

## 证券研究报告—动态报告

农林牧渔

畜牧业

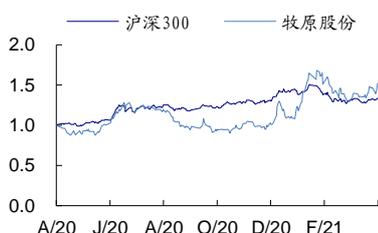
**牧原股份(002714)**
**买入**

2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

## 一年该股与沪深 300 走势比较


**股票数据**

总股本/流通(百万股)	3,759/2,540
总市值/流通(百万元)	431,120/291,306
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12 个月最高/最低(元)	133.68/65.18

**相关研究报告:**

《牧原股份-002714-深度报告: 非瘟加速规模养殖, 布局成长选牧原》——2021-04-27  
 《牧原股份-002714-重大事件快评: Q1 业绩预告表现靓丽, 2021 年继续重点推荐》——2021-04-16  
 《牧原股份-002714-2021 年 1-2 月出栏数据快评: 出栏数据表现靓丽, 2021 年继续重点推荐》——2021-03-09  
 《牧原股份-002714-重大事件快评: 业绩预告强者恒强, 2021 年继续重点推荐》——2021-01-26  
 《牧原股份-002714-2014 年中报点评: 超越行业的单位盈利, 猪价上涨最佳标的》——2014-07-31

**证券分析师: 鲁家瑞**

电话: 021-61761016  
 E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**生猪龙头地位稳固, 受益非瘟加速成长**
**• 2020 年及 2021Q1 业绩增速超预期, 龙头优势进一步凸显**

公司 2020 年营收同比增长 178%至 562.77 亿元, 归母净利润同比增长 349%至 274.51 亿元; 2021Q1 营收为 201.52 亿元, 同比增长 150%, 归母净利润 69.63 亿元, 同比增长 69%。公司 2020 年拟每 10 股派发现金股利 14.61 元, 同时拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

**• 养殖主业高速增长, 屠宰肉食加速落地**

公司持续加强生猪全产业链业务建设, 分业务看: **养殖业务** 2020 年收入为 551 亿元, 同比增长 180.8%, 收入占比达 97.9%, 养殖业务毛利率同比增加 25.04%至 62.09%, 非瘟防控优势及成本优势进一步凸显。**屠宰、肉食业务** 2020 年收入达 6.21 亿元, 截止 2020 年末, 公司投产屠宰产能 200 万头/年, 2020 年共计屠宰生猪 23.9 万头。公司将屠宰业务定位为自有生猪产能的配套业务, 目前已规划屠宰产能约 4,000 万头/年, 预计随着产能利用率上升, 今年下半年屠宰业务将加速落地。

**• 推荐逻辑: 养殖成长股, 2021 年公司逻辑将不断强化**

核心推荐逻辑: 1) 养殖成本绝对领先, 单位超额收益拉大; 出栏增速快, 是生猪养殖领域的核心成长股。2) 21 年非瘟可能有所活跃, 公司有望再次拉大与行业的盈利优势, 强者恒强。另外, 牧原下半年逐步向下游屠宰延伸, 成长逻辑将进一步强化。我们预计公司 21 年目标市值有望接近 6000 亿元, 对应 401 亿元的全年利润估算, PE 为 15 倍。

**• 风险提示: 原材料价格波动剧烈的风险, 不可控动物疫情的风险。**
**• 投资建议: 目标价 147-150 元, 维持“买入”评级。**

公司是养殖成长股, 而非周期股。牧原凭借软实力(优秀的企业管理)和硬实力(技术、土地、资金)铸就的低成本护城河, 短期内难以被逾越; 其上市后凭借上市平台优秀, 高杠杆撬动产能持续快速扩张, 产能储备达 8000 万头, 远期规划 1 亿头+, 处于行业领先, 龙头地位稳固。考虑到非瘟疫情演绎的复杂性, 公司作为管理优秀的成长股将充分受益行业红利。预测公司 21-23 年 EPS 分别为 10.66/8.32/12.11 元, 对应 PE 分别为 10.8/13.8/9.5 倍, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	56,277	105,800	117,825	221,300
(+/-%)	178.3%	88.0%	11.4%	87.8%
净利润(百万元)	27451	40066	31274	45514
(+/-%)	349.0%	46.0%	-21.9%	45.5%
摊薄每股收益(元)	7.30	10.66	8.32	12.11
EBIT Margin	54.5%	40.5%	28.2%	21.8%
净资产收益率(ROE)	54.5%	44.5%	26.0%	30.4%
市盈率(PE)	15.7	10.8	13.8	9.5
EV/EBITDA	14.2	10.2	12.0	9.9
市净率(PB)	8.55	4.79	3.58	2.88

