

牧原股份（002714）：生猪龙头持续扩张，成本优势奠定基石

2022年3月19日

强烈推荐/首次

牧原股份 公司报告

自繁自养一体化的生猪龙头企业。牧原股份是我国生猪养殖的绝对龙头企业。公司采用大规模一体化的自养模式，持续扩张自身养殖产能，21年共销售生猪4026.3万头，yoy+122.28%，占全国出栏生猪的6%。受猪价大幅下滑影响，公司21年预计实现归母净利润65-80亿元，同比下滑70.86%-76.32%。

行业规模化进程持续推进，成本优势是企业持续发展的重要基础。我国生猪养殖行业规模化程度和行业集中度都较低，存在大量散养户和中小规模场。近年来在政策扶持、环保、龙头扩张等因素影响下，行业规模化进程持续推进。同时生猪行业具有明显的波动性和周期性，本轮周期自21年开始快速下行，目前已经开始年后二轮探底，行业再次进入亏损阶段，现金流面临较大压力。我们认为，成本优势是助力企业安全度过周期底部，甚至逆市穿越周期、实现出栏增长的重要基础。**在猪价不确定性的背景下把握成本的确定性是最为关键的，占据成本优势的企业具备更高的业绩增长弹性和投资价值。**

持续筑牢公司养殖成本优势。我们认为，牧原的成本优势体现在以下方面：**饲料端**坚持自产饲料，配方和原料采购优势明显；**育种端**建立完备的育种体系，母猪种群和生产扩繁体系未受到非瘟破坏，母猪生产性能优异，仔猪成本持续保持低位；**养殖端**采取全程自养模式，疫病防控优势在非瘟下得到了充分检验。再叠加公司日常经营精细化管理，成本优势显著，非瘟后公司养殖成本仅小幅上涨。目前公司完全成本已经达到15元/kg，22年将以阶段性达到13元/kg作为目标，持续筑牢公司强大的成本优势。

公司现有产能储备充足，长期持续提升市场占有率。我们认为，当前生猪产能二轮去化确定性较强，22年有望开启新一轮周期起点。公司截至21年底能繁母猪存栏283.1万头，能够支撑超过5500万头出栏，产能储备充足。公司具备行业领先的成本优势，叠加公司充足的产能储备，将在下一轮周期上涨中尽享业绩高增长。**公司突出的经营和成本优势也将极大助力公司在生猪养殖规模化推进背景下进一步扩张产能，持续提升市场占有率。**

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2021-2023年净利润分别为72.65、67.70、368.02亿元，对应EPS分别为1.38、1.25、6.80元。当前股价对应2021-2023年PE值分别为38.43、42.41、7.80倍。给予公司22-23年市值中枢为4450亿元，目标价84.56元/股。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：动物疫病风险，生猪价格波动风险，生猪产能去化不及预期，公司产能扩张不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20,221.33	56,277.07	77,907.09	91,524.00	132,136.60
增长率(%)	51.04%	178.31%	38.43%	17.48%	44.37%
归母净利润(百万元)	6,114.36	27,451.42	7,265.23	6,770.25	36,802.06
增长率(%)	1099.91%	379.37%	-74.44%	-6.37%	413.08%
净资产收益率(%)	26.46%	54.46%	13.22%	11.25%	41.95%
每股收益(元)	2.82	7.46	1.38	1.25	6.80
PE	18.81	7.11	38.43	42.41	7.80
PB	5.06	3.96	5.08	4.77	3.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业，是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一，也是我国最大的生猪育种企业之一。

资料来源：公司公告、WIND

未来3-6个月重大事项提示：

2022-04-30 披露 2021 年年报

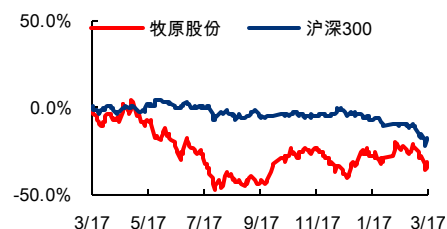
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间(元)	114.68-40.91
总市值(亿元)	2,791.7
流通市值(亿元)	1,909.84
总股本/流通A股(万股)	526,239/526,239
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.8

52周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050006

研究助理：孟林

010-66554073 menglin@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480120080038

目 录

1. 我国生猪养殖的绝对龙头企业	4
1.1 自繁自养一体化的生猪龙头企业	4
1.2 股权结构稳定，股权激励助力长期发展	4
2. 成本为基助力出栏持续增长	5
2.1 行业规模化进程持续推进，成本优势是企业持续发展的重要基础	5
2.2 探究牧原的成本优势在哪	6
2.2.1 饲料端：坚持自产饲料，配方和原料采购优势显著	6
2.2.2 育种端：育种优势突出，母猪生产性能优异	6
2.2.3 养殖端：坚持自繁自养模式，在非瘟疫情下得到了充分检验	7
2.3 持续筑牢公司成本优势，现金流损耗少	8
2.4 公司现有产能储备充足，长期持续提升市场占有率	10
2.4.1 产能二轮去化确定性高，22 年开启新一轮周期起点	10
2.4.2 公司现有产能超 5500 万头，持续提升市场占有率	11
2.4.3 积极推进屠宰业务发展，打造生猪全产业链	12
3. 公司盈利预测及投资评级	12
3.1 关键假设	12
3.2 估值分析	14
4. 风险提示	15
相关报告汇总	17

