

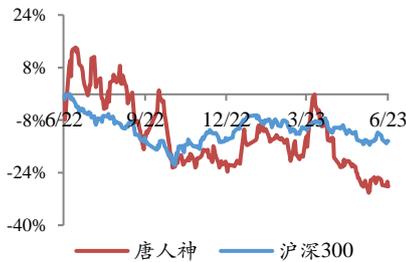
深耕生猪产业三十余载，布局生猪产业链一体化

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-02

收盘价（元）	6.65
近12个月最高/最低（元）	10.36/6.30
总股本（百万股）	1,388
流通股本（百万股）	1,366
流通股比例（%）	98.44
总市值（亿元）	92
流通市值（亿元）	91

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：万定宇

执业证书号：S0010122030020

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

无。

主要观点：

● 唐人神：布局生猪全产业链，逆势快速扩张

公司成立三十五年以来始终围绕“生物饲料、健康养殖、品牌肉品”三大产业，构建了集饲料研发生产、种猪繁育、商品猪育肥、生猪屠宰、肉品加工于一体的生猪全产业链。2022年，公司营收为265.4亿元，三大主营业务占比达到99.9%，其中，饲料业务营收占比达到76.7%，较去年略降，养殖业务和肉制品加工业务占比分别为18.3%和4.9%，较2021年略增；2013-2022年营收复合年均增长率达到15.7%。

● 主要上市猪企扩张减速，生猪养殖行业有望持续去产能

①受困于生猪养殖行业持续低迷，主要上市猪企资本支出逐年回落，2021-2022年分别降至974亿元、494亿元，2022年已回落至2019年的水平。②2022年末，主要上市猪企在建工程余额自2018年以来首次下降。同时2023年以来，多家上市猪企陆续下修2023年出栏目标，从1-5月生猪出栏情况看，经过下修的出栏目标完成率较高。③2022年12月，生猪养殖行业再次陷入亏损，2023年1季度末全国能繁母猪存栏量降至4305万头，较2022年末下降1.9%，2023年4月全国能繁母猪存栏量环比再降0.5%。由于生猪养殖效率明显提升，产能需进一步出清。2023年1-5月，仔猪销售持续盈利，随着市场对下半年猪价预期的转变，6月仔猪价格开始明显回落。我们判断，随着生猪价格的持续低迷，仔猪销售或进入亏损期，产能去化有望加速。

● 三大主营业务协同发展，穿越周期实现量价齐升

①**饲料业务**：公司饲料业务历史悠久，产品矩阵完备。目前公司有骆驼牌、加乐、湘大、比利美英伟四大主要饲料品牌，覆盖生猪、禽类、水产养殖等各个方向。公司加快饲料业务转型，开发规模猪场，提升饲料性价比，饲料产品以外销为主、内部供应为辅，2022年，公司饲料销量约616.63万吨（含内供饲料），同比增长约7.83%；2023-2024年公司饲料销量规划分别为650万吨和700万吨。

②**养殖业务**：公司自2008年开始从事种猪繁育业务，围绕消费区域布局生猪产能，以自建育肥场和“公司+农户”相结合的模式开展商品猪育肥业务。2020年公司引进1400头曾祖代新丹系种猪，实现公司育种体系的迭代升级，经过2年多培育，逐步完成“新美系”向“新丹系”的过渡，目前，新丹系种猪占比已超过20%，两年内或可实现全部替换。2022年，公司实现生猪出栏215.79万头，其中，肥猪出栏189.03万头，同比增长106.66%，计划2023年实现生猪出栏350万头。

③**肉制品加工业务**：从1995年集团兼并株洲肉联厂，“唐人神”品

牌诞生，到 2020 年中央厨房竣工投产，公司肉品业务在 20 多年里聚焦中式特色风味产品和“湘菜”预制菜系列。此外，公司创立了小风唐中式快餐，进一步延伸生猪养殖产业链，平滑生猪价格波动的不利影响。2022 年，公司肉品业务营业收入达 13.0 亿元，同比增长 76.0%。

● 投资建议

公司是我国优质饲料龙头，近年来养殖业务快速扩张。我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 292.1 亿元、346.3 亿元、377.2 亿元，同比增长 10.1%、18.6%、8.9%，对应归母净利润-11.48 亿元、7.38 亿元、13.72 亿元，对应 EPS 分别为-0.83 元、0.53 元、0.99 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

肉制品价格波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	26539	29206	34626	37718
收入同比 (%)	22.1%	10.1%	18.6%	8.9%
归属母公司净利润	135	-1148	738	1372
净利润同比 (%)	111.8%	-950.2%	164.2%	86.0%
毛利率 (%)	7.8%	1.9%	7.7%	9.2%
ROE (%)	2.0%	-20.5%	11.6%	17.8%
每股收益 (元)	0.11	-0.83	0.53	0.99
P/E	62.49	—	12.51	6.73
P/B	1.44	1.65	1.46	1.20
EV/EBITDA	11.43	-741.49	6.66	4.06

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 深耕生猪产业三十余载，养殖产业链逐渐完善	6
1.1 唐人神：致力打造生猪全产业链一体化企业	6
1.2 营收稳步增长，利润周期波动较大	7
1.3 股权结构分散，员工激励推动发展	8
2 生猪养殖行业有望持续去产能	9
2.1 主要上市猪企扩张明显减速	9
2.2 养殖效率明显提升，仔猪价格大跌或加速去化	12
2.2.1 全国能繁母猪存栏量持续下行	12
2.2.2 生猪养殖效率明显提升	14
2.2.3 大体重猪对行情影响不容忽视	16
2.2.4 仔猪价格大跌或加速产能去化	17
2.3 产能出清速度取决于疫情、深度亏损时间	18
2.4 产业有望持续去产能，估值先于提前基本面调整到位	20
3 以“饲料+养殖”为核心，布局生猪全产业链	20
3.1 饲料业务：规模持续增长，盈利能力稳定	20
3.2 养殖产能稳步扩张，推进楼房养猪新模式	23
3.2.1 专注种猪选育数十载，从新美系向新丹系过渡	23
3.2.2 收购龙华农牧，开启楼房养猪新篇章	26
3.3 肉制品加工业务：提升产品附加值，拓宽下游产业链	26
4 盈利预测、估值及投资评级	27
4.1 盈利预测	27
4.2 投资建议	29
风险提示：	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 2022 年公司营收结构.....	7
图表 3 2013-2022 年公司各品类营业收入.....	7
图表 4 2013-2022 年公司主营收入及增速 (亿元, %).....	7
图表 5 2013-2022 年公司归母净利润及增速 (亿元, %).....	7
图表 6 2013-2022 年公司各业务毛利率走势 (%).....	8
图表 7 2013-2022 年公司养殖业务毛利率走势 (%).....	8
图表 8 公司股权结构.....	8
图表 9 公司 2022 年股权激励考核目标.....	9
图表 10 主要上市猪企资产负债率对照表, %.....	9
图表 11 主要上市猪企资本开支对照表, 亿元.....	10
图表 12 主要上市猪企在建工程和固定资产余额对照表, 亿元.....	10
图表 13 主要上市猪企出栏量及 2023 年出栏目标完成率.....	11
图表 14 能繁母猪存栏量走势图.....	12
图表 15 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图, 万头.....	13
图表 16 淘汰母猪价格对照表, 元/公斤.....	13
图表 17 二元母猪价格与生猪均价对照图, 元/公斤.....	14
图表 18 二元母猪价格与自繁自养盈利对照图.....	14
图表 19 全国生猪定点屠宰企业屠宰量, 万头.....	14
图表 20 主要上市猪企生猪出栏量, 万头.....	14
图表 21 温氏股份生产性生物资产对照表, 百万元.....	15
图表 22 牧原股份生产性生物资产对照表, 百万元.....	15
图表 23 新希望生产性生物资产对照表, 百万元.....	15
图表 24 唐人神生产性生物资产对照表, 百万元.....	15
图表 25 生猪出栏均重与猪价走势图对照图.....	17
图表 26 175 公斤与标猪出栏价差走势图, 元/斤.....	17
图表 27 大体重猪出栏占比与生猪出栏均重走势对照图.....	17
图表 28 2018-2023 年 15KG 仔猪价格走势图, 元/头.....	18
图表 29 2023 年 15KG 仔猪价格走势图, 元/头.....	18
图表 30 全国猪粮比价走势图.....	19
图表 31 猪粮比对应时间列表.....	19
图表 32 主要上市猪企头均市值对照表.....	20
图表 33 2016-2022 年公司饲料销量, 万吨、%.....	21
图表 34 2016-2022 年公司饲料均价, 元/吨、%.....	21
图表 35 公司四大饲料品牌主要产品.....	21
图表 36 公司饲料产品销售网络.....	23
图表 37 公司美神养殖基地遍布全国.....	24
图表 38 2016-2022 年公司生猪出栏量, 万头、%.....	25
图表 39 2013-2022 年公司养殖收入及增速, 亿元.....	25

图表 40 2013-2022 年公司毛利及毛利率, 亿元	25
图表 41 龙华楼房养猪基地	26
图表 42 公司主要肉制品	27
图表 43 2013-2022 年公司肉制品业务收入及增速 (单位: 亿元)	27
图表 44 公司收入成本预测表 (单位: 百万元、%)	28

1 深耕生猪产业三十余载，养殖产业链逐渐完善

1.1 唐人神：致力打造生猪全产业链一体化企业

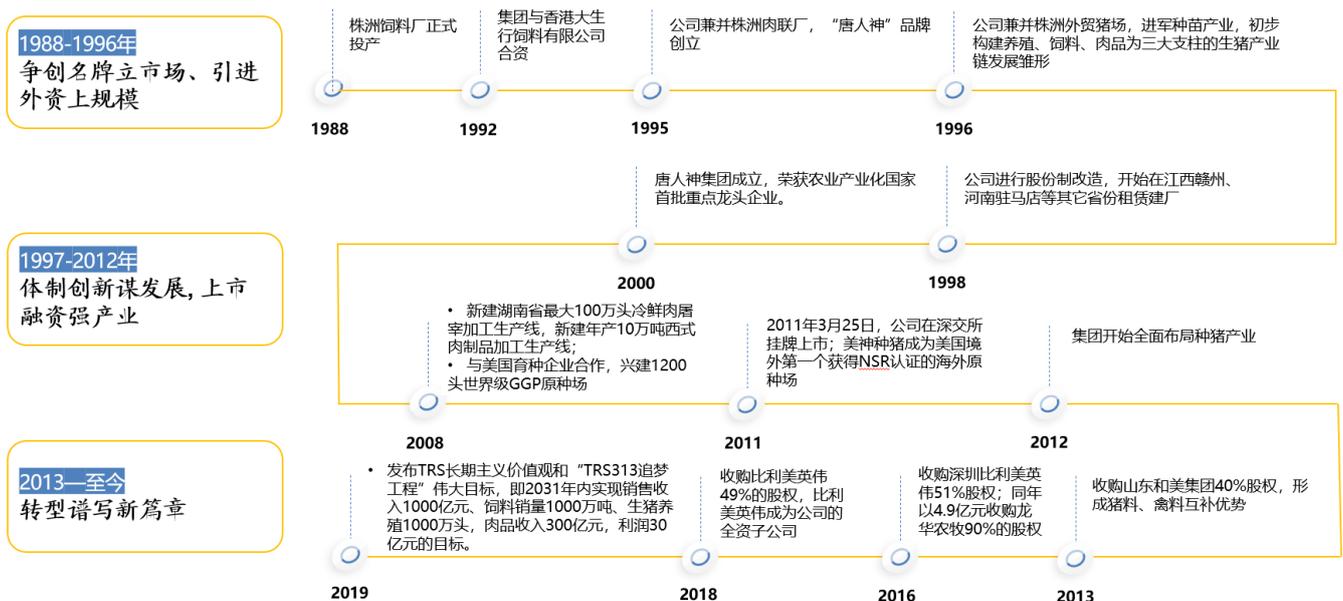
公司做饲料业务起家，成立 35 年以来聚焦“生物饲料、健康养殖、品牌肉品”三大产业深耕发展，以“收入增长、成本降低、利润增加、组织成长”的“3+1”工作目标作为三大产业板块以及各部门的工作中心，构建了集饲料研发生产、种猪繁育、商品猪育肥、生猪屠宰、肉品加工于一体的生猪全产业链。培育了“骆驼”、“唐人神”和“美神”等多个品牌，打造了“生猪育种、饲料营养、健康养殖、生猪屠宰、肉品加工、品牌连锁、香乡猪餐饮”的生猪全产业链核心竞争力，在全国二十几个省建立了一百多家子公司。

1988-1996 年，争创名牌立市场、引进外资上规模。1988 年株洲饲料厂正式投产；1992 年，集团与香港大生行饲料有限公司合资，引进技术和管理，产能扩大三倍；1995 年，公司兼并株洲肉联厂，“唐人神”品牌创立；1996 年，公司兼并株洲外贸猪场，进军种苗产业。

1997-2012 年，体制创新谋发展，上市融资强产业。1998 年，公司进行股份制改造；2000 年，唐人神集团成立，荣获农业产业化国家首批重点龙头企业；2011 年 3 月 25 日公司在深交所挂牌上市；2012 年，集团开始全面布局种猪产业。

2013—至今：转型谱写新篇章。2013 年收购山东和美集团 40% 股权；2016 年收购深圳比利美英伟 51% 股权，同年以 4.9 亿元收购龙华农牧 90% 的股权；2018 年收购比利美英伟 49% 的股权，比利美英伟成为公司的全资子公司；2019 年发布 TRS 长期主义价值观和“TRS313 追梦工程”伟大目标，即 2031 年内实现销售收入 1000 亿元、饲料销量 1000 万吨、生猪养殖 1000 万头，肉品收入 300 亿元，利润 30 亿元的目标。

图表 1 公司发展历程

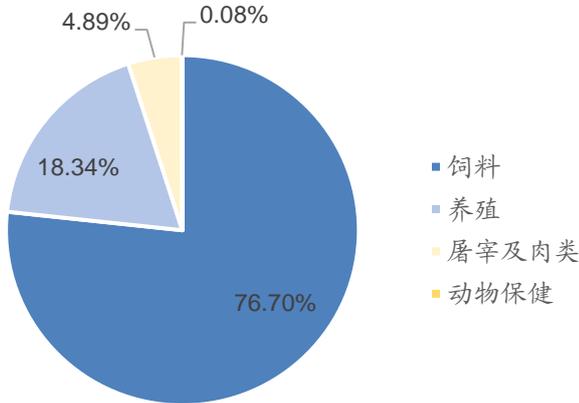


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 营收稳步增长，利润周期波动较大

公司布局全产业链，饲料、养殖、肉品加工三大主营业务稳健发展，2022年三大业务占总营收的 99.9%，其中，饲料业务营收占比达到 76.7%，较去年略降，养殖业务和肉制品加工业务占比分别为 18.3%和 4.9%，较 2021 年略增。

图表 2 2022 年公司营收结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

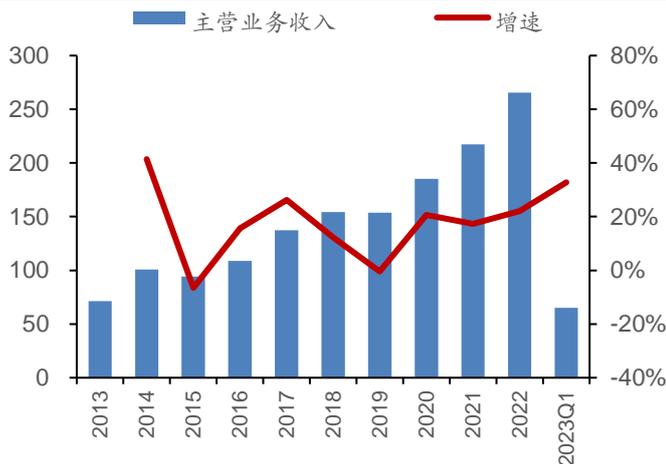
图表 3 2013-2022 年公司各品类营业收入



资料来源: wind, 华安证券研究所

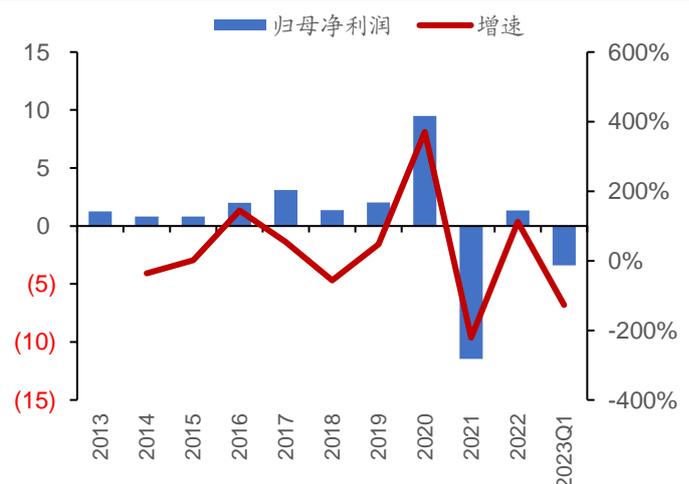
2013-2022 年，公司营业收入从 71.2 亿元增长至 265.4 亿元，年复合增长率 15.7%。受猪周期影响，公司利润的波动性较强，随着 2020-2021 年猪价大幅下降和饲料成本上升，公司业绩亏损明显，2021 年归母净利润为-11.5 亿元，2022H2 猪价回暖，公司营收出现较大幅度增长，归母净利润同比转正。

图表 4 2013-2022 年公司主营收入及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 2013-2022 年公司归母净利润及增速 (亿元, %)

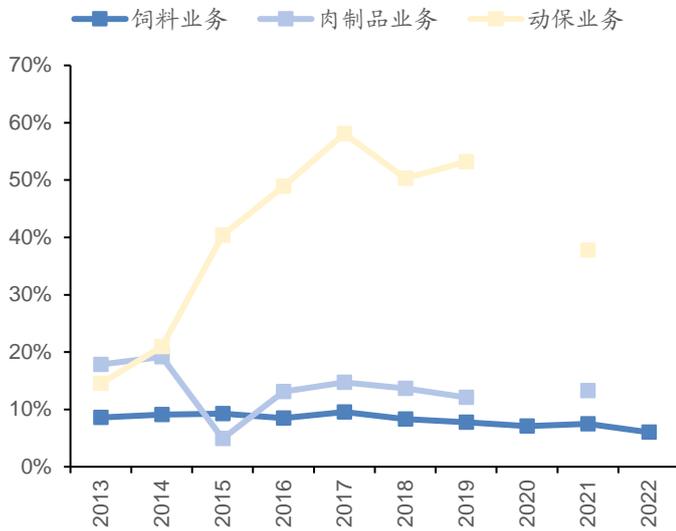


资料来源: wind, 华安证券研究所

饲料和肉制品加工业务毛利率较为稳定。2013-2022 年，饲料业务毛利率在 6.0%到 9.6%区间内平稳运行；肉类业务提升产品附加值，毛利率整体相对较高，除 2015 年毛利率下降到 4.9%外，维持在 12%到 20%范围内；兽药业务占比较

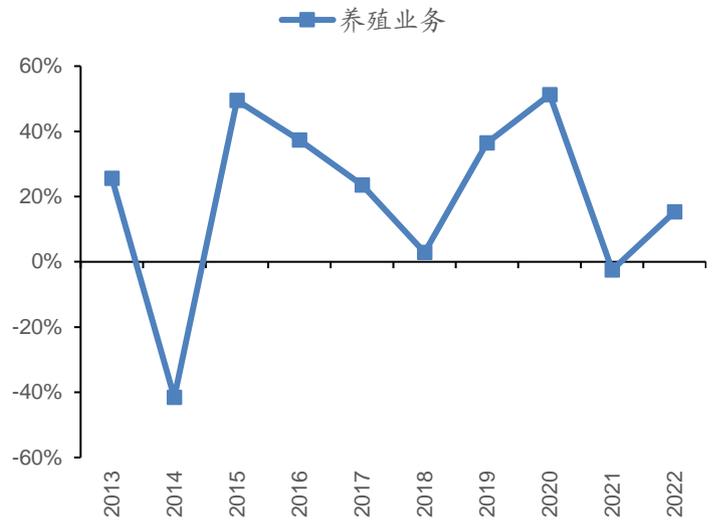
小, 毛利率整体呈上升趋势, 处于较高水平, 2021 年受猪价下行影响有所降低, 2013-2022 年兽药业务毛利率平均值为 40.5%。养殖业务毛利率伴随猪价变化大幅波动, 2014 年最低-41.6%, 2020 年最高达到 51.2%。

图表 6 2013-2022 年公司各业务毛利率走势 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2013-2022 年公司养殖业务毛利率走势 (%)

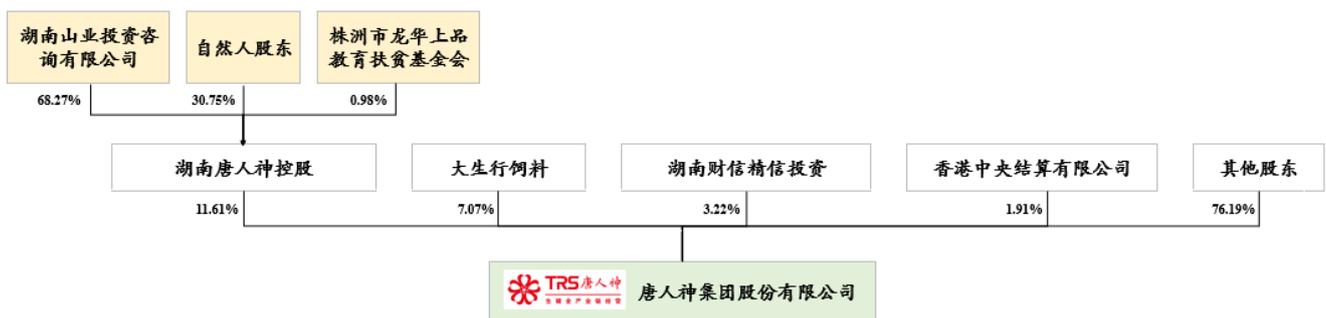


资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 股权结构分散, 员工激励推动发展

公司实际控制人是陶一山, 陶业为一致行动人。陶一山和陶业通过湖南山业投资咨询有限公司持有唐人神控股投资股份有限公司 68.27% 股权, 对唐人神集团股份有限公司合计持有 11.61% 股权。

