

生猪业务苦练内功，静待猪价上行周期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-02-21

收盘价（元） 16.38
近12个月最高/最低（元） 28.20/10.66
总股本（百万股） 4505.21
流通股本（百万股） 4325.42
流通股比例（%） 96.0
总市值（亿元） 738
流通市值（亿元） 709

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 全国饲料生猪养殖龙头企业。

公司是全国最大的饲料企业，是国内第一大父母代鸭苗、第二大商品代鸡苗、鸭苗供应商，在禽屠宰环节多年高居行业第一位，是全国第四大上市猪企，公司食品业务在国内具有一定影响力。2021年公司预亏86亿元-96亿元，主要是猪价大跌拖累生猪养殖业务所致。

● 公司饲料产量全国第一，饲料业务稳健增长。

公司禽料销量全国第一，猪料、水产料位列全国前三，反刍料也处于全国前列。2017-2019年，公司饲料产能分别为3286.46万吨/年、3573.99万吨/年和3600万吨/年，年复合增长率4.7%，公司持续推动饲料工厂布局和优化调整、淘汰落后产能、改造升级或新建大产能工厂。饲料业务的规模优势，决定公司具备原材料采购议价能力，公司还通过技术沉淀、创新组织和产品、全方位服务养殖户，不断增强客户粘性。

● 生猪业务苦练内功，静待猪价反转。

面对猪价快速下行、饲料原料价格上涨，及高速发展带来的内部管理能力稀释问题，公司将发展重心从规模增长转向提升生猪养殖效率、降低生猪养殖成本。公司计划维持现有种群规模，详细改善各生产环节，重视专业人才培养，目前自繁育肥成本已将至17.9元/公斤。随着PSY和MSY指标的不断修复，2022-2023年有望分别实现生猪出栏1300-1800万头、2000万头。

● 投资建议

预计2021-2023年公司实现归母净利润-91.86亿元、-54.97亿元、52.15亿元，对应EPS分别为-2.04元、-1.22元、1.16元。生猪价格有望于2023年开始上行，现给予公司生猪头均市值5000元，对应生猪业务750亿元市值，在考虑饲料业务市值300亿元、禽业务市值100亿元，目标市值1150亿元，合理估值25.52元，给予“买入（首次）”评级。

● 风险提示

生猪疫情超预期；猪价超预期下跌。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	109825	128579	150784	188960
收入同比（%）	33.9%	17.1%	17.3%	25.3%
归属母公司净利润	4944	-9186	-5497	5215
净利润同比（%）	-1.9%	-285.8%	40.2%	194.9%
毛利率（%）	10.6%	-0.3%	2.5%	7.5%
ROE（%）	12.4%	-30.0%	-21.8%	17.2%
每股收益（元）	1.17	-2.04	-1.22	1.16
P/E	19.15	—	—	14.15
P/B	2.53	2.41	2.93	2.43
EV/EBITDA	14.80	-20.66	-40.31	25.34

资料来源：wind，华安证券研究所

目录

1 全国饲料生猪养殖龙头企业	4
1.1 全国饲料生猪养殖龙头	4
1.2 新希望集团持股 54.58%，持股比例或进一步提升	4
2 公司饲料产量全国第一，饲料业务稳步增长	5
2.1 饲料行业步入成熟阶段，以全国大型集团为主导	5
2.2 公司饲料产量全国第一，饲料业务稳健增长	6
3 生猪业务苦练内功，静待猪价反转	9
3.1 周期回顾	9
3.2 2023 年猪价有望步入上行周期	10
3.2 生猪业务力降成本，全力实现稳健增长	12
4 盈利预测、估值及投资评级	13
4.1 盈利预测	13
4.2 投资建议	15
风险提示:	15

图表目录

图表 1 公司营业收入构成.....	4
图表 2 公司收入、归母净利及增速走势图.....	4
图表 3 公司股权结构示意图.....	5
图表 4 全国饲料产量走势图.....	6
图表 5 2020 年全国饲料产量分类图.....	6
图表 6 公司饲料产能对照图, 万吨.....	7
图表 7 公司饲料产量走势图, 万吨.....	7
图表 8 公司饲料销量走势图, 百万元、%.....	7
图表 9 2020 年公司各类饲料销量占比图.....	7
图表 10 公司饲料业务收入走势图, 百万元、%.....	7
图表 11 公司饲料业务毛利走势图, 百万元、%.....	7
图表 12 公司饲料业务吨价, 元/吨.....	8
图表 13 公司饲料业务吨毛利、毛利率.....	8
图表 14 猪粮比对应时间列表.....	9
图表 15 全国能繁母猪存栏量同比增速走势图.....	10
图表 16 全国能繁母猪存栏量环比增速走势图.....	10
图表 17 50 公斤二元母猪价格走势图, 元/头.....	10
图表 18 规模猪场 15 公斤仔猪价格走势图, 元/头.....	10
图表 19 自繁自养生猪养殖利润走势图, 元/头.....	11
图表 20 外购仔猪养殖利润走势图, 元/头.....	11
图表 21 猪肉产品进口量及同比增速.....	11
图表 22 2020-2021 年猪肉及猪杂碎月度进口量, 万吨.....	11
图表 23 90 公斤以内生猪出栏占比.....	11
图表 24 生猪出栏体重走势图.....	11
图表 25 公司生猪养殖业务产能走势图, 万头.....	12
图表 26 公司能繁母猪存栏走势图, 万头.....	12
图表 27 公司生猪出栏量走势图, 万头.....	12
图表 28 公司部分资产走势图, 亿元.....	12
图表 29 公司生猪养殖业务收入走势图, 百万元、%.....	13
图表 30 公司生猪养殖业务毛利走势图, 百万元、%.....	13
图表 31 公司收入成本预测表.....	13

