

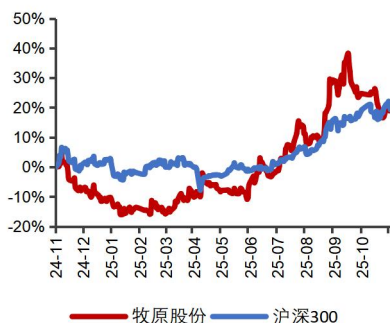
出栏、成本目标达成可期，Q3 屠宰肉食业务盈利

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-1

收盘价（元）	50.3
近 12 个月最高/最低（元）	58.65/34.64
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）	2,748
流通市值（亿元）	1,917

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

1. 牧原股份 (002714.SZ)：上半年归母净利润 105.3 亿，出栏、成本目标达成可期 2025-08-21

2. 牧原股份 (002714.SZ)：2025Q1 盈利近 45 亿元，3 月成本已降至 12.5 元 2025-04-27

主要观点：

● 2025 年 1-9 月归母净利 147.8 亿元，9 月末资产负债率降至 55.5%

公司公布 2025 年三季报：1-9 月实现收入 1117.9 亿元，同比+15.5%；实现归母净利润 147.8 亿元，同比+41.0%；扣非后归母净利润 154.7 亿元，同比+37.9%；经营活动产生的现金流量净额 285.8 亿元，同比-2.1%。分季度看，2025Q1-Q3 公司归母净利润分别为 44.9 亿元、60.4 亿元、42.5 亿元，2024Q1-Q3 公司归母净利润分别为-23.8 亿元、32.1 亿元、96.5 亿元。2025 年 9 月末，公司资产负债率 55.5%，较 6 月末-0.6 个百分点，负债总额较年初已下降约 98 亿元，若考虑 10 月完成的 50 亿元权益分派，今年提出的降负债 100 亿元目标已超额完成。

● 2025 年出栏目标有望顺利完成，9 月末能繁母猪存栏已降至 330.5 万

2025 年公司计划出栏商品猪 7,200 万头-7,800 万头，计划出栏仔猪 1,200 万头-1,450 万头；2025 年 1-9 月，公司育肥猪出栏 5,732.3 万头，同比+27%，已完成全年商品猪出栏目标 73.5%-79.6%，仔猪出栏量 1157.1 万头，已完成全年仔猪出栏目标 79.8%-96.4%，2025 年出栏目标有望顺利完成。分季度看，Q1-Q3 公司育肥猪出栏量分别为 1,840 万头、2,000 万头、1,893 万头，仔猪出栏量分别为 415 万头、414 万头、328 万头。公司积极响应国家生猪政策，9 月末能繁母猪存栏量已降至 330.5 万头，较 6 月末下降 12.6 万头，已基本完成年底能繁母猪存栏量降至 330 万头的目标。

● 公司生猪养殖完全成本呈逐月下降态势，9 月已降至 11.6 元/公斤

由于生产成绩持续改善和管理水平不断提升，年初至今公司生猪养殖完全成本呈现逐月下降趋势，9 月已降至 11.6 元/kg，较 1 月-1.5 元/kg；当前场线之间的成本离散度进一步缩小，成本低于 12 元/kg 的场线出栏量占比超 80%，成本低于 11 元/kg 的场线出栏占比约 25%，最优秀的场线成本为 10.5 元/kg。9 月公司断奶到上市成活率达到 93%，全程成活率约 87%，PSY 约 29 头，肥猪日增重约 880g，育肥阶段料肉比约 2.64。公司生产指标提升主要因为：1) 猪群健康水平改善，通过提高后备猪进群标准，改善能繁母猪健康状况，并在蓝耳病、PED 等核心疾病防控方面取得显著进展，从源头提升猪群健康水平；2) 人员管理和技术路径优化，调整现场干部和员工的工作方式，遵循“防大于治”，减少人猪直接接触和非必要治疗操作，有效降低了疫病扩散风险，同时降低了劳动强度和药费投入。

● 1-9 月公司生猪屠宰量同比+140%，Q3 屠宰肉食业务实现单季度盈利

2025 年 1-9 月，公司共计屠宰生猪 1,916 万头，同比+140%，产能利用率 88%。2025Q3，公司屠宰肉食业务实现单季度盈利，主要得益于产能利用率持续提升、销售渠道不断开拓，公司整体经营策略已初见成效，开始步入发展新阶段。公司计划把握春节前的消费旺季，进一步拓展客户群体及销售渠道，提升产品品质与服务质量，争取实现全年扭亏为盈。

投资建议

2025 年 7 月开始，生猪养殖行业步入去产能阶段，Q3 统计局能繁母猪存栏量累计下降 9 万头；我们判断，随着生猪养殖业全面亏损叠加调控政策持续落实，生猪行业去产能有望明显提速。我们预计 2025-2027 年公司生猪出栏量分别为 9,300 万头、9,373 万头、9,683 万头，同比分别+29.9%、+0.8%、+3.3%；商品猪出栏量分别为 7,800 万头、7,800 万头、8,034 万头，同比分别+19.1%、0%、+3.0%；仔猪出栏量分别为 1,450 万头、1,524 万头、1,599 万头，同比分别+156.2%、+5%、+5%；主营业务收入分别为 1401.25 亿元、1418.07 亿元、1535.25 亿元，归母净利分别为 168.3 亿元、233.67 亿元、328.19 亿元，同比分别-5.9%、+38.8%、+40.5%。公司归母净利润前值 2025 年 214.28 亿元、2026 年 283.61 亿元、2027 年 314.94 亿元，本次调整的原因是，修正了 2025-2027 年生猪出栏量、猪价预期和生猪养殖成本。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最低，随着生猪屠宰业务的产能利用率大幅提升，屠宰肉食业务盈利能力逐步改善，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；生猪政策变化。

● 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	140125	141807	153525
收入同比（%）	24.4%	1.6%	1.2%	8.3%
归属母公司净利润	17881	16830	23367	32819
净利润同比（%）	519.4%	-5.9%	38.8%	40.5%
毛利率（%）	19.1%	17.9%	22.3%	26.7%
ROE（%）	24.8%	20.7%	22.3%	23.9%
每股收益（元）	3.30	3.08	4.28	6.01
P/E	11.65	16.33	11.76	8.37
P/B	2.92	3.37	2.62	2.00
EV/EBITDA	7.08	8.30	6.39	4.23

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	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61319	106158	131481	172032	营业收入	137947	140125	141807	153525
现金	16952	62375	90397	126243	营业成本	111667	115099	110132	112537
应收账款	231	174	236	208	营业税金及附加	223	227	229	248
其他应收款	91	180	94	202	销售费用	1096	1113	1126	1219
预付账款	524	540	517	528	管理费用	3332	3406	3397	3393
存货	41970	41157	38383	42894	财务费用	2975	2538	2204	1546
其他流动资产	1551	1732	1854	1956	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	20011	18710	25627	35630
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
资产总计	187649	224147	240498	271448	利润总额	18896	17810	24727	34730
流动负债	85477	111508	104133	101353	所得税	-29	0	0	0
短期借款	45258	61258	66258	50258	净利润	18925	17810	24727	34730
应付账款	17993	26768	16061	27703	少数股东损益	1044	980	1360	1910
其他流动负债	22226	23483	21813	23392	归属母公司净利润	17881	16830	23367	32819
非流动负债	24636	24736	23736	22736	EBITDA	37989	36690	43902	53877
长期借款	8797	8797	7797	6797	EPS (元)	3.30	3.08	4.28	6.01
其他非流动负债	15839	15939	15939	15939					
负债合计	110112	136244	127869	124089					
少数股东权益	5504	6484	7844	9754					
股本	5463	5465	5465	5465					
资本公积	13729	11286	11286	11286					
留存收益	52840	64667	88035	120854					
归属母公司股东权益	72032	81418	104786	137605					
负债和股东权益	187649	224147	240498	271448					

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	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	37543	47559	35162	63748	成长能力				
净利润	18925	17810	24727	34730	营业收入	24.4%	1.6%	1.2%	8.3%
折旧摊销	15109	15441	16071	16701	营业利润	636.2%	-6.5%	37.0%	39.0%
财务费用	3290	2793	3139	2902	归属于母公司净利	519.4%	-5.9%	38.8%	40.5%
投资损失	-100	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-611	10615	-9676	8515	毛利率 (%)	19.1%	17.9%	22.3%	26.7%
其他经营现金流	20466	8094	35304	27114	净利率 (%)	13.0%	12.0%	16.5%	21.4%
投资活动现金流	-13246	-8000	-8000	-8000	ROE (%)	24.8%	20.7%	22.3%	23.9%
资本支出	-12243	-7900	-7900	-7900	ROIC (%)	14.9%	11.8%	13.3%	16.4%
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 (%)	58.7%	60.8%	53.2%	45.7%
筹资活动现金流	-25229	5864	861	-19902	净负债比率 (%)	142.0%	155.0%	113.5%	84.2%
短期借款	-1671	16000	5000	-16000	流动比率	0.72	0.95	1.26	1.70
长期借款	-1066	0	-1000	-1000	速动比率	0.20	0.56	0.87	1.25
普通股增加	-3	3	0	0	营运能力				
资本公积增加	-3962	-2444	0	0	总资产周转率	0.72	0.68	0.61	0.60
其他筹资现金流	-18527	-7695	-3139	-2902	应收账款周转率	691.42	691.42	691.42	691.42
现金净增加额	-932	45423	28022	35846	应付账款周转率	5.39	5.14	5.14	5.14

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	3.30	3.08	4.28	6.01	P/E	11.65	16.33	11.76	8.37
每股经营现金流(摊薄)	6.87	8.71	6.44	11.67	P/B	2.92	3.37	2.62	2.00
每股净资产	13.19	14.90	19.18	25.19	EV/EBITDA	7.08	8.30	6.39	4.23

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。