

牧原股份 (002714.SZ)

资产负债率继续改善，周期底部彰显韧性

公司养殖成本继续领先，在周期底部仍展现较强的经营韧性，资产负债率降至21Q2以来的最低水平。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27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。

- 26Q1 业绩符合预期，周期底部彰显经营韧性。** 公司披露2026年一季度报，报告期内，公司实现收入299亿元，同比-17%；实现归母净利润-12.1亿元，同比转亏。公司收入、利润双降主要系猪价低迷以及计提资产减值3.2亿元。在周期底部区域，公司仍展现较强的经营韧性。
- 成本优势保持领先，屠宰肉食业务表现亮眼。** 生猪养殖业务方面，2026Q1，公司出栏商品猪1836万头，同比-0.2%，估算商品猪完全成本11.5-12.0元/公斤，商品猪头均亏损50-60元，远低于行业119元的平均水平，公司3月商品猪完全成本已降至11.6元/公斤，继续保持行业领先水平。**屠宰肉食业务方面**，2026Q1，公司加大渠道开拓和优化，实现生猪屠宰量828万头，同比+56%，产能利用率提升至100%以上，头均盈利接近20元，公司屠宰业务表现亮眼。
- 公司在手现金充足，资产负债率降至低位。** 2026Q1，受猪价低迷影响，公司实现经营性现金流小幅流出-9.20亿元，但考虑到公司现金流较为充裕，公司加大偿债力度，资产负债率环比继续下降3.42个百分点至51%，已处21Q2以来的最低水平。同时，根据当前猪价水平，基于经营审慎原则，公司全年资本开支预计会控制在100亿元以内。
- 维持“强烈推荐”投资评级。** 猪价创近十年新低，行业处于现金流深度亏损状态，生猪产能有望进入实质性去化。同时，生猪产能调控继续推进，或倒逼行业产能稳步出清，进一步抬升27年猪价中枢。公司养殖成本优势显著，屠宰肉食以及出海探索有望成长为公司新的利润增长点。我们预计公司26-28年归母净利润分别为71.9亿元、233亿元、212亿元，对应PE分别为35X、11、12X，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；政策扰动等。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	137947	144145	130304	145404	141375
同比增长	24%	4%	-10%	12%	-3%
营业利润(百万元)	20011	16894	8190	24648	22427
同比增长	-636%	-16%	-52%	201%	-9%
归母净利润(百万元)	17881	15487	7194	23349	21191
同比增长	-519%	-13%	-54%	225%	-9%
每股收益(元)	3.10	2.68	1.25	4.04	3.67
PE	14.0	16.2	34.9	10.8	11.8
PB	3.5	3.2	3.0	2.4	2.2

资料来源：公司数据，招商证券

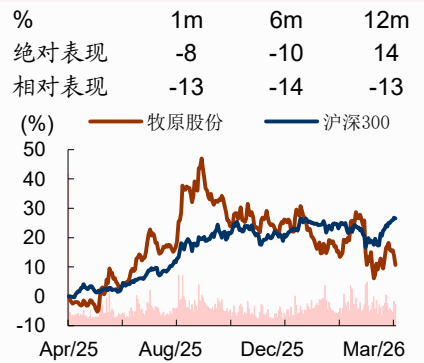
强烈推荐 (维持)

消费品/农林牧渔
 目标估值：
 当前股价：43.49元

基础数据

总股本(百万股)	5773
已上市流通股(百万股)	3800
总市值(十亿元)	251.1
流通市值(十亿元)	165.3
每股净资产(MRQ)	15.1
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	50.7%
主要股东	秦英林
主要股东持股比例	36.14%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《牧原股份(002714)——成本优势继续巩固，股东回报显著提升》
2026-03-30
- 《牧原股份(002714)——养殖成本继续领先，屠宰业务实现扭亏》
2025-11-04
- 《牧原股份(002714)——养殖成本继续领先，分红彰显价值》
2025-08-22

施腾 S1090522080002

✉ shiteng@cmschina.com.cn

李秋燕 S1090521070001

✉ liquyan@cmschina.com.cn

表 1: 2023Q1-2025Q4, 公司各季度业绩回顾

百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营业收入	27671	31100	27892	26272	30594	39909	41172	36061	40402	35327	32355	29894
YOY	6.5%	-15%	-37%	8.6%	11%	28%	48%	37%	32%	-11%	-21%	-17%
营业成本	27390	27997	28285	26929	25535	27602	31601	29508	32413	28935	27606	28348
毛利润	280	3102	(393)	(657)	5059	12307	9571	6553	7989	6393	4749	1546
毛利率	1.0%	10%	-1.4%	-2.5%	17%	31%	23%	18%	20%	18%	15%	5.2%
销售费用	249	250	278	280	250	259	306	326	315	303	351	346
管理费用	899	982	973	927	830	931	643	950	864	928	1181	940
研发费用	420	404	521	476	400	392	480	514	408	342	385	381
财务费用	730	810	804	831	741	713	690	737	674	540	507	580
营业利润	(1492)	1259	(2309)	(2444)	3600	10959	7896	4662	6344	4943	945	(954)
少数股东损益	(8)	173	(68)	(80)	275	569	279	128	132	73	(8)	(7.3)
归母净利润	(1581)	937	(2421)	(2379)	3208	9652	7400	4491	6039	4249	708	(1215)

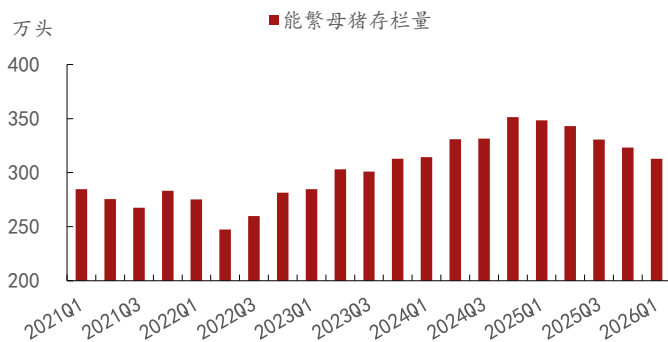
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 2015-26Q1, 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。注: 2025 年仅统计商品猪出栏。

图 2: 2021-2026Q1, 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: 2013-2026 年, 全国生猪均价走势图



资料来源: 博亚和讯, 招商证券

图 4: 2019-2026 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	61319	54576	49176	65828	77003
现金	16952	13862	10113	26859	38482
交易性投资	3	2	2	2	2
应收票据	153	108	98	109	106
应收款项	231	589	532	594	577
其它应收款	91	119	107	120	116
存货	41970	37177	35824	35440	35078
其他	1920	2720	2500	2705	2641
非流动资产	126330	117165	112704	107821	102574
长期股权投资	904	1024	1024	1024	1024
固定资产	106751	100634	96989	92839	88251
无形资产商誉	10542	8042	7238	6514	5863
其他	8133	7464	7453	7443	7436
资产总计	187649	171741	161880	173648	179577
流动负债	85477	69840	54661	45506	40361
短期借款	45258	41155	34002	25000	20000
应付账款	20717	13328	12842	12705	12575
预收账款	600	1107	1066	1055	1044
其他	18903	14251	6750	6746	6742
长期负债	24636	23159	23159	23159	23159
长期借款	8797	7733	7733	7733	7733
其他	15839	15425	15425	15425	15425
负债合计	110112	92999	77819	68664	63520
股本	5463	5463	5773	5773	5773
资本公积金	11747	10045	10045	10045	10045
留存收益	54822	62182	67044	87515	98199
少数股东权益	5504	1053	1200	1652	2040
归属于母公司所有者权益	72032	77689	82861	103332	114017
负债及权益合计	187649	171741	161880	173648	179577

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	37543	30056	24410	38562	35673
净利润	18925	15812	7341	23801	21580
折旧摊销	14303	14517	14461	13884	13247
财务费用	3290	2681	2098	1536	1142
投资收益	(100)	(102)	(600)	(600)	(600)
营运资金变动	1157	(2812)	1110	(59)	303
其它	(31)	(39)	0	0	0
投资活动现金流	(13246)	(7245)	(9400)	(8400)	(7400)
资本支出	(12381)	(9529)	(10000)	(9000)	(8000)
其他投资	(865)	2284	600	600	600
筹资活动现金流	(25229)	(22878)	(18760)	(13415)	(16649)
借款变动	(12540)	(5541)	(14639)	(9002)	(5000)
普通股增加	(3)	0	310	0	0
资本公积增加	(4143)	(1702)	0	0	0
股利分配	(4560)	(12764)	(2333)	(2878)	(10507)
其他	(3982)	(2871)	(2098)	(1536)	(1142)
现金净增加额	(932)	(67)	(3749)	16746	11623

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	137947	144145	130304	145404	141375
营业成本	111667	118461	114149	112926	111772
营业税金及附加	223	276	250	278	271
营业费用	1096	1295	1108	1163	1131
管理费用	3332	3922	3546	3853	3676
研发费用	1747	1648	1564	1599	1555
财务费用	2975	2458	2098	1536	1142
资产减值损失	(7)	253	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	3010	455	500	500	500
投资收益	100	102	100	100	100
营业利润	20011	16894	8190	24648	22427
营业外收入	84	111	150	150	150
营业外支出	1198	1195	1000	1000	1000
利润总额	18896	15810	7340	23798	21577
所得税	(29)	(2)	(1)	(3)	(3)
少数股东损益	1044	325	147	452	388
归属于母公司净利润	17881	15487	7194	23349	21191

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	24%	4%	-10%	12%	-3%
营业利润	-636%	-16%	-52%	201%	-9%
归母净利润	-519%	-13%	-54%	225%	-9%
获利能力					
毛利率	19.1%	17.8%	12.4%	22.3%	20.9%
净利率	13.0%	10.7%	5.5%	16.1%	15.0%
ROE	26.5%	20.7%	9.0%	25.1%	19.5%
ROIC	16.5%	14.1%	7.9%	19.9%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	54.2%	48.1%	39.5%	35.4%
净负债比率	33.2%	32.8%	25.8%	18.9%	15.4%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.4	1.9
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.8
存货周转率	2.7	3.0	3.1	3.2	3.2
应收账款周转率	405.0	267.0	196.0	218.0	204.0
应付账款周转率	4.8	7.0	8.7	8.8	8.8
每股资料(元)					
EPS	3.10	2.68	1.25	4.04	3.67
每股经营净现金	6.50	5.21	4.23	6.68	6.18
每股净资产	12.48	13.46	14.35	17.90	19.75
每股股利	1.33	1.28	0.50	1.82	1.65
估值比率					
PE	14.0	16.2	34.9	10.8	11.8
PB	3.5	3.2	3.0	2.4	2.2
EV/EBITDA	8.9	9.8	13.3	8.2	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

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。