

牧原股份（002714）：公司经营稳健，成本优势持续夯实

2023年8月25日

强烈推荐/维持

牧原股份 公司报告

事件：公司公布 2023 年半年报，公司 2023H1 年实现营收 518.69 亿元，yoy17.17%，归母净利润-27.79 亿元，yoy58.42%，实现大幅减亏。

公司发展稳健，猪价低迷影响业绩表现。2023 年上半年公司合计销售生猪 3026.5 万头，其中商品猪 2907.7 万头，同比-3.24%，其中仔猪 109 万头，种猪 9.7 万头。截止 6 月末，公司能繁母猪存栏为 303.2 万头，产能稳步提升。公司 23H1 商品猪销售均价在 14-15 元/公斤之间，相比去年同期猪价表现略好，但仍低于公司养殖完全成本，粗略估计公司头均亏损在 90 元/头左右。近期行业生猪销售均价上涨至 17 元/公斤以上，预计下半年销售均价将好于上半年，公司盈利情况有望在下半年改善。出栏量方面，公司有望在高基数上维持稳健增长，全年预计实现生猪出栏 6500-7100 万头。

管理优势持续强化，完全成本持续下行。公司养殖完全成本持续下行，截止 23 年 7 月份，公司养殖完全成本约 14.3 元/公斤，相比 22 年底下降 1.2 元/公斤（其中生产成绩提升贡献 0.7 元，原料下行贡献 0.5 元）。生产指标方面，公司断奶仔猪成本下降是 300 元/头，全程成活率 87%，PSY28 以上。公司各区域养殖指标离散度逐步缩小，随着公司管理优势持续强化，完全成本有望进一步下降，23 年底有望下降至 14 元/公斤以内。

屠宰规模持续增长，产业链匹配度持续提升。屠宰方面，公司 23 年上半年共屠宰生猪 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，同比增长 45.88%。公司屠宰量和产能利用率逐步提升，月度屠宰量提升至 100 万头左右，7 月产能利用率提升 50% 左右。目前公司已建成投产 10 家屠宰场，全年有望实现 1000-1500 万头屠宰量。随着产能利用率的提升和公司销售配套能力的持续提升，屠宰板块与上游养殖的匹配度将持续提升，未来有望扭亏。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司产业链持续完备，成本优势持续夯实和出栏稳健成长。今年上半年生猪养殖持续亏损，全年均价处于周期较低位置，随着后市产能收缩并传导，24-25 年生猪均价有望逐步上行。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 69.26、226.96、332.37 亿元，对应 EPS 分别为 1.30、4.15 和 6.07 元，对应 PE 值分别为 30.88、9.69 和 6.61 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：动物疫病风险，生猪价格波动风险，公司产能扩张不及预期。

财务指标预测

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 78,889.87 | 124,826.21 | 123,074.05 | 145,746.05 | 162,667.05 |
| 增长率(%) | 40.18% | 58.23% | -1.40% | 18.42% | 11.61% |
| 归母净利润(百万元) | 6,903.78 | 13,266.16 | 6,925.68 | 22,696.39 | 33,237.13 |
| 增长率(%) | -74.85% | 92.16% | -47.79% | 227.71% | 46.44% |
| 净资产收益率(%) | 12.70% | 18.48% | 9.72% | 24.17% | 26.22% |
| 每股收益(元) | 1.28 | 2.49 | 1.30 | 4.15 | 6.07 |
| PE | 31.87 | 16.38 | 31.35 | 9.83 | 6.71 |
| PB | 3.95 | 3.11 | 3.05 | 2.38 | 1.76 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业，是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一，也是我国最大的生猪育种企业之一。

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

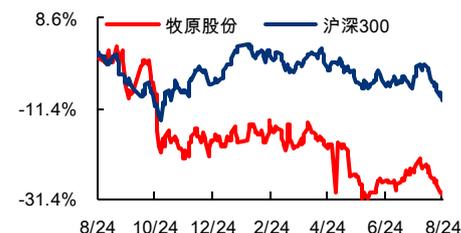
无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

| | |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间(元) | 60.62-39.97 |
| 总市值(亿元) | 2,195.98 |
| 流通市值(亿元) | 1,460.98 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 546,535/546,535 |
| 流通 B 股/H 股(万股) | -/- |
| 52 周日均换手率 | 1.11 |

