

牧原股份 (002714.SZ) 低猪价聚焦以质换量，资本开支收缩资金压力减弱

2022 年 05 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈雪丽（分析师）

李怡然（联系人）

chenxueli@kysec.cn

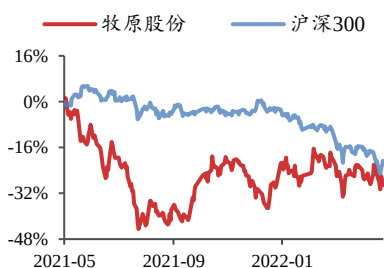
liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790121050058

日期	2022/4/29
当前股价(元)	52.23
一年最高最低(元)	113.10/39.01
总市值(亿元)	2,779.72
流通市值(亿元)	1,880.82
总股本(亿股)	53.22
流通股本(亿股)	36.01
近 3 个月换手率(%)	56.03

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-成本比较优势凸显，大股东增持削弱营运资金压力》-2021.10.19

《公司信息更新报告-育肥猪加速出栏，业绩韧性展现成本优势》-2021.8.27

《公司信息更新报告-疫情趋于稳定，出栏快速释放》-2021.5.17

● 低猪价聚焦以质换量，资本开支收缩资金压力减弱，维持“买入”评级

牧原股份发布 2021 年报及 2022 年一季报：公司 2021 年实现营收 788.90 亿元（+40.18%），实现归母净利 69.04 亿元（-74.85%）；2022Q1 公司实现营收 182.78 亿元（-9.30%），实现归母净利-51.80 亿元（-174.40%）。2022Q1 猪价低迷，饲料原料价格上行、冬季燃料与动力成本抬升叠加冬季疫病防疫及死淘成本增加，公司 2022Q1 养殖亏损幅度季度环比放大。下调 2022-2023 年预测，新增 2024 年预测。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.58/289.42/338.54 亿元（2022-2023 前值分别为 71.62/426.08 亿元），EPS 为 0.05/5.44/6.36 元，当前股价对应 PE 为 1077.6/9.6/8.2 倍，周期底部成本优势明显，资金压力减弱，维持“买入”评级。

● 饲料价格上行加大短期成本控制难度，公司聚焦猪群健康管理实现降本增效

2021 年公司生猪出栏 4026.3 万头（+122%），商品猪、仔猪、种猪出栏占比分别为 91.6%/7.7%/0.7%；2022Q1 公司生猪出栏 1381.7 万头（+79%），商品猪、仔猪、种猪出栏占比分别为 93.9%/5.9%/0.2%。截止 2022Q1 末公司能繁母猪存栏 275.2 万头，后备母猪约 90 万头，PSY 约为 24 头，全程存活率约为 80%。公司预计 2022 年生猪出栏 5000-5600 万头，中枢同比增幅 31.6%。2022Q1 公司生猪完全成本 16 元/公斤，M3 已降至 15.7 元/公斤。预计 2022Q2 公司生猪完全成本将显著降低，加之猪价上行，亏损幅度有望边际减弱，并于 Q3 实现扭亏为盈。

● 资本开支收缩显著降低公司资金压力，跨周期稳定生产能力显著

截止 2022Q1 公司账面货币资金 161.2 亿元，主要系公司短期借款增加，借款形式主要为大股东借款及银行短期借款，截至 2022Q1 末公司授信可用余额仍超 200 亿元。公司已于 2021Q3 逐渐暂停已建及新增在建工程，收缩投资性现金流出，增强周期底部资金抗压能力。2022Q1 投资活动净流出为前期工程的延期支付；经营性现金流打平，小幅流出 0.58 亿元。2022Q1 末公司资产负债率 65.2%，资本开支收敛后，确保了周期底部的稳定生产运营并显著减弱了资金需求压力。

● 风险提示：生猪存栏恢复不及预期、养殖场免疫密度降低、行业竞争格局恶化。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,277	78,890	96,425	142,093	160,389
YOY(%)	178.3	40.2	22.2	47.4	12.9
归母净利润(百万元)	27,451	6,904	258	28,942	33,854
YOY(%)	349.0	-74.9	-96.3	11119.6	17.0
毛利率(%)	60.7	16.7	8.5	30.9	31.0
净利率(%)	48.8	8.8	0.3	20.4	21.1
ROE(%)	45.9	11.1	0.4	33.0	28.5
EPS(摊薄/元)	5.16	1.30	0.05	5.44	6.36
P/E(倍)	10.1	40.3	1077.6	9.6	8.2
P/B(倍)	5.8	5.5	5.4	3.6	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38946	48753	59118	51955	72151
现金	14594	12198	3969	2924	4951
应收票据及应收账款	19	136	0	0	0
其他应收款	56	264	0	369	24
预付账款	2495	1090	3128	3363	3850
存货	21179	34476	51433	44710	62737
其他流动资产	603	590	589	589	589
非流动资产	83681	128513	136771	194812	206449
长期投资	184	307	378	444	520
固定资产	65973	106902	110658	149204	156917
无形资产	768	863	964	1063	1184
其他非流动资产	16756	20441	24771	44102	47829
资产总计	122627	177266	195889	246767	278599
流动负债	43543	78232	104361	123493	125377
短期借款	16533	22292	55394	49227	61709
应付票据及应付账款	16566	36669	35897	50041	45681
其他流动负债	10445	19271	13071	24226	17986
非流动负债	12979	30430	22574	24543	19815
长期借款	11931	22549	18992	20518	15473
其他非流动负债	1048	7881	3582	4025	4342
负债合计	56522	108662	126936	148036	145192
少数股东权益	15698	14252	14284	17861	22046
股本	3759	5262	5322	5322	5322
资本公积	10005	9123	9123	9123	9123
留存收益	36718	37965	38211	66274	99683
归属母公司股东权益	50407	54352	54669	80869	111362
负债和股东权益	122627	177266	195889	246767	278599

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	23186	16295	-11166	76506	24693
净利润	30375	7639	290	32519	38038
折旧摊销	3615	8113	7149	9004	11110
财务费用	688	2178	3954	5139	4639
投资损失	-51	13	-12	0	-6
营运资金变动	-13058	-3294	-22566	29849	-29086
其他经营现金流	1616	1647	20	-5	-3
投资活动现金流	-45353	-35968	-15414	-67040	-22738
资本支出	46071	35852	8208	57973	11559
长期投资	675	-136	-71	-74	-76
其他投资现金流	1392	-252	-7277	-9141	-11255
筹资活动现金流	26124	14171	-21844	-3044	-11639
短期借款	12276	5759	-7093	1300	772
长期借款	9024	10618	-3557	1526	-5045
普通股增加	1555	1503	60	0	0
资本公积增加	158	-882	0	0	0
其他筹资现金流	3110	-2827	-11254	-5870	-7365
现金净增加额	3958	-5502	-48424	6422	-9684

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	56277	78890	96425	142093	160389
营业成本	22128	65680	88188	98121	110700
营业税金及附加	51	92	96	128	144
营业费用	292	700	820	1208	1363
管理费用	3156	3442	3953	5826	6576
研发费用	412	808	868	1137	1123
财务费用	688	2178	3954	5139	4639
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	824	1694	1800	2000	2200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	51	-13	12	-0	6
资产处置收益	1	0	2	2	1
营业利润	30424	7668	359	32537	38050
营业外收入	185	323	260	300	350
营业外支出	236	380	330	350	400
利润总额	30373	7611	289	32487	38000
所得税	-2	-28	-0	-32	-38
净利润	30375	7639	290	32519	38038
少数股东损益	2923	735	32	3577	4184
归母净利润	27451	6904	258	28942	33854
EBITDA	35339	18197	10235	45209	52947
EPS(元)	5.16	1.30	0.05	5.44	6.36

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	178.3	40.2	22.2	47.4	12.9
营业利润(%)	381.8	-74.8	-95.3	8952.8	16.9
归属于母公司净利润(%)	349.0	-74.9	-96.3	11119.6	17.0
获利能力					
毛利率(%)	60.7	16.7	8.5	30.9	31.0
净利率(%)	48.8	8.8	0.3	20.4	21.1
ROE(%)	45.9	11.1	0.4	33.0	28.5
ROIC(%)	38.3	8.8	2.3	22.5	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	46.1	61.3	64.8	60.0	52.1
净负债比率(%)	26.9	70.4	114.3	78.2	62.4
流动比率	0.9	0.6	0.6	0.4	0.6
速动比率	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3205.6	1018.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.8	2.5	2.4	2.3	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.16	1.30	0.05	5.44	6.36
每股经营现金流(最新摊薄)	4.36	3.06	-2.10	14.38	4.64
每股净资产(最新摊薄)	9.01	9.56	9.61	14.53	20.26
估值比率					
P/E	10.1	40.3	1077.6	9.6	8.2
P/B	5.8	5.5	5.4	3.6	2.6
EV/EBITDA	8.8	18.7	36.2	8.3	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn