



短期业绩承压，肉牛业务长期向好

投资要点

- 业绩总结:** 公司 2022 年 Q1 实现营业收入 52.1 亿元, 同比增加 28.3%, 实现归母净利 0.3 亿元, 同比减少 42.2%, 扣非后归母净利润 0.3 亿元, 同比减少 36.8%。
- 点评:** 公司一季度业绩利润下滑, 蛋白质食品贸易相关业务由于粮食价格上涨, 营业收入上涨 28.3%, 营业成本上涨 31.7%, 巴西子公司销售运费上升, 整体销售费用上涨 43.6%。截至一季度, 公司生产性生物资产 5.4 亿元, 较 2021 年末增长 60.5%, 系肉牛采购增加所致。当前肉牛养殖板块尚处于发展初期的投入阶段, 引进能繁母牛与繁育出的犊牛尚且处在养殖阶段, 预计二季度开始逐步销售, 将于利润端有所体现, 未来肉牛业务稳步发展, 长期情况向好。
- 我国为牛肉净进口国, 牛肉市场仍存在供需差。** 根据国家统计局数据显示, 2021 年中国牛肉产量为 698 万吨, 较上年增长 3.9%, 牛肉国内消费量为 932 万吨, 较上年增长 5.3%, 供需缺口达 322.9 万吨。从人均消费水平看仍有提升空间, 根据 2021 年 OECD 数据, 我国人均牛肉消费 4.2 公斤/年, 远低于其他主要国家, 分别是同为东亚国家日本、韩国的 55.7%、35%, 未来牛肉消费量有望进一步提高。从供给端看, 国内肉牛养殖起步较晚, 供给数量增长但幅度较小, 根据国家统计局数据, 2021 年肉牛出栏 4707 万头, 同比增长 3.1%, 当前牛肉价格处于高位, 且我国为牛肉净进口国, 进口因贸易政策以及疫病而存在不确定性, 2020 年 9 月国务院办公厅发布关于促进畜牧业高质量发展的意见, 其中指出畜禽产品供应安全保障能力加强, 到 2025 年牛羊肉自给率需提高到 85% 左右。公司利用自身海外牛源优势, 选用乳肉兼用偏肉型牛种, 自海外引入优质种牛, 后于国内进行扩繁培育, 外部与内部同时进行, 共同发展, 司计划未来经 3-5 年发展, 从国外共引进优质能繁母牛 150-200 万头。2021 年公司全力推进公司肉牛产业发展, 累计引入进口能繁母牛超 8.5 万头, 目前有 8 个万头牧场正在加速建设中, 2021 年 12 月, 首批 51 吨缅甸青贮饲料运抵国内, 缅甸青贮饲料进口通道打通, 可有效降低养殖成本, 肉牛实现营业收入 8.2 亿元, 占比 5.7%, 同比增长 246.8%。
- 公司在肉牛养殖领域拥有优势。** 肉牛养殖主要存在困难体现在: 1) 肉牛养殖属于重资产行业, 前期资金投入较高, 回转变慢; 2) 饲料端配套程度低, 只有云南、新疆、内蒙等地可提供大规模饲养所需饲料规模; 3) 地方政府支持力度不足等问题而节奏放缓。如今公司在此三方面均有优势: 1) 母公司鹏欣集团对于公司发展肉牛产业表示支持, 利用海外优质种牛优势, 引入能繁母牛, 采取“公司+基地”扩繁、“公司+合作社+农户”育肥双模式并行的方式, 向“轻资产”靠拢; 2) 公司把握地理优势, 利用云南本土资源叠加青贮饲料进口资质, 解决饲料端难题, 且在饲料之外, 同步针对下游屠宰进行布局, 瑞丽鹏和屠宰厂占地 2500 亩, 年屠宰产能可达 50 万头, 是目前中国肉牛屠宰加工最大产能; 3) 肉牛产业助力乡村振兴, 推动就业发展, 与地方政府合作, 解决民生问题, 提高生活质量。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.13 元、0.38 元、0.63 元, 对应动态 PE 分别为 19/6/4 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 养殖业出现疫情; 能繁母牛引进进度不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14303.70	18986.27	27345.10	35185.50
增长率	6.38%	32.74%	44.03%	28.67%
归属母公司净利润 (百万元)	117.06	804.01	2398.63	3997.38
增长率	533.70%	586.82%	198.33%	66.65%
每股收益 EPS (元)	0.02	0.13	0.38	0.63
净资产收益率 ROE	2.52%	14.38%	10.94%	34.15%
PE	130	19	6	4
PB	2.71	1.96	1.35	0.89

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

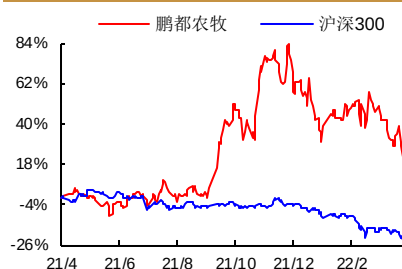
邮箱: xuq@swsc.com.cn

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)	63.74
流通 A 股(亿股)	63.74
52 周内股价区间(元)	2.11-4.33
总市值(亿元)	152.34
总资产(亿元)	148.43
每股净资产(元)	0.91

相关研究

- 鹏都农牧 (002505): 以肉牛为核心迅速成长, 各业务稳健发展 (2022-04-28)
- 鹏都农牧 (002505): 把握供需缺口, 打造肉牛产业链龙头 (2021-11-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14303.70	18986.27	27345.10	35185.50	净利润	141.84	1118.10	3484.81	5840.13
营业成本	12877.70	15226.27	19107.01	22407.18	折旧与摊销	195.35	286.28	301.48	309.56
营业税金及附加	20.23	27.45	39.24	50.62	财务费用	430.90	487.60	842.59	1175.01
销售费用	398.59	759.45	1148.49	1477.79	资产减值损失	-5.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	360.88	759.45	1203.18	1583.35	经营营运资本变动	-1518.98	-370.23	-1652.05	-1621.06
财务费用	430.90	487.60	842.59	1175.01	其他	50.50	-25.64	-0.33	-0.56
资产减值损失	-5.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-705.50	1496.10	2976.50	5703.07
投资收益	-82.70	30.00	0.00	0.00	资本支出	441.99	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	96.48	0.00	0.00	0.00	其他	-534.91	268.01	1.29	-13.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-92.92	258.01	-8.71	-23.76
营业利润	234.84	1756.05	5004.57	8491.55	短期借款	137.70	3055.27	382.45	3125.64
其他非经营损益	-33.76	-20.93	-25.21	-23.78	长期借款	252.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	201.08	1735.12	4979.37	8467.77	股权融资	-742.26	0.00	0.00	0.00
所得税	59.24	617.02	1494.56	2627.64	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	141.84	1118.10	3484.81	5840.13	其他	435.21	-1.22	-842.59	-1175.01
少数股东损益	24.78	314.08	1086.18	1842.75	筹资活动现金流净额	83.33	3054.05	-460.14	1950.64
归属母公司股东净利润	117.06	804.01	2398.63	3997.38	现金流量净额	-837.27	4808.16	2507.65	7629.94
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	887.72	5695.88	8203.53	15833.47	成长能力				
应收和预付款项	4091.29	4491.75	6337.23	8095.79	销售收入增长率	6.38%	32.74%	44.03%	28.67%
存货	1658.21	1925.50	2430.57	2846.60	营业利润增长率	137.85%	647.76%	184.99%	69.68%
其他流动资产	844.33	214.45	242.44	324.91	净利润增长率	117.71%	688.27%	211.67%	67.59%
长期股权投资	526.08	526.08	526.08	526.08	EBITDA 增长率	-28.60%	193.81%	143.04%	62.25%
投资性房地产	178.53	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2771.92	2547.57	2308.01	2060.38	毛利率	9.97%	19.80%	30.13%	36.32%
无形资产和开发支出	830.04	781.87	733.70	685.52	三费率	8.32%	10.57%	11.68%	12.04%
其他非流动资产	1254.97	1261.22	1267.46	1273.71	净利率	0.99%	5.89%	12.74%	16.60%
资产总计	13043.09	17444.31	22049.01	31646.46	ROE	2.52%	14.38%	30.94%	34.15%
短期借款	1709.95	4765.22	5147.68	8273.32	ROA	1.09%	6.41%	15.80%	18.45%
应付和预收款项	2117.76	2569.39	3234.41	3795.26	ROIC	4.76%	12.94%	29.54%	37.82%
长期借款	1161.70	1161.70	1161.70	1161.70	EBITDA/销售收入	6.02%	13.33%	22.49%	28.35%
其他负债	2430.17	1170.08	1242.51	1313.34	营运能力				
负债合计	7419.57	9666.40	10786.29	14543.62	总资产周转率	1.04	1.25	1.38	1.31
股本	6374.26	6374.26	6374.26	6374.26	固定资产周转率	5.82	8.08	12.06	16.76
资本公积	215.41	215.41	215.41	215.41	应收账款周转率	6.85	6.97	7.48	7.08
留存收益	-550.81	253.20	2651.83	6649.21	存货周转率	8.39	8.49	8.76	8.48
归属母公司股东权益	5002.56	6842.88	9241.50	13238.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.01%	—	—	—
少数股东权益	620.95	935.03	2021.21	3863.96	资本结构				
股东权益合计	5623.52	7777.91	11262.72	17102.84	资产负债率	56.89%	55.41%	48.92%	45.96%
负债和股东权益合计	13043.09	17444.31	22049.01	31646.46	带息债务/总负债	38.70%	61.31%	58.49%	64.87%
					流动比率	1.37	1.60	1.95	2.15
					速动比率	1.07	1.35	1.68	1.93
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.02	0.13	0.38	0.63
					每股净资产	0.88	1.22	1.77	2.68
					每股经营现金	-0.11	0.23	0.47	0.89
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	861.09	2529.93	6148.65	9976.11					
PE	130.14	18.95	6.35	3.81					
PB	2.71	1.96	1.35	0.89					
PS	1.07	0.80	0.56	0.43					
EV/EBITDA	18.60	5.61	1.96	0.76					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn