

大北农 (002385.SZ)

优于大市

2025 三季报点评：养殖板块盈利修复，种业板块持续拓展

核心观点

饲料经营稳健，养殖盈利修复，2025 前三季度归母净利润同比+93%。公司 2025 前三季度实现营业收入 207.44 亿元，同比+2.99%，其中单 Q3 实现营业收入 71.84 亿元，环比+7.32%，同比+1.94%，收入增长主要得益于养殖规模扩张及种业并表。公司 2025 前三季度实现归母净利润 2.57 亿元，同比+92.56%，盈利同比回升主要得益于生猪行情回暖及养殖成本下降。公司单 Q3 实现归母净利润 0.22 亿元，环比-78.52%，同比-92.50%，主要原因系 8-9 月份生猪价格持续回落导致养殖盈利下降。

饲料：销量保持增长，单吨盈利稳健。公司饲料板块 2025 前三季度实现营业收入 134.23 亿元，同比-4.67%，外销量 401.62 万吨，同比+2.90%，其中猪/反刍/水产/禽饲料销量分别为 318/41/18/24 万吨，同比增速分别为+4%/-7%/-8%/+17%。盈利方面，公司饲料板块前三季度共实现归母净利润近 4 亿元，对应单吨净利近 100 元，继续保持行业较好盈利水平。

养殖：出栏维持增长，受益行情回暖。公司生猪养殖板块 2025 前三季度控股出栏量同比+25.94%至 316.09 万头，实现营业收入 49.03 亿元，归母净利润 3-4 亿元，对应单头盈利在 100 元左右，主要得益于饲料成本下降及生猪价格回暖。截至 2025Q3 末，公司控股育肥猪存栏约 200 万头，母猪存栏（基础+后备）约 23 万头，后续出栏有望保持增势。

种子：持续推进整合，性状业务领先。公司种子板块 2025 前三季总销量为 2044 万公斤，同比+151%，总收入为 5.13 亿元，同比+81%，主要系并表龙粳所致。目前公司在转基因性状领域先发优势明显，且近年积极推进传统杂交育种领域优质标的整合，子公司创种科技已跻身国内商品种子销售 TOP3，旗下农大 778 等优势品种在主要产区推广顺利。截至 2025Q3 末，公司种子预收款对应的合同负债总额接近 12 亿元，其中玉米 8 亿余元，新季有望继续保持较好销售表现。

风险提示：生物疫病风险，恶劣天气风险，新品种推广不及预期的风险等。

投资建议：考虑到生猪行情回落影响，我们下调公司 2025 年归母净利润预测至 2.6 亿元（原为 5.5 亿元），维持 2026 年归母净利润预测为 2.9 亿元，预测 2027 归母净利润为 4.1 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.06/0.07/0.09 元。公司作为国内综合性农业产业龙头，饲料及养殖板块经营稳健，种业板块则有望依靠转基因先发优势受益种业换代，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,390	28,767	29,313	30,884	32,639
(+/-%)	3.1%	-13.8%	1.9%	5.4%	5.7%
归母净利润(百万元)	-2174	346	256	292	405
(+/-%)	-4009.7%	-115.9%	-26.0%	14.0%	38.9%
每股收益(元)	-0.53	0.08	0.06	0.07	0.09
EBIT Margin	-1.7%	3.2%	3.3%	3.5%	3.9%
净资产收益率 (ROE)	-26.9%	4.0%	2.9%	3.3%	4.4%
市盈率 (PE)	-7.8	51.2	69.2	60.7	43.7
EV/EBITDA	102.2	18.5	17.2	15.9	14.5
市净率 (PB)	2.11	2.07	2.03	1.99	1.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.12 元
总市值/流通市值	17716/14519 百万元
52 周最高价/最低价	5.20/3.87 元
近 3 个月日均成交额	398.64 百万元

市场走势



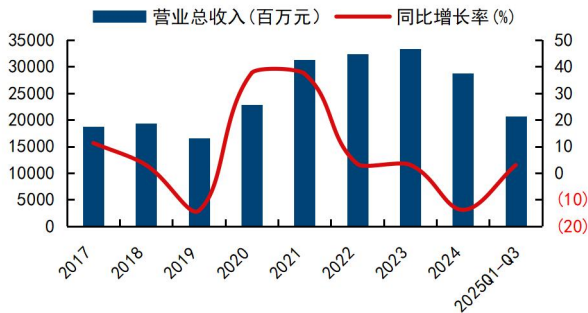
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《大北农 (002385.SZ) - 饲料、种子业务经营正常，生猪业务受益行情回暖》——2024-07-12

饲料经营稳健，养殖盈利修复，2025 前三季度归母净利润同比+93%。公司 2025 前三季度实现营业收入 207.44 亿元，同比+2.99%，其中单 Q3 实现营业收入 71.84 亿元，环比+7.32%，同比+1.94%，收入增长主要得益于养殖规模扩张及种业并表。公司 2025 前三季度实现归母净利润 2.57 亿元，同比+92.56%，盈利同比回升主要得益于生猪行情回暖及养殖成本下降。公司单 Q3 实现归母净利润 0.22 亿元，环比-78.52%，同比-92.50%，主要原因系 8-9 月份生猪价格持续回落导致养殖盈利下降。

图1：大北农营业收入及增速



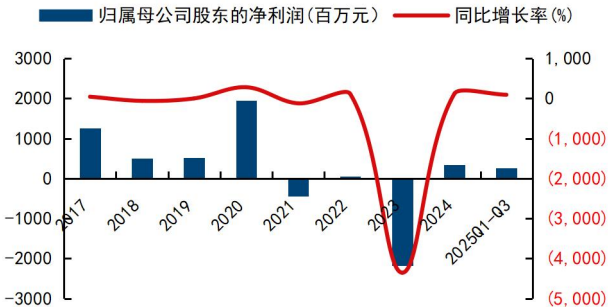
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：大北农单季营业收入及增速



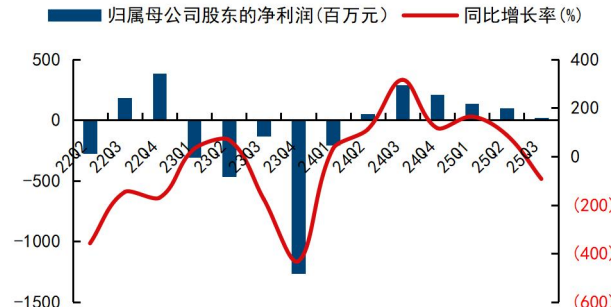
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：大北农归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

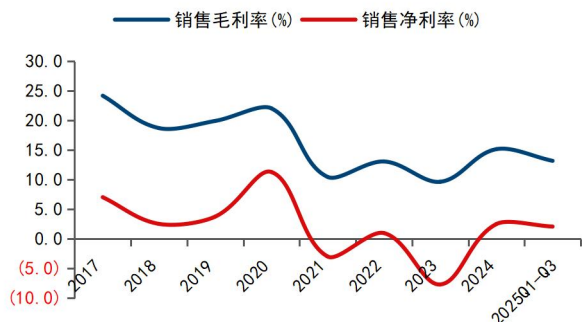
图4：大北农单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

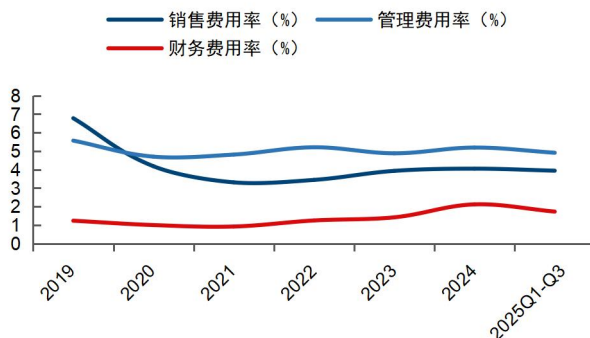
费用率改善，利润率上升。公司 2025 前三季度销售毛利率为 13.17%，同比-0.92pct，销售净利率 2.07%，同比+0.82pct，主要得益于费用率改善。具体来看，公司 2025 前三季度销售费用率 3.94%（同比-0.26pct），管理费用率 4.91%（同比-0.45pct）；财务费用率 1.73%（同比-0.24pct），三项费用合计 10.58%，同比-0.95pct。

图5: 大北农毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

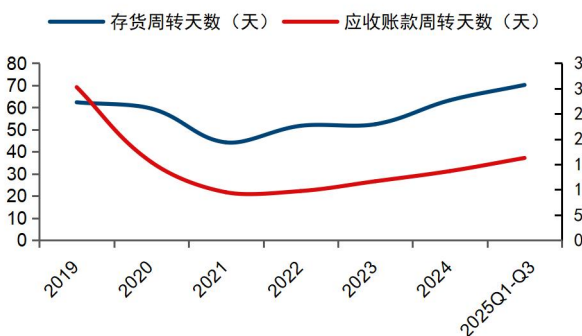
图6: 大北农三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

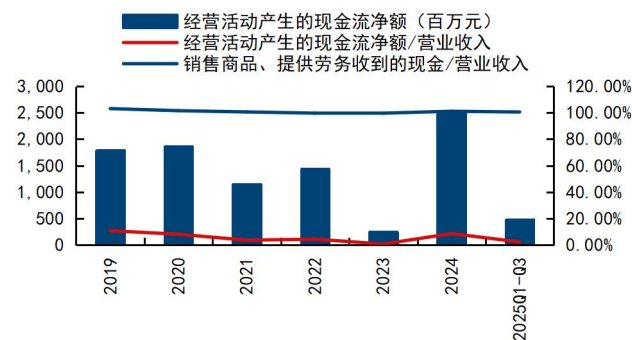
存货周转放缓，经营性现金流有所承压。2025Q1-Q3 公司经营性现金流净额 4.79 亿元，同比-63.45%，经营性现金流净额占营业收入比例为 2.31%（同比-4.20pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.55%（同比-1.16pct）。在主要流动资产周转方面，2025Q1-Q3 公司存货天数达 70.2 天（同比+7.86%），应收账款周转天数达 16.3 天（同比-15.36%）。

图7: 大北农经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 大北农主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到生猪行情回落影响，我们下调公司 2025 年归母净利润预测至 2.6 亿元（原为 5.5 亿元），维持 2026 年归母净利润预测为 2.9 亿元，预测 2027 归母净利润为 4.1 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.06/0.07/0.09 元。公司作为国内综合性农业产业龙头，饲料及养殖板块经营稳健，种业板块则有望依靠转基因先发优势受益种业换代，维持“优于大市”评级。

表1: 大北农主营业务收入拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主业总收入 (亿元)	323.97	333.90	287.67	293.13	308.84	326.39
yoy	3.41%	3.07%	-13.85%	1.90%	5.36%	5.68%
主业总毛利 (亿元)	42.32	32.16	43.56	42.82	45.91	49.90
毛利率	13.06%	9.63%	15.14%	14.61%	14.86%	15.29%
饲料收入 (亿元)	222.90	240.21	190.54	191.12	197.60	204.69
yoy	-1.78%	7.77%	-20.68%	0.31%	3.39%	3.59%
饲料毛利 (亿元)	25.68	29.88	23.80	23.91	24.92	26.01
饲料毛利率	11.52%	12.44%	12.49%	12.51%	12.61%	12.71%
养殖收入 (亿元)	54.67	57.02	62.78	64.21	68.67	73.32
yoy	16.34%	4.30%	10.10%	2.27%	6.95%	6.76%
养殖毛利 (亿元)	10.93	-4.51	12.43	11.07	11.68	12.77
养殖毛利率	19.99%	-7.91%	19.80%	17.24%	17.01%	17.42%
种子收入 (亿元)	9.44	14.05	14.25	16.11	18.32	20.26
yoy	68.44%	48.84%	1.40%	13.02%	13.73%	10.61%
种子毛利 (亿元)	3.55	4.54	4.73	4.99	5.86	6.69
种子毛利率	37.59%	32.30%	33.19%	31.00%	32.00%	33.00%
动保收入 (亿元)	2.89	3.05	3.06	3.06	3.06	3.06
yoy	-17.90%	5.54%	0.33%	0.00%	0.00%	0.00%
动保毛利 (亿元)	1.25	1.39	0.98	0.92	0.92	0.92
动保毛利率	43.25%	45.57%	32.03%	30.00%	30.00%	30.00%
植保收入 (亿元)	1.92	1.96	2.23	2.34	2.46	2.58
yoy	6.08%	2.08%	13.78%	5.00%	5.00%	5.00%
植保毛利 (亿元)	0.51	0.47	0.64	0.62	0.65	0.70
植保毛利率	26.56%	23.98%	28.70%	26.41%	26.36%	27.16%
其他收入 (亿元)	32.15	17.61	14.81	16.29	18.73	22.48
yoy	13.18%	-45.23%	-15.89%	10.00%	15.00%	20.00%
其他毛利 (亿元)	0.40	0.39	0.98	1.30	1.87	2.81
其他毛利率	1.24%	2.22%	6.59%	8.00%	10.00%	12.50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28767	29313	30884	32639
营业成本	24411	25031	26293	27649
销售费用	1165	1117	1214	1283
管理费用	1492	1471	1525	1618
研发费用	675	642	697	739
财务费用	611	438	433	396
营业利润	791	549	646	873
利润总额	770	528	625	853
归属于母公司净利润	346	256	292	405
EPS	0.08	0.06	0.07	0.09
ROE	4.05%	3%	3%	4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	33,390	28,767	29,326	30,938	32,739
(+/-%)	3.1%	-13.8%	1.9%	5.5%	5.8%
净利润(亿元)	-2174	346	605	653	798
(+/-%)	-4009.7%	-115.9%	74.9%	8.0%	22.1%
摊薄 EPS	-0.53	0.08	0.14	0.15	0.19
中性预测					
营业收入(百万元)	33,390	28,767	29,313	30,884	32,639
(+/-%)	3.1%	-13.8%	1.9%	5.4%	5.7%
净利润(百万元)	-2174	346	256	292	405
(+/-%)	-4009.7%	-115.9%	-26.0%	14.0%	38.9%
摊薄 EPS(元)	-0.53	0.08	0.06	0.07	0.09
悲观的预测					
营业收入(百万元)	33,390	28,767	29,299	30,831	32,538
(+/-%)	3.1%	-13.8%	1.8%	5.2%	5.5%
净利润(百万元)	-2174	346	-92	-67	16
(+/-%)	-4009.7%	-115.9%	—	—	-124.2%
摊薄 EPS	-0.53	0.08	-0.02	-0.02	0.00
总股本(百万股)	4,136	4,300	4,300	4,300	4,300

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4641	3824	4745	5417	6220	营业收入	33390	28767	29313	30884	32639
应收款项	1470	1205	1285	1336	1403	营业成本	30174	24411	25031	26293	27649
存货净额	4006	4569	4647	4398	4963	营业税金及附加	92	90	78	88	94
其他流动资产	670	583	1026	1081	982	销售费用	1314	1165	1117	1214	1283
流动资产合计	10856	10507	12029	12557	13894	管理费用	1630	1492	1471	1525	1618
固定资产	10962	10607	10352	9993	9598	研发费用	747	675	642	697	739
无形资产及其他	1940	1968	1890	1812	1735	财务费用	476	611	438	433	396
投资性房地产	3272	3203	3203	3203	3203	投资收益	(277)	411	130	130	130
长期股权投资	2754	2851	2851	2851	2851	资产减值及公允价值变动	(1057)	(118)	(118)	(118)	(118)
资产总计	29784	29136	30325	30417	31281	其他收入	(856)	(501)	(642)	(697)	(739)
短期借款及交易性金融负债	10193	9196	10046	9478	9240	营业利润	(2485)	791	549	646	873
应付款项	2275	2725	2481	2488	2806	营业外净收支	(89)	(20)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	3111	2729	2538	2756	2924	利润总额	(2575)	770	528	625	853
流动负债合计	15579	14650	15065	14722	14970	所得税费用	(1)	55	19	33	38
长期借款及应付债券	2501	1942	2342	2342	2342	少数股东损益	(399)	370	254	300	409
其他长期负债	1665	1895	1900	1905	1910	归属于母公司净利润	(2174)	346	256	292	405
长期负债合计	4166	3837	4242	4247	4252	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	19745	18487	19307	18969	19222	净利润	(2174)	346	256	292	405
少数股东权益	1955	2107	2298	2523	2850	资产减值准备	879	(813)	(3)	(8)	(8)
股东权益	8084	8541	8720	8925	9208	折旧摊销	927	1027	1174	1239	1297
负债和股东权益总计	29784	29136	30325	30417	31281	公允价值变动损失	1057	118	118	118	118
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	476	611	438	433	396
每股收益	(0.53)	0.08	0.06	0.07	0.09	营运资本变动	1520	(658)	(1032)	365	(51)
每股红利	0.23	0.20	0.02	0.02	0.03	其它	(1453)	242	193	233	336
每股净资产	1.95	1.99	2.03	2.08	2.14	经营活动现金流	757	262	706	2239	2097
ROIC	-4.58%	2.22%	3%	3%	5%	资本开支	0	397	(957)	(911)	(934)
ROE	-26.89%	4.05%	3%	3%	4%	其它投资现金流	(20)	(256)	0	0	0
毛利率	10%	15%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(542)	43	(957)	(911)	(934)
EBIT Margin	-2%	3%	3%	3%	4%	权益性融资	(0)	720	0	0	0
EBITDA Margin	1%	7%	7%	7%	8%	负债净变化	(380)	(560)	200	0	0
收入增长	3%	-14%	2%	5%	6%	支付股利、利息	(947)	(880)	(77)	(88)	(122)
净利润增长率	-4010%	-116%	-26%	14%	39%	其它融资现金流	1309	1035	850	(568)	(238)
资产负债率	73%	71%	71%	71%	71%	融资活动现金流	(1345)	(1123)	1173	(655)	(360)
股息率	5.3%	5.0%	0.4%	0.5%	0.7%	现金净变动	(1130)	(817)	921	672	803
P/E	(7.8)	51.2	69.2	60.7	43.7	货币资金的期初余额	5771	4641	3824	4745	5417
P/B	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	货币资金的期末余额	4641	3824	4745	5417	6220
EV/EBITDA	102.2	18.5	17.2	15.9	14.5	企业自由现金流	0	1634	124	1702	1513
						权益自由现金流	0	2109	751	724	896

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032