图表 8 公司股权结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

2022 年 2 月 17 日, 公司公布了《关于向 2022 年股票期权激励计划首次授予激励对象授予股票期权的公告》, 确定本次激励计划股票期权的首次授予日为 2022 年 2 月 16 日, 向符合授予条件的 857 名激励对象授予 5,490.60 万份股票期权, 占公司股本总额的比例为 4.55%, 行权价格为 6.20 元/份。本次激励计划主要面向中高层管理人员, 以及核心技术/业务人员, 共计 855 人, 占授予股票

期权总数的 91.06%，体现公司对中层管理和核心一线人员的关注与重视。

图表 9 公司 2022 年股权激励考核目标

行权期	公司业绩考核目标
首次授予 第一个行权期	2022 年度饲料外销量≥560 万吨；或 2022 年度生猪销售量≥200 万头。
首次授予 第二个行权期	2023 年度饲料外销量≥620 万吨；或 2022-2023 年度累计生猪销售量≥550 万头。
首次授予 第三个行权期	2024 年度饲料外销量≥700 万吨；或 2022-2024 年度累计生猪销售量≥1,050 万头。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 生猪养殖行业有望持续去产能

2.1 主要上市猪企扩张明显减速

主要上市猪企平均资产负债率达到 68%。今年 3 月末，主要上市猪企平均资产负债率达到 68%，处于 2013 年以来最高水平。其中，资产负债率超过 80% 的企业从高到低依次为，正邦科技 157%、正虹科技 90%、傲农生物 83%、天邦食品 83%；资产负债率超过 65% 的企业从高到低依次为，新五丰 75%、京基智农 72%、新希望 70%、华统股份 69%、金新农 69%。由于生猪养殖行业持续低迷，猪企负债率大概率进一步攀升。

图表 10 主要上市猪企资产负债率对照表，%

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	平均
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58	41	48		64	53
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57	46	53	65	70	51
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59	38	33	49	59	45
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43	32	32	48	58	42
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41	29	29	41	82	42
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35	34	27	39	76	48
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36	27	25	38	63	45
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49	21	33	37	72	47
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61	13	59	45	83	60
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62	14	71	49	85	65
2023.3	56	59	83	157	52	69	70	61	83	59		41	90	69	60	13	75	54	72	68

资料来源：wind，华安证券研究所

主要上市猪企资本支出逐年回落。主要上市猪企的资本开支于2020年见顶，高达1437亿元，2021-2022年分别降至974亿元、494亿元，2022年已回落至2019年的水平。2023Q1主要上市猪企资本开支111亿元（中粮家佳康未披露数据），2023年全年或回落至2017-2018年低位。

图表 11 主要上市猪企资本开支对照表，亿元

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	平均
2017	63	98	10	41	6	2	25	3	4	11	10	1	0	1	6	2	0	0	1	286
2018	50	94	17	32	6	5	37	7	6	10	13	1	0	3	4	2	0	0	1	288
2019	131	124	12	57	14	5	93	8	7	9	10	1	1	6	2	2	1	0	1	483
2020	461	300	51	103	9	11	343	21	33	24	17	4	2	16	11	6	2	6	17	1437
2021	359	132	23	65	18	7	174	35	27	24	15	11	1	22	8	12	3	12	26	974
2022	157	94	11	13	14	4	69	21	15	16	10	13	0	11	5	8	3	11	19	494
2023.3	41	21	2	0	1	1	16	4	2	3		4	0	3	1	2	1	3	7	111

资料来源：wind，华安证券研究所

主要上市猪企 2022 年在建工程余额下降。2022 年末，主要上市猪企在建工程余额同比下降 14.4%，是自 2018 年以来首次下降。2023 年 1 季末，主要上市猪企的固定资产余额、在建工程余额均与 2022 年末基本持平，不排除会进一步下行。

图表 12 主要上市猪企在建工程和固定资产余额对照表，亿元

	固定资产余额							在建工程余额						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3
牧原	106	135	189	585	996	1,064	1,075	15	37	86	148	111	74	64
温氏	144	183	227	285	354	351	345	36	35	30	86	48	38	40
天邦	14	21	31	55	60	78	78	2	8	6	9	28	13	13
正邦	67	92	99	149	165	108	105	22	31	37	12	38	41	41
天康	16	17	32	37	43	50	51	4	6	6	5	9	6	5
金新农	8	9	12	17	22	23	22	1	5	5	6	4	13	13
新希望	82	88	138	289	337	357	359	12	26	47	110	193	202	206
唐人神	19	22	25	32	56	86	84	2	3	5	12	19	5	8
傲农	7	12	17	40	57	63	63	2	3	7	15	13	12	11
大北农	46	48	60	72	89	105	104	7	3	4	14	16	5	4
家佳康	50	60	67	79	90	95	95							
东瑞	3	3	3	6	9	29	29	0	0	1	2	11	4	7
正虹	3	3	3	3	3	2	2	0	0	0	0	0	0	
华统	7	8	11	16	32	37	37	1	3	4	11	16	17	19
罗牛山	20	25	26	27	37	35	35	6	2	1	8	2	3	3
神农	5	6	7	9	16	20	22	0	0	1	3	3	3	3

新五丰	6	5	5	5	6	13	13	0	0	0	1	2	6	6
巨星	1	2	4	14	18	19	19	2	2	0	3	8	11	12
京基	6	7	5	5	32	48	58	0	0	0	10	12	6	4
合计	610	744	962	1,723	2,421	2,583	2,597	112	163	241	455	535	458	458
合计 yoy		22.0 %	29.2%	79.2%	40.5%	6.7%	0.6%		45.6%	47.8%	88.7%	17.5%	-14.4%	0.1%

资料来源: wind, 华安证券研究所

主要上市猪企陆续下调出栏目标。今年以来, 多家上市猪企陆续下修 2023 年出栏目标, 从 1-5 月生猪出栏情况看, 经过下修的出栏目标完成率较高。

根据出栏量从高到低排序, 牧原股份出栏目标 6500-7100 万头, 前 5 月出栏生猪 2495 万头, 出栏目标完成率 35.1%-38.4%; 温氏股份出栏目标 2600 万头, 前 5 月出栏生猪 980 万头, 出栏目标完成率 37.7%; 新希望出栏目标 1850-2000 万头, 前 5 月出栏生猪 773 万头, 出栏目标完成率 38.7%-41.8%; 大北农出栏目标 500-550 万头, 前 5 月出栏生猪 239 万头, 出栏目标完成率 43.5%-47.8%; 中粮家佳康出栏目标 450 万头, 前 5 月出栏生猪 203 万头, 出栏目标完成率 45%; 唐人神出栏目标 350 万头, 前 5 月出栏生猪 135 万头, 出栏目标完成率 38.5%; 天康生物出栏目标 280-300 万头, 前 5 月出栏生猪 107 万头, 出栏目标完成率 35.7%-38.2%; 华统股份出栏目标 250 万头, 前 5 月出栏生猪 93 万头, 出栏目标完成率 37.2%; 神农集团出栏目标 150 万头, 前 5 月出栏生猪 56 万头, 出栏目标完成率 37.3%; 东瑞股份出栏目标 100 万头, 前 5 月出栏生猪 33 万头, 出栏目标完成率 32.9%。

图表 13 主要上市猪企出栏量及 2023 年出栏目标完成率

2023 年	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农
累计销量 (万头)																
1-2 月	884	352	79	124	36	19	302	52	92	98	86	13	4	35	10	23
1-3 月	1,385	560	133	173	57	28	472	78	139	144	127	21	6	53	17	35
1-4 月	1,919	770	178	229	81	36	629	105	181	193	165	27	9	74	24	45
1-5 月	2,495	980	245	271	107	47	773	135	231	239	203	33	11	93	31	56
累计销量 yoy (%)																
1-2 月	13	37	18	-15	73	37	33	105	34	41	13	66	89	331%	41	72
1-3 月	0	39	32	-29	51	-17	28	105	32	34	9	67	64	229%	61	58
1-4 月	-5	41	29	-31	52	-15	30	92	27	36	8	61	53	189%	55	52
1-5 月	-4	45	38	-34	48	-13	32	93	25	41	3	57	41	153%	62	63
2023 年出 栏目标	6500- 7100	2600			280- 300		1850- 2000	350	低于 600	500- 550	450	100		250		150
出栏目标 完成率(%)	35.1- 38.4	37.7			35.7- 38.2		38.7- 41.8	38.5		43.5- 47.8	45.0	32.9		37.2		37.3

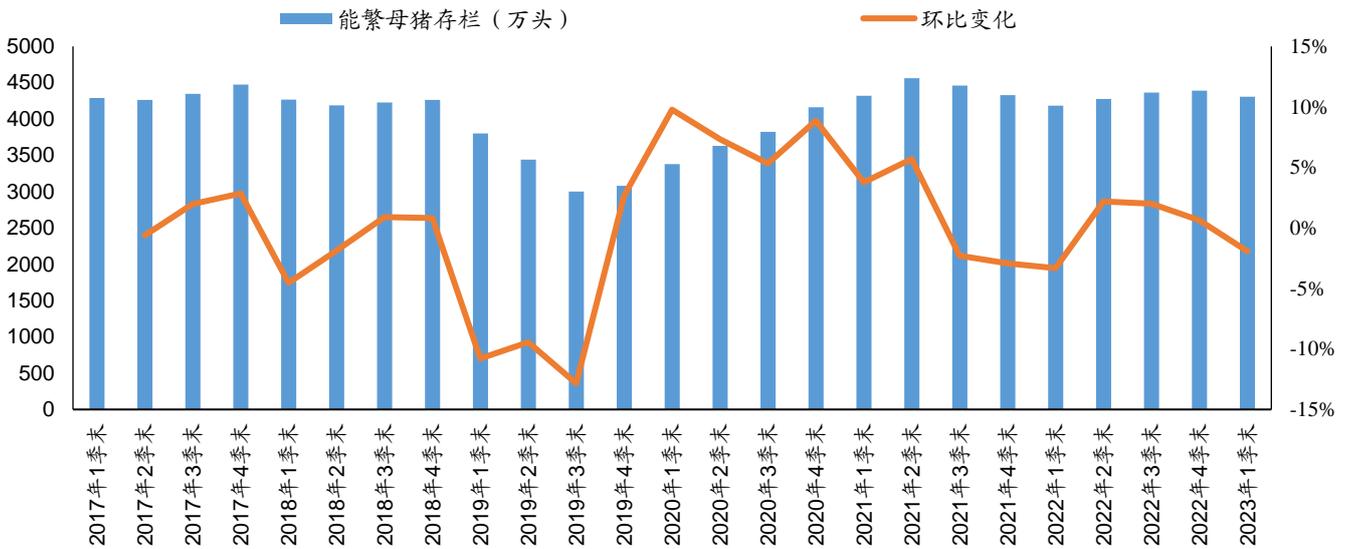
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2 养殖效率明显提升，仔猪价格大跌或加速去化