插图目录

图 1：公司历年生猪出栏量	4
图 2：公司 21 年商品猪销售均价持续下滑	4
图 3：公司历年营收变化 单位：百万元	4
图 4：公司历年归母净利润变化 单位：百万元	4
图 5：公司股权结构图	5
图 6：全国年出栏 50 头以下的生猪养殖户占比	6
图 7：生猪价格波动剧烈 单位：元/公斤	6
图 8：公司 19-21 年仔猪和种猪销量	7
图 9：公司轮回二元育种体系	7
图 10：公司自繁自养一体化模式	8
图 11：牧原智能化平台	8
图 12：公司单季度经营性净现金流 单位：百万元	9
图 13：2021 年 7 月至今全国生猪价格走势 单位：元/公斤	9
图 14：全国能繁母猪存栏量 单位：万头	11
图 15：自繁自养头均利润（元/头）	11
图 16：公司能繁母猪存栏稳步增长	12

图 17：公司市场占有率持续提升	12
图 18：公司头均市值 单位：元/头	14
图 19：公司市盈率变化	15

表格目录

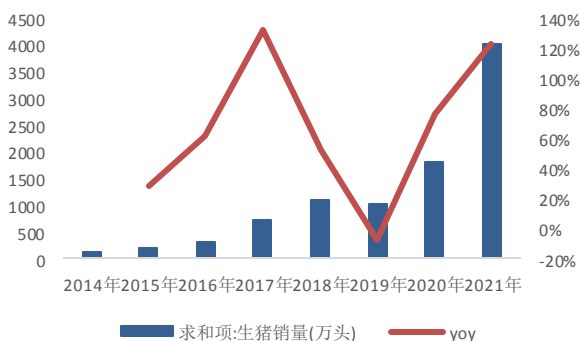
表 1：公司生猪养殖头均生产成本和头均费用拆分 单位：元/头	8
表 2：公司商品猪生产成本 单位：元/头、元/kg	9
表 3：公司月均经营性现金流测算	10
表 4：行业自繁自养亏损情况复盘	11
表 5：公司生猪养殖业务预测	13
表 6：公司生猪头均创利测算	14

1. 我国生猪养殖的绝对龙头企业

1.1 自繁自养一体化的生猪龙头企业

自繁自养一体化的生猪龙头企业。牧原股份是我国生猪养殖的绝对龙头企业。公司采用大规模一体化的自养模式，经过近 30 年的发展，现已形成集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰肉食于一体的完整闭环式生猪产业链。自成立以来，公司持续扩张自身养殖产能，2021 年公司共销售生猪 4026.3 万头，同比增长 122.28%，占 21 年全国出栏生猪的 6%，较 20 年提升了 2.56pcts。受猪价大幅下滑影响，公司 21 年业绩有所承压。业绩预告显示，公司 21 年预计实现归母净利润 65-80 亿元，同比下滑 70.86%-76.32%。

图 1：公司历年生猪出栏量



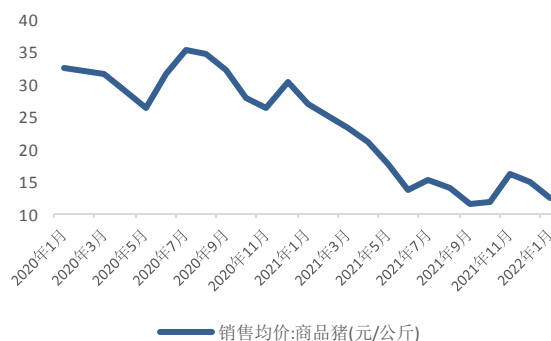
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 3：公司历年营收变化 单位：百万元



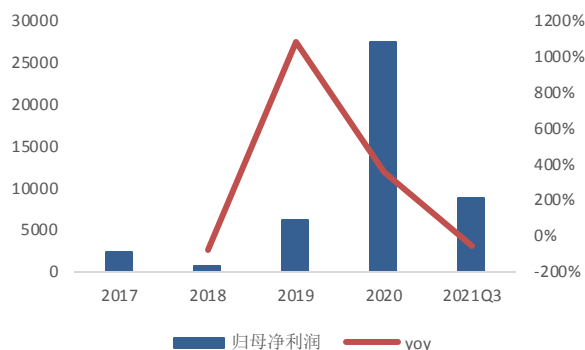
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：公司 21 年商品猪销售均价持续下滑



资料来源：WIND，东兴证券研究所注：牧原将 1-2 月销售数据合并公布

图 4：公司历年归母净利润变化 单位：百万元



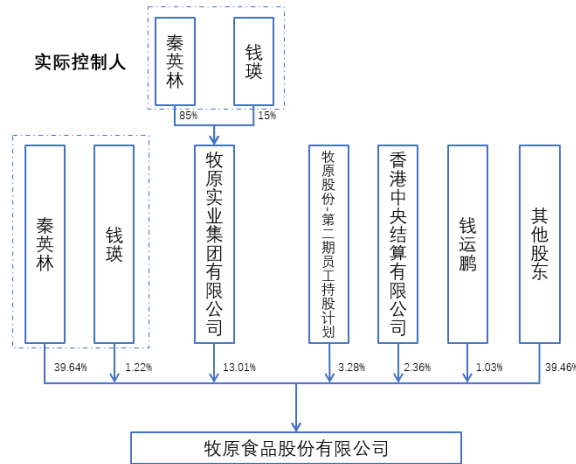
资料来源：WIND，东兴证券研究所

1.2 股权结构稳定，股权激励助力长期发展

股权结构稳定，股权激励助力长期发展。公司股权结构十分稳定，实控人秦英林、钱瑛夫妇直接和间接持有公司 53.87% 的股份，是公司的绝对控股股东。二人自 1992 年创业至今已历 30 年。秦英林先生在生猪养殖行业经验丰富，从养猪场场长开始做起，具有多年的生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养经验以及企业管理经

验。此外，公司员工持股规模庞大，公司第二期员工持股计划自 2016 年设立至今已经历两次展期，占公司总股份的 3.28%。2022 年 2 月，公司又公告将实施 2022 年限制性股票激励计划。我们认为，公司持续开展员工持股和股权激励计划，有助于核心和骨干员工分享公司快速发展的成果，提升员工工作积极性。同时公司还启动“少年大将军”计划，全方位培养公司发展后备人才，助力公司进一步扩张和长期持续发展。

图 5：公司股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

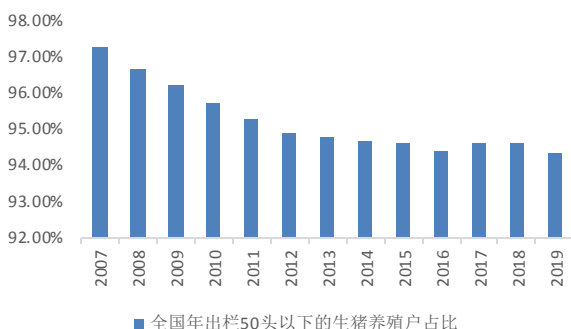
2. 成本为基助力出栏持续增长

2.1 行业规模化进程持续推进，成本优势是企业持续发展的重要基础

作为一个传统行业，我国的生猪养殖行业的规模化程度和行业集中度都较低。根据中国畜牧兽医年鉴数据，2019 年全国年出栏在 50 头以下的生猪养殖户占比为 94.32%，而年出栏在 5 万头以上的大型规模化养殖场仅有 373 户，占比不足 0.01%，行业中存在着大量的散养户和中小规模场。虽然近年来随着龙头猪企快速扩张，行业集中度有所提升，但总体仍处于低位。根据我们统计的 15 家大型上市猪企出栏数据，2021 年共计出栏 9970.02 万头，仅占全国生猪总出栏量的 14.85%。近年来，在国家政策扶持、环保要求、龙头企业快速扩张等因素影响下，行业规模化进程持续推进。

受生猪自身繁育生长特性以及目前行业规模化程度较低限制，生猪行业具有十分明显的波动性和周期性，猪价波动剧烈且频繁，给各家企业都带来了较大的经营不确定性。本轮周期自 21 年开始快速下行，目前猪价已经开始年后第二轮探底，全行业再一次进入亏损阶段，产业现金流面临较大压力。我们认为，短期来看，周期底部是现金流为王，但从根本上说，成本优势才是助力企业安全度过周期底部，甚至逆市穿越周期、实现出栏持续增长的重要基础。在猪价不确定性的背景下把握成本的确定性是最为关键的，占据成本优势的企业具备更高的业绩增长弹性和投资价值。

图 6：全国年出栏 50 头以下的生猪养殖户占比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 7：生猪价格波动剧烈 单位：元/公斤



资料来源：WIND，东兴证券研究所

2.2 探究牧原的成本优势在哪

我们认为，牧原作为生猪养殖行业的绝对龙头企业，其成本优势十分显著，具体体现在以下几个方面：

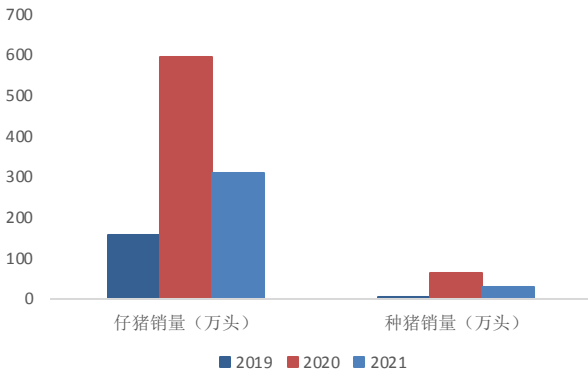
2.2.1 饲料端：坚持自产饲料，配方和原料采购优势显著

坚持自产饲料，配方和原料采购优势显著。从饲料端来看，公司坚持自产饲料以供应公司各环节生猪饲养，从整体上降低饲料采购成本。在饲料配方上，公司持续开展研发投入，研究饲料替代配方，以减少对玉米、豆粕的依赖。目前公司可以根据原料价格波动及时调整饲料配方，有效降低饲料成本。同时，公司还研发了多阶段精准营养配方，可根据猪群生长性能动态调整营养配方，实现一日一配方、精准营养供给，提升饲养效率。在饲料原料采购上，公司养殖产能主要分布在东北、华北以及西北等粮食主产区，能够就近、集中收购原粮，降低采购成本，粮源优势显著。在此基础上，公司利用集中采购优势，与大型粮食企业开展战略合作，并开展供应链金融业务，稳定上游粮食供应。此外，公司还组建了专业的行情研判团队、国际贸易团队和专业物流团队，不断完善饲料原料行情研判体系，灵活调整饲料原料采购策略，积极开拓全球采购新渠道，构建物流运输平台，实现采购和运输低成本目标。

2.2.2 育种端：育种优势突出，母猪生产性能优异

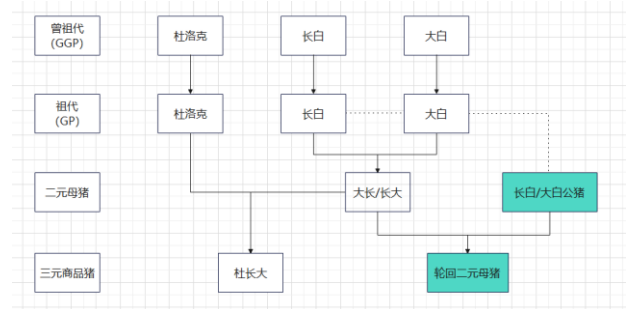
育种优势突出，母猪生产性能优异。从育种端来看，公司基于自有的国家生猪核心育种场，建立了完备的育种体系，自行繁殖种猪及商品猪。在种猪方面，公司对进入核心种猪群的种猪执行严格的选留标准，确保公司核心种群优良基因库性能的保持和提升，摆脱了对进口种猪的依赖。截至目前公司核心种群中 GP 和 GGP 共有约 10 万头，基本能够支撑 283.1 万头的能繁母猪存栏（截至 21 年底）。在母猪方面，受益于公司良好的防非措施，公司母猪种群和正常的生产扩繁体系基本未受到破坏，是行业中屈指可数的能够实现外销母猪和仔猪以及全二元母猪生产的龙头企业。同时，公司还建立了独特的轮回二元育种体系，从核心群选留公猪直接应用至父母代母猪，进行多品系轮回杂交生产，快速补充公司母猪产能，以满足公司快速发展对母猪的需求。得益于公司突出的育种优势，公司母猪生产性能优异，目前 PSY 已经达到了 24 左右，MSY 20 左右，断奶仔猪头均成本 350 元左右，均处于行业优异水平。

图 8: 公司 19-21 年仔猪和种猪销量



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 9: 公司轮回二元育种体系



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

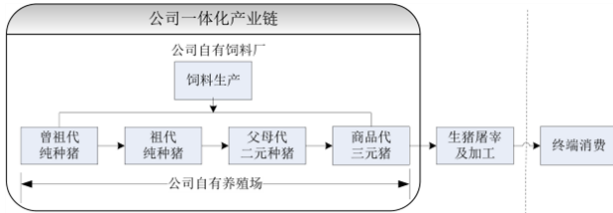
2.2.3 养殖端: 坚持自繁自养模式, 在非瘟疫情下得到了充分检验

坚持自繁自养模式, 在非瘟疫情下得到了充分检验。从养殖端来看, 不同于行业中其他企业“公司+农户”代养模式, 公司采取全程自繁自养模式, 将育肥环节置于公司的严格控制之中。一体化的经营模式为公司疫病防控奠定了坚实基础。公司在此基础上建立了完整的疫病防控管理体系, 采取了猪场多级隔离、舍内小环境控制等多方面的疫病防控措施, 并建立了预警防疫体系。公司实行“大区域、小单元”的场区布局, 在养殖过程中采取“早期隔离断奶”、“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施, 确保公司防疫体系安全有效。

相比“公司+农户”的轻资产模式, 自繁自养模式的前期投入较大, 资产较“重”, 在行业正常发展下产能扩张速度相对较慢。但同时我们认为, 公司自繁自养模式所带来的疫病防控优势也十分显著, 这在此次非瘟疫情下得到了充分检验, 公司生产并未受到疫情的较大破坏, 反而在疫情笼罩下实现了出栏高速和翻倍增长, 一跃成为我国生猪养殖的绝对龙头企业。此外, 与“公司+农户”模式下头均代养费的现金成本不同, 自繁自养模式的前期投入是一次性的, 而猪场建成投产后的折旧摊销是非现金成本, 因而能够在行业低谷阶段尽可能减少公司现金流损耗。

公司持续推进养殖现代化和智能化发展, 自行设计建造现代化猪舍, 并持续探索楼房养猪模式, 引进自动化设备, 通过研发智能饲喂、智能环控、养猪机器人等智能装备, 为猪群提供高洁净生长环境, 极大的提高了养殖效率。同时, 公司还通过人工智能技术, 建立了猪病预测模型, 实现疫病实时监测与有效控制, 对部分猪病进行提前预警, 辅助兽医进行远程诊断。受益于公司智能化养殖装备的持续投入, 公司养殖效率得到大幅提升, 目前公司在育肥阶段平均 1 名饲养员可同时饲养 2700-3600 头生猪, 生产效率高于国内行业平均水平。

图 10：公司自繁自养一体化模式



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 11：牧原智能化平台



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.3 持续筑牢公司成本优势，现金流损耗少

非瘟后养殖成本仅小幅上涨。我们认为，公司在饲料端、育种端和养殖端均具备明显的成本优势，叠加公司在日常经营过程中的精细化管理，公司成本优势显著。根据我们对公司头均生产成本和费用的拆分，受非瘟疫情防控、饲料原料上涨以及公司快速扩张带来的管理费用和各项开支增长影响，公司近年来生猪头均成本有所上涨，但相较于同行业其他企业具备明显优势。从商品猪生产成本来看，公司在非瘟前商品猪生产成本为 10.53 元/kg（2018 年全年），到 2021 年前三季度公司商品猪生产成本达到 14.05 元/kg，头均仅增长 500 元左右。2021 年 4 月，公司出栏的一批育肥猪甚至取得了全成本 10.5 元/kg 左右的历史优异成绩。

持续筑牢成本优势。根据公司披露数据，现阶段公司完全成本已经达到 15 元/kg 左右，其中包括 2 元左右的折旧摊销等非现金成本。未来公司将通过改善高成本落后场区、子公司运营效率，加强内部管理与人员赋能培训等措施，降低公司内部养殖成绩离散度，实现整体养殖成本的下降。2022 年公司将阶段性达成 13 元/kg 的完全成本作为成本下降的奋斗目标，持续筑牢公司强大的成本优势。

表 1：公司生猪养殖头均生产成本和头均费用拆分 单位：元/头

	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
生产成本：				
饲料	683.46	703.65	637.52	880.85
职工薪酬	104.74	156.09	180.02	226.39
固定资产折旧	105.00	129.82	120.63	152.02
药物及疫苗费用	106.42	79.91	63.09	79.33
物料消耗	19.02	34.00	43.94	62.6
燃料与动力	25.19	33.01	30.95	44.58
其他费用	42.14	68.46	77.17	83.59
合计	1085.96	1204.94	1153.32	1529.36
温氏股份头均	1327.69	1606.91	3370.09	-

	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
新希望头均	1057.87	1296.35	2296.73	-
正邦股份头均	1267.46	1561.49	2644.72	-
天邦股份头均	1206.71	1605.15	1223.56	-
费用:				
销售费用	4.92	10.80	16.12	20.21
管理费用	45.44	67.42	174.21	92.30
财务费用	48.88	51.45	37.97	59.17
研发费用	8.28	10.88	22.74	17.88
合计	107.52	140.55	251.04	189.57
头均生产成本+费用合计	1193.39	1345.48	1404.36	1718.93

资料来源: 公司年报、公司公告、东兴证券研究所注: 上表统计数据均按照生猪全口径计算, 费用端未做拆分, 不完全代表公司生猪头均生产成本+费用, 仅供参考。

表 2: 公司商品猪生产成本 单位: 元/头、元/kg

	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
商品猪生产头均成本	1149.32	1340.33	1567.60	1676.45
商品猪生产单位成本	10.53	12.38	13.31	14.05

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

现金流损耗少, 安全度过周期底部确定性强。我们认为, 公司强大的成本优势能够减轻亏损, 从而带来更少的现金流损耗。在 2021 年全年同行业其他企业均出现大幅亏损的背景下, 公司仍预计实现 65-80 亿元的归母净利润。从公司单季度经营性净现金流来看, 即使是在 2021 年 Q3 猪价持续下探阶段, 公司也实现了 9514.69 万元的经营性现金流净流入。为了保证公司现金流安全, 目前公司已经暂停了新增固定资产投入, 仅有少量工程在建设中。根据公司现有业务规模, 我们测算公司正常条件下基本能够实现现金收支平衡, 保障公司正常生产经营支出以及债务偿付。在极度悲观条件下 (生猪均价 10 元/kg) 公司月均现金净流出为 15 亿元左右, 对此公司也已经做了充分准备。2021 年 10 月, 公司启动了定增计划, 拟向控股股东牧原集团募集资金 50 亿元, 补充公司流动资金, 目前定增工作正在有序进行。同时公司还持续加强与金融机构的合作, 目前银行授信余额超 200 亿。我们认为, 目前公司资金安全有保证, 公司安全度过本轮周期底部确定性强。

图 12: 公司单季度经营性净现金流 单位: 百万元

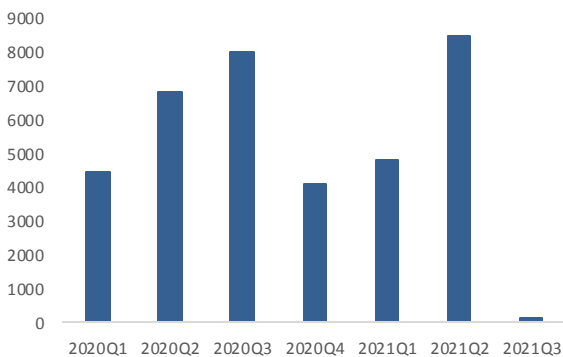
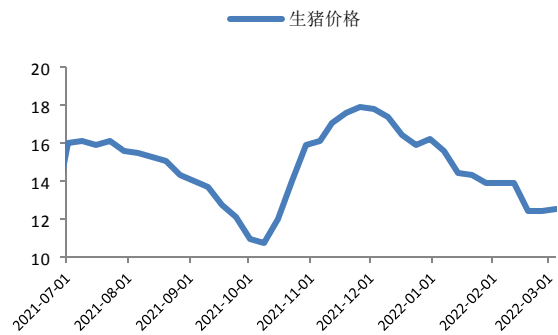


图 13: 2021 年 7 月至今全国生猪价格走势 单位: 元/公斤



资料来源：WIND，东兴证券研究所

资料来源：WIND，东兴证券研究所

表 3：公司月均经营性现金流测算

预计出栏（万头）	400-450
预计出栏均重（kg）	110-115
预计单位现金成本（元/kg）	13
经营性现金流出（亿元）	57.2-67.3
预计生猪均价（元/kg）	12-12.5
经营性现金流入（亿元）	52.8-64.7
正常条件下经营性净现金流（亿元）	净流出 2.6-4.4
极度悲观条件下（生猪均价 10 元/kg）经营性净现金流（亿元）	净流出 13.2-15.5

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

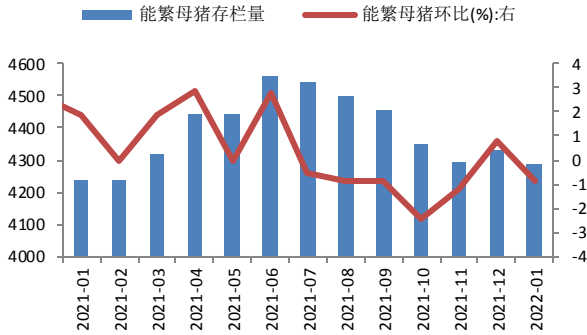
2.4 公司现有产能储备充足，长期持续提升市场占有率

2.4.1 产能二轮去化确定性强，22 年开启新一轮周期起点

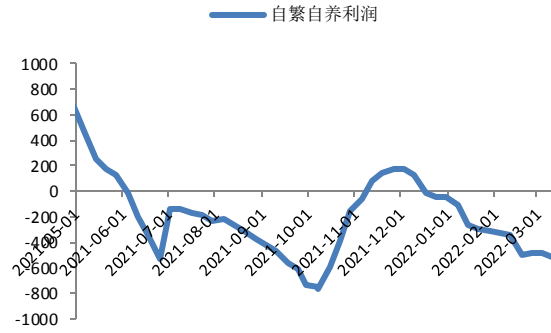
产能二轮去化确定性强，22 年开启新一轮周期起点。随着 2021 年生猪价格快速下行，在全行业亏损背景下，行业母猪产能也正持续去化。根据农业农村部数据，全国能繁母猪从 21 年 6 月到达 4564 万头的高点后开始逐步调减。截至 22 年 1 月，全国能繁母猪存栏 4290 万头，产能已经持续调减了 6%。目前来看，节后猪价迅速开启了二次探底，叠加当前大宗农产品全面涨价带来的饲料价格大幅上涨影响，养殖户亏损将进一步放大。根据我们统计，自繁自养从 21 年 12 月第三周以来已经连续亏损了 13 周，且亏损程度正在持续扩大，3 月第二周自繁自养头均亏损已经达到了 517.85 元，亏损程度已经回到了 21 年 9 月的水平，接近近 10 年来的头均亏损极值（头均亏损 771.46 元，21 年 10 月第二周），养殖亏损的幅度和持续时间已经处于历史高位。并且我们认为，在猪价持续下探和饲料涨价的双向挤压下，本轮养殖亏损幅度和持续时间仍将持续扩大，这将进一步加快行业去产能步伐。

此外需要强调的是，对于普通散养户和中小规模场而言，由于缺乏自产饲料的能力，需要向饲料厂采购配方相对固定的成品饲料，因而只能被迫承受饲料涨价带来的成本压力，这使得他们在本轮周期探底中的现金流损耗更快，也更有可能是本轮产能去化的“主力军”。而拥有自产饲料能力的龙头企业能够通过配方替代以减轻饲料原料价格上涨的影响，进一步彰显其规模优势和经营优势。

我们强调，当前行业持续亏损带来产能第二轮去化确定性强，并且我们判断，与前期产能去化主要以三元和低效母猪为主不同，二轮去化将更多是养殖户因现金流耗尽而被迫清场，因此产能去化的速度和幅度有望进一步提升。预计后续存栏数据有望持续印证产能去化趋势。产能的持续调减将进一步强化我们对 22 年开启新一轮周期上涨的预期。

图 14：全国能繁母猪存栏量 单位：万头


资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 15：自繁自养头均利润（元/头）


资料来源：WIND，东兴证券研究所

表 4：行业自繁自养亏损情况复盘

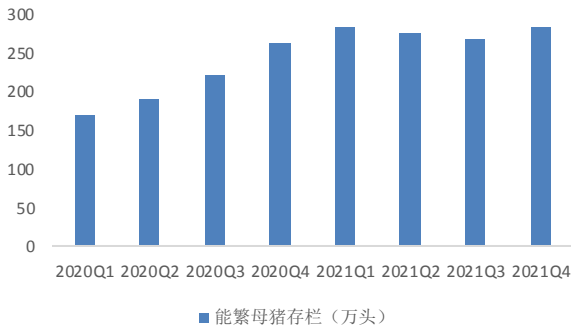
亏损起点	亏损终点	连续亏损周数	最大亏损（元/头）
2010-04-23	2010-06-25	9 周	-123.0
2013-03-22	2013-06-07	11 周	-126.8
2014-01-17	2014-07-18	26 周	-305.0
2014-10-31	2015-04-24	25 周	-167.3
2018-03-02	2018-07-20	20 周	-326.3
2019-01-18	2019-03-01	6 周	-147.6
2021-06-04	2021-11-05	22 周	-771.5
2021-12-17	-	截至 3 月第二周已经亏损 13 周	截至 3 月第二周最大亏损为 517.85 元

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.4.2 公司现有产能超 5500 万头，持续提升市场占有率

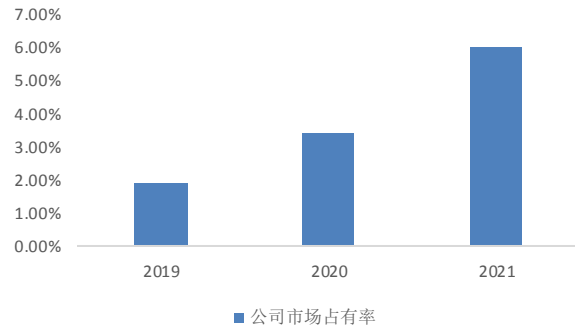
公司现有产能超 5500 万头，持续提升市场占有率。截至 2021 年 12 月底，公司能繁母猪存栏 283.1 万头，母猪产能持续稳步增长。按照公司目前 MSY20 左右的水平测算，公司现有母猪产能已经能够支撑超过 5500 万头的生猪出栏。而在育肥产能建设方面，截至 21 年底，公司已建成育肥产能超过 7000 万头，同时已有合计超 1 亿头的产能储备。根据公司 2022 年限制性股票激励计划指引，公司 22/23 年出栏业绩考核为 5000/5600 万头，相较于 21 年分别增长 25%/40%。我们认为，公司具备行业领先的成本优势，叠加公司充足的母猪产能储备，将在即将开启的下一轮周期上涨中尽享业绩高增长。而从长期来看，公司突出的经营优势和成本优势也将极大助力公司在生猪养殖规模化进程持续推进的背景下进一步扩张养殖产能，持续提升公司市场占有率。

图 16：公司能繁母猪存栏稳步增长



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 17：公司市场占有率持续提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

2.4.3 积极推进屠宰业务发展，打造生猪全产业链

为了应对非洲猪瘟带来的传统生猪调运方式受限以及行业由“调猪”转向“调肉”的趋势变化，公司自 2019 年起积极向下游生猪屠宰板块延伸，大力建设屠宰厂。2021 年公司共屠宰生猪 289.7 万头。公司按照在养殖产能密集的区域配套建设屠宰厂的思路进行屠宰布局，目前公司屠宰业务投产产能已达到 2200 万头，预计 2022 年底公司屠宰产能将达到 3700 万头。未来公司规划将在主要养殖产区基本实现屠宰产能对养殖产能的全覆盖。

目前来看，由于生猪行情下跌以及公司屠宰厂建设与投产的前期费用较高，公司屠宰板块暂未能实现盈利。未来公司将通过提高屠宰厂运行效率、提升产能利用率、拓宽销售渠道、优化销售结构、降低生产成本等多种措施，支撑公司屠宰业务逐步实现盈利。我们认为，公司顺应行业变化趋势积极推进屠宰业务发展，积极向下游延伸，打造生猪全产业链，一方面能够获得屠宰环节的利润增值，另一方面也能够加强公司养殖板块和屠宰板块的相互协同，提升公司整体经营稳定性，更好地应对猪周期波动造成的影响。

3. 公司盈利预测及投资评级

3.1 关键假设

公司目前主要业务为生猪养殖，屠宰端仍在持续建设和布局中，短期内盈利能力较弱，因此我们仅对公司生猪养殖业务做讨论和预测。

1、生猪价格预测：

我们认为，生猪价格在经历 21 年快速下滑后，22 年整体上仍将处于相对低位，但按照目前行业产能去化的延续趋势，我们判断 22Q3、Q4 开始，猪价将进入新一轮上涨周期，23 年猪价有望明显上涨。因此我们预计，公司 21/22/23 年商品猪销售均价分别为 16.4/15/18 元/kg；仔猪均价 900/500/700 元/头；种猪均价 3300/2500/3000 元/头。

2、养殖成本预测：

公司目前在我国龙头猪企中具备明显的成本优势，2021年前三季度公司商品猪生产成本已经达到14.05元/kg。未来公司仍将以增效降本作为工作核心，持续筑牢成本优势。我们认为，随着公司持续改善高成本和落后产能管理运营效率，降低养殖成绩离散度，有望实现养殖成本的整体下降。我们预计，公司21/22/23年商品猪养殖成本分别为14.1/13.1/12.7元/kg；仔猪成本350/320/310元/头；种猪成本1650/1350/1250元/头。（此处不含费用，不是完全成本口径）

3、生猪出栏预测：

公司截至21年底拥有能繁母猪283.1万头，能够支撑未来超过5500万头的生猪出栏，且公司能繁母猪存栏仍将稳步增加。育肥产能方面，公司目前已建成超7000万头的生猪栏舍，能够支撑未来几年出栏持续增长。我们预计，公司21/22/23年生猪出栏分别为4026.3/5400/6600万头，同比分别增长122.26%/34.12%/22.22%，其中商品猪出栏3688.7/4985/5965万头，同比分别增长220.09%/35.14%/19.66%；仔猪出栏309.5/400/600万头；种猪出栏28.1/15/35万头，商品猪出栏均重分别为117/116/118kg。

表 5：公司生猪养殖业务预测

	2021E	2022E	2023E
商品猪出栏数量（万头）	3688.7	4985	5965
yoy	220.09%	35.14%	19.66%
商品猪均价（元/kg）	16.40	15	18
商品猪出栏均重（kg）	117	116	118
商品猪养殖成本（元/kg）	14.1	13.1	12.7
商品猪收入（亿元）	707.79	867.39	1266.97
商品猪毛利率	14.02%	12.67%	29.44%
仔猪出栏数量（万头）	309.5	400	600
仔猪均价（元/头）	900	500	700
仔猪生产成本（元/头）	350	320	310
仔猪收入（亿元）	27.86	20	42
仔猪毛利率	61.11%	36%	55.71%
种猪出栏数量（万头）	28.1	15	35
种猪均价（元/头）	3300	2500	3000
种猪养殖成本（元/头）	1650	1350	1250
种猪收入（亿元）	9.27	3.75	10.5
种猪毛利率	50%	46%	58.33%
生猪养殖业务总收入（亿元）	744.92	891.14	1319.47
毛利率	16.23%	13.33%	30.51%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 估值分析

我们认为，对于公司的估值可从以下两方面来考量：

1、头均市值：

我们测算了公司按年出栏生猪数量计算的头均市值。从历史数据来看，公司头均市值在 3271.98 元/头——21301.03 元/头波动，中位数为 8300.33 元/头。公司截至 2022 年 3 月 17 日的总市值为 2791.7 亿元，按照我们预计的公司 22/23 年出栏生猪 5400/6600 万头来计算，公司对应 2022 年头均市值为 5169.81 元/头，对应 2023 年头均市值为 4229.85 元/头，仍处于历史底部区间。根据公司头均市值历史中位数测算，我们认为，公司 22 年对应总市值为 4482.18 亿元，较当前市值有 60.55% 的上涨空间。

图 18：公司头均市值 单位：元/头



资料来源：公司公告，东兴证券研究所注：22 年数据为公司总市值/我们对公司 22 年生猪出栏的预测值，仅供参考

2、PE：

从传统市盈率角度来看，并结合我们上述对头均市值的测算，我们认为，可根据 $\text{头均市值} = \text{头均创利} \times \text{PE}$ 来衡量公司市盈率的变化。我们观察到前两轮猪价上涨阶段（2015 年上半年、2019 年上半年），在每轮上涨之前，公司 PE 均显著上升，如 2014 年公司 PE 在 92.4x-188.93x 波动，2018 年公司 PE 在 85.02x-138.56x 波动。而当猪价正式开启上涨后，公司业绩增长也能够快速消化前期过高的估值，PE 快速下降到 10x 左右。我们预计，猪价将从 22 年下半年开始正式开启新一轮上涨周期，公司 23 年有望实现业绩全面大幅增长。参考公司 PE 波动的历史经验，并考虑到公司作为行业龙头的估值溢价，给予公司 23 年 PE 为 12x，对应公司头均市值 6691.28 元，总市值 4416.25 亿元。

表 6：公司生猪头均创利测算

	出栏数量（万头）	归母净利润（亿元）	头均创利（元）
2014	149.2	0.80	53.75

	出栏数量（万头）	归母净利润（亿元）	头均创利（元）
2015	191.9	5.96	310.50
2016	311.4	23.20	745.63
2017	723.5	23.66	326.96
2018	1101.2	5.20	47.24
2019	1025.38	61.14	596.30
2020	1811.4	274.51	1515.48
2021E	4026.3	72.65	180.44
2022E	5400	67.70	125.38
2023E	6600	368.02	557.61

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19：公司市盈率变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所注：此处 PE 是按照头均市值/头均创利测算，与实际市盈率可能存在差异，仅供参考

综上，我们给予公司 22 年头均市值 8300.33 元、23 年 PE12x 对应头均市值 6691.28 元。给予公司 22-23 年市值中枢为 4450 亿元，目标价 84.56 元/股。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 72.65、67.70、368.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.38、1.25、6.80 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 38.43、42.41、7.80 倍。给予公司 22-23 年市值中枢为 4450 亿元，目标价 84.56 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

动物疫病风险，生猪价格波动风险，生猪产能去化不及预期，公司产能扩张不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	19592	38946	52204	83870	87722	营业收入	20221	56277	77907	91524	132137
货币资金	10933	14594	12465	19189	24423	营业成本	12951	22128	66036	79717	88813
应收账款	16	19	49	45	74	营业税金及附加	27	51	70	82	119
其他应收款	8	56	78	92	133	营业费用	111	292	701	778	1057
预付款项	508	2495	2825	4021	4909	管理费用	691	3156	3506	3661	4889
存货	7166	21179	36184	59989	57749	财务费用	528	688	835	965	622
其他流动资产	962	603	603	535	434	研发费用	112	412	584	641	925
非流动资产合计	33294	83681	115267	110447	111378	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	153	184	324	324	324	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	18864	58530	89729	89927	89876	投资净收益	42.26	50.66	40.00	40.00	40.00
无形资产	432	768	753	738	723	加: 其他收益	460.22	824.22	1600.00	1600.00	1600.00
其他非流动资产	1063	1430	1594	1594	1594	营业利润	6315	30424	7815	7320	37352
资产总计	52887	122627	167471	194317	199099	营业外收入	61.44	185.05	300.00	300.00	300.00
流动负债合计	18169	43543	73044	94190	70895	营业外支出	56.92	236.50	350.00	350.00	350.00
短期借款	4256	16533	20570	26723	1682	利润总额	6319	30373	7765	7270	37302
应付账款	5098	14623	27138	42360	41846	所得税	-17	-2	0	0	0
预收款项	221	0	0	0	0	净利润	6336	30375	7765	7270	37302
一年内到期的非流动负债	1310	2852	6512	6512	6512	少数股东损益	222	2923	500	500	500
非流动负债合计	3006	12979	20816	20816	20816	归属母公司净利润	6114	27451	7265	6770	36802
长期借款	1117	10338	10338	10338	10338	主要财务比率					
应付债券	1790	1593	9346	9346	9346		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	21175	56522	93860	115005	91711	成长能力					
少数股东权益	8604	15698	16198	16698	17198	营业收入增长	51.04%	178.31%	38.43%	17.48%	44.37%
实收资本(或股本)	2205	3759	5263	5412	5412	营业利润增长	1105.1	381.79%	-74.31%	-6.33%	410.26%
资本公积	9847	10005	9000	9000	9000	归属于母公司净利润增长	1075.3	348.97%	-73.53%	-6.81%	443.58%
未分配利润	10114	35425	40147	44548	68469	获利能力					
归属母公司股东权益合计	23108	50407	54953	60154	87730	毛利率(%)	35.95%	60.68%	15.24%	12.90%	32.79%
负债和所有者权益	52887	122627	167471	194317	199099	净利率(%)	31.34%	53.97%	9.97%	7.94%	28.23%
现金流量表						总资产周转率	11.56%	22.39%	4.34%	3.48%	18.48%
				单位: 百万元	总	ROE(%)	26.46%	54.46%	13.22%	11.25%	41.95%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
经营活动现金流	9989	23186	19181	3064	46083	资产负债率(%)	40%	46%	56%	59%	46%
净利润	6336	30375	7765	7270	37302	流动比率	1.08	0.89	0.71	0.89	1.24
折旧摊销	1684.35	3615.29	3820.09	4819.75	5069.42	速动比率	0.68	0.41	0.22	0.25	0.42
财务费用	528	688	835	965	622	营运能力					
应收账款减少	-16	-4	-30	4	-29	总资产周转率	0.49	0.64	0.54	0.51	0.67
预收帐款增加	181	-221	0	0	0	应收账款周转率	2573	3206	2275	1954	2231
投资活动现金流	-12799	-45353	-35366	14	-5986	应付账款周转率	5.18	5.71	3.73	2.63	3.14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	-295	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.82	7.46	1.38	1.25	6.80
投资收益	42	51	40	40	40	每股净现金流(最新摊薄)	3.43	1.05	-0.40	1.24	0.97
筹资活动现金流	10366	26124	14057	3645	-34863	每股净资产(最新摊薄)	10.48	13.41	10.44	11.12	16.21
应付债券增加	399	-197	7753	0	0	估值比率					
长期借款增加	47	9221	0	0	0	P/E	18.81	7.11	38.43	42.41	7.80
普通股增加	119	1555	1503	149	0	P/B	5.06	3.96	5.08	4.77	3.27
资本公积增加	6909	158	-1005	0	0	EV/EBITDA	13.44	6.23	25.15	24.49	6.75
现金净增加额	7556	3957	-2128	6724	5234						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	农林牧渔行业：猪肉震荡走跌，继续推荐生猪养殖板块	2022-03-13
行业普通报告	农林牧渔行业：猪肉收储提振有限，政府工作报告强调农产品稳保供给	2022-03-07
行业普通报告	农林牧渔行业：产能二轮去化确定性强，持续推荐生猪养殖板块	2022-03-03
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价跌幅收窄，大宗农产品涨价或将带来生猪产能加快去化	2022-02-28
行业普通报告	农林牧渔行业：一号文件出台，持续聚焦粮食生产与粮食安全	2022-02-23
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价走弱产能调减，持续推荐生猪养殖板块	2022-02-21
行业普通报告	农林牧渔行业：年后猪价加速下滑，生猪板块布局正当时	2022-02-14
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价震荡调整，转基因产业化试点有序进行	2022-01-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士，本科毕业于苏州大学金融学。2020 年 8 月加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526