

成功与失败，龙头企业对比分析

——生猪养殖行业专题研究系列三

行业核心观点：

在非洲猪瘟背景下，我们认为未来猪价有望超预期上涨，至少上涨至2020年下半年。此外，疫苗按照市场最乐观预期是明年上半年推出，根据生猪繁育周期计算，传导到生猪出栏是2021年，对2020年的猪价影响很小。因此，2020年将是生猪量价齐升，生猪养殖企业收益最大的年份。我们认为生猪养殖股周期还未结束，维持行业“强于大市”投资评级，需要跟踪猪企下半年出栏量下的利润兑现程度。上市龙头不仅享受上涨周期的盛宴，还受益于行业集中度的提升，建议关注生猪养殖龙头企业。

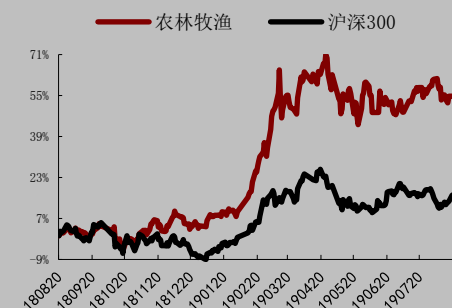
投资要点：

- **业务布局对比：**温氏股份主业为商品肉猪和黄羽肉鸡养殖，横向拓展养猪、养禽、乳业、金融，纵向布局屠宰、鲜品业务。牧原股份专注于生猪养殖尤其是商品猪养殖业务，向其他领域扩展倾向不明显。正邦科技以饲料、生猪养殖业务为主，最大业务为饲料生产销售，近年加强生猪养殖。雏鹰农牧以生猪养殖业务为主，农产品贸易、食品加工、互联网平台围绕生猪养殖发展，多元化布局较为激进，加大了管理和资金负担。
- **养殖模式对比：**温氏股份养殖模式是紧密型“公司+农户/家庭农场”，牧原股份采用“一体化自繁自养”模式，正邦科技从“自繁自养模式”转向“公司+农户”，雏鹰农牧采用“公司+合作方+农户”的模式，但演变成类金融业务，造成公司负债率过高、资金链断裂。
- **经营指标对比：**2018年“温牧正雏”生猪养殖收入占营收比例分别为59%、99%、35%、37%。对比生猪出栏规模，温氏增长稳健，牧原和正邦增长快速，雏鹰断崖式下降。对比头均单价，由高到低依次为温氏、正邦、牧原、雏鹰。对比头均成本，“公司+农户”成本比“自繁自养”要高。对比头均毛利，从高到低依次为温氏、牧原、正邦、雏鹰。对比ROE，除了雏鹰农牧外的其他三家企业ROE都高于行业的平均水平，依次为温氏、牧原、正邦。总结来看，生猪养殖行业周期性强、经营波动性大，把握周期并进行适度扩张才能立于不败之地。
- **风险因素：**生猪上涨价格不及预期风险，龙头企业生猪出栏数量不及预期风险，养猪成本上升风险。

强于大市（维持）

日期：2019年08月19日

农林牧渔行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年08月19日

相关研究

万联证券研究所 20190816_行业动态跟踪_AAA_生猪养殖7月份存栏数据点评

万联证券研究所 20190813_行业专题报告_AAA_生猪养殖行业专题研究系列二

万联证券研究所 20190813_行业专题报告_AAA_生猪养殖行业专题研究系列一

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

目录

1、前言	4
2、“温牧正雏”业务布局对比	4
2.1 温氏股份：主业为商品肉猪和黄羽肉鸡养殖，且横向纵向拓展布局	4
2.2 牧原股份：专注于生猪养殖，向其他领域扩展倾向不明显	6
2.3 正邦科技：饲料、生猪业务为主，近年加强生猪养殖	6
2.4 雏鹰农牧：生猪养殖为主，业务多元化发展较为激进	7
3、龙头企业生猪养殖模式对比分析	8
3.1 国内主要养殖模式分类	8
3.2 温氏股份：“公司+农户”模式	11
3.3 牧原股份：“一体化自繁自养”	13
3.4 正邦科技：从“自繁自养”到“公司+农户”	14
3.5 雏鹰农牧：“公司+合作方+农户”模式下的类金融业务	15
4、生猪养殖龙头企业经营指标对比	17
4.1 “温牧正雏”生猪养殖经营规模对比	17
4.2 “温牧正雏”盈利能力对比	19
5、投资建议	24
6、风险提示	25

图表目录

图表 1: 温氏股份各项业务在营收中占比情况	4
图表 2: 2018 年温氏股份各地区营收占比	5
图表 3: 温氏股份扩张思路	5
图表 4: 温氏股份横向扩展计划图	5
图表 5: 温氏股份纵向扩展计划图	6
图表 6: 2018 年牧原股份营收占比	6
图表 7: 正邦科技主要业务占比_2018 年	7
图表 8: 正邦科技主要业务经营模式	7
图表 9: 按产品分雏鹰农牧业务占比	8
图表 10: 按行业分雏鹰农牧业务占比	8
图表 11: 我国生猪养殖模式的对比	9
图表 12: 生猪养猪商业模式	10
图表 13: 龙头企业的商业模式	10
图表 14: 温氏股份“公司+农户”养殖流程图	11
图表 15: 温氏股份和农户生产结算流程图	12
图表 16: 温氏股份委托养殖费及头均委托养殖费变化	13
图表 17: 牧原自繁自养模式流程图	13
图表 18: 牧原股份一体化自繁自养主要优势	14
图表 19: 正邦科技“公司+农户”流程图	14
图表 20: 雏鹰农牧“公司+合作方+农户”养殖模式	15
图表 21: 雏鹰农牧的养殖模式演变	16
图表 22: 雏鹰农牧资产负债率自 2015 年明显提高	16
图表 23: 雏鹰农牧财务和管理费用自 2015 年猛增	16
图表 24: “温牧正雏”生猪养殖收入占比	17
图表 25: “温牧正雏”生猪出栏量(万头)情况	18
图表 26: “温牧正雏”生猪出栏增速情况	18
图表 27: “温牧正雏”近年市占率情况	19
图表 28: “温牧正雏”营收(亿元)	19
图表 29: “温牧正雏”营收增速	19
图表 30: “温牧正雏”归母净利润(亿元)	20
图表 31: “温牧正雏”归母净利润增速	20
图表 32: “温牧正雏”头均单价变化(元)	21
图表 33: “温牧正雏”头均成本变化(元)	21
图表 34: 牧原股份成本拆分	22
图表 35: 温氏股份成本拆分	22
图表 36: “温牧正雏”头均毛利变化(元)	23
图表 37: “温牧正雏”生猪产品毛利率变化	23
图表 38: “温牧正雏”ROE 变化	23
图表 39: 2019 年 1-7 月国内上市猪企生猪出栏数及同比增速	25
图表 40: 2019 年 1-7 月国内上市猪企年度生猪出栏计划完成比例	25

1、前言

目前我国生猪养殖三大龙头分别为温氏股份、牧原股份和正邦科技，均处于良好的发展态势中，与此同时，曾有辉煌历史的“养猪第一股”雏鹰农牧却因经营不善面临退市。我们在本篇报告中以三大龙头温氏股份、牧原股份和正邦科技，以及经营失败的反面教材雏鹰农牧为标的，分别从业务布局、养殖模式、经营指标、盈利指标的角度进行对比分析，从微观层面了解我国生猪养殖行业的发展状况。

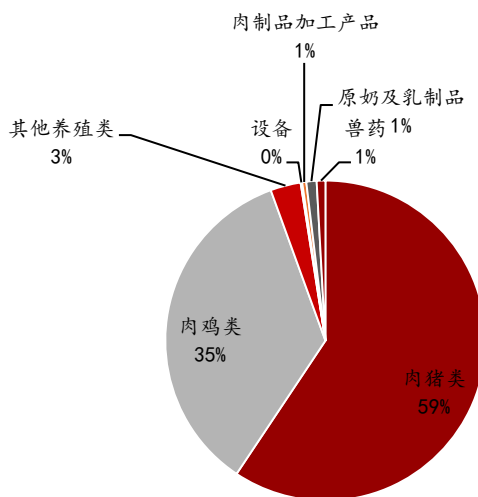
2、“温牧正雏”业务布局对比

2.1 温氏股份：主业为商品肉猪和黄羽肉鸡养殖，且横向纵向拓展布局

温氏股份的主要业务是商品肉猪和黄羽肉鸡的养殖和销售。公司还兼营肉鸭、奶牛、蛋鸡、鸽子、肉鹅的养殖及其产品的销售，同时公司围绕畜禽养殖产业链上下游，配套经营屠宰、食品加工、现代农牧装备制造、兽药生产、生鲜食品流通连锁经营以及金融投资等业务。

肉鸡和肉猪收入占比 94%。温氏股份主要产品为商品肉鸡和商品肉猪，其他产品为肉鸭、原奶及其乳制品、鸡蛋、肉鸽、肉鹅、生鲜肉食品及其加工品、农牧设备和兽药等。从 2018 年各项业务在营收中的占比可以看出，温氏股份目前最主要的两项业务，肉鸡和肉猪收入占比 94%，其他业务占比较少。

图表 1：温氏股份各项业务在营收中占比情况



资料来源：公司年报，万联证券研究所

在拓展业务领域这一方面，温氏股份还有很大的发展空间。近年来，温氏股份多次公开表明其横向和纵向发展的战略方针。

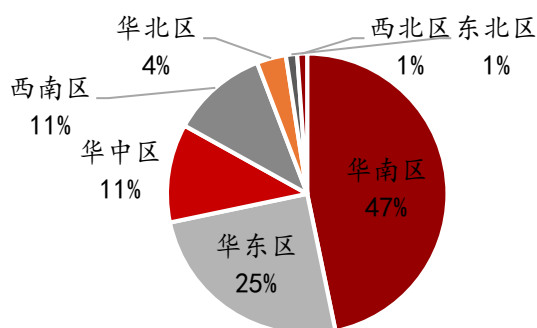
横向扩展：

➤ 养猪业务，结合我国养殖业发展区域规划的指引，2015 年年末温氏股份提出“东

增、西进、南稳、北拓、中扩”的发展方向，正朝着中期 5000 万头生猪出栏目标迈进。

- **养禽业务**，作为黄羽鸡养殖行业的全国第一，温氏股份未来计划黄鸡出栏量稳定在 7-8 亿只，同时在品种线上增加高档肉鸡和适合屠宰的品种，并加快发展鸭、鹅等水禽业务。2019 年 6 月，温氏股份宣布收购京海禽业 80% 股权，业务拓展至白羽鸡养殖。
- **乳业方面**，作为华南地区的奶牛养殖龙头，公司拥有自己的品牌温氏乳业以及零售店，未来将在南方低温奶市场进行开拓。
- **金融领域**，公司下设的温氏投资在股权投资，证券投资和并购上都有涉足，投资规模达 60-70 亿元。

