

养殖前低后高，种业静待品种审定落地

大北农 2022 年年报点评

核心观点

- **公司公布 2022 年年报。**2022 年度公司营业收入 323.97 亿元，同比+3.4%，归母净利润 0.56 亿元，同比+112.63%。其中，2022 年四季度公司营业收入 103.02 亿元，同比+30.60%，归母净利润 3.84 亿元，同比+170.15%。
- **行业景气不佳，公司饲料承压。**2022 年受原材料价格大幅上涨、下游养殖亏损等因素影响，饲料行业经历了困难的一年。公司饲料业务整体有所承压，2022 年，饲料总销售量为 531.50 万吨，同比-9.85%，其中猪饲料 408.58 万吨，同比-10.71%；水产饲料 43.00 万吨，同比+1.14%；反刍饲料 63.55 万吨，同比+10.61%。剔除合并报表范围变化影响，饲料销售量同口径同比-5.33%，猪饲料销售量同口径同比-4.84%。剔除对联营猪场的销售量后对外销售量为 506.35 万吨，同比-3.35%。
- **猪价前低后高，养殖扭亏为盈。**2022 年猪价先低后高，下半年起养殖行情回暖。全年公司参控股公司累计出栏 443.12 万头，其中控股公司出栏 264.30 万头，同比+5.24%，累计收入 54.60 亿，同比+16.52%；参股公司出栏 178.82 万头，同比-0.52%，累计收入 39.26 亿，同比-2.36%。
- **种子增长亮眼，性状龙头静待转基因稳步推进。**传统种业方面，公司通过收购云南大天进一步补足玉米种子短板，通过金色农华将水稻种子纳入强优势阵型。2022 年公司种子销售数量为 4183.34 万公斤，同比+74.75%；销售收入为 9.44 亿元，同比增长 68.44%。其中，水稻种子 3.54 亿元，同比+12.08%；玉米种子 5.65 亿元，同比+146.9%。转基因方面，2022 年多项政策出台为转基因商业化保驾护航，当前部分转基因种子已进入品种审定环节。公司作为转基因性状龙头，将明显受益于转基因商业化推进。

盈利预测与投资建议

- 综合考虑转基因商业化推进进度和生猪价格波动，我们下调 23 年盈利预测，上调 24 年盈利预测，并新增 25 年盈利预测。预计 23-25 年公司实现归母净利润 6.71、14.89、19.34 亿元（原预测 23-24 年 15.00、14.23 亿元），同比分别增加 1106.9%、121.9%、29.9%。公司饲料和养殖业随下游情况好转，种业竞争力强劲，随转基因商业化落地公司长期增长潜力突出。我们沿用 FCFF 估值，目标价 10.35 元，维持“买入”评级。

风险提示：转基因政策推进不及预期风险、饲料需求下降风险、饲料原材料价格波动风险、生猪价格波动风险、

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,328	32,397	41,640	49,285	59,002
同比增长(%)	37.3%	3.4%	28.5%	18.4%	19.7%
营业利润(百万元)	(689)	376	838	2,016	2,644
同比增长(%)	-124.3%	154.6%	122.8%	140.6%	31.1%
归属母公司净利润(百万元)	(440)	56	671	1,489	1,934
同比增长(%)	-122.5%	112.6%	1106.9%	121.9%	29.9%
每股收益(元)	(0.11)	0.01	0.16	0.36	0.47
毛利率(%)	10.5%	13.1%	13.0%	15.0%	15.4%
净利率(%)	-1.4%	0.2%	1.6%	3.0%	3.3%
净资产收益率(%)	-4.0%	0.5%	6.0%	12.1%	14.0%
市盈率	(65.3)	516.8	42.8	19.3	14.9
市净率	2.7	2.7	2.5	2.2	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

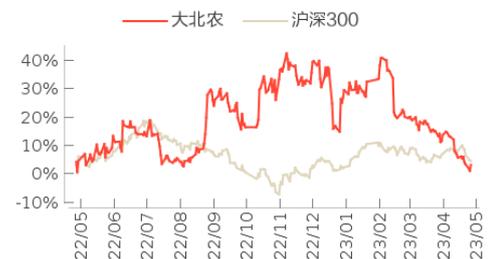
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月26日）	7.09 元
目标价格	10.35 元
52 周最高价/最低价	9.91/6.68 元
总股本/流通 A 股（万股）	414,074/329,470
A 股市值（百万元）	29,358
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2023 年 04 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.61	-10.37	-22.09	3.2
相对表现	1.4	-8.69	-16.77	-1.43
沪深 300	-4.01	-1.68	-5.32	4.63



证券分析师

张斌梅 021-63325888*6090
zhangbinmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020002
香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn
肖嘉颖 xiaojiaying@orientsec.com.cn

相关报告

转基因龙头迈上新征程：大北农首次覆盖 2022-11-20 报告

投资建议

考虑转基因商业化推进进度，我们上调 23-24 年传统种业收入，下调毛利率。考虑生猪价格波动，预计周期反转时点后移，我们下调 23 年猪价、上调 24 年猪价，23 年生猪养殖业务毛利率下调至 14.9%，24 年上调至 21%。同时增加 25 年盈利预测。预计 23-25 年公司实现归母净利润 6.71、14.89、19.34 亿元（原预测 23-24 年 15.00、14.23 亿元），同比分别增加 1106.9%、121.9%、29.9%。

表 1：盈利预测变动分析表

分产品盈利预测	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
种业						
销售收入（百万元）	546	1,455		1,166	1,516	2,252
变动幅度				113.7%	4.2%	
毛利率	48.5%	65.8%		39.3%	42.9%	54.3%
变动幅度				-9.2%	-22.9%	
饲料						
销售收入（百万元）	29,900	35,920		29,361	34,825	43,302
变动幅度				-1.8%	-3.0%	
毛利率	13.0%	14.1%		12.4%	13.3%	13.6%
变动幅度				-0.6%	-0.8%	
生猪养殖						
销售收入（百万元）	8,239	7,367		7,208	8,818	9,087
变动幅度				-12.5%	19.7%	
毛利率	24.3%	12.2%		14.9%	21.0%	18.6%
变动幅度				-9.4%	8.8%	
动保						
销售收入（百万元）	349	384		317	349	384
变动幅度				-8.9%	-8.9%	
毛利率	55.8%	55.8%		43.2%	43.2%	43.2%
变动幅度				-12.6%	-12.6%	
植保						
销售收入（百万元）	219	241		212	233	256
变动幅度				-3.3%	-3.3%	
毛利率	31.3%	31.3%		26.7%	26.7%	26.7%
变动幅度				-4.6%	-4.6%	
其他业务						
销售收入（百万元）	3,132	3,289		3,375	3,544	3,721
变动幅度				7.8%	7.8%	
毛利率	3.6%	3.6%		1.3%	1.3%	1.3%
变动幅度				-2.3%	-2.3%	
合计	42,384	48,655		41,640	49,285	59,002
变动幅度				-1.8%	1.3%	
综合毛利率	15.4%	15.1%		13.0%	15.0%	15.4%
变动幅度				-2.4%	-0.1%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

主要财务信息	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	42,384	48,655		41,640	49,285	59,002
变动幅度				-1.8%	1.3%	
营业利润(百万元)	2,161	1,937		838	2,016	2,644
变动幅度				-61.2%	4.1%	
归属母公司净利润(百万元)	1,500	1,423		671	1,489	1,934
变动幅度				-55.3%	4.6%	
每股收益 (元)	0.36	0.34		0.16	0.36	0.47
变动幅度				-55.0%	5.8%	
毛利率(%)	15.4%	15.1%		13.0%	15.0%	15.4%
变动幅度				-2.4%	-0.1%	
净利率(%)	3.5%	2.9%		1.6%	3.0%	3.3%
变动幅度				-1.9%	0.1%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

公司饲料和养殖业随下游情况好转，种业竞争力强劲，随转基因商业化落地公司长期增长潜力突出。我们沿用 FCFF 估值，目标价 10.35 元，维持“买入”评级。

表 3：绝对估值假设主要参数

估值假设主要参数	
所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	2.83%
无杠杆影响的 β 系数	0.67
考虑杠杆因素的 β 系数	0.88
市场收益率 Rm	10.05%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	9.19%
债务比率 D/(D+E)	26.99%
债务利率 rd	4.30%
WACC	7.69%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 4：FCFF 测算结果

人民币百万元 (标注除外)	
FCFF 折现	16,562.88
终值	
终值折现	33,261.76
企业价值	49,824.64
权益价值	42,845.19
每股价值 (元/股)	10.35

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 5: FCFF 敏感性分析

每股价值: 10.35	永续增长率 G_n					
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	
5.69%	12.11	14.76	19.38	29.44	68.47	
6.19%	10.74	12.77	16.07	22.37	39.24	
6.69%	9.60	11.19	13.65	17.92	27.24	
7.19%	8.65	9.92	11.80	14.86	20.70	
WACC	7.69%	7.84	8.87	10.35	12.62	16.58
	8.19%	7.14	7.99	9.17	10.91	13.74
	8.69%	6.53	7.24	8.20	9.57	11.67
	9.19%	5.99	6.59	7.38	8.47	10.09
	9.69%	5.52	6.03	6.68	7.57	8.84

数据来源: Wind、东方证券研究所

风险提示

转基因政策推进不及预期风险

转基因布局在法规层面已经基本完善，但是其具体商业化时间及相关收费标准仍具有较大的不确定性。若转基因性状和品种推广效果低于预期，则可能对行业渗透率和公司市占率产生不利影响，进而影响公司的盈利能力和估值水平；

饲料需求下降风险

受下游养殖行情、自然灾害、疫病等因素影响，畜禽、水产存栏/塘量可能下降，进而导致饲料需求减少，公司饲料业务或受行业拖累，导致业绩不达预期；

饲料原材料价格波动风险

公司饲料业务主要原材料为大豆、玉米，容易受到天气、贸易政策等因素影响，若发生较大自然灾害或贸易扰动，会导致农产品价格上涨，进而提高公司成本，给公司盈利能力带来负面影响；

生猪价格波动风险

我国生猪养殖行业集中度较低的特点以及生猪固有生长周期共同决定了生猪市场价格的周期性波动。生猪价格低迷将对公司的生猪养殖业务的盈利水平造成不利影响，同时生猪价格大幅下跌可能导致公司计提大额度的存货减值，进一步影响公司利润；

