

2021年02月05日

证券研究报告·公司研究报告

牧原股份 (002714) 农林牧渔

持有 (首次)

当前价: 106.53 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

养殖龙头产业延伸，产能扩张稳中求进

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司作为生猪养殖行业领军者，未来将持续扩张市场份额，业绩稳步增长。1) 公司产业链完备，自繁自养式养殖扩产不受合作方天花板限制，20年出栏量同比增长77%，且未来将进一步发展屠宰业务；2) 特有二元轮回杂交使公司拥有良好的产能弹性，可迅速对市场需求做出反应；3) 公司养殖成本优势明显，未来即使猪肉价格回调，业绩仍值得期待。
- **公司采用自繁自养模式，拥有完整产业链，且后续将继续延伸至屠宰业务，业绩迎来新的增长点。** 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，2020年生猪出栏量达1811.5万头，同比增长76.7%，领先同行业其他公司。虽然公司的固定资产周转率因自建养殖场的需求而低于同行业平均水平，但ROE在2020Q3达到波峰47.9%，为行业领先水平。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，截至2020年上半年公司已设立13家屠宰子公司，未来屠宰布局将更加完善。
- **公司特有二元轮回杂交的育种模式，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。** 相较于传统三元杂交，二元轮回杂交放弃了部分杂种优势，但其杂种母猪角色的灵活性保证了母本数量的充足。在非洲猪瘟所带来的祖代、父母代产能去化的背景下，公司把握市场供不应求的缺口，将更多的杂种母猪育肥后作为后备母猪，为产能扩张做准备。由2018年底至2019年底生猪价格上涨144.6%，公司生产性生物资产同时段同比增长162.5%，趋势与市场接近，在市场运用传统三元方式育种的生猪企业采用“三元肥转母”时，公司应用其成熟的技术优势，率先占领市场份额。
- **公司拥有明显成本优势，使其顺利度过生猪养殖低谷，未来将持续有力扩张。** 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。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为7.60元、10.55元、7.64元，对应动态PE分别为14/10/14倍，参考同行业2021年平均PE为7倍，考虑到公司行业龙头地位，市场目前估值合理，首次覆盖给予“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 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 20221.33 | 53884.40 | 83476.25 | 92358.71 |
| 增长率 | 51.04% | 166.47% | 54.92% | 10.64% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 6114.36 | 28582.43 | 39654.05 | 28717.53 |
| 增长率 | 1075.37% | 367.46% | 38.74% | -27.58% |
| 每股收益EPS(元) | 1.63 | 7.60 | 10.55 | 7.64 |
| 净资产收益率ROE | 19.98% | 51.38% | 44.17% | 25.91% |
| PE | 65 | 14.0 | 10.1 | 13.9 |
| PB | 17.33 | 8.34 | 4.89 | 3.90 |

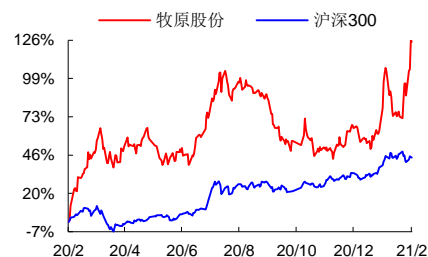
数据来源: Wind, 西南证券

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) | 37.59 |
| 流通A股(亿股) | 24.95 |
| 52周内股价区间(元) | 66.1-133.7 |
| 总市值(亿元) | 4,004.81 |
| 总资产(亿元) | 1,037.99 |
| 每股净资产(元) | 11.04 |

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1 公司概况：农业产业化龙头企业 | 1 |
| 2 行业分析：生猪存栏稳步恢复，养殖结构不断优化 | 2 |
| 2.1 非瘟疫情与环保政策叠加，规模化养殖迅速发展 | 2 |
| 2.2 生猪养殖产业持续恢复 | 4 |
| 3 公司分析：生猪养殖领军者，多点开花促发展 | 5 |
| 3.1 自繁自养完善产业链，全程可控有利于扩产 | 5 |
| 3.2 二元杂交成“牧原特色”，迅速扩产争市场份额 | 9 |
| 3.3 科学养殖助力成本控制，度过波谷未来有力扩张 | 10 |
| 4 盈利预测与估值 | 12 |
| 4.1 盈利预测 | 12 |
| 4.2 相对估值 | 13 |
| 5 风险提示 | 13 |

图 目 录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司 2020H1 主营业务收入结构情况..... | 1 |
| 图 2: 公司 2020H1 主营业务成本构成情况..... | 1 |
| 图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速..... | 1 |
| 图 4: 公司 2013 年以来归母净利润及增速..... | 1 |
| 图 5: 不同规模生猪养殖场占比..... | 2 |
| 图 6: 2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量 (万头)..... | 3 |
| 图 7: 自 2018 年起生猪存栏量月环比变动..... | 4 |
| 图 8: 自 2018 年起能繁母猪存栏量月环比变动..... | 4 |
| 图 9: 2018 年 11 月-2020 年仔猪价格走势 (元/公斤)..... | 4 |
| 图 10: 2018 年 11 月-2020 年二元母猪价格走势 (元/公斤)..... | 4 |
| 图 11: 2020 年 H1 龙头养殖企业生产性生物资产变动情况..... | 5 |
| 图 12: 公司生产经营结构图..... | 6 |
| 图 13: 公司 2013-2020 生猪出栏量 (单位: 万头)..... | 7 |
| 图 14: 行业内其他公司 2014-2020 生猪出栏量 (单位: 万头)..... | 7 |
| 图 15: 公司及同行业企业固定资产周转率 (次)..... | 7 |
| 图 16: 2011 年以来公司 ROE、ROA 水平..... | 7 |
| 图 17: 传统三元杂交示意图..... | 9 |
| 图 18: 二元轮回杂交示意图..... | 9 |
| 图 19: 生猪出场平均价 (元/公斤)..... | 10 |
| 图 20: 公司生产性生物资产及同比变动..... | 10 |
| 图 21: 公司子公司分布情况..... | 11 |

表 目 录

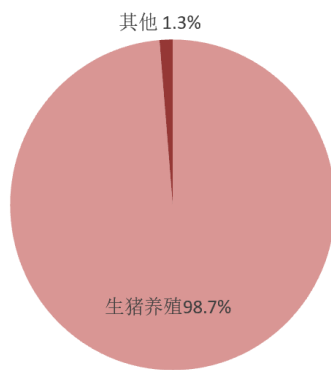
| | |
|--------------------------|----|
| 表 1: 畜禽养殖环保政策要求 | 2 |
| 表 2: 养殖模式主要特征对比 | 6 |
| 表 3: 生猪屠宰相关政策 | 8 |
| 表 4: 二元轮回杂交与三元杂交对比 | 9 |
| 表 5: 分业务收入及毛利率 | 13 |
| 表 6: 可比公司估值 | 13 |
| 附表: 财务预测与估值 | 14 |

1 公司概况：农业产业化龙头企业

牧原股份于2000年成立于河南省，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。公司把握生猪自育自繁自养技术，产业链由饲料加工至商品猪饲养全面覆盖，并拥有自动化水平较高的猪舍以及饲喂系统、生猪育种技术、独特饲料配方等优势，是我国最大的生猪养殖与育种企业之一，主营业务为商品猪的养殖与销售，主要产品为种猪与商品猪。目前，公司是第一批国家生猪核心育种场，获有国家级星火计划项目证书等荣誉。

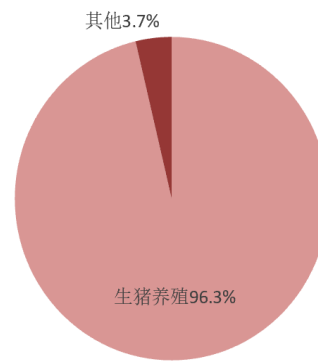
公司主营业务结构：公司营业收入来自农业板块，2020年上半年年公司实现营业收入**210.3亿元**，其中生猪养殖实现营业收入207.5亿元，占比达**98.7%**，其他业务占比**1.3%**。同期营业成本为**79.1亿元**，其中生猪占比**96.3%**，毛利率约为**63.3%**，公司营业结构相对简单，生猪养殖对公司整体毛利贡献占比为**100%**。

图 1：公司 2020H1 主营业务收入结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

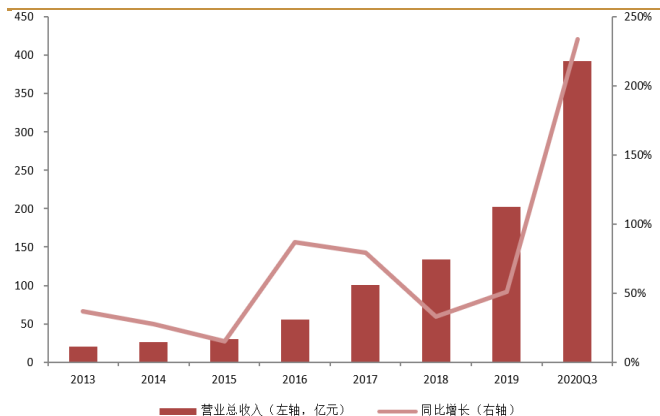
图 2：公司 2020H1 主营业务成本构成情况



数据来源：Wind，西南证券整理

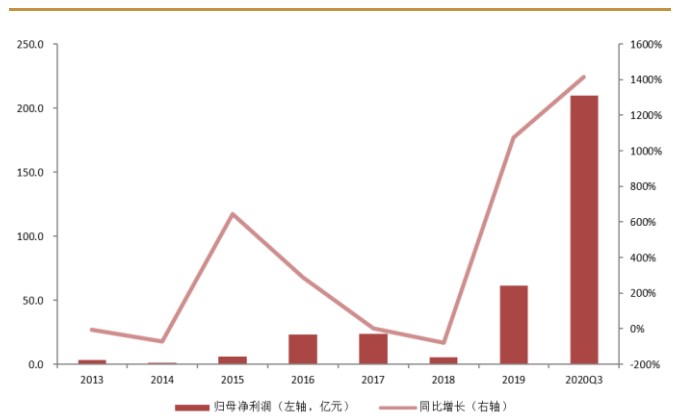
公司业绩状况：截至2020年第三季度，公司实现营业收入**391.6亿元**同比增长**233.8%**，归母净利润**209.9亿元**同比增长**1413.3%**。2013年至2019年营业收入与归母净利润的复合增长率分别为**46.5%**、**64.9%**。2018年归母净利润下降主要是受到非洲猪瘟疫情影响，后续经营迅速恢复，并把握市场供需缺口高速增长。

图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速



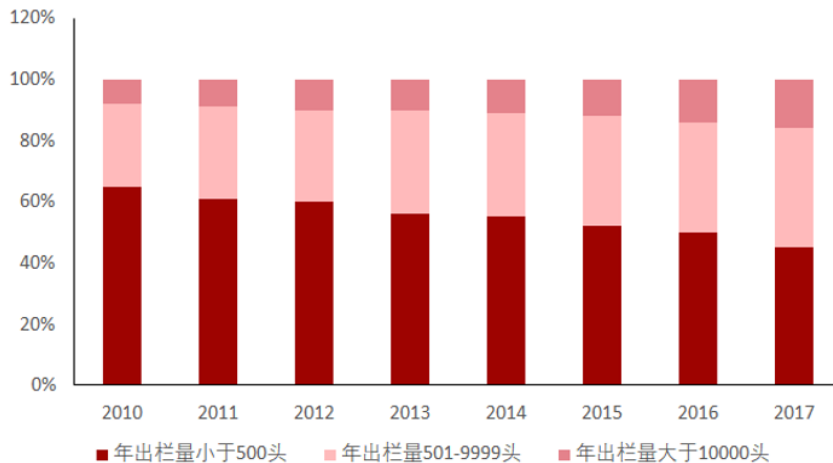
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：生猪存栏稳步恢复，养殖结构不断优化

2.1 非瘟疫情与环保政策叠加，规模化养殖迅速发展

自 2015 年至 2019 年的五年内，中大型规模化养殖场的占比由 45% 上升至 62%，一方面散户减少使得猪类养殖场总数由 5000 万减少至 2600 万户，另一方面年出栏达 5 万头的大规模养殖场上升趋势明显，由 200 户左右上升至 450 户左右。而未来，行业集中度有望进一步提升，在 2017 年我国生猪养殖行业 CR10 仅为 6.9%，参照美国等成熟市场，仍有发展空间。2019 年至 2020 年，生猪出栏量较大的十家上市养殖公司（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）占总生猪出栏量的比例有所提升。规模化养殖迅速发展的原因可以概括为两方面：政府对于生猪养殖场的环保要求使散户退出市场，在非洲猪瘟的疫情影响下，规模化养殖场体现出更强的抗风险能力与恢复能力。

图 5：不同规模生猪养殖场占比



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

政府强调环保要求，散户养殖难以满足条件。一直以来，我国的生猪养殖行业进出壁垒低，参与者以散户和家庭农户为主，极度分散、养殖效率较低。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。

表 1：畜禽养殖环保政策要求

| 时间 | 政策 | 重点内容 |
|---------|----------------|---|
| 2014.01 | 《畜禽规模养殖污染防治条例》 | 明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。 |
| 2015.01 | 《环保法》 | 进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定。 |

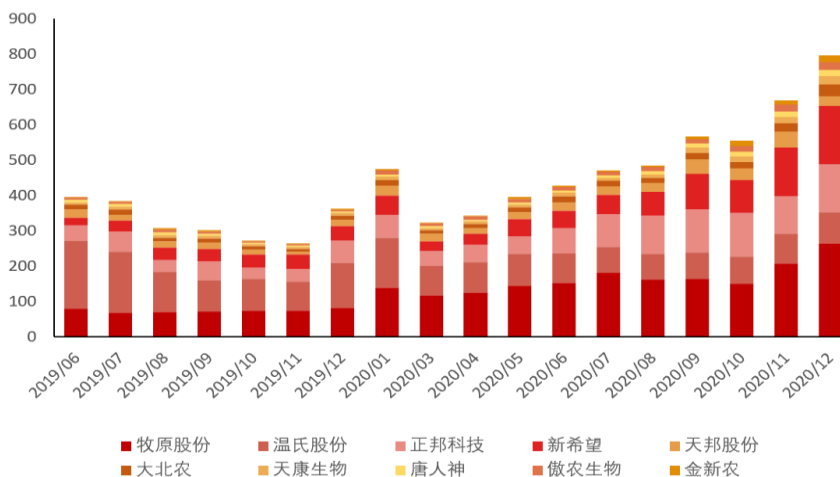
| 时间 | 政策 | 重点内容 |
|---------|-----------------------------|--|
| 2015.04 | 《水污染防治行动计划》 | 科学划定畜禽养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。 |
| 2015.11 | 《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》 | 要求主产区制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。 |
| 2016.11 | 《畜禽养殖禁养区划定技术指南》 | 要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。 |
| 2016.12 | 《“十三五”生态环境保护规划》 | 要求 2017 年年底以前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。 |

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

非洲猪瘟作为一种高致死性传染病，2017 年该病毒传入俄罗斯，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地，截止 2019 年 4 月，我国共发生猪瘟 129 起，捕杀生猪 102 万头。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，目前还没有可用于预防和治疗的疫苗，因此对防控工作要求很高。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。2018 年 9 月农业农村部与财政部联合印发《关于做好非洲猪瘟强制扑杀补助工作的通知》中提到，为农户及地方不瞒报可能存在的疫情，对扑杀动物进行 1200 元/头的补偿。

在非洲猪瘟以及 2020 年初新冠疫情的影响下，龙头企业规模养殖场，表现出较强防控与抗压能力。据中国产业信息网数据显示，年产 500 头以上的规模养殖发生非洲猪瘟场点占比不足 10%，而年产 500 头以下的散户发生非洲猪瘟的场点占比达 30%。2020 年年初为防控新冠疫情采取的停工停产措施，致使饲料价格上升，生猪运输困难，最终降价处理，入不敷出。散户在此双重打击之下，退出市场，数量降低。

图 6：2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量（万头）



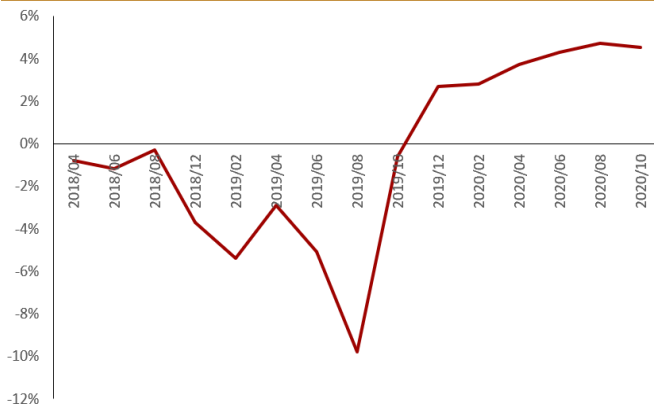
数据来源：wind，西南证券整理。注：因公司披露时间段不同，2020 年 1 月数据为 2020 年 1 月与 2 月合计总量

上市公司生猪出栏量不断攀升，大型养殖场出栏生猪于市场的份额逐渐扩大。上市生猪养殖企业生猪出栏量分别在 2019 年 8 月以及 2020 年 2 月存在下跌，可归结于非洲猪瘟、新冠疫情的影响，随后在 2019 年 11 月全国生猪与母猪存栏量上升后，12 月的生猪出栏量提升，而随着新冠疫情得到控制，生猪出栏量恢复速度快，2020 年共计 5498.8 万头，相较于 2019 年 4503 万头同比增长 22.1%，适应市场能力明显强于散户养殖，规模化养殖稳定性优势有所体现。

2.2 生猪养殖产业持续恢复

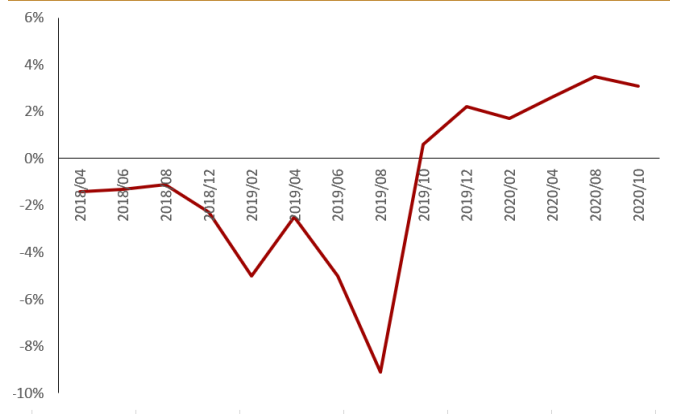
受非洲猪瘟影响生猪存栏量以及出栏量大幅降低，2019年12月起逐步回升。自2018年起生猪存栏量与能繁母猪存栏量均大幅减少，月环比变动幅度在2019年8月达到-9.8%、-9.1%，当期数据显示生猪与能繁母猪存栏量同比变化-38.7%、-37.4%。《2019年国民经济和社会发展统计公报》显示，受非洲猪瘟的影响2019年末，我国生猪存栏31041万头，下降27.5%；生猪出栏54419万头，下降21.6%；全年猪肉产量4255万吨，下降21.3%。

图7：自2018年起生猪存栏量月环比变动



数据来源：wind, 西南证券整理

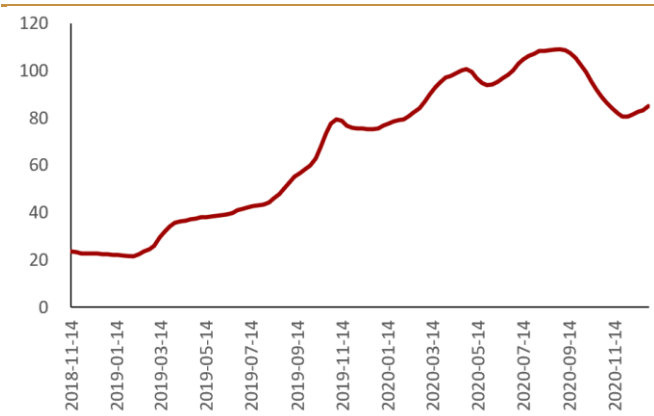
图8：自2018年起能繁母猪存栏量月环比变动



数据来源：wind, 西南证券整理

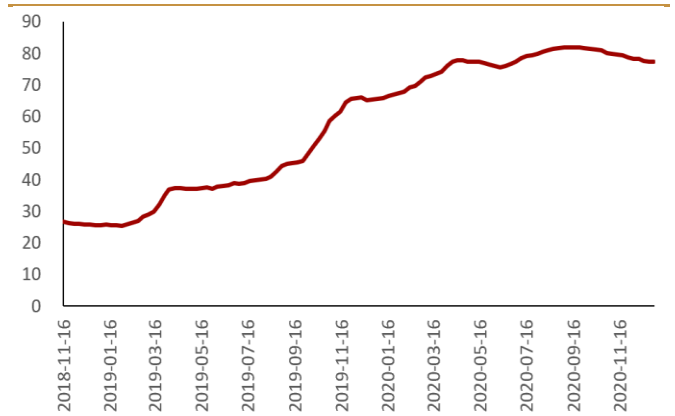
随着非瘟疫情得到控制，2019年底迎来情况好转。2019年11月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加0.6%，在12月生猪存栏量也首次实现环比增长2%。国家统计局公布数据显示，截至三季度末，我国生猪存栏量达37039万头，同比增长20.7%，能繁母猪存栏3822万头，同比增长28%，能繁母猪已初步恢复至非洲猪瘟爆发前的九成水平。

图9：2018年11月-2020年仔猪价格走势（元/公斤）



数据来源：wind, 西南证券整理

图10：2018年11月-2020年二元母猪价格走势（元/公斤）



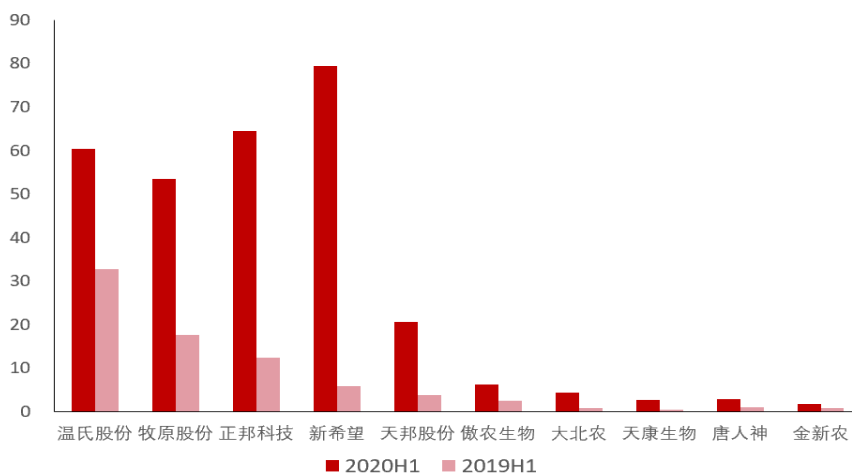
数据来源：wind, 西南证券整理

虽然猪肉价格有所回落，但现仍处于相对高位，结合仔猪与二元母猪的价格走势分析，养殖户补栏短期仍将持续。随着生猪与能繁母猪存栏量的提升，市场的猪肉价格得到有效控制，并且我国非瘟疫情现控制情况良好，市场整体应处于稳定小幅回升的状态。生猪出场价格截止2020年12月23日，为34元/千克，相较于2018-2019整体平均在13元/千克左右的价格，可判断为高位。市场上养殖散户进行补栏时选择仔猪，据统计显示2020年12月

30日, 全国仔猪平均价格为 84.9 元/公斤, 自 2020 年 9 月下调后呈现小幅上升趋势, 且现阶段仍维持在较高水平。而企业养殖在补栏时通常选择二元母猪, 2020 年 12 月 31 日, 二元母猪的价格为 77.4 元/公斤, 相较于 2019 年 6 月价格接近翻倍。价格体现出仔猪与二元母猪的需求现仍较为旺盛, 但短期内增速放缓。

补栏参与者主要为上市公司, 规模养殖户。根据上市公司年报反应, 2020 年上半年猪类养殖大型企业生产性生物资产相较于去年同期均存在增长, 增长数额最高可达 73 亿而增长幅度最高达 12 倍。预计未来仍有提升, 但数量与幅度会有所下降, 龙头养殖企业间竞争激烈, 而公司拥有全产业链可控的自繁自养自育模式、特色二元轮回杂交以及养殖成本低等竞争优势, 未来业绩可期。

图 11: 2020 年 H1 龙头养殖企业生产性生物资产变动情况



数据来源: wind, 西南证券整理

3 公司分析: 生猪养殖领军者, 多点开花促发展

3.1 自繁自养完善产业链, 全程可控有利于扩产

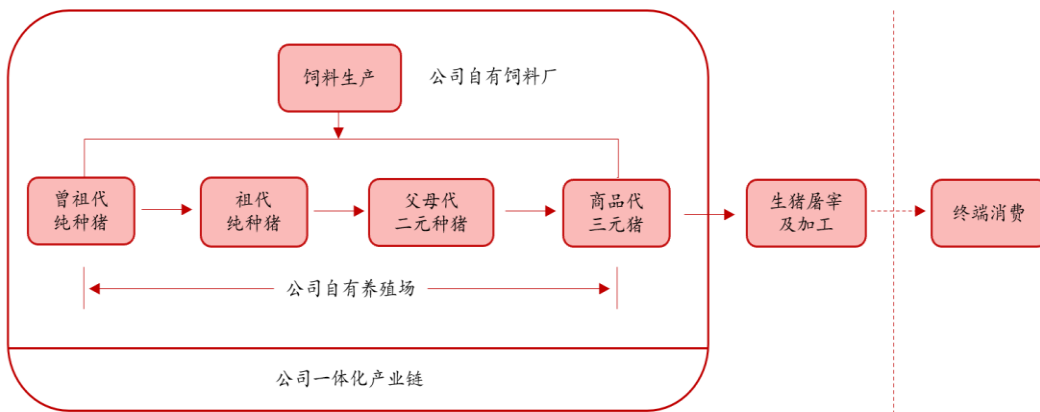
我国现有的生猪养殖模式主要可分为散户养殖、“公司+农户”合作模式、“公司+专业育肥场”合作模式、公司自繁自养。“公司+农户”的合作模式中又可以细分为松散型与紧密型。不同的养殖模式为适应时代背景发展而来, 整体以提高养殖效率为目的, 逐渐由粗放型养殖向工业化生产靠拢。合作式养殖与自繁自育式的核心不同在于育肥环节是由公司自行建设育肥场并完成培育还是以订单合同的形式外包由专业育肥场。合作式养殖使用轻资产快速撬动社会资源, 利用企业自身管理与技术优势, 整合农村土地以及劳动力资源, 专业育肥场则进行单厂的迭代升级, 更加聚焦于精细化的生产; 而自育肥模式公司将会承担所有风险, 相应享有所有盈利, 重资产投入相对建设期较长, 但未来对市场需求以及价格的反应速度将更快。

表 2: 养殖模式主要特征对比

| | 散养 | 松散型“公司+农户” | 紧密型“公司+农户” | 自繁自养 |
|---------|---------|-------------------|---------------------|------------------------------|
| 公司与农户关系 | 农户自营 | 合作 | 一对一、排他性合作 | 公司聘用员工 |
| 饲料、种苗采购 | 农户采购 | 农户采购 | 公司供应 | 公司供应 |
| 养殖舍所有权 | 农户 | 农户 | 农户或合作建厂 | 公司 |
| 收益波动性 | 随市场波动性高 | 具有一定波动性 | 公司保障农户合理利润 | 工人获取工资, 不随市场波动 |
| 生猪所有权 | 农户 | 农户 | 公司 | 公司 |
| 产能扩张 | 困难 | 农户协调为核心难点, 面临扩张瓶颈 | 轻资产扩张速度较快, 但存在天花板限制 | 扩张需重资产, 资金需求高, 建设期较长, 但后期可持续 |
| 抗风险能力 | 弱 | 一般 | 较强 | 最强 |

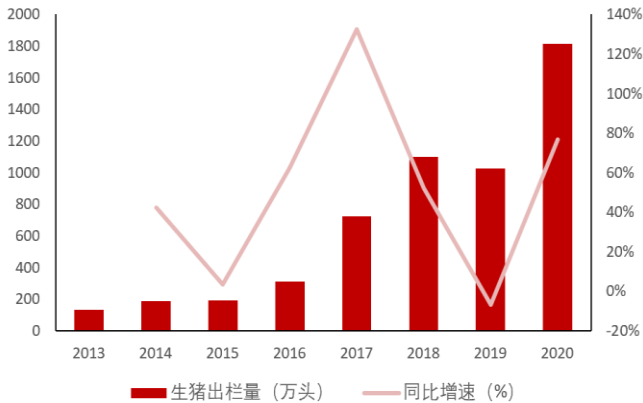
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

牧原股份在上市生猪养殖企业中为自繁自养模式的代表, 该模式特点在于, 前期建设结束后, 扩产可持续、反应敏捷。在行业极为分散的环境中, 合作式养殖可利用轻资产的优势实现快速扩张, 积累初期原始资本, 提高产业链整体生产效率, 但后续扩产则受到诸多因素的制约。在自育肥的模式中, 公司直接把握生产性生物资产的投入, 避免订单式外包等中间环节, 提高决策效率, 能最快对猪价波动做出反应, 抢占市场先机, 实现利润最大化; 且其并不依赖于优质农户的数量, 前期自行建设的养殖场随育肥环节经验的累积, 配合猪舍等硬件设施的迭代升级, 使其在成本可控的优势下顺利扩产。2000 年公司成立以来, 坚持采用大规模一体化养殖模式, 现已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰为一体的完整闭环式生猪产业链, 目前是我国较大的生猪养殖、生猪育种企业。

