

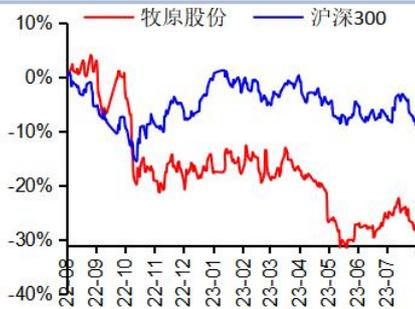
生产成绩持续改善，7月完全成本降至14.3元

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-8-19

收盘价(元)	41.59
近12个月最高/最低(元)	63.02/38.64
总股本(百万股)	5465.35
流通股本(百万股)	3636.09
流通股比例(%)	66.5
总市值(亿元)	2273
流通市值(亿元)	1512

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)半年度业绩预告点评：生产成绩持续改善，6月完全成本降至14.6元 2023-7-17
2. 牧原股份(002714)年报季报点评：生产指标明显改善，Q1业绩超市场预期 2023-5-1
3. 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

主要观点：

● 1H2023 归母净利-27.8 亿元，符合市场预期

公司公布2023年中报：1H2023实现收入518.7亿元，同比增长17.2%，归母净利-27.8亿元，同比大幅减亏，主要是因为公司生猪养殖成本持续下降且生猪销售均价同比回升。分季度看，2023Q1归母净利-11.98亿元，Q2实现归母净利-15.8亿元，符合市场预期。

● 生猪生产成绩持续改善，7月养殖完全成本降至14.3元/公斤

1H2023公司生猪出栏3026.5万头，前7月实现生猪出栏3596.4万头，已完成全年出栏目标50.7%-55.3%，有望顺利完成6500-7100万头全年出栏计划。1H2023公司生猪业务收入506.98亿元，同比增长18.7%，销售均价同比上升。分季度看，Q1、Q2公司生猪出栏量分别为1384.5万头、1642万头，同比分别增长0.2%、-6%；生猪业务收入分别为234.14亿元、272.84亿元，同比分别增长33.1%、8.7%。2023年4-6月，公司商品猪销售均价14.2元/kg、14.18元/kg、13.82元/kg，根据我们测算，2023Q2公司生猪养殖完全成本已降至15元/kg左右。

6月公司生猪养殖完全成本已降至14.6元/kg，较4月下降0.7元/kg，较去年同期下降逾1元/kg；7月生猪养殖完全成本降至约14.3元/kg，较去年年底下降约1.2元/kg，其中，生产成绩提升贡献约0.7元/kg左右，饲料原材料价格下降贡献约0.5元/kg，在所有上市猪企中成本最低。公司成本持续下降主要得益于生产成绩明显改善，近一年多来，公司在生猪健康管理、疫病净化等方面取得了显著成效，全程成活率由去年同期约80%提升至目前逾87%，PSY由去年同期约25头提升至目前逾28头，育肥阶段料肉比由去年同期约3.0下降至目前略高于2.8。公司生猪养殖成本的离散度逐步缩小，部分优秀区域养殖完全成本14元/kg以下，优秀场线养殖完全成本13元/kg以下，公司将不断总结优秀区域管理经验，推动生产团队相互学习提升，对重点落后场线进行定人定场帮扶，进一步减小养殖成本方差，力争年底完全成本降至14元/kg以内。

● 行业去产能逻辑难改，观察二育、大体重猪供需变化

生猪价格本周继续回落，我们维持此前判断，猪价此前大涨是因为水灾引发生猪调运困难、二育升温、大体重猪短缺，以及养殖户惜售等多重因素影响，行业去产能有望持续：a)农业部数据显示，2022年4月能繁母猪存栏量见底，对应11个月之后应当是生猪理论出栏最低点，即今年4-11月生猪出栏量会逐月提升，此外，2-6月新生仔猪数环比上升，也对应7-11月生猪出栏量逐月提升；b)北方非瘟疫情影响自2022年12月已开始显现，对应出栏生猪影响从2023年5月已开始显现，近期猪价大涨与疫情影响相关性有限；c)消费并未回暖；d)生猪价格大涨后，仔猪价格虽有回升，但种猪价格仅小幅上涨，生猪期货价格也反映市场对猪价预期仍偏空，母猪补栏、淘汰积极性难有根本转变；e)生猪出栏均重已处于2020年同期以来最低位，且大体重猪短缺，压栏和二育现象或持续，可能影响短期猪价。

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 1212.8 亿元、1509.2 亿元、1664.1 亿元，归母净利润分别为 48.88 亿元、250.5 亿元、320.4 亿元，同比分别增长-63.2%、412.5%、27.9%，归母净利润前值 2023 年 16.4 亿元、2024 年 290.5 亿元、2025 年 451.2 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，成本在所有上市猪企中最低，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	121283	150916	166413
收入同比 (%)	58.2%	-2.8%	24.4%	10.3%
归属母公司净利润	13266	4888	25050	32040
净利润同比 (%)	92.2%	-63.2%	412.5%	27.9%
毛利率 (%)	17.5%	10.1%	23.2%	26.0%
ROE (%)	18.5%	6.9%	26.2%	25.1%
每股收益 (元)	2.49	0.89	4.58	5.86
P/E	19.58	45.86	8.95	7.00
P/B	3.72	3.18	2.35	1.76
EV/EBITDA	10.35	11.94	5.09	3.27

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	82189	110115	165615	营业收入	124826	121283	150916	166413
现金	20794	38390	62817	116148	营业成本	102987	109045	115942	123197
应收账款	177	127	251	165	营业税金及附加	185	180	224	247
其他应收款	493	243	673	337	销售费用	759	910	905	998
预付账款	2102	2225	2366	2514	管理费用	4201	4411	4853	5338
存货	38252	40503	43233	45743	财务费用	2775	1647	1383	1017
其他流动资产	762	700	776	708	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	5502	28199	36066
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	206208	226885	277235	利润总额	14930	5502	28199	36066
流动负债	78167	91775	83954	97937	所得税	-3	0	0	0
短期借款	29165	29165	29165	29165	净利润	14933	5502	28199	36066
应付账款	25186	35395	29018	39425	少数股东损益	1667	614	3148	4027
其他流动负债	23816	27215	25770	29346	归属母公司净利润	13266	4888	25050	32040
非流动负债	26710	27010	27310	27610	EBITDA	29848	20848	44181	52583
长期借款	10646	10646	10646	10646	EPS (元)	2.49	0.89	4.58	5.86
其他非流动负债	16064	16364	16664	16964					
负债合计	104877	118785	111264	125547					
少数股东权益	16287	16901	20050	24076					
股本	5472	5465	5465	5465					
资本公积	17631	15493	15493	15493					
留存收益	48680	49564	74614	106654					
归属母公司股东权益	71783	70522	95572	127612					
负债和股东权益	192948	206208	226885	277235					

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	32754	33436	65340
净利润	14933	5502	28199	36066
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	11594	-11321	11815
其他经营现金流	22518	-6092	39520	24252
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	-7808	-1659	-1659
短期借款	6874	0	0	0
长期借款	-3277	0	0	0
普通股增加	210	-7	0	0
资本公积增加	8509	-2139	0	0
其他筹资现金流	-9895	-5662	-1659	-1659
现金净增加额	9503	17596	24427	53331

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	58.2%	-2.8%	24.4%	10.3%
营业利润	93.7%	-63.0%	412.5%	27.9%
归属于母公司净利	92.2%	-63.2%	412.5%	27.9%
获利能力				
毛利率 (%)	17.5%	10.1%	23.2%	26.0%
净利率 (%)	10.6%	4.0%	16.6%	19.3%
ROE (%)	18.5%	6.9%	26.2%	25.1%
ROIC (%)	11.7%	4.7%	16.5%	17.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.4%	57.6%	49.0%	45.3%
净负债比率 (%)	119.1%	135.9%	96.2%	82.8%
流动比率	0.80	0.90	1.31	1.69
速动比率	0.28	0.42	0.76	1.19
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.61	0.70	0.66
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	0.89	4.58	5.86
每股经营现金流薄)	4.21	5.99	6.12	11.96
每股净资产	13.12	12.90	17.49	23.35
估值比率				
P/E	19.58	45.86	8.95	7.00
P/B	3.72	3.18	2.35	1.76
EV/EBITDA	10.35	11.94	5.09	3.27

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。