

大北农(002385)

报告日期: 2022年08月17日

## 养殖亏损拖累业绩, 生物育种静待花开

### ——大北农 2022 中报点评报告

#### 投资要点

##### □ 事件: 公司发布 2022 中报。

2022H1, 公司实现营业收入 133.93 亿元, 同比下降 12.28%, 实现归母净利润-5.11 亿元, 同比转亏, 2022H1 毛利率为 9.66%, 同比下降 4.53pcts; 单 Q2 实现营收 69.33 亿, 同比下降 11.86%, 归母净利润-2.78 亿元, 同比转亏, 毛利率 9.38%, 同、环比分别下降 2.72pcts、0.60pcts。

□ **短期受生猪行情拖累, 养猪和饲料业务承压。**上半年公司控股及参股公司累计销售生猪 198.32 万头, 同比增长 19.23%, 但受猪价低迷影响, 累计销售收入仅 29.25 万元(参考销售月报), 同比下滑 35.09%; 同时养殖业不景气影响公司饲料销售, 上半年公司累计销售饲料 235.05 万吨, 同比下降 19.42%, 其中猪饲料销售 181.83 万吨, 同比下降 21.08%。另一方面饲料原材料价格高企, 导致公司饲料业务和养猪成本进一步上涨, 养猪业务和饲料业务面临较大经营压力, 预计上半年养猪业务亏损 6-7 亿元。此外, 上半年公司加大高端人才、技术服务人员等方面的投入、计提限制性股票激励费用 1.10 亿元, 导致管理费用同比增长 32.17%。

□ **猪价上涨带动养猪和饲料业务回暖, 下半年业绩有望明显改善。**前期产能去化对应当前生猪出栏减少的逻辑没有变, 下半年伴随气温转凉、秋季开学和中秋备货时节到来, 猪肉消费的边际回暖将会带动猪价再度上涨, 生猪养殖进入可观的盈利区间。目前公司控股子公司存栏生猪 156.14 万头, 其中母猪(不含 5.23 万头后备母猪)存栏 11.45 万头, 公司 7 月份商品肥猪销售均价 21.5 元/公斤, 已经越过养殖成本线, 预计公司下半年养猪业务将持续实现盈利, 同时养殖行情的好转有望带动公司饲料销售逐步回暖, 下半年业绩有望实现明显的同环比改善。此外, 公司于 6 月发布定增预案, 拟募集不超过 22.6 亿元, 用于建设 7 个饲料生产项目、2 个种猪养殖及研发项目等, 进一步加强饲料和养殖业务的布局。

□ **强化生物育种布局, 有望率先受益转基因商业化。**公司紧抓转基因落地机遇, 2022 年分别收购云南大天和广东鲜美种苗 51% 股权, 强化公司竞争力并拓展种子品种, 进一步深化生物育种布局。目前, 公司已获得 12 个转基因抗虫、耐除草剂玉米生产应用安全证书和 3 个转基因耐除草剂大豆生产应用安全证书, 并且与其他种业公司存在较大合作空间, 若转基因生物育种成功落地, 公司有望率先收获商业化红利, 通过收取性状转让费用增厚业绩, 打开新的增长曲线。

##### □ 盈利预测与估值

(1) 饲料业务: 公司饲料业务凭借多年积累的品牌和口碑实现持续稳健发展, 养殖行情好转有望带动饲料销售回暖, 预计公司 2022/23/24 年实现饲料销量 620/800/1000 万吨, 且公司以销售高端猪料为主, 毛利率相对较高, 百万吨盈利在 1 亿元左右。预计 2021-2023 年公司饲料业务分别实现营收 245.80、278.44、326.58 亿元, 毛利率分别为 13.52%、17.55%、16.04%。

(2) 生猪养殖: 公司近两年正加快生猪养殖业务布局, 我们预计公司 2022/23/24 年生猪累计销售量分别为 456/550/680 万头, 其中控股子公司销售 275/320/420 万头, 销售均价 17.8/19.0/18.5 元/kg, 出栏均重 115/115/115kg, 实现收入 59.88/74.29/95.74 亿元。养殖成本有望随产能利用率提升降低摊销以及饲料成本降低而改善, 预计 2022/23/24 年毛利率分别为 7.10%/20.94%/16.07%。

(3) 种子业务: 2022 年国内粮价持续上涨, 种业板块或延续高景气度, 公司传统种业有望继续实现量价齐升。此外, 公司转基因性状储备丰富, 若 2023 年转基因玉米、大豆实现商业化销售, 公司转基因种子销售和性状收费有望贡献业绩增量。预计 2022/23/24 年公司种子业务分别实现营收 5.90/7.80/14.27 亿元, 毛利率分别为 40.68%/41.92%/47.23%。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 孟维肖

执业证书号: S1230521120002

mengweixiao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 7.48
总市值(百万元)	30,976.79
总股本(百万股)	4,141.28

