

# 大北农 (002385)

## 三季报业绩保持高速增长，静待种业变革机会！

**事件：**公司披露三季报，公司 2020 年前三季度营业收入 152.66 亿元，同比增长 24.89%；净利润 14.83 亿元，同比增长 391%。

### 公司生猪养殖持续发力，继续加强生猪产能投资布局

公司第三季度收入 62.75 亿元，同比增加 54%，归母净利润 5.9 亿元，同比增加 120%。生猪板块仍为第三季度业绩重要组成部分，公司三季度商品猪均价保持在 33-36 元/公斤，较二季度有明显提升，我们预计三季度商品猪均价达 35.5 元/公斤。2020 年 1-9 月，公司累计销售生猪 110.48 万头，同比增长 17.71%，累计销售收入 44.66 亿元，同比增长 108.98%，公司联营企业中的养殖企业利润增长幅度较大，推动公司 1-9 月投资收益较去年同期增长 691.55%。报告期内，公司继续加强生猪养殖产能建设，三季度期末在建工程较年初数增加 7.2 亿元，增长 165.83%，主要原因为公司增加猪场建设。2020 年 10 月，公司拟与中化中民及恒天融泽共同发起设立总规模为人民币 100 亿元的产业发展基金，首期规模 10 亿元，主要用于支持公司大佑吉旗下河北大北农生猪养殖项目，围绕打造高标准、规模化、现代化的生猪养殖场，体现公司加强生猪养殖布局的决心。我们认为，在公司加大产能以及提效降费策略下，公司养殖业务盈利能力有望维持较高水平，为公司持续贡献业绩。

### 把握养殖后周期机会：饲料业务有望加速扭转，加强布局兽药高端市场

在养猪业集约化、规模化趋势下，公司前端料(乳猪料、母猪料)的优势地位有望更加突显，叠加饲料行业景气度提升，公司下半年饲料业务有望扭转跌势。2020 年 10 月，公司公告拟分别投资 1.33 亿和 1.26 亿于南京和福州投资新型兽用生物制品生产车间改扩建项目，致力于全面满足未来生猪集约化、规模化养殖模式下疫病防控需求，抢抓猪用生物制品高端市场，以及满足禽、宠物、水禽集约化、规模化养殖模式下疫病防控需求。我们认为，养殖后周期将为饲料和动物保健带来行业机会，公司多年的布局和持续投入有望为公司在养殖后周期带来强劲的业绩增长点。

### 转基因领域先发优势明显，种业板块蓄势待发

公司在国内转基因玉米性状研发方面先发优势显著，子公司生物技术公司的 DBN9936 玉米品种于今年 1 月获得农业转基因生物安全证书；DBN9858 玉米品种于今年 7 月获得农业转基因生物安全证书，标志着公司作物科技产业的玉米转基因技术在市场化道路上取得重大突破。此外公司耐除草剂大豆 DBN-09004-6 于今年 6 月获得中国农业转基因生物安全证书（进口），意味着公司耐除草剂大豆产品可以在阿根廷进行商业化种植，公司大豆品种在国际市场上取得突破。我们预计国家转基因种业政策有望加速推进，若 2021 年实现转基因种子的商业化，2021-2022 年种业板块有望给大北农带来 3.51 亿和 6.26 亿的利润增量。

### 盈利预测与投资建议

不考虑转基因业务的增量，我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入 231.68/304.08/374.05 亿，同增 39.75%/31.25%/23.01%，实现归母净利润 27.46/33.42/36.54 亿，同增 434.88%/21.71%/9.36%，考虑到公司在转基因育种领域的领先优势及长期空间，继续重点推荐，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情风险；价格波动；政策变动风险；出栏不达预期；转基因业务推广不及预期

