

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738
 研究助理：张蔓梓
 登记编码：S0730120110019
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

市占率提升，周期底部龙头优势突显

——牧原股份(002714)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

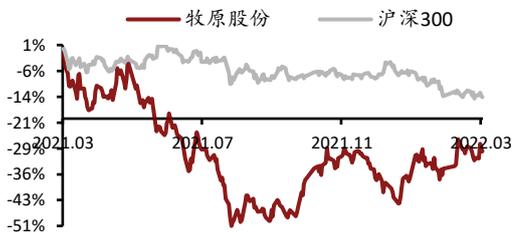
市场数据(2022-03-03)

收盘价(元)	58.75
一年内最高/最低(元)	114.68/40.91
沪深 300 指数	4,551.63
市净率(倍)	5.86
流通市值(亿元)	2,115.03

基础数据(2021-09-30)

每股净资产(元)	10.02
每股经营现金流(元)	2.53
毛利率(%)	24.12
净资产收益率_摊薄(%)	15.49
资产负债率(%)	57.77
总股本/流通股(万股)	526,235.86/360,005.57
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《牧原股份(002714)公司点评报告：周期底部布局，巩固龙头地位》 2021-11-10

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2022 年 03 月 04 日

事件：公司发布 2021 年度业绩预告。

投资要点：

- 公司业绩预告符合预期。**2021 年度预计可实现营业收入 770 亿元-800 亿元，同比增长 36.82%-42.15%；净利润 70 亿元-85 亿元，同比下降 73.66%-76.95%；归母净利润 65 亿元-80 亿元，同比下降 70.86%-76.32%；扣非后净利润为 70 亿元-85 亿元，同比下降 71.90%-76.86%；预计可实现基本每股收益 1.21 元/股-1.50 元/股。2021 年，公司营业收入较上年同期持续增长主要受益于生猪出栏量的快速恢复，但是猪价大幅下跌导致公司的盈利能力受损，净利润较上年同期明显下降。
- 关注行业产能去化，静待周期拐点到来。**2022 年春节后，猪价加速下跌至 12.5 元/公斤附近，猪粮比价跌破 5:1，同时饲料价格再次上调，生猪养殖行业陷入猪价下跌、原材料价格上涨的双面挤压，2022 年上半年注定是行业更为难熬的“寒冬”。自 2021 年 7 月能繁母猪存栏量开始环比下降，截至目前产能调减的幅度已经达到 5%-6%，预计 2022 年 4、5 月份市场上生猪供应将到达峰值，2022 年下半年生猪供应发生显著变化。另一方面，2022 年 3 月初发改委启动了 2022 年第一轮冻猪肉收储，此次预计收储 4 万吨冻猪肉。中央收储难以改变生猪价格趋势，但是可以在一定程度上提振市场信心，形成猪价的底部区间。生猪价格在本质上取决于市场上的供需关系来决定，建议在周期拐点到来之前持续关注行业产能去化程度。
- 公司市占率提升，盈利能力领先。**2021 年，公司共销售生猪 4026.3 万头，其中商品猪 3688.7 万头、仔猪 309.5 万头、种猪 28.1 万头，分别占比 91.62%、7.69%、0.7%。受到生猪产能快速恢复和行业周期性的影响，2021 年公司的仔猪和种猪销售占比较 2020 年下滑，对公司的利润率有负面影响，但是“全自养、全链条、智能化”的养殖模式始终使公司的盈利能力在按行业内处于领先地位。根据国家统计局数据，2021 年国内生猪出栏量达 67128 万头，同比增长 27.4%，公司市占率从 2020 年的 3.44% 提升至 6%，龙头地位在周期底部得到巩固。截至 2021 年 12 月底，公司能繁母猪存栏量为 283.1 万头，较 2021 年三季度末增加 15.6 万头，有望为公司 2022 年进一步扩大生猪产能，提升市占率做铺垫。

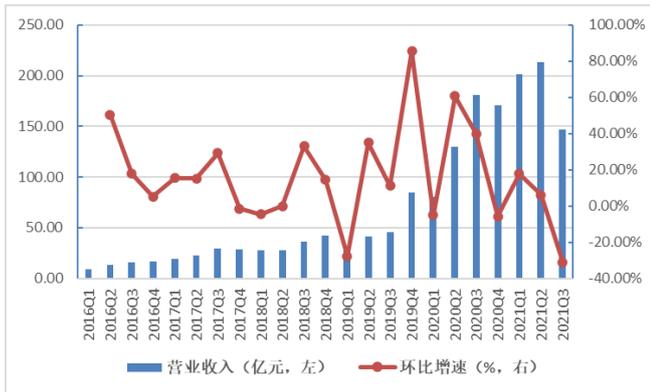
- **维持公司“增持”评级。**公司是国内生猪养殖行业的龙头企业，近年来市占率持续扩大，龙头优势突显。考虑到未来行业集中度持续提升和猪周期的变化情况，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 785.07、969.79、1298.07 亿元，归母净利润分别为 80.37、79.14、285.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.53、1.50、5.42 元/股；根据 2022 年 3 月 3 日收盘价计算，对应 PE 分别为 37.90X、38.49X、10.67X。目前行业 2022 年平均市盈率为 35.70X，公司仍处于合理估值区间。考虑到行业的周期性和公司的龙头地位，给予公司一定的估值溢价，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；非洲猪瘟再次发生；生猪价格大幅波动的风险。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20221	56277	78507	96979	129807
增长比率(%)	51.04%	178.31%	39.50%	23.53%	33.85%
净利润(百万元)	6114	27451	8037	7914	28552
增长比率(%)	1,075%	348.97%	-70.72%	-1.53%	260.79%
每股收益(元)	1.66	7.46	1.53	1.50	5.42
市盈率(倍)	53.49	10.34	37.90	38.49	10.67

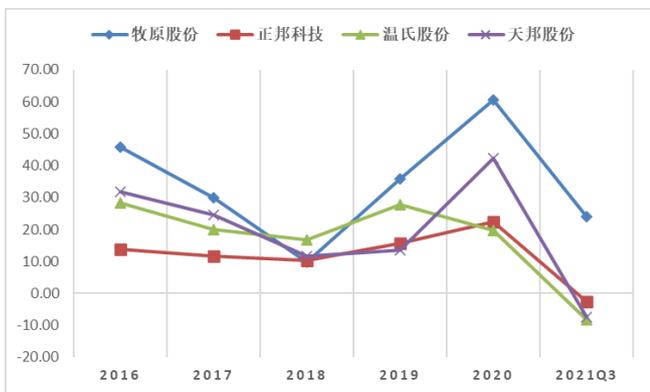
资料来源：携宁数据，中原证券

图 1：2016-2021 年公司单季度营收及增速



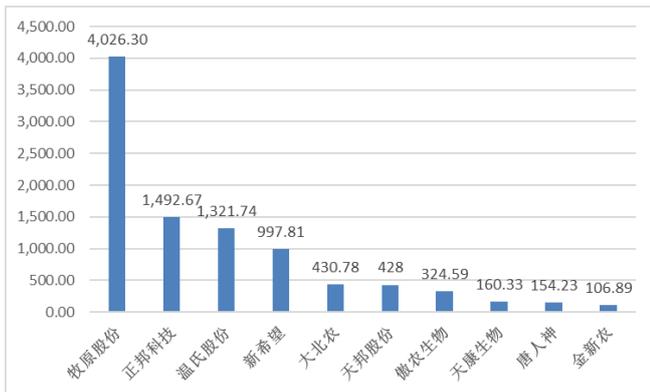
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2016-2021 年可比公司毛利率对比（单位：%）



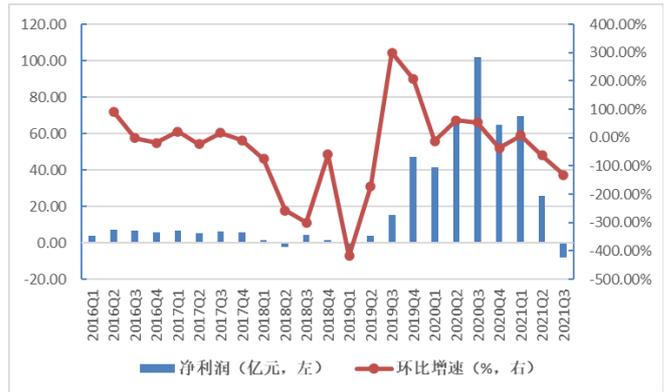
资料来源：Wind，中原证券

图 5：2021 年可比公司生猪出栏量（单位：万头）



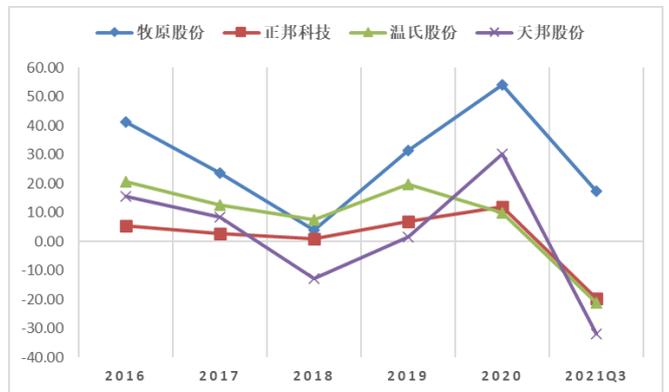
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2016-2021 年公司单季度净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2016-2021 年可比公司净利率对比（单位：%）



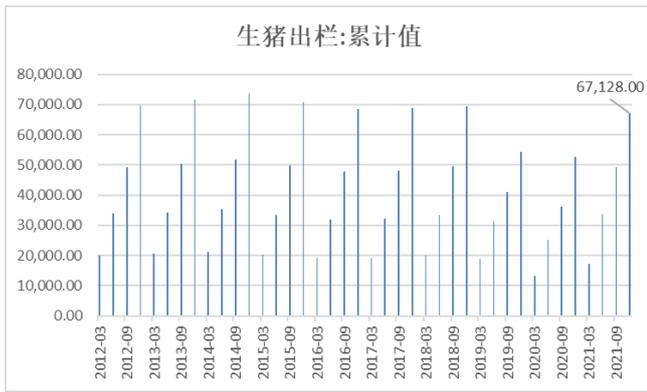
资料来源：Wind，中原证券

图 6：2017-2022 年生猪价格（单位：元/千克）



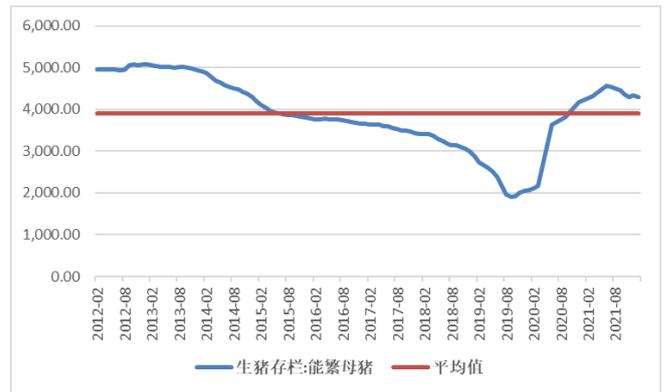
资料来源：Wind，中原证券

图 7：2012-2021 年生猪出栏量（单位：万头）



资料来源：国家统计局，中原证券

图 8：2012-2022 年能繁母猪存栏数据（单位：万头）



资料来源：中国政府网，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	19592	38946	53544	78642	107038
现金	10933	14594	5000	11000	25896
应收票据及应收账款	16	19	29	48	53
其他应收款	8	56	56	68	105
预付账款	508	2495	3551	5770	7301
存货	7166	21179	44305	61152	73081
其他流动资产	962	603	603	603	603
非流动资产	33294	83681	95024	105139	115648
长期投资	153	184	245	282	325
固定资产	18864	58530	65986	70931	76219
无形资产	432	768	1024	1249	1521
其他非流动资产	13845	24198	27769	32678	37583
资产总计	52887	122627	148569	183781	222686
流动负债	18169	43543	59532	86326	94584
短期借款	4256	16533	4266	6006	6006
应付票据及应付账款	8457	16566	37555	55248	61255
其他流动负债	5456	10445	17712	25072	27324
非流动负债	3006	12979	12979	12979	12979
长期借款	1117	10338	10338	10338	10338
其他非流动负债	1889	2641	2641	2641	2641
负债合计	21175	56522	72511	99304	107563
少数股东权益	8604	15698	16110	16615	18709
股本	2205	3759	5263	5263	5263
资本公积	9847	10005	10005	10005	10005
留存收益	10648	36718	44755	52669	81221
归属母公司股东权益	23108	50407	59948	67862	96413
负债和股东权益	52887	122627	148569	183781	222686

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9989	23186	28237	34247	50597
净利润	6336	30375	8449	8419	30646
折旧摊销	1684	3615	14664	19014	24351
财务费用	655	1054	1282	1056	1093
投资损失	-42	-51	-216	-186	-241
营运资金变动	1372	-11827	4064	5956	-5241
其他经营现金流	-17	19	-7	-13	-11
投资活动现金流	-12799	-45353	-25785	-28931	-34607
资本支出	-13036	-46062	-25939	-29079	-34805
长期投资	211	675	-61	-37	-43
其他投资现金流	26	34	216	186	241
筹资活动现金流	10366	26124	-12045	684	-1093
短期借款	-459	12276	221	-1056	-1093
长期借款	47	9221	0	0	0
普通股增加	119	1555	1504	0	0
资本公积增加	6909	158	0	0	0
其他筹资现金流	3749	2914	-13771	1740	0
现金净增加额	7552	3958	-9594	6000	14896

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20221	56277	78507	96979	129807
营业成本	12951	22128	66730	84372	93460
营业税金及附加	27	51	102	115	146
营业费用	111	292	385	503	661
管理费用	691	3156	3340	4293	6182
研发费用	112	412	514	627	880
财务费用	528	688	939	776	553
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	460	824	1711	1914	2430
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	42	51	216	186	241
资产处置收益	6	1	7	13	11
营业利润	6315	30424	8431	8405	30606
营业外收入	61	185	0	0	0
营业外支出	57	236	0	0	0
利润总额	6319	30373	8431	8405	30606
所得税	-17	-2	-18	-14	-40
净利润	6336	30375	8449	8419	30646
少数股东损益	222	2923	412	505	2094
归属母公司净利润	6114	27451	8037	7914	28552
EBITDA	8474	34678	23623	27690	53416
EPS (元)	1.66	7.46	1.53	1.50	5.42

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	51.04%	178.31%	39.50%	23.53%	33.85%
营业利润 (%)	1,105.18%	381.79%	-72.29%	-0.30%	264.14%
归属母公司净利润 (%)	1,075.37%	348.97%	-70.72%	-1.53%	260.79%
获利能力					
毛利率 (%)	35.95%	60.68%	15.00%	13.00%	28.00%
净利率 (%)	31.34%	53.97%	10.76%	8.68%	23.61%
ROE (%)	26.46%	54.46%	13.41%	11.66%	29.61%
ROIC	16.94%	31.89%	9.44%	8.26%	21.41%
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.04%	46.09%	48.81%	54.03%	48.30%
净负债比率 (%)	66.77%	85.50%	95.34%	117.55%	93.43%
流动比率	1.08	0.89	0.90	0.91	1.13
速动比率	0.66	0.35	0.10	0.14	0.28
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.46	0.53	0.53	0.58
应收账款周转率	1286.37	2902.14	2673.90	2005.42	2464.66
应付账款周转率	2.54	1.51	2.35	2.03	1.90
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.66	7.46	1.53	1.50	5.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.90	4.41	5.37	6.51	9.61
每股净资产 (最新摊薄)	4.39	9.58	11.39	12.89	18.32
估值比率					
P/E	53.49	10.34	37.90	38.49	10.67
P/B	20.22	8.05	5.08	4.49	3.16
EV/EBITDA	22.81	8.84	13.49	11.35	5.61

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。