

稳健经营穿越周期，养殖龙头前景向好

投资要点

- **业绩总结：**2021年公司实现营业收入788.9亿元，同比增长40.2%，归母净利润69亿元，同比减少74.9%，扣非后归母净利润67.9亿元，同比减少75.2%；22年Q1公司实现营业收入182.8亿元，同比减少9.3%，归母净利润-51.8亿元，同比减少174.4%。
- **点评：**公司21年业绩下滑主要是受到生猪价格的影响，21年公司出栏生猪4026万头，同比增加122.3%，实现销售收入750亿元，整体平均来看头均收入1863元，20年头均收入3040元。21年公司生猪养殖毛利率17.5%，同比下降44.6个百分点。根据万得数据库表明，2021年Q1生猪价格处于高位，根据万得数据库显示在36-25元/公斤左右波动，22年Q1生猪价格处于低位，在12-16元/公斤间波动，养殖企业普遍存在亏损，公司22年一季度出栏1381.7万头，亏损51.8亿元，头均亏损约375元，公司拥有养殖成本优势，未来生猪价格回暖业绩有望率先迎来好转。
- **公司依照周期调整生产节奏，稳中求进，牢牢把握成本优势，科学养殖。**2021年全年实现生猪销售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，截至2021年12月底，能繁母猪存栏量为283.1万头，全年实现销售收入750.9亿元，同比增长36.4%，公司预计2022年出栏生猪5000-5600万头。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。牧原针对饲料与人工两大主要成本构成挖掘竞争力：饲料方面公司自主生产，且养殖产能主要分布在粮食主产区，可就近集中收获原粮，供给稳定可控且降低采购成本；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。另一方面，牧原高度重视养殖效率，拥有智能现代化猪舍优势，完善养殖体系，保证生猪存活率，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。
- **当前生猪价格仍处于低位，产能持续去化，未来盈利能力修复，行业情况有望好转。**截至2022年一月，农业农村部数据显示能繁母猪存栏4290万头，环比下降0.9%，同比下降3.7%，产能进一步去化，但产能去化的过程中存在有结构调整，能繁母猪PSY等指标逐步提升，截至22年3月，全国能繁母猪存栏4185万头，环比减少2%，产能去化持续进行，当前生猪价格仍处于低位，未来预期向上，公司将逐步实现盈利。公司产能布局仍有有条不紊地进行，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，公司由养殖向下游屠宰业务延伸，作为大型养殖企业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。21年10月公告非公开发行预案，拟募集资金60亿用于补充流动资金，优化财务结构增强公司实力，满足发展需求。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为1.83元、5.49元、7.94元，对应动态PE分别为29/10/7倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**产能扩张不及预期；产品销售情况不及预期；养殖业突发疫情等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	78889.87	103319.58	144647.42	182811.50
增长率	40.18%	30.97%	40.00%	26.38%
归属母公司净利润（百万元）	6903.78	9741.94	29238.15	42281.61
增长率	-74.85%	41.11%	200.13%	44.61%
每股收益EPS（元）	1.30	1.83	5.49	7.94
净资产收益率ROE	11.13%	14.19%	19.87%	30.16%
PE	40	29	10	7
PB	4.05	3.66	2.57	1.79

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)	53.22
流通A股(亿股)	36.01
52周内股价区间(元)	40.91-114.68
总市值(亿元)	2,779.72
总资产(亿元)	1,692.05
每股净资产(元)	10.02

相关研究

1. 牧原股份(002714)：股权激励助长远发展，养殖龙头砥砺前行（2022-02-14）
2. 牧原股份(002714)：稳健发展穿越周期，养殖龙头蓄势待发（2021-10-19）
3. 牧原股份(002714)：产能逐步释放营收增长，养殖龙头稳步发展（2021-08-27）
4. 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）

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	78889.87	103319.58	144647.42	182811.50	净利润	7638.58	10778.82	32350.12	46781.86
营业成本	65679.90	83867.44	100452.30	121042.10	折旧与摊销	8113.37	9475.36	9475.36	9475.36
营业税金及附加	92.17	114.71	158.32	203.30	财务费用	2177.73	694.59	497.02	-30.50
销售费用	699.74	619.92	1084.86	1188.27	资产减值损失	0.00	20.00	15.00	10.00
管理费用	3442.21	7232.37	10125.32	13710.86	经营营运资本变动	12143.46	13872.99	4187.22	3446.75
财务费用	2177.73	694.59	497.02	-30.50	其他	-13778.11	-40.00	-35.00	-30.00
资产减值损失	0.00	20.00	15.00	10.00	经营活动现金流净额	16295.03	34801.76	46489.72	59653.47
投资收益	-12.67	20.00	20.00	20.00	资本支出	-37641.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1673.65	111.83	10.84	13.28
其他经营损益	14.40	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-35967.71	111.83	10.84	13.28
营业利润	7668.31	10790.55	32334.60	46707.46	短期借款	5759.11	16416.20	-25339.62	-13368.19
其他非经营损益	-57.71	-34.88	-48.01	-46.87	长期借款	3585.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	7610.60	10755.67	32286.59	46660.59	股权融资	620.63	0.00	0.00	0.00
所得税	-27.98	-23.15	-63.53	-121.27	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	7638.58	10778.82	32350.12	46781.86	其他	4205.84	-11867.63	-497.02	30.50
少数股东损益	734.81	1036.89	3111.97	4500.25	筹资活动现金流净额	14171.00	4548.57	-25836.64	-13337.70
归属母公司股东净利润	6903.78	9741.94	29238.15	42281.61	现金流量净额	-5501.69	39462.16	20663.92	46329.05
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	12197.63	51659.79	72323.71	118652.76	成长能力				
应收和预付款项	1489.47	4407.91	4319.75	5693.99	销售收入增长率	40.18%	30.97%	40.00%	26.38%
存货	34475.73	44022.48	52727.96	63535.65	营业利润增长率	-74.80%	40.72%	199.66%	44.45%
其他流动资产	589.82	771.48	1079.98	1364.86	净利润增长率	-74.85%	41.11%	200.13%	44.61%
长期股权投资	307.15	307.15	307.15	307.15	EBITDA 增长率	-48.28%	16.71%	101.84%	32.73%
投资性房地产	151.92	60.77	69.88	76.57	获利能力				
固定资产和在建工程	110654.34	101197.00	91739.66	82282.32	毛利率	16.74%	18.83%	30.55%	33.79%
无形资产和开发支出	863.03	845.77	828.51	811.25	三费率	8.01%	8.27%	8.09%	8.13%
其他非流动资产	16536.68	16535.92	16535.16	16534.41	净利率	9.68%	10.43%	22.36%	25.59%
资产总计	177265.76	219808.26	239931.75	289258.95	ROE	11.13%	14.19%	29.87%	30.16%
短期借款	22291.62	38707.82	13368.19	0.00	ROA	4.31%	4.90%	13.48%	16.17%
应付和预收款项	38347.26	57229.37	67665.29	80091.46	ROIC	8.48%	9.14%	26.57%	35.89%
长期借款	13923.31	13923.31	13923.31	13923.31	EBITDA/销售收入	22.77%	20.29%	29.25%	30.72%
其他负债	34099.46	33988.58	36665.67	40153.03	营运能力				
负债合计	108661.64	143849.08	131622.46	134167.80	总资产周转率	0.53	0.52	0.63	0.69
股本	5262.36	5322.08	5322.08	5322.08	固定资产周转率	1.00	1.09	1.69	2.41
资本公积	9122.54	9062.81	9062.81	9062.81	应收账款周转率	1018.31	827.99	1015.13	917.27
留存收益	37964.66	47706.60	76944.75	119226.36	存货周转率	2.36	2.14	2.08	2.08
归属母公司股东权益	54351.77	60669.94	89908.09	132189.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.60%	—	—	—
少数股东权益	14252.35	15289.23	18401.20	22901.46	资本结构				
股东权益合计	68604.12	75959.18	108309.30	155091.16	资产负债率	61.30%	65.44%	54.86%	46.38%
负债和股东权益合计	177265.76	219808.26	239931.75	289258.95	带息债务/总负债	41.27%	42.58%	27.29%	16.81%
					流动比率	0.62	0.89	1.29	1.82
					速动比率	0.18	0.50	0.77	1.21
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	17959.41	20960.50	42306.97	56152.32	每股收益	1.30	1.83	5.49	7.94
PE	40.26	28.53	9.51	6.57	每股净资产	12.89	14.27	20.35	29.14
PB	4.05	3.66	2.57	1.79	每股经营现金	3.06	6.54	8.74	11.21
PS	3.52	2.69	1.92	1.52	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	16.61	12.92	5.31	2.94					
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