

2026年02月06日

以成本优势构筑护城河，驱动产能与业务双扩张

—牧原股份（002714.SZ）公司深度报告

买入(维持)

投资要点

分析师：姜倩 S1050524070002
louqian@cfsc.com.cn

基本数据

2026-02-05

当前股价(元)	46.73
总市值(亿元)	2,552.8
总股本(百万股)	5,462.8
流通股本(百万股)	3,808.8
52周价格范围(元)	35.83-59.68
日均成交额(百万元)	1,817.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

以种、饲料、管理三大基石构筑深厚成本护城河

企业的长期价值根植于其构建的可持续核心竞争力，牧原股份的护城河体现在其系统性的低成本能力上。

- 在种源上，公司通过独特的“轮回二元育种”体系，实现种猪100%自供。
- 在饲料上，凭借低蛋白日粮等技术，将豆粕用量降至行业平均水平的一半以下，并依托粮产区布局优化采购成本，使饲料成本占比稳定在55%-60%。
- 在管理上，通过智能化精细运营，打造高标准生物安全体系，推动养殖完全成本降至约11.3元/公斤的行业领先水平。

“人、钱、事”高效协同，驱动战略落地与边界拓展

我们以“人、钱、事”的框架验证公司的执行体系。

- 在“人”的层面，牧原通过多期员工持股与股权激励深度绑定利益；同时，公司承诺2024-2026年分红比例不低于40%，保障了股东的利益。
- 在“钱”的层面，公司融资与战略节奏高度匹配：2019年定增资金超70%用于产能扩张，2021年可转债则重点布局下游屠宰，2022年定增用于行业低谷期补充流动性，资金均高效转化为实际资产。
- 在“事”的层面，公司充分利用人力与资本资源聚焦生猪产能扩张，约70%的资金直接用于养殖项目，养殖覆盖24个省市，建成约3000万头屠宰产能。

海外拓展与产业链延伸共同打开成长空间，增强公司盈利的稳定性和持续性。

- 公司在海外市场以越南为切口，通过轻资产合作模式输出管理和技术能力，开辟了新的增长路径。
- 屠宰业务已跨越盈亏平衡点，产能利用率从低谷期的约25%大幅提升至2025年第三季度的88.1%，并实现单季度盈利，正成为平滑周期、贡献利润的增长点。

盈利预测

我们对公司2026-2027年的盈利预测进行了情景分析，假设

围绕生猪及仔猪价格展开，预计公司 2026 年净利润在 125.68~234.88 亿元，2027 年净利润在 273~393 亿元。预测公司 2025-2027 年收入分别为 1344.18、1329.89、1617.67 亿元，EPS 分别为 2.84、3.43、5.98 元，当前股价对应 PE 分别为 16.5、13.6、7.8 倍，给予“买入”评级。

■ 风险提示

生猪价格波动风险；生猪养殖行业疫病风险；自然灾害和极端天气风险；产业政策变化风险；宏观经济波动风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	137,947	134,418	132,989	161,767
增长率（%）	24.4%	-2.6%	-1.1%	21.6%
归母净利润（百万元）	17,881	15,510	18,752	32,664
增长率（%）	-519.4%	-13.3%	20.9%	74.2%
摊薄每股收益（元）	3.27	2.84	3.43	5.98
ROE（%）	23.1%	17.8%	19.0%	27.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、核心竞争力：成本控制与组织执行.....	5
1.1、种源优势：自主育种体系.....	5
1.2、饲料优势：优化配方与原料降本.....	6
1.3、管理优势：标准化与精细运营.....	6
2、战略支撑：“人、钱、事”的高效协同.....	7
2.1、人的凝聚：利益共享机制的建立与兑现.....	7
2.1.1、多层次激励计划深度绑定员工与公司利益.....	7
2.1.2、稳定现金分红保障股东利益.....	8
2.2、钱的筹措：融资能力与资本实力.....	9
2.3、事的聚焦：养殖场扩张.....	11
3、增长空间：海外拓展与产业链延伸.....	12
3.1、海外扩张：从越南切入东南亚市场增长潜力.....	12
3.2、屠宰业务：纵向一体化盈利兑现.....	14
4、盈利预测评级.....	16
5、风险提示.....	17

图表目录

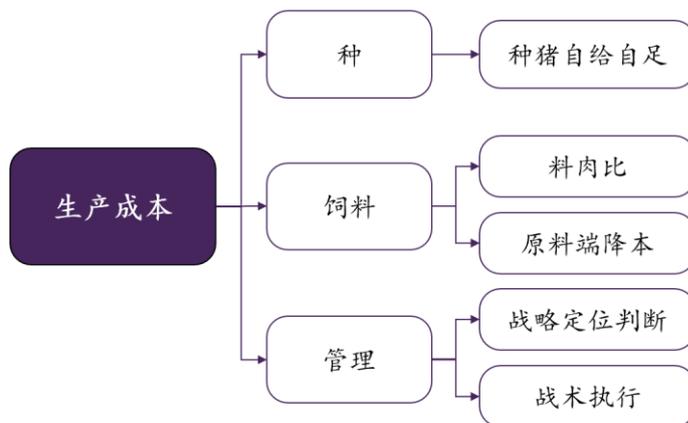
图表 1：牧原股份生产成本影响因素.....	5
图表 2：牧原育种体系示意图.....	5
图表 3：牧原 2021-2025 生猪养殖完全成本（元/kg）.....	6
图表 4：牧原股份饲料料肉比.....	6
图表 5：“人钱事”的协同.....	7
图表 6：牧原股份股权激励信息.....	7
图表 7：牧原股份股权激励成果（生猪销量）.....	7
图表 8：牧原股份员工持股计划规模.....	8
图表 9：牧原股份归母净利润及分红对比.....	8
图表 10：牧原股份股利支付率.....	8
图表 11：牧原股份经营活动现金流（亿元）.....	9
图表 12：牧原股份募资明细（亿元）.....	9
图表 13：牧原股份股权融资（亿元）.....	10
图表 14：牧原股份债券类型分布.....	10
图表 15：牧原股份债权融资额及负债增量.....	10
图表 16：牧原股份资本支出（亿元）.....	11
图表 17：牧原股份生猪养殖场投产情况.....	11
图表 18：牧原股份商品猪销量（万头）.....	12

图表 19: 世界主要猪肉消费国家	13
图表 20: 越南猪肉市场竞争格局	13
图表 21: 我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 (万头)	14
图表 22: 牧原股份屠宰产能利用率	15
图表 23: 牧原股份屠宰量 (万头)	15
图表 24: 盈利预测情景分析	16

