

成本优势持续强化, 屠宰业务首次盈利, 海外布局加速

投资要点

- 业绩总结:** 牧原股份发布2025年年度报告。2025年, 公司实现营业收入1441.45亿元, 同比增长4.49%。实现归属于上市公司股东的净利润154.87亿元, 同比下降13.39%, 主要原因为生猪市场价格下降。
- 点评:** 生猪养殖成本优势持续强化, 助力公司穿越周期。公司2025年营收由于出栏规模增长而增长, 但由于2025年总体养殖景气度较低, 盈利同比下降。公司生猪养殖完全成本呈现逐季下降态势, 全年平均成本降至12元/公斤左右, 同比降幅达2元/公斤。在低景气年份保持了较好盈利。
- 核心主业成本优势持续强化, 盈利能力凸显。** 公司2025年全年销售商品猪7798.1万头, 同比增长19.10%。通过深化生猪健康管理与生产管理, 公司生猪养殖完全成本呈现逐季下降态势, 全年平均成本降至12元/公斤左右, 同比降幅达2元/公斤。这主要得益于公司在疫病防控、营养配方、种猪育种、智能化与信息化等方面的持续投入和管理优化。2026年1-2月, 公司生猪全程成活率在83%-84%, 断奶到上市成活率在89%以上, PSY在28左右, 肥猪日增重在860g左右, 全程料肉比在2.7左右。公司预计2026年全年平均成本目标为11.5元/公斤以下。
- 屠宰肉食业务首次实现年度盈利, 协同效应显现。** 2025年公司屠宰生猪2866.3万头, 同比增长128.9%, 产能利用率达98.8%。2025年公司屠宰肉食板块成功实现了自成立以来的首次年度盈利, 标志着业务跨越初创期, 步入发展新阶段。公司积极拓展销售渠道, 持续构建全国猪肉销售网络, 截至2025年末, 已在全国20个省级行政区设立超过70个销售分支。2026年公司屠宰量预计将保持增长态势, 盈利能力有望进一步增强。
- 海外布局加速。** 2025年, 公司在深耕国内业务的同时, 积极关注并开拓海外市场。公司已与越南BAF公司达成战略合作, 将在越南合资建设楼房猪场, 标志着海外布局进入项目落地阶段。公司在香港上市募集资金的60%将用于海外业务的拓展, 后续会根据业务发展情况充分利用, 让资本赋能产业发展。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2026-2028年EPS分别为1.08元、4.66元、4.94元, 对应动态PE分别为40/9/9倍; 给予2027年12倍估值, 对应目标价55.92元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产能扩张不及预期、产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	144,145	132,794	151,141	159,437
增长率	4.49%	-7.87%	13.82%	5.49%
归属母公司净利润(百万元)	15,487	6,228	26,907	28,542
增长率	-13.39%	-59.79%	332.04%	6.08%
每股收益EPS(元)	2.88	1.08	4.66	4.94
净资产收益率ROE	19.93%	7.67%	28.26%	25.93%
PE	17.56	40.28	9.32	8.79
PB	3.56	3.09	2.63	2.28

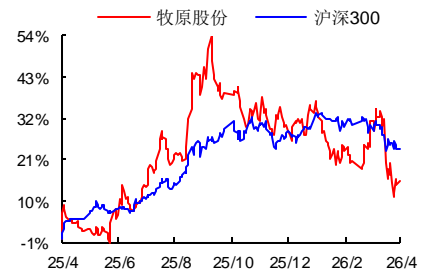
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

分析师: 赵磐
执业证号: S1250525070003
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	57.73
流通A股(亿股)	38.00
52周内股价区间(元)	38.4-58.77
总市值(亿元)	2,508.37
总资产(亿元)	1,717.41
每股净资产(元)	14.04

相关研究

- 牧原股份(002714): 降本增效持续推进, 屠宰业务进入新阶段 (2025-11-02)

盈利预测

关键假设：

1) 生猪养殖业务：销量方面，公司生猪产能高质量发展，我们预计公司 2026-2028 年的生猪出栏量增速分别为 0%、0%、5%；猪价筑底反转，预计 2026-2028 年公司生猪销售均价增速为 -9%/14%/0%；预计 2026-2028 年公司生猪板块对应毛利率水平分别为 11%/25%/25%。

2) 屠宰肉食业务：公司产能利用率已完成爬坡，预计 2026-2028 年生猪屠宰量增速分别为 0%、0%、5%；猪价筑底反转，预计 2026-2028 年公司猪肉销售均价增速为 -9%/9%/5%；预计 2026-2028 年屠宰业务毛利率分别为 3%/3%/3%。

3) 其他业务随公司发展正常发展。

基于以上假设，预计公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率（百万元）

业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
生猪	收入	140,207.18	127,588.53	145,450.93	152,723.47
	YOY	2.92%	-9.00%	14%	5%
	成本	115,970.79	113554	109088	114543
	毛利率	17.29%	11.00%	25.00%	25.00%
屠宰、肉食产品	收入	45,227.65	41,157.16	44,861.31	49,347.44
	YOY	86.32%	-9.00%	9%	10%
	成本	44,018.28	39922	43515	47867
	毛利率	2.67%	3.00%	3.00%	3.00%
内部抵销	收入	-45,778.58	-41,200.72	-45,320.79	-49,852.87
	YOY	87.34%	-10.00%	10%	10%
	成本	-45,867.42	-41200.72	-45320.79	-49852.87
	毛利率	-0.19%	0.00%	0.00%	0.00%
饲料原料	收入	3,341.83	4,010.20	4,812.24	5,774.68
	YOY	133.32%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	3,336.12	3970.09	4764.11	5716.94
	毛利率	0.17%	1.00%	1.00%	1.00%
其他	收入	1146.88	1,238.63	1,337.72	1,444.74
	YOY	156.35%	8.00%	8.00%	8.00%
	成本	1003.29	1151.93	1244.08	1343.61
	毛利率	12.52%	7.00%	7.00%	7.00%
合计	收入	144,144.97	132793.80	151141.40	159437.46
	YOY	4.49%	-7.87%	13.82%	5.49%
	成本	118,461.06	117397.54	113291.06	119617.29
	毛利率	17.82%	11.59%	25.04%	24.98%

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值

综合考虑业务范围，选取了养殖行业 2 家上市公司作为估值参考，其中温氏为行业龙头，已实现全国化布局，体量较大；巨星农牧是区域优势生猪养殖企业，体量相对较小，品类相对单一。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300498	温氏股份	16.46	0.94	1.40	2.00		17	12	8	
603477	巨星农牧	17.87	0.31	0.81	1.73		50	19	9	
平均值							34	15	9	
002714	牧原股份	43.45	2.88	1.08	4.66	4.94	18	40	9	9

数据来源：Wind，西南证券整理

2026 年预计为周期底部，目前仅有牧原股份更新了年报，以更加合理的 2027 年估值测算。公司 2027 年估值为 9 倍，行业平均值为 9 倍，公司作为行业龙头拥有成本优势，给予一定溢价，给予 2027 年 12 倍估值，对应目标价 55.92 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	144,145	132,794	151,141	159,437	净利润	15,812	6,387	27,696	29,302
营业成本	118,461	117,398	113,291	119,617	折旧与摊销	15,339	13,203	13,203	13,203
营业税金及附加	276	237	272	289	财务费用	2,681	2,567	2,816	2,838
销售费用	1,295	1,144	1,304	1,384	资产减值损失	100	0	0	0
管理费用	3,922	3,650	4,056	4,323	经营营运资本变动	-4,367	3,962	-554	-884
财务费用	2,458	2,567	2,816	2,838	其他	492	747	726	684
资产减值损失	-72	0	0	0	经营活动现金流净额	30,056	26,866	43,887	45,143
投资收益	102	78	98	102	资本支出	-8,008	-824	-824	-786
公允价值变动损益	-0	0	0	0	其他	763	78	98	102
其他经营损益	455	982	839	920	投资活动现金流净额	-7,245	-747	-726	-684
营业利润	16,894	7,370	28,721	30,319	短期借款	-4,102	0	0	0
其他非经营损益	-1,084	-987	-1,040	-1,030	长期借款	-1,064	0	0	0
利润总额	15,810	6,384	27,681	29,289	股权融资	1,053	310	0	0
所得税	-2	-3	-15	-13	支付股利	-10,345	-5,558	-15,739	-16,545
净利润	15,812	6,387	27,696	29,302	其他	-8,420	0	0	0
少数股东损益	325	159	788	760	筹资活动现金流净额	-22,878	-5,248	-15,739	-16,545
归属母公司股东净利润	15,487	6,228	26,907	28,542	现金流量净额	-66	20,872	27,423	27,914
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	13,862	34,734	62,157	90,070	成长能力				
应收和预付款项	1,397	1,136	1,219	1,306	销售收入增长率	4.49%	-7.87%	13.82%	5.49%
存货	37,177	41,084	38,924	40,759	营业利润增长率	-15.57%	-56.38%	289.70%	5.56%
其他流动资产	2,019	2,019	2,019	2,019	净利润增长率	-13.39%	-59.79%	332.04%	6.08%
长期股权投资	1,024	1,024	1,024	1,024	EBITDA 增长率	-11.54%	-34.08%	97.26%	3.73%
投资性房地产	97	97	97	97	获利能力				
固定资产和在建工程	103,123	89,920	76,716	63,513	毛利率	17.82%	11.59%	25.04%	24.98%
无形资产和开发支出	1,245	1,245	1,245	1,245	三费率	5.32%	5.54%	5.41%	5.36%
其他非流动资产	711	711	711	711	净利率	10.97%	4.81%	18.32%	18.38%
资产总计	171,741	183,054	195,204	211,847	ROE	19.93%	7.67%	28.26%	25.93%
短期借款	41,155	41,155	41,155	41,155	ROA	8.80%	3.60%	14.64%	14.40%
应付和预收款项	13,328	18,752	16,875	17,520	ROIC	12.26%	5.86%	18.22%	17.56%
长期借款	7,733	7,733	7,733	7,733	EBITDA/销售收入	23.31%	16.68%	28.91%	28.43%
其他负债	30,783	32,966	32,220	32,622	营运能力				
负债合计	92,999	100,606	97,983	99,031	总资产周转率	0.80	0.75	0.80	0.78
股本	5,463	5,773	5,773	5,773	固定资产周转率	1.39	1.41	1.87	2.36
资本公积	13,039	13,039	13,039	13,039	应收账款周转率	351.64	274.51	358.84	329.36
留存收益	62,258	65,495	79,480	94,314	存货周转率	2.99	3.00	2.83	3.00
归属母公司股东权益	77,689	81,236	95,221	110,056	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	1,053	1,211	2,000	2,760	资本结构				
股东权益合计	78,742	82,448	97,221	112,816	资产负债率	54.15%	54.96%	50.20%	46.75%
负债和股东权益合计	171,741	183,054	195,204	211,847	带息债务/总负债	75.54%	69.83%	71.69%	70.94%
					流动比率	0.78	1.02	1.40	1.77
					速动比率	0.21	0.46	0.84	1.20
					股利支付率	48.03%	48.03%	48.03%	48.03%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	33,606	22,154	43,701	45,331	每股收益	2.88	1.08	4.66	4.94
PE	18	40	9	9	每股净资产	14.22	14.07	16.49	19.06
PB	4	3	3	2	每股经营现金	5.50	4.65	7.60	7.82
PS	2	2	2	2	每股股利	1.35	0.52	2.24	2.37
EV/EBITDA	10	13	6	5					
股息率	2.68%	1.19%	5.15%	5.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn