

大北农 (002385.SZ)

强烈推荐 (维持)

低迷猪价拖累主业，周期变革渐行渐近

受低迷猪价的影响，公司 22H1 的饲料和养猪业务盈利双双下滑。考虑到猪周期反转已启动，预计 22Q3 起双主业经营有望边际改善。另外，转基因性状业务或成为新盈利点，中期盈利弹性仍然可期。维持强烈推荐投资评级。

□ **低迷猪价拖累双主业，22Q2 亏损扩大。** 2022 年上半年，公司实现销售收入 133.93 亿元 (同比-12.3%)、归母净利润-5.11 亿元 (同比转亏)；其中 22Q2 实现收入 69.33 亿元 (同比-11.9%)、归母净利润-2.78 亿元 (同比转亏、环比增亏)。业绩表现低于预期。低迷猪价对饲料和养猪双主业景气的冲击是公司盈利下滑的主因。报告期内，公司实现饲料销量 235 万吨、同比下滑 19%，且饲料业务毛利率受豆粕玉米等原料涨价、下游养殖盈利不佳等因素的影响而同比下降 2.1 个百分点至 11.5%；公司的控股及参股子公司合计出栏生猪 198 万头、同比增长 19%，但是受低迷猪价的影响，生猪业务总收入 (月报口径) 同比下滑 35%，预计上半年养猪业务亏损 5~6 亿元；另外，上半年公司计提限制性股票激励费用约 1.10 亿元。

□ **猪周期反转向，主业盈利或受提振。** 2021 年下半年以来，国内能繁母猪产能出现收缩，生猪出栏体重回归至健康水平，同时猪肉消费也出现复苏。多因素影响下，国内生猪价格自 2022 年 3 月起触底反转，目前已回升至行业养殖成本线以上，并有望在 22H2 维持强势运行。公司的生猪养殖业务有望自 22Q3 起扭亏为盈。另一方面，养殖盈利的好转、粮价的企稳或带动公司的饲料业务经营好转。

□ **转基因新业务待展鸿图。** 转基因的品种审定办法已明确。拥有相关技术储备的性状公司也已陆续获批转基因生物安全证书。结合草根调研情况，预计最早 2022/23 销售季国内有望启动转基因玉米种子的销售，2023/24 销售季或进入规模放量阶段。而公司在转基因玉米和大豆上具备生物技术研发优势，已先发布局国内的转基因玉米市场和南美的转基因大豆市场，未来有望实现国际国内双轮驱动，通过收取性状授权使用费用而实现收入和盈利。

□ **维持强烈推荐投资评级。** 双主业景气短期承压，但生猪养殖业务减亏有望，猪周期反转渐近，转基因性状业务有望新增盈利点，公司的盈利弹性仍然可期。考虑到饲料业务表现低于预期，我们下调 2022 年盈利预测至 0.82 亿元 (原为 3.42 亿元)，维持 2023/24 年盈利预测为 13.64 亿元/13.74 亿元。对公司饲料、养猪及转基因业务进行分部估值，维持目标价为 8.70 元~9.67 元 (对应 2023 年约 26X~29X PE)，维持强烈推荐投资评级。

□ **风险提示：饲料销量/猪价表现/生猪出栏量/转基因商业化进度低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	22814	31328	32558	37337	41273
同比增长	38%	37%	4%	15%	11%
营业利润(百万元)	2833	(689)	180	2148	2167
同比增长	320%	-124%	-126%	1095%	1%
归母净利润(百万元)	1956	(440)	82	1364	1374
同比增长	281%	-123%	-119%	1561%	1%
每股收益(元)	0.47	-0.11	0.02	0.33	0.33
PE	15.5	-69.0	370.1	22.3	22.1
PB	2.8	2.8	2.8	2.5	2.2

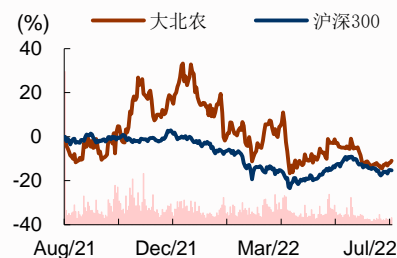
消费品/农林牧渔
目标估值: 8.70 - 9.67 元
当前股价: 7.34 元

基础数据

总股本 (万股)	414128
已上市流通股 (万股)	326098
总市值 (亿元)	304
流通市值 (亿元)	239
每股净资产 (MRQ)	2.5
ROE (TTM)	-14.2
资产负债率	58.5%
主要股东	邵根伙
主要股东持股比例	24.49%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-26	-17
相对表现	-4	-17	-1



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《大北农 (002385) — 双主业景气承压，新业务待展鸿图》2022-05-05
- 《大北农 (002385) — 低迷猪价冲击盈利，关注转基因商业化》2021-10-25
- 《大北农 (002385) — 21Q1 盈利高企，转基因子公司获增资》2021-04-27

熊承慧 S1090521030002

✉ xiongchenghui@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券。注：股价为 2022 年 8 月 15 日收盘价。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	9574	10481	7743	8841	9684
现金	4316	5799	2960	3552	3827
交易性投资	2	3	3	3	3
应收票据	30	0	0	0	0
应收款项	878	771	781	896	990
其它应收款	133	128	134	153	169
存货	3579	3310	3383	3703	4104
其他	636	469	482	533	590
非流动资产	14467	16414	17824	19089	20223
长期股权投资	2308	1848	1848	1848	1848
固定资产	7160	8926	10597	12096	13439
无形资产商誉	2743	2476	2229	2006	1805
其他	2256	3165	3151	3140	3131
资产总计	24042	26895	25567	27929	29907
流动负债	8608	10187	8791	9205	9220
短期借款	4076	4910	4304	4420	4062
应付账款	1820	2331	2387	2613	2897
预收账款	788	716	734	803	890
其他	1924	2230	1366	1368	1371
长期负债	2397	4001	4001	4001	4001
长期借款	1941	2747	2747	2747	2747
其他	456	1255	1255	1255	1255
负债合计	11005	14189	12792	13206	13221
股本	4195	4141	4141	4141	4141
资本公积金	647	990	990	990	990
留存收益	6173	5606	5688	7052	8426
少数股东权益	2021	1969	1955	2540	3129
归属于母公司所有者权益	11015	10737	10819	12183	13557
负债及权益合计	24042	26895	25567	27929	29907

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1856	1149	1536	2999	3180
净利润	2573	(938)	68	1948	1963
折旧摊销	754	940	1187	1332	1463
财务费用	260	341	276	258	250
投资收益	(752)	7	27	(335)	(303)
营运资金变动	(1006)	802	(26)	(212)	(200)
其它	28	(3)	4	7	6
投资活动现金流	(1525)	(1615)	(2627)	(2265)	(2297)
资本支出	(2443)	(2357)	(2600)	(2600)	(2600)
其他投资	918	743	(27)	335	303
筹资活动现金流	1350	1921	(1747)	(142)	(608)
借款变动	8548	5336	(1471)	116	(358)
普通股增加	0	(54)	0	0	0
资本公积增加	(34)	343	0	0	0
股利分配	(6293)	(4195)	0	0	0
其他	(870)	492	(276)	(258)	(250)
现金净增加额	1682	1456	(2838)	592	275

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	22814	31328	32558	37337	41273
营业成本	17788	28054	28736	31457	34866
营业税金及附加	51	63	65	75	82
营业费用	953	1037	1074	1232	1403
管理费用	1072	1507	1530	1792	1981
研发费用	543	613	619	709	825
财务费用	229	289	276	258	250
资产减值损失	(252)	(580)	(50)	0	0
公允价值变动收益	2	2	2	2	2
其他收益	154	131	131	141	143
投资收益	752	(7)	(160)	192	158
营业利润	2833	(689)	180	2148	2167
营业外收入	43	56	56	56	56
营业外支出	75	103	103	103	103
利润总额	2801	(736)	133	2101	2120
所得税	228	202	64	153	157
少数股东损益	618	(498)	(14)	585	589
归属于母公司净利润	1956	(440)	82	1364	1374

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	38%	37%	4%	15%	11%
营业利润	320%	-124%	-126%	1095%	1%
归母净利润	281%	-123%	-119%	1561%	1%
获利能力					
毛利率	22.0%	10.5%	11.7%	15.7%	15.5%
净利率	8.6%	-1.4%	0.3%	3.7%	3.3%
ROE	18.5%	-4.0%	0.8%	11.9%	10.7%
ROIC	15.6%	-2.5%	1.7%	10.6%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	45.8%	52.8%	50.0%	47.3%	44.2%
净负债比率	28.9%	31.7%	27.6%	25.7%	22.8%
流动比率	1.1	1.0	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4
存货周转率	6.1	8.1	8.6	8.9	8.9
应收账款周转率	22.8	37.3	41.9	44.5	43.8
应付账款周转率	12.0	13.5	12.2	12.6	12.7
每股资料(元)					
EPS	0.47	-0.11	0.02	0.33	0.33
每股经营净现金	0.45	0.28	0.37	0.72	0.77
每股净资产	2.66	2.59	2.61	2.94	3.27
每股股利	1.01	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	15.5	-69.0	370.1	22.3	22.1
PB	2.8	2.8	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.5	97.1	25.7	11.3	10.9

分析师承诺

敬请阅读末页的重要说明

负责本研究报告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。

熊承慧：中科院生物学博士，武汉大学学士。2年实业经验，7年卖方研究经验。曾就职于国际种业龙头孟山都生物技术部门，继而先后在华泰证券、中信证券担任分析师。2021年3月加入招商证券，任农林牧渔首席分析师。

李秋燕：广西大学硕士。5年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021年6月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022年2月加入招商证券。

张正芳：中央财经大学经济学本科、国际商务硕士，2022年7月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。