1、核心竞争力：成本控制与组织执行

在生猪养殖行业，持续领先的成本控制能力是构建竞争壁垒的核心。公司从种猪、饲料、管理费用多维度严控成本，在行业中保持优势地位。

图表 1：牧原股份生产成本影响因素

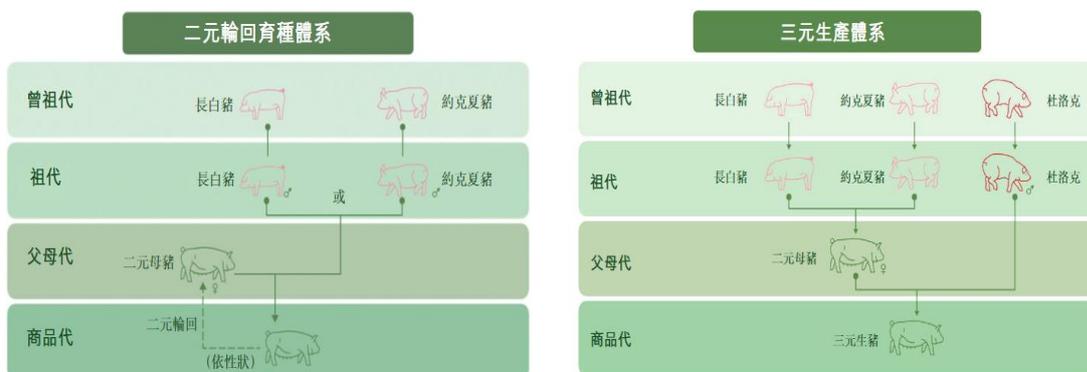


资料来源：华鑫证券研究

1.1、种源优势：自主育种体系

公司通过“轮回二元育种”体系实现种猪自给自足，从源头降低育种与扩繁成本，构筑核心护城河。“轮回二元育种”体系以大白猪（约克夏）与长白猪两大纯种间的交替轮换配种为核心，实现二元商品猪群自我造血，无需额外引入杜洛克猪，从而完成种猪完全自给，直接节省外购种猪成本，并降低疫病输入风险。通过在二元商品猪中持续选留繁殖性能强、瘦肉率高的优良母猪，可确保杂交优势代际延续。二元母猪既可作为能繁母猪，也可作为商品猪使用，在保障肉质、生长与繁殖性能的同时，形成可根据经营与市场需求灵活切换的二元或三元生产体系，进一步压低长期育种与扩繁费用。

图表 2：牧原育种体系示意图



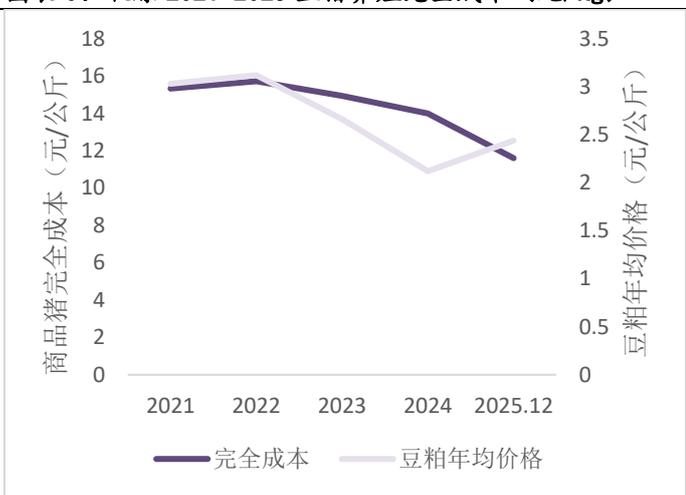
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.2、饲料优势：优化配方与原料降本

公司通过饲料配方优化与原料端协同布局，有效降低养殖核心成本。截至 2025 年 7 月，公司生猪养殖完全成本中，饲料成本占比约为 55%-60%。在饲料生产过程中，公司推行低蛋白日粮与弹性配方，并叠加发酵氨基酸的规模化应用，系统性降低豆粕用量，使其使用水平降至行业平均的一半以下，显著削弱完全成本对单一大宗原料价格的敏感性。截至 2025 年 9 月，公司料肉比约为 2.64，较 4 月份显著下降。在豆粕价格上行阶段，公司完全成本仍能保持下降趋势，体现饲料体系的稳定性与韧性。

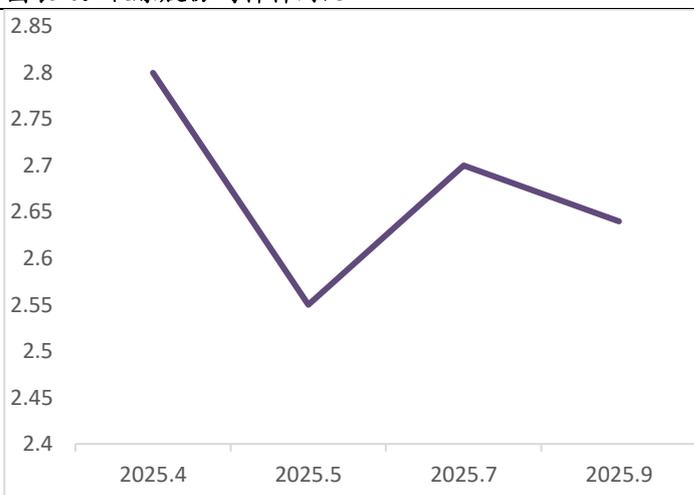
原料采购端，公司与国内外主要粮商建立长期合作关系，围绕粮食主产区推进源头粮源合作，减少中间环节并锁定供应与品质。同时，根据市场变化灵活调整采购节奏与原料置换方案，协同压降采购与配方成本，在养殖成本上构建穿越原料价格周期的经营稳定性。

图表 3：牧原 2021-2025 生猪养殖完全成本（元/kg）



资料来源：iFind，华鑫证券研究

图表 4：牧原股份饲料料肉比



资料来源：iFind，华鑫证券研究

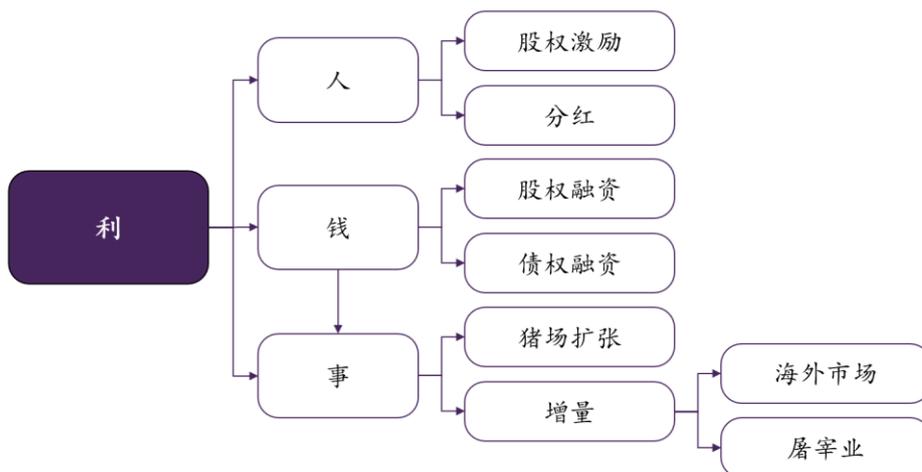
1.3、管理优势：标准化与精细运营

在管理层面，公司通过流程标准化与信息化建设，提升运营效率。依托一体化养殖基础，公司在场区布局上实行“大区域、小单元”模式，生产端严格执行后备独立隔离驯化、分胎次饲养、一对一转栏、全进全出等制度，构建从预防、隔离到流程控制的疫病防控闭环。同时，公司以“711 食品安全与质量保障体系”为核心，打通饲料—养殖—屠宰全流程信息化系统，实现安全与品质的全程数字化管理。信息系统覆盖生产、财务、人力及食品安全追溯等关键环节，形成规模化、集成化、以最小颗粒度为特征的精细化管理模式。

公司构建以价值创造为核心、覆盖薪酬、绩效与长期激励的多层次激励体系，将员工收益与经营结果深度绑定，有效支撑战略目标落地。公司根据各养殖场区不同的运营阶段与饲养阶段，设施饲料、养殖、屠宰专门事业部，以实现公司高效运营，降低管理成本。此外，公司制定科学的一线利润结算方案，激发员工内驱力，推动高目标达成。

2、战略支撑：“人、钱、事”的高效协同

图表 5：“人钱事”的协同



资料来源：华鑫证券研究

2.1、人的凝聚：利益共享机制的建立与兑现

2.1.1、多层次激励计划深度绑定员工与公司利益

公司通过深度绑定内外部关键人群，将个体利益与公司长期战略目标对齐，为持续投入和逆势扩张凝聚了稳定内核。

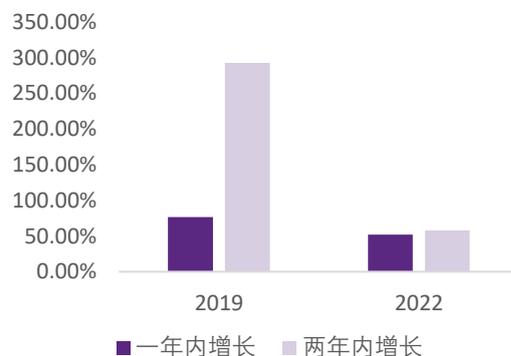
股权激励直接绑定“量”，从源头激励管理效能。公司自上市至今分别于 2019 年、2022 年实施两次股权激励，考核目标直接绑定生猪销量，通过销量这一核心指标，将激励对象的精力高度聚焦于产能扩张与效率提升。同时，该考核指标在一定程度上弱化猪价的影响，使得即使猪价低迷，对于核心管理人员的激励仍有效。

图表 6：牧原股份股权激励信息

	2019	2022
激励总数	5338.81 万股	7460.65 万股
初始价格	48.03 元/股	30.52 元/股
激励对象	915 人	5577 人
考核目标	一年内生猪销量增长 70% 两年内增长 150% (以 2019 年为基数)	一年内生猪销量增长 25% 两年内增长 40% (以 2021 年为基数)
业绩是否达标	是	是
是否行权	是	是

资料来源：iFind，华鑫证券研究

图表 7：牧原股份股权激励成果（生猪销量）

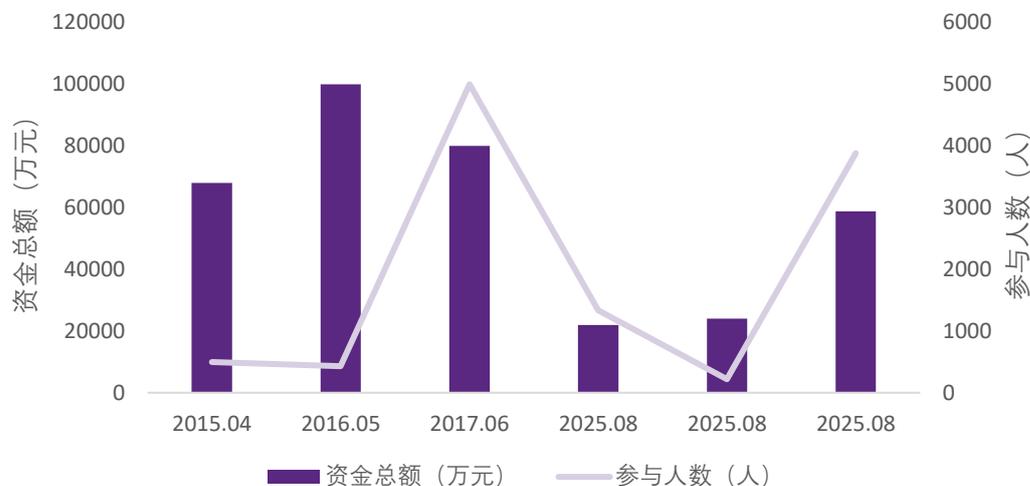


资料来源：iFind，华鑫证券研究

员工持股范围广，锚定企业总体发展。牧原的股权激励涉及到的多是更核心的管理人群，而多期员工持股计划明确不包含董事、监事及高级管理人员，覆盖范围广且参与人数众多。这种“去中心化”的激励分配，旨在激励那些在生产一线直接决定料肉比、成活率、

日增重等关键经营指标的关键人群，使得管理从外生被动执行转向内生主动优化。员工需以自有资金参与，公司不提供兜底。自有资金的投入，驱动核心骨干从“员工”思维转变为“合伙人”思维，主动关注由于疫病防控、饲料配方优化带来的细微成本节约。

