

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

养殖板块短期承压，生物育种技术稳步推进

——大北农(002385)2022年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

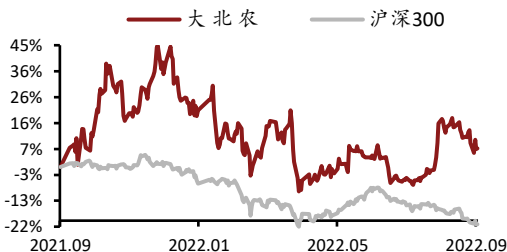
市场数据(2022-09-29)

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 8.08 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.98/6.87 |
| 沪深 300 指数 | 3,827.14 |
| 市净率(倍) | 3.27 |
| 流通市值(亿元) | 263.49 |

基础数据(2022-06-30)

| | |
|--------------|----------------------|
| 每股净资产(元) | 2.47 |
| 每股经营现金流(元) | -0.16 |
| 毛利率(%) | 9.67 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | -5.00 |
| 资产负债率(%) | 58.53 |
| 总股本/流通股(万股) | 414,128.19/326,097.5 |
| 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

《大北农(002385)公司点评报告：主业加速布局，生物育种进入黄金发展期》 2022-05-26

《大北农(002385)公司点评报告：点评报告》 2015-08-19

《大北农(002385)调研简报：调研简报》 2015-05-07

联系人：马蕊琦

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 09 月 30 日

事件：公司发布 2022 年半年度报告。

投资要点：

- 公司业绩受养殖板块拖累，符合业绩预告。2022 年上半年，公司实现营业收入 133.93 亿元，同比下降 12.28%，剔除合并口径影响后同比下降 8.8%；归母净利润亏损 5.11 亿元，较上年同期下降 10.09 亿元；扣非后归母净利润亏损 5.68 亿元，较上年同期下降 9.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-6.48 亿元，同比下降 217.57%，主要是销售收款减少所导致。
- 生猪养殖步入上行周期，生物育种蓄势待发。2022 年二季度，市场上猪价出现淡季不淡的行情，并在 6 月呈现加速上涨趋势，三季度整体仍维持在 20-24 元/公斤区间震荡。2022 年下半年，预计市场上生猪出栏量继续呈现逐步减少的趋势，随着消费端需求的回暖，猪价的反弹行情有望得到延续。2022 年生物育种产业化应用在我国有序推进，6 月农业农村部印发了国家级转基因大豆玉米品种审定标准的通知，明确了针对耐除草剂、抗虫性两种性状的具体标准，意味着在转基因大豆、玉米通过品种审定方面有了政策支持，2022 年将成为我国生物育种元年。
- 公司饲料业务利润率下滑，种业板块迎来平稳增长。从公司细分业务结构来看，2022 年上半年，饲料板块实现营收 95.58 亿元，同比下降 14.81%，占总营收比例 71.36%；饲料总销量为 235.05 万吨，同比下降 19.42%，剔除合并口径变动影响后同比下降 13.79%。其中，猪饲料实现营收 72.17 亿元，同口径同比下降 13.19%，猪饲料销量为 182 万吨，同比下降 21.08%，占饲料总销量 77.43%。公司猪饲料销售占比较高，2022 年上半年受玉米、豆粕等原料价格上行影响毛利同比下降 3%，带动公司饲料板块整体毛利率下降 2.13%。目前公司饲料业务主要定位高端料产品，猪价变动对饲料销量影响较为明显，行业周期底部不利于高端料的销售，随着猪价企稳回升，公司饲料板块盈利能力有望得到提升。公司种子业务实现营收 1.81 亿元，同比增长 3.01%，占比 1.35%；种子销售量为 867 万斤，同比增长 16.8%，受 2022 年上半年制种成本增加的影响，公司种业板块销售收入增幅相对较小。在生物育种技术方面，公司已获得转基因玉米、转基因大豆品种的生物安全证书，与国内 130 多家种业企业开展了相关合作，覆盖种植面积超过 2 亿亩，有望率先获得行业红利。
- 公司拟通过定增融资提升核心竞争力。2022 年 6 月，公司发布定增预案，拟募集不超过 22.60 亿元用于项目融资和补充流动资金

金。公司拟使用 8.1 亿元募集资金投入饲料生产加工项目，2.37 亿元投入种猪养殖及研发项目，4.61 亿元投入建设位于北京的大北农生物农业创新园项目，6.76 亿元用于补充流动资金。其中，大北农生物农业创新园项目实施后将围绕生物育种、生物饲料、农业生物制剂、农业大数据、农业人工智能等现代农业关键核心技术进行研发，全面提高公司研发和管理的综合实力。2022 年上半年，公司负债合计增加 28.8 亿元，主要是短期借款增加所致，公司资产负债率为 58.53%，较 2021 年末增加了 5.77 个百分点。目前，公司定增预案已获得股东大会通过。通过此次定增有利于公司抓住行业机遇，进一步提升公司长期的核心竞争力及盈利能力，帮助公司优化资本结构，提高公司整体抗风险能力。

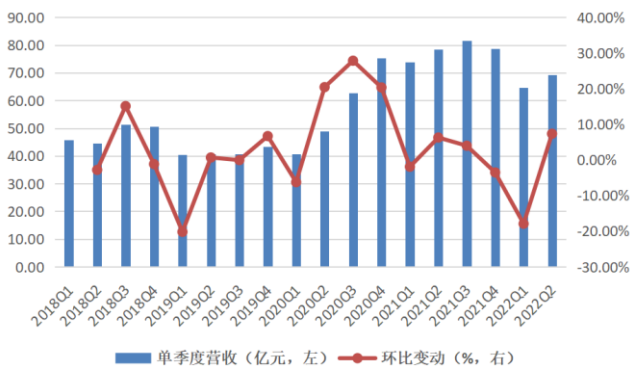
- **维持公司“增持”评级。**考虑到行业周期性的变化及原料价格高位运行等因素，下调公司 2022-2024 年 EPS 为 0.04/0.42/0.49 元每股。根据饲料行业及种业可比上市公司情况，给予公司 2023 年整体市盈率 18 倍，考虑到公司转基因性状储备丰富，有望抢占市场先机，继续维持公司“增持”评级。

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 | 35871 | 44328 | 49910 |
| 增长比率（%） | 37.62% | 37.32% | 14.50% | 23.58% | 12.59% |
| 净利润（百万元） | 1956 | -440 | 148 | 1752 | 2035 |
| 增长比率（%） | 281.02% | -122.52% | 133.71% | 1,080.31% | 16.15% |
| 每股收益(元) | 0.47 | -0.11 | 0.04 | 0.42 | 0.49 |
| 市盈率(倍) | 17.11 | — | 225.40 | 19.10 | 16.44 |

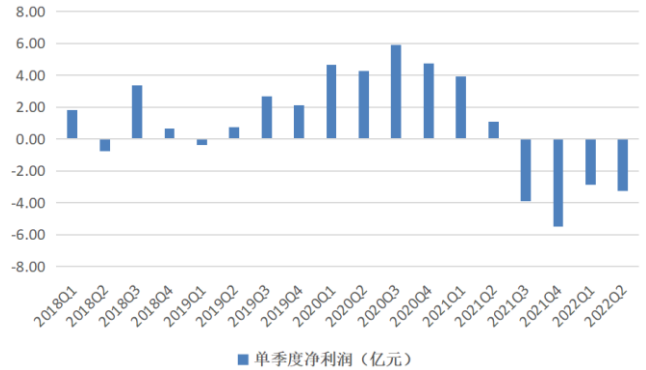
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：2018-2022 年公司单季度营收及环比增速



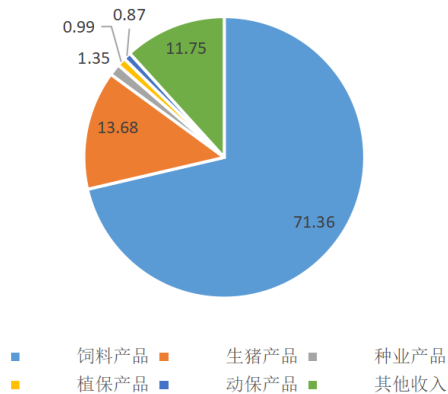
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2018-2022 年公司单季度净利润



