

牧原股份 (002714.SZ) 育肥猪加速出栏，业绩韧性展现成本优势

2021年08月27日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2021/8/26
当前股价(元)	43.56
一年最高最低(元)	131.00/39.01
总市值(亿元)	2,292.59
流通市值(亿元)	1,546.42
总股本(亿股)	52.63
流通股本(亿股)	35.50
近3个月换手率(%)	75.52

● 育肥猪加速出栏，业绩韧性展现成本优势，维持“买入”评级

牧原股份发布2021年中报：公司上半年实现营业收入415.38亿元(+97.49%)，实现归属上市公司股东净利润95.26亿元(-11.67%)。费用率方面，报告期公司销售/管理/财务/研发费用率分别为0.85%/3.76%/2.36%/0.74%，分别同比变动+0.39pct/-1.33pct/+1.04pct/+0.02pct，主要系公司规模增长带来人员薪资增加。基于生猪价格下跌早于预期，我们下调2021-2022年预测，生猪周期性价格反弹有望于2022年底启动，上调2023年预测，预计2021-2023年公司归母净利润为153/92/426亿元(前预测值分别为406/349/170亿元)，EPS为4.07/2.44/11.32元，当前股价对应PE为28.2/47.0/10.1倍，公司产能扩增规模及节奏行业领先，猪价下行期公司有望以成本领先优势实现跨周期成长，维持“买入”评级。

● 产能增长加速兑现，成本优势展现下行期承压能力

公司上半年销售生猪1743.7万头(+154.7%)，其中商品猪1469.6万头(+270.5%)，公司育肥猪出栏量加速提升；仔猪252.2万头(-7.7%)，种猪21.9万头(+163.9%)。截至报告期末，公司能繁母猪存栏275.6万头。我们预计公司2021年将较好达成4000万头出栏目标，2022-2023年公司出栏规模有望分别达到6000/7000万头。成本端，根据公司口径，6月生猪出栏全成本已降至略高于15元/公斤，下半年公司育肥全成本有望阶段性冲击14元/公斤。短期看，原料价格居高及新员工磨合期致使公司养殖成本略有抬高；向后看，公司具备持续降本增效能力。

● 屠宰产能加速配套，食品业务带动公司触达消费市场

公司持续加快屠宰业务布局，截至6月末公司已在产能集中区域设立屠宰子公司20家，已投产2家屠宰场年总产能达400万头。上半年公司内销生猪98.2万头，合计屠宰生猪98.1万头，完成鲜、冻品猪肉销售9.72万吨，屠宰业务实现营收22.94亿元。随着公司屠宰产能陆续投产，肉品销量提升有望推高公司整体销售均价及毛利水平。

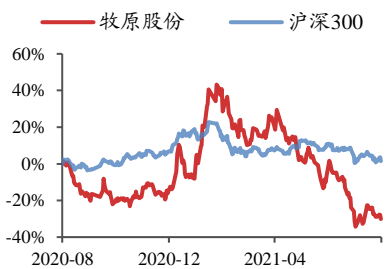
● 风险提示：生猪存栏恢复不及预期、养殖场免疫密度降低、行业竞争格局恶化。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20,221	56,277	85,243	100,082	145,188
YOY(%)	51.0	178.3	51.5	17.4	45.1
归母净利润(百万元)	6,114	27,451	15,284	9,165	42,574
YOY(%)	1075.4	349.0	-44.3	-40.0	364.5
毛利率(%)	36.0	60.7	27.4	17.3	39.7
净利率(%)	30.2	48.8	17.9	9.2	29.3
ROE(%)	20.0	45.9	20.6	11.1	34.3
EPS(摊薄/元)	1.63	7.30	4.07	2.44	11.32
P/E(倍)	70.5	15.7	28.2	47.0	10.1
P/B(倍)	20.9	9.0	6.8	6.1	3.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

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-疫情趋于稳定，出栏快速释放》-2021.5.17

《公司信息更新报告-产能快速扩张，以量补价逻辑清晰》-2021.4.30

《公司信息更新报告-竞争优势明显，养殖板块稀缺性标的》-2021.4.15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	19592	38946	47732	55080	60379
现金	10933	14594	3508	6179	7469
应收票据及应收账款	16	19	0	0	0
其他应收款	8	56	32	75	79
预付账款	508	2495	71	3444	1663
存货	7166	21179	43517	44779	50564
其他流动资产	962	603	603	603	603
非流动资产	33294	83681	103772	120245	167722
长期投资	153	184	231	278	327
固定资产	22699	65973	78552	91808	118525
无形资产	432	768	865	970	1073
其他非流动资产	10010	16756	24125	27189	47796
资产总计	52887	122627	151504	175325	228100
流动负债	18169	43543	55280	71153	75487
短期借款	4256	16533	15915	20438	22103
应付票据及应付账款	8457	16566	27799	36857	35107
其他流动负债	5456	10445	11566	13859	18277
非流动负债	3006	12979	12946	11808	13282
长期借款	2907	11931	12015	10860	12325
其他非流动负债	99	1048	931	948	957
负债合计	21175	56522	68226	82962	88769
少数股东权益	8604	15698	17587	18720	23982
股本	2205	3759	3759	3759	3759
资本公积	9847	10005	10005	10005	10005
留存收益	10648	36718	50729	59525	101045
归属母公司股东权益	23108	50407	65691	73643	115350
负债和股东权益	52887	122627	151504	175325	228100

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9989	23186	15992	24556	54399
净利润	6336	30375	17173	10297	47836
折旧摊销	1684	3615	4568	5669	7285
财务费用	528	688	1959	2435	1902
投资损失	-42	-51	-46	-52	-48
营运资金变动	1372	-13058	-7669	6211	-2572
其他经营现金流	111	1616	7	-4	-4
投资活动现金流	-12799	-45353	-24620	-22085	-54710
资本支出	13121	46071	20053	16423	47427
长期投资	211	675	-47	-51	-49
其他投资现金流	533	1392	-4613	-5713	-7332
筹资活动现金流	10366	26124	-9183	-3554	451
短期借款	-459	12276	-7344	769	514
长期借款	447	9024	84	-1155	1465
普通股增加	119	1555	0	0	0
资本公积增加	6909	158	0	0	0
其他筹资现金流	3350	3110	-1923	-3168	-1528
现金净增加额	7552	3958	-17811	-1084	140

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20221	56277	85243	100082	145188
营业成本	12951	22128	61887	82743	87501
营业税金及附加	27	51	128	150	218
营业费用	111	292	767	1001	1452
管理费用	691	3156	3324	4053	6098
研发费用	112	412	682	1001	2468
财务费用	528	688	1959	2435	1902
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	460	824	620	1546	2200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	42	51	46	52	48
资产处置收益	6	1	2	2	3
营业利润	6315	30424	17163	10300	47800
营业外收入	61	185	80	96	106
营业外支出	57	236	97	111	126
利润总额	6319	30373	17146	10284	47780
所得税	-17	-2	-27	-13	-55
净利润	6336	30375	17173	10297	47836
少数股东损益	222	2923	1889	1133	5262
归母净利润	6114	27451	15284	9165	42574
EBITDA	8125	35339	22821	17287	56532
EPS(元)	1.63	7.30	4.07	2.44	11.32

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	51.0	178.3	51.5	17.4	45.1
营业利润(%)	1105.2	381.8	-43.6	-40.0	364.1
归属于母公司净利润(%)	1075.4	349.0	-44.3	-40.0	364.5
获利能力					
毛利率(%)	36.0	60.7	27.4	17.3	39.7
净利率(%)	30.2	48.8	17.9	9.2	29.3
ROE(%)	20.0	45.9	20.6	11.1	34.3
ROIC(%)	20.4	38.3	18.7	10.6	31.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.0	46.1	45.0	47.3	38.9
净负债比率(%)	-7.4	26.9	34.1	32.0	23.4
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.3	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2572.7	3205.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.2	1.8	2.8	2.6	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.63	7.30	4.07	2.44	11.32
每股经营现金流(最新摊薄)	2.66	6.17	4.25	6.53	14.47
每股净资产(最新摊薄)	5.49	12.75	16.82	18.94	30.03
估值比率					
P/E	70.5	15.7	28.2	47.0	10.1
P/B	20.9	9.0	6.8	6.1	3.8
EV/EBITDA	53.8	13.1	20.9	27.7	8.6

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