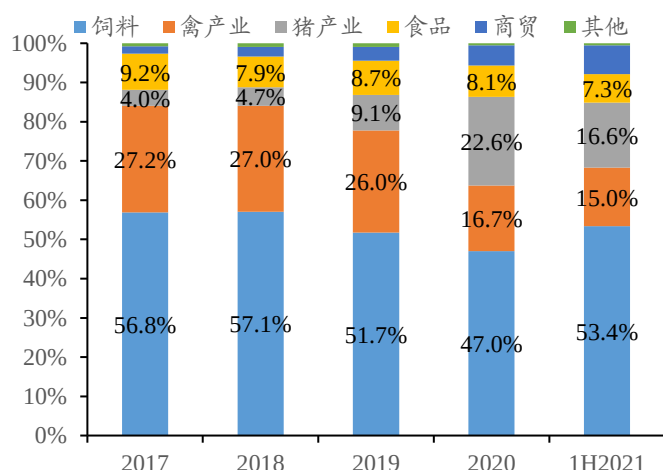
1 全国饲料生猪养殖龙头企业

1.1 全国饲料生猪养殖龙头

公司主要经营业务包括饲料、白羽肉禽、猪养殖、食品。公司饲料业务在国内饲料行业多年保持规模第一，其中，禽料销量全国第一，猪料、水产料位列全国前三，反刍料也处于全国前列。公司在种禽繁育环节是国内第一大父母代鸭苗、第二大商品代鸡苗、鸭苗供应商，在禽屠宰环节多年高居行业第一位。公司在生猪养殖业务上起步相对较晚，但 2021 年出栏量已接近 1000 万头，跃居全国第四大上市猪企。公司的食品业务在国内具有一定影响力，并在特定区域处于领先梯队，旗下的“千喜鹤”品牌猪肉是 2008 年北京奥运会指定供应商，“美好”品牌猪肉制品年销量在西南四省市排名第二，“六和”品牌禽肉制品销售范围覆盖全国，“嘉和一品”中央厨房业务也是北京市场规模最大的中央厨房之一。

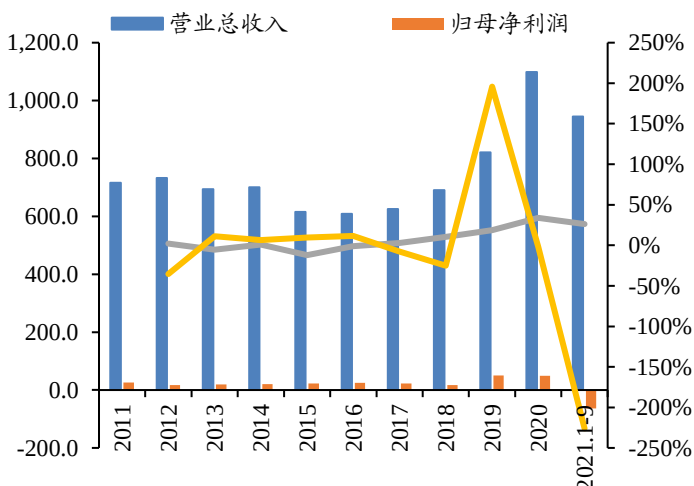
2011-2020 年，公司营业收入从 716.4 亿元增长至 1098.3 亿元，年复合增长率 4.9%，归母净利润从 26.4 亿元增长至 49.4 亿元，年复合增长率 7.2%。公司发布业绩预告，2021 年亏损 86 亿元-96 亿元，主要是猪价大跌拖累生猪养殖业务所致。

图表 1 公司营业收入构成



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司收入、归母净利润及增速走势图



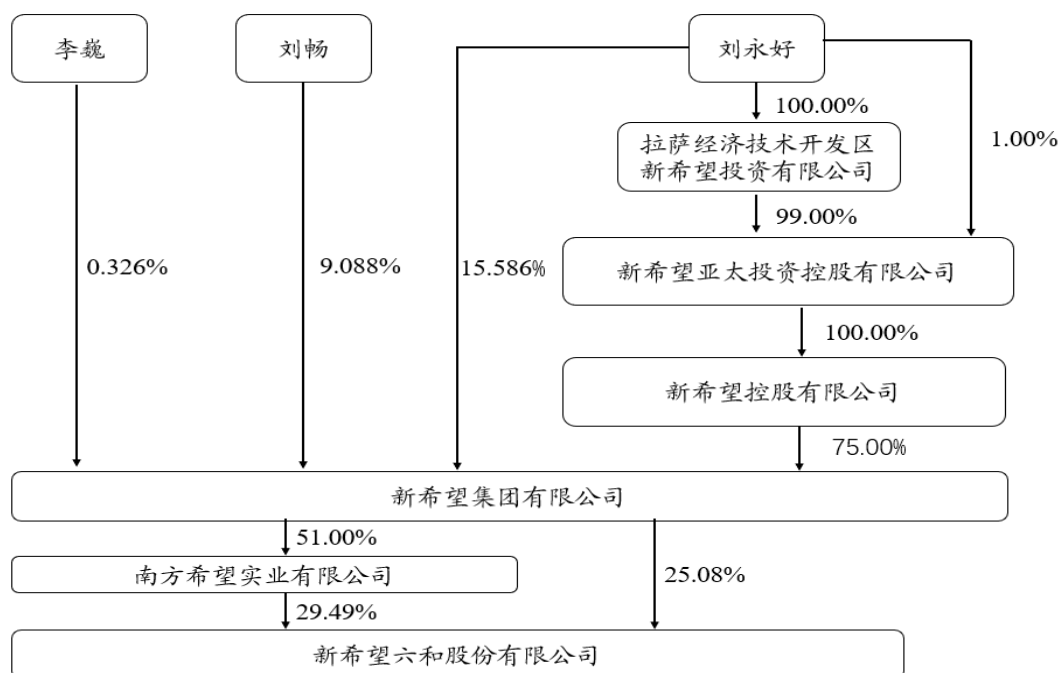
资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 新希望集团持股 54.58%，持股比例或进一步提升

新希望集团直接持有公司 25.08% 股权，通过南方希望间接持有公司 29.5% 股权，共持有公司 54.58% 的股权，是公司控股股东，新希望集团董事长刘永好先生为公司实际控制人。

2022 年 1 月，公司发布非公开发行股票预案，拟以 12.24 元/股的发行价格向公司第一大股南方希望发行不超过 36,764.7058 万股，拟募集资金总额不超过 45 亿元，扣除发行费用后将全部用于偿还银行债务，本次非公开发行股票不会导致公司控股权变化。

图表 3 公司股权结构示意图



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 公司饲料产量全国第一，饲料业务稳步增长

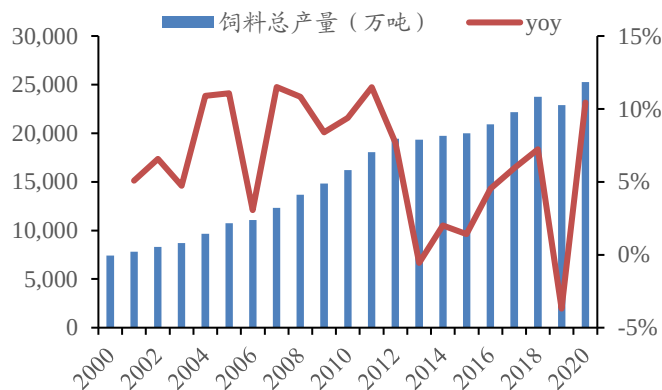
2.1 饲料行业步入成熟阶段，以全国大型集团为主导

我国饲料工业发展起步于 20 世纪 70 年代末，在 40 多年发展历程中，大致经历了四个阶段：1970 年末-1982 年初创期，1983-2000 年快速发展期，2001-2010 年快速扩张期，2011 年至今的稳定增长及整合扩张期。2011 年我国饲料产量已超过美国，成为全球第一大饲料生产国。

2000-2020 年，全国饲料产量从 7429 万吨上升至 2.53 亿吨，年复合增长率 6.3%。自 2011 年以来，国内饲料行业步入成熟阶段，年复合增长率 3.8%。2019 年受非瘟疫情影响，生猪养殖行业损失惨重，全国饲料销量同比下降 3.7%，其中，猪料销量同比下降 26.6%。2020 年和 2021 年我国饲料产量重新步入上升态势，2020 年全国饲料产量同比增长 10.4%，其中，猪料产量同比增长 16.4%，2021 年 1-11 月全国饲料产量同比增长 13.8%，其中，猪料产量同比增长 44.9%，

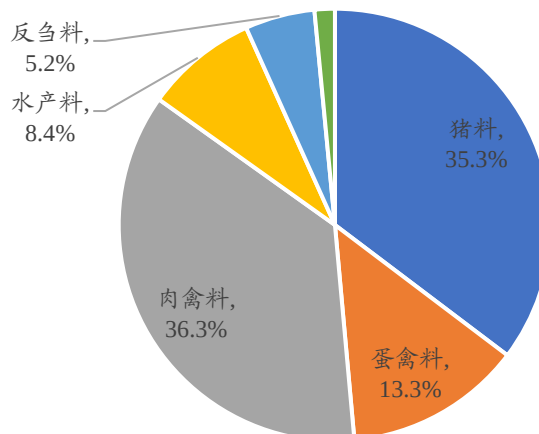
分品类看，2020 年我国猪料产量 8923 万吨，占全国饲料总产量 35.3%；我国蛋禽料、肉禽料产量为 3352 万吨和 9176 万吨，分别占全国饲料总产量 13.3%和 36.3%；我国水产料产量 2124 万吨，占全国饲料总产量 8.4%，我国反刍动物饲料产量 1319 万吨，占全国饲料总产量 5.2%。

图表 4 全国饲料产量走势图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

图表 5 2020 年全国饲料产量分类图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

目前，饲料行业已形成了以少数全国性大型企业集团为主导，部分中型企业占据区域性市场，大批小企业为补充的市场格局。全国性大型农牧产业集团，无论是品牌效应、产品品质、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位，如新希望、海大集团、大北农等；区域性的中等饲料企业，拥有核心竞争力和核心技术，在一个或多个局部地区拥有非常高市场认可度和品牌效应，属于快速成长期或即将进入成熟期的企业，傲农生物、金新农等；中小型饲料企业没有技术特色或核心优势，客户群体也相对不稳定，处于较弱势的市场地位。2020 年全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 749 家，较 2011 年增加 389 家，饲料产量 13352 万吨，占全国饲料总产量 52.8%，占比较 2011 年提升 18.8 个百分点；年产百万吨以上规模饲料企业集团 33 家，较 2011 年增加 15 家，占全国饲料总产量 54.6%，占比较 2011 年提升 16.6 个百分点，其中有 3 家企业集团年产量超过 1000 万吨。

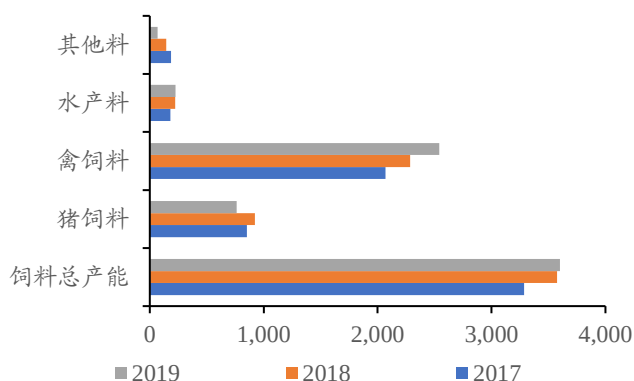
2.2 公司饲料产量全国第一，饲料业务稳健增长

饲料是公司核心产业，主要包括猪料、禽料、水产料等。公司饲料业务在国内饲料行业多年保持规模第一，2020 年公司饲料产量占全国饲料总产量的 9.46%。细分看，公司禽料销量全国第一，猪料、水产料位列全国前三，反刍料也处于全国前列。

2017-2019 年，公司饲料产能分别为 3286.46 万吨/年、3573.99 万吨/年和 3600 万吨/年，年复合增长率 4.7%，公司持续推动饲料工厂布局和产能优化调整、淘汰落后产能、改造升级或新建大产能工厂。分品类看，2019 年末 3600 万吨产能中，猪饲料 764 万吨、禽饲料 2541 万吨、水产料 226 万吨、其他料 69 万吨。

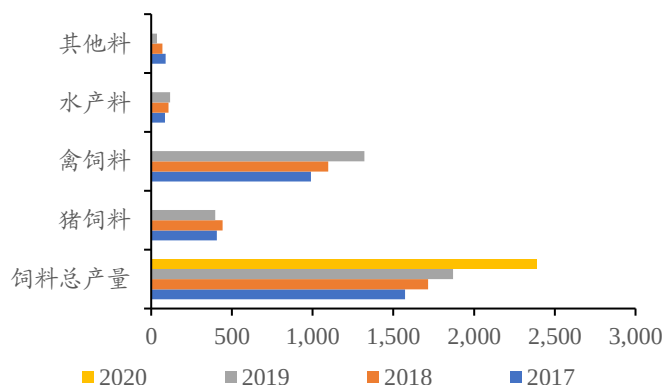
2017-2020 年，公司饲料产量从 1572.9 万吨增长至 2390.11 万吨，年复合增长 15.0%；饲料销量从 1572 万吨增长至 2390.11 万吨，年复合增长率 15.0%；饲料业务收入从 355.7 亿元增长至 516.5 亿元，年复合增长率 13.2%；饲料业务毛利从 26.41 亿元增长至 37.27 亿元，年复合增长率 12.2%。1H2021，公司饲料销量 1353 万吨，同比增长 28.6%；饲料业务收入 328.3 亿元，同比增长 45.3%；饲料业务毛利 22.7 亿元，同比增长 27.7%。

图表 6 公司饲料产能对照图, 万吨



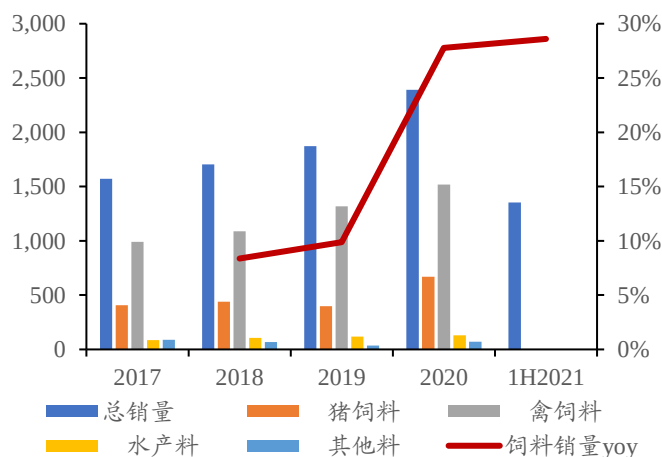
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 7 公司饲料产量走势图, 万吨



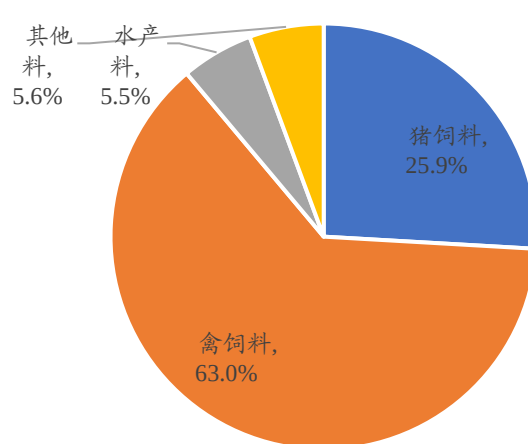
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 8 公司饲料销量走势图, 百万元、%



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 9 2020 年公司各类饲料销量占比图



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司饲料业务收入走势图, 百万元、%



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司饲料业务毛利走势图, 百万元、%



资料来源: wind, 华安证券研究所

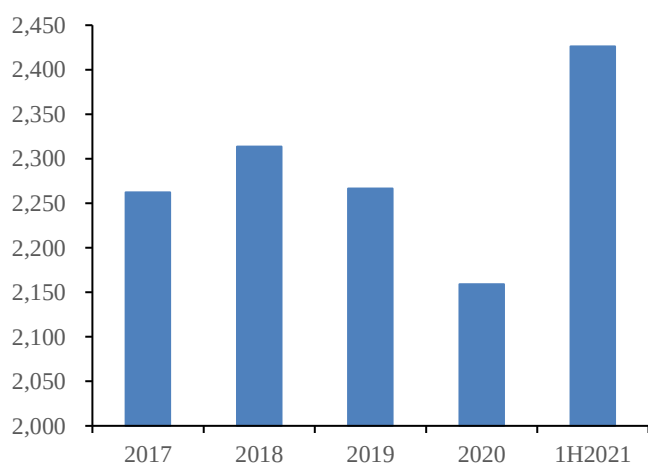
饲料业务的规模优势，决定公司具备原材料采购议价能力，此外，公司还通过技术沉淀、创新组织和产品、全方位服务养殖户，不断增强客户粘性。

持续提升原料采购议价能力，采购模式不断升级。公司饲料销量位居全国第一，世界第二，饲料生产销售已覆盖全国 25 个省、市、自治区，公司能够对接处于同等量级的国内外粮商巨头与大型渠道，利用规模优势带来较强议价能力。公司自 2014 年开始进一步梳理优化原料采购体系，在不同层级以不同形式加强集中采购，通过新的管理平台，积极开展供应商体系梳理，与中粮、中储粮、吉林酒业、象屿、嘉吉、邦基、益海、大成等多家原料供应商建立战略合作关系。玉米采购方面，随着公司拥有进口玉米资质的工厂不断增加，择时选择低价进口原料带来的降本效果日益明显；在豆粕采购方面，公司把采购流量向头部集中，充分发挥集采优势，通过蛋白价差、跨区套利、物流散装、精准用料等措施降低成本。2021 年上半年，公司总部集采率 72%，较 2020 年全年提升 20 个百分点，关键品种集采率 95%，原料周转率也稳步提升。此外，公司还将以构建数字化供应链生态系统为目标，打造以数字化为指引，全程端到端打通的采购运营系统，不断提升采购核心竞争力。

技术沉淀叠加组织创新，全方位服务养殖户。通过多年积累，公司已建立全行业最大的饲料营养与原料数据库，并与国内外多家原料供应商紧密合作，及时掌握全国范围内的饲料原料品质信息，使公司可及时制定最优的营养和成本组合，降低原料价格波动带来的负面影响。公司拥有领先的近红外检测技术，创立 46 余万个样品光谱的近红外数据库，建立 43 类饲料原料、85 种全价饲料、26 类维生素预混合饲料和 3 种动物油脂近红外分析模型。

