

生猪养殖量利齐升，价升降本助推扭亏为盈

核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 568.7 亿元，同比+9.6%；实现归母净利润 8.3 亿元，同比+129.8%，较去年扭亏为盈。单二季度来看，公司实现营业收入 305.9 亿元（+10.6%），实现归母净利润 32.1 亿元。
- **生猪销量稳增长，完全成本下降。**2024 年 1-6 月，公司共销售生猪 3,238.8 万头，同比增长 7%，其中商品猪 2898.2 万头，仔猪 309.3 万头，种猪 31.2 万头。公司自建饲料厂、自主研发营养配方以及应用低豆粕日粮技术能够有效控制养殖成本，一体化产业链具备集中采购、统一管理优势，可减少中间环节交易成本。受益生产成绩改善、饲料价格下降以及出栏量增加带来的期间费用摊销下降，公司 2024 年 6 月生猪养殖完全成本接近 14 元/kg，较 23 年全年 15 元/kg 下滑近 1 元/kg，其中料价下降有较大贡献，随着公司未来生产成绩的逐步恢复、提升，生猪养殖成本仍有望进一步下降。公司后续的成本下降主要来源于养殖生产成绩的改善和出栏生猪饲料成本下降，公司有望实现今年年底 13 元/kg 的成本目标。
- **屠宰业务相对稳定，盈利有望继续提升。**屠宰端，公司 24H1 共计屠宰生猪 541.5 万头，完成鲜、冻品猪肉销售 62.0 万吨，同比增长 4.5%。公司持续拓展屠宰肉食业务销售渠道，持续优化客户、产品结构，同时将继续提升已投产屠宰场运营效率，有望增强屠宰肉食业务盈利能力。
- **短期受益猪价上涨，长期受益精细化管理。**上半年全国生猪出栏、猪肉产量同比均减少，压栏、二次育肥导致供给减少，有望进一步催化猪价上涨，进而修复公司业绩。长期来看，生猪养殖行业规模化集中度不断提升，公司自身疫病防控、成本、标准化生产和规模化经营等优势，能够使公司在高质量发展下继续受益。

盈利预测与投资建议

- 根据 23 年年报、24 年半年报，对 24-25 年下调收入、毛利率，上调费用率，调整后预计 24-26 年归母净利润分别为 164.80、193.97、164.55 亿（原预测 24-25 年：311.57、263.43 亿），根据可比公司给予 24 年 19xPE，目标价 57.38 元，维持“买入”评级。

风险提示：发生重大疫病的风险、生猪价格波动的风险、原材料价格波动的风险、现金流风险、食品安全风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	124,826	110,861	135,941	155,320	156,463
同比增长(%)	58.2%	-11.2%	22.6%	14.3%	0.7%
营业利润(百万元)	14,854	(3,732)	19,633	22,965	19,417
同比增长(%)	93.7%	-125.1%	626.1%	17.0%	-15.4%
归属母公司净利润(百万元)	13,266	(4,263)	16,480	19,397	16,455
同比增长(%)	92.2%	-132.1%	486.6%	17.7%	-15.2%
每股收益(元)	2.43	(0.78)	3.02	3.55	3.01
毛利率(%)	17.5%	3.1%	20.1%	20.3%	17.7%
净利率(%)	10.6%	-3.8%	12.1%	12.5%	10.5%
净资产收益率(%)	21.0%	-6.3%	22.8%	21.6%	15.8%
市盈率	18.3	(56.9)	14.7	12.5	14.7
市净率	3.4	3.9	3.0	2.5	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月14日）	44元
目标价格	57.38元
52周最高价/最低价	50.07/31.17元
总股本/流通A股（万股）	546,535/381,072
A股市值（百万元）	240,476
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2024年08月15日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.45	2.23	-7.72	4.94
相对表现%	2.42	6.93	1.79	19.12
沪深300%	-0.97	-4.7	-9.51	-14.18



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

出栏有序，成本精进：牧原股份 2023 年中报点评	2023-08-18
逐浪前行，精进成本：牧原股份 2022 年报及 2023 一季报点评	2023-04-29
业绩兑现高猪价，周期景气进行时：牧原股份 2022 三季度报告点评	2022-10-25

投资建议

根据 23 年年报、24 年半年报，对 24-25 年下调收入、毛利率，上调费用率，调整后预计 24-26 年归母净利润分别为 164.80、193.97、164.55 亿（原预测 24-25 年：311.57、263.43 亿），根据可比公司给予 24 年 19xPE，目标价 57.38 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
温氏股份	300498	19.78	-0.96	1.15	1.95	1.83	-20.60	17.25	10.16	10.83
唐人神	002567	5.44	-1.06	0.30	0.70	0.78	-5.11	18.27	7.81	7.00
华统股份	002840	13.17	-0.98	1.18	2.24	2.39	-13.48	11.19	5.88	5.51
神农集团	605296	31.93	-0.76	1.05	2.57	2.45	-41.78	30.43	12.41	13.04
巨星农牧	603477	20.53	-1.27	1.15	3.29	3.19	-16.23	17.85	6.23	6.45
新五丰	600975	6.36	-0.95	0.13	0.76	0.77	-6.67	49.92	8.32	8.25
益生股份	002458	8.56	0.49	0.67	0.67	0.62	17.51	12.73	12.87	13.85
调整后平均								19	9	9

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2024 年 8 月 14 日收盘价）

风险提示

发生重大疫情的风险

动物疫病是畜牧行业发展中面临的主要风险，生猪因发生疫病或导致病亡，直接导致公司生猪出栏量的降低，收入和业绩受损；此外，疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致短期内市场需求萎缩、产品价格下降，对公司生猪销售产生不利影响。若公司周边地区或自身场区疫病发生频繁，或者公司疫病防控执行不力，公司将可能面临生猪发生疫病所引致的产量下降、盈利下降、甚至亏损等风险。

生猪价格波动的风险

生猪价格周期性波动会对包括公司在内的生猪养殖企业的经营业绩产生重大影响。如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑，将会对公司的盈利水平造成重大不利影响，从而引致公司未来盈利大幅下降、甚至亏损等风险。

原材料价格波动的风险

公司原材料成本占公司主营业务成本的比例在 50%以上，公司的原材料主要包括小麦、玉米、豆粕等，因此，小麦、玉米和豆粕等价格波动会对公司主营业务成本、净利润产生较大影响。

现金流风险

如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑、原材料价格持续处于高位或继续上涨，除对公司盈利水平造成不利影响外，也会直接对公司经营活动产生的现金流量净额带来不利影响。如果未来银行信贷政策发生不利变化、公司资金管理不善等情形，将显著增加公司的偿债风险和流动性风险，并对公司生产经营造成重大不利影响。

食品安全风险

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

如果公司一旦出现质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将直接影响到公司生产经营和盈利能力，并损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的经营业绩。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,794	19,429	39,339	58,685	86,143	营业收入	124,826	110,861	135,941	155,320	156,463
应收票据、账款及款项融资	237	297	190	217	219	营业成本	102,987	107,415	108,607	123,807	128,715
预付账款	2,102	535	656	750	755	营业税金及附加	185	190	198	241	246
存货	38,252	41,931	43,443	49,523	51,486	营业费用	759	983	1,088	1,243	1,252
其他	1,195	1,391	968	1,250	1,231	管理费用及研发费用	5,344	5,534	5,438	6,135	6,102
流动资产合计	62,578	63,583	84,596	110,425	139,835	财务费用	2,908	3,054	3,743	3,529	3,337
长期股权投资	582	719	900	900	900	资产、信用减值损失	23	207	67	30	15
固定资产	106,359	112,150	118,823	116,350	109,059	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	7,441	2,308	3,235	1,031	426	投资净收益	47	(6)	24	22	13
无形资产	952	1,155	1,126	1,096	1,066	其他	2,186	2,796	2,808	2,608	2,608
其他	15,035	15,489	15,634	15,942	16,044	营业利润	14,854	(3,732)	19,633	22,965	19,417
非流动资产合计	130,369	131,822	139,718	135,319	127,495	营业外收入	377	157	350	398	405
资产总计	192,948	195,405	224,314	245,745	267,330	营业外支出	301	595	595	677	688
短期借款	29,165	46,929	20,000	20,000	20,000	利润总额	14,930	(4,170)	19,388	22,686	19,134
应付票据及应付账款	28,343	25,977	37,329	35,298	37,472	所得税	(3)	(2)	0	0	0
其他	20,658	21,753	42,410	45,613	49,350	净利润	14,933	(4,168)	19,388	22,686	19,134
流动负债合计	78,167	94,659	99,739	100,911	106,822	少数股东损益	1,667	95	2,908	3,289	2,679
长期借款	10,646	9,863	12,551	13,419	13,839	归属于母公司净利润	13,266	(4,263)	16,480	19,397	16,455
应付债券	8,921	9,207	9,341	9,341	9,341	每股收益(元)	2.43	-0.78	3.02	3.55	3.01
其他	7,142	7,639	7,012	7,012	7,012						
非流动负债合计	26,710	26,709	28,904	29,772	30,192	主要财务比率					
负债合计	104,877	121,368	128,643	130,683	137,014		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	16,287	11,209	14,117	17,406	20,085	成长能力					
实收资本(或股本)	5,472	5,465	5,465	5,465	5,465	营业收入	58.2%	-11.2%	22.6%	14.3%	0.7%
资本公积	15,547	14,873	15,672	15,672	15,672	营业利润	93.7%	-125.1%	626.1%	17.0%	-15.4%
留存收益	49,744	41,478	57,957	74,058	86,633	归属于母公司净利润	92.2%	-132.1%	486.6%	17.7%	-15.2%
其他	1,020	1,012	2,460	2,460	2,460	获利能力					
股东权益合计	88,070	74,037	95,672	115,062	130,316	毛利率	17.5%	3.1%	20.1%	20.3%	17.7%
负债和股东权益总计	192,948	195,405	224,314	245,745	267,330	净利率	10.6%	-3.8%	12.1%	12.5%	10.5%
						ROE	21.0%	-6.3%	22.8%	21.6%	15.8%
						ROIC	13.3%	-0.5%	15.0%	15.2%	11.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	54.4%	62.1%	57.3%	53.2%	51.3%
净利润	14,933	(4,168)	19,388	22,686	19,134	净负债率	42.7%	74.6%	29.9%	8.8%	0.0%
折旧摊销	10,758	12,174	9,271	10,178	10,599	流动比率	0.80	0.67	0.85	1.09	1.31
财务费用	2,908	3,054	3,743	3,529	3,337	速动比率	0.31	0.23	0.41	0.60	0.82
投资损失	(47)	6	(24)	(22)	(13)	营运能力					
营运资金变动	(14,054)	(2,783)	13,418	(5,350)	3,950	应收账款周转率	799.8	643.7	738.5	723.7	681.1
其它	8,512	1,609	(116)	(270)	(94)	存货周转率	2.8	2.7	2.5	2.7	2.5
经营活动现金流	23,011	9,893	45,680	30,751	36,912	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
资本支出	(13,972)	(13,055)	(16,838)	(5,469)	(2,671)	每股指标(元)					
长期投资	(248)	(121)	(196)	0	0	每股收益	2.43	-0.78	3.02	3.55	3.01
其他	(1,708)	(4,043)	1,489	22	13	每股经营现金流	4.20	1.81	8.36	5.63	6.75
投资活动现金流	(15,929)	(17,219)	(15,545)	(5,448)	(2,658)	每股净资产	13.13	11.50	14.92	17.87	20.17
债权融资	406	(920)	19,647	868	420	估值比率					
股权融资	8,056	(681)	800	0	0	市盈率	18.3	-56.9	14.7	12.5	14.7
其他	(6,041)	4,800	(30,672)	(6,825)	(7,216)	市净率	3.4	3.9	3.0	2.5	2.2
筹资活动现金流	2,421	3,199	(10,225)	(5,957)	(6,796)	EV/EBITDA	10.1	25.0	8.8	7.8	8.6
汇率变动影响	1	(7)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.2	-423.4	12.3	10.8	12.6
现金净增加额	9,503	(4,134)	19,910	19,346	27,457						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。