

养殖企业财务数据比较分析

分析日期 2021年09月30日

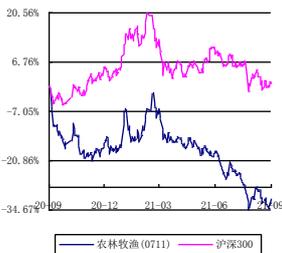
行业评级： 标配(40)
证券分析师：姚星辰

执业证书编号：S0630518080002

电话：021-20333920

邮箱：yaexc@longone.com.cn

行业走势图



相关研究报告

1. 东海证券：农林牧渔行业周报
2. 猪肉收储政策启动，猪价或止跌企稳

◎ 投资要点：

◆ **产能扩张速度。**(1) 牧原股份固定资产同比增速远超过行业内其他企业。2020年和2021年上半年，牧原股份的固定资产同比增速分别为210%和172%，居行业第一。其次是傲农生物，2020年和2021年上半年，其固定资产同比增速分别为137%和92%。(2) **在建工程同比增速分化较为明显。**天邦股份、新希望和唐人神2021年上半年仍保持较高增速，同比增幅分别为281%、182%和133%。牧原股份、温氏股份、傲农生物2021年上半年的新建产能进度明显放缓，同比增幅分别为16%、47%和31%，均较2020年有所收窄。(3) **2021年上半年大型猪企生产性生物资产环比出现下滑。**2021年上半年，由于猪价低迷，生产性生物资产的增幅有所收窄，环比出现下滑。具体到各家企业，情况有所不同。傲农生物、金新农从2019年至2021年上半年均呈现高速增长，同比增幅均超过100%。牧原股份、正邦科技在2019年高速增长后，增幅开始逐步收窄，2020年和2021年上半年增幅均低于100%。

◆ **资本结构与营运能力。**(1) **2021年上半年各猪企资产负债率均有所上升。**由于非洲猪瘟导致高猪价持续周期较长，各大猪企近两年加大扩张速度。而今年以来，猪价持续调整，各猪企加大了融资力度。其中，傲农生物资产负债率最高，2021年上半年达76%。(2) **牧原股份应收账款周转率最大，金额最小。**从绝对值来看，2021年上半年新希望的应收账款及应收票据金额最大，达15.68亿元，同比增长42.89%。牧原股份金额最小，2021年上半年为6951万元，同比增长13801%，增幅最大。此外，从应收账款周转率来看，近三年牧原股份都保持着较高的应收账款周转率，2021年上半年为934.50，回款速度快，资金压力相对较小。

◆ **研发与人员管理。**(1) **温氏股份研发费用最高，牧原股份研发费用增速最快。**从金额来看，温氏股份的研发费用最高，2020年为6.79亿元，同比增长19.06%；其次是正邦科技和牧原股份，分别为5.28亿元和4.12亿元，同比分别增长33.8%和269.34%。(2) **温氏股份员工人均薪酬最高。**2020年，温氏股份人均薪酬为15.15万元，居行业第一。其次是金新农和唐人神，分别为12.31万元和9.89万元。

◆ **投资建议。**各养殖企业开始放慢扩张速度。2021年上半年，由于猪价低迷，存栏母猪结构优化，各猪企生产性生物资产的增幅有所收窄，环比出现下滑，养殖企业资产负债率均有所上升，非流动负债占比快速提升，对于长期资金的依赖程度增强，大股东质押比例提升。我们认为，在当前猪周期下行的背景下，行业产能逐步去化，本轮周期开始进入去产能的关键阶段，部分养殖企业或有资金压力。建议关注成长性突出，经营风险较低的企业。

正文目录

| | |
|----------------------|----|
| 1. 养殖模式比较 | 3 |
| 2. 财务指标比较 | 3 |
| 2.1. 产能扩张速度 | 3 |
| 2.2. 资本结构与营运能力 | 7 |
| 2.3. 研发与人员管理 | 10 |
| 3. 投资建议 | 12 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1 固定资产同比增速 | 4 |
| 图 2 近几年主要养殖企业固定资产 (亿元) | 4 |
| 图 3 在建工程同比增速 | 5 |
| 图 4 在建工程 (亿元) | 5 |
| 图 5 生产性生物资产同比增速 | 6 |
| 图 6 生产性生物资产金额 (亿元) | 6 |
| 图 7 资本开支同比增速 | 7 |
| 图 8 资本开支金额 (亿元) | 7 |
| 图 9 资产负债率 (%) | 8 |
| 图 10 非流动负债占总负债比例 (%) | 8 |
| 图 11 应收账款及应收票据 (亿元) | 9 |
| 图 12 应付账款及应付票据 (亿元) | 10 |
| 图 13 研发费用率 | 11 |
| 图 14 研发费用 (万元) | 11 |
| 图 15 人均薪酬 (万元) | 12 |
| 图 16 管理层人均薪酬 (万元) | 12 |
| 表 1 各大猪企养殖模式比较 | 3 |
| 表 2 大股东质押比例 (%) | 9 |
| 表 3 应收账款周转率 (次) | 9 |
| 表 4 应付账款周转率 (次) | 10 |

