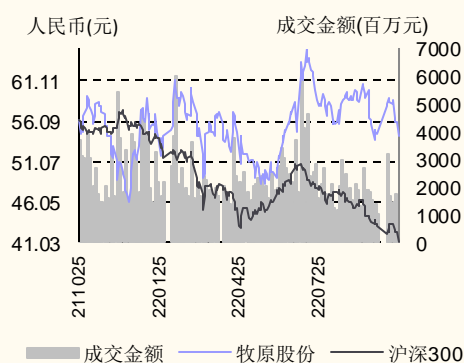


市场价格 (人民币): 54.30 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	53.22
已上市流通 A 股(亿股)	36.01
总市值(亿元)	2,889.94
年内股价最高最低(元)	65.14/46.06
沪深 300 指数	3633
深证成指	10695



相关报告

1.《成本优势构筑护城河，借力周期成就行业龙头-牧原股份首次覆盖报...》，2022.9.9

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

三季度业绩明显改善，现金流好转支撑扩张

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,277	78,890	112,336	148,475	155,045
营业收入增长率	178.31%	40.18%	42.40%	32.17%	4.43%
归母净利润(百万元)	27,451	6,904	11,818	31,120	25,226
归母净利润增长率	348.97%	-74.85%	71.17%	163.34%	-18.94%
摊薄每股收益(元)	7.325	1.312	2.220	5.847	4.740
每股经营性现金流净额	6.19	3.10	2.77	8.72	8.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	54.46%	12.70%	19.30%	35.31%	22.78%
P/E	10.53	40.67	24.45	9.29	11.46
P/B	5.73	5.17	4.72	3.28	2.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司披露 2022 年三季报。2022 年前三季度实现营业收入 807.74 亿元，同比增长 43.52%；实现归母净利润 15.12 亿元，同比下降 82.63%。公司第三季度实现营业收入 365.06 亿元，同比增长 147.60%；实现归母净利润 81.96 亿元，同比增长 1097.41%。业绩符合预期。

经营分析

- **出栏量稳步提升，完全成本持续优化:**。公司 2022 年前三季度共计销售生猪 4522.4 万头，同比增长 73.23%，其中商品猪/仔猪/种猪出栏量分别为 3969.0/523.7/29.7 万头，预计全年出栏量接近此前出栏量计划上限 (5600 万头)。目前公司养殖完全成本已经降至 15.5 元/公斤左右，随着公司养殖效率的提升，公司成本端仍有较大下降空间。公司现阶段 PSY 水平折年率已经超过 26，8-9 月份全程存活率已经提升至 85%左右，年底有望实现 15 元/公斤的阶段性成本目标。
- **能繁母猪存栏量稳中有升，现金流好转支撑扩产:** 截至 9 月末，公司能繁母猪存栏量约为 259.8 万头，较二季度末增长 12.5 万头，预计年内公司能繁母猪存栏量将持续增长。随着生猪价格的持续上涨，公司现金流压力得到有效缓解，截至目前公司恢复在建养殖产能 600 万头左右，预计年底公司养殖产能可以达到 7500 万头左右。截至 2022H1 公司屠宰端产能为 2200 万头/年，预计年底投产产能有望超过 3000 万头/年。由于屠宰端产能利用率仍在爬坡，屠宰板块尚未实现盈利，随着公司产能利用率的提升和运营能力的改善，屠宰板块业绩有望好转。

投资建议

- 目前生猪价格已经进入新一轮上行周期且处在较高位置，公司作为我国生猪养殖龙头企业，成本端处在行业领先地位，有望充分受益猪价上涨。根据近期生猪价格走势，我们上调公司盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润 118.18、311.20、252.26 亿元，同比+71.17%、+163.34%、-18.94%；对应 EPS 为 2.22、5.85、4.74 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 猪价波动风险、动物疫病风险、原材料价格波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	20,221	56,277	78,890	112,336	148,475	155,045	货币资金	10,933	14,594	12,198	17,435	20,053	22,544
增长率		178.3%	40.2%	42.4%	32.2%	4.4%	应收款项	24	76	400	736	840	877
主营业务成本	-12,951	-22,128	-65,680	-90,041	-103,759	-117,715	存货	7,166	21,179	34,476	44,404	54,012	58,051
%销售收入	64.0%	39.3%	83.3%	80.2%	69.9%	75.9%	其他流动资产	1,469	3,098	1,679	2,556	2,776	3,055
毛利	7,270	34,149	13,210	22,294	44,716	37,330	流动资产	19,592	38,946	48,753	65,131	77,680	84,528
%销售收入	36.0%	60.7%	16.7%	19.8%	30.1%	24.1%	%总资产	37.0%	31.8%	27.5%	33.5%	36.0%	37.1%
营业税金及附加	-27	-51	-92	-112	-148	-155	长期投资	296	327	602	602	602	602
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	31,298	80,808	118,005	120,426	129,375	135,048
销售费用	-111	-292	-700	-1,011	-1,039	-1,085	%总资产	59.2%	65.9%	66.6%	61.9%	59.9%	59.2%
%销售收入	0.5%	0.5%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	无形资产	612	1,089	871	958	1,044	1,128
管理费用	-691	-3,156	-3,442	-5,167	-5,939	-5,892	非流动资产	33,294	83,681	128,513	129,562	138,218	143,617
%销售收入	3.4%	5.6%	4.4%	4.6%	4.0%	3.8%	%总资产	63.0%	68.2%	72.5%	66.5%	64.0%	62.9%
研发费用	-112	-412	-808	-1,348	-1,485	-1,550	资产总计	52,887	122,627	177,266	194,693	215,899	228,145
%销售收入	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	短期借款	5,566	19,384	30,041	45,394	27,607	8,117
息税前利润 (EBIT)	6,329	30,239	8,168	14,656	36,105	28,648	应付款项	11,090	20,732	45,983	43,401	49,999	55,036
%销售收入	31.3%	53.7%	10.4%	13.0%	24.3%	18.5%	其他流动负债	1,513	3,427	2,208	3,805	3,273	3,577
财务费用	-528	-688	-2,178	-2,366	-2,393	-1,477	流动负债	18,169	43,543	78,232	92,601	80,878	66,730
%销售收入	2.6%	1.2%	2.8%	2.1%	1.6%	1.0%	长期贷款	1,117	10,338	13,923	11,923	14,923	14,923
资产减值损失	-2	-4	-18	0	0	0	其他长期负债	1,889	2,641	16,507	13,374	12,934	13,930
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	21,175	56,522	108,662	117,898	108,735	95,584
投资收益	42	51	-13	25	25	25	普通股股东权益	23,108	50,407	54,352	61,229	88,140	110,735
%税前利润	0.7%	0.2%	n.a	0.2%	0.1%	0.1%	其中：股本	2,205	3,759	5,262	5,262	5,262	5,262
营业利润	6,315	30,424	7,668	13,115	34,537	27,996	未分配利润	10,114	35,425	36,352	45,285	72,196	94,791
营业利润率	31.2%	54.1%	9.7%	11.7%	23.3%	18.1%	少数股东权益	8,604	15,698	14,252	15,565	19,023	21,826
营业外收支	5	-51	-58	0	0	0	负债股东权益合计	52,887	122,627	177,266	194,693	215,899	228,145
税前利润	6,319	30,373	7,611	13,115	34,537	27,996	比率分析						
利润率	31.3%	54.0%	9.6%	11.7%	23.3%	18.1%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	17	2	28	16	41	34	每股指标						
所得税率	-0.3%	0.0%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	每股收益	2.828	7.325	1.312	2.220	5.847	4.740
净利润	6,336	30,375	7,639	13,131	34,578	28,029	每股净资产	10.689	13.450	10.328	11.505	16.561	20.806
少数股东损益	222	2,923	735	1,313	3,458	2,803	每股经营现金净流	4.620	6.186	3.097	2.774	8.724	8.534
归属于母公司的净利润	6,114	27,451	6,904	11,818	31,120	25,226	每股股利	0.050	0.550	1.461	0.548	0.800	0.500
净利率	30.2%	48.8%	8.8%	10.5%	21.0%	16.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.46%	54.46%	12.70%	19.30%	35.31%	22.78%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	11.56%	22.39%	3.89%	6.07%	14.41%	11.06%
净利润	6,336	30,375	7,639	13,131	34,578	28,029	投入资本收益率	15.79%	31.04%	6.76%	10.28%	22.69%	17.15%
少数股东损益	222	2,923	735	1,313	3,458	2,803	增长率						
非现金支出	1,686	3,620	8,913	10,888	12,444	14,001	主营业务收入增长率	51.04%	178.31%	40.18%	42.40%	32.17%	4.43%
非经营收益	594	1,018	2,401	2,707	2,756	1,893	EBIT增长率	878.77%	377.76%	-72.99%	79.43%	146.35%	-20.65%
营运资金变动	1,372	-11,827	-2,658	-12,125	-3,867	985	净利润增长率	1075.37%	348.97%	-74.85%	71.17%	163.34%	-18.94%
经营活动现金净流	9,989	23,186	16,295	14,600	45,911	44,909	总资产增长率	77.22%	131.87%	44.56%	9.83%	10.89%	5.67%
资本开支	-13,036	-46,062	-35,838	-11,996	-21,100	-19,400	资产管理能力						
投资	211	675	-136	0	0	0	应收账款周转天数	0.1	0.1	0.4	0.7	0.7	0.7
其他	26	34	6	25	25	25	存货周转天数	182.9	233.8	154.6	180.0	190.0	180.0
投资活动现金净流	-12,799	-45,353	-35,968	-11,971	-21,075	-19,375	应付账款周转天数	110.1	162.6	129.5	130.0	130.0	125.0
股权募资	14,031	5,642	2	-2,056	0	0	固定资产周转天数	409.7	427.9	494.6	375.0	293.5	293.7
债权募资	-2,778	23,945	24,630	12,288	-13,787	-17,490	偿债能力						
其他	-887	-3,463	-10,462	-5,556	-6,991	-4,549	净负债/股东权益	-7.76%	25.30%	58.88%	63.16%	29.96%	9.14%
筹资活动现金净流	10,366	26,124	14,171	4,675	-20,778	-22,039	EBIT利息保障倍数	12.0	44.0	3.8	6.2	15.1	19.4
现金净流量	7,552	3,958	-5,502	7,305	4,058	3,495	资产负债率	40.04%	46.09%	61.30%	60.56%	50.36%	41.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	10	44	53	131
增持	0	0	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

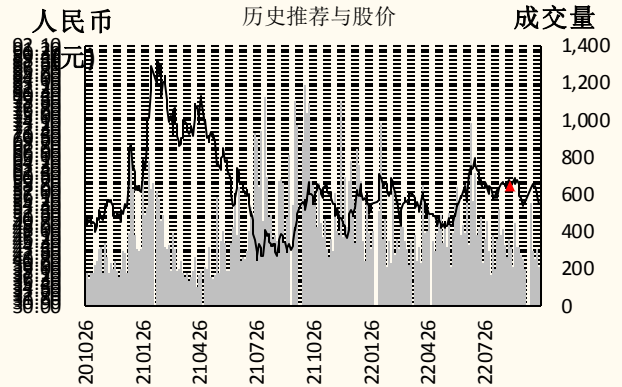
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-09	买入	58.40	66.00 ~ 78.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402