35.64	54.36	资本结构				
股东权益合计	127.06	130.29	168.04	201.75	资产负债率	52.76%	57.01%	49.36%	42.23%
负债和股东权益合计	268.95	303.06	331.81	349.21	带息债务/总负债	53.96%	61.33%	54.31%	43.90%

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.03	1.08	1.41	1.82
EBITDA	5.41	14.42	54.40	59.28	速动比率	0.70	0.66	0.88	1.15
PE	-67.53	338.25	13.06	11.27	股利支付率	-46.05%	-250.46%	1.93%	43.15%
PB	2.34	2.28	1.77	1.47	每股指标				
PS	0.95	0.74	0.58	0.51	每股收益	-0.11	0.02	0.55	0.64
EV/EBITDA	56.48	22.48	5.32	4.31	每股净资产	3.07	3.15	4.06	4.87
股息率	0.68%	—	0.15%	3.83%	每股经营现金	0.28	-0.21	1.14	1.37
					每股股利	0.05	-0.05	0.01	0.27

数据来源: Wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。