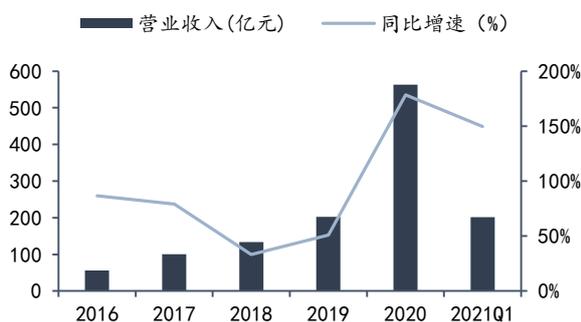
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 收入净利稳健高增长，生猪龙头优势凸显

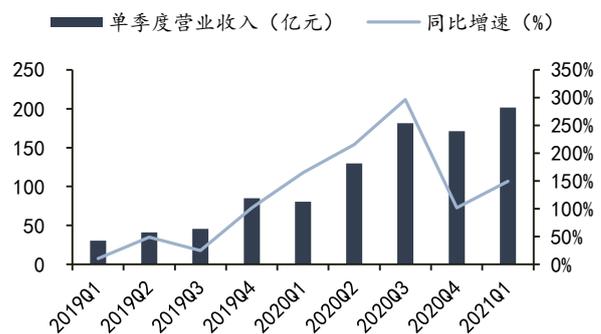
公司 2020 年营收同比增长 178%至 562.77 亿元，归母净利润同比增长 349%至 274.51 亿元；2021Q1 营收为 201.52 亿元，同比增长 150%，归母净利润为 69.63 亿元，同比增长 69%。公司成本控制及产能投放优势持续提升，相较于行业的单位超额收益进一步拉大。分季度看，营收/利润同比增速均实现稳中向好，2021Q1 营收/归母净利润分别同比增速+149.7%/+68.5%，环比增速 17.8%/7.7%。另外，公司 2020 年拟每 10 股派发现金股利 14.61 元。

图 1：牧原股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



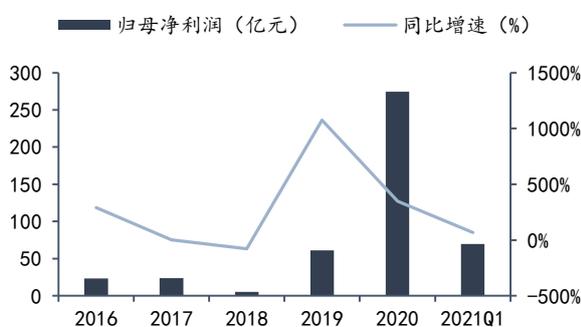
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：牧原股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



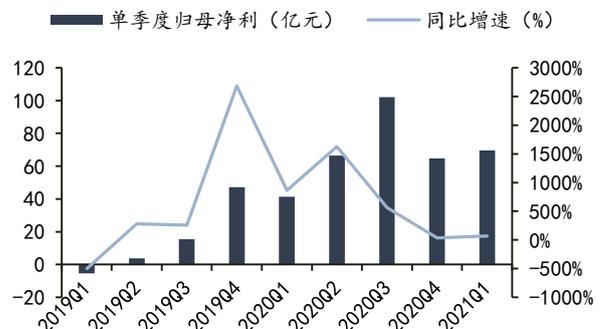
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：牧原股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：牧原股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 营收分拆：养殖主业高速增长，屠宰肉食加速落地

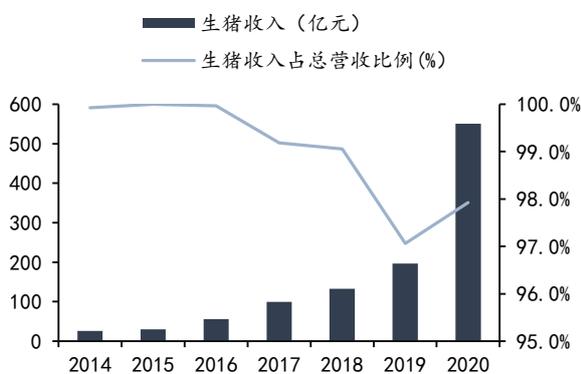
报告期内，公司持续加强养殖-屠宰-加工的生猪全产业链业务建设，分业务看：

**养殖业务** 2020 年实现收入 551.1 亿元，同比增长 180.8%，收入占比达 97.9%。2020 年公司销售生猪 1,811.5 万头，实现 76.7%的同比高速增长，其中商品猪 1,152.4 万头，仔猪 594.8 万头，种猪 64.3 万头。养殖业务毛利率同比增加 25.04%至 62.09%，成本优势进一步凸显，主要得益于：1) 公司加强完善生物安全防控体系，凭借自繁自养模式取得明显的非瘟防控优势；2) 积极投入智能养殖设备的技术研发，开发出了精准饲喂系统、精准通风系统、智能环控系统和智能巡检(智能养猪专家)系统等智能化系统，通过生猪产业的智能化、信息化、数据化持续推进降本增效；3) 独有的轮回二元育种体系使得公司在非瘟导致优质种

猪稀缺、仔猪价格高涨的大背景下，节省了仔猪成本；4) 公司饲料配方技术领先，能根据根据原材料性价比及时调整饲料配方，在原材料价格上涨的大背景下有效降低饲料成本。

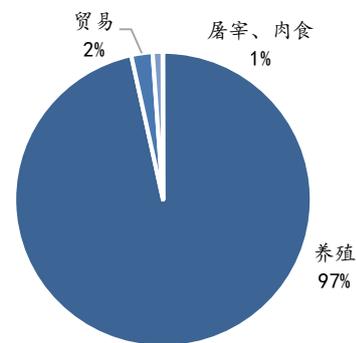
**屠宰、肉食业务** 2020 年收入达 6.21 亿元，公司顺应“运猪”转向“运肉”的行业趋势，自 2019 年进入生猪屠宰行业，截止 2020 年末，公司投产屠宰产能 200 万头/年，2020 年共计屠宰生猪 23.9 万头，所有屠宰生猪均来自公司自有养殖场。公司将屠宰业务定位为自有生猪产能的配套业务，在生猪产能集中区域配套建设屠宰产能，截止 2020 年末，公司已成立屠宰子公司 15 家，规划屠宰产能约 4,000 万头/年，我们预计随着产能利用率的上升，今年下半年公司屠宰业务有望加速落地。

图 5: 牧原股份生猪业务营收占比超 97%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 2020 年牧原股份分业务营收占比

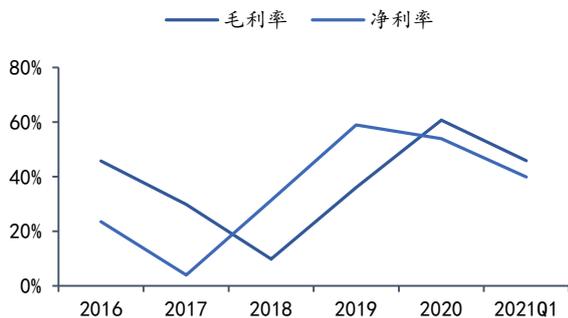


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 盈利及运营能力：毛利率水平稳步提升，现金流状况积极向好