2.2.1 全国能繁母猪存栏量持续下行

2022年4月猪价步入上行周期，5-6月生猪养殖户逐步进入盈利期，7月生猪价格创出非瘟疫情前新高，随着养殖户盈利和现金流不断改善，行业再次进入补栏阶段，据统计局数据，2022年末全国能繁母猪存栏量4390万头，较一季末低点上升4.9%。2022年12月，生猪养殖行业再次陷入亏损，2023年1季度末全国能繁母猪存栏量降至4305万头，较2022年末下降1.9%；农业部披露，2023年4月全国能繁母猪存栏量环比下降0.5%，同比增长2.6%。

图表 14 能繁母猪存栏量走势图

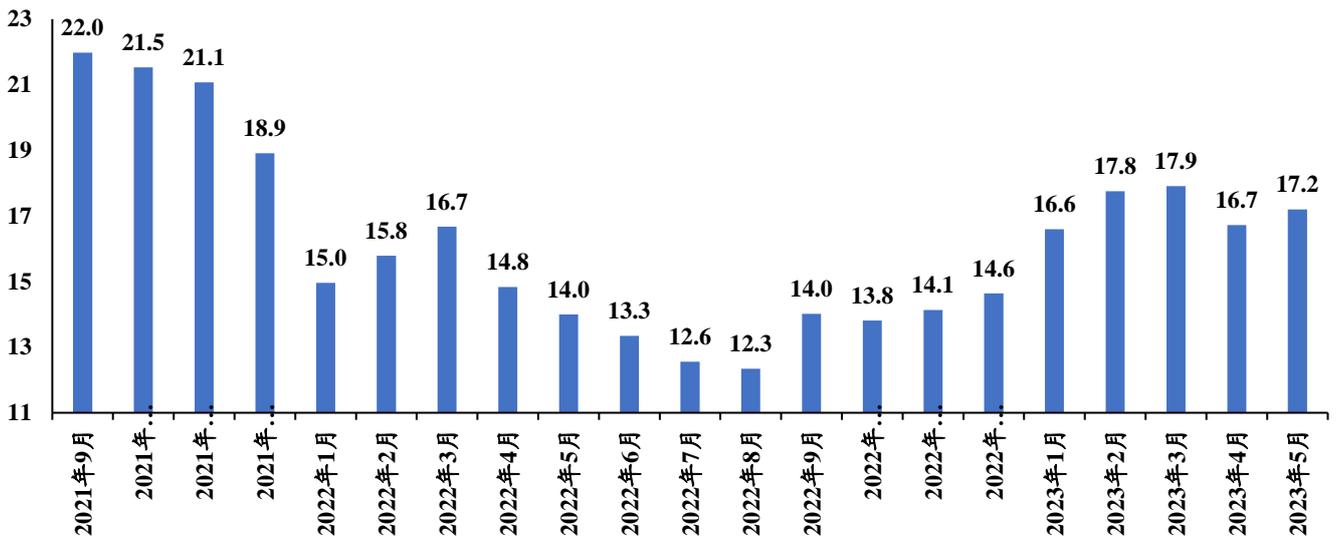


资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

2023年1-5月，全国五省（包括河南、山东、辽宁、四川、广西）淘汰母猪屠宰场宰杀量86.2万头，同比增长13%，淘汰母猪价格始终处于偏低水平。

本轮下行周期，种猪补栏理性。2022年7-10月，生猪价格频创非瘟疫情前新高，但二元母猪价格始终围绕35.27-36.52元/公斤（对应1763.5元/头-1826元/头）波动，2022年12月以来，猪价持续低迷，50公斤二元母猪价格逐步回落至1600-1650元/头。

图表 15 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图, 万头



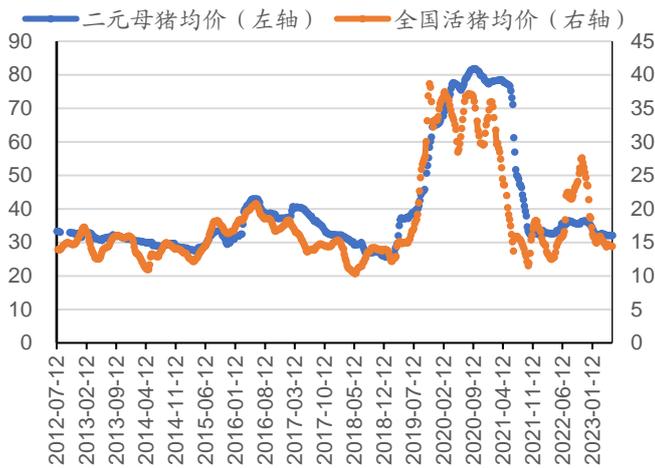
资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所 (NOTE: 五省包括河南、山东、辽宁、四川、广西)

图表 16 淘汰母猪价格对照表, 元/公斤

	2019年		2020年		2021年		2022年		2023年至今		当前日期	
	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价		
开始日期	5/17	10/25	2/7	7/3	9/24	1/8	2/11	10/14	1/27	2/24	6/2	
结束日期	5/23	10/31	2/13	7/9	9/30	1/14	2/17	10/20	2/2	3/2	6/8	
华中	河南	3.5-4	11.0-14.0	6	9.5-12.0	2.4-3.3	9.0-12.5	3.6-4.3	10.6-11.5	5.0-5.7	6.3-6.7	5.2-6.0
	湖南	4	14.5-15.5	9.0-10.3	11.8-13.5	3.0-3.3	10.6-13.4	3.5-4.3	10.2-12	5.1-5.6	6.3-6.8	5.2-5.9
	湖北	4	13.5-15.0	8.5-9.5	11.0-12.5	2.9-3.4	10.0-13.4	3.2-4.0	10.1-11.9	5.1-5.6	6.2-6.7	5.2-5.9
	安徽	4-4.8	12.0-15.0	10.5-11.2	10.5-11.8	2.5-3.6	10.0-13.5	3.6-4.3	10.8-11.8	5.0-5.7	6.3-6.7	5.2-5.9
	江西	4.3	11.0-14.0	8.0-9.0	10.0-13.2	3.0-3.7	10.9-13.0	3.7-4.4	10.1-11.5	4.7-5.5	6.2-6.8	5.2-5.8
华北	山西	4.5	10.0-12.5	7.5-8.0	8.7-11.0	2.8-3.5	8.8-11.99	3.4-4.1	10.6-11.4	4.8-5.5	5.9-6.5	5.2-5.9
	山东	4-5.5	11.0-14.0	10.0-11.0	9.5-12.0	2.1-3.5	8.5-12.5	3.5-4.5	10.7-11.7	5.3-6.0	6.2-6.9	5.2-5.9
	河北	4.2-4.3	13.0-14.0	8.0-9.0	10.5-11.8	2.6-3.1	9.0-12.5	3.0-4.2	10.6-11.5	4.6-5.3	6.2-6.8	5.2-6.0
东北	辽宁	4.0-5.0	12.0-14.0	10.0-12.5	11.0-14.0	2.6-3.0	12.0-14.0	3.4-4.5	9.8-11.3	5.0-5.3	5.9-6.7	5.1-5.7
	吉林	4.5-5	11.0-13.5	9.0-10.0	11.0-13.5	2.5-2.9	12.0-14.0	3.4-4.5	9.7-11.2	4.9-5.3	5.5-6.1	5.1-5.6
	黑龙江	4-4.5	11.0-13.0	8.5-9.0	11.0-13.0	2.5-2.9	11.0-13.0	3.2-4.2	9.5-11.1	4.9-5.2	5.5-6.1	5.1-5.6
西南	四川	5-5.5	14.0-16.0	9.0-10.7	10.0-12.0	2.9-3.4	11.0-12.2	3.5-4.2	10.7-11.8	4.9-5.6	6.1-6.6	5.3-6.2
	云南					2.6-3.0	10.5-11.5	3.1-3.7	10.4-11.5	4.6-5.4	5.9-6.3	5.1-5.7
	贵州					2.8-3.0	10.7-11.6	3.3-4.0	10.6-11.7	4.9-5.6	6.0-6.4	5.2-6.0
华南	福建	2.4	11.0-13.5	11.0-12.5	10.3-12.8	3.0-3.7	10.9-12.9	3.8-4.4	10.7-11.8	5.5-6.2	6.7-7.2	5.4-6.1
	广东	1.5-2	15.0-16.5	7.0-10.0	10.5-14.0	3.3-4.0	11.2-13.3	4.0-4.6	11.0-11.7	5.9-6.4	6.4-6.8	5.6-5.9
	广西	1.5-2	14.5-16.0	10.0-11.0	10.2-12.6	3.0-3.7	11.2-13.1	3.7-4.4	10.5-11.0	5.5-6.7	6.0-6.3	5.4-5.5
华东	浙江	4.5	12.5-14.0	11.0-12.0	10.8-12.5	2.8-3.7	10.8-14.0	3.8-4.7	12.0-12.4	5.4-6.0	6.5-7.3	5.7-6.0
	江苏	4	12.5-13.0	10.0-11.0	11.0-12.8	2.5-3.6	10.0-13.8	3.7-4.6	11.0-12.1	5.2-5.9	6.3-7.0	5.3-6.0

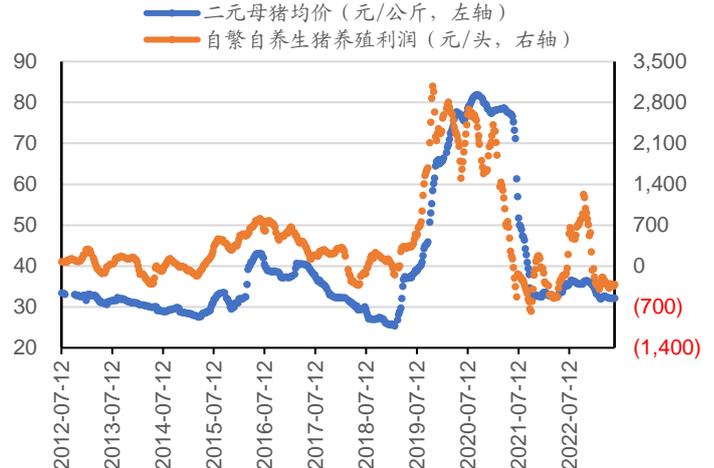
资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 17 二元母猪价格与生猪均价对照图, 元/公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 二元母猪价格与自繁自养盈利对照图

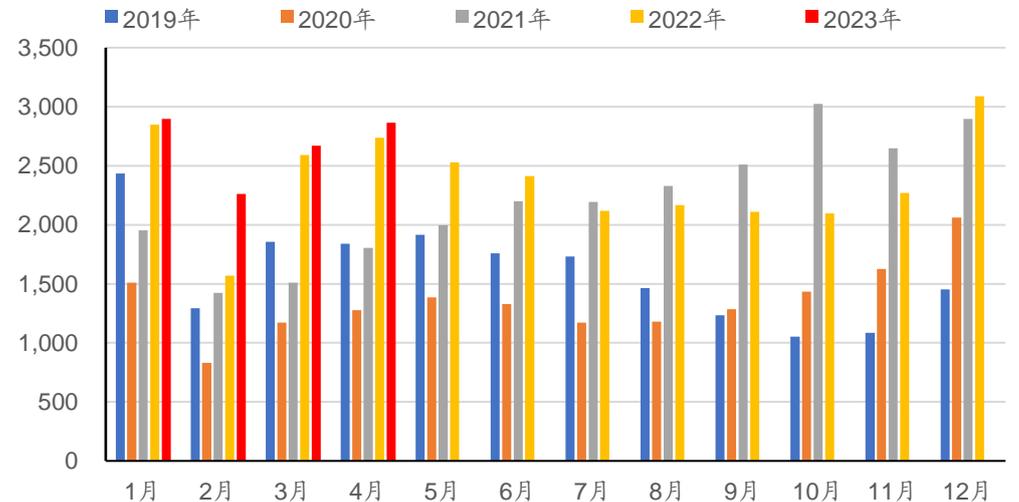


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2.2 生猪养殖效率明显提升

根据农业部数据, 能繁母猪存栏量于 2022 年 4 月降至最低点, 然而, 2023 年 1-2 月、3 月和 4 月生猪定点屠宰企业屠宰量同比分别增长 16.8%、3.1%、4.6%, 处于近年高位, 2023 年 1-2 月、3 月和 4 月 16 家上市猪企生猪出栏量同比分别增长 23.3%、0.9%、3.8%, 行业生猪养殖效率明显提升。

图表 19 全国生猪定点屠宰企业屠宰量, 万头



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 主要上市猪企生猪出栏量, 万头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	合计
2022.1	783	151	38	96	13	7	129	13	38	42	40	5	2	2	5	8	979
2022.2		107	29	50	8	7	98	12	31	28	36	3	1	6	2	5	813
2022.3	599	145	34	97	17	20	143	13	36	37	40	5	2	8	3	9	1,206
2022.4	632	143	38	92	16	9	113	17	39	35	37	5	2	9	5	7	1,196

2022.5	586	132	38	75	19	12	105	15	43	28	44	4	2	11	4	8	1,126
2022.6	528	123	31	75	21	13	98	16	49	29	31	3	2	12	4	6	1,041
2022.7	459	132	33	88	17	10	94	18	43	27	25	4	1	9	5	6	972
2022.8	489	150	32	61	21	10	94	17	48	34	26	4	1	13	4	8	1,012
2022.9	446	158	37	68	20	9	117	21	47	41	25	4	2	13	5	6	1,018
2022.10	478	165	39	64	15	13	146	21	50	38	33	5	1	12	4	8	1,091
2022.11	517	196	46	30	18	13	169	24	45	50	34	6	1	12	4	10	1,173
2022.12	603	187	48	49	20	4	157	29	51	55	41	5	1	13	5	11	1,280
2023.1	884	159	38	57	16	5	129	23	42	49	39	5	3	16	4	9	1,037
2023.2		194	40	67	20	14	173	29	50	49	47	7	2	19	6	14	1,172
2023.3	500	207	54	49	21	9	169	27	47	45	41	8	2	19	7	12	1,217
2023.4	534	211	46	57	25	8	157	27	43	50	38	7	3	20	7	10	1,241

资料来源：公司公告，华安证券研究所

观察主要上市猪企的生产性生物资产科目，其中，外购种猪占当期新增生产性生物资产占比明显回落，处置种猪占期初生产性生物资产余额明显下降，猪企繁育体系基本完成重建。

图表 21 温氏股份生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	2,600	2,748	3,005	3,534	8,873	6,440
本期增加：	2,347	2,183	4,730	14,527	5,895	4,915
外购	187	158	44	5,192	1,086	26
自行培育	2,159	2,026	4,685	9,087	4,809	4,889
企业合并				248		
本期减少：	2,198	1,926	4,202	9,188	8,328	4,591
处置	2,198	1,926	4,202	9,188	8,328	4,591
其他						
期末余额	2,748	3,005	3,534	8,873	6,440	6,764
处置/期初余额	85%	70%	140%	260%	94%	71%
外购/本期增加	8%	7%	1%	36%	18%	1%

图表 22 牧原股份生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	1,106	1,613	1,737	4,194	8,233	8,484
本期增加：	2,356	2,346	4,731	10,762	12,414	9,641
外购	1	2	0	2	2	1
自行培育	2,355	2,345	4,731	10,759	12,412	9,639
本期减少：	1,848	2,223	2,274	6,723	12,164	9,386
处置	1,789	2,150	2,120	6,270	11,564	8,922
其他	59	73	153	453	600	464
期末余额	1,613	1,737	4,194	8,233	8,484	8,738
处置/期初余额	162%	133%	122%	149%	140%	105%
外购/本期增加	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 新希望生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	589	684	676	2,728	12,846	10,815
本期增加：	1,234	1,124	3,833	22,834	13,371	10,757
外购	268	276	1,414	8,364	1,310	269
自行培育	927	846	2,412	14,470	12,061	10,469
企业合并						
本期减少：	1,138	1,133	1,780	12,717	15,402	11,093

图表 24 唐人神生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	78	165	181	199	462	496
本期增加：	127	102	114	468	567	583
外购	52	13	46	237	222	169
自行培育	27	79	69	231	325	414
企业合并	48	9	0	0	20	
本期减少：	39	86	96	205	533	314

处置	526	553	723	1,505	9,965	7,168	处置	39	80	91	179	484	266
其他							其他	1	6	5	26	49	47
期末余额	684	676	2,728	12,846	10,815	10,479	期末余额	165	181	199	462	496	765
处置/期初	89%	81%	107%	55%	78%	66%	处置/期初	50%	48%	50%	90%	105%	54%
余额							余额						
外购/本期	22%	25%	37%	37%	10%	2%	外购/本期	41%	13%	40%	51%	39%	29%
增加							增加						

资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2.3 大体重猪对行情影响不容忽视

我们根据生猪出栏均重与猪价对照图, 得出以下结论:

1、出栏生猪体重峰值: 2019-2021 年, 受非瘟疫情影响, 猪价长期处于高位, 养殖户积极压栏和二次育肥, 生猪出栏每年峰值分别达到 135.32 公斤、136.09 公斤、136.88 公斤。2022 年, 市场倾向于二次育肥, 出栏生猪均重最高达到 130.48 公斤。

2、猪价下行期, 大体重猪集中出栏会导致猪价崩盘。2021 年生猪市场逐渐供过于求, 大体重猪集中出栏已两次引发猪价暴跌:

第一次 (2021/5/13-2021/10/8), 出栏生猪均重从 136.88 公斤下降 12.5% 至 119.79 公斤, 生猪价格则从 2021 年初 36.73 元/公斤持续暴跌 72% 至 2021/10/8 的 10.28 元/公斤;

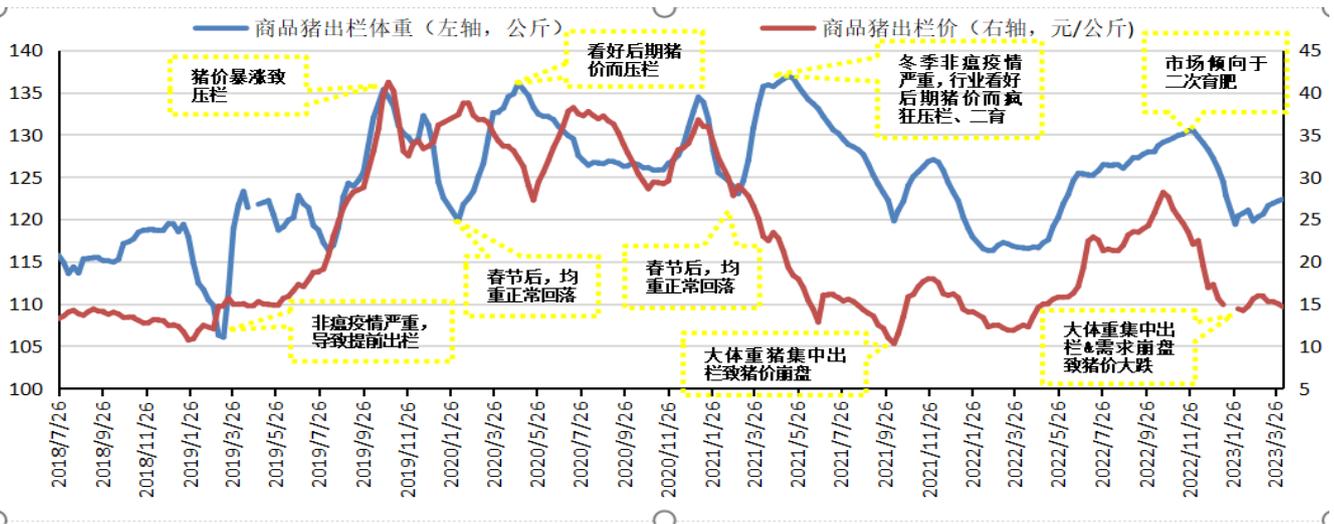
第二次 (2022/12/1-2023/1/29), 出栏生猪均重从 130.48 公斤下降 8.5% 至 119.39 公斤, 生猪价格则从 2022/10/20 的 28.16 元/公斤持续暴跌 47.8% 至 2023/2/16 的 14.7 元/公斤。

3、然而, 在生猪市场严重供不应求的情况下, 大体重猪集中出栏的影响相对有限。

第一次 (2019/10/24-2020/2/6), 出栏生猪均重从 135.32 公斤下降 11.4% 至 119.84 公斤, 2019 年 10 月 31 日-2019 年 11 月 28 日生猪价格从 41.18 元/公斤大跌 21.2% 至 32.47 元/公斤, 生猪养殖盈利仍相当丰厚;

第二次 (2020/4/30-2020/8/20), 出栏生猪均重从 136.09 公斤下降 7% 至 126.58 公斤, 由于猪肉供给严重不足, 2020 年 5 月 21 日-2020 年 7 月 23 日, 猪价则从 27.25 元/公斤大涨 37.4% 至 37.45 元/公斤。

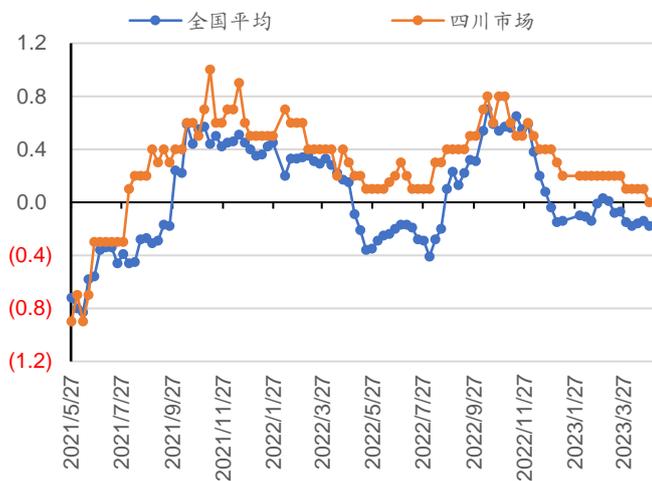
图表 25 生猪出栏均重与猪价走势图对照图



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

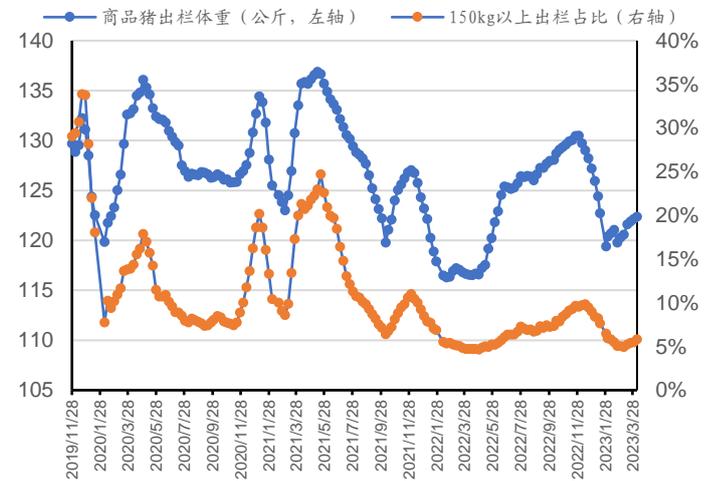
据涌益咨询数据 (6.9-6.15)：全国出栏生猪均重 121.27 公斤，周环比下跌 0.1%，同比下跌 2.7%，已连续第 6 周下降；175kg 与标猪价差-0.22 元/斤，200kg 与标猪价差-0.22 元/斤，150kg 以上生猪出栏占比 5.37%，周环比下跌 0.16 个百分点。整体看，当前生猪出栏均重处于正常水平，暂不会引发后期猪价大跌。

图表 26 175 公斤与标猪出栏价差走势图，元/斤



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 27 大体重猪出栏占比与生猪出栏均重走势对照图

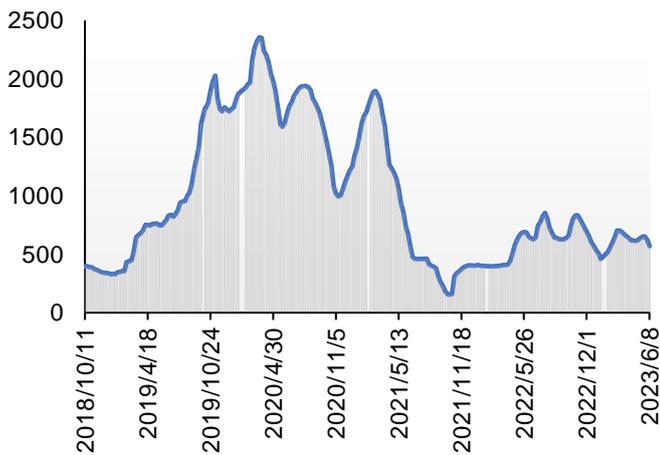


资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2.2.4 仔猪价格大跌或加速产能去化

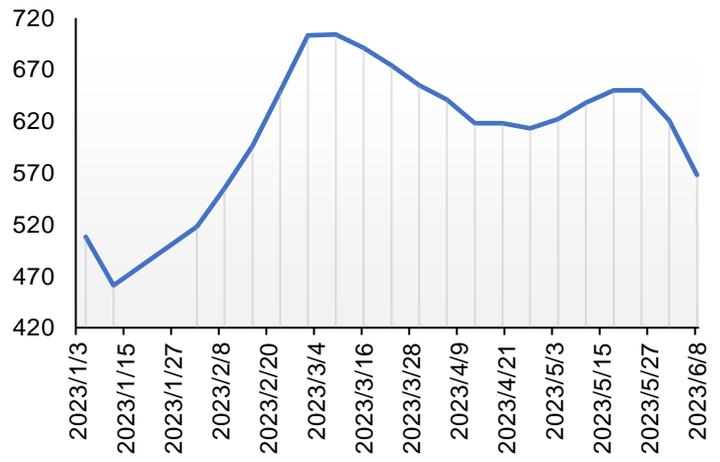
随着市场对下半年猪价预期的转变，6 月仔猪价格开始明显回落。根据涌益咨询数据，6 月 15 日，规模场 15 公斤仔猪出栏价 508 元/头，周环比大跌 10.1%，同比下降 19.7%，三周大跌 19.7%。我们判断，随着生猪价格的持续低迷，仔猪销售若进入亏损期，产能去化有望加速。

图表 28 2018-2023 年 15kg 仔猪价格走势，元/头



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 29 2023 年 15kg 仔猪价格走势，元/头



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2.3 产能出清速度取决于疫情、深度亏损时间

根据 2009 年发布的《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》和 2012 年发布的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》，我国生猪生产达到盈亏平衡点的猪粮比价约为 6:1。根据 2015 年发改委、财政部、农业部、商务部联合对外发布重新修订的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》（国家发展改革委 2015 年第 24 号公告），全国平均生猪生产盈亏平衡点对应的猪粮比合理区间为 5.5:1-5.8:1。

由于盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，5.5-6.0、5.0-5.5、低于 5.0 以供参考。在过去四轮下行周期，每轮周期的亏损时长与亏损深度、疫情直接相关。

① 2008 年 4 月至 2010 年 4 月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于 5.5 共 17 周；2016 年 5 月至 2018 年 5 月猪价下行，2018 年 8 月爆发非瘟，猪粮比低于 5.5 仅 7 周；

② 2011 年 9 月至 2014 年 4 月猪价下行期，未曾出现严重疫情。猪粮比 5.5-6.0 共 64 周，5.0-5.5 共 33 周，低于 5.0 仅 6 周时间，所以猪价磨底的时间很久；

③ 2021 年 1 月至 2022 年 3 月猪价下行期，疫情相对可控。猪粮比低于 5.0 的时间长达 18 周，大幅亏损导致产能迅速出清，磨底时间短。

2022 年 10 月至今，猪粮比 5.0-5.5 共 18 周，猪粮比低于 5.0 仅 3 周，本轮下行周期的产能出清时间将取决于疫情和深度亏损的时间，我们需要持续观察。

图表 30 全国猪粮比价走势图



资料来源：中国政府网，华安证券研究所

图表 31 猪粮比对应时间列表

完整周期	下行周期	猪粮比--对应时间段			猪粮比--对应时长			
		5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0	5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0	
2006/5-2010/4	2008/4-2010/4	2009/5/6-2009/6/17			6 周			
		2010/2/3-2010/2/24			3 周			
			2010/3/3-2010/5/5				10 周	
				2010/5/12-2010/6/23				6 周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1 周	1 周		
		合计			10 周	11 周	6 周	
2010/4-2014/4	2011/9-2014/4	2012/4/11-2012/9/19			21 周			
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1 周	8 周		
		2013/5/12-2013/6/12			5 周			
		2013/6/26-7/17			3 周			
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4 周	4 周	6 周	
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26 周	10 周		
		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4 周	11 周		
		合计			64 周	33 周	6 周	
2014/4-2018/5	2016/5-2018/5	2018/3/23	2018/3/28-2018/5/16		1 周	7 周		
		2018/5/23-2018/6/6			2 周			
		合计			3 周	7 周		
2018/5-2022/3	2021//1-2022/3	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1 周	1 周	1 周	
		2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9 周	3 周	3 周	
		2022/1/12-2022/1/26	2021/10/20	2022/2/23-2022/4/20	3 周	1 周	9 周	
			2022/2/9-2022/2/16	2022/5/25-2022/6/22		2 周	5 周	
			2022/4/27-2022/5/18			4 周		

		合计			13周	11周	18周
2022/3-至今	2022/10-至今	2023/1/4-2023/1/18	2023/1/18-2023/2/1	2023/2/1-2023/2/22	2周	2周	3周
			2023/2/22-2023/6/7			16周	
		合计			2周	18周	3周

资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至2023年6月7日）

2.4 产业有望持续去产能，估值先于提前基本面调整到位

2021年6月-2022年4月，生猪养殖行业估计能繁母猪存栏量降幅15%-20%，理论上讲，2023年3-4月猪价有望达到阶段性高点，然而，生产效率快速提升导致2022年12月以来猪价持续低迷。我们判断，为迎接新一轮上行周期的开启，行业需要进一步去产能；今年3-4月是生猪出栏量最少的月份，然而，行业仍处于亏损状况，我们预计6-12月会以亏损为主，行业有望持续去产能。由于今年1-2月北方地区疫情较为严重，出现部分仔猪死淘，市场担心对应6-7月育肥猪阶段性短缺会造成猪价大涨，从而导致能繁母猪淘汰中止；然而，从我们观察看，6月至今猪价维持低迷，且2022年12月北方疫情已开始发酵，对应今年5月猪价也未上涨，6-7月生猪价格明显上涨的概率正在降低。本轮猪价下行周期（2022年10月至今），猪粮比处于5.0-5.5共18周，猪粮比低于5.0仅3周，后期产能出清速度将取决于疫情和深度亏损的时间，我们需要紧密跟踪6-7月猪价走势，以及南方雨季疫情进展。

据2023年生猪出栏量，预计温氏股份头均市值3173元、牧原股份3269元、新希望2720、天康生物2333元、中粮家佳康头均市值1820元。一、二线龙头猪企估值均处历史底部，估值已先于基本面调整到位，继续推荐生猪养殖板块。

图表 32 主要上市猪企头均市值对照表

		牧原	温氏	天邦	天康	新希望	傲农	大北农	家佳康	东瑞	华统	巨星	新五丰
出栏量 (万头)	2022年	6,120	1,791	442	203	1,461	519	443	407	52	121	150	179
	2023E	6500-7100	2,600	575	280-300	1850-2000	600	600	450	100	250	300	400
头均市值(2023年出栏)		3,324	3,473	1,444	2,400	2,650	1,333	2,050	1,911	5,100	3,840	5,633	2,575
总市值(亿元)		2,360	1,203	83	112	530	80	273	86	51	96	169	103

