

分析师: 唐俊男  
 登记编码: S0730519050003  
 tangjn@ccnew.com 021-50586738  
 研究助理: 张蔓梓  
 登记编码: S0730120110019  
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

## 主业加速布局, 生物育种进入黄金发展期

——大北农(002385)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

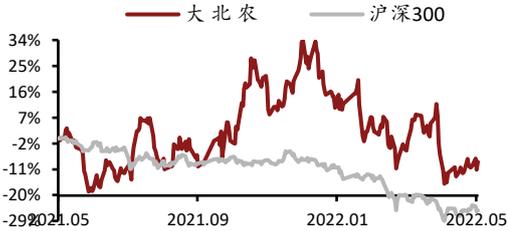
#### 市场数据(2022-05-25)

收盘价(元)	7.50
一年内最高/最低(元)	10.98/6.65
沪深 300 指数	3,983.18
市净率(倍)	2.97
流通市值(亿元)	232.07

#### 基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	2.53
每股经营现金流(元)	-0.23
毛利率(%)	9.97
净资产收益率_摊薄(%)	-2.22
资产负债率(%)	55.65
总股本/流通股(万股)	414,128.19/309,425.0
	5
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

#### 相关报告

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 05 月 26 日

#### 投资要点:

- 公司业绩短期承压。**2022 年一季度, 公司实现营业收入 64.6 亿元, 同比下降 12.73%; 归母净利润为亏损 2.33 亿元, 同比下降 159.49%; 扣非后的归母净利润为亏损 2.72 亿元, 同比下降 172.59%; 经营活动产生的现金流量净额为 -9.5 亿元, 同比下降 139.90%。2022Q1, 市场上猪价再度走跌, 养殖户陷入原料价格上涨、猪价下跌的双面挤压, 全行业进入亏损阶段, 公司业绩受到生猪养猪板块拖累导致盈利能力下滑。
- 饲料产品量价齐升, 生物育种技术商业化稳步推进。**自 2021 年以来, 生猪产能快速恢复, 下游需求扩大, 饲料迎来量价齐升的局面。2021Q1, 国内饲料总产量 6720 万吨, 同比增长 3.1%, 整体处于 2018 年以来高位水平; 从价格上来看, 一季度玉米价格处于高位, 豆粕价格大幅上涨, 推动配合、浓缩饲料成本增加分别约 172 元/吨、243 元/吨。受原料粮价格上涨的带动, 国内饲料价格创出历史新高, 养殖成本进一步提升。短期来看, 生猪存栏量仍处于相对高位, 对饲料的需求较为刚性, 2022 年上半年饲料产量有望保持稳中增长态势, 对饲料价格的高位运行起到支撑作用。长期来看, 猪价处于周期底部区间, 生猪产能仍在逐步去化阶段, 饲料价格或随生猪产能而出现高位回调。随着更多转基因玉米品种生物安全证书的颁发和行业政策的出台, 生物育种技术的产业化应用在我国稳步推进, 前期获得生物安全证书的相关企业有望率先受益。
- 公司主业市占率提升, 种子板块迎来成长期。**2021 年, 公司饲料销量为 589.59 万吨, 同比增长 26.47%, 市占率由 2020 年的 1.84% 提升至 2.01%。2022Q1, 公司通过并购的方式进一步扩大饲料主业的生产规模, 公司先后收购了九鼎科技和正邦西南区域的饲料业务, 随着并购项目的落地, 公司饲料产能规模大幅增长, 成为西南区域的头部企业。2021 年, 公司种子业务销量为 2,393.84 万公斤, 同比增长 25.98%; 销售收入为 5.61 亿元, 同比增长 37.49%。其中, 水稻种子销售收入 3.16 亿元, 同比增长 19.91%; 玉米种子销售收入 2.29 亿元, 同比增长 75.25%。在转基因品种方面, 公司是获得转基因生物安全证书最多的国内种企。目前, 公司已拥有领先的转基因玉米性状产品, 包括 DBN9936、DBN9858(配套庇护所)、DBN9501、DBN3601T; 拥有转基因大豆性状 DBN9004, 同时覆盖中国和南美大豆。2022 年是我国生物育种元年, 转基因作物管理办法、品种审定办法及《新种子法》已经为行业的健康发展做好铺垫, 随着转基因作物试点面积的逐步扩大, 公司种子业务将进入黄金发展期。

- **首次覆盖给予公司“增持”评级。**考虑到公司饲料业务规模的提升和种子板块的成长性，预计公司 2022-2024 年营业收入为 362.83/409.12/446.38 亿元，归母净利润为 7.83/20.54/23.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.19/0.50/0.57 元每股。根据行业可比上市公司情况，给予公司 2023 年整体市盈率 19 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**风险提示：**原料价格大幅波动，猪价大幅波动，生物育种商业化应用推进不及预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22814	31328	36283	40912	44638
增长比率(%)	37.62%	37.32%	15.82%	12.76%	9.11%
净利润(百万元)	1956	-440	783	2054	2351
增长比率(%)	281.02%	-122.52%	277.82%	162.30%	14.46%
每股收益(元)	0.48	-0.11	0.19	0.50	0.57
市盈率(倍)	20.13	—	39.14	14.92	13.04

