

大北农 (002385.SZ)

优于大市

饲料、种子业务经营正常，生猪业务受益行情回暖

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
证券分析师：江海航 010-88005306

◆ 农林牧渔 · 饲料

lujiarui@guosen.com.cn
liruinan@guosen.com.cn
jianghaihang@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520110002
执证编码：S0980523030001
执证编码：S0980524070003

事项：

公司公告：大北农发布2024年半年度业绩预告，2024H1 预计实现归属于上市公司股东的净利润-1.50~-1.80亿元，同比减亏76.75~80.62%；预计实现扣除非经常性损益后的净利润-1.80~-2.10亿元，同比减亏70.37~74.61%。

国信农业观点：1) 报告期内，公司饲料、种业业务经营正常，生猪业务受Q2生猪市场行情回暖及自身生产指标改善影响而同比减亏，进而带动公司Q2业绩实现盈利，同环比改善均较为明显。2) 养殖链业务方面，截至5月末国内能繁母猪已较前高累计去化近9%，我们看好下半年旺季价格表现，猪价有望保持上行趋势，届时公司养殖板块有望直接受益。同时公司饲料业务近年发展良好，2023年外销总量同比+10%（其中猪料销量同比+14%），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。3) 种植链业务方面，近期国内南涝北旱可能影响早稻及夏玉米播种，且后续全球气象周期转向拉尼娜可能性较大，玉米等大宗农产品的新季单产或受扰动，我们认为国内外粮价景气未来存在底部上修可能，公司种子及植保业务有望直接受益。同时，公司在转基因玉米性状领域先发优势明显，目前在获批性状及品种数量方面均处于领先地位，后续随转基因玉米种植渗透率提升，有望实现可观业绩增量。4) 风险提示：原料价格波动风险，生物疫病风险，恶劣天气风险，转基因玉米推广不及预期的风险。5) 投资建议：大北农作为国内综合性农业产业龙头，短期养殖链业务有望回暖，长期有望依靠转基因先发优势受益种业换代革命。基于2024-2026年生猪均价17/18/17元/kg判断，我们预计公司2024-2026年归母净利润预测为1.83/5.53/2.92亿元，对应2024-2026年每股收益为0.04/0.13/0.07元，对应当前股价PE为90/30/56X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 生猪业务同比减亏，公司Q2盈利同环比均改善明显

根据公司最新发布的2024年半年度业绩预告，公司2024H1 预计实现归属于上市公司股东的净利润-1.50~-1.80亿元，同比减亏76.75~80.62%；预计实现扣除非经常性损益后的净利润-1.80~-2.10亿元，同比减亏70.37~74.61%。分季度来看，公司2024Q2 预计实现归属于上市公司股东的净利润0.29~-0.59亿元（去年同期为-4.69亿元）；预计实现扣除非经常性损益后的净利润0.12~-0.42亿元（去年同期为-4.39亿元）。报告期内，公司饲料、种业业务经营正常，生猪业务受Q2生猪市场行情回暖及自身生产指标改善影响而同比减亏，进而带动公司Q2业绩实现盈利，同环比改善均较为明显。

◆ 养殖链业务展望：猪周期进入右侧，饲料、生猪业务有望受益

受前期产能去化及年前疫情扰动影响，当前猪价淡季不淡，春节后至今保持上行趋势，猪周期右侧开启。考虑到截至5月末国内能繁母猪已较前高累计去化近9%，我们看好下半年旺季价格表现，猪价有望保持上行趋势，届时公司养殖板块有望直接受益。与此同时，公司饲料业务近年发展良好，2023年外销总量为585万吨，同比+10%（其中猪料销量为466万吨，同比+14%），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：景气存在底部修复可能，转基因性状龙头未来成长可期

景气方面，考虑到近期国内南涝北旱可能影响早稻及夏玉米播种，且后续全球气象周期转向拉尼娜可能性较大，玉米等大宗农产品的新季单产或受扰动，我们认为国内外粮价景气未来存在底部上修可能，公司种子及植保业务有望直接受益。成长方面，公司在转基因玉米性状领域先发优势明显，目前在获批性状及品种数量方面均处于领先地位，后续随转基因玉米种植渗透率提升，有望实现可观业绩增量。

◆ 投资建议：继续重点推荐

大北农作为国内综合性农业产业龙头，短期养殖链业务有望回暖，长期有望依靠转基因先发优势受益种业换代革命。基于 2024-2026 年生猪均价 17/18/17 元/kg 判断，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润预测为 1.83/5.53/2.92 亿元，对应 2024-2026 年每股收益为 0.04/0.13/0.07 元，对应当前股价 PE 为 90/30/56X，维持“优于大市”评级。

表1: 大北农业务拆分

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 饲料 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 226.95 | 222.90 | 240.21 | 252.34 | 278.53 | 305.28 |
| 增速 | 36.82% | -1.78% | 7.77% | 5.05% | 10.38% | 9.60% |
| 毛利 (亿元) | 29.93 | 25.68 | 29.88 | 33.06 | 36.59 | 38.75 |
| 毛利率 | 13.19% | 11.52% | 12.44% | 13.10% | 13.14% | 12.69% |
| 养殖 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 46.99 | 54.67 | 57.02 | 74.29 | 83.54 | 79.56 |
| 增速 | 23.63% | 16.34% | 4.30% | 30.29% | 12.45% | -4.76% |
| 毛利 (亿元) | -3.08 | 10.93 | -4.51 | 9.48 | 14.32 | 9.76 |
| 毛利率 | -6.55% | 19.99% | -7.91% | 12.76% | 17.14% | 12.26% |
| 种业 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 5.61 | 9.44 | 14.05 | 17.34 | 21.48 | 25.83 |
| 增速 | 37.49% | 68.44% | 48.84% | 23.39% | 23.86% | 20.26% |
| 毛利 (亿元) | 2.34 | 3.55 | 4.54 | 5.52 | 6.87 | 8.52 |
| 毛利率 | 41.74% | 37.59% | 32.30% | 31.80% | 32.00% | 33.00% |
| 植保 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 1.81 | 1.92 | 2.02 | 2.12 | 2.22 | 2.33 |
| 增速 | 9.70% | 6.08% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利 (亿元) | 0.57 | 0.51 | 0.61 | 0.62 | 0.64 | 0.69 |
| 毛利率 | 31.49% | 26.56% | 30.46% | 29.51% | 28.84% | 29.60% |
| 动保 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 3.52 | 2.89 | 3.03 | 3.19 | 3.35 | 3.51 |
| 增速 | 7.65% | -17.90% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利 (亿元) | 1.56 | 1.25 | 1.41 | 1.42 | 1.50 | 1.59 |
| 毛利率 | 44.32% | 43.25% | 46.42% | 44.66% | 44.78% | 45.29% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 28.40 | 32.15 | 17.56 | 13.58 | 12.04 | 11.36 |
| 增速 | 86.13% | 13.18% | -45.36% | -22.68% | -11.34% | -5.67% |
| 毛利 (亿元) | 1.42 | 0.40 | 0.23 | 0.34 | 0.20 | 0.21 |
| 毛利率 | 5.00% | 1.24% | 1.29% | 2.51% | 1.68% | 1.83% |
| 合计 | | | | | | |
| 总营收 (亿元) | 313.28 | 323.97 | 333.90 | 363.81 | 404.07 | 433.90 |
| 增速 | 37.32% | 3.41% | 3.07% | 8.96% | 11.07% | 7.38% |
| 毛利 (亿元) | 32.74 | 42.32 | 32.16 | 51.35 | 62.85 | 65.12 |
| 毛利率 | 10.45% | 13.06% | 9.63% | 14.12% | 15.56% | 15.01% |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表2: 未来3年盈利预测表(单位:百万元)

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 33390 | 36381 | 40407 | 43390 |
| 营业成本 | 30174 | 31246 | 34121 | 36878 |
| 销售费用 | 1314 | 1296 | 1576 | 1692 |
| 管理费用 | 1630 | 1751 | 2017 | 2160 |
| 研发费用 | 747 | 764 | 929 | 998 |
| 财务费用 | 476 | 459 | 419 | 382 |
| 营业利润 | (2485) | 209 | 647 | 336 |
| 利润总额 | (2575) | 219 | 659 | 347 |
| 归属于母公司净利润 | (2174) | 183 | 553 | 292 |
| EPS | -0.53 | 0.04 | 0.13 | 0.07 |
| ROE | -26.89% | 2.23% | 6.44% | 3.32% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 情景分析(乐观、中性、悲观)

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 32,397 | 33,390 | 36,530 | 40,775 | 43,936 |
| (+/-%) | 3.4% | 3.1% | 9.4% | 11.6% | 7.8% |
| 净利润(百万元) | 56 | -2174 | 1688 | 2253 | 2157 |
| (+/-%) | 112.6% | -4009.7% | 177.7% | 33.5% | -4.3% |
| 摊薄 EPS | 0.01 | -0.53 | 0.41 | 0.54 | 0.52 |
| 中性预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 32,397 | 33,390 | 36,381 | 40,407 | 43,390 |
| (+/-%) | 3.4% | 3.1% | 9.0% | 11.1% | 7.4% |
| 净利润(百万元) | 56 | -2174 | 183 | 553 | 292 |
| (+/-%) | 112.6% | -4009.7% | 108.4% | 201.6% | -47.2% |
| 摊薄 EPS(元) | 0.01 | -0.53 | 0.04 | 0.13 | 0.07 |
| 悲观的预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 32,397 | 33,390 | 36,231 | 40,040 | 42,848 |
| (+/-%) | 3.4% | 3.1% | 8.5% | 10.5% | 7.0% |
| 净利润(百万元) | 56 | -2174 | -1316 | -1156 | -1601 |
| (+/-%) | 112.6% | -4009.7% | 39.5% | 12.1% | -38.5% |
| 摊薄 EPS | 0.01 | -0.53 | -0.32 | -0.28 | -0.39 |
| 总股本(百万股) | 4,141 | 4,136 | 4,136 | 4,136 | 4,136 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

原料价格波动风险, 生物疫病风险, 恶劣天气风险, 转基因玉米推广不及预期的风险。

相关研究报告:

《大北农(002385.SZ)-生猪养殖业务承压明显, 2023H1 归母净利润预计同比减少 14%-67%》——2023-07-18

《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） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 5771 | 4641 | 5403 | 5693 | 7308 | 营业收入 | 32397 | 33390 | 36381 | 40407 | 43390 |
| 应收款项 | 1476 | 1470 | 1435 | 1738 | 1829 | 营业成本 | 28164 | 30174 | 31246 | 34121 | 36878 |
| 存货净额 | 4777 | 4006 | 4337 | 4990 | 5124 | 营业税金及附加 | 68 | 92 | 83 | 96 | 107 |
| 其他流动资产 | 605 | 717 | 669 | 788 | 859 | 销售费用 | 1115 | 1314 | 1296 | 1576 | 1692 |
| 流动资产合计 | 12629 | 10856 | 11866 | 13232 | 15143 | 管理费用 | 1686 | 1630 | 1751 | 2017 | 2160 |
| 固定资产 | 10942 | 10962 | 10511 | 9859 | 9059 | 研发费用 | 642 | 747 | 764 | 929 | 998 |
| 无形资产及其他 | 1630 | 1940 | 1863 | 1787 | 1710 | 财务费用 | 405 | 476 | 459 | 419 | 382 |
| 投资性房地产 | 3741 | 3272 | 3272 | 3272 | 3272 | 投资收益 | 256 | (277) | (9) | (10) | (99) |
| 长期股权投资 | 2232 | 2754 | 2754 | 2754 | 2754 | 资产减值及公允价值变动 | 124 | 976 | (564) | (590) | (737) |
| 资产总计 | 31174 | 29784 | 30266 | 30903 | 31938 | 其他收入 | (962) | (2889) | (764) | (929) | (998) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 7745 | 10193 | 9511 | 8614 | 8904 | 营业利润 | 376 | (2485) | 209 | 647 | 336 |
| 应付款项 | 3206 | 2275 | 2809 | 3157 | 3163 | 营业外净收支 | (59) | (89) | 10 | 12 | 11 |
| 其他流动负债 | 2596 | 3111 | 2786 | 3241 | 3538 | 利润总额 | 318 | (2575) | 219 | 659 | 347 |
| 流动负债合计 | 13546 | 15579 | 15106 | 15013 | 15605 | 所得税费用 | 3 | (1) | 1 | 4 | 1 |
| 长期借款及应付债券 | 2881 | 2501 | 2901 | 2901 | 2901 | 少数股东损益 | 259 | (399) | 34 | 102 | 54 |
| 其他长期负债 | 1740 | 1665 | 2068 | 2339 | 2538 | 归属于母公司净利润 | 56 | (2174) | 183 | 553 | 292 |
| 长期负债合计 | 4621 | 4166 | 4969 | 5240 | 5439 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 18168 | 19745 | 20075 | 20253 | 21045 | 净利润 | 56 | (2174) | 183 | 553 | 292 |
| 少数股东权益 | 2254 | 1955 | 1979 | 2051 | 2088 | 资产减值准备 | (350) | 879 | (36) | (70) | (81) |
| 股东权益 | 10753 | 8084 | 8213 | 8600 | 8804 | 折旧摊销 | 966 | 927 | 1300 | 1382 | 1458 |
| 负债和股东权益总计 | 31174 | 29784 | 30266 | 30903 | 31938 | 公允价值变动损失 | (124) | (976) | 564 | 590 | 737 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 405 | 476 | 459 | 419 | 382 |
| 每股收益 | 0.01 | (0.53) | 0.04 | 0.13 | 0.07 | 营运资本变动 | (1826) | 1523 | 329 | (70) | 126 |
| 每股红利 | 0.12 | 0.23 | 0.01 | 0.04 | 0.02 | 其它 | (1614) | (1453) | 59 | 141 | 119 |
| 每股净资产 | 2.60 | 1.95 | 1.99 | 2.08 | 2.13 | 经营活动现金流 | (2892) | (1273) | 2400 | 2527 | 2650 |
| ROIC | 1.93% | -4.57% | 4% | 7% | 7% | 资本开支 | 0 | (2705) | (1300) | (1174) | (1237) |
| ROE | 0.52% | -26.89% | 2.23% | 6.44% | 3.32% | 其它投资现金流 | 0 | (22) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 13% | 10% | 14% | 16% | 15% | 投资活动现金流 | (384) | (3250) | (1300) | (1174) | (1237) |
| EBIT Margin | 2% | -2% | 3% | 4% | 4% | 权益性融资 | 0 | 151 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 5% | 1% | 7% | 8% | 7% | 负债净变化 | 134 | (380) | 200 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 3% | 3% | 9% | 11% | 7% | 支付股利、利息 | (478) | (947) | (55) | (166) | (88) |
| 净利润增长率 | 113% | -4010% | 108% | 202% | -47% | 其它融资现金流 | 3934 | 5896 | (682) | (897) | 290 |
| 资产负债率 | 66% | 73% | 73% | 72% | 72% | 融资活动现金流 | 3248 | 3393 | (337) | (1063) | 202 |
| 股息率 | 2.9% | 5.8% | 0.3% | 1.0% | 0.5% | 现金净变动 | (28) | (1130) | 763 | 290 | 1615 |
| P/E | 295.7 | (7.6) | 89.5 | 29.7 | 56.2 | 货币资金的期初余额 | 5799 | 5771 | 4641 | 5403 | 5693 |
| P/B | 1.5 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 货币资金的期末余额 | 5771 | 4641 | 5403 | 5693 | 7308 |
| EV/EBITDA | 20.5 | 100.4 | 14.4 | 12.0 | 12.4 | 企业自由现金流 | 0 | (822) | 1563 | 1795 | 1894 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 4695 | 624 | 481 | 1803 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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