

2025 年 10 月 13 日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

成本屠宰出海构筑持续竞争力，越南海外业务新突破

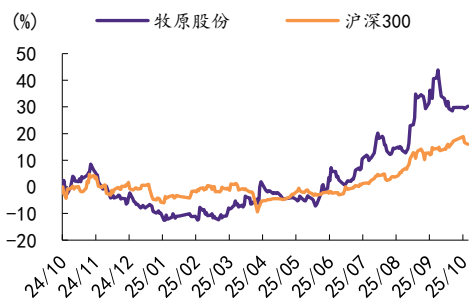
—牧原股份（002714.SZ）公司事件点评报告
买入(维持) 事件分析师：姜倩 S1050524070002
louqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-10-13

当前股价（元）	53.1
总市值（亿元）	2901
总股本（百万股）	5463
流通股本（百万股）	3811
52 周价格范围（元）	36.2-58.77
日均成交额（百万元）	1686.27

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《牧原股份（002714）：成本端优势持续强化，屠宰海外打开增量市场》2025-09-30
- 《牧原股份（002714）：Q3 业绩增长预期兑现，分红提升回报股东》2024-10-30
- 《牧原股份（002714）：回购专项贷款助力优化融资成本，回购方案稳步推进》2024-10-21

牧原股份发布 9 月销售简报：2025 年 9 月份共销售商品猪 557.3 万头，环比-20.4%，9 月末能繁母猪存栏 330.5 万头，公司主动削减产能以响应国家调控政策，优化产能结构；

与 BAF 越南农业股份签署协议，在越南西宁省建设高科技楼房养殖项目及配套饲料厂，总投资约 32 亿元，项目建成达产后预计年存栏母猪 6.4 万头、出栏商品猪 160 万头。

投资要点

■ 顺应周期产能优化，竞争力逆势凸显

由于前期生猪减重政策等因素影响，部分生猪提前出栏，导致公司 9 月出栏量有所减少。公司主动削减能繁母猪存栏至 2025 年 9 月的 330.5 万头，较 2024 年末的 351.2 万头减少 5.9%，已基本达成 330 万头的年底能繁母猪量目标。当前生猪价格持续下行，截至 2025 年 10 月 13 日，生猪（外三元）价格已跌至 10.92 元/kg，预计未来将继续下跌，行业进入去产能阶段。通过优化产能，公司可集中资源提升现存产能生产效率，同时在行业产能出清过程中借助自身固有的资金、成本等优势进一步巩固市场竞争力。这一举措也与行业平均利润转负的现状形成鲜明对比，凸显公司在周期中的主动布局能力。

■ 越南项目落地，打开市场新空间

在国内生猪产能增长趋缓背景下，牧原与 BAF 合作的越南高科技楼房养殖项目，或将成为公司增长的新动力。该项目采用公司成熟的楼房养殖模式，在土地利用效率、生物安全、智能化生产上优势显著，不仅有望打开越南市场，更可借鉴该模式向其他海外区域拓展。当前行业周期下行，国内竞争加剧，海外市场的突破有望为公司提供长期增量空间，也体现公司在养殖技术输出与全球化布局上的战略前瞻性。

■ 延续长期优势，支撑抗周期能力

公司完全成本持续优化，目标年底达 11 元/kg，全年平均成本 12 元/kg。在猪价下行阶段，这一成本优势将转化为显著的抗周期能力。生猪养殖完全成本的优势加之屠宰、肉食业务对产业链的延伸带来的额外收入空间，以及对海外市场的持续布局和仔猪销售的稳定收入，将使得公司在行业产能出清过程中具备更强的抗周期能力，此消彼长下公司市场份额与行业地位将进一步巩固，为未来周期回暖期业绩兑现奠定基础。

■ 盈利预测

公司养殖规模领先，养殖成本优势持续增强。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 202.4 亿元/231.0 亿元/303.1 亿元，EPS 分别为 3.70 元/4.23 元/5.55 元，PE 分别为 14.3/12.6/9.6 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

发生疫病、生猪价格波动、原材料价格波动、短期需求不足等风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	137,947	142,819	150,526	161,663
增长率（%）	24.4%	3.5%	5.4%	7.4%
归母净利润（百万元）	17,881	20,237	23,095	30,312
增长率（%）		13.2%	14.1%	31.3%
摊薄每股收益（元）	3.27	3.70	4.23	5.55
ROE（%）	23.1%	22.6%	24.5%	23.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	16,952	26,557	36,775	76,625
应收款	475	1,565	1,650	1,772
存货	41,970	40,721	40,493	41,888
其他流动资产	1,922	2,859	3,013	3,236
流动资产合计	61,319	71,703	81,931	123,520
非流动资产：				
金融类资产	3	3	3	3
固定资产	106,751	102,221	97,634	93,087
在建工程	2,018	1,311	837	902
无形资产	1,187	1,127	1,068	1,012
长期股权投资	904	904	904	904
其他非流动资产	15,470	15,470	15,470	15,470
非流动资产合计	126,330	121,033	115,913	111,375
资产总计	187,649	192,736	197,844	234,895
流动负债：				
短期借款	45,258	45,458	45,458	45,058
应付账款、票据	20,717	13,574	14,017	14,500
其他流动负债	18,903	18,903	18,903	18,903
流动负债合计	85,477	78,404	78,872	78,991
非流动负债：				
长期借款	18,263	18,263	18,263	18,263
其他非流动负债	6,373	6,373	6,373	6,373
非流动负债合计	24,636	24,636	24,636	24,636
负债合计	110,112	103,040	103,508	103,627
所有者权益				
股本	5,463	5,463	5,463	5,463
股东权益	77,536	89,697	94,336	131,268
负债和所有者权益	187,649	192,736	197,844	234,895

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	18925	20257	23118	30931
少数股东权益	1044	20	23	619
折旧摊销	14297	5397	5167	4935
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	3277	-8052	458	-1220
经营活动现金净流量	37543	17623	28767	35264
投资活动现金净流量	-13246	5238	5061	4482
筹资活动现金净流量	-14691	-7895	-18476	5662
现金流量净额	9,606	14,965	15,352	45,408

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	137,947	142,819	150,526	161,663
营业成本	111,667	109,746	113,321	117,211
营业税金及附加	223	352	371	399
销售费用	1,096	1,428	1,505	1,617
管理费用	3,332	6,855	7,225	7,760
财务费用	2,975	2,986	2,979	2,932
研发费用	1,747	1,000	1,054	1,132
费用合计	9,150	12,269	12,764	13,440
资产减值损失	-13	-1	-1	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	100	-3	-3	-3
营业利润	20,011	20,457	24,076	30,620
加：营业外收入	84	45	45	45
减：营业外支出	1,198	40	40	40
利润总额	18,896	20,462	24,081	30,625
所得税费用	-29	205	963	-306
净利润	18,925	20,257	23,118	30,931
少数股东损益	1,044	20	23	619
归母净利润	17,881	20,237	23,095	30,312

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	24.4%	3.5%	5.4%	7.4%
归母净利润增长率		13.2%	14.1%	31.3%
盈利能力				
毛利率	19.1%	23.2%	24.7%	27.5%
四项费用/营收	6.6%	8.6%	8.5%	8.3%
净利率	13.7%	14.2%	15.4%	19.1%
ROE	23.1%	22.6%	24.5%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	53.5%	52.3%	44.1%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.7
应收账款周转率	290.6	91.3	91.3	91.3
存货周转率	2.7	2.7	2.8	2.8
每股数据(元/股)				
EPS	3.27	3.70	4.23	5.55
P/E	16.2	14.3	12.6	9.6
P/S	2.1	2.0	1.9	1.8
P/B	4.0	3.4	3.3	2.3

■ 农业轻纺组介绍

娄倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外、娃娃研究。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。