

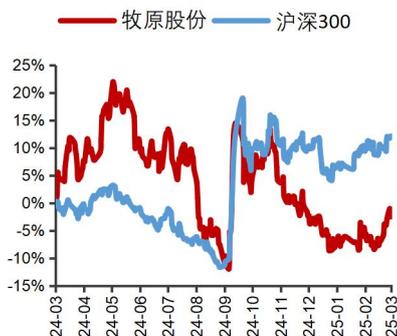
## 2025 年出栏规划超预期，2 月成本已降至 12.9 元

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-19

收盘价（元）	38.74
近 12 个月最高/最低（元）	49.72/34.29
总股本（百万股）	5,463
流通股本（百万股）	3,811
流通股比例（%）	69.76
总市值（亿元）	2,116
流通市值（亿元）	1,476

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

- 牧原股份 (002714) 三季报点评：Q3 归母净利润近 100 亿，首次季度分红叠加规划修订 2024-10-29
- 牧原股份 (002714) 点评：Q3 出栏量同比增长 6%，生猪净利有望突破 100 亿 2024-10-09

### 主要观点：

- 2024 年实现归母净利 178.8 亿元，拟每 10 股派 5.72 元**  
公司公布年报：2024 年实现收入 1379.5 亿元，同比增长 24.4%，实现归母净利润 178.8 亿元，同比扭亏为盈，公司拟每 10 股派发现金红利 5.72 元；2024 年末，公司资产负债率 58.7%，同比下降 3.43 个百分点。
- 2025 年商品猪、仔猪规划出栏量 7200-7800 万头、800-1200 万头**  
2024 年，公司生猪出栏量 7160.2 万头，同比增长 12.2%；其中，商品猪、仔猪、种猪销量分别为 6547.7 万头、565.9 万头、46.5 万头，同比分别增长 5.2%、314%、156.9%。2024 年 12 月末，公司能繁母猪存栏量 351.2 万头，同比增长 12.2%，再考虑到公司生产效率的持续提升，为 2025 年生猪出栏奠定坚实基础。按照公司规划，2025 年计划出栏商品猪 7,200 万头-7,800 万头，计划出栏仔猪 800 万头-1,200 万头；2025 年 1-2 月，公司已出栏生猪 1372.2 万头，同比增长 30.2%；随着散养户逐步从补栏母猪转向补栏仔猪育肥，以及部分猪企对外购仔猪的需求上升，公司加大了仔猪销售与客户共同发展，同时也提升了母猪舍利用效率，2025 年 1-2 月仔猪销量 219.2 万头，占公司生猪出栏总量的比重达到 16%，近期公司断奶仔猪成本降至 260-270 元/头，在行业内具有一定成本优势。
- 2024 年顺利完成成本目标，2025 年计划成本阶段性降至 12 元/公斤**  
2024Q4 生猪养殖完全成本已降至约 13.1 元/公斤，其中，10 月、11 月、12 月分别为 13.3 元/公斤、13.1 元/公斤、13 元/公斤，顺利完成全年成本目标。2025 年 1 月，公司生猪养殖完全成本环比微升至约 13.1 元/公斤，主要是春节销售天数减少导致单位期间费用分摊增加，2 月已降至约 12.9 元/公斤；在不考虑饲料原材料价格波动的情况下，公司计划 2025 年阶段性降至 12 元/公斤的成本目标。
- 屠宰肉食业务经营改善明显，春节旺季实现双月盈利**  
截至 2024 年末，公司已投产屠宰产能 2,900 万头/年，所有屠宰生猪均来自于公司自有养殖场；2024 年，公司共屠宰生猪 1,252 万头，产能利用率 43%。随着公司屠宰肉食板块的销售能力、运营能力逐步提升，2024 年头均亏损同比下降，尤其是 2024Q4 以来，屠宰肉食业务经营情况明显改善，叠加春节销售旺季带来的屠宰量提升，2024 年 12 月及 2025 年 1 月均实现单月盈利。接下来，公司屠宰肉食板块将继续开拓销售渠道以提升产能利用率，优化客户结构及产品结构以提升盈利能力，实现整体经营业绩的持续向好。
- 预计 2025 年生猪养殖业获得正常盈利，成本控制重要性突显**  
根据农业部数据，2024 年 4 月-2025 年 1 月，我国能繁母猪存栏量累计上升 1.91%，对应 2025 年猪价步入下行周期，但由于生猪补栏偏慢，我们预计 2025 年生猪养殖行业有望获得正常盈利。从补栏对象看，头部猪企已成为新增产能主力军，2024Q4 牧原、温氏的能繁母猪分别上升 19.6 万头、6 万头，两家公司合计增加约 25.6 万头，而 2024Q4 全

国新增能繁母猪存栏量仅 16 万头，头部猪企集中度有望继续提升。随着猪价步入下行周期，成本控制重要性突显，牧原股份的生猪养殖完全成本始终处于行业第一梯队。

#### 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司生猪出栏量分别为 9,050 万头、9,590 万头、10,049 万头，同比分别增长 26.4%、6.0%、4.8%；商品猪出栏量分别为 7,800 万头、8,100 万头、8,343 万头，同比分别增长 19.1%、3.8%、3.0%；仔猪出栏量分别为 1,200 万头、1,440 万头、1,656 万头，同比分别增长 112.1%、20%、15%；主营业务收入分别为 1506.58 亿元、1515.17 亿元、1583.97 亿元，归母净利分别为 224.59 亿元、200.68 亿元、228.26 亿元，同比分别增长 25.6%、-10.6%、13.7%，归母净利润前值 2025 年 192.78 亿元、2026 年 95.43 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 25-26 年生猪出栏量和猪价预期。公司作为我国最大的生猪养殖企业，成本在所有上市猪企中处于第一梯队，我们维持公司“买入”评级不变。

#### 风险提示

疫情失控；猪价下跌超预期。

#### ● 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	137947	150658	151517	158397
收入同比 (%)	24.4%	9.2%	0.6%	4.5%
归属母公司净利润	17881	22459	20068	22826
净利润同比 (%)	519.4%	25.6%	-10.6%	13.7%
毛利率 (%)	19.1%	20.4%	18.4%	19.1%
ROE (%)	24.8%	24.0%	17.6%	16.7%
每股收益 (元)	3.30	4.11	3.67	4.18
P/E	11.65	9.42	10.55	9.27
P/B	2.92	2.26	1.86	1.55
EV/EBITDA	7.08	5.39	5.21	3.86

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	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	61319	121387	145788	175118	<b>营业收入</b>	137947	150658	151517	158397
现金	16952	74060	98306	124233	营业成本	111667	119875	123686	128217
应收账款	231	205	234	225	营业税金及附加	223	244	245	256
其他应收款	91	200	92	213	销售费用	1096	1197	1203	1258
预付账款	524	563	581	602	管理费用	3332	3316	3321	3330
存货	41970	44606	44723	47878	财务费用	2975	2538	2029	1427
其他流动资产	1551	1753	1853	1967	资产减值损失	-13	0	0	0
<b>非流动资产</b>	126330	117989	109017	99416	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	904	1004	1104	1204	投资净收益	100	0	0	0
固定资产	106751	98830	90278	81097	<b>营业利润</b>	20011	24666	22136	25054
无形资产	1187	1267	1347	1427	营业外收入	84	100	100	100
其他非流动资产	17488	16888	16288	15688	营业外支出	1198	1000	1000	1000
<b>资产总计</b>	187649	239376	254806	274534	<b>利润总额</b>	18896	23766	21236	24154
<b>流动负债</b>	85477	114065	109259	105833	所得税	-29	0	0	0
短期借款	45258	61258	66258	50258	<b>净利润</b>	18925	23766	21236	24154
应付账款	17993	28625	19475	30387	少数股东损益	1044	1307	1168	1328
其他流动负债	22226	24183	23526	25189	<b>归属母公司净利润</b>	17881	22459	20068	22826
<b>非流动负债</b>	24636	24736	23736	22736	EBITDA	37989	42646	40236	43183
长期借款	8797	8797	7797	6797	EPS (元)	3.30	4.11	3.67	4.18
其他非流动负债	15839	15939	15939	15939					
<b>负债合计</b>	110112	138801	132995	128569					
少数股东权益	5504	6812	7980	9308					
股本	5463	5465	5465	5465					
资本公积	13729	12999	12999	12999					
留存收益	52840	75299	95367	118193					
归属母公司股东权益	72032	93763	113831	136657					
<b>负债和股东权益</b>	187649	239376	254806	274534					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	37543	52529	31386	53829
净利润	18925	23766	21236	24154
折旧摊销	15109	15441	16071	16701
财务费用	3290	2793	3139	2902
投资损失	-100	0	0	0
营运资金变动	-611	9629	-9962	9171
其他经营现金流	20466	15038	32098	15883
<b>投资活动现金流</b>	-13246	-8000	-8000	-8000
资本支出	-12243	-7900	-7900	-7900
长期投资	-1034	-100	-100	-100
其他投资现金流	31	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-25229	12579	861	-19902
短期借款	-1671	16000	5000	-16000
长期借款	-1066	0	-1000	-1000
普通股增加	-3	3	0	0
资本公积增加	-3962	-731	0	0
其他筹资现金流	-18527	-2693	-3139	-2902
<b>现金净增加额</b>	-932	57108	24246	25927

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.4%	9.2%	0.6%	4.5%
营业利润	636.2%	23.3%	-10.3%	13.2%
归属于母公司净利	519.4%	25.6%	-10.6%	13.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	19.1%	20.4%	18.4%	19.1%
净利率 (%)	13.0%	14.9%	13.2%	14.4%
ROE (%)	24.8%	24.0%	17.6%	16.7%
ROIC (%)	14.9%	14.1%	11.1%	11.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	58.7%	58.0%	52.2%	46.8%
净负债比率 (%)	142.0%	138.0%	109.2%	88.1%
流动比率	0.72	1.06	1.33	1.65
速动比率	0.20	0.65	0.90	1.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.72	0.71	0.61	0.60
应收账款周转率	691.42	691.42	691.42	691.42
应付账款周转率	5.39	5.14	5.14	5.14
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.30	4.11	3.67	4.18
每股经营现金流薄)	6.87	9.62	5.75	9.85
每股净资产	13.19	17.16	20.84	25.02
<b>估值比率</b>				
P/E	11.65	9.42	10.55	9.27
P/B	2.92	2.26	1.86	1.55
EV/EBITDA	7.08	5.39	5.21	3.86

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。