

牧原股份(002714)

养殖业/农林牧渔

发布时间: 2023-05-02

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

上次评级: 增持

## 养殖指标更上一层楼, 成本优势再次扩大

### 事件:

牧原股份发布 2022 年年报及 2023 年一季报: 2022 年实现营业收入 1248.26 亿元, 同比增长 58.23%; 归母净利润 132.66 亿元, 同比增长 92.16%。2023 年一季度实现营业收入 241.98 亿元, 同比增长 32.39%; 归母净利润-11.98 亿元。

### 点评:

**龙头地位稳固, 养殖技术领先。**2022 年, 公司销售生猪 6120.1 万头, 同比增长 52.00%, 行业龙头低位进一步稳固。2022 年, 公司商品猪完全成本 15.7 元/公斤, 较 2021 年上升 0.6 元/公斤, 主要系饲料成本上涨 0.9 元/公斤所致。公司持续优化生产管理、提高生产成绩, 养殖指标均处于行业领先水平——2022 年末公司 PSY 27 左右, 全程成活率 86%左右, 窝均活仔数超过 12, 日增重 750g 以上。在养殖效率提升带动下, 2022 年四季度完全成本已降至 15.5 元/公斤以下。2023 年一季度, 生猪养殖企业普遍因疫情影响出现成本上涨的情况下, 公司商品猪完全成本不升反降, 估计为 15.2-15.3 元/公斤, 突显公司生猪健康管理能力之卓越。

**资产结构显著优化, 产能重启扩张之路。**2022 年下半年起, 猪价触底反弹, 带动公司盈利能力大幅提升, 资金状况得到显著改善。2022 年末, 公司在手现金高达 208 亿元, 资产负债率降至 55%以下。由此, 公司开始重新恢复产能建设。2022 年末, 公司养殖产能增至 7500 万头, 能繁母猪存栏达 281.5 万头, 足以保障 2023 年出栏 6500-7100 万头目标实现。2023 年, 公司计划资本开支 100 亿元, 主要用于养殖产能建设。

**战略布局屠宰, 实现盈利在望。**公司持续深入贯彻行业由“运猪”向“运肉”政策的转变, 进一步加大下游屠宰产业的布局。2022 年末, 已投产 10 家屠宰厂, 设计屠宰产能 2900 万头/年。由于目前多数屠宰厂尚处在前期拓客阶段, 2022 年屠宰生猪 736.2 万头, 整体产能利用率偏低, 导致 2022 年公司屠宰业务亏损 7-8 亿元。不过, 随着消费复苏以及公司大力拓展全国猪肉销售网络, 公司屠宰业务产能利用率正逐步抬升。2023 年一季度, 公司屠宰业务亏损已收窄至约 1 亿元, 未来实现盈利可期。

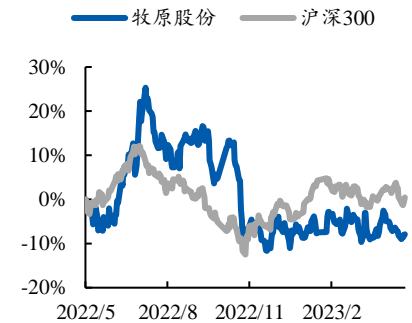
**盈利预测与估值:** 由于生猪养殖行业产能恢复速度超出预期, 短期供给过剩较为严重, 对未来猪价造成一定压力。我们下调公司 2023-24 年净利润分别至 152.44/303.81 亿元, 首次预测 2025 年净利润为 290.31 亿元, 对应 2023-25 年 EPS 分别为 2.79/5.55/5.31 元, 对应当前 PE 估值分别为 17.18/8.62/9.02 倍。同时, 下调目标价至 61.10 元, 维持增持评级。

**风险提示:** 畜禽价格波动风险, 畜禽疫病风险, 饲料成本波动风险。

### 股票数据 2023/04/28

6 个月目标价 (元)	61.1
收盘价 (元)	47.87
12 个月股价区间 (元)	45.92-65.14
总市值 (百万元)	261,838.32
总股本 (百万股)	5,470
A 股 (百万股)	5,470
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	23

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1%	0%	-10%
相对收益	-2%	3%	-13%

### 相关报告

《牧原股份 (002714): 猪价大涨业绩飙升, 龙头地位难以撼动》

--20221026

《牧原股份 (002714): 降本步步为营, 扩产稳扎稳打》

--20220909

《牧原股份 (002714): 养殖指标持续改善, 长期竞争优势无虞》

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	78,890	124,826	143,049	176,141	186,279
(+/-)%	40.18%	58.23%	14.60%	23.13%	5.76%
归属母公司净利润	6,904	13,266	15,244	30,381	29,031
(+/-)%	-74.85%	92.16%	14.91%	99.29%	-4.44%
每股收益 (元)	1.28	2.49	2.79	5.55	5.31
市盈率	41.69	19.58	17.18	8.62	9.02
市净率	5.17	3.72	3.12	2.42	1.99
净资产收益率 (%)	12.91%	21.01%	18.16%	28.07%	22.08%
股息收益率 (%)	0.52%	1.54%	1.16%	2.32%	2.22%
总股本 (百万股)	5,262	5,472	5,470	5,470	5,470

### 证券分析师: 王玮

执业证书编号: S0550521100003

021-61001524 wangwei\_7781@nesc.cn

### 研究助理: 陈科诺

执业证书编号: S0550122020016

18382023603 chenkn@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20,794	30,534	56,935	83,510	净利润	14,933	17,128	34,059	32,437
交易性金融资产	3	1	1	1	资产减值准备	23	20	10	15
应收款项	237	176	210	219	折旧及摊销	12,132	15,132	16,096	17,240
存货	38,252	47,235	49,526	55,900	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	699	1,099	1,399	1,549	财务费用	3,131	2,630	2,632	2,489
<b>流动资产合计</b>	<b>62,578</b>	<b>81,900</b>	<b>111,089</b>	<b>144,307</b>	投资损失	-47	-57	-88	-75
可供出售金融资产					运营资本变动	-7,362	-15,039	-7,189	-1,010
长期投资净额	582	782	1,082	1,382	其他	200	-125	-91	-79
固定资产	106,359	100,996	95,792	90,842	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>23,011</b>	<b>19,689</b>	<b>45,429</b>	<b>51,017</b>
无形资产	952	1,029	1,104	1,177	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-15,929</b>	<b>-9,916</b>	<b>-12,321</b>	<b>-14,146</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>2,421</b>	<b>-33</b>	<b>-6,708</b>	<b>-10,296</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>130,369</b>	<b>125,337</b>	<b>121,741</b>	<b>118,801</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>1,991</b>	<b>9,899</b>	<b>33,085</b>	<b>36,555</b>
<b>资产总计</b>	<b>192,948</b>	<b>207,237</b>	<b>232,830</b>	<b>263,108</b>					
短期借款	29,165	37,165	42,165	44,165	财务与估值指标				
应付款项	28,343	22,949	18,733	23,437		2022A	2023E	2024E	2025E
预收款项	0	0	0	0	每股指标				
一年内到期的非流动负债	9,692	9,692	9,692	9,692	每股收益 (元)	2.49	2.79	5.55	5.31
<b>流动负债合计</b>	<b>78,167</b>	<b>80,731</b>	<b>81,341</b>	<b>88,988</b>	每股净资产 (元)	13.12	15.34	19.79	24.03
长期借款	10,646	9,646	8,646	8,646	每股经营性现金流量 (元)	4.20	3.60	8.31	9.33
其他长期负债	16,064	14,764	12,764	8,764	成长性指标				
<b>长期负债合计</b>	<b>26,710</b>	<b>24,410</b>	<b>21,410</b>	<b>17,410</b>	营业收入增长率	58.2%	14.6%	23.1%	5.8%
<b>负债合计</b>	<b>104,877</b>	<b>105,141</b>	<b>102,751</b>	<b>106,398</b>	净利润增长率	92.2%	14.9%	99.3%	-4.4%
归属于母公司股东权益合计	71,783	83,925	108,230	131,455	盈利能力指标				
少数股东权益	16,287	18,171	21,850	25,255	毛利率	17.5%	17.3%	23.9%	21.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>192,948</b>	<b>207,237</b>	<b>232,830</b>	<b>263,108</b>	净利率	10.6%	10.7%	17.2%	15.6%
					运营效率指标				
					应收账款周转天数	0.45	0.45	0.40	0.42
					存货周转天数	127.11	130.00	130.00	130.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	54.4%	50.7%	44.1%	40.4%
					流动比率	0.80	1.01	1.37	1.62
					速动比率	0.28	0.39	0.71	0.95
					费用率指标				
					销售费用率	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
					管理费用率	3.4%	3.2%	2.7%	2.6%
					财务费用率	2.2%	1.7%	1.3%	1.0%
					分红指标				
					股息收益率	1.5%	1.2%	2.3%	2.2%
					估值指标				
					P/E (倍)	19.58	17.18	8.62	9.02
					P/B (倍)	3.72	3.12	2.42	1.99
					P/S (倍)	2.14	1.83	1.49	1.41
					净资产收益率	21.0%	18.2%	28.1%	22.1%

利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>124,826</b>	<b>143,049</b>	<b>176,141</b>	<b>186,279</b>
营业成本	102,987	118,367	133,977	145,974
营业税金及附加	185	215	264	279
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	759	787	881	931
管理费用	4,201	4,578	4,756	4,843
财务费用	2,775	2,422	2,327	1,920
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	47	57	88	75
<b>营业利润</b>	<b>14,854</b>	<b>16,998</b>	<b>33,965</b>	<b>32,390</b>
营业外收支净额	76	125	91	79
<b>利润总额</b>	<b>14,930</b>	<b>17,123</b>	<b>34,056</b>	<b>32,470</b>
所得税	-3	-5	-3	32
净利润	14,933	17,128	34,059	32,437
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13,266</b>	<b>15,244</b>	<b>30,381</b>	<b>29,031</b>
少数股东损益	1,667	1,884	3,678	3,406

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

王玮：上海交通大学工商管理硕士、电气工程与自动化学士，上海高级金融学院 MBA。现任东北证券农林牧渔行业组组长，曾任职于兴业证券、国海证券等多家金融机构。2018 年同花顺 iFind 最佳分析师第 1 名（个人），2015 年新财富第 3 名（团队成员）、2016 年新财富第 5 名（团队成员）、2015 年水晶球第 3 名（团队成员）。

陈科诺：华威大学金融硕士，四川大学金融本科。2022 年加入东北证券，现任东北证券农业组研究助理。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“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。

本公司具有中国证监会核准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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

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

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