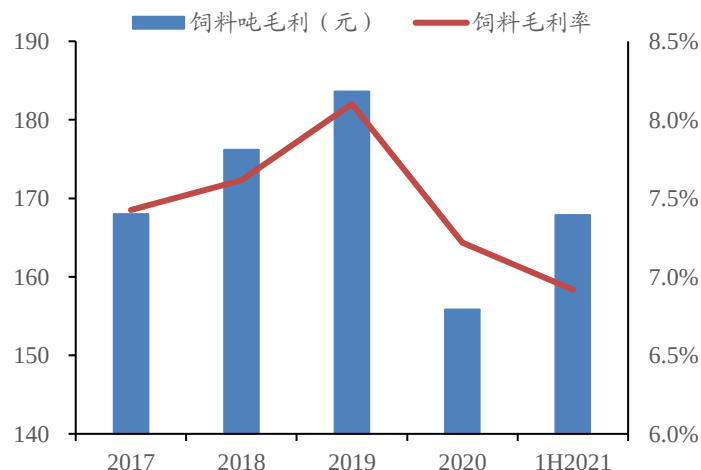
公司依托自身雄厚实力，针对中小养殖户推出“猪旺”项目，通过多种合作形式，向中小养殖户提供技术、金融服务等全方位配套服务，帮助其恢复生猪养殖。由“猪旺”项目延伸开来的“诸事旺”项目也在其他料种如水产料、反刍料等试点并且得到理想结果，例如鱼旺、牛旺、羊旺等。通过此类项目开展，公司对养殖户的服务支持极大提升了养殖户的服务体验，更深层次的绑定了养殖户与公司之间的合作关系。

图表 12 公司饲料业务吨价，元/吨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 公司饲料业务吨毛利、毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

3 生猪业务苦练内功，静待猪价反转

3.1 周期回顾

由于生猪养殖盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，低于 6、低于 5.5、低于 5 以供参考，其中，猪粮比 5.5-6.0 代表盈亏平衡，猪粮比低于 5.5 代表亏损。在过去三轮下行周期，每轮周期的亏损时长、亏损幅度迥异。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 月爆发非瘟疫情，猪粮比低于 5.5 仅 7 周。与上述两轮下行周期截然不同的是，2011 年 9 月至 2014 年 4 月猪价下行期，未曾出现严重疫情，猪粮比低于 5.5 长达 39 周，猪粮比介于 5.5-6.0 盈亏平衡附近长达 64 周。本轮下行周期从 2021 年 1 月至今，猪粮比低于 5.5 仅 10 周，若后期未发生严重疫情，本轮下行周期亏损时间仍不足。

图表 14 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		
		低于 6	低于 5.5	低于 5	低于 6	低于 5.5	低于 5
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
	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- 2021/1/	2021/1/	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1 周	1 周	1 周

至今	7 至今	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		3 周	1 周	
			2022/2/9			1 周	
		合计			13 周	6 周	4 周

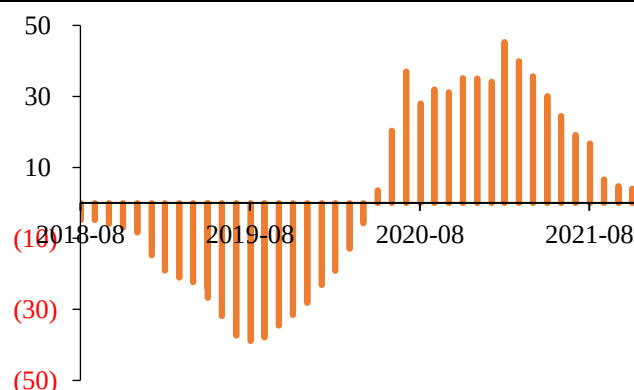
资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至 2022 年 2 月 9 日）

3.2 2023 年猪价有望步入上行周期

我国生猪养殖行业的产能拐点已于 2021 年 6 月出现。根据农业部数据，2021 年 6 月全国能繁母猪存栏量环比持平，7-11 月能繁母猪存栏量环比分别下降 0.5%、0.9%、1.8%、2.5%、1.2%。2021 年 10 月以来，由于生猪价格大幅反弹，养殖户补栏积极性企稳回升，12 月全国能繁母猪存栏量环比上升 0.8%，去产能出现波折。然而，2022 年 1 月，全国能繁母猪存栏量再次步入下行通道，环比下降 0.9%。

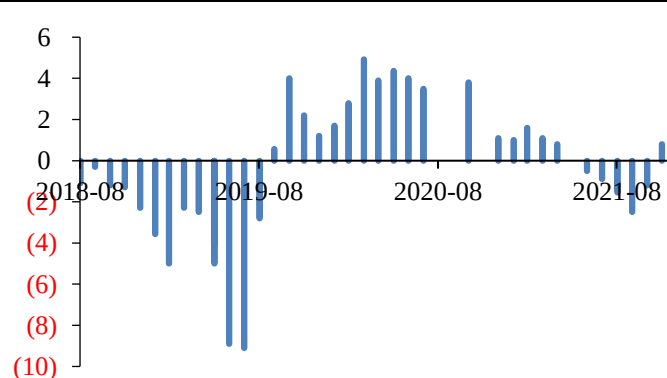
我们判断，若无严重疫情，2022 年行业将经历磨底阶段，猪价有望于 2023 年步入上行周期。i) 2021 年初以来，低效母猪出清，种猪效率持续改善，2022 年生猪养殖行业 PSY、MSY 有望逐季改善；ii) 2020-2021 年连续两年巨量猪肉进口需消化；iii) 主流上市猪企 2022 年出栏增长计划逾 30%，万头猪场及普通养殖户成本集中在 13 元/公斤，猪价高于 13 元/公斤难以形成有效淘汰，产能出清仍需要时间。

图表 15 全国能繁母猪存栏量同比增速走势图



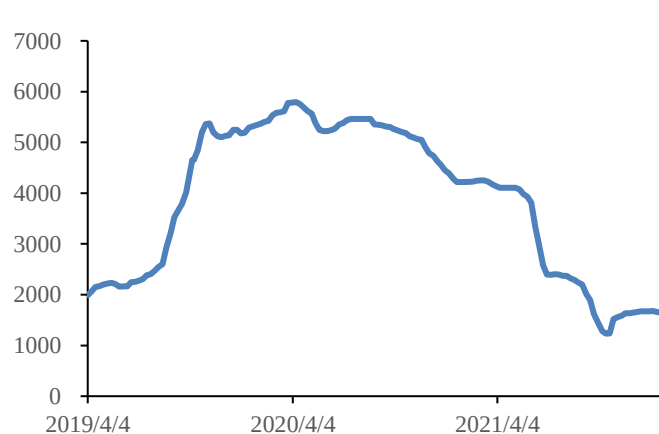
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 16 全国能繁母猪存栏量环比增速走势图



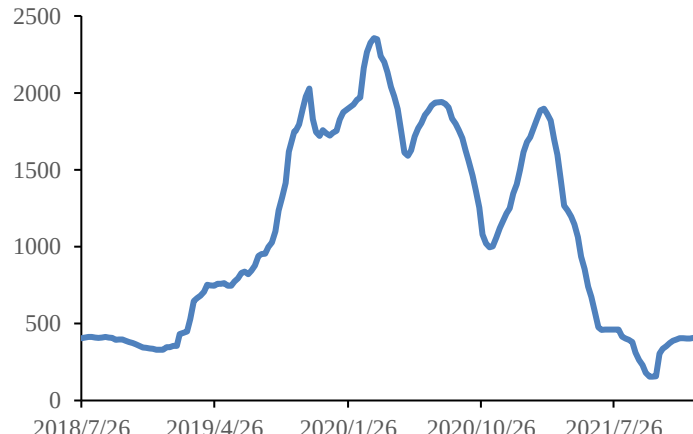
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 17 50 公斤二元母猪价格走势图，元/头



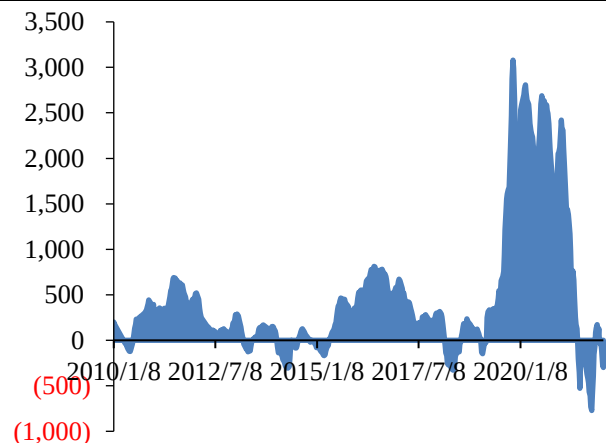
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 18 规模猪场 15 公斤仔猪价格走势图，元/头



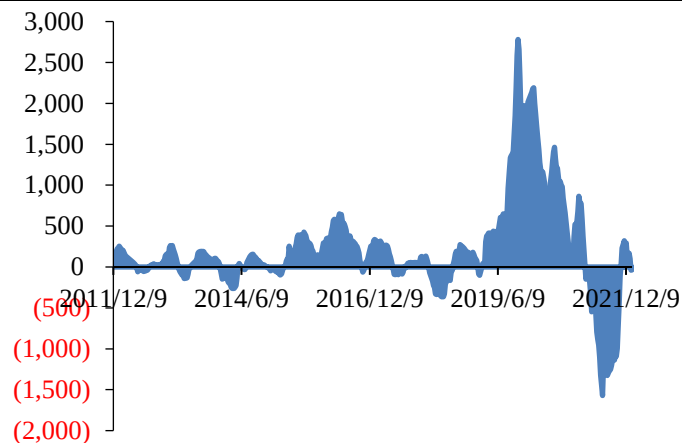
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 19 自繁自养生猪养殖利润走势图, 元/头



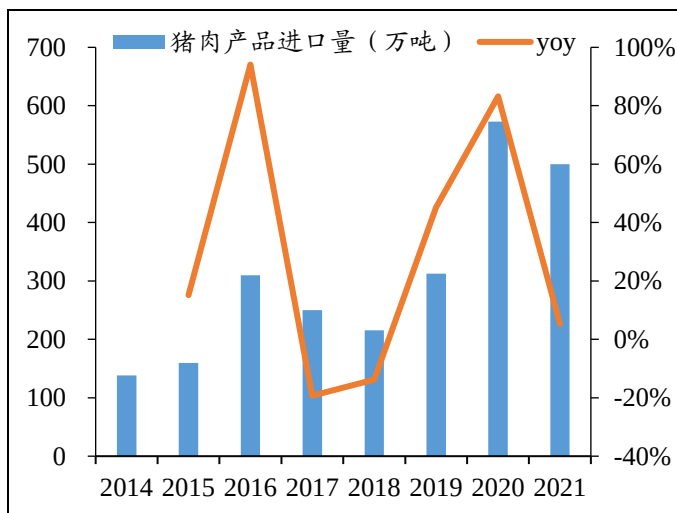
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 外购仔猪养殖利润走势图, 元/头



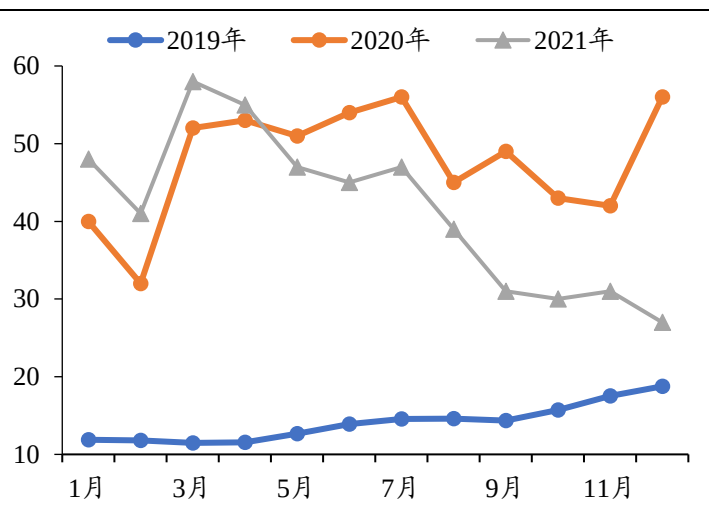
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 猪肉产品进口量及同比增速



资料来源: wind, 中国猪业发展报告, 华安证券研究所

图表 22 2020-2021 年猪肉及猪杂碎月度进口量, 万吨



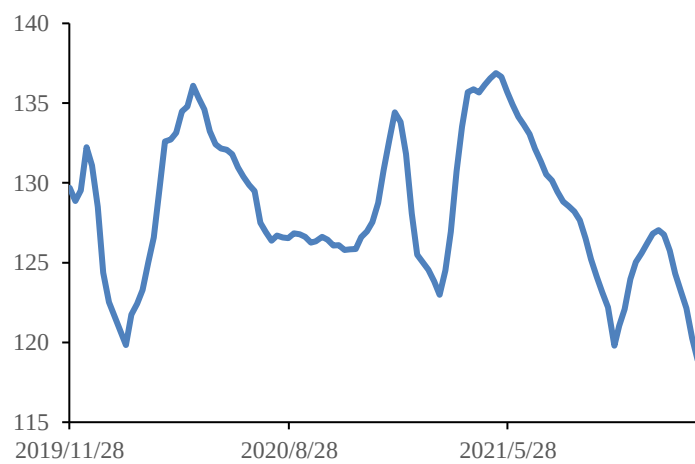
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 90 公斤以内生猪出栏占比



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 24 生猪出栏体重走势图



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

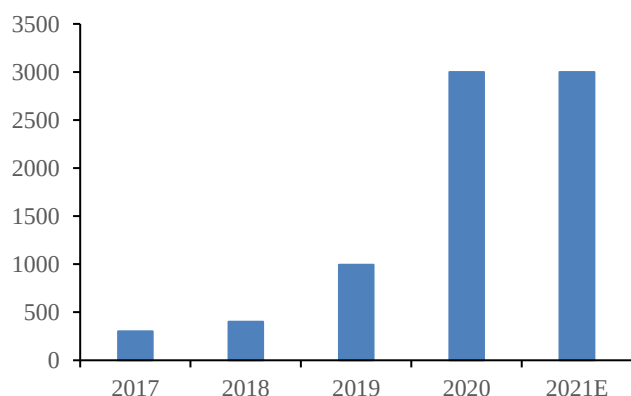
3.2 生猪业务力降成本，全力实现稳健增长

2013 年公司开始在山东夏津投资建 100 万头生猪生产项目，采用高度自动化、集约化生产方式，致力在国内养猪行业树立标杆。2016 年 2 月，公司董事会审议通过《养猪业务战略规划》，大力发展养猪业务。为抓住非瘟爆发后的机遇期，公司大幅增加养猪投入，2018 年至 2021 年 9 月，公司固定资产账面价值从 88 亿元大增至 319 亿元，在建工程账面价值从 26 亿元大增至 195 亿元，公司年出栏生猪产能达到 3000 万头。2021 年公司生猪出栏量达到 997.81 万头，生猪养殖业务已成为对公司盈利影响最大的核心业务。

公司商品猪养殖主要采用三种模式：

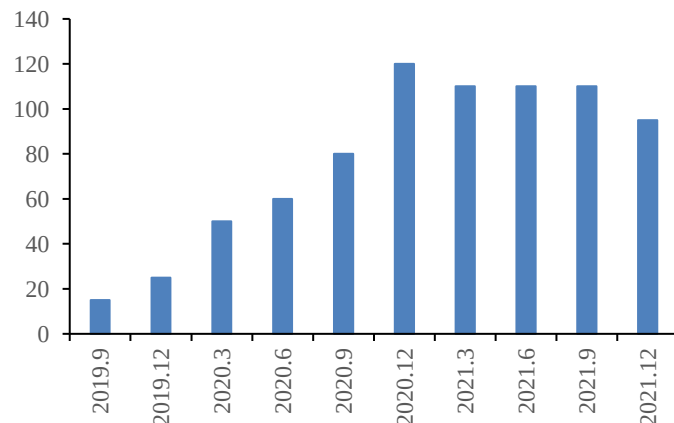
- 1、新好模式。由养猪业务单元推动，公司生猪养殖的核心模式，在此模式下，猪场大部分通过自建方式取得，少部分通过外部租赁方式取得，仔猪由公司内部供应，并在肥育过程中采用自养与“公司+农户”合作代养相结合的养殖方式；
- 2、新六模式。由饲料业务单元推动，目前主要分布在四川、山东和河北区域，特点是仔猪外采，以“公司+农户”合作代养为主，其中外采仔猪来自新好模式的父母代猪场或外部供应商；
- 3、新望模式，在辽宁地区发展，规模很小。

图表 25 公司生猪养殖业务产能走势图，万头



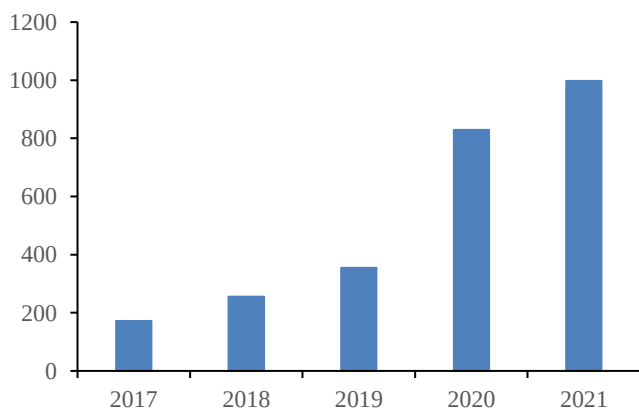
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 26 公司能繁母猪存栏走势图，万头



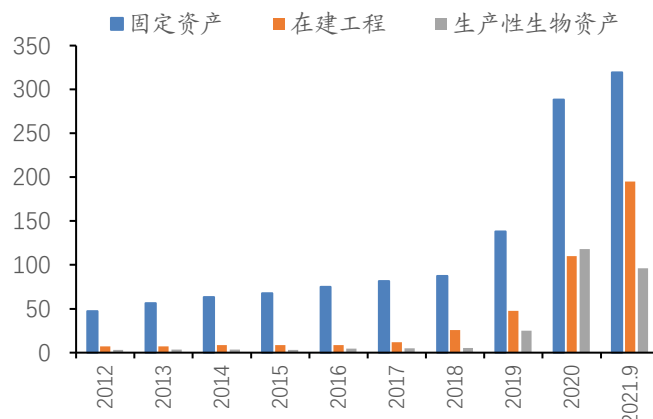
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 公司生猪出栏量走势图，万头



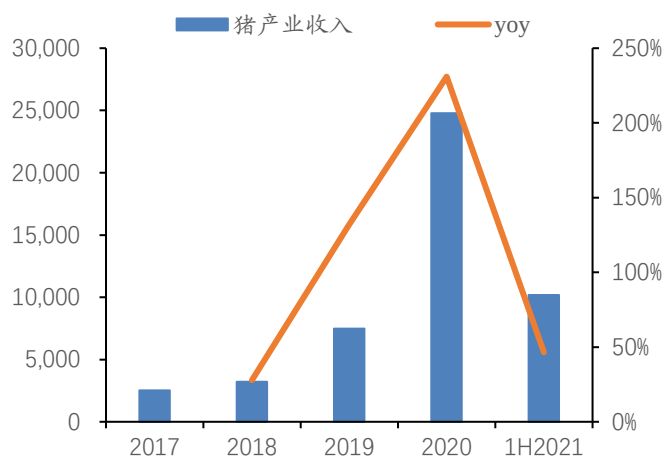
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 公司部分资产走势图，亿元