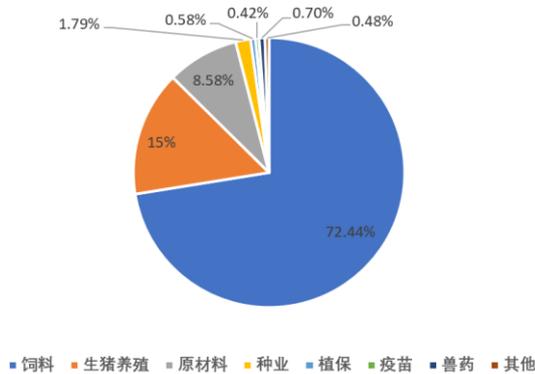
资料来源：聚源数据，中原证券

表 1: 公司转基因品种获批情况

产品	审批编号	转基因作物
玉米	农基安证字(2019)第291号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 (北方春玉米区)
玉米	农基安证字(2020)第218号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 (黄淮海夏玉米区)
玉米	农基安证字(2020)第219号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 (南方玉米区)
玉米	农基安证字(2020)第220号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 (西南夏玉米区)
玉米	农基安证字(2020)第221号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 (西北玉米区)
玉米	农基安证字(2020)第195号	耐除草剂玉米 DBN9858 (北方春玉米区)
玉米	农基安证字(2020)第223号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9501 (北方春玉米区)
玉米	农基安证字(2021)第366号	抗虫耐除草剂玉米 DBN3601T (西南玉米区)
大豆	农基安证字(2020)第001号	耐除草剂大豆 DBN0-9004-6 (进口)
大豆	农基安证字(2020)第224号	耐除草剂大豆 DBN9004 (北方春大豆区)

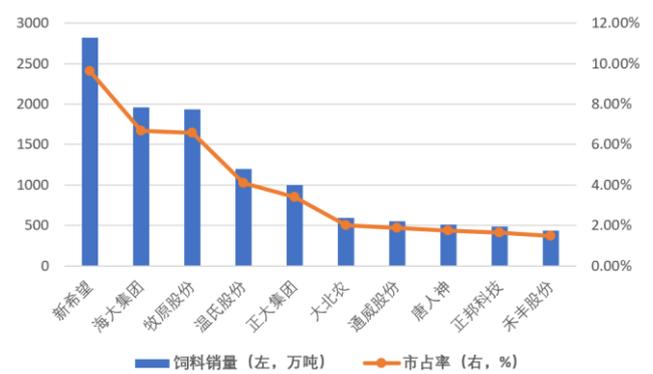
资料来源: 农业农村部, 中原证券

图 1: 2021 年公司业务结构



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2021 年中国饲料行业销量前十位企业



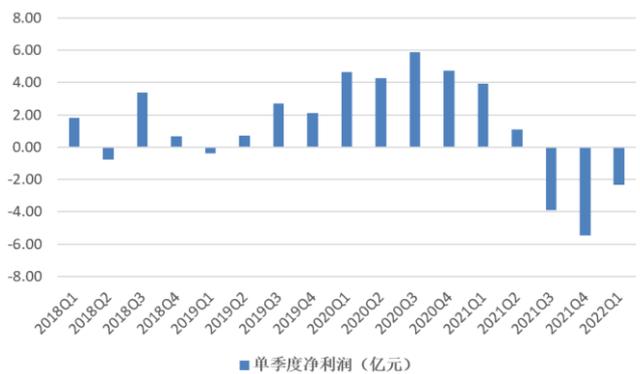
资料来源: 饲料行业信息网, 中原证券

图 3: 2018-2022 年公司单季度营收及环比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2018-2022 年公司单季度净利润



资料来源: Wind, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9574</b>	<b>10481</b>	<b>11981</b>	<b>15821</b>	<b>18304</b>
现金	4316	5799	4276	7883	10369
应收票据及应收账款	908	771	1579	1472	1549
其他应收款	133	128	407	289	333
预付账款	473	361	525	634	587
存货	3579	3310	5069	5422	5344
其他流动资产	165	111	124	122	122
<b>非流动资产</b>	<b>14467</b>	<b>16414</b>	<b>18334</b>	<b>16966</b>	<b>15213</b>
长期投资	2308	1848	2464	2534	2609
固定资产	7160	8926	9071	6718	3919
无形资产	1460	1479	1972	2094	2305
其他非流动资产	3540	4162	4829	5620	6380
<b>资产总计</b>	<b>24042</b>	<b>26895</b>	<b>30315</b>	<b>32787</b>	<b>33517</b>
<b>流动负债</b>	<b>8608</b>	<b>10187</b>	<b>12102</b>	<b>11052</b>	<b>7296</b>
短期借款	4076	4910	5333	4000	0
应付票据及应付账款	1820	2331	2804	3098	3206
其他流动负债	2712	2947	3965	3953	4090
<b>非流动负债</b>	<b>2397</b>	<b>4001</b>	<b>4001</b>	<b>4001</b>	<b>4001</b>
长期借款	1941	2747	2747	2747	2747
其他非流动负债	456	1255	1255	1255	1255
<b>负债合计</b>	<b>11005</b>	<b>14189</b>	<b>16103</b>	<b>15053</b>	<b>11298</b>
少数股东权益	2021	1969	2692	4160	6294
股本	4195	4141	4141	4141	4141
资本公积	1199	1335	1335	1335	1335
留存收益	6223	5568	6351	8405	10756
归属母公司股东权益	11015	10737	11520	13574	15925
<b>负债和股东权益</b>	<b>24042</b>	<b>26895</b>	<b>30315</b>	<b>32787</b>	<b>33517</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1856</b>	<b>1149</b>	<b>3878</b>	<b>8338</b>	<b>10430</b>
净利润	2573	-938	1506	3522	4485
折旧摊销	754	1044	4198	5197	6019
财务费用	260	341	219	204	119
投资损失	-752	7	-525	-644	-446
营运资金变动	-1279	107	-1531	50	247
其他经营现金流	300	588	12	9	6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1525</b>	<b>-1615</b>	<b>-5605</b>	<b>-3194</b>	<b>-3826</b>
资本支出	-2356	-2337	-5514	-3767	-4196
长期投资	789	693	-616	-70	-75
其他投资现金流	43	29	525	644	446
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1350</b>	<b>1921</b>	<b>204</b>	<b>-1537</b>	<b>-4119</b>
短期借款	1424	834	423	-1333	-4000
长期借款	1291	805	0	0	0
普通股增加	0	-54	0	0	0
资本公积增加	-34	136	0	0	0
其他筹资现金流	-1330	201	-219	-204	-119
<b>现金净增加额</b>	<b>1682</b>	<b>1455</b>	<b>-1523</b>	<b>3608</b>	<b>2485</b>

资料来源：聚源数据，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>22814</b>	<b>31328</b>	<b>36283</b>	<b>40912</b>	<b>44638</b>
营业成本	17788	28054	30892	33657	36173
营业税金及附加	51	63	87	90	98
营业费用	953	1037	1725	1670	1807
管理费用	1072	1507	1823	1982	2184
研发费用	543	613	804	894	946
财务费用	229	289	219	204	119
资产减值损失	-140	-487	-22	-24	-20
其他收益	154	131	223	233	238
公允价值变动收益	2	2	0	0	0
投资净收益	752	-7	525	644	446
资产处置收益	12	9	10	15	14
<b>营业利润</b>	<b>2833</b>	<b>-689</b>	<b>1469</b>	<b>3283</b>	<b>3989</b>
营业外收入	43	56	0	0	0
营业外支出	75	103	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2801</b>	<b>-736</b>	<b>1469</b>	<b>3283</b>	<b>3989</b>
所得税	228	202	-37	-240	-496
<b>净利润</b>	<b>2573</b>	<b>-938</b>	<b>1506</b>	<b>3522</b>	<b>4485</b>
少数股东损益	618	-498	723	1468	2134
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1956</b>	<b>-440</b>	<b>783</b>	<b>2054</b>	<b>2351</b>
EBITDA	3154	701	5163	7216	7992
EPS (元)	0.48	-0.11	0.19	0.50	0.57

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	37.62%	37.32%	15.82%	12.76%	9.11%
营业利润 (%)	319.69%	-124.31%	313.23%	123.47%	21.52%
归属母公司净利润 (%)	281.02%	-122.52%	277.82%	162.30%	14.46%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	22.03%	10.45%	14.86%	17.73%	18.96%
净利率 (%)	11.28%	-2.99%	4.15%	8.61%	10.05%
ROE (%)	17.75%	-4.10%	6.80%	15.13%	14.76%
ROIC	11.04%	-2.01%	4.18%	8.38%	8.42%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	45.77%	52.76%	53.12%	45.91%	33.71%
净负债比率 (%)	84.41%	111.67%	113.31%	84.88%	50.85%
流动比率	1.11	1.03	0.99	1.43	2.51
速动比率	0.64	0.67	0.53	0.88	1.70
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.95	1.16	1.20	1.25	1.33
应收账款周转率	25.98	40.63	23.41	28.35	29.24
应付账款周转率	9.83	12.29	11.23	11.03	11.49
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.48	-0.11	0.19	0.50	0.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.28	0.94	2.01	2.52
每股净资产 (最新摊薄)	2.66	2.59	2.78	3.28	3.85
<b>估值比率</b>					
P/E	20.13	—	39.14	14.92	13.04
P/B	3.63	4.05	2.66	2.26	1.92
EV/EBITDA	13.68	66.56	6.94	4.28	3.05

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。