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《【浙商农业】大北农点评报告: 粮价上涨或助推转基因落地, 公司生物育种蓄势待发-20220330》 2022.03.31
- 2 《大北农: 农业高科技企业, 多点开花全面发展》 2022.03.28

综上，我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 3.87/16.15/22.38 亿元，对应 EPS 分别为 0.09/0.39/0.54 元，对应 PE 分别为 80.00/19.18/13.84，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

政策落地不及预期；饲料行业竞争加剧；生猪出栏不及预期。

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	31328	35323	40935	50131
(+/-) (%)	37.32%	12.75%	15.89%	22.46%
归母净利润	-440	387	1615	2238
(+/-) (%)	-	187.95%	317.10%	38.59%
每股收益(元)	-0.11	0.09	0.39	0.54
P/E	-70.35	80.00	19.18	13.84

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	10481	11998	13260	18255
现金	5799	4281	5368	9456
交易性金融资产	3	2	2	3
应收账款	771	1622	1510	1634
其它应收款	128	396	289	374
预付账款	361	519	622	658
存货	3310	5009	5323	5990
其他	108	168	146	141
<b>非流动资产</b>	16414	17269	18480	19462
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1848	2136	2098	2027
固定资产	8926	10104	11258	12378
无形资产	1479	1333	1187	1072
在建工程	1596	1631	1732	1704
其他	2567	2064	2205	2281
<b>资产总计</b>	26895	29267	31740	37717
<b>流动负债</b>	10187	11708	10795	11860
短期借款	4910	5559	4289	4360
应付款项	2331	2771	3042	3594
预收账款	0	474	183	299
其他	2947	2904	3281	3607
<b>非流动负债</b>	4001	3683	3629	3771
长期借款	2747	2747	2747	2747
其他	1255	936	882	1024
<b>负债合计</b>	14189	15391	14423	15631
少数股东权益	1969	2407	4233	6763
归属母公司股东权益	10737	11469	13084	15322
<b>负债和股东权益</b>	26895	29267	31740	37717

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1149	45	4731	6179
净利润	(938)	825	3441	4769
折旧摊销	940	733	844	953
财务费用	289	419	408	338
投资损失	7	7	7	7
营运资金变动	1232	(251)	302	666
其它	(382)	(1688)	(271)	(554)
<b>投资活动现金流</b>	(1615)	(2141)	(1987)	(1808)
资本支出	(1733)	(1831)	(2058)	(1874)
长期投资	461	(289)	39	70
其他	(342)	(22)	33	(4)
<b>筹资活动现金流</b>	1921	579	(1657)	(283)
短期借款	834	649	(1270)	71
长期借款	805	0	0	0
其他	282	(70)	(387)	(353)
<b>现金净增加额</b>	1456	(1517)	1086	4088

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	31328	35323	40935	50131
营业成本	28054	30526	33042	40550
营业税金及附加	63	78	86	105
营业费用	1037	1183	1474	1750
管理费用	1507	1809	2002	2206
研发费用	613	696	798	927
财务费用	289	419	408	338
资产减值损失	589	(83)	49	145
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	(7)	(7)	(7)	(7)
其他经营收益	140	146	150	145
<b>营业利润</b>	(689)	836	3221	4249
营业外收支	(47)	(47)	(47)	(47)
<b>利润总额</b>	(736)	789	3174	4202
所得税	202	(36)	(267)	(566)
<b>净利润</b>	(938)	825	3441	4769
少数股东损益	(498)	438	1826	2530
<b>归属母公司净利润</b>	(440)	387	1615	2238
EBITDA	528	1931	4416	5484
EPS (最新摊薄)	(0.11)	0.09	0.39	0.54

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	37.32%	12.75%	15.89%	22.46%
营业利润	-	221.38%	285.25%	31.91%
归属母公司净利润	-	187.95%	317.10%	38.59%
<b>获利能力</b>				
毛利率	10.45%	13.58%	19.28%	19.11%
净利率	-2.99%	2.34%	8.41%	9.51%
ROE	-3.42%	2.91%	10.35%	11.36%
ROIC	-2.60%	5.98%	18.00%	21.53%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.76%	52.59%	45.44%	41.44%
净负债比率	60.06%	58.19%	54.40%	50.42%
流动比率	1.03	1.02	1.23	1.54
速动比率	0.70	0.60	0.74	1.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.23	1.26	1.34	1.44
应收账款周转率	37.99	30.99	27.73	31.74
应付账款周转率	13.71	12.21	11.56	12.43
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	(0.11)	0.09	0.39	0.54
每股经营现金	0.28	0.01	1.14	1.49
每股净资产	2.59	2.77	3.16	3.70
<b>估值比率</b>				
P/E	(70.35)	80.00	19.18	13.84
P/B	2.89	2.70	2.37	2.02
EV/EBITDA	92.97	19.98	8.67	6.72

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>