

业绩兑现高猪价，周期景气进行时

牧原股份 2022 三季度报告点评

核心观点

- **公司发布 2022 年三季报。**前三季度实现营业收入 807.7 亿元，同比+43.5%；实现归母净利润 15.1 亿元，同比-82.6%。单三季度来看，公司实现营业收入 365.1 亿元同比+147.6%，实现归母净利润 82.0 亿元同比-1097.4%。
- **出栏进度完成超 8 成，成本保持领先水平。** Q3 共销售生猪 1,394.4 万头，同比+54.5%，其中商品猪 1,271.3 万头，仔猪 114.5 万头，种猪 8.6 万头；Q1-3 共销售生猪 4,522.4 万头，同比+73.2%，其中商品猪 3,969.0 万头，仔猪 523.7 万头，种猪 29.7 万头；按 5600 万头的出栏量目标上限计，公司出栏量进度已经达到 81%。成本方面，公司三季度商品猪完全成本保持在 15.5 元/公斤，依然保持行业领先水平，随着公司进一步加强管理，生猪养殖成本仍有下降空间，公司希望今年能够实现 15 元/kg 左右的阶段性成本目标。
- **盈利转正现金流改善，工程建设持续推进。**随着三季度盈利转正，公司经营活动产生的现金流量金额达到 96.69 亿元，公司前期因现金流偏紧暂缓的工程建设项目重新推进，三季度公司现金流量表中反映的 CAPEX 规模达到 36.4 亿，环比+77%，截至 10 月中旬，在建养殖产能在 600 万头左右。9 月公司公告的生猪养殖产能为 7200 万头，预计年底公司生猪养殖产能可达 7,500 万头左右。
- **能繁母猪环比增长，23 年出栏量仍值得期待。**三季度末公司生产性生物资产规模 69.1 亿，环比增长 7%，反应公司种猪产能有所增加；9 月末，公司能繁母猪数量为 259.8 万头，环比 6 月末上升 5.1%。随着公司各项管理措施的不断优化，生产成绩逐步好转，现阶段结算批次 PSY 折年率超过 26，8、9 月份全程成活率 85%左右。

盈利预测与投资建议

- 7 月以来，行业生猪均价持续涨超预期，但行业补栏速度缓慢，预计分别上调商品猪价格、下调种仔猪价格，总体上调盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 134.47、385.35、267.6 亿元（原预测：70.19、338.98、265.86 亿元），同比分别 94.8%、186.6%、-30.6%，根据可比公司估值水平，给予 23 年 9xPE，目标价 65.16 元，猪价景气周期仍在进行中，公司在出栏量、成本上均保持行业领先水平，在上行周期中可以保持较高的业绩兑现度，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	116,913	159,628	145,377
同比增长(%)	178.3%	40.2%	48.2%	36.5%	-8.9%
营业利润(百万元)	30,424	7,668	15,360	42,914	29,715
同比增长(%)	381.8%	-74.8%	100.3%	179.4%	-30.8%
归属母公司净利润(百万元)	27,451	6,904	13,447	38,535	26,761
同比增长(%)	349.0%	-74.9%	94.8%	186.6%	-30.6%
每股收益(元)	5.16	1.30	2.53	7.24	5.03
毛利率(%)	60.7%	16.7%	19.5%	32.6%	25.8%
净利率(%)	48.8%	8.8%	11.5%	24.1%	18.4%
净资产收益率(%)	74.7%	13.2%	21.8%	44.4%	22.9%
市盈率	10.5	41.8	21.5	7.5	10.8
市净率	5.7	5.3	4.2	2.8	2.2

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10月25日）	54.21 元
目标价格	65.16 元
52 周最高价/最低价	65.99/45.77 元
总股本/流通 A 股（万股）	532,217/360,111
A 股市值（百万元）	288,515
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 10 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-7.65	-2.85	-6.57	-3.59
相对表现	-2.16	3.08	7.32	23.56
沪深 300	-5.49	-5.93	-13.89	-27.15



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
肖嘉颖 xiaojiaying@orientsec.com.cn

相关报告

成本精进，价格反转：牧原股份 2022 中报 2022-08-30 点评
成本稳步改善，业绩符合预期：牧原股份 2022H 业绩预告点评 2022-07-15
不畏周期低迷，成本保持领先：牧原股份 2021 年报及 2022 一季报点评 2022-05-03

盈利预测与投资建议

7 月以来，行业生猪均价持续涨超预期，但行业补栏速度缓慢，预计分别上调商品猪价格、下调种仔猪价格，总体上调盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 134.47、385.35、267.6 亿元（原预测：70.19、338.98、265.86 亿元），同比分别 94.8%、186.6%、-30.6%，根据可比公司估值水平，给予 23 年 9xPE，目标价 65.16 元，猪价景气周期仍在进行中，公司在出栏量、成本上均保持行业领先水平，在上行周期中可以保持较高的业绩兑现度，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
商品猪						
销售收入	94,394	131,859	129,766	106,536	145,045	129,766
变动幅度				12.9%	10.0%	0.0%
毛利率	13.11%	32.22%	25.81%	20.33%	34.34%	25.81%
变动幅度				7.2%	2.1%	0.0%
仔猪						
销售收入	2,959	4,133	4,464	2,697	3,216	4,464
变动幅度				-8.8%	-22.2%	0.0%
毛利率	48.65%	54.95%	51.18%	26.7%	36.9%	51.2%
变动幅度				-21.9%	-18.1%	0.0%
种猪						
销售收入	1,714	2,331	2,294	871	1,663	2,294
变动幅度				-49.2%	-28.6%	0.0%
毛利率	48.65%	54.95%	51.18%	26.7%	36.9%	51.2%
变动幅度				-21.9%	-18.1%	0.0%
屠宰、肉食业务						
销售收入	14,620	23,970	24,246	12,920	26,265	24,246
变动幅度				-11.6%	9.6%	0.0%
毛利率	9.08%	8.84%	9.00%	-1.9%	7.5%	8.9%
变动幅度				-11.0%	-1.4%	-0.1%
养殖与屠宰、肉食之间销售抵消						
销售收入	-13,889	-22,772	-23,034	-12,274	-24,952	-23,034
变动幅度				-11.6%	9.6%	0.0%
毛利率	9.08%	8.84%	9.00%	-1.9%	7.5%	8.9%
变动幅度				-121.0%	-15.6%	-0.1%
其他业务						
销售收入	5,544	7,741	7,641	6,162	8,391	7,641
变动幅度				11.1%	8.4%	0.0%
毛利率	2.50%	2.50%	2.50%	2.5%	2.5%	2.5%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	105,342	147,263	145,377	116,913	159,628	145,377
变动幅度				11.0%	8.4%	0.0%
综合毛利率	14.12%	31.44%	25.80%	19.50%	32.60%	25.80%
变动幅度				5.4%	1.2%	0.0%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

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申明。

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标 注除外）	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	105,342	147,263	145,377	116,913	159,628	145,377
变动幅度				11.0%	8.4%	0.0%
营业利润	7,841	37,595	29,521	15,360	42,914	29,715
变动幅度				95.9%	14.1%	0.7%
归属母公司净利润	7,019	33,898	26,586	13,447	38,535	26,761
变动幅度				91.6%	13.7%	0.7%
每股收益（元）	1.32	6.37	5.00	2.53	7.24	5.03
变动幅度				91.6%	13.7%	0.7%
毛利率(%)	14.12%	31.44%	25.80%	19.50%	32.60%	25.80%
变动幅度				5.4%	1.2%	0.0%
净利率(%)	6.66%	23.02%	18.29%	11.50%	24.14%	18.41%
变动幅度				4.8%	1.1%	0.1%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)		每股收益（元）			市盈率			
		2022/10/24	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
温氏股份	300498.SZ	19.71	-2.05	0.31	1.96	1.83	-9.63	64.06	10.07	10.75
唐人神	002567.SZ	7.61	-0.95	0.21	1.15	1.08	-8.00	37.07	6.61	7.05
新希望	000876.SZ	13.62	-2.11	-0.08	1.34	1.66	-6.45	-173.95	10.19	8.20
华统股份	002840.SZ	16.10	-0.32	0.59	2.55	3.54	-50.70	27.39	6.31	4.55
神农集团	605296.SH	25.39	0.47	0.46	1.47	1.58	54.27	55.51	17.31	16.11
调整后平均							-8.00	40.00	9.00	9.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

发生重大疫病的风险

动物疫病是畜牧行业发展中面临的主要风险，生猪因发生疫病或导致死亡，直接导致公司生猪出栏量的降低，收入和业绩受损；此外，疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致短期内市场需求萎缩、产品价格下降，对公司生猪销售产生不利影响。若公司周边地区或自身场区疫病发生频繁，或者公司疫病防控执行不力，公司将可能面临生猪发生疫病所引致的产量下降、盈利下降、甚至亏损等风险。

生猪价格波动的风险

生猪价格周期性波动会对包括公司在内的生猪养殖企业的经营业绩产生重大影响。如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑，将会对公司的盈利水平造成重大不利影响，从而引致公司未来盈利大幅下降、甚至亏损等风险。

原材料价格波动的风险

公司原材料成本占公司主营业务成本的比例在 50%以上，公司的原材料主要包括小麦、玉米、豆粕等，因此，小麦、玉米和豆粕等价格波动会对公司主营业务成本、净利润产生较大影响。

现金流风险

如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑、原材料价格持续处于高位或继续上涨，除对公司盈利水平造成不利影响外，也会直接对公司经营活动产生的现金流量净额带来不利影响。如果未来银行信贷政策发生不利变化、公司资金管理不善等情形，将显著增加公司的偿债风险和流动性风险，并对公司生产经营造成重大不利影响。

食品安全风险

如果公司一旦出现质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将直接影响到公司生产经营和盈利能力，并损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的经营业绩。

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	21,044	55,088	74,298	营业收入	56,277	78,890	116,913	159,628	145,377
应收票据、账款及款项融资	19	136	199	271	247	营业成本	22,128	65,680	94,120	107,582	107,873
预付账款	2,495	1,090	1,615	2,205	2,008	营业税金及附加	51	92	133	171	164
存货	21,179	34,476	51,766	59,170	59,330	营业费用	292	700	1,052	1,437	1,308
其他	659	854	1,147	1,060	1,114	管理费用及研发费用	3,567	4,250	5,468	7,343	6,397
流动资产合计	38,946	48,753	75,771	117,794	136,997	财务费用	688	2,178	2,960	2,999	3,133
长期股权投资	184	307	307	307	307	资产、信用减值损失	4	18	27	6	3
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	2,175	2,800	3,200
其他	9,364	16,689	18,608	19,930	21,729	营业利润	30,424	7,668	15,360	42,914	29,715
非流动资产合计	83,681	128,513	144,357	166,299	188,147	营业外收入	185	323	456	560	640
资产总计	122,627	177,266	220,127	284,093	325,144	营业外支出	236	380	536	658	752
短期借款	16,533	22,292	20,600	19,412	20,372	利润总额	30,373	7,611	15,280	42,816	29,603
应付票据及应付账款	16,566	36,669	55,848	67,701	64,262	所得税	(2)	(28)	0	0	0
其他	10,445	19,271	28,144	35,390	45,061	净利润	30,375	7,639	15,280	42,816	29,603
流动负债合计	43,543	78,232	104,591	122,503	129,695	少数股东损益	2,923	735	1,834	4,282	2,842
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	13,447	38,535	26,761
应付债券	1,593	8,626	8,626	8,626	8,626	每股收益(元)	5.16	1.30	2.53	7.24	5.03
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	134,996	159,072	172,649		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	15,698	14,252	16,086	20,368	23,210	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%	48.2%	36.5%	-8.9%
资本公积	7,495	7,701	9,897	9,897	9,897	营业利润	381.8%	-74.8%	100.3%	179.4%	-30.8%
留存收益	36,718	37,965	51,411	87,019	111,651	归属于母公司净利润	349.0%	-74.9%	94.8%	186.6%	-30.6%
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	85,131	125,021	152,495	毛利率	60.7%	16.7%	19.5%	32.6%	25.8%
负债和股东权益总计	122,627	177,266	220,127	284,093	325,144	净利率	48.8%	8.8%	11.5%	24.1%	18.4%
						ROE	74.7%	13.2%	21.8%	44.4%	22.9%
						ROIC	45.2%	9.0%	14.0%	28.2%	16.2%
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%	61.3%	56.0%	53.1%
净利润	30,375	7,639	15,280	42,816	29,603	净负债率	25.3%	58.9%	40.0%	4.0%	0.0%
折旧摊销	3,191	7,723	8,609	10,260	11,959	流动比率	0.89	0.62	0.72	0.96	1.06
财务费用	688	2,178	2,960	2,999	3,133	速动比率	0.41	0.18	0.23	0.48	0.60
投资损失	(51)	13	(34)	(24)	(15)	营运能力					
营运资金变动	(4,159)	11,923	5,590	11,132	6,255	应收账款周转率	3,045.4	967.4	664.5	645.1	532.7
其它	(6,858)	(13,180)	(1,968)	(1,318)	(1,798)	存货周转率	1.6	2.4	2.2	1.9	1.8
经营活动现金流	23,186	16,295	30,437	65,865	49,137	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	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	2.53	7.24	5.03
其他	4,211	9,078	(978)	24	15	每股经营现金流	6.17	3.10	5.72	12.38	9.23
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	12.97	19.66	24.29
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	2,256	0	0	市盈率	10.5	41.8	21.5	7.5	10.8
其他	13,526	(2,679)	(4,653)	(7,114)	(4,302)	市净率	5.7	5.3	4.2	2.8	2.2
筹资活动现金流	26,124	14,171	1,890	(968)	2,063	EV/EBITDA	9.7	18.9	12.4	5.9	7.4
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.7	33.8	18.2	7.2	10.1
现金净增加额	3,958	(5,502)	8,847	34,044	19,210						

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