

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

## 盈利能力快速修复，生物育种蓄势待发

——大北农(002385)2022年三季度报点评

### 证券研究报告-季报点评

增持(维持)

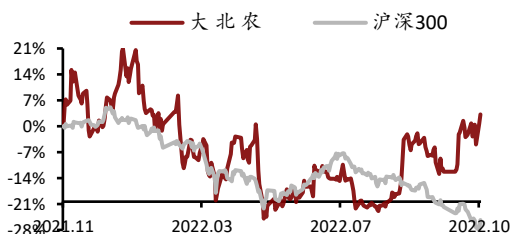
#### 市场数据(2022-11-01)

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 9.39       |
| 一年内最高/最低(元) | 10.98/6.87 |
| 沪深 300 指数   | 3,634.17   |
| 市净率(倍)      | 3.73       |
| 流通市值(亿元)    | 306.21     |

#### 基础数据(2022-09-30)

|              |                      |
|--------------|----------------------|
| 每股净资产(元)     | 2.52                 |
| 每股经营现金流(元)   | 0.15                 |
| 毛利率(%)       | 11.33                |
| 净资产收益率_摊薄(%) | -3.15                |
| 资产负债率(%)     | 60.06                |
| 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)中报点评：养殖板块短期承压，生物育种技术稳步推进》 2022-09-30

《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

联系人：马巍琦

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 11 月 02 日

事件：2022 年 10 月 28 日，公司发布三季度报告。

#### 投资要点：

- **公司业绩符合预期，三季度扭亏为盈。**2022 年前三季度，公司实现营业收入 220.94 亿元，同比下降 5.75%，剔除合并口径影响同比下降 2.2%；归母净利润亏损 3.29 亿元，同比下降 405.94%；扣非后归母净利润亏损 4.02 亿元，同比下降 650.73%。2022 年第三季度，在生猪价格高位运行的带动下公司业绩扭亏为盈。2022Q3，公司实现营收 87.01 亿元，同比增长 6.46%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 146.48%；扣非后归母净利润 1.66 亿元，同比增长 141.53%。
- **生猪养殖景气回升，生物育种渐行渐近。**2022 年 5 月，猪价在二次触底后迎来反弹，三季度维持 20-25 元/公斤的高位震荡，并在 10 月创下年内新高，最高涨至 28 元/公斤附近。2022 年三季度，市场上生猪出栏量减少，叠加秋冬季节来临消费端回暖，推动猪价加速上行。2022 年四季度仍是猪肉消费需求旺季，预计市场上生猪继续处于供需偏紧状态，生猪价格有望继续维持高位震荡，养殖户出栏享受较高盈利水平。2022 年 10 月，党的“二十大”报告中提出全面推进乡村振兴、加快建设农业强国。种业作为农业产业链的“芯片”，实现种业自主可控，种业科技自立自强对我国具有重要意义，生物育种技术商业化实施也是大势所趋，2022 年有望成为我国生物育种元年。
- **公司业务多板块布局，生猪养殖盈利水平大幅增长。**从细分业务来看，2022 年前三季度，公司饲料板块收入 159 亿元，占总营收比例 71.97%；生猪养殖板块收入 34 亿元，占比 15.39%；原料贸易收入 21.5 亿元，占比 9.73%；种子板块收入 2.09 亿元，占比 0.9%。饲料销售方面，剔除合并口径影响销量同比下降 40.5 万吨，下降比率为 9.7%，主要受到上半年市场生猪产能下滑，公司猪料销售减少所导致。同期，公司水产料、反刍料销量同比增速分别为 2.6%、13.8%。生猪养殖业务方面，2022 年前三季度，公司参控股企业共出栏生猪 300.42 万头，同比增长 1.84%，合计销售收入 55.04 亿元，同比下降 16.08%；其中，2022Q3 公司共出栏生猪 102.1 万头，实现销售收入 25.8 亿元，控股加参股企业单位头均盈利水平恢复至约 380 元/头。2023 年公司生猪出栏目标为 600 万头，随着产能的释放，公司生猪养殖板块业绩将充分受益于此轮猪价反弹。此外，公司通过外延并购的增长模式加速布局种业板块。2022 年以来，公司先后收购了云南大天和广东鲜美种苗

51%股权，进一步深化生物育种板块布局。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，待转基因技术在我国实现商业化后，有望率先获得行业红利。

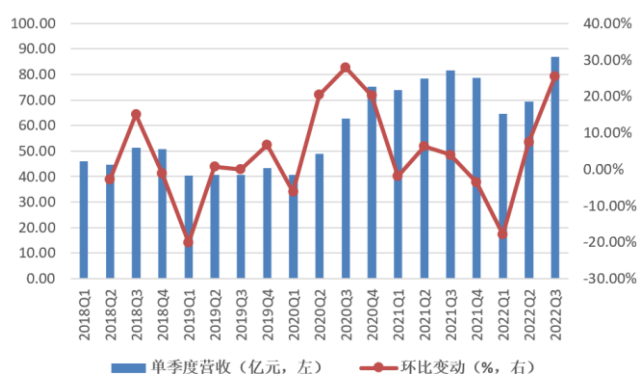
- **公司拟通过定增融资提升核心竞争力。**2022 年 6 月，公司发布定增预案，拟募集不超过 22.60 亿元用于项目融资和补充流动资金。公司拟使用 8.1 亿元募集资金投入饲料生产加工项目，2.37 亿元投入种猪养殖及研发项目，4.61 亿元投入建设位于北京的大北农生物农业创新园项目，6.76 亿元用于补充流动资金。其中，大北农生物农业创新园项目实施后将围绕生物育种、生物饲料、农业生物制剂、农业大数据、农业人工智能等现代农业关键核心技术进行研发，全面提高公司研发和管理的综合实力。2022 年三季度末，公司资产负债率为 60.06%，较 2021 年末增加了 7.3 个百分点。目前，公司定增预案已获得股东大会通过，尚待证监会审核。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种业板块的成长性等因素，预计公司 2022-2024 年 EPS 可实现 0.04、0.42、0.49 元每股。根据饲料、生猪养殖行业及种业可比上市公司情况，给予公司 2023 年整体市盈率 20 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  |

