

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738
 研究助理：张蔓梓
 登记编码：S0730120110019
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

行业步入上行周期，龙头市占率提升

——牧原股份(002714)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

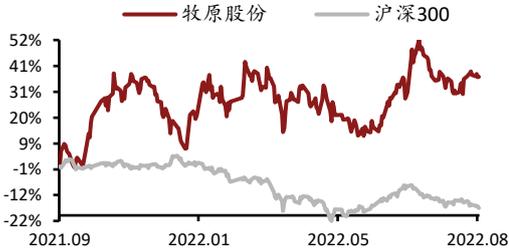
市场数据(2022-09-01)

收盘价(元)	58.70
一年内最高/最低(元)	65.14/42.91
沪深 300 指数	4,043.74
市净率(倍)	7.02
流通市值(亿元)	2,113.85

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	8.36
每股经营现金流(元)	0.04
毛利率(%)	-9.49
净资产收益率_摊薄(%)	-13.93
资产负债率(%)	66.48
总股本/流通股(万股)	532,216.07/360,110.66
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

- 《牧原股份(002714)公司点评报告:市占率提升,周期底部龙头优势突显》 2022-03-04
- 《牧原股份(002714)公司点评报告:周期底部布局,巩固龙头地位》 2021-11-10
- 《牧原股份(002714)公司点评报告:点评报告》 2015-10-30

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2022 年 09 月 02 日

事件：2022 年 8 月 31 日，公司发布 2022 年半年度报告。

投资要点：

- **公司业绩符合预期，2022Q2 盈利能力明显改善。**2022 年上半年，公司实现营收 442.68 亿元，同比增长 6.57%；归母净利润亏损 66.84 亿元，同比下降 170.16%；扣非后归母净利润亏损 68.71 亿元，同比下降 172.82%。其中，2022Q2 公司营收为 259.90 亿元，环比增长 42.19%，同比增长 21.65%。进入 2022 年二季度，公司生猪养殖业务迎来量价齐升的局面，盈利能力得到明显改善；5、6 月份，公司已基本实现盈亏平衡。
- **行业步入上行周期。**2022 年二季度，在生猪出栏量下降，频繁启动冻猪肉收储提振市场信心的作用下，市场上猪价出现淡季不淡的行情，并在 6 月呈现加速上涨趋势，7-8 月仍维持在 20-22 元/公斤区间震荡。2022 年下半年，预计市场上生猪出栏量继续呈现逐步减少的趋势，随着消费端需求的回暖，猪价的反弹行情有望得到延续。成本端，国际粮价变化对国内粮食品种影响相对有限，饲料价格持续高位运行的支撑不足，在新一轮周期来临之际相关上市公司有望受益于行业利润剪刀差的扩大。
- **公司出栏量大幅增长，市占率提升。**随着新建产能的陆续投产，2022 年上半年，公司共销售生猪 3128 万头，同比增长 79.39%。其中，商品猪 2697.7 万头，仔猪 409.3 万头，种猪 21.1 万头。根据国家统计局数据，2022 年上半年，全国生猪出栏 3.66 亿头，同比增长 8.43%，公司市占率由 2021 年的 6% 提升至 8.55%，龙头企业的规模优势突显。受到高粮价推动饲料价格上行、冬季疫病高发等情况的影响，2022Q1 公司完全成本超过 16 元/公斤，2022Q2 成本环比下降约 0.2-0.3 元/公斤，7、8 月份成本维持在 15.5-15.6 元/公斤。根据公司公告，2022 年末完全成本有望下降至 14.5-15 元/公斤，同时随着猪价进入上行周期，在盈利能力和市占率提升的双重推动下公司业绩有望得到大幅改善。
- **维持公司“增持”评级。**公司作为生猪养殖行业龙头，近年来市占率持续提升，并向产业链下游延申布局，核心竞争力进一步得到加强。考虑到行业迎来周期逆转和公司产能扩张情况，未来 2 年行业

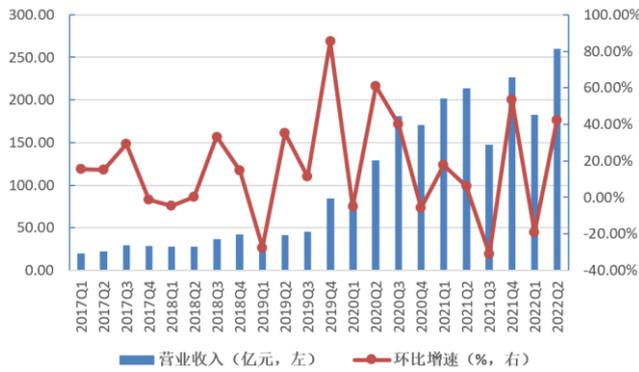
仍面临周期性变化的风险，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.36、6.53、3.26 元，对应 PE 分别为 43.29、9.00、18.03 倍。参考可比上市公司目前平均 PB 为 4.67 倍，考虑到公司的龙头优势，给予公司一定的估值溢价。纵向来看，当前公司 PB 也处于历史相对低位，随着周期景气度变化，仍有估值回归空间，继续维持公司“增持”评级。

风险提示：猪价大幅波动，原材料上涨，产能扩张不及预期的风险。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	56277	78890	99584	143082	153927
增长比率（%）	178.31%	40.18%	26.23%	43.68%	7.58%
净利润（百万元）	27451	6904	7217	34731	17330
增长比率（%）	348.97%	-74.85%	4.53%	381.26%	-50.10%
每股收益(元)	5.16	1.30	1.36	6.53	3.26
市盈率(倍)	11.38	45.25	43.29	9.00	18.03

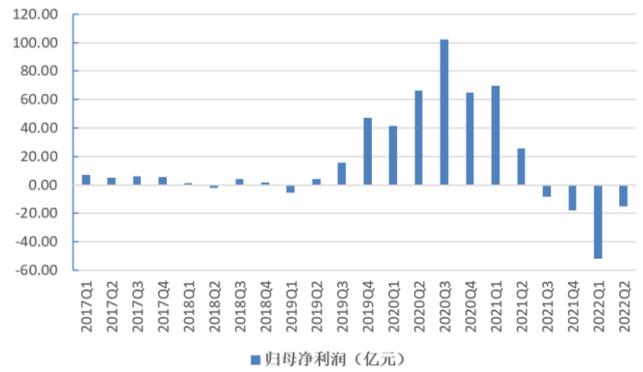
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：2017-2022 年公司单季度营收及增速



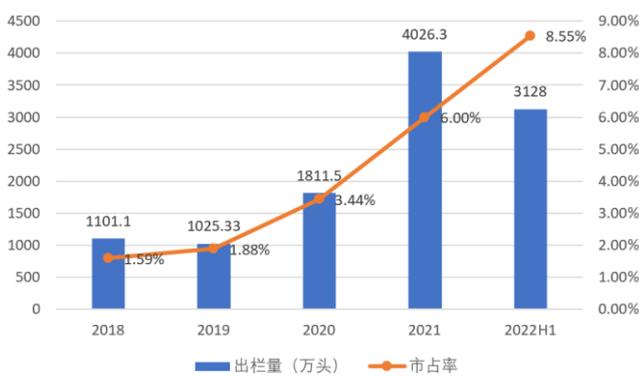
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2017-2022 年公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，中原证券

图 3：2018-2022 年公司出栏量及市占率



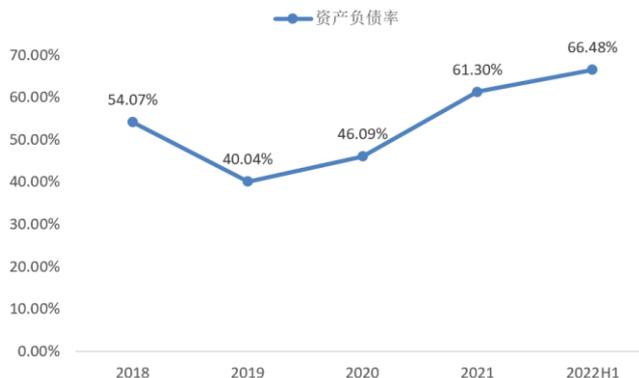
资料来源：公司公告，中原证券

图 4：2018-2022 年生猪平均价格



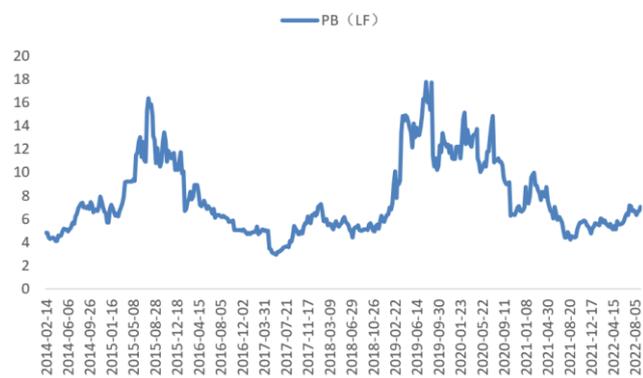
资料来源：Wind，中原证券

图 5：2018-2022 年公司资产负债率情况



资料来源：Wind，中原证券

图 6：公司 PB 历史数据



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38946	48753	44011	77458	89887
现金	14594	12198	-4562	15832	21846
应收票据及应收账款	19	136	-24	198	23
其他应收款	56	264	-91	418	-2
预付账款	2495	1090	4883	5994	5689
存货	21179	34476	43216	54426	61741
其他流动资产	603	590	590	590	590
非流动资产	83681	128513	159952	189341	214443
长期投资	184	307	410	495	599
固定资产	58530	99551	124641	146744	165680
无形资产	768	863	1151	1390	1598
其他非流动资产	24198	27792	33751	40711	46566
资产总计	122627	177266	203963	266798	304330
流动负债	43543	78232	98440	123134	141681
短期借款	16533	22292	31309	40327	48259
应付票据及应付账款	16566	36669	38495	52167	58170
其他流动负债	10445	19271	28636	30639	35252
非流动负债	12979	30430	30430	30430	30430
长期借款	10338	13923	13923	13923	13923
其他非流动负债	2641	16507	16507	16507	16507
负债合计	56522	108662	128870	153564	172111
少数股东权益	15698	14252	14844	18255	19910
股本	3759	5262	5262	5262	5262
资本公积	10005	9123	9123	9123	9123
留存收益	36718	37965	43861	78592	95922
归属母公司股东权益	50407	54352	60248	94979	112309
负债和股东权益	122627	177266	203963	266798	304330

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	23186	16295	21645	63883	50146
净利润	30375	7639	7809	38142	18984
折旧摊销	3615	8896	13562	21591	25045
财务费用	1054	2290	1206	1612	1993
投资损失	-51	13	-94	-79	-69
营运资金变动	-11827	-2658	-828	2623	4200
其他经营现金流	19	116	-10	-6	-7
投资活动现金流	-45353	-35968	-44897	-50895	-50070
资本支出	-46062	-35838	-44834	-50816	-49939
长期投资	675	-136	-157	-158	-200
其他投资现金流	34	6	94	79	69
筹资活动现金流	26124	14171	6492	7406	5938
短期借款	12276	5759	9018	9018	7932
长期借款	9221	3585	0	0	0
普通股增加	1555	1503	0	0	0
资本公积增加	158	-882	0	0	0
其他筹资现金流	2914	4206	-2526	-1612	-1993
现金净增加额	3958	-5502	-16760	20394	6014

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	56277	78890	99584	143082	153927
营业成本	22128	65680	86915	96925	126790
营业税金及附加	51	92	114	151	173
营业费用	292	700	648	967	1141
管理费用	3156	3442	4445	6788	6997
研发费用	412	808	766	1188	1352
财务费用	688	2178	962	1703	1677
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	824	1694	1954	2622	3062
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	51	-13	94	79	69
资产处置收益	1	0	10	6	7
营业利润	30424	7668	7792	38067	18935
营业外收入	185	323	0	0	0
营业外支出	236	380	0	0	0
利润总额	30373	7611	7792	38067	18935
所得税	-2	-28	-17	-75	-49
净利润	30375	7639	7809	38142	18984
少数股东损益	2923	735	592	3411	1654
归属母公司净利润	27451	6904	7217	34731	17330
EBITDA	34674	18740	22212	61276	45580
EPS (元)	5.33	1.28	1.36	6.53	3.26

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	178.31%	40.18%	26.23%	43.68%	7.58%
营业利润 (%)	381.79%	-74.80%	1.61%	388.53%	-50.26%
归属母公司净利润 (%)	348.97%	-74.85%	4.53%	381.26%	-50.10%
获利能力					
毛利率 (%)	60.68%	16.74%	12.72%	31.30%	17.63%
净利率 (%)	48.78%	8.75%	7.25%	24.62%	11.26%
ROE (%)	54.46%	12.70%	11.98%	36.57%	15.43%
ROIC	31.88%	7.72%	6.04%	20.85%	9.46%
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.09%	61.30%	63.18%	57.56%	56.55%
净负债比率 (%)	85.50%	158.39%	171.61%	135.62%	130.17%
流动比率	0.89	0.62	0.45	0.63	0.63
速动比率	0.34	0.16	-0.05	0.13	0.15
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.53	0.52	0.60	0.54
应收账款周转率	3205.64	1018.31	1782.89	1617.37	1388.12
应付账款周转率	2.24	2.82	3.01	2.65	2.82
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	5.16	1.30	1.36	6.53	3.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	4.36	3.06	4.07	12.00	9.42
每股净资产 (最新摊薄)	9.47	10.21	11.32	17.85	21.10
估值比率					
P/E	11.38	45.25	43.29	9.00	18.03
P/B	6.20	5.75	5.19	3.29	2.78
EV/EBITDA	8.82	17.50	17.35	6.10	8.25

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。