图表 8：牧原股份员工持股计划规模

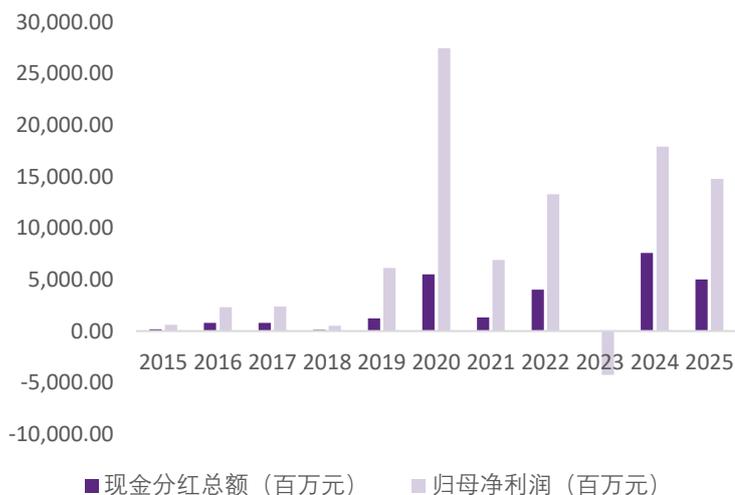


资料来源：iFinD，华鑫证券研究

2.1.2、稳定现金分红保障股东利益

深度股权结构，绑定群体利益稳定分红。现金分红作为最直接、最高效且不稀释控制权的回报方式，使大小股东的利益诉求统一，从根本上保障了中小股东享有现金分红的权利。在此利益结构下，实控人曾在行业低谷期（如 2022 年）通过定增为公司注入流动性。而当行业回暖，高比例现金分红则帮助实控人回收现金流，形成“低谷注资、回暖回报”的良性循环。这一循环不仅强化了公司经营的稳健性，也持续巩固了分红政策的连贯性与可预期性。

图表 9：牧原股份归母净利润及分红对比



资料来源：iFinD，华鑫证券研究

图表 10：牧原股份股利支付率

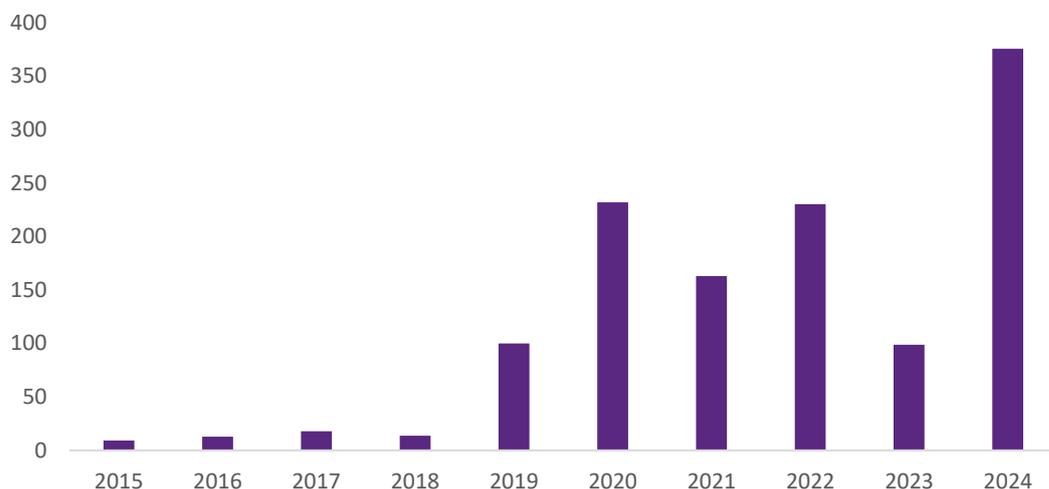


资料来源：iFinD，华鑫证券研究

养殖主业优势稳固现金流，维护分红连续性。即便在 2023 年行业普遍亏损、归母净利润为负时，公司经营性现金流仍保持 98.93 亿元的正值，彰显了其极致的成本控制与内生造

血能力。随着 2024 年行业回暖，其净利润同比大幅增长，经营性现金流更创下 375.43 亿元的历史新高，现金流规模远超利润，盈利质量突出。同时，公司产能建设高峰期已过，资本开支需求下降，并修订分红规划，承诺 2024-2026 年每年现金分红比例不低于 40%。因此，牧原已基本具备稳定的现金流属性，其投资逻辑正从博弈猪价波动，逐步转向由低成本优势驱动盈利与股息收益的可持续回报。

图表 11：牧原股份经营活动现金流（亿元）



资料来源：iFinD，华鑫证券研究

2.2、钱的筹措：融资能力与资本实力

公司根据不同发展阶段的战略需求，灵活运用多元化融资工具，使融资属性与项目周期完美匹配。资本来源与战略阶段紧密呼应，从早期依赖银行贷款，到上市后加大股权和直接融资比重，融资能力的演进支撑了公司从生存、到扩张、再到引领行业的全过程。

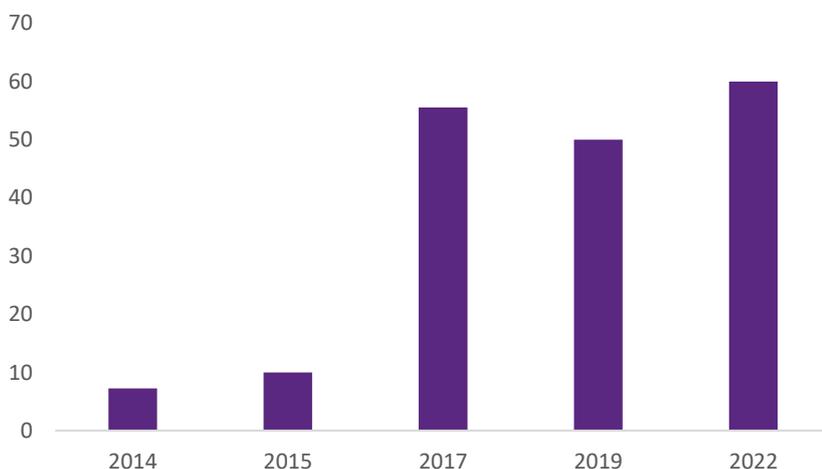
图表 12：牧原股份募资明细（亿元）

年度	股权融资 (亿元)	债权融资 (亿元)
2026	--	5.00 (中期票据)
2025	--	20.00 (中期票据) 3.00 (短期融资券)
2024	--	10.00 (短期融资券)
2023	--	--
2022	60.00 (增发)	--
2021	--	95.50 (可转债) 6.00 (公司债)
2020	--	8.00 (中期票据) 20.00 (短期融资券)
2019	50.00 (增发)	8.00 (短期融资券) 8.00 (公司债)
2018	24.76 (优先股)	35.00 (短期融资券) 10.00 (中期票据) 4.00 (中期票据)
2017	30.77 (增发)	27.00 (短期融资券)
2016	--	10.00 (中期票据)
2015	10.00 (增发)	--
2014	7.22 (IPO)	--

资料来源: iFinD, 华鑫证券研究

在产能扩张的关键阶段, 公司主要依托权益性融资来布局长期资产, 以优化资本结构。如 2017、2019 年, 公司通过定向增发筹集无需还本的权益资金, 大规模投入生猪产能、生物安全设施等长期固定资产建设, 将沉重的资产成本转化为稳定的自有权益, 极大降低了财务杠杆, 有效避免在周期下行期因资金链紧张而被迫折价处置核心资产的被动局面。

图表 13: 牧原股份股权融资 (亿元)

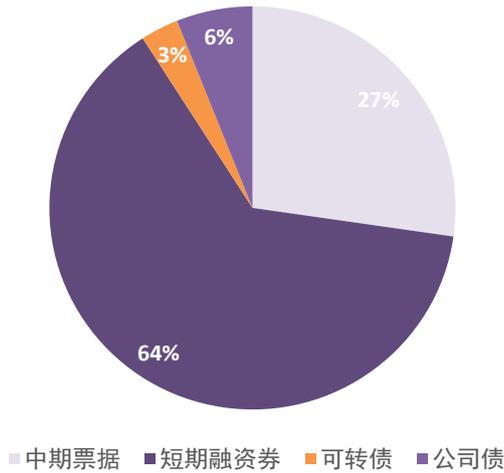


资料来源: iFinD, 华鑫证券研究

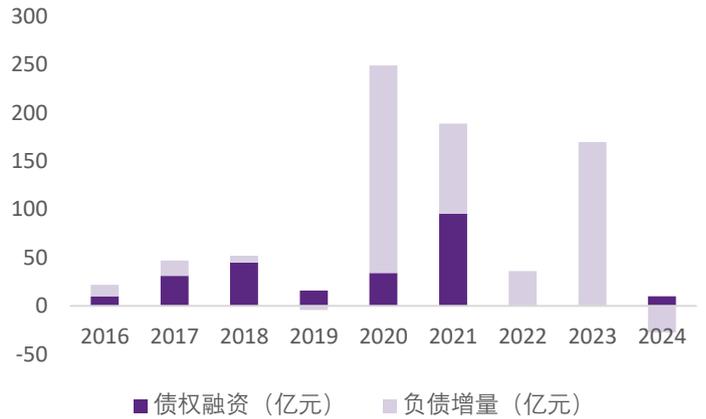
为匹配运营波动与项目需求, 公司通过债权资本进行精细化的现金流期限管理。公司利用可转债的低息与可转股特性、以及各类债务工具, 补充长期项目资金和日常运营现金流。在行业低谷或经营性波动期, 通过发行短期融资券、中期票据及银行授信, 迅速补充流动性, 平滑现金流波动, 确保了种群繁育和饲料采购等核心经营活动的连续性。

图表 14: 牧原股份债券类型分布

图表 15: 牧原股份债权融资额及负债增量



资料来源：iFinD，华鑫证券研究

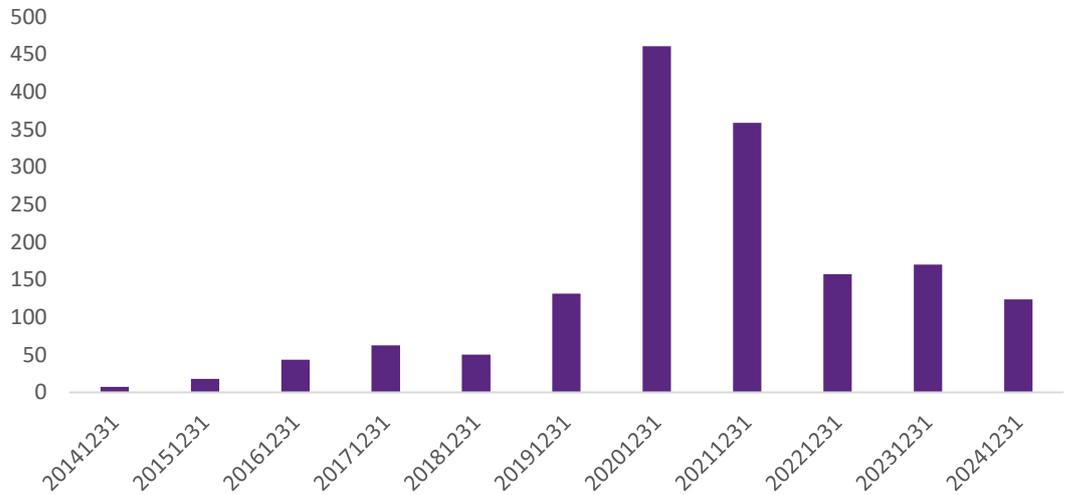


资料来源：iFinD，华鑫证券研究

2.3、事的聚焦：养殖场扩张

绑定的人力与资金精准导入核心战略，驱动公司产能扩张，确立规模龙头。在行业恐慌时及行业下行期（如 2019 非瘟后），公司借助定增资金逆势大幅扩张高标准产能，抓住行业洗牌的历史机遇，在行业回暖后相比于同行企业拥有更强大的增长动能，自 2021 年开始商品猪销量大幅增长，实现市场份额的飞跃，确立行业龙头地位。