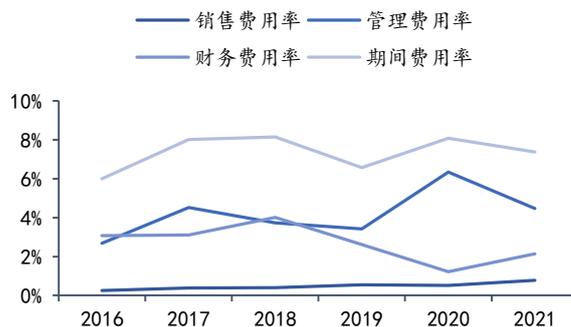
从盈利情况来看，公司 2020 年整体毛利率为 60.68%，同比增长 68.56%，主要系 2020 年全年猪价位于较高水平，叠加公司凭借优秀的养殖管理实现了较好的成本管控。费用率方面，2020 年销售费用率为 0.52%，同比降低 5%；管理费用率同比增长 86% 至 6.34%，主要系人员薪酬增加及限制性股票摊销所致，预计随着产能增加该部分头均费用有望摊薄。运营能力方面，公司存货周转天数 20 年同比增长 27.82% 至 230.58 天，21Q1 又同比下降 23.63% 至 200.62 天，整体管控向好。2020 年公司经营性现金流净额同比增加 132% 至 231.86 亿元，主要受益公司盈利大幅提升。

图 7：牧原股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：牧原股份期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：牧原股份应收账款及存货周转天数情况（天）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：牧原股份经营性现金流情况（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业：非瘟更加奖励养殖管理好的群体，牧原作为核心成长股充分受益在缺乏有效非瘟疫苗的情形下，非瘟或将成为行业常态。2021 年生猪行业核心关注两点：1) 2021 年非洲猪瘟疫情会更加奖励管理能力强的养殖群体，业绩分化可能更为极端。2) 猪价下行速度放缓，规模养殖市占率快速提升。我们认为牧原有望凭借其软实力（优秀的企业管理）和硬实力（技术、土地、资金）铸就的低成本护城河，成为最受益非瘟浪潮的养殖标的。公司凭借优质的管理和上市平台，高杠杆撬动产能持续快速扩张，产能储备达 8000 万头，远期规划达 1 亿头+，龙头地位进一步稳固。

表 1：头部生猪企业 21Q1 业绩分化明显，牧原表现亮眼

企业名称	Q1 出栏量 (万头)	Q1 出栏量同比	Q1 出栏量环比	Q1 归母净利润 (亿元)	业绩同比 (%)	头均盈利 (元)	最新市值 (亿元)
牧原股份	772	201%	24%	69.63	69%	902	4311
温氏股份	210	-7%	-15%	5.44	-71%	259	922
新希望	228	177%	-42%	1.5	-91%	66	765
正邦科技	258	146%	-29%	2.12	-77%	82	468
天邦股份	110	114%	5%	1.95	-59%	177	187

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测（注：其中新希望 Q1 归母净利润为业绩预告中值，其余公司为实际值）

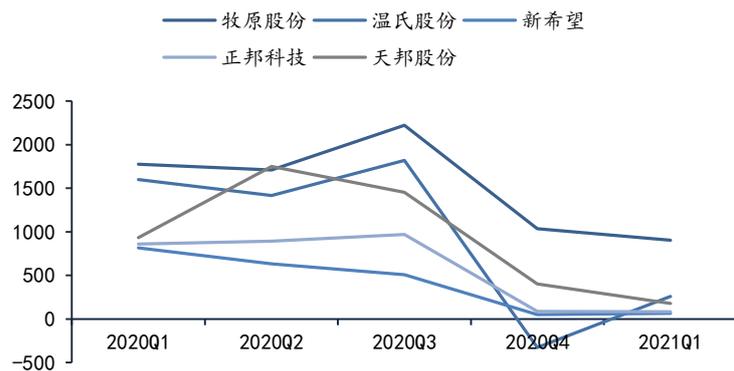
### 公司看点：引领智能养猪升级，低成本高扩张护城河持续拓宽

公司重视智能化、信息化养殖技术的投入，2020 年研发投入同比增长 269% 至 4.11 亿元。一方面，董事长秦英林从 1992 年创业开始持续带领公司技术团队研发智能化现代猪舍，近几年公司加大了跨学科人才的引进力度，智能化技术团队不断扩大，2020 年研发人员数量同比增长 201% 至 2362 人。另一方面，2020 年公司相继成立牧原智能科技和郑州牧原数字技术，梳理形成了信息化建设、猪舍智能化、养猪物联网平台、智能机器人和人工智能五大科技应用版块，目前公司在研智能机器产品有 40 余项，智能巡检机器、智能饲喂等设备已进入大规模应用阶段。我们认为，养猪流程的智能化、信息化、标准化在非瘟常态化的大背景下优势明显，公司低成本护城河有望持续拓宽，主要体现在：1) 智能化设备的应用有望实现无人值守，提高生产效率，同时减少人畜接触带来的非瘟隐患，提升猪群健康管理水平，2) 通过对生猪全产业链环节的数据采集，加强精细化管理降本增效。此外，公司楼房养猪项目也在持续推进，楼房养猪可以将土地利用率提高 5 倍以上，为未来公司出栏高扩张奠定良好基础。

### 成长内核：优秀的管理层是牧原低成本及高扩张护城河的根本

核心推荐逻辑：1) 公司养殖成本绝对领先，单位超额收益拉大；出栏增速快，是生猪养殖领域的核心成长股。2) 2021 年非瘟可能有所活跃，公司有望再次拉大与行业的盈利优势，强者恒强，成长逻辑进一步强化。我们认为成长股的内核不在于业务模式，而在于可以不断学习，自发激励的管理团队。公司也是如此，公司管理层的优异分别在软硬两方面表现。软件方面，公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效。硬件方面，公司在土地、资金、人才等扩张必要要素上储备充裕，为产能高速扩张奠定扎实基础。

图 11：牧原头均盈利（元）与同类企业的差距进一步拉大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 公司估值：2021 年目标市值达 5000 亿+

估值空间方面，我们认为牧原是成长股，公司 2021 年目标市值可达 5000 亿+，未来成长性仍十足。截止 2020 年底，公司能繁母猪存栏 262.4 万头，后备母猪存栏 131.9 万头，种猪总存栏合计 394.3 万头，根据能繁母猪产能预测，预

计公司 2021 年出栏量有望达到 4300-4500 万头。2021 年是猪周期下行第一年，养殖仍处于较好盈利阶段，预计全年平均盈利优于 2019 年，给予 2021 年生猪均价 24 元/公斤，公司完全成本 15 元/公斤假设，预计牧原 2021 年头均盈利 932 元，公司利润有望接近 401 亿元，期末净资产达 901 亿元，以 5.5 倍底部 PB 进行测算，2021 年公司底部估值约 4954 亿元。另外，考虑到牧原下半年逐步向下游屠宰延伸，成长逻辑将得到进一步强化，因此 2021 年目标市值有望接近 6000 亿，对应 401 亿元的全年利润估算，PE 为 15 倍。

图 12：2017 年以来牧原股份 PB 底部中枢约 5-5.5x



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 2：牧原股份 2021 年 5.5 倍 PB 对应底部市值中枢约 4954-5065 亿元，公司 2021 年市值有望达 5000 亿元以上

	2020A	2021E (假设出栏 4300 万 头)	2021E (假设出栏 4500 万 头)
期初净资产 (亿元)	231	504	504
年度出栏 (万头)	1812	4300	4500
头均净利 (元)	1515	932	936
年度净利润 (亿元)	275	401	421
期末净资产 (亿元)	504	901	921
ROE	54%	44%	46%
4.5 倍 PB 对应市值 (亿元)	2520	4504	4605
5.5 倍 PB 对应市值 (亿元)	2772	4954	5065

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

### 投资建议：生猪龙头强者恒强，维持“买入”

公司是生猪养殖行业的成长股，而不是周期股。我们认为公司凭借其软实力（优秀的企业管理）和硬实力（技术、土地、资金）铸就的低成本护城河，短期内难以被逾越；同时，其上市后凭借上市平台优秀，高杠杆撬动产能持续快速扩张，产能储备达 8000 万头，远期规划达 1 亿头+，处于行业领先地位，龙头地位进一步稳固。考虑到非洲猪瘟疫情未来演绎的复杂性，公司作为管理能力优秀的成长股有望充分受益行业红利。我们预测公司 21-23 年 EPS 分别为 10.66 元/8.32 元/12.11 元/股，对应 PE 分别为 10.8/13.8/9.5 倍，维持“买入”评级。

**附表：可比公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21/04/29	EPS			PE			总市值(亿 元) 21/04/29
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300498	温氏股份	未评级	14.46	1.17	1.47	1.32	12	10	11	921.6
002157	正邦科技	未评级	14.85	2.27	2.92	2.22	7	5	7	467.6
002124	天邦股份	未评级	14.25	2.47	3.13	3.55	6	5	4	187.2
000876	新希望	未评级	16.98	1.25	3.39	2.98	14	5	6	765.2

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测（注：未评级公司均采取 wind 一致预测）

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	14594	34630	21251	51901	营业收入	56277	105800	117825	221300
应收款项	76	124	159	259	营业成本	22128	57730	78826	159793
存货净额	21179	31806	42832	91534	营业税金及附加	51	180	200	443
其他流动资产	3098	7935	8837	16598	销售费用	292	751	648	2213
<b>流动资产合计</b>	<b>38946</b>	<b>74494</b>	<b>73079</b>	<b>160291</b>	管理费用	3156	4263	4979	10653
固定资产	73365	106428	155670	181966	财务费用	688	134	(190)	(497)
无形资产及其他	768	738	709	679	投资收益	51	3	3	3
投资性房地产	9364	9364	9364	9364	资产减值及公允价值变动	0	1	1	0
长期股权投资	184	204	224	244	其他收入	411	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>122627</b>	<b>191228</b>	<b>239045</b>	<b>352543</b>	营业利润	30424	42746	33366	48699
短期借款及交易性金融负债	19384	6251	3541	200	营业外净收支	(51)	0	0	0
应付款项	16566	38720	52184	111607	<b>利润总额</b>	<b>30373</b>	<b>42746</b>	<b>33366</b>	<b>48699</b>
其他流动负债	7593	24956	29547	55779	所得税费用	(2)	(120)	(93)	(5)
<b>流动负债合计</b>	<b>43543</b>	<b>69926</b>	<b>85273</b>	<b>167586</b>	少数股东损益	2923	2800	2186	3190
长期借款及应付债券	11931	11701	11701	11701	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27451</b>	<b>40066</b>	<b>31274</b>	<b>45514</b>
其他长期负债	1048	1058	1073	1088					
<b>长期负债合计</b>	<b>12979</b>	<b>12759</b>	<b>12774</b>	<b>12789</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>56522</b>	<b>82685</b>	<b>98046</b>	<b>180375</b>	净利润	27451	40066	31274	45514
少数股东权益	15698	18470	20590	22632	资产减值准备	3	3	3	2
股东权益	50407	90072	120408	149537	折旧摊销	3596	7467	10787	13732
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>122627</b>	<b>191228</b>	<b>239045</b>	<b>352543</b>	公允价值变动损失	0	(1)	(1)	0
					财务费用	688	134	(190)	(497)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(7304)	24018	6110	29109
每股收益	7.30	10.66	8.32	12.11	其它	2557	2769	2117	2040
每股红利	0.91	0.11	0.25	4.36	<b>经营活动现金流</b>	<b>26304</b>	<b>74322</b>	<b>50290</b>	<b>90397</b>
每股净资产	13.41	23.96	32.03	39.78	资本开支	(49484)	(40501)	(60001)	(40001)
ROIC	45%	38%	24%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	54%	44%	26%	30%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(49514)</b>	<b>(40521)</b>	<b>(60021)</b>	<b>(40021)</b>
毛利率	61%	45%	33%	28%	权益性融资	5642	0	0	0
EBIT Margin	54%	41%	28%	22%	负债净变化	9221	(230)	0	0
EBITDA Margin	61%	48%	37%	28%	支付股利、利息	(3414)	(401)	(938)	(16385)
收入增长	178%	88%	11%	88%	其它融资现金流	9615	(13133)	(2710)	(3341)
净利润增长率	349%	46%	-22%	46%	<b>融资活动现金流</b>	<b>26871</b>	<b>(13764)</b>	<b>(3648)</b>	<b>(19726)</b>
资产负债率	59%	53%	50%	58%	<b>现金净变动</b>	<b>3660</b>	<b>20036</b>	<b>(13379)</b>	<b>30650</b>
息率	0.8%	0.1%	0.2%	3.8%	货币资金的期初余额	10933	14594	34630	21251
P/E	15.7	10.8	13.8	9.5	货币资金的期末余额	14594	34630	21251	51901
P/B	8.6	4.8	3.6	2.9	企业自由现金流	(22539)	33980	(9840)	51044
EV/EBITDA	14.2	10.2	12.0	9.9	权益自由现金流	(3703)	20482	(12358)	48200

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032