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,799	5,771	4,997	4,928	5,310	营业收入	31,328	32,397	41,640	49,285	59,002
应收票据、账款及款项融资	779	1,026	1,275	1,495	1,792	营业成本	28,054	28,164	36,234	41,900	49,912
预付账款	361	414	532	630	754	营业税金及附加	63	68	88	104	123
存货	3,310	4,777	5,904	6,827	8,132	销售费用	1,037	1,115	1,332	1,609	1,933
其他	232	641	435	579	754	管理费用及研发费用	2,120	2,328	2,873	3,336	3,974
流动资产合计	10,481	12,629	13,142	14,459	16,743	财务费用	289	405	390	389	375
长期股权投资	1,848	2,232	2,232	2,232	2,232	资产、信用减值损失	589	384	10	240	295
固定资产	8,926	10,472	10,829	11,144	11,687	公允价值变动收益	2	(13)	0	0	0
在建工程	1,596	470	1,062	1,134	1,472	投资净收益	(7)	256	(44)	141	73
无形资产	1,479	1,630	1,634	1,630	1,620	其他	140	201	169	170	180
其他	2,567	3,741	3,469	3,525	3,535	营业利润	(689)	376	838	2,016	2,644
非流动资产合计	16,414	18,545	19,226	19,666	20,546	营业外收入	56	62	54	57	57
资产总计	26,895	31,174	32,368	34,125	37,288	营业外支出	103	120	100	108	109
短期借款	4,910	6,442	6,857	6,356	6,275	利润总额	(736)	318	792	1,966	2,592
应付票据及应付账款	2,331	3,206	3,614	4,143	5,198	所得税	202	3	176	231	373
其他	2,947	3,899	3,799	3,954	4,315	净利润	(938)	314	616	1,735	2,219
流动负债合计	10,187	13,546	14,270	14,452	15,788	少数股东损益	(498)	259	(55)	246	285
长期借款	2,747	2,881	2,881	2,881	2,881	归属于母公司净利润	(440)	56	671	1,489	1,934
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.11	0.01	0.16	0.36	0.47
其他	1,255	1,740	1,343	1,343	1,343						
非流动负债合计	4,001	4,621	4,224	4,224	4,224	主要财务比率					
负债合计	14,189	18,168	18,494	18,676	20,012		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1,969	2,254	2,199	2,445	2,729	成长能力					
实收资本(或股本)	4,141	4,141	4,141	4,141	4,141	营业收入	37.3%	3.4%	28.5%	18.4%	19.7%
资本公积	990	1,055	1,266	1,266	1,266	营业利润	-124.3%	154.6%	122.8%	140.6%	31.1%
留存收益	5,568	5,624	6,295	7,616	9,178	归属于母公司净利润	-122.5%	112.6%	1106.9%	121.9%	29.9%
其他	38	(67)	(26)	(18)	(37)	获利能力					
股东权益合计	12,706	13,007	13,874	15,449	17,277	毛利率	10.5%	13.1%	13.0%	15.0%	15.4%
负债和股东权益总计	26,895	31,174	32,368	34,125	37,288	净利率	-1.4%	0.2%	1.6%	3.0%	3.3%
						ROE	-4.0%	0.5%	6.0%	12.1%	14.0%
						ROIC	-2.5%	3.4%	3.9%	8.4%	9.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	52.8%	58.3%	57.1%	54.7%	53.7%
净利润	(938)	314	616	1,735	2,219	净负债率	21.4%	37.3%	43.6%	35.4%	29.5%
折旧摊销	646	809	913	1,039	1,161	流动比率	1.03	0.93	0.92	1.00	1.06
财务费用	289	405	390	389	375	速动比率	0.66	0.57	0.49	0.51	0.53
投资损失	7	(256)	44	(141)	(73)	营运能力					
营运资金变动	802	(816)	(1,018)	(796)	(878)	应收账款周转率	25.3	24.2	24.8	23.9	24.0
其它	343	976	(348)	160	262	存货周转率	7.6	6.5	6.6	6.4	6.5
经营活动现金流	1,149	1,432	597	2,386	3,066	总资产周转率	1.2	1.1	1.3	1.5	1.7
资本支出	(2,418)	(1,284)	(1,831)	(1,391)	(2,026)	每股指标(元)					
长期投资	461	(384)	0	0	0	每股收益	-0.11	0.01	0.16	0.36	0.47
其他	342	(1,471)	136	141	73	每股经营现金流	0.28	0.35	0.14	0.58	0.74
投资活动现金流	(1,615)	(3,139)	(1,695)	(1,250)	(1,953)	每股净资产	2.59	2.60	2.82	3.14	3.51
债权融资	884	935	88	(146)	97	估值比率					
股权融资	289	65	210	0	0	市盈率	-65.3	516.8	42.8	19.3	14.9
其他	749	613	25	(1,058)	(828)	市净率	2.7	2.7	2.5	2.2	2.0
筹资活动现金流	1,921	1,612	324	(1,204)	(731)	EV/EBITDA	136.0	21.0	15.6	9.7	8.0
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-83.8	42.8	27.2	13.9	11.1
现金净增加额	1,455	(95)	(774)	(68)	382						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。