

大北农 (002385)

养殖周期影响业绩，生物育种方兴未艾

报告摘要

◆ 养殖周期影响公司业绩

23 年前三季度公司实现营业收入 239.3 亿元，同比增 8.31%；实现归属于上市公司股东的净利润-9.08 亿元，同比亏损增长 176.43%。主要由于生猪行情持续低迷影响，公司养殖板块经营承压（23H1 公司养猪行业毛利率-7.78%）。受此影响，23 年前三季度经营活动产生的现金流量净额较上年同期减少 6.58 亿元；此外，计提资产减值损失 2.09 亿元（主要系计提生物资产减值）。

◆ 养殖链业务持续推进

公司养殖链经营战略持续推进。1) 饲料动保：公司基本盘饲料动保业务（截至 23H1，占公司整体收入 75.0%）稳步推进。23H1 公司实现饲料销量 278.16 万吨（同比+18.34%），饲料销售收入 116.07 亿元（同比+21.45%）；实现疫苗产品收入 6704 万元（同比+47.82%）。2) 养猪业务：整体延续扩栏，调整节奏应对周期。23 年前三季度，公司参控股公司合计出栏 416.05 万头，同比增 38.5%。受生猪周期影响，今年整体猪价低迷。9 月当月（传统旺季）公司生猪销售均价 15.93 元/公斤，同比-31.9%。而近月公司生猪育肥完全成本 17 元/公斤多，有进一步优化空间。公司调整相关资本开支节奏，前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年同期减少 4.57 亿元，下降 37.91%。此外，公司 8 月定增申请获证监会批准，拟募资不超 19.43 亿元，有望支持公司养殖链经营。

◆ 种业板块方兴未艾

公司“外延+内生”大力推进种业战略。1) 公司积极推进种业板块战略并购。公司近年收购云南大天、鲜美种苗和吉林宏泽等区域玉米、蔬菜花卉种子优势企业股权，进一步完善公司种业战略布局。种业业务收入快速增长，23H1 公司种业收入 2.64 亿元，同比+45.54%。2) 公司生物育种望进入收获期。10 月 17 日，农业农村部公示第五届国家农作物品种审定委员会

投资评级

买入

维持评级

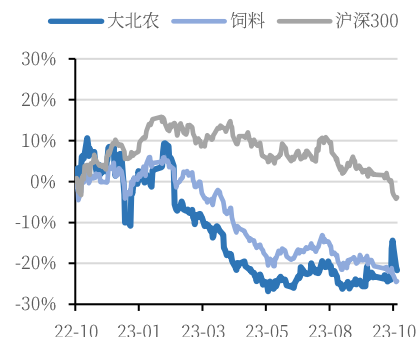
2023 年 10 月 24 日

收盘价(元): 6.88

公司基本数据

总股本(百万股)	4,137.91
总市值(百万)	28,468.80
流通股本(百万股)	3,307.79
流通市值(百万)	22,757.61
12 月最高/最低价(元)	9.91/6.38
资产负债率(%)	63.00
每股净资产(元)	2.34
市盈率(TTM)	-54.56
市净率(PB)	2.94
净资产收益率(%)	-9.38

股价走势图



作者

彭海兰 分析师
SAC 执业证书: S0640517080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: penghl@avicsec.com

陈翼 分析师
SAC 执业证书: S0640523080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

周期影响望改善，种业战略迎机遇 —2022-08-17

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

第四次审定会议初审通过转基因玉米、大豆品种。大北农共有 22 个转化体应用于本次公示转基因玉米品种，占 59%。5 个大北农大豆品种初审公示，且均使用大北农性状。公司有望收获转基因商业化先发红利。

◆ 投资建议

大北农是涵盖饲料、动保、种业等领域的农业科技公司。公司养殖链业务持续推进，周期有望改善。种业外延并购加速推进，生物育种有望收获红利。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为-8.96 亿元、5.55 亿元、11.71 亿元，EPS 分别为-0.22 元、0.13 元、0.28 元，对应 24、25 年 PE 分别为 51.25、24.31 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

养殖周期波动、种业推广不及预期等风险。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	31328.08	32396.75	33460.61	40632.51	47289.88
增长率（%）	37.32	3.41	3.28	21.43	16.38
归母净利润（百万元）	-440.34	55.60	-896.22	555.45	1170.86
增长率（%）	-122.52	112.63	-1711.86	161.98	110.80
毛利率（%）	10.45	13.06	10.25	13.11	14.57
每股收益（元）	-0.11	0.01	-0.22	0.13	0.28
市盈率 PE	-64.65	512.01	-31.77	51.25	24.31
市净率 PB	2.65	2.65	2.89	2.93	3.03
净资产收益率 ROE（%）	-4.10	0.52	-9.09	5.72	12.48

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5770.69	13384.24	16253.00	18915.95	营业收入	32396.75	33460.61	40632.51	47289.88
应收票据及账款	1026.17	1080.23	1311.77	1526.69	营业成本	28164.31	30029.31	35305.45	40399.38
预付账款	413.90	502.29	609.95	709.89	税金及附加	68.15	70.80	85.97	100.06
其他应收款	498.70	282.67	343.26	399.50	销售费用	1115.01	1204.58	1462.77	1702.44
存货	4777.24	4892.79	5752.45	6582.43	管理费用	1686.20	1572.65	1950.36	2269.91
其他流动资产	142.53	191.34	221.70	249.88	研发费用	642.29	702.67	812.65	945.80
流动资产总计	12629.22	20333.57	24492.14	28384.35	财务费用	405.17	565.87	731.66	768.10
长期股权投资	2231.80	2006.60	2066.53	2126.46	资产减值损失	-137.06	-174.36	0.00	0.00
固定资产	11698.70	10184.94	8864.90	7438.60	信用减值损失	-246.51	-109.31	0.00	0.00
在建工程	469.78	691.48	613.19	534.89	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1630.16	1589.49	1502.63	1369.55	投资收益	256.32	-137.18	333.90	333.90
长期待摊费用	72.10	36.05	0.00	0.00	公允价值变动损益	-13.40	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2442.67	2343.65	2266.42	2189.18	资产处置收益	19.78	0.00	13.70	13.70
非流动资产合计	18545.21	16852.22	15313.66	13658.69	其他收益	181.45	0.00	155.32	155.32
资产总计	31174.43	37185.79	39805.80	42043.03	营业利润	376.21	-1106.13	786.56	1607.11
短期借款	6441.87	14735.58	17016.49	18888.82	营业外收入	61.60	53.72	53.59	53.59
应付票据及账款	3205.54	2994.91	3521.11	4029.14	营业外支出	120.25	129.53	99.55	99.55
其他流动负债	3898.63	3981.34	4693.71	5373.16	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	13546.04	21711.83	25231.31	28291.12	利润总额	317.56	-1181.94	740.60	1561.14
长期借款	3341.17	2381.70	1449.77	558.79	所得税	3.29	13.03	0.00	0.00
其他非流动负债	1280.31	1280.31	1280.31	1280.31	净利润	314.27	-1194.96	740.60	1561.14
非流动负债合计	4621.48	3662.01	2730.08	1839.10	少数股东损益	258.67	-298.74	185.15	390.29
负债合计	18167.52	25373.84	27961.39	30130.21	归属母公司股东净利润	55.60	-896.22	555.45	1170.86
股本	4140.74	4140.74	4140.74	4140.74	EBITDA	1717.13	1629.94	3870.74	4844.15
资本公积	1265.65	1265.65	1265.65	1265.65	NOPLAT	767.52	-518.68	1549.26	2408.49
留存收益	5346.58	4450.36	4297.67	3975.80	EPS(元)	0.01	-0.22	0.13	0.28
归属母公司权益	10752.97	9856.75	9704.06	9382.19					
少数股东权益	2253.94	1955.20	2140.35	2530.63					

主要财务比

股东权益合计	13006.91	11811.95	11844.41	11912.82
负债和股东权益合计	31174.43	37185.79	39805.80	42043.03

现金流量表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	314.27	-968.95	300.99	1171.72
折旧与摊销	994.41	2246.01	2398.48	2514.91
财务费用	405.17	565.87	731.66	768.10
投资损失	-256.32	137.18	-333.90	-333.90
营运资金变动	-654.34	-218.72	-51.22	-41.78
其他经营现金流	499.83	-191.21	443.25	443.25
经营性现金净流量	1303.02	1570.18	3489.27	4522.31
资本支出	1015.65	800.00	800.00	800.00
长期投资	-1677.66	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2476.93	-1525.01	-1329.68	-1379.86
投资性现金净流量	-3138.94	-725.01	-529.68	-579.86
短期借款	1531.82	8293.71	2280.90	1872.33
长期借款	84.90	-959.47	-931.93	-890.99
普通股增加	-0.54	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-69.48	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	65.05	-565.87	-1439.80	-2260.83
筹资性现金净流量	1611.75	6768.38	-90.82	-1279.49
现金流量净额	-224.10	7613.56	2868.76	2662.95

率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营收增长率	3.41%	3.28%	21.43%	16.38%
营业利润增长率	154.61%	-394.02%	171.11%	104.32%
EBIT 增长率	261.93%	-185.24%	338.98%	58.21%
EBITDA 增长率	247.62%	-5.08%	137.48%	25.15%
归母净利润增长率	112.63%	-1711.86%	161.98%	110.80%
经营现金流增长率	24.65%	20.50%	122.22%	29.61%
盈利能力				
毛利率	13.06%	10.25%	13.11%	14.57%
净利率	0.97%	-3.57%	1.82%	3.30%
营业利润率	1.16%	-3.31%	1.94%	3.40%
ROE	0.52%	-9.09%	5.72%	12.48%
ROA	0.18%	-2.41%	1.40%	2.78%
ROIC	3.74%	-2.30%	5.39%	8.00%
估值倍数				
P/E	512.01	-31.77	51.25	24.31
P/S	0.88	0.85	0.70	0.60
P/B	2.65	2.89	2.93	3.03
股息率	0.73%	0.00%	2.49%	5.24%
EV/EBIT	67.37	-76.84	33.20	21.57
EV/EBITDA	28.35	29.04	12.63	10.37
EV/NOPLAT	63.43	-91.27	31.55	20.86

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637