



牧原股份 (002714.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

成本优势突出，出栏稳健增长

业绩简评

2022年8月17日公司披露2023年半年报。2023年上半年期间实现营业收入518.69亿元，同比+17.17%；实现归母净利润-27.79亿元，同比减亏58.42%。2023年Q2实现营业收入276.71亿元，同比+6.47%；实现归母净利润-15.81亿元，同比减亏5.12%。

经营分析

商品猪出栏稳健增长，产能储备充足。公司2023H1共计出栏3026.5万头生猪，同比-3.26%，其中商品猪2907.7万头，同比+7.78%；仔猪109.0万头，同比-73.37%；种猪9.7万头，同比-54.03%，生猪出栏量同比减少主要系2022H1仔猪销售较多。截至2023Q2末，公司能繁母猪存栏为303.2万头，较2023Q1末增加18.6万头，能繁母猪存栏为今年出栏6500-7100万头打下坚实基础。

公司今年以来成本端持续优化。Q2养殖完全成本14.8元/公斤左右，我们测算Q2单头亏损约90元，公司7月份完全成本已经下降至14.3元/公斤，公司成本端优势地位稳固。截至目前，公司养殖全程存活率高于87%，PSY上升至28以上，育肥料肉比下降至2.8左右，生产指标呈现逐月优化态势，看好公司通过持续改善生产指标降本增效，在实现年底14元/公斤以下的目标。

公司继续完善下游屠宰肉食业务布局。公司拥有屠宰产能2900万头/年，2023年上半年公司共计屠宰生猪552.2万头，完成鲜、冻品猪肉销售59.33万吨，实现营业收入86.74亿元，同比+70.92%，亏损3.6亿元，亏损的主要原因系屠宰产能利用率仍在爬坡。下半年公司将积极拓展屠宰业务销售渠道，持续优化生产工艺，不断提升运营能力，通过提高屠宰产能利用率的方式提高屠宰产能盈利水平。

盈利预测、估值与评级

公司成本端表现行业最优，核心竞争优势稳固，公司出栏量目标与成本优化的确定性较高，建议重点关注。我们预计下半年猪价略高于上半年，随着公司养殖成本的持续下降以及屠宰产能利用率的提升，公司下半年盈利有望好转。考虑到上半年生猪价格持续低迷，我们下调公司2023年盈利预测，我们预计公司2023-2025年归母净利润为73.08/372.01/245.09亿元，公司股票现价对应PE估值为31.11/6.11/9.28倍，维持“买入”评级。

风险提示

猪价不及预期；动物疫病风险；原材料价格波动。

农林牧渔组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：41.57元

相关报告：

- 《牧原股份公司点评：成本控制亮眼 业绩稳健兑现》，2023.4.28
- 《牧原股份公司点评：业绩符合预期 成本端持续优化》，2023.1.31
- 《三季度业绩明显改善，现金流好转支撑扩张-牧原股份三季报点评》，2022.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	78,890	124,826	125,752	172,380	170,654
营业收入增长率	40.18%	58.23%	0.74%	37.08%	-1.00%
归母净利润(百万元)	6,904	13,266	7,308	37,201	24,509
归母净利润增长率	-74.85%	92.16%	-44.91%	409.01%	-34.12%
摊薄每股收益(元)	1.312	2.424	1.336	6.801	4.481
每股经营性现金流净额	3.10	4.20	5.09	10.40	7.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.70%	18.48%	9.47%	33.82%	18.60%
P/E	40.67	20.11	31.11	6.11	9.28
P/B	5.17	3.72	2.95	2.07	1.73

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	56,277	78,890	124,826	125,752	172,380	170,654
增长率		40.2%	58.2%	0.7%	37.1%	-1.0%
主营业务成本	-22,128	-65,680	-102,987	-109,504	-120,339	-133,331
%销售收入	39.3%	83.3%	82.5%	87.1%	69.8%	78.1%
毛利	34,149	13,210	21,839	16,248	52,041	37,323
%销售收入	60.7%	16.7%	17.5%	12.9%	30.2%	21.9%
营业税金及附加	-51	-92	-185	-126	-172	-171
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-292	-700	-759	-755	-1,207	-1,365
%销售收入	0.5%	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%
管理费用	-3,156	-3,442	-4,201	-5,030	-6,895	-6,826
%销售收入	5.6%	4.4%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-412	-808	-1,142	-1,132	-1,724	-1,707
%销售收入	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	30,239	8,168	15,551	9,206	42,043	27,255
%销售收入	53.7%	10.4%	12.5%	7.3%	24.4%	16.0%
财务费用	-688	-2,178	-2,775	-1,970	-1,641	-920
%销售收入	1.2%	2.8%	2.2%	1.6%	1.0%	0.5%
资产减值损失	-4	-18	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	51	-13	47	25	25	25
%税前利润	0.2%	n.a	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%
营业利润	30,424	7,668	14,854	8,061	41,227	27,160
营业利润率	54.1%	9.7%	11.9%	6.4%	23.9%	15.9%
营业外收支	-51	-58	76	50	58	40
税前利润	30,373	7,611	14,930	8,111	41,285	27,200
利润率	54.0%	9.6%	12.0%	6.4%	23.9%	15.9%
所得税	2	28	3	10	50	33
所得税率	0.0%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
净利润	30,375	7,639	14,933	8,120	41,334	27,233
少数股东损益	2,923	735	1,667	812	4,133	2,723
归属于母公司的净利润	27,451	6,904	13,266	7,308	37,201	24,509
净利率	48.8%	8.8%	10.6%	5.8%	21.6%	14.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	30,375	7,639	14,933	8,120	41,334	27,233
少数股东损益	2,923	735	1,667	812	4,133	2,723
非现金支出	3,620	8,913	12,155	11,301	12,680	14,016
非经营收益	1,018	2,401	3,284	2,395	2,265	2,014
营运资金变动	-11,827	-2,658	-7,362	6,036	619	431
经营活动现金净流	23,186	16,295	23,011	27,852	56,898	43,693
资本开支	-46,062	-35,838	-15,693	-12,276	-20,042	-15,360
投资	675	-136	-236	-100	-80	-200
其他	34	6	1	25	25	25
投资活动现金净流	-45,353	-35,968	-15,929	-12,351	-20,097	-15,535
股权募资	5,642	2	9,724	1,067	0	0
债权募资	23,945	24,630	2,327	-9,514	-3,093	-5,041
其他	-3,463	-10,462	-9,630	-5,403	-6,726	-4,815
筹资活动现金净流	26,124	14,171	2,421	-13,850	-9,819	-9,856
现金净流量	3,958	-5,502	9,503	1,650	26,983	18,302

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,594	12,198	20,794	21,114	47,170	64,826
应收款项	76	400	729	617	881	872
存货	21,179	34,476	38,252	39,001	42,861	47,488
其他流动资产	3,098	1,679	2,804	2,947	3,164	3,423
流动资产	38,946	48,753	62,578	63,680	94,075	116,609
%总资产	31.8%	27.5%	32.4%	32.6%	40.4%	45.4%
长期投资	327	602	850	950	1,030	1,230
固定资产	80,808	118,005	121,135	123,079	130,732	132,334
%总资产	65.9%	66.6%	62.8%	63.1%	56.1%	51.5%
无形资产	1,089	871	965	1,051	1,135	1,219
非流动资产	83,681	128,513	130,369	131,429	138,929	140,513
%总资产	68.2%	72.5%	67.6%	67.4%	59.6%	54.6%
资产总计	122,627	177,266	192,948	195,109	233,004	257,122
短期借款	19,384	30,041	38,857	34,101	27,008	19,967
应付款项	20,732	45,983	36,654	43,626	48,098	53,221
其他流动负债	3,427	2,208	2,656	2,501	2,987	3,172
流动负债	43,543	78,232	78,167	80,227	78,093	76,360
长期贷款	10,338	13,923	10,646	8,646	11,646	11,646
其他长期负债	2,641	16,507	16,064	11,976	12,049	13,404
负债	56,522	108,662	104,877	100,849	101,788	101,411
普通股股东权益	50,407	54,352	71,783	77,160	109,983	131,756
其中：股本	3,759	5,262	5,472	5,472	5,472	5,472
未分配利润	35,425	36,352	47,788	52,097	84,920	106,694
少数股东权益	15,698	14,252	16,287	17,099	21,232	23,956
负债股东权益合计	122,627	177,266	192,948	195,109	233,004	257,122

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	7.325	1.312	2.424	1.336	6.801	4.481
每股净资产	13.450	10.328	13.118	14.107	20.107	24.088
每股经营现金净流	6.186	3.097	4.205	5.090	10.398	7.984
每股股利	0.050	0.550	1.461	0.548	0.800	0.500
回报率						
净资产收益率	54.46%	12.70%	18.48%	9.47%	33.82%	18.60%
总资产收益率	22.39%	3.89%	6.88%	3.75%	15.97%	9.53%
投入资本收益率	31.04%	6.76%	10.62%	6.32%	23.41%	13.70%
增长率						
主营业务收入增长率	178.31%	40.18%	58.23%	0.74%	37.08%	-1.00%
EBIT 增长率	377.76%	-72.99%	90.40%	-40.80%	356.69%	-35.17%
净利润增长率	348.97%	-74.85%	92.16%	-44.91%	409.01%	-34.12%
总资产增长率	131.87%	44.56%	8.85%	1.12%	19.42%	10.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	233.8	154.6	128.9	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	162.6	129.5	101.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	427.9	494.6	332.4	344.7	257.0	262.4
偿债能力						
净负债/股东权益	25.30%	58.88%	42.73%	32.41%	1.07%	-13.68%
EBIT 利息保障倍数	44.0	3.8	5.6	4.7	25.6	29.6
资产负债率	46.09%	61.30%	54.36%	51.69%	43.69%	39.44%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-09	买入	58.40	66.00~78.00
2	2022-10-25	买入	54.30	N/A
3	2023-01-31	买入	48.15	N/A
4	2023-04-28	买入	47.67	N/A

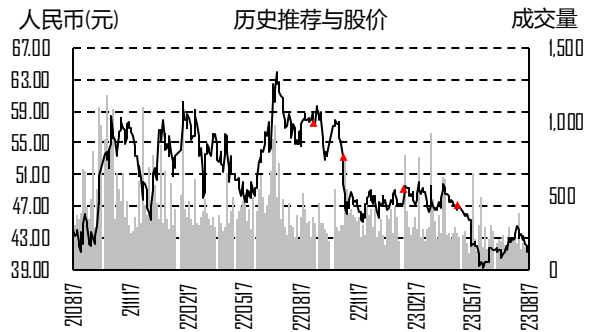
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究