图表 2：2018 年温氏股份各地区营收占比



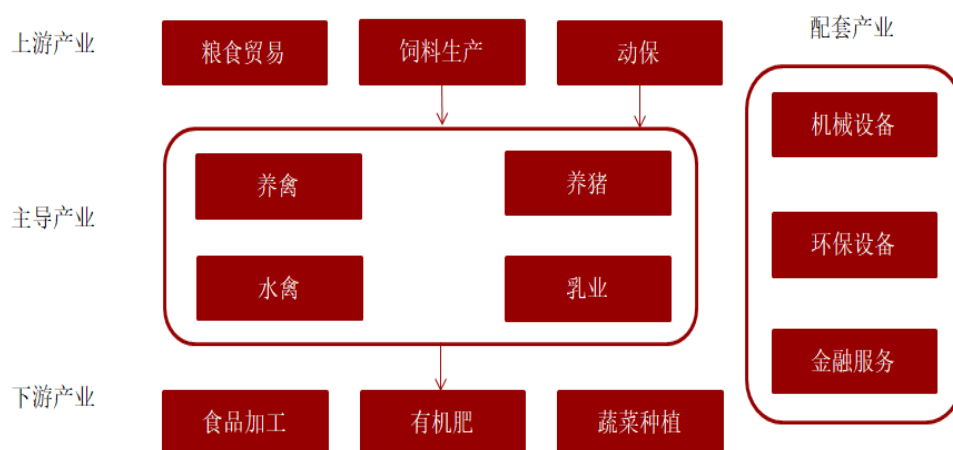
资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 3：温氏股份扩张思路



资料来源：公司公告，万联证券研究所

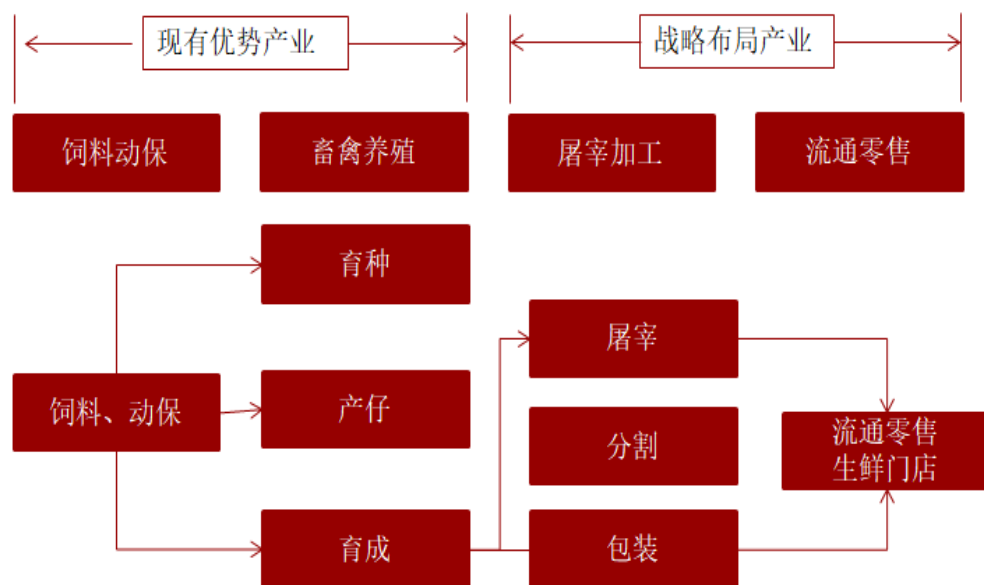
图表 4：温氏股份横向扩展计划图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

纵向扩展：温氏股份在养殖业务的基础上，布局屠宰、鲜品业务，从而实现打通全产业链经营，从生产端走向销售端。

图表 5：温氏股份纵向扩展计划图

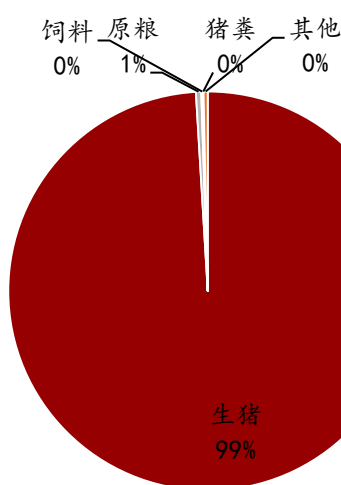


资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 牧原股份：专注于生猪养殖，向其他领域扩展倾向不明显

牧原股份业务高度集中在生猪尤其是商品猪这一领域。牧原股份主要产品为商品猪、仔猪和种猪，2018 年全年销售生猪 1,101 万头，其中商品猪 1,011 万头，仔猪 86 万头，种猪 4 万头。实现营业收入 133.88 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 5.20 亿元。从公司营收占比可以看出，牧原股份的业务一直高度集中在生猪尤其是商品猪这一领域，向其他领域扩张的倾向并不明显。

图表 6：2018 年牧原股份营收占比

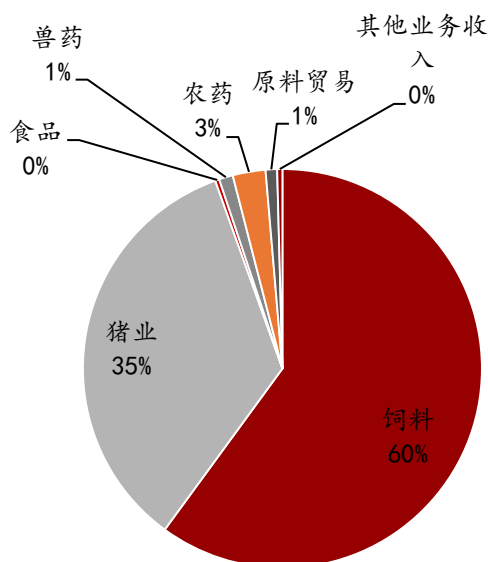


资料来源：公司年报，万联证券研究所

2.3 正邦科技：饲料、生猪业务为主，近年加强生猪养殖

正邦科技以饲料、生猪业务为主。公司除了饲料、生猪的生产销售外，还涉及兽药、农药的生产与销售，并为养殖户和种植户提供产品、养殖技术服务、植保技术服务等综合服务。从 2018 年各业务收入占比上看，目前正邦科技目前最大的业务仍然是饲料的生产，但是近年来正邦科技出台了一系列资产重组方案，正在大力发展生猪养殖业务。

图表 7：正邦科技主要业务占比_2018 年



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 8：正邦科技主要业务经营模式

业务板块	经营模式
养殖	生猪养殖业务的主要经营模式有自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式。自繁自养模式是指以自营方式，管理和经营猪场，该模式主要有自建繁殖场或全程自繁自养场两种，繁殖场的主要产品是仔猪，全程自繁自养场的主要产品是肥猪。
饲料	饲料业务围绕服务营销展开，采用经销商模式、直销模式和猪场托管模式相结合的经营模式不断提升产品附加值进而提升客户粘性。主要通过一级代理商进行分销，同时成立大客户部，面向规模猪场直销。公司充分利用自身在动物疾病服务方面优势，组建了庞大的技术服务营销团队，为高端客户提供养殖场疾病防控服务及个性化的产品定制。
兽药	主要采用经销商模式，即通过“区域总代理”和“地县级经销商”进行网络式销售，并以“零售商直供”模式（物流便利区域）和“种植基地直销”模式作为有益补充。公司积极推动“产品+服务”模式，为种植大户提供产品套餐和植保服务。

资料来源：公司年报，万联证券研究所

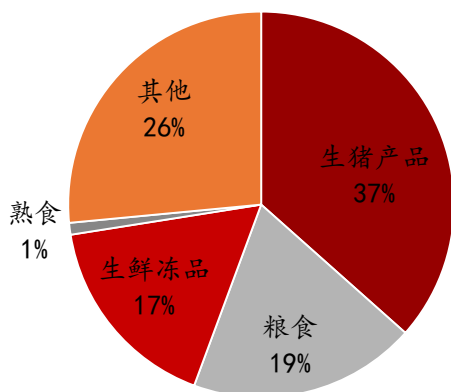
2.4 雏鹰农牧：生猪养殖为主，业务多元化发展较为激进

雏鹰农牧以生猪养殖业务为主，农产品贸易、食品加工、互联网平台围绕生猪养殖

发展。公司在生猪养殖品类上，不仅有传统的生猪，还有生态猪、藏香猪。在上游，公司拥有自建饲料厂5座。在下游，公司有3个屠宰场，推出鲜冻品、肉制品、高端发酵火腿三大产品系列，还投资1.35亿元与沙县小吃集团达成渠道合作。此外，公司打造“互联网+养猪”生态圈，并投资电竞业务。

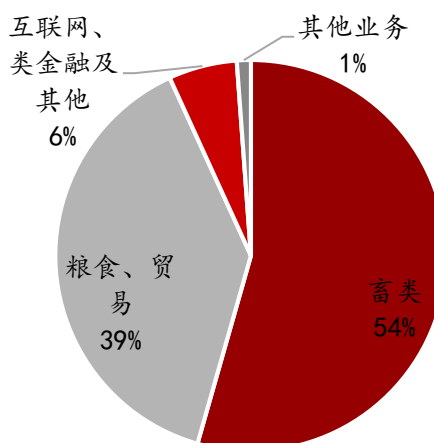
多元化布局较为激进，加大了管理和资金负担。从业务结构可以看出，雏鹰农牧发展比较激进，公司业务相对其他猪企更加多元化，管理上要求更高，对资金的消耗也更大，加上公司在生猪养殖模式上以类金融形式进行大肆扩张，叠加猪周期的波动风险，从而造成公司如今资金链断裂，业务大幅亏损，面临退市的局面。

图表 9：按产品分雏鹰农牧业务占比



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 10：按行业分雏鹰农牧业务占比



资料来源：公司年报，万联证券研究所

3、龙头企业生猪养殖模式对比分析

3.1 国内主要养殖模式分类

■ 根据生产组织模式划分

生猪养殖组织模式主要分为散养和规模养殖，我国以散养为主，规模养殖逐渐成为主流趋势。规模养殖相对于散养的优点在于，更容易打通养殖全产业链，对于上下游更具议价能力，更容易引入高端人才和技术，具备规模效应。

规模养殖主要包括“公司+农户”和“公司自繁自养”两种模式，其中“公司+农户”模式正在成为我国大型养殖企业的一种主要扩张方式。“公司+农户”模式又衍生出“公司+基地+农户”、“集团+猪场”等模式。

- “公司自繁自养”模式：该模式发展最成功的企业是牧原股份。该模式下生猪饲料、育种、养殖均由公司完成。
- “公司+农户”模式：由温氏股份创立并成功发展，此外正邦科技、天邦股份、新希望等企业也采用该模式。公司提供仔猪、饲料、疫苗等，生猪养殖环节由农

户完成，在养殖过程中执行统一的养殖技术，规定饲料以及疫苗的使用，并配备专业技术人员指导，根据合同将猪成品交由公司回收并进行统一销售。公司完成销售后根据委托养殖合同以及合作农户的养殖管理成绩等情况与合作农户进行结算。

- **“公司+合作方+农户”模式：**由雏鹰农牧创立。公司引入合作方，合作方负责固定资产投资及维修、猪场外部管理、污水处理等；公司负责供应、销售和技术指导；农户负责单个猪舍的精细化管理。
- **“集团+猪场”模式：**由大北农创立。大北农集团的生猪养殖在全国分区域布局了 8 大平台，除部分种猪场外集团持股约 40-49%，以公司+农户或家庭农场的轻资产模式为主，生产管理由员工主导，集团提供饲料、兽药、疫苗。

图表 11：我国生猪养殖模式的对比

生产模式	散养模式	松散型“公司+农户”	紧密型“公司+农户”	自繁自养
主要内容	散养户利用自有劳动力和产地进行小规模养殖，负责养殖过程中的所有环节	公司和农户之间只是一种松散的产销关系，相互之间的定价按照市场定价或者参考市场定价，没有明确的合作关系和约束力	农户作为公司产业链条的一环，通过委托养殖合作协议，通过分工合作方式进行生产，通过内部流程定价和核算方式分享收益，公司和农户密不可分	公司建设养殖基地并雇佣劳动力进行规模化养殖，负责养殖过程中的所有环节
规模扩张	难	易	易	难
成本控制	弱	弱	弱	强
资金需求	低	低	低	高
疫病防控体系建立	疫病防治水平普遍较低	农户接受公司技术防疫的指导，但封闭性较差，难以有效防范疫病	公司制定统一的疫病防疫标准，可较大幅度地杜绝疫病的传播	公司制定统一的疫病防疫标准，可较大幅度地杜绝疫病的传播
产品安全	难以控制	难以控制	易于控制	易于控制

资料来源：公司公告，万联证券研究所

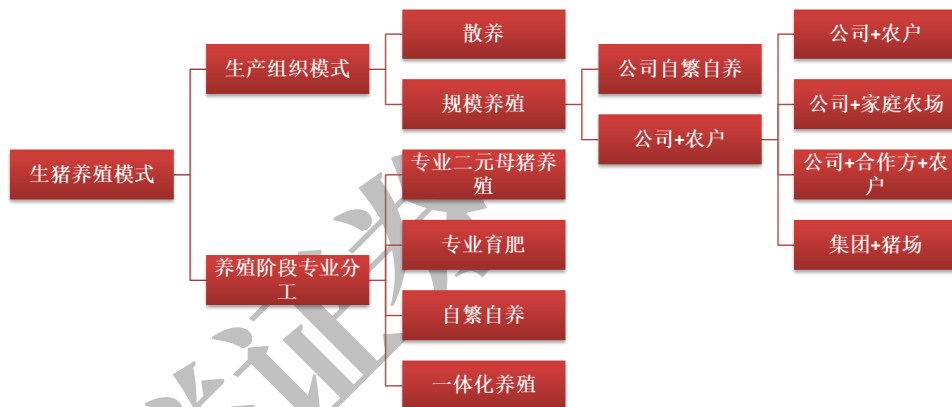
■ 根据养殖阶段专业分工

可把生猪养殖业分为：专业二元母猪养殖、专业育肥、自繁自养、一体化养殖。

- **专业二元母猪养殖：**是从大型规模猪场或种猪场购进二元母猪通过人工授精或者自然配种专业繁育仔猪，再将仔猪供应给专业育肥猪的养殖户，主要承担母猪繁育和仔猪成活风险。
- **专业育肥：**是通过外购仔猪进行专业育肥，至少需要四个月以后出栏变现，较自繁自养有更低的猪场基地建设与前期投资、更低的人力成本、占用资金少和更自由补栏、出栏等优势。
- **自繁自养模式：**则涵盖了从种猪到育肥猪的整个生产过程。自繁自养的规模有大、中、小三种。由于产业链周期覆盖较长，任何一个环节产生问题都会造成整个产业的波动，这使得小规模自繁自养对风险的抵抗力较差，行业占比在逐渐下降。中大规模自繁自养专业化水平、资金实力和盈利水平都比较好，抗风险能力较强，行业竞争能力比较强。

- **一体化养殖**：覆盖产业链比较广，涵盖上游机械设备、饲料加工业、育种、养殖、屠宰甚至终端零售。大部分龙头企业如温氏股份、牧原股份、天邦股份等均采用一体化养殖模式。

图表 12：生猪养殖商业模式



资料来源：万联证券研究所

图表 13：龙头企业的商业模式

公司	商业模式	产业链覆盖
温氏股份	公司+农户	饲料、兽药、生猪繁育养殖、食品加工、农产品设备全产业链
牧原股份	自育自繁自养	饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等多个环节于一体的完整生猪产业链
正邦科技	公司+农户	饲料、兽药、生猪及农药的生产与销售
天邦股份	公司+家庭农场	饲料、动保、养殖和终端全产业链
雏鹰农牧	公司+合作方+农户	饲料生产、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、终端零售等在内的一体化经营模式
中粮肉食	公司+基地+养殖大户	饲料加工、畜禽养殖、屠宰、深加工、冷链配送、分销及肉类产品进出口于一体
新希望	公司+规模农户	饲料生产-畜、禽养殖-屠宰及肉制品
大北农	集团+猪场	饲料生产、种猪繁育、兽药疫苗、作物种子、农业互联网、金融服务
罗牛山	公司+农户	良种繁育、畜禽商品生产、饲料工业、畜禽防疫、屠宰加工、冷链物流全产业链覆盖
唐人神	公司+家庭农场	饲料、种猪繁育、养殖、肉产品加工等全产业链

资料来源：芝华数据，万联证券研究所

3.2 温氏股份：“公司+农户”模式

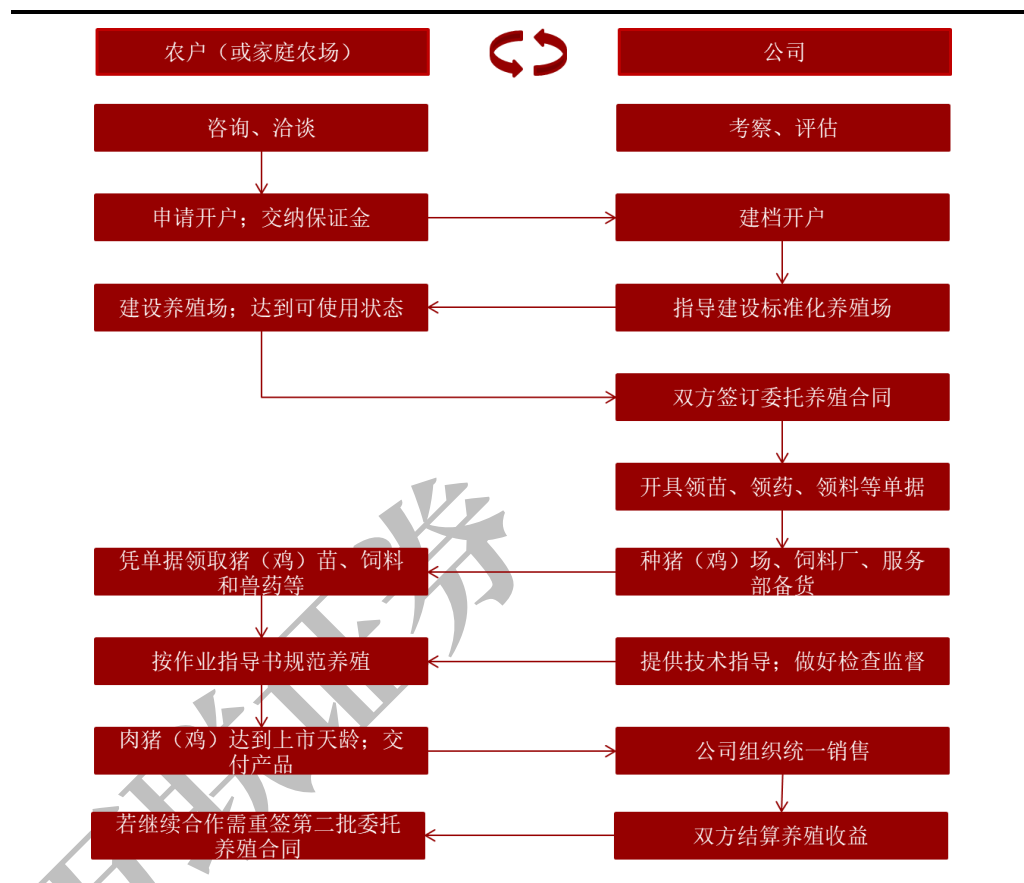
温氏股份商品肉猪养殖生产模式的核心是紧密型“公司+农户/家庭农场”。公司以封闭式委托养殖方式与合作农户（或家庭农场）在养殖产业链中进行分工与合作。

- 公司负责猪的品种繁育、种苗生产、饲料生产、饲养技术、疫病防治、产品销售等环节的管理及配套体系的建立，向合作农户（或家庭农场）提供猪苗、饲料、药物、疫苗及其生产过程中的饲养管理、疫病防治、环保技术等关键环节技术支持和服务。
- 合作农户（或家庭农场）承担商品肉猪生产场地建设，按公司标准进行规范饲养。
- 商品肉猪饲养到上市天龄后，公司根据该批次养殖开始时与合作农户（或家庭农场）签订的委托养殖合同回收商品肉猪进行统一销售，并按委托养殖合同约定的方式与合作农户（或家庭农场）结算委托养殖费。

“公司+农户（或家庭农场）”模式的迭代升级。2018年，“公司+农户（或家庭农场）”生产模式受城镇化、环保以及土地流转政策的影响，出现一些新的变化。比如：随着城镇化推进，愿意从事畜牧业的农村青壮劳动力数量有所下降；随着环保压力和土地流转，单一农户（或家庭农场）自身获取适合养殖的土地的难度有所加大。为应对这些变化，温氏股份正在研究“公司+农户（或家庭农场）”模式的迭代升级，主要采取两方面措施：

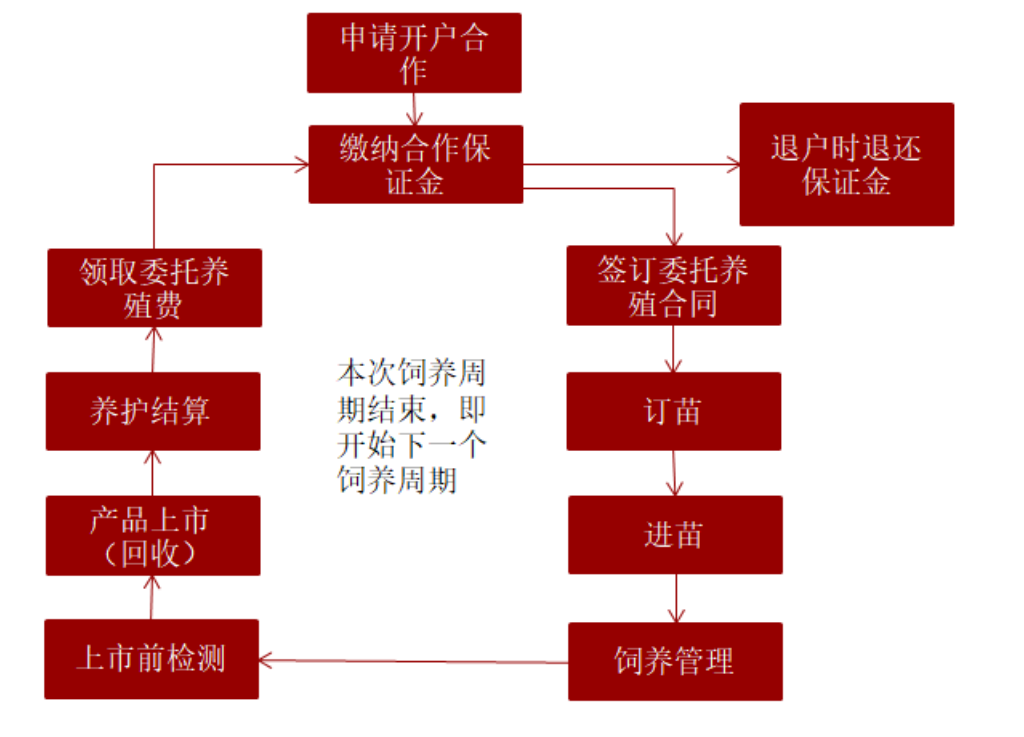
- **一是，积极推动合作农户（或家庭农场）养殖设施设备的自动化、智能化改造。**降低劳动强度，提高养殖效率和效益，使养殖成为体面、舒适的工作，吸引农村青年回乡创业，成为职业农民。例如2018年公司在央视推广的“让爸爸回家”责任品牌项目，目的就是吸引农村青年回乡创业。
- **二是，探索“公司+养殖小区”模式。**由公司、社会资本或政府其中的一方或两到三方，按公司要求建设标准化、高效化养殖小区。建成后，合作农户（或家庭农场）承包养殖小区的栏舍与公司合作养殖。未来，公司将并行发展“公司+农户（或家庭农场）”、“公司+养殖小区”等两种模式。

图表 14：温氏股份“公司+农户”养殖流程图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

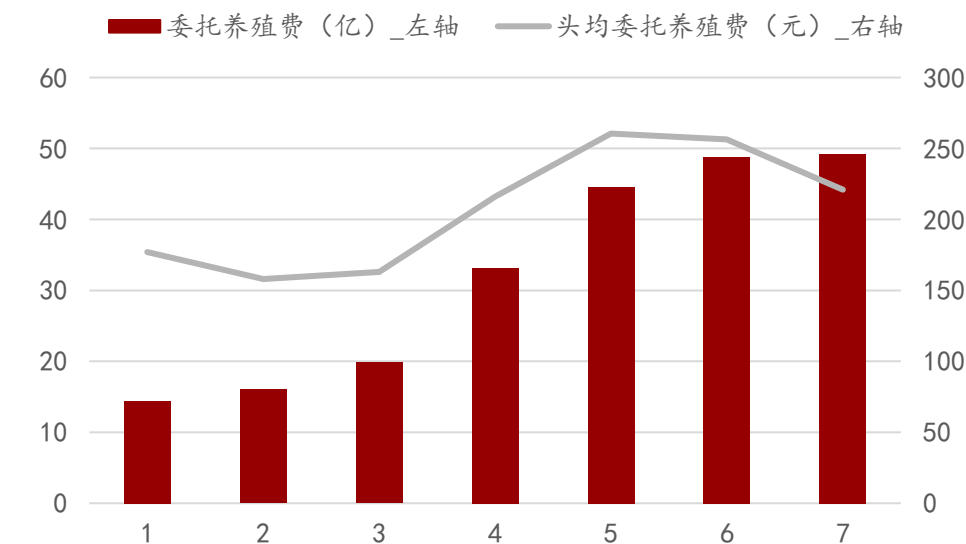
图表 15：温氏股份和农户生产结算流程图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

委托代养费占生猪养殖成本比例在 20%左右。这种模式在很大程度上保护了农户的利益，公司凭借先进的养殖技术和管理体系，在农户保证完成饲养任务的前提下，确保其获得稳定的收入（代养费）。委托代养费是公司生猪养殖成本中重要的组成部分，近年来其占比一直保持在 20%左右，头均代养费则从 2012 年的 177 元增加到 221 元。

图表 16：温氏股份委托养殖费及头均委托养殖费变化

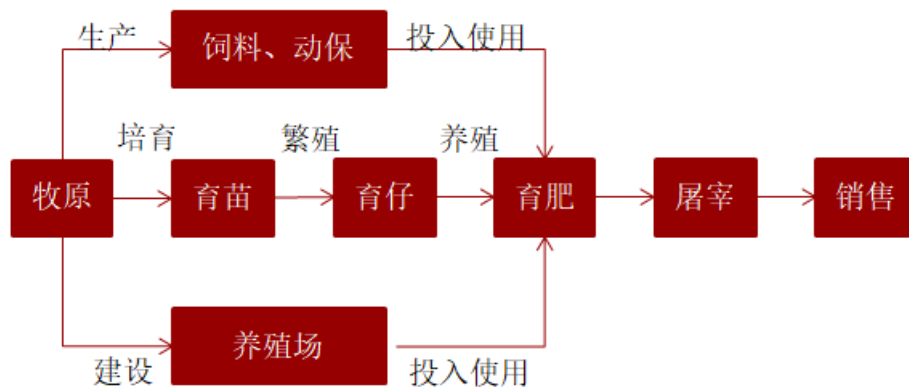


资料来源：公司年报，万联证券研究所

3.3 牧原股份：“一体化自繁自养”

牧原股份坚持采用大规模一体化的养殖模式。公司自建饲料厂和研究营养配方，生产饲料，供应各环节生猪饲养；自行设计猪舍和自动化设备；建立育种体系，自行选育优良品种；建立曾祖代-祖代-父母代-商品代的扩繁体系，自行繁殖种猪及商品猪。

图表 17：牧原自繁自养模式流程图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

由于全程采取自养方式，所以公司对各个环节的把控能力较强。从而使公司在食品

安全控制、产品质量控制、疫病防治、规模化经营、生产成本控制等方面，具有显著的特色和优势。

图表 18：牧原股份一体化自繁自养主要优势

主要方面	主要优势
食品安全	1、拥有饲料生产环节，食品安全从源头控制 2、一体化经营模式，有利于在饲养的各个环节对食品安全进行控制
疫病防控	1、建立了完善的消毒、防疫制度；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，并建立了外部预警、内部预警的预警防疫体系 2、在场区布局方面，实行“大区域、小单元”的布局，以防止疫病的交叉感染和外界病原的侵入；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，确保本公司防疫体系安全、有效
成本控制	一体化的产业链，减少了中间环节的交易成本，有效避免了市场上饲料、种猪等需求不均衡波动对公司生产造成的影响，使得整个生产流程可控，增强了公司抵抗市场风险的能力
作业标准化和经营规模化	将饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等生产环节置于可控状态，并通过各项制度，在各生产环节实现了规范化、标准化作业，同一时间大批量出栏的生猪肉质、重量基本一致，在此基础上大量采用先进、高效率的自动化设备，提高了生产效率、实现了规模化经营，降低了单位产品的生产成本、提高了综合竞争力

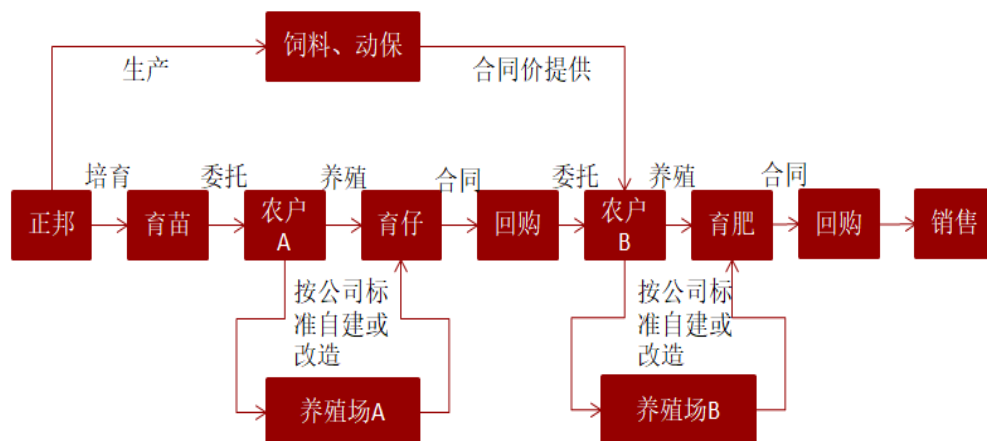
资料来源：公司年报，万联证券研究所

3.4 正邦科技：从“自繁自养”到“公司+农户”

正邦科技同时采用“自繁自养模式”和“公司+农户”两种养殖模式。正邦科技早期经营模式以自繁自养为主，2016 年之后正邦科技开始主要发展“公司+农户”的轻资产养殖模式，自此进入高速增长期，2018 年“公司+农户”出栏量占比约为 80%，自繁自养出栏量占比下降至 20%。

与温氏股份不同的是，正邦科技的“公司+农户”模式进一步延伸到了仔猪的繁殖阶段。公司只负责把控种猪的品质，从而把这一过程以委托的方式交由农户负责，进一步减少了在固定资产方面的压力。仔猪培育完成后公司进行收购，再委托给农户进行育肥等活动。

图表 19：正邦科技“公司+农户”流程图



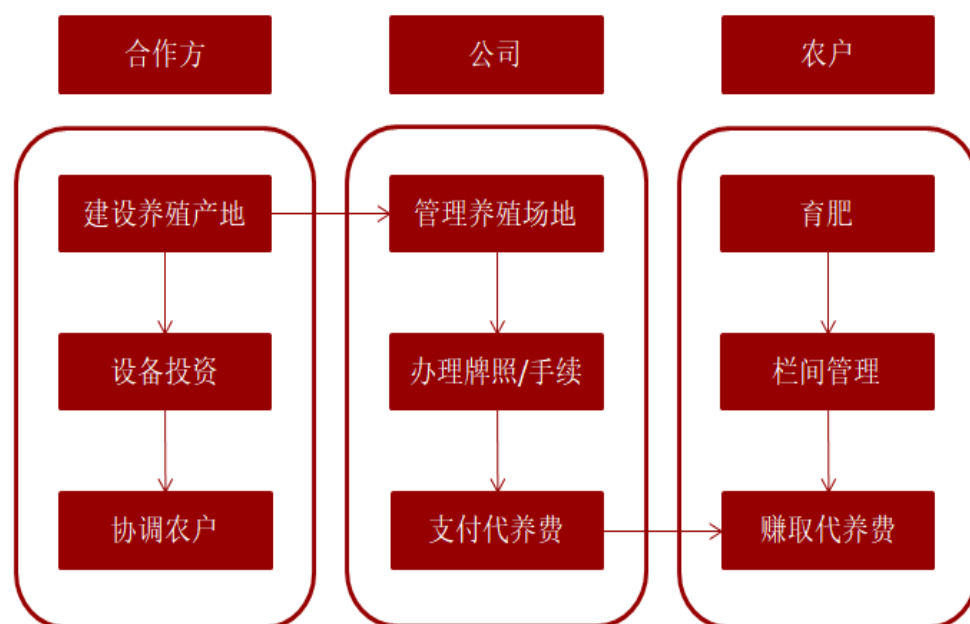
资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.5 雏鹰农牧：“公司+合作方+农户”模式下的类金融业务

雏鹰农牧采用“公司+合作方+农户”的模式。该模式在“公司+农户”的基础上，引入第三方作为投资建设主体。

- 公司负责所有养殖场的土地租赁、合规性手续办理；养殖过程中仍采用“六统一”的方式由公司统一管理，即统一采购、供料、供种、防疫、流程、销售；公司根据合作第三方、农户需求，可提供一定的担保贷款，对猪只活体拥有所有权。
- 合作第三方主要负责养殖场建设、设备投资、协调农户及日常维护、维修、粪污处理等，通过代养费实现收益。
- 农户主要负责单个猪舍的精细化管理，根据养殖成果由公司统一结算代养费，并根据协议约定，向合作第三方支付代养费。

图表 20：雏鹰农牧“公司+合作方+农户”养殖模式



资料来源：公司公告，万联证券研究所

雏鹰农牧的养殖模式经历了三次变化，逐步加大轻资产化力度。最开始公司采用传统的“公司+农户”养殖模式；2014年采用“公司+基地+农户”养殖模式，特点是自建养殖场和租赁养殖场相结合，且将一部分维护修理费和协调外部关系职责交给农户，但该模式只持续了1年时间；2015年公司再次改变经营模式，采用“公司+合作方+农户”养殖模式，进一步轻资产化，引入合作方作为养殖场的投资主体，且将部分养殖环节以及物业管理权和所有权交给合作方与农户，公司只保留生猪经营权，以及负责供应仔猪、饲料、屠宰以及销售，以及为合作方融资提供信用担保，并向金融机构缴纳30%-50%保证金。

图表 21：雏鹰农牧的养殖模式演变

模式类型	持续时间	养殖模式	主要特点
雏鹰模式 1.0	2001 年-2014 年	公司+农户	1、公司自建养殖场； 2、农户交纳保证金，公司将自有畜禽交予农户，在公司的养殖场/基地进行养殖； 3、集中管理、分散养殖。
雏鹰模式 2.0	2014 年-2015 年	公司+基地+农户	1、自建养殖场和租赁养殖场相结合； 2、让有资金实力的农户按要求自建养殖场，再租赁给公司； 3、将一部分维护修理费用和协调外部关系的职责交给农户。
雏鹰模式 3.0	2015 年至今	公司+合作方+农户	1、引入合作方作为养殖场的投资主体，负责养殖场建设、设备投资、协调农户等工作； 2、将技术含量不高的环节以及物业管理权和所有权交给合作方与农户，仅保留生猪经营管理权； 3、公司负责供应仔猪、饲料、屠宰以及销售，以及为合作方融资提供信用担保，并向金融机构缴纳 30%-50% 保证金。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

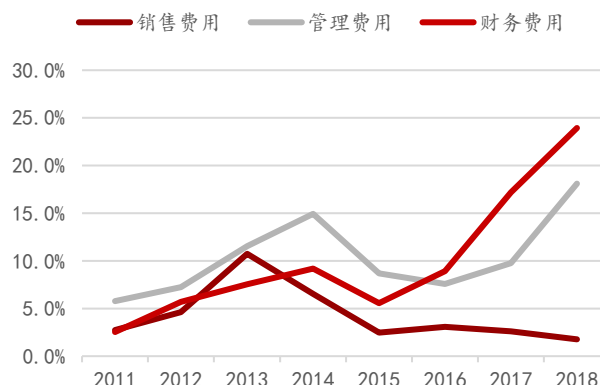
“公司+合作方+农户”模式演变成类金融业务，造成负债率过高、资金链断裂。虽然雏鹰农牧号称轻资产化模式，但其实演变成类金融业务，雏鹰需为合作社融资提供信用担保，并向金融机构缴纳30%-50%保证金，其业务本质是和银行、合作社合作借助金融杠杆大举扩张猪舍，从而造成负债率过高、资金链断裂。

图表 22：雏鹰农牧资产负债率自2015年明显提高

图表 23：雏鹰农牧财务和管理费用自 2015 年猛增



资料来源：公司年报，万联证券研究所



资料来源：公司公告，万联证券研究所

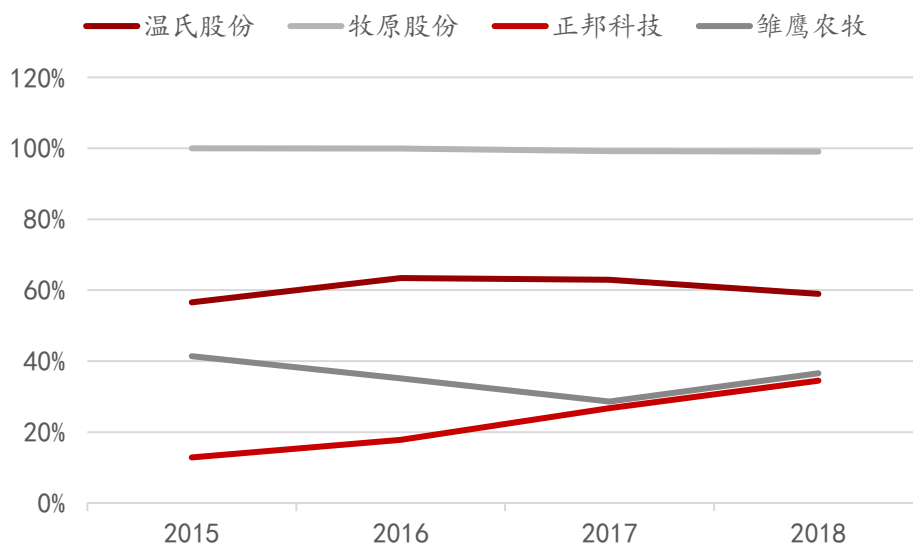
4、生猪养殖龙头企业经营指标对比

4.1 “温牧正雏”生猪养殖经营规模对比

从生猪养殖收入占比来看，牧原是唯一纯正的生猪养殖企业：

- 牧原一直专注于生猪养殖，是最纯正的生猪养殖企业，生猪养殖收入占比 99%；
- 温氏生猪养殖收入占比 60%左右，且收入结构保持稳定；
- 正邦科技生猪养殖收入占比持续提升，2018 年达到 35%；
- 雏鹰生猪养殖收入占比不稳定，先降后升，2018 年为 37%。

图表 24：“温牧正雏”生猪养殖收入占比

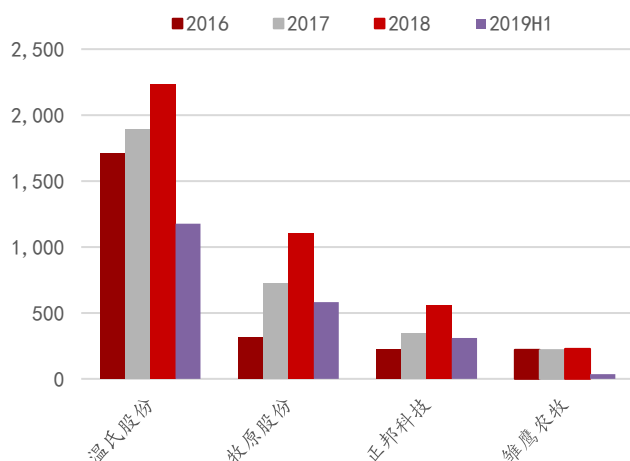


资料来源：公司公告，万联证券研究所

从生猪出栏（销售）规模来看，温氏增长稳健，牧原和正邦增长快速，雏鹰断崖式下降。

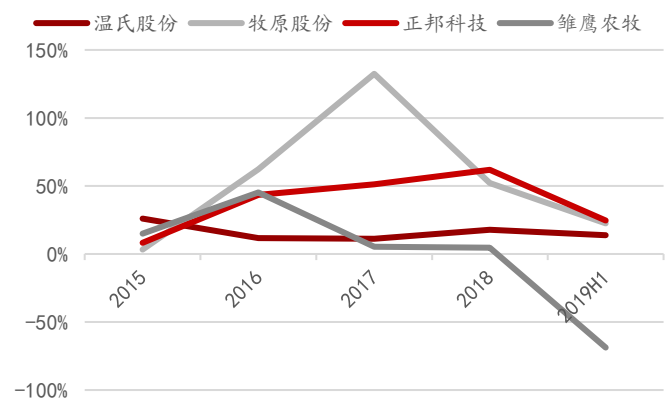
- 温氏股份稳居绝对龙头地位，生猪出栏量全国第一，2018 年全年生猪出栏 2229.72 万头，较其余三家企业出栏总和还多，增速保持年 10% 以上稳定增长，2019 年上半年仍保持了 13.69% 的增速；
- 紧随其后的是牧原股份，2017 年实现大爆发，全年出栏 723.74 万头，同比增长 132.42%，首次出栏量超过正邦科技和雏鹰农牧总和，2018 年继续保持强劲增长态势，同比增长 52.20% 出栏 1101.2 万头，2019 年上半年增速降为 22.58%；
- 正邦科技则实现了出栏量的飞速增长，2016 年、2017 年、2018 年分别同比增长 48.38%、51.14%、61.87% 至 226.45 万头、342.25 万头和 553.90 万头，发展势头强劲，2019 年上半年增速降为 24.65%；
- 而雏鹰农牧从 2017 年开始走下坡路，2018 年出栏 226.98 万头，同比增长仅为 4.53%，且随着公司资金断裂以及非洲猪瘟的影响，2019 年上半年出栏量锐减至 36.64 万头，同比下降 68.80%。

图表 25：“温牧正雏”生猪出栏量（万头）情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 26：“温牧正雏”生猪出栏增速情况



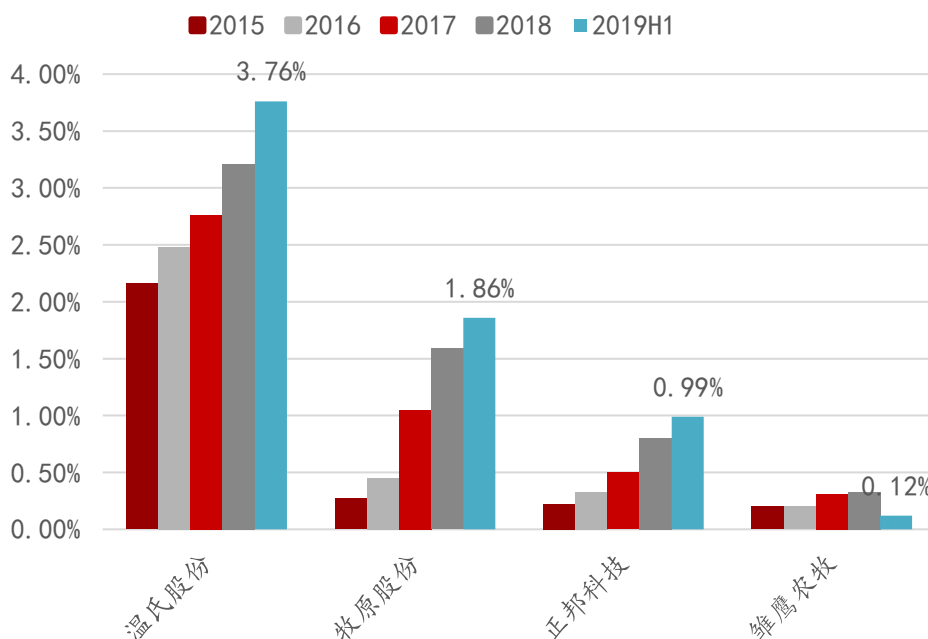
资料来源：公司公告，万联证券研究所

从市场占有率来看，前三甲保持增长态势，雏鹰市占率迅速下降，已掉出第一梯队。

- 2018 年温氏股份全国生猪出栏量的 3.21%，排名第一，2019 年上半年市占率 3.76%，逐年增长；
- 牧原股份 2018 年以 1101.2 万头出栏量占据 1.59% 的市场份额，2019 年上半年市占率 1.86%；
- 正邦科技总体体量还较小，2018 年市占率 0.80%，2019 年提升为 0.99%；
- 而雏鹰农牧市占率迅速下降，2018 年为 0.33%，2019 年上半年为 0.12%，已掉出第一梯队；
- “温牧正”三家龙头企业市场率逐年增速，从 2015 年 2.65% 增至 2018 年的 5.60%，非洲猪瘟后市占率加速提升，2019 年上半年为 6.61%。近年来，国内生猪养殖行

业规模化发展较快，成本优势逐渐突显，未来行业集中度有望继续提升。

图表 27：“温牧正雏”近年市占率情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

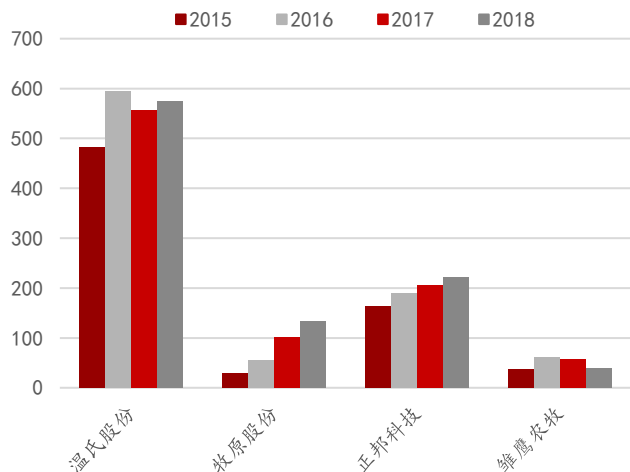
4.2 “温牧正雏”盈利能力对比

从总的营业收入（没有单独拆分生猪养殖收入）来看，温氏体量最大但近两年没有增长，牧原增速最快，正邦稳健增长，雏鹰快速下降。

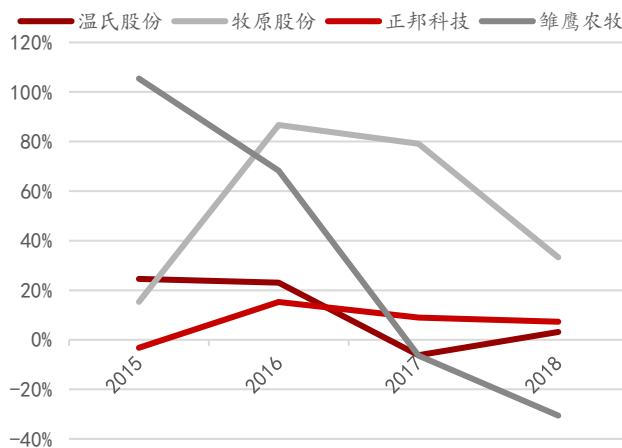
- 温氏股份体量最大，但近两年营收基本没有增长，2017 年温氏股份营收下降 6.23%至 556.57 亿元，2018 年增速也有所下降；
- 牧原股份 2017 年、2018 年保持快速增长，营收分别同比增长 79.12%、33.32%；
- 正邦科技饲料业务占比大，因此虽然生猪出栏量小于牧原股份，但营收规模更大，近两年增长稳健，2018 年正邦科技总营收同比增长 7.2%；
- 雏鹰农牧营收规模最小，近两年增速持续下降，2018 年甚至出现明显的负增长。

图表 28：“温牧正雏”营收（亿元）

图表 29：“温牧正雏”营收增速



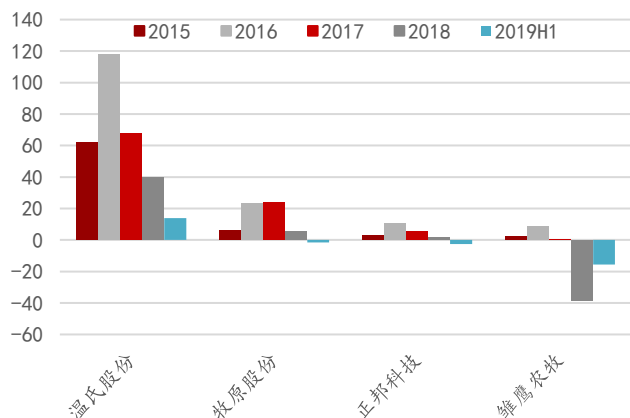
资料来源：公司公告，万联证券研究所



资料来源：公司公告，万联证券研究所

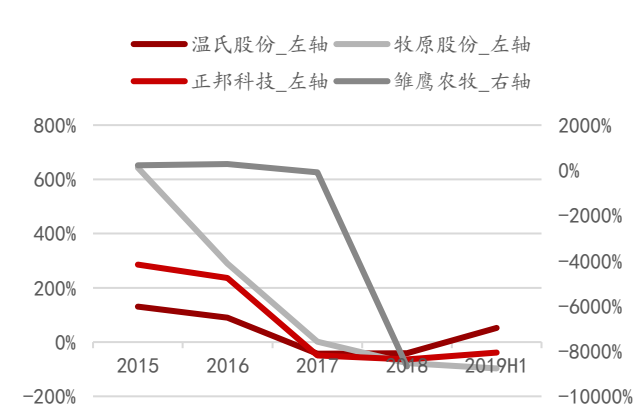
从归母净利润来看，温氏体量最大且波动最小，牧原、正邦增速高但波动也大，雏鹰自 2018 年以来大幅度亏损。2019 上半年，“温牧正雏”四家企业归母净利润仅有温氏股份实现盈利，其余三家均出现亏损，尤其雏鹰亏损幅度最大。由于生猪养殖周期性强，因此企业的净利润波动幅度普遍很大。猪价从 2016 年进入下降周期，生猪养殖企业盈利逐年下降，雏鹰农牧由于扩张速度过快，在下降周期资金链断裂，导致巨额亏损。但随着 2018 年 5 月份以来生猪养殖进入向上周期叠加非洲猪瘟，生猪价格上涨且上涨速度加快，预计下半年企业盈利将有大幅反转。

图表 30：“温牧正雏”归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 31：“温牧正雏”归母净利润增速



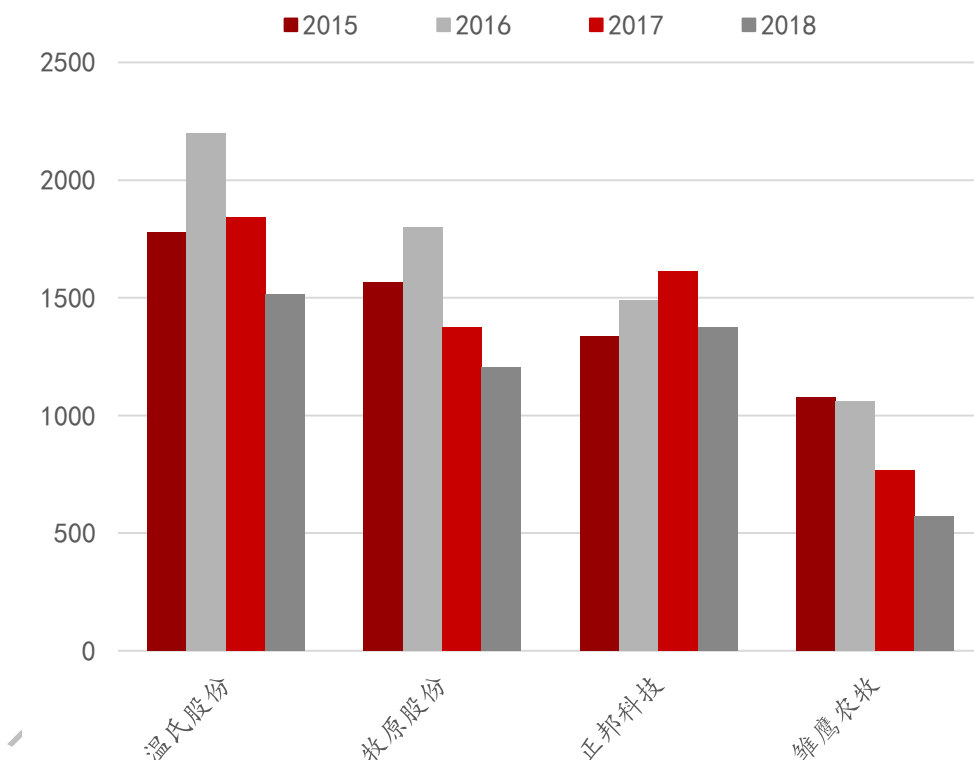
资料来源：公司公告，万联证券研究所

从头均单价来看，由高到低依次为温氏、正邦、牧原、雏鹰。受猪周期和疫情影响，2016-2018 年生猪头均单价呈下降趋势，生猪市场低迷。其中：

- 温氏头均单价仍然稳居第一，头均单价从 2016 年的 2197.84 元下降到 1514.35 元，下降幅度高达 31%；
- 牧原头均单价从 2016 年的 1799.54 元下降到 1204.28 元，雏鹰面临同样的情况；

➤ 正邦 2016-2017 年头均单价持续提升，超过牧原，2018 年才有所下降。

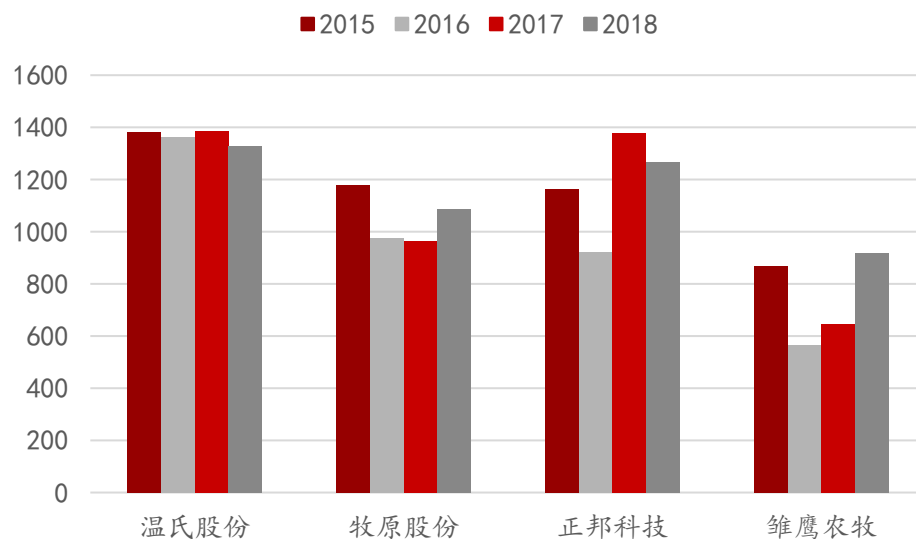
图表 32：“温牧正雏”头均单价变化（元）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

对比生猪养殖头均成本，“公司+农户”模式成本普遍比“自繁自养”模式成本要高。温氏的头均成本比牧原要高大约 20%，其中牧原股份的主要优势主要体现在饲料和员工薪酬上，同时由于温氏股份的委托式养殖模式的存在，比牧原股份要多一项委托养殖费用，这占了温氏股份成本中的 18%。这说明在成本控制上，采用自繁自养一体的牧原股份相对具有优势。

图表 33：“温牧正雏”头均成本变化（元）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 34：牧原股份成本拆分

成本结构	金额（万元）	头均成本（元）	百分比
原材料	726,505	660	61%
折旧	102,265	93	9%
职工薪酬	74,914	68	6%
药品及疫苗费用	117,182	106	10%
其他费用	174,901	159	15%
成本合计	1,195,768	1,086	100%

资料来源：公司年报，万联证券研究所

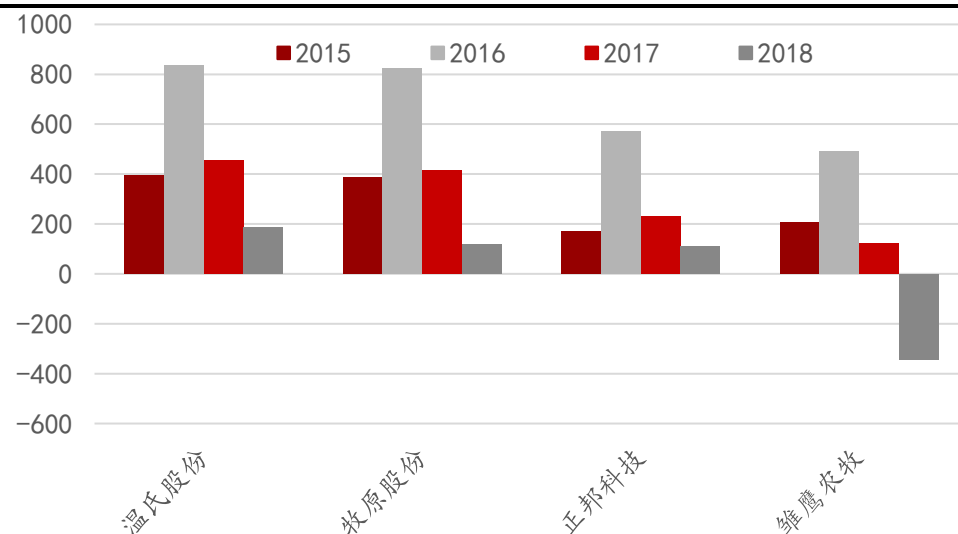
图表 35：温氏股份成本拆分

成本结构	金额（万元）	头均成本（元）	占比
饲料原料	1,719,705	771	62%
委托养殖费用	492,438	221	18%
药物及疫苗	147,938	66	5%
职工薪酬	192,206	86	7%
固定资产折旧及摊销	80,376	36	3%
其他	149,692	67	5%
合计	2,781,815	1,248	100%

资料来源：公司年报，万联证券研究所

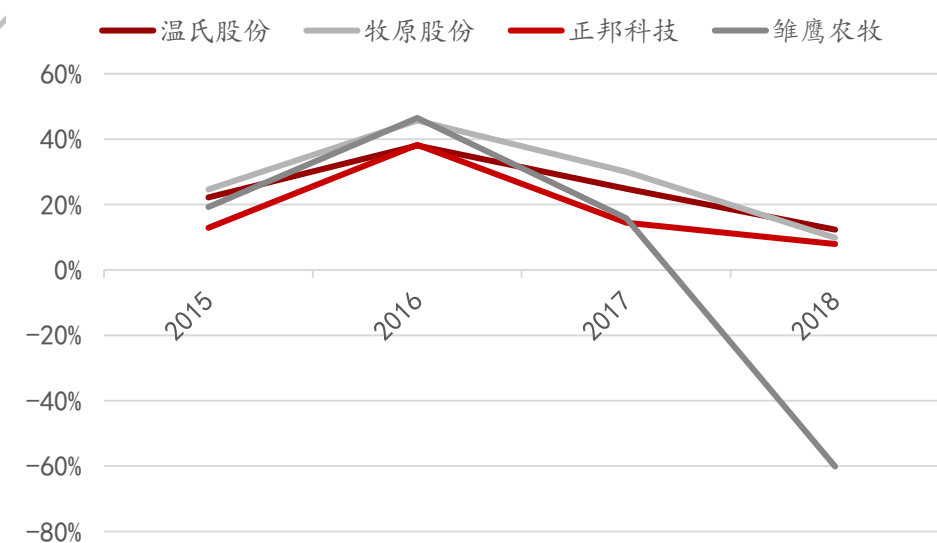
头均毛利从大到小依次为温氏、牧原、正邦、雏鹰。2018 年，由于猪周期和疫情的影响，猪价一路下跌，影响了行业的毛利率水平。牧原股份和正邦科技头均毛利下降到 100 元以下水平，温氏股份头均毛利最高，为 186.62 元，但是较往年跌幅也超过一半；而雏鹰农牧则出现亏损，雏鹰农牧出栏一头猪平均亏损 344.39 元，毛利率为 -60.11%。

图表 36：“温牧正雏”头均毛利变化（元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

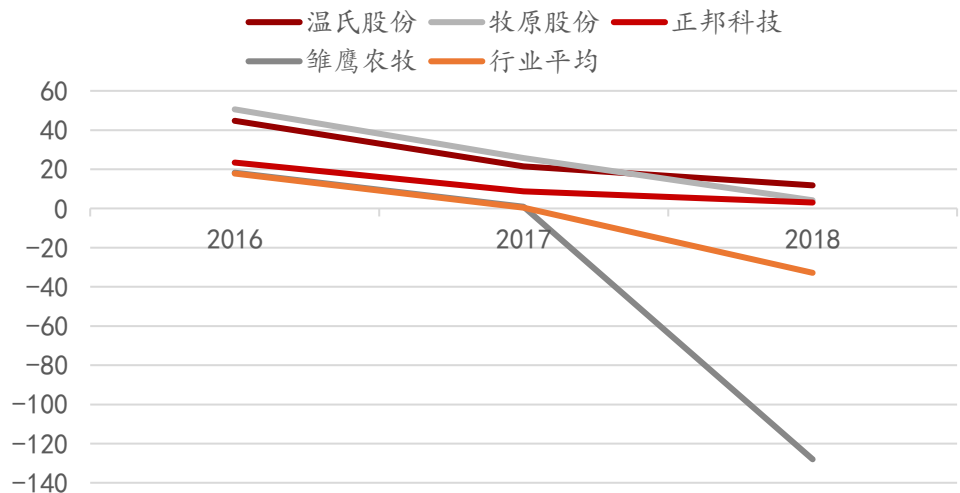
图表 37：“温牧正雏”生猪产品毛利率变化



资料来源：公司公告，万联证券研究所

从 ROE 来看，除了雏鹰农牧外的其他三家企业 ROE 通常都高于行业的平均水平。尤其是在行业不景气的时候（例如 2018 年），这种差异更加明显，这表明龙头企业应对行业低谷的能力更强。而雏鹰农牧由于在 2018 年发生严重的资金问题，公司生产经营活动出现断崖式下滑，ROE 下降明显。

图表 38：“温牧正雏” ROE 变化



资料来源：公司公告，万联证券研究所

5、投资建议

四家公司对比如下：

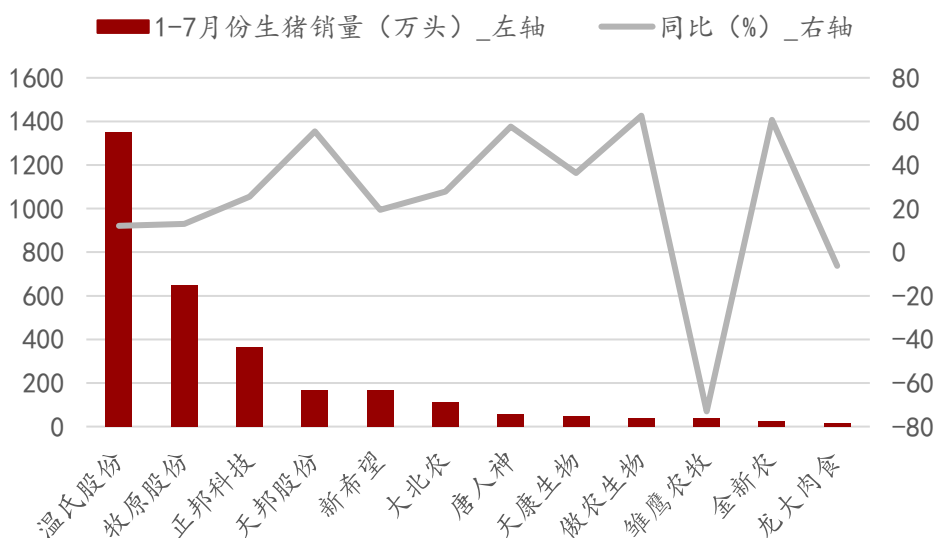
- 从收入结构来看，牧原股份聚焦生猪养殖，其他企业均在产业链上进行延伸和扩展，但雏鹰农牧多元化布局过于激进；
- 从商业模式来看，以温氏股份为代表的“公司+农户”和以牧原为代表的“一体化自繁自养”各具优势，正邦同时采用两种模式且逐渐以“公司+农户”为主模式，雏鹰农牧在“公司+农户”基础上自创“公司+平台+农户”模式，但实为类金融业务，巨额资金负担为公司经营失败埋下伏笔；
- 从生猪养殖规模来看，温氏股份为行业老大且增长稳健，牧原股份、正邦科技等后来者增速更高，雏鹰农牧在资金链断裂后规模迅速萎缩，退出第一梯队；
- 从盈利能力来看，温氏股份和牧原股份均具备较强盈利能力，但温氏股份波动性更小，雏鹰农牧在资金链断裂后陷入巨额亏损。

总结来看，生猪养殖行业周期性强、经营波动性大，把握周期并进行适度扩张才能立于不败之地。

在非洲猪瘟背景下，我们认为未来猪价有望超预期上涨，高点看至35元/千克以上。从能繁母猪补库存到商品猪出栏最少需要14个月时间，叠加疫情反复造成的补库存周期延长，预计将使猪肉上涨周期延长，至少上涨至2020年下半年。此外，疫苗按照市场最乐观预期是明年上半年推出，根据生猪繁育周期计算，传导到生猪出栏是2021年，对2020年的猪价影响很小。

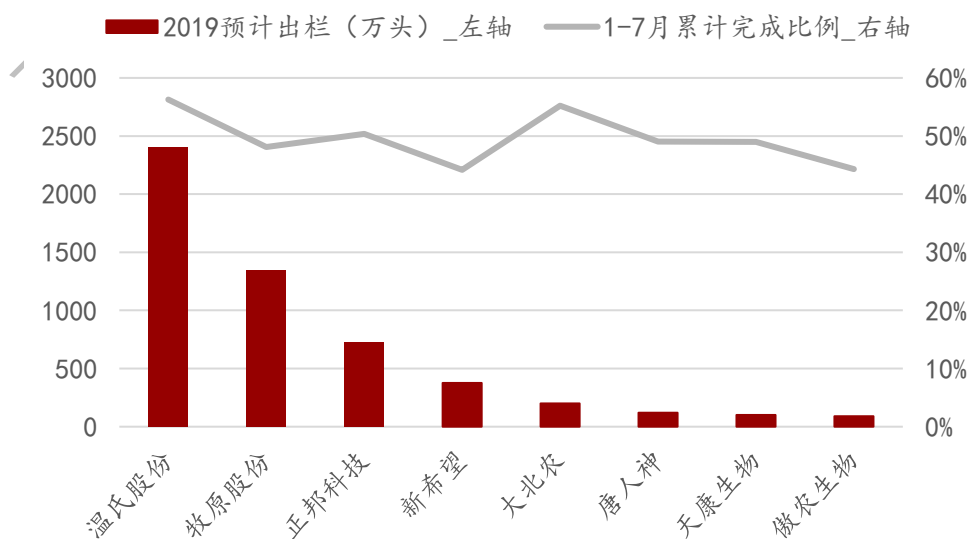
因此，2020年将是生猪量价齐升，生猪养殖企业收益最大的年份。我们认为生猪养殖股周期还未结束，维持行业“强于大市”投资评级，需要跟踪猪企下半年出栏量下的利润兑现程度。上市龙头不仅享受上涨周期的盛宴，还受益于行业集中度的提升，建议关注生猪养殖龙头企业。

图表 39：2019 年 1-7 月国内上市猪企生猪出栏数及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 40：2019 年 1-7 月国内上市猪企年度生猪出栏计划完成比例



资料来源：公司公告，万联证券研究所

6、风险提示

- 1、生猪价格上涨不及预期风险。如市场对生猪价格预期过高，或者价格实现速度低于预期，或者价格上涨周期低于预期的风险。
- 2、龙头企业生猪出栏数量不及预期风险。龙头企业在生猪供给短缺造成的价格上涨中，通过提高生猪出栏获得高于行业的收益增速，但龙头企业可能出现补栏过慢，或者因瘟疫导致出栏数量减少的风险。

3、**养猪成本上升风险。**瘟疫以来生猪养殖成本有所提升，如果未来防控成本提升，饲料成本提升，可能导致养猪成本进一步上升。

万联证券

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。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场