

大北农 (002385.SZ)

强烈推荐 (维持)

饲料+生猪稳中向好，种业未来可期

预计 23 年下半年猪价或企稳回升并带动公司养殖及饲料业务实现景气共振；公司种业战略排序居前，产品及技术储备丰富，中长期发展前景可期。维持“强烈推荐”投资评级。

□ **22H2 饲料及生猪业务向好，种业表现亮眼。**2022 年公司实现营收 324 亿元，同比+3.41%，归属净利润 0.56 亿元，同比扭亏（上年同期亏损 4.4 亿元），EPS0.01 元；其中 22Q4 实现营收 103 亿元，同比+30.6%，归属净利润 3.8 亿元，同比扭亏（21Q4 亏损 5.5 亿元），EPS0.09 元。下半年猪价回暖及种业量利双增为公司全年业绩扭亏的主因：**1) 饲料：**2022 年实现销量 532 万吨（-10%），受益于下半年猪价回升，预计 22Q4 饲料销量约增长 8%左右，饲料业务整体表现稳健，盈利贡献较为可观；**2) 生猪：**预计公司全年出栏 443 万头（+2.8%），其中控股子公司出栏 264 万头（+5.2%）；估计公司完全成本约 18~19 元/千克，部分平台在 16 元/千克左右，随着下半年猪价回暖，养殖业务全年扭亏为盈；**3) 种子：**粮价高景气提振种业景气，全年种子业务取得较大突破，同时新增并表主体云南大天，收入及利润明显增长。

□ **下半年猪价或企稳回升，养殖&饲料有望景气共振。**我们判断，短期猪价或有望继续承压，随着下半年猪肉需求季节性好转，猪价或有望企稳回升。公司 2023 年计划出栏 600 万头，随着成本进一步改善，养殖业务或有望充分释放盈利弹性。另外，猪价回暖或带动饲料需求增长，叠加公司饲料业务结构持续改善，饲料板块 2023 年盈利表现值得期待。

□ **种业战略排序居前，发展前景可期。**当前传统种业洗牌加速，转基因商业化放开在即，公司产品储备丰富，且具备一定的先发优势和较强的产品优势，玉米及大豆的常规种业和生物育种有望实现联动。公司积极投入种业振兴战略，通过内生+外延与合作等各种方式支持种业板块做大做强，中长期或有望打开新的成长空间。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**预计 23 年下半年猪价或企稳回升并带动公司养殖及饲料业务实现景气共振；公司种业战略排序居前，产品及技术储备丰富，中长期发展前景可期。预计 2023~2025 年公司 EPS 分别为 0.22/0.33/0.37 元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**猪价表现/公司规模扩张低于预期，突发大规模不可控疫情；自然灾害，转基因商业化进度不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	31328	32397	38818	44300	48915
同比增长	37%	3%	20%	14%	10%
营业利润(百万元)	(689)	376	2028	3963	4842
同比增长	-124%	-155%	439%	95%	22%
归母净利润(百万元)	(440)	56	911	1384	1547
同比增长	-123%	-113%	1538%	52%	12%
每股收益(元)	-0.11	0.01	0.22	0.33	0.37
PE	-65.3	516.8	31.5	20.8	18.6
PB	2.7	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司数据、招商证券 注：股价参考 4 月 25 日收盘价。

消费品/农林牧渔

目标估值：NA

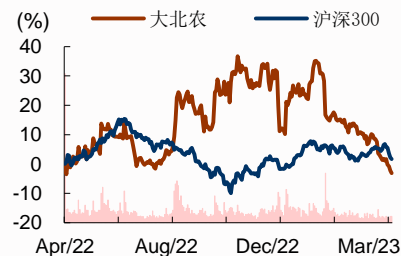
当前股价：6.94 元

基础数据

总股本 (万股)	414074
已上市流通股 (万股)	329470
总市值 (亿元)	287
流通市值 (亿元)	229
每股净资产 (MRQ)	2.6
ROE (TTM)	0.5
资产负债率	58.3%
主要股东	邵根伙
主要股东持股比例	24.49%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-24	-10
相对表现	-11	-34	-14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《大北农 (002385) —饲料主业触底回升，养猪盈利弹性释放 (更新)》 2022-10-30
- 《大北农 (002385) —饲料主业触底回升，养猪盈利弹性释放》 2022-10-28
- 《大北农 (002385) —低迷猪价拖累主业，周期变革渐行渐近》 2022-08-16

朱卫华 S1090511030001

zhuweihua@cmschina.com.cn

李秋燕 S1090521070001

liqiyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10481	12629	11678	12484	14076
现金	5799	5771	3728	3708	4449
交易性投资	3	50	50	50	50
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	771	978	1148	1310	1447
其它应收款	128	499	598	682	753
存货	3310	4777	5508	6019	6592
其他	469	555	647	716	785
非流动资产	16414	18545	19688	20731	21683
长期股权投资	1848	2232	2232	2232	2232
固定资产	8926	10472	11947	13287	14505
无形资产商誉	2476	3172	2855	2570	2313
其他	3165	2669	2654	2643	2633
资产总计	26895	31174	31366	33215	35758
流动负债	10187	13546	12001	10400	8796
短期借款	4910	6442	5552	3502	1395
应付账款	2331	3206	3702	4045	4430
预收账款	716	780	900	984	1078
其他	2230	3119	1847	1868	1892
长期负债	4001	4621	4621	4621	4621
长期借款	2747	2881	2881	2881	2881
其他	1255	1740	1740	1740	1740
负债合计	14189	18168	16623	15021	13417
股本	4141	4141	4141	4141	4141
资本公积金	990	1055	1055	1055	1055
留存收益	5606	5557	6261	7371	8504
少数股东权益	1969	2254	3286	5626	8641
归属于母公司所有者权益	10737	10753	11457	12568	13700
负债及权益合计	26895	31174	31366	33215	35758

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1149	1432	2835	4803	5563
净利润	(938)	314	1943	3724	4563
折旧摊销	940	994	1286	1385	1477
财务费用	341	476	534	415	287
投资收益	7	(256)	(486)	(345)	(419)
营运资金变动	802	(0)	(449)	(382)	(351)
其它	(3)	(96)	7	6	6
投资活动现金流	(1615)	(3139)	(1945)	(2085)	(2012)
资本支出	(2357)	(1551)	(2431)	(2431)	(2431)
其他投资	743	(1588)	486	345	419
筹资活动现金流	1921	1612	(2934)	(2738)	(2809)
借款变动	1350	1459	(2193)	(2050)	(2107)
普通股增加	(54)	(1)	0	0	0
资本公积增加	343	65	0	0	0
股利分配	(210)	0	(207)	(273)	(415)
其他	492	88	(534)	(415)	(287)
现金净增加额	1456	(95)	(2043)	(20)	742

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31328	32397	38818	44300	48915
营业成本	28054	28164	32525	35544	38927
营业税金及附加	63	68	82	93	103
营业费用	1037	1115	1414	1535	1720
管理费用	1507	1686	1904	2203	2459
研发费用	613	642	818	893	995
财务费用	289	405	534	415	287
资产减值损失	(580)	(364)	0	0	0
公允价值变动收益	2	(13)	(3)	(5)	(7)
其他收益	131	181	155	156	164
投资收益	(7)	256	334	194	262
营业利润	(689)	376	2028	3963	4842
营业外收入	56	62	76	54	65
营业外支出	103	120	69	93	100
利润总额	(736)	318	2034	3924	4807
所得税	202	3	91	200	244
少数股东损益	(498)	259	1032	2340	3015
归属于母公司净利润	(440)	56	911	1384	1547

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	37%	3%	20%	14%	10%
营业利润	-124%	-155%	439%	95%	22%
归母净利润	-123%	-113%	1538%	52%	12%
获利能力					
毛利率	10.5%	13.1%	16.2%	19.8%	20.4%
净利率	-1.4%	0.2%	2.3%	3.1%	3.2%
ROE	-4.0%	0.5%	8.2%	11.5%	11.8%
ROIC	-2.5%	3.3%	10.4%	17.4%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	58.3%	53.0%	45.2%	37.5%
净负债比率	31.7%	34.1%	26.9%	19.2%	12.0%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.6
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.4
存货周转率	8.1	7.0	6.3	6.2	6.2
应收账款周转率	37.3	37.1	36.5	36.0	35.5
应付账款周转率	13.5	10.2	9.4	9.2	9.2
每股资料(元)					
EPS	-0.11	0.01	0.22	0.33	0.37
每股经营净现金	0.28	0.35	0.68	1.16	1.34
每股净资产	2.59	2.60	2.77	3.04	3.31
每股股利	0.00	0.05	0.07	0.10	0.11
估值比率					
PE	-65.3	516.8	31.5	20.8	18.6
PB	2.7	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	103.4	27.0	11.7	7.8	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

朱卫华：招商证券研发中心董事总经理，大消费组组长，农业首席。清华大学学士，中国科学技术大学硕士。连续多年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师，获《新财富》农林牧渔行业 2005 年第 3 名、2006 年第 5 名。

李秋燕：广西大学硕士。6 年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021 年 6 月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022 年 2 月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。