

牧原股份 (002714.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期 成本端持续优化

业绩简评

2023年1月31日公司披露年报业绩预告, 预计2022年实现营业收入1220-1270亿元, 同比增长54.65%-60.98%; 归母净利润120-140亿元, 同比增长73.82%-102.79%; 扣非归母净利润130-150亿元, 同比增长73.12%-99.76%。预计2022Q4单季实现营业收入412-462亿元, 同比增长82.24%-104.35%; 归母净利润105-125亿元; 扣非归母净利润117-137亿元, 四季度利润环比增长, 业绩符合预期。

经营分析

出栏量快速增长, 猪价上涨支撑业绩好转。2022年公司合计销售生猪6120万头, 同比增长52%, 其中商品猪5529.6万头, 仔猪555.8万头, 种猪34.6万头, 生猪出栏量位居行业第一。第四季度实现生猪销售1597.6万头, 同比增长12.85%, 其中商品猪1560.6万头, 仔猪32.1万头, 种猪4.9万头。根据销售月报数据, 公司全年商品猪销售均价约为17.81元/公斤, 其中四季度销售均价约为22.33元/公斤, 支撑公司业绩增长。

生产指标持续优化, 养殖成本有望持续改善。公司通过使用智能化设备、强化管理、疫病净化等措施, 持续改善生产经营指标。截至2022年底, 公司生猪全程存活率为86%, 较年初提升6个百分点, 目前公司养殖完全成本已经低于15.5元/公斤, 随着生产指标的进一步优化, 公司成本端仍有下降空间。

能繁母猪存栏稳步回升, 支撑公司未来出栏量增长。三季度以来随着公司现金流的改善, 公司恢复部分养殖产能建设, 截至2022年底已经完成7500万头左右的养殖产能。同时公司能繁母猪存栏量持续增长, 截至2022年12月底, 公司能繁母猪存栏为281.5万头, 较二季度末增加34.2万头。根据公司PSY为26推算, 2023年公司生猪出栏量有望达到7000万头以上。

盈利预测、估值与评级

考虑到当前生猪产能情况和近期生猪价格走势, 结合公司最新业务数据。我们将公司2022-2024年营业收入预测由1120.3/1484.8/1550.5亿元调整至1238.8/1456.7/1550.5亿元; 将2022-2024年归母净利润预测由118.2/311.2/252.3亿元调整至136.8/299.9/247.0亿元。公司股票现价对应PE估值为21.13/9.63/11.70倍, 维持“买入”评级。

风险提示

猪价波动风险; 疫情风险; 原材料价格波动风险。

农林牧渔组

分析师: 刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 48.15元

相关报告:

- 《三季度业绩明显改善, 现金流好转支撑扩张-牧原股份三季报点评》, 2022.10.25
- 《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



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	123,880	145,670	155,045
营业收入增长率	178.31%	40.18%	57.03%	17.59%	6.44%
归母净利润(百万元)	27,451	6,904	13,679	29,994	24,697
归母净利润增长率	348.97%	-74.85%	98.14%	119.28%	-17.66%
摊薄每股收益(元)	7.325	1.312	2.570	5.636	4.640
每股经营性现金流净额	6.19	3.10	3.17	8.50	8.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	54.46%	12.70%	21.68%	33.75%	22.26%
P/E	10.53	40.67	21.13	9.63	11.70
P/B	5.73	5.17	4.58	3.25	2.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	20,221	56,277	78,890	123,880	145,670	155,045
增长率		178.3%	40.2%	57.0%	17.6%	6.4%
主营业务成本	-12,951	-22,128	-65,680	-98,944	-101,762	-117,715
%销售收入	64.0%	39.3%	83.3%	79.9%	69.9%	75.9%
毛利	7,270	34,149	13,210	24,935	43,907	37,330
%销售收入	36.0%	60.7%	16.7%	20.1%	30.1%	24.1%
营业税金及附加	-27	-51	-92	-124	-146	-155
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-111	-292	-700	-1,053	-1,238	-1,240
%销售收入	0.5%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
管理费用	-691	-3,156	-3,442	-5,575	-6,264	-6,202
%销售收入	3.4%	5.6%	4.4%	4.5%	4.3%	4.0%
研发费用	-112	-412	-808	-1,487	-1,457	-1,705
%销售收入	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.0%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	6,329	30,239	8,168	16,697	34,803	28,028
%销售收入	31.3%	53.7%	10.4%	13.5%	23.9%	18.1%
财务费用	-528	-688	-2,178	-2,342	-2,341	-1,444
%销售收入	2.6%	1.2%	2.8%	1.9%	1.6%	0.9%
资产减值损失	-2	-4	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	42	51	-13	25	25	25
%税前利润	0.7%	0.2%	n.a	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	6,315	30,424	7,668	15,181	33,287	27,409
营业利润率	31.2%	54.1%	9.7%	12.3%	22.9%	17.7%
营业外收支	5	-51	-58	0	0	0
税前利润	6,319	30,373	7,611	15,181	33,287	27,409
利润率	31.3%	54.0%	9.6%	12.3%	22.9%	17.7%
所得税	17	2	28	18	40	33
所得税率	-0.3%	0.0%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
净利润	6,336	30,375	7,639	15,199	33,327	27,442
少数股东损益	222	2,923	735	1,520	3,333	2,744
归属于母公司的净利润	6,114	27,451	6,904	13,679	29,994	24,697
净利率	30.2%	48.8%	8.8%	11.0%	20.6%	15.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,336	30,375	7,639	15,199	33,327	27,442
少数股东损益	222	2,923	735	1,520	3,333	2,744
非现金支出	1,686	3,620	8,913	10,888	12,444	14,001
非经营收益	594	1,018	2,401	2,702	2,720	1,858
营运资金变动	1,372	-11,827	-2,658	-12,113	-3,749	911
经营活动现金净流	9,989	23,186	16,295	16,676	44,742	44,212
资本开支	-13,036	-46,062	-35,838	-11,996	-21,100	-19,400
投资	211	675	-136	0	0	0
其他	26	34	6	25	25	25
投资活动现金净流	-12,799	-45,353	-35,968	-11,971	-21,075	-19,375
股权募资	14,031	5,642	2	-2,056	0	0
债权募资	-2,778	23,945	24,630	12,108	-14,854	-16,403
其他	-887	-3,463	-10,462	-5,552	-6,955	-4,514
筹资活动现金净流	10,366	26,124	14,171	4,500	-21,810	-20,917
现金净流量	7,552	3,958	-5,502	9,205	1,858	3,920

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,933	14,594	12,198	19,335	19,752	22,669
应收款项	24	76	400	812	824	877
存货	7,166	21,179	34,476	48,794	52,972	58,051
其他流动资产	1,469	3,098	1,679	2,734	2,736	3,055
流动资产	19,592	38,946	48,753	71,675	76,285	84,652
%总资产	37.0%	31.8%	27.5%	35.6%	35.6%	37.1%
长期投资	296	327	602	602	602	602
固定资产	31,298	80,808	118,005	120,426	129,375	135,048
%总资产	59.2%	65.9%	66.6%	59.8%	60.3%	59.2%
无形资产	612	1,089	871	958	1,044	1,128
非流动资产	33,294	83,681	128,513	129,562	138,218	143,617
%总资产	63.0%	68.2%	72.5%	64.4%	64.4%	62.9%
资产总计	52,887	122,627	177,266	201,237	214,503	228,269
短期借款	5,566	19,384	30,041	45,214	26,360	7,957
应付款项	11,090	20,732	45,983	47,682	49,083	55,079
其他流动负债	1,513	3,427	2,208	4,181	3,223	3,588
流动负债	18,169	43,543	78,232	97,077	78,666	66,625
长期贷款	1,117	10,338	13,923	11,923	14,923	14,923
其他长期负债	1,889	2,641	16,507	13,374	12,934	13,930
负债	21,175	56,522	108,662	122,374	106,523	95,478
普通股股东权益	23,108	50,407	54,352	63,091	88,875	110,942
其中：股本	2,205	3,759	5,262	5,262	5,262	5,262
未分配利润	10,114	35,425	36,352	47,147	72,931	94,998
少数股东权益	8,604	15,698	14,252	15,772	19,105	21,849
负债股东权益合计	52,887	122,627	177,266	201,237	214,503	228,269

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.828	7.325	1.312	2.570	5.636	4.640
每股净资产	10.689	13.450	10.328	11.854	16.699	20.845
每股经营现金净流	4.620	6.186	3.097	3.169	8.502	8.401
每股股利	0.050	0.550	1.461	0.548	0.800	0.500
回报率						
净资产收益率	26.46%	54.46%	12.70%	21.68%	33.75%	22.26%
总资产收益率	11.56%	22.39%	3.89%	6.80%	13.98%	10.82%
投入资本收益率	15.79%	31.04%	6.76%	11.56%	21.93%	16.77%
增长率						
主营业务收入增长率	51.04%	178.31%	40.18%	57.03%	17.59%	6.44%
EBIT增长率	878.77%	377.76%	-72.99%	104.43%	108.44%	-19.47%
净利润增长率	1075.37%	348.97%	-74.85%	98.14%	119.28%	-17.66%
总资产增长率	77.22%	131.87%	44.56%	13.52%	6.59%	6.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.4	0.7	0.7	0.7
存货周转天数	182.9	233.8	154.6	180.0	190.0	180.0
应付账款周转天数	110.1	162.6	129.5	130.0	130.0	125.0
固定资产周转天数	409.7	427.9	494.6	340.1	299.1	293.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.76%	25.30%	58.88%	58.87%	28.85%	8.91%
EBIT利息保障倍数	12.0	44.0	3.8	7.1	14.9	19.4
资产负债率	40.04%	46.09%	61.30%	60.81%	49.66%	41.83%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

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
2	2022-10-25	买入	54.30	N/A

来源：国金证券研究所

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



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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402