

牧原股份 (002714.SZ)

优于大市

2024 三季报点评:前三季度净利同比扭亏为盈, 养殖成本稳步下降

核心观点

2024Q3 业绩表现优秀, 生猪养殖成本稳步下降。公司 2024Q3 归母净利润盈利 96.52 亿元, 同比增长 930.2%, 环比增长 200.85%; 2024 年 Q1-Q3 合计归母净利润盈利 104.81 亿元, 同比扭亏。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.31 元 (含税), 分红总额 45.05 亿元 (含税), 占公司 2024 年 1-9 月净利润的 40.06%, 并计划将未来三年每年以现金方式分配的利润由不少于当年实现的可供分配利润的 20% 调整至 40%。按扣非归母净利润进行拆分, 预计公司 Q3 生猪养殖完全成本接近 13.7 元/kg, 9 月完全成本已降至略低于 13.7 元/kg。据公司公告, 随着前期饲料原料价格下降在成本端逐步体现及生产指标持续改善, 目标年底完全成本实现 13 元/kg。

资产负债表稳步修复, 分红回报预期大幅提升。2024Q3 末公司资产负债率环比 Q2 末下降 3.43pct 至 58.38%。公司公告未来三年 (2024-2026 年度) 股东分红回报规划 (修订稿), 拟将每年以现金方式分配的利润由不少于当年实现的可供分配利润的 20% 调整至 40%。考虑到当前养殖行业资产负债率处于历史较高水平, 产业整体扩张意愿和能力不足, 行业估值体系正在从倾向资本开支向现金流创造能力转变。牧原股份作为国内生猪自繁自养龙头, 较行业超额收益优势明显, 未来有望保持较行业更高的分红回报水平, 迎来估值重塑。目前牧原股份 2025 年出栏对应养殖资产头均市值仅约 3600 元, 处于历史周期底部位置, 看好未来估值修复空间。

软件硬件优势兼具, 龙头地位稳固。牧原的管理能力处于行业领先, 具体来看分软硬两方面表现: 软件方面, 公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化, 能充分调动员工的责任心与学习能力, 推进养殖环节降本增效; 硬件方面, 公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕, 为产能高速扩张奠定扎实基础。另外, 公司将屠宰业务定位为养殖配套业务, 产能亦在稳步上量, 2024Q1-Q3 实现生猪屠宰 798 万头, 2024Q3 屠宰量合计 256.1 万头, 预计 Q3 屠宰肉食板块对应净利亏损接近 1.5 亿元左右, 环比明显减亏, 未来有望伴随产能利用率增长进一步改善, 公司养殖屠宰双发展战略有望进一步打开增长新空间。

风险提示: 疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资建议: 维持“优于大市”评级。牧原股份的管理优势突出, 有望凭借其养殖模式以及优秀的管理, 保持或者再次拉大行业超额收益优势, 有望增厚现金流创造水平, 并保持较行业更高的分红回报水平, 或迎估值重塑。我们维持盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 152.6/251.8/228.7 亿元, 每股收益分别为 2.79/4.61/4.18 元, 对应 PE 分别为 16/10/11。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	124,826	110,861	135,606	158,862	154,727
(+/-%)	58.2%	-11.2%	22.3%	17.1%	-2.6%
归母净利润 (百万元)	13266	-4263	15260	25182	22872
(+/-%)	92.2%	-132.1%	扭亏	65.0%	-9.2%
每股收益 (元)	2.42	-0.78	2.79	4.61	4.18
EBIT Margin	12.5%	-2.9%	21.8%	18.4%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	-6.8%	20.5%	27.4%	21.3%
市盈率 (PE)	17.8	-55.2	15.9	9.6	10.6
EV/EBITDA	12.7	37.9	12.5	9.1	9.7
市净率 (PB)	3.28	3.75	3.27	2.64	2.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 养殖业

证券分析师: 鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师: 李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

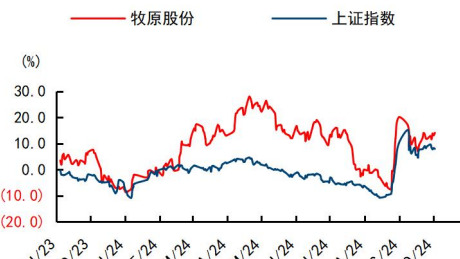
证券分析师: 江海航

010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	44.00 元
总市值/流通市值	240476/167672 百万元
52 周最高价/最低价	50.78/34.24 元
近 3 个月日均成交额	1473.43 百万元

市场走势



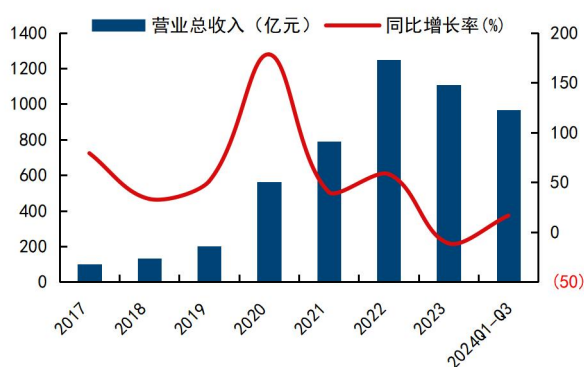
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《牧原股份 (002714.SZ) - 2024 三季报业绩预告点评: 预计 2024Q3 归母净利润 90-100 亿元, 养殖成本稳步下降》——2024-10-13
- 《牧原股份 (002714.SZ) - 2024 半年报业绩预告点评: 预计 2024H1 归母净利润 7-9 亿元, 成本下降稳步兑现》——2024-07-14
- 《牧原股份 (002714.SZ) - 2023 年报及 2024 一季报点评: 成本管理持续加强, 养殖产能储备充裕》——2024-04-29
- 《牧原股份 (002714.SZ) - 3 月销售月报点评: 出栏维持同比增长, 养殖产能储备充裕》——2024-04-16
- 《牧原股份 (002714.SZ) - 深耕生猪养殖的龙头标杆, 低成本助力穿越周期》——2024-04-08

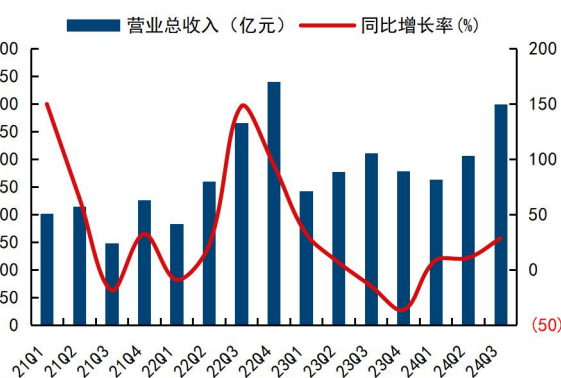
2024 年前三季度净利同比扭亏，资产负债表稳步修复。2024Q3 归母净利盈利 96.52 亿元，同比增长 930.2%，环比增长 200.85%；2024 年 Q1-Q3 合计归母净利盈利 104.81 亿元，同比扭亏。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.31 元（含税），分红总额 45.05 亿元（含税），占公司 2024 年 1-9 月净利润的 40.06%，并计划将未来三年每年以现金方式分配的利润由不少于当年实现的可供分配利润的 20% 调整至 40%。公司单 2024Q3 销售生猪合计 1775.5 万头，同比增长 6.0%，其中商品猪 1615.0 万头，仔猪 151.3 万头，种猪 9.2 万头。按扣非归母净利进行拆分，预计公司 Q3 生猪养殖平均完全成本接近 13.7 元/kg，9 月完全成本已降至略低于 13.7 元/kg。据公司公告随着前期饲料原料价格下降在成本端逐步体现及生产指标持续改善，公司目标年底完全成本实现 13 元/kg。另外公司 2024Q3 屠宰量合计 256.1 万头，预计对应亏损接近 1.5 亿左右，屠宰肉食品板块经营环比明显减亏，有望伴随产能利用率增长实现进一步改善。

图1：牧原股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



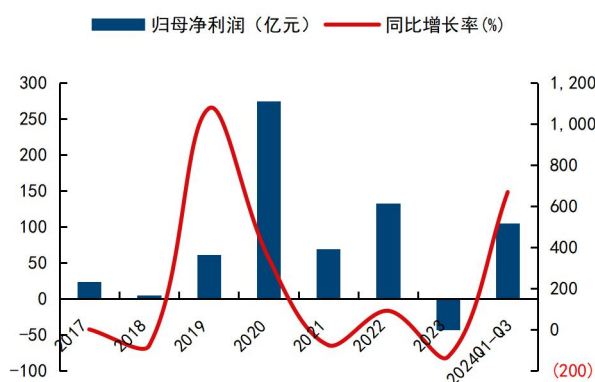
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：牧原股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



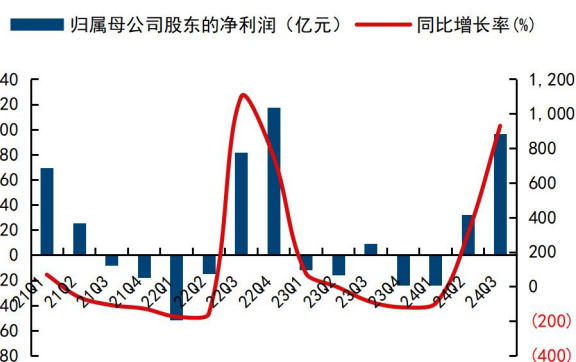
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：牧原股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

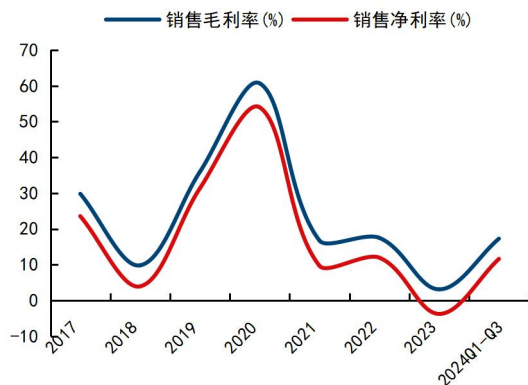
图4：牧原股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

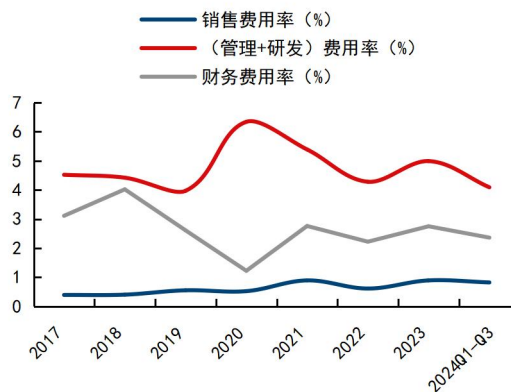
盈利水平同比改善，费用率水平同比有所下降。从盈利水平来看，2024Q1-Q3 毛利率同比+12.64pct 至 17.27%，净利率同比+13.64pct 至 11.62%。费用率方面，2024Q1-Q3 销售费用率同比-0.03pct 至 0.82%，管理及研发合计费用率同比-0.78pct 至 4.09%，财务费用率同比-0.35pct 至 2.36%，整体费用率水平下降。

图5: 牧原股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

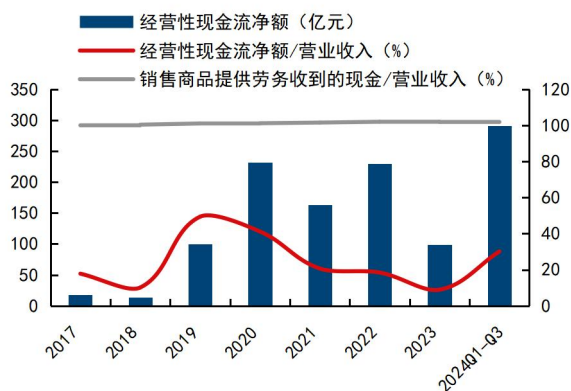
图6: 牧原股份费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

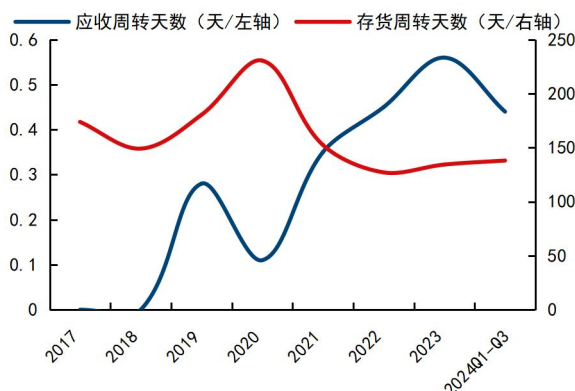
经营性现金流净额同比提升, 存货周转天数略微增长。2024Q1-Q3 经营性现金流净额同比+336.3%至 291.78 亿元, 占营业收入比例达 30.15%, 现金流创造能力明显增强。在主要流动资产周转方面, 2024Q1-Q3 应收周转天数同比-24.1%至 0.44 天, 存货周转天数同比+2.7%至 138.07 天。

