

分析师: 张蔓梓
登记编码: S0730522110001
zhangmz@ccnew.com 13681931564

成本持续优化, 屠宰产能释放

——牧原股份(002714)2023 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

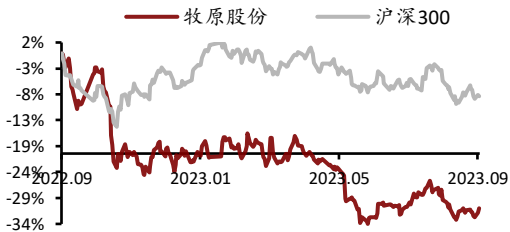
市场数据(2023-09-12)

收盘价(元)	41.14
一年内最高/最低(元)	60.49/39.77
沪深 300 指数	3,760.60
市净率(倍)	3.56
流通市值(亿元)	1,495.89

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	11.55
每股经营现金流(元)	-0.19
毛利率(%)	1.42
净资产收益率_摊薄(%)	-4.33
资产负债率(%)	60.06
总股本/流通股(万股)	546,534.95/363,609.1
	6
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

相关报告

《牧原股份(002714)公司点评报告: 市占率提升, 成本端持续优化》 2023-04-28

《牧原股份(002714)公司点评报告: 盈利水平快速修复, 成本端持续优化》 2023-02-28

《牧原股份(002714)中报点评: 行业步入上行周期, 龙头市占率提升》 2022-09-02

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **公司业绩受猪价拖累承压。**根据公司公告, 23H1 公司实现营收 518.69 亿元, 同比+17.17%; 归母净利润亏损 27.79 亿元, 较上年同期减亏 39.04 亿元; 扣非后归母净利润亏损 27.86 亿元, 同比减亏 40.84 亿元; 经营性现金流量净额为-10.44 亿元。2023 年上半年猪价持续处于底部区间运行, 导致公司业绩受到拖累, 但是受益于养殖成本的下滑, 公司净利润同比大幅减亏。其中, 23Q2 公司单季度营收为 276.71 亿元, 同比+6.47%; 归母净利润亏损 15.81 亿元, 同比减亏 0.78 亿元。
- **下半年生猪供需关系有望发生逆转。**2023 年上半年, 生猪价格整体位于 14 元/kg-16 元/kg 之间的底部区间运行, 并且在 6 月份一度跌破 14 元/kg, 创下年内新低, 猪粮比价位于 5: 1 的一级预警线下方。从盈利水平来看, 养殖行业连续 6 个月处于亏损状态。从产能数据来看, 2023 年 1 月开始能繁母猪产能进入阶段性去化。根据农业农村部数据, 截至 2023 年 7 月末, 全国能繁母猪存栏量为 4271 万头, 较 2022 年末下降 2.71%, 预计 2023 年末生猪出栏有望收紧。但是, 秋冬季节属于猪肉消费旺季, 叠加“中秋、十一”双节的到来, 消费端将受到提振, 2023 年下半年生猪供需关系有望发生逆转, 猪价或迎来新一轮反弹空间。
- **公司成本持续优化, 屠宰产能逐步释放。**2023 年上半年, 公司共出栏生猪 3,026.5 万头, 同比-3.24%; 其中, 商品猪 2,907.7 万头, 仔猪 109.0 万头, 种猪 9.7 万头。受到公司前期能繁母猪产能阶段性调整影响, 2023H1 生猪出栏量增速放缓, 下半年随着产能的恢复, 预计公司 2023 年全年出栏量有望达到 6,500 万头-7,100 万头, 同比增速为+6.21%至+16.01%。截至 2023 年 7 月, 公司养殖完全成本已下降至 14.3 元/kg, 较 2022 年末下降约 1.2 元/kg。同时, 公司加快屠宰业务布局, 快速提高产能利用率, 向下游肉制品板块延申。23H1 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+70.92%。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 家属宰子公司, 已投产 10 家属宰厂, 投产产能合计为 2,900 万头/年。屠宰板块作为下游, 有望同公司养殖业务形成协同效应, 公司逐步完善了生猪全产业链的闭环, 有利于提高产品附加值, 平滑行业周期性给公司带来的业绩波动。

