

分析师: 张蔓梓
 登记编码: S0730522110001
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

养殖成本持续优化, Q3 环比扭亏为盈

——牧原股份(002714)2023 年三季度报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

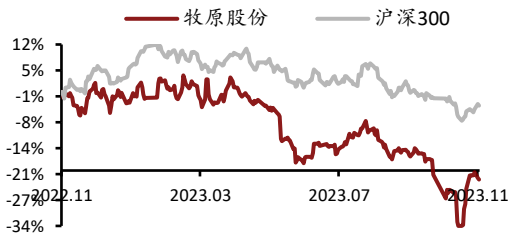
市场数据(2023-11-07)

收盘价(元)	37.31
一年内最高/最低(元)	50.90/31.64
沪深 300 指数	3,619.76
市净率(倍)	3.18
流通市值(亿元)	1,356.63

基础数据(2023-09-30)

每股净资产(元)	11.75
每股经营现金流(元)	1.22
毛利率(%)	1.42
净资产收益率_摊薄(%)	-2.82
资产负债率(%)	60.06
总股本/流通股(万股)	546,534.95/363,609.16
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券, 聚源

相关报告

- 《牧原股份(002714)中报点评: 成本持续优化, 屠宰产能释放》 2023-09-13
- 《牧原股份(002714)公司点评报告: 市占率提升, 成本端持续优化》 2023-04-28
- 《牧原股份(002714)公司点评报告: 盈利水平快速修复, 成本端持续优化》 2023-02-28

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **公司业绩符合预期, Q3 环比扭亏为盈。**根据公司公告, 2023 年前三季度实现总营收 829.69 亿元, 同比+2.72%; 归母净利润亏损 18.42 亿元, 同比下降 33.54 亿元; 扣非后归母净利润亏损 17.16 亿元, 同比下降 30.16 亿元; 经营性现金流量净额为 66.88 亿元, 同比-32.17%。其中, 23Q3 公司营收为 311.00 亿元, 同比-14.81%; 归母净利润 9.37 亿元, 同比-88.57%, 环比扭亏为盈。2023 年 7、8 月份, 猪价迎来阶段性反弹, 带动公司 23Q3 业绩扭亏为盈, 受到 2022 年同期猪价较高的原因, 导致 23Q3 净利润同比大幅下降。
- **生猪出栏同比增长, 能繁母猪持续去化。**2023 年前三季度, 猪价整体表现疲软, 养殖行业亏损严重。根据博亚和讯数据, 23Q3 全国生猪均价 16.02 元/公斤, 同比-28.76%, 环比+11.49%。从产能情况来看, 生猪、能繁母猪存栏处于相对高位, 市场上生猪供应充足。根据农业农村部数据, 2023 年前三季度全国共出栏生猪 5.37 亿头, 同比+3.25%; 其中, 23Q3 出栏生猪 1.62 亿头, 同比+4.74%, 同比增速较 Q2 扩大。截至 2023 年 9 月末, 全国能繁母猪存栏量为 4240 万头, 较 2022 年末下降 3.42%, 但是仍高于农业农村部正常保有量。目前, 能繁母猪产能仍处于去化阶段, 预计反应至 2024 年生猪出栏数据, 2024 年猪价平均水平有望高于 2023 年。
- **公司养殖成本持续优化, 屠宰板块产能释放。**2023Q1-3 公司共出栏生猪 4,700.9 万头, 同比+3.95%; 实现销售收入 807.19 亿元, 同比+5.09%; 养殖板块净利润亏损约 11 亿元。23Q3 公司出栏生猪 1,674.5 万头, 养殖板块盈利 14 亿元左右。2023Q1-3 公司生猪养殖平均成本为 15.0 元/kg; 其中, 9 月生猪养殖完全成本约为 14.7 元/kg, 较 2022 年末下降 0.8 元/公斤。在领先的养殖模式和突出的管理优势作用下, 2024 年公司致力于将成本降至 14 元/公斤以下。2023Q1-3 公司屠宰生猪 913.09 万头, 实现营业收入 152.20 亿元, 净利润亏损 6 亿元左右, 头均屠宰亏损较去年有了明显改善。其中, 23Q3 公司月度屠宰量在 110 万头左右, 产能利用率接近 50%, 未来屠宰板块产能利用率将进一步提升, 有望同养殖业务形成协同效应, 提高公司产品附加值。
- **公司核心人员增持加强市场信心, 共创制激发员工潜力。**根据公司公告, 公司实控人及核心人员拟增持公司股份, 合计增持金额为 15-22 亿元之间, 充分展示了对公司支持的决心以及对公司长期发展的坚定信心, 有利于保障公司持续稳定健康地发展, 同时亦有利于向市场以及中小股东传递积极信号。关于共创制, 首先, 共创制

是公司内部管理机制的创新，不改变原有养殖模式，不改变与员工原有劳动关系，是为了推广优秀员工的养殖经验，进一步挖掘成本下降空间；其次，共创制是承包制的延续，是公司在养殖模式上的微创新。公司以内部管理机制的创新来调动员工积极性，从已结算批次来看，员工所饲养批次的生产成绩及收入均有提升。量化来看，已推行共创制的养殖单元在 1,500 个左右，占公司全部养殖单元的比例约 1%，对公司整体影响甚微。

- **维持公司“增持”评级。**考虑到猪价波动情况，下调公司 2023 年、上调 2024/2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 43.30/175.54/207.86 亿元（前值为 85.77/170.16/179.15 亿元），EPS 分别为 0.79/3.21/3.80 元，对应 PE 为 47.09/11.62/9.81 倍。根据生猪养殖行业可比上市公司平均市盈率，给予公司 2024 年 12X PE，目前公司估值仍处于合理区间。考虑到公司龙头企业的规模优势和屠宰板块的业绩增长空间，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：猪价大幅波动、饲料原料价格上涨、动物疫病、行业产能去化不及预期等。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	78,890	124,826	127,133	151,256	168,242
增长比率（%）	40.18	58.23	1.85	18.98	11.23
净利润（百万元）	6,904	13,266	4,330	17,554	20,786
增长比率（%）	-74.85	92.16	-67.36	305.42	18.41
每股收益(元)	1.26	2.43	0.79	3.21	3.80
市盈率(倍)	29.54	15.37	47.09	11.62	9.81

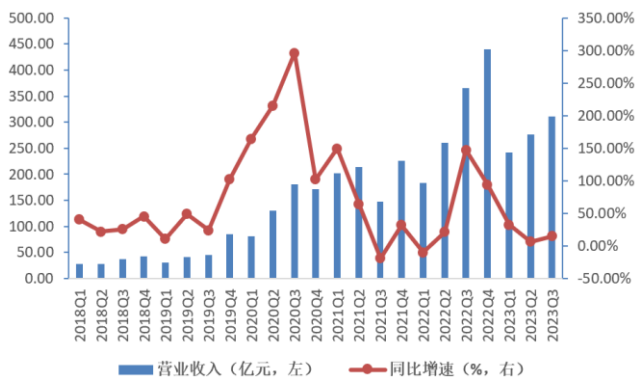
资料来源：中原证券，聚源

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002714.SZ	牧原股份	37.31	2,039.12	0.82	3.98	5.29	45.44	9.38	7.06
300498.SZ	温氏股份	18.39	1,222.16	-0.19	1.36	2.02	/	13.56	9.11
000876.SZ	新希望	10.16	461.85	-0.08	0.80	1.48	/	12.64	6.88
002124.SZ	天邦食品	4.00	73.57	-0.77	0.33	0.35	/	12.16	11.58

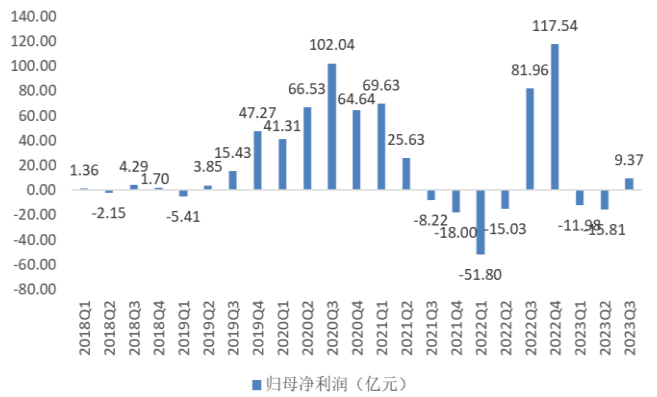
资料来源: Wind 一致预期, 中原证券 (截至 2023 年 11 月 07 日)

图 1: 2018-2023 年公司单季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2018-2023 年公司单季度归母净利润



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	48,753	62,578	67,777	61,900	67,116
现金	12,198	20,794	23,309	16,320	20,339
应收票据及应收账款	136	237	430	553	598
其他应收款	264	493	530	630	689
预付账款	1,090	2,102	2,297	2,356	2,726
存货	34,476	38,252	40,510	41,339	42,062
其他流动资产	590	702	702	702	702
非流动资产	128,513	130,369	158,956	168,992	181,001
长期投资	307	582	776	973	1,195
固定资产	99,551	106,359	127,087	134,591	144,731
无形资产	863	952	1,270	1,437	1,628
其他非流动资产	27,792	22,476	29,824	31,991	33,446
资产总计	177,266	192,948	226,732	230,892	248,117
流动负债	78,232	78,167	111,068	96,023	90,593
短期借款	22,292	29,165	45,165	29,165	20,165
应付票据及应付账款	36,669	28,343	36,682	39,617	41,945
其他流动负债	19,271	20,658	29,221	27,241	28,483
非流动负债	30,430	26,710	27,030	27,030	27,030
长期借款	13,923	10,646	10,646	10,646	10,646
其他非流动负债	16,507	16,064	16,384	16,384	16,384
负债合计	108,662	104,877	138,098	123,053	117,623
少数股东权益	14,252	16,287	16,515	18,165	20,035
股本	5,262	5,472	5,465	5,465	5,465
资本公积	9,123	17,631	17,630	17,630	17,630
留存收益	37,965	49,744	50,063	67,617	88,403
归属母公司股东权益	54,352	71,783	72,119	89,673	110,459
负债和股东权益	177,266	192,948	226,732	230,892	248,117

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	16,295	23,011	35,813	39,907	46,467
净利润	7,639	14,933	4,558	19,205	22,655
折旧摊销	8,896	12,132	12,999	18,604	19,831
财务费用	2,290	3,131	2,284	2,284	1,659
投资损失	13	-47	-47	-30	-53
营运资金变动	-2,658	-7,362	16,030	-157	2,373
其他经营现金流	116	223	-10	1	1
投资活动现金流	-35,968	-15,929	-41,528	-28,611	-31,788
资本支出	-35,838	-15,693	-41,191	-28,379	-31,588
长期投资	-136	-236	-242	-261	-253
其他投资现金流	6	1	-95	30	53
筹资活动现金流	14,171	2,421	8,237	-18,284	-10,659
短期借款	5,759	6,874	16,000	-16,000	-9,000
长期借款	3,585	-3,277	0	0	0
普通股增加	1,503	210	-7	0	0
资本公积增加	-882	8,509	-1	0	0
其他筹资现金流	4,206	-9,895	-7,755	-2,284	-1,659
现金净增加额	-5,502	9,503	2,515	-6,989	4,019

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	78,890	124,826	127,133	151,256	168,242
营业成本	65,680	102,987	114,831	124,017	137,659
营业税金及附加	92	185	151	193	221
营业费用	700	759	853	923	976
管理费用	3,442	4,201	5,652	6,138	6,656
研发费用	808	1,142	1,132	1,427	1,542
财务费用	2,178	2,775	2,284	2,284	1,659
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1,694	2,189	2,274	2,868	3,050
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-13	47	47	30	53
资产处置收益	0	-2	0	-1	-1
营业利润	7,668	14,854	4,552	19,171	22,630
营业外收入	323	377	0	0	0
营业外支出	380	301	0	0	0
利润总额	7,611	14,930	4,552	19,171	22,630
所得税	-28	-3	-6	-33	-25
净利润	7,639	14,933	4,558	19,205	22,655
少数股东损益	735	1,667	228	1,651	1,870
归属母公司净利润	6,904	13,266	4,330	17,554	20,786
EBITDA	18,740	29,848	19,835	40,059	44,121
EPS (元)	1.26	2.43	0.79	3.21	3.80

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	40.18	58.23	1.85	18.98	11.23
营业利润 (%)	-74.80	93.70	-69.36	321.19	18.04
归属母公司净利润 (%)	-74.85	92.16	-67.36	305.42	18.41
获利能力					
毛利率 (%)	16.74	17.50	9.68	18.01	18.18
净利率 (%)	8.75	10.63	3.41	11.61	12.35
ROE (%)	12.70	18.48	6.00	19.58	18.82
ROIC (%)	7.72	11.74	4.13	12.73	13.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.30	54.36	60.91	53.29	47.41
净负债比率 (%)	158.39	119.08	155.81	114.11	90.14
流动比率	0.62	0.80	0.61	0.64	0.74
速动比率	0.16	0.28	0.22	0.18	0.24
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.67	0.61	0.66	0.70
应收账款周转率	1018.31	799.80	784.87	831.60	763.04
应付账款周转率	2.82	3.60	4.02	3.74	3.87
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.26	2.43	0.79	3.21	3.80
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.98	4.21	6.55	7.30	8.50
每股净资产 (最新摊薄)	9.94	13.13	13.20	16.41	20.21
估值比率					
P/E	29.54	15.37	47.09	11.62	9.81
P/B	3.75	2.84	2.83	2.27	1.85
EV/EBITDA	17.50	10.35	12.99	6.21	5.34

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。