图7: 牧原股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 牧原股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。牧原股份的管理优势突出, 2024Q3 业绩预告再次验证公司的成本管理优势, 从业绩兑现来看, 其仍是行业确定性的首选标的。公司有望凭借其养殖模式以及优秀的管理, 保持或者再次拉大与行业的竞争优势, 强者恒强。我们维持盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 152.6/251.8/228.7 亿元, 每股收益分别为 2.79/4.61/4.18 元, 对应 PE 分别为 16/10/11。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20794	19429	31104	45416	63789	营业收入	124826	110861	135606	158862	154727
应收款项	729	472	632	781	713	营业成本	102987	107415	98711	97538	101220
存货净额	38252	41931	37914	42713	45534	营业税金及附加	185	190	175	243	223
其他流动资产	2801	1730	2116	2559	2260	销售费用	759	983	1074	1244	1198
流动资产合计	62578	63583	75727	91255	112236	管理费用	4201	3876	4257	4965	4809
固定资产	113800	114459	115328	112440	104962	研发费用	1142	1658	1818	2145	2103
无形资产及其他	952	1155	1110	1065	1020	财务费用	2775	3054	2735	2404	1819
投资性房地产	15035	15489	15489	15489	15489	投资收益	47	(6)	5	(12)	11
长期股权投资	582	719	854	994	1141	资产减值及公允价值变动	0	(202)	183	0	0
资产总计	192948	195405	208508	221243	234847	其他收入	888	1134	(1987)	(2215)	(2273)
短期借款及交易性金融负债	38857	55580	54730	53780	47220	营业利润	14854	(3732)	14951	24695	22345
应付款项	28343	25977	23859	22915	27114	营业外净收支	76	(438)	(37)	(64)	20
其他流动负债	10967	13102	12024	13550	14412	利润总额	14930	(4170)	14914	24631	22365
流动负债合计	78167	94659	94375	90246	88747	所得税费用	(3)	(2)	(4)	12	4
长期借款及应付债券	19568	19070	20572	20352	20302	少数股东损益	1667	95	(341)	(564)	(512)
其他长期负债	7142	7639	8335	8186	8134	归属于母公司净利润	13266	(4263)	15260	25182	22872
长期负债合计	26710	26709	28907	28538	28436	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	104877	121368	123282	118784	117183	净利润	13266	(4263)	15260	25182	22872
少数股东权益	16287	11209	10953	10558	10210	资产减值准备	0	202	3	(6)	(11)
股东权益	71783	62828	74273	91900	107454	折旧摊销	11215	12682	11725	12481	13012
负债和股东权益总计	192948	195405	208508	221243	234847	公允价值变动损失	0	202	(183)	0	0
						财务费用	2775	3054	2735	2404	1819
						营运资本变动	(13194)	(2337)	973	(4550)	2389
						其它	1141	66	(259)	(389)	(336)
						经营活动现金流	12428	6553	27343	32719	37925
						资本开支	(14336)	(13315)	(12370)	(9542)	(5476)
						其它投资现金流	(2)	(18)	0	0	0
						投资活动现金流	(14613)	(13470)	(12505)	(9682)	(5623)
						权益性融资	9724	1069	0	0	0
						负债净变化	(3277)	(783)	1502	(220)	(50)
						支付股利、利息	(4191)	(7747)	(3815)	(7555)	(7319)
						其它融资现金流	15993	21544	(850)	(950)	(6560)
						融资活动现金流	10781	5552	(3163)	(8725)	(13929)
						现金净变动	8596	(1364)	11675	14312	18373
						货币资金的期初余额	12198	20794	19429	31104	45416
						货币资金的期末余额	20794	19429	31104	45416	63789
						企业自由现金流	(760)	(6228)	29907	25486	34073
						权益自由现金流	11956	14533	15572	21913	25644

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032