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2023年6月30日）

3 以“饲料+养殖”为核心，布局生猪全产业链

3.1 饲料业务：规模持续增长，盈利能力稳定

公司饲料销售网络遍布全国，以猪饲料、禽饲料为主，销售区域覆盖全国大部分地区，子公司分布在全国20多个省份，尤其在湖南、广东、山东等区域具有较大优势。公司饲料产品以外销为主、内部供应为辅，饲料外销量不断提升，2022年实现饲料内外销量616.63万吨，同比增长7.8%，位居全国饲料销量前十名；2023Q1公司饲料外销119万吨，同比增长10%。2023-2024年公司饲

料销量规划分别为 650 万吨和 700 万吨。

图表 33 2016-2022 年公司饲料销量, 万吨、%

图表 34 2016-2022 年公司饲料均价, 元/吨、%



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

公司饲料产品以猪料、禽料、水产料为主, 主要有 4 大品牌。其中, “骆驼牌”饲料主攻猪饲料, 产品覆盖哺乳母猪、仔猪、育肥猪等生猪养殖各个环节; “加乐”主攻禽饲料, 覆盖肉鸡、蛋鸭等禽类养殖; “湘大”主攻水产料, 覆盖小龙虾、青蛙、淡水鱼等水产养殖。“比利美英伟”是集团子公司饲料品牌, 主要生产猪的预混料、浓缩料、教槽料、保育料、母猪料、公猪料等产品。

图表 35 公司四大饲料品牌主要产品

品牌	产品名称	图例
骆驼牌	哺乳母猪配合饲料 母奶多	
	乳猪开口配合饲料 多奶多	
	仔猪前期配合饲料 仔猪多	
	乳猪开口生物发酵饲料 (乳状) 山佳宝-口口乳	
	仔猪后期配合饲料 骆驼神小猪料	
加乐	肉小鸡配合饲料 (加乐-610)	

	肉中鸡配合饲料 (加乐-611)	
	肉大鸡配合饲料 (加乐-612)	
	产蛋鸭配合饲料 (加乐-323)	
	产蛋鸭配合饲料 (加乐-324)	
湘大	小龙虾膨化配合饲料	
	青蛙膨化配合饲料	
	淡水鱼膨化配合饲料	
比利美英伟	仔仔安	
	断奶安	
	乳猪安	
	妈咪妙	
	笑多宝	
	禽用复合预混料	
	乳猪律动源 A	

	乳猪律动源 B	
	乳猪律动源 C	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司引进饲料行业优秀研发人才，强化饲料产品研发能力，结合饲料原料行情变化等，及时优化调整饲料营养配方，降低饲料生产成本，创新推出国内首创的液体发酵教槽料以及国内领先的固体生物发酵饲料等产品。

公司饲料产品以“经销+直销”的销售模式为主，依托遍布全国主要省市的饲料子公司，建立了较为成熟的经销网络体系，以饲料经销商为主要渠道开发中小规模猪场。同时，公司组建以技术和服务为核心的专业团队，重视规模猪场客户的开发，为规模猪场提供饲料、养殖、金融等综合服务方案。

图表 36 公司饲料产品销售网络



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 养殖产能稳步扩张，推进楼房养猪新模式

3.2.1 专注种猪选育数十载，从新美系向新丹系过渡

1996年，唐人神集团兼并株洲外贸出口猪场，开始进入种猪产业。2008年，与美国育种公司合作，在湖南和河北建立了通过美国国家种猪登记协会 NSR 认

证、国家生猪核心育种场认证的现代化 GGP 原种猪场，育种水平与美国同步。

公司养猪业务集“种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养”于一体，采用核心群-扩繁群-商品群的繁育体系，建立品质优先的育种体系，持续选育优良种猪繁育商品猪。公司自 2008 年开始从事种猪繁育业务，建构了完整的种猪繁育体系，先后在湖南株洲、河北衡水、甘肃天水等地区建设了核心育种基地，获得国家生猪核心育种场认可，培育出适应中国国情、具有中国自主知识产权的美神系列种猪，具有“高繁殖率、高瘦肉率、高屠宰率和低料肉比”特点。美神目前在姚家坝、淦田、群丰、茶陵、岳阳、醴陵、浏阳、益阳、永州、湘西、荆州、衡水、邯郸、甘肃、辽宁、河南等地建设了 20 多个种猪和商品猪养殖基地，并与云南禄丰、四川雅安、湖南攸县、醴陵、涪陵等签约多个 100 万头生猪绿色养殖项目。

公司目前种猪主要是新美系，具有体型好、生长速度快、料肉比低、瘦肉比较高、环境适应能力较强等特点，PSY 约 24-25 头。为适应养殖行情变化，公司在 2020 年引进 1400 头曾祖代新丹系种猪，实现公司育种体系的迭代升级，经过 2 年多培育，逐步完成“新美系”向“新丹系”的过渡，新丹系 PSY 达到 28-30 头，可满足 1000 万头商品猪生产需求。2022 年，公司新增新丹系种猪 4 万头，存栏结构持续优化，目前，新丹系种猪占比已超过 20%，两年内或可实现全部替换。

图表 37 公司美神养殖基地遍布全国



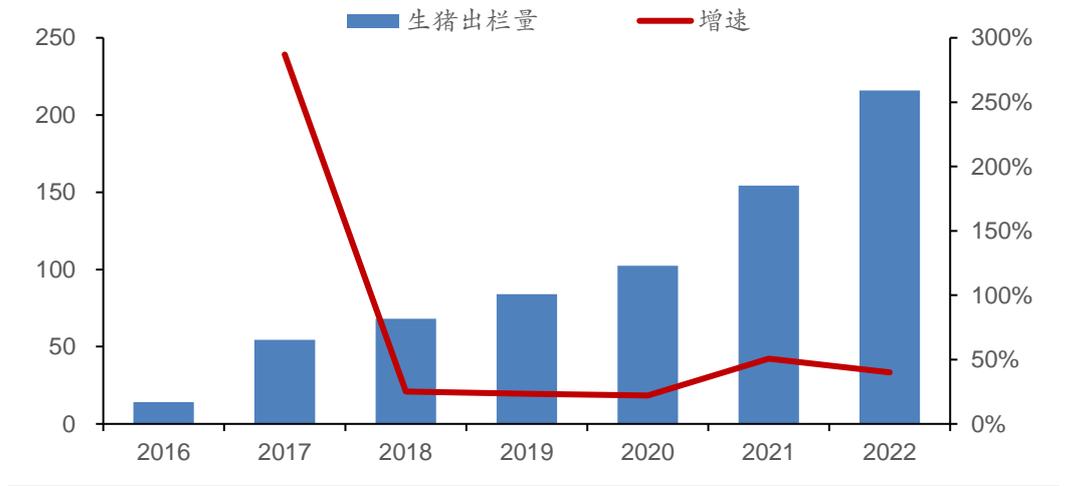
资料来源：公司官网，华安证券研究所

全面推行“1+3”全产业链模式。经过二十多年发展，养殖事业部形成了独

特的“1+3”全产业链模式、“1+3”生猪自繁自养发展模式和“1+3”轻资产租赁发展模式，并沉淀了“四化管理、日清日结、阿米巴经营”和六大智能养殖技术（猪场健康智能评估技术、遗传智能育种技术、营养与价值智能创造与分析技术、AI 智能养殖技术、远程智能诊断技术和猪场系统管理智能技术）等管理工具，打造低成本核心竞争力。

公司自 2016 年开始往下游育肥端延伸，逐步扩大育肥产能。2021 年，公司生猪出栏 154.3 万头，同比增长 50.6%；2022 年，公司生猪出栏量 215.8 万头，其中，肥猪出栏量 189.0 万头，占比 87.6%，同比增长 106.7%。根据公司规划，2023-2024 年计划实现生猪出栏 350 万头、500 万头。

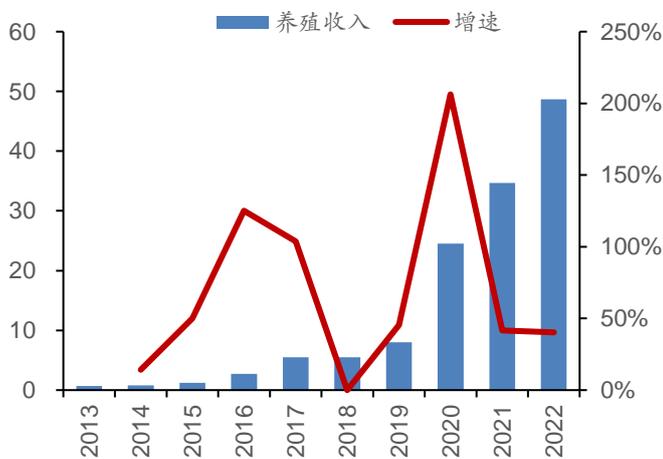
图表 38 2016-2022 年公司生猪出栏量，万头、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

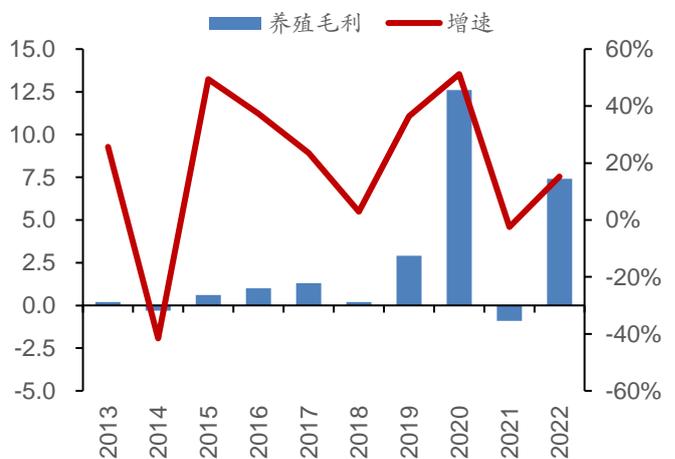
公司生猪养殖业务收入快速增长，盈利呈现出强周期性特征。2013-2022 年，公司生猪养殖业务收入从 0.7 亿元增长至 48.7 亿元，年复合增长率高达 60.3%，2022 年，公司养殖业务收入 48.7 亿元，同比增长 40.1%。毛利方面，2013-2022 年公司养殖毛利从 1,779 万元增加至 7.4 亿元，受猪周期影响，利润波动性较强。

图表 39 2013-2022 年公司养殖收入及增速，亿元



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 2013-2022 年公司养殖毛利及增速，亿元



资料来源：wind，华安证券研究所

3.2.2 收购龙华农牧，开启楼房养猪新篇章

湖南龙华农牧发展有限公司成立于1990年，是一家集原种猪扩繁、优良商品猪养殖、饲料加工销售于一体的省级农业产业化龙头企业，拥有四个现代化养殖基地和一个大型饲料厂，年出栏生猪达到50万头。2017年，唐人神集团以4.9亿元并购了龙华90%的股权。

楼房养猪是龙华农牧的核心优势。公司于2016年在湖南茶陵开展了楼房养猪的试点，经过不断实践与运营后，龙华农牧投资建设的100万头楼房养殖项目已投产运营，运营效果良好。楼房养殖项目能够节约土地面积，适应南方区域丘陵、山地等地形，节约土地，便于在南方丘陵地带发展自繁自养模式，公司在湖南、广东、海南等南方重点消费区域的在建项目以楼房养猪为主。

猪场采用一体化设计方案，采用“一区两点三段”饲养模式，整个区域包括饲料、饲养、防疫、粪污处理及有机肥生产区，以便于做好一体化防疫工作；母猪基地和保肥基地适当隔离，做好生物安全防控；采用“仔猪—保育—育肥”三段式生产，母猪生产以“周”为节律，保育和育肥按照全进全出批次化生产。该生产模式最大程度提高生产效率，减少中间流转环节，有利于疫病防控。

图表 41 龙华楼房养猪基地



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 肉制品加工业务：提升产品附加值，拓宽下游产业链

1995年，集团兼并株洲肉联厂，引进德国设备和技术，用先进工艺开发出唐人神香肠、湖南腊肉等品牌肉品，“唐人神”品牌诞生。2000年，上海唐人神肉品投产；2002年，唐人神品牌连锁成立；2008年，10万吨唐人神西式肉制品加工基地和100万头冷鲜肉加工生产线相继建成投产；2017年，唐人神产品体验中心正式营业；2020年，中央厨房竣工投产。公司在湖南株洲、河南南乐等区域投资建设了现代化的肉制品生产加工基地、中央厨房生产基地，肉制品以香肠、腊肉等中式风味产品和湘式预制菜为主。

图表 42 公司主要肉制品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司肉类业务营业收入稳定增长，2022 年营业收入达 13.0 亿元。2013-2022 年，公司肉制品业务收入从 5.7 亿元增长至 13.0 亿元，年复合增长率达到 9.6%。2022 年，河南生猪屠宰产能投产，生猪屠宰量增加，肉制品收入达到 13.0 亿元，同比增长 76.0%。

图表 43 2013-2022 年公司肉制品业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

(1) 饲料业务

公司从事饲料生产销售三十余年，规模体量行业领先，饲料业务是公司主要收入来源，多年来一直稳健增长。我们预计，2023-2025 年公司饲料销量分别为

650/700/750 万吨, 实现收入 216.7/233.4/250.1 亿元, 同比增长 6.5%/7.7%/7.1%。

(2) 养殖业务

公司养猪业务集“种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养”于一体, 采用自繁自养与“公司+农户”相结合的模式。我们预计, 2023-2025 年公司生猪出栏量分别为 350/450/500 万头, 其中, 育肥猪为 280/360/400 万头, 仔猪为 70/90/100 万头; 商品猪销售均价分别为 15.0/18.0/18.0 元/公斤。预计 2023-2025 年公司生猪养殖业务实现收入 60.4/93.2/103.5 亿元, 同比分别增长 24.1%/54.3%/11.1%。

(3) 肉制品加工

肉制品业务是公司的主要发展方向, 肉品业务提升养猪产业的生猪附加值, 拓宽下游产业链, 提高生猪产业链的价值。我们预计, 2023-2025 年公司肉制品销量增速分别为 20%/20%/20%, 收入为 14.8/19.5/23.4 亿元, 同比增长 14%/32%/20%。

图表 44 公司收入成本预测表 (单位: 百万元、%)

合计	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业总收入	15,422	15,355	18,527	21,742	26,539	29,206	34,626	37,718
yoy	12.3%	-0.4%	20.7%	17.4%	22.1%	10.1%	18.6%	8.9%
营业总成本	14,120	13,876	16,046	20,414	24,477	28,655	31,943	34,244
毛利率	8.4%	9.6%	13.4%	6.1%	7.8%	1.9%	7.7%	9.2%
毛利	1,302	1,479	2,480	1,328	2,062	551	2,683	3,474
yoy	-9.4%	13.6%	67.7%	-46.5%	55.3%	-73.3%	386.7%	29.5%
1、饲料	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	14,286	13,551	15,348	17,507	20,355	21,671	23,338	25,005
yoy	13.7%	-5.1%	13.3%	14.1%	16.3%	6.5%	7.7%	7.1%
营业成本	13,098	12,502	14,257	16,199	19,130	20,568	21,929	23,260
毛利率	8.3%	7.7%	7.1%	7.5%	6.0%	5.1%	6.0%	7.0%
毛利	1,188	1,049	1,090	1,308	1,225	1,103	1,409	1,745
yoy	-1.0%	-11.7%	4.0%	19.9%	-6.3%	-10.0%	27.8%	23.8%
2、生猪	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	546	803	2,453	3,474	4,866	6,038	9,315	10,350
yoy	-0.5%	47.1%	205.4%	41.6%	40.1%	24.1%	54.3%	11.1%
营业成本	530	510	1,196	3,561	4,123	6,650	8,325	9,000
毛利率	2.9%	36.4%	51.2%	-2.5%	15.3%	-10.1%	10.6%	13.0%
毛利	16	293	1,257	-87	743	-613	990	1,350
yoy	-87.9%	1768.1%	329.3%	-106.9%	-954.6%	-182%	-262%	36%
3、肉类	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	564	976	692	737	1,297	1,478	1,951	2,342
yoy	-6.0%	73.0%	-29.1%	6.5%	76.0%	14.0%	32.0%	20.0%
营业成本	487	858	581	639	1,212	1,425	1,676	1,971
毛利率	13.6%	12.1%	16.0%	13.3%	6.5%	3.6%	14.1%	15.8%
毛利	77	118	111	98	85	53	275	370
yoy	-12.9%	53.4%	-6.2%	-11.6%	-13.5%	-37.5%	419.4%	34.6%
4、兽药	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	10	13	21	25	20	19	21	21

yoy	-9%	40%	59%	17%	-18%	-5%	10%	0%
营业成本	5	6	12	15	12	12	13	13
毛利率	50.3%	53.2%	43.4%	37.8%	40.2%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利	5	7	9	9	8	8	9	9
yoy	-21%	48%	30%	1%	-12%	-5%	10%	0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 投资建议

公司是我国优质饲料龙头，近年来养殖业务快速扩张。我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 292.1 亿元、346.3 亿元、377.2 亿元，同比增长 10.1%、18.6%、8.9%，对应归母净利润-11.48 亿元、7.38 亿元、13.72 亿元，对应 EPS 分别为-0.83 元、0.53 元、0.99 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

肉制品价格波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6901	7416	8983	10840	
现金	1876	2248	2565	4721	
应收账款	328	321	448	390	
其他应收款	297	515	447	601	
预付账款	950	1146	1278	1370	
存货	3332	3036	4062	3548	
其他流动资产	120	150	183	211	
非流动资产	11531	10685	9843	8994	
长期投资	57	55	57	57	
固定资产	8610	7985	7306	6588	
无形资产	552	545	538	531	
其他非流动资产	2311	2100	1942	1818	
资产总计	18432	18101	18826	19835	
流动负债	6397	6782	7279	6926	
短期借款	1116	1616	1116	1116	
应付账款	1942	1561	2343	1842	
其他流动负债	3340	3606	3820	3968	
非流动负债	4604	5087	4577	4567	
长期借款	3281	3781	3281	3281	
其他非流动负债	1323	1306	1296	1286	
负债合计	11001	11870	11856	11494	
少数股东权益	633	633	633	633	
股本	1381	1381	1381	1381	
资本公积	4769	4769	4769	4769	
留存收益	647	-552	186	1558	
归属母公司股东权益	6798	5599	6336	7708	
负债和股东权益	18432	18101	18826	19835	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	100	-247	1640	2449	
净利润	143	-1148	738	1372	
折旧摊销	795	876	882	887	
财务费用	299	273	272	248	
投资损失	-18	-20	-24	-26	
营运资金变动	-1339	-237	-233	-34	
其他经营现金流	1703	-901	975	1408	
投资活动现金流	-1779	-40	-41	-35	
资本支出	-1887	-47	-43	-41	
长期投资	35	-13	-17	-15	
其他投资现金流	73	20	20	22	
筹资活动现金流	2181	659	-1282	-258	
短期借款	593	500	-500	0	
长期借款	-111	500	-500	0	
普通股增加	175	0	0	0	
资本公积增加	979	0	0	0	
其他筹资现金流	544	-341	-282	-258	
现金净增加额	501	372	317	2156	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	26539	29206	34626	37718	
营业成本	24477	28655	31943	34244	
营业税金及附加	36	39	47	51	
销售费用	476	476	500	500	
管理费用	769	807	888	933	
财务费用	290	236	228	197	
资产减值损失	-184	-1	-1	-1	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	18	20	24	26	
营业利润	205	-1094	919	1683	
营业外收入	17	20	20	20	
营业外支出	50	50	50	50	
利润总额	172	-1124	889	1653	
所得税	30	25	151	281	
净利润	143	-1148	738	1372	
少数股东损益	8	0	0	0	
归属母公司净利润	135	-1148	738	1372	
EBITDA	1269	-20	1984	2718	
EPS (元)	0.11	-0.83	0.53	0.99	

主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	22.1%	10.1%	18.6%	8.9%	
营业利润	119.7%	-632.7	184.0%	83.2%	
归属于母公司净利润	111.8%	-950.2	164.2%	86.0%	
获利能力					
毛利率 (%)	7.8%	1.9%	7.7%	9.2%	
净利率 (%)	0.5%	-3.9%	2.1%	3.6%	
ROE (%)	2.0%	-20.5%	11.6%	17.8%	
ROIC (%)	2.8%	-6.6%	6.8%	10.2%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.7%	65.6%	63.0%	57.9%	
净负债比率 (%)	148.0%	190.5%	170.1%	137.8%	
流动比率	1.08	1.09	1.23	1.57	
速动比率	0.39	0.46	0.48	0.83	
营运能力					
总资产周转率	1.61	1.60	1.88	1.95	
应收账款周转率	87.54	90.00	90.00	90.00	
应付账款周转率	16.06	16.36	16.36	16.36	
每股指标 (元)					
每股收益	0.11	-0.83	0.53	0.99	
每股经营现金流	0.07	-0.18	1.18	1.76	
每股净资产	4.92	4.03	4.57	5.56	
估值比率					
P/E	62.49	—	12.51	6.73	
P/B	1.44	1.65	1.46	1.20	
EV/EBITDA	11.43	-741.49	6.66	4.06	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012年水晶球卖方分析师第五名, 2013年金牛奖评选农业行业入围, 2018年天眼农业最佳分析师, 2019年上半年东方财富最佳分析师第二名, 农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖, 2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。