

大北农 (002385)

证券研究报告

2024年08月23日

24H1 业绩改善，种子全国推广网络建立，看好转基因业务未来潜力

事件：大北农发布 2024 年半年报，公司上半年实现营业收入 130.95 亿元，同比减少 16.42%；归母净利润-1.56 亿元（处于此前业绩预告区间内）。其中 24Q2 实现营业收入 63.88 亿元，同比减少 19.03%；归母净利润 0.54 亿元，同比增加 111.51%。

24H1 公司饲料销量略下滑但毛利率提升，生猪生产指标不断改善

1) 饲料方面，饲料销量略下滑，盈利能力改善。受生猪产能去化等影响，销量略有下降，饲料销量为 253.35 万吨，同比下降 8.92%（其中猪饲料销量 200.29 万吨，同比下降 10.01%；反刍饲料销量 29.71 万吨，同比下降 8.62%。）；饲料销售收入 92.26 亿元，同比下降 20.52%。公司在原材料采购、生产控制等方面持续优化，24H1 公司饲料产品毛利率达 12.67%，同比提升 0.56pct。24H1 饲料业务利润贡献保持稳健。

2) 生猪方面，公司养殖成绩提升较明显。2024H1 公司控股及参股公司生猪销量累计 284.82 万头，同比增长 2.45%；控股公司生猪销售收入 26.54 亿元，同比下降 3.54%。24H1 公司的母猪生产成本、育肥的各项生产指标、期间费用均在不断改善中，其中公司生猪业务在 24Q2 实现了盈利。24H1 末，基础母猪和后备母猪存栏 32.8 万头，育肥猪存栏 273.59 万头，仔猪存栏 53.39 万头。我们认为，下半年生猪价格有望持续景气，随着公司管理水平的持续提升，下半年公司生猪板块有望持续实现盈利。

公司种子推广网络遍及全国各主要生态区，看好公司转基因业务优势

24H1 公司种子销量 1998 万公斤，同比增长 87.74%。种子销售收入约 3 亿元，同比增长 13.48%。公司玉米业务聚焦国内市场，已在东华北、黄淮海、西南三个区域形成较为成熟的研发育种团队，种子推广网络遍及全国各主要生态区。公司预计 2024 年种植季玉米种业种植推广面积同比有所增加，增幅有望达 15~20%。

转基因性状方面，公司 4 个玉米性状产品获得农业转基因生物安全证书（生产应用），抗虫效果良好，耐草甘膦性状表现突出。公司已收到部分转基因种子性状许可费的预收款，整体性状收费标准约 8-10 元/亩（根据不同情况有优惠策略）。我们认为，转基因玉米种子商业化应用已开启，公司在转基因技术方面布局领先，品种储备丰富，有望在新技术应用时代获得种业规模进一步扩大打造公司新增长曲线。

盈利预测：我们预计公司 2024/25/26 年 eps 可达 0.03/0.29/0.29 元。我们认为公司转基因技术领先，国内转基因玉米商业化背景下公司种业有望成为公司新的业绩增长点；公司饲料基础扎实；2024 年下半年猪周期有望景气向上带动公司生猪业绩增长，维持“买入”评级。

风险提示：饲料原料价格波动的风险；重大疫情及自然灾害的风险；转基因政策变动风险；种业品种研发和推广不确定性风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,396.75	33,390.13	41,210.62	48,068.65	54,328.29
增长率(%)	3.41	3.07	23.42	16.64	13.02
EBITDA(百万元)	2,708.59	1,806.58	1,647.37	3,389.23	3,476.72
归属母公司净利润(百万元)	55.60	(2,173.89)	109.68	1,257.44	1,265.60
增长率(%)	(112.63)	(4,009.74)	(105.05)	1,046.52	0.65
EPS(元/股)	0.01	(0.50)	0.03	0.29	0.29
市盈率(P/E)	299.38	(7.66)	151.78	13.24	13.15
市净率(P/B)	1.55	2.06	1.92	1.70	1.52
市销率(P/S)	0.51	0.50	0.40	0.35	0.31
EV/EBITDA	15.21	17.93	14.26	7.00	5.92

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 农林牧渔/饲料

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 3.85 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,323.72
-------------	----------

流通 A 股股本(百万股) 3,312.68

A 股总市值(百万元)	16.646.33
-------------	-----------

流通 A 股市值(百万元)	12.753.82
---------------	-----------

每股净资产(元)	1.85
----------	------

资产负债率(%)	67.31
----------	-------

一年内最高/最低(元)	7.78/3.70
-------------	-----------

作者

吴立 分析师

SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师

SAC 执业证书编号: S1110519070002
chenx@tfzq.com

林逸丹 分析师

SAC 执业证书编号: S1110520110001
linvidan@tfzq.com

林毓鑫 分析师

SAC 执业证书编号: S1110524080004
linyuxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《大北农-公司点评:24 半年报业绩改善, 转基因性状许可费已部分预收》
2024-07-16

2 《大北农-年报点评报告:猪价低迷短期利润承压,种业布局有望贡献新曲线》
2024-04-28

3 《大北农-公司深度研究:种业变革正当时, 大北农转基因种业布局一马当先!》 2022-11-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,770.69	4,640.74	6,181.59	7,210.30	8,149.24
应收票据及应收账款	977.70	1,187.08	987.93	1,522.33	1,284.64
预付账款	413.90	425.06	592.63	538.50	751.99
存货	4,777.24	4,006.47	4,770.31	4,920.81	5,829.50
其他	689.70	596.95	210.76	566.34	291.00
流动资产合计	12,629.22	10,856.29	12,743.22	14,758.28	16,306.37
长期股权投资	2,231.80	2,754.02	2,854.02	2,974.02	3,104.02
固定资产	10,472.46	10,747.29	10,218.35	9,707.43	9,195.53
在建工程	469.78	215.16	127.58	113.79	81.90
无形资产	2,093.57	2,237.48	2,136.38	2,035.27	1,934.17
其他	3,277.60	2,974.12	3,028.40	3,096.09	2,957.31
非流动资产合计	18,545.21	18,928.07	18,364.74	17,926.61	17,272.92
资产总计	31,174.43	29,784.36	31,107.95	32,684.89	33,579.29
短期借款	6,441.87	8,278.24	9,456.28	10,211.69	9,007.69
应付票据及应付账款	3,205.54	2,275.01	1,097.10	1,156.65	1,401.61
其他	3,119.02	4,138.59	5,771.68	4,900.27	6,832.59
流动负债合计	12,766.44	14,691.83	16,325.06	16,268.61	17,241.90
长期借款	2,881.13	2,501.46	2,543.46	2,568.38	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,740.34	1,664.59	1,553.17	1,652.70	1,623.49
非流动负债合计	4,621.48	4,166.05	4,096.64	4,221.09	2,623.49
负债合计	18,167.52	19,744.89	20,421.69	20,489.70	19,865.38
少数股东权益	2,253.94	1,955.38	1,997.69	2,374.92	2,754.60
股本	4,140.74	4,136.08	4,323.72	4,323.72	4,323.72
资本公积	1,265.65	1,228.82	1,228.82	1,228.82	1,228.82
留存收益	5,623.53	3,037.32	3,136.03	4,267.73	5,406.77
其他	(276.94)	(318.13)	0.00	0.00	(0.00)
股东权益合计	13,006.91	10,039.47	10,686.26	12,195.19	13,713.91
负债和股东权益总计	31,174.43	29,784.36	31,107.95	32,684.89	33,579.29

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	314.27	(2,573.19)	109.68	1,257.44	1,265.60
折旧摊销	994.41	953.61	957.62	975.81	994.91
财务费用	476.45	548.09	316.30	279.54	238.41
投资损失	(256.32)	276.78	10.00	(20.00)	(30.00)
营运资金变动	(887.91)	231.75	(430.39)	(1,934.25)	1,595.79
其它	791.46	808.29	49.10	419.15	421.87
经营活动现金流	1,432.35	245.33	1,012.31	977.69	4,486.57
资本支出	1,873.65	1,898.25	431.42	360.47	499.21
长期投资	384.11	522.22	100.00	120.00	130.00
其他	(5,396.71)	(4,493.79)	(842.84)	(927.93)	(1,071.70)
投资活动现金流	(3,138.94)	(2,073.32)	(311.42)	(447.46)	(442.49)
债权融资	1,699.09	1,592.78	349.87	666.13	(2,936.39)
股权融资	(246.70)	(289.48)	490.10	(167.66)	(168.75)
其他	159.36	(533.91)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	1,611.75	769.38	839.97	498.47	(3,105.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(94.85)	(1,058.61)	1,540.86	1,028.70	938.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	32,396.75	33,390.13	41,210.62	48,068.65	54,328.29
营业成本	28,164.31	30,174.22	35,905.01	40,567.47	46,072.72
营业税金及附加	68.15	92.19	94.78	110.56	124.96
销售费用	1,115.01	1,313.85	1,524.79	1,634.33	1,847.16
管理费用	1,686.20	1,629.92	2,060.53	2,403.43	2,716.41
研发费用	642.29	747.12	947.84	1,009.44	1,195.22
财务费用	405.17	475.67	316.30	279.54	238.41
资产/信用减值损失	(383.57)	(1,340.57)	(120.00)	(170.00)	(230.00)
公允价值变动收益	(13.40)	(40.31)	2.10	0.00	0.00
投资净收益	256.32	(276.78)	(10.00)	20.00	30.00
其他	80.06	3,100.07	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	376.21	(2,485.23)	233.45	1,913.88	1,933.40
营业外收入	61.60	78.19	65.30	88.36	87.28
营业外支出	120.25	167.55	130.27	139.36	145.73
利润总额	317.56	(2,574.60)	168.47	1,862.88	1,874.96
所得税	3.29	(1.41)	11.79	186.29	187.50
净利润	314.27	(2,573.19)	156.68	1,676.59	1,687.46
少数股东损益	258.67	(399.30)	47.00	419.15	421.87
归属于母公司净利润	55.60	(2,173.89)	109.68	1,257.44	1,265.60
每股收益（元）	0.01	(0.50)	0.03	0.29	0.29

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.41%	3.07%	23.42%	16.64%	13.02%
营业利润	-154.61%	-760.60%	-109.39%	719.82%	1.02%
归属于母公司净利润	-112.63%	-4009.74%	-105.05%	1046.52%	0.65%
获利能力					
毛利率	13.06%	9.63%	12.87%	15.61%	15.20%
净利率	0.17%	-6.51%	0.27%	2.62%	2.33%
ROE	0.52%	-26.89%	1.26%	12.80%	11.55%
ROIC	5.75%	-13.30%	3.23%	12.70%	11.58%
偿债能力					
资产负债率	58.28%	66.29%	65.65%	62.69%	59.16%
净负债率	37.33%	80.22%	67.18%	58.19%	25.22%
流动比率	0.93	0.70	0.78	0.91	0.95
速动比率	0.58	0.44	0.49	0.60	0.61
营运能力					
应收账款周转率	37.05	30.85	37.89	38.30	38.71
存货周转率	8.01	7.60	9.39	9.92	10.11
总资产周转率	1.12	1.10	1.35	1.51	1.64
每股指标（元）					
每股收益	0.01	-0.50	0.03	0.29	0.29
每股经营现金流	0.33	0.06	0.23	0.23	1.04
每股净资产	2.49	1.87	2.01	2.27	2.53
估值比率					
市盈率	299.38	-7.66	151.78	13.24	13.15
市净率	1.55	2.06	1.92	1.70	1.52
EV/EBITDA	15.21	17.93	14.26	7.00	5.92
EV/EBIT	23.64	36.83	34.07	9.82	8.29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com