

牧原股份 (002714.SZ) 成本持续下降经营稳扎稳打, 公司长期配置价值显现

2023年08月18日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

陈雪丽 (分析师)

王高展 (联系人)

chenxueli@kysec.cn

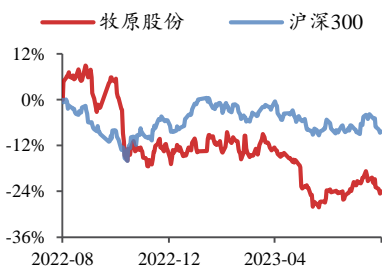
wanggaozhan@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

证书编号: S0790123060055

日期	2023/8/17
当前股价(元)	41.57
一年最高最低(元)	60.96/39.32
总市值(亿元)	2,271.95
流通市值(亿元)	1,511.52
总股本(亿股)	54.65
流通股本(亿股)	36.36
近3个月换手率(%)	33.17

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司领先优势再次拉大, 成本优势助力全周期盈利—公司信息更新报告》-2023.4.29

《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

● 成本持续下降经营稳扎稳打, 公司长期配置价值显现, 维持“买入”评级

牧原股份发布2023年中报, 公司2023H1实现营收518.69亿元(同比+17.17%), 实现归母净利润-27.79亿元(同比+58.42%)。7月下旬以来受季节、台风暴雨天气及压栏二育影响, 猪价短期出现较大幅度上涨, 我们预计2023H2猪价好于2023H1, 公司盈利有望改善, 但2023H2生猪整体供给仍充足, 猪价中枢上移空间或有限, 我们下调公司2023-2025年归母净利润为93.00/245.75/388.16亿元(原预测分别为216.96/460.33/420.65亿元), 对应EPS分别为1.70/4.50/7.10元, 当前股价对应PE为24.4/9.2/5.9倍。公司养殖成本持续下降竞争优势显著, 不惧猪价波动有望实现全周期盈利, 维持“买入”评级。

● 成本持续下降效率稳步提升, 公司生猪养殖稳扎稳打拾级而上

出栏: 公司2023H1生猪养殖业务实现营收506.83亿元(同比+18.9%), 实现生猪出栏3026.5万头(同比-3.2%), 其中商品猪/仔猪/种猪分别出栏2907.7/109.0/9.7万头, 2023全年6500-7100万头生猪出栏目标稳步推进。**成本:** 据我们的测算, 公司2023H1生猪养殖完全成本约15元/公斤, 其中Q1、Q2完全成本分别为15.2、14.8元/公斤, 成本下降主要系公司养殖效率提高及饲料成本下降。我们预计公司年底成本有望降至14元/公斤以下。**产能:** 截至报告期末, 公司生猪养殖产能超7800万头/年, 能繁母猪存栏303.2万头, PSY提升至29(2022年同期25), 全程存活率达87%(2022年同期80%), 公司产能储备充足, 养殖效率稳步提升, 重点发力成本控制, 稳扎稳打拾级而上。**屠宰:** 公司2023H1屠宰业务实现营业收入86.74亿元, 生猪屠宰量552.2万头, 预计全年生猪屠宰量可达1200-1500万头, 随屠宰产能利用率提升及销售渠道优化, 公司屠宰业务有望逐步扭亏为盈。

● 公司资金充裕经营稳健, 高分红彰显长期配置价值

截至报告期末, 公司账面货币资金175.53亿元, 资产负债率60.06%, 资金状况良好。2023年7月13日, 公司实施2022年度利润分红, 每股现金红利约0.74元, 股利支付率达30.18%, 高分红回馈股东彰显公司长期配置价值。

● 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	146,782	175,602	203,816
YOY(%)	40.2	58.2	17.6	19.6	16.1
归母净利润(百万元)	6,904	13,266	9,300	24,575	38,816
YOY(%)	-74.9	92.2	-29.9	164.2	57.9
毛利率(%)	16.7	17.5	12.0	20.1	24.9
净利率(%)	8.8	10.6	6.3	14.0	19.0
ROE(%)	11.1	17.0	11.0	23.1	27.4
EPS(摊薄/元)	1.26	2.43	1.70	4.50	7.10
P/E(倍)	32.9	17.1	24.4	9.2	5.9
P/B(倍)	4.5	3.2	3.0	2.4	1.7

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	107352	77580	137512
现金	12198	20794	31855	28727	53371
应收票据及应收账款	136	237	222	251	299
其他应收款	264	493	272	688	409
预付账款	1090	2102	2786	2749	3543
存货	34476	38252	71516	44466	79190
其他流动资产	590	702	700	700	701
非流动资产	128513	130369	137150	159675	168920
长期投资	307	582	751	953	1158
固定资产	106902	113694	117170	135923	143181
无形资产	863	952	1045	1158	1280
其他非流动资产	20441	15142	18184	21640	23301
资产总计	177266	192948	244502	237255	306433
流动负债	78232	78167	128044	99101	133510
短期借款	22292	29165	22086	37525	24166
应付票据及应付账款	36669	28343	74879	37477	77393
其他流动负债	19271	20658	31079	24100	31951
非流动负债	30430	26710	22093	20735	17223
长期借款	22549	19568	16400	14871	11251
其他非流动负债	7881	7142	5693	5864	5972
负债合计	108662	104877	150138	119836	150732
少数股东权益	14252	16287	17320	19900	23739
股本	5262	5472	5472	5472	5472
资本公积	9123	17631	17631	17631	17631
留存收益	37965	49744	57773	78705	111276
归属母公司股东权益	54352	71783	77044	97519	131962
负债和股东权益	177266	192948	244502	237255	306433

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	16295	23011	49519	20489	67632
净利润	7639	14933	10334	27155	42655
折旧摊销	8113	11216	7963	9276	10810
财务费用	2178	2775	2391	2474	1992
投资损失	13	-47	-15	-31	-23
营运资金变动	-3294	-8206	28861	-18349	12237
其他经营现金流	1647	2340	-15	-36	-39
投资活动现金流	-35968	-15929	-14739	-31767	-20032
资本支出	35852	15739	14588	31595	19849
长期投资	-136	-236	-169	-202	-205
其他投资现金流	21	47	18	31	22
筹资活动现金流	14171	2421	-23718	-5679	-9127
短期借款	5759	6874	-7080	15439	-13358
长期借款	10618	-2981	-3168	-1529	-3621
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	-13471	-19590	7852
现金净增加额	-5502	9503	11061	-16958	38473

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	78890	124826	146782	175602	203816
营业成本	65680	102987	129130	140277	153077
营业税金及附加	92	185	220	228	265
营业费用	700	759	954	1054	1121
管理费用	3442	4201	4991	5795	6522
研发费用	808	1142	1336	1756	1834
财务费用	2178	2775	2391	2474	1992
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	10304	27082	42564
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	10313	27125	42590
所得税	-28	-3	-20	-30	-65
净利润	7639	14933	10334	27155	42655
少数股东损益	735	1667	1033	2580	3839
归属母公司净利润	6904	13266	9300	24575	38816
EBITDA	18197	28581	19640	37822	54475
EPS(元)	1.26	2.43	1.70	4.50	7.10

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	40.2	58.2	17.6	19.6	16.1
营业利润(%)	-74.8	93.7	-30.6	162.8	57.2
归属于母公司净利润(%)	-74.9	92.2	-29.9	164.2	57.9
获利能力					
毛利率(%)	16.7	17.5	12.0	20.1	24.9
净利率(%)	8.8	10.6	6.3	14.0	19.0
ROE(%)	11.1	17.0	11.0	23.1	27.4
ROIC(%)	9.4	13.1	9.7	18.3	25.1
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	54.4	61.4	50.5	49.2
净负债比率(%)	60.4	45.9	12.8	25.5	-7.3
流动比率	0.6	0.8	0.8	0.8	1.0
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	1018.3	799.8	1899.1	1730.7	1362.0
应付账款周转率	2.8	3.6	3.0	2.9	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.26	2.43	1.70	4.50	7.10
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	4.21	9.06	3.75	12.37
每股净资产(最新摊薄)	9.31	12.95	13.91	17.66	23.96
估值比率					
P/E	32.9	17.1	24.4	9.2	5.9
P/B	4.5	3.2	3.0	2.4	1.7
EV/EBITDA	15.6	9.9	13.1	7.3	4.4

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（underperform）	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（underperform）	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