

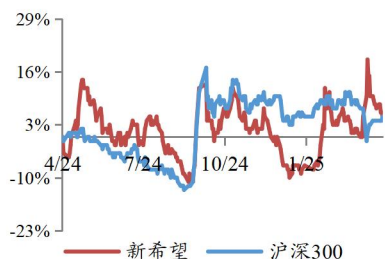
Q1 盈利 4.45 亿元，核心主业重拾升势

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-02

收盘价（元）	9.59
近 12 个月最高/最低（元）	11.88/8.16
总股本（百万股）	4,526
流通股本（百万股）	4,500
流通股比例（%）	99.42
总市值（亿元）	432
流通市值（亿元）	432

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

主要观点：

● 2025Q1 归母净利 4.45 亿元，季末资产负债率同比降 4.78 个百分点

公司公布 2024 年报、2025 年一季报：2024 年实现收入 1030.6 亿元，同比下降 27.3%，归母净利润 4.74 亿元，同比增长 90%，扣非后归母净利润 6.14 亿元，同比扭亏为盈；2025Q1 实现收入 244.2 亿元，同比增长 2.1%，归母净利润 4.45 亿元，同比扭亏为盈。2025 年 3 月末，公司资产负债率 69.25%，较 2024 年末回升 0.24 个百分点，同比下降 4.78 个百分点。公司于 2023 年底转让白羽肉禽业务和食品深加工业务控股权，自 2024 年开始全面聚焦饲料、猪产业两大核心主业的运营。

● 2025 年生猪出栏量未设刚性目标，Q1 运营场线成本降至 13.3 元

2024 年，公司生猪出栏量 1652.49 万头，同比下降 6.5%，其中，育肥猪销量 1352.29 万头，同比下降 15.6%，仔猪销量 300.2 万头，同比增长 80.8%。2025 年公司对生猪出栏量未设定刚性目标，计划增加 100-200 万头至 1700 万头以上出栏，2025Q1 公司生猪出栏量 418.9 万头，同比下降 8.1%。2024 年，公司生猪产业亏损 2.8 亿元，同比大幅减亏 51 亿，亏损集中在 2024Q1，主要是主动做了部分北方场线关停改造和猪只处置，24Q1 单季亏损 17.8 亿元，之后三个季度猪产业保持连续盈利。2024Q1 公司对生猪产业的举措为 2024 年冬季到 2025 年春季疫情高发期的防控工作打下坚实基础，发病率较同期降低 70% 以上，成本也未出现反弹，2025Q1 公司运营场线成本 13.3 元/公斤，较 2024Q4 再降 0.3 元/公斤，4 月成本有望进一步降至 13 元/公斤，2025Q1 公司猪产业利润 2500 万元，同比大幅扭亏 18.1 亿元。

● 2025 年饲料外销量挑战 2400 万吨，Q1 外销量同比增长 14%

2024 年，公司饲料外销量 2121 万吨，同比微升 0.4%，其中，禽料、猪料、水产料销量分别为 1496 万吨、422 万吨、169 万吨，禽料销量同比增长 16.2%，猪料销量同比下降 28.8%。2024 年公司饲料业务利润 9.7 亿，同比下降 4.8 亿，主要是上半年消化高价原料，以及公司前期从资金安全角度考虑，主动降低有风险的信用销售业务，从 24Q2 开始，公司根据外部行情变化及时调整策略，后面三个季度连续月销量均环比增长，利润也逐步改善。2025Q1，公司饲料业务利润 2.4 亿元，同比增长 1.1 亿，饲料外销量 539 万吨，同比增长 14%。

2025 年，公司将稳步发展饲料业务。国内饲料计划挑战外销量 1800 万吨，吨完全费用下降 15 元。具体做法：1) 是以客户为中心，紧盯综合成本，走向规模效率型。管理上落实总经理负责制，激活经营单元；重塑产品体系，成立饲料产品部，配方师和营养师职能分离，相互监督、灵活协调稳定产品质量和盈利能力；给 6 个大区充分授权，激活一线团队活力；提质降本，更多在原料端，针对不同的大小料采取不同优化措施；2) 推动实现单厂满负荷，降低完全费用；3) 调结构，从在原有市场上量转变为去找市场、找销量。禽料是拉规模；猪料是恢复性增长；把水产料提升到整个饲料 BU 战略高度，加大这个水产料量提升；

其他反刍料小料种抓市场机会。海外饲料计划挑战外销量 600 万吨，吨完全费用方面下降 20 元。具体做法：1) 全力满产、扩产、再满产，实现销量突破；2) 细分料种，重点抓水产料，水产料里重点抓虾料的突破；3) 持续夯实产品力。

投资建议

我们预计 2025-2027 年公司生猪出栏量分别为 1700 万头、1751 万头、1804 万头，同比分别增长 2.9%、3.0%、3.0%；饲料外销量分别为 2333 万吨、2520 万吨、2646 万吨，同比分别增长 10%、8%、5%；主营业务收入分别为 1048.44 亿元、1099.15 亿元、1151.67 亿元，同比分别增长 1.7%、4.8%、4.8%；归母净利分别为 11.51 亿元、10.9 亿元、20.88 亿元，同比分别增长 143.1%、-5.3%、91.5%。公司作为我国第三大生猪养殖企业，成本逐步回落，盈利能力逐步改善，我们维持公司“买入”评级不变。

风险提示

生猪疫情失控；猪价下跌幅度超预期。

● 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	103063	104844	109915	115167
收入同比 (%)	-27.3%	1.7%	4.8%	4.8%
归属母公司净利润	474	1151	1090	2088
净利润同比 (%)	90.1%	143.1%	-5.3%	91.5%
毛利率 (%)	6.6%	7.1%	6.6%	7.6%
ROE (%)	1.8%	4.3%	3.9%	6.9%
每股收益 (元)	0.09	0.25	0.24	0.46
P/E	99.78	37.69	39.81	20.79
P/B	1.58	1.62	1.55	1.44
EV/EBITDA	17.96	18.04	18.44	13.97

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
流动资产	22306	23667	26735	31505	营业收入	103063	104844	109915	115167
现金	8699	10301	12616	16846	营业成本	96256	97363	102606	106408
应收账款	972	762	853	897	营业税金及附加	172	175	184	193
其他应收款	983	1005	1054	1104	销售费用	1260	1197	1233	1295
预付账款	565	571	602	625	管理费用	3756	3568	3676	3859
存货	10732	10670	11245	11661	财务费用	1804	1936	1814	1752
其他流动资产	355	357	365	372	资产减值损失	-23	-20	-20	-20
非流动资产	95608	94600	92551	89528	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30453	30853	31253	31653	投资净收益	1618	1573	1649	1728
固定资产	43476	43638	42759	40886	营业利润	1000	1935	1854	3184
无形资产	1540	1490	1440	1390	营业外收入	113	100	100	100
其他非流动资产	20138	18618	17098	15598	营业外支出	629	500	500	500
资产总计	117914	118266	119286	121033	利润总额	483	1535	1454	2784
流动负债	47135	47416	48426	49164	所得税	282	384	363	696
短期借款	17742	17742	17742	17742	净利润	202	1151	1090	2088
应付账款	7525	8002	8433	8746	少数股东损益	-272	0	0	0
其他流动负债	21868	21672	22251	22677	归属母公司净利润	474	1151	1090	2088
非流动负债	34233	33133	32033	30933	EBITDA	5199	5177	4881	6059
长期借款	20764	19764	18764	17764	EPS (元)	0.09	0.25	0.24	0.46
其他非流动负债	13469	13369	13269	13169					
负债合计	81368	80550	80459	80097					
少数股东权益	10888	10888	10888	10888					
股本	4526	4526	4526	4526					
资本公积	5203	5203	5203	5203					
留存收益	15928	17100	18210	20318					
归属母公司股东权	25657	26829	27939	30047					
负债和股东权益	117914	118266	119286	121033					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	37543	52529	31386	53829	成长能力				
净利润	18925	23766	21236	24154	营业收入	-27.3%	1.7%	4.8%	4.8%
折旧摊销	15109	15441	16071	16701	营业利润	233.0%	93.6%	-4.2%	71.8%
财务费用	3290	2793	3139	2902	归属于母公司净利	90.1%	143.1%	-5.3%	91.5%
投资损失	-100	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-611	9629	-9962	9171	毛利率 (%)	6.6%	7.1%	6.6%	7.6%
其他经营现金流	20466	15038	32098	15883	净利率 (%)	0.5%	1.1%	1.0%	1.8%
投资活动现金流	-13246	-8000	-8000	-8000	ROE (%)	1.8%	4.3%	3.9%	6.9%
资本支出	-12243	-7900	-7900	-7900	ROIC (%)	0.6%	1.8%	1.5%	2.4%
长期投资	-1034	-100	-100	-100	偿债能力				
其他投资现金流	31	0	0	0	资产负债率 (%)	69.0%	68.1%	67.5%	66.2%
筹资活动现金流	-25229	12579	861	-19902	净负债比率 (%)	222.6%	213.6%	207.2%	195.7%
短期借款	-1671	16000	5000	-16000	流动比率	0.47	0.50	0.55	0.64
长期借款	-1066	0	-1000	-1000	速动比率	0.23	0.26	0.31	0.39
普通股增加	-3	3	0	0	营运能力				
资本公积增加	-3962	-731	0	0	总资产周转率	0.87	0.89	0.92	0.95
其他筹资现金流	-18527	-2693	-3139	-2902	应收账款周转率	106.03	137.64	128.79	128.45
现金净增加额	-932	57108	24246	25927	应付账款周转率	12.79	12.17	12.17	12.17

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	P/E	37.69	39.81	20.79	
每股收益	0.09	0.25	0.24	0.46	P/B	1.58	1.62	1.55	1.44
每股经营现金流薄)	2.02	1.18	1.09	1.27	EV/EBITDA	17.96	18.04	18.44	13.97
每股净资产	5.67	5.93	6.17	6.64					

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。