- **维持公司“增持”投资评级。**考虑到行业周期性和公司产能情况, 下调公司 2023-2025 年归母净利润至 85.77/170.16/179.15 亿元,

EPS 分别为 1.57/3.11/3.28 元，对应 PE 为 26.22/13.21/12.55 倍。根据生猪养殖行业可比上市公司平均市盈率，给予公司 2024 年 12X PE，目前公司估值仍处于合理区间。考虑到公司龙头企业的规模优势，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：猪价大幅波动、饲料原料价格上涨、动物疫病、行业产能去化不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	78,890	124,826	130,184	150,089	166,944
增长比率（%）	40.18	58.23	4.29	15.29	11.23
净利润（百万元）	6,904	13,266	8,577	17,016	17,915
增长比率（%）	-74.85	92.16	-35.35	98.40	5.28
每股收益(元)	1.26	2.43	1.57	3.11	3.28
市盈率(倍)	32.57	16.95	26.22	13.21	12.55

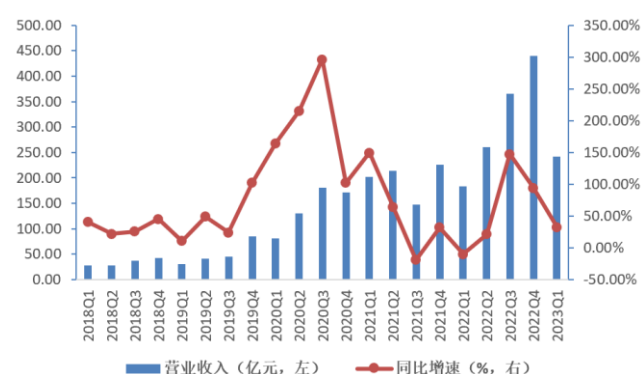
资料来源：聚源数据，中原证券

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002714.SZ	牧原股份	41.14	2,248.44	1.57	3.11	3.28	26.22	13.21	12.55
300498.SZ	温氏股份	17.24	1,145.73	0.58	1.80	1.94	29.56	9.59	8.87
000876.SZ	新希望	11.64	529.13	0.20	1.02	1.46	57.17	11.37	7.99
002124.SZ	天邦食品	4.47	82.21	0.18	0.35	/	25.30	12.80	/

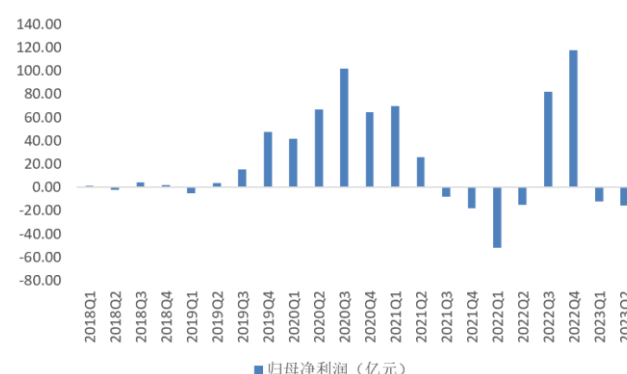
资料来源：Wind 一致预期，中原证券（截至 2023 年 9 月 12 日）

图 1：2018-2023 年公司单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 2：2018-2023 年公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	48,753	62,578	84,626	76,079	83,639
现金	12,198	20,794	33,473	27,267	29,284
应收票据及应收账款	136	237	440	548	594
其他应收款	264	493	542	625	683
预付账款	1,090	2,102	2,266	2,346	2,763
存货	34,476	38,252	47,202	44,591	49,612
其他流动资产	590	702	702	702	702
非流动资产	128,513	130,369	145,747	158,346	165,963
长期投资	307	582	725	905	1,104
固定资产	99,551	106,359	118,479	129,992	137,670
无形资产	863	952	1,126	1,245	1,373
其他非流动资产	27,792	22,476	25,418	26,204	25,817
资产总计	177,266	192,948	230,373	234,425	249,602
流动负债	78,232	78,167	110,667	96,103	91,753
短期借款	22,292	29,165	45,165	29,165	20,165
应付票据及应付账款	36,669	28,343	36,189	39,445	42,516
其他流动负债	19,271	20,658	29,313	27,492	29,071
非流动负债	30,430	26,710	26,834	26,834	26,834
长期借款	13,923	10,646	10,646	10,646	10,646
其他非流动负债	16,507	16,064	16,188	16,188	16,188
负债合计	108,662	104,877	137,501	122,937	118,587
少数股东权益	14,252	16,287	16,738	18,338	19,950
股本	5,262	5,472	5,465	5,465	5,465
资本公积	9,123	17,631	17,530	17,530	17,530
留存收益	37,965	49,744	54,310	71,326	89,242
归属母公司股东权益	54,352	71,783	76,133	93,149	111,064
负债和股东权益	177,266	192,948	230,373	234,425	249,602

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	16,295	23,011	38,512	46,050	44,460
净利润	7,639	14,933	9,028	18,616	19,527
折旧摊销	8,896	12,132	18,640	21,401	24,217
财务费用	2,290	3,131	2,284	2,284	1,659
投资损失	13	-47	-48	-29	-52
营运资金变动	-2,658	-7,362	8,606	3,777	-892
其他经营现金流	116	223	2	1	1
投资活动现金流	-35,968	-15,929	-33,972	-33,971	-31,784
资本支出	-35,838	-15,693	-33,936	-33,756	-31,606
长期投资	-136	-236	-191	-244	-230
其他投资现金流	6	1	155	29	52
筹资活动现金流	14,171	2,421	8,146	-18,284	-10,659
短期借款	5,759	6,874	16,000	-16,000	-9,000
长期借款	3,585	-3,277	0	0	0
普通股增加	1,503	210	-7	0	0
资本公积增加	-882	8,509	-101	0	0
其他筹资现金流	4,206	-9,895	-7,746	-2,284	-1,659
现金净增加额	-5,502	9,503	12,679	-6,206	2,017

资料来源：聚源数据，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	78,890	124,826	130,184	150,089	166,944
营业成本	65,680	102,987	113,286	123,481	139,534
营业税金及附加	92	185	154	192	220
营业费用	700	759	874	916	968
管理费用	3,442	4,201	5,787	6,091	6,605
研发费用	808	1,142	1,159	1,416	1,530
财务费用	2,178	2,775	2,284	2,284	1,659
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1,694	2,189	2,328	2,846	3,026
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-13	47	48	29	52
资产处置收益	0	-2	0	-1	-1
营业利润	7,668	14,854	9,016	18,584	19,505
营业外收入	323	377	0	0	0
营业外支出	380	301	0	0	0
利润总额	7,611	14,930	9,016	18,584	19,505
所得税	-28	-3	-12	-32	-21
净利润	7,639	14,933	9,028	18,616	19,527
少数股东损益	735	1,667	451	1,600	1,612
归属母公司净利润	6,904	13,266	8,577	17,016	17,915
EBITDA	18,740	29,848	29,941	42,269	45,382
EPS (元)	1.26	2.43	1.57	3.11	3.28

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	40.18	58.23	4.29	15.29	11.23
营业利润 (%)	-74.80	93.70	-39.30	106.12	4.96
归属母公司净利润 (%)	-74.85	92.16	-35.35	98.40	5.28
获利能力					
毛利率 (%)	16.74	17.50	12.98	17.73	16.42
净利率 (%)	8.75	10.63	6.59	11.34	10.73
ROE (%)	12.70	18.48	11.27	18.27	16.13
ROIC (%)	7.72	11.74	6.65	12.10	11.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.30	54.36	59.69	52.44	47.51
净负债比率 (%)	158.39	119.08	148.06	110.27	90.51
流动比率	0.62	0.80	0.76	0.79	0.91
速动比率	0.16	0.28	0.31	0.30	0.33
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.67	0.62	0.65	0.69
应收账款周转率	1018.31	799.80	795.03	820.97	763.04
应付账款周转率	2.82	3.60	4.00	3.76	3.90
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.26	2.43	1.57	3.11	3.28
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.98	4.21	7.05	8.43	8.13
每股净资产 (最新摊薄)	9.94	13.13	13.93	17.04	20.32
估值比率					
P/E	32.57	16.95	26.22	13.21	12.55
P/B	4.14	3.13	2.95	2.41	2.02
EV/EBITDA	17.50	10.35	8.97	6.13	5.46

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。