1. 养殖模式比较

在非洲猪瘟疫情驱动的本轮猪周期中，各猪企成本差异明显，各猪企通过不断调整养殖模式，探索新的养殖方法降低养殖成本、提高生产效率、减少疫情风险。牧原股份坚持自繁自养一体化的养殖模式。温氏股份从过去的“公司+农户”转型为“公司+现代养殖小区+农户”模式，未来向“公司+现代产业园区+职业农民”模式迭代。正邦科技、新希望未来将逐步提高自繁自养的养殖比例。同时，部分猪企开始尝试“楼房养猪”，提高疾病防控水平和养殖效率。

表 1 各大猪企养殖模式比较

| | 养殖模式 | 2021 年上半年生猪出栏量（万头） |
|------|---|--------------------|
| 牧原股份 | 全产业链自繁自育自养一体化 | 1743.7 |
| 正邦科技 | 自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式 | 699.68 |
| 温氏股份 | “公司+现代养殖小区+农户”模式，未来向“公司+现代产业园区+职业农民”模式迭代 | 468.73 |
| 新希望 | 以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅，未来一体化自养的占比将逐步提升 | 446.11 |
| 唐人神 | 以“自繁自养”为主，“公司+农户”为辅 | 86.95 |
| 天邦股份 | “母猪场+育肥场”两点式规模化养殖，断奶仔猪生产阶段由公司自己管理，育肥阶段推行“自建+租赁+代养”三结合 | 185.13 |
| 傲农生物 | 以自繁自养为主 | 125.92 |
| 金新农 | 以“自繁自养”为主、“公司+农户”的放养模式 | 45.11 |

资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 财务指标比较

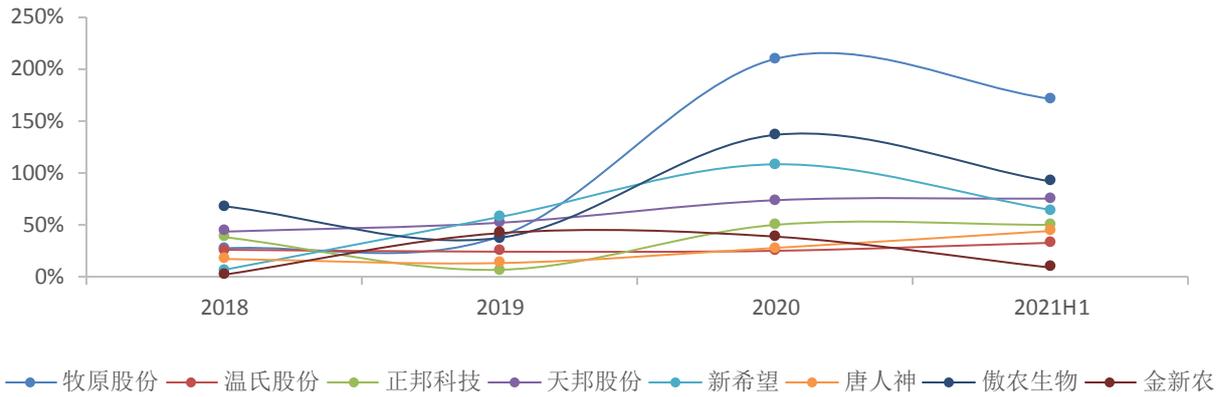
2.1. 产能扩张速度

近两年，上市猪企在高猪价高盈利的驱动下，加快产能建设。较大的资本开支使得固定资产、在建工程、生产性生物资产出现不同程度的增加，猪舍和种猪资产得到大幅增加，规模猪企的出栏占比加速提升。

牧原股份固定资产同比增速远超过行业内其他企业。2020 年和 2021 年上半年，牧原股份的固定资产同比增速分别为 210%和 172%，居行业第一。其次是傲农生物，2020 年和 2021 年上半年，其固定资产同比增速分别为 137%和 92%。温氏股份、金新农的固定资产增幅相对较小。

从绝对值来看，2021 年上半年，牧原股份固定资产 831.18 亿元，居行业第一；其次是新希望、温氏股份，分别为 325.37 亿元和 320.27 亿元。

图 1 固定资产同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 2 近几年主要养殖企业固定资产 (亿元)

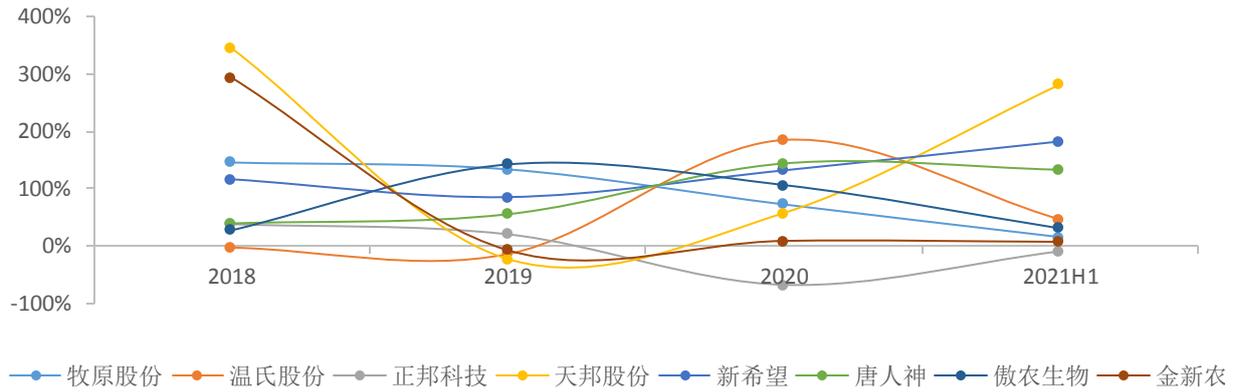


资料来源: Wind, 东海证券研究所

在建工程同比增速分化较为明显。天邦股份、新希望和唐人神 2021 年上半年仍保持较高增速, 同比增幅分别为 281%、182%和 133%。牧原股份、温氏股份、傲农生物 2021 年上半年的新建产能进度明显放缓, 同比增幅分别为 16%、47%和 31%, 均较 2020 年有所收窄。正邦科技和金新农逐步收缩产能进度, 2020 年至 2021 年上半年, 在建工程呈现负增长或略有增长。

从绝对值来看, 2021 年上半年, 新希望在建工程 159.62 亿元, 居行业第一; 其次是牧原股份、温氏股份, 分别为 142.63 亿元和 72.07 亿元。

图 3 在建工程同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 4 在建工程（亿元）

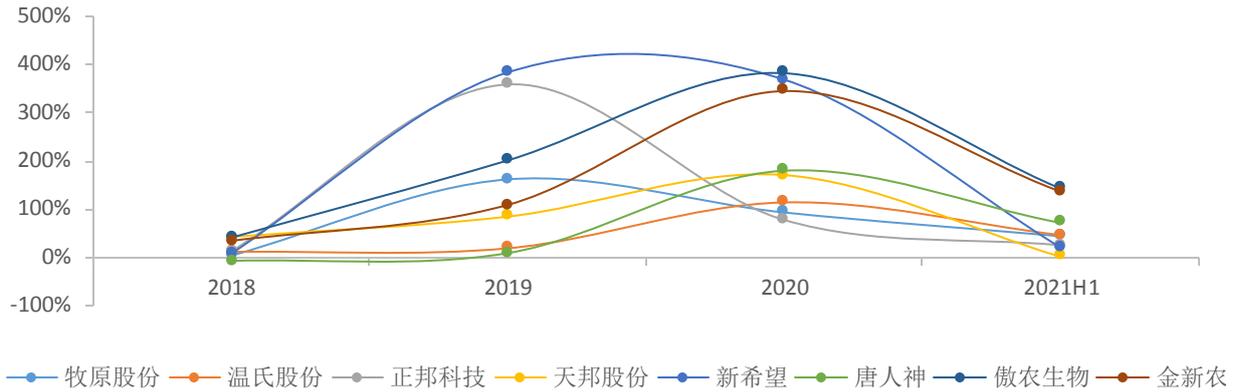


资料来源：Wind，东海证券研究所

2021 年上半年大型猪企生产性生物资产环比出现下滑。2019 年、2020 年，随着猪价高景气持续，母猪产能加速扩张，各养殖企业的生产性生物资产增幅较大，2021 年上半年，由于猪价低迷，生产性生物资产的增幅有所收窄，环比出现下滑。具体到各家企业，情况有所不同。傲农生物、金新农从 2019 年至 2021 年上半年均呈现高速增长，同比增幅均超过 100%。牧原股份、正邦科技在 2019 年高速增长后，增幅开始逐步收窄，2020 年和 2021 年上半年增幅均低于 100%。

主要上市猪企今年上半年开始出现产能去化，温氏股份、正邦科技、天邦股份、新希望生产性生物资产环比均出现下降。其余猪企环比增幅较小。在大型猪企母猪产能纷纷开始去化的背景下，本轮周期开始进入去产能的关键阶段。

图5 生产性生物资产同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

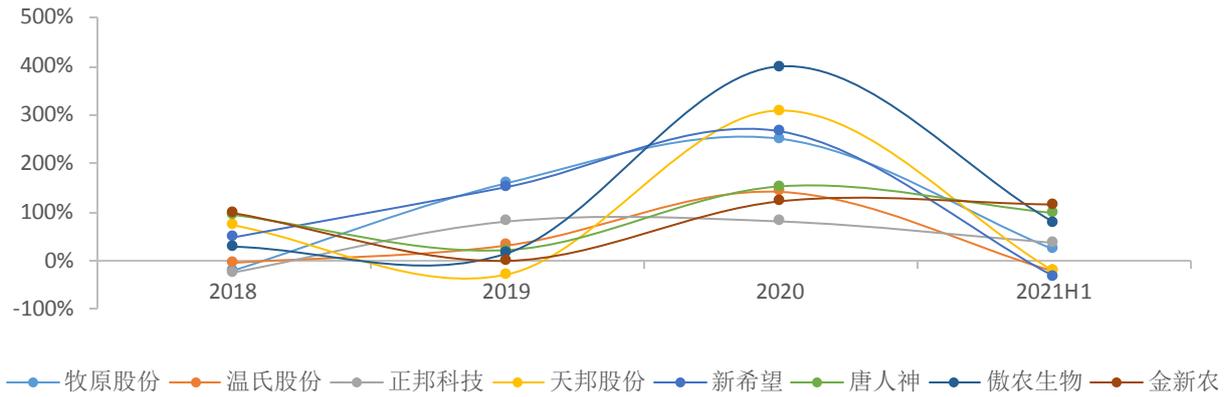
图6 生产性生物资产金额 (亿元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

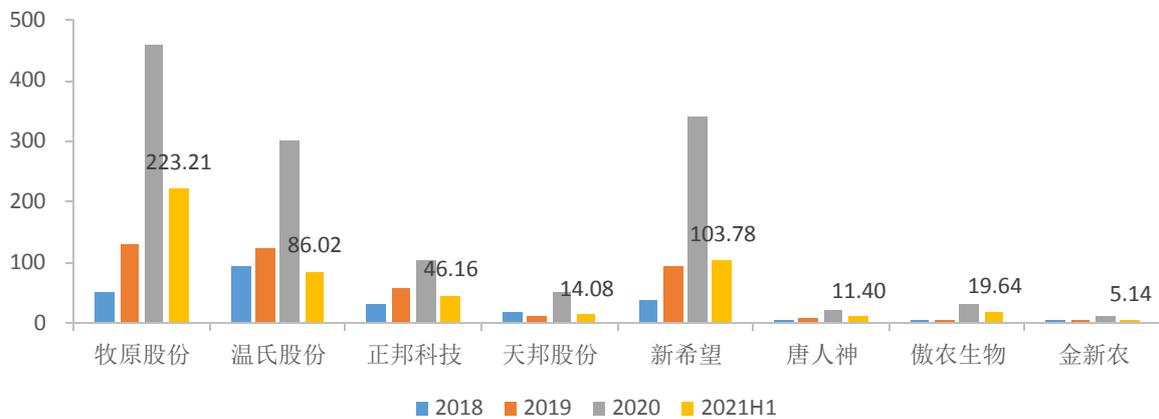
2021年上半年资本开支均有所放缓。2019年,牧原股份、新希望的资本开支率先开始高速增长,同比分别增长160%和152%,金额分别为131.21亿元和93.46亿元,居行业前列。2020年,所有生猪养殖企业均呈现高速增长,同比增幅接近或超过100%。2021年上半年,各企业资本开支增幅均有所放缓,其中天邦股份、新希望、温氏股份呈现负增长,同比分别下降20%、31%和21%。

图7 资本开支同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 资本开支金额(亿元)

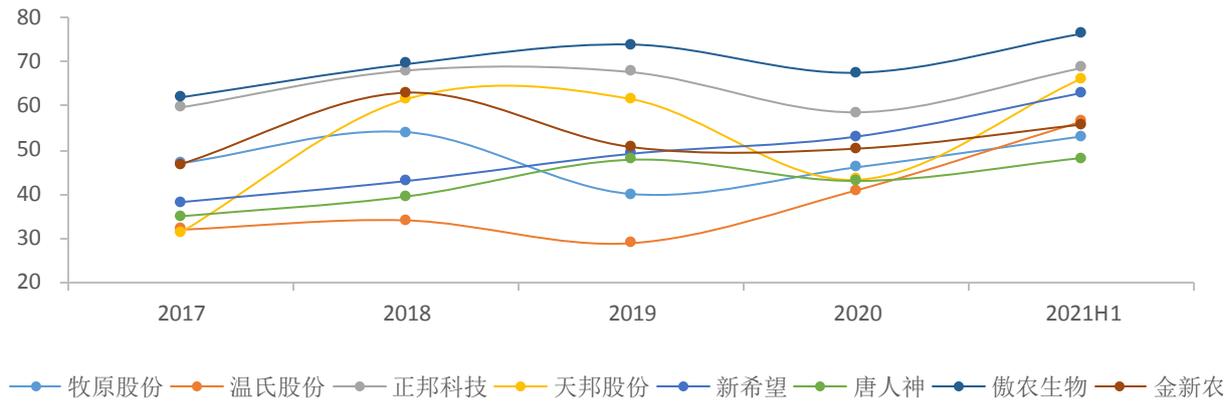


资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.2. 资本结构与营运能力

2021年上半年各猪企资产负债率均有所上升。由于非洲猪瘟导致高猪价持续周期较长, 各大猪企近两年加大扩张速度。而今年以来, 猪价持续调整, 各猪企面临资金压力, 加大了融资力度。其中, 傲农生物资产负债率最高, 2021年上半年达76%。其次是正邦科技、天邦股份和新希望, 2021年上半年资产负债率分别为69%、66%和63%。其余养殖企业资产负债率在60%以下。

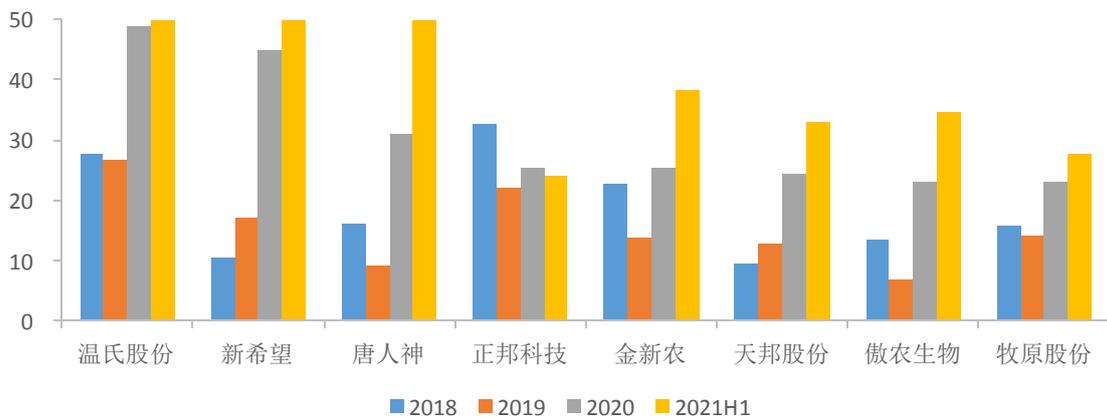
图9 资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

近两年各猪企非流动负债占比快速提升。2020年至2021年上半年,各猪企非流动负债占总负债比例普遍增长,对于长期资金的依赖程度增强。其中,2021年上半年温氏股份、新希望、唐人神非流动负债占总负债比例分别为61.02%、51.29%和54.58%,对长期资金依赖度较强。2021年上半年牧原股份非流动负债占比为27.62%,对短期资金的依赖度更强。

图10 非流动负债占总负债比例 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

非洲猪瘟疫情以后,随着养殖企业规模扩张,资金需求加大,大股东质押比例提升。截至2021年上半年,唐人神、正邦科技大股东质押比例最高,分别达到77.74%和75.16%。其次是傲农生物和天邦股份,分别达到49.58%和44.67%。

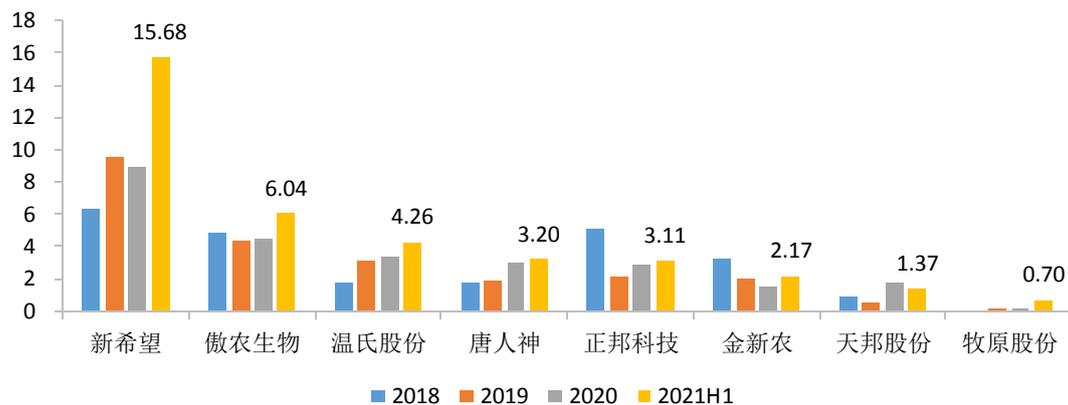
表 2 大股东累计质押数占持股数比例 (%)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021H1 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 唐人神 | 76.83 | 79.34 | 78.83 | 14.22 | 77.74 |
| 正邦科技 | 5.76 | 5.76 | 78.95 | 76.58 | 75.16 |
| 傲农生物 | 19.68 | 36.67 | 39.89 | 49.03 | 49.58 |
| 天邦股份 | 99.70 | 84.72 | 47.88 | 37.08 | 44.67 |
| 牧原股份 | 60.19 | 66.60 | 26.16 | 5.62 | 13.67 |
| 温氏股份 | 8.19 | 7.72 | 0.00 | 4.65 | 0.00 |
| 新希望 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 金新农 | 71.88 | 6.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

资料来源: Wind, 东海证券研究所

牧原股份应收账款周转率最大, 金额最小。从绝对值来看, 2021 年上半年, 新希望的应收账款及应收票据金额最大, 达 15.68 亿元, 同比增长 42.89%, 这与饲料行业账期相对较长有关。牧原股份应收账款及应收票据金额最小, 2021 年上半年为 6951 万元, 同比增长 13801%, 增幅最大。此外, 从应收账款周转率来看, 近三年牧原股份都保持着较高的应收账款周转率, 2021 年上半年为 934.50, 回款速度快, 资金压力相对较小。金新农应收账款周转率最小, 2021 年上半年为 14.41。

图 11 应收账款及应收票据 (亿元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

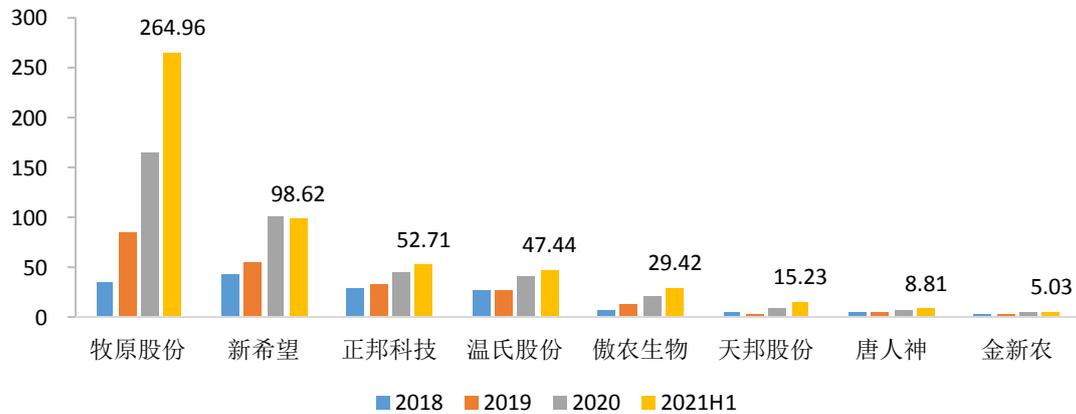
表 3 应收账款周转率 (次)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021H1 |
|------|--------|----------|----------|--------|
| 牧原股份 | - | 1,286.37 | 3,205.64 | 934.50 |
| 正邦科技 | 49.92 | 69.02 | 197.63 | 89.82 |
| 温氏股份 | 331.61 | 304.97 | 230.63 | 79.72 |
| 新希望 | 126.37 | 112.28 | 124.84 | 51.92 |
| 唐人神 | 86.01 | 84.23 | 89.89 | 39.67 |
| 天邦股份 | 88.17 | 112.70 | 97.08 | 36.43 |
| 傲农生物 | 13.98 | 12.73 | 26.29 | 15.62 |
| 金新农 | 9.60 | 9.29 | 23.45 | 14.41 |

资料来源: Wind, 东海证券研究所

牧原股份应付账款周转率最低，金额最大。从绝对值来看，牧原股份的应付账款及应付票据金额最大，为 264.96 亿元，同比增长 161.71%。其次是新希望，为 98.62 亿元，同比增长 27.16%。牧原股份应付账款周转率最低，2021 年上半年为 1.5，说明其对原材料供应商的议价能力较强，市场地位显著。其次是傲农生物，2021 年上半年应付账款周转率为 3。

图 12 应付账款及应付票据（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表 4 应付账款周转率（次）

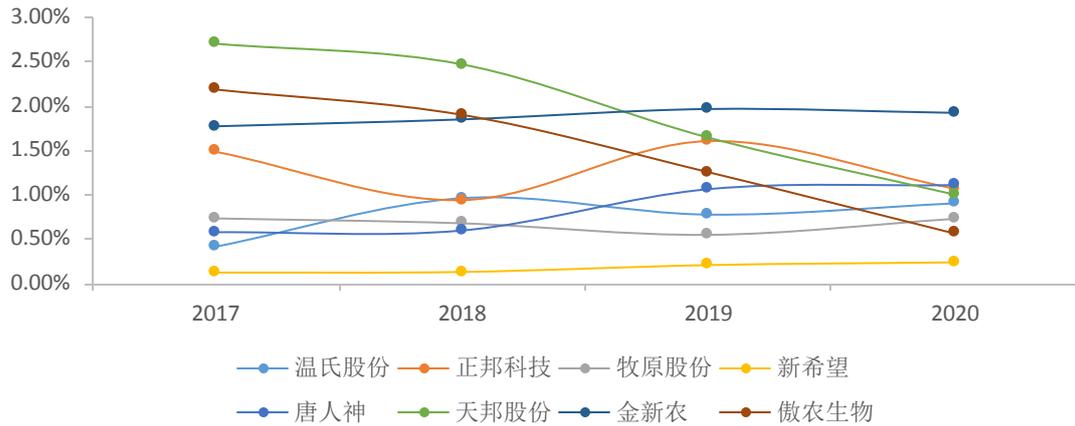
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021H1 |
|------|-------|-------|-------|--------|
| 牧原股份 | 5.70 | 3.32 | 2.24 | 1.50 |
| 正邦科技 | 12.43 | 12.43 | 14.99 | 6.13 |
| 温氏股份 | 18.18 | 19.36 | 17.72 | 6.90 |
| 新希望 | 18.26 | 16.59 | 14.90 | 7.08 |
| 唐人神 | 25.87 | 23.68 | 23.72 | 11.86 |
| 天邦股份 | 10.08 | 13.55 | 10.25 | 4.57 |
| 傲农生物 | 7.86 | 4.93 | 5.53 | 3.00 |
| 金新农 | 8.52 | 6.62 | 9.57 | 5.85 |

资料来源：Wind，东海证券研究所

2.3.研发与人员管理

温氏股份研发费用最高，牧原股份研发费用增速最快。2020 年金新农研发费用率最高，达 1.93%，其次是唐人神和正邦科技，分别为 1.11%和 1.07%。近年来规模养殖企业在研发方面的投入逐年增长，从绝对金额来看，温氏股份的研发费用最高，2020 年为 6.79 亿元，同比增长 19.06%；其次是正邦科技和牧原股份，分别为 5.28 亿元和 4.12 亿元，同比分别增长 33.8%和 269.34%。傲农生物出现负增长，2020 年研发费用 6536.05 万元，同比下降 10.28%。

图 13 研发费用率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 14 研发费用 (万元)

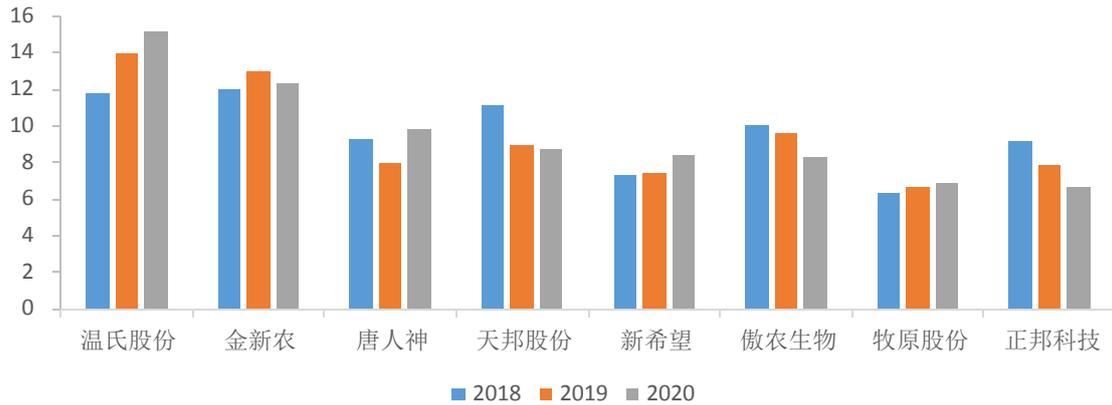


资料来源: Wind, 东海证券研究所

温氏股份员工人均薪酬最高。2020 年，温氏股份人均薪酬为 15.15 万元，居行业第一。其次是金新农和唐人神，分别为 12.31 万元和 9.89 万元。正邦科技人均薪酬较低，为 6.69 万元，同比下降 14.94%。

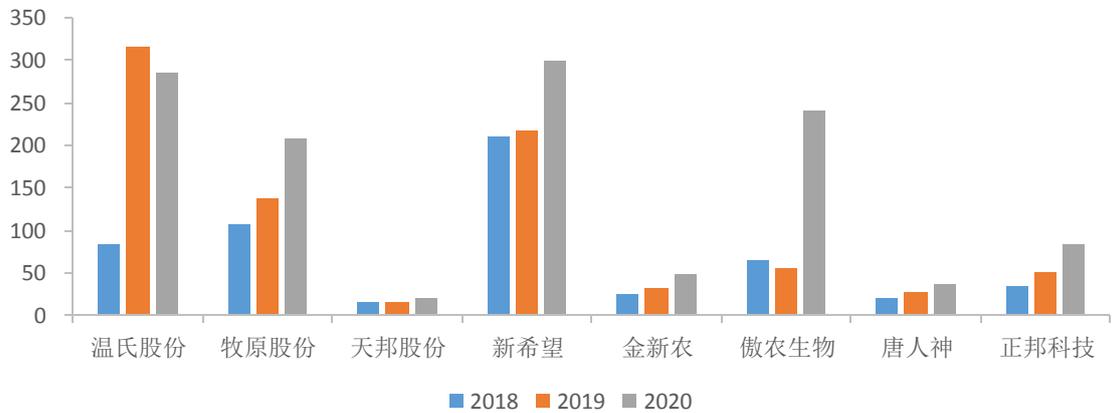
从管理层人均薪酬来看，2020 年温氏股份为 300.39 万元，处于较高水平。其次是牧原股份和天邦股份，分别为 285.51 万元和 241.79 万元。

图 15 人均薪酬（万元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 16 管理层人均薪酬（万元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

3. 投资建议

牧原股份产能扩张最为明显，运营稳定。公司 2021 年上半年资本开支 223.2 亿元，同比增长 24%。2021 年上半年公司固定资产、在建工程和生产性生物资产同比增幅分别为 172%、15.5%和 45%，仍保持较高增长，但增幅有所收窄。同时，近三年牧原股份都保持着较高的应收账款周转率，回款速度快，资金压力小，现金流量稳定；较低的应付账款周转率，对原材料供应商的议价能力较强，市场地位显著。

傲农生物快速扩张，但资产负债率较高。公司 2021 年上半年固定资产 48.94 亿元，同比增长 92%，增幅仅次于牧原股份。上半年资本开支 19.64 亿元，同比增长 80%。在建工程和生产性生物资产同比分别增长 31%和 144%。与此同时，公司资产负债率较高，2021 年上半年，公司资产负债率高达 76%，大股东质押比例达 50%。2021 年上半年，应收账款周转率 15.62，处于行业较低水平；应付账款周转率 3，处于行业较低水平，对原材料供应商的议价能力相对较强。

各养殖企业开始放慢扩张速度。2021 年上半年，由于猪价低迷，存栏母猪结构优化，各猪企生产性生物资产的增幅有所收窄，环比出现下滑，温氏股份、正邦科技、天邦股份、新希望生产性生物资产环比均出现下降。2021 年上半年，各养殖企业资本开支增幅均有所

放缓，其中天邦股份、新希望、温氏股份呈现负增长。2021年上半年各养殖企业资产负债率均有所上升，非流动负债占比快速提升，对于长期资金的依赖程度增强，大股东质押比例提升。

我们认为，在当前猪周期下行的背景下，行业产能逐步去化，本轮周期开始进入去产能的关键阶段，部分养殖企业或有资金压力。建议关注成长性突出，经营风险较低的企业。

分析师简介:

姚星辰, 香港城市大学金融硕士, 5年以上行业研究经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089