

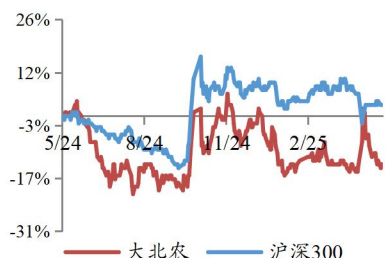
出栏量有望达到 800 万头，完全成本降至 12.9 元

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-06

收盘价（元）	4.12
近 12 个月最高/最低（元）	5.26/3.70
总股本（百万股）	4,300
流通股本（百万股）	3,524
流通股比例（%）	81.95
总市值（亿元）	177
流通市值（亿元）	145

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

1.大北农（002385）三季报点评：归母净利润逐季改善，生猪业务稳健发展 2024-10-29

2.大北农（002385）半年报点评：生猪养殖业务改善明显，种业布局持续推进 2024-08-31

主要观点：

● 2025Q1 归母净利 1.34 亿元，一季末资产负债率降至 64.4%

公司发布 2024 年报和 2025 年一季报：2024 年，公司实现收入 287.7 亿元，同比下降 13.9%，归母净利润 3.46 亿元，扣非后归母净利润 2.2 亿元，同比均扭亏为盈；2025Q1，公司实现收入 68.65 亿元，同比增长 2.4%，实现归母净利润 1.34 亿元，扣非后归母净利润 0.63 亿元，同比均扭亏为盈。2025 年 3 月末，公司资产负债率 64.4%，较 2023 年末下降 1.87 个百分点。

● 2025 年生猪出栏量有望达到 800 万头，3 月完全成本降至 12.9 元

2024 年，公司生猪出栏量 640.46 万头，同比增长 5.9%，育肥猪出栏占比约 85%，头均创利 175 元；其中，控股公司出栏量 359.47 万头，占比约 56%；参股公司出栏 281 万头，占比约 44%，部分区域如东北、正能、华东等头均创利超 300 元。2025Q1，公司生猪出栏量约 184 万头，同比增长 26.7%；一季末，公司生猪总存栏约 420 万头，剔除能繁及后备母猪 35 万头，未来半年公司可供出栏生猪约 385 万头；3 月公司出栏量已经达到 66.9 万头，Q4 出栏旺季月均出栏量有望超过 3 月出栏量，2025 年公司全年生猪出栏量有望达到 800 万头左右。

2024 年以来，公司生猪养殖完全成本持续回落，12 月已低于 14 元/公斤，2025 年 3 月进一步降至 12.9 元/公斤，参股公司（如东北平台）更是降至 12.1 元/公斤。成本下降的原因，除原料成本下降，还包括①近 2-3 年，公司持续进行品种改良、品种替换，效果逐渐显现，料肉比明显改善；②通过加强猪舍环境控制，公司生物安全防控能力有很大提升，猪苗存活率较明显改善；③产能利用率提升；④育肥猪成活率改善。

● 2024 年饲料外销量同比下降 7.6%，2025Q1 同比基本持平

2024 年，公司饲料外销量 540.55 万吨，同比下降 7.6%。其中，猪料外销量 427.6 万吨，同比减少 8.2%；反刍料外销量 60.28 万吨，整体保持平稳；水产料外销量 22.74 万吨，同比减少 29.9%，主要是因为持续性战略调整，聚焦高端特种水产饲料，调减普水料销量，毛利率同比上升；禽料外销量 29.41 万吨，同比增长 54.5%。2025Q1，公司饲料外销量 126.84 万吨，与去年同期基本持平。

● 投资建议

我们预计，2025-2027 年公司生猪出栏量 800 万头、880 万头、968 万头，同比增长 25%、10%、10%，实现收入 292.57 亿元、301.39 亿元、309.12 亿元，同比分别增长 1.7%、3.0%、2.6%，对应归母净利 7.55 亿元、7.25 亿元、9.51 亿元，同比分别增长 118.4%、-4.0%、31.1%，归母净利润前值 2025 年 8.47 亿元、2026 年 10.69 亿元，本次调整的原因是，修正了 2025-2026 年猪价、生猪出栏量、养殖成本、饲料销量及种子销量预期，我们维持公司“买入”评级不变。

风险提示

生猪疫情；转基因落地不及预期；生猪价格下跌超预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28767	29257	30139	30912
收入同比（%）	-13.8%	1.7%	3.0%	2.6%
归属母公司净利润	346	755	725	951
净利润同比（%）	115.9%	118.4%	-4.0%	31.1%
毛利率（%）	15.1%	16.7%	16.0%	16.6%
ROE（%）	4.0%	8.3%	7.8%	9.5%
每股收益（元）	0.08	0.18	0.17	0.22
P/E	54.13	23.46	24.44	18.63
P/B	2.18	1.95	1.90	1.78
EV/EBITDA	11.90	7.95	8.08	7.31

资料来源：wind，华安证券研究所

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10507	10298	12313	13104	营业收入	28767	29257	30139	30912
现金	3824	4664	5523	7071	营业成本	24411	24380	25304	25794
应收账款	1000	980	867	1128	营业税金及附加	90	91	94	96
其他应收款	221	348	238	363	销售费用	1165	1165	1200	1236
预付账款	276	276	287	292	管理费用	1492	1492	1537	1583
存货	4569	3408	4777	3621	财务费用	611	308	297	286
其他流动资产	617	623	621	629	资产减值损失	-203	-142	-81	-71
非流动资产	18629	19475	19791	19964	公允价值变动收益	85	0	0	0
长期投资	2851	3185	3503	3753	投资净收益	411	335	309	439
固定资产	10391	10643	10534	10347	营业利润	791	1306	1254	1640
无形资产	1968	2131	2298	2417	营业外收入	34	35	35	35
其他非流动资产	3419	3516	3455	3447	营业外支出	55	50	50	50
资产总计	29136	29774	32103	33068	利润总额	770	1291	1239	1625
流动负债	14650	14513	16022	15807	所得税	55	92	88	115
短期借款	7300	7800	8300	8800	净利润	715	1199	1151	1509
应付账款	2725	2016	2904	2111	少数股东损益	370	444	426	558
其他流动负债	4625	4697	4817	4896	归属母公司净利润	346	755	725	951
非流动负债	3837	3507	3177	2847	EBITDA	2212	3115	2977	3101
长期借款	1942	1642	1342	1042	EPS (元)	0.08	0.18	0.17	0.22
其他非流动负债	1895	1865	1835	1805					
负债合计	18487	18020	19199	18655					
少数股东权益	2107	2651	3577	4435					
股本	4300	4276	4276	4276					
资本公积	1328	1258	1258	1258					
留存收益	2913	3569	3794	4444					
归属母公司股东权	8541	9103	9328	9979					
负债和股东权益	29136	29774	32103	33068					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2483	2862	2312	2712	成长能力				
净利润	715	1199	1151	1509	营业收入	-13.8%	1.7%	3.0%	2.6%
折旧摊销	1182	1214	1255	1244	营业利润	131.8%	65.1%	-4.0%	30.8%
财务费用	652	365	367	368	归属于母公司净利	115.9%	118.4%	-4.0%	31.1%
投资损失	-411	-335	-309	-439	获利能力				
营运资金变动	223	22	-447	-207	毛利率 (%)	15.1%	16.7%	16.0%	16.6%
其他经营现金流	616	1574	1893	1952	净利率 (%)	1.2%	2.6%	2.4%	3.1%
投资活动现金流	-645	-1733	-1257	-965	ROE (%)	4.0%	8.3%	7.8%	9.5%
资本支出	-839	-1724	-1238	-1144	ROIC (%)	4.3%	7.5%	6.5%	6.5%
长期投资	-76	-344	-328	-260	偿债能力				
其他投资现金流	271	335	309	439	资产负债率 (%)	63.5%	60.5%	59.8%	56.4%
筹资活动现金流	-2639	-289	-197	-198	净负债比率 (%)	173.6%	153.3%	148.8%	129.4%
短期借款	-978	500	500	500	流动比率	0.72	0.71	0.77	0.83
长期借款	-560	-300	-300	-300	速动比率	0.37	0.44	0.44	0.57
普通股增加	164	-24	0	0	营运能力				
资本公积增加	99	-70	0	0	总资产周转率	0.98	0.99	0.97	0.95
其他筹资现金流	-1364	-395	-397	-398	应收账款周转率	26.36	26.36	26.36	26.36
现金净增加额	-801	841	858	1549	应付账款周转率	9.77	10.29	10.29	10.29

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.08	0.18	0.17	0.22	P/E	54.13	23.46	24.44	18.63
每股经营现金流薄)	0.58	0.67	0.54	0.63	P/B	2.18	1.95	1.90	1.78
每股净资产	1.99	2.12	2.17	2.32	EV/EBITDA	11.90	7.95	8.08	7.31

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，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第五名；2024 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第四名。

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达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。