

牧原股份 (002714.SZ)

养殖成本继续领先，屠宰业务实现扭亏

25Q3，公司养殖成本继续改善，头均盈利较行业平均水平进一步扩大，现金流改善背景下，公司资产负债率稳步下行。行业亏损 & 政策调控产能双管齐下，预计母猪产能去化提速，或进一步抬升 26 年猪价中枢，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。

□ **成本优势扩大，25Q3 业绩符合预期。** 25 年前三季度，公司实现收入 1118 亿元，同比+16%；实现归母净利润 148 亿元，同比+41%。25Q3，公司实现收入 353 亿元，同比-11%、环比-13%；实现归母净利润 42.5 亿元，同比-56%、环比-30%。公司业绩表现符合预期。分板块来看：**1) 生猪方面**，25 年前三季度，公司出栏商品猪 5732 万头，同比+27%；出栏仔猪 1157 万头，同比+151%。25Q3，公司出栏商品猪 1893 万头，同比+17%；出栏仔猪 328 万头，同比+117%。估算商品猪完全成本 11.5-12.0 元/公斤，头均盈利 200-250 元，较行业平均盈利水平扩大。**2) 屠宰肉食方面**，25 年前三季度，公司共计屠宰生猪 1916 万头，同比+140%，产能利用率提升至 88%，并于 25Q3 实现单季度盈利。

□ **养殖成本继续改善，母猪调控目标基本完成。** 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，在饲料成本底部抬升背景下，公司商品猪完全成本仍实现逐月下降，从年初的 13.1 元/公斤降至 9 月的 11.6 元/公斤，预计年底有望进一步降至 11 元/公斤。**产能方面**，公司积极响应产能调控政策，截至 2025 年 9 月底，公司能繁母猪存栏 331 万头，同比-0.3%、环比-3.7%，基本完成产能调控目标。

□ **现金流明显改善，资产负债率稳步下行。** 25Q3，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 112 亿元，同比-18%、环比+14%，充分彰显公司现金流创造能力，同时支撑公司资产负债率环比继续下降 0.56 个百分点至 56%，如果考虑到公司半年度分红，已超额完成全年降负债目标。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。** 25Q3，饲料成本虽有所抬升，但公司仍实现完全成本的继续下行。行业亏损 & 政策调控产能双管齐下，预计母猪产能去化提速，或进一步抬升 26 年猪价中枢。公司养殖成本优势显著，有望充分受益于母猪去产能。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 177 亿元、238 亿元、279 亿元，对应 PE 分别为 16X、12X、10X，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	121252	127808	140646
同比增长	-11%	24%	-12%	5%	10%
营业利润(百万元)	(3732)	20011	19008	24589	28718
同比增长	-125%	-636%	-5%	29%	17%
归母净利润(百万元)	(4263)	17881	17688	23790	27900
同比增长	-132%	-519%	-1%	34%	17%
每股收益(元)	-0.78	3.27	3.24	4.35	5.11
PE	-65.6	15.6	15.8	11.8	10.0
PB	4.5	3.9	3.2	2.7	2.3

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:

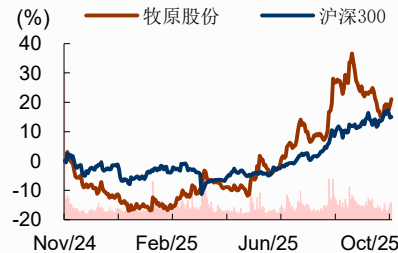
当前股价: 51.19 元

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)	279.6
流通市值 (十亿元)	195.1
每股净资产 (MRQ)	14.1
ROE (TTM)	28.9
资产负债率	55.5%
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	-2	34	24
相对表现	-2	10	4



相关报告

- 1、《牧原股份 (002714) — 养殖成本继续领先，分红彰显价值》 2025-08-22
- 2、《牧原股份 (002714) — 成本改善明显，25Q1 业绩符合预期》 2025-04-28
- 3、《牧原股份 (002714) — 业绩表现亮眼，分红彰显价值》 2025-03-21

施腾 S1090522080002

shiteng@cmschina.com.cn

李秋燕 S1090521070001

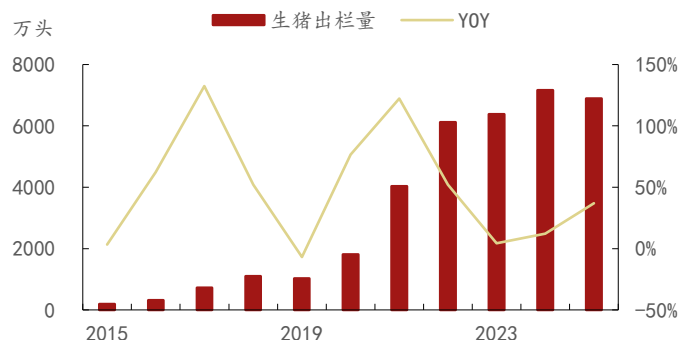
liqiuyan@cmschina.com.cn

表 1：2022Q4-2025Q3，公司各季度业绩回顾

百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营业收入	44053	24198	27671	31100	27892	26272	30594	39909	41172	36061	40402	35327
YOY	95%	32%	6.5%	-15%	-37%	8.6%	11%	28%	48%	37%	32%	-11%
营业成本	29047	23743	27390	27997	28285	26929	25535	27602	31601	29508	32413	28935
毛利润	15006	456	280	3102	(393)	(657)	5059	12307	9571	6553	7989	6393
毛利率	34%	1.9%	1.0%	10%	-1.4%	-2.5%	17%	31%	23%	18%	20%	18%
销售费用	196	205	249	250	278	280	250	259	306	326	315	303
管理费用	1142	1022	899	982	973	927	830	931	643	950	864	928
研发费用	376	312	420	404	521	476	400	392	480	514	408	342
财务费用	645	710	730	810	804	831	741	713	690	737	674	540
营业利润	13181	(1190)	(1492)	1259	(2309)	(2444)	3600	10959	7896	4662	6344	4943
少数股东损益	1354	(2)	(8)	173	(68)	(80)	275	569	279	128	132	73
归母净利润	11754	(1198)	(1581)	937	(2421)	(2379)	3208	9652	7400	4491	6039	4249

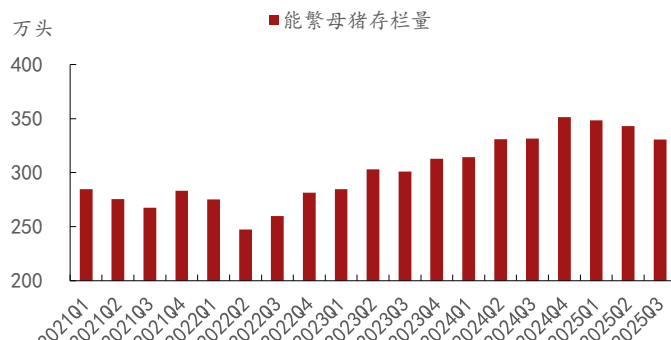
资料来源：公司公告，招商证券

图 1：2015-25 前三季度，公司生猪出栏量及其变化情况



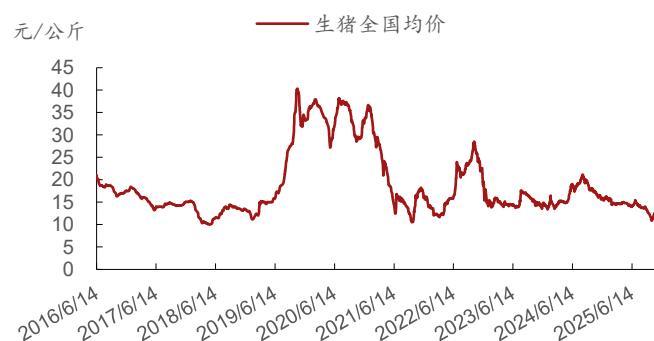
资料来源：公司公告，招商证券

图 2：2021-2025Q3，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
流动资产	63583	61319	61402	80206	102816
现金	19429	16952	23040	42171	61328
交易性投资	21	3	3	3	3
应收票据	129	153	134	142	156
应收款项	168	231	203	214	236
其它应收款	176	91	80	84	92
存货	41931	41970	36262	35852	39090
其他	1729	1920	1679	1741	1911
非流动资产	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
资产总计	195405	187649	181091	193072	208701
流动负债	94659	85477	63958	58738	55472
短期借款	46929	45258	35000	30000	25000
应付账款	25977	20717	17899	17697	19295
预收账款	571	600	518	512	558
其他	21182	18903	10541	10530	10619
长期负债	26709	24636	24636	24636	24636
长期借款	9863	8797	8797	8797	8797
其他	16845	15839	15839	15839	15839
负债合计	121368	110112	88594	83374	80108
股本	5465	5463	5463	5463	5463
资本公积金	15890	11747	11747	11747	11747
留存收益	41473	54822	69386	86100	104484
少数股东权益	11209	5504	5902	6388	6899
归属于母公司所有者权益	62828	72032	86595	103310	121693
负债及权益合计	195405	187649	181091	193072	208701

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9893	37543	35100	39057	40196
净利润	(4168)	18925	18086	24275	28411
折旧摊销	12682	14303	14641	13825	12982
财务费用	3370	3290	1984	1411	1083
投资收益	6	(100)	(2560)	(560)	(560)
营运资金变动	(1995)	1157	2953	106	(1722)
其它	(4)	(31)	(4)	(0)	2
投资活动现金流	(17219)	(13246)	(5440)	(6440)	(5440)
资本支出	(17016)	(12381)	(8000)	(7000)	(6000)
其他投资	(203)	(865)	2560	560	560
筹资活动现金流	3199	(25229)	(23571)	(13486)	(15599)
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)	(7075)	(9516)
其他	(2272)	(3982)	(1984)	(1411)	(1083)
现金净增加额	(4127)	(932)	6089	19131	19157

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	110861	137947	121252	127808	140646
营业成本	107415	111667	96480	95388	104005
营业税金及附加	190	223	196	207	228
营业费用	983	1096	909	1022	1125
管理费用	3876	3332	3395	3834	3938
研发费用	1658	1747	1819	1917	2110
财务费用	3054	2975	1984	1411	1083
资产减值损失	(217)	(7)	(20)	0	0
公允价值变动收益	0	0	10	10	10
其他收益	2806	3010	2500	500	500
投资收益	(6)	100	50	50	50
营业利润	(3732)	20011	19008	24589	28718
营业外收入	157	84	150	150	150
营业外支出	595	1198	1100	500	500
利润总额	(4170)	18896	18058	24239	28368
所得税	(2)	(29)	(27)	(37)	(43)
少数股东损益	95	1044	398	486	511
归属于母公司净利润	(4263)	17881	17688	23790	27900

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-11%	24%	-12%	5%	10%
营业利润	-125%	-636%	-5%	29%	17%
归母净利润	-132%	-519%	-1%	34%	17%
获利能力					
毛利率	3.1%	19.1%	20.4%	25.4%	26.1%
净利率	-3.8%	13.0%	14.6%	18.6%	19.8%
ROE	-6.3%	26.5%	22.3%	25.1%	24.8%
ROIC	-0.5%	16.5%	15.2%	18.3%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	62.1%	58.7%	48.9%	43.2%	38.4%
净负债比率	33.5%	33.2%	24.2%	20.1%	16.2%
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	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.7	2.7	2.5	2.6	2.8
应收账款周转率	416.0	405.0	336.0	369.0	376.0
应付账款周转率	4.0	4.8	5.0	5.4	5.6
每股资料(元)					
EPS	-0.78	3.27	3.24	4.35	5.11
每股经营净现金	1.81	6.87	6.43	7.15	7.36
每股净资产	11.50	13.19	15.85	18.91	22.28
每股股利	0.00	1.41	1.30	1.74	2.04
估值比率					
PE	-65.6	15.6	15.8	11.8	10.0
PB	4.5	3.9	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	29.3	9.4	9.9	8.8	8.2

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。