

养殖成本显优势，屠宰开启新阶段

牧原股份 2025 年报点评

核心观点

- 猪价下行期，龙头经营韧性凸显。**公司 2025 年实现营业收入 1441.45 亿元，同比 +4.49%；实现归母净利润 154.87 亿元，同比-13.4%。出栏量方面，25 年公司销售商品猪 7798.1 万头，26 年目标出栏商品猪 7500-8100 万头。
- 生产效率改善，成本优势稳固。**近期饲料原料成本上行，但公司养殖成本仍维持相对稳定，1-2 月公司平均成本 12 元/公斤。生产效率方面，26 年 1-2 月公司育肥成活率 89%以上，全程成活率 83-84%，PSY 约 28，料比约 2.7，考虑到季节性因素，生产效率指标略有浮动。生产效率持续领先背景下，公司全年成本目标在 11.5 元/公斤以下。
- 屠宰盈利显著提升，步入发展新阶段。**25 年公司屠宰量 2866.3 万头，全年产能利用率达到 98.8%。在三、四季度盈利的带动下，屠宰肉食板块实现了首次年度盈利，这标志着在产能释放、渠道开拓与运营优化的共同推动下，公司屠宰肉食业务跨越初创期，步入发展的新阶段。
- 财务结构持续优化，分红超额兑现。**负债率方面，25Q4 末资产负债率为 54.15%，同比-4.53pct，较三季度末-1.35pct，分红方面，公司年底向全体股东每 10 股派发现金红利 4.27 元（含税），总额 24.35 亿元，叠加中报分红，25 年合计分红 74.38 亿元，分红率 48.03%，显著超过 3 年规划中的 40%目标。

盈利预测与投资建议

- 公司行业领先地位稳固，上游生产链条的持续优化以及下游屠宰业务的进步均彰显其长期管理优势，业绩稳步增长且股东回馈持续提升。海外方面，越南业务 26 年也将落地自有产能，未来增量可期，继续推荐。考虑到年初以来的猪价下跌幅度已超市场预期，下调 26-27 盈利预测，新增 28 年盈利预测，我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 1.74/5.05/6.63 元（前值 26-27EPS 分别为 5.36、6.88 元），根据可比公司估值法，给予公司 27 年 12x 估值，对应目标价 60.6 元，维持“买入评级”。

风险提示

猪价不达预期风险；畜禽疫病大规模爆发；原材料价格大幅波动；产能去化不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	137,947	144,145	137,095	152,773	162,334
同比增长(%)	24.4%	4.5%	-4.9%	11.4%	6.3%
营业利润(百万元)	20,011	16,894	11,231	31,136	40,194
同比增长(%)	636.2%	-15.6%	-33.5%	177.2%	29.1%
归属母公司净利润(百万元)	17,881	15,487	10,071	29,160	38,263
同比增长(%)	519.4%	-13.4%	-35.0%	189.5%	31.2%
每股收益(元)	3.10	2.68	1.74	5.05	6.63
毛利率(%)	20.8%	17.8%	14.5%	26.2%	30.2%
净利率(%)	13.0%	10.7%	7.3%	19.1%	23.6%
净资产收益率(%)	26.5%	20.7%	12.2%	29.1%	30.3%
市盈率	14.1	16.3	25.0	8.6	6.6
市净率	3.5	3.2	2.9	2.2	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

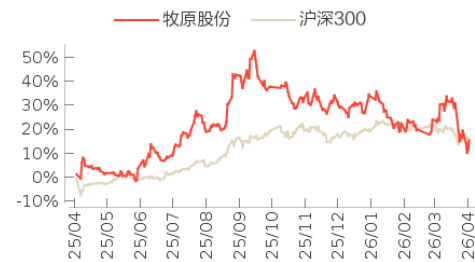
投资评级

买入（维持）

股价（2026年04月02日）	43.65 元
目标价格	60.6 元
52 周最高价/最低价	58.65/36.39 元
总股本/流通 A 股（万股）	577,299/411,902
A 股市值（百万元）	251,991
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2026 年 04 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.8	-6.75	-13.7	15.31
相对表现%	-0.83	-1.47	-10.44	0
沪深 300%	0.03	-5.28	-3.26	15.31



证券分析师

李晓渊 执业证书编号：S0860525090002
lixiaoyuan@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

于明正 执业证书编号：S0860125110014
yumingzheng@orientsec.com.cn

相关报告

牧原股份：成本持续优化，业绩稳健兑现 2025-12-09
生猪养殖量利齐升，价升降本助推扭亏为盈 2024-08-15

我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 1.74/5.05/6.63 元，考虑到 26 年猪价跌破历史大底，周期仍处于探底、磨底阶段，基于 27 年估值进行定价。根据可比公司估值法，给予公司 27 年 12x 估值，对应目标价 60.6 元，维持“买入评级”。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
温氏股份	300498	16.81	1.39	0.79	1.43	1.99	12.12	21.29	11.74	8.45
天康生物	002100	7.63	0.44	0.37	0.53	0.68	17.22	20.46	14.42	11.15
巨星农牧	603477	17.03	1.02	0.22	0.76	1.29	16.75	78.62	22.42	13.23
神农集团	605296	28.58	1.31	0.91	1.19	1.77	21.84	31.49	23.98	16.12
	调整后平均							26.00	18.00	12.00

