

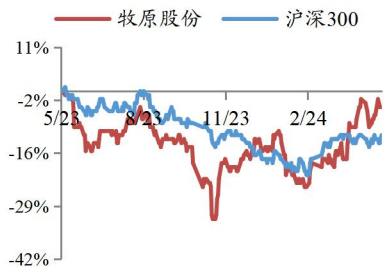
2024 年均成本目标 14.5 元，生猪出栏稳步增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-29

收盘价(元)	43.62
近 12 个月最高/最低(元)	47.73/31.17
总股本(百万股)	5,465
流通股本(百万股)	3,661
流通股比例(%)	66.98
总市值(亿元)	2,384
流通市值(亿元)	1,597

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 牧原股份 (002714) 2023 年业绩预告点评：年均完全成本降至 15 元，2024 出栏或低速增长 2024-01-31
- 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

主要观点：

● 2023 年亏损 42.6 亿元，2024Q1 亏损 23.8 亿元

公司公布 2023 年报和 2024 年一季报：2023 年实现收入 1108.6 亿元，同比下降 11.2%，归母净利润亏损 42.6 亿元；2024Q1 实现收入 262.7 亿元，同比增长 8.6%，归母净利润亏损 23.8 亿元，2023Q1 归母净利润亏损 11.98 亿元。

● 23 年养殖完全成本降至 15 元/公斤，24 年均成本目标 14.5 元/公斤

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%。2023 年公司生猪养殖完全成本均值约 15 元/公斤，较 2022 年下降 0.7 元/公斤，若剔除原料价格影响，较 2022 年下降 0.9 元/公斤。公司养殖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%，较 2022 年提升 3.7 个百分点，2023 年平均料肉比 2.82，较 2022 年下降 0.17。

2024Q1，公司生猪销量 1601.1 万头，同比增长 15.6%，1-2 月、3 月商品猪销售均价分别为 13.84 元/公斤、14.24 元/公斤。受冬季疫病及春节销售影响，2024 年 1-2 月公司生猪养殖完全成本阶段性上升至 15.8 元/公斤，3 月成本已经降至 15.1 元/公斤，3 月成本下降来自于生产成绩改善、饲料价格下降及出栏量增加带来的期间费用摊销减少。2024 年公司全年平均成本目标为 14.5 元/公斤，在降本规划中，饲料价格下降贡献约 0.3 元/公斤，疫病防控等生产管理改善贡献约 0.3 元/公斤。

● 2024 年计划出栏生猪 6600-7200 万头，屠宰肉食提升产能利用率

目前，公司生猪养殖产能约 8,000 万头，3 月末能繁母猪存栏 314.2 万头，公司计划 2024 年生猪出栏量 6600-7200 万头。受疫病影响的场线逐步恢复稳定，4 月底公司能繁母猪存栏量或达到 318-320 万头。2023 年，公司屠宰生猪 1,326 万头，同比增长 80%，屠宰肉食业务产能利用率 46%，较 2022 年提升 21 个百分点，头均亏损降至约 70 元，2024 年，公司屠宰肉食板块将会持续开拓市场和渠道，加强人员培养，进一步提升产能利用率。

● 生猪逻辑转向猪价反转，出栏均重、南方暴雨影响周期高度

2022 年 12 月-2024 年 3 月，官方能繁母猪产能去化约 9%，市场逻辑已从产能去化转向猪价反转。今年以来，生猪价格明显强于市场预期原因是，2023Q4 北方疫情造成生猪提前出栏，春节前大体重猪集中出栏造成节后大体重猪相对短缺，标肥价差、压栏、二次育肥对猪价形成支撑。从当前时点看，生猪均重变化、南方暴雨天气对疫情的影响，将影响本轮猪周期价格高度。

投资建议

我们预计 2024-2026 年公司生猪出栏量分别为 7100 万头、7500 万头、9000 万头，同比分别增长 11.3%、5.6%、6.7%；育肥猪出栏量分别为 6938 万头、7238 万头、7816 万头，同比分别增长 11.4%、4.3%、8.0%；主营业务收入分别为 1348.95 亿元、1541.78 亿元、1565.99 亿元，归

母净利分别为 115.71 亿元、243.35 亿元、187.32 亿元，同比分别增长 371.4%、110.3%、-23%，归母净利润前值 2024 年 104.14 亿元、2025 年 395.33 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 24-25 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有很强的竞争力，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	110861	134895	154178	156599
收入同比 (%)	-11.2%	21.7%	14.3%	1.6%
归属母公司净利润	-4263	11571	24335	18732
净利润同比 (%)	-132.1%	371.4%	110.3%	-23.0%
毛利率 (%)	3.1%	15.1%	22.3%	17.8%
ROE (%)	-6.8%	15.6%	24.6%	15.9%
每股收益 (元)	-0.79	2.12	4.45	3.43
P/E	—	20.60	9.80	12.73
P/B	3.58	3.20	2.41	2.03
EV/EBITDA	22.09	8.69	5.28	5.23

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	63583	106711	144560	163402	营业收入	110861	134895	154178	156599
现金	19429	63323	96337	113247	营业成本	107415	114567	119827	128786
应收账款	168	251	228	259	营业税金及附加	190	231	264	268
其他应收款	176	638	292	652	销售费用	983	1214	1388	1409
预付账款	535	571	597	642	管理费用	3876	3682	3572	3465
存货	41931	40612	45729	47283	财务费用	3054	2687	2371	1628
其他流动资产	1344	1316	1377	1320	资产减值损失	-202	-200	0	0
非流动资产	131822	123858	114994	108231	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	719	719	719	719	投资净收益	-6	0	0	0
固定资产	112150	107657	102263	95969	营业利润	-3732	12857	27039	20813
无形资产	1155	1235	1315	1395	营业外收入	157	300	300	300
其他非流动资产	17797	14247	10697	10147	营业外支出	595	300	300	300
资产总计	195405	230569	259554	271633	利润总额	-4170	12857	27039	20813
流动负债	94659	116867	119813	112079	所得税	-2	0	0	0
短期借款	46929	62929	67929	51929	净利润	-4168	12857	27039	20813
应付账款	23463	27456	25801	31438	少数股东损益	95	1286	2704	2081
其他流动负债	24267	26482	26084	28712	归属母公司净利润	-4263	11571	24335	18732
非流动负债	26709	26809	25809	24809	EBITDA	12874	31058	45624	39555
长期借款	9863	9863	8863	7863	EPS (元)	-0.79	2.12	4.45	3.43
其他非流动负债	16845	16945	16945	16945					
负债合计	121368	143676	145622	136888					
少数股东权益	11209	12494	15198	17279					
股本	5465	5465	5465	5465					
资本公积	17692	17692	17692	17692					
留存收益	39671	51242	75577	94309					
归属母公司股东权益	62828	74399	98734	117466					
负债和股东权益	195405	230569	259554	271633					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9893	38122	39685	47333
净利润	-4168	12857	27039	20813
折旧摊销	13535	15314	16214	17114
财务费用	3370	2979	3321	3073
投资损失	6	0	0	0
营运资金变动	-3443	6773	-6888	6333
其他经营现金流	-133	6283	33927	14480
投资活动现金流	-17219	-7350	-7350	-10350
资本支出	-16958	-7350	-7350	-10350
长期投资	-277	0	0	0
其他投资现金流	16	0	0	0
筹资活动现金流	3199	13121	679	-20073
短期借款	17764	16000	5000	-16000
长期借款	-783	0	-1000	-1000
普通股增加	-7	0	0	0
资本公积增加	60	0	0	0
其他筹资现金流	-13835	-2879	-3321	-3073
现金净增加额	-4134	43894	33014	16910

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-11.2%	21.7%	14.3%	1.6%
营业利润	-125.1%	444.5%	110.3%	-23.0%
归属于母公司净利	-132.1%	371.4%	110.3%	-23.0%
获利能力				
毛利率 (%)	3.1%	15.1%	22.3%	17.8%
净利率 (%)	-3.8%	8.6%	15.8%	12.0%
ROE (%)	-6.8%	15.6%	24.6%	15.9%
ROIC (%)	-0.4%	8.7%	13.8%	10.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.1%	62.3%	56.1%	50.4%
净负债比率 (%)	163.9%	165.3%	127.8%	101.6%
流动比率	0.67	0.91	1.21	1.46
速动比率	0.21	0.55	0.81	1.02
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.63	0.63	0.59
应收账款周转率	643.74	643.74	643.74	643.74
应付账款周转率	4.42	4.50	4.50	4.50
每股指标 (元)				
每股收益	-0.79	2.12	4.45	3.43
每股经营现金流薄)	1.81	6.98	7.26	8.66
每股净资产	11.50	13.61	18.07	21.49
估值比率				
P/E	—	20.60	9.80	12.73
P/B	3.58	3.20	2.41	2.03
EV/EBITDA	22.09	8.69	5.28	5.23

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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15%；
- 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。