

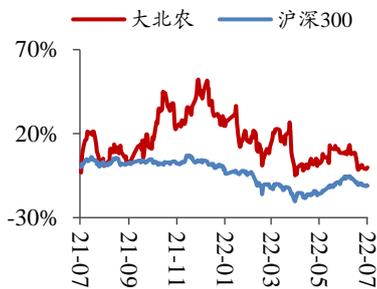
## 核心业务持续发力，多轮驱动助推企业发展

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-07-28

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 7.21       |
| 近12个月最高/最低(元) | 11.30/6.68 |
| 总股本(百万股)      | 4,141      |
| 流通股本(百万股)     | 3,261      |
| 流通股比例(%)      | 78.74      |
| 总市值(亿元)       | 299        |
| 流通市值(亿元)      | 235        |

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 大北农：现代农业高科技企业

大北农是以邵根伙博士为代表的青年学农知识分子创立的农业高科技企业。公司由饲料起家，产业布局不断扩大至饲料科技产业、养猪科技产业、作物科技产业、动保疫苗科技产业和农业互联网产业。目前重点发力生猪养殖与服务产业链经营、种业科技与服务产业链经营。

#### ● 饲料布局内生外延，争创全球第一品牌

饲料科技产业是公司的基础核心产业。作为国内最大的预混料生产企业，公司以大北农、新乡大北农、广安、博原四大事业部为基础，在全国建有140多个饲料生产基地，年产能1000万吨。2022年，公司先后收购九鼎科技和正邦科技旗下西南区域饲料公司，通过整合资源和优势共享，实现饲料科技产业布局进一步完善。公司计划2022年饲料产量突破800万吨，并有望向1000万吨冲击，逐渐提高公司在全国饲料市场的占有率。

#### ● 严控成本稳步出栏，有望充分受益猪价上涨

公司自2016年开始实施养猪大创业战略，在东北、内蒙、华北、西北、广西、安徽等区域积极布局养猪产业，陆续成立9大养猪平台、1个种猪平台和84家三级养猪公司，生猪出栏持续扩张，1H2022公司生猪出栏量198.32万头，同比增长19.23%，全年出栏量有望突破450万头。公司发挥生物安全防控和全产业链优势，养殖成本不断优化，2022年下半年计划实现8元/斤以下的完全成本目标。

#### ● 转基因技术持续领先，种业有望实现新突破

作为国内拥有最多转基因生物安全证书的企业，大北农将种子业务作为未来发展的核心业务，深耕种业多年。公司一方面重视科研创新，性状储备丰富，目前已与130多家玉米种子企业展开合作，对应推广面积约一亿多亩，先发优势明显；另一方面，公司积极布局种子业务，通过收购大天种业和鲜美种苗加速种业资产整合。随着转基因商业化渐行渐近和外延并购的持续推进，公司有望把握种业变革机遇，实现种子业务的长期增长。

#### ● 投资建议

我们预计2022-2024年公司实现主营业务收入349.4亿元、499.97亿元、550.69亿元，同比分别增长11.5%、43.1%、10.1%，对应归母净利润3.2亿元、17.35亿元、19.65亿元，对应EPS分别为0.08元、0.42元、0.47元。生猪价格已反转，并于7月创出非瘟疫情前新高，公司有望充分受益猪价上涨；公司也是国内首批获得转基因玉米生物安全证书的公司之一，从合作伙伴数量和规模层面均处于先发优势，有望充分受益转基因商业化。我们给予公司2023年25倍PE，合理估值10.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

饲料原料供应及价格波动；猪价波动；转基因商业化进程不及预期。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E |
|-----------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入      | 31328   | 34941  | 49997  | 55069 |
| 收入同比 (%)  | 37.3%   | 11.5%  | 43.1%  | 10.1% |
| 归属母公司净利润  | -440    | 320    | 1735   | 1965  |
| 净利润同比 (%) | -122.5% | 172.8% | 441.7% | 13.2% |
| 毛利率 (%)   | 10.5%   | 12.5%  | 14.0%  | 14.5% |
| ROE (%)   | -4.1%   | 2.9%   | 13.6%  | 13.3% |
| 每股收益 (元)  | -0.11   | 0.08   | 0.42   | 0.47  |
| P/E       | —       | 93.19  | 17.20  | 15.20 |
| P/B       | 4.05    | 2.70   | 2.33   | 2.02  |
| EV/EBITDA | 66.56   | 24.92  | 9.43   | 7.75  |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 1 大北农：现代农业高科技企业       | 6  |
| 1.1 报国兴农，共同发展         | 6  |
| 1.2 全方位产业布局，共同助力企业发展  | 7  |
| 1.3 总体营收稳步增长，养殖业务短期承压 | 8  |
| 2 饲料布局内生外延，争创全球第一品牌   | 10 |
| 2.1 行业集中度提升，进入整合提升阶段  | 10 |
| 2.2 饲料业务稳步增长，内生外延扩大优势 | 12 |
| 3 严控成本稳步出栏，有望充分受益猪价上涨 | 14 |
| 3.1 周期回顾              | 14 |
| 3.2 猪价已创非瘟前新高，新周期开启   | 16 |
| 3.3 严格控制养殖成本，稳定发展布局   | 18 |
| 4 转基因技术持续领先，种业有望实现新突破 | 20 |
| 4.1 转基因商业化渐行渐近        | 20 |
| 4.2 深耕种业多年，重视研发创新     | 22 |
| 5 盈利预测、估值及投资评级        | 26 |
| 5.1 盈利预测              | 26 |
| 5.2 投资建议              | 28 |
| 风险提示：                 | 28 |
| 财务报表与盈利预测             | 29 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1 公司发展历程                           | 6  |
| 图表 2 公司股权结构                           | 7  |
| 图表 3 公司前十名股东持股情况 (截至 2022 年 3 月 30 日) | 7  |
| 图表 4 公司业务布局                           | 8  |
| 图表 5 2010-2021 公司营业收入及增速, 亿元          | 9  |
| 图表 6 2010-2021 公司归母净利润及增速, 亿元         | 9  |
| 图表 7 2021 年公司主营业务收入占比                 | 9  |
| 图表 8 2021 年公司主营业务收入, 亿元               | 9  |
| 图表 9 2021 年公司不同地区业务收入占比               | 10 |
| 图表 10 2021 年公司不同地区业务收入, 亿元            | 10 |
| 图表 11 全国饲料产量走势图                       | 11 |
| 图表 12 2021 年全国饲料产量分类图                 | 11 |
| 图表 13 2018-2021 年全国年产百万吨企业变化          | 11 |
| 图表 14 2021 年各省饲料产量, 万吨                | 11 |
| 图表 15 2017-2021 饲料销售收入及增速, 亿元、%       | 12 |
| 图表 16 2017-2021 饲料销售量变化及增速, 万吨、%      | 12 |
| 图表 17 2018-2021 公司细分饲料销量变化, 万吨        | 12 |
| 图表 18 2021 饲料品类占比变化, %                | 12 |
| 图表 19 可比公司饲料业务毛利率变化, %                | 13 |
| 图表 20 2022 年大北农收购股权对照表                | 13 |
| 图表 21 大北农 2022 年收购子公司财务情况, 百万元        | 14 |
| 图表 22 1995-2021 年我国活猪、仔猪价格走势, 元/公斤    | 15 |
| 图表 23 中国生猪价格波动周期列表                    | 15 |
| 图表 24 全国能繁母猪季末存栏量对照图, 万头              | 16 |
| 图表 25 猪细小病毒疫苗、猪乙型脑炎疫苗介绍               | 17 |
| 图表 26 2018-2021 公司制药业务营收变化, 亿元、%      | 17 |
| 图表 27 2018-2021 公司制药业务毛利变化, %         | 17 |
| 图表 28 主要上市猪企种猪存栏对照表                   | 17 |
| 图表 29 公司养猪业务和猪联网业务发展历程                | 19 |
| 图表 30 公司控股及参股公司生猪出栏量及增速               | 19 |
| 图表 31 控股子公司生猪出栏及增速                    | 19 |
| 图表 32 1H2022 主要上市猪企出栏量对照图, 万头         | 20 |
| 图表 33 1H2022 主要上市猪企出栏量同比增速对照图         | 20 |
| 图表 34 2020-2021 年中国种业主要事件及文件列表        | 21 |
| 图表 35 我国转基因品种获批情况                     | 22 |
| 图表 36 2018-2021 种子销售收入及增速, 亿元、%       | 23 |
| 图表 37 2018-2021 种子销售量变化, 万公斤          | 23 |
| 图表 38 2021 各上市公司研发人员数量                | 23 |
| 图表 39 2021 年各上市公司研发费用, 亿元             | 23 |

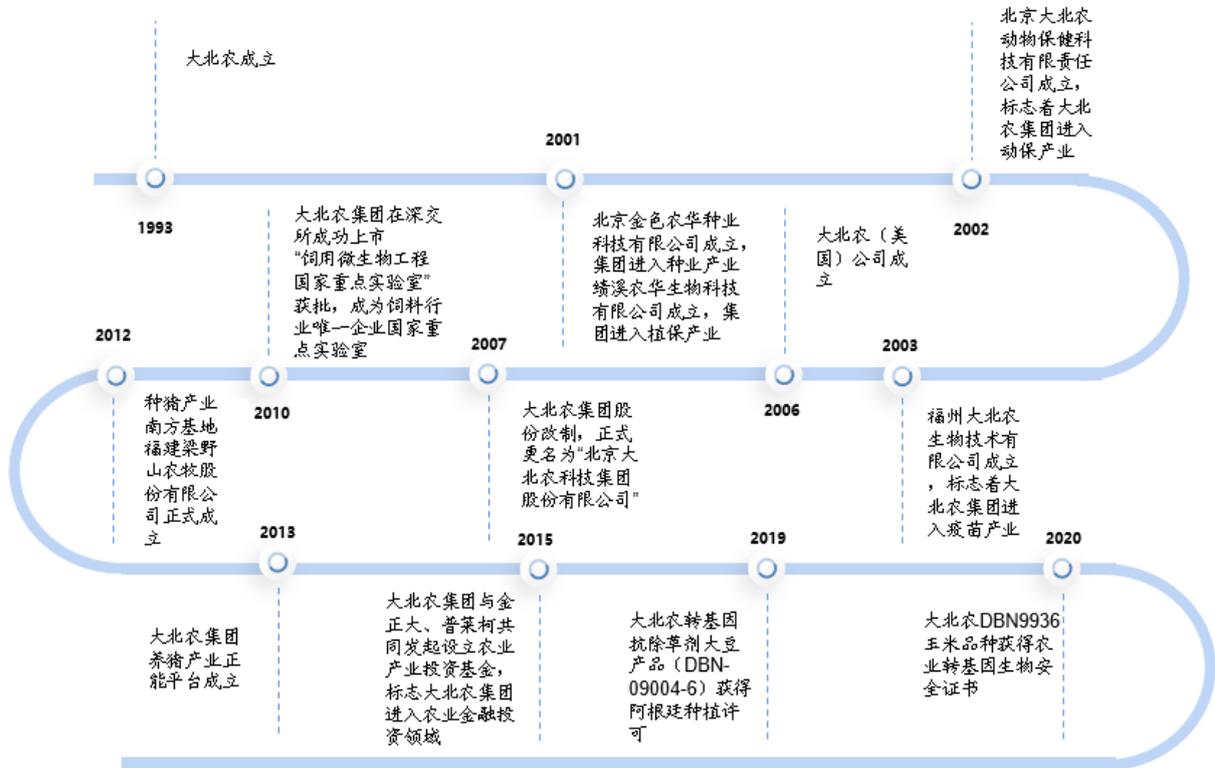
|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图表 40 公司种业主要研发项目 .....   | 23 |
| 图表 41 大北农转基因品种获批情况 ..... | 25 |
| 图表 42 公司收入成本预测表 .....    | 26 |

# 1 大北农：现代农业高科技企业

## 1.1 报国兴农，共同发展

大北农集团是以邵根伙博士为代表的青年学农知识分子创立的农业高科技企业。集团始终秉承“报国兴农、争创第一、共同发展”的企业理念，以志创世界级农业科技与服务企业为使命，长远布局大农业产业，致力于以科技创新推动我国现代农业发展。公司于 1993 年成立，以饲料为起点，在 2001~2003 年间逐渐涉足种业、植保、动保、疫苗等不同领域。

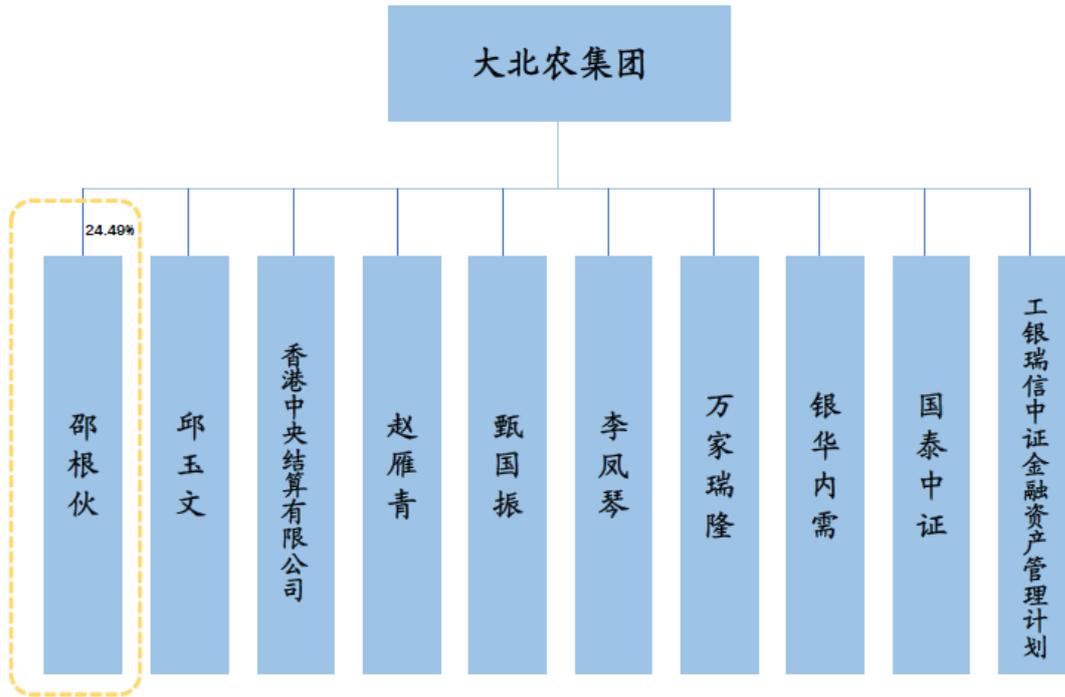
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司股权相对集中，邵根伙为实际控制人。截止至 2022 年一季末，邵博士持股比例为 24.49%。第二和第三大股东为邱玉文和香港中央结算有限公司，持股比例分别为 2.51%和 2.02%，其余股东持股比例均低于 2%。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司前十名股东持股情况 (截至 2022 年 3 月 30 日)

| 序号 | 持有人名称                  | 数量 (股)        | 占比 (%) | 股份性质  |
|----|------------------------|---------------|--------|-------|
| 1  | 邵根伙                    | 1,014,200,026 | 24.49  | 境内自然人 |
| 2  | 邱玉文                    | 103,898,754   | 2.51   | 境内自然人 |
| 3  | 香港中央结算有限公司             | 83,681,442    | 2.02   | 境外法人  |
| 4  | 赵雁青                    | 77,871,282    | 1.88   | 境内自然人 |
| 5  | 甄国振                    | 44,216,904    | 1.07   | 境内自然人 |
| 6  | 李凤琴                    | 43,278,414    | 1.05   | 境内自然人 |
| 7  | 万家瑞隆混合型证券投资基金          | 26,705,697    | 0.64   | 其他    |
| 8  | 银华内需精选混合型证券投资基金 (LOF)  | 25,100,000    | 0.61   | 其他    |
| 9  | 国泰中证畜牧养殖交易型开放式指数证券投资基金 | 24,368,266    | 0.59   | 其他    |
| 10 | 工银瑞信中证金融资产管理计划         | 23,469,000    | 0.57   | 其他    |
|    | 合计                     | 1,466,789,785 | 35.43  | —     |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

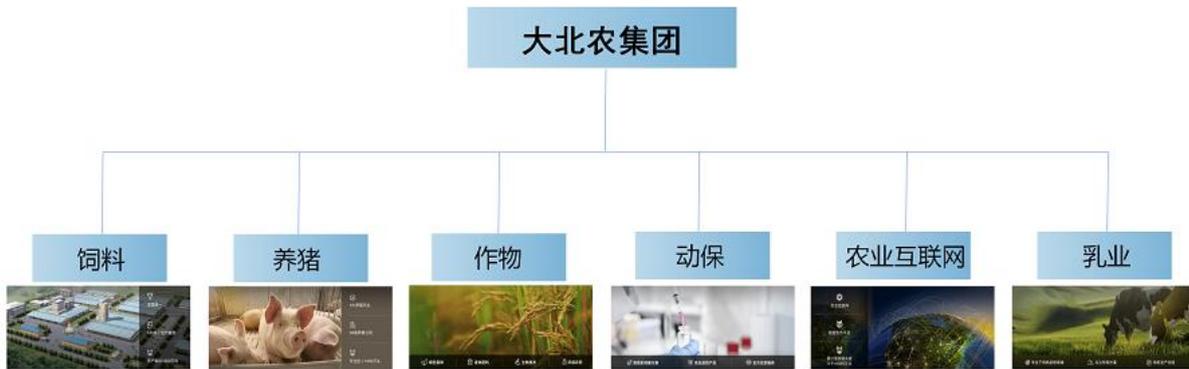
## 1.2 全方位产业布局，共同助力企业发展

由饲料起家，不断扩大产业布局。公司产业布局包括：饲料科技产业、养猪

科技产业、作物科技产业、动保疫苗科技产业、农业互联网产业。目前重点发力生猪养殖与服务产业链经营、种业科技与服务产业链经营。其中，生猪养殖与服务产业链经营包括种猪育种、生猪育肥、生猪饲料（前端料、母猪料等）、动物疫苗、动物药品、生猪养殖信息化等业务。公司养殖板块布局遍布全国 20 个省份，包括 9 大养猪平台，1 个种猪平台，具备 40 多万头的基础母猪存栏量。依托集团良好的产业基础与区域布局，持续推进“公司+生态农场”的生产模式、“一体化”养猪公司的模式与自建猪场和租赁猪场的发展方式，创建了独特的“联合舰队式”养猪产业模式。

种业科技与服务产业链经营包括杂交水稻、常规玉米、植物农药和肥料、带有生物技术性状的玉米、带有生物技术性状的大豆等种子产品的科研、繁育、生产、销售等业务。公司目前掌握的转基因玉米性状包括 DBN9936、DBN9858（配套庇护所）、DBN9501、DBN3601T；转基因大豆性状 DBN9004。随着相关政策的出台落实，公司将进一步加强生物育种，不断提高商业化落地可行性，积极布局，把握机遇，推动种业科学健康发展。

图表 4 公司业务布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 1.3 总体营收稳步增长，养殖业务短期承压

猪价下跌拖累业绩，公司生猪养殖业务短期承压。2010-2020 年，公司营业收入从 52.5 亿元增长至 228.1 亿元，年复合增长率 15.8%，归母净利润从 3.1 亿元攀升至 19.6 亿元，年复合增长率达 20.19%。2021 年公司营业收入为 313.28 亿元，同比增长 37.3%，归母净利润-4.4 亿元，同比下降 122.5%，主要是生猪价格大幅下跌、公司计提资产减值损失，以及养殖成本较高等因素所致。

公司已发布 1H2022 业绩预告，预计上半年归母净利润亏损 4.5-5.5 亿元，同比下滑 188%-200%。净利润相比同期由盈转亏，一方面受低位猪价行情影响，猪饲料销量有所下降，同时饲料主要原料价格上涨提升饲料和养猪成本；另一方面，公司加大人才方面的投入，实施股权激励确认股份支付费用，导致期间费用同比增长。

图表 5 2010-2021 公司营业收入及增速, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 6 2010-2021 公司归母净利润及增速, 亿元

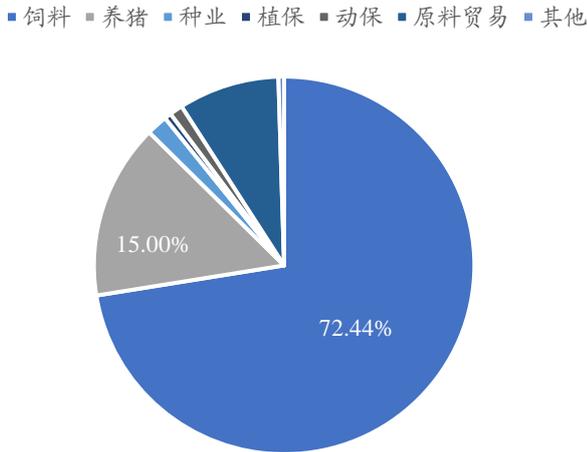


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**分业务看**, 公司主要收入来源于饲料和养殖板块, 合计营收占比超过主营业务收入的 85%。2021 年公司饲料业务收入占比 72.4%, 销售收入 226.95 亿元, 同比增长 36.8%, 饲料销量 589.59 万吨, 同比增长 26.5%。随着公司收购不断落实, 2022 年公司计划饲料产量突破 800 万吨, 并有望向 1000 万吨冲击, 逐渐提高公司在全国饲料市场的占有率。

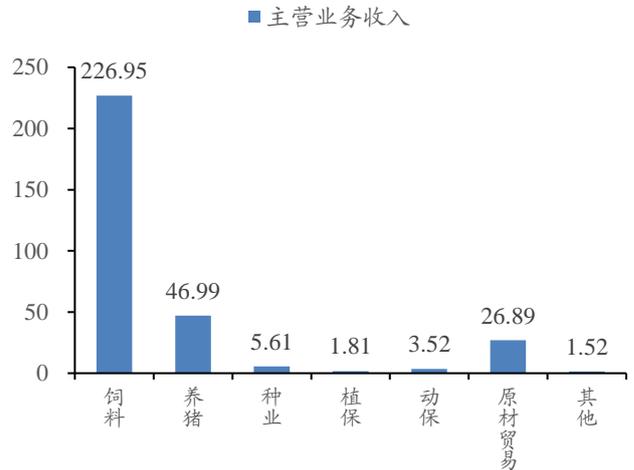
受猪价行情低迷影响, 公司养殖板块在营收增长的同时, 出现明显亏损, 2021 年生猪销售收入 46.99 亿元, 同比增长 23.6%, 占公司主营业务收入 15%。随着新一轮猪周期的开启, 公司养殖业务有望改善。

图表 7 2021 年公司主营业务收入占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

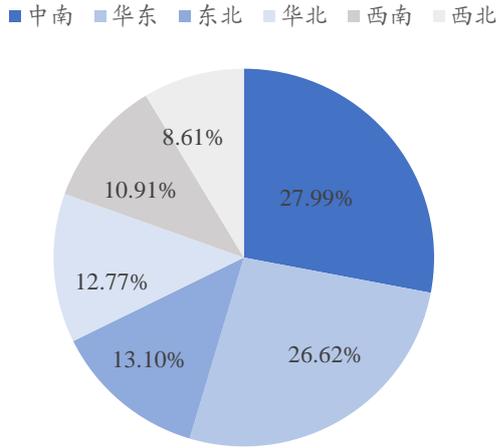
图表 8 2021 年公司主营业务收入, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

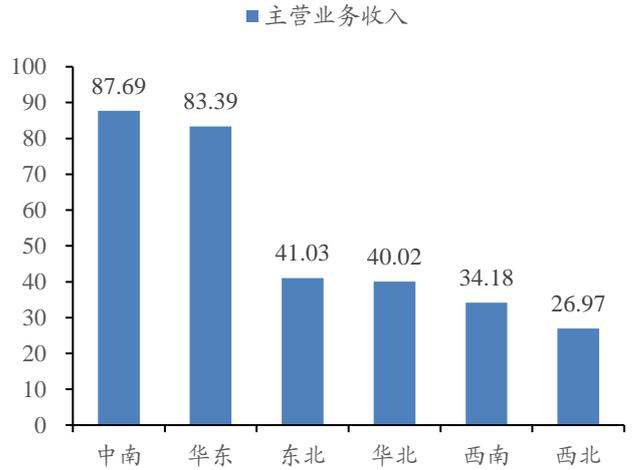
**分地区看**, 中南和华东地区营收较高, 合计占比超过 54%, 各地区营收并无明显差异。随着龙江战略的启动以及公司在西南地区收购计划的落实, 未来公司在东北和西南地区的营收有望提升。

图表 9 2021 公司不同地区业务收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 2021 公司不同地区业务收入，亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2 饲料布局内生外延，争创全球第一品牌

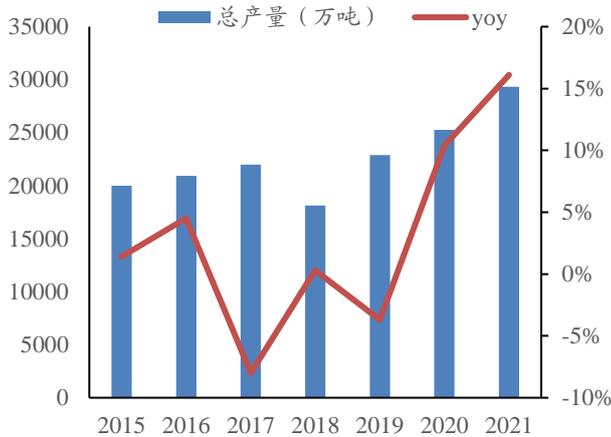
### 2.1 行业集中度提升，进入整合提升阶段

我国饲料工业发展起步于 20 世纪 70 年代末，在 40 多年发展历程中，大致经历了四个阶段：1970 年末-1982 年初创期，1983-2000 年快速发展期，2001-2010 年快速扩张期，2011 年至今的稳定增长及整合扩张期。2011 年我国饲料产量已超过美国，成为全球第一大饲料生产国。

2000-2021 年，全国饲料产量从 7429 万吨上升至 2.93 亿吨。自 2011 年以来，国内饲料行业步入成熟阶段，年复合增长率 3.8%。2019 年受非瘟疫情影响，生猪养殖行业损失惨重，全国饲料销量同比下降 3.7%，其中，猪料销量同比下降 26.6%。2020 年和 2021 年我国饲料产量重新步入上升态势，2020 年全国饲料产量同比增长 10.4%，其中，猪料产量同比增长 16.4%，2021 年全国工业饲料总产量 29344.3 万吨，同比增长 16.1%，其中，猪料产量同比增长 46.6%。

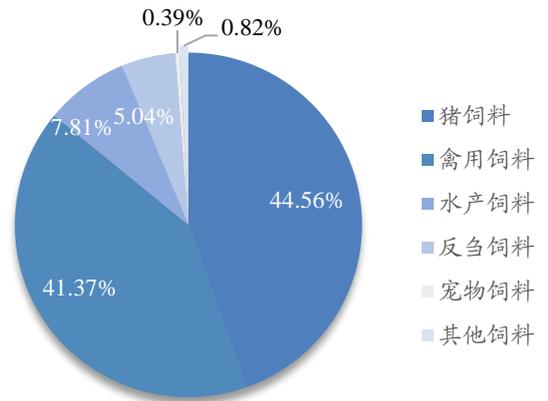
分品类看，2021 年我国猪料产量 13076.5 万吨，占全国饲料总产量 44.6%；蛋禽料、肉禽料产量为 3231.4 万吨和 8909.6 万吨，分别占全国饲料总产量 11.0% 和 30.4%；反刍动物饲料产量 1480.3 万吨，占全国饲料总产量 5.0%；水产饲料产量 2293.0 万吨，占全国饲料总产量 7.8%。

图表 11 全国饲料产量走势图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

图表 12 2021 年全国饲料产量分类图

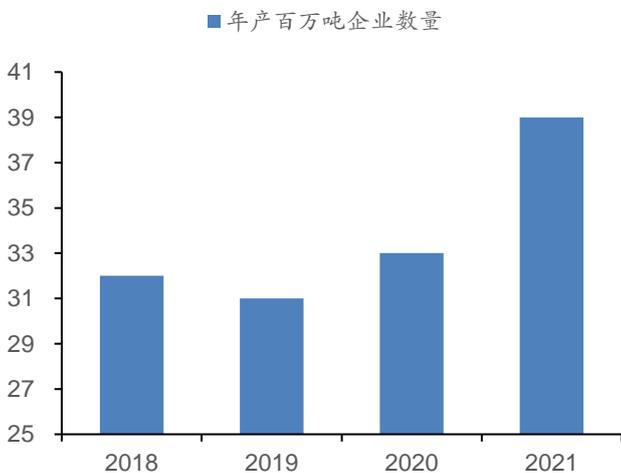


资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

目前，饲料行业已形成了以少数全国性大型企业集团为主导，部分中型企业占据区域性市场，大批小企业为补充的市场格局。全国性大型农牧产业集团，无论是品牌效应、产品品质、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位，如新希望、海大集团、大北农等；区域性的中等饲料企业，拥有核心竞争力和核心技术，在一个或多个局部地区拥有非常高市场认可度和品牌效应，属于快速成长期或即将进入成熟期的企业，傲农生物、金新农等；中小型饲料企业没有技术特色或核心优势，客户群体也相对不稳定，处于较弱势的市场地位。

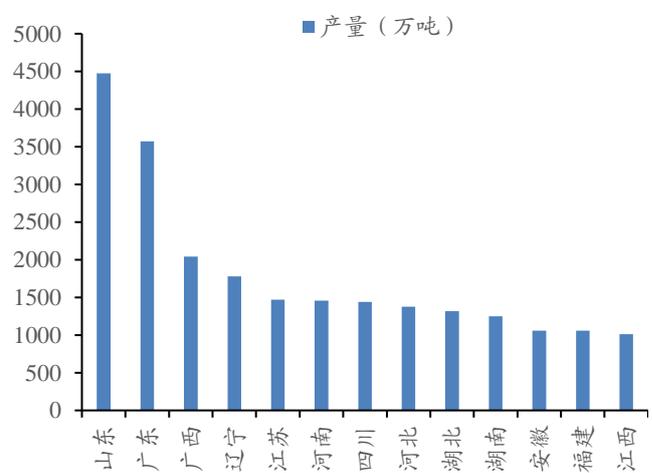
饲料行业的集中度在原料价格攀升的压力之下继续提升，2021 年全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 957 家，比上年增加 208 家；合计饲料产量 17707.7 万吨，比上年增长 24.4%，在全国饲料总产量中的占比为 60.3%，同比提高 7.5 个百分点。全国有 14 家生产厂年产量超过 50 万吨，比上年增加 5 家，单厂最大产量 125.1 万吨。年产百万吨以上规模饲料企业集团 39 家，比上年增加 6 家；合计饲料产量占全国饲料总产量的 59.7%，同比提高 5.1 个百分点；其中有 6 家企业集团年产量超过 1000 万吨，比上年增加 3 家。

图表 13 2018-2021 年全国年产百万吨企业变化



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

图表 14 2021 年各省饲料产量，万吨



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

## 2.2 饲料业务稳步增长，内生外延扩大优势

饲料科技产业是公司的基础核心产业。2015-2021 年，公司饲料销售收入从 145.4 亿元稳步增长至 226.95 亿元，年复合增长率 7.7%；饲料销量从 382 万吨增长至 590 万吨，年复合增长率 7.5%。

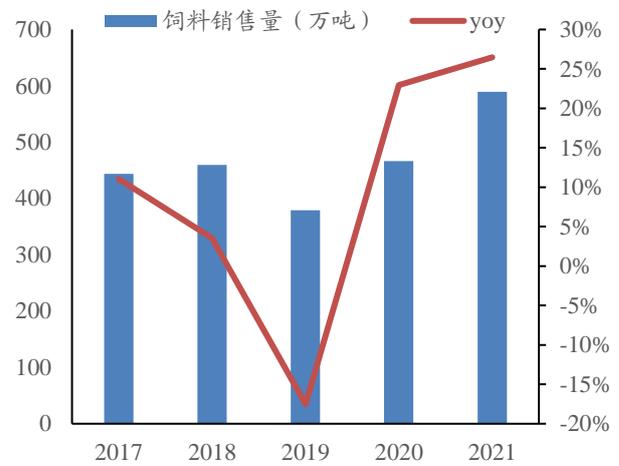
分品类看，随着 2021 年国内生猪产能快速恢复和反刍动物养殖的持续发展，公司猪用饲料销量达 458 万吨，同比增长 39.8%；反刍饲料销量 57.45 万吨，同比增长 21.4%；受上游原材料价格上涨和下游养殖端效益低迷的双重挤压，公司禽类饲料销量 30.84 万吨，同比下降 35.0%。

图表 15 2017-2021 饲料销售收入及增速，亿元、%



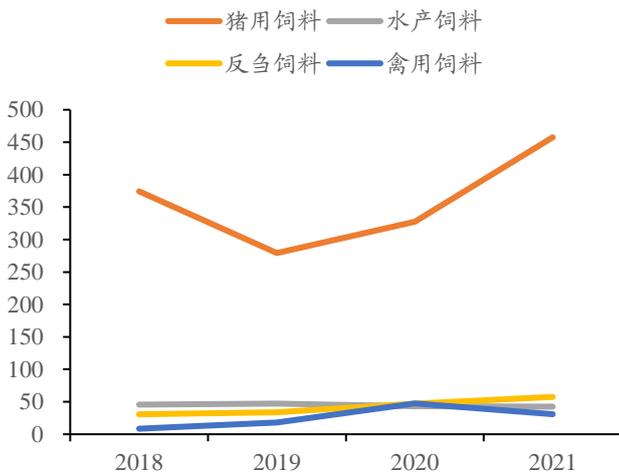
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 2017-2021 饲料销售量变化及增速，万吨、%



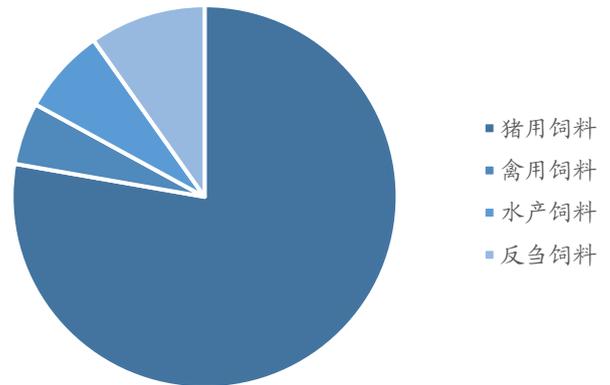
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 2018-2021 公司细分饲料销量变化，万吨



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 2021 饲料品类占比变化，%



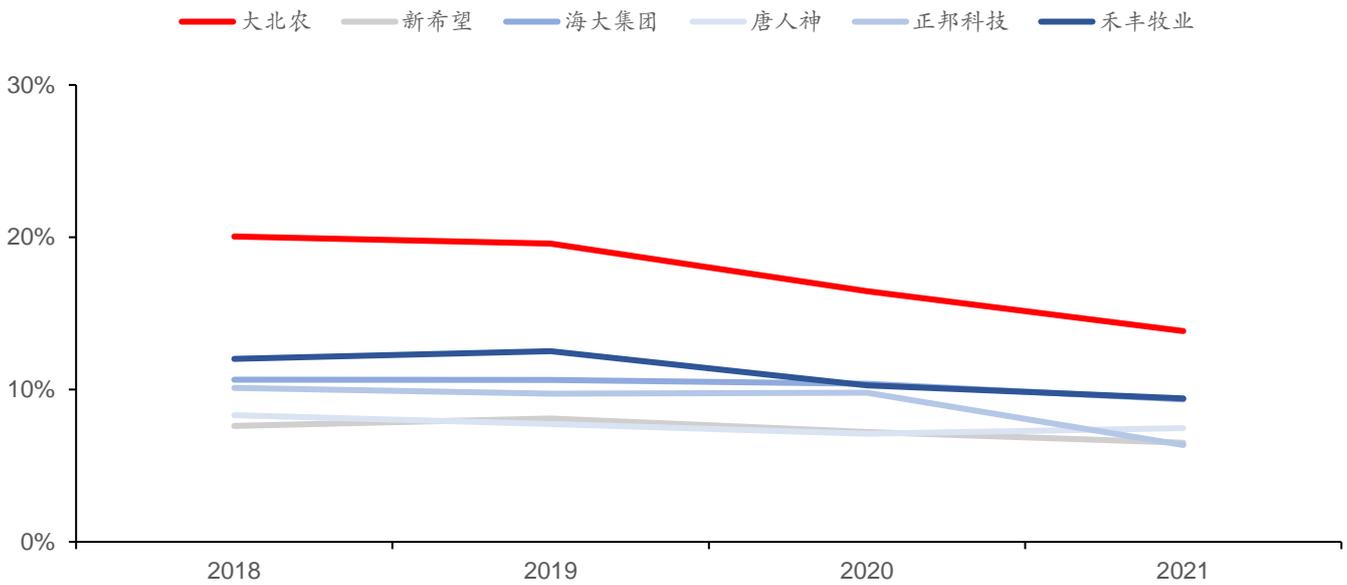
资料来源：公司公告，华安证券研究所

作为国内最大的预混料生产企业，公司以大北农、新乡大北农、广安、博原四大事业部为基础，在全国建有 140 多个饲料生产基地，年产能 1000 万吨。2022

年，集团先后收购九鼎科技和正邦科技旗下西南区域饲料公司，通过整合资源和优势共享，进一步完善了饲料科技产业布局；此外，公司通过签署协议，将收购的正邦科技饲料产业直接与正邦在西南地区的生猪养殖业务绑定，大幅提高饲料产能和公司在湖南、西南地区的市占率，力争实现 2023 年全球饲料竞争力第一的目标。

