

降本增效持续推进，产业联动已见规模

➤ **事件概述：**公司于 8 月 17 日发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营收 518.7 亿元，同比+17.2%；实现归母净利润-27.8 亿元，同比+58.4%。2023 年 Q2 实现营收 276.7 亿元，同比+6.5%，环比+14.4%；实现归母净利润-15.8 亿元，同比-5.2%，环比-32.0%。

➤ **猪价低迷压制业绩，成本管控行业领先。**2023H1 生猪养殖业务实现营收 506.8 亿元，同比+18.9%；共计出栏生猪 3026.5 万头，同比-3.2%，其中商品猪 2907.7 万头，仔猪 109.0 万头，种猪 9.7 万头；出栏均重 117.1 公斤，同比+15.3%；销售均价 14.3 元/公斤，同比+5.4%。2023H1 生猪市场供过于求，产能去化相对缓慢，猪价持续磨底，但公司凭借较强的成本控制能力，头均亏损处于行业较低水平。根据我们的测算，2023Q2 公司生猪养殖完全成本约 15.0 元/公斤，较 2022 年全年 15.7 元/公斤下降显著，头均亏损不到 100 元/头。此外，公司现金流储备充裕，财务结构不断优化。2023H1 货币资金余额 175.5 亿元，同比+29.3%。资产负债率 60.1%，同比-6.4PCT。

➤ **产能储备充裕，生产效率稳步提升。****产能：**截至 2023Q2 末，公司生猪养殖产能超过 7800 万头/年，能繁母猪存栏为 303.2 万头，同比+22.6%，环比+6.5%。未来公司出栏将稳步提升，公司预计 2023 年出栏量在 6500-7100 万头之间。**生产效率：**公司在生猪健康管理、疫病净化等方面持续取得进展，养殖生产成绩持续改善，生猪养殖成本持续下降。截至 2023 年 3 月，公司养殖全程成活率由 2022 年初的 80%增至 86%左右，PSY 由 25 增至现 28 左右。

➤ **屠宰业务已见规模，产业链联动持续增强。**截至 2023 年 6 月末，公司已在河南、山东、安徽、东北等生猪养殖产能较为集中的地区成立 25 家屠宰子公司，已投产 10 家屠宰厂，投产产能合计为 2900 万头/年。2023H1 公司共计屠宰生猪 552.2 万头，完成鲜、冻品猪肉销售 59.33 万吨，屠宰业务实现营业收入 86.74 亿元，同比+70.9%。通过自养自宰的业务模式，公司将食品安全做到全程可知、可控、可追溯，保障食品质量与安全。公司继续大力拓展全国生鲜猪肉销售网络，屠宰肉食业务已在全国 20 个省级行政区设立 60 余个服务站，已服务农批经销商、连锁商超、连锁餐饮、食品加工企业、新零售企业客户 13000 余家。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 56.44、154.07、264.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.03、2.82、4.84 元。公司作为我国生猪养殖龙头，成功搭建自繁自养全产业链，优势明显。公司未来养殖规模有望扩大，成本在饲料端、化药端等多维度存在下降空间，形成量利齐增，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**动物疫病风险，原材料价格波动风险，猪价反弹不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	124,826	130,517	156,339	179,353
增长率 (%)	58.2	4.6	19.8	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,266	5,644	15,407	26,474
增长率 (%)	92.2	-57.5	173.0	71.8
每股收益 (元)	2.43	1.03	2.82	4.84
PE	17	40	15	8
PB	3.1	3.1	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
41.01 元

分析师 周泰

 执业证书：S0100521110009
 邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 徐菁

 执业证书：S0100121110034
 邮箱：xujing@mszq.com

研究助理 韩晓飞

 执业证书：S0100123050029
 邮箱：hanxiaofei@mszq.com

相关研究

1. 牧原股份 (002714.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：2022 年营收首破千亿，养殖成本坚挺可控-2023/04/29

2. 牧原股份 (002714.SZ) 首次覆盖报告：以降本增效为核心，顺大势逆小势铸辉煌-2023/03/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	124,826	130,517	156,339	179,353
营业成本	102,987	115,238	128,569	138,275
营业税金及附加	185	155	200	236
销售费用	759	876	1,129	1,196
管理费用	4,201	5,802	7,035	8,071
研发费用	1,142	1,305	1,563	1,794
EBIT	17,717	9,391	20,545	32,886
财务费用	2,775	3,178	3,393	3,295
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	47	39	47	54
营业利润	14,854	6,248	17,208	29,653
营业外收支	76	80	90	80
利润总额	14,930	6,328	17,298	29,733
所得税	-3	-25	-46	-68
净利润	14,933	6,353	17,343	29,801
归属于母公司净利润	13,266	5,644	15,407	26,474
EBITDA	29,848	22,031	35,242	49,915
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20,794	27,339	35,363	61,947
应收账款及票据	237	319	390	452
预付款项	2,102	2,650	3,343	4,010
存货	38,252	41,044	44,735	50,385
其他流动资产	1,195	1,355	1,425	1,489
流动资产合计	62,578	72,707	85,256	118,282
长期股权投资	582	775	822	876
固定资产	106,359	110,000	112,401	112,337
无形资产	952	950	945	939
非流动资产合计	130,369	131,146	129,511	128,126
资产合计	192,948	203,853	214,766	246,409
短期借款	29,165	36,665	36,665	36,665
应付账款及票据	28,343	29,993	32,054	37,505
其他流动负债	20,658	20,655	13,891	14,955
流动负债合计	78,167	87,314	82,610	89,126
长期借款	10,646	12,144	12,144	12,144
其他长期负债	16,064	16,138	16,114	16,090
非流动负债合计	26,710	28,282	28,258	28,234
负债合计	104,877	115,595	110,869	117,359
股本	5,472	5,465	5,465	5,465
少数股东权益	16,287	16,996	18,933	22,260
股东权益合计	88,070	88,258	103,898	129,049
负债和股东权益合计	192,948	203,853	214,766	246,409

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	58.23	4.56	19.78	14.72
EBIT 增长率	79.97	-47.00	118.78	60.06
净利润增长率	92.16	-57.46	172.98	71.83
盈利能力 (%)				
毛利率	17.50	11.71	17.76	22.90
净利润率	10.63	4.32	9.85	14.76
总资产收益率 ROA	6.88	2.77	7.17	10.74
净资产收益率 ROE	18.48	7.92	18.13	24.79
偿债能力				
流动比率	0.80	0.83	1.03	1.33
速动比率	0.28	0.32	0.44	0.71
现金比率	0.27	0.31	0.43	0.70
资产负债率 (%)	54.36	56.71	51.62	47.63
经营效率				
应收账款周转天数	0.52	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	135.57	130.00	127.00	133.00
总资产周转率	0.67	0.66	0.75	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	2.43	1.03	2.82	4.84
每股净资产	13.13	13.04	15.55	19.54
每股经营现金流	4.21	4.00	6.33	9.24
每股股利	0.74	0.31	0.85	1.46
估值分析				
PE	17	40	15	8
PB	3.1	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	9.57	12.96	8.10	5.72
股息收益率 (%)	1.80	0.76	2.07	3.56
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	14,933	6,353	17,343	29,801
折旧和摊销	12,132	12,640	14,697	17,029
营运资金变动	-7,362	-501	-1,049	33
经营活动现金流	23,011	21,845	34,606	50,480
资本开支	-15,693	-12,340	-11,951	-14,512
投资	-236	-154	0	0
投资活动现金流	-15,929	-12,388	-11,951	-14,512
股权募资	9,724	-2,187	0	0
债务募资	2,327	7,551	-8,217	0
筹资活动现金流	2,421	-2,912	-14,631	-9,383
现金净流量	9,503	6,545	8,024	26,584

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026