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

附表: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | | | | | 单位: 百万 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产合计 | 48753 | 62578 | 60206 | 66771 | 80674 | 营业收入 | 78890 | 124826 | 123074 | 145746 | 162667 | | | | | | |
| 货币资金 | 12198 | 20794 | 18461 | 23070 | 35224 | 营业成本 | 65680 | 102987 | 109123 | 113483 | 118695 | | | | | | |
| 应收账款 | 136 | 177 | 193 | 217 | 249 | 营业税金及附加 | 92 | 185 | 185 | 219 | 244 | | | | | | |
| 其他应收款 | 264 | 493 | 486 | 575 | 642 | 营业费用 | 700 | 759 | 738 | 874 | 976 | | | | | | |
| 预付款项 | 1090 | 2102 | 1470 | 1700 | 1476 | 管理费用 | 3442 | 4201 | 4061 | 4664 | 4880 | | | | | | |
| 存货 | 34476 | 38252 | 38866 | 40418 | 42275 | 财务费用 | 2178 | 2775 | 1989 | 1563 | 914 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 589 | 699 | 698 | 735 | 756 | 研发费用 | 808 | 1142 | 1231 | 1457 | 1627 | | | | | | |
| 非流动资产合计 | 128513 | 130369 | 133756 | 147544 | 160458 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 长期股权投资 | 307 | 582 | 377 | 377 | 377 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 固定资产 | 99551 | 106359 | 110791 | 119598 | 132530 | 投资净收益 | -12.67 | 46.89 | 60.00 | 60.00 | 60.00 | | | | | | |
| 无形资产 | 863 | 952 | 933 | 915 | 896 | 加: 其他收益 | 1694.08 | 2188.57 | 2000.00 | 2000.00 | 2000.00 | | | | | | |
| 其他非流动资产 | 1001 | 670 | 716 | 716 | 716 | 营业利润 | 7668 | 14854 | 7807 | 25546 | 37392 | | | | | | |
| 资产总计 | 177266 | 192948 | 193962 | 214315 | 241132 | 营业外收入 | 322.58 | 376.91 | 294.85 | 331.45 | 334.40 | | | | | | |
| 流动负债合计 | 78232 | 78167 | 85920 | 79015 | 68743 | 营业外支出 | 380.29 | 300.57 | 305.79 | 328.88 | 311.75 | | | | | | |
| 短期借款 | 22292 | 29165 | 18838 | 15336 | 0 | 利润总额 | 7611 | 14930 | 7796 | 25549 | 37414 | | | | | | |
| 应付账款 | 31989 | 25186 | 35876 | 32341 | 36425 | 所得税 | -28 | -3 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 7639 | 14933 | 7796 | 25549 | 37414 | | | | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 7749 | 9692 | 6764 | 8068 | 8175 | 少数股东损益 | 735 | 1667 | 870 | 2852 | 4177 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 30430 | 26710 | 18650 | 20438 | 20471 | 归属母公司净利润 | 6904 | 13266 | 6926 | 22696 | 33237 | | | | | | |
| 长期借款 | 13923 | 10646 | 10646 | 10646 | 10646 | 主要财务比率 | | | | | | | | | | | |
| 应付债券 | 8626 | 8921 | 6380 | 7976 | 7759 | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | |
| 负债合计 | 108662 | 104877 | 104571 | 99453 | 89214 | 成长能力 | | | | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 14252 | 16287 | 17157 | 20010 | 24187 | 营业收入增长 | 40.18% | 58.23% | -1.40% | 18.42% | 11.61% | | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 5262 | 5472 | 5322 | 5471 | 5471 | 营业利润增长 | -74.80% | 93.70% | -47.44% | 227.22% | 46.37% | | | | | | |
| 资本公积 | 9123 | 17631 | 11335 | 11335 | 11335 | 归属于母公司净利润增长 | -74.85% | 92.16% | -47.79% | 227.71% | 46.44% | | | | | | |
| 未分配利润 | 36352 | 47788 | 54419 | 76151 | 107976 | 获利能力 | | | | | | | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 54352 | 71783 | 71270 | 93889 | 126768 | 毛利率(%) | 16.74% | 17.50% | 11.34% | 22.14% | 27.03% | | | | | | |
| 负债和所有者权益 | 177266 | 192948 | 193962 | 214315 | 241132 | 净利率(%) | 9.68% | 11.96% | 6.33% | 17.53% | 23.00% | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | 3.89% | 6.88% | 3.57% | 10.59% | 13.78% | | | | | | |
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | ROE(%) | 12.70% | 18.48% | 9.72% | 24.17% | 26.22% | | | | | | |
| 经营活动现金流 | 16295 | 23011 | 36061 | 26684 | 48590 | 偿债能力 | | | | | | | | | | | |
| 净利润 | 7639 | 14933 | 7796 | 25549 | 37414 | 资产负债率(%) | 61% | 54% | 54% | 46% | 37% | | | | | | |
| 折旧摊销 | 8113.37 | 11215.7 | 5587.11 | 6211.73 | 7086.35 | 流动比率 | 0.62 | 0.80 | 0.70 | 0.85 | 1.17 | | | | | | |
| 财务费用 | 2178 | 2775 | 1989 | 1563 | 914 | 速动比率 | 0.18 | 0.31 | 0.25 | 0.33 | 0.56 | | | | | | |
| 应收帐款减少 | -116 | -41 | -16 | -24 | -31 | 营运能力 | | | | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.53 | 0.67 | 0.64 | 0.71 | 0.71 | | | | | | |
| 投资活动现金流 | -35968 | -15929 | -13210 | -19883 | -19883 | 应收账款周转率 | 1018 | 800 | 666 | 711 | 698 | | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 3.38 | 4.37 | 4.03 | 4.27 | 4.73 | | | | | | |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 202 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | | | | |
| 投资收益 | -13 | 47 | 60 | 60 | 60 | 每股收益(最新摊薄) | 1.28 | 2.49 | 1.30 | 4.15 | 6.07 | | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 14171 | 2421 | -25183 | -2191 | -16553 | 每股净现金流(最新摊薄) | -1.05 | 1.74 | -0.44 | 0.84 | 2.22 | | | | | | |
| 应付债券增加 | 7033 | 296 | -2541 | 1596 | -217 | 每股净资产(最新摊薄) | 10.33 | 13.12 | 13.39 | 17.16 | 23.17 | | | | | | |
| 长期借款增加 | 3585 | -3277 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 1503 | 210 | -150 | 149 | 0 | P/E | 31.87 | 16.38 | 31.35 | 9.83 | 6.71 | | | | | | |
| 资本公积增加 | -882 | 8509 | -6296 | 0 | 0 | P/B | 3.95 | 3.11 | 3.05 | 2.38 | 1.76 | | | | | | |
| 现金净增加额 | -5502 | 9502 | -2332 | 4609 | 12154 | EV/EBITDA | 14.20 | 9.04 | 15.68 | 7.27 | 4.73 | | | | | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|-----------------------------------|------------|
| 公司普通报告 | 牧原股份（002714）：出栏稳健增长，成本优势明显 | 2023-05-11 |
| 公司普通报告 | 牧原股份（002714）：Q2 业绩明显改善，成本优势不断夯实 | 2022-09-05 |
| 公司普通报告 | 牧原股份（002714）：增效降本，以待来时 | 2022-05-06 |
| 公司深度报告 | 牧原股份（002714）：生猪龙头持续扩张，成本优势奠定基石 | 2022-03-19 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：猪价快涨趋势或难持续，建议关注极端天气对种植影响 | 2023-08-07 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：生猪产能去化现加速趋势，持续推荐生猪养殖 | 2023-07-11 |
| 行业深度报告 | 农林牧渔行业报告：养殖周期拐点蓄势，关注动保新产品扩容 | 2023-07-04 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：假日需求对猪价提振有限，宠物 618 战绩亮眼 | 2023-06-27 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：仔猪价格下行去化有望加速，先正达上市过会 | 2023-06-20 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：仔猪价格下行去化有望加速，关注极端天气对种植影响 | 2023-06-13 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：养殖持续磨底，降雨影响小麦收割 | 2023-06-07 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：猪价磨底产能去化有望持续，关注宠物海外订单恢复 | 2023-05-31 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券研究所，现任农林牧渔行业分析师，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;
- 推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

| 北京 | 上海 | 深圳 |
|--------------------------|-------------------------|------------------------|
| 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 | 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层 | 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F |
| 邮编: 100033 | 邮编: 200082 | 邮编: 518038 |
| 电话: 010-66554070 | 电话: 021-25102800 | 电话: 0755-83239601 |
| 传真: 010-66554008 | 传真: 021-25102881 | 传真: 0755-23824526 |