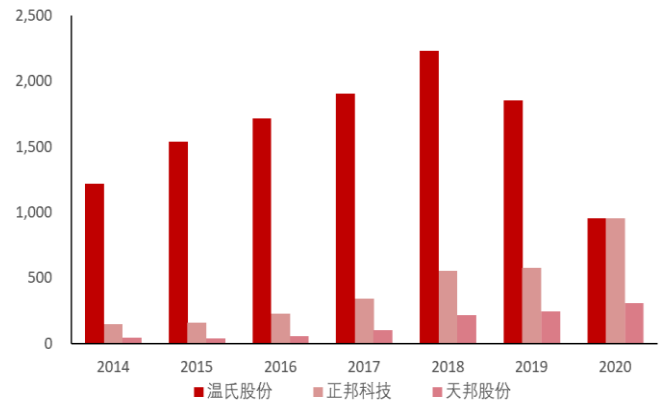
图 12: 公司生产经营结构图


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

牧原采用该模式, 其生猪出栏量在 2017 年达到 723.7 万头, 实现同比增长 132.4%, 达到增速峰值, 2020 年全年生猪出栏量达 1811.5 万头, 同比增长 76.7%, 为同行业领先水平。合作式养殖的上市公司代表, 温氏股份、正邦科技与天邦股份 2020 年生猪出栏量分别为 954.6 万头、956 万头、307.8 万头, 同比变化-48.4%、65.3%、26.2%。

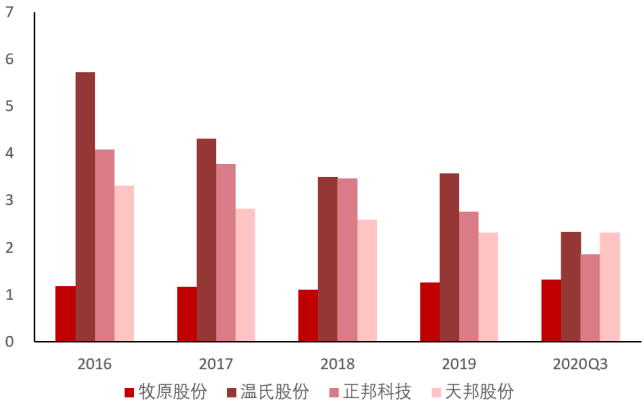
图 13: 公司 2013-2020 生猪出栏量 (单位: 万头)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

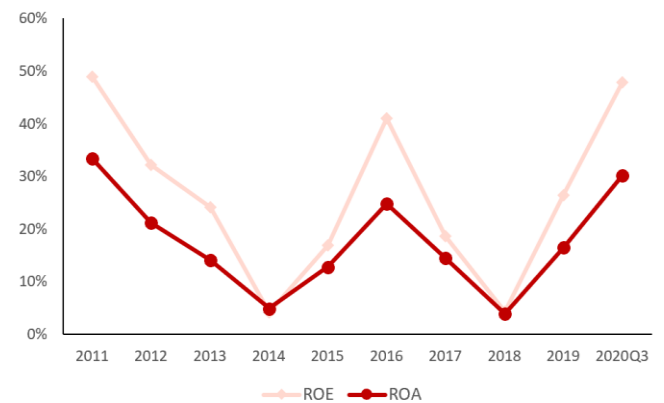
图 14: 行业内其他公司 2014-2020 生猪出栏量 (单位: 万头)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

自繁自养模式因存在养殖场建设等前期发展需求, 固定资产投入更多, 但 2015 年-2020 年, 公司顺利实现出栏量 6 年扩张 9.4 倍。从 2016 年-2020 年 Q3 数据来看, 公司固定资产周转率皆处于同行业较低水平, 数值基本小于 2, 2020 年三季度达到 1.3, 且资本开支额较高, 生产经营所产生的利润又将进一步投入到产能扩张中。盈利能力方面随猪周期存在一定波动, 但整体维持在较高水平, 2011 年、2016 年、2020 年 Q3 达到三次波峰 ROE 分别为 48.9%、41.0%、47.9%, 自 2011 年至 2020Q3 公司 ROE 均值为 26.5%, ROA 均值为 17.6%, 高于行业平均水平。

图 15: 公司及同行业企业固定资产周转率 (次)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 2011 年以来公司 ROE、ROA 水平


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

除扩张速度外, 产业链一体化有助于公司在食品安全以及疫病防空方面获得优势。因公司所有生猪均为自养, 在生猪饲养各个环节, 均制定了严格技术标准和质量标准, 拥有健全的食品控制点记录, 质量追踪体系可实现从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次, 可有效保障食品安全。公司因不断加强生猪饲养过程中每个环节的品质管理, 在饲料生产以及生猪养殖环节获得 FSSC22000 食品安全体系认证、GLOBAL GAP 体系认证、ISO14001 环境管理体系认证。疫病防控方面, 公司充分发挥其二十余年生猪养殖及疫病防控经验, 秉承“养重于防, 防重于治, 综合防治”的理念, 建立了完善的消毒、防疫制度, 实行“大区域、小单元”的布局, 防止交叉感染以及外界病原入侵, 在养殖过程中采取“早期隔离断奶”的做法, 避免母猪将疾病传染给仔猪, 提高仔猪生活力, “分胎次饲养”避免抵抗力较低的猪群将疾病传播, 除此以外还存在“一对一转栏”、“一对一转栏”、“全进全出”、“空气过滤”、“独立通

风”、“出风灭菌”、“巡检机器人”、“水源超滤”、“饲料管链运输”等生物安全措施，确保本公司防疫体系安全、有效。

未来公司将进一步发展屠宰业务，将产业链向消费端延伸。2019年9月国务院办公厅印发《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，提出通过加快屠宰行业提档升级、变革传统生猪调运方式、加强冷链物流基础设施建设来健全现代生猪流通体系。政府鼓励生猪就地屠宰，实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。且2020年3月19日下午，在国务院联防联控机制召开的介绍畜禽产品保供稳价工作情况的新闻发布会上，农经司副司长邱天朝表示，未来将引导民营企业提升生猪产业发展质量，适应从“运猪”到“运肉”的发展趋势，引导大型养殖企业就地就近配套发展生猪屠宰加工业，推动完善冷链物流基础设施网络。

表 3：生猪屠宰相关政策

| 时间 | 印发部门 | 文件名称 | 相关内容 |
|---------|---------------|----------------------------------|---|
| 2016.12 | 农业部 | 《关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》 | 全面贯彻落实《中华人民共和国动物防疫法》、《生猪屠宰管理条例》等有关法律法规，以保障屠宰环节质量安全为根本目标，以落实责任、强化监管、提质升级、规范经营为首要任务，以推进集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冰鲜上市为主攻方向，构建科学、高效、系统的屠宰环节质量安全保障体系，推动屠宰行业转型升级。 |
| 2018.11 | 农业农村部 | 《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》 | 省级畜牧兽医主管部门按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的总体思路，综合生猪养殖、市场消费、交通运输等因素，调整完善本区域生猪屠宰行业发展规划。生猪生产发展规划的重点发展区和潜力增长区省份，要根据养殖规模、数量等因素适当增加屠宰企业设置数量，留出发展空间。地方各级畜牧兽医部门要按照减数控量、提质增效的要求，坚决关闭不符合设定条件的生猪屠宰企业，压缩落后产能。 |
| 2019.09 | 国务院办公厅 | 《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》 | 应稳定当前生猪生产，鼓励地方结合实际加大生猪生产扶持力度，规范禁养区划定与管理，保障种猪、仔猪及生猪产品有序调运，持续加强非洲猪瘟防控，加强生猪产销监测，完善市场调控机制。要加快构建现代养殖体系，大力发展标准化规模养殖，积极带动中小养猪场（户）发展，推动生猪生产科技进步，加快养殖废弃物资源化利用，加大对生猪主产区支持力度。要完善动物疫病防控体系，提升动物疫病防控能力，强化疫病检测和动物检疫，加强基层动物防疫队伍建设。要健全现代生猪流通体系，加快屠宰行业升级，变革传统生猪调运方式，加强冷链物流基础设施建设。 |
| 2020.03 | 国家发展改革委；农业农村部 | 《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》 | 支持民营企业全产业链发展。支持生猪养殖、屠宰、加工等龙头企业通过联合、收购和订单合同等方式，在省域或区域管理范围内加快全链条生产发展。引导大型养殖企业配套发展生猪屠宰加工业，在东北、华北、黄淮海、中南、西南等生猪养殖量大的地区就近配套建设屠宰加工产业，实现生猪主产区原则上就地就近屠宰，形成养殖与屠宰加工相匹配的产业格局。实行生猪屠宰分级管理制度，鼓励屠宰企业发展肉品精深加工和副产品综合利用，优化产品结构。充分发挥生猪养殖企业在农村扶贫攻坚中的作用，鼓励有条件的企业到适合发展生猪养殖的贫困地区建立养殖及屠宰加工基地，促进农民增收致富。 |

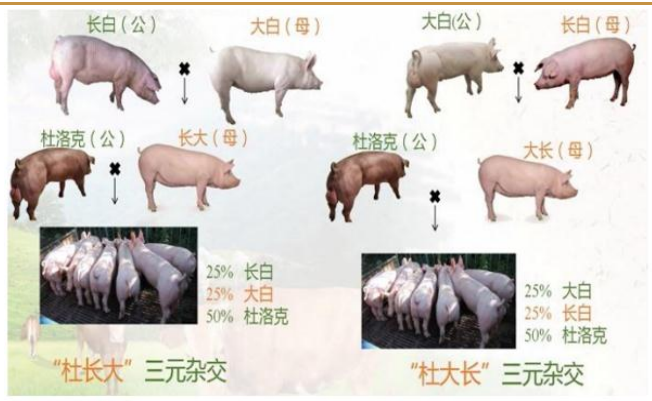
数据来源：农业农村部官网、发展改革委官网、国务院办公厅官网，西南证券整理

公司响应政府号召，把握市场机会，布局产业链向生猪屠宰板块延伸，加快布局屠宰产能。截至2020年上半年，公司在河南、山东、内蒙古等地屠宰板块已成立13家子公司，2019年公司在河南省内乡县、正阳县、商水县启动3个屠宰场项目，设计产能共计600万头，其中内乡县屠宰场已试运营，且由2020年半年报披露，屠宰场建设为在建工程的主要组成部分之一。同时，公司做好市场调研，组建管理、销售团队，做好人才储备，为公司屠宰业务的开展做好充足准备。

3.2 二元杂交成“牧原特色”，迅速扩产争市场份额

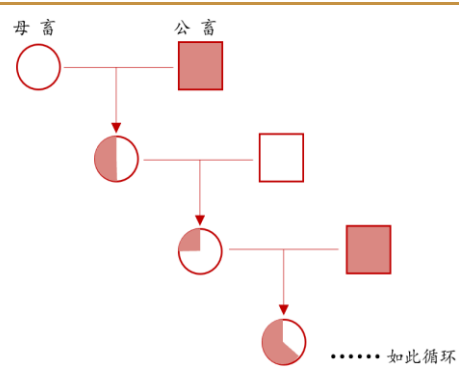
公司特有二元杂交育种体系有助于其产能变化以及销售节奏迅速依照市场需求和价格变化进行调整。食品安全、猪肉品质、瘦肉率、繁殖力皆为公司在育种时的考虑指标。公司坚持价值育种，从长远和当前利益出发，采用开放式核心群育种方式，持续提升猪群遗传性能，为猪肉产业链创造更多价值。传统三元杂交育种体系采用两个种群杂交，所生杂种一代母畜再与第三个种群的公畜杂交，所生二代杂种不论公母均用作商品代；而公司所采用的二元轮回杂交是指两个种群参与的轮回杂交，需要两个种群的纯种公畜，按世代轮回使用。

图 17：传统三元杂交示意图



数据来源：百度百科，西南证券整理

图 18：二元轮回杂交示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

二元轮回杂交放弃了部分杂种优势。三元杂交既可以利用二元母本所带有的杂交优势，又在三元杂交后代上产生 100% 的直接杂种优势，轮回二元杂交组合的规律是，含种群 A 血统比例较高的母畜与 B 种群的纯种公畜杂交，其后代母畜的 B 种群形状占比更高，之后再与 A 种群纯种公畜杂交，长此以往不断轮回，繁育体系达到较为平稳的趋势，可保持 67% 的相对杂种优势。

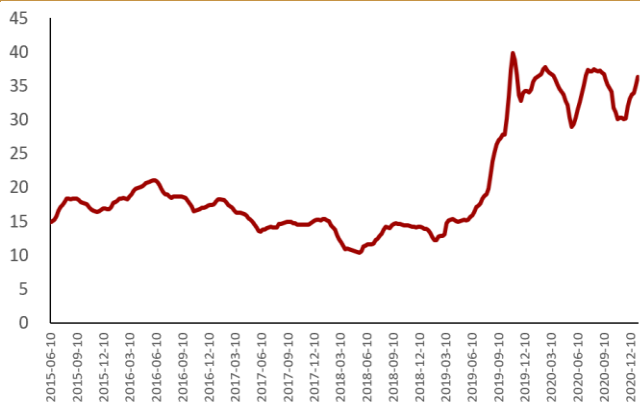
表 4：二元轮回杂交与三元杂交对比

| 育种方式 | 优势 | 劣势 |
|--------|--|--|
| 二元轮回杂交 | 1) 每代繁殖时只需引入少量纯种公畜或是冻精，无需单独维持两个纯繁种群，减轻工作负担与成本；2) 商品代自行留选后备母猪，避免了母猪的持续引进，控制引种成本，降低潜在的疾病风险；3) 因每代引入最优秀的公猪精液，而后各种猪与商品代同源，猪群性能稳步提高，减少繁育体系的层次，提升优质基因扩散速度；4) 仅涉及两个品种的种猪，在资金有限的情况下可集中培育长白猪和大白猪；5) 每代参加杂交的亲本群间存在较大的差异，因而可在一定程度上持续利用直接杂种优势。 | 1) 不利于获得父本杂种优势；2) 不利于利用亲本形状得到互补性；3) 不利于取得产品规格的一致性 |
| 三元杂交 | 1) 杂种优势明显，具体可表现为商品代仔猪在哺乳期间生活力提高，死亡率降低，生长速度稍快，断奶窝重的杂种优势率为 25%-30%；2) 二元杂种母猪的出生窝产仔数杂种优势为 5%-10%，且育仔性能优秀；3) 结合三个种群的互补效应，从单体角度出发，杂种优势更加明显。 | 1) 三元杂交需要维持纯种亲本群，且组织工作上侧重层面各有不同，也相对复杂：第一步繁殖注重繁殖形状以便于挑选母本，第二步则更注重生长形状；过程中需要进行组合的配合力测定，从而明确杂种母畜亲本间的繁殖性能以及第三种群与杂种母畜以育肥性能为重点的配合力情况。2) 在繁育过程第一步所产生的二元杂种公畜将作为副产品商品使用，产品一致性降低 |

数据来源：《家畜育种学》，西南证券整理

非洲猪瘟疫情使得传统二元母猪供不应求，公司利用育种模式优势抢占市场份额，将行业集中度提升的红利最大化。2018 年底开始的非洲猪瘟使得全国生猪与能繁母猪的存栏量皆大幅降低，三元杂交体系中的祖代与父母带也遭受去产能。在市场生猪供不应求时，传统三元体系内祖代-父母代培育成熟至可繁育后代所需时间大约为 20-30 个月，短期内没有足够的能繁母猪进行扩产支撑，市场存在有利用育肥的三元母猪作为后备母猪的选择，但由于三元杂交体系较为复杂，商品代亲本纯度有限，并不适合用作后备种猪，在育种的过程中将会出现配种成功率低、头胎产仔数少、死胎比例高、后代整齐度不好等问题。公司现有的繁育模式支持在商品代中保留合适母猪未来作为种猪使用，技术相较而言成熟，把握市场主要矛盾，提升母子猪留种比例迅速恢复产能，抢占市场空间。

二元轮回杂交保证杂种母本数量充足，有助于公司产能扩张，把握节奏，对市场价格变化迅速作出反应。这主要得益于二元轮回杂交中杂种母猪角色的灵活切换：若公司判断未来生猪价格存在上涨趋势，则将更多的杂种母猪育肥后作为后备母猪，为产能扩张做准备，若认为现阶段生猪价格处于高位，则降低母子猪留种比例，提高仔猪的销售占比。生猪价格自 2018 年底至 2019 年底由 13.9 元/千克上涨至 34 元/千克，同比变化 144.6%，相应公司生产性生物资产同比增长 162.5%，整体变动趋势与市场情况接近。

图 19：生猪出场均价（元/公斤）


数据来源：wind，西南证券整理

图 20：公司生产性生物资产及同比变动


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在育种核心技术及相关设备方面保持市场领先地位。公司拥有种猪 B 超背膘测定仪、BLUP 遗传性能评估软件，于 2017 年加入全国“猪基因组选择育种平台”，2019 年加入农业部“优质瘦肉型猪选育联合攻关项目”。除此以外公司联合各大高校及企业进行种猪智能测定技术、种猪大数据遗传评估技术、种猪种质资源分子鉴定技术等关键技术的研究，对进入核心种猪群的种猪执行严格的选留标准，从而保证并提升其优良的基因库性能。独立的育种方案和科学化的育种技术有助于公司提高种猪遗传性能，提升养殖效率，保证牧原股份在国内生猪育种规模和技术的领先地位。

3.3 科学养殖助力成本控制，度过波谷未来有力扩张

生猪饲养成本按大类可分成现金成本与非现金成本。其中现金成本占比约为 80%，包含有饲料成本、人工成本、动保成本以及水电费用等，饲料成本在现金成本中占比约为七成；非现金成本占总成本的 20% 左右，主要构成成分为仔猪成本、厂房折旧和其他费用。公司 2020 年上半年生猪出栏量为 678.1 万头，生猪养殖业务成本为 76.2 亿元，粗略估计其头均

养殖成本为 1123.7 元/头，低于行业平均水平，而散户养殖由于没有规模化、集中采购等优势，往往成本会更高，其成本优势主要来源于饲料以及科学养殖。

公司自主生产饲料，减少中间交易成本，有效避免了市场上饲料价格波动对公司造成的影响。针对生猪的品种、类型、生长阶段，饲料端采用多阶段精准营养配方技术，且根据季节变化、猪群以及生产性能运用析因法，建立设计了 6 大类 59 种动态营养模型，为猪群提供最适营养。以变频混合技术为支撑，根据猪群生长性能动态调整营养供给，实现一日一配方、精准营养供给。在饲料加工生产环节实现了生产自动化，不仅配料精准，同时确保饲料生产安全，保证猪群健康和猪肉食品安全源头无风险。研发并应用 85℃ 以上、20 分钟饲料高温灭菌技术，保证饲料生物安全、猪群健康。

开发多种饲料原材料应用，丰富饲养选择。在拥有“玉米+豆粕”型、“小麦+豆粕”型配方技术的基础上，牧原研究开发大麦、原料加工副产品的应用技术，实现对原料的充分利用同时应用净能、真可消化氨基酸体系设计低蛋白日粮配方，充分利用晶体氨基酸降低了豆粕用量，丰富了替代玉米原料的选择，不仅降低了传统饲料对玉米、豆粕的依赖，也大幅降低了氮排放，环境更加友好。在技术保障下公司可依据饲料原材料的性价比及时调整饲料配方中的主要材料，有效降低饲料成本。

结合饲料端生产技术，公司利用产能布局，发挥采购渠道优势进一步降低饲料成本。截至 2020 年 H1 牧原集团旗下子公司 203 家，产能主要布局在东北、华北以及西北等粮食主产区，集团总部所在的河南省为我国粮食生产大省，粮食年产量在全国占比可达 10% 左右，公司积极布置产能地东北地区同样也是我国重要的商品粮生产基地，玉米年产量占全国 40% 左右，如此减少饲料原材料的运输费用，降低养殖成本。除此以外，公司与国内大型粮食企业达成战略合作，优化供应商结构，稳定粮食供应，且积极拓展全球采购新渠道，适时进行进口替代，增加未来优势。

图 21：公司子公司分布情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

成本端优势的另一主要来源在于牧原集团科学养殖的技术设备以及精细的管理与考核。公司坚持发展现代化猪舍及自动化、智能化养殖设备。公司创始人秦英林先生毕业于河南农业大学畜牧专业，在 1992 年开启生猪养殖事业时，就坚持对猪舍的建设以及设计创新进行研究，后又带领公司的技术团队持续推进研发与改进的脚步，累积大量工作经验与技术。公司现代化猪舍保证生猪生长环境的洁净、舒适，在降低疾病传播的同时，减少劳动工人，提高劳动效率。具体的智能饲喂、智能环控、养猪机器人等智能装备，为猪群提供优质的生长环境，有助于提高生猪的健康，且公司通过人工智能技术建立疾病预测模型，实现实时监测与有效控制，自动采集并分析养殖过程中的相关数据，辅助兽医进行远程诊断。在育肥阶段公司一名饲养员可同时负责 2700-3600 头生猪，生产效率在规模化优势与科技的助力下高于国内行业的平均水平。

未来公司将持续利用成本优势进行扩产，争取更多市场份额。在 2020 年半年报显示，在建工程中包括有安徽凤台牧原农牧有限公司年产 40 万头生猪养殖建设项目、安徽濉溪牧原农牧有限公司年产 60 万头生猪养殖建设项目、衡水冀州牧原农牧有限公司年产 50 万头生猪养殖建设项目、山东东明牧原农牧有限公司年产 55 万头生猪养殖建设项目等 28 个生猪养殖项目。2020 年 12 月通过发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 95 亿元，其中 88.7 亿元预计将投入到固镇 15 万头生猪养殖项目、右江 18 万头生猪养殖项目、双辽 65 万头生猪养殖项目等供给 23 个生猪养殖建设项目中，项目建设周期约为两年左右，未来公司产能将持续扩张。

在生产过程的管理中，公司对各业务环节均制定一系列标准化制度和技术规范，实现统一技术、统一标准、统一装备、统一人员、统一管理的工业化生产体系，并根据不同养殖场区所处的运营阶段以及饲养阶段的核心价值，综合考虑盈利能力、生产成本、生产效率、产品品质等维度，制定科学动态的成本考核方案，明确监督措施，依照价值创造进行价值分配。自主开发的生产管理信息系统能详细准确考核到场员工，将全体生产人员的薪酬与场区生产结果挂钩，各岗位员工的工作价值、工作能力和工作效率可量化比对，可找差距，实现充分竞争与经验复制，促进相互学习共同进步，岗位技能迅速提升，优秀团能快速复制。同时，公司推行的星级饲养员评定、师徒传帮带制度，提高了生产人员业务技能的复制效率和公司在快速发展中的生产效率，最终的人力成本也得到有效控制。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 参考公司持续投入产能，2020 年公司生猪出栏量为 1811 万头，预计 2021-2022 年公司生猪出栏量分别达到 3500/5000 万头，增长速度分别为 77%/93%/43%。

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 2020-2022 年平均生猪价格为 29/22/18 元/公斤，整体生猪业务销售收入增幅为 170%/55%/10%，相应的毛利率分别为 60%/53%/36%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 5: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|-----|----------|---------|---------|---------|
| 生猪养殖 | 收入 | 19627.04 | 52993.0 | 82139.2 | 90353.1 |
| | 增速 | 48.0% | 170.0% | 55.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 37.1% | 60.0% | 53.0% | 36.0% |
| 其他 | 收入 | 594.26 | 891.4 | 1337.1 | 2005.6 |
| | 增速 | 369.4% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| | 毛利率 | 94.1% | 70.0% | 75.0% | 75.0% |
| 合计 | 收入 | 20221.3 | 53884.4 | 83476.2 | 92358.7 |
| | 增速 | 51.0% | 166.5% | 54.9% | 10.6% |
| | 毛利率 | 36.0% | 60.2% | 53.4% | 36.8% |

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 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 6 倍, 2021 年平均 PE 为 7 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, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 6: 可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|--------|------|--------|---------|------|------|------|--------|------|------|------|
| | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E |
| 300498 | 温氏股份 | 16.94 | 2.63 | 2.35 | 2.44 | 2.06 | 12.78 | 7.21 | 6.95 | 8.20 |
| 002124 | 天邦股份 | 15.67 | 0.09 | 2.90 | 2.46 | 2.32 | 144.95 | 5.46 | 6.36 | 6.44 |
| 平均值 | | | | | | | 78.87 | 6.34 | 6.66 | 7.40 |

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 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。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 20221.33 | 53884.40 | 83476.25 | 92358.71 | 净利润 | 6336.46 | 29620.64 | 41094.42 | 29760.64 |
| 营业成本 | 12951.14 | 21464.62 | 38939.68 | 58327.38 | 折旧与摊销 | 1684.35 | 1089.52 | 1089.52 | 1089.52 |
| 营业税金及附加 | 27.43 | 83.22 | 125.99 | 135.77 | 财务费用 | 527.54 | 348.69 | 183.14 | 59.75 |
| 销售费用 | 110.75 | 269.42 | 333.90 | 461.79 | 资产减值损失 | 0.00 | 20.00 | 15.00 | 15.00 |
| 管理费用 | 691.34 | 2155.38 | 2921.67 | 3694.35 | 经营营运资本变动 | 3976.64 | 714.20 | 4941.80 | 5713.82 |
| 财务费用 | 527.54 | 348.69 | 183.14 | 59.75 | 其他 | -2536.08 | -40.00 | -35.00 | -35.00 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 20.00 | 15.00 | 15.00 | 经营活动现金流净额 | 9988.90 | 31753.04 | 47288.88 | 36603.73 |
| 投资收益 | 42.26 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 资本支出 | -10244.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -2554.46 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 其他经营损益 | 6.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -12798.94 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 营业利润 | 6314.83 | 29563.08 | 40976.86 | 29684.66 | 短期借款 | -458.84 | -4256.08 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 4.52 | -5.78 | 0.29 | -0.32 | 长期借款 | 47.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 6319.35 | 29557.29 | 40977.15 | 29684.34 | 股权融资 | 7027.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | -17.11 | -63.34 | -117.27 | -76.31 | 支付股利 | -104.26 | -1222.87 | -5716.49 | -7930.81 |
| 净利润 | 6336.46 | 29620.64 | 41094.42 | 29760.64 | 其他 | 3853.46 | -4118.98 | -183.14 | -59.75 |
| 少数股东损益 | 222.09 | 1038.21 | 1440.37 | 1043.12 | 筹资活动现金流净额 | 10365.56 | -9597.94 | -5899.63 | -7990.56 |
| 归属母公司股东净利润 | 6114.36 | 28582.43 | 39654.05 | 28717.53 | 现金流量净额 | 7551.71 | 22175.10 | 41409.25 | 28633.17 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 10933.21 | 33108.31 | 74517.56 | 103150.73 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 531.36 | 665.13 | 1332.34 | 1902.96 | 销售收入增长率 | 51.04% | 166.47% | 54.92% | 10.64% |
| 存货 | 7166.18 | 11876.89 | 21546.26 | 32273.93 | 营业利润增长率 | 1105.18% | 368.15% | 38.61% | -27.56% |
| 其他流动资产 | 961.60 | 2562.41 | 3969.61 | 4392.00 | 净利润增长率 | 1099.91% | 367.46% | 38.74% | -27.58% |
| 长期股权投资 | 153.32 | 153.32 | 153.32 | 153.32 | EBITDA 增长率 | 263.21% | 263.58% | 36.28% | -27.02% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 27463.11 | 26406.91 | 25350.70 | 24294.50 | 毛利率 | 35.95% | 60.17% | 53.35% | 36.85% |
| 无形资产和开发支出 | 431.82 | 416.52 | 401.23 | 385.93 | 三费率 | 6.58% | 5.15% | 4.12% | 4.56% |
| 其他非流动资产 | 5246.00 | 5227.98 | 5209.96 | 5191.93 | 净利率 | 31.34% | 54.97% | 49.23% | 32.22% |
| 资产总计 | 52886.59 | 80417.45 | 132480.97 | 171745.32 | ROE | 19.98% | 51.38% | 44.17% | 25.91% |
| 短期借款 | 4256.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 11.98% | 36.83% | 31.02% | 17.33% |
| 应付和预收款项 | 9171.01 | 14074.56 | 26129.53 | 38426.62 | ROIC | 26.48% | 87.51% | 103.60% | 76.04% |
| 长期借款 | 1116.73 | 1116.73 | 1116.73 | 1116.73 | EBITDA/销售收入 | 42.17% | 57.53% | 50.61% | 33.38% |
| 其他负债 | 6631.19 | 7576.94 | 12207.54 | 17344.97 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 21175.02 | 22768.22 | 39453.80 | 56888.32 | 总资产周转率 | 0.49 | 0.81 | 0.78 | 0.61 |
| 股本 | 2204.61 | 3759.33 | 3759.33 | 3759.33 | 固定资产周转率 | 1.25 | 2.94 | 4.83 | 5.69 |
| 资本公积 | 9846.72 | 8291.99 | 8291.99 | 8291.99 | 应收账款周转率 | 2572.73 | 3630.70 | 3900.37 | 2587.50 |
| 留存收益 | 10647.69 | 38007.25 | 71944.81 | 92731.53 | 存货周转率 | 2.00 | 2.25 | 2.33 | 2.17 |
| 归属母公司股东权益 | 23107.74 | 48007.19 | 81944.75 | 102731.47 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 101.11% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 8603.83 | 9642.05 | 11082.41 | 12125.53 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 31711.57 | 57649.23 | 93027.16 | 114857.00 | 资产负债率 | 40.04% | 28.31% | 29.78% | 33.12% |
| 负债和股东权益合计 | 52886.59 | 80417.45 | 132480.97 | 171745.32 | 带息债务/总负债 | 33.83% | 12.77% | 7.37% | 5.11% |
| | | | | | 流动比率 | 1.08 | 2.44 | 2.78 | 2.63 |
| | | | | | 速动比率 | 0.68 | 1.84 | 2.19 | 2.03 |
| | | | | | 股利支付率 | 1.71% | 4.28% | 14.42% | 27.62% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.63 | 7.60 | 10.55 | 7.64 |
| | | | | | 每股净资产 | 6.15 | 12.77 | 21.80 | 27.33 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.66 | 8.45 | 12.58 | 9.74 |
| | | | | | 每股股利 | 0.03 | 0.33 | 1.52 | 2.11 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | | | | |
| EBITDA | 8526.72 | 31001.28 | 42249.52 | 30833.93 | | | | | |
| PE | 65.50 | 14.01 | 10.10 | 13.95 | | | | | |
| PB | 17.33 | 8.34 | 4.89 | 3.90 | | | | | |
| PS | 19.80 | 7.43 | 4.80 | 4.34 | | | | | |
| EV/EBITDA | 26.66 | 11.78 | 7.66 | 9.57 | | | | | |
| 股息率 | 0.03% | 0.31% | 1.43% | 1.98% | | | | | |

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 |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| | 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 |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| 上海 | 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 |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷璇 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| 广深 | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |