

# 牧原股份（002714）：Q2业绩明显改善，成本优势不断夯实

2022年9月5日

强烈推荐/维持

牧原股份

公司报告

**事件：**公司披露 2022 年半年报。公司上半年共实现营收 442.68 亿元，yoy+6.57%，归母净利润-66.84 亿元，yoy-170.16%。

**Q2 业绩明显改善，下半年业绩有望迎来反转。**公司上半年共实现生猪出栏 3128 万头，yoy+79.39%，实现销售收入 426.22 亿元，yoy+7.28%。受 4 月以来猪价持续回升影响，公司单二季度亏损幅度环比 Q1 显著收窄，经营性现金流净额也较 Q1 转正，公司短期经营压力得到明显缓解。我们认为，随着下半年旺季到来，猪价仍有望保持高位震荡，叠加公司出栏量持续释放，公司下半年业绩有望迎来反转。

**不断夯实成本优势。**成本方面，自 Q2 以来随着冬季疫病影响减轻，饲料价格高位回调以及公司生产端养殖成绩改善等因素，公司 Q2 完全成本较 Q1 明显下降。7、8 月公司完全成本已降至 15.5 元/kg 左右，持续保持行业优秀水平。公司目前仍维持年底阶段性实现 14.5-15 元/kg 的完全成本目标，持续提升养殖效率，改善养殖成绩，不断夯实自身成本优势。

**持续布局养殖和屠宰产能。**在经营压力得到明显缓解的基础上，公司部分恢复了前期停滞的产能建设，上半年在建工程转固 85 亿，预计年底公司养殖产能合计将达到 7500 万头左右。受上半年母猪淘汰加快影响，公司截至 6 月末能繁母猪存栏 247.3 万头，较 3 月末减少 27.9 万头。但随着猪价迈入景气区间以及公司生产成绩持续提升，近期公司母猪存栏已有所回升，预计下半年母猪存栏将进一步上升，支撑未来生猪出栏持续增长。下游屠宰业务方面，公司屠宰产能布局快速推进，上半年公司共屠宰生猪 351.5 万头，yoy+258.23%。截至 6 月末公司已投产屠宰产能合计达 2200 万头/年，今年屠宰产能投产合计将超过 3000 万头/年。由于公司屠宰业务尚处于磨合期，尚未实现盈利，但公司积极拓展下游销售渠道，优化生产工艺，提升运营能力，未来有望在公司养殖主业之外额外贡献业绩。我们认为，公司稳步推进养殖产能扩张，有望进一步提升行业市占率，并在此基础上积极向下游屠宰端延伸，与养殖板块相互协同，更好应对周期波动影响。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 70.66、330.20、304.85 亿元，对应 EPS 分别为 1.33、6.04 和 5.57 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 44.21、9.73 和 10.54 倍。看好公司成本优势持续夯实和出栏持续成长带来的高业绩弹性，以及公司屠宰业务快速布局带来的新成长。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         | 2020A     | 2021A     | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 营业收入（百万元）  | 56,277.07 | 78,889.87 | 108,683.50 | 146,606.00 | 151,463.60 |
| 增长率（%）     | 178.31%   | 40.18%    | 37.77%     | 34.89%     | 3.31%      |
| 归母净利润（百万元） | 27,451.42 | 6,903.78  | 7,065.72   | 33,019.72  | 30,484.53  |
| 增长率（%）     | 379.37%   | -74.85%   | 2.35%      | 367.32%    | -7.68%     |
| 净资产收益率（%）  | 54.46%    | 12.70%    | 12.23%     | 39.96%     | 28.90%     |
| 每股收益（元）    | 7.46      | 1.28      | 1.33       | 6.04       | 5.57       |
| PE         | 7.87      | 45.86     | 44.21      | 9.73       | 10.54      |
| PB         | 4.38      | 5.68      | 5.41       | 3.89       | 3.04       |

## 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：Wind，东兴证券研究所）

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

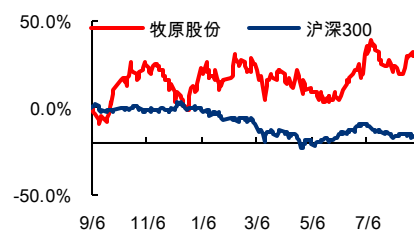
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间（元）    | 65.14-42.91     |
| 总市值（亿元）        | 3,140.07        |
| 流通市值（亿元）       | 2,124.65        |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 532,216/532,216 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | -/-             |
| 52 周日均换手率      | 1.77            |

## 52 周股价走势图



资料来源：Wind、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

## 研究助理：孟林

010-66554073

menglina@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080038

---

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

---



附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           |         |         | 单位：百万元 |         |         | 利润表            |         |         | 单位：百万元  |         |         |
|-----------------|---------|---------|--------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                 | 2020A   | 2021A   | 2022E  | 2023E   | 2024E   |                | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>流动资产合计</b>   | 38946   | 48753   | 59926  | 75261   | 78975   | <b>营业收入</b>    | 56277   | 78890   | 108684  | 146606  | 151464  |
| 货币资金            | 14594   | 12198   | 16303  | 22329   | 22894   | <b>营业成本</b>    | 22128   | 65680   | 93507   | 100418  | 109105  |
| 应收账款            | 19      | 136     | 112    | 202     | 182     | 营业税金及附加        | 51      | 92      | 130     | 176     | 182     |
| 其他应收款           | 56      | 264     | 364    | 491     | 508     | 营业费用           | 292     | 700     | 978     | 1319    | 1363    |
| 预付款项            | 2495    | 1090    | 4288   | 4931    | 7146    | 管理费用           | 3156    | 3442    | 4891    | 6597    | 6059    |
| 存货              | 21179   | 34476   | 38428  | 46989   | 47946   | 财务费用           | 688     | 2178    | 2298    | 2107    | 1524    |
| 其他流动资产          | 603     | 589     | 431    | 319     | 299     | 研发费用           | 412     | 808     | 1087    | 1466    | 1515    |
| <b>非流动资产合计</b>  | 83681   | 128513  | 132151 | 146281  | 159537  | 资产减值损失         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期股权投资          | 184     | 307     | 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            | 58530   | 99551   | 104323 | 113471  | 126743  | 投资净收益          | 50.66   | -12.67  | 60.00   | 60.00   | 60.00   |
| 无形资产            | 768     | 863     | 846    | 829     | 812     | 加：其他收益         | 824.22  | 1694.08 | 2000.00 | 2000.00 | 2000.00 |
| 其他非流动资产         | 1430    | 1001    | 716    | 716     | 716     | <b>营业利润</b>    | 30424   | 7668    | 7853    | 36582   | 33776   |
| <b>资产总计</b>     | 122627  | 177266  | 192076 | 221542  | 238512  | 营业外收入          | 185.05  | 322.58  | 189.69  | 232.44  | 248.24  |
| <b>流动负债合计</b>   | 43543   | 78232   | 91051  | 92117   | 83007   | 营业外支出          | 236.50  | 380.29  | 224.57  | 280.45  | 295.10  |
| 短期借款            | 16533   | 22292   | 26562  | 17610   | 8240    | <b>利润总额</b>    | 30373   | 7611    | 7818    | 36534   | 33729   |
| 应付账款            | 14623   | 31989   | 30742  | 40626   | 40005   | 所得税            | -2      | -28     | 0       | 0       | 0       |
| 预收款项            | 0       | 0       | 0      | 0       | 0       | <b>净利润</b>     | 30375   | 7639    | 7818    | 36534   | 33729   |
| 一年内到期的非流动负债     | 2852    | 7749    | 8379   | 8379    | 8379    | 少数股东损益         | 2923    | 735     | 752     | 3514    | 3245    |
| <b>非流动负债合计</b>  | 12979   | 30430   | 24788  | 24788   | 24788   | 归属母公司净利润       | 27451   | 6904    | 7066    | 33020   | 30485   |
| 长期借款            | 10338   | 13923   | 13923  | 13923   | 13923   | <b>主要财务比率</b>  |         |         |         |         |         |
| 应付债券            | 1593    | 8626    | 8774   | 8774    | 8774    |                | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>负债合计</b>     | 56522   | 108662  | 115839 | 116905  | 107796  | <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 少数股东权益          | 15698   | 14252   | 15004  | 18519   | 21763   | 营业收入增长         | 178.31% | 40.18%  | 37.77%  | 34.89%  | 3.31%   |
| 实收资本（或股本）       | 3759    | 5262    | 5322   | 5471    | 5471    | 营业利润增长         | 381.79% | -74.80% | 2.40%   | 365.86% | -7.67%  |
| 资本公积            | 10005   | 9123    | 11335  | 11335   | 11335   | 归属于母公司净利润增长    | 348.97% | -74.85% | 2.35%   | 367.32% | -7.68%  |
| 未分配利润           | 35425   | 36352   | 40944  | 62407   | 82222   | <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 归属母公司股东权益合计     | 50407   | 54352   | 57755  | 82641   | 105476  | 毛利率(%)         | 60.68%  | 16.74%  | 13.96%  | 31.50%  | 27.97%  |
| <b>负债和所有者权益</b> | 122627  | 177266  | 192076 | 221542  | 238512  | 净利率(%)         | 53.97%  | 9.68%   | 7.19%   | 24.92%  | 22.27%  |
| <b>现金流量表</b>    |         |         | 单位：百万元 |         |         | 总资产净利润(%)      | 22.39%  | 3.89%   | 3.68%   | 14.90%  | 12.78%  |
|                 | 2020A   | 2021A   | 2022E  | 2023E   | 2024E   | ROE(%)         | 54.46%  | 12.70%  | 12.23%  | 39.96%  | 28.90%  |
| <b>经营活动现金流</b>  | 23186   | 16295   | 16282  | 45160   | 39048   | <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 净利润             | 30375   | 7639    | 7818   | 36534   | 33729   | 资产负债率(%)       | 46%     | 61%     | 60%     | 53%     | 45%     |
| 折旧摊销            | 3615.29 | 8113.37 | #####  | 5869.54 | 6744.20 | 流动比率           | 0.89    | 0.62    | 0.66    | 0.82    | 0.95    |
| 财务费用            | 688     | 2178    | 2298   | 2107    | 1524    | 速动比率           | 0.41    | 0.18    | 0.24    | 0.31    | 0.37    |
| 应收账款减少          | -4      | -116    | 23     | -89     | 19      | <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 预收帐款增加          | -221    | 0       | 0      | 0       | 0       | 总资产周转率         | 0.64    | 0.53    | 0.59    | 0.71    | 0.66    |
| <b>投资活动现金流</b>  | -45353  | -35968  | -15628 | -19969  | -19969  | 应收账款周转率        | 3206    | 1018    | 878     | 935     | 789     |
| 公允价值变动收益        | 0       | 0       | 0      | 0       | 0       | 应付账款周转率        | 5.71    | 3.38    | 3.47    | 4.11    | 3.76    |
| 长期投资减少          | 0       | 0       | -47    | 0       | 0       | <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |         |         |
| 投资收益            | 51      | -13     | 60     | 60      | 60      | 每股收益(最新摊薄)     | 7.46    | 1.28    | 1.33    | 6.04    | 5.57    |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 26124   | 14171   | 3450   | -19165  | -18515  | 每股净现金流(最新摊薄)   | 1.05    | -1.05   | 0.77    | 1.10    | 0.10    |
| 应付债券增加          | -197    | 7033    | 148    | 0       | 0       | 每股净资产(最新摊薄)    | 13.41   | 10.33   | 10.85   | 15.10   | 19.28   |
| 长期借款增加          | 9221    | 3585    | 0      | 0       | 0       | <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 普通股增加           | 1555    | 1503    | 60     | 149     | 0       | P/E            | 7.87    | 45.86   | 44.21   | 9.73    | 10.54   |
| 资本公积增加          | 158     | -882    | 2213   | 0       | 0       | P/B            | 4.38    | 5.68    | 5.41    | 3.89    | 3.04    |
| <b>现金净增加额</b>   | 3957    | -5502   | 4105   | 6027    | 565     | EV/EBITDA      | 6.84    | 19.45   | 22.98   | 7.80    | 8.03    |

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）：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 |
| 行业深度报告 | 农林牧渔行业：疫情扰动短期供需，产业链延伸与自有品牌布局持续 | 2022-08-31 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业：猪价震荡上行，关注下半年养殖景气        | 2022-08-30 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业：猪价震荡上涨，国家种业阵型企业名单正式公布   | 2022-08-08 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：猪价震荡回落，持续推荐生猪养殖       | 2022-08-02 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：猪价高位震荡，继续推荐生猪养殖       | 2022-07-25 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业：猪价调整后再度上涨，持续推荐养殖产业链     | 2022-07-12 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业报告：猪价加速上涨，持续推荐生猪养殖       | 2022-07-04 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业：猪价持续上涨，持续推荐生猪养殖板块       | 2022-06-27 |

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 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

## 研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士，本科毕业于苏州大学金融学。2020 年 8 月加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

## 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）：

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）：

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

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526