

大北农 (002385.SZ)

强烈推荐 (维持)

养殖盈利修复, 饲料及种业开局良好

消费品/农林牧渔  
目标估值: NA  
当前股价: 4.08 元

25Q1饲料及种业开局良好, 养殖盈利改善。公司未来将聚焦强化种业、疫苗动保等科技产业业务, 夯实饲料业务, 平稳发展生猪养殖业务。

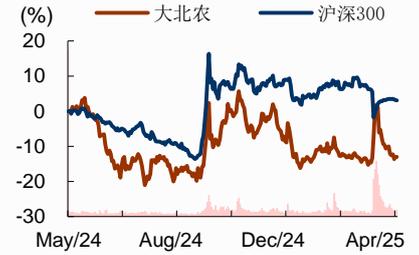
基础数据

总股本 (百万股)	4300
已上市流通股 (百万股)	3524
总市值 (十亿元)	17.5
流通市值 (十亿元)	14.4
每股净资产 (MRQ)	2.0
ROE (TTM)	7.9
资产负债率	64.4%
主要股东	邵根伙
主要股东持股比例	22.73%

□ 养殖盈利修复, 饲料及种业开局良好。公司 25Q1 实现营收 68.7 亿元 (yoy+2.4%), 归属净利润 1.34 亿元, 同比扭亏 (上年同期亏损 2.1 亿元), EPS0.03 元。总体看, Q1 饲料、养殖及种业板块均贡献可观盈利。具体分板块来说: **1) 生猪:** 公司 25Q1 年出栏 184 万头 (yoy+5.8%), 其中控股子公司出栏 104.8 万头, 占比约 55.3%; 测算 2025Q1 年公司生猪均价约 14.8 元/千克; 得益于公司养殖效率提升及饲料成本、期间费用下降带动养殖成本改善, 一季度成本较上年同期显著下滑, 3 月末公司育肥全成本已降至 13 元/千克以下, 养殖业务贡献主要盈利。**2) 种业:** 一季度正值种子销售季, 传统种业部分由于新增过审品种及并表主体贡献增量, 收入和销量均有显著增加, 盈利表现优异。**3) 饲料:** 25Q1 饲料业务开局良好, 客户结构持续优化, 公司在高端猪饲料领域的市场份额依然保持领先, 板块净利润或超 1 亿元。此外, 处置少数股权收益亦有增加。整体看, 业绩表现较超预期。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-13	-12
相对表现	4	-10	-17



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 2025 年生猪养殖或有年度盈利, 饲料业务景气可期。从产能角度看, 2024 年 4~11 月官方能繁母猪累计回补 2.4%, 即便考虑养殖效率提升, 对应 2025 年生猪供应增幅有限, 判断 2025 年生猪养殖或有年度盈利; 饲料行业集中度或进一步提升, 产业迈向高质量发展阶段。

相关报告

- 《大北农 (002385) — 生猪盈利助力三季报扭亏, Q4 旺季业绩或加速增长》2024-10-23
- 《大北农 (002385) — 养殖成本显著改善, 饲料及种业稳健发展》2024-08-23
- 《大北农 (002385) — 饲料及种业持续发力, 静待养殖突围》2024-04-26

□ 生物育种与传统育种齐头并进, 全球化布局加速。当前传统种业洗牌加速, 公司通过内生+外延与融合发展等多种方式支持种业板块做大做强; 生物育种扩面提速, 公司在过审转基因品种中, 玉米性状端占比接近 60%, 已实现性状收入且定价体系被广泛接受。总体上, 公司响应国家种业振兴战略, 积极推进转基因玉米、大豆品种的国际布局, 拓展全球市场, 中长期发展前景明朗。

李秋燕 S1090521070001

liqiuayan@cmschina.com.cn

□ 维持“强烈推荐”投资评级。公司未来将聚焦强化种业、疫苗动保等科技产业业务, 夯实饲料业务, 平稳发展生猪养殖业务, 实现产业链的协同效益。公司计划 2025 年出栏生猪 800 万头, 中长期饲料销量目标逾 1000 万吨。此外, 美国滥施关税背景下, 国家对粮食安全的重视程度不断提升; 公司转基因性状具备较强竞争力, 生物育种时代有望打开新的成长空间。结合我们对当前形势下农产品价格的判断和公司各业务板块的发展规划, 预计公司 2025~2027 年归母净利润为 5.49/7.25/9.33 亿元, EPS 分别为 0.13/0.17/0.22 元, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 猪价表现/公司规模扩张低于预期, 突发大规模不可控疫情; 自然灾害, 转基因商业化进度不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33390	28767	33720	35969	38193
同比增长	3%	-14%	17%	7%	6%
营业利润(百万元)	(2485)	791	805	984	1218
同比增长	-761%	-132%	2%	22%	24%
归母净利润(百万元)	(2174)	346	549	725	933
同比增长	-4010%	-116%	59%	32%	29%

每股收益(元)	-0.51	0.08	0.13	0.17	0.22
PE	-8.1	50.7	32.0	24.2	18.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 公司收入结构预测表

单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>33390</b>	<b>28767</b>	<b>33720</b>	<b>35969</b>	<b>38193</b>
饲料	24021	19054	22329	23963	25311
生猪	5702	6278	7522	7871	8445
种子	1405	1425	1759	1919	2112
动保	305	306	322	338	353
其他	1957	1704	1789	1878	1972
<b>收入增长率</b>	<b>3%</b>	<b>-14%</b>	<b>17%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
饲料	8%	-21%	17%	7%	6%
生猪	4%	10%	20%	5%	7%
种子	49%	1%	23%	9%	10%
动保	6%	5%	5%	5%	5%
<b>毛利率</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>
饲料	12%	12%	13%	14%	13%
生猪	-8%	20%	16%	16%	17%
种子	32%	42%	45%	48%	44%
动保	46%	32%	45%	45%	42%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>33390</b>	<b>28767</b>	<b>33720</b>	<b>35969</b>	<b>38193</b>
营业成本	30174	24411	28478	30277	32333
营业税金及附加	92	90	105	112	119
营业费用	1314	1165	1349	1432	1337
管理费用	1630	1492	1749	1866	1981
研发费用	747	675	791	844	896
财务费用	476	611	592	506	444
资产减值损失	(1333)	(237)	(345)	(368)	(317)
公允价值变动收益	(40)	85	85	85	85
其他收益	208	208	158	183	183
投资收益	(277)	411	250	152	183
<b>营业利润</b>	<b>(2485)</b>	<b>791</b>	<b>805</b>	<b>984</b>	<b>1218</b>
营业外收入	78	34	34	34	34
营业外支出	168	55	55	55	55
<b>利润总额</b>	<b>(2575)</b>	<b>770</b>	<b>785</b>	<b>964</b>	<b>1197</b>
所得税	(1)	55	82	34	30
少数股东损益	(399)	370	155	205	233
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(2174)</b>	<b>346</b>	<b>549</b>	<b>725</b>	<b>933</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>-0.51</b>	<b>0.08</b>	<b>0.13</b>	<b>0.17</b>	<b>0.22</b>

资料来源：公司数据、招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营业收入	7891	8265	9459	6707	6388	7047	8625	6865
营业毛利	703	897	964	798	918	1122	1518	951
营业费用	297	322	405	303	256	288	318	272
管理费用	405	415	448	393	356	331	412	325
财务费用	121	126	116	132	138	127	214	118
投资收益	-99	38	-140	-29	43	195	203	138
营业利润	-592	-128	-1411	-230	110	418	493	235
归属母公司净利润	-469	-134	-1265	-209	54	289	212	134
EPS (元)	-0.11	-0.03	-0.29	-0.05	0.01	0.07	0.05	0.03
<b>主要比率</b>								
毛利率	9%	11%	10%	12%	14%	16%	17.6%	13.8%
营业费用率	4%	4%	4%	5%	4%	4%	3.7%	4.0%
管理费用率	5%	5%	5%	6%	6%	5%	4.8%	4.7%
营业利润率	-7%	-2%	-15%	-3%	2%	6%	5.7%	3.4%
有效税率	-3%	-16%	4%	-7%	14%	2%	2.6%	7.9%
净利率	-6%	-2%	-13%	-3%	1%	4%	2.5%	2.0%
<b>YoY</b>								
收入	14%	-5%	-8%	-14%	-19%	-15%	-8.8%	2.4%
归属母公司净利润	69%	-174%	-429%	31%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	10856	10507	10730	11069	12256
现金	4641	3824	3306	3092	3711
交易性投资	47	315	104	129	149
应收票据	4	0	1	2	2
应收款项	1183	1000	1054	1183	1283
其它应收款	313	221	259	277	294
存货	4006	4569	5330	5667	6051
其他	662	578	676	720	766
<b>非流动资产</b>	18928	18629	17937	17310	16742
长期股权投资	2754	2851	2851	2851	2851
固定资产	10747	10391	10064	9765	9490
无形资产商誉	3419	3471	3124	2811	2530
其他	2007	1916	1898	1883	1871
<b>资产总计</b>	<b>29784</b>	<b>29136</b>	<b>28667</b>	<b>28380</b>	<b>28998</b>
<b>流动负债</b>	15579	14650	13727	12674	12344
短期借款	8278	7300	7600	6249	5578
应付账款	2275	2725	3179	3379	3609
预收账款	887	953	1112	1182	1263
其他	4139	3671	1836	1863	1894
<b>长期负债</b>	4166	3837	3837	3837	3837
长期借款	2501	1942	1942	1942	1942
其他	1665	1895	1895	1895	1895
<b>负债合计</b>	<b>19745</b>	<b>18487</b>	<b>17564</b>	<b>16511</b>	<b>16181</b>
股本	4136	4300	4300	4300	4300
资本公积金	1037	1248	1248	1248	1248
留存收益	2911	2994	3293	3854	4570
少数股东权益	1955	2107	2262	2467	2700
归属于母公司所有者权益	8084	8541	8841	9401	10117
<b>负债及权益合计</b>	<b>29784</b>	<b>29136</b>	<b>28667</b>	<b>28380</b>	<b>28998</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	245	2483	1750	1947	2054
净利润	(2573)	715	704	930	1167
折旧摊销	954	1058	1226	1160	1101
财务费用	548	652	592	506	444
投资收益	277	(411)	(493)	(420)	(451)
营运资金变动	1159	509	(278)	(230)	(208)
其它	(118)	(39)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(2073)	(645)	171	(139)	(103)
资本支出	(1047)	(865)	(534)	(534)	(534)
其他投资	(1026)	220	705	395	431
<b>筹资活动现金流</b>	769	(2639)	(2438)	(2022)	(1333)
借款变动	1784	(2178)	(1597)	(1351)	(671)
普通股增加	(5)	164	0	0	0
资本公积增加	(18)	210	0	0	0
股利分配	(414)	(456)	(249)	(165)	(218)
其他	(578)	(379)	(592)	(506)	(444)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1059)</b>	<b>(800)</b>	<b>(517)</b>	<b>(214)</b>	<b>618</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	33390	28767	33720	35969	38193
营业成本	30174	24411	28478	30277	32333
营业税金及附加	92	90	105	112	119
营业费用	1314	1165	1349	1432	1337
管理费用	1630	1492	1749	1866	1981
研发费用	747	675	791	844	896
财务费用	476	611	592	506	444
资产减值损失	(1333)	(237)	(345)	(368)	(317)
公允价值变动收益	(40)	85	85	85	85
其他收益	208	208	158	183	183
投资收益	(277)	411	250	152	183
<b>营业利润</b>	(2485)	791	805	984	1218
营业外收入	78	34	34	34	34
营业外支出	168	55	55	55	55
<b>利润总额</b>	(2575)	770	785	964	1197
所得税	(1)	55	82	34	30
少数股东损益	(399)	370	155	205	233
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(2174)</b>	<b>346</b>	<b>549</b>	<b>725</b>	<b>933</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	3%	-14%	17%	7%	6%
营业利润	-761%	-132%	2%	22%	24%
归母净利润	-4010%	-116%	59%	32%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.6%	15.1%	15.5%	15.8%	15.3%
净利率	-6.5%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%
ROE	-23.1%	4.2%	6.3%	8.0%	9.6%
ROIC	-8.7%	5.3%	5.6%	7.0%	8.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.3%	63.5%	61.3%	58.2%	55.8%
净负债比率	42.6%	38.2%	33.3%	28.9%	25.9%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3
存货周转率	6.9	5.7	5.8	5.5	5.5
应收账款周转率	30.8	26.3	32.8	32.1	30.9
应付账款周转率	11.0	9.8	9.6	9.2	9.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.51	0.08	0.13	0.17	0.22
每股经营净现金	0.06	0.58	0.41	0.45	0.48
每股净资产	1.88	1.99	2.06	2.19	2.35
每股股利	0.05	0.06	0.04	0.05	0.07
<b>估值比率</b>					
PE	-8.1	50.7	32.0	24.2	18.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	-28.9	14.9	13.0	12.8	12.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。