

## 产能逐步释放营收增长, 养殖龙头稳步发展

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入415.4亿元, 同比增长97.5%, 归母净利润为95.3亿元, 同比降低11.7%, 营业收入快速增长的原因在于前期公司的新建产能陆续释放, 生猪销售量增加, 生猪市场价格持续回落则是公司净利润下滑的主要原因。
- **公司拥有“全自养、全链条、智能化”经营模式且产业链完备, 积极开拓屠宰板块, 在生猪下行周期中发展脚步不停。** 公司采用自繁自养模式, 在重资产投入建设后, 可实现迅速扩张, 无需订单外包等中间环节, 避免了由于优质农户或专业育肥场数量所带来的扩张天花板, 实现涵盖科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰的完整产业链。2021年上半年公司共销售生猪1743.7万头, 其中商品猪1469.6万头, 仔猪252.2万头、种猪21.9万头。共计屠宰生猪98.1万头, 完成鲜、冻品猪肉销售9.7万吨, 屠宰业务实现营业收入22.9亿元。截至2021年8月中下旬, 市场生猪价格在15元/千克, 在此猪价相对低迷的阶段, 公司作为经验丰富的生猪养殖企业仍有条不紊地进行发展布局。2021年8月顺利发行95.5亿元可转债, 其中51亿元将投入至生猪产能扩张相关项目建设, 除此之外, 公司将响应政府号召, 适应从“运猪”到“运肉”的发展趋势, 作为大型养殖企业就地就近配套发展生猪屠宰加工业务, 可转债募集资金中的19亿将投入至屠宰项目, 预计共增加屠宰产能1300万头/年。
- **公司养殖拥有明显成本优势, 有助于其度过猪价下行阶段。** 牧原围绕饲料与人工两大主要成本构成建立优势: 饲料方面公司自主生产, 减少中间交易成本, 且利用产能布局, 子公司主要分布在东北、华北以及西北等粮食主产区, 发挥采购渠道优势, 减少运输从而进一步控制饲料成本; 人员管理方面, 公司制定明确的标准化制度, 将职工薪酬与场区生产相挂钩, 养殖成本低于行业其他企业, 未来将把握优势继续扩产。公司拥有现代化猪舍优势, 有助于其做好防疫, 保证养殖效率。公司针对猪舍环境无人智能控制、生猪健康自动识别预警、福利养殖设施装备和猪场生物安全与工程防疫等关键技术进行攻关, 全面升级猪舍设计高效过滤空气, 独立通风系统避免猪圈交叉通风。在规模化养殖进程中, 建立特有二元轮回杂交的育种模式, 每代父母代母猪都可保持杂交优势, 无需外购父母代母猪从而节省成本, 降低引进生猪带来疾病的风险, 同时也有助于其迅速对生猪市场变动做出反应调整产能, 获得先发优势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为4.71元、3.60元、6.40元, 对应PE分别为9/12/7倍。维持“持有”评级。
- **风险提示:** 非洲猪瘟疫情反弹; 生猪价格波动; 项目投产进度不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	56277.07	84415.60	118181.84	154128.66
增长率	178.31%	50.00%	40.00%	30.42%
归属母公司净利润(百万元)	27451.42	24779.69	18973.22	33671.66
增长率	348.97%	-9.73%	-23.43%	77.47%
每股收益EPS(元)	5.22	4.71	3.60	6.40
净资产收益率ROE	45.95%	32.01%	20.64%	27.55%
PE	8	9	12	7
PB	3.47	2.68	2.25	1.70

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿  
执业证号: S1250518120001  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn  
联系人: 刘佳宜  
电话: 021-68415832  
邮箱: liujy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	52.63
流通A股(亿股)	35.50
52周内股价区间(元)	40.91-126.9
总市值(亿元)	2,292.59
总资产(亿元)	1,543.72
每股净资产(元)	10.14

### 相关研究

1. 牧原股份(002714): 出栏放量助业绩增长, 把握成本优势穿越周期 (2021-04-30)
2. 牧原股份(002714): 养殖龙头产业延伸, 产能扩张稳中求进 (2021-02-05)

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

假设 1：参考公司持续投入产能，预计 2021-2023 年公司生猪销售收入增速分别为 50%/40%/30%。

假设 2：生猪养殖板块，养殖户补栏热情持续，且规模化养殖顺利发展，生猪价格将逐步回调，认为 2021-2023 相应的毛利率分别为 40%/25%/30%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
生猪养殖	收入	55105	82657.5	115720.5	150436.7
	增速	180.8%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	77.6%	40.0%	25.0%	30.0%
其他	收入	1172.07	1758.1	2461.3	3692.0
	增速	97.2%	50.0%	40.0%	50.0%
	毛利率	97.0%	70.0%	65.0%	75.0%
合计	收入	56277.1	84415.6	118181.8	154128.7
	增速	178.3%	50.0%	40.0%	30.4%
	毛利率	60.7%	40.6%	25.8%	31.1%

数据来源：Wind，西南证券

### 相对估值

我们选取生猪养殖行业中的两家主流公司温氏股份、天邦股份，2020 年两家公司平均 PE 为 11 倍，2021 年平均 PE 为 25 倍。考虑公司经营持续改善，稳定的行业领先地位，远高于同行业的营收增长速度，市场目前估值相对合理，维持“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300498	温氏股份	13.35	1.17	0.29	0.63	1.31	15.65	46.68	21.32	10.16
002124	天邦股份	5.59	2.47	2.19	2.50	1.87	5.91	2.55	2.24	2.98
平均值							10.78	24.62	11.78	6.57

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	56277.07	84415.60	118181.84	154128.66	净利润	30374.77	27418.52	20993.71	37257.41
营业成本	22128.44	50121.93	87651.84	106228.65	折旧与摊销	3615.29	6346.51	6346.51	6346.51
营业税金及附加	50.64	99.04	131.50	169.14	财务费用	687.80	405.02	382.86	94.11
销售费用	292.04	506.49	768.18	1155.96	资产减值损失	0.00	20.00	15.00	15.00
管理费用	3155.57	5909.09	8272.73	9247.72	经营营运资本变动	-4277.87	-5030.13	-1267.51	-1213.63
财务费用	687.80	405.02	382.86	94.11	其他	-7214.24	-40.00	-35.00	-35.00
资产减值损失	0.00	20.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>23185.75</b>	<b>29119.91</b>	<b>26435.57</b>	<b>42464.40</b>
投资收益	50.66	20.00	20.00	20.00	资本支出	-45991.82	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	638.52	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	1.40	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-45353.31</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>30423.96</b>	<b>27374.03</b>	<b>20979.73</b>	<b>37238.07</b>	短期借款	12276.43	9608.75	-4276.19	-20654.81
其他非经营损益	-51.45	-14.93	-20.62	-29.00	长期借款	9221.16	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>30372.51</b>	<b>27359.10</b>	<b>20959.11</b>	<b>37209.07</b>	股权融资	1712.94	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.26	-59.43	-34.61	-48.34	支付股利	-1212.38	-5443.15	-4913.40	-3762.07
净利润	30374.77	27418.52	20993.71	37257.41	其他	4125.91	-5691.28	-382.86	-94.11
少数股东损益	2923.35	2638.83	2020.49	3585.75	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>26124.07</b>	<b>-1525.68</b>	<b>-9572.45</b>	<b>-24510.99</b>
归属母公司股东净利润	27451.42	24779.69	18973.22	33671.66	<b>现金流量净额</b>	<b>3957.74</b>	<b>27614.23</b>	<b>16883.12</b>	<b>17973.41</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	14593.57	42207.80	59090.92	77064.33	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2570.79	4522.63	8596.31	10142.56	销售收入增长率	178.31%	50.00%	40.00%	30.42%
存货	21179.22	47971.91	83891.95	101671.90	营业利润增长率	381.79%	-10.02%	-23.36%	77.50%
其他流动资产	602.92	904.37	1266.12	1651.23	净利润增长率	379.37%	-9.73%	-23.43%	77.47%
长期股权投资	183.75	183.75	183.75	183.75	EBITDA 增长率	307.27%	-1.73%	-18.80%	57.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	73365.35	67067.60	60769.85	54472.10	毛利率	60.68%	40.62%	25.83%	31.08%
无形资产和开发支出	768.03	751.32	734.61	717.90	三费率	7.35%	8.08%	7.97%	6.81%
其他非流动资产	9363.64	9331.59	9299.54	9267.50	净利率	53.97%	32.48%	17.76%	24.17%
<b>资产总计</b>	<b>122627.26</b>	<b>172940.97</b>	<b>223833.06</b>	<b>255171.27</b>	ROE	45.95%	32.01%	20.64%	27.55%
短期借款	16532.51	26141.26	21865.07	1210.26	ROA	24.77%	15.85%	9.38%	14.60%
应付和预收款项	18299.36	34823.65	64664.56	78410.87	ROIC	45.80%	25.75%	17.77%	28.15%
长期借款	10337.89	10337.89	10337.89	10337.89	EBITDA/销售收入	61.71%	40.43%	23.45%	28.34%
其他负债	11352.26	15991.98	25239.03	29990.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>56522.02</b>	<b>87294.78</b>	<b>122106.55</b>	<b>119949.42</b>	总资产周转率	0.64	0.57	0.60	0.64
股本	3759.33	5263.06	5263.06	5263.06	固定资产周转率	1.45	1.52	2.41	3.60
资本公积	10004.94	8501.21	8501.21	8501.21	应收账款周转率	3205.64	3025.12	2603.21	2550.65
留存收益	36718.38	56054.91	70114.74	100024.33	存货周转率	1.56	1.45	1.33	1.14
归属母公司股东权益	50406.88	67309.00	81368.83	111278.41	销售商品提供劳务收到现金营业收入	101.23%	—	—	—
少数股东权益	15698.36	18337.19	20357.68	23943.43	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>66105.24</b>	<b>85646.19</b>	<b>101726.51</b>	<b>135221.85</b>	资产负债率	46.09%	50.48%	54.55%	47.01%
负债和股东权益合计	122627.26	172940.97	223833.06	255171.27	带息债务/总负债	50.36%	43.61%	27.68%	10.96%
					流动比率	0.89	1.29	1.40	1.78
					速动比率	0.41	0.64	0.63	0.83
					股利支付率	4.42%	21.97%	25.90%	11.17%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	5.22	4.71	3.60	6.40
					每股净资产	12.56	16.27	19.33	25.69
					每股经营现金	4.41	5.53	5.02	8.07
					每股股利	0.23	1.03	0.93	0.71
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	34727.05	34125.55	27709.09	43678.68					
PE	8.35	9.25	12.08	6.81					
PB	3.47	2.68	2.25	1.70					
PS	4.07	2.72	1.94	1.49					
EV/EBITDA	4.94	6.33	7.03	3.58					
股息率	0.53%	2.37%	2.14%	1.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn