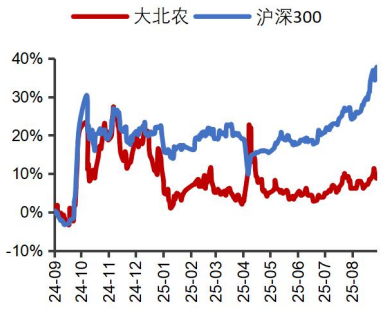
# 生猪出栏 800 万头可期，完全成本已降至 12.7 元

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2025-09-01

| | |
|---|---|
| 收盘价（元） | 4.23 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 5.20/3.72 |
| 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） | 182 |
| 流通市值（亿元） | 149 |

**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）年报季报点评：出栏量有望达到 800 万头，完全成本降至 12.9 元 2025-05-06

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

## 主要观点：

**● 1H2025 归母净利 2.35 亿元，6 月末资产负债率降至 64.0%**

公司发布 2025 年中报：1H2025，公司实现收入 135.6 亿元，同比+3.6%，归母净利润 2.35 亿元，同比+250.9%，扣非后归母净利润 1.7 亿元，同比+182%。分季度看，2025Q1、Q2 公司实现收入 68.65 亿元、66.94 亿元，同比+2.4%、+4.8%，实现归母净利润 1.34 亿元、1.01 亿元。2025 年 6 月末，公司资产负债率 64.0%，较 3 月末-0.4pct。

**● 1H2025 生猪业务归母净利逾 2.5 亿元，6 月完全成本降至 12.7 元**

1H2025，公司生猪出栏量 383.47 万头，同比+34.6%；6 月末控股及参股公司生猪总存栏 480 多万头，其中，基础母猪和后备母猪存栏 35.7 万头、育肥猪存栏约 385 万头，仔猪存栏约 60 万头，2025 年生猪出栏量有望达到 800 万头。

2024 年以来，公司生猪养殖完全成本持续回落，2025 年 3 月已降至 12.9 元/公斤，6 月进一步降至 12.7 元/公斤，其中，东北平台完全成本约 12.1 元/公斤。1H2025，公司生猪养殖板块（含参股公司）整体实现净利润逾 6 亿元，归母净利润超过 2.5 亿元，其中，参股公司东北平台实现净利润逾 4 亿元，归属于上市公司的净利润约 1.8 亿元，公司控股+参股公司头均净利 165 元。

**● 1H2025 种业板块创利约 6000 万元，公司性状行业占比近 60%**

1H2025，公司种业收入 4.77 亿元，同比+59.2%，毛利 1.68 亿元，同比+82%，种业板块创利约 6000 万元；种子销量 2842 万公斤，同比+42.0%，其中，玉米、水稻、大豆等粮食作物合计销售数量 2224 万公斤，同比增长 114.4%；种业预收款约 7 亿元。公司构建了领先的生物工程育种平台，从种质资源、基因、载体构建、遗传转化、温室、田间测试、生物安全评价等一套方案的生物育种效率达到了国际先进水平。截至目前，通过玉米品种审定/初审并使用大北农性状的玉米品种 96 个，行业占比近 60%；公司协同江山化工、福华化学、拜耳等多家农化公司进行战略合作，共有 34 个转基因扩作登记的农药登记证获批，均含有大北农转化体；在制种储备方面，使用大北农性状的玉米种子，位居行业第一。

**● 投资建议**

我们预计，2025-2027 年公司生猪出栏量 800 万头、840 万头、882 万头，同比增长 25%、5%、5%，实现收入 284.8 亿元、296.8 亿元、298.8 亿元，同比分别-1.0%、+4.2%、+0.7%，对应归母净利 6.74 亿元、11.04 亿元、12.1 亿元，同比分别+94.9%、+63.8%、+9.5%，归母净利润前值 2025 年 7.55 亿元、2026 年 7.25 亿元、2027 年 9.51 亿元，本次调整的原因是，修正了 2025-2027 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；生猪价格上涨晚于预期。

● 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 | 28479 | 29676 | 29880 |
| 收入同比（%） | -13.8% | -1.0% | 4.2% | 0.7% |
| 归属母公司净利润 | 346 | 674 | 1104 | 1210 |
| 净利润同比（%） | 115.9% | 94.9% | 63.8% | 9.5% |
| 毛利率（%） | 15.1% | 15.9% | 16.9% | 16.9% |
| ROE（%） | 4.0% | 7.5% | 11.5% | 11.5% |
| 每股收益（元） | 0.08 | 0.16 | 0.26 | 0.28 |
| P/E | 54.13 | 27.05 | 16.51 | 15.07 |
| P/B | 2.18 | 2.02 | 1.89 | 1.73 |
| EV/EBITDA | 11.90 | 8.47 | 6.93 | 6.35 |

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** 单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 10507 | 10040 | 12682 | 13748 |
| 现金 | 3824 | 4634 | 5941 | 8108 |
| 应收账款 | 1000 | 921 | 891 | 1026 |
| 其他应收款 | 221 | 332 | 245 | 336 |
| 预付账款 | 276 | 271 | 279 | 281 |
| 存货 | 4569 | 3262 | 4707 | 3371 |
| 其他流动资产 | 617 | 620 | 620 | 625 |
| **非流动资产** | 18629 | 19475 | 19791 | 19964 |
| 长期投资 | 2851 | 3185 | 3503 | 3753 |
| 固定资产 | 10391 | 10643 | 10534 | 10347 |
| 无形资产 | 1968 | 2131 | 2298 | 2417 |
| 其他非流动资产 | 3419 | 3516 | 3455 | 3447 |
| **资产总计** | 29136 | 29515 | 32472 | 33712 |
| **流动负债** | 14650 | 14384 | 15918 | 15567 |
| 短期借款 | 7300 | 7800 | 8300 | 8800 |
| 应付账款 | 2725 | 1931 | 2863 | 1965 |
| 其他流动负债 | 4625 | 4653 | 4754 | 4801 |
| **非流动负债** | 3837 | 3507 | 3177 | 2847 |
| 长期借款 | 1942 | 1642 | 1342 | 1042 |
| 其他非流动负债 | 1895 | 1865 | 1835 | 1805 |
| **负债合计** | 18487 | 17891 | 19095 | 18414 |
| 少数股东权益 | 2107 | 2603 | 3752 | 4762 |
| 股本 | 4300 | 4276 | 4276 | 4276 |
| 资本公积 | 1328 | 1258 | 1258 | 1258 |
| 留存收益 | 2913 | 3487 | 4092 | 5001 |
| 归属母公司股东权 | 8541 | 9022 | 9626 | 10536 |
| **负债和股东权益** | 29136 | 29515 | 32472 | 33712 |

**现金流量表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 2483 | 2842 | 2623 | 3282 |
| 净利润 | 715 | 1070 | 1753 | 1920 |
| 折旧摊销 | 1182 | 1214 | 1255 | 1244 |
| 财务费用 | 652 | 365 | 367 | 368 |
| 投资损失 | -411 | -325 | -447 | -488 |
| 营运资金变动 | 223 | 121 | -601 | 1 |
| 其他经营现金流 | 616 | 1346 | 2649 | 2156 |
| **投资活动现金流** | -645 | -1743 | -1119 | -916 |
| 资本支出 | -839 | -1724 | -1238 | -1144 |
| 长期投资 | -76 | -344 | -328 | -260 |
| 其他投资现金流 | 271 | 325 | 447 | 488 |
| **筹资活动现金流** | -2639 | -289 | -197 | -198 |
| 短期借款 | -978 | 500 | 500 | 500 |
| 长期借款 | -560 | -300 | -300 | -300 |
| 普通股增加 | 164 | -24 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 99 | -70 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1364 | -395 | -397 | -398 |
| **现金净增加额** | -801 | 810 | 1307 | 2167 |

**利润表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 28767 | 28479 | 29676 | 29880 |
| 营业成本 | 24411 | 23942 | 24655 | 24832 |
| 营业税金及附加 | 90 | 89 | 92 | 93 |
| 销售费用 | 1165 | 1119 | 1119 | 1119 |
| 管理费用 | 1492 | 1343 | 1303 | 1263 |
| 财务费用 | 611 | 308 | 297 | 279 |
| 资产减值损失 | -203 | -142 | -81 | -71 |
| 公允价值变动收益 | 85 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 411 | 325 | 447 | 488 |
| **营业利润** | 791 | 1167 | 1902 | 2082 |
| 营业外收入 | 34 | 35 | 35 | 35 |
| 营业外支出 | 55 | 50 | 50 | 50 |
| **利润总额** | 770 | 1152 | 1887 | 2067 |
| 所得税 | 55 | 82 | 134 | 147 |
| **净利润** | 715 | 1070 | 1753 | 1920 |
| 少数股东损益 | 370 | 396 | 649 | 710 |
| **归属母公司净利润** | 346 | 674 | 1104 | 1210 |
| EBITDA | 2212 | 2986 | 3488 | 3489 |
| EPS（元） | 0.08 | 0.16 | 0.26 | 0.28 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | -13.8% | -1.0% | 4.2% | 0.7% |
| 营业利润 | 131.8% | 47.6% | 63.0% | 9.5% |
| 归属于母公司净利 | 115.9% | 94.9% | 63.8% | 9.5% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率（%） | 15.1% | 15.9% | 16.9% | 16.9% |
| 净利率（%） | 1.2% | 2.4% | 3.7% | 4.0% |
| ROE（%） | 4.0% | 7.5% | 11.5% | 11.5% |
| ROIC（%） | 4.3% | 7.1% | 8.2% | 7.6% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率（%） | 63.5% | 60.6% | 58.8% | 54.6% |
| 净负债比率（%） | 173.6% | 153.9% | 142.7% | 120.4% |
| 流动比率 | 0.72 | 0.70 | 0.80 | 0.88 |
| 速动比率 | 0.37 | 0.44 | 0.47 | 0.64 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.98 | 0.97 | 0.96 | 0.90 |
| 应收账款周转率 | 26.36 | 26.36 | 26.36 | 26.36 |
| 应付账款周转率 | 9.77 | 10.29 | 10.29 | 10.29 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.08 | 0.16 | 0.26 | 0.28 |
| 每股经营现金流薄） | 0.58 | 0.66 | 0.61 | 0.76 |
| 每股净资产 | 1.99 | 2.10 | 2.24 | 2.45 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 54.13 | 27.05 | 16.51 | 15.07 |
| P/B | 2.18 | 2.02 | 1.89 | 1.73 |
| EV/EBITDA | 11.90 | 8.47 | 6.93 | 6.35 |

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。