

买入（维持）

牧原股份

002714

降本增效持续兑现，三季度业绩改善明显

2022年10月27日

市场数据

市场数据日期	2022-10-26
收盘价(元)	50.74
总股本(百万股)	5322
流通股本(百万股)	3601
总市值(百万元)	270000
流通市值(百万元)	182700
净资产(百万元)	56488
总资产(百万元)	185007
每股净资产(元)	9.96

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	78890	108418	141794	157914
同比增长	40.2%	37.4%	30.8%	11.4%
归母净利润(百万元)	6904	12211	28962	26531
同比增长	-74.9%	76.9%	137.2%	-8.4%
毛利率	16.7%	19.2%	29.5%	25.1%
净利率	9.7%	12.5%	22.6%	18.6%
净资产收益率	12.7%	18.7%	31.5%	23.5%
每股收益(元)	1.30	2.29	5.44	4.98
每股经营性现金流(元)	3.06	2.60	9.30	9.41

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 2022 前三季度公司实现收入 807.7 亿元, 同比增长 43.5%; 实现归母净利润 15.1 亿元, 同比下降 82.6%; 单季度来看, 22Q3 公司实现营收 365.1 亿元, 环比增 40.5%, 同比增 147.6%; 实现归母净利润 81.96 亿元, 环比增 645.2%, 同比增 1097.4%。7、8 月猪价保持高位震荡, 9 月后继续开启上涨通道, 叠加公司成本持续下行, 三季度业绩改善明显。
- **生猪出栏结构:** 公司前三季度共出栏生猪 4522.4 万头, 同比增 73.2%; 商品猪销售均价为 16 元/kg, 同比减 13.4%。单季度来看, 7-9 月份商品猪平均售价分别为 21.3、20.9、23.1 元/kg, 公司 22Q3 的生猪出栏量为 1394.4 万头, 环比减 20.2%, 同比增 60.8%, 其中, 公司商品猪出栏量 1271.3 万头, 环比减 9.2%, 同比增 54.6%, 仔猪出栏量 114.5 万头, 环比减 65.1%, 同比增 181.3%, 种猪出栏量 8.6 万头, 环比减 51.7%, 同比增 132.4%。
- **成本及产能:** 我们测算 22 年 Q3 商品猪销售均价 21.75 元/公斤, 环比增 49.6%, 同比增 61.8%, 公司 Q1-Q3 商品猪完全成本分别为 16、15.8、15.5 元/kg, Q3 成本环比下降 0.3 元/kg, 头均盈利达到 670 元/头左右, 仔猪成本降至 350 元/头, 成本改善明显主要系公司生产管理水平及养殖产效等方面持续提升。公司目前 PSY 指标已达到 26, 产能方面, 公司截至 9 月底的能繁母猪共有 259.8 万头左右, 预计年底能够持续增加, 为后续出栏量提升做好准备。
- **资本开支:** 公司今年上半年的资本开支主要用于支付前期已经完工工程款项, 基本不涉及新增产能建设, 随着 3 季度以来, 猪价上涨带动公司现金流情况持续改善, 公司对部分养殖项目进行复工建设, 3 季度重启了去年停建的项目, 目前在建养殖产能有 600 万头左右, 预计年底养殖产能达到 7500 万头。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **屠宰板块:** 2022 前三季度共屠宰生猪 507.3 万头, 同比增 169.7%; 其中三季度屠宰量为 155.5 万头, 环比减 12.3%, 同比增 72.8%, 由于屠宰板块投产时间较短, 投产产能较大, 公司今年产能利用率尚处于爬坡阶段, 服务销售等方面仍需磨合, 3 季度屠宰业务亏损约 2.3 亿元, 前三季度共亏损约 6.55 亿元, 屠宰业务盈利情况较差, 年底屠宰产能破 3000 万头/年。
- **费用情况:** 2022Q3 公司销售费用率/财务费用率/管理费用率/研发费用率分别为 0.50%/1.97%/ 2.88%/0.77%, 分别环比下降 0.20pct/0.73pct/1.18pct/0.17pct, 同比下降 0.68pct/1.85pct/2.86pct/0.32pct。公司管理费用率及财务费用率有所下降, 主要系公司缩减资本开支及管理效率提升导致。
- **投资建议:** 公司作为自繁自养养殖龙头企业, 养殖完全成本有序下架, 公司盈利能力持续兑现, 我们预计公司 22-24 年依次实现归母净利润 122.11、289.62、265.31 亿元, 同比增长 76.9%、137.2%、-8.4%, 对应的 EPS 分别为 2.29、5.44、4.98 元, 对应 10 月 26 日收盘价的 PE 分别为 22.1、9.3、10.2 倍。
- **风险提示:** 动物突发疫病, 原材料价格大幅波动, 汇率波动, 政策变化。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	48753	71248	91490	133604	营业收入	78890	108418	141794	157914
货币资金	12198	22541	36039	68099	营业成本	65680	87606	99899	118294
交易性金融资产	1	1	1	1	税金及附加	92	145	181	191
应收票据及应收账款	136	186	244	271	销售费用	700	976	1347	1421