数据来源：wind，东方证券研究所，注：股价及估值日期为 2026-4-2

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	16,952	13,862	31,580	57,350	85,332	营业收入	137,947	144,145	137,095	152,773	162,334
应收票据、账款及款项融资	384	697	470	563	646	营业成本	109,319	118,461	117,211	112,681	113,350
预付账款	524	700	616	670	743	销售费用	1,096	1,295	1,152	1,283	1,395
存货	41,970	37,177	42,513	39,831	38,918	管理费用	3,332	3,922	3,359	3,590	3,571
其他	1,489	2,139	1,684	1,782	1,885	研发费用	1,747	1,648	1,823	1,986	1,997
流动资产合计	61,319	54,576	76,864	100,196	127,525	财务费用	2,975	2,458	2,714	2,561	2,258
长期股权投资	904	1,024	882	937	948	资产、信用减值损失	13	100	106	73	93
固定资产	106,751	100,634	90,571	80,507	70,444	公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	2,018	2,489	11,507	20,525	29,543	投资净收益	100	102	65	89	85
无形资产	1,187	1,245	1,213	1,181	1,149	其他	446	531	435	448	440
其他	15,470	11,773	13,274	13,023	12,647	营业利润	20,011	16,894	11,231	31,136	40,194
非流动资产合计	126,330	117,165	117,446	116,173	114,731	营业外收入	84	111	117	104	111
资产总计	187,649	171,741	194,310	216,368	242,256	营业外支出	1,198	1,195	1,100	1,165	1,153
短期借款	45,258	41,155	44,447	43,620	43,074	利润总额	18,896	15,810	10,248	30,076	39,152
应付票据及应付账款	20,717	13,328	21,248	18,153	17,187	所得税	(29)	(2)	(4)	(20)	(15)
其他	19,502	15,357	16,103	16,126	15,976	净利润	18,925	15,812	10,252	30,096	39,167
流动负债合计	85,477	69,840	81,799	77,899	76,237	少数股东损益	1,044	325	180	936	904
长期借款	8,797	7,733	7,733	7,733	7,733	归属于母公司净利润	17,881	15,487	10,071	29,160	38,263
应付债券	9,466	11,695	11,843	11,843	11,843	每股收益(元)	3.10	2.68	1.74	5.05	6.63
其他	6,373	3,730	3,904	3,806	3,856						
非流动负债合计	24,636	23,159	23,480	23,382	23,433						
负债合计	110,112	92,999	105,279	101,281	99,670						
少数股东权益	5,504	1,053	1,233	2,169	3,073						
实收资本(或股本)	5,463	5,463	5,773	5,773	5,773						
资本公积	10,729	9,028	8,717	8,717	8,717						
留存收益	54,856	62,258	72,329	97,460	124,059						
其他	984	941	979	968	963						
股东权益合计	77,536	78,742	89,032	115,088	142,586						
负债和股东权益总计	187,649	171,741	194,310	216,368	242,256						

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	18,925	15,812	10,252	30,096	39,167
折旧摊销	13,360	12,796	10,105	10,106	10,106
财务费用	2,975	2,458	2,714	2,561	2,258
投资损失	(100)	(102)	(65)	(89)	(85)
营运资金变动	(7,121)	(7,139)	3,467	(462)	(368)
其它	9,503	6,232	(1,466)	215	367
经营活动现金流	37,543	30,056	25,008	42,426	51,445
资本支出	(7,658)	(7,162)	(9,018)	(9,018)	(9,018)
长期投资	(179)	(114)	136	(52)	(10)
其他	(5,409)	31	57	93	85
投资活动现金流	(13,246)	(7,245)	(8,825)	(8,977)	(8,943)
债权融资	(2,666)	(81)	957	(262)	(52)
股权融资	(4,146)	(1,702)	0	0	0
其他	(18,417)	(21,095)	578	(7,416)	(14,468)
筹资活动现金流	(25,229)	(22,878)	1,535	(7,679)	(14,520)
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(932)	(66)	17,717	25,770	27,982

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	24.4%	4.5%	-4.9%	11.4%	6.3%
营业利润	636.2%	-15.6%	-33.5%	177.2%	29.1%
归属于母公司净利润	519.4%	-13.4%	-35.0%	189.5%	31.2%
获利能力					
毛利率	20.8%	17.8%	14.5%	26.2%	30.2%
净利率	13.0%	10.7%	7.3%	19.1%	23.6%
ROE	26.5%	20.7%	12.2%	29.1%	30.3%
ROIC	15.5%	13.1%	9.1%	19.4%	21.3%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	54.2%	54.2%	46.8%	41.1%
净负债率	70.6%	68.8%	45.6%	12.0%	0.0%
流动比率	0.72	0.78	0.94	1.29	1.67
速动比率	0.23	0.25	0.42	0.77	1.16
营运能力					
应收账款周转率	691.4	351.6	297.7	407.8	354.2
存货周转率	2.6	3.0	2.9	2.7	2.9
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益	3.10	2.68	1.74	5.05	6.63
每股经营现金流	6.87	5.50	4.33	7.35	8.91
每股净资产	12.48	13.46	15.21	19.56	24.17
估值比率					
市盈率	14.1	16.3	25.0	8.6	6.6
市净率	3.5	3.2	2.9	2.2	1.8
EV/EBITDA	8.4	9.5	12.7	7.0	5.8
EV/EBIT	13.3	15.8	22.0	9.1	7.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。