



成本优势进一步夯实，产能扩张持续进行

——牧原股份 2022 年年报及 2023 年一季报点评

事件

4月27日，公司发布2022年年报和2023年一季报。2022年公司实现营业收入1248.26亿元，实现归母净利润132.66亿元。2023Q1公司实现营业收入241.98亿元，实现归母净利润-11.98亿元。

点评

22年业绩高增，23Q1净利同比大幅减亏。2022年公司销售生猪6120.1万头，同比+52%，全年商品猪销售均价18.30元/公斤，同比+8.51%。猪价景气回升叠加养殖产能释放，2022年公司盈利高增。2022年公司实现营收1248.26亿元，同比增长58.23%，实现归母净利润132.66亿元，同比增长92.16%。分季度看，公司Q4单季度实现营收440.53亿元，环比增长20.67%；实现归母净利润117.54亿元，环比增长43.41%，在三季度环比扭亏为盈的基础上，四季度净利润持续增长。2023年一季度行业生猪出栏均重居于高位，供给端压力较大，叠加节后消费淡季，猪价持续低迷，公司业绩承压。2023Q1公司出栏生猪1384.50万头，同比+0.20%，商品猪销售均价14.75元/公斤，同比+22.62%。2023Q1公司实现营收241.98亿元，同比+32.39%，实现归母净利润-11.98亿元，同比大幅减亏。

成本持续优化，产能稳步回升。1) **管理、生产双向发力，成本持续下降。**随疾病净化、强化管理等措施落地，公司养殖效率提升显著。对比2022年初，现阶段公司生猪全程成活率从80%左右大幅提高至86%左右；育肥猪日增重从年初的600g左右提高至750g以上。生产成绩提升助力养殖成本持续下降，2022年公司商品猪养殖完全成本为15.7元/kg左右，截至2023年4月公司完全成本已低于15.5元/kg，成本优势进一步夯实。随生产成绩的改善完全反映至成本端，养殖成本仍有下降空间。2) **能繁母猪存栏回升，出栏扩张存在稳定支撑。**截至2022年12月底，经过前期逐步恢复，公司能繁母猪存栏量为281.5万头，Q4单季度增加21.7万头，顺利完成能繁母猪的更新目标。随2022Q3以来猪价上涨，公司重启新增养殖产能建设，目前建成养殖产能在7500万头左右。2023年公司预计出栏生猪6500-7100万头，同比预计增长6.21%至16.01%。

资产负债结构优化，货币资金充裕。随2022年下半年盈利状况好转，公司资产负债、现金水平显著改善。截至2022Q4公司资产负债率为54.36%，同比-6.94pct，2023Q1虽小幅增至56.37%，但同比仍有大幅改善。2022年底公司货币资金为207.94亿元，同比+70.47%，2023Q1增至232.10亿元。同时公司积极调整负债结构，截至2023Q1公司长期负债占比为18.80%，较2022年底继续下滑1.76pct。负债结构持续优化，叠加流动性充裕，公司有望稳健经营、穿越周期。

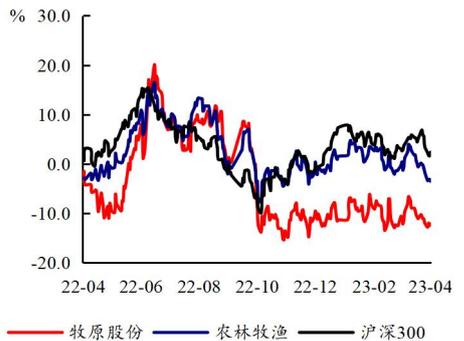
产能持续去化，把握猪周期布局机遇。根据国家统计局数据，2022年5月起，我国能繁母猪存栏量环比转正，截至2022年12月已较4月低点回升5.10%，对应2023Q1后生猪供给整体呈增长态势，此外考虑到行业二元母猪占比大幅提升，我们需要关注母猪生产效率提升带来的生猪供给增量。在供给增长大背景下，2023年猪价主旋律或为承压回落，而需求恢复程度决定了猪价的弹性区间，预计全年行业处于小幅盈利状态，成本较高的企业有亏损风险。近期受猪价超跌和猪病影响，产能去化持续发生。涌益数据显示3月能繁环比-1.95%，已连续5个月环比下降，能繁产能去化有望持续从而利好远期猪价，板块投资机会已现。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 赵雅斐
电子邮箱 zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	5472.29
流通A股/B股(百万股)	5472.29/0.00
资产负债率(%)	56.37
每股净资产(元)	12.67
市净率(倍)	3.76
净资产收益率(加权)	-1.67
12个月内最高/最低价	65.14/45.92

相关研究

《【农业】牧原股份(002714.SZ)：全产业链生猪龙头，低成本穿越周期_20221229》2022.12.29

投资建议

公司通过全产业链协作与深耕，打造成本优势护城河。此外公司充足的土地储备、较强综合融资能力以及独特的育种模式为产能扩张打下坚实基础。公司有望凭借其优异的成本优势迎来业绩的持续增长。预计公司 2023/2024/2025 年营业收入为 1414.26/1637.19/1683.48 亿元，归母净利润为 173.86 /255.34 /236.11 亿元，当前股价对应 PE 为 15.06 /10.25 /11.09 倍。维持“推荐”评级。

风险提示

生猪价格不及预期、非洲猪瘟疫情、粮食价格波动。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	124826.21	141426.13	163718.65	168348.49
增长率 (%)	58.23	13.30	15.76	2.83
归母净利润	13266.16	17385.75	25534.28	23611.11
增长率 (%)	92.16	31.05	46.87	-7.53
EPS (元/股)	2.49	3.18	4.67	4.32
市盈率 (P/E)	19.58	15.06	10.25	11.09
市净率 (P/B)	3.72	2.99	2.31	1.91

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所基于 4 月 28 日股价 47.87 元测算

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	124826.21	141426.13	163718.65	168348.49
%同比增速	58.23%	13.30%	15.76%	2.83%
营业成本	102987.06	115426.29	127692.76	134809.59
毛利	21839.15	25999.84	36025.89	33538.90
%营业收入	17.50%	18.38%	22.00%	19.92%
税金及附加	185.30	207.86	224.85	242.89
%营业收入	0.15%	0.15%	0.14%	0.14%
销售费用	758.74	846.09	1047.68	1097.66
%营业收入	0.61%	0.60%	0.64%	0.65%
管理费用	4201.40	5231.51	6052.59	6345.52
%营业收入	3.37%	3.70%	3.70%	3.77%
研发费用	1142.40	1258.95	1544.29	1542.43
%营业收入	0.92%	0.89%	0.94%	0.92%
财务费用	2774.70	2364.69	2026.82	1524.59
%营业收入	2.22%	1.67%	1.24%	0.91%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-23.11	14.14	0.00	0.00
其他收益	2188.57	2775.66	2999.28	3238.72
投资收益	46.89	70.71	66.11	47.09
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-2.24	-4.00	0.00	0.00
营业利润	14853.69	18947.26	28195.05	26071.62
%营业收入	11.90%	13.40%	17.22%	15.49%
营业外收支	76.34	-54.58	-11.98	-33.28
利润总额	14930.03	18892.69	28183.06	26038.34
%营业收入	11.96%	13.36%	17.21%	15.47%
所得税费用	-3.37	-4.86	-5.03	-6.63
净利润	14933.40	18897.55	28188.10	26044.96
%营业收入	11.96%	13.36%	17.22%	15.47%
归属于母公司的净利润	13266.16	17385.75	25534.28	23611.11
%同比增速	92.16%	31.05%	46.87%	-7.53%
少数股东损益	1667.24	1511.80	2653.82	2433.85
EPS (元/股)	2.49	3.18	4.67	4.32

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.49	3.18	4.67	4.32
BVPS	13.12	16.02	20.69	25.00
PE	19.58	15.06	10.25	11.09
PEG	0.21	0.48	0.22	—
PB	3.72	2.99	2.31	1.91
EV/EBITDA	10.35	7.25	5.31	4.85
ROE	18%	20%	23%	17%
ROIC	12%	13%	15%	12%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20794	35407	52792	75491
交易性金融资产	3	2	2	2
应收账款及应收票据	237	328	323	296
存货	38252	41905	45351	44522
预付账款	2102	2886	3192	3164
其他流动资产	1192	1461	1652	1458
流动资产合计	62578	81988	103313	124932
长期股权投资	582	682	848	1028
投资性房地产	126	136	181	190
固定资产合计	106359	114373	125248	132782
无形资产	952	982	1054	1117
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	66	66	66	66
其他非流动资产	22285	20515	18446	16524
资产总计	192948	218742	249155	276639
短期借款	29165	29665	29665	29665
应付票据及应付账款	28343	37706	35362	38034
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	1544	1501	1532	1550
应交税费	155	64	119	136
其他流动负债	18960	18921	23402	22136
流动负债合计	78167	87857	90082	91521
长期借款	10646	9507	9507	9507
应付债券	8921	9321	9321	9321
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	7142	6642	6642	6642
负债合计	104877	113328	115552	116992
归属于母公司的所有者权益	71783	87616	113150	136761
少数股东权益	16287	17799	20453	22886
股东权益	88070	105414	133602	159647
负债及股东权益	192948	218742	249155	276639

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	23011	44540	50057	54963
投资	-236	-129	-228	-208
资本性支出	-15693	-24859	-29777	-29371
其他	1	66	61	42
投资活动现金流净额	-15929	-24921	-29943	-29537
债权融资	-64250	-87	0	0
股权融资	9724	-1554	0	0
银行贷款增加(减少)	66577	-640	0	0
筹资成本	-4191	-2726	-2728	-2728
其他	-5439	0	0	0
筹资活动现金流净额	2421	-5006	-2728	-2728
现金净流量	9503	14613	17386	22698

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>