

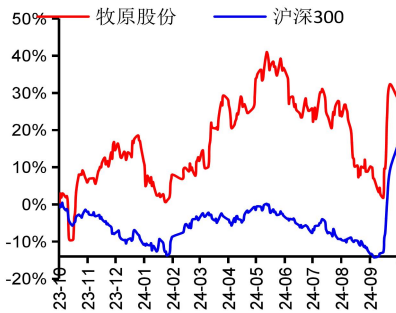
Q3 出栏量同比增长 6%，生猪净利有望突破 100 亿

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-08

收盘价 (元)	45.1
近 12 个月最高/最低 (元)	50.78/31.17
总股本 (百万股)	5,465
流通股本 (百万股)	3,811
流通股比例 (%)	69.72
总市值 (亿元)	2,465
流通市值 (亿元)	1,719

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

1. 牧原股份 (002714) 中报点评：Q2 业绩扭亏为盈，6 月完全成本降至 14 元 2024-08-03

2. 牧原股份 (002714) 中报业绩预告点评：Q2 业绩扭亏为盈，养殖完全成本再降 2024-07-11

主要观点：

● 9 月公司生猪销量 535.8 万头，同比微降 0.3%

公司公布 9 月生猪销售简报：9 月销售生猪 535.8 万头（其中，商品猪 501.9 万头，仔猪 32.4 万头，种猪 1.5 万头），同比微降 0.3%，销售收入 118.99 亿元，同比上升 20.6%，9 月公司商品猪销售均价 18.65 元/公斤；9 月向全资子公司牧原肉食品有限公司及其子公司合计销售生猪 86.3 万头；9 月末，公司能繁母猪存栏量 331.6 万头，较 6 月末微增 0.7 万头。

● Q3 公司生猪销量同比增长 6%，Q3 生猪业务净利有望突破 100 亿元

2024 年 1-9 月，公司生猪出栏量 5014.4 万头，同比增长 6.7%，已完成全年目标 6600-7200 万头的 70%-76%，全年出栏任务有望顺利完成；2024 年 9 月末，公司能繁母猪存栏量 331.6 万头，为 2025 年出栏增长奠定基础。分产品看，Q3 公司育肥猪、仔猪、种猪出栏量分别为 1615 万头、151.3 万头、9.3 万头，同比分别增长 -2%、585%、100%。分季度看，Q1、Q2、Q3 公司生猪销量 1601.1 万头、1637.8 万头、1775.6 万头，同比分别增长 15.6%、-0.3%、6%。7-9 月公司商品猪销售均价分别为 18.3 元/公斤、19.71 元/公斤、18.65 元/公斤，7-8 月公司商品猪完全成本分别为 13.8 元/公斤、13.7 元/公斤，现假设 9 月商品猪完全成本约 13.7 元/公斤，我们推算 Q3 公司生猪业务净利润约 107 亿元。

● 2024Q4 猪价有望高点再现，产能缓增支撑 2025 年猪价

2024Q4 仍将出现猪价高点，2025 年猪价获支撑。本轮周期 2022 年 12 月-2024 年 4 月累计去化 9.2%，2024 年猪价处于上行周期；短期大体重猪出栏及二育不振拖累短期猪价，截至目前，栏舍利用率已经降至 5 月以来低位，十一期间肥标差拉大，我们预计，随着消费旺季的到来，大体重猪逐步出清，二育逐步入场，猪价有望企稳回升。今年以来补栏积极性疲弱，从官方数据看，Q2 能繁母猪存栏量环比 1 季末小幅上升 1.2%，7 月、8 月，能繁母猪存栏量环比分别增长 0.07% 和环比下降 0.1%，即使 8 月出现了猪价阶段性高点，产能环比仍出现下滑；受高资产负债率、冬季疫情担忧、偏好压栏和二育等多重因素影响，我们预计 Q3、Q4 产能恢复将非常缓慢，2025 年猪价获得有力支撑。

投资建议

公司于近期发布了回购方案，彰显公司信心，拟回购总金额 30-40 亿元，占当前市值 1.2%-1.5%，回购价格上限 58.6 元，较今日收盘价仍有 30% 上涨空间。我们预计 2024-2026 年公司生猪出栏量分别为 7000 万头、7500 万头、8000 万头，同比分别增长 9.7%、7.1%、6.7%；育肥猪出栏量分别为 6440 万头、6940 万头、7670 万头，同比分别增长 3.4%、7.8%、10.5%；主营业务收入分别为 1301.28 亿元、1385.81 亿元、1368.94 亿元，归母净利润分别为 176.75 亿元、192.79 亿元、95.44 亿元，同比分别增长 514.6%、9.1%、-50.5%，归母净利润前值 2024 年 131.14 亿元、2025 年 153.58 亿元、2026 年 39.92 亿元，本次调整幅

度较大的原因是，修正了 2024-2026 年猪价预期和养殖成本。公司作为我国最大的生猪养殖企业，养殖成本处于上市猪企第一梯队，我们维持公司“买入”评级不变。

风险提示

疫情失控；猪价上涨不及预期。

● 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	130128	138581	136894
收入同比 (%)	-11.2%	17.4%	6.5%	-1.2%
归属母公司净利润	-4263	17675	19279	9544
净利润同比 (%)	-132.1%	514.6%	9.1%	-50.5%
毛利率 (%)	3.1%	20.9%	20.8%	13.0%
ROE (%)	-6.8%	22.0%	19.3%	8.7%
每股收益 (元)	-0.79	3.23	3.53	1.75
P/E	—	13.95	12.78	25.83
P/B	3.58	3.06	2.47	2.25
EV/EBITDA	22.09	7.13	6.25	7.59

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	106290	145301	147539	营业收入	110861	130128	138581	136894
现金	19429	71384	96096	105670	营业成本	107415	102974	109823	119103
应收账款	168	236	194	231	营业税金及附加	190	223	237	234
其他应收款	176	609	227	599	销售费用	983	1171	1247	1232
预付账款	535	513	547	593	管理费用	3876	3682	3572	3465
存货	41931	32239	46878	39141	财务费用	3054	2687	2250	1632
其他流动资产	1344	1308	1359	1305	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	19638	21422	10605
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	230148	260295	255770	利润总额	-4170	19638	21422	10605
流动负债	94659	109664	119389	105260	所得税	-2	0	0	0
短期借款	46929	62929	67929	51929	净利润	-4168	19638	21422	10605
应付账款	23463	22303	26507	26427	少数股东损益	95	1964	2142	1060
其他流动负债	24267	24432	24953	26904	归属母公司净利润	-4263	17675	19279	9544
非流动负债	26709	26809	25809	24809	EBITDA	12874	37840	39885	29350
长期借款	9863	9863	8863	7863	EPS (元)	-0.79	3.23	3.53	1.75
其他非流动负债	16845	16945	16945	16945					
负债合计	121368	136473	145198	130069					
少数股东权益	11209	13172	15315	16375					
股本	5465	5465	5465	5465					
资本公积	17692	17692	17692	17692					
留存收益	39671	57346	76625	86169					
归属母公司股东权益	62828	80503	99782	109326					
负债和股东权益	195405	230148	260295	255770					

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	46184	31383	39997
净利润	-4168	19638	21422	10605
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	8053	-9573	9205
其他经营现金流	-133	11785	30995	1399
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	51955	24712	9573

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-11.2%	17.4%	6.5%	-1.2%
营业利润	-125.1%	626.2%	9.1%	-50.5%
归属于母公司净利	-132.1%	514.6%	9.1%	-50.5%
获利能力				
毛利率 (%)	3.1%	20.9%	20.8%	13.0%
净利率 (%)	-3.8%	13.6%	13.9%	7.0%
ROE (%)	-6.8%	22.0%	19.3%	8.7%
ROIC (%)	-0.4%	11.9%	11.1%	5.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.1%	59.3%	55.8%	50.9%
净负债比率 (%)	163.9%	145.7%	126.2%	103.5%
流动比率	0.67	0.97	1.22	1.40
速动比率	0.21	0.66	0.81	1.01
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.61	0.57	0.53
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	3.23	3.53	1.75
每股经营现金流薄)	1.81	8.45	5.74	7.32
每股净资产	11.50	14.73	18.26	20.00
估值比率				
P/E	—	13.95	12.78	25.83
P/B	3.58	3.06	2.47	2.25
EV/EBITDA	22.09	7.13	6.25	7.59

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。