

牧原股份 (002714.SZ)

买入

2022 年年报及 2023 一季报点评：养殖成本稳步下降至 15.5 元/公斤以下，2023 年出栏有望稳步增长

核心观点

23Q1 成本下降到 15.5 元/公斤以下，成本优势显著。公司 2022 年营收 1248.26 亿元，同比+58.23%，归母净利 133.66 亿元，同比+92.16%，业绩增长主要由出栏扩张、猪价回升、降本增效三者驱动。受 22 年末以来猪价持续低迷影响，23Q1 业绩承压，收入环比-45%至 241.98 亿元，归母净利润同比-110%至-11.98 亿元，对应单头亏损 86.53 元，我们测算公司 23Q1 成本已下降至 15.5 元/公斤以下，较同行的成本优势明显。

生猪出栏稳步扩张，2022 年度成本目标基本达成。出栏方面，公司 2022 年实现生猪出栏共计 6120.1 万头，同比增加 52%。截至 2023 年 3 月底，公司能繁母猪存栏为 284.6 万头，较 2022 年末增长 1.1%。2023 年，公司预计出栏生猪 6500 万头至 7100 万头。成本方面，公司成本在 2022 年保持持续下降趋势，全年平均商品猪完全成本达 15.7 元/kg 左右，且 2022Q4 降至 15.5 元/kg 以下。剔除原材料价格上涨影响后，公司基本达成年度成本目标。扩产方面，公司总体保持稳健策略，截至 2023 年 3 月末，公司在建工程为 63.66 亿元，较 2022 年末减少 14.45%；固定资产总额为 1074.78 亿元，较年初增加 1.05%；生产性生物资产达 73.94 亿元，较 2022 年末增加 0.8%。此外，公司 2023Q1 末资产负债率达 53.67%，较 2022 年末提升 2.01pct；货币资金达 232.1 亿元，较 2022 年末增长 11.63%，财务状况良好。

软件硬件优势兼具，龙头地位稳固。牧原的管理能力处于行业领先，具体来看软硬两方面表现：软件方面，公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效；硬件方面，公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕，为产能高速扩张奠定扎实基础。另外，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，产能亦在稳步上量，2022 年实现屠宰肉食业务销售量 75.70 万吨，同比增长 159.09%，共屠宰生猪超过 700 万头，屠宰板块整体亏损在 7 亿元-8 亿元左右，初期屠宰经营扩张性亏损较大，随产能利用率提升有望逐步盈利。截至 2022 年末，公司已有养殖产能约 7500 万头/年；共投产 10 家屠宰厂，设计屠宰产能 2900 万头/年。养殖屠宰双发展战略有望进一步打开增长新空间。

风险提示：生猪及原料价格波动风险、不可控动物疫病大规模爆发的风险。

投资建议：维持“买入”评级。考虑到 2023 上半年猪价亏损超预期，我们下调公司盈利预期，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 215.08/325.84/190.26 亿元（原预计 2023-2024 年为 395.88/274.17 亿元），同比增速为 62%/52%/-42%，EPS 分别为 3.93/5.95/3.48 元。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 78,890 | 124,826 | 141,418 | 181,286 | 202,891 |
| (+/-%) | 40.2% | 58.2% | 13.3% | 28.2% | 11.9% |
| 净利润(百万元) | 6904 | 13266 | 21508 | 32584 | 19026 |
| (+/-%) | -74.9% | 92.2% | 62.1% | 51.5% | -41.6% |
| 每股收益(元) | 1.31 | 2.42 | 3.93 | 5.95 | 3.48 |
| EBIT Margin | 10.4% | 12.5% | 18.6% | 21.1% | 11.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 12.7% | 18.5% | 24.8% | 29.3% | 15.3% |
| 市盈率 (PE) | 36.3 | 19.7 | 12.1 | 8.0 | 13.7 |
| EV/EBITDA | 22.1 | 13.7 | 9.5 | 7.7 | 10.9 |
| 市净率 (PB) | 4.62 | 3.63 | 3.00 | 2.34 | 2.09 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

基础数据

| | |
|-------------|-------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 47.87 元 |
| 总市值/流通市值 | 261838/174060 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 65.99/45.59 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 1499.84 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《牧原股份 (002714.SZ) -2022 年三季报点评：Q3 归母净利润为 81.96 亿元，有望受益猪价景气上行》——2022-10-25
- 《牧原股份 (002714.SZ) -2022 年半年报点评：Q2 归母净利润亏损 15.03 亿元，养殖成本边际改善》——2022-09-01
- 《牧原股份-002714-公司动态快报：限制性股票激励再落地，助力公司长期发展》——2022-02-12
- 《牧原股份-002714-业绩预告快报：2021 整体成本保持下降趋势，生猪反转预期趋势加速》——2022-01-19
- 《牧原股份-002714-重大事件快报：大股东定增彰显信心，现金加码助力逆周期扩张》——2021-10-19

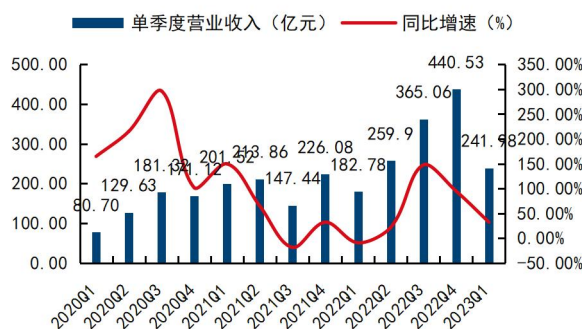
23Q1 成本下降到 15.5 元/公斤以下，成本优势显著。公司 2022 年实现营业收入 1248.26 亿元，较上年同期增长 58.23%，实现归属于母公司所有者的净利润 133.66 亿元，较上年同期增长 92.16%，业绩增长主要由出栏扩张、猪价回升、降本增效三者驱动。分季度来看，随着猪价于 10 月冲顶，公司 Q4 业绩达到阶段高点，收入同比+95%至 440.53 亿元，归母净利润同比+753%至 117.54 亿元。受 22 年末以来猪价持续低迷影响，公司 23Q1 业绩承压，收入环比-45%至 241.98 亿元，归母净利润同比-110%至-11.98 亿元，对应单头亏损 86.53 元，相较同行的成本优势依旧明显。

图1：牧原股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



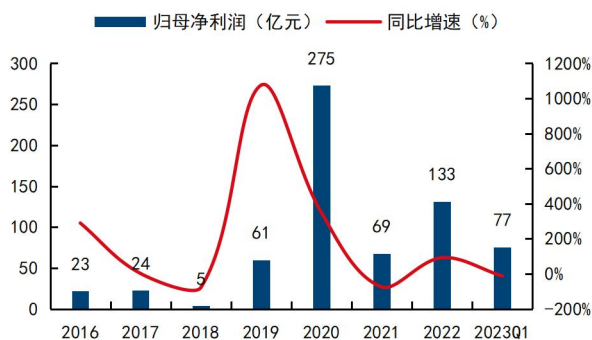
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：牧原股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



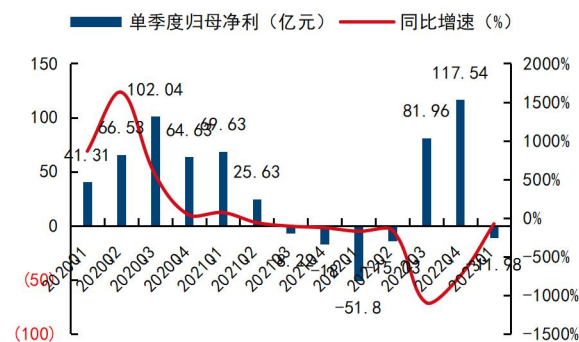
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：牧原股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

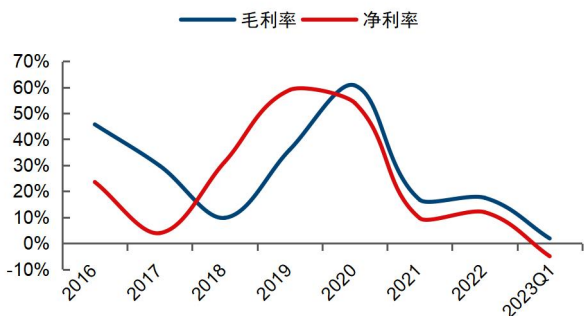
图4：牧原股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

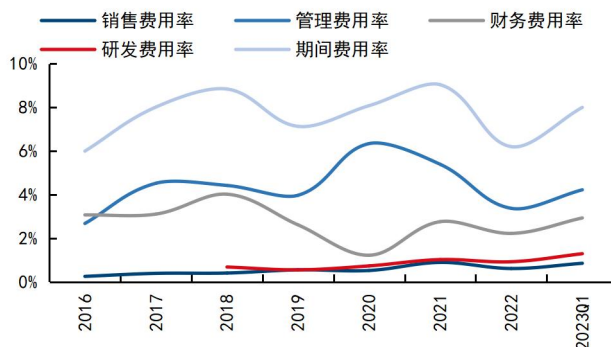
利润率随猪价波动，费用率明显优化。公司 2022 年销售毛利率为 17.50%，较上年同期增加 0.76pcts；销售净利率 11.96%，较上年同期增加 2.28pcts，利润率回升主要由猪价回暖和降本增效驱动，其中销售费用率 0.61%（同比-0.28pct）；管理费用率 3.37%，同比（-0.02pct）；财务费用率 2.22%（同比-0.54pct）；三项费用率合计 6.20%，整体较去年同期减少 2.84pct。23Q1 受猪价低迷影响，公司毛利率、净利率均环比回落明显，费用率环比有所回升但同比依旧改善明显。