**发力高端饲料品类，产品毛利率较高。**公司在坚持以猪料前端料、高端料作为发展核心的同时，在牛羊反刍料、水产料、禽料、微生态饲料等品类进行差异化探索，不断优化产品结构，实行“1+N”和“1+1+N”的多产品战略，强化区域坐庄战略，一省一策，在产品端和销售端同时发力，向上连接原料供应链，向下融入畜禽产业，持续提升公司饲料业务的长期盈利能力。

图表 19 可比公司饲料业务毛利率变化，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 2022 年大北农收购股权对照表

| 事件                     | 公告时间      | 主要内容   | 业绩承诺  |
|------------------------|-----------|--|---|
| 大北农收购江西正邦科技旗下部分控股子公司股权 | 2022/3/1  | 为进一步完善公司在西南地区饲料产业布局，提升饲料产业竞争力，大北农拟收购正邦科技持有的控股子公司德阳正邦、丹棱正邦、重庆广联的全部股权，以及收购其持有的云南广联、昆明新好农、云南大鲸、贵阳正邦、云南广德等 5 家公司 51% 的股权。交易价格合计约 20-25 亿元，最终股权转让价格由双方另行签署协议，分别约定各标的公司的股权转让价格。股权收购完成后，以上 8 家标的公司将成为公司的控股子公司。                | 三年业绩承诺期限内的承诺业绩目标：2022 年、2023 年、2024 年归母净利润应分别不低于人民币 1.3 亿元、1.6 亿元、2.0 亿元。 |
| 大北农收购湖南九鼎科技（集团）部分股权    | 2022/1/11 | 大北农拟收购湖南九鼎科技（集团）自然人股东杨林先生持有的 30% 股权，林先生为标的公司控股股东、实际控制人。同时，杨林先生将其所持标的公司剩余全部股权（且不少于 27% 股权）的表决权委托给大北农（委托授权期限至 2023 年 3 月 31 日止，经双方协商一致可以延长委托授权）。标的股权交易价格 13.2 亿元。同时，公司与杨林先生、标的公司签署框架协议，就未来剩余 70% 的股权继续收购达成框架性约定。湖南九鼎科技曾获 | 承诺 2022 年至 2024 年实现的合并报表口径下扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 1.4 亿元、1.8 亿元、2.2 亿元。       |

得全国饲料企业二十强，扎根湖南，并在湖北、江西、广西等省份均有业务布局，合计拥有产能逾 600 万吨。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 21 大北农 2022 年收购子公司财务情况，百万元**

| 标的公司         | 数据时间                | 资产      | 负债     | 净资产    | 营业收入    | 净利润   |
|--------------|---------------------|---------|--------|--------|---------|-------|
| 湖南九鼎科技有限公司   | 截至 2021 年 11 月 30 日 | 2463    | 1177   | 1286   | 5387    | 132   |
| 德阳正邦农牧科技有限公司 | 截至 2021 年 9 月 30 日  | 353.14  | 295.86 | 57.27  | 647.85  | 5.07  |
| 丹棱正邦饲料有限公司   | 截至 2021 年 9 月 30 日  | 221.48  | 157.16 | 64.33  | 410.74  | 6.13  |
| 重庆广联农牧科技有限公司 | 截至 2021 年 9 月 30 日  | 1312.40 | 938.27 | 374.13 | 2370.67 | 83.58 |
| 云南广联畜禽有限公司   | 截至 2021 年 9 月 30 日  | 245.67  | 143.52 | 102.15 | 698.79  | 54.13 |
| 昆明新好农科技有限公司  | 截至 2021 年 9 月 30 日  | 314.60  | 230.25 | 84.35  | 647.55  | 11.34 |
| 云南大鲸科技有限公司   | 截至 2021 年 9 月 30 日  | 332.00  | 267.06 | 64.95  | 833.29  | 18.12 |
| 贵阳正邦畜牧有限公司   | 截至 2021 年 9 月 30 日  | 255.63  | 211.19 | 44.43  | 597.55  | 21.48 |
| 云南广德饲料有限公司   | 截至 2021 年 9 月 30 日  | 26.76   | 14.30  | 12.46  | 136.54  | 4.70  |

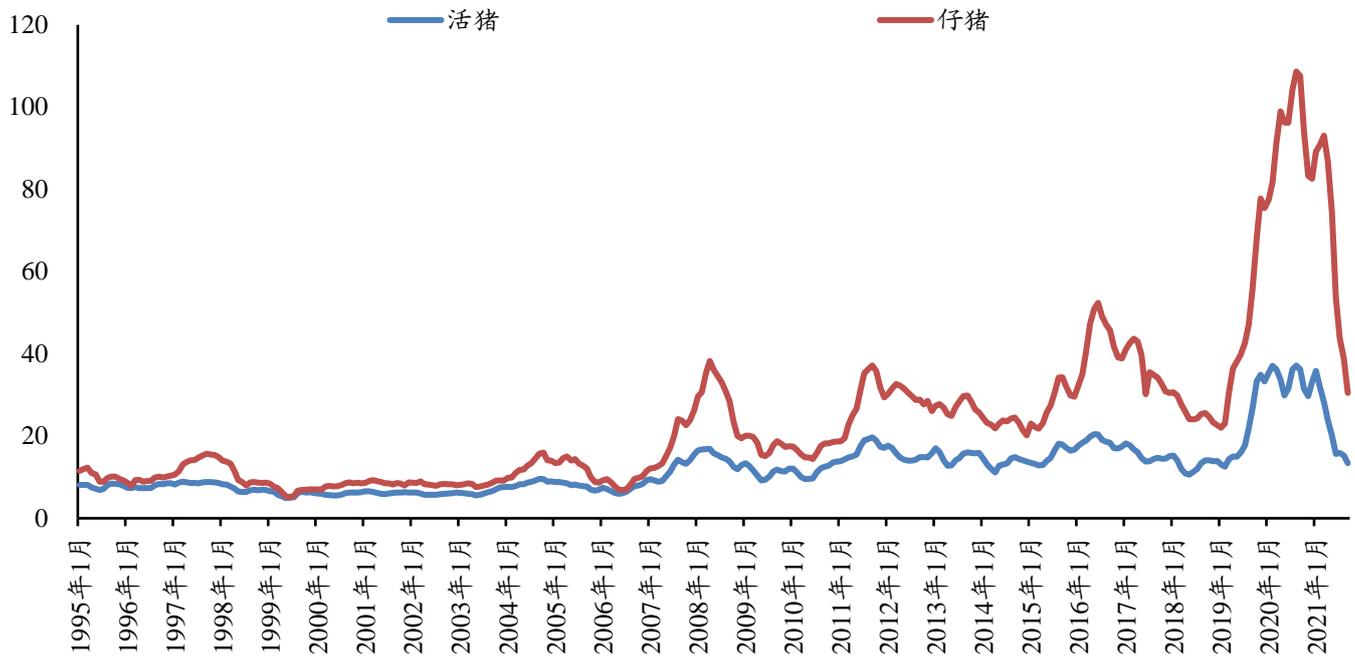
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 3 严控成本稳步出栏，有望充分受益猪价上涨

### 3.1 周期回顾

1995 年 1 月至 2021 年 9 月，我国生猪价格经历 7 轮完整周期，猪价波动周期在 3-4 年。猪周期底部往往伴随着疫病，2006 年 5 月至 2008 年 4 月，猪价涨幅高达 183.1%，这是由蓝耳病爆发和玉米价格攀升共同作用的结果；2010 年 4 月至 2011 年 9 月，猪价涨幅高达 106.5%，这主要是口蹄疫爆发所致；2018 年 5 月至 2020 年 9 月，在非瘟疫情造成的全国生猪产能严重短缺的背景下，猪价涨幅高达 251.5%，创出有史以来最大涨幅。

图表 22 1995-2021 年我国活猪、仔猪价格走势，元/公斤



资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 23 中国生猪价格波动周期列表

|     | 完整周期          | 上升阶段           | 下降阶段           | 完整周期  | 上升周期  | 下降周期  | 严重疫病 | 生猪价格 (元/公斤) |       |        |
|-----|---------------|----------------|----------------|-------|-------|-------|------|-------------|-------|--------|
|     |               |                |                |       |       |       |      | 最高点         | 最低点   | 最大涨幅   |
| 周期一 | 1995/6-1999/5 | 1995/6-1997/10 | 1997/10-1999/5 | 47 个月 | 28 个月 | 19 个月 |      | 8.83        | 6.88  | 28.3%  |
| 周期二 | 1999/5-2003/5 | 1999/5-2001/12 | 2001/2-2003/5  | 48 个月 | 21 个月 | 27 个月 |      | 6.57        | 4.89  | 34.4%  |
| 周期三 | 2003/5-2006/5 | 2003/5-2004/9  | 2004/9-2006/5  | 36 个月 | 16 个月 | 20 个月 | 非典   | 9.66        | 5.78  | 67.1%  |
| 周期四 | 2006/5-2010/4 | 2006/5-2008/4  | 2008/4-2010/4  | 47 个月 | 23 个月 | 24 个月 | 蓝耳病  | 16.87       | 5.96  | 183.1% |
| 周期五 | 2010/4-2014/4 | 2010/4-2011/9  | 2011/9-2014/4  | 48 个月 | 17 个月 | 21 个月 | 口蹄疫  | 19.68       | 9.53  | 106.5% |
| 周期六 | 2014/4-2018/5 | 2014/4-2016/5  | 2016/5-2018/5  | 49 个月 | 25 个月 | 24 个月 |      | 20.45       | 10.57 | 83.7%  |

周期七 2018/5-2021/9 2018/5-2020/9 2020/9-2021/9 40个月 28个月 12个月 非瘟 37.15 10.5 251.5%

周期八 2021/9-至今

资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

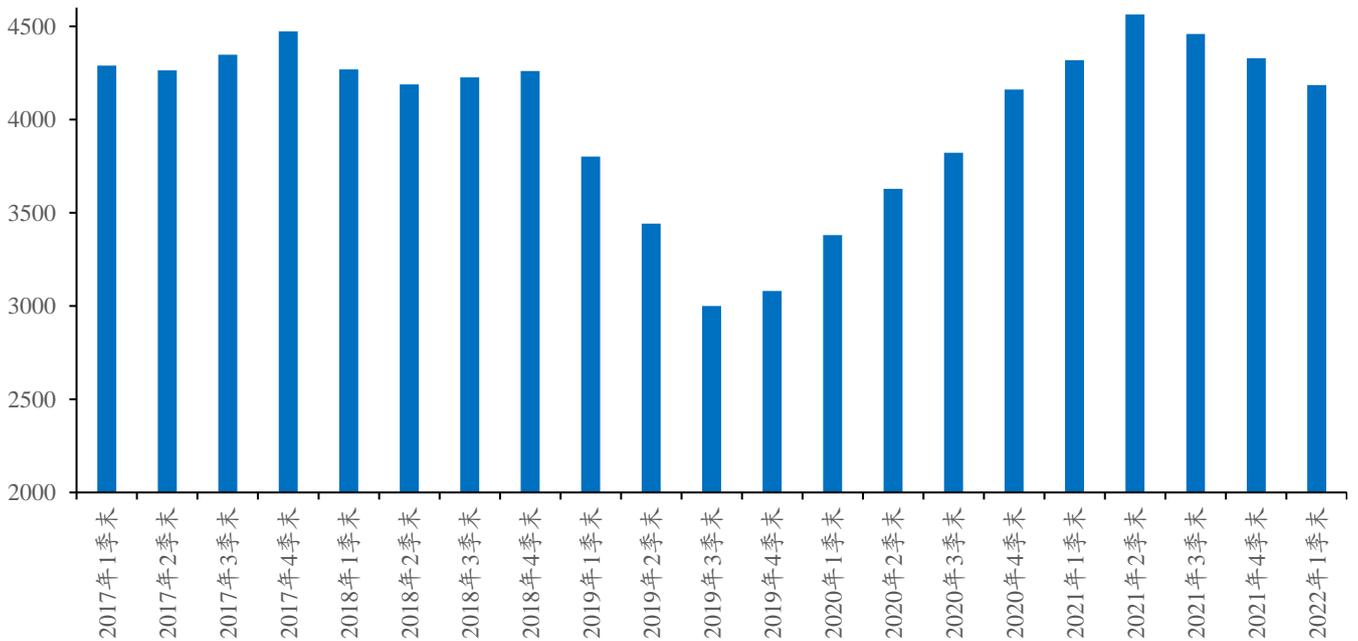
### 3.2 猪价已创非瘟前新高，新周期开启

猪价已创出非瘟疫情前新高，然而，近期原料价格和生猪出栏均重相对稳定，市场此前应当是低估了本轮产能去化程度。

农业部数据显示，本轮产能去化 10% 相对温和；然而，若参考我们在中期策略报告中提到的两组数据：① 猪细小病毒疫苗和猪乙型脑炎疫苗仅用于种猪，两款疫苗的批签发数据可从侧面印证母猪存栏情况，2020 年全国猪细小病毒疫苗、猪乙型脑炎疫苗的批签发数据达到峰值，2021 年同比分别下降 14.0%、19.4%，2022 年前 5 月同比分别下降 25.8%、59.4%；② 大型上市猪企能繁母猪本轮去化接近 15%，但低于普通养殖户去化程度。这些数据均显示去化幅度已远超农业部数据，猪价已步入新一轮上行周期。

有两大变化需持续关注：① 生猪体重波动影响短期猪价，涌益咨询 7 月 15 日-21 日全国出栏生猪均重 125.88 公斤，周环比略增 0.3%，较 4 月初上升 7.5%，较 2021 年峰值 137.6 公斤仍有 8.5% 的差距，需持续关注二次育肥、压栏、三元留种对猪价的影响。② 种猪生产效率弹性大，能繁母猪中三元占比从 2021 年 6 月 42% 快速降至 12 月 21%，并于 2022 年 5 月回落至 10%，或影响今年下半年生猪出栏量。

图表 24 全国能繁母猪季末存栏量对照图，万头



资料来源：统计局，华安证券研究所

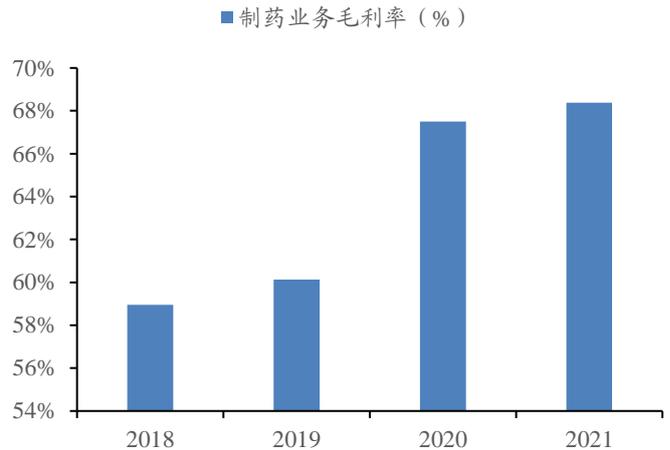
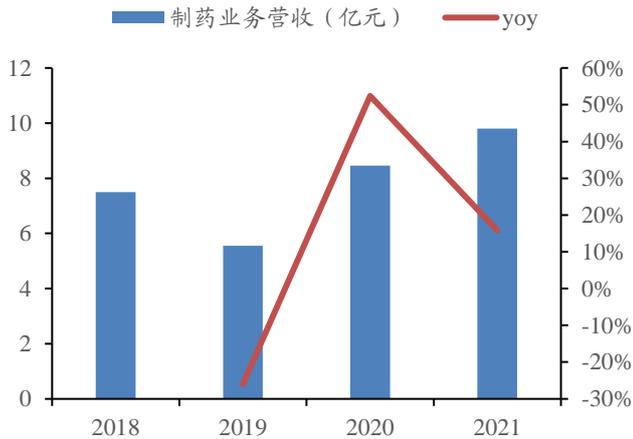
图表 25 猪细小病毒疫苗、猪乙型脑炎疫苗介绍

|    | 猪细小病毒疫苗  | 猪乙型脑炎疫苗  |
|----|--|--|
| 症状 | 由猪细小病毒引起的一种猪的繁殖障碍病，临床上主要表现为受感染的母猪，特别是初产母猪及血清学阴性经产母猪发生流产，产死胎、畸形胎、木乃伊胎、弱胎和屡配不孕等，但其他年龄的猪感染后一般无明显症状。 | 是由日本脑炎病毒经蚊虫媒介叮咬传播而引起的一种人兽共患自然疫源性传染病，怀孕母猪发病后表现为早产、流产或死胎，多在妊娠后期发生，公猪感染后会引发睾丸炎等繁殖障碍症，因此会给养猪业造成巨大经济损失。                           |
| 使用 | 初产母猪 5-6 月龄时接种 1 次；经产母猪于每次配种前 3-4 周接种 1 次；种公猪每年接种 2 次。怀孕母猪不宜使用。                                  | 后备母猪/后备公猪在配种前 180-210 日龄期间免疫 2 次，每次 1 头份；经产母猪在产前 30 天跟胎免疫或者每年 3 月、8 月蚊虫出现前各免疫 1 次，每次 1 头份；种公猪每年 3 月、8 月蚊虫出现前各免疫 1 次，每次 1 头份。 |

资料来源：《兽医生物制品学》，华安证券研究所

图表 26 2018-2021 公司制药业务营收变化，亿元、%

图表 27 2018-2021 公司制药业务毛利变化，%



资料来源：国家兽药基础数据库，《兽医生物制品学》，华安证券研究所

图表 28 主要上市猪企种猪存栏对照表

|             |        | 牧原股份 | 温氏股份    | 新希望     | 正邦科技 | 天邦股份 | 中粮家佳康 | 合计      |
|-------------|--------|------|---------|---------|------|------|-------|---------|
| 2022 年 3 月  | 能繁母猪存栏 | 275  | 110-120 | 90      | 38   | 28   | >20   | 561-571 |
|             | 后备母猪存栏 | 100  |         | 60      |      | >10  |       | >170    |
|             | 合计     | 375  |         | 150     |      | >38  |       | 731-741 |
| 2021 年 12 月 | 能繁母猪存栏 | 283  | 100-110 | 95-100  | 38   | 32   | >20   | 568-583 |
|             | 后备母猪存栏 | 100  |         | 40      |      |      | 4     | 144     |
|             | 合计     | 383  |         | 135-140 |      |      | >24   | 712-727 |

|         |        |     |      |         |     |    |     |         |
|---------|--------|-----|------|---------|-----|----|-----|---------|
| 2021年9月 | 能繁母猪存栏 | 268 | 110  | 110-120 | 100 | 38 | 25  | 651-661 |
|         | 后备母猪存栏 |     | 40   | 40      | 40  |    | 4   | 124     |
|         | 合计     |     | 150  | 150-160 | 140 |    | 29  | 775-785 |
| 2021年6月 | 能繁母猪存栏 | 276 | >100 | 110     | 119 | 42 | >24 | >671    |
|         | 后备母猪存栏 |     |      | 50-60   | 80  | 18 | >8  | 156-166 |
|         | 合计     |     |      | 160-170 | 199 | 60 | >32 | 827-837 |
| 2021年3月 | 能繁母猪存栏 | 285 | 110  | 110     | 119 | 40 | >20 | >684    |
|         | 后备母猪存栏 |     |      |         | 80  |    | >7  | >87     |
|         | 合计     |     |      |         | 199 |    | >27 | >771    |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.3 严格控制养殖成本，稳定发展布局

公司自 2016 年开始实施养猪大创业战略，在东北、内蒙、华北、西北、广西、安徽等区域积极布局养猪产业，陆续成立 9 大养猪平台、1 个种猪平台和 84 家三级养猪公司。其中，9 大养猪平台以父母代+育肥为主，种猪平台以核心场+扩繁为主，生猪出栏的土地储备近 3000 万头，在相关条件完备的情况下，公司养猪业务拥有充足的生猪生产能力。

公司目前拥有 3 家国家核心育种场，具备美系、加系生猪育种繁育系统，以企业平台“大佑吉集团”下辖 9 大养殖平台，牢牢把握种猪原种的基因资源及繁育优势，以全资和部分控股方式为平台公司和外部提供优质的种猪、母猪产品。

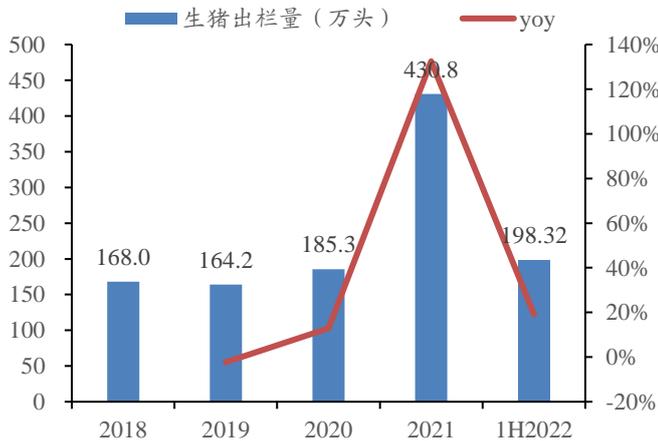
图表 29 公司养猪业务和猪联网业务发展历程



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

生猪出栏持续扩张。2021 年公司生猪出栏量 430.8 万头, 同比增长 132.5%, 其中, 控股子公司生猪出栏量 251.2 万头, 同比增长 129.0%, 生猪存栏 128 万头, 同比增长 7.2%。1H2022 公司生猪出栏量 198.32 万头, 同比增长 19.23%。

图表 30 公司控股及参股公司生猪出栏量及增速



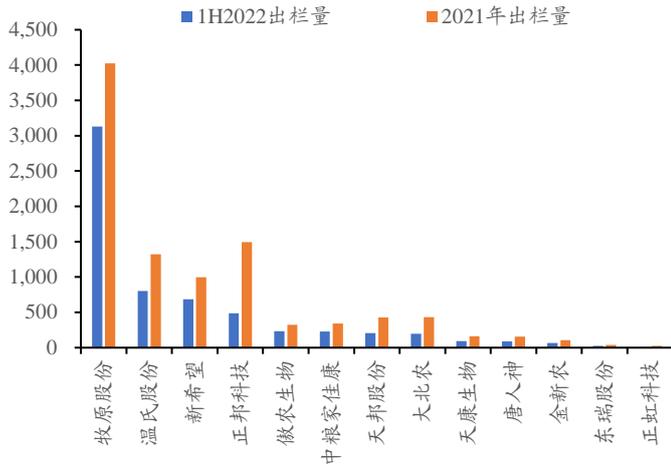
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 31 控股子公司生猪出栏及增速



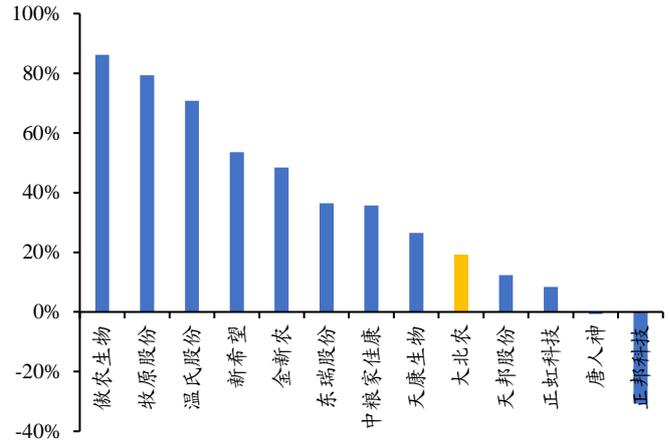
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 32 1H2022 主要上市猪企出栏量对照图, 万头



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 33 1H2022 主要上市猪企出栏量同比增速对照图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**严抓生物安全防控, 多方面优化养殖成本。**公司十分重视生物安全防控, 通过与中国农科院哈尔滨兽医研究所等高校及科研院合作, 将在非洲猪瘟防控方面取得的成果应用到生产中, 不断完善防控措施; 另一方面, 公司优化生产管理, 发挥全产业链优势, 加强成本控制, 提高生产效率, 2022 年下半年计划实现 8 元/斤以下的完全成本目标。

**立足农业产业互联网, 打造智慧养猪新生态。**通过全面引入大数据、物联网、人工智能等技术, 公司建成了以“数据+电商+金融”为底层的生猪产业数字生态平台“猪联网 5.0”, 在为猪场提供全程智能化解决方案的同时连接上下游“饲联网”和“食联网”产业链, 实现了从生产管理到供应链、财务、人力等方面的高度协同。

## 4 转基因技术持续领先, 种业有望实现新突破

### 4.1 转基因商业化渐行渐近

2020 年末, 习近平总书记在中央经济工作会议中明确提出“解决好种子和耕地问题”, 强调了“保障粮食安全, 关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用, 加强种子库建设”。2021 年 2 月,《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》发布, 明确了种子是农业现代化的基础, 强调我国应当尊重科学、严格监管, 有序推进生物育种产业化应用。2021 年 7 月, 中央深改委会议审议通过《种业振兴行动方案》, 把种源安全提升到关系国家安全的战略高度, 随后《国家玉米、稻品种审定标准(2021 年修订)》公开征求意见出台。

2021 年 9 月, 种子法修正草案首次提请审议, 主要修改内容包括扩大植物新品种权的保护范围及保护环节、建立实质性派生品种制度、完善侵权赔偿制度等, 将用制度导向激发原始创新活力, 从源头上解决种子同质化严重问题。政府通过多重举措奠定了以生物育种为代表的农业生物技术在我国蓬勃、有序发展的顶层指导方针, 我国种子行业将进入变革发展新阶段。

《国家级稻品种审定标准(2021 年修订)》和《国家级玉米品种审定标准(2021 年修订)》于 2021 年 10 月 1 日起实施。此次修订后的审定标准, 提高了品

种产量指标、品种 DNA 指纹差异位点数指标、抗病性指标，增加一票否决病害类型和病虫害鉴定内容等。本次稻和玉米品种审定门槛的提高，有利于强化种业知识产权保护，激励育种原始创新，引导培育突破性品种，可以从根本上解决同质化问题，中长期利好种业龙头企业。2021 年 11 月 12 日，农业部同时发布《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》和《农业农村部关于修改（农业转基因生物安全评价管理办法）的决定（征求意见稿）》，部分种业规章修订包含了《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《农业植物品种命名规定》，为转基因商业化铺平道路。2022 年 6 月，国家级转基因玉米、大豆品种审定标准（试行）正式印发，我国转基因产业化再进一步。

**图表 34 2020-2021 年中国种业主要事件及文件列表**

|             | 事件/文件   | 文件内容  |
|-------------|---|---|
| 2020 年 1 月  | 农业农村部科技教育司发布 2019 年农业转基因生物安全证书（生产应用）批准清单，包括 2 个玉米品种和 1 个大豆品种              | 获批玉米品种为：北京大北农生物技术有限公司的“转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936”；杭州瑞丰生物技术有限公司和浙江大学“转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125”（原名“双抗 12-5”），适宜生态区域均为北方春玉米区。获批大豆品种是上海交大“转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆 SHZD3201”抗除草剂大豆，适宜生态区域南方大豆区。安全证书有效期均为 2019 年 12 月 2 日-2024 年 12 月 2 日。 |
| 2020 年 12 月 | 中央经济工作会议  | 习近平总书记在中央经济工作会议中明确提出“解决好种子和耕地问题”，强调了“保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设”。  |
| 2021 年 2 月  | 《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》发布   | 明确了种子是农业现代化的基础，强调我国应当尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。   |
| 2021 年 7 月  | 中央深改委会议审议通过《种业振兴行动方案》   | 农业现代化，种子是基础，必须把民族种业搞上去，把种源安全提升到关系国家安全的战略高度，集中力量破难题、补短板、强优势、控风险，实现种业科技自立自强、种源自主可控。   |
| 2021 年 9 月  | 种子法修正草案首次提请审议   | 修改主要包括扩大植物新品种权的保护范围及保护环节、建立实质性派生品种制度、完善侵权赔偿制度等，将用制度导向激发原始创新活力，从源头上解决种子同质化严重问题。  |
| 2021 年 10 月 | 《国家级稻品种审定标准（2021 年修订）》和《国家级玉米品种审定标准（2021 年修订）》正式发布                        | 此次审定标准提高了品种产量指标，稻高产稳产和绿色优质品种产量指标总体提高 2 个百分点，玉米高产稳产品种产量指标提高 2 个百分点，玉米绿色优质、鲜食、青贮等专用特用品种产量指标比同类型对照品种提高 3% 以上；提高了品种 DNA 指纹差异位点数指标，将稻、玉米审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数由 2 个分别提高至 3 个、4 个；提高了抗病性指标，增加一票否决病害类型和病虫害鉴定内容等。  |
| 2021 年 11 月 | 农业部同时发布《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》和《农业农村部关于修改（农业转基因生物安全评价管理办法）的决定（征求意见稿）》 | 本次修改涉及 4 个相关法规，分别是《农业转基因生物安全评价管理办法》、《农业植物品种命名规定》、《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可》。这 4 个法规对生物技术研发、植物新品种培育、新品种审定、生产经营等全产业链集中修订，为转基因的产业化彻底铺平道路。   |
| 2021 年 12 月 | 《国家级转基因大豆、玉米品种审定标准（征求意见稿）》  | 提出转基因目标性状有效性需要满足以下条件之一，耐除草剂、抗虫性、回交转育转基因品种   |

|         |                                       |                                       |
|---------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| 2022年5月 | 农业部公布了《2022年农业转基因生物安全证书（生产应用）批准清单（一）》 | 隆平高科参股公司杭州瑞丰、先正达旗下中国种子集团均有玉米产品获得安全证书。 |
| 2022年6月 | 国家级转基因玉米、大豆品种审定标准（试行）正式印发             | 1、转化体真实性；2、转基因目标性状有效性。                |

资料来源：农业农村部，华安证券研究所

**图表 35 我国转基因品种获批情况**

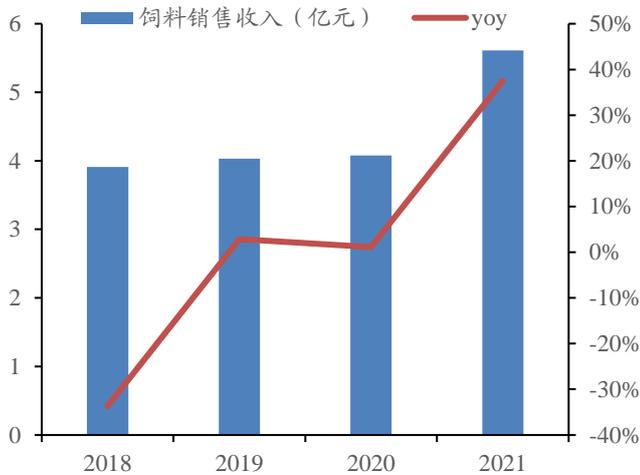
| 单位                  | 品种                                     | 区域                               | 时间                          |
|---------------------|--|----------------------------------|-----------------------------|
| 大北农                 | DBN9936<br>抗虫耐除草剂玉米                    | 北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区 | 2020年12月29日至<br>2025年12月28日 |
| 大北农                 | DBN9858<br>耐除草剂玉米                      | 北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区 | 2020年12月29日至<br>2025年12月28日 |
| 大北农                 | DBN9501<br>抗虫耐除草剂                      | 北方春玉米区                           | 2020年12月29日至<br>2025年12月28日 |
| 杭州瑞丰                | 瑞丰 125<br>抗虫耐除草剂玉米                     | 北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北玉米区             | 2021年2月10日至<br>2026年2月9日    |
| 中国林木种子集团有限公司、中国农业大学 | ND207<br>抗虫玉米                          | 北方春玉米区、黄淮海夏玉米区                   | 2021年12月17日至<br>2026年12月16日 |
| 大北农                 | （公示）DBN3601T<br>DBN9936和DBN9501的升级性状玉米 | 西南玉米区                            | 2021年12月17日至<br>2026年12月16日 |
| 杭州瑞丰                | （公示）浙大瑞丰 8 抗虫                          | 南方玉米区                            | 2021年12月17日至<br>2026年12月16日 |
| 杭州瑞丰                | 耐除草剂玉米 nCX-1                           | 南方玉米区                            | 2022年4月22日至<br>2027年4月21日   |
| 中国种子集团有限公司          | 耐除草剂玉米 GA21                            | 北方春玉米区                           | 2022年4月22日至<br>2027年4月21日   |
| 中国种子集团有限公司          | 抗虫耐除草剂玉米 Bt11×GA21                     | 北方春玉米区                           | 2022年4月22日至<br>2027年4月21日   |
| 中国种子集团有限公司          | 抗虫耐除草剂玉米<br>Bt11×MIR162×GA21           | 南方玉米区、西南玉米区                      | 2022年4月22日至<br>2027年4月21日   |

资料来源：农业农村部，华安证券研究所

## 4.2 深耕种业多年，重视研发创新

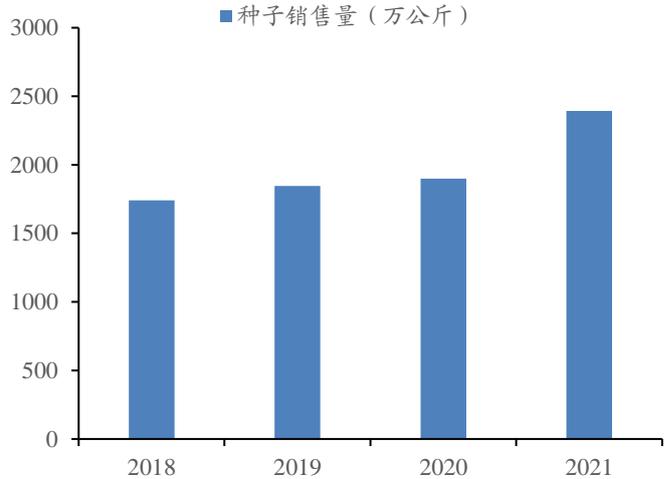
种子业务是公司未来发展的核心业务，包括生物技术、玉米种业、水稻种业、大豆种业、经作种业等板块。2021年公司种子业务实现营收 5.61 亿元，同比增长 37.49%，收入占主营业务收入的比重为 1.79%，种子销售数量为 2393.8 万公斤，同比增长 25.98%。

图表 36 2018-2021 种子销售收入及增速, 亿元、%



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 37 2018-2021 种子销售量变化, 万公斤

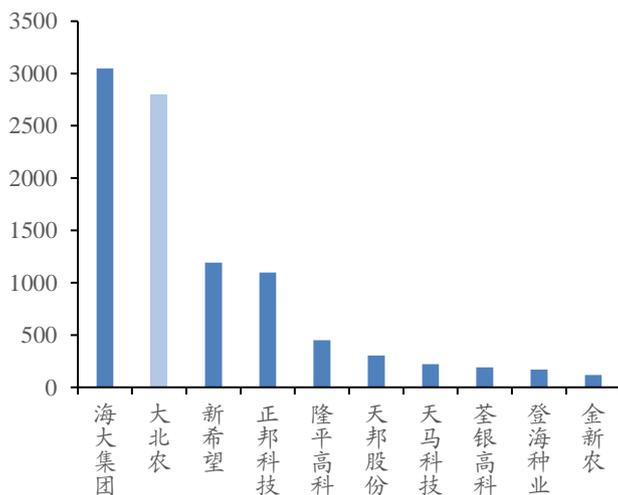


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**积极布局种子业务, 加速种业资产整合。**公司持续推进关于种业战略并购, 拟收购云南大天种业有限公司 51%的股权和广东鲜美种苗股份有限公司 50.99%的股权, 加强公司蔬菜、水稻和玉米品种方面的战略布局, 长远来看, 随着种子业务快速发展和外延并购的持续推进, 公司有望把握种业变革机遇, 实现种子业务的长期增长。

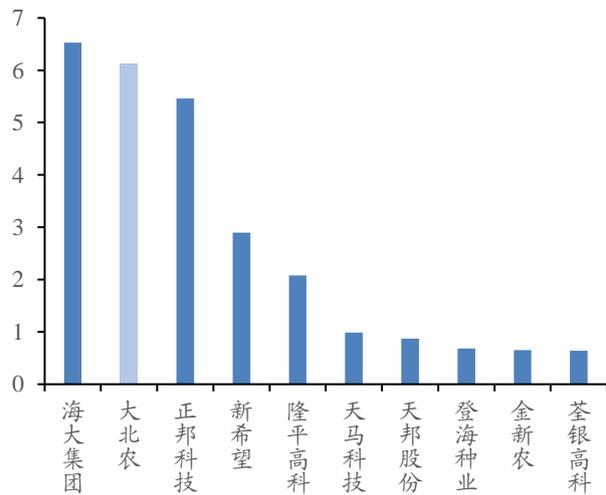
**重视科研创新, 研发费用持续投入。**2021 年公司研发费用达 6.13 亿元, 同比提升 12.9%, 拥有科研人员 2796 人, 其中包括 79 名博士、287 名硕士, 在可比上市公司中处于领先水平。

图表 38 2021 各上市公司研发人员数量



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 39 2021 年各上市公司研发费用, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 40 公司种业主要研发项目

| 主要研发项目名称 | 项目目的 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|----------|------|------|--------|--------------|
|----------|------|------|--------|--------------|

|                              |  |  |   |  |
|------------------------------|--|--|---|--|
| 抗虫抗除草剂作物安全评价与国际合作研究          | 开展抗虫抗除草剂玉米产品在玉米主要贸易区域申报进口用作食品、饲料和加工原料的安全证书。抗除草剂大豆产品在主要大豆生产国和贸易区域分别申报生产应用以及进口用作食品、饲料和加工原料的安全证书。 | 获得阿根廷种植安全证书并完成中国进口安全评价1项。完成美国 EPA 安全评价1项。完成美国 FDA 安全评价1项。获得巴西种植试验资格3项。 | 充分整合国内研发优势以及国外市场资源优势，拓展国际空间，减少未来产业化过程中的贸易中断风险。                      | 此研究将完善公司产品在世界范围内生产应用以及进口用作食品、料和加工原料等领域的法规布局。                           |
| 新型抗除草剂基因的遴选优化及在玉米、大豆中的育种价值明确 | 优化改造除草剂降解/抗性基因，评价各基因的抗性强度和育种价值。  | 试验材料在主要测试点内达到了对除草剂完全免疫，未见明显农艺性状异常，所编码蛋白表现出热稳定且极易被消化酶酶解的特性。             | 对在模式植物中验证有效的除草剂降解/抗性基因，明确其商业化育种价值。                                  | 此研究将丰富本公司的产品链条，提升公司未来产品潜力。   |
| 抗虫抗除草剂玉米自交系、品种培育及技术合作模式研究    | 与研究单位联合实施研发与品种培育、安全评价体系、综合测试与示范体系建设，推动玉米重大产品的研发、示范与产业化。  | 已完成重要产品研发和测试，并获得了生产应用安全证书。   | 完成抗虫抗除草剂玉米自交系的精准回交转育及其品种的性状评估、多年多点测试、中试示范及制种产量评价，建立技术许可和合作开发策略与模式。  | 此研究是对公司重要玉米产品的研发和测试，将满足产品上市的基本要求。                                      |
| 中国和阿根廷耐除草剂大豆的评估及品种培育         | 以自主研发的转化体为基础，利用回交转育、杂交育种、系谱选择及分子标记等技术，将优良耐除草剂性状整合进南美国家和国内大豆主产区的优良品种（品系）。                       | 优选出多个新品系参加了综合农艺性状多点测试。   | 完成自主研发的转化多背景多点性状评估和产量测试，确定多背景下抗性、农艺性状符合要求且对产量无负面影响，并优化除草剂喷施及田间管理方法。 | 此研究是对本公司重大豆产品的研发和测试，将满足产品上市的基本要求，为我国大豆产业的国际化链条夯实基础。                    |
| 玉米定向编辑技术平台构建与种质创新和新品种选育      | 利用单双倍体技术、分子辅助育种技术、SNP、田间材料表型鉴定及配合力测定，培育高产、优质专用、资源节约型玉米新品种。                                     | 已开展穗腐病、茎腐病等重要病害关联分析，挖掘及创制了一批优异玉米种质资源，培育出适合优质玉米新品种。                     | 培育推广一批适宜机械化生产、轻简化栽培、多抗广适、优质安全、特殊专用的新品种。                             | 项目实施将建立以企业为主体的品种创新体系，培育优质专用、资源节约型绿色新品种，有利于增强企业竞争力，促进企业做大做强，保障农业生产用种安全。 |
| 东华北中熟及中晚熟玉米种质创制、新品种选育项目      | 选育适合东华北中熟、中晚熟区域，高抗病害、广适、高产品种。  | 已选育出一批优良品种，正参与国家审定试验。  | 培育一批区域适应性强的优秀自交系和优良品种。  | 项目实施将形成新产品，增加公司销售收入，提升公司品牌影响力。   |
| 黄淮海夏玉米种质创制、新品种选育项目           | 选育适合黄淮海夏播区域，抗倒伏、抗区域主要病害、抗主要逆境、广适、高产、稳产、适宜籽粒机械收获品种。   | 已选育出一批优良品种，正参与国家审定试验。  | 培育一批区域适应性强的优秀自交系和优良品种。  | 项目实施将形成新产品，增加公司销售收入，提升公司品牌影响力。   |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**性状储备丰富，先发优势明显。**作为拥有国内转基因生物安全证书最多的企业，公司掌握的转基因玉米性状包括 DBN9936、DBN9858（配套庇护所）、DBN9501、DBN3601T，具有转育过程简单高效，抗虫除草性能强等特点；大豆性状产品方面，公司掌握的耐除草剂大豆 DBN9004 已于 2019 年在阿根廷获批种植，2020 年获中国批准用于进口加工原料安全证书，正在申请乌拉圭种植许可，未来还将申请巴西种植许可及欧盟、日本、韩国等其他大豆主要进口市场的进口许可。

公司转基因性状均由控股子公司北京大北农生物技术有限公司研发，大北农生物技术成立于 2011 年，秉承市场导向、创新驱动和国际视野的发展理念，致力于发展生物技术产业，提升作物效益和营养健康，是国际 ETS（监管创优）组织正式成员，通过了 ISO9000 认证，研发的玉米产品聚焦中国市场，大豆面向中国和南美市场。目前生物技术公司同时立足国内、国际市场需求，布局了玉米和大豆的二代、三代产品和技术创新十年研发计划（2015-2025），为走出一条具有差异化竞争之路提供持续发展动力。

公司目前已与 130 多家玉米种子企业展开合作，对应推广面积约 1 亿多亩，未来计划与中国农科院、中粮公司成立合资公司，推进“种出豆进”战略的全面实施。随着生物育种技术的产业化应用在我国稳步推进，公司种子业务有望取得领先优势率先受益。

**图表 41 大北农转基因品种获批情况**

| 时间        | 获批情况  | 影响  |
|-----------|---|---|
| 2019/2/27 | 下属子公司北京大北农生物技术有限公司研发的转基因大豆转化事件 DBN-09004-6 获得阿根廷政府正式种植许可  | 该转基因大豆产品具备草甘膦和草铵膦两种除草剂抗性，能有效解决南美大豆生产的控草难题，为应对草甘膦抗性杂草和玉米自生苗提供更加灵活和便利的技术手段，是大北农转基因大豆产品在国际南美地区市场取得的重要里程碑式进展  |
| 2020/1/22 | 下属子公司北京大北农生物技术有限公司 DBN9936 玉米品种获得农业转基因生物安全证书（生产应用），有效期 2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日                 | 是继大豆转化事件 DBN-09004-6 在阿根廷获得种植许可后又一个里程碑式进展事件，是国内首批获得转基因抗虫耐除草剂玉米农业转基因生物安全证书的转化事件；DBN9936 产品对危害玉米的主要鳞翅目害虫包括玉米螟、东方粘虫、桃蛀螟、棉铃虫、劳氏粘虫、粟灰螟、高粱条螟、二点委夜蛾等具有良好抗性，同时能耐受标签推荐中剂量 4 倍的草甘膦，对草地贪夜蛾害虫具有一定抗性 |
| 2020/6/23 | 控股子公司北京大北农生物技术有限公司的耐除草剂大豆 DBN-09004-6 获得 2020 年农业转基因生物安全证书（进口）批准清单，有效期 2020 年 6 月 11 日至 2025 年 6 月 11 日 | 该性状产品已于 2019 年 2 月 27 日获得阿根廷政府种植许可，此次获得中国进口安全证书意味着公司耐除草剂大豆 DBN-09004-6 产品可以在阿根廷进行商业化种植，生物技术公司将与南美合作伙伴积极开展业务合作和市场拓展，为阿根廷大豆种植业者提供更灵活的控草解决方案   |
| 2020/7/16 | 生物技术公司 DBN9858 玉米品种获得农业转基因生物安全证书（生产应用），有效期 2020 年 6 月 11 日至 2025 年 6 月 11 日                             | 此次获批玉米 DBN9858 性状产品能耐受标签推荐中剂量 4 倍的草甘膦和 2 倍的草铵膦，主要作为前期获批玉米性状产品 DBN9936 及后续升级产品的配套庇护所，为抗性昆虫治理提供有效解决方案，保障农业生物技术产业健康与可持续发展  |

|           |  |  |
|-----------|--|--|
| 2021/1/12 | 玉米性状产品 DBN9936 和 DBN9858 继获得北方春玉米区批准后, 又获得黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区安全证书 (生产应用), 有效期 2020 年 12 月 29 日到 2025 年 12 月 28 日。公司第一代玉米性状产品 (组合) 已在全国范围获得生物安全法规批准 | DBN9936 (丰脉®保抗®) 和 DBN9858 (丰脉®GGT 庇护所) 配合使用, 在提供绿色高效玉米害虫防控的同时, 还可有效延缓靶标害虫的抗性产生, 延长产品使用寿命, 有利于生态可持续发展  |
| 2021/2/6  | 北京大北农生物技术有限公司玉米性状产品 DBN9501 正式获得北方春玉米区生产应用的安全证书  | 玉米性状产品 DBN9501 获批, 标志着公司玉米一代升级产品丰脉®倍抗® (DBN9936 × DBN9501) 在法规审批方面取得又一关键进展。在一代产品丰脉®保抗® (DBN9936) 的基础上, 丰脉®保抗®抗虫机制增加, 抗虫谱更广, 更适合草地贪夜蛾高发区, 并可同时耐受草甘膦和草铵膦两种除草剂, 为客户提供更多元的性状产品选择               |
| 2021/2/6  | 北京大北农生物技术有限公司大豆性状产品 DBN9004 正式获得北方春大豆区生产应用的安全证书  | DBN9004 (FARMAX®GGT) 先期于 2019 年 2 月 27 日获得阿根廷政府的种植许可, 2020 年 6 月 11 日获得中国进口安全证书, 此次获批对公司大豆性状产品定位南美和中国市场提供产业化必要的法规基础。DBN9004 具备草甘膦和草铵膦两种除草剂耐受性, 能有效解决中国常规大豆种植存在的杂草控制问题, 为玉米和大豆轮作提供安全有效的技术支持 |
| 2021/10/8 | 控股子公司北京大北农生物技术有限公司自主研发抗虫耐除草剂转基因玉米 DBN9936 完成美国 FDA 安全评价, 获 FDA 转基因产品上市前食用安全批准  | 此玉米性状获得美国食用安全评价意见, 印证了大北农转基因作物研发与生物安全管理水平已达到国际水平, 抗虫耐除草剂转基因玉米 DBN9936 及其衍生品系在国内商业化后的加工制品可以向美国进行出口贸易  |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 5 盈利预测、估值及投资评级

### 5.1 盈利预测

我们假设:

- 1、通过收购九鼎科技和正邦科技旗下西南区域饲料公司, 公司饲料业务的规模、产能以及区域市占率将实现全面增强, 2022-2024 年公司饲料业务持续发展, 营收同比增速分别为 23.5%、43.9%、6.2%;
- 2、2022-2024 年公司控股及参股公司生猪出栏量分别为 474 万头、640 万头 864 万头, 头均价格分别为 2069 元、2204 元、2088 元;
- 3、公司种子业务在种业振兴和转基因商业化渐行渐近的大背景下将实现稳步提升, 2022-2024 公司种子业务营收同比增速分别为 20%、20%、20%。

图表 42 公司收入成本预测表

|            | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 18,742 | 19,302 | 16,578 | 22,814 | 31,328 | 34,941 | 49,997 | 55,069 |
| yoy        | 11.3%  | 3.0%   | -14.1% | 37.6%  | 37.3%  | 11.5%  | 43.1%  | 10.1%  |
| 营业成本 (百万元) | 14,212 | 15,693 | 13,277 | 17,788 | 28,054 | 30,585 | 43,001 | 47,089 |
| yoy        | 12.3%  | 10.4%  | -15.4% | 34.0%  | 57.7%  | 9.0%   | 40.6%  | 9.5%   |
| 毛利 (百万元)   | 4,530  | 3,609  | 3,301  | 5,026  | 3,274  | 4,355  | 6,996  | 7,981  |
| yoy        | 8.1%   | -20.3% | -8.5%  | 52.2%  | -34.8% | 33.0%  | 60.6%  | 14.1%  |
| 毛利率        | 24.2%  | 18.7%  | 19.9%  | 22.0%  | 10.5%  | 12.5%  | 14.0%  | 14.5%  |

| 一、饲料产品    | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 收入 (百万元)  | 16,398 | 16,670 | 13,040 | 16,587 | 22,695 | 28,037  | 40,337 | 42,845 |
| yoy       | 10.9%  | 1.7%   | -21.8% | 27.2%  | 36.8%  | 23.5%   | 43.9%  | 6.2%   |
| 成本 (百万元)  | 12,715 | 13,427 | 10,538 | 13,973 | 19,702 | 24,953  | 35,900 | 38,132 |
| 毛利 (百万元)  | 3,682  | 3,243  | 2,503  | 2,614  | 2,993  | 3,084   | 4,437  | 4,713  |
| yoy       | 11.6%  | -11.9% | -22.8% | 4.4%   | 14.5%  | 3.0%    | 43.9%  | 6.2%   |
| 毛利率(%)    | 22.5%  | 19.5%  | 19.2%  | 15.8%  | 13.2%  | 11.0%   | 11.0%  | 11.0%  |
| 业务收入比例(%) | 87.5%  | 86.4%  | 78.7%  | 72.7%  | 72.4%  | 80.2%   | 80.7%  | 77.8%  |
| 二、养猪产品    | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| 收入 (百万元)  | 1,018  | 1,327  | 1,947  | 3,801  | 4,699  | 5,716   | 8,220  | 10,513 |
| yoy       | 52.6%  | 30.3%  | 46.8%  | 95.3%  | 23.6%  | 21.7%   | 43.8%  | 27.9%  |
| 成本 (百万元)  |        |        | 1,489  | 1,812  | 5,007  | 4,973   | 6,340  | 8,056  |
| 毛利 (百万元)  |        |        | 458    | 1,990  | (308)  | 744     | 1,880  | 2,457  |
| yoy       |        |        | 3.8%   | 8.6%   | -1.5%  | -341.6% | 152.8% | 30.7%  |
| 毛利率(%)    |        |        | 23.5%  | 52.3%  | -6.5%  | 13.0%   | 22.9%  | 23.4%  |
| 业务收入比例(%) | 5.4%   | 6.9%   | 11.7%  | 16.7%  | 15.0%  | 16.4%   | 16.4%  | 19.1%  |
| 三、种业产品    | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| 收入 (百万元)  | 590.1  | 391.5  | 403.1  | 407.8  | 560.6  | 689.4   | 861.8  | 1075.5 |
| yoy       | -11.2% | -33.7% | 3.0%   | 1.1%   | 37.5%  | 20.0%   | 20.0%  | 20.0%  |
| 成本 (百万元)  | 333.4  | 243.2  | 279.4  | 258.0  | 326.8  | 373.4   | 448.1  | 537.8  |
| 毛利 (百万元)  | 256.7  | 148.2  | 123.7  | 149.8  | 233.8  | 316.0   | 413.7  | 537.8  |
| yoy       | -15.0% | -42.3% | -16.5% | 21.1%  | 56.1%  | 35.1%   | 30.9%  | 30.0%  |
| 毛利率(%)    | 43.5%  | 37.9%  | 30.7%  | 36.7%  | 41.7%  | 45.8%   | 48.0%  | 50.0%  |
| 业务收入比例(%) | 3.1%   | 2.0%   | 2.4%   | 1.8%   | 1.8%   | 2.0%    | 1.7%   | 2.0%   |
| 四、植保产品    | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| 收入 (百万元)  | 145.1  | 141.2  | 160.5  | 165.4  | 180.9  | 199.0   | 218.9  | 240.8  |
| yoy       | -9.6%  | -2.7%  | 13.7%  | 3.1%   | 9.4%   | 10.0%   | 10.0%  | 10.0%  |
| 成本 (百万元)  | 90.5   | 83.1   | 103.3  | 110.2  | 124.4  | 136.8   | 150.5  | 165.5  |
| 毛利 (百万元)  | 54.6   | 58.0   | 57.2   | 55.3   | 56.6   | 62.2    | 68.4   | 75.3   |
| yoy       | 12.9%  | 6.3%   | -1.5%  | -3.4%  | 2.3%   | 10.0%   | 10.0%  | 10.0%  |
| 毛利率(%)    | 37.6%  | 41.1%  | 35.6%  | 33.4%  | 31.3%  | 31.3%   | 31.3%  | 31.3%  |
| 业务收入比例(%) | 0.8%   | 0.7%   | 1.0%   | 0.7%   | 0.6%   | 0.6%    | 0.4%   | 0.4%   |
| 五、动保产品    | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| 收入 (百万元)  | 361.0  | 278.6  | 218.5  | 326.5  | 352.1  | 299.3   | 359.2  | 395.1  |
| yoy       | -4.8%  | -22.8% | -21.6% | 49.4%  | 7.9%   | -15.0%  | 20.0%  | 10.0%  |
| 成本 (百万元)  | 116.0  | 123.8  | 123.9  | 157.8  | 155.6  | 149.7   | 161.6  | 197.5  |
| 毛利 (百万元)  | 244.9  | 154.8  | 94.5   | 168.7  | 196.6  | 149.7   | 197.5  | 197.5  |
| yoy       | -1.7%  | -36.8% | -38.9% | 78.4%  | 16.5%  | -23.9%  | 32.0%  | 0.0%   |
| 毛利率(%)    | 67.9%  | 55.6%  | 43.3%  | 51.7%  | 55.8%  | 50.0%   | 55.0%  | 50.0%  |
| 业务收入比例(%) | 1.9%   | 1.4%   | 1.3%   | 1.4%   | 1.1%   | 0.9%    | 0.7%   | 0.7%   |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.2 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司实现主营业务收入 349.4 亿元、499.97 亿元、550.69 亿元，同比分别增长 11.5%、43.1%、10.1%，对应归母净利润 3.2 亿元、17.35 亿元、19.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.08 元、0.42 元、0.47 元。生猪价格已反转，并于 7 月创出非瘟疫情前新高，公司有望充分受益猪价上涨；公司也是国内首批获得转基因玉米生物安全证书的公司之一，从合作伙伴数量和规模层面均处于先发优势，有望充分受益转基因商业化。我们给予公司 2023 年 25 倍 PE，合理估值 10.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示：

饲料原料供应及价格大幅波动；生猪价格波动；转基因商业化进程不及预期。

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>流动资产</b>    | 10481 | 12379 | 17957 | 19807 | <b>营业收入</b>     | 31328 | 34941 | 49997 | 55069 |
| 现金             | 5799  | 6067  | 8950  | 11910 | 营业成本            | 28054 | 30585 | 43001 | 47089 |
| 应收账款           | 771   | 1170  | 1608  | 1452  | 营业税金及附加         | 63    | 70    | 100   | 110   |
| 其他应收款          | 128   | 260   | 296   | 316   | 销售费用            | 1037  | 1141  | 1255  | 1380  |
| 预付账款           | 361   | 398   | 559   | 612   | 管理费用            | 1507  | 1959  | 2351  | 2821  |
| 存货             | 3310  | 4336  | 6414  | 5358  | 财务费用            | 289   | 254   | 250   | 195   |
| 其他流动资产         | 111   | 149   | 130   | 159   | 资产减值损失          | -487  | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 16414 | 15727 | 15029 | 14339 | 公允价值变动收益        | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 1848  | 1848  | 1848  | 1848  | 投资净收益           | -7    | 37    | 120   | 81    |
| 固定资产           | 8926  | 8307  | 7689  | 7071  | <b>营业利润</b>     | -689  | 445   | 2410  | 2729  |
| 无形资产           | 1479  | 1410  | 1330  | 1258  | 营业外收入           | 56    | 50    | 50    | 50    |
| 其他非流动资产        | 4162  | 4162  | 4162  | 4162  | 营业外支出           | 103   | 50    | 50    | 50    |
| <b>资产总计</b>    | 26895 | 28106 | 32986 | 34147 | <b>利润总额</b>     | -736  | 445   | 2410  | 2729  |
| <b>流动负债</b>    | 10187 | 10998 | 14709 | 14414 | 所得税             | 202   | 44    | 241   | 273   |
| 短期借款           | 4910  | 5710  | 6510  | 7310  | <b>净利润</b>      | -938  | 400   | 2169  | 2456  |
| 应付账款           | 2282  | 2136  | 4075  | 2726  | 少数股东损益          | -498  | 80    | 434   | 491   |
| 其他流动负债         | 2995  | 3153  | 4123  | 4377  | <b>归属母公司净利润</b> | -440  | 320   | 1735  | 1965  |
| <b>非流动负债</b>   | 4001  | 4001  | 3001  | 2001  | EBITDA          | 701   | 1349  | 3238  | 3533  |
| 长期借款           | 2747  | 2747  | 1747  | 747   | EPS (元)         | -0.11 | 0.08  | 0.42  | 0.47  |
| 其他非流动负债        | 1255  | 1255  | 1255  | 1255  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 14189 | 15000 | 17710 | 16415 |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 1969  | 2049  | 2483  | 2974  |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 4141  | 4141  | 4141  | 4141  |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 1335  | 1335  | 1335  | 1335  |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 5261  | 5581  | 7317  | 9281  |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 10737 | 11058 | 12793 | 14758 |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 26895 | 28106 | 32986 | 34147 |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |         |        |        |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|---------|--------|--------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 会计年度        |         |        |        |       |
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A       | 2022E   | 2023E  | 2024E  |       |
| <b>经营活动现金流</b> | 1149  | -257  | 3274  | 3365  | <b>成长能力</b> |         |        |        |       |
| 净利润            | -938  | 400   | 2169  | 2456  | 营业收入        | 37.3%   | 11.5%  | 43.1%  | 10.1% |
| 折旧摊销           | 1044  | 687   | 698   | 690   | 营业利润        | -124.3% | 164.6% | 441.7% | 13.2% |
| 财务费用           | 341   | 312   | 311   | 285   | 归属于母公司净利    | -122.5% | 172.8% | 441.7% | 13.2% |
| 投资损失           | 7     | -37   | -120  | -81   | <b>获利能力</b> |         |        |        |       |
| 营运资金变动         | 107   | -1620 | 216   | 15    | 毛利率 (%)     | 10.5%   | 12.5%  | 14.0%  | 14.5% |
| 其他经营现金流        | -457  | 2020  | 1953  | 2441  | 净利率 (%)     | -1.4%   | 0.9%   | 3.5%   | 3.6%  |
| <b>投资活动现金流</b> | -1615 | 37    | 120   | 81    | ROE (%)     | -4.1%   | 2.9%   | 13.6%  | 13.3% |
| 资本支出           | -2337 | 0     | 0     | 0     | ROIC (%)    | -2.0%   | 2.6%   | 9.2%   | 9.4%  |
| 长期投资           | 693   | 0     | 0     | 0     | <b>偿债能力</b> |         |        |        |       |
| 其他投资现金流        | 29    | 37    | 120   | 81    | 资产负债率 (%)   | 52.8%   | 53.4%  | 53.7%  | 48.1% |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1921  | 488   | -511  | -485  | 净负债比率 (%)   | 111.7%  | 114.4% | 115.9% | 92.6% |
| 短期借款           | 834   | 800   | 800   | 800   | 流动比率        | 1.03    | 1.13   | 1.22   | 1.37  |
| 长期借款           | 805   | 0     | -1000 | -1000 | 速动比率        | 0.66    | 0.69   | 0.74   | 0.95  |
| 普通股增加          | -54   | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |         |        |        |       |
| 资本公积增加         | 136   | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 1.23    | 1.27   | 1.64   | 1.64  |
| 其他筹资现金流        | 201   | -312  | -311  | -285  | 应收账款周转率     | 37.99   | 36.00  | 36.00  | 36.00 |
| <b>现金净增加额</b>  | 1455  | 268   | 2883  | 2960  | 应付账款周转率     | 13.71   | 13.85  | 13.85  | 13.85 |

| 每股指标 (元) |       |       |      |      |
|----------|-------|-------|------|------|
| 每股收益     | -0.11 | 0.08  | 0.42 | 0.47 |
| 每股经营现金流  | 0.28  | -0.06 | 0.79 | 0.81 |
| 每股净资产    | 2.59  | 2.67  | 3.09 | 3.56 |

| 估值比率      |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| P/E       | —     | 93.19 | 17.20 | 15.20 |
| P/B       | 4.05  | 2.70  | 2.33  | 2.02  |
| EV/EBITDA | 66.56 | 24.92 | 9.43  | 7.75  |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。