

牧原股份(002714)

报告日期: 2023年04月28日

## 业绩稳健, 成本领先

### ——牧原股份点评报告

#### 投资要点

##### □ 公司发布 2022 年报和 2023 一季报:

2022 年实现营业收入 1248.26 亿元, 同比增长 58.23%, 归母净利润 132.66 亿元, 同比增长 92.16%; 2022Q4 实现营业收入 440.53 亿元, 同比增长 94.85%, 归母净利润 117.54 亿元, 同比增长 752.81%。2023Q1 实现营业收入 241.98 亿元, 同比增长 32.39%, 归母净利润-11.98 亿元, 同比增长 76.87%。

##### □ 2022 年生猪养殖量价齐升, 公司业绩强势兑现

(1) 生猪出栏量同比大幅增长。根据公告, 公司 2022 年销售生猪 6120.1 万头, 同增 52.0%, 其中商品猪 5529.6 万头, 仔猪 555.8 万头, 种猪 34.6 万头。22Q4 销售生猪 1597.6 万头, 同增 12.9%, 其中商品猪 1560.6 万头, 仔猪 32.1 万头, 种猪 4.9 万头。

(2) 下半年猪价上涨明显。2022 年全国猪价自年初进入下降通道, 并于 4 月底开启触底反弹, 公司商品猪头均利润自 22 年 6 月起正式扭亏, 伴随生猪价格前低后高的走势, 公司业绩呈现逐季改善, 22Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 -51.8/-15.0/82.0/117.5 亿元。根据公司发布的销售月报测算, 单四季度公司商品猪销售均价达 22.4 元/公斤, 公司披露的完全成本略低于 15.5 元/公斤, 测算 22Q4 商品猪头均盈利约 850 元。

##### □ 2023Q1 猪价低迷, 公司业绩承压

2023Q1 生猪市场供过于求, 猪价延续低迷, 公司生猪养殖业务陷入亏损。根据公告, 公司一季度共销售生猪 1,384.5 万头, 其中商品猪 1,337.6 万头, 仔猪 41.8 万头, 种猪 5.1 万头。根据公司发布的销售月报测算, 一季度商品猪销售价格约 14.7 元/公斤; 1、2 月份受寒冷天气影响, 北方地区生猪养殖受到疫病的干扰, 预计对公司养殖成本产生一定影响, 测算得到 23Q1 商品猪头均亏损 90-100 元。

##### □ 出栏量有望延续增长, 增效降本已现成效

**生猪出栏量有望延续增长。**公司 22 年上半年对能繁母猪进行淘汰优化, 能繁母猪存栏从 21 年年底的 283.1 万头降至 22 年 6 月末的 247.3 万头, 三季度开始回升, 根据销售月报, 截至 23 年 3 月底, 公司能繁母猪存栏 284.6 万头, 较 22 年底增加 3.1 万头, 较 22 年同期增加 9.4 万头, 母猪产能储备增加以及生产指标改善为生猪出栏延续增长提供了支撑。根据年报, 公司初步计划 23 年出栏 6500-7100 万头, 同增 6.21%-16.01%。

**增效降本已现成效。**公司经历了前 2 年的快速扩张后转向高质量发展, 通过智能化设备应用、猪舍升级改造、疫病防控和疾病净化等技术的不断创新与落地, 持续提升生产指标, 22 年底公司 PSY 折年率在 27 左右, 育肥阶段料肉比在 2.9 左右, 全程成活率已超 85%, 22 年底公司商品猪完全成本已降至 15.5 元/公斤以下, 伴随生产指标持续改善以及玉米、豆粕等饲料原材料价格逐渐回落, 2023 年公司养殖成本有望进一步下降。根据博亚和讯数据, 2023 年一季度行业自繁自养头均亏损约 274 元, 而公司头均亏损仅在 90-100 元, 可见公司在行业中仍保持领先的成本优势。

##### □ 投资建议:

2023 年上半年生猪板块持续亏损, 行业现金流不断收紧, 母猪产能加速出清, 持续的去产能有望在未来催生更加璀璨的猪周期, 2024 年公司或受益景气周期, 充分释放业绩弹性。我们根据猪价走势和公司出栏规划, 预计公司 2023/24/25 年分别实现归母净利润 161.04/317.09/284.87 亿元, 分别同比增长 21.39%/96.90%/-10.16%。对应 EPS 分别为 2.94/5.79/5.21 元, 当前股价对应 PE 分别为 16.20/8.23/9.16 倍, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示:

生猪出栏量不及预期、猪价不及预期、原材料价格大幅波动。

#### 投资评级: 买入(维持)

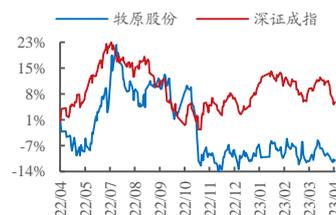
分析师: 孟维肖

执业证书号: S1230521120002  
mengweixiao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥47.67
总市值(百万元)	260,744.36
总股本(百万股)	5,469.78

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩强势兑现, 内功已入佳境》2023.02.01
- 《业绩改善明显, 生产指标持续优化——牧原股份 2022 三季报点评》2022.10.26
- 《【浙商农业】牧原股份深度报告: 逆势扩张彰显龙头风范, 成本优势助力穿越周期-20220205》2022.02.05

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	124826.21	141618.50	165314.03	176935.08
(+/-) (%)	58.23%	13.45%	16.73%	7.03%
归母净利润	13266.16	16104.03	31709.21	28487.28
(+/-) (%)	91.18%	21.39%	96.90%	-10.16%
每股收益(元)	2.42	2.94	5.79	5.21
P/E	19.66	16.20	8.23	9.16

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	62578	93716	104802	128894
现金	20794	15862	38687	55254
交易性金融资产	3	1	2	2
应收账款	237	192	281	289
其它应收款	493	392	555	594
预付账款	2102	5729	3509	4493
存货	38252	70910	61129	67606
其他	699	630	639	656
<b>非流动资产</b>	130369	151624	170627	180214
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	582	358	416	452
固定资产	106359	129637	147547	158615
无形资产	952	1105	1202	1307
在建工程	7441	6904	6315	5215
其他	15035	13621	15147	14625
<b>资产总计</b>	192948	245340	275429	309108
<b>流动负债</b>	78167	114674	106731	109512
短期借款	29165	29648	24707	25512
应付款项	28343	60531	54942	56848
预收账款	0	0	0	0
其他	20658	24495	27083	27153
<b>非流动负债</b>	26710	22383	25416	24836
长期借款	10646	10646	10646	10646
其他	16064	11737	14769	14190
<b>负债合计</b>	104877	137057	132147	134349
少数股东权益	16287	18311	21601	24591
归属母公司股东权益	71783	89972	121681	150168
<b>负债和股东权益</b>	192948	245340	275429	309108

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	23011	31293	54648	39272
净利润	14933	18128	34999	31478
折旧摊销	11216	7641	9358	10808
财务费用	2775	3126	2953	2534
投资损失	(47)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	(8585)	34337	(2120)	1068
其它	2719	(31892)	9504	(6569)
<b>投资活动现金流</b>	(15929)	(30270)	(26797)	(20862)
资本支出	(3129)	(30395)	(26632)	(20751)
长期投资	(248)	257	(89)	(27)
其他	(12551)	(132)	(76)	(85)
<b>筹资活动现金流</b>	2421	(5955)	(5025)	(1844)
短期借款	6874	482	(4941)	805
长期借款	(3277)	0	0	0
其他	(1176)	(6437)	(84)	(2649)
<b>现金净增加额</b>	9502	(4932)	22826	16567

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	124826	141619	165314	176935
营业成本	102987	114776	121116	135759
营业税金及附加	185	142	149	200
营业费用	759	779	827	1026
管理费用	4201	5268	6365	6900
研发费用	1142	1119	909	1044
财务费用	2775	3126	2953	2534
资产减值损失	23	(5)	(4)	7
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	47	47	47	47
其他经营收益	2186	1567	1815	1856
<b>营业利润</b>	14854	18028	34862	31367
营业外收支	76	76	76	76
<b>利润总额</b>	14930	18104	34939	31443
所得税	(3)	(24)	(61)	(34)
<b>净利润</b>	14933	18128	34999	31478
少数股东损益	1667	2024	3290	2990
<b>归属母公司净利润</b>	13266	16104	31709	28487
EBITDA	27931	28543	46826	44376
EPS (最新摊薄)	2.42	2.94	5.79	5.21

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	58.23%	13.45%	16.73%	7.03%
营业利润	92.82%	21.37%	93.38%	-10.03%
归属母公司净利润	91.18%	21.39%	96.90%	-10.16%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.50%	18.95%	26.74%	23.27%
净利率	11.96%	12.80%	21.17%	17.79%
ROE	16.93%	16.40%	25.21%	17.91%
ROIC	13.10%	14.75%	21.91%	16.77%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.36%	55.86%	47.98%	43.46%
净负债比率	47.20%	34.33%	32.86%	33.00%
流动比率	0.80	0.82	0.98	1.18
速动比率	0.31	0.20	0.41	0.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	0.65	0.63	0.61
应收账款周转率	799.80	831.21	825.18	748.62
应付账款周转率	3.60	2.93	2.39	2.76
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.42	2.94	5.79	5.21
每股经营现金	4.20	5.72	9.99	7.18
每股净资产	13.12	16.44	22.24	27.44
<b>估值比率</b>				
P/E	19.66	16.20	8.23	9.16
P/B	3.63	2.90	2.14	1.74
EV/EBITDA	11.39	11.04	6.27	6.32

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>