

23Q1 猪价低迷影响业绩，持续推进高质量发展

牧原股份 (002714.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件** 公司发布 2022 年年度报告、2023 年一季度报告。
- **22 年公司业绩高增长，23Q1 猪价低迷影响业绩** 22 年公司实现营业收入 1248.26 亿元，同比+58.23%，其中生猪、屠宰与肉食产品分别贡献 1197.44 亿元、147.18 亿元，同比+59.5%、+171.66%；归母净利润 132.66 亿元，同比+92.16%；扣非后归母净利润 130.29 亿元，同比+92.03%；综合毛利率 17.5%，同比+0.76pct；期间费用率 7.12%，同比-1.91pct。22Q4 公司营收 440.53 亿元，同比+94.85%；归母净利润 117.54 亿元，同比+752.81%；销售毛利率 34.06%，同比+35.68pct；期间费用率 5.35%，同比-4.29pct。**分红预案**：每 10 股派发现金红利 7.36 元（含税）。
23Q1 公司营收 241.98 亿元，同比+32.39%；归母净利润-11.98 亿元，同比减亏；销售毛利率 1.88%，同比+24.91pct；期间费用率 9.29%，同比-2.23pct。公司业绩下行主要源于生猪价格持续低迷。
- **22 年公司生猪出栏增长 52%，由高速发展转向高质量发展** 22 年公司合计出栏生猪 6120.1 万头（同比+52%），其中商品猪 5529.6 万头、仔猪 555.8 万头、种猪 34.6 万头。22 年公司养殖成本呈持续下降趋势，全年平均商品猪完全成本约 15.7 元/kg，其中 22Q4 降至 15.5 元/kg 以下；剔除粮食价格上涨对成本的影响后，公司已基本实现年度成本下降目标。22 年公司由高速发展进一步转向高质量发展，持续完善生猪养殖场区配套建设，提升生物安全硬件设施，不断强化生猪养殖的成本管理能力。
23Q1 公司出栏生猪 1384.5 万头（同比+0.2%），其中商品猪 1337.5 万头、仔猪 41.8 万头、种猪 5 万头。截至 23Q1 末，公司固定资产、在建工程、生产性生物资产分别为 1074.78 亿元、3.66 亿元、73.94 亿元，环比 22 年末+1.05%、-14.45%、+0.8%。2022 年末公司已有的养殖产能约 7500 万头/年。2023 年公司预计出栏生猪 6500-7100 万头，同比+6.21%至+16.01%。
- **公司猪肉产品销量增长显著，同时积极实施育种战略** 2022 年公司合计屠宰生猪 736.2 万头，销售鲜、冻品等猪肉产品 75.7 万吨（同比+159.09%），主要源于公司生产规模的扩大及产能的逐步释放。22 年末公司共投产 10 家属宰厂，设计屠宰产能 2900 万头/年；公司已在全国设立 25 家属宰子公司，并继续大力推展全国猪肉销售网络。同时，公司通过进一步扩大核心种猪群规模，保持在国内生猪育种领域的领先地位，为公司不断扩大商品猪的饲养规模奠定基础。截至 2022 年末，公司已出资设立 11 家种猪公司开展种猪育种及销售业务，在提升公司育种水平的同时，向社会提供更多优质种猪。
- **投资建议** 公司为生猪养殖行业龙头，生猪出栏稳健增长，成本优势显著，公司生猪养殖业绩具备行业竞争优势。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别 3.18 元、6.36 元、6 元，对应 PE 为 15 倍、7 倍、8 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 动物疫病与自然灾害的风险；原材料供应及价格波动的风险；生猪价格波动的风险；政策变化的风险等。

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

✉: xiezhuyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

市场数据

2023/04/27

A 股收盘价(元)	47.67
A 股一年内最高价(元)	65.99
A 股一年内最低价(元)	45.59
市盈率 (TTM)	-905
总股本 (亿股)	54.7
实际流通 A 股(亿股)	36.36
限售的流通 A 股(亿股)	18.34
流通 A 股市值(亿元)	1733

公司财务预测表

利润表 (百万元)					现金流量表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	124826.21	135834.08	150003.92	167643.86	净利润	14933.40	19452.34	38996.93	36767.14
营业成本	102987.06	105191.24	99681.92	118570.58	折旧与摊销	11215.71	10771.38	10771.38	10771.38
营业税金及附加	185.30	174.10	199.56	224.62	财务费用	2774.70	3395.85	3000.08	3352.88
销售费用	758.74	931.92	1040.24	1134.51	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4201.40	6791.70	7200.19	7711.62	经营营运资本变动	-14106.36	4021.11	-1897.24	679.83
财务费用	2774.70	3395.85	3000.08	3352.88	其他	8193.11	3.10	-0.67	0.66
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	23010.55	37643.78	50870.47	51571.88
投资收益	46.89	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3260.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12668.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-133.02	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15928.72	0.00	0.00	0.00
营业利润	14853.69	19349.27	38881.92	36649.66	短期借款	6873.82	-28092.82	-1072.62	0.00
其他非经营损益	76.34	76.34	76.34	76.34	长期借款	-3276.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	14930.03	19425.61	38958.26	36726.00	股权融资	8718.73	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.37	-26.73	-38.67	-41.14	支付股利	0.00	-2653.23	-3476.15	-6955.40
净利润	14933.40	19452.34	38996.93	36767.14	其他	-9895.05	-14107.86	-3000.08	-3352.88
少数股东损益	1667.24	2071.59	4219.95	3957.62	筹资活动现金流净额	2420.57	-44853.92	-7548.84	-10308.27
归属母公司股东净利	13266.16	17380.75	34776.98	32809.52	现金流量净额	9503.03	-7210.14	43321.63	41263.61
资产负债表 (百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20793.55	13583.41	56905.04	98168.65	总资产周转率	0.67	0.73	0.77	0.73
应收和预付款项	2830.91	2770.27	2810.26	3253.93	固定资产周转率	1.21	1.34	1.66	2.10
存货	38251.72	44452.09	40424.00	48757.93	应收账款周转率	781.93	748.86	740.86	733.47
其他流动资产	702.17	763.83	843.19	941.99	存货周转率	2.83	2.54	2.35	2.66
长期股权投资	581.85	581.85	581.85	581.85	资产负债率	54.36%	42.68%	33.57%	32.10%
投资性房地产	125.54	125.54	125.54	125.54	带息债务/总负债	46.47%	26.70%	27.78%	24.46%
固定资产和在建工程	113799.99	103164.12	92528.25	81892.37	流动比率	0.80	1.22	2.31	2.84
无形资产和开发支出	952.35	819.37	686.39	553.42	速动比率	0.31	0.34	1.38	1.92
其他非流动资产	14909.54	14907.01	14904.48	14901.95	股利支付率	0.00%	15.27%	10.00%	21.20%
资产总计	192947.61	181167.48	209808.99	249177.63	ROE	16.96%	18.73%	27.98%	21.73%
短期借款	29165.44	1072.62	0.00	0.00	ROA	7.74%	10.74%	18.59%	14.76%
应付和预收款项	30041.89	40937.04	35580.74	43593.63	ROIC	15.85%	19.68%	39.87%	41.46%
长期借款	10646.39	10646.39	10646.39	10646.39	EBITDA/销售收入	23.11%	24.67%	35.10%	30.29%
其他负债	35023.52	24662.23	24211.89	25755.89	EBITDA	28844.10	33516.50	52653.38	50773.91
负债合计	104877.23	77318.27	70439.01	79995.90	PE	19.65	15.00	7.50	7.95
股本	5472.28	5472.28	5472.28	5472.28	PB	3.63	3.05	2.23	1.83
资本公积	17631.34	17631.34	17631.34	17631.34	PS	2.09	1.92	1.74	1.56
留存收益	49743.87	64471.39	95772.22	121626.35	EV/EBITDA	9.82	7.54	3.96	3.29
归属母公司股东权益	71783.35	85490.59	116791.42	142645.55	股息率	0.00%	1.02%	1.33%	2.67%
少数股东权益	16287.03	18358.62	22578.56	26536.18					
股东权益合计	88070.38	103849.21	139369.98	169181.73					
负债和股东权益合计	192947.61	181167.48	209808.99	249177.63					

数据来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

谢芝优 首席分析师

南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。8年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn