

研究所  
 证券分析师：程一胜 S0350521070001  
 chengys01@ghzq.com.cn  
 联系人：王思言 S0350121120082  
 wangsy02@ghzq.com.cn

## 养殖成本持续优化，生猪产业链延伸

### ——牧原股份（002714）2022 年报及 2021 一季报

#### 点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
牧原股份	-1.2%	-0.5%	-10.4%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	47.87
52 周价格区间(元)	45.59-65.99
总市值(百万)	261,838.33
流通市值(百万)	174,059.68
总股本(万股)	546,977.91
流通股本(万股)	363,609.10
日均成交额(百万)	1,082.82
近一月换手(%)	0.69

#### 相关报告:

《——牧原股份(002714)2022 年三季报点评报告：板块景气提升，盈利大幅改善（买入）\*养殖业\*程一胜》——2022-10-25

《——牧原股份(002714)2022 年中报点评报告：生猪价格回暖，业绩反转可期（买入）\*养殖业\*程一胜》——2022-09-02

《——牧原股份(002714)年报及一季报点评：市占率持续提升，长期仍具扩张潜力（买入）\*畜禽养殖\*程一胜》——2022-05-02

《——牧原股份(002714)2021 年业绩预告点评：

#### 事件:

牧原股份发布 2022 年年报及 2023 年一季报：公司 2022 年实现营收 1248.26 亿元，同比+58.23%；归母净利润 132.66 亿元，同比+92.16% 2023Q1 实现营收 241.98 亿元，同比+32.39%，归母净利润-11.98 亿元，同比减亏。

#### 投资要点:

- 营收利润双增。**2022 年公司实现营业收入 1248.26 亿元，较上年同期增长 58.23%，其中，屠宰、肉食业务实现营业收入 147.18 亿元，较上年同期增长 171.66%；实现净利润 149.33 亿元，同比增长 95.50%。2022 年公司销售生猪 6120.1 万头，其中商品猪 5,529.6 万头(包括向全资子公司牧原肉食及其子公司合计销售 736.8 万头)，仔猪 555.8 万头，种猪 34.6 万头；2022 年公司屠宰生猪 736.2 万头，销售鲜、冻品等猪肉产品 75.7 万吨。
- 生猪养殖业绩亮眼，养殖成本持续优化。**2022 年，公司持续加大在养殖现场管理、技术研发创新等方面的投入，在生猪健康管理、疫病净化等方面取得了显著成效，2022 年公司各项生产指标较 2021 年有明显改善，全年养殖成本呈现持续下降趋势。公司 2022 年全年平均商品猪完全成本在 15.7 元/kg 左右，第四季度公司商品猪完全成本已降至 15.5 元/kg 以下，剔除原粮价格上涨对成本的影响后，公司已基本实现年度成本下降目标。
- 配套建设屠宰产能，努力实现养殖产能密集区域全覆盖。**2022 年公司屠宰生猪 736.2 万头，销售鲜、冻品等猪肉产品 75.7 万吨，屠宰、肉食业务营业收入达到 147.2 亿元，同比增长 171.66%。截至 2022 年末，公司共投产 10 家屠宰场，设计屠宰产能 2900 万头/年，目前仍有 4 家屠宰场在建，建成后产能将接近 4000 万/年，未来将继续按照现有养殖产能进行匹配规划，实现养殖产能密集区域全覆盖。
- 盈利预测和投资评级** 考虑到 2023Q1 生猪行业较为低迷，我们调整 2023-2025 公司归母净利润为 177.56/212.36/284.74 亿元，对应 PE 分别 14.75/12.33/9.2 倍，但考虑到公司成本在行业保持优势，养殖水平较高，随着后续养殖景气度上行，依然能保持较好的盈利

出栏量同比翻倍增长，成本保持行业领先（买入）

\*畜禽养殖\*程一胜——2022-01-24

《——牧原股份(002714)三季报点评：成本和扩张优势突出，单季亏损无碍长期成长（买入）\*  
畜禽养殖\*程一胜——2021-10-19

能力，维持“买入”评级。

- **风险提示** 禽畜类发生疫病的风险；原材料价格波动的风险；存货减值的风险；公司业绩预期不达标的风险；二级市场流动性风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	124826	139139	154871	183320
增长率（%）	58	11	11	18
归母净利润（百万元）	13266	17756	21236	28474
增长率（%）	92	34	20	34
摊薄每股收益（元）	2.43	3.25	3.88	5.21
ROE（%）	18	20	19	21
P/E	19.58	14.75	12.33	9.20
P/B	3.72	2.97	2.40	1.90
P/S	2.14	1.88	1.69	1.43
EV/EBITDA	10.35	7.92	6.65	4.59

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：牧原股份盈利预测表

证券代码:	002714				股价:	47.87	投资评级:	买入	日期:	2023/04/28		
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值				2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	18%	20%	19%	21%	EPS	2.49	3.25	3.88	5.21			
毛利率	17%	21%	22%	24%	BVPS	13.12	16.09	19.97	25.18			
期间费率	6%	6%	5%	5%	<b>估值</b>							
销售净利率	11%	13%	14%	16%	P/E	19.58	14.75	12.33	9.20			
<b>成长能力</b>					P/B	3.72	2.97	2.40	1.90			
收入增长率	58%	11%	11%	18%	P/S	2.14	1.88	1.69	1.43			
利润增长率	92%	34%	20%	34%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.65	0.65	0.69	0.68	<b>营业收入</b>	<b>124826</b>	<b>139139</b>	<b>154871</b>	<b>183320</b>			
应收账款周转率	706.87	1049.26	732.07	936.14	营业成本	102987	109615	121064	140076			
存货周转率	3.26	3.40	3.33	3.35	营业税金及附加	185	209	232	275			
<b>偿债能力</b>					销售费用	759	835	929	1100			
资产负债率	54%	50%	42%	40%	管理费用	4201	5566	6195	7333			
流动比	0.80	0.91	1.10	1.37	财务费用	2775	1574	1042	709			
速动比	0.28	0.40	0.46	0.74	其他费用/(-收入)	1142	1391	1549	1833			
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>营业利润</b>	<b>14854</b>	<b>19950</b>	<b>23860</b>	<b>31993</b>			
现金及现金等价物	20797	33611	34950	67732	营业外净收支	76	0	0	0			
应收款项	237	133	212	196	<b>利润总额</b>	<b>14930</b>	<b>19950</b>	<b>23860</b>	<b>31993</b>			
存货净额	38252	40915	46521	54645	所得税费用	-3	0	0	0			
其他流动资产	3293	3172	3701	3939	<b>净利润</b>	<b>14933</b>	<b>19950</b>	<b>23860</b>	<b>31993</b>			
<b>流动资产合计</b>	<b>62578</b>	<b>77830</b>	<b>85383</b>	<b>126512</b>	少数股东损益	1667	2195	2625	3519			
固定资产	106359	112529	116899	119470	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13266</b>	<b>17756</b>	<b>21236</b>	<b>28474</b>			
在建工程	7441	6441	5441	5441	<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	15987	16237	16487	16737	<b>经营活动现金流</b>	<b>23011</b>	<b>46870</b>	<b>30966</b>	<b>61091</b>			
长期股权投资	582	582	582	582	净利润	13266	17756	21236	28474			
<b>资产总计</b>	<b>192948</b>	<b>213620</b>	<b>224793</b>	<b>268742</b>	少数股东权益	1667	2195	2625	3519			
短期借款	29165	23165	19165	15165	折旧摊销	12132	13830	15630	17430			
应付款项	28343	40470	35531	52406	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-7362	11308	-9901	10609			
其他流动负债	20658	21776	23029	25111	<b>投资活动现金流</b>	<b>-15929</b>	<b>-19750</b>	<b>-19250</b>	<b>-20250</b>			
<b>流动负债合计</b>	<b>78167</b>	<b>85412</b>	<b>77725</b>	<b>92682</b>	资本支出	-15693	-19250	-19250	-20250			
长期借款及应付债券	19568	16568	13568	10568	长期投资	-236	0	0	0			
其他长期负债	7142	5142	3142	3142	其他	1	-500	0	0			
<b>长期负债合计</b>	<b>26710</b>	<b>21710</b>	<b>16710</b>	<b>13710</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2421</b>	<b>-14305</b>	<b>-10378</b>	<b>-8059</b>			
<b>负债合计</b>	<b>104877</b>	<b>107122</b>	<b>94435</b>	<b>106392</b>	债务融资	2327	-11000	-9000	-7000			
股本	5472	5470	5470	5470	权益融资	9724	-1523	0	0			
股东权益	88070	106497	130357	162350	其它	-9630	-1782	-1378	-1059			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>192948</b>	<b>213620</b>	<b>224793</b>	<b>268742</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>9503</b>	<b>12815</b>	<b>1339</b>	<b>32782</b>			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【农业小组介绍】

程一胜，农业首席分析师，上海财经大学硕士，曾先后就职于中银证券和方正证券。2022 年 Choice 最佳分析师第 2 名；2022 年中国证券业分析师金牛奖第 4 名；2022 年卖方分析师水晶球奖总榜单第 5 名（公募榜单第 4 名），2020 年水晶球公募榜单第 5 名；2022 年新浪财经金麒麟最佳分析师第 5 名；2022 年第 20 届新财富最佳分析师第 6 名。

熊子兴，研究生毕业于美国福特汉姆大学，本科毕业于湖南大学，曾在方正证券和国元证券从事农业研究，目前主要覆盖动保、生猪板块。

王思言，研究生毕业于格拉斯哥大学，本科毕业于中国人民大学，覆盖养殖、饲料、宠物板块。

## 【分析师承诺】

程一胜，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。