

大北农 (002385.SZ)

养殖链业务短期承压明显，转基因业务未来成长可期

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 农林牧渔 · 饲料

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师:	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码: S0980520110002
联系人:	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	

事项:

7月13日,公司发布2022年半年度业绩预告,公司2022年上半年归母净利润预计为亏损4.50-5.50亿元,同比下滑188%-210%;扣非归母净利润预计为亏损5-6亿元,同比下滑244%-273%,盈利大幅下滑一方面系猪价低迷、原料价格上涨导致养殖和饲料业务承压,另一方面系公司加大人才激励投入导致期间费用增加。

国信农业观点: 1) 上半年受猪价低迷、粮价上涨影响,公司饲料和养殖业务短期承压明显,但生猪出栏仍旧实现逆势扩张,其在人才激励方面的投入也有望在中长期转化为业绩提升。2) 养殖链业务方面,近期猪价上涨达到22元/公斤以上,行业景气上行。公司依靠近年的稳步扩张,有望充分受益周期反转带来的量价齐升红利。3) 种植链业务方面,我们预计转基因种子或在2023年前后实现商业化落地并上市销售。公司转基因业务在获批性状数量、庇护所性状以及获准种植区域等方面均处于领先水平,届时有望引领种业品种换代革命,或充分受益市场扩容和份额提升带来的双重成长红利。4) 风险提示:恶劣天气带来的制种风险,转基因政策落地不及预期的风险。5) 投资建议:公司作为综合性农业产业龙头,业绩有望迎来种植养殖双振,考虑到公司养殖链业务上半年承压明显,我们下调公司22-23年归母净利润预测至-0.94/16.90亿元(原预计22-23年归母净利为4.92/29.79亿元),24年归母净利润预计为18.47亿元,对应当前股价PE为-312.0/17.4/15.9X,维持“买入”评级。

评论:

◆ 年初猪价低迷叠加原料价格上涨,公司养殖链业务短期承压明显

公司2022年上半年归母净利润预计为亏损4.50-5.50亿元,同比下滑188%-210%;扣非归母净利润预计为亏损5-6亿元,同比下滑244%-273%。盈利大幅下滑一方面系年初猪价低迷和原材料价格上涨导致公司生猪养殖业务和饲料业务面临收入端和成本端双重压力,另一方面系公司今年在高端人才、技术服务人员等方面加大投入,实施股权激励确认股份支付费用,导致期间费用同比增长。

◆ 养殖链业务:生猪出栏逆势稳步扩张,有望充分受益周期反转

养殖业务方面,近期猪价上涨达到22元/公斤以上,行业景气上行。从最新出栏数据来看,即使在整体猪价较为低迷的2022年上半年,公司及下属参控股养殖平台的合计生猪出栏量依旧逆势同比扩张19.23%至198.32万头,未来或充分受益周期反转带来的量价齐升红利。**饲料业务方面,**短期虽面临成本端和收入端双重压力,但公司猪料业务高端化路线正在加速,近年依靠贝贝乳、宝宝壮、仔多多、母仔乐等多款前端料拳头产品以及在全国各地建立的配套分销体系,在国内前端料等高端猪料领域建立了显著优势,同时公司近年也在围绕以反刍料为代表的高毛利品种做横向扩张,两者均有望强化公司饲料业务的长期盈利能力。

◆ 种植链业务：转基因商业化落地有望加速，转基因性状龙头未来成长可期

从行业层面来看，转基因种子在相关性状获得转基因安全证书并通过品种审定后，即可最终进行商业化种植。2022年6月8日，国家级转基因大豆玉米品种审定标准印发并正式实施，考虑相关绿色通道等政策的可能落地，预计转基因商业化有望加速，转基因种子或在2023年前后实现商业化落地并上市销售，届时国内种业有望迎来市场扩容、格局重塑双重变革。从公司层面来看，公司在转基因性状领域起步较早，先发优势十分明显，旗下大北农生物在获批性状数量、庇护所性状以及获准种植区域等方面均处于领先水平。同时公司将种业定位为重要战略性板块，未来依靠丰富的经验积累、强大的研发能力、持续的资源投入，有望在国内生物技术领域实现持续的优质产品输出并占据业内领先地位。综上所述我们认为，公司相较于目前产品数量较少、产品体系不完备、获批区域较少的性状公司，有望在国内转基因商业化落地后率先实现最大程度的产品推广，届时可能抢先同行获得更多市场份额并在国内转基因性状领域取得领先优势，进而有望实现可观的业绩增量。

◆ 投资建议：业绩有望迎来种植养殖双振，维持“买入”评级

大北农是主营涵盖生猪链及种植链的综合性农业产业优质标的。养殖链方面，公司生猪业务有望充分受益行业景气上行带来的量价齐增红利；种植链方面，公司转基因业务先发优势明显，有望在转基因落地后引领种业换代革命，未来成长可期。考虑到公司养殖链业务上半年承压明显，我们下调公司22-23年归母净利润预测至-0.94/16.90亿元（原预计22-23年归母净利为4.92/29.79亿元），24年归母净利润预计为18.47亿元，对应当前股价PE为-312.0/17.4/15.9X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

恶劣天气带来的制种风险；转基因政策落地不及预期。

相关研究报告：

《大北农-002385-定增推动智慧大北农布局》——2015-03-09

《大北农-002385-2013年半年报点评：逐渐完善的产业链布局，十分优秀的管理、销售》——2013-08-28

《大北农-002385-2012年年报点评：成长股，饲料行业标杆》——2013-04-10

《大北农-002385-2011年三季报点评：行业景气部分受抑，公司快速扩张》——2012-10-25

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	4316	5799	4281	8051	13186	营业收入	22814	31328	36687	48041	51990
应收款项	1042	900	2008	2068	2192	营业成本	17788	28054	32605	35887	39395
存货净额	3579	3310	3624	3982	4456	营业税金及附加	51	63	88	106	114
其他流动资产	636	469	1649	2880	2857	销售费用	953	1037	1467	1681	1560
流动资产合计	9574	10481	11566	16985	22694	管理费用	1072	1507	1769	2077	2139
固定资产	8541	10521	10885	11908	12770	研发费用	543	613	813	1049	1101
无形资产及其他	1460	1479	1419	1360	1301	财务费用	229	289	257	214	110
投资性房地产	2159	2567	2567	2567	2567	投资收益	752	(7)	307	351	217
长期股权投资	2308	1848	1341	783	198	资产减值及公允价值变动	142	488	(400)	50	100
资产总计	24042	26895	27778	33603	39529	其他收入	(782)	(1549)	(813)	(1049)	(1101)
短期借款及交易性金融负债	4996	5775	4798	5100	5135	营业利润	2833	(689)	(405)	7427	7887
应付款项	1820	2331	2962	3300	3484	营业外净收支	(32)	(47)	(17)	(32)	20
其他流动负债	1792	2082	3242	3292	3464	利润总额	2801	(736)	(422)	7395	7907
流动负债合计	8608	10187	11001	11692	12082	所得税费用	228	202	(42)	702	711
长期借款及应付债券	1941	2747	2747	2747	2747	少数股东损益	618	(498)	(286)	5004	5350
其他长期负债	456	1255	1589	1953	2452	归属于母公司净利润	1956	(440)	(94)	1690	1847
长期负债合计	2397	4001	4336	4700	5199	现金流量表（百万元）					
负债合计	11005	14189	15338	16392	17281	净利润	1956	(440)	(94)	1690	1847
少数股东权益	2021	1969	1798	5300	9045	资产减值准备	86	347	82	46	46
股东权益	11015	10737	10643	11910	13203	折旧摊销	711	906	1101	1271	1410
负债和股东权益总计	24042	26895	27778	33603	39529	公允价值变动损失	(142)	(488)	400	(50)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	229	289	257	214	110
每股收益	0.47	(0.11)	(0.02)	0.41	0.45	营运资本变动	(732)	2116	(394)	(851)	325
每股红利	0.30	0.16	0.00	0.10	0.13	其它	127	(1607)	(254)	3457	3699
每股净资产	2.63	2.59	2.57	2.88	3.19	经营活动现金流	2006	833	841	5562	7227
ROIC	18%	5%	4%	38%	38%	资本开支	0	(3649)	(1888)	(2230)	(2158)
ROE	18%	-4%	-1%	14%	14%	其它投资现金流	(1)	(1)	0	0	0
毛利率	22%	10%	11%	25%	24%	投资活动现金流	(57)	(3190)	(1382)	(1672)	(1573)
EBIT Margin	11%	0%	-0%	15%	15%	权益性融资	(0)	1130	0	0	0
EBITDA Margin	14%	3%	3%	18%	17%	负债净变化	1291	805	0	0	0
收入增长	38%	37%	17%	31%	8%	支付股利、利息	(1279)	(674)	0	(423)	(554)
净利润增长率	281%	-123%	79%	-1892%	9%	其它融资现金流	(388)	2447	(977)	302	35
资产负债率	54%	60%	62%	65%	67%	融资活动现金流	(363)	3840	(977)	(120)	(519)
息率	4.3%	2.3%	0.0%	1.4%	1.9%	现金净变动	1586	1483	(1517)	3770	5134
P/E	15.3	(66.9)	(312.2)	17.4	15.9	货币资金的期初余额	2730	4316	5799	4281	8051
P/B	2.7	2.7	2.8	2.5	2.2	货币资金的期末余额	4316	5799	4281	8051	13186
EV/EBITDA	13.1	45.4	42.8	5.4	5.1	企业自由现金流	0	(557)	(1231)	4743	6567
						权益自由现金流	0	2695	(2440)	4852	6501

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032