

疫情短期扰动，成本优势突出

投资要点

- 业绩总结：**公司发布 2023 年年报与 2024 年一季报。公司 2023 年实现营收 1108.61 亿元，同比-11.19%；归母净利润为-42.63 亿元，同比由盈转亏；扣非后归母净利润为-40.26 亿元，同比由盈转亏。其中 23Q4 公司实现营收 278.92 亿元，同比-36.68%；归母净利润-24.21 亿元，同比由盈转亏。24Q1 公司实现营收 262.72 亿元，同比+8.57%；归母净利润-23.79 亿元，同比亏损增加。
- 点评：**公司由于 2023 年总体养殖景气较低，营收有所下滑，净利润同比转亏。2023 年公司共计销售生猪 6382 万头，同比+4.3%；销售均价 14.5 元/公斤，同比-17.6%。公司 2023 年公司屠宰生猪 1326 万头，同比增长 80%。由于冬季疫病及春节销售的影响，24Q1 业绩短期承压，2024 年 1-2 月生猪养殖完全成本阶段性上升至 15.8 元/kg，3 月成本已经下降至 15.1 元/kg。
- 牢铸产能成本优势，出栏量有望进一步扩张。**公司在生猪健康管理、疫病净化等方面持续取得进展，养殖生产成绩持续改善，生猪养殖成本总体下降，各项主要生产指标较 2022 年均有所改善，公司 2023 年全年平均商品猪完全成本在 15 元/kg 左右，较 2022 年 15.7 元/kg 明显下降。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。结合目前的生产经营规划，公司预计 2024 年全年生猪出栏区间为 6,600-7,200 万头。
- 屠宰产能利用率进一步提升。**公司持续完善业务布局，2023 年公司屠宰生猪 1,326 万头，同比增长 80%，销售鲜、冻品等猪肉产品 140.5 万吨，实现营业收入 218.62 亿元，较上年同期增长 48.54%。2023 年，公司屠宰产能利用率提升至 46%，头均亏损降至 70 元左右。公司积极拓展屠宰销售渠道，配合养殖业务屠宰板块随产能利用率提升有望逐步盈利。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 2.31 元、2.81 元、3.06 元，对应动态 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产能扩张不及预期、产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	110,861	132,769	143,449	154,988
增长率	-11.19%	19.76%	8.04%	8.04%
归属母公司净利润(百万元)	-4,263	12,620	15,376	16,700
增长率	-132.14%	396.01%	21.84%	8.61%
每股收益 EPS(元)	-0.79	2.31	2.81	3.06
净资产收益率 ROE	-6.79%	16.73%	16.93%	15.53%
PE	—	18.89	15.50	14.28
PB	3.58	3.16	2.63	2.22

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	54.65
流通 A 股(亿股)	36.61
52 周内股价区间(元)	31.64-47.15
总市值(亿元)	2,383.99
总资产(亿元)	1,966.64
每股净资产(元)	11.01

相关研究

- 牧原股份(002714): 养殖成本持续下降, 三季度扭亏(2023-11-01)
- 牧原股份(002714): 成本优势助力公司稳健扩张(2023-08-22)

盈利预测

关键假设：

1) 公司是我国生猪养殖龙头企业，产能充裕，市占率继续扩大。预计 2024-2026 年公司生猪出栏量增速为 9%/8%/8%；

2) 国家统计局数据显示，2024 年一季度末，全国生猪存栏 40850 万头，繁母猪存栏减 3992 万头，创造 4 年来新低，猪价后续有望回暖。预计 2024-2026 年公司生猪销售均价增速为 10%/0%/0%，对应毛利率水平分别为 16%/17%/17%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入 (百万元)	110,860.73	132,769.24	143,448.77	154,988.48
	yoy	-11.19%	19.76%	8.04%	8.04%
	成本 (百万元)	107414.79	111700.16	119285.79	128886.07
	毛利率	3.11%	15.87%	16.84%	16.84%
生猪养殖	收入 (百万元)	108,224.32	129,869.18	140,258.72	151,479.42
	yoy	-9.62%	20.00%	8%	8%
	成本 (百万元)	105,060.69	109090	116415	125728
	毛利率	2.92%	16.00%	17.00%	17.00%
其它	收入 (百万元)	2,636.41	2,900.05	3,190.06	3,509.06
	yoy	-48.12%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本 (百万元)	2,354.10	2610	2871	3158
	毛利率	10.71%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取行业中的两家相关公司：温氏股份、巨星农牧，二者 2024 年平均 PE 为 23.6 倍。予以公司 2024 年 23 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 53.13 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300498.SZ	温氏股份	19.18	-0.96	0.99	2.01	1.86	-19.98	19.37	9.54	10.31
603477.SH	巨星农牧	34.82	-1.27	1.25	3.64	3.21	-27.42	27.86	9.57	10.85
平均值							-23.70	23.61	9.55	10.58
002714.SZ	牧原股份	43.62	-0.79	2.31	2.81	3.06	-55.22	18.89	15.50	14.28

数据来源：wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	110,861	132,769	143,449	154,988	净利润	-4,168	13,449	16,187	17,210
营业成本	107,415	111,700	119,286	128,886	折旧与摊销	13,535	16,203	17,782	19,445
营业税金及附加	190	193	222	244	财务费用	3,370	0	0	0
销售费用	983	1,054	1,094	1,262	资产减值损失	207	0	0	0
管理费用	3,876	4,968	5,071	5,566	经营营运资本变动	-3,443	8,763	-5,292	596
财务费用	3,054	14	13	0	其他	392	-76	-65	-0
资产减值损失	-202	0	0	0	经营活动现金流净额	9,893	38,340	28,613	37,251
投资收益	-6	17	15	0	资本支出	-16,958	-13,908	-13,976	-13,953
公允价值变动损益	0	50	50	0	其他	-261	-177	-137	-157
其他经营损益	2,806	47	55	0	投资活动现金流净额	-17,219	-14,084	-14,113	-14,110
营业利润	-3,732	13,434	16,183	17,205	短期借款	17,764	10,132	11,590	13,162
其他非经营损益	-438	0	0	0	长期借款	-783	0	0	0
利润总额	-4,170	13,434	16,183	17,205	股权融资	1,069	17	0	0
所得税	-2	-15	-4	-5	支付股利	-7,747	0	0	0
净利润	-4,168	13,449	16,187	17,210	其他	-7,103	-294	0	0
少数股东损益	95	829	812	510	筹资活动现金流净额	3,199	9,855	11,590	13,162
归属母公司股东净利润	-4,263	12,620	15,376	16,700	现金流量净额	-4,134	34,110	26,090	36,303
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,429	53,539	79,629	115,931	成长能力				
应收和预付款项	832	1,841	1,885	1,741	销售收入增长率	-11.19%	19.76%	8.04%	8.04%
存货	41,931	47,908	47,344	52,248	营业利润增长率	-125.12%	459.98%	20.46%	6.32%
其他流动资产	1,194	1,194	1,194	1,194	净利润增长率	-132.14%	396.01%	21.84%	8.61%
长期股权投资	719	902	1,069	1,242	EBITDA 增长率	-56.87%	130.33%	14.59%	7.87%
投资性房地产	109	90	71	52	获利能力				
固定资产和在建工程	114,459	112,057	107,922	102,176	毛利率	3.11%	15.87%	16.84%	16.84%
无形资产和开发支出	1,155	1,320	1,498	1,671	三费率	7.14%	4.55%	4.31%	4.41%
其他非流动资产	549	576	576	576	净利率	-3.76%	10.13%	11.28%	11.10%
资产总计	195,405	234,626	256,554	292,256	ROE	-6.79%	16.73%	16.93%	15.53%
短期借款	46,929	57,061	68,651	81,813	ROA	-2.18%	5.38%	5.99%	5.71%
应付和预收款项	25,977	40,039	34,812	38,327	ROIC	-0.43%	7.64%	7.94%	7.34%
长期借款	9,863	9,863	9,863	9,863	EBITDA/销售收入	11.61%	22.33%	23.69%	23.65%
其他负债	38,598	40,192	39,570	41,385	营运能力				
负债合计	121,368	147,155	152,896	171,389	总资产周转率	0.57	0.62	0.58	0.56
股本	5,465	5,465	5,465	5,465	固定资产周转率	1.01	1.17	1.25	1.35
资本公积	17,692	17,708	17,708	17,708	应收账款周转率	643.74	710.96	683.49	689.68
留存收益	41,478	54,097	69,473	86,173	存货周转率	2.68	2.49	2.50	2.59
归属母公司股东权益	62,828	75,433	90,809	107,509	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	11,209	12,038	12,849	13,359	资本结构				
股东权益合计	74,037	87,471	103,658	120,868	资产负债率	62.11%	62.72%	59.60%	58.64%
负债和股东权益合计	195,405	234,626	256,554	292,256	带息债务/总负债	64.90%	60.37%	65.68%	66.27%
					流动比率	0.67	0.87	1.03	1.18
					速动比率	0.21	0.45	0.64	0.81
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	12,874	29,651	33,977	36,650	每股收益	-0.79	2.31	2.81	3.06
PE	—	19	16	14	每股净资产	11.50	13.80	16.62	19.67
PB	4	3	3	2	每股经营现金	1.81	7.02	5.24	6.82
PS	2	2	2	2	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	22	9	8	6					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
