

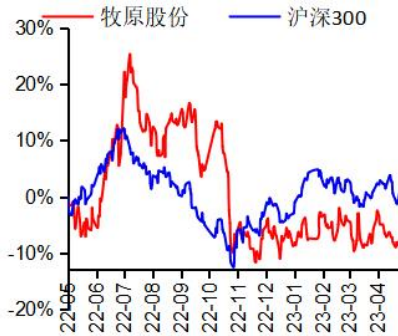
生产指标明显改善，Q1 业绩超市场预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-5-1

| | |
|------------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 47.87 |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 65.99/45.59 |
| 总股本 (百万股) | 5469.78 |
| 流通股本 (百万股) | 3636.09 |
| 流通股比例 (%) | 66.5 |
| 总市值 (亿元) | 2618 |
| 流通市值 (亿元) | 1741 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 牧原股份 (002714) 三季报点评：生猪业务成本再降，养殖产能有望稳步攀升 2022-10-24
2. 牧原股份 (002714) 点评：非公开发行股票获批，Q3 净利或达 90 亿元 2022-9-14

主要观点：

● 2022 年归母净利润 132.7 亿元，2023Q1 亏损 11.98 亿元

公司公布 2022 年报和 2023 年一季报：2022 年实现收入 1248.3 亿元，同比增长 58.2%，归母净利润 132.7 亿元，同比增长 92.2%；2023Q1 实现收入 241.98 亿元，同比增长 32.4%，亏损 11.98 亿元，Q1 业绩超市场预期。

● 生产指标明显改善，育肥猪完全成本约 15.5 元/公斤

2022 年，公司生猪销量 6120.1 万头，同比大增 52%，其中，Q4 生猪销量 1597.7 万头，同比增长 12.9%，10-12 月商品猪销售均价分别为 26.05 元/公斤、23.33 元/公斤、18.61 元/公斤，根据我们推算，Q4 公司育肥猪完全成本约 15.5 元/公斤，与 Q3 基本持平，较 2022 年初逾 16 元/公斤明显下降。2023Q1，公司生猪销量 1384.5 万头，同比增长 0.2%，1-2 月、3 月商品猪销售均价分别为 14.49 元/公斤、15 元/公斤，根据我们推算，Q1 公司育肥猪完全成本约 15.5 元/公斤。2022 年，公司战略规划从此前的快速发展阶段转向优化发展阶段，在生猪健康管理、疫病净化等方面取得显著成效，各项生产指标明显改善，养殖全程存活率由 2022 年初不足 80% 增长至现阶段约 86%，PSY 由 2022 年初 25 头增长至现阶段 28 头左右。

● 2023 年计划出栏生猪 6500-7100 万头，屠宰量 1000-1500 万头

2022 年，公司能繁母猪存栏量经历了 Q1、Q2 连续两个季度下降，6 月末存栏降至低点 247 万头，Q3 开始企稳回升，2023 年 1 季末，公司能繁母猪存栏量已回升至 285 万头。2022 年末，公司拥有养殖产能约 7,500 万头，2023 年计划出栏生猪 6,500 万头-7,100 万头。

2022 年末，公司拥有屠宰设计产能 2,900 万头/年。2022 年，公司屠宰生猪 736.2 万头，销售鲜、冻品等猪肉产品 75.7 万吨；2023Q1，公司屠宰生猪 249.6 万头，按照近期日屠宰量约 3.5 万头，全年屠宰量将达到 1,000 万头-1,500 万头量级。

● 生猪养殖业持续去产能，猪病有望加速产能去化，静待猪价反转

① 生猪养殖行业正处于去产能阶段。3 月中国畜牧业协会二元母猪存栏量环比下降 2.3%，涌益咨询、农业部、钢联能繁母猪存栏环比分别降 1.95%、下降 0.9%、下降 0.28%，延续今年以来下降趋势。据农业部数据推演，能繁母猪存栏量在 2022 年 4 月达到最低点，对应今年 3、4 月生猪出栏会处于本轮周期最低水平，然而，自去年 12 月以来，行业持续亏损，3、4 月猪价未有起色，市场或低估了生产效率提升对猪价的负面影响，2023 年猪价或整体低迷，生猪养殖业有望持续去产能；② 带毒生产意愿低。非瘟流行数年，强毒株、中等毒力毒株、低毒力毒株现已同时存在。带毒生产与生猪价格直接相关，因母猪带毒生产死胎率高，只有在高猪价前提下，养殖户才会选择母猪带毒生产，当前低猪价的选择多是清场；③ 南方雨季大概率演绎北方冬季去产能；④ 关注二育变化。

投资建议

我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量分别为 7038 万头、7742 万头、8516 万头，同比分别增长 15%、10%、10%；育肥猪出栏量分别为 6708 万头、7412 万头、8186 万头，同比分别增长 21.3%、10.5%、10.4%；主营业务收入分别为 1359.0 亿元、1811.6 亿元、2006.9 亿元，归母净利分别为 72.2 亿元、368.3 亿元、369.1 亿元，同比分别增长-45.6%、410.1%、0.2%，归母净利润前值 2023 年 302.2 亿元、2024 年 232.4 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 2023-2024 年猪价预期。生猪养殖行业正处于去产能阶段，静待猪价进入新一轮上涨周期，公司作为我国最大的生猪养殖企业，盈利能力业内领先，我们维持公司“买入”评级不变。

风险提示

疫情；猪价大跌。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 124826 | 135903 | 181163 | 200694 |
| 收入同比 (%) | 58.2% | 8.9% | 33.3% | 10.8% |
| 归属母公司净利润 | 13266 | 7220 | 36831 | 36913 |
| 净利润同比 (%) | 92.2% | -45.6% | 410.1% | 0.2% |
| 毛利率 (%) | 17.5% | 10.7% | 26.3% | 23.8% |
| ROE (%) | 18.5% | 9.3% | 32.2% | 24.4% |
| 每股收益 (元) | 2.49 | 1.32 | 6.73 | 6.75 |
| P/E | 19.58 | 36.26 | 7.11 | 7.09 |
| P/B | 3.72 | 3.38 | 2.29 | 1.73 |
| EV/EBITDA | 10.35 | 11.90 | 4.20 | 3.17 |

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 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 62578 | 98627 | 135870 | 210374 | 营业收入 | 124826 | 135903 | 181163 | 200694 |
| 现金 | 20794 | 45530 | 84259 | 142467 | 营业成本 | 102987 | 121388 | 133563 | 152934 |
| 应收账款 | 177 | 163 | 290 | 212 | 营业税金及附加 | 185 | 202 | 269 | 298 |
| 其他应收款 | 493 | 332 | 767 | 450 | 销售费用 | 759 | 815 | 906 | 1003 |
| 预付账款 | 2102 | 2477 | 2725 | 3121 | 管理费用 | 4201 | 4622 | 5084 | 5592 |
| 存货 | 38252 | 49417 | 47045 | 63407 | 财务费用 | 2775 | 1647 | 1276 | 695 |
| 其他流动资产 | 762 | 707 | 784 | 717 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 130369 | 124020 | 116770 | 111620 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 582 | 582 | 582 | 582 | 投资净收益 | 47 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 106359 | 103479 | 99699 | 95020 | 营业利润 | 14854 | 8128 | 41460 | 41552 |
| 无形资产 | 952 | 1032 | 1112 | 1192 | 营业外收入 | 377 | 300 | 300 | 300 |
| 其他非流动资产 | 22476 | 18926 | 15376 | 14826 | 营业外支出 | 301 | 300 | 300 | 300 |
| 资产总计 | 192948 | 222646 | 252640 | 321994 | 利润总额 | 14930 | 8128 | 41460 | 41552 |
| 流动负债 | 78167 | 100961 | 89195 | 116697 | 所得税 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 29165 | 29165 | 29165 | 29165 | 净利润 | 14933 | 8128 | 41460 | 41552 |
| 应付账款 | 25186 | 42251 | 31950 | 53013 | 少数股东损益 | 1667 | 907 | 4629 | 4639 |
| 其他流动负债 | 23816 | 29545 | 28079 | 34518 | 归属母公司净利润 | 13266 | 7220 | 36831 | 36913 |
| 非流动负债 | 26710 | 27010 | 27310 | 27610 | EBITDA | 29848 | 23474 | 57336 | 57747 |
| 长期借款 | 10646 | 10646 | 10646 | 10646 | EPS (元) | 2.49 | 1.32 | 6.73 | 6.75 |
| 其他非流动负债 | 16064 | 16364 | 16664 | 16964 | | | | | |
| 负债合计 | 104877 | 127971 | 116505 | 144307 | | | | | |
| 少数股东权益 | 16287 | 17194 | 21823 | 26462 | | | | | |
| 股本 | 5472 | 5470 | 5470 | 5470 | | | | | |
| 资本公积 | 17631 | 16111 | 16111 | 16111 | | | | | |
| 留存收益 | 48680 | 55900 | 92731 | 129644 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 71783 | 77480 | 114312 | 151225 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 192948 | 222646 | 252640 | 321994 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|--------|-------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 23011 | 35269 | 47738 | 70217 |
| 净利润 | 14933 | 8128 | 41460 | 41552 |
| 折旧摊销 | 12132 | 13700 | 14600 | 15500 |
| 财务费用 | 3131 | 1959 | 1959 | 1959 |
| 投资损失 | -47 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -7362 | 11482 | -10281 | 11206 |
| 其他经营现金流 | 22518 | -3355 | 51742 | 30346 |
| 投资活动现金流 | -15929 | -7350 | -7350 | -10350 |
| 资本支出 | -15693 | -7350 | -7350 | -10350 |
| 长期投资 | -236 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 2421 | -3182 | -1659 | -1659 |
| 短期借款 | 6874 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -3277 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 210 | -3 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 8509 | -1521 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -9895 | -1659 | -1659 | -1659 |
| 现金净增加额 | 9503 | 24737 | 38729 | 58208 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 58.2% | 8.9% | 33.3% | 10.8% |
| 营业利润 | 93.7% | -45.3% | 410.1% | 0.2% |
| 归属于母公司净利 | 92.2% | -45.6% | 410.1% | 0.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 17.5% | 10.7% | 26.3% | 23.8% |
| 净利率 (%) | 10.6% | 5.3% | 20.3% | 18.4% |
| ROE (%) | 18.5% | 9.3% | 32.2% | 24.4% |
| ROIC (%) | 11.7% | 6.2% | 21.4% | 17.5% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 54.4% | 57.5% | 46.1% | 44.8% |
| 净负债比率 (%) | 119.1% | 135.2% | 85.6% | 81.2% |
| 流动比率 | 0.80 | 0.98 | 1.52 | 1.80 |
| 速动比率 | 0.28 | 0.46 | 0.96 | 1.23 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.67 | 0.65 | 0.76 | 0.70 |
| 应收账款周转率 | 799.80 | 799.80 | 799.80 | 799.80 |
| 应付账款周转率 | 3.60 | 3.60 | 3.60 | 3.60 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.49 | 1.32 | 6.73 | 6.75 |
| 每股经营现金流薄) | 4.21 | 6.45 | 8.73 | 12.84 |
| 每股净资产 | 13.12 | 14.17 | 20.90 | 27.65 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 19.58 | 36.26 | 7.11 | 7.09 |
| P/B | 3.72 | 3.38 | 2.29 | 1.73 |
| EV/EBITDA | 10.35 | 11.90 | 4.20 | 3.17 |

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。

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述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；
- 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。