

大北农 (002385.SZ)

买入

生猪养殖业务承压明显，2023H1 归母净利润预计同比减少 14%-67%

◆ 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
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn
联系人：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn

执证编码：	S0980520110002
执证编码：	S0980523030001

事项：

公司公告：大北农发布 2023 年半年度业绩预告，2023H1 归属于上市公司股东的净利润预计为亏损 5.80-8.50 亿元，同比减少 13.61%-66.50%；扣除非经常性损益后的净利润预计为亏损 6.30-9.00 亿元，同比减少 10.91%-58.45%。

国信农业观点：1) 养殖链业务方面，公司参控股公司 2023H1 生猪出栏量逆势同比增长约 40%，但业绩因猪价低迷承压明显，而饲料业务依旧维持良好发展，2023H1 销量同比增长约 18%，收入利润均实现同比增长。考虑到今年下半年的猪价预期依然偏保守，我们认为国内母猪产能后续有望加速去化，公司养殖板块中期有望直接受益景气，而饲料业务随原料价格回落以及高端饲料产品推广，有望在下游养殖利润修复过程中延续较好业绩表现。2) 种植链业务方面，短期由厄尔尼诺带来的极端高温或催化粮价表现进而支撑种子板块业绩，长期转基因种子商业化落地有望打开行业成长空间。大北农作为转基因性状龙头，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地位，届时有望引领国内种业品种换代革命，或充分受益市场扩容和份额提升带来的双重成长红利。3) 风险提示：生物疫病风险，恶劣天气风险，转基因政策落地不及预期的风险。4) 投资建议：大北农作为综合性农业产业龙头，中期养殖链业务有望回暖，长期有望依靠转基因先发优势引领种业换代革命，未来成长可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.55/15.06/10.69 亿元，对应当前股价 PE 为 181.8/18.7/26.3X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 生猪养殖业务承压明显，2023H1 归母净利润预计同比减少 14%-67%

根据公司最新发布的 2023 年半年度业绩预告，2023H1 归属于上市公司股东的净利润预计为亏损 5.80-8.50 亿元，同比减少 13.61%-66.50%；扣除非经常性损益后的净利润预计为亏损 6.30-9.00 亿元，同比减少 10.91%-58.45%。公司控股及参股公司 2023 年上半年生猪销售数量同比增长约 40%至约 278 万头，但由于上半年生猪价格低迷，公司养殖业务较上年同期亏损增加，同时公司结合期末生物资产减值测算，初步预估减值损失影响当期损益金额约在 1.5 亿元-2 亿元之间。

◆ 养殖链业务展望：饲料销量维持增长，看好养殖行情修复

生猪养殖板块目前处于底部，受猪价深度亏损影响，国内 5 月能繁母猪产能去化加速，考虑到今年下半年的猪价预期依然偏保守，我们认为母猪产能后续有望加速去化，而公司养殖板块中期有望直接受益景气。与此同时，公司饲料业务近年发展良好，2023H1 饲料销量同比增长约 18%，营业收入和净利润均实现较好增长，未来随原料价格回落以及高端饲料产品推广，有望在下游养殖利润修复过程中延续较好业绩表现。

◆ 种植链业务展望：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，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，公司转基因性状先发优势

明显，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：继续重点推荐

大北农作为综合性农业产业龙头，中期养殖链业务有望回暖，长期有望依靠转基因先发优势引领种业换代革命，未来成长可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.55/15.06/10.69 亿元，对应当前股价 PE 为 181.8/18.7/26.3X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

生物疫病风险，恶劣天气风险，转基因政策落地不及预期的风险。

相关研究报告：

《大北农（002385.SZ）-2022 年报点评：Q4 归母净利润同比+170%，转基因业务未来成长可期》——2023-04-26

《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》——2022-07-16

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5799	5771	5295	9212	12606	营业收入	31328	32397	40109	57061	62596
应收款项	900	1476	1604	2173	2580	营业成本	28054	28164	34910	45555	51306
存货净额	3310	4777	5687	6869	8299	营业税金及附加	63	68	85	118	131
其他流动资产	472	605	825	1033	1196	销售费用	1037	1115	1461	1977	2201
流动资产合计	10481	12629	13410	19287	24682	管理费用	1507	1686	1912	2754	3042
固定资产	10521	10942	11496	11694	11940	研发费用	613	642	845	1150	1274
无形资产及其他	1479	1630	1566	1502	1438	财务费用	289	405	354	293	199
投资性房地产	2567	3741	3741	3741	3741	投资收益	(7)	256	334	194	262
长期股权投资	1848	2232	2232	2232	2232	资产减值及公允价值变动	488	124	(258)	(298)	(235)
资产总计	26895	31174	32445	38455	44032	其他收入	(1549)	(962)	(845)	(1150)	(1274)
短期借款及交易性金融负债	5775	7745	6961	6564	6827	营业利润	(689)	376	618	5111	4468
应付款项	2331	3206	3480	4522	5370	营业外净收支	(47)	(59)	10	12	11
其他流动负债	2082	2596	3096	3920	4594	利润总额	(736)	318	628	5123	4479
流动负债合计	10187	13546	13537	15005	16791	所得税费用	202	3	(38)	(556)	(238)
长期借款及应付债券	2747	2881	3281	3281	3281	少数股东损益	(498)	259	512	4173	3648
其他长期负债	1255	1740	2154	2720	3209	归属于母公司净利润	(440)	56	155	1506	1069
长期负债合计	4001	4621	5435	6002	6490	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	14189	18168	18972	21007	23282	净利润	(440)	56	155	1506	1069
少数股东权益	1969	2254	2612	5533	8087	资产减值准备	347	(350)	10	1	2
股东权益	10737	10753	10861	11916	12664	折旧摊销	906	966	1197	1322	1434
负债和股东权益总计	26895	31174	32445	38455	44032	公允价值变动损失	(488)	(124)	258	298	235
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	289	405	354	293	199
每股收益	(0.11)	0.01	0.04	0.36	0.26	营运资本变动	2114	(1826)	(59)	472	14
每股红利	0.16	0.12	0.01	0.11	0.08	其它	(1607)	(1614)	348	2920	2552
每股净资产	2.59	2.60	2.62	2.88	3.06	经营活动现金流	831	(2892)	1910	6519	5306
ROIC	-1.12%	1.93%	3%	27%	22%	资本开支	0	(1079)	(1955)	(1753)	(1854)
ROE	-4.10%	0.52%	1.43%	12.64%	8.44%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	10%	13%	13%	20%	18%	投资活动现金流	461	(1463)	(1955)	(1753)	(1854)
EBIT Margin	0%	2%	2%	10%	7%	权益性融资	(0)	77	0	0	0
EBITDA Margin	3%	5%	5%	12%	10%	负债净变化	805	134	200	0	0
收入增长	37%	3%	24%	42%	10%	支付股利、利息	(674)	(478)	(46)	(452)	(321)
净利润增长率	-123%	-113%	179%	873%	-29%	其它融资现金流	(72)	4936	(784)	(397)	263
资产负债率	60%	66%	67%	69%	71%	融资活动现金流	190	4327	(430)	(849)	(58)
股息率	2.4%	1.7%	0.2%	1.6%	1.1%	现金净变动	1483	(28)	(476)	3917	3394
P/E	(64.0)	506.4	181.8	18.7	26.3	货币资金的期初余额	4316	5799	5771	5295	9212
P/B	2.6	2.6	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	5799	5771	5295	9212	12606
EV/EBITDA	44.1	27.5	22.5	7.2	8.5	企业自由现金流	0	(1226)	135	6146	4481
						权益自由现金流	0	3844	(825)	5424	4535

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。本报告仅供我公司客户使用，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