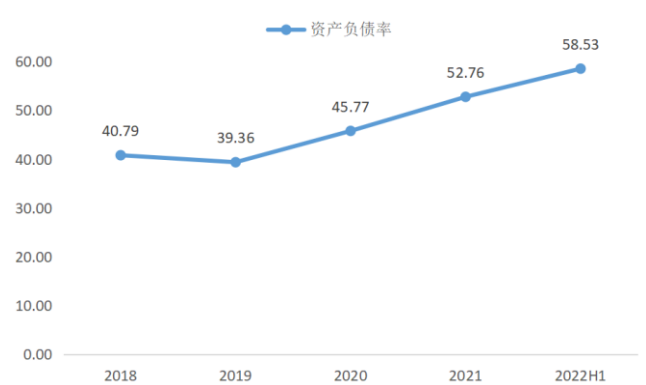
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2022 年上半年公司业务结构 (%)



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2018-2022 年公司资产负债率变化 (%)



资料来源：Wind，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

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 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 9574 | 10481 | 9126 | 12596 | 13706 |
| 现金 | 4316 | 5799 | 1933 | 4510 | 5971 |
| 应收票据及应收账款 | 908 | 771 | 1712 | 1402 | 1810 |
| 其他应收款 | 133 | 128 | 261 | 364 | 190 |
| 预付账款 | 473 | 361 | 536 | 689 | 661 |
| 存货 | 3579 | 3310 | 4561 | 5508 | 4949 |
| 其他流动资产 | 165 | 111 | 124 | 123 | 125 |
| 非流动资产 | 14467 | 16414 | 19740 | 22043 | 24333 |
| 长期投资 | 2308 | 1848 | 2464 | 2534 | 2609 |
| 固定资产 | 7160 | 8926 | 10266 | 11368 | 12510 |
| 无形资产 | 1460 | 1479 | 1972 | 2094 | 2305 |
| 其他非流动资产 | 3540 | 4162 | 5039 | 6047 | 6909 |
| 资产总计 | 24042 | 26895 | 28867 | 34639 | 38039 |
| 流动负债 | 8608 | 10187 | 11942 | 14970 | 14964 |
| 短期借款 | 4076 | 4910 | 6039 | 7167 | 8197 |
| 应付票据及应付账款 | 1820 | 2331 | 1895 | 3583 | 2277 |
| 其他流动负债 | 2712 | 2947 | 4008 | 4219 | 4490 |
| 非流动负债 | 2397 | 4001 | 4001 | 4001 | 4001 |
| 长期借款 | 1941 | 2747 | 2747 | 2747 | 2747 |
| 其他非流动负债 | 456 | 1255 | 1255 | 1255 | 1255 |
| 负债合计 | 11005 | 14189 | 15944 | 18971 | 18965 |
| 少数股东权益 | 2021 | 1969 | 2037 | 3030 | 4400 |
| 股本 | 4195 | 4141 | 4141 | 4141 | 4141 |
| 资本公积 | 1199 | 1335 | 1335 | 1335 | 1335 |
| 留存收益 | 6223 | 5568 | 5716 | 7469 | 9504 |
| 归属母公司股东权益 | 11015 | 10737 | 10886 | 12638 | 14673 |
| 负债和股东权益 | 24042 | 26895 | 28867 | 34639 | 38039 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 1856 | 1149 | -885 | 4576 | 3887 |
| 净利润 | 2573 | -938 | 217 | 2745 | 3405 |
| 折旧摊销 | 754 | 1044 | 843 | 1022 | 1117 |
| 财务费用 | 260 | 341 | 443 | 487 | 536 |
| 投资损失 | -752 | 7 | -519 | -698 | -499 |
| 营运资金变动 | -1279 | 107 | -1885 | 1006 | -685 |
| 其他经营现金流 | 300 | 588 | 16 | 13 | 12 |
| 投资活动现金流 | -1525 | -1615 | -3667 | -2641 | -2920 |
| 资本支出 | -2356 | -2337 | -3569 | -3268 | -3344 |
| 长期投资 | 789 | 693 | -616 | -70 | -75 |
| 其他投资现金流 | 43 | 29 | 519 | 698 | 499 |
| 筹资活动现金流 | 1350 | 1921 | 686 | 641 | 494 |
| 短期借款 | 1424 | 834 | 1129 | 1129 | 1030 |
| 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 | -443 | -487 | -536 |
| 现金净增加额 | 1682 | 1455 | -3866 | 2577 | 1461 |

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 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 22814 | 31328 | 35871 | 44328 | 49910 |
| 营业成本 | 17788 | 28054 | 31527 | 36589 | 40721 |
| 营业税金及附加 | 51 | 63 | 86 | 98 | 110 |
| 营业费用 | 953 | 1037 | 1706 | 1809 | 2021 |
| 管理费用 | 1072 | 1507 | 1802 | 2147 | 2442 |
| 研发费用 | 543 | 613 | 795 | 968 | 1057 |
| 财务费用 | 229 | 289 | 443 | 487 | 536 |
| 资产减值损失 | -140 | -487 | -26 | -30 | -28 |
| 其他收益 | 154 | 131 | 220 | 252 | 266 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 752 | -7 | 519 | 698 | 499 |
| 资产处置收益 | 12 | 9 | 10 | 16 | 16 |
| 营业利润 | 2833 | -689 | 235 | 3166 | 3776 |
| 营业外收入 | 43 | 56 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 75 | 103 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2801 | -736 | 235 | 3166 | 3776 |
| 所得税 | 228 | 202 | 19 | 421 | 370 |
| 净利润 | 2573 | -938 | 217 | 2745 | 3405 |
| 少数股东损益 | 618 | -498 | 68 | 993 | 1370 |
| 归属母公司净利润 | 1956 | -440 | 148 | 1752 | 2035 |
| EBITDA | 3154 | 701 | 1019 | 3991 | 4942 |
| EPS (元) | 0.48 | -0.11 | 0.04 | 0.42 | 0.49 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|---------|----------|---------|-----------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 37.62% | 37.32% | 14.50% | 23.58% | 12.59% |
| 营业利润 (%) | 319.69% | -124.31% | 134.18% | 1,244.79% | 19.25% |
| 归属母公司净利润 (%) | 281.02% | -122.52% | 133.71% | 1,080.31% | 16.15% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 22.03% | 10.45% | 12.11% | 17.46% | 18.41% |
| 净利率 (%) | 8.57% | -1.41% | 0.41% | 3.95% | 4.08% |
| ROE (%) | 17.75% | -4.10% | 1.36% | 13.86% | 13.87% |
| ROIC | 11.04% | -2.01% | 0.70% | 9.55% | 10.99% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 45.77% | 52.76% | 55.23% | 54.77% | 49.86% |
| 净负债比率 (%) | 84.41% | 111.67% | 123.38% | 121.08% | 99.43% |
| 流动比率 | 1.11 | 1.03 | 0.76 | 0.84 | 0.92 |
| 速动比率 | 0.62 | 0.66 | 0.33 | 0.42 | 0.53 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.06 | 1.23 | 1.29 | 1.40 | 1.37 |
| 应收账款周转率 | 23.32 | 37.99 | 29.49 | 29.10 | 31.71 |
| 应付账款周转率 | 12.16 | 13.71 | 15.22 | 13.58 | 14.13 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.47 | -0.11 | 0.04 | 0.42 | 0.49 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.45 | 0.28 | -0.21 | 1.11 | 0.94 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 2.66 | 2.59 | 2.63 | 3.05 | 3.54 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 17.11 | — | 225.40 | 19.10 | 16.44 |
| P/B | 3.04 | 3.12 | 3.07 | 2.65 | 2.28 |
| EV/EBITDA | 13.68 | 66.56 | 40.91 | 10.08 | 8.06 |

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。