

牧原股份 (002714.SZ) 公司领先优势再次拉大，成本优势助力全周期盈利

2023年04月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈雪丽（分析师）

李怡然（联系人）

chenxueli@kysec.cn

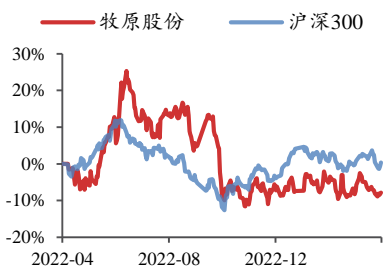
liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790121050058

日期	2023/4/28
当前股价(元)	47.87
一年最高最低(元)	65.99/45.59
总市值(亿元)	2,618.38
流通市值(亿元)	1,740.60
总股本(亿股)	54.70
流通股本(亿股)	36.36
近3个月换手率(%)	53.73

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《成本保持行业领先，周期反转助力公司产能稳增—公司信息更新报告》-2022.10.25

《养殖效率持续提升，资产结构持续优化—公司信息更新报告》-2022.9.1

《低猪价聚焦以质换量，资本开支收缩资金压力减弱—公司信息更新报告》-2022.5.2

● 公司领先优势再次拉大，成本优势助力全周期盈利，维持“买入”评级

牧原股份发布 2022 年年报及 2023 年一季报，公司 2022 年实现营收 1248.26 亿元 (+58.23%)，实现归母净利润 132.66 亿元 (+92.16%)。公司 2023Q1 实现营收 241.98 亿元 (+32.39%)，实现归母净利润-11.98 亿元 (+76.87%)。行业短期供给过剩致使行业整体处于亏损状态，我们预计行业有望于 2023Q3 实现扭亏，基于行业周期反转节奏拖后，下调公司 2023 年预测，上调公司 2024 年预测，新增 2025 年预测。我们预计公司 2022-2025 年归母净利润为 216.96/460.33/420.65 亿元（原预测分别为 400.03/307.26 亿元），对应 EPS 分别为 3.97/8.42/7.69 元，当前股价对应 PE 为 12.0/5.7/6.2 倍。2023Q1 北方生猪养殖产能遭受疫病扰动背景下，公司养殖成本优势较行业再次拉大，维持“买入”评级。

● 公司成本优势较行业进一步拉开，公司有望借成本优势实现全周期盈利

销量：2022 年公司销售肉猪 6120.1 万头 (+52.0%)，其中商品猪、仔猪、种猪分别销售 5529.6/555.8/34.6 万头；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 (+159.1%)。2023Q1 公司销售生猪 1384.5 万头 (+2.0%)；其中商品猪、仔猪、种猪分别销售 1337.6/41.8/5.1 万头。**成本：**公司 2022 年商品猪完全成本 15.7 元/kg 左右，2022Q4 商品猪完全成本降至 15.5 元/kg 以下。我们测算公司 2023Q1 月完全成本降至 15.4 元/kg。**产能：**2022 年末，公司已建成养殖产能约 7500 万头/年；已具备设计屠宰产能 2900 万头/年（共投产 10 家屠宰厂）。截至 2023Q1 末公司能繁母猪存栏量 284.6 万头（环比 2022 年末增加 3.1 万头）。公司目标 2023 年生猪出栏 6500-7100 万头。

● 公司资金状态充裕，GDR 获批上市后将进一步实现流动性补充

2023Q1 末公司账面货币资金 232.10 亿元。2023Q1 末公司资产负债率降至 56.37%。公司 GDR 上市申请已获得瑞交所批准，上市后公司资金状态将进一步充裕。行业亏损状态下，公司将借助成本优势及充裕资金实现跨周期成长。

● 风险提示：动物疫病发生不确定性，新冠疫情压制消费及公司销售节奏等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	78,890	124,826	159,059	205,911	222,161
YOY(%)	40.2	58.2	27.4	29.5	7.9
归母净利润(百万元)	6,904	13,266	21,696	46,033	42,065
YOY(%)	-74.9	92.2	63.5	112.2	-8.6
毛利率(%)	16.7	17.5	20.1	29.3	24.8
净利率(%)	8.8	10.6	13.6	22.4	18.9
ROE(%)	11.1	17.0	22.3	32.8	23.5
EPS(摊薄/元)	1.26	2.43	3.97	8.42	7.69
P/E(倍)	37.8	19.7	12.0	5.7	6.2
P/B(倍)	5.1	3.7	2.9	2.0	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	48753	62578	104369	67810	147817
现金	12198	20794	30317	12551	58649
应收票据及应收账款	136	237	0	0	0
其他应收款	264	493	336	790	406
预付账款	1090	2102	3197	3295	3565
存货	34476	38252	69818	50474	84497
其他流动资产	590	702	700	700	701
非流动资产	128513	130369	151468	209913	217630
长期投资	307	582	751	953	1158
固定资产	106902	113694	123780	162593	167981
无形资产	863	952	1045	1158	1280
其他非流动资产	20441	15142	25892	45209	47210
资产总计	177266	192948	255837	277723	365447
流动负债	78232	78167	123440	96119	146995
短期借款	22292	29165	22086	34954	24166
应付票据及应付账款	36669	28343	70262	39447	83641
其他流动负债	19271	20658	31091	21719	39189
非流动负债	30430	26710	24247	26686	21677
长期借款	22549	19568	17941	19930	14722
其他非流动负债	7881	7142	6306	6756	6955
负债合计	108662	104877	147687	122805	168673
少数股东权益	14252	16287	18698	23530	27690
股本	5262	5472	5472	5472	5472
资本公积	9123	17631	17631	17631	17631
留存收益	37965	49744	68481	107705	143017
归属母公司股东权益	54352	71783	89452	131388	169084
负债和股东权益	177266	192948	255837	277723	365447

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	16295	23011	60103	40993	88701
净利润	7639	14933	24107	50866	46225
折旧摊销	8113	11216	8190	10436	12674
财务费用	2178	2775	2519	2740	2295
投资损失	13	-47	-15	-31	-23
营运资金变动	-3294	-8206	25289	-23014	27531
其他经营现金流	1647	2340	13	-3	-1
投资活动现金流	-35968	-15929	-29284	-68847	-20367
资本支出	35852	15739	20943	58240	7511
长期投资	-136	-236	-169	-209	-205
其他投资现金流	-252	-426	-8510	-10816	-13061
筹资活动现金流	14171	2421	-21295	-1170	-10978
短期借款	5759	6874	-7080	1610	471
长期借款	10618	-2981	-1626	1989	-5208
普通股增加	1503	210	0	0	0
资本公积增加	-882	8509	0	0	0
其他筹资现金流	-2827	-10191	-12589	-4769	-6241
现金净增加额	-5502	9503	9523	-29024	57356

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	78890	124826	159059	205911	222161
营业成本	65680	102987	127132	145490	167084
营业税金及附加	92	185	239	268	289
营业费用	700	759	954	1235	1222
管理费用	3442	4201	5249	6383	6665
研发费用	808	1142	1432	2059	1999
财务费用	2178	2775	2519	2740	2295
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1694	2189	2500	3000	3500
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-13	47	15	31	23
资产处置收益	0	-2	1	0	-0
营业利润	7668	14854	24051	50767	46129
营业外收入	323	377	350	363	357
营业外支出	380	301	340	321	330
利润总额	7611	14930	24060	50810	46155
所得税	-28	-3	-47	-55	-70
净利润	7639	14933	24107	50866	46225
少数股东损益	735	1667	2411	4832	4160
归属母公司净利润	6904	13266	21696	46033	42065
EBITDA	18197	28581	33655	62956	60124
EPS(元)	1.26	2.43	3.97	8.42	7.69

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	40.2	58.2	27.4	29.5	7.9
营业利润(%)	-74.8	93.7	61.9	111.1	-9.1
归属于母公司净利润(%)	-74.9	92.2	63.5	112.2	-8.6
获利能力					
毛利率(%)	16.7	17.5	20.1	29.3	24.8
净利率(%)	8.8	10.6	13.6	22.4	18.9
ROE(%)	11.1	17.0	22.3	32.8	23.5
ROIC(%)	8.8	12.6	18.2	26.4	21.5
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	54.4	57.7	44.2	46.2
净负债比率(%)	70.4	50.8	19.0	35.6	-3.3
流动比率	0.6	0.8	0.8	0.7	1.0
速动比率	0.2	0.3	0.2	0.1	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.7
应收账款周转率	1018.3	670.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.5	3.2	2.6	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.26	2.43	3.97	8.42	7.69
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	4.21	10.99	7.49	16.22
每股净资产(最新摊薄)	9.30	12.94	16.17	23.83	30.73
估值比率					
P/E	37.8	19.7	12.0	5.7	6.2
P/B	5.1	3.7	2.9	2.0	1.6
EV/EBITDA	17.8	11.3	8.9	5.4	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn