

牧原股份 (002714.SZ)

2023 年报及 2024 一季报点评：成本管理持续加强，养殖产能储备充裕

买入

核心观点

冬季疫情及春节销售天数减少带来 2024Q1 成本阶段性上升，头均超额收益优势保持。公司 2023 年营收 1108.61 亿元，同比+17.17%，归母净利-42.63 亿元，同比-132.14%，主要系 2023 年整体猪价同比下降，养殖盈利承压，公司 2023 年平均商品猪完全成本约 15 元/kg，较 2022 年 15.7 元/kg 明显下降。公司 2024Q1 营收 262.72 亿元，同比+8.57%，归母净利-23.79 亿元，同比-98.56%，由于冬季疫病扰动及春节销售天数减少，公司 2024 年 1-2 月生猪完全成本阶段性升至 15.8 元/kg，3 月成本已降至 15.1 元/kg。我们测算 2024Q1 公司单头养殖亏损接近 160 元，较行业的超额收益明显。未来随猪群健康提升，各项生产指标有望逐步改善，成本有望进一步下降，公司预计 2024 全年平均成本目标为 14.5 元/kg。

养殖产能储备充裕，生猪出栏有望继续增长。当前公司生猪养殖产能在 8,000 万头/年左右，截至 2024 年 3 月末，能繁母猪存栏为 314.2 万头。公司预计 2024 年全年生猪出栏区间为 6600-7200 万头，有望较 2023 年增长 3.4%-12.8%。截至 2024 年 3 月末，公司生产性生物资产达 106.37 亿元，较 2023 年末增加 14.19%。公司加强现金流的管理，2023 年经营活动产生的现金流量净额为 98.93 亿元，2024Q1 为 50.67 亿元。此外，公司 2024Q1 末资产负债率达 63.59%，较 2023 年末增长 1.48pct，处于行业中等偏低水平；货币资金达 230.24 亿元，较 2023Q4 末增长 18.50%，资金储备整体依然充裕。

软件硬件优势兼具，龙头地位稳固。牧原的管理能力处于行业领先，具体来看分软硬两方面表现：软件方面，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；硬件方面，公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕，为产能高速扩张奠定扎实基础。另外，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，产能亦在稳步上量，2023 年实现生猪屠宰 1326 万头，同比增长 80%，屠宰板块头均亏损预计同比明显收缩，未来随产能利用率提升有望逐步盈利。目前公司已投产 10 家屠宰厂，投产产能合计 2900 万头/年。2024 年公司屠宰肉食板块会持续开拓市场和渠道，加强对销售人员的培养和队伍的建设，进一步提升产能利用率，养殖屠宰双发展战略有望进一步打开增长新空间。

风险提示：生猪及原料价格波动风险、不可控动物疫病大规模爆发的风险。

投资建议：公司是成本管理优秀的生猪养殖龙头，维持“买入”。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利分别为 152.6/251.8/228.7 亿元，每股收益分别为 2.79/4.61/4.18 元，对应 PE 分别为 16/10/11。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	124,826	110,861	133,356	147,667	150,500
(+/-%)	58.2%	-11.2%	20.3%	10.7%	1.9%
归母净利润(百万元)	13266	-4263	15260	25182	22872
(+/-%)	92.2%	-132.1%	457.9%	65.0%	-9.2%
每股收益(元)	2.42	-0.78	2.79	4.61	4.18
EBIT Margin	12.5%	-2.9%	13.1%	18.4%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	-6.8%	20.5%	27.4%	21.3%
市盈率 (PE)	18.3	-57.0	15.9	9.6	10.6
EV/EBITDA	13.0	38.7	12.5	9.1	9.7
市净率 (PB)	3.39	3.87	3.27	2.64	2.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	44.44 元
总市值/流通市值	242880/162677 百万元
52 周最高价/最低价	47.73/31.17 元
近 3 个月日均成交额	975.95 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《牧原股份(002714.SZ)-3月销售月报点评：出栏维持同比增长，养殖产能储备充裕》——2024-04-16
- 《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 三季报点评：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

冬季疫情扰动及春节放假带来成本阶段性上升，头均超额收益优势继续保持。公司 2023 年营收 1108.61 亿元，同比+17.17%，归母净利-42.63 亿元，同比减少 132.14%，主要系 2023 年整体猪价同比下降，公司养殖盈利承压，经测算，公司 2023 年全年平均商品猪完全成本接近 15 元/kg，较 2022 年 15.7 元/kg 明显下降。公司 2024Q1 营收 262.72 亿元，同比+8.57%，归母净利-23.79 亿元，同比减少 98.56%，2024Q1 猪价延续低迷，由于冬季疫病扰动及春节销售天数减少的影响，公司 2024 年 1-2 月生猪养殖完全成本阶段性上升至 15.8 元/kg，3 月成本已降至 15.1 元/kg。我们测算公司 2024Q1 公司单头养殖利润亏损接近 160 元，较行业的超额收益明显。未来随着猪群健康水平的提升，各项生产指标有望逐步改善，养殖成本有望进一步下降。

图1：牧原股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



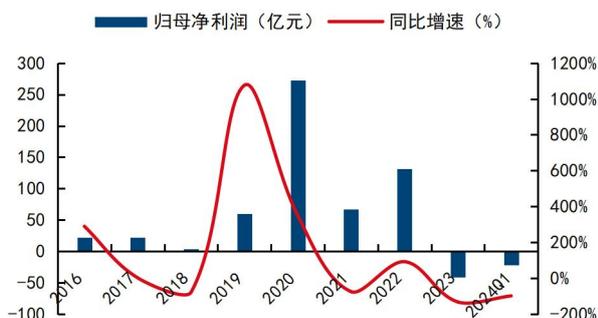
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：牧原股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



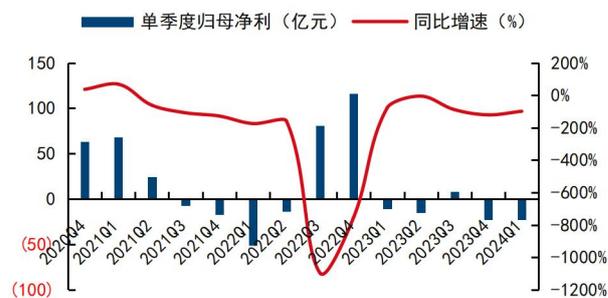
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：牧原股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

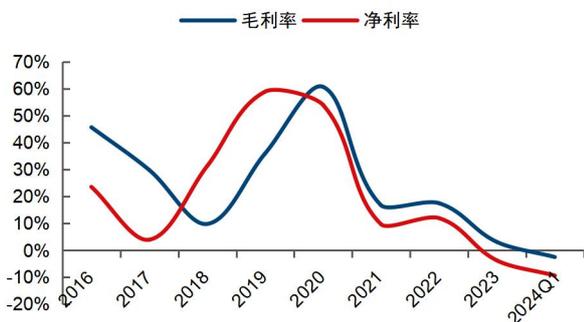
图4：牧原股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

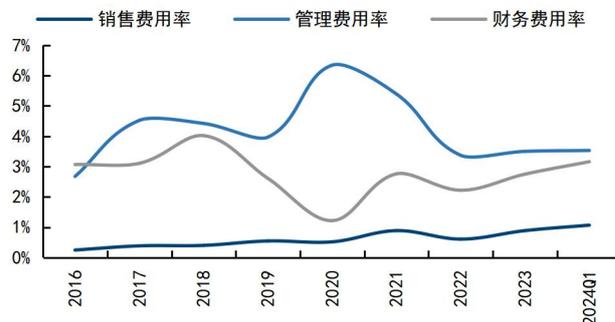
利润率随猪价波动，费用率明显优化。公司 2024Q1 销售毛利率为-2.50%，相较上年同期减少 4.38pcts；销售净利率-9.36%，相较上年同期减少 4.40pcts，利润率减少主要由系 2024Q1 猪价整体同比下降。公司 2024Q1 销售费用率 1.07%（同比+0.22pct）；管理费用率 3.53%（同比-0.69pct）；财务费用率 3.16%（同比+0.23pct），费用率整体同比略有提升。

图5: 牧原股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 牧原股份费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

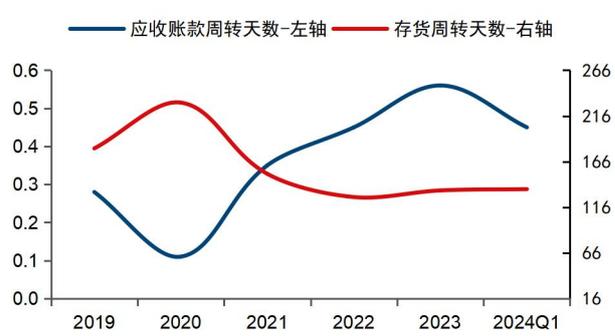
经营性现金流和存货周转效率改善明显。2024Q1 公司经营性现金流净额为 40.67 亿元, 公司现金养殖成本低于猪价, 周期底部现金流依然为正; 经营性现金流净额占营业收入比例为 19.29%; 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 102.22%。在主要流动资产周转方面, 2024Q1 公司应收周转天数为 0.45 天 (同比-19.64%), 存货周转天数为 135.79 天 (同比-10.56%), 周转效率同比提升。

图7: 牧原股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 牧原股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 牧原股份是生猪行业龙头标的, 公司有望凭借其养殖模式以及优秀的管理, 保持或者再次拉大与行业的竞争优势, 维持“买入”。我们维持盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 152.6/251.8/228.7 亿元, 每股收益分别为 2.79/4.61/4.18 元, 对应 PE 分别为 16/10/11。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20794	19429	31104	45416	63789	营业收入	124826	110861	133356	147667	150500
应收款项	729	472	621	726	694	营业成本	102987	107415	107860	111680	117346
存货净额	38252	41931	41899	42713	45534	营业税金及附加	185	190	191	251	241
其他流动资产	2801	1730	2081	2378	2198	销售费用	759	983	1174	1285	1294
流动资产合计	62578	63583	75727	91255	112236	管理费用	4201	3876	4647	5126	5193
固定资产	113800	114459	115328	112440	104962	研发费用	1142	1658	1987	2215	2273
无形资产及其他	952	1155	1110	1065	1020	财务费用	2775	3054	2735	2404	1819
投资性房地产	15035	15489	15489	15489	15489	投资收益	47	(6)	5	(12)	11
长期股权投资	582	719	854	994	1141	资产减值及公允价值变动	0	(202)	183	0	0
资产总计	192948	195405	208508	221243	234847	其他收入	888	1134	(1987)	(2215)	(2273)
短期借款及交易性金融负债	38857	55580	54730	53780	47220	营业利润	14854	(3732)	14951	24695	22345
应付款项	28343	25977	26366	22915	27114	营业外净收支	76	(438)	(37)	(64)	20
其他流动负债	10967	13102	13279	13550	14412	利润总额	14930	(4170)	14914	24631	22365
流动负债合计	78167	94659	94375	90246	88747	所得税费用	(3)	(2)	(4)	12	4
长期借款及应付债券	19568	19070	20572	20352	20302	少数股东损益	1667	95	(341)	(564)	(512)
其他长期负债	7142	7639	8335	8186	8134	归属于母公司净利润	13266	(4263)	15260	25182	22872
长期负债合计	26710	26709	28907	28538	28436	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	104877	121368	123282	118784	117183	净利润	13266	(4263)	15260	25182	22872
少数股东权益	16287	11209	10953	10558	10210	资产减值准备	0	202	3	(6)	(11)
股东权益	71783	62828	74273	91900	107454	折旧摊销	11215	12682	11725	12481	13012
负债和股东权益总计	192948	195405	208508	221243	234847	公允价值变动损失	0	202	(183)	0	0
						财务费用	2775	3054	2735	2404	1819
						营运资本变动	(13194)	(2337)	797	(4550)	2389
						其它	1141	66	(259)	(389)	(336)
						经营活动现金流	12428	6553	27343	32719	37925
						资本开支	(14336)	(13315)	(12370)	(9542)	(5476)
						其它投资现金流	(2)	(18)	0	0	0
						投资活动现金流	(14613)	(13470)	(12505)	(9682)	(5623)
						权益性融资	9724	1069	0	0	0
						负债净变化	(3277)	(783)	1502	(220)	(50)
						支付股利、利息	(4191)	(7747)	(3815)	(7555)	(7319)
						其它融资现金流	15993	21544	(850)	(950)	(6560)
						融资活动现金流	10781	5552	(3163)	(8725)	(13929)
						现金净变动	8596	(1364)	11675	14312	18373
						货币资金的期初余额	12198	20794	19429	31104	45416
						货币资金的期末余额	20794	19429	31104	45416	63789
						企业自由现金流	(760)	(6228)	17656	25486	34073
						权益自由现金流	11956	14533	15572	21913	25644

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