

正邦科技 (002157.SZ) 育种体系快速迭代, 有望迎来成本改善与出栏成长

2021 年 04 月 29 日

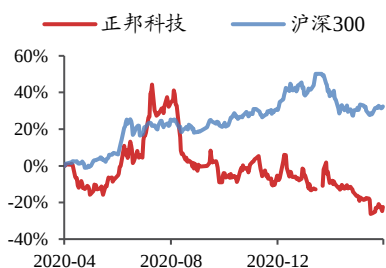
双击

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2021/4/28
当前股价(元)	14.17
一年最高最低(元)	26.68/13.30
总市值(亿元)	446.22
流通市值(亿元)	326.43
总股本(亿股)	31.49
流通股本(亿股)	23.04
近 3 个月换手率(%)	98.28

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩符合预期, 出栏量有望高速扩张》-2020.10.27

《公司信息更新报告-出栏量有望加速释放, 养殖巨头即将迎来黄金成长期》-2020.8.28

《公司首次覆盖报告-出栏量步入加速释放期, 养殖巨头成长性凸显》-2020.7.17

陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

陈昕晖 (联系人)

chenxinhui@kysec.cn

证书编号: S0790120090006

● 育种体系快速迭代, 有望迎来成本改善与出栏成长双击, 维持“买入”评级

正邦科技发布 2020 年报及 2021 年一季报: 2020 年实现营业收入 491.66 亿元, 同比+100.53%, 归母净利润 57.44 亿元, 同比+248.75%, 共出栏生猪 955.97 万头, 同比+65.28%; 2021Q1 实现营业收入 127.05 亿元, 同比+78.07%, 归母净利润 2.12 亿元, 同比-76.63%, 出栏生猪 257.85 万头, 同比+145.99%。考虑公司 2021Q1 养殖成本超预期提升, 我们下调 2021 年盈利预测, 考虑产能扩张力度超预期, 我们上调 2022 年预测, 新增 2023 年预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 87.08/61.73/29.08 亿元 (2021-2022 年前值 100.26/41.51 亿元), 对应 EPS 为 2.77/1.96/0.92 元, 当前股价对应 PE 为 5.1/7.2/15.3 倍, 维持“买入”评级。

● 育种体系快速迭代, 养殖成本将迎改善

2020 年公司通过行业内最大规模的海外引种构建了强大的育种体系, 打造了具备长期成本竞争优势的护城河, 同时通过主动淘汰低效母猪加速种猪体系的优化, 确保公司未来发展轻装上阵。2020Q4 及 2021Q1, 公司领先于行业集中淘汰 80 万头低效母猪, 这一主动淘汰宣告公司种群优化工作接近尾声, 随着自产高效二元母猪逐渐发挥效能, 仔猪成本有望出现明显下降。

● 人才储备充足, 奠定出栏扩张基础

2019-2020 年公司新增 3 万名员工, 其中包括 1.8 万名大学生引进。后续公司将持续扩充人员梯队, 通过全面构建企业学习生态以提升员工的能力与素质。在新员工培养上, 公司通过邦才宝系统完成人才的自主学习进化, 助力大学生实现职业化蜕变与快速成长。2020 年公司完成了对新晋大学生超 1000 名分场长的输出, 同时通过事业合伙人计划、员工持股、限制性股票与股票期权的组合拳, 与养殖户、员工、客户充分合作, 共享利润, 以充分激励及留住核心人才。

● 风险提示: 猪价景气度不及预期、养殖成本大幅上升、出栏量增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,518	49,166	70,634	105,074	134,208
YOY(%)	10.9	100.5	43.7	48.8	27.7
归母净利润(百万元)	1,647	5,744	8,708	6,173	2,908
YOY(%)	751.5	248.8	51.6	-29.1	-52.9
毛利率(%)	15.7	22.3	22.8	16.1	12.3
净利率(%)	6.7	11.7	12.3	5.9	2.2
ROE(%)	17.0	24.3	26.9	16.1	7.1
EPS(摊薄/元)	0.52	1.82	2.77	1.96	0.92
P/E(倍)	27.1	7.8	5.1	7.2	15.3
P/B(倍)	4.8	1.9	1.4	1.2	1.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10747	31608	37086	56724	56782
现金	2955	13043	19538	17357	21655
应收票据及应收账款	211	287	629	618	1021
其他应收款	1170	829	2404	2212	3764
预付账款	905	3260	1437	6089	3282
存货	5138	13448	12461	29790	26415
其他流动资产	369	741	617	658	644
非流动资产	20085	27652	37329	54458	67879
长期投资	122	146	158	174	189
固定资产	14991	23987	32143	46786	58691
无形资产	346	363	365	368	369
其他非流动资产	4626	3157	4662	7130	8629
资产总计	30832	59260	74414	111183	124661
流动负债	16243	25846	31688	60800	71550
短期借款	4498	11529	9185	25517	29992
应付票据及应付账款	3274	4482	7977	11373	14784
其他流动负债	8470	9836	14526	23910	26774
非流动负债	4615	8855	9071	10444	10271
长期借款	2852	6625	6997	8317	8162
其他非流动负债	1763	2230	2074	2126	2109
负债合计	20858	34701	40759	71244	81821
少数股东权益	581	1306	1640	1876	1988
股本	2450	3093	3149	3149	3149
资本公积	3469	11137	11137	11137	11137
留存收益	3572	9141	16340	21474	24110
归属母公司股东权益	9393	23252	32015	38063	40852
负债和股东权益	30832	59260	74414	111183	124661

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3924	4553	19912	846	19092
净利润	1693	5964	9041	6410	3019
折旧摊销	1112	0	2444	3508	4795
财务费用	377	843	364	751	1369
投资损失	-649	-17	-17	-17	-17
营运资金变动	1193	0	8078	-9806	9924
其他经营现金流	198	-2237	2	1	1
投资活动现金流	-5471	-9568	-12106	-20622	-18200
资本支出	5711	10349	9686	17107	13408
长期投资	5	644	-12	-15	-15
其他投资现金流	245	1425	-2432	-3530	-4807
筹资活动现金流	2913	14216	-1311	2044	-1329
短期借款	805	7030	-2343	781	-260
长期借款	-1020	3773	372	1320	-155
普通股增加	86	643	56	0	0
资本公积增加	1464	7668	0	0	0
其他筹资现金流	1577	-4899	605	-57	-914
现金净增加额	1366	9202	6496	-17731	-438

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	24518	49166	70634	105074	134208
营业成本	20658	38178	54519	88201	117644
营业税金及附加	40	35	87	130	161
营业费用	647	472	1457	2168	2769
管理费用	1215	2781	3995	5943	7591
研发费用	394	528	758	1128	1440
财务费用	377	843	364	751	1369
资产减值损失	-10	0	0	0	0
其他收益	52	49	49	49	49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	649	17	17	17	17
资产处置收益	-2	-1	-2	-1	-1
营业利润	1830	6301	9519	6819	3298
营业外收入	90	120	120	120	120
营业外支出	216	430	323	377	350
利润总额	1704	5991	9316	6562	3068
所得税	11	26	274	152	49
净利润	1693	5964	9041	6410	3019
少数股东损益	46	220	334	237	111
归母净利润	1647	5744	8708	6173	2908
EBITDA	3189	6735	12123	10821	9231
EPS(元)	0.52	1.82	2.77	1.96	0.92

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.9	100.5	43.7	48.8	27.7
营业利润(%)	609.9	244.2	51.1	-28.4	-51.6
归属于母公司净利润(%)	751.5	248.8	51.6	-29.1	-52.9
获利能力					
毛利率(%)	15.7	22.3	22.8	16.1	12.3
净利率(%)	6.7	11.7	12.3	5.9	2.2
ROE(%)	17.0	24.3	26.9	16.1	7.1
ROIC(%)	9.9	15.2	18.1	9.3	5.2
偿债能力					
资产负债率(%)	67.6	58.6	54.8	64.1	65.6
净负债比率(%)	84.7	32.4	1.4	53.0	50.8
流动比率	0.7	1.2	1.2	0.9	0.8
速动比率	0.3	0.5	0.7	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	68.1	197.2	154.2	168.5	163.7
应付账款周转率	6.6	9.8	8.8	9.1	9.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	1.82	2.77	1.96	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	1.45	6.32	0.27	6.06
每股净资产(最新摊薄)	2.98	7.29	10.06	11.98	12.86
估值比率					
P/E	27.1	7.8	5.1	7.2	15.3
P/B	4.8	1.9	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.8	8.0	3.9	6.2	7.4

数据来源：贝格数据、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