

年均完全成本降至 15 元，2024 出栏或低速增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-01-31

收盘价 (元)	35.62
近 12 个月最高/最低 (元)	50.77/31.17
总股本 (百万股)	5465
流通股本 (百万股)	3636
流通股比例 (%)	66.5
总市值 (亿元)	1912
流通市值 (亿元)	1272

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 牧原股份 (002714) 三季报点评：转向高质量发展阶段，Q3 养殖完全成本再降 2023-10-28
- 牧原股份 (002714) 半年报点评：生产成绩持续改善，7 月完全成本降至 14.3 元 2023-8-20
- 牧原股份 (002714) 半年度业绩预告点评：生产成绩持续改善，6 月完全成本降至 14.6 元 2023-7-17
- 牧原股份 (002714) 年报季报点评：生产指标明显改善，Q1 业绩超市场预期 2023-5-1

主要观点：

● 2023 年实现归母净利润-39 亿元~-47 亿元

公司公布业绩预告：2023 年实现归母净利润-39 亿元~-47 亿元。分季度看，Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现归母净利-11.98 亿元、-15.8 亿元、9.4 亿元、-20.58 亿元~-28.58 亿元。2023 年公司业绩亏损，主要是因为全年生猪均价同比下降约 20%，并对部分消耗性生物资产进行减值。

● 2023 年年均完全成本 15 元/公斤，年末能繁存栏同比增长 11.2%

2023 年，公司生猪出栏量 6381.6 万头，同比增长 4.3%，公司生猪业务收入 1082.17 亿元，同比下降 9.6%。分季度看，Q1、Q2、Q3、Q4 公司生猪出栏量分别为 1384.5 万头、1642 万头、1674.5 万头、1680.6 万头，同比分别增长 0.2%、-6%、20.1%、5.2%；生猪业务收入分别为 234.14 亿元、272.84 亿元、300.22 亿元、274.99 亿元，同比分别增长 33.1%、8.7%、-11.7%、17.4%。2023 年公司生猪养殖完全成本均值约 15 元/kg，较 2022 年下降 0.7 元/kg，若剔除原料价格影响，较 2022 年下降 0.9 元/公斤；成本下降主要得益于养殖效率提升，2023 年公司年均存活率 85%，2022 年仅为 81.7%，2023 年平均料比 2.82，较 2022 年 2.99 明显下降。2023 年 12 月受非瘟疫情影响，平均存活率下降至 81%，完全成本回升至 15.3 元/公斤，从结算批次的角度考虑，2024Q1 完全成本或与 12 月基本持平。2023 年末，公司能繁母猪存栏量 312.9 万头，季环比上升 4%，同比增长 11.2%，2024 年生猪出栏量有望实现低速增长。

● 生猪产能中期去化逻辑不变，仔猪价格短期反弹扰动 1 月去化

根据统计局、农业部数据，2023 年 1-6 月，全国能繁母猪存栏量同比分别增长 1.8%、1.8%、2.9%、2.6%、1.6%、0.4%，与此同时，2023 年生猪养殖效率提升，我们粗略估计 1H2024 生产效率较 1H2023 同比提升幅度有望接近 10%，1H2024 全国生猪出栏量同比有望增长 10%，生猪价格大概率低于 2023 年上半年水平。根据猪易通数据，1H2023 生猪均价 14.7 元/公斤，最低价 13.7 元/公斤，1H2024 生猪价格有望至少跌破 13 元/公斤，生猪价格持续低迷，有望加速产能去化。短期看，仔猪价格出现大幅反弹，将拖累 2024 年 1 月能繁母猪去化。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量分别为 6382 万头、6764 万头、7500 万头，同比分别增长 4.3%、6%、10.9%；育肥猪出栏量分别为 6227 万头、6646 万头、7182 万头，同比分别增长 12.6%、6.7%、8.1%；主营业务收入分别为 1082 亿元、1270.7 亿元、1630.7 亿元，归母净利分别为-44.3 亿元、104.1 亿元、395.3 亿元，同比分别增长-133.4%、335.1%、279.6%，归母净利润前值 2023 年 2.81 亿元、2024 年 281.76 亿元、2025 年 235.04 亿元，本次调整幅度较大

的原因是，修正了 23-25 年生猪出栏量和猪价预期。公司作为我国最大的生猪养殖企业，成本在所有上市猪企中最低，我们维持公司“买入”评级不变。

● **风险提示**

疫情失控；猪价大跌。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	124826	108200	127069	163073
收入同比 (%)	58.2%	-13.3%	17.4%	28.3%
归属母公司净利润	13266	-4430	10414	39533
净利润同比 (%)	92.2%	-133.4%	335.1%	279.6%
毛利率 (%)	17.5%	2.1%	13.5%	28.3%
ROE (%)	18.5%	-7.2%	14.5%	35.6%
每股收益 (元)	2.49	-0.81	1.91	7.23
P/E	19.58	—	18.69	4.92
P/B	3.72	3.18	2.72	1.75
EV/EBITDA	10.35	20.39	8.32	2.95

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	62578	87193	103176	144528	
现金	20794	46060	58203	97582	
应收账款	177	94	224	184	
其他应收款	493	164	607	382	
预付账款	2102	2161	2242	2385	
存货	38252	38021	41129	43283	
其他流动资产	762	694	771	711	
非流动资产	130369	124020	116770	111620	
长期投资	582	582	582	582	
固定资产	106359	103479	99699	95020	
无形资产	952	1032	1112	1192	
其他非流动资产	22476	18926	15376	14826	
资产总计	192948	211213	219946	256148	
流动负债	78167	105412	102432	100100	
短期借款	29165	45165	50165	34165	
应付账款	25186	33639	27399	37533	
其他流动负债	23816	26607	24867	28402	
非流动负债	26710	28310	29610	28610	
长期借款	10646	11946	12946	11646	
其他非流动负债	16064	16364	16664	16964	
负债合计	104877	133722	132042	128710	
少数股东权益	16287	16287	16287	16287	
股本	5472	5465	5465	5465	
资本公积	17631	15493	15493	15493	
留存收益	48680	40246	50660	90193	
归属母公司股东权益	71783	61204	71618	111151	
负债和股东权益	192948	211213	219946	256148	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	23011	23241	15700	69035	
净利润	14933	-4430	10414	39533	
折旧摊销	12132	13700	14600	15500	
财务费用	3131	2076	2506	2306	
投资损失	-47	0	0	0	
营运资金变动	-7362	11695	-11819	11696	
其他经营现金流	22518	-15926	22233	27837	
投资活动现金流	-15929	-7350	-7350	-10350	
资本支出	-15693	-7350	-7350	-10350	
长期投资	-236	0	0	0	
其他投资现金流	1	0	0	0	
筹资活动现金流	2421	9375	3794	-19306	
短期借款	6874	16000	5000	-16000	
长期借款	-3277	1300	1000	-1300	
普通股增加	210	-7	0	0	
资本公积增加	8509	-2139	0	0	
其他筹资现金流	-9895	-5779	-2206	-2006	
现金净增加额	9503	25266	12144	39379	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	124826	108200	127069	163073	
营业成本	102987	105886	109870	116878	
营业税金及附加	185	161	189	242	
销售费用	759	811	762	978	
管理费用	4201	3991	4191	4400	
财务费用	2775	1764	1815	1433	
资产减值损失	0	-200	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	47	0	0	0	
营业利润	14854	-4430	10414	39533	
营业外收入	377	300	300	300	
营业外支出	301	300	300	300	
利润总额	14930	-4430	10414	39533	
所得税	-3	0	0	0	
净利润	14933	-4430	10414	39533	
少数股东损益	1667	0	0	0	
归属母公司净利润	13266	-4430	10414	39533	
EBITDA	29848	11233	26829	56466	
EPS(元)	2.49	-0.81	1.91	7.23	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	58.2%	-13.3%	17.4%	28.3%
营业利润	93.7%	-129.8%	335.1%	279.6%
归属于母公司净利润	92.2%	-133.4%	335.1%	279.6%
获利能力				
毛利率(%)	17.5%	2.1%	13.5%	28.3%
净利率(%)	10.6%	-4.1%	8.2%	24.2%
ROE(%)	18.5%	-7.2%	14.5%	35.6%
ROIC(%)	11.7%	-1.6%	7.0%	20.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.4%	63.3%	60.0%	50.2%
净负债比率(%)	119.1%	172.6%	150.2%	101.0%
流动比率	0.80	0.83	1.01	1.44
速动比率	0.28	0.44	0.58	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.54	0.59	0.69
应收账款周转率	799.80	799.80	799.80	799.80
应付账款周转率	3.60	3.60	3.60	3.60
每股指标(元)				
每股收益	2.49	-0.81	1.91	7.23
每股经营现金流	4.21	4.25	2.87	12.63
每股净资产	13.12	11.20	13.10	20.34
估值比率				
P/E	19.58	—	18.69	4.92
P/B	3.72	3.18	2.72	1.75
EV/EBITDA	10.35	20.39	8.32	2.95

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023年WIND金牌分析师农林牧渔行业第五名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。