图5: 牧原股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

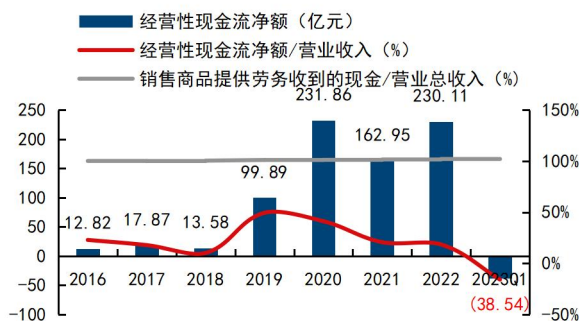
图6: 牧原股份费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

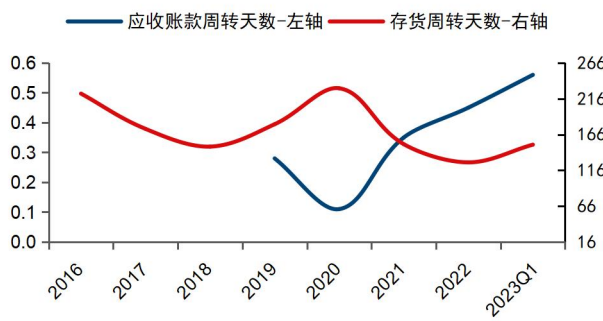
经营性现金流和存货周转效率改善明显。2022 年公司经营性现金流净额为 230.11 亿元 (同比+141.22%)，经营性现金流净额占营业收入比例为 18.44% (同比-2.22pct)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 102.06% (同比+0.46pct)。在主要流动资产周转方面，2022 年公司应收周转天数为 0.45 天 (同比+28.57%)，存货周转天数为 127.11 天 (同比-16.66%)。23Q1 受低迷猪价影响，公司经营性现金流净额转负，但应账款周转效率同比有所改善。

图7: 牧原股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 牧原股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 牧原股份依然是行业管理最为优秀的企业，2023Q1 业绩再次验证公司的成本管理优势，从业绩兑现来看，其仍是行业确定性的首选标的。公司有望凭借其养殖模式以及优秀的管理，保持或者再次拉大与行业的竞争优势，强者恒强。考虑到 2023 上半年猪价亏损超预期，我们下调公司盈利预期，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 215.08/325.84/190.26 亿元 (原预计 2023-2024 年为 395.88/274.17 亿元)，同比增速为 62%/52%/-42%，EPS 分别为 3.93/5.95/3.48 元。

表1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 | | EPS | | | PE | | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|------|
| | | | 亿元 | 22E | 23E | 24E | 22E | 23E | 24E | |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 20.07 | 1,315 | 0.81 | 1.10 | 2.30 | 25 | 18 | 9 | 买入 |
| 603477.SH | 巨星农牧 | 31.21 | 158 | 0.31 | 1.24 | 3.26 | 101 | 25 | 10 | 买入 |
| 002840.SZ | 华统股份 | 17.24 | 106 | 0.14 | 2.04 | 2.23 | 123 | 8 | 8 | 买入 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 12198 | 20794 | 20556 | 54027 | 56663 | 营业收入 | 78890 | 124826 | 141418 | 181286 | 202891 |
| 应收款项 | 400 | 729 | 814 | 1007 | 1160 | 营业成本 | 65680 | 102987 | 107019 | 132288 | 168009 |
| 存货净额 | 34476 | 38252 | 39208 | 48987 | 63433 | 营业税金及附加 | 92 | 185 | 212 | 251 | 295 |
| 其他流动资产 | 1678 | 2801 | 7415 | 12225 | 12668 | 销售费用 | 700 | 759 | 1131 | 1722 | 1867 |
| 流动资产合计 | 48753 | 62578 | 67996 | 116249 | 133927 | 管理费用 | 3442 | 4201 | 5341 | 6927 | 8154 |
| 固定资产 | 110654 | 113800 | 119983 | 130261 | 134964 | 研发费用 | 808 | 1142 | 1414 | 1831 | 2075 |
| 无形资产及其他 | 863 | 952 | 915 | 878 | 841 | 财务费用 | 2178 | 2775 | 1896 | 1344 | 988 |
| 投资性房地产 | 16689 | 15035 | 15035 | 15035 | 15035 | 投资收益 | (13) | 47 | 0 | 2 | 16 |
| 长期股权投资 | 307 | 582 | 612 | 645 | 679 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 177266 | 192948 | 204542 | 263069 | 285447 | 其他收入 | 883 | 888 | (1414) | (1831) | (2075) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 30041 | 38857 | 29427 | 32775 | 33687 | 营业利润 | 7668 | 14854 | 24404 | 36924 | 21519 |
| 应付款项 | 36669 | 28343 | 29538 | 49983 | 53137 | 营业外净收支 | (58) | 76 | 0 | 5 | 20 |
| 其他流动负债 | 11522 | 10967 | 13298 | 18383 | 21147 | 利润总额 | 7611 | 14930 | 24404 | 36929 | 21539 |
| 流动负债合计 | 78232 | 78167 | 72264 | 101141 | 107971 | 所得税费用 | (28) | (3) | 171 | 222 | 108 |
| 长期借款及应付债券 | 22549 | 19568 | 19568 | 19568 | 19568 | 少数股东损益 | 735 | 1667 | 2725 | 4124 | 2405 |
| 其他长期负债 | 7881 | 7142 | 7404 | 9523 | 10070 | 归属于母公司净利润 | 6904 | 13266 | 21508 | 32584 | 19026 |
| 长期负债合计 | 30430 | 26710 | 26971 | 29090 | 29637 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 108662 | 104877 | 99235 | 130232 | 137608 | 净利润 | 6904 | 13266 | 21508 | 32584 | 19026 |
| 少数股东权益 | 14252 | 16287 | 18467 | 21560 | 23244 | 资产减值准备 | (4) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 54352 | 71783 | 86839 | 111277 | 124595 | 折旧摊销 | 8111 | 11215 | 11409 | 12809 | 14115 |
| 负债和股东权益总计 | 177266 | 192948 | 204542 | 263069 | 285447 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 2178 | 2775 | 1896 | 1344 | 988 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | 11335 | (13194) | (1867) | 12866 | (8576) |
| 每股收益 | 1.31 | 2.42 | 3.93 | 5.95 | 3.48 | 其它 | (215) | 1141 | 2180 | 3093 | 1684 |
| 每股红利 | 1.70 | 0.77 | 1.18 | 1.49 | 1.04 | 经营活动现金流 | 26130 | 12428 | 33230 | 61352 | 26248 |
| 每股净资产 | 10.33 | 13.12 | 15.87 | 20.33 | 22.77 | 资本开支 | 0 | (14336) | (17555) | (23049) | (18781) |
| ROIC | 5.53% | 9.60% | 17% | 25% | 14% | 其它投资现金流 | (1) | (2) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 12.70% | 18.48% | 25% | 29% | 15% | 投资活动现金流 | (124) | (14613) | (17585) | (23082) | (18816) |
| 毛利率 | 17% | 17% | 24% | 27% | 17% | 权益性融资 | 0 | 9724 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 10% | 12% | 19% | 21% | 11% | 负债净变化 | 3585 | (3277) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 21% | 21% | 27% | 28% | 18% | 支付股利、利息 | (8967) | (4191) | (6452) | (8146) | (5708) |
| 收入增长 | 40% | 58% | 13% | 28% | 12% | 其它融资现金流 | (17639) | 15993 | (9430) | 3348 | 911 |
| 净利润增长率 | -75% | 92% | 62% | 51% | -42% | 融资活动现金流 | (28402) | 10781 | (15882) | (4798) | (4796) |
| 资产负债率 | 69% | 63% | 58% | 58% | 56% | 现金净变动 | (2396) | 8596 | (237) | 33471 | 2636 |
| 股息率 | 3.4% | 1.6% | 2.5% | 3.1% | 2.2% | 货币资金的期初余额 | 14594 | 12198 | 20794 | 20556 | 54027 |
| P/E | 36.3 | 19.7 | 12.1 | 8.0 | 13.7 | 货币资金的期末余额 | 12198 | 20794 | 20556 | 54027 | 56663 |
| P/B | 4.6 | 3.6 | 3.0 | 2.3 | 2.1 | 企业自由现金流 | 0 | (760) | 18102 | 40662 | 9136 |
| EV/EBITDA | 22.1 | 13.7 | 9.5 | 7.7 | 10.9 | 权益自由现金流 | 0 | 11956 | 6790 | 42674 | 9064 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032