图表 16：牧原股份资本支出（亿元）



资料来源：iFinD，华鑫证券研究

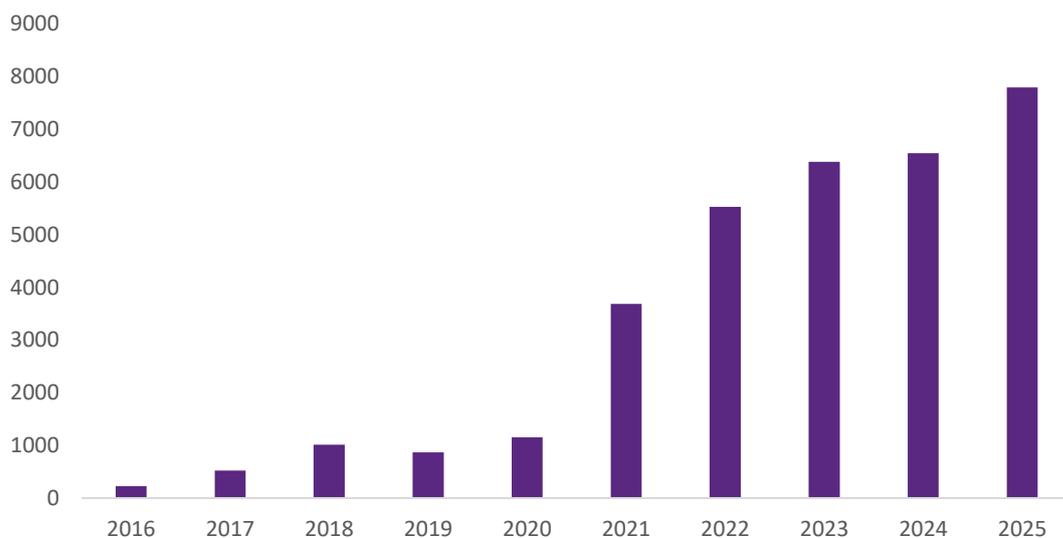
资金被高效转化为实际产能与关键项目，支撑了从产能扩张到产业链延伸的全面布局。2019 年的融资重点投向生猪产能扩张，约 70% 的资金直接用于养殖项目，有力支撑了市场份额的抢占与龙头地位的巩固。2021 年公司通过发行可转债，将资金大规模布局于下游屠宰业务，实现了产业链的纵向延伸。当行业在 2022 年进入低谷时，融资则全部用于补充流动资金，为公司安全穿越周期提供了关键缓冲。这一系列精准的资本投入，最终落地为生猪出栏量从百万头到千万头的跃升，养殖覆盖 24 省，以及约 3000 万头屠宰产能的建成，验证了其战略规划与资金使用的高效性。

图表 17：牧原股份生猪养殖场投产情况

	省份	投产生猪 (万头)		省份	投产生猪 (万头)
	2017			河南 165.5	2021
	山西	20		广西	18
	内蒙古	130		吉林	85
	辽宁	40		河南	1127.25
	黑龙江	20		山西	82
	吉林	20		江苏	84
2019		安徽 130		江西	10
	河北	50		辽宁	236
	湖北	40		山东	8
	江苏	45		内蒙古	12
	山东	80		黑龙江	300
	河南	50			
	黑龙江	80			

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 18：牧原股份商品猪销量（万头）



资料来源：iFinD，华鑫证券研究

3、增长空间：海外拓展与产业链延伸

3.1、海外扩张：从越南切入东南亚市场增长潜力

在国内生猪养殖行业趋于饱和、竞争格局变化放缓的背景下，通过海外市场的横向模式复制与屠宰业务的纵向产业链延伸，公司正在构建能够穿越周期的第二增长曲线。

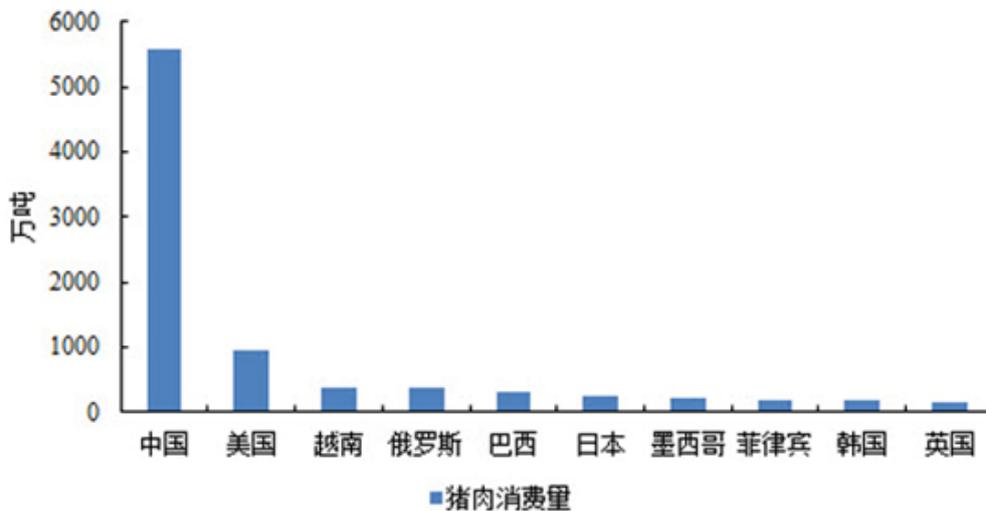
牧原股份选择越南作为海外扩张的关键市场，主要基于该国市场规模、盈利空间及其

养殖结构所创造的独特切入机会。

越南市场规模与价差提供基础盈利空间。 世界猪肉消费主要集中于亚洲，其中中国已占据较大份额。越南生猪年产量约 5300 万头，市场总量超 500 万吨，具备可观的规模基础。同时，2025 年越南大型企业猪肉均价约 17 元/公斤，显著高于牧原国内同期约 13.5 元/公斤的水平，这一价差为公司提供了较高的利润容错率与明确的盈利吸引力。

散养主导的市场结构存在效率提升缺口。 越南生猪养殖业中散户占比仍高达 35%-40%，整体防疫设施及技术成熟度较低。2025 年当地疫情爆发，前七个月病死及扑杀生猪超 10 万头，同比上升 53.3%，暴露出产业脆弱性。而牧原在国内历经非瘟所建立的楼房猪舍及极致生物安全体系，相较于当地市场具备跨时代的竞争力，有望通过高存活率及管理优势实现对散户产能的替代。

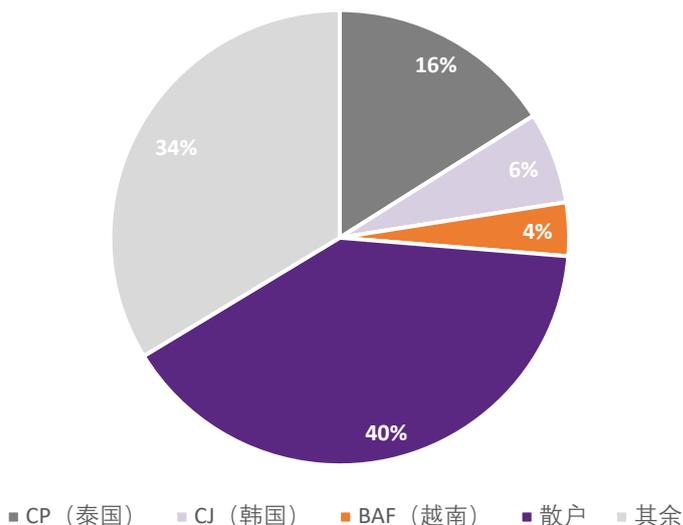
图表 19：世界主要猪肉消费国家



资料来源：OECD-FAO，农业农村部

牧原目前在越南市场采用轻资产管理输出模式，通过与本地企业 BAF Vietnam 战略合作实现核心能力出海。面对越南市场中如正大等已建立产业链的成熟对手，公司未选择重资产投资，转而向 BAF 提供猪场核心设计、智能化设备及生物安全标准，由合作方负责土地与本地化运营。通过参与其 12 万亿越南盾的智能养殖项目，公司规避了地缘政治与重资产风险，并将技术与管理能力转化为利润份额，助力 BAF 冲击 2030 年 1000 万头出栏目标。此外，公司筹划港股上市并明确将 60% 的募集资金用于海外，旨在向国际资本市场证明其养殖模式具备全球可复制性，推动估值体系从周期股向全球化农业科技跨越。

图表 20：越南猪肉市场竞争格局



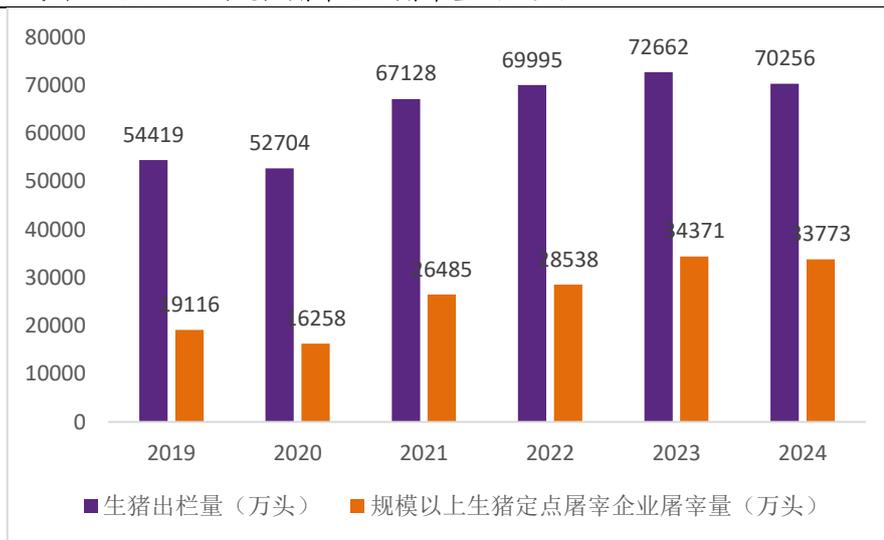
资料来源: vietnamnet, porcineews, 华鑫证券研究

3.2、屠宰业务：纵向一体化盈利兑现

在养殖主业已确立行业龙头地位的基础上，牧原股份顺势将产业布局向下游屠宰环节延伸，构建起“自养自宰”的闭环模式。此举旨在形成从饲料、育种、养殖到屠宰的纵向一体化产业链，以进一步增强整体竞争力和抗风险能力。

牧原股份依托自有猪源，构建了独特的垂直一体化屠宰模式。与传统企业依赖外购不同，其屠宰猪源全部来自内部养殖场，实现了上游供应的完全可控，规避了外部采购的博弈。这使得公司的盈利不再依赖行情投机，而是通过消除中间环节，将全产业链的成本优势直接转化为肉品市场的竞争力。为支撑这一模式，牧原在河南、安徽及东北等主产区配套布局产能，目前总产能已达 2900 万头/年，已跃居行业前列。

图表 21：我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量（万头）

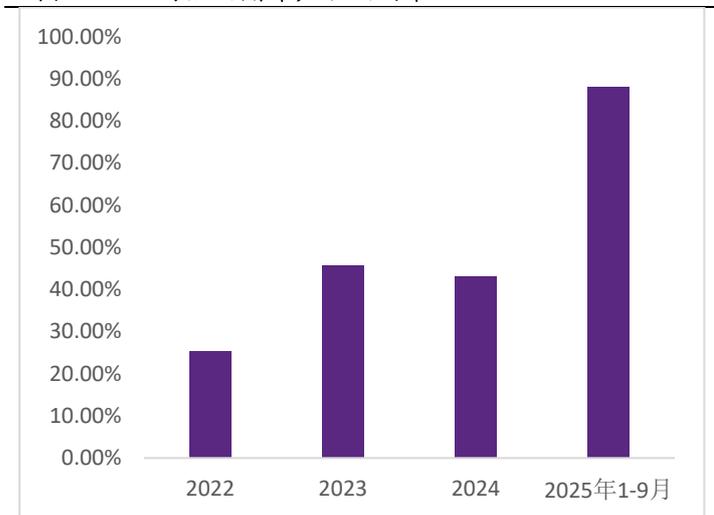


资料来源: 公司年报, 中华人民共和国农业农村部

屠宰业务已成功跨越培育期，进入盈利的新阶段。该业务早期通过快速扩张产能和布局网络，以战略性亏损换取市场份额与运营基础。公司屠宰产能利用率长期徘徊在 40%-50%

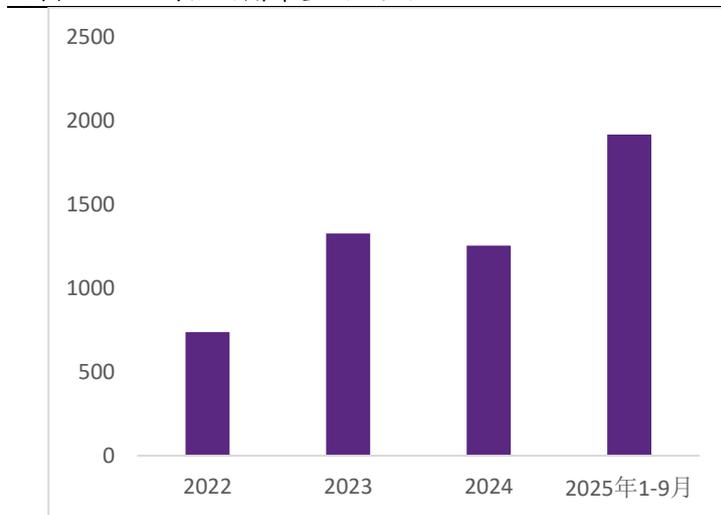
区间，随着内部运营效率持续优化，2025年三季度的产能利用率大幅提升至**88.1%**，经营质量显著改善，并实现了单季度盈利。这标志着其“自养自宰”的一体化模式已通过成本与协同优势，推动该板块形成了可持续的内生盈利能力。

图表 22：牧原股份屠宰产能利用率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 23：牧原股份屠宰量（万头）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

4、盈利预测评级

我们对公司 2026-2027 年的盈利预测进行了情景分析，核心假设围绕生猪及仔猪价格展开。对于生猪价格，我们设定了从 12 元/公斤到 14.0 元/公斤的波动区间，中性情景下的价格设定在 12.5 和 13.5 元/公斤。对于仔猪价格，我们假设其在 230-320 元/头之间波动，以反映商品猪价格预期及行业补栏情绪的潜在变化。同时，我们的模型基于公司养殖成本持续优化（预计降至 10.5 元/公斤）及出栏量稳步增长的核心判断。上述价格区间旨在刻画不同的市场环境，以评估公司盈利的韧性及价格敏感性。

预计公司 2026 年净利润在 125.68~234.88 亿元，2027 年净利润在 273~393 亿元。预测公司 2025-2027 年收入分别为 1344.18、1329.89、1617.67 亿元，EPS 分别为 2.84、3.43、5.98 元，当前股价对应 PE 分别为 16.5、13.6、7.8 倍，给予“买入”评级。

图表 24：牧原股份盈利预测情景分析

	2026 (乐观)	2026 (中性)	2026 (悲观)	2027 (乐观)	2027 (中性)	2027 (悲观)
出栏量 (万头)	8,200	8,200	8,200	8,500	8,500	8,500
猪价 (元/公斤)	13.00	12.50	12.00	14.00	13.50	13.00
成本 (元/公斤)	10.80	10.80	10.80	10.50	10.50	10.50
体重 (公斤)	120	120	120	120	120	120
收入 (亿元)	1,279	1,230	1,181	1,428	1,377	1,326
利润 (亿元)	216.48	167.28	118.08	357.00	306.00	255.00
仔猪量 (万头)	1,200	1,200	1,200	2,000	2,000	2,000
仔猪成本 (元/公斤)	250	250	250	250	250	250
仔猪价格 (元/公斤)	320.00	280.00	230.00	320.00	280.00	230.00
收入 (亿元)	38.40	33.60	27.60	64.00	56.00	46.00
利润 (亿元)	8.40	3.60	-2.40	14.00	6.00	-4.00
生猪量 (万头)	200	200	200	500	500	500
猪价 (元/公斤)	12.00	12.00	12.00	13.50	13.50	13.50
成本 (元/公斤)	11	11	11	12	12	12
体重 (公斤)	120	120	120	120	120	120
收入 (亿元)	29	29	29	81	81	81
利润 (亿元)	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
屠宰利润 (亿元)	5	5	5	10	10	10
营业收入 (亿元)	1,416.40	1,362.40	1,307.20	1,673.00	1,614.00	1,553.00
净利润 (亿元)	234.88	180.88	125.68	393.00	334.00	273.00

资料来源：iFinD，华鑫证券研究

5、风险提示

生猪价格波动风险；生猪养殖行业疫病风险；自然灾害和极端天气风险；产业政策变化风险；宏观经济波动风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	16,952	18,292	22,740	28,060
应收款	475	663	802	886
存货	41,970	41,096	42,848	47,344
其他流动资产	1,922	3,819	3,598	4,029
流动资产合计	61,319	63,871	69,987	80,319
非流动资产:				
金融类资产	3	1,803	1,603	1,603
固定资产	106,751	102,076	108,869	116,982
在建工程	2,018	3,227	3,727	4,927
无形资产	1,187	1,207	1,228	1,238
长期股权投资	904	939	969	992
其他非流动资产	15,470	15,470	15,470	15,470
非流动资产合计	126,330	122,920	130,263	139,609
资产总计	187,649	186,790	200,250	219,928
流动负债:				
短期借款	45,258	41,258	42,293	40,293
应付账款、票据	20,717	14,202	15,087	15,551
其他流动负债	18,903	18,903	18,903	18,903
流动负债合计	85,477	75,099	77,011	75,544
非流动负债:				
长期借款	18,263	18,313	18,313	18,313
其他非流动负债	6,373	6,373	6,373	6,373
非流动负债合计	24,636	24,686	24,686	24,686
负债合计	110,112	99,785	101,697	100,230
所有者权益				
股本	5,463	5,463	5,463	5,463
股东权益	77,536	87,005	98,553	119,698
负债和所有者权益	187,649	186,790	200,250	219,928

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	18925	16326	19739	34383
少数股东权益	1044	816	987	1719
折旧摊销	14297	10734	10268	10948
公允价值变动	0	7	3	3
营运资金变动	3277	-5789	-992	-4480
经营活动现金净流量	37543	22096	30005	42574
投资活动现金净流量	-13246	1631	-7122	-9336
筹资活动现金净流量	-22956	-10154	-6466	-15066
现金流量净额	1,341	13,572	16,417	18,172

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	137,947	134,418	132,989	161,767
营业成本	111,667	110,026	109,870	125,811
营业税金及附加	223	269	266	324
销售费用	1,096	1,075	1,064	1,294
管理费用	3,332	4,033	3,990	4,368
财务费用	2,975	2,823	2,660	3,235
研发费用	1,747	2,016	1,729	1,779
费用合计	9,150	9,947	9,442	10,677
资产减值损失	-13	-3	-5	-5
公允价值变动	0	7	3	3
投资收益	100	96	98	100
营业利润	20,011	17,263	20,494	35,042
加:营业外收入	84	92	100	95
减:营业外支出	1,198	1,045	875	823
利润总额	18,896	16,310	19,719	34,314
所得税费用	-29	-16	-20	-69
净利润	18,925	16,326	19,739	34,383
少数股东损益	1,044	816	987	1,719
归母净利润	17,881	15,510	18,752	32,664

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	24.4%	-2.6%	-1.1%	21.6%
归母净利润增长率	-519.4%	-13.3%	20.9%	74.2%
盈利能力				
毛利率	19.1%	18.1%	17.4%	22.2%
四项费用/营收	6.6%	7.4%	7.1%	6.6%
净利率	13.7%	12.1%	14.8%	21.3%
ROE	23.1%	17.8%	19.0%	27.3%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	53.4%	50.8%	45.6%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	290.6	202.8	165.9	182.5
存货周转率	2.7	2.7	2.6	2.7
每股数据(元/股)				
EPS	3.27	2.84	3.43	5.98
P/E	14.3	16.5	13.6	7.8
P/S	1.9	1.9	1.9	1.6
P/B	3.6	3.1	2.8	2.3

■ 农业轻纺组介绍

娄倩：**农业轻纺首席分析师**，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外、娃娃研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券
司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。