

分析师: 张蔓梓
登记编码: S0730522110001
zhangmz@ccnew.com 13681931564

业绩短期承压, 屠宰产能持续释放

——牧原股份(002714)2023 年年报及 2024 年一季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

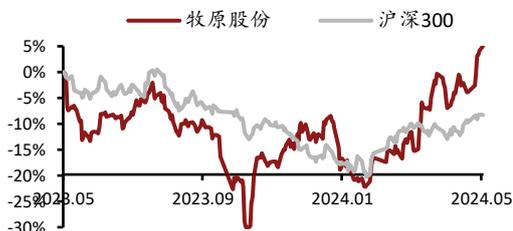
市场数据(2024-05-13)

收盘价(元)	47.68
一年内最高/最低(元)	47.68/31.64
沪深 300 指数	3,664.69
市净率(倍)	4.33
流通市值(亿元)	1,745.38

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	11.01
每股经营现金流(元)	0.93
毛利率(%)	-2.50
净资产收益率_摊薄(%)	-3.89
资产负债率(%)	63.59
总股本/流通股(万股)	546,535.26/366,060.4
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《牧原股份(002714)季报点评: 养殖成本持续优化, Q3 环比扭亏为盈》 2023-11-08

《牧原股份(002714)中报点评: 成本持续优化, 屠宰产能释放》 2023-09-13

《牧原股份(002714)公司点评报告: 市占率提升, 成本端持续优化》 2023-04-28

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **公司 2023 年业绩承压, 2024Q1 营收维持同比增长。**根据公司公告, 2023 年实现总营收 1108.61 亿元, 同比-11.19%; 归母净利润亏损 42.63 亿元, 同比由盈转亏; 扣非后归母净利润 40.26 亿元, 同比由盈转亏。2024Q1 公司营收 262.72 亿元, 同比+8.57%; 归母净利润亏损 23.79 亿元, 同比增亏 11.81 亿元, 环比减亏 0.42 亿元。受到生猪出栏量和猪肉产量明显增加, 2023 年全年生猪价格低位运行, 养殖户陷入深度亏损, 导致公司业绩同比下降。
- **生猪产能持续去化, 2024Q1 猪价淡季不淡。**根据农业农村部数据, 截至 2024 年一季度末, 全国能繁母猪存栏量为 3992 万头, 同比-7.27%, 环比-1.24%, 仍高于正常保有量 92 万头; 全国生猪存栏量为 4.09 亿头, 同比-5.21%, 环比-5.92%。前期产能的调整促使供应端压力有所减轻, 猪价重心持续上移, 2024 年 2 月、3 月、4 月生猪出栏均价逐月抬升。根据钢联数据, 2024 年 4 月生猪均价 15.1 元/公斤, 环比+3.4%, 自繁自养养殖户平均盈利水平 107.6 元/头, 月环比增加 85.2 元/头。2024 年下半年, 生猪市场供应收紧仍将是带动猪价上行的主要驱动因素。
- **公司养殖成本显著下降, 屠宰板块产能利用率大幅提升。**在生猪养殖业务方面, 2023 年共销售生猪 6,381.6 万头, 包括商品猪 6,226.7 万头, 仔猪 136.7 万头, 种猪 18.1 万头。2023 年全年公司平均商品猪完全成本在 15 元/kg 左右, 较 2022 年下降 0.7 元/kg。2024 年一季度, 公司销售生猪 1,601.1 万头。由于冬季疫病及春节销售的影响, 2024 年 1-2 月生猪养殖完全成本阶段性上升至 15.8 元/kg, 但是 3 月成本已经下降至 15.1 元/kg。未来随着猪群健康水平的提升, 各项生产指标也将逐步改善, 养殖成本有望进一步下降。截至 2024 年 3 月末, 公司能繁母猪存栏为 314.2 万头。结合目前的生产经营规划, 预计 2024 年全年生猪出栏目标区间为 6,600-7,200 万头, 预计同比增长 3.42%-12.82%。在屠宰业务方面, 2023 年公司也迎来质的突破。2023 年公司屠宰生猪 1,326.0 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, 同比增长 48.54%; 屠宰产能利用率提升至 46%, 头均亏损降至 70 元左右。截至 2024 年一季度末, 公司共投产 10 家屠宰厂, 投产屠宰产能 2,900 万头/年。2024 年, 公司将持续开拓市场, 优化产品与客户结构, 加强内部生产运营管理, 持续提升产能利用率。
- **维持公司“增持”评级。**考虑到猪价波动情况, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 173.67/192.68/98.05 亿元, EPS 分别为

3.18/3.53/1.79 元，对应 PE 为 15.01/13.52/26.58 倍。根据生猪养殖行业可比上市公司市盈率情况，给予公司 2024 年 23X PE，目前公司仍有估值扩张空间。考虑到公司龙头企业的规模优势和屠宰板块的业绩增长空间，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：猪价大幅波动、饲料原料价格上涨、动物疫病、行业产能去化不及预期等。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	124,826	110,861	136,738	143,629	137,629
增长比率（%）	58.23	-11.19	23.34	5.04	-4.18
净利润（百万元）	13,266	-4,263	17,367	19,268	9,805
增长比率（%）	92.16	-132.14	507.35	10.95	-49.11
每股收益(元)	2.43	-0.78	3.18	3.53	1.79
市盈率(倍)	19.64	—	15.01	13.52	26.58

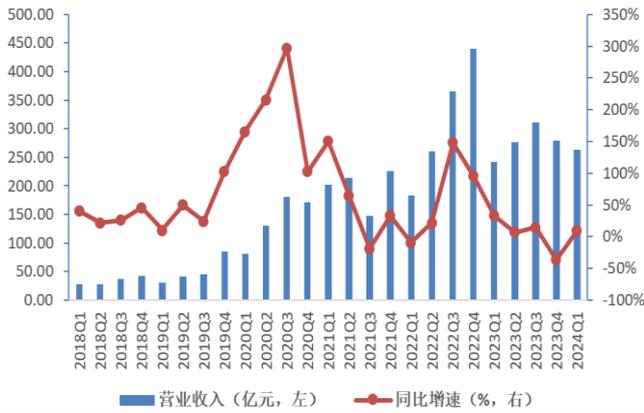
资料来源：中原证券研究所，聚源

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002714.SZ	牧原股份	47.68	2,605.88	2.44	4.76	4.06	19.51	10.02	11.73
300498.SZ	温氏股份	21.30	1,416.88	0.99	1.97	1.85	21.65	10.81	11.56
000876.SZ	新希望	9.67	439.58	0.36	0.84	0.74	26.73	11.39	12.96
002385.SZ	大北农	4.82	198.21	0.12	0.27	0.37	40.80	17.60	12.84

资料来源：Wind 一致预期，中原证券研究所（截至 2024 年 5 月 14 日）

图 1：2018-2024 年公司单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：2018-2024 年公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	62,578	63,583	88,630	85,774	100,892
现金	20,794	19,429	37,497	33,504	47,497
应收票据及应收账款	237	297	310	328	332
其他应收款	493	176	405	407	338
预付账款	2,102	535	1,554	1,749	1,576
存货	38,252	41,931	47,648	48,572	49,934
其他流动资产	702	1,215	1,215	1,215	1,215
非流动资产	130,369	131,822	140,705	139,454	137,567
长期投资	582	719	897	1,094	1,264
固定资产	106,359	112,150	122,447	124,636	125,791
无形资产	952	1,155	1,284	1,425	1,582
其他非流动资产	22,476	17,797	16,077	12,299	8,929
资产总计	192,948	195,405	229,335	225,228	238,458
流动负债	78,167	94,659	110,295	85,903	89,029
短期借款	29,165	46,929	46,929	29,165	29,165
应付票据及应付账款	28,343	25,977	39,822	34,020	36,043
其他流动负债	20,658	21,753	23,545	22,718	23,820
非流动负债	26,710	26,709	26,510	26,510	26,510
长期借款	10,646	9,863	9,863	9,863	9,863
其他非流动负债	16,064	16,845	16,647	16,647	16,647
负债合计	104,877	121,368	136,806	112,414	115,539
少数股东权益	16,287	11,209	12,350	13,367	13,666
股本	5,472	5,465	5,465	5,465	5,465
资本公积	17,631	17,692	17,708	17,708	17,708
留存收益	49,744	41,478	58,844	78,112	87,917
归属母公司股东权益	71,783	62,828	80,180	99,448	109,253
负债和股东权益	192,948	195,405	229,335	225,228	238,458

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	23,011	9,893	47,862	33,981	35,427
净利润	14,933	-4,168	18,508	20,285	10,105
折旧摊销	12,132	13,535	18,522	19,704	21,906
财务费用	3,131	3,370	2,124	1,768	1,413
投资损失	-47	6	-7	-18	-5
营运资金变动	-7,362	-3,443	8,721	-7,765	2,001
其他经营现金流	223	592	-4	7	8
投资活动现金流	-15,929	-17,219	-27,393	-18,442	-20,021
资本支出	-15,693	-16,958	-27,152	-18,260	-19,846
长期投资	-236	-277	-221	-200	-181
其他投资现金流	1	16	-19	18	5
筹资活动现金流	2,421	3,199	-2,401	-19,532	-1,413
短期借款	6,874	17,764	0	-17,764	0
长期借款	-3,277	-783	0	0	0
普通股增加	210	-7	0	0	0
资本公积增加	8,509	60	17	0	0
其他筹资现金流	-9,895	-13,835	-2,418	-1,768	-1,413
现金净增加额	9,503	-4,134	18,068	-3,993	13,993

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	124,826	110,861	136,738	143,629	137,629
营业成本	102,987	107,415	111,095	116,572	121,205
营业税金及附加	185	190	199	223	216
营业费用	759	983	1,085	1,095	1,121
管理费用	4,201	3,876	5,117	5,077	4,942
研发费用	1,142	1,658	1,566	1,702	1,755
财务费用	2,908	3,054	2,124	1,768	1,413
资产减值损失	0	-202	0	0	0
其他收益	2,189	2,806	2,931	3,077	3,128
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	47	-6	7	18	5
资产处置收益	-2	-10	-5	-7	-8
营业利润	14,854	-3,732	18,487	20,279	10,102
营业外收入	377	157	0	0	0
营业外支出	301	595	0	0	0
利润总额	14,930	-4,170	18,487	20,279	10,102
所得税	-3	-2	-21	-6	-3
净利润	14,933	-4,168	18,508	20,285	10,105
少数股东损益	1,667	95	1,141	1,017	299
归属母公司净利润	13,266	-4,263	17,367	19,268	9,805
EBITDA	29,848	12,874	39,132	41,751	33,421
EPS (元)	2.43	-0.78	3.18	3.53	1.79

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	58.23	-11.19	23.34	5.04	-4.18
营业利润 (%)	93.70	-125.12	595.37	9.70	-50.19
归属母公司净利润 (%)	92.16	-132.14	507.35	10.95	-49.11
获利能力					
毛利率 (%)	17.50	3.11	18.75	18.84	11.93
净利率 (%)	10.63	-3.85	12.70	13.42	7.12
ROE (%)	18.48	-6.79	21.66	19.37	8.97
ROIC (%)	11.74	-0.43	12.05	12.69	6.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.36	62.11	59.65	49.91	48.45
净负债比率 (%)	119.08	163.93	147.85	99.64	94.00
流动比率	0.80	0.67	0.80	1.00	1.13
速动比率	0.28	0.21	0.35	0.40	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.57	0.64	0.63	0.59
应收账款周转率	799.80	643.74	678.04	626.98	622.40
应付账款周转率	3.60	4.42	3.79	3.56	3.88
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.43	-0.78	3.18	3.53	1.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	4.21	1.81	8.76	6.22	6.48
每股净资产 (最新摊薄)	13.13	11.50	14.67	18.20	19.99
估值比率					
P/E	19.64	—	15.01	13.52	26.58
P/B	3.63	4.15	3.25	2.62	2.39
EV/EBITDA	10.35	22.09	7.71	6.90	8.20

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。