

稳健增出栏、降成本，母猪存栏增加

华泰研究

2025年1月09日 | 中国内地

动态点评

农业综合

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

51.30

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570522120004
SFC No. BPK020

熊承慧, PhD

xiongchenghui@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570524070009

张正芳

zhangzhengfang@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

公司发布业绩预告, 2024年预计实现归母净利润170~180亿元, 同比扭亏; 24Q4预计实现归母净利润65~75亿元, 同比扭亏、环比下滑22%~32%, 略低于我们的预期, 主要系Q4猪价旺季不旺导致。2024年公司出栏增量、成本逐季改善, 年末能繁母猪增加或支撑2025年出栏增长, 稳健的成本优势下公司盈利兑现能力强, 维持“买入”评级。

量价齐升+成本下降, 2024年养猪盈利亮眼

2024年公司销售生猪7160万头、同比+12%, 我们估算生猪头均盈利约250~265元(行业平均170元); 其中商品猪6548万头, 商品猪售价约16.32元/公斤、同比上涨13%, 我们估算育肥完全成本约14.1~14.3元/公斤、同比下降近1元/公斤。量价齐升+成本下降带动2024年养猪实现亮眼盈利。另外, 2024年公司销售仔猪566万头、同比+314%, 考虑到公司仔猪成本优势明显, 2025年仔猪销售方案的实行或贡献一定盈利增量。2024年公司屠宰生猪1278万头、同比-4%, 但我们估算公司屠宰头均亏损或同比收窄, 或主要受益于渠道开拓、客户服务、运营能力等方面的提升。

Q4出栏明显放量, 季末能繁母猪增加较多

24Q4公司出栏明显放量, 生猪销量2146万头, 同比+28%、环比+21%, 其中商品猪2035万头。我们估算生猪头均盈利310~360元(行业平均218元), 同比扭亏、环比下滑35%~45%, 估算育肥完全成本约13.1~13.5元/公斤、延续逐季明显改善趋势, 盈利环比下滑主要系商品猪售价环比下降15%导致。另外, 24Q4末公司能繁母猪存栏351万头, 同比+12%、环比+6%, 且公司的配种量、全程成活率等生产指标仍在持续改善, 我们预计公司2025年出栏量仍会有一定幅度的增长。

稳健推进增出栏降成本, 维持“买入”评级

年末能繁母猪存栏增加或支撑公司出栏持续增长。2024年公司育肥完全成本逐季下降, 截至11月优秀场线完全成本已降至12元/kg以下, 公司整体养殖成本有望随着内部持续推动优秀成绩的复制、推广而持续下降。但考虑到今年下半年全国能繁母猪存栏持续环比增长, 我们预计后市猪价或受供给压制而下行, 因此下调公司盈利预测。我们预测公司2024/25/26年归母净利润为175/142/135亿元(较前值下调7%/64%/63%), 对应BVPS 14.70/17.10/19.36元。参考可比公司2025年Wind一致预期2.1x PB, 考虑到公司成本优势领先、能繁母猪增加支撑出栏增量, 盈利兑现能力强, 给予公司2025年3.0x PB, 对应目标价51.30元(前值54.53元, 对应2025 BVPS 22.03元, 2.48x PB), 维持“买入”评级。

风险提示: 出栏量不及预期、猪价表现不及预期, 突发大规模动物疫病等。

经营预测指标与估值

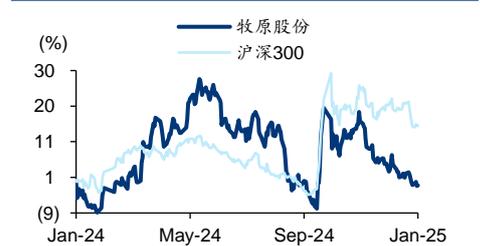
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	124,826	110,861	137,852	132,450	147,422
+/-%	58.23	(11.19)	24.35	(3.92)	11.30
归属母公司净利润(人民币百万)	13,266	(4,263)	17,499	14,164	13,470
+/-%	92.16	(132.14)	510.45	(19.06)	(4.90)
EPS(人民币, 最新摊薄)	2.43	(0.78)	3.20	2.59	2.47
ROE(%)	16.96	(5.63)	19.92	13.54	11.51
PE(倍)	15.34	(47.73)	11.63	14.37	15.11
PB(倍)	2.83	3.24	2.53	2.18	1.92
EV EBITDA(倍)	8.73	22.14	8.29	8.74	8.53

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	51.30
收盘价(人民币 截至1月9日)	37.30
市值(人民币百万)	203,761
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,323
52周价格范围(人民币)	35.22-49.35
BVPS(人民币)	13.23

股价走势图



资料来源: Wind

图表1: 可比公司估值表

可比公司	证券代码	2025 年 PB 估值
300498 CH	温氏股份	2.02
603477 CH	巨星农牧	1.88
605296 CH	神农集团	2.39
平均		2.10

注: 取自 Wind 一致预期, 截至 2025 年 1 月 9 日

资料来源: Wind, 华泰研究

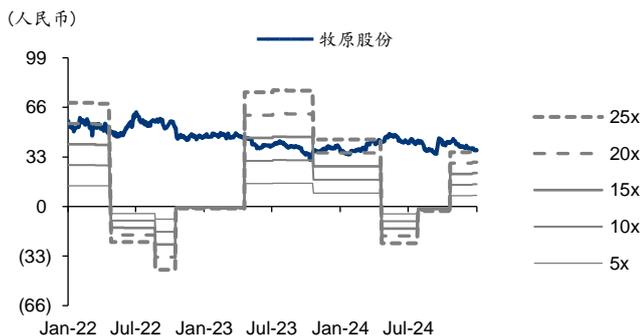
图表2: 关键盈利假设调整

		调整前			调整后			调整幅度		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	百万元	134977	156019	172101	137852	132450	147422	2%	-15%	-14%
归母净利润	百万元	18820	39870	36785	17499	14164	13470	-7%	-64%	-63%
毛利率	%	20%	30%	26%	19%	17%	15%	-1pct	-13pct	-11pct
净利率	%	15%	26%	22%	13%	11%	9%	-1pct	-15pct	-12pct
生猪出栏量	万头	7000	8000	9000	7160	8000	9000	2%	0%	0%
商品猪均价	元/公斤	16.52	17.30	16.90	16.32	14.85	14.40	-1%	-14%	-15%

注: 2025/26 年盈利预测下调较多主要系结合供需格局变化预测对猪价进行了下调。

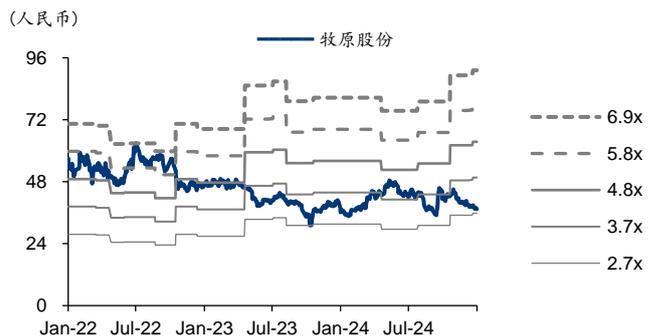
资料来源: 华泰研究预测

图表3: 牧原股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 牧原股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	62,578	63,583	70,305	80,013	101,691
现金	20,794	19,429	24,160	36,861	43,508
应收账款	176.59	167.84	260.45	151.05	306.97
其他应收账款	492.78	175.55	655.49	142.98	745.75
预付账款	2,102	535.05	2,743	406.56	3,100
存货	38,252	41,931	41,164	41,117	52,684
其他流动资产	762.17	1,344	1,321	1,335	1,347
非流动资产	130,369	131,822	141,486	135,729	138,999
长期投资	581.85	718.75	880.11	1,069	1,265
固定投资	106,359	112,150	117,747	112,014	114,610
无形资产	952.35	1,155	1,281	1,422	1,527
其他非流动资产	22,476	17,797	21,577	21,224	21,597
资产总计	192,948	195,405	211,791	215,742	240,690
流动负债	78,167	94,659	93,873	87,272	101,486
短期借款	29,165	46,929	50,047	46,929	46,929
应付账款	25,186	23,463	26,953	22,969	33,943
其他流动负债	23,816	24,267	16,873	17,374	20,614
非流动负债	26,710	26,709	25,461	22,799	21,020
长期借款	10,646	9,863	8,616	5,954	4,174
其他非流动负债	16,064	16,845	16,845	16,845	16,845
负债合计	104,877	121,368	119,335	110,071	122,506
少数股东权益	16,287	11,209	12,130	12,273	12,409
股本	5,472	5,465	5,463	5,463	5,463
资本公积	17,631	17,692	17,692	17,692	17,692
留存公积	49,744	41,478	58,055	70,932	83,177
归属母公司股东权益	71,783	62,828	80,327	93,398	105,775
负债和股东权益	192,948	195,405	211,791	215,742	240,690

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	23,011	9,893	32,586	27,896	27,131
净利润	14,933	(4,168)	18,420	14,307	13,606
折旧摊销	12,132	13,528	10,296	10,895	12,495
财务费用	2,775	3,054	3,299	3,090	1,935
投资损失	(46.89)	6.39	(30.00)	(30.00)	(25.00)
营运资金变动	(8,206)	(3,792)	602.02	(363.79)	(878.42)
其他经营现金	1,424	1,264	(1.28)	(1.28)	(1.28)
投资活动现金	(15,929)	(17,219)	(19,929)	(5,106)	(15,738)
资本支出	(15,739)	(17,016)	(18,960)	(3,956)	(14,398)
长期投资	(236.35)	(277.10)	(161.36)	(189.09)	(195.51)
其他投资现金	46.55	74.01	(807.52)	(960.95)	(1,144)
筹资活动现金	2,421	3,199	(7,926)	(10,089)	(4,745)
短期借款	6,874	17,764	3,118	(3,118)	0.00
长期借款	(3,277)	(782.93)	(1,247)	(2,662)	(1,780)
普通股增加	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8,509	60.21	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(9,685)	(13,842)	(9,796)	(4,309)	(2,966)
现金净增加额	9,503	(4,134)	4,730	12,701	6,647

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	124,826	110,861	137,852	132,450	147,422
营业成本	102,987	107,415	111,317	110,226	125,658
营业税金及附加	185.30	189.56	206.78	198.67	221.13
营业费用	758.74	982.63	1,034	927.15	1,179
管理费用	4,201	3,876	4,136	3,973	5,057
财务费用	2,775	3,054	3,299	3,090	1,935
资产减值损失	0.00	(202.48)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.89	(6.39)	30.00	30.00	25.00
营业利润	14,854	(3,732)	18,380	14,477	13,777
营业外收入	376.91	157.19	300.00	200.00	200.00
营业外支出	300.57	595.36	300.00	400.00	400.00
利润总额	14,930	(4,170)	18,380	14,277	13,577
所得税	(3.37)	(2.22)	(39.29)	(30.52)	(29.02)
净利润	14,933	(4,168)	18,420	14,307	13,606
少数股东损益	1,667	95.41	920.98	143.07	136.06
归属母公司净利润	13,266	(4,263)	17,499	14,164	13,470
EBITDA	29,792	12,347	31,948	28,208	27,947
EPS (人民币, 基本)	2.49	(0.79)	3.20	2.59	2.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	58.23	(11.19)	24.35	(3.92)	11.30
营业利润	93.70	(125.12)	592.52	(21.24)	(4.83)
归属母公司净利润	92.16	(132.14)	510.45	(19.06)	(4.90)
获利能力 (%)					
毛利率	17.50	3.11	19.25	16.78	14.76
净利率	11.96	(3.76)	13.36	10.80	9.23
ROE	16.96	(5.63)	19.92	13.54	11.51
ROIC	17.07	(1.06)	18.26	15.34	13.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.36	62.11	56.35	51.02	50.90
净负债比率 (%)	45.86	79.35	53.42	29.13	18.97
流动比率	0.80	0.67	0.75	0.92	1.00
速动比率	0.28	0.21	0.27	0.43	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.57	0.68	0.62	0.65
应收账款周转率	799.80	643.74	643.74	643.74	643.74
应付账款周转率	3.60	4.42	4.42	4.42	4.42
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.43	(0.78)	3.20	2.59	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	4.21	1.81	5.97	5.11	4.97
每股净资产(最新摊薄)	13.14	11.50	14.70	17.10	19.36
估值比率					
PE (倍)	15.34	(47.73)	11.63	14.37	15.11
PB (倍)	2.83	3.24	2.53	2.18	1.92
EV EBITDA (倍)	8.73	22.14	8.29	8.74	8.53

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、熊承慧、张正芳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、熊承慧、张正芳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司