

牧原股份 (002714.SZ)

买入

3月销售月报点评：出栏维持同比增长，养殖产能储备充裕

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 农林牧渔 · 养殖业

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
联系人：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：2024年3月份，公司销售生猪547.1万头（其中商品猪493.7万头，仔猪47.5万头，种猪5.9万头），其中向全资子公司牧原肉食品有限公司及其子公司合计销售生猪85.5万头。2024年1-3月，公司共销售生猪1,601.1万头，其中商品猪1,530.7万头，仔猪59.7万头，种猪10.7万头。截至2024年3月底，公司能繁母猪存栏为314.2万头。

国信农业观点：1) 牧原股份2024年3月生猪出栏同比增长9.4%，2024年1-3月生猪合计出栏同比增长15.6%，出栏保持稳定增长。2) 牧原股份是管理水平优秀的生猪标杆企业，成本长期保持行业第一。从价值的角度看，通过持续的超额盈利，未来公司有望继续做大做强。3) 公司产能储备充裕，当前生猪养殖产能规模为8,000万头/年，预计2024年生猪出栏有望继续保持稳步增长。另外，基于自繁自养模式以及长期积累的二元回交育种体系，公司有望在周期上行期实现种猪产能迅速上量，或受益猪价反转带来的量价齐升红利。4) 风险提示：行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。5) 投资建议：公司是深耕生猪养殖的龙头标杆，管理体系持续精进，通过持续的超额盈利，市占率有望持续提升，继续重点推荐。我们维持盈利预测，预计23-25年归母净利-42.67/152.60及251.82亿元，EPS分别为-0.78/2.79/4.60元，对应当前股价PE分别为-55/15/9X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 牧原股份月度生猪出栏维持同比增长，养殖产能储备充裕。

2024年3月，公司销售生猪547.1万头（其中商品猪493.7万头，仔猪47.5万头，种猪5.9万头），同比增长9.4%。2024年1-3月，公司共销售生猪1,601.1万头（其中商品猪1,530.7万头，仔猪59.7万头，种猪10.7万头），同比增长15.6%。公司母猪产能储备充裕，截至2024年3月底，公司能繁母猪存栏为314.2万头，较2023年末增加0.4%，公司当前生猪养殖产能规模为8,000万头/年，预计2024年生猪出栏有望继续保持稳步增长。

◆ 养殖成本领先行业，单位超额收益明显。

根据公司公告披露，预计2023全年平均生猪养殖完全成本在15.0元/kg左右，较2022年全年的15.7元/kg明显下降，相较行业的单头养殖超额盈利近350元。此外，受到冬季疫病及春节假期影响，公司2024年1-2月成本有一定上升，生猪养殖平均完全成本为15.8元/kg。一方面，牧原的养殖成本是按照出栏批次进行核算，疫病影响会在成本上持续一段时间体现；另外，春节节假日期间有效销售天数少、销售数量低，也带来单位期间费用分摊增加。考虑到去年12月为冬季疫病高发期，1月份疫病对猪群的影响已趋于平稳，2月进一步好转，生产成本较1月份已有所下降，预计疫情对成本的阶段性影响在后续将进一步得到缓解。

◆ 管理体系持续精进，行业高质量发展引领者。

牧原的管理能力处于行业领先，从价值的角度看，通过持续的超额盈利，未来公司有望继续做大做强。公

司优秀的管理水平具体分软、硬实力两方面表现，软实力上，公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效；硬实力上，牧原从 2018 年开始布局智能化养猪，持续挖潜成本下降空间，引领养猪智能化技术升级，同时公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕，为未来产能持续扩张奠定扎实基础。此外，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，2023 年合计屠宰生猪 1326 万头，同比增长 80%，产能利用率由 2022 年的 25% 提升至 46%。截至 2023 年年底，公司投产 10 家屠宰厂，设计屠宰产能 2900 万头/年，养殖屠宰双发展战略有望打开增长新空间。

◆ 投资建议：继续重点推荐

公司是深耕生猪养殖的龙头标杆，管理体系持续精进，通过持续的超额盈利，市占率有望持续提升，继续重点推荐。我们维持盈利预测，预计 23-25 年归母净利润-42.67/152.60 及 251.82 亿元，EPS 分别为 -0.78/2.79/4.60 元，对应当前股价 PE 分别为-55/15/9 X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。

相关研究报告：

《牧原股份（002714.SZ）-深耕生猪养殖的龙头标杆，低成本助力穿越周期》——2024-04-08

《牧原股份（002714.SZ）-2023 季报点评：养殖成本稳步下降，经营性现金流保持正向流入》——2023-11-01

《牧原股份（002714.SZ）-2023 半年报点评：养殖成本稳步下降，屠宰板块发展向好》——2023-08-18

《牧原股份（002714.SZ）-2023 半年报业绩预告点评：Q2 生猪成本明显下降，养殖成绩进步显著》——2023-07-17

《牧原股份（002714.SZ）-2022 年年报及 2023 一季报点评：养殖成本稳步下降至 15.5 元/公斤以下，2023 年出栏有望稳步增长》——2023-04-30

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12198	20794	16241	24633	32110	营业收入	78890	124826	115157	139907	150469
应收款项	400	729	631	764	842	营业成本	65680	102987	111266	113336	113305
存货净额	34476	38252	40955	41363	41229	营业税金及附加	92	185	165	183	166
其他流动资产	1678	2801	2584	3209	3226	销售费用	700	759	990	1139	1136
流动资产合计	48753	62578	60413	69973	77410	管理费用	3442	4201	4062	4745	4823
固定资产	110654	113800	117548	118374	117315	研发费用	808	1142	1267	1474	1520
无形资产及其他	863	952	915	878	841	财务费用	2178	2775	2160	1878	1277
投资性房地产	16689	15035	15035	15035	15035	投资收益	(13)	47	(15)	12	55
长期股权投资	307	582	742	892	1049	资产减值及公允价值变动	0	0	(6)	0	0
资产总计	177266	192948	194654	205151	211650	其他收入	883	888	(1267)	(1474)	(1520)
短期借款及交易性金融负债	30041	38857	37007	29057	22497	营业利润	7668	14854	(4774)	17165	28298
应付款项	36669	28343	30854	36663	32706	营业外净收支	(58)	76	(29)	11	40
其他流动负债	11522	10967	13669	15318	13672	利润总额	7611	14930	(4803)	17176	28338
流动负债合计	78232	78167	81530	81038	68876	所得税费用	(28)	(3)	1	(2)	(9)
长期借款及应付债券	22549	19568	21070	19050	18200	少数股东损益	735	1667	(536)	1918	3164
其他长期负债	7881	7142	7604	8589	8825	归属于母公司净利润	6904	13266	(4267)	15260	25182
长期负债合计	30430	26710	28673	27639	27025	现金流量表（百万元）					
负债合计	108662	104877	110204	108677	95901	净利润	6904	13266	(4267)	15260	25182
少数股东权益	14252	16287	15885	17227	19379	资产减值准备	(4)	0	0	0	0
股东权益	54352	71783	68565	79247	96370	折旧摊销	8111	11215	11338	12428	13266
负债和股东权益总计	177266	192948	194654	205151	211650	公允价值变动损失	0	0	6	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	2178	2775	2160	1878	1277
每股收益	1.31	2.42	(0.78)	2.79	4.60	营运资本变动	11335	(13194)	3287	7276	(5327)
每股红利	1.70	0.77	0.00	0.84	1.47	其它	(215)	1141	(402)	1343	2152
每股净资产	10.33	13.12	12.53	14.48	17.61	经营活动现金流	26130	12428	9961	36307	35272
ROIC	5.53%	9.60%	-3%	13%	20%	资本开支	(45375)	(14336)	(15055)	(13216)	(12170)
ROE	12.70%	18.48%	-6%	19%	26%	其它投资现金流	(1)	(2)	0	0	0
毛利率	17%	17%	3%	19%	25%	投资活动现金流	(45499)	(14613)	(15215)	(13366)	(12328)
EBIT Margin	10%	12%	-2%	14%	20%	权益性融资	2	9724	1049	0	0
EBITDA Margin	21%	21%	8%	22%	28%	负债净变化	3585	(3277)	1502	(2020)	(850)
收入增长	40%	58%	-8%	21%	8%	支付股利、利息	(8967)	(4191)	0	(4578)	(8058)
净利润增长率	-75%	92%	--	458%	65%	其它融资现金流	27734	15993	(1850)	(7950)	(6560)
资产负债率	69%	63%	65%	61%	54%	融资活动现金流	16973	10781	701	(14548)	(15468)
股息率	3.8%	1.8%	0.0%	2.0%	3.4%	现金净变动	(2396)	8596	(4553)	8393	7476
P/E	32.6	17.7	(54.9)	15.4	9.3	货币资金的期初余额	14594	12198	20794	16241	24633
P/B	4.1	3.3	3.4	3.0	2.4	货币资金的期末余额	12198	20794	16241	24633	32110
EV/EBITDA	20.5	12.7	39.4	10.9	7.7	企业自由现金流	(17731)	(760)	(3023)	25521	25297
						权益自由现金流	13588	11956	(5532)	13673	16610

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032