| 财务数据和估值     | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 19,302.07 | 16,577.90 | 23,168.23 | 30,408.25 | 37,404.81 |
| 增长率(%)      | 2.99      | (14.11)   | 39.75     | 31.25     | 23.01     |
| EBITDA(百万元) | 1,694.53  | 1,946.56  | 4,149.37  | 5,131.18  | 5,447.05  |
| 净利润(百万元)    | 506.91    | 513.29    | 2,745.51  | 3,341.58  | 3,654.34  |
| 增长率(%)      | (59.93)   | 1.26      | 434.88    | 21.71     | 9.36      |
| EPS(元/股)    | 0.12      | 0.12      | 0.65      | 0.80      | 0.87      |
| 市盈率(P/E)    | 69.85     | 68.98     | 13.46     | 11.06     | 10.11     |
| 市净率(P/B)    | 3.62      | 3.52      | 2.84      | 2.58      | 2.30      |
| 市销率(P/S)    | 1.83      | 2.14      | 1.60      | 1.22      | 0.99      |
| EV/EBITDA   | 8.50      | 11.60     | 9.49      | 7.67      | 7.21      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 证券研究报告

2020 年 10 月 25 日

### 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   | 8.44 元   |
| 目标价格   | 元        |

### 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股)   | 4,195.33   |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,885.03   |
| A 股总市值(百万元)   | 35,408.58  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 24,349.68  |
| 每股净资产(元)      | 2.51       |
| 资产负债率(%)      | 45.04      |
| 一年内最高/最低(元)   | 12.77/3.99 |

### 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 吴立                        | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517010002 |     |
| wuli1@tfzq.com            |     |
| 林逸丹                       | 联系人 |
| linyidan@tfzq.com         |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《大北农-半年报点评:上半年养殖推动业绩高增长，种业板块蓄势待发！》 2020-08-26
- 《大北农-公司点评:再获转基因生物安全证书，转基因研发领先优势扩大》 2020-06-28
- 《大北农-年报点评报告:一季度养殖贡献业绩高增长，种业板块蓄势待发！》 2020-04-27



## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2018             | 2019             | 2020E            | 2021E            | 2022E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 2,274.95         | 2,729.53         | 1,853.46         | 2,128.58         | 2,244.29         |
| 应收票据及应收账款        | 1,745.07         | 1,096.78         | 2,893.31         | 1,245.60         | 3,326.10         |
| 预付账款             | 133.82           | 153.57           | 261.68           | 298.34           | 391.67           |
| 存货               | 2,297.70         | 2,297.98         | 2,684.97         | 3,667.85         | 4,039.31         |
| 其他               | 485.48           | 627.51           | 427.51           | 983.18           | 666.87           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6,937.03</b>  | <b>6,905.37</b>  | <b>8,120.92</b>  | <b>8,323.53</b>  | <b>10,668.24</b> |
| 长期股权投资           | 2,328.22         | 2,252.80         | 2,990.80         | 3,758.80         | 4,584.80         |
| 固定资产             | 4,771.11         | 5,980.30         | 7,801.57         | 8,867.02         | 9,754.57         |
| 在建工程             | 267.46           | 434.31           | 1,292.15         | 1,646.08         | 1,573.04         |
| 无形资产             | 2,035.04         | 2,009.94         | 2,129.56         | 2,049.18         | 1,968.80         |
| 其他               | 1,756.86         | 1,321.43         | 1,224.39         | 103.44           | (801.58)         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>11,158.70</b> | <b>11,998.78</b> | <b>15,438.47</b> | <b>16,424.52</b> | <b>17,079.63</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>18,095.72</b> | <b>18,904.15</b> | <b>23,559.39</b> | <b>24,748.05</b> | <b>27,747.87</b> |
| 短期借款             | 2,442.29         | 2,652.89         | 2,708.99         | 2,176.82         | 1,373.06         |
| 应付票据及应付账款        | 1,124.19         | 1,154.61         | 1,521.42         | 2,090.97         | 2,083.74         |
| 其他               | 2,870.92         | 1,884.27         | 2,966.49         | 2,388.03         | 3,643.70         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>6,437.40</b>  | <b>5,691.77</b>  | <b>7,196.90</b>  | <b>6,655.81</b>  | <b>7,100.51</b>  |
| 长期借款             | 94.00            | 650.33           | 588.00           | 94.00            | 94.00            |
| 应付债券             | 600.00           | 600.00           | 566.55           | 588.85           | 585.13           |
| 其他               | 249.97           | 498.83           | 319.81           | 356.20           | 391.61           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>943.97</b>    | <b>1,749.16</b>  | <b>1,474.37</b>  | <b>1,039.05</b>  | <b>1,070.75</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,381.37</b>  | <b>7,440.93</b>  | <b>8,671.26</b>  | <b>7,694.87</b>  | <b>8,171.26</b>  |
| 少数股东权益           | 935.47           | 1,391.23         | 1,887.17         | 2,722.57         | 3,524.74         |
| 股本               | 4,242.99         | 4,195.33         | 4,195.33         | 4,195.33         | 4,195.33         |
| 资本公积             | 1,460.71         | 1,233.57         | 2,233.57         | 1,892.44         | 1,786.53         |
| 留存收益             | 6,431.59         | 6,432.88         | 8,805.63         | 10,135.29        | 11,856.55        |
| 其他               | (2,356.41)       | (1,789.78)       | (2,233.57)       | (1,892.44)       | (1,786.53)       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>10,714.35</b> | <b>11,463.22</b> | <b>14,888.13</b> | <b>17,053.19</b> | <b>19,576.62</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>18,095.72</b> | <b>18,904.15</b> | <b>23,559.39</b> | <b>24,748.05</b> | <b>27,747.87</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2018              | 2019            | 2020E             | 2021E             | 2022E             |
|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 485.97            | 620.85          | 2,745.51          | 3,341.58          | 3,654.34          |
| 折旧摊销           | 543.90            | 558.56          | 551.26            | 661.00            | 765.87            |
| 财务费用           | 255.99            | 221.02          |                   |                   |                   |
| 投资损失           | (317.19)          | (176.08)        | (176.00)          | (200.00)          | (250.00)          |
| 营运资金变动         | (1,278.20)        | 69.67           | (511.60)          | 35.37             | (904.73)          |
| 其它             | 1,377.00          | 493.08          | 502.61            | 833.22            | 801.40            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,067.47</b>   | <b>1,787.10</b> | <b>3,374.37</b>   | <b>4,876.19</b>   | <b>4,241.59</b>   |
| 资本支出           | 1,251.60          | 1,521.78        | 3,529.03          | 1,963.61          | 1,464.59          |
| 长期投资           | 973.12            | (75.42)         | 738.00            | 768.00            | 826.00            |
| 其他             | (3,641.79)        | (1,836.45)      | (8,455.15)        | (4,185.77)        | (3,433.11)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,417.07)</b> | <b>(390.10)</b> | <b>(4,188.12)</b> | <b>(1,454.16)</b> | <b>(1,142.52)</b> |
| 债权融资           | 3,636.22          | 4,068.46        | 4,085.27          | 3,155.30          | 2,279.73          |
| 股权融资           | (559.96)          | (140.27)        | 1,293.85          | (545.91)          | (280.39)          |
| 其他             | (4,262.84)        | (4,906.95)      | (5,441.45)        | (5,756.29)        | (4,982.70)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(1,186.59)</b> | <b>(978.77)</b> | <b>(62.32)</b>    | <b>(3,146.91)</b> | <b>(2,983.36)</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>(1,536.20)</b> | <b>418.24</b>   | <b>(876.07)</b>   | <b>275.12</b>     | <b>115.71</b>     |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018             | 2019             | 2020E            | 2021E            | 2022E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>19,302.07</b> | <b>16,577.90</b> | <b>23,168.23</b> | <b>30,408.25</b> | <b>37,404.81</b> |
| 营业成本             | 15,693.02        | 13,276.76        | 16,609.84        | 22,421.71        | 28,901.85        |
| 营业税金及附加          | 52.20            | 48.43            | 57.92            | 76.02            | 93.51            |
| 营业费用             | 1,521.83         | 1,123.22         | 1,390.09         | 1,672.45         | 1,870.24         |
| 管理费用             | 960.50           | 922.69           | 1,158.41         | 1,368.37         | 1,496.19         |
| 研发费用             | 414.61           | 383.03           | 486.53           | 547.35           | 561.07           |
| 财务费用             | 247.23           | 205.19           | 262.59           | 205.02           | 174.71           |
| 资产减值损失           | 206.79           | (53.80)          | 50.00            | 50.00            | 50.00            |
| 公允价值变动收益         | 7.16             | (7.31)           | 6.66             | (2.17)           | (0.77)           |
| 投资净收益            | 317.19           | 176.08           | 176.00           | 200.00           | 250.00           |
| 其他               | (749.21)         | (171.46)         | (365.33)         | (395.65)         | (498.46)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>630.75</b>    | <b>675.07</b>    | <b>3,335.51</b>  | <b>4,265.16</b>  | <b>4,506.47</b>  |
| 营业外收入            | 57.73            | 128.43           | 125.00           | 125.00           | 125.00           |
| 营业外支出            | 32.84            | 99.21            | 84.00            | 84.00            | 84.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>655.64</b>    | <b>704.29</b>    | <b>3,376.51</b>  | <b>4,306.16</b>  | <b>4,547.47</b>  |
| 所得税              | 169.67           | 83.44            | 135.06           | 129.18           | 90.95            |
| <b>净利润</b>       | <b>485.97</b>    | <b>620.85</b>    | <b>3,241.45</b>  | <b>4,176.97</b>  | <b>4,456.52</b>  |
| 少数股东损益           | (20.94)          | 107.56           | 495.94           | 835.39           | 802.17           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>506.91</b>    | <b>513.29</b>    | <b>2,745.51</b>  | <b>3,341.58</b>  | <b>3,654.34</b>  |
| 每股收益（元）          | 0.12             | 0.12             | 0.65             | 0.80             | 0.87             |

  

| 主要财务比率         | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E  | 2022E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 营业收入           | 2.99%   | -14.11% | 39.75%  | 31.25% | 23.01% |
| 营业利润           | -60.00% | 7.03%   | 394.10% | 27.87% | 5.66%  |
| 归属于母公司净利润      | -59.93% | 1.26%   | 434.88% | 21.71% | 9.36%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 毛利率            | 18.70%  | 19.91%  | 28.31%  | 26.26% | 22.73% |
| 净利率            | 2.63%   | 3.10%   | 11.85%  | 10.99% | 9.77%  |
| ROE            | 5.18%   | 5.10%   | 21.12%  | 23.32% | 22.77% |
| ROIC           | 7.20%   | 7.32%   | 29.39%  | 28.12% | 27.41% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 资产负债率          | 40.79%  | 39.36%  | 36.81%  | 31.09% | 29.45% |
| 净负债率           | 12.71%  | 11.68%  | 14.99%  | 6.02%  | 0.18%  |
| 流动比率           | 1.08    | 1.21    | 1.13    | 1.25   | 1.50   |
| 速动比率           | 0.72    | 0.81    | 0.76    | 0.70   | 0.93   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 12.31   | 11.67   | 11.61   | 14.69  | 16.36  |
| 存货周转率          | 7.69    | 7.21    | 9.30    | 9.57   | 9.71   |
| 总资产周转率         | 1.03    | 0.90    | 1.09    | 1.26   | 1.43   |
| <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |        |        |
| 每股收益           | 0.12    | 0.12    | 0.65    | 0.80   | 0.87   |
| 每股经营现金流        | 0.25    | 0.43    | 0.80    | 1.16   | 1.01   |
| 每股净资产          | 2.33    | 2.40    | 3.10    | 3.42   | 3.83   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |        |        |
| 市盈率            | 69.85   | 68.98   | 13.46   | 11.06  | 10.11  |
| 市净率            | 3.62    | 3.52    | 2.84    | 2.58   | 2.30   |
| EV/EBITDA      | 8.50    | 11.60   | 9.49    | 7.67   | 7.21   |
| EV/EBIT        | 12.08   | 15.79   | 10.95   | 8.81   | 8.39   |

## 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                                                   | 武汉                                                                                                             | 上海                                                                                                              | 深圳                                                                                                             |
|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |