

## 牧原股份 (002714.SZ)

## 养殖成本继续领先，分红彰显价值

25Q2，公司养殖成本继续领先同行，现金流改善背景下，公司资产负债率稳步下行，同时分红比率显著抬升。反内卷背景下，生猪产能调控稳步推进，公司凭借低成本优势有望充分受益。维持“强烈推荐”投资评级。

- **成本继续领先，25Q2 业绩符合预期。**25H1，公司实现收入 765 亿元，同比+34%；实现归母净利润 105 亿元，同比+1170%。25Q2，公司实现收入 404 亿元，同比+32%、环比+12%；实现归母净利润 60.4 亿元，同比+88%、环比+34%。公司业绩表现符合预期。分板块来看：1) **生猪方面**，25H1，公司出栏生猪 4691 万头，同比+45%，其中商品猪 3839 万头、仔猪 829 万头、种猪 22.5 万头。25Q2，公司出栏生猪 2425 万头 (yoy+48%)，其中商品猪 2000 万头、仔猪 414 万头、种猪 11.2 万头。估算商品猪完全成本 12.0~12.5 元/公斤，头均盈利 230~280 元，继续处于行业领先水平。2) **屠宰肉食方面**，25H1，公司屠宰生猪 1141 万头，同比+111%，产能利用率进一步提升，头均亏损显著收窄。
- **养殖成本显著改善，母猪存栏环比下滑。**成本方面，受益于生产成绩的持续优化以及管理的持续精进，公司商品猪完全成本逐月下降，从年初的 13.1 元/公斤降至 7 月的 11.8 元/公斤，预计全年有望实现 12 元/公斤的成本目标。产能方面，公司积极响应产能调控政策，截至 2025 年 6 月底，公司能繁母猪存栏 343 万头，同比+3.7%、环比-1.5%，预计年底或进一步降至 330 万头，考虑到公司生产效率的提升，预计 26 年出栏量或仍维持相对稳定。
- **现金流明显改善，分红比例显著提升。**现金流方面，25H1，公司养殖成本持续改善，叠加资本开支减少，公司实现经营性现金净流入 174 亿元，支撑公司资产负债率环比下降 3.14 个百分点至 56%。分红方面，现金流改善背景下，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 9.32 元，分红总额 50.0 亿元，占归母净利润的 48%，分红比例显著抬升。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**政策端基于反内卷以及稳 CPI 的目标着手调控能繁母猪产能，生猪供给侧改革大幕或已开启，有望进一步抬升 26 年猪价中枢，公司养殖成本优势明显，或充分受益于母猪产能调控。我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 211 亿元、259 亿元、280 亿元，对应 PE 分别为 13X、11X、9.8X，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：猪价表现/公司规模扩张低于预期；养殖成本改善不及预期；突发大规模不可控疫情。**

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	110861	137947	136319	147578	154386
同比增长	-11%	24%	-1%	8%	5%
营业利润(百万元)	(3732)	20011	22499	27377	29427
同比增长	-125%	-636%	12%	22%	7%
归母净利润(百万元)	(4263)	17881	21074	25850	27956
同比增长	-132%	-519%	18%	23%	8%
每股收益(元)	-0.78	3.27	3.86	4.73	5.12
PE	-64.3	15.3	13.0	10.6	9.8
PB	4.4	3.8	3.0	2.6	2.2

资料来源：公司数据，招商证券

## 强烈推荐 (维持)

消费品/农林牧渔

目标估值:

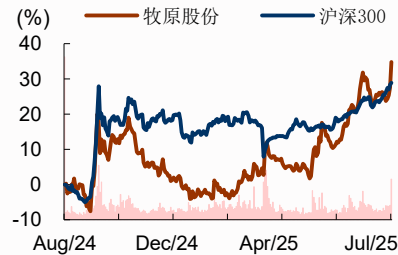
当前股价: 50.21 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	5463
已上市流通股 (百万股)	3811
总市值 (十亿元)	274.3
流通市值 (十亿元)	191.3
每股净资产 (MRQ)	14.4
ROE (TTM)	35.2
资产负债率	56.1%
主要股东	秦英林
主要股东持股比例	38.19%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	38	27
相对表现	4	30	-2



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《牧原股份 (002714) — 成本改善明显，25Q1 业绩符合预期》2025-04-28
- 《牧原股份 (002714) — 业绩表现亮眼，分红彰显价值》2025-03-21
- 《牧原股份 (002714) — 业绩符合预期，成本挖潜稳步推进》2024-04-29

朱卫华 S1090511030001

✉ zhuweihua@cmschina.com.cn

施腾 S1090522080002

✉ shiteng@cmschina.com.cn

表 1: 2022Q2-2025Q2, 公司各季度业绩回顾

百万元	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营业收入	36506	44053	24198	27671	31100	27892	26272	30594	39909	41172	36061	40402
YOY	148%	95%	32%	6.5%	-15%	-37%	8.6%	11%	28%	48%	37%	32%
营业成本	25474	29047	23743	27390	27997	28285	26929	25535	27602	31601	29508	32413
毛利润	11032	15006	456	280	3102	(393)	(657)	5059	12307	9571	6553	7989
毛利率	30%	34%	1.9%	1.0%	10%	-1.4%	-2.5%	17%	31%	23%	18%	20%
销售费用	184	196	205	249	250	278	280	250	259	306	326	315
管理费用	1050	1142	1022	899	982	973	927	830	931	643	950	864
研发费用	280	376	312	420	404	521	476	400	392	480	514	408
财务费用	720	645	710	730	810	804	831	741	713	690	737	674
营业利润	9188	13181	(1190)	(1492)	1259	(2309)	(2444)	3600	10959	7896	4662	6344
少数股东损益	1017	1354	(2)	(8)	173	(68)	(80)	275	569	279	128	132
归母净利润	8196	11754	(1198)	(1581)	937	(2421)	(2379)	3208	9652	7400	4491	6039

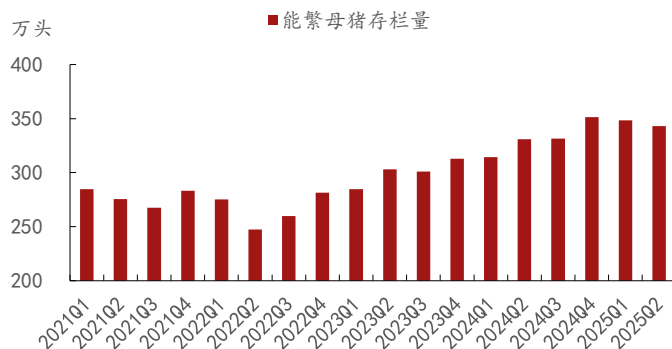
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 2015-2025Q2, 公司生猪出栏量及其变化情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 2021-2025Q2, 公司季度能繁母猪存栏量情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 3: 2013-2025 年, 全国生猪均价走势图



资料来源: 博亚和讯, 招商证券

图 4: 2019-2025 年, 全国仔猪均价走势图



资料来源: 博亚和讯, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	63583	61319	67473	88943	110717
现金	19429	16952	25174	44586	64355
交易性投资	21	3	3	3	3
应收票据	129	153	151	164	171
应收款项	168	231	228	247	259
其它应收款	176	91	89	97	101
存货	41931	41970	39949	41831	43721
其他	1729	1920	1878	2015	2108
<b>非流动资产</b>	131822	126330	119690	112866	105885
长期股权投资	719	904	904	904	904
固定资产	112150	106751	101177	95312	89193
无形资产商誉	10470	10542	9488	8539	7685
其他	8482	8133	8121	8111	8103
<b>资产总计</b>	<b>195405</b>	<b>187649</b>	<b>187163</b>	<b>201809</b>	<b>216602</b>
<b>流动负债</b>	94659	85477	65932	61940	57952
短期借款	46929	45258	35000	30000	25000
应付账款	25977	20717	19719	20648	21581
预收账款	571	600	571	598	625
其他	21182	18903	10642	10694	10746
<b>长期负债</b>	26709	24636	24636	24636	24636
长期借款	9863	8797	8797	8797	8797
其他	16845	15839	15839	15839	15839
<b>负债合计</b>	<b>121368</b>	<b>110112</b>	<b>90568</b>	<b>86576</b>	<b>82588</b>
股本	5465	5463	5463	5463	5463
资本公积金	15890	11747	11747	11747	11747
留存收益	41473	54822	72771	90192	107808
少数股东权益	11209	5504	6614	7832	8996
归属于母公司所有者权益	62828	72032	89981	107401	125017
<b>负债及权益合计</b>	<b>195405</b>	<b>187649</b>	<b>187163</b>	<b>201809</b>	<b>216602</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	9893	37543	38235	40684	41620
净利润	(4168)	18925	22183	27068	29121
折旧摊销	12682	14303	14641	13825	12982
财务费用	3370	3290	1976	1393	1061
投资收益	6	(100)	(1550)	(550)	(550)
营运资金变动	(1995)	1157	987	(1053)	(995)
其它	(4)	(31)	(1)	1	0
<b>投资活动现金流</b>	(17219)	(13246)	(6450)	(6450)	(5450)
资本支出	(17016)	(12381)	(8000)	(7000)	(6000)
其他投资	(203)	(865)	1550	550	550
<b>筹资活动现金流</b>	3199	(25229)	(23563)	(14822)	(16401)
借款变动	10192	(12540)	(18462)	(5000)	(5000)
普通股增加	(7)	(3)	0	0	0
资本公积增加	(674)	(4143)	0	0	0
股利分配	(4040)	(4560)	(3125)	(8429)	(10340)
其他	(2272)	(3982)	(1976)	(1393)	(1061)
<b>现金净增加额</b>	<b>(4127)</b>	<b>(932)</b>	<b>8223</b>	<b>19412</b>	<b>19768</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	110861	137947	136319	147578	154386
营业成本	107415	111667	106290	111298	116325
营业税金及附加	190	223	221	239	250
营业费用	983	1096	1022	1181	1235
管理费用	3876	3332	3817	4427	4323
研发费用	1658	1747	2045	2214	2316
财务费用	3054	2975	1976	1393	1061
资产减值损失	(217)	(7)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2806	3010	1500	500	500
投资收益	(6)	100	50	50	50
<b>营业利润</b>	<b>(3732)</b>	<b>20011</b>	<b>22499</b>	<b>27377</b>	<b>29427</b>
营业外收入	157	84	150	150	150
营业外支出	595	1198	500	500	500
<b>利润总额</b>	<b>(4170)</b>	<b>18896</b>	<b>22149</b>	<b>27027</b>	<b>29077</b>
所得税	(2)	(29)	(34)	(41)	(44)
少数股东损益	95	1044	1109	1218	1165
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(4263)</b>	<b>17881</b>	<b>21074</b>	<b>25850</b>	<b>27956</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-11%	24%	-1%	8%	5%
营业利润	-125%	-636%	12%	22%	7%
归母净利润	-132%	-519%	18%	23%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	3.1%	19.1%	22.0%	24.6%	24.7%
净利率	-3.8%	13.0%	15.5%	17.5%	18.1%
ROE	-6.3%	26.5%	26.0%	26.2%	24.1%
ROIC	-0.5%	16.5%	17.5%	19.6%	19.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.1%	58.7%	48.4%	42.9%	38.1%
净负债比率	33.5%	33.2%	23.4%	19.2%	15.6%
流动比率	0.7	0.7	1.0	1.4	1.9
速动比率	0.2	0.2	0.4	0.8	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7
存货周转率	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
应收账款周转率	416.0	405.0	357.0	373.0	367.0
应付账款周转率	4.0	4.8	5.3	5.5	5.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.78	3.27	3.86	4.73	5.12
每股经营净现金	1.81	6.87	7.00	7.45	7.62
每股净资产	11.50	13.19	16.47	19.66	22.89
每股股利	0.00	1.41	1.54	1.89	2.05
<b>估值比率</b>					
PE	-64.3	15.3	13.0	10.6	9.8
PB	4.4	3.8	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	23.5	7.5	7.2	6.6	6.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。