

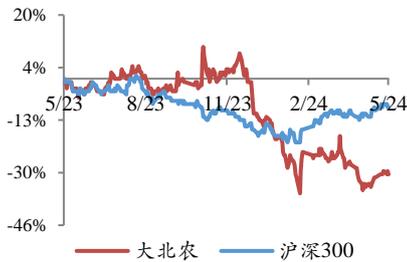
猪价低迷拖累公司业绩，种业布局快速推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-16

收盘价 (元)	4.75
近 12 个月最高/最低 (元)	7.78/4.30
总股本 (百万股)	4,112
流通股本 (百万股)	3,313
流通股比例 (%)	80.56
总市值 (亿元)	195
流通市值 (亿元)	157

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：刘京松

执业证书号：S0010122090006

邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 2023 年亏损 21.74 亿元，2024Q1 亏损 2.09 亿元

公司发布 2023 年报和 2024 年一季报：2023 年实现收入 333.90 亿元，同比增长 3.1%，实现归母净利润-21.74 亿元，同比转亏，业绩下滑主要系养殖业务亏损叠加资产减值、信用减值所致；其中，2023Q4 公司实现收入 94.59 亿元，同比下降 8.2%，归母净利润-12.65 亿元；2024Q1 公司实现收入 67.07 亿元，同比下降 13.8%，归母净利润-2.09 亿元。

● 饲料业务稳健增长，种业表现亮眼

2023 年，公司饲料产品实现收入 240.21 亿元，同比增长 7.8%，饲料收入占营业收入比重 71.9%，毛利率 12.4%，同比提升 0.92 个百分点。饲料外销销量 585.05 万吨，同比增长 10.1%，其中，猪料销量 465.92 万吨，同比增长 14.0%，反刍料销量 67.04 万吨，同比增长 5.5%，水产料销量 32.42 万吨，同比下降 24.6%。2023 年，公司种业产品实现 14.05 亿元，同比增长 48.8%，种业收入占营业收入比重 4.2%，毛利率 32.3%，同比下降 5.32 个百分点。2023 年公司种子销量 6166 万公斤，同比增长 47.4%，其中，玉米种子销售收入 9.25 亿元，同比增长 63.8%；水稻种子销售收入 4.0 亿元，同比增长 13.0%。

生物育种方面，截至 2024Q1，共有 64 个转基因玉米品种通过国家审定，其中使用大北农性状的品种 37 个，占比 58%；共有 17 个转基因大豆品种通过国家审定，其中大北农自育高油高产大豆品种 6 个，大北农自有审定品种 9 个。

● 2023 年公司生猪出栏 604.87 万头，24Q1 养殖成本改善明显

2023 年，控股公司生猪销售收入 57.02 亿元，同比增长 4.3%。控股及参股公司生猪出栏量 604.87 万头，同比增长 36.5%，其中，控股公司出栏 366.07 万头，占比 60.5%；参股公司出栏 238.80 万头，占比 39.5%。生猪养殖业务稳健发展，公司通过品种优化、加强生物安全防控、费用优化等途径持续降本增效，据我们测算，2024Q1 公司生猪养殖育肥完全成本约为 15.1 元/公斤。

● 生猪逻辑转向猪价反转，出栏均重、南方暴雨影响周期高度

2022 年 12 月-2024 年 3 月，官方能繁母猪产能去化约 9%，市场逻辑已从产能去化转向猪价反转。今年以来，生猪价格明显强于市场预期，原因是，2023Q4 北方疫情造成生猪提前出栏，春节前大体重猪集中出栏造成节后大体重猪相对短缺，标肥价差、压栏、二次育肥对猪价形成支撑。从当前时点看，生猪均重变化、南方暴雨天气对疫情的影响，将影响本轮猪周期价格高度。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 364.13 亿元、424.59 亿元、479.20 亿元，同比增长 9.1%、16.6%、12.9%，对应归母净利润

1.04 亿元、12.09 亿元、15.10 亿元，对应 EPS 0.03 元、0.29 元、0.37 元，维持“买入”评级不变。

风险提示

疫情；猪价上涨晚于预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33390	36413	42459	47920
收入同比 (%)	3.1%	9.1%	16.6%	12.9%
归属母公司净利润	-2174	104	1209	1510
净利润同比 (%)	-4355.8%	104.8%	1059.4%	24.9%
毛利率 (%)	9.6%	12.9%	15.7%	15.9%
ROE (%)	-26.9%	1.3%	13.9%	15.2%
每股收益 (元)	-0.53	0.03	0.29	0.37
P/E	—	187.27	16.15	12.93
P/B	3.05	2.44	2.24	1.97
EV/EBITDA	-2191.78	12.15	7.66	6.29

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	10856	10890	12292	15271	
现金	4641	4489	4797	7034	
应收账款	1183	600	1318	944	
其他应收款	313	496	448	617	
预付账款	425	412	465	524	
存货	4006	4649	5044	5900	
其他流动资产	288	244	220	252	
非流动资产	18928	19857	20632	21240	
长期投资	2754	2903	3254	3595	
固定资产	10747	11566	12130	12430	
无形资产	1940	2100	2307	2533	
其他非流动资产	3487	3288	2940	2682	
资产总计	29784	30747	32924	36512	
流动负债	15579	16819	17825	19844	
短期借款	8278	9078	9878	10678	
应付账款	2275	3008	2957	3759	
其他流动负债	5026	4732	4989	5407	
非流动负债	4166	3866	3526	3206	
长期借款	2501	2201	1862	1542	
其他非流动负债	1665	1665	1665	1665	
负债合计	19745	20685	21351	23050	
少数股东权益	1955	2067	2869	3547	
股本	4136	4112	4112	4112	
资本公积	1229	1159	1159	1159	
留存收益	2719	2723	3433	4643	
归属母公司股东权益	8084	7995	8704	9914	
负债和股东权益	29784	30747	32924	36512	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	245	2030	2416	4273	
净利润	-2573	116	1512	1888	
折旧摊销	1081	1285	1417	1534	
财务费用	548	391	399	406	
投资损失	277	-36	-42	-48	
营运资金变动	-347	-136	-1188	127	
其他经营现金流	-966	663	3019	2127	
投资活动现金流	-2073	-2198	-2169	-2110	
资本支出	-1031	-2086	-1860	-1817	
长期投资	-1177	-149	-352	-341	
其他投资现金流	135	36	42	48	
筹资活动现金流	769	16	61	74	
短期借款	1836	800	800	800	
长期借款	-380	-300	-340	-320	
普通股增加	-5	-24	0	0	
资本公积增加	-54	-70	0	0	
其他筹资现金流	-628	-391	-399	-406	
现金净增加额	-1059	-152	308	2237	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	33390	36413	42459	47920	
营业成本	30174	31700	35794	40299	
营业税金及附加	92	91	106	120	
销售费用	1314	1457	1741	1965	
管理费用	1630	1821	2081	2300	
财务费用	476	344	354	358	
资产减值损失	-1016	-171	-119	-166	
公允价值变动收益	-40	0	0	0	
投资净收益	-277	36	42	48	
营业利润	-2485	116	1513	1890	
营业外收入	78	50	50	50	
营业外支出	168	50	50	50	
利润总额	-2575	116	1513	1890	
所得税	-1	0	2	2	
净利润	-2573	116	1512	1888	
少数股东损益	-399	12	302	378	
归属母公司净利润	-2174	104	1209	1510	
EBITDA	-15	2360	3761	4300	
EPS (元)	-0.53	0.03	0.29	0.37	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	3.1%	9.1%	16.6%	12.9%
营业利润	-768.3%	104.7%	1204.3%	24.9%
归属于母公司净利润	-	104.8%	1059.4%	24.9%
获利能力				
毛利率 (%)	9.6%	12.9%	15.7%	15.9%
净利率 (%)	-6.5%	0.3%	2.8%	3.2%
ROE (%)	-26.9%	1.3%	13.9%	15.2%
ROIC (%)	-4.7%	4.5%	9.1%	9.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	66.3%	67.3%	64.8%	63.1%
净负债比率 (%)	196.7%	205.6%	184.5%	171.2%
流动比率	0.70	0.65	0.69	0.77
速动比率	0.40	0.34	0.37	0.44
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.20	1.33	1.38
应收账款周转率	30.91	36.00	36.00	36.00
应付账款周转率	11.06	12.00	12.00	12.00
每股指标 (元)				
每股收益	-0.53	0.03	0.29	0.37
每股经营现金流	0.06	0.49	0.59	1.04
每股净资产	1.95	1.94	2.12	2.41
估值比率				
P/E	—	187.27	16.15	12.93
P/B	3.05	2.44	2.24	1.97
EV/EBITDA	-2191.78	12.15	7.66	6.29

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。