预付款项	1090	1453	1657	1962	管理费用	3442	4879	6523	7106
存货	34476	45985	52438	62093	研发费用	808	1084	1418	1579
其他	264	363	475	529	财务费用	2178	1481	1738	1349
非流动资产	128513	127084	159874	169056	其他收益	1694	1198	1301	1332
长期股权投资	307	307	307	307	投资收益	-13	27	22	12
固定资产	99551	101594	126258	137425	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	11103	7052	13526	9763	信用减值损失	-18	0	0	0
无形资产	863	936	1008	1078	资产减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	2	1	1
长期待摊费用	8	135	283	461	营业利润	7668	13475	32013	29318
其他	16681	17060	18492	20021	营业外收入	323	233	255	259
资产总计	177266	198332	251364	302659	营业外支出	380	225	280	295
流动负债	78232	82869	101887	124731	利润总额	7611	13484	31987	29282
短期借款	22292	26750	32100	38520	所得税	-28	-29	-63	-76
应付票据及应付账款	36669	43308	54765	71036	净利润	7639	13513	32050	29358
其他	19271	12810	15022	15175	少数股东损益	735	1302	3088	2827
非流动负债	30430	34578	38921	43637	归属母公司净利润	6904	12211	28962	26531
长期借款	13923	17561	21549	25798	EPS(元)	1.30	2.29	5.44	4.98
其他	16507	17017	17372	17839					
负债合计	108662	117446	140808	168368					
股本	5262	5322	5322	5322	主要财务比率				
资本公积	9123	9123	9123	9123	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	36352	46909	72509	92450	成长性				
少数股东权益	14252	15554	18643	21470	营业收入增长率	40.2%	37.4%	30.8%	11.4%
股东权益合计	68604	80886	110556	134291	营业利润增长率	-74.8%	75.7%	137.6%	-8.4%
负债及权益合计	177266	198332	251364	302659	归母净利润增长率	-74.9%	76.9%	137.2%	-8.4%
					盈利能力				
					毛利率	16.7%	19.2%	29.5%	25.1%
					净利率	9.7%	12.5%	22.6%	18.6%
					ROE	12.7%	18.7%	31.5%	23.5%
					偿债能力				
					资产负债率	61.3%	59.2%	56.0%	55.6%
					流动比率	0.62	0.86	0.90	1.07
					速动比率	0.18	0.30	0.38	0.57
					营运能力				
					资产周转率	0.53	0.58	0.63	0.57
					应收帐款周转率	967.39	640.05	626.64	582.63
					存货周转率	2.36	2.18	2.03	2.07
					每股资料(元)				
					每股收益	1.30	2.29	5.44	4.98
					每股经营现金	3.06	2.60	9.30	9.41
					每股净资产	10.21	12.28	17.27	21.20
					估值比率(倍)				
					PE	39.1	22.1	9.3	10.2
					PB	5.0	4.1	2.9	2.4

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	6904	12211	28962	26531
折旧和摊销	8113	8382	10188	12522
资产减值准备	0	0	0	0
资产处置损失	-0	-2	-1	-1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2178	1481	1738	1349
投资损失	13	-27	-22	-12
少数股东损益	735	1302	3088	2827
营运资金的变动	-3294	-9546	5480	6824
经营活动产生现金流量	16295	13814	49481	50092
投资活动产生现金流量	-35968	-6405	-42428	-21116
融资活动产生现金流量	14171	2935	6445	3084
现金净变动	-5502	10344	13497	32060
现金的期初余额	13909	12198	22541	36039
现金的期末余额	8407	22541	36039	68099

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn