

## 周期与成长共舞

## ——禾丰牧业首次覆盖报告

## 核心观点

## ● 禾丰牧业：区域白羽鸡与饲料龙头

禾丰牧业创立于 1995 年 4 月，目前是东北最大的饲料企业，北方最大的农牧企业之一，东北是公司主要的产品市场，立足于东北原料优质、气候适宜、养殖密度小、人力成本低的特点，公司发展的区位优势显著。

## ● 禽业迈入一梯队，全产业链优势凸显

公司肉禽板块分为养殖、加工、深加工三大事业群，承接已有的饲料业务，已经完成全产业链布局。养殖方面，2019 年参控企业合计养殖白羽肉鸡 4.21 亿羽，同比增长 36%，成本优势显著，合并范围毛利率高达 16.31%。屠宰方面，公司年屠宰能力达 6.5-7.5 亿羽，2019 年参控企业合计屠宰白羽肉鸡 5.24 亿羽，同比增长 15%，养殖与屠宰的产能配套程度 80.3%。

## ● 依托坚实基础，生猪蓄势待发

2018 年，公司战略规划利用 5-8 年时间实现肉禽与生猪产业链双轮驱动的互补型经营模式，确立了生猪业务的核心战略地位。2019 年公司控股及参股企业 27 万头，公司通过自建、合资的方式在生猪养殖优势区域积极进行生产建设与布局，2020 年公司控股及参股企业合计出栏目标 60 万头。

## ● 区域饲料龙头，迎接养殖景气

公司饲料产品包括猪、禽、反刍、水产和毛皮动物饲料等，2019 年在非洲猪瘟的不利局面下，饲料仍实现量利双增，销量 261.76 万吨，同比增长 11.29%，毛利率 12.52%，同比增长 0.51 个百分点。公司饲料区域销售优势明显，并积极推进“无抗”，未来市占率有望持续提升。

## 财务预测与投资建议

- 预计 2020-2022 年归母净利润为 16.53 亿、16.73 亿、17.05 亿，同比分别为 37.8%、1.2%、1.9%，按照可比公司，分别给予饲料、禽产业、猪产业 25、7、6 倍 PE，可得合理价值 19.19 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 原材料风险、疫病风险、消费需求下滑超预期

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,751	17,792	21,335	23,502	26,232
同比增长(%)	15.0%	13.0%	19.9%	10.2%	11.6%
营业利润(百万元)	691	1,595	2,099	2,110	2,105
同比增长(%)	22.9%	130.9%	31.6%	0.5%	-0.2%
归属母公司净利润(百万元)	552	1,199	1,653	1,673	1,705
同比增长(%)	17.2%	117.3%	37.8%	1.2%	1.9%
每股收益(元)	0.60	1.30	1.79	1.81	1.85
毛利率(%)	8.4%	11.2%	11.8%	10.8%	9.9%
净利率(%)	3.5%	6.7%	7.7%	7.1%	6.5%
净资产收益率(%)	15.2%	25.1%	25.6%	21.2%	18.5%
市盈率	22.6	10.4	7.5	7.5	7.3
市净率	3.2	2.2	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

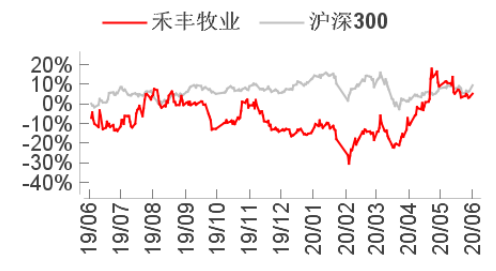


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年06月01日)	14.45 元
目标价格	19.19 元
52 周最高价/最低价	16.2/9.55 元
总股本/流通 A 股(万股)	92,206/90,431
A 股市值(百万元)	13,324
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2020 年 06 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.12	-3.41	28.90	3.73
相对表现	-2.59	-4.91	28.11	-5.68
沪深 300	3.71	1.50	0.79	9.41



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 张斌梅

021-63325888\*6090

zhangbinmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020002

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

禾丰牧业，区域白羽鸡与饲料龙头 .....	5
饲料稳增，养殖腾飞.....	5
携手外资，全球布局.....	7
整合禽业，发展生猪 .....	7
生猪全年偏紧，肉禽景气可期 .....	7
禽业迈入一梯队，受益行业景气上行.....	9
规模优势显现，养殖量利双增 .....	10
聚焦禽肉转化，优化产业结构 .....	11
依托坚实基础，生猪蓄势待发 .....	12
区域饲料龙头，迎接养殖景气 .....	13
养殖产能释放，饲料放量可期 .....	13
区域饲料龙头，量利逆势上行 .....	14
技术储备完善，迎接无抗时代 .....	16
盈利预测与投资建议 .....	16
盈利预测 .....	16
投资建议 .....	18
风险提示.....	19

## 图表目录

图 1: 禾丰牧业发展历程.....	5
图 2: 2019 年营业收入 177.92 亿元, 同比增长 12.96%.....	6
图 3: 公司主营业务收入分布 (2019A) .....	6
图 4: 2019 年毛利 20.00 亿元, 同比增长 50.4%.....	6
图 5: 公司业务板块毛利占比 (2019A) .....	6
图 6: 公司在东北地区收入占总收入 48% (2019A) .....	7
图 7: 国外地区收入稳步上升 .....	7
图 8: 3 月能繁母猪存栏量环比增长 2.8%、同比下降 19.1% .....	8
图 9: 3 月生猪定点屠宰 1171.3 万头, 同比下降 36.88%.....	8
图 10: 白羽肉鸡跟随生猪价格同步景气上行 (元/公斤) .....	8
图 11: 2019 年父母代鸡苗价格在 70-80 元/套 .....	8
图 12: 2019 年白羽肉鸡祖代更新同比上升 64%.....	9
图 13: 2019 年单月引种量均高于 2018 年同期 (万套) .....	9
图 14: 禾丰牧业肉禽产业化布局.....	9
图 15: 2019 年公司控股及参股企业合计养殖白羽肉鸡 4.21 亿羽 .....	10
图 16: 2019 年白羽鸡自产料占比达 92.7%.....	10
图 17: 公司白羽鸡合并范围内毛利率持续上升 .....	10
图 18: 2019 年公司参控企业合计屠宰白羽肉鸡 5.24 亿羽, 产能匹配度 80.3% .....	11
图 19: 2019 年公司参控企业调理品产销 1.5 万吨, 同比增长 52%.....	11
图 20: 2019 年公司生猪板块实现收入 2.02 亿元, 毛利率 22.77%.....	12
图 21: 2019 年全国工业饲料总产量 22885.4 万吨 .....	13
图 22: 2019 年猪料、禽料占比分别为 33.5%、50.6% .....	13
图 23: 饲料行业集中度不断提升.....	14
图 24: 2019 年公司饲料销量 261.76 万吨, 同比增长 11.29% .....	14
图 25: 2019 饲料销售收入 77.86 亿元, 毛利率 12.52%.....	14
图 26: 2019 年公司各饲料品种均实现上涨.....	15
图 27: 公司直销料毛利率高于经销料.....	15
图 28: 公司直销料占比稳步提升.....	15
表 1: 台前亿只白羽肉鸡产业扶贫项目内容 .....	11
表 2: 公司 2018 年定向增发募投项目: 生猪养殖部分 .....	12
表 3: 公司生猪项目的进展情况以及产能释放时间 .....	13
表 4: 主要参股公司情况 (2019) .....	17

表 5: 行业可比公司估值 (截止于 2020 年 5 月 29 日) .....	18
表 6: 分部估值表 .....	18

## 禾丰牧业，区域白羽鸡与饲料龙头

辽宁禾丰牧业股份有限公司创立于 1995 年 4 月，设立之初以预混料为主业，打破了外资企业该项业务在华的垄断，随后迅速进入浓缩料、配合料领域，饲料业务不断发展壮大；1999 年公司成立爱普特贸易公司，开始涉足原料贸易领域；2001 年，北京三元禾丰成立，次年上海禾丰成立，标志禾丰事业突破东北挺进全国；2006 年公司成功与荷兰 De Heus 公司合资，De Heus 目前是公司第二大股东，持股比例达 8.92%；2008 年，公司正式进军肉禽产业，肉禽逐步发展为公司业务的另一大支柱；2010 年公司与北票宏发集团共同投资兴建的大型肉制品加工企业，进军食品板块；2018 年修订集团战略，将生猪产业化确定为战略性业务。至此，公司完成了饲料、养殖、食品的全产业链布局。

图 1：禾丰牧业发展历程



资料来源：公司官网、东方证券研究所

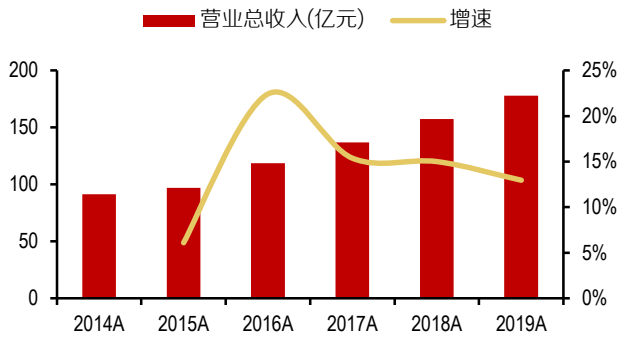
公司深耕饲料及原料贸易、禽产业、猪产业三大主业，同时涉猎动物药品、养殖设备、国际事业、宠物医疗及食品加工等相关领域。

### 饲料稳增，养殖腾飞

2019 年，公司实现营业收入 177.92 亿元，同比增长 12.96%，其中饲料板块收入 77.86 亿元，同比增长 6.7%，占比 43.8%，为公司的主要收入来源；禽产业板块收入 65.99 亿元，同比增长 41.4%，占比 37.1%，逐渐成长为公司另一个收入支柱；原料贸易板块收入 27.5 亿元，同比减少 16%，主

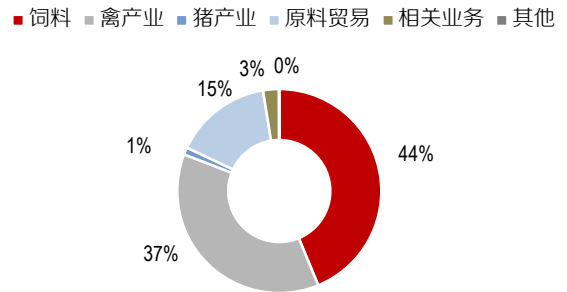
要系中美贸易摩擦带来影响；猪产业板块收入 2.02 亿元，同比增长 74.6%，公司生猪养殖业务正迅速发展。

图 2：2019 年营业收入 177.92 亿元，同比增长 12.96%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

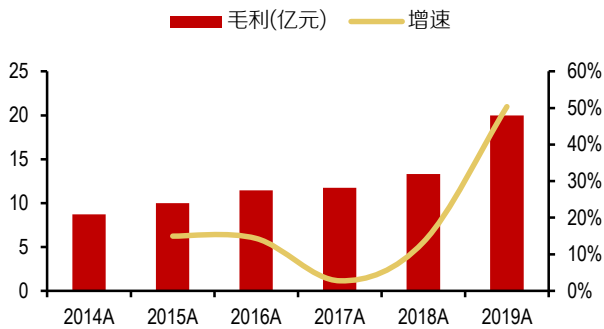
图 3：公司主营业务收入分布（2019A）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

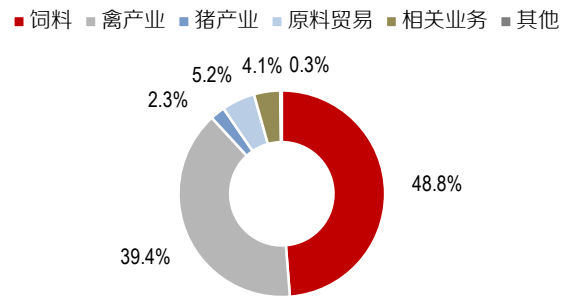
利润方面，2019 年公司毛利润达到 20 亿元，上升 50.4%，主要因白羽肉鸡行业强周期，公司毛利大幅提升。细分板块中，饲料板块毛利 9.75 亿元，同比上升 11.2%，占比 48.8%；禽产业毛利 7.88 亿元，同比上升 171.4%，占比 39.4%；猪产业毛利 0.46 亿元，扭亏为盈 0.51 亿元；原料贸易 1.04 亿元，同比下降 11.7%，占比 5.2%。

图 4：2019 年毛利 20.00 亿元，同比增长 50.4%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：公司业务板块毛利占比（2019A）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

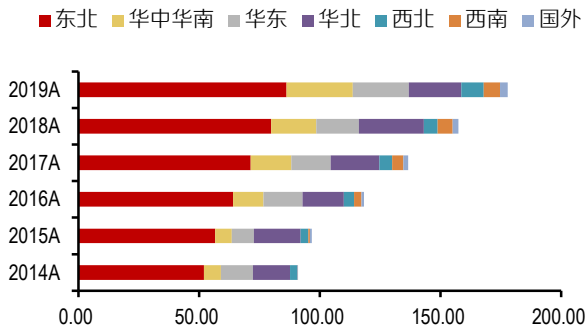
## 携手外资，全球布局

禾丰牧业目前是中国东北最大的饲料企业集团，北方最大的农牧企业集团之一，东北地区是公司主要的产品市场，立足于东北原料优质、气候适宜、养殖密度小、人力成本低的特点，亦是国家确定的畜牧养殖潜力增长区域，公司发展的区位优势显著。2019 年公司在东北地区收入占比达 48%。

同时，公司不断完善在全国的布局，结合区位优势发展养殖业务，2019 年公司在华中华南、华东地区的收入占比分别上升 3.5%、1.9%。

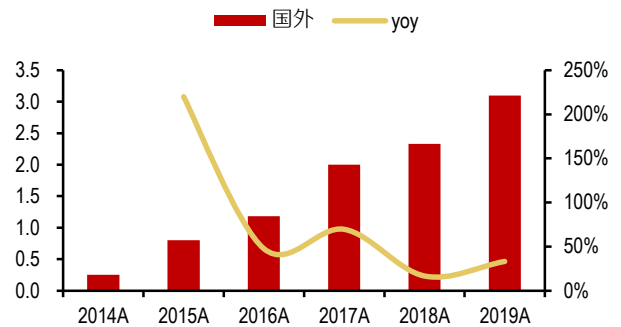
此外，公司与荷兰饲料公司 De Heus 合资，积极拓展海外市场，在具有较大畜牧业发展潜力的国家建有工厂，公司目前在尼泊尔、俄罗斯、菲律宾、印尼等国家建立起多家饲料加工工厂、生猪及蛋鸡养殖场。2019 年公司国外地区实现收入 3.1 亿元，同比增长 33%，未来发展可期。

图 6：公司在东北地区收入占总收入 48%（2019A）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：国外地区收入稳步上升



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司长期发展目标是成为世界顶级农牧食品企业，在 2020 至 2022 年三年中，公司要做强做大饲料业务，加速向产业化一条龙经营模式迈进，成为“质量效率引领型”的农牧企业，完成食品业务阶段性布局，形成区域性食品品牌优势。

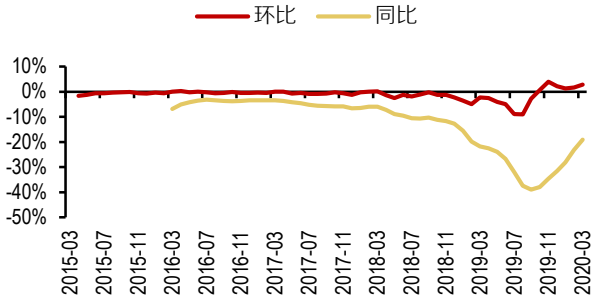
## 整合禽业，发展生猪

在坚持做强做大饲料及原料贸易的同时，公司加大肉禽产业链的投入和精深管理，加快生猪养殖布局与发展，计划利用 5-8 年时间打造出肉禽和生猪产业链双轮驱动的互补型业务模式，形成“产业协同、降本提效”的“质量效率引领型”经营优势。

### 生猪全年偏紧，肉禽景气可期

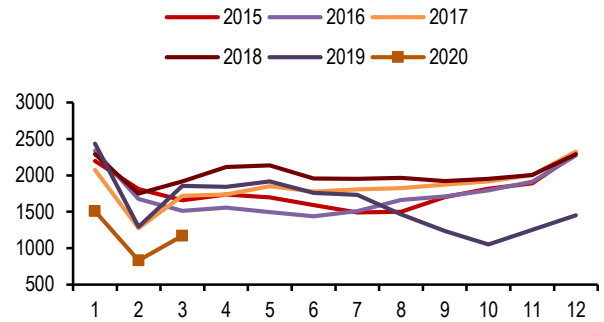
自环保政策落实和非洲猪瘟疫情爆发以来，生猪行业门槛有所提升，中小养猪户逐步退出市场，生猪产能不足的现象加剧。据农业农村部网站消息，2 月份全国生猪存栏环比平均下降 1.7%；3 月能繁母猪存栏量环比增长 2.8%，连续 6 个月环比增长，但由于其中二元母猪恢复速度偏慢，生产效率较低的三元母猪占比逐步扩大，整体产能仍旧偏紧。据商务部，3 月生猪定点屠宰企业屠宰量 1171.3 万头，同比下降 36.88%。我们认为生猪供给缺口仍存，全年猪价预计维持高位。

**图 8：3 月能繁母猪存栏量环比增长 2.8%、同比下降 19.1%**



资料来源：农业部、东方证券研究所

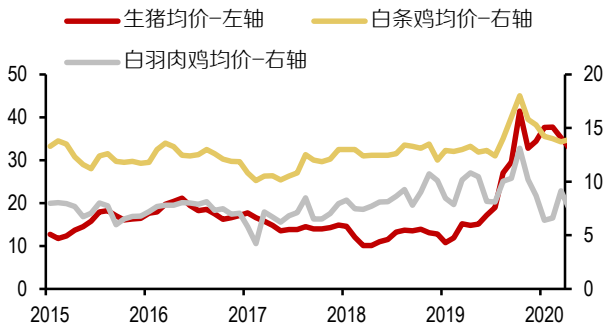
**图 9：3 月生猪定点屠宰 1171.3 万头，同比下降 36.88%**



资料来源：商务部、东方证券研究所

随着猪价周期上行，禽肉消费成为蛋白替代的首选。自 2018 年 5 月生猪步入上行期以来，猪价持续上升，目前仍维持高位。与此同时，白羽鸡价格跟随生猪同步景气上行。另一方面，自全球禽流感疫情流行以来，2015-18 年国内祖代引种连续 4 年低于国内正常需求量 80~100 万套，行业上游供给持续偏紧，2019 年全年父母代鸡苗价格在 70-80 元/套，处于历史较高位置。

**图 10：白羽肉鸡跟随生猪价格同步景气上行（元/公斤）**



资料来源：博亚和讯、国家统计局、东方证券研究所

**图 11：2019 年父母代鸡苗价格在 70-80 元/套**

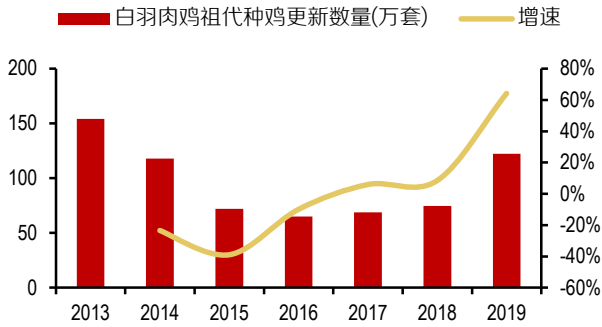


资料来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

随着白羽肉鸡景气回升及禽流感疫情的控制，白羽鸡产能进入恢复期。2019 年，白羽肉鸡祖代更新数量 122.35 万套，同比上升 64%，单月引种量均好于同期，通常祖代存栏引种量对应下一年出栏量，我们预计 2020 年全年白羽鸡产能进入释放期。

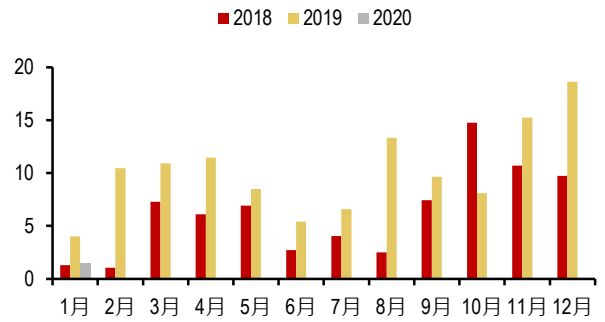


图 12: 2019 年白羽肉鸡祖代更新同比上升 64%



资料来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

图 13: 2019 年单月引种量均高于 2018 年同期 (万套)



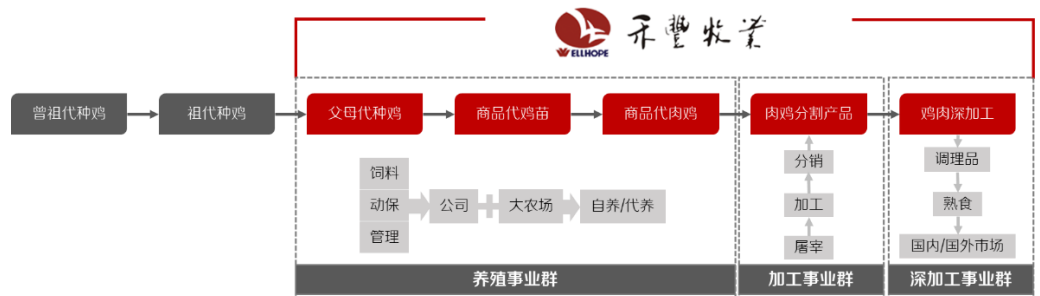
资料来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，肉鸡需求低迷，价格大幅下跌，但由于全年猪肉缺口仍存，国外疫情加剧，白鸡消费需求正逐步复苏，预计全年仍将维持较高景气。

## 禽业迈入一梯队，受益行业景气上行

公司肉禽产业化板块划分为养殖、加工、深加工三大事业群，承接公司已有的饲料业务，公司在肉禽板块已经完成全产业链的布局。

图 14: 禾丰牧业肉禽产业化布局



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司在肉禽产业上发展迅速，生产规模、产能配套能力、盈利能力均稳步提升，目前已跻身中国白羽肉鸡行业的第一梯队。

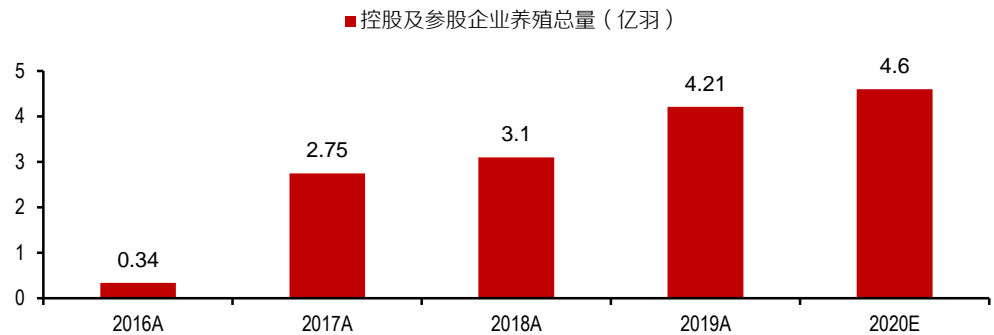
## 规模优势显现，养殖量利双增

肉禽的养殖事业群的业务涵盖肉种鸡养殖、孵化、商品代肉鸡养殖及饲料生产加工。2019 年公司肉禽养殖部分的权益占比为 39%。

公司养殖模式已从“公司+农户”为主转变为“公司+大农场”。公司通过严格考察、筛选有实力和丰富养殖经验的大农场开展合作，公司负责提供育种、饲料、养殖全程监控、肉鸡回收等；农场负责基础设施建设、维护和肉鸡日常养殖。目前，公司商品代肉鸡的出栏均重可达 3 公斤，平均成活率 95%以上，欧洲效益指数超过 390，处于行业领先水平。

公司白羽肉鸡产能提升迅速，2019 年公司控股及参股企业合计养殖 4.21 亿羽，同比增长 36%。公司为扩充产能积极准备，公司控股与参股企业 2020 年目标白羽肉鸡养殖量超过 4.6 亿羽。

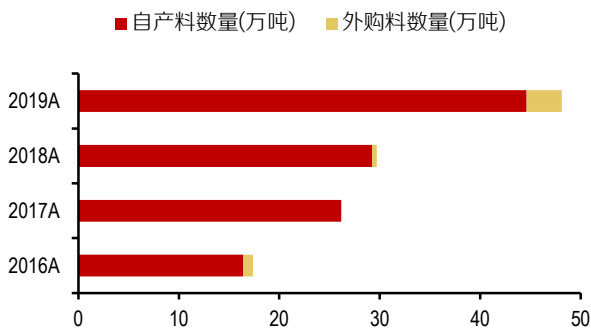
图 15：2019 年公司控股及参股企业合计养殖白羽肉鸡 4.21 亿羽



资料来源：公司公告、东方证券研究所

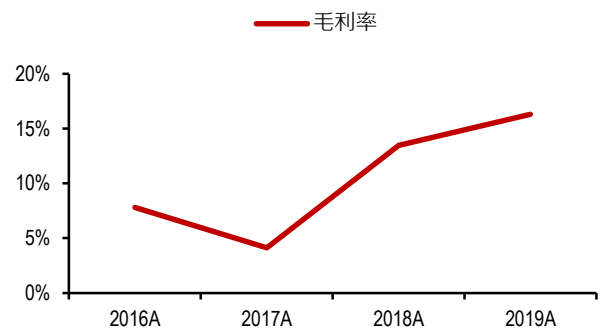
在养殖毛利方面，立足东北的原料产地和自身雄厚的饲料业务，公司养殖具备成本优势。2019 年白羽鸡饲料用量中，自产料占比达 92.7%，均价低于外购料 2%。公司纵向一体化和规模优势充分体现，毛利率持续上升，2019 年合并范围内毛利率达 16.31%，上升 2.85 个百分点。

图 16：2019 年白羽鸡自产料占比达 92.7%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 17：公司白羽鸡合并范围内毛利率持续上升



资料来源：公司公告、东方证券研究所，注：销售收入为未合并抵消金额。

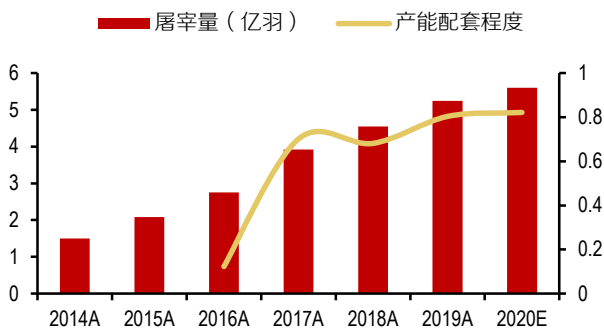
## 聚焦禽肉转化，优化产业结构

屠宰方面，公司拥有 15 家控股、参股屠宰企业，年屠宰能力达 6.5-7.5 亿羽，主要销往双汇、金锣、雨润、麦当劳、肯德基及各类超市、生鲜市场等。

2019 年，公司控股及参股企业合计屠宰白羽肉鸡 5.24 亿羽，同比增长 15%，生产肉鸡分割品 133.8 万吨，同比增长 18%，养殖与屠宰的产能配套程度 80.3%，相比去年增加 12 个百分点，公司 2020 年目标屠宰量 5.6 亿羽，届时产能配套程度将达 82.14%。公司产能匹配能力提升，产业链结构不断优化，逐步向高度一体化肉鸡养殖企业迈进。

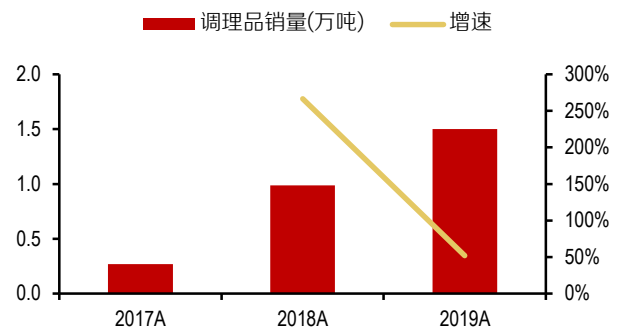
调理品方面，公司不断提高禽肉转化效率，2019 年公司参控企业调理品产销 1.5 万吨，同比增长 52%，产业链条加速向终端延伸，品牌影响力不断增强。

图 18: 2019 年公司参控企业合计屠宰白羽肉鸡 5.24 亿羽，产能匹配度 80.3%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 19: 2019 年公司参控企业调理品产销 1.5 万吨，同比增长 52%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2019 年，公司分别与台前县人民政府、易县人民政府签署了战略合作框架协议，两个项目建成后，每年将新增商品鸡雏孵化产能 1 亿羽、养殖及屠宰产能 1.8 亿羽、熟食产能 2 万吨，进一步完善公司白羽肉鸡业务的产业链布局，增强公司的综合竞争力。

表 1: 台前亿只白羽肉鸡产业扶贫项目内容

	预计投产时间	养殖产能规模	屠宰产能规模
第一期	2019 年 12 月	2700 万只	年屠宰 1 亿只
第二期	2020 年 5 月	2700 万只	
第三期	—	5040 万只	
合计		1.044 亿只	

资料来源：公司公告、东方证券研究所

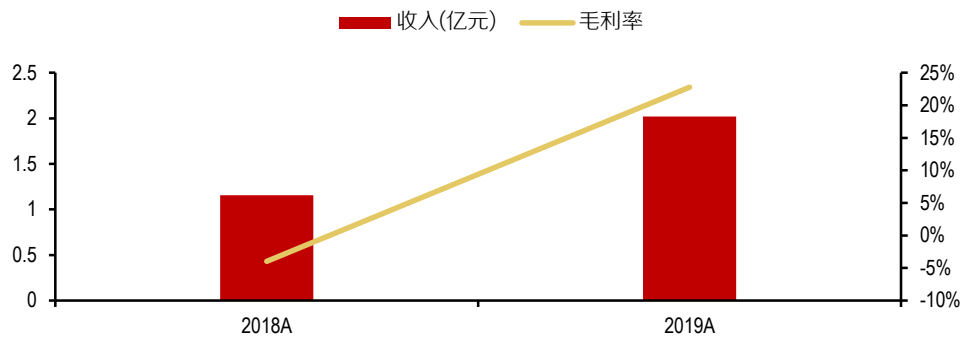
公司坚定不移地做大、做强、做精肉禽产业，抓住行业发展与市场契机，计划利用 5-8 年时间，达到年加工 10 亿只白羽肉鸡规模，并最终实现每年为每个中国人提供一只禾丰肉鸡的目标。

## 依托坚实基础，生猪蓄势待发

在非洲猪瘟疫情影响下，产业链格局有望重塑，具备防疫优势的企业有望受益供给偏紧带来的景气上行，公司作为东北区域饲料龙头，原料优势显著，积极进军生猪养殖，有望进一步实现全产业链规模效应的最大化。

2018年，公司重新梳理战略规划，计划利用5-8年时间实现肉禽与生猪产业链双轮驱动的互补型经营模式，确立了生猪业务的核心战略地位。公司在生猪养殖上复制白羽鸡养殖的成功模式，以“公司+家庭农场”主要模式进行育肥猪放养及自养业务，同时发展优质种猪繁育及种猪、仔猪销售业务。2019年公司生猪板块实现收入2.02亿元，同比上升74.6%，毛利率22.77%，同比扭亏为盈26.7个百分点，公司控股与参股企业目标完成年出栏生猪30万头，实际出栏生猪27万头，完成率达90%。

图 20：2019 年公司生猪板块实现收入 2.02 亿元，毛利率 22.77%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司通过自建、合资的方式在东北三省、河南、河北、安徽等生猪养殖优势区域积极进行生产建设与布局。2018年公司通过定向增发扩张生猪业务布局，设计4个生猪项目，总产能达71.34万头，预计该项目可实现净利润1.4亿元。

表 2：公司 2018 年定向增发募投项目：生猪养殖部分

项目名称	产能	预计营业收入（亿元）	预计净利润（亿元）
吉林省荷风种猪繁育有限公司种猪繁育基地建设项目	仔猪 107,500 头，种猪 46,075 头，更新种猪 2,350 头	2.09	0.26
凌源禾丰牧业有限责任公司李家营子村种猪场项目	仔猪 70,000 头	0.45	0.19
抚顺禾丰农牧有限公司上年种猪场项目	仔猪 326,250 头、种猪 11,250 头	2.45	0.67
抚顺禾丰农牧有限公司关门山种猪场项目	仔猪 150,000 头	1.00	0.29
<b>合计</b>	<b>71.34 万头</b>	<b>5.99</b>	<b>1.40</b>

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**表 3：公司生猪项目的进展情况以及产能释放时间**

项目名称	进展情况及产能释放时间
抚顺上年猪场一期	2019 年 4 月正式运营，目前已向市场出售商品仔猪
抚顺关门山种猪场项目	2019 年 12 月投产，预计 2020 年 10 月开始出售商品仔猪
吉林荷风种猪繁育基地项目	2019 年 12 月投产，预计 2020 年 7 月开始出售商品仔猪
凌源李家营子村种猪场项目	预计 2020 年年末竣工
佳和农牧合作黑龙江区母猪场及育肥场项目	预计于 2020 年释放产能
华北区母猪场项目	预计 2020 年 Q3、Q4 投产引种
敖汉旗人民政府合作在敖汉旗建设的 50 万头生猪产业化项目	预计 2020 年秋季动工
河南洛阳、林州、通许等地计划开展的不同规模的母猪场项目	预计 2020 年 8 月后投产

资料来源：公司公告、东方证券研究所

经过 2018-2019 年的摸索与布局，公司进一步明确进入生猪养殖事业的战略并坚定信心。随着项目推进，生猪养殖产能将逐步释放，**2020 年公司控股及参股企业在目标实现生猪出栏 60 万头。**

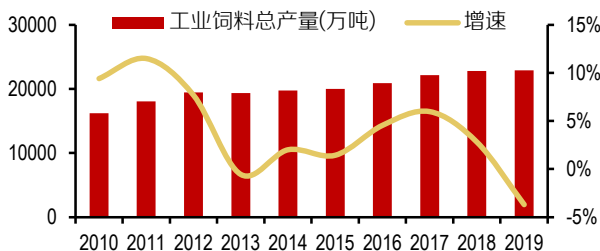
与此同时，公司积极布局终端屠宰产能，2019 年，公司与合作伙伴注册成立赤峰禾丰阜信源食品有限公司，具备年屠宰生猪 100 万头的产能，配套建有 2 万吨低温储藏冷库，项目建成后公司在生猪全产业链上布局基本完善，在疫情常态化下，市场竞争优势持续提升。

## 区域饲料龙头，迎接养殖景气

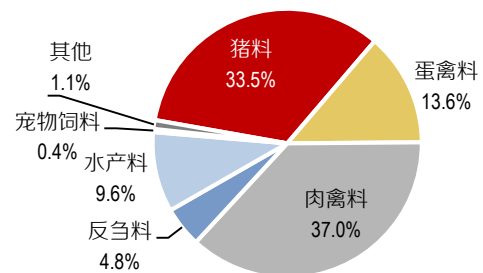
### 养殖产能释放，饲料放量可期

2019 年受非洲猪瘟疫情影响，生猪生产大幅下滑，全国饲料产量出现 2014 年以来首次下降。根据饲料工业协会数据，2019 年全国工业饲料总产量 22885.4 万吨，同比下降 3.7%。分品种看，猪料 7663.2 万吨，同比下降 26.6%，下降幅度较大，其中仔猪、母猪、育肥猪饲料分别下降 39.2%、24.5%、15.9%；禽料受益于需求替代，上涨幅度较大，其中蛋禽饲料 3116.6 万吨，同比增长 9.6%，肉禽饲料 8464.8 万吨，同比增长 21%。

由于猪料下降、禽料上升，饲料结构发生明显变化，猪饲料占比从 2018 年的 43.9% 下降到 33.5%，禽饲料则从 41.4% 上升到 50.6%。

**图 21：2019 年全国工业饲料总产量 22885.4 万吨**


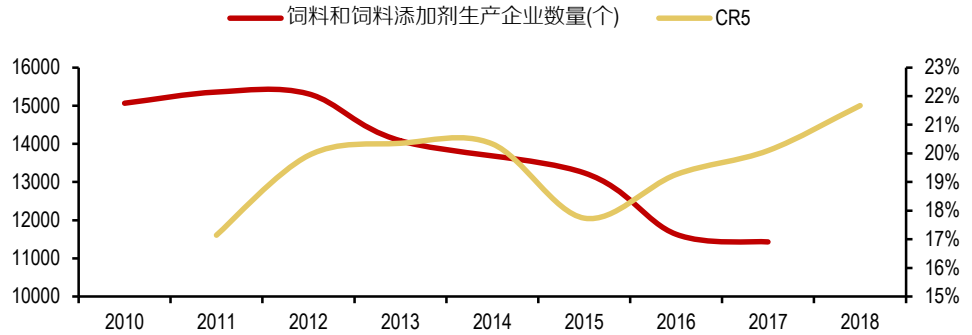
资料来源：中国饲料工业协会、东方证券研究所，注：2019 统计口径变化

**图 22：2019 年猪料、禽料占比分别为 33.5%、50.6%**


资料来源：中国饲料工业协会、东方证券研究所

**饲料行业集中度持续提升。**2018 年饲料行业 CR5 饲料销量 5013 万吨，市占率 22%；从饲料企业数量来看，2019 年猪饲料生产厂数量 5432 家，比上年减少 238 家；家禽饲料生产厂数量 4848 家，比上年增加 313 家。自 2020 年 7 月 1 日起，国内将全面禁止在饲料中添加抗生素，养殖端减抗、限抗时代来临，龙头企业凭借成本、产品线等优势持续扩张，行业集中度将进一步提升。

**图 23：饲料行业集中度不断提升**



资料来源：中国饲料行业信息网、东方证券研究所

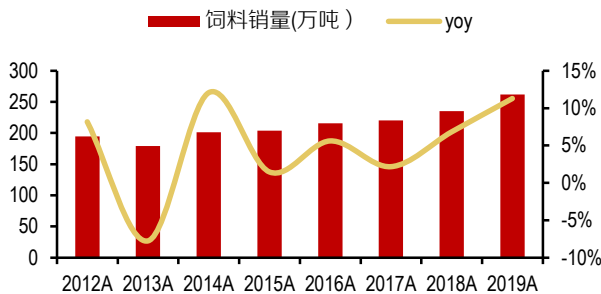
2020 年，由于生猪供给偏紧、价格高位，禽类养殖持续放量，将贡献较大饲料需求，而生猪补栏在中央和地方政策推动下逐步回升，猪料需求有望环比恢复。

## 区域饲料龙头，量利逆势上行

公司饲料产品包括猪、禽、反刍、水产和毛皮动物五大动物饲料，产品覆盖全国 29 个省级行政区，并在尼泊尔、印尼、菲律宾等国家建有饲料工厂。

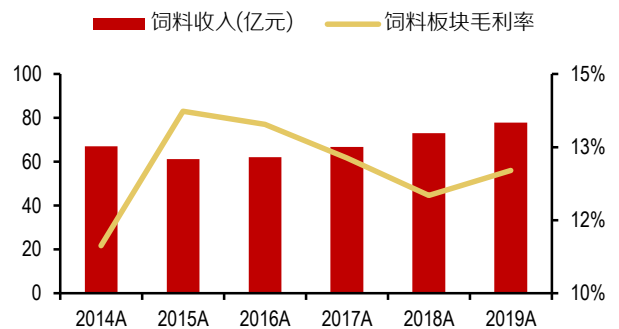
2019 年公司在非洲猪瘟的不利局面下，饲料仍实现量利双增，全年销售饲料 261.76 万吨，同比增长 11.29%，实现销售收入 77.86 亿元，同比增长 6.68%；饲料毛利率达到 12.52%，同比增长 0.51 个百分点。

**图 24：2019 公司饲料销量 261.76 万吨，同比增长 11.29%**



资料来源：公司公告、东方证券研究所

**图 25：2019 饲料销售收入 77.86 亿元，毛利率 12.52%**

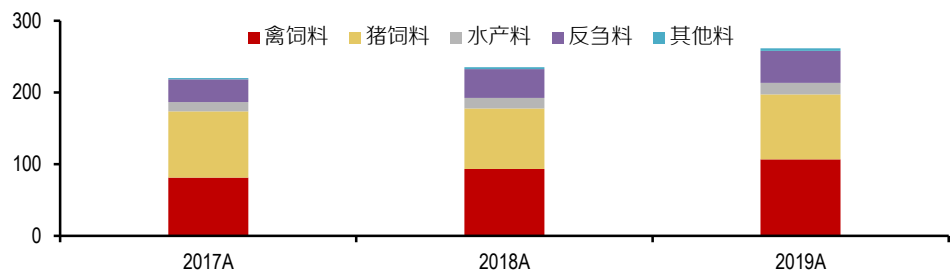


资料来源：公司公告、东方证券研究所

拆分来看，公司各饲料品种均实现了上涨，竞争实力不断上升。

- 猪料：2019 年公司猪料实现逆势增长，销量 90.91 万吨，同比上升 7.7%，其中高毛利率前端料销量同比增长 14.14%，仔猪料销量同比增长 13.05%。为应对非洲猪瘟，公司开展高营养免疫饲料的研发、加强配套服务，疫情下公司猪料市占率明显提升。
- 禽料：2019 年公司销售禽料 106.67 万吨，同比上升 14.23%，其中蛋禽料同比增长 12%，肉禽料同比增长 16%；蛋用及肉用鸭鹅料销量同比增长 354%。
- 反刍料：公司是反刍料龙头企业，销量 44.80 万吨，同比增长 11.18%；其中肉牛、肉羊料销量 20.35 万吨，同比增长 32%，相比 2017 年增长 70%，已连续多年保持高增长。
- 水产料：公司水产料正逐步形成区域优势，2019 年销量 15.77 万吨，同比增长 7.71，其中虾蟹料销量同比增长 87%

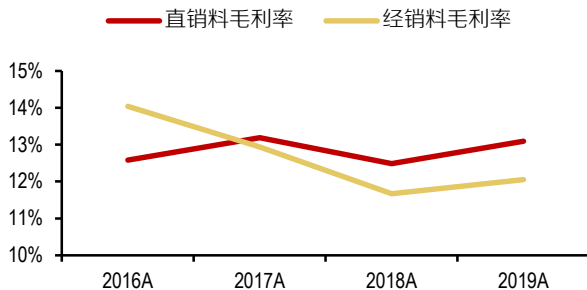
图 26：2019 年公司各饲料品种均实现上涨



资料来源：公司公告、东方证券研究所

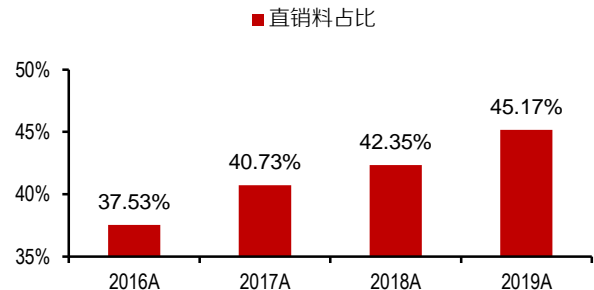
饲料销售方面，公司根据小规模养殖户和大规模养殖户以及养殖场的不同特点实行“经销+直销”的双重销售模式。相较而言，直销更能增加客户的黏性，销售成本更低，2019 年公司直销料毛利率 13.09%，高出经销料 1.04%。公司不断增加直销的力度，同时下游养殖业的快速发展拉动企业内部料销量的提升，公司直销及内部料占比稳步提升，2019 年公司直销料占比 45.2%，同比提升 2.8 个百分点。

图 27：公司直销料毛利率高于经销料



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：公司直销料占比稳步提升



资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 技术储备完善，迎接无抗时代

自 2020 年 7 月 1 日起，国内将全面禁止在饲料中添加抗生素，养殖端减抗、限抗时代来临。公司拥有领先的技术团队和研发基础，并全面借鉴外资股东荷兰皇家 De Heus 公司的饲料无抗的技术思路和经验。

促生长用抗生素从饲料中退出，对水产、反刍、蛋禽和鸭等动物的生长生产压力较小，最具挑战的是肉鸡中后期和 25 千克体重前的仔猪。公司 2013 年至 2019 年进行了 100 多项抗生素替代的相关研究和试验，已储备了完全替代饲料抗生素的综合方案。

- 禽料：公司肉鸡饲料 2 年前就已经实现了无抗，公司依靠多项综合措施很好地保证了肉鸡的各项生产指标。
- 猪料：截至 2020 年 2 月初，公司的无抗饲料方案在部分下属公司和放养猪场已经验证了半年时间，效果可行；指定区域性试验已经进行 3 个月，效果稳定。

公司后续将陆续推出无抗饲料新产品，2020 年 6 月底之前，公司所有饲料产品将确保顺利渡到“饲料无抗”阶段，在无抗时代下，公司的竞争优势将进一步得到体现，市占率有望持续提升。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 饲料板块：受益后周期养殖景气，2020-2022 猪料销量增速预计 30%/8%/8%，公司战略大幅提升禽料和反刍料的营销力度，禽料增速预计 20%/10%/10%，反刍料增速预计 20%/15%/12%，水产料保持历史增速 10%/10%/8%；由于 2020 年玉米、豆粕趋紧，预计猪料、禽料、反刍料成本上升 5%，未来成本维持 2%温和上涨，考虑鱼粉价格情况，预计水产料 2020 年成本上升 5%，未来维持 3%的温和上涨，饲料吨毛利维持历史同期水平。
- 2) 禽产业板块：屠宰方面，归属公司权益 48%，预计公司控股及参股企业 2020-2022 屠宰 5.6、6.0、6.6 亿羽，单价稳定在 9.2 元/公斤，毛利率为 5.4%/6.0%/6.0%；养殖方面，归属公司权益 39%，预计公司控股及参股企业 2020-2022 年出栏 4.6、5.4、6.6 亿羽，考虑今年未来禽类养殖供给趋势边际上升，预计 2020-2022 年单价 3.8、3.5、3.3 元/公斤，毛利率 21.1%/18.8%/15.2%。
- 3) 猪产业板块：归属公司权益 60%，预计公司控股及参股企业 2020-2022 出栏 60、100、150 万头，单价 2465.8、1614.6、1290.6 元/头，头均盈利 1367.5、558.5、244.1 元。
- 4) 原料贸易板块：预计 2020 年受疫情影响，原料贸易收入增速降低为 5%，2020-2022 恢复 10%增长。
- 5) 投资收益：公司投资收益主要来源于公司禽产业与猪产业的参股公司利润，维持历史参股贡献比例，假设禽产业参股公司贡献数量 20%、猪产业参股公司贡献数量 15%，考虑历史盈利水平、公司出栏预测，预计 2020-2022 年投资收益分别为 7.28、7.64、8.29 亿。



**表 4：主要参股公司情况（2019）**

公司名称	主要业务	参控关系	直接持股比例	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
北票市宏发食品有限公司	饲料、种鸡、孵化、肉鸡养殖、肉鸡屠宰	联营企业	35.00%	31.48	5.74
大连成三畜牧业有限公司	肉鸡养殖、饲料	联营企业	20.00%	32.04	6.05
凌海市九股河饲料有限责任公司	肉鸡养殖、饲料	联营企业	40.00%	/	0.85
台安县九股河农业发展有限公司	肉鸡养殖、饲料	联营企业	41.55%	19.62	1.24

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**收入分类预测表**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>饲料</b>					
销售收入（百万元）	7,298.6	7,785.9	10,023.1	11,248.2	12,525.7
增长率	9.2%	6.7%	28.7%	12.2%	11.4%
毛利率	12.0%	12.5%	12.2%	12.0%	11.7%
<b>禽产业</b>					
销售收入（百万元）	4,668.0	6,599.2	7,014.4	7,507.8	8,358.9
增长率	27.1%	41.4%	6.3%	7.0%	11.3%
毛利率	6.2%	11.9%	8.5%	8.5%	7.8%
<b>猪产业</b>					
销售收入（百万元）	115.8	202.3	887.3	968.7	1,161.6
增长率	26.3%	74.6%	338.7%	9.2%	19.9%
毛利率	-3.9%	22.8%	55.5%	34.6%	18.9%
<b>原料贸易</b>					
销售收入（百万元）	3,274.7	2,750.0	2,887.4	3,176.2	3,493.8
增长率	11.6%	-5.0%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	3.6%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>相关业务及其他</b>					
销售收入（百万元）	393.7	454.8	523.0	601.5	691.7
增长率	37.7%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	12.5%	19.1%	20.0%	15.0%	15.0%
<b>合计</b>	<b>15,750.8</b>	<b>17,792.1</b>	<b>21,335.3</b>	<b>23,502.3</b>	<b>26,231.7</b>
增长率	<b>15.2%</b>	<b>13.0%</b>	<b>19.9%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.6%</b>
综合毛利率	<b>8.4%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>9.9%</b>

## 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 16.53 亿、16.73 亿、17.05 亿，同比分别为 37.8%、1.2%、1.9%，对应 EPS 为 1.79、1.81、1.85。

考虑到公司业务涉及饲料、养殖、屠宰，行业内尚未有布局与规模相当的企业，故选用分部估值法。

饲料行业选取海大集团、天马科技、大北农作为参考，给予 25 倍 PE，对应市值 91.50 亿；禽产业选取圣农发展、仙坛股份、民和股份作为参考，给予 7 倍 PE，对应市值 57.36 亿；猪产业选取牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技作为参考，给予 6 倍 PE，对应市值 28.08 亿，可得总市值 176.94 亿、合理价值 19.19 元/股，首次给予“买入”评级。

表 5：行业可比公司估值（截止于 2020 年 6 月 1 日）

行业	公司名称	公司代码	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
饲料	海大集团	002311.SZ	48.40	1.04	1.57	1.98	2.31	45.49	30.16	23.86	20.49
	天马科技	603668.SH	9.73	0.17	0.32	0.53	0.74	57.52	30.00	18.07	12.98
	大北农	002385.SZ	8.26	0.12	0.64	0.71	0.67	69.47	13.33	12.01	12.75
饲料行业平均								57.49	24.50	17.98	15.40
白羽鸡	圣农发展	002299.SZ	25.95	3.29	3.28	2.52	2.35	7.90	7.92	10.31	11.06
	仙坛股份	002746.SZ	13.13	2.16	1.95	1.57	1.13	6.18	6.83	8.50	11.82
	民和股份	002234.SZ	21.64	5.33	3.29	2.78	2.08	4.17	6.76	8.01	10.69
白羽鸡行业平均								6.09	7.17	8.94	11.19
生猪养殖	牧原股份	002714.SZ	120.19	2.77	15.06	14.35	12.41	43.26	7.96	8.36	9.67
	温氏股份	300498.SZ	26.43	2.63	5.57	4.82	3.40	23.56	8.53	7.09	8.06
	新希望	000876.SZ	28.02	1.20	3.30	3.98	3.50	10.21	4.82	5.57	7.89
	正邦科技	002157.SZ	15.49	0.66	4.04	4.63	2.83	23.98	3.90	3.41	5.57
生猪养殖行业平均								25.25	6.30	6.11	7.80

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 6：分部估值表

业务	归母净利润(亿元)	PE	市值	总股本(亿股)	目标价格(元)
	2020E	2020E			
饲料及相关业务板块	3.66	25.00	91.50	9.22	19.19
白羽鸡板块	8.19	7.00	57.36		
生猪养殖板块	4.68	6.00	28.08		
<b>合计</b>	<b>16.53</b>		<b>176.94</b>		

资料来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

### 原材料风险

由于贸易环境存在不确定性，饲料原料价格若大幅上升，公司成本大幅提高，公司利润下降，或原材料供应不足，公司存栏肉猪、肉鸡被迫出栏。

### 疫病风险

由于发生疫病，导致需求超预期下滑，活禽和活猪交易受阻对公司销售造成重大不利影响。

### 消费需求下滑超预期

经济超预期减速，蛋白需求超预期下降对公司销售造成重大不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	929	1,555	3,246	4,443	5,509	营业收入	15,751	17,792	21,335	23,502	26,232
应收票据及应收账款	412	366	523	576	643	营业成本	14,421	15,792	18,810	20,970	23,647
预付账款	186	222	256	282	315	营业税金及附加	25	27	31	35	38
存货	1,411	1,568	1,843	2,076	2,365	营业费用	421	487	558	629	697
其他	220	251	227	238	251	管理费用及研发费用	289	341	443	455	510
<b>流动资产合计</b>	<b>3,157</b>	<b>3,962</b>	<b>6,094</b>	<b>7,615</b>	<b>9,083</b>	财务费用	75	76	59	46	35
长期股权投资	1,355	2,070	2,070	2,070	2,070	资产、信用减值损失	124	125	84	36	45
固定资产	1,517	2,023	2,190	2,388	2,617	公允价值变动收益	(0)	1	0	0	0
在建工程	256	240	432	510	594	投资净收益	286	637	728	764	829
无形资产	206	246	239	233	227	其他	9	12	20	15	16
其他	440	609	125	126	139	<b>营业利润</b>	<b>691</b>	<b>1,595</b>	<b>2,099</b>	<b>2,110</b>	<b>2,105</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,774</b>	<b>5,188</b>	<b>5,056</b>	<b>5,327</b>	<b>5,646</b>	营业外收入	10	13	15	13	14
<b>资产总计</b>	<b>6,931</b>	<b>9,150</b>	<b>11,150</b>	<b>12,942</b>	<b>14,729</b>	营业外支出	9	26	13	16	18
短期借款	1,348	1,051	1,100	1,100	1,100	<b>利润总额</b>	<b>692</b>	<b>1,582</b>	<b>2,101</b>	<b>2,107</b>	<b>2,101</b>
应付票据及应付账款	573	659	752	839	946	所得税	87	85	84	85	85
其他	582	723	739	760	782	<b>净利润</b>	<b>605</b>	<b>1,497</b>	<b>2,017</b>	<b>2,022</b>	<b>2,016</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,503</b>	<b>2,433</b>	<b>2,591</b>	<b>2,699</b>	<b>2,828</b>	少数股东损益	53	298	365	349	311
长期借款	119	174	174	174	174	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>552</b>	<b>1,199</b>	<b>1,653</b>	<b>1,673</b>	<b>1,705</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	1.30	1.79	1.81	1.85
其他	44	43	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>162</b>	<b>218</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,665</b>	<b>2,650</b>	<b>2,766</b>	<b>2,873</b>	<b>3,002</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	414	801	1,166	1,514	1,826	成长能力					
股本	846	922	922	922	922	营业收入	15.0%	13.0%	19.9%	10.2%	11.6%
资本公积	83	812	883	883	883	营业利润	22.9%	130.9%	31.6%	0.5%	-0.2%
留存收益	2,924	3,958	5,407	6,743	8,090	归属于母公司净利润	17.2%	117.3%	37.8%	1.2%	1.9%
其他	(1)	6	6	6	6	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,266</b>	<b>6,499</b>	<b>8,384</b>	<b>10,069</b>	<b>11,727</b>	毛利率	8.4%	11.2%	11.8%	10.8%	9.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,931</b>	<b>9,150</b>	<b>11,150</b>	<b>12,942</b>	<b>14,729</b>	净利率	3.5%	6.7%	7.7%	7.1%	6.5%
						ROE	15.2%	25.1%	25.6%	21.2%	18.5%
						ROIC	12.5%	23.3%	23.6%	19.6%	16.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	605	1,497	2,017	2,022	2,016	净负债率	13.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	183	217	238	259	291	流动比率	1.26	1.63	2.35	2.82	3.21
财务费用	75	76	59	46	35	速动比率	0.69	0.97	1.63	2.04	2.36
投资损失	(286)	(637)	(728)	(764)	(829)	营运能力					
营运资金变动	(59)	(94)	(471)	(242)	(305)	应收账款周转率	42.0	40.9	37.4	33.5	33.7
其它	(16)	52	520	36	45	存货周转率	10.9	10.4	10.8	10.5	10.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>501</b>	<b>1,112</b>	<b>1,636</b>	<b>1,357</b>	<b>1,253</b>	总资产周转率	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9
资本支出	(258)	(694)	(583)	(541)	(622)	每股指标(元)					
长期投资	(333)	(729)	0	0	0	每股收益	0.60	1.30	1.79	1.81	1.85
其他	81	549	793	764	829	每股经营现金流	0.59	1.21	1.77	1.47	1.36
<b>投资活动现金流</b>	<b>(510)</b>	<b>(874)</b>	<b>210</b>	<b>223</b>	<b>207</b>	每股净资产	4.18	6.18	7.83	9.27	10.74
债权融资	133	82	(13)	1	(1)	估值比率					
股权融资	(6)	805	71	0	0	市盈率	22.6	10.4	7.5	7.5	7.3
其他	40	(508)	(213)	(384)	(393)	市净率	3.2	2.2	1.7	1.5	1.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>167</b>	<b>379</b>	<b>(155)</b>	<b>(383)</b>	<b>(393)</b>	EV/EBITDA	12.8	6.4	5.1	5.0	5.0
汇率变动影响	(10)	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.9	7.3	5.6	5.6	5.7
<b>现金净增加额</b>	<b>149</b>	<b>619</b>	<b>1,691</b>	<b>1,198</b>	<b>1,066</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

