

成本优势助力公司稳健扩张

投资要点

- 业绩总结:** 牧原股份披露半年报, 公司2023年半年度实现营业收入518.69亿元, 同比增长17.17%; 归母净利润-27.79亿元, 上年同期亏损66.83亿元, 同比增长58.42%; 扣非净利润-27.86亿元, 上年同期亏损68.71亿元, 同比增长59.45%。分季度看, 2023Q1归母净利-11.98亿元, Q2实现归母净利-15.8亿元。
- 点评:** 公司2023年上半年同比大幅减亏的主要原因系生猪销售均价较去年同期有所上升, 且养殖成本明显改善。根据公司销售简报, 按照算术平均粗略估计, 23H1平均销售单价为14.36元/公斤, 22H1为12.95元/公斤, 生猪销售价格同比上涨。成本端, 公司在生猪健康管理、疫病净化等方面取得了显著成效, 生猪养殖成本持续下降, 截至2023年6月, 生猪养殖完全成本约14.6元/公斤。
- 牢铸产能成本优势, 出栏量有望逆势扩张。** 公司在生猪健康管理、疫病净化等方面持续取得进展, 养殖生产成绩持续改善, 生猪养殖成本持续下降, 截至2023年6月, 生猪养殖完全成本降至约14.6元/公斤。后续随着公司在原粮采购、饲料配方、种猪育种、智能化装备、一体化商业模式、企业管理、人才培养等多方面持续综合发力以及原料价格持续下降的共同作用下, 生猪养殖成本有望进一步下降。2023年上半年, 公司共销售生猪3,026.5万头, 同比下降3.2%, 其中商品猪2,907.7万头, 同比增长7.8%, 仔猪109.0万头, 同比下降73.4%, 种猪9.7万头, 同比下降54.5%。截至2023年6月末, 公司生猪养殖产能超过7,800万头/年, 能繁母猪存栏为303.2万头, 较2023Q1末增长6.5%。预计2023年有望出栏生猪6500万头至7100万头, 同比继续增长。
- 屠宰产能利用率进一步提升。** 公司持续完善业务布局, 2023年上半年共计屠宰生猪552.2万头, 完成鲜、冻品猪肉销售59.33万吨, 屠宰业务实现营业收入86.74亿元, 占营业收入比重为16.72%。截至2023年6月末, 公司拥有养殖产能7800万头/年, 已成立25家属宰子公司, 投产10家属宰场, 投产产能合计2900万头/年。公司积极拓展屠宰销售渠道, 配合养殖业务屠宰板块产能利用率提升有望逐步盈利。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.76元、3.90元、5.59元, 对应动态PE分别为54/11/7倍, 上调至“买入”评级, 给予目标价50.7元。
- 风险提示:** 产能扩张不及预期、产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	124826.21	133354.47	167836.56	196747.39
增长率	58.23%	6.83%	25.86%	17.23%
归属母公司净利润(百万元)	13266.16	4169.73	21327.95	30570.01
增长率	92.16%	-68.57%	411.49%	43.33%
每股收益EPS(元)	2.43	0.76	3.90	5.59
净资产收益率ROE	16.96%	5.26%	21.36%	24.10%
PE	17	54	11	7
PB	2.54	2.51	1.99	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	54.65
流通A股(亿股)	36.36
52周内股价区间(元)	39.97-60.62
总市值(亿元)	2,241.34
总资产(亿元)	1,919.21
每股净资产(元)	11.55

相关研究

- 牧原股份(002714): 实现盈利, 把握成本优势行稳致远 (2023-02-03)
- 牧原股份(002714): 扭亏为盈, 养殖龙头未来可期 (2022-10-25)

盈利预测

关键假设：

1) 公司是我国生猪养殖龙头企业，产能充裕，市占率继续扩大。预计 2023-2025 年公司生猪出栏量增速为 15%/15%/10%；

2) 当前全国生猪供给充足，猪价的持续低迷，加剧行业的竞争，有望加速低效产能的出清，早日迎来周期拐点。目前整体畜禽市场价格已进入相对底部位置，后续有望逐步回暖。预计 2023-2025 年公司生猪销售均价增速为 -10%/10%/5%。对应毛利率水平分别为 10%/22%/25%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入 (百万元)	124,826.21	133,354.5	167,836.6	196,747.4
	yoy	58.23%	6.83%	25.86%	17.23%
	成本 (百万元)	112,072.7	116,969.8	128,991.5	144,358.8
	毛利率	10.22%	12.29%	23.14%	26.63%
生猪养殖	收入 (百万元)	119,744.11	125,731.32	157,164.14	180,738.77
	yoy	59.5%	5.00%	25.00%	15.00%
	成本 (百万元)	97,687	113,158.18	122,588.03	135,554.07
	毛利率	18.4%	10.00%	22.00%	25.00%
其它	收入 (百万元)	5,082.1	7,623.15	10,672.41	16,008.62
	yoy	33.3%	50.00%	40.00%	50.00%
	成本 (百万元)	14,385.7	3,811.58	6,403.45	8,804.74
	毛利率	-183.1%	50.00%	40.00%	45.00%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取行业中的三家相关公司：温氏股份、巨星农牧、东瑞股份，三者 2023 年平均 PE 为 41.25 倍，2024 年平均 PE 为 9 倍。考虑到公司为生猪养殖龙头，生猪养殖成本有显著优势，超额收益明显同时产能稳定增长，给予公司一定的估值溢价，予以公司 2024 年 13 倍 PE，上调至“买入”评级，目标价 50.7 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300498.SZ	温氏股份	17.1	0.81	1.09	2.09	1.94	24.33	15.72	8.18	8.81
603477.SH	巨星农牧	28.25	0.31	0.84	3.2	3.27	78.08	33.71	8.84	8.65
001201.SZ	东瑞股份	23.52	0.2	0.32	2.34	2.34	142.43	74.33	10.04	10.06
平均值							81.61	41.25	9.02	9.17
002714.SZ	牧原股份	41.01	2.43	0.76	3.90	5.59	16.90	53.75	10.51	7.33

数据来源：wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	124826.21	133354.47	167836.56	196747.39	净利润	14933.40	4693.77	24008.38	34411.94
营业成本	102987.06	116969.76	128991.48	144358.82	折旧与摊销	11215.71	7629.22	7821.14	8047.08
营业税金及附加	185.30	170.92	223.29	263.61	财务费用	2774.70	1380.36	1922.16	1856.87
销售费用	758.74	800.13	1007.02	1180.48	资产减值损失	0.00	20.00	0.00	0.00
管理费用	4201.40	9334.81	11748.56	14756.05	经营营运资本变动	-14116.64	28829.76	-5018.27	255.16
财务费用	2774.70	1380.36	1922.16	1856.87	其他	8203.38	-40.39	-16.51	-17.98
资产减值损失	0.00	20.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	23010.55	42512.72	28716.90	44553.08
投资收益	46.89	20.00	20.00	20.00	资本支出	-3260.41	-15000.00	-15000.00	-15000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12668.31	51.50	9.27	14.66
其他经营损益	-133.02	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15928.72	-14948.50	-14990.73	-14985.34
营业利润	14853.69	4698.49	23964.05	34351.55	短期借款	6873.82	32945.59	6233.42	-9181.93
其他非经营损益	76.34	-10.94	2.56	22.65	长期借款	-3276.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	14930.03	4687.55	23966.61	34374.20	股权融资	8718.73	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.37	-6.21	-41.76	-37.74	支付股利	-1318.58	-2533.76	-796.39	-4073.51
净利润	14933.40	4693.77	24008.38	34411.94	其他	-8576.47	-12092.37	-1922.16	-1856.87
少数股东损益	1667.24	524.04	2680.42	3841.93	筹资活动现金流净额	2420.57	18319.46	3514.87	-15112.32
归属母公司股东净利润	13266.16	4169.73	21327.95	30570.01	现金流量净额	9503.03	45883.69	17241.05	14455.41
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20793.55	66677.23	83918.28	98373.69	成长能力				
应收和预付款项	2830.91	2915.02	3430.91	3859.73	销售收入增长率	58.23%	6.83%	25.86%	17.23%
存货	38251.72	43445.21	47910.35	53618.12	营业利润增长率	93.70%	-68.37%	410.04%	43.35%
其他流动资产	702.17	748.18	941.47	1103.52	净利润增长率	95.50%	-68.57%	411.49%	43.33%
长期股权投资	581.85	581.85	581.85	581.85	EBITDA 增长率	60.61%	-52.48%	145.89%	31.29%
投资性房地产	125.54	95.79	106.36	111.58	获利能力				
固定资产和在建工程	113799.99	121193.31	128394.71	135370.17	毛利率	17.50%	12.29%	23.14%	26.63%
无形资产和开发支出	952.35	931.07	909.80	888.52	三费率	6.20%	8.64%	8.75%	9.04%
其他非流动资产	14909.54	14908.28	14907.01	14905.75	净利率	11.96%	3.52%	14.30%	17.49%
资产总计	192947.61	251495.94	281100.73	308812.93	ROE	16.96%	5.26%	21.36%	24.10%
短期借款	29165.44	62111.03	68344.46	59162.52	ROA	7.74%	1.87%	8.54%	11.14%
应付和预收款项	30041.89	55919.29	55943.00	61345.12	ROIC	11.60%	3.71%	15.25%	18.56%
长期借款	10646.39	10646.39	10646.39	10646.39	EBITDA/销售收入	23.11%	10.28%	20.08%	22.49%
其他负债	35023.52	33609.12	33744.80	34898.38	营运能力				
负债合计	104877.23	162285.83	168678.64	166052.41	总资产周转率	0.67	0.60	0.63	0.67
股本	5472.28	5465.35	5465.35	5465.35	固定资产周转率	1.21	1.28	1.68	2.05
资本公积	17631.34	17638.27	17638.27	17638.27	应收账款周转率	757.55	710.96	760.99	725.08
留存收益	49743.87	51379.84	71911.40	98407.90	存货周转率	2.83	2.86	2.82	2.84
归属母公司股东权益	71783.35	72399.04	92930.60	119427.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.06%	—	—	—
少数股东权益	16287.03	16811.06	19491.49	23333.42	资本结构				
股东权益合计	88070.38	89210.11	112422.09	142760.52	资产负债率	54.36%	64.53%	60.01%	53.77%
负债和股东权益合计	192947.61	251495.94	281100.73	308812.93	带息债务/总负债	46.47%	50.33%	52.12%	47.41%
					流动比率	0.80	0.84	0.96	1.13
					速动比率	0.31	0.52	0.62	0.74
					股利支付率	9.94%	60.77%	3.73%	13.33%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	28844.10	13708.07	33707.35	44255.50	每股收益	2.43	0.76	3.90	5.59
PE	16.90	53.75	10.51	7.33	每股净资产	16.11	16.32	20.57	26.12
PB	2.54	2.51	1.99	1.57	每股经营现金	4.21	7.78	5.25	8.15
PS	1.80	1.68	1.34	1.14	每股股利	0.24	0.46	0.15	0.75
EV/EBITDA	8.56	16.34	6.32	4.28					
股息率	0.59%	1.13%	0.36%	1.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
