

成本稳步改善，业绩符合预期

牧原股份 2022H 业绩预告点评

核心观点

- **公司披露 2022 半年度业绩预告。**预计 2022 年上半年归母净利润亏损 63—69 亿元，同比下降 166.13%—172.43%；扣非净利润亏损 72—78 亿元，同比下降 165.06%—170.48%。单 Q2 归母净利润亏损约为 11.2—17.2 亿元。
- **有条不紊落实出栏计划，全年目标完成已超 50%。**出栏量方面，2022 年上半年，公司共销售生猪公司共销售生猪 3,128.0 万头，同比+79.4%，其中商品猪 2,697.7 万头，仔猪 409.3 万头，种猪 21.1 万头，全年目标完成进度达到 55.9%~62.6%；单二季度来看，公司销售生猪 1,746.3 万头，同比+79.7%，其中商品猪 1,400.1 万头，仔猪 328.4 万头，种猪 17.8 万头，公司出栏保持平稳，全年计划有条不紊落实。能繁母猪产能方面，6 月末公司能繁母猪存栏为 247.3 万头，环比 5 月末减少 4.9%，二季度公司继续推进能繁母猪淘汰优化，在行情转好、能繁母猪群性能有所提升的背景下，预计下半年能繁母猪存栏数量会有所回升。
- **成本精益求精，继续落实改善计划。**在上半年粮价持续上涨的不利背景下，公司二季度在已经处于行业领先的成本水平下继续精进，4-6 月逐月改善成本，6 月末公司成本已经控制到略高于 15.5 元/kg 的水平，其中包括原料价格上涨带来的 1.5-1.8 元/kg 的影响。综合考虑原材料价格快速上涨等外部因素影响，2022 年公司完全成本目标为阶段性实现 14.5 元/kg-15 元/kg。
- **屠宰量持续增加，肉食板块值得期待。**2022 年上半年公司共屠宰生猪 367.8 万头，同比+127.3%，二季度屠宰生猪 193.3 万头，同比+53.9%，环比 Q1+10.8%，公司 2022 年生猪屠宰目标在 1,000 万头以上，预计同比增加 244.9%。公司屠宰量持续增加，进一步提升公司屠宰与养殖的配套程度。当前公司屠宰肉食业务仍把开拓、服务好 B 端客户作为现阶段的重点工作，下一步屠宰肉食业务将重点提升运营能力、保证产品品质、开拓销售渠道、提高客户满意度，预计公司年底将阶段性实现屠宰肉食板块盈利。

盈利预测与投资建议

- 考虑原料价格上升、猪价反转以及债转股影响，略上调盈利预测，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 50.10、338.4、265.6 亿（原预测 47.8、337.9、265.2 亿），据前次可比公司估值水平，维持 23 年 12xPE，目标价 76.32 元，维持“买入”评级。

风险提示：发生重大疫病的风险、生猪价格波动的风险、原材料价格波动的风险、现金流风险、食品安全风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,277	78,890	102,774	147,263	145,377
同比增长(%)	178.3%	40.2%	30.3%	43.3%	-1.3%
营业利润(百万元)	30,424	7,668	5,619	37,527	29,486
同比增长(%)	381.8%	-74.8%	-26.7%	567.9%	-21.4%
归属母公司净利润(百万元)	27,451	6,904	5,010	33,835	26,555
同比增长(%)	349.0%	-74.9%	-27.4%	575.4%	-21.5%
每股收益(元)	5.16	1.30	0.94	6.36	4.99
毛利率(%)	60.7%	16.7%	12.1%	31.4%	25.8%
净利率(%)	48.8%	8.8%	4.9%	23.0%	18.3%
净资产收益率(%)	74.7%	13.2%	8.7%	44.5%	25.6%
市盈率	12.3	49.0	67.5	10.0	12.7
市净率	6.7	6.2	5.6	3.7	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

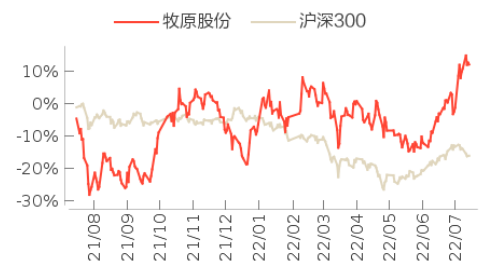
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年07月14日）	63.56 元
目标价格	76.32 元
52 周最高价/最低价	65.99/38.82 元
总股本/流通 A 股（万股）	532,211/360,106
A 股市值（百万元）	338,273
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 07 月 15 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.05	17.05	19.96	13.16
相对表现	6.17	18.55	23.52	38.48
沪深 300	-4.12	-1.5	-3.56	-25.32



证券分析师

张斌梅 021-63325888*6090
zhangbinmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020002
香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn

相关报告

不畏周期低迷，成本保持领先：牧原股份 2022-05-03
2021 年报及 2022 一季报点评
成本卓越，踏浪前行：牧原股份首次覆盖 2022-03-12
报告

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,594	12,198	18,499	34,910	49,218	营业收入	56,277	78,890	102,774	147,263	145,377
应收票据、账款及款项融资	19	136	175	250	247	营业成本	22,128	65,680	90,318	100,965	107,871
预付账款	2,495	1,090	1,419	2,034	2,008	营业税金及附加	51	92	117	158	164
存货	21,179	34,476	49,675	55,531	59,329	营业费用	292	700	925	1,325	1,308
其他	659	854	1,100	1,028	1,114	管理费用及研发费用	3,567	4,250	4,818	6,774	6,397
流动资产合计	38,946	48,753	70,868	93,753	111,916	财务费用	688	2,178	3,191	3,331	3,359
长期股权投资	184	307	307	307	307	资产、信用减值损失	4	18	21	8	7
固定资产	58,530	99,551	115,040	123,656	137,045	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	14,835	11,103	9,562	21,589	28,272	投资净收益	51	(13)	34	24	15
无形资产	768	863	840	816	793	其他	827	1,709	2,200	2,800	3,200
其他	9,364	16,689	18,608	19,930	21,729	营业利润	30,424	7,668	5,619	37,527	29,486
非流动资产合计	83,681	128,513	144,357	166,299	188,147	营业外收入	185	323	440	560	640
资产总计	122,627	177,266	215,224	260,052	300,063	营业外支出	236	380	517	658	752
短期借款	16,533	22,292	29,477	19,412	20,372	利润总额	30,373	7,611	5,542	37,429	29,374
应付票据及应付账款	16,566	36,669	53,592	63,537	64,261	所得税	(2)	(28)	0	0	0
其他	10,445	19,271	26,362	30,643	35,339	净利润	30,375	7,639	5,542	37,429	29,374
流动负债合计	43,543	78,232	109,430	113,592	119,972	少数股东损益	2,923	735	532	3,593	2,820
长期借款	10,338	13,923	13,923	20,087	26,473	归属于母公司净利润	27,451	6,904	5,010	33,835	26,555
应付债券	1,593	8,626	8,626	8,626	8,626	每股收益(元)	5.16	1.30	0.94	6.36	4.99
其他	1,048	7,881	7,855	7,855	7,855						
非流动负债合计	12,979	30,430	30,405	36,569	42,954	主要财务比率					
负债合计	56,522	108,662	139,835	150,161	162,926		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	15,698	14,252	14,784	18,377	21,197	成长能力					
实收资本(或股本)	3,759	5,262	5,322	5,322	5,322	营业收入	178.3%	40.2%	30.3%	43.3%	-1.3%
资本公积	7,495	7,701	9,894	9,894	9,894	营业利润	381.8%	-74.8%	-26.7%	567.9%	-21.4%
留存收益	36,718	37,965	42,974	73,882	98,308	归属于母公司净利润	349.0%	-74.9%	-27.4%	575.4%	-21.5%
其他	2,434	3,424	2,415	2,415	2,415	获利能力					
股东权益合计	66,105	68,604	75,390	109,891	137,137	毛利率	60.7%	16.7%	12.1%	31.4%	25.8%
负债和股东权益总计	122,627	177,266	215,224	260,052	300,063	净利率	48.8%	8.8%	4.9%	23.0%	18.3%
						ROE	74.7%	13.2%	8.7%	44.5%	25.6%
						ROIC	45.2%	9.0%	6.8%	26.4%	17.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	46.1%	61.3%	65.0%	57.7%	54.3%
净利润	30,375	7,639	5,542	37,429	29,374	净负债率	25.3%	58.9%	60.3%	22.9%	13.2%
折旧摊销	3,191	7,723	8,609	10,260	11,959	流动比率	0.89	0.62	0.65	0.83	0.93
财务费用	688	2,178	3,191	3,331	3,359	速动比率	0.41	0.18	0.19	0.34	0.44
投资损失	(51)	13	(34)	(24)	(15)	营运能力					
营运资金变动	(4,159)	11,923	3,916	7,762	1,578	应收账款周转率	3,045.4	967.4	629.4	658.3	555.2
其它	(6,858)	(13,180)	(1,975)	(1,317)	(1,794)	存货周转率	1.6	2.4	2.1	1.9	1.9
经营活动现金流	23,186	16,295	19,248	57,441	44,461	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
资本支出	(49,533)	(44,771)	(22,531)	(30,878)	(32,005)	每股指标(元)					
长期投资	(30)	(275)	28	0	0	每股收益	5.16	1.30	0.94	6.36	4.99
其他	4,211	9,078	(978)	24	15	每股经营现金流	6.17	3.10	3.62	10.79	8.35
投资活动现金流	(45,353)	(35,968)	(23,481)	(30,854)	(31,990)	每股净资产	9.47	10.21	11.39	17.20	21.78
债权融资	11,344	15,141	4,287	6,146	6,365	估值比率					
股权融资	1,254	1,709	2,253	0	0	市盈率	12.3	49.0	67.5	10.0	12.7
其他	13,526	(2,679)	3,994	(16,322)	(4,528)	市净率	6.7	6.2	5.6	3.7	2.9
筹资活动现金流	26,124	14,171	10,534	(10,176)	1,837	EV/EBITDA	11.2	21.8	22.0	7.5	8.5
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.3	38.9	43.4	9.4	11.6
现金净增加额	3,958	(5,502)	6,302	16,411	14,308						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn