

成本领先 行稳致远

——牧原股份（002714.SZ）

农林牧渔/畜禽养殖

申港证券
SHENGANG SECURITIES

核心观点：

2022 年 4 月 30 日，牧原股份公布 2021 年年报及 2022 年一季报。

猪价低位公司盈利受损。

- ◆ 2021 年公司生猪出栏量 4026.3 万头，同比+122%。其中，商品猪 3688.7 万头，同比+220%；仔猪 309.5 万头，同比-48%；种猪 28.1 万头，同比-56%。公司 2021 年营业收入 789 亿元，同比+40%，归母净利润 69 亿元，同比-75%。
- ◆ 2022 年 Q1 公司生猪出栏量 1381.7 万头，同比+79%。Q1 营业收入 183 亿元，同比-9.3%，归母净利润-52 亿元，同比-174%，头均亏损约 375 元。

成本领先助力公司穿越周期。

- ◆ 受原材料粮食价格上涨影响，公司一季度成本略有上行，但仍处于行业领先水平。公司 2022 年 Q1 生猪养殖完全成本约为 15-16 元/kg。
- ◆ 目前公司 PSY 约 24，MSY 约 21-22。未来随着公司部分老旧猪场改造，智能化设备推广应用，养殖效率有望提升，完全成本下降可期。

周期底部稳健经营，放缓扩张步伐，维系现金流安全。

- ◆ 公司 2022 年全年生猪出栏目标 5000-5600 万头。
- ◆ 公司现金储备充足。截至一季度末，公司货币资金 161 亿元。公司 Q1 经营活动现金流入流出基本持平，约为 5821 万元。
- ◆ 公司放缓扩张步伐，2022 年 Q1 固定资产与在建工程增量较少，一季度末固定资产 1009 亿元，2021 年末为 996 亿元；一季度末在建工程 113 亿元，2021 年末为 111 亿元。Q1 生产性生物资产 71 亿元，2021 年末约 74 亿元。

布局下游屠宰业务加固护城河。2021 年公司屠宰生猪 289.9 万头，2022 年 Q1 公司向全资子公司牧原肉食销售生猪 174.5 万头。截至 2021 年末公司已投产屠宰产能 1600 万头/年，今年生猪屠宰量有望超 1000 万头。自主屠宰将帮助公司平滑猪周期对利润造成的波动。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 1019 亿元、1570 亿元、1426 元，归母净利润为 55 亿元、378 亿元、178 亿元，对应 PE 为 50X、7X、15X。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险、猪周期反转不及预期风险、动物疫病风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	56,277.1	78,889.9	101,895.6	157,047.8	142,622
增长率（%）	178.3%	40.2%	29.2%	54.1%	-9.2%
归母净利润（百万元）	27,451.4	6,903.8	5,503.3	37,766.8	17,771.4
增长率（%）	349.0%	-74.9%	-20.3%	586.3%	-52.9%
净资产收益率（%）	54.5%	12.7%	9.0%	38.1%	15.2%
每股收益(元)	7.46	1.28	1.05	7.18	3.38
PE	7.00	40.80	49.94	7.28	15.47
PB	3.90	5.06	4.48	2.77	2.35

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（维持）

2022 年 04 月 30 日

曹旭特

分析师

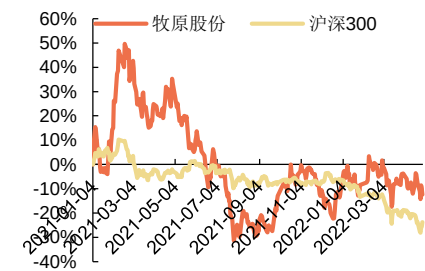
SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2022.04.29

总市值/流通市值（亿元）	2780/1881
总股本（万股）	534684.12
资产负债率（%）	65.18
每股净资产（元）	8.84
收盘价（元）	52.23
一年内最低价/最高价（元）	39.01/80.92

公司股价表现走势图



资料来源：Wind, 申港证券研究所

1、《牧原股份公司深度研究：乘风成长 踏浪周期 养殖龙头配置当时》2022-04-14

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	56277	78890	101896	157048	142622	流动资产合计	38946	48753	69091	112880	146133
营业成本	22128	65680	89815	105817	114366	货币资金	14594	12198	15284	48965	77411
营业税金及附加	51	92	119	183	167	应收账款	19	136	105	162	147
营业费用	292	700	904	1393	1265	其他应收款	56	264	341	526	478
管理费用	3156	3442	4446	7067	6418	预付款项	2495	1090	5808	6843	7396
研发费用	412	808	2721	4193	3808	存货	21179	34476	46753	55083	59533
财务费用	688	2178	102	157	143	其他流动资产	603	589	798	1299	1168
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	83681	128513	123241	118966	113979
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	184	307	0	0	0
投资净收益	51	-13	1	2	2	固定资产	58530	99551	96360	92887	89192
营业利润	30424	7668	5973	41615	19535	无形资产	768	863	842	822	802
营业外收入	185	323	254	288	271	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	236	380	160	270	215	其他非流动资产	1430	1001	815	1256	1141
利润总额	30373	7611	6067	41634	19591	资产总计	122627	177266	192332	231845	260113
所得税	-2	-28	-22	-153	-72	流动负债合计	43543	78232	89109	86836	95440
净利润	30375	7639	6089	41787	19663	短期借款	16533	22292	14956	0	0
少数股东损益	2923	735	586	4020	1892	应付账款	14623	31989	50843	59901	64740
归属母公司净利润	27451	6904	5503	37767	17771	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	35459	18799	10901	46665	24598	一年内到期的非流动负债	2852	7749	3970	3970	3970
EPS（元）	7.46	1.28	1.05	7.18	3.38	非流动负债合计	12979	30430	27054	27054	27054
主要财务比率						长期借款	10338	13923	15723	15723	15723
						应付债券	1593	8626	4003	4003	4003
成长能力						负债合计	56522	108662	116164	113890	122495
营业收入增长	178.31%	40.18%	29.16%	54.13%	-9.19%	少数股东权益	15698	14252	14838	18858	20749
营业利润增长	381.79%	-74.80%	-22.11%	596.74%	-53.06%	实收资本（或股本）	3759	5262	5262	5262	5262
归属于母公司净利润增长	348.97%	-74.85%	-20.29%	586.26%	-52.94%	资本公积	10005	9123	9123	9123	9123
获利能力						未分配利润	35425	36352	41600	77621	94570
毛利率(%)	60.68%	16.74%	11.86%	32.62%	19.81%	归属母公司股东权益合计	50407	54352	61330	99097	116869
净利率(%)	53.97%	9.68%	5.98%	26.61%	13.79%	负债和所有者权益	122627	177266	192332	231845	260113
总资产净利润(%)	22.39%	3.89%	2.86%	16.29%	6.83%	现金流量表					
ROE(%)	54.46%	12.70%	8.97%	38.11%	15.21%	单位:百万元					
						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
偿债能力						经营活动现金流	23186	16295	15773	49410	28520
资产负债率(%)	46%	61%	60%	49%	47%	净利润	30375	7639	6089	41787	19663
流动比率	0.89	0.62	0.78	1.30	1.53	折旧摊销	3596	8111	4826	4892	4920
速动比率	0.41	0.18	0.25	0.67	0.91	财务费用	688	2178	102	157	143
营运能力						应付账款减少	-4	-116	30	-57	15
总资产周转率	0.64	0.53	0.55	0.74	0.58	预收账款增加	-221	0	0	0	0
应收账款周转率	3206	1018	847	1176	923	投资活动现金流	-45353	-35968	446	-616	68
应付账款周转率	5.71	3.38	2.46	2.84	2.29	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	-30	-123	307	0	0
每股收益(最新摊薄)	7.46	1.28	1.05	7.18	3.38	投资收益	51	-13	1	2	2
每股净现金流(最新摊薄)	1.05	-1.05	0.59	6.40	5.41	筹资活动现金流	26124	14171	-13132	-15113	-143
每股净资产(最新摊薄)	13.41	10.33	11.65	18.83	22.21	应付债券增加	-197	7033	-4623	0	0
估值比率						长期借款增加	9221	3585	1800	0	0
P/E	7.00	40.80	49.94	7.28	15.47	普通股增加	1555	1503	0	0	0
P/B	3.90	5.06	4.48	2.77	2.35	资本公积增加	158	-882	0	0	0
EV/EBITDA	6.01	16.77	27.36	5.35	8.99	现金净增加额	3957	-5502	3087	33681	28445

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上