

牧原股份 (002714.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

成本控制亮眼 业绩稳健兑现

业绩简评

2022年4月28日公司披露2022年报与2023年一季报。2022年期间实现营业收入1248.26亿元，同比+58.23%；实现归母净利润132.66亿元，同比+92.15%；其中22年Q4实现归母净利润117.54亿元，同比扭亏为盈。2023年Q1实现营业收入241.98亿元，同比+32.39%；实现归母净利润-11.98亿元。公司成本端表现行业领先，一季度亏损主要系猪价低迷所致。

经营分析

出栏量稳步增长，成本控制表现亮眼。公司2022年共推出栏6120万头生猪，同比增长52%；2023年Q1公司出栏生猪1385万头，同比增长0.2%，增速放缓主要系2022年Q4加速出栏以及2022年上半年能繁母猪存栏减少。2022年公司在饲料成本上升的背景下持续降本增效，完全成本从年初的16元/公斤下降至2022年Q4的15.5元/公斤以内，我们测算2022Q4单头盈利约为830元。2023年Q1在行业平均成本上升的背景下，公司完全成本略低于15.5元/公斤，单头亏损约为90元，成本端表现亮眼。截至2022年底，公司PSY水平达到28左右，全程存活率86%左右，公司有望持续改善生产指标实现降本增效。

猪价低迷致使行业亏损，行业龙头稳健扩张。2023年初以来，生猪价格持续处在行业成本线以下，行业再度陷入亏损阶段，行业出现产能去化。公司依托优秀的成本控制能力实现较低程度的亏损，保持较好的现金流情况，截至2023年Q1公司现金与现金等价物余额为202亿元，较2022年Q4增加23亿元。截至2022年末公司建成养殖产能7500万头，截至2023Q1公司能繁母猪存栏285万头，足以支撑公司出栏量稳步增长，公司2023年计划出栏6500-7100万头，同比增长6.2%-16%。在行业低迷的背景下，公司低成本优势凸显。

盈利预测、估值与评级

2023年一季度，公司在猪价低迷和疫病扰动的背景下，仍然实现成本端的持续改善和能繁母猪存栏量的稳步增长，公司饲喂管理能力突出。考虑到年初以来生猪价格持续低迷，我们下调公司2023年盈利预测，提高2024年盈利预测并且给出2025年盈利预测。我们预计公司2023-2025年归母净利润为132.58/375.03/248.03亿元(原为299.94/246.97/-亿元)，公司股票现价对应PE估值为19.67/6.95/10.50倍，维持“买入”评级。

风险提示

猪价不及预期；动物疫病风险；原材料价格波动。

食品饮料组

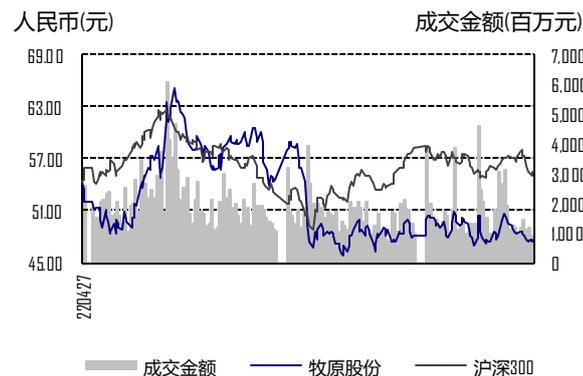
分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：47.67元

相关报告：

- 《牧原股份公司点评：业绩符合预期 成本端持续优化》，2023.1.31
- 《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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	78,890	124,826	134,057	172,380	170,654
营业收入增长率	40.18%	58.23%	7.40%	28.59%	-1.00%
归母净利润(百万元)	6,904	13,266	13,258	37,503	24,830
归母净利润增长率	-74.85%	92.16%	-0.06%	182.88%	-33.79%
摊薄每股收益(元)	1.312	2.424	2.424	6.856	4.540
每股经营性现金流净额	3.10	4.20	6.29	10.38	7.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.70%	18.48%	15.95%	32.27%	17.95%
P/E	40.67	20.11	19.67	6.95	10.50
P/B	5.17	3.72	3.14	2.24	1.88

来源：公司年报、国金证券研究所

单击或点击此处输入文字。

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	56,277	78,890	124,826	134,057	172,380	170,654	货币资金	14,594	12,198	20,794	21,485	47,170	64,826
增长率		40.2%	58.2%	7.4%	28.6%	-1.0%	应收款项	76	400	729	658	881	872
主营业务成本	-22,128	-65,680	-102,987	#####	-120,339	-133,331	存货	21,179	34,476	38,252	39,500	42,861	47,488
%销售收入	39.3%	83.3%	82.5%	82.7%	69.8%	78.1%	其他流动资产	3,098	1,679	2,804	2,975	3,164	3,423
毛利	34,149	13,210	21,839	23,153	52,041	37,323	流动资产	38,946	48,753	62,578	64,619	94,075	116,609
%销售收入	60.7%	16.7%	17.5%	17.3%	30.2%	21.9%	%总资产	31.8%	27.5%	32.4%	33.0%	40.4%	45.4%
营业税金及附加	-51	-92	-185	-134	-172	-171	长期投资	327	602	850	950	1,030	1,230
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	80,808	118,005	121,135	123,079	130,732	132,334
销售费用	-292	-700	-759	-804	-1,207	-1,365	%总资产	65.9%	66.6%	62.8%	62.8%	56.1%	51.5%
%销售收入	0.5%	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	无形资产	1,089	871	965	1,051	1,135	1,219
管理费用	-3,156	-3,442	-4,201	-5,362	-6,895	-6,826	非流动资产	83,681	128,513	130,369	131,429	138,929	140,513
%销售收入	5.6%	4.4%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	68.2%	72.5%	67.6%	67.0%	59.6%	54.6%
研发费用	-412	-808	-1,142	-1,207	-1,724	-1,707	资产总计	122,627	177,266	192,948	196,047	233,004	257,122
%销售收入	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	短期借款	19,384	30,041	38,857	27,768	20,061	12,663
息税前利润 (EBIT)	30,239	8,168	15,551	15,646	42,043	27,255	应付款项	20,732	45,983	36,654	44,209	48,098	53,221
%销售收入	53.7%	10.4%	12.5%	11.7%	24.4%	16.0%	其他流动负债	3,427	2,208	2,656	2,579	2,987	3,172
财务费用	-688	-2,178	-2,775	-1,808	-1,305	-564	流动负债	43,543	78,232	78,167	74,556	71,146	69,057
%销售收入	1.2%	2.8%	2.2%	1.3%	0.8%	0.3%	长期贷款	10,338	13,923	10,646	8,646	11,646	11,646
资产减值损失	-4	-18	-23	0	0	0	其他长期负债	2,641	16,507	16,064	11,976	12,049	13,404
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	56,522	108,662	104,877	95,178	94,842	94,107
投资收益	51	-13	47	25	25	25	普通股股东权益	50,407	54,352	71,783	83,109	116,235	138,329
%税前利润	0.2%	n.a	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	其中：股本	3,759	5,262	5,472	5,472	5,472	5,472
营业利润	30,424	7,668	14,854	14,663	41,562	27,516	未分配利润	35,425	36,352	47,788	58,047	91,172	113,266
营业利润率	54.1%	9.7%	11.9%	10.9%	24.1%	16.1%	少数股东权益	15,698	14,252	16,287	17,760	21,927	24,686
营业外收支	-51	-58	76	50	58	40	负债股东权益合计	122,627	177,266	192,948	196,047	233,004	257,122
税前利润	30,373	7,611	14,930	14,713	41,620	27,556	比率分析						
利润率	54.0%	9.6%	12.0%	11.0%	24.1%	16.1%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	2	28	3	18	50	33	每股指标						
所得税率	0.0%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	每股收益	7.325	1.312	2.424	2.424	6.856	4.540
净利润	30,375	7,639	14,933	14,731	41,670	27,589	每股净资产	13.450	10.328	13.118	15.194	21.250	25.290
少数股东损益	2,923	735	1,667	1,473	4,167	2,759	每股经营现金净流	6.186	3.097	4.205	6.286	10.381	7.984
归属于母公司的净利润	27,451	6,904	13,266	13,258	37,503	24,830	每股股利	0.050	0.550	1.461	0.548	0.800	0.500
净利率	48.8%	8.8%	10.6%	9.9%	21.8%	14.6%	回报率						
							净资产收益率	54.46%	12.70%	18.48%	15.95%	32.27%	17.95%
							总资产收益率	22.39%	3.89%	6.88%	6.76%	16.10%	9.66%
							投入资本收益率	31.04%	6.76%	10.62%	10.71%	23.41%	13.70%
							增长率						
							主营业务收入增长率	178.31%	40.18%	58.23%	7.40%	28.59%	-1.00%
							EBIT增长率	377.76%	-72.99%	90.40%	0.61%	168.71%	-35.17%
							净利润增长率	348.97%	-74.85%	92.16%	-0.06%	182.88%	-33.79%
							总资产增长率	131.87%	44.56%	8.85%	1.61%	18.85%	10.35%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
							存货周转天数	233.8	154.6	128.9	130.0	130.0	130.0
							应付账款周转天数	162.6	129.5	101.3	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	427.9	494.6	332.4	323.3	257.0	262.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	25.30%	58.88%	42.73%	23.64%	-4.01%	-17.54%
							EBIT利息保障倍数	44.0	3.8	5.6	8.7	32.2	48.4
							资产负债率	46.09%	61.30%	54.36%	48.55%	40.70%	36.60%

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
3	2023-01-31	买入	48.15	N/A

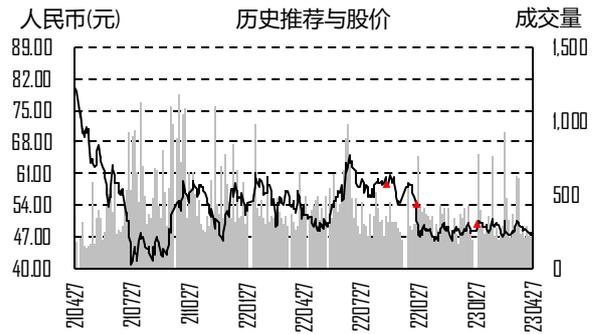
来源：国金证券研究所

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。

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