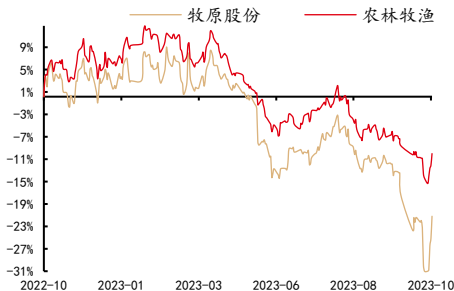




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	36.15
总股本/流通股本(亿股)	54.65 / 36.36
总市值/流通市值(亿元)	1,976 / 1,314
52周内最高/最低价	50.90 / 31.64
资产负债率(%)	54.4%
市盈率	14.52
第一大股东	秦英林

研究所

分析师: 王琦  
SAC 登记编号: S1340522100001  
Email: wangqi2022@cnpsec.com

牧原股份(002714)

成本领先护航渡过周期低谷，三季度扭亏为盈

● 事件：

公司发布三季报，前三季度实现营业收入 829.69 亿元，同比增长 2.72%，归母净利润亏损 18.42 亿元，同比-221.82%。其中三季度单季实现营收 311.00 亿，同比下降 14.81%，归母净利 9.37 亿元，同比-88.57%。三季度猪价上涨，同时公司成本持续下降，公司业绩环比扭亏为盈。

● 点评：成本优势

三季度公司养殖板块贡献利润约 14 亿元，头均盈利 83 元。受益于价格回暖及成本下降，公司扭亏为盈，同时公司也是少数三季度实现盈利的生猪养殖上市企业，预计四季度公司将持续盈利。

1) 出栏量：稳增长。前三季度公司生猪出栏 4700.9 万头，同比 3.95%；其中三季度出栏 1674.5 万头，同比增长 20.10%，环比 Q2 增 1.98%。公司出栏稳定增长，预计四季度出栏量进一步增加。

2) 价格：小幅上涨。三季度公司生猪销售均价为 15.33 元/公斤，环比 Q2 上涨 8.96%。10 月以来，猪价再度下跌，预计随着天气转凉，需求将有所改善，四季度猪价将温和回暖。

3) 成本：稳居第一梯队，持续推进降本增效。相较于行业平均 16 元/公斤以上的成本，公司成本优势十分突出，且持续下降中。一季度平均成本为 15.7 元/kg，二季度为 15.0 元/kg，三季度为 14.5 元/kg，呈逐步下降趋势。公司争取明年降至 14 元/kg 以下。

屠宰：产能利用率提升，亏损收窄。三季度公司屠宰生猪 361 万头，产能利用率将近 50%，头均亏损约 69 元，较上半年亏损显著降低。截至目前，公司屠宰产能 2900 万头/年。

● 看好公司，维持“买入”评级

生猪价格低于预期，我们下调盈利预测，预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.51 元、3.24 元和 3.53 元。成本管控优秀的生猪养殖第一大企业，近期股价调整较多，头均市值已处于历史低位。同时近期高管增持再度彰显信心。持续看好公司，维持“买入”评级。

● 风险提示：原材料供应及价格波动风险，需求低迷风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	124826	119102	141316	152637
增长率(%)	58.23	-4.59	18.65	8.01
EBITDA(百万元)	29848.50	24056.58	42802.89	46238.73
归属母公司净利润(百万元)	13266.16	2813.18	17706.79	19303.19
增长率(%)	92.16	-78.79	529.42	9.02
EPS(元/股)	2.43	0.51	3.24	3.53
市盈率(P/E)	14.89	70.23	11.16	10.24
市净率(P/B)	2.75	2.80	2.24	1.84
EV/EBITDA	10.35	9.46	4.85	3.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	124826	119102	141316	152637	营业收入	58.2%	-4.6%	18.7%	8.0%
营业成本	102987	108388	113877	122891	营业利润	93.7%	-78.4%	511.4%	9.0%
税金及附加	185	119	141	153	归属于母公司净利润	92.2%	-78.8%	529.4%	9.0%
销售费用	759	953	919	992	<b>获利能力</b>				
管理费用	4201	4407	4663	5037	毛利率	17.5%	9.0%	19.4%	19.5%
研发费用	1142	1072	1272	1374	净利率	10.6%	2.4%	12.5%	12.6%
财务费用	2775	3000	3263	3310	ROE	18.5%	4.0%	20.1%	17.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	11.7%	3.9%	12.8%	12.2%
<b>营业利润</b>	14854	3212	19639	21405	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	377	300	300	300	资产负债率	54.4%	61.8%	58.6%	55.5%
营业外支出	301	400	350	350	流动比率	0.80	0.81	1.02	1.27
<b>利润总额</b>	14930	3112	19589	21355	<b>营运能力</b>				
所得税	-3	0	2	2	应收账款周转率	799.80	696.48	826.25	821.33
<b>净利润</b>	14933	3112	19587	21353	存货周转率	3.43	2.71	2.62	2.56
<b>归母净利润</b>	13266	2813	17707	19303	总资产周转率	0.67	0.57	0.58	0.56
<b>每股收益(元)</b>	2.43	0.51	3.24	3.53	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.43	0.51	3.24	3.53
货币资金	20794	37917	62116	99061	每股净资产	13.13	12.92	16.16	19.69
交易性金融资产	3	3	3	3	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	237	165	177	195	PE	14.89	70.23	11.16	10.24
预付款项	2102	1951	2107	2273	PB	2.75	2.80	2.24	1.84
存货	38252	49678	58354	60698	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	62578	90721	123770	163265	净利润	14933	3112	19587	21353
固定资产	106359	108627	105214	96416	折旧和摊销	12132	17944	19951	21574
在建工程	7441	11425	11411	10550	营运资本变动	-7362	19392	-2385	3457
无形资产	952	1022	1092	1157	其他	3307	3245	3603	3842
<b>非流动资产合计</b>	130369	137264	134267	124933	<b>经营活动现金流净额</b>	23011	43693	40755	50227
<b>资产总计</b>	192948	227985	258037	288197	资本开支	-15693	-24666	-16903	-12190
短期借款	29165	34165	37165	38965	其他	-235	-251	-86	-86
应付票据及应付账款	28343	52538	58204	63835	<b>投资活动现金流净额</b>	-15929	-24917	-16989	-12276
其他流动负债	20658	25063	25862	26238	股权融资	9724	-8	0	0
<b>流动负债合计</b>	78167	111766	121231	129039	债务融资	2327	5434	4000	2800
其他	26710	29030	30030	31030	其他	-9630	-7072	-3567	-3807
<b>非流动负债合计</b>	26710	29030	30030	31030	<b>筹资活动现金流净额</b>	2421	-1646	433	-1007
<b>负债合计</b>	104877	140797	151261	160069	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	9503	17123	24199	36944
股本	5472	5465	5465	5465					
资本公积金	17631	17630	17630	17630					
未分配利润	47788	46169	61219	77627					
少数股东权益	16287	16586	18466	20516					
其他	892	1339	3995	6890					
<b>所有者权益合计</b>	88070	87188	106775	128129					
<b>负债和所有者权益总计</b>	192948	227985	258037	288197					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048