

# 大北农 (002385)

证券研究报告  
2024年10月24日

## 24年前三季度扭亏为盈，看好生物育种产业化扩面提速！

**事件：**公司披露三季报，2024年前三季度实现营业收入 201.42 亿元，同比-15.83%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比+114.69；扣非后归母净利润 0.77 亿元，同比+108.65%，实现扭亏为盈。盈利方面，2024年前三季度实现毛利率 14.09%，同比+4.68 pct，归母净利率 0.66%，同比+4.46 pct；费用方面，前三季度的管理/销售/财务/研发费用率分别为 5.36%/4.20%/1.97%/2.28%，同比分别+0.42/+0.41/+0.47/+0.15 pct。

### 猪价景气叠加生猪产能释放，驱动 24Q3 盈利大幅增长

单季度看，24Q3 公司实现营收 70.47 亿元，同比-14.73%、环比+10.33%；归母净利润 2.89 亿元，同比+315.37%、环比+440.31%，主要受益于生猪价格上涨，以及公司养殖成本降低、运营效率提升；24Q3 毛利率、归母净利率分别为 15.92%、4.11%，分别同比提升 5.07pct、5.73 pct。细分业务板块：

- **生猪：**产能释放叠加猪价高景气，生猪销售表现强劲。24Q3 大北农的控股及参股公司实现生猪销售收入合计 31.8 亿元，同比+34.7%、环比+29.0%；生猪销量合计 142.8 万头，同比+3.5%、环比+2.3%；经测算育肥猪均价为 19.1 元/kg，同比+23.0%、环比+19.6%。其中，控股公司生猪销量 78.3 万头，对应销售收入 16.5 亿元。随着公司运营水平持续提升、产能继续释放，我们认为生猪板块有望继续保持盈利。
- **饲料：**生猪产能去化致销量承压，降本增效保持毛利率稳健。上半年受生猪产能去化等影响，饲料销量降至 253.4 万吨；公司对原材料采购、生产控制等方面持续优化，24H1 饲料产品毛利率 12.7%，同比+0.56 pct，预计后续毛利率有望保持稳健。

### 新一季种子预售关键期，重点关注 Q3 合同负债增长

种子销售具有较强的季节性，种企多在每年三季度开始进行新一季种子预售；而 24Q3 单季公司的合同负债金额增加了 7.30 亿元，同比增长 13.64%，或部分反映新一季种子预售情况。公司已在东华北、黄淮海、西南区域形成较成熟的研发育种团队，种子推广网络遍及国内主要生态区；公司预计 2024 年种植季玉米种业的种植推广面积增幅有望达 15~20%。公司旗下 4 个玉米性状产品已取得农业转基因生物安全证书（生产应用），其抗虫效果良好、耐草甘膦性状表现突出；根据上半年转基因种子性状许可费的预收款情况，公司整体性状收费标准在 8~10 元/亩。2024 年 9 月，公司的转基因大豆 DBN8002（DBN-08002-3）成功获批巴西种植许可。

考虑当期饲料销售下滑、而生猪业务板块盈利明显提升等因素，我们预计公司 24-26 年营收 330.8/388.5/445.9 亿元（前值 412.1/480.7/543.3 亿元），归母净利润 2.5/10.6/12.4 亿元（前值 1.1/12.6/12.7 亿元）；我们认为公司转基因技术领先，在国内生物育种产业化扩面提速背景下，公司种业有望成为新的业绩增长点；公司饲料基础扎实，叠加四季度猪价有望维持高景气，维持“买入”评级。

**风险提示：**饲料原料价格波动风险，生猪价格波动风险，重大疫情及自然灾害风险，种子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	33,082.34	38,847.98	44,593.64
增长率(%)	3.41	3.07	(0.92)	17.43	14.79
EBITDA(百万元)	2,708.59	1,806.58	1,932.64	3,197.73	3,427.10
归属母公司净利润(百万元)	55.60	(2,173.89)	252.49	1,058.67	1,238.94
增长率(%)	(112.63)	(4,009.74)	(111.61)	319.29	17.03
EPS(元/股)	0.01	(0.50)	0.06	0.24	0.29
市盈率(P/E)	359.26	(9.19)	79.11	18.87	16.12
市净率(P/B)	1.86	2.47	2.27	2.04	1.84
市销率(P/S)	0.62	0.60	0.60	0.51	0.45
EV/EBITDA	15.21	17.93	13.34	8.44	6.73

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	4.62 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)	19,975.60
流通 A 股市值(百万元)	15,304.58
每股净资产(元)	1.97
资产负债率(%)	65.29
一年内最高/最低(元)	7.45/3.70

### 作者

<b>吴立</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002 wuli1@tfzq.com	
<b>陈潇</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002 chenx@tfzq.com	
<b>林毓鑫</b>	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

- 《大北农-半年报点评: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》2024-08-23
- 《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
- 《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

## 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	4,962.35	5,827.20	6,689.05
应收票据及应收账款	977.70	1,187.08	558.93	1,469.79	834.21
预付账款	413.90	425.06	388.75	520.75	534.01
存货	4,777.24	4,006.47	3,012.00	4,780.28	4,006.25
其他	689.70	596.95	332.13	378.38	408.66
<b>流动资产合计</b>	<b>12,629.22</b>	<b>10,856.29</b>	<b>9,254.16</b>	<b>12,976.40</b>	<b>12,472.18</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>18,545.21</b>	<b>18,928.07</b>	<b>18,364.74</b>	<b>17,926.61</b>	<b>17,272.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>31,174.43</b>	<b>29,784.36</b>	<b>27,618.89</b>	<b>30,903.01</b>	<b>29,745.09</b>
短期借款	6,441.87	8,278.24	8,658.58	10,184.22	6,559.36
应付票据及应付账款	3,205.54	2,275.01	877.31	934.85	1,156.09
其他	3,119.02	4,138.59	4,640.76	4,812.65	5,634.29
<b>流动负债合计</b>	<b>12,766.44</b>	<b>14,691.83</b>	<b>14,176.65</b>	<b>15,931.71</b>	<b>13,349.74</b>
长期借款	2,881.13	2,501.46	965.09	1,033.47	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
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,621.48</b>	<b>4,166.05</b>	<b>2,518.26</b>	<b>2,686.17</b>	<b>2,623.49</b>
<b>负债合计</b>	<b>18,167.52</b>	<b>19,744.89</b>	<b>16,694.91</b>	<b>18,617.88</b>	<b>15,973.23</b>
少数股东权益	2,253.94	1,955.38	2,106.88	2,515.22	2,886.90
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	3,264.56	4,217.37	5,332.42
其他	(276.94)	(318.13)	0.00	0.00	(0.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>13,006.91</b>	<b>10,039.47</b>	<b>10,923.98</b>	<b>12,285.13</b>	<b>13,771.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31,174.43</b>	<b>29,784.36</b>	<b>27,618.89</b>	<b>30,903.01</b>	<b>29,745.09</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	314.27	(2,573.19)	252.49	1,058.67	1,238.94
折旧摊销	994.41	953.61	957.62	975.81	994.91
财务费用	476.45	548.09	290.16	240.49	198.27
投资损失	(256.32)	276.78	(200.00)	(150.00)	(200.00)
营运资金变动	(887.91)	231.75	488.72	(2,764.00)	2,436.61
其它	791.46	808.29	170.42	453.72	412.98
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,432.35</b>	<b>245.33</b>	<b>1,959.41</b>	<b>(185.31)</b>	<b>5,081.71</b>
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)	(632.84)	(797.93)	(901.70)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,138.94)</b>	<b>(2,073.32)</b>	<b>(101.42)</b>	<b>(317.46)</b>	<b>(272.49)</b>
债权融资	1,699.09	1,592.78	(2,000.07)	1,518.86	(3,782.18)
股权融资	(246.70)	(289.48)	463.69	(151.24)	(165.19)
其他	159.36	(533.91)	(0.00)	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,611.75</b>	<b>769.38</b>	<b>(1,536.38)</b>	<b>1,367.62</b>	<b>(3,947.38)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(94.85)</b>	<b>(1,058.61)</b>	<b>321.62</b>	<b>864.84</b>	<b>861.85</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>32,396.75</b>	<b>33,390.13</b>	<b>33,082.34</b>	<b>38,847.98</b>	<b>44,593.64</b>
营业成本	28,164.31	30,174.22	28,711.90	32,618.82	37,656.55
营业税金及附加	68.15	92.19	76.09	89.35	102.57
销售费用	1,115.01	1,313.85	1,224.05	1,359.68	1,560.78
管理费用	1,686.20	1,629.92	1,587.95	1,942.40	2,229.68
研发费用	642.29	747.12	734.43	815.81	891.87
财务费用	405.17	475.67	290.16	240.49	198.27
资产/信用减值损失	(383.57)	(1,340.57)	(147.20)	(200.00)	(260.00)
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)	200.00	150.00	200.00
其他	80.06	3,100.07	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>376.21</b>	<b>(2,485.23)</b>	<b>512.65</b>	<b>1,731.43</b>	<b>1,893.92</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>317.56</b>	<b>(2,574.60)</b>	<b>447.67</b>	<b>1,680.43</b>	<b>1,835.47</b>
所得税	3.29	(1.41)	26.86	168.04	183.55
<b>净利润</b>	<b>314.27</b>	<b>(2,573.19)</b>	<b>420.81</b>	<b>1,512.39</b>	<b>1,651.93</b>
少数股东损益	258.67	(399.30)	168.33	453.72	412.98
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>55.60</b>	<b>(2,173.89)</b>	<b>252.49</b>	<b>1,058.67</b>	<b>1,238.94</b>
每股收益(元)	0.01	(0.50)	0.06	0.24	0.29

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.41%	3.07%	-0.92%	17.43%	14.79%
营业利润	-154.61%	-760.60%	-120.63%	237.74%	9.39%
归属于母公司净利润	-112.63%	-4009.74%	-111.61%	319.29%	17.03%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.06%	9.63%	13.21%	16.03%	15.56%
净利率	0.17%	-6.51%	0.76%	2.73%	2.78%
ROE	0.52%	-26.89%	2.86%	10.84%	11.38%
ROIC	5.75%	-13.30%	4.77%	12.14%	11.21%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.28%	66.29%	60.45%	60.25%	53.70%
净负债率	37.33%	80.22%	55.13%	56.30%	17.94%
流动比率	0.93	0.70	0.65	0.81	0.93
速动比率	0.58	0.44	0.44	0.51	0.63
<b>营运能力</b>					
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	9.43	9.97	10.15
总资产周转率	1.12	1.10	1.15	1.33	1.47
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.01	-0.50	0.06	0.24	0.29
每股经营现金流	0.33	0.06	0.45	-0.04	1.18
每股净资产	2.49	1.87	2.04	2.26	2.52
<b>估值比率</b>					
市盈率	359.26	-9.19	79.11	18.87	16.12
市净率	1.86	2.47	2.27	2.04	1.84
EV/EBITDA	15.21	17.93	13.34	8.44	6.73
EV/EBIT	23.64	36.83	26.44	12.15	9.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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