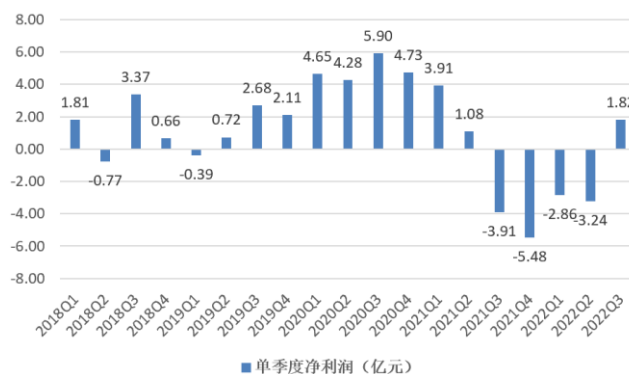
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：2018-2022 年公司单季度营收及环比增速



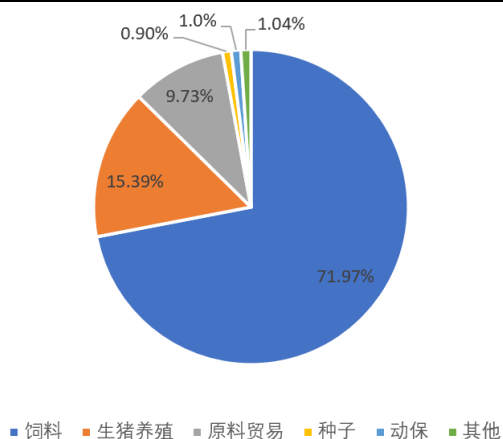
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2018-2022 年公司单季度净利润



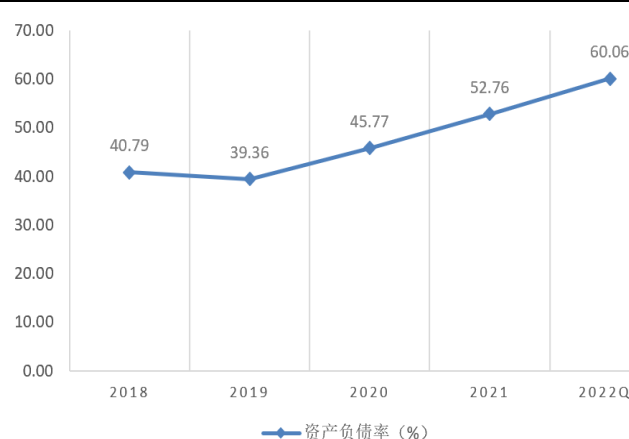
资料来源：Wind，中原证券

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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>9574</b>  | <b>10481</b> | <b>9126</b>  | <b>12596</b> | <b>13706</b> |
| 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          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>14467</b> | <b>16414</b> | <b>19740</b> | <b>22043</b> | <b>24333</b> |
| 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         |
| <b>资产总计</b>    | <b>24042</b> | <b>26895</b> | <b>28867</b> | <b>34639</b> | <b>38039</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>8608</b>  | <b>10187</b> | <b>11942</b> | <b>14970</b> | <b>14964</b> |
| 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         |
| <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>15944</b> | <b>18971</b> | <b>18965</b> |
| 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        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>24042</b> | <b>26895</b> | <b>28867</b> | <b>34639</b> | <b>38039</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>-885</b>  | <b>4576</b>  | <b>3887</b>  |
| 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           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1525</b> | <b>-1615</b> | <b>-3667</b> | <b>-2641</b> | <b>-2920</b> |
| 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          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1350</b>  | <b>1921</b>  | <b>686</b>   | <b>641</b>   | <b>494</b>   |
| 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         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1682</b>  | <b>1455</b>  | <b>-3866</b> | <b>2577</b>  | <b>1461</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>35871</b> | <b>44328</b> | <b>49910</b> |
| 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           |
| <b>营业利润</b>     | <b>2833</b>  | <b>-689</b>  | <b>235</b>   | <b>3166</b>  | <b>3776</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>235</b>   | <b>3166</b>  | <b>3776</b>  |
| 所得税             | 228          | 202          | 19           | 421          | 370          |
| <b>净利润</b>      | <b>2573</b>  | <b>-938</b>  | <b>217</b>   | <b>2745</b>  | <b>3405</b>  |
| 少数股东损益          | 618          | -498         | 68           | 993          | 1370         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1956</b>  | <b>-440</b>  | <b>148</b>   | <b>1752</b>  | <b>2035</b>  |
| 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  |
|-----------------|---------|----------|---------|-----------|--------|
| <b>成长能力</b>     |         |          |         |           |        |
| 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% |
| <b>获利能力</b>     |         |          |         |           |        |
| 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% |
| <b>偿债能力</b>     |         |          |         |           |        |
| 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   |
| <b>营运能力</b>     |         |          |         |           |        |
| 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  |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |          |         |           |        |
| 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   |
| <b>估值比率</b>     |         |          |         |           |        |
| 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其他决定的唯一信赖依据。