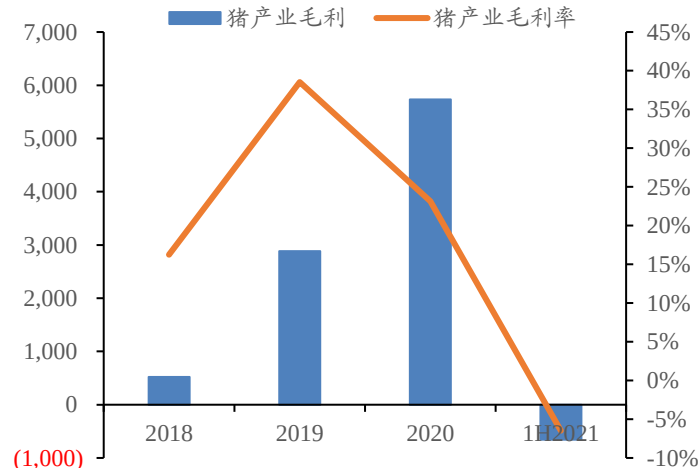
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 公司生猪养殖业务收入走势图，百万元、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 公司生猪养殖业务毛利走势图，百万元、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2017-2021 年，公司生猪出栏量从 171.4 万头快速增长至 997.81 万头。然而，2021 年初以来猪价快速下行、饲料原料价格上涨，公司同时面临高速发展带来的内部管理能力稀释问题。在此背景下，公司将发展重心从规模增长转向提升生猪养殖效率、降低生猪养殖成本。

公司现有能繁母猪存栏 90-100 万头，后备母猪存栏 40-50 万头，今年计划维持现有种猪规模。2021 年 3 月末，公司已全面停止外采，现有种群存栏外购占比已降至 60% 左右，三元占比降至个位数。公司详细拆分各生产环节，改善配种成功率、分娩率、断奶前死亡率、育肥端成活率等各项指标，以提升生产效率，自繁育肥成本已降至 17.9 元/公斤；公司重视专业人才培养，设置上岗技能认证、具体工段认证，不同科目设置初级认证、中级认证、高级认证，并对重启项目设置前提条件。随着 PSY 和 MSY 指标的不断修复，2022-2023 年公司有望实现 1300-1800 万头、2000 万头出栏目标。

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

我们假设：

- 1、2021-2023 年公司生猪出栏量分别为 998 万头、1500 万头、2000 万头，同比增速分别为 20.3%、50.3%、33.3%；
- 2、2021-2023 年公司出栏生猪头均价格分别为 1841 元、1500 元、1800 元；
- 3、2021-2023 年饲料销量分别为 2870 万头、3301 万头、3796 万头，同比增速分别为 20%、15%、15%。

图表 31 公司收入成本预测表

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	62,567	69,063	82,051	109,825	128,579	150,784	188,960
yoy			18.8%	33.9%	17.1%	17.3%	25.3%

营业成本 (百万元)		63,033	72,150	98,175	129,009	147,087	174,796
毛利率	8.2%	8.7%	12.1%	10.6%	-0.3%	2.5%	7.5%
营业利润 (百万元)		6,030	9,900	11,650	(430)	3,697	14,164
yoy			64.2%	17.7%	-103.7%	-959.4%	283.2%
一、饲料	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	35,568	39,419	42,431	51,646	70,342	80,893	93,027
yoy		10.8%	7.6%	21.7%	36.2%	15.0%	15.0%
成本 (百万元)	32,927	36,417	38,994	47,919	65,553	75,386	86,693
毛利率	7.4%	7.6%	8.1%	7.2%	6.8%	6.8%	6.8%
毛利 (百万元)	2,641	3,002	3,437	3,727	4,789	5,507	6,333
yoy		13.7%	14.5%	8.4%	28.5%	15.0%	15.0%
销量 (万吨)	1,572	1,704	1,872	2,392	2,870	3,301	3,796
单吨价格 (元)	2,262	2,314	2,267	2,159	2,451	2,451	2,451
单吨成本 (元)	2,094	2,137	2,083	2,003	2,284	2,284	2,284
单吨毛利 (元)	168	176	184	156	167	167	167
二、猪产业	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	2,522	3,225	7,487	24,777	18,371	22,500	36,000
yoy			132.2%	230.9%	-0.3	0.2	0.6
成本 (百万元)		2,701	4,602	19,046	23,947	27,000	32,000
毛利率		16.2%	38.5%	23.1%	-30.4%	-20.0%	11.1%
毛利 (百万元)		523	2,885	5,731	(5,576)	(4,500)	4,000
yoy			451.1%	98.7%	-197.3%	-19.3%	-188.9%
出栏量 (万头)		255.4	355.0	829.3	998	1,500	2,000
头均价格 (元)		1,263	2,109	2,988	1,841	1,500	1,800
头均成本 (元)		1,058	1,296	2,297	2,400	1,800	1,600
头均毛利 (元)		205	813	691	(559)	(300)	200
三、禽产业	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	17,036	18,647	21,359	18,379	18,379	18,379	20,217
yoy			14.5%	-13.9%	0.0%	0.0%	10.0%
成本 (百万元)		17,055	19,083	17,472	18,600	17,460	18,600
毛利率		8.5%	10.7%	4.9%	-1.2%	5.0%	8.0%
毛利 (百万元)		1,592	2,275	907	(221)	919	1,617
yoy		42.9%	-60.1%	-124.3%	-516.7%	76.0%	42.9%
四、商贸	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	1,160	1,703	2,853	5,579	11,158	16,738	25,106
yoy			67.5%	95.5%	100.0%	50.0%	50.0%
成本 (百万元)		1,567	2,692	5,439	10,879	16,319	24,479
毛利率		8.0%	5.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
毛利 (百万元)		136	161	140	279	418	628

yoy			18.8%	-13.3%	99.3%	50.0%	50.0%
五、食品	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	5,780	5,435	7,149	8,845	9,729	11,675	14,010
yoy			31.5%	23.7%	10.0%	20.0%	20.0%
成本 (百万元)		4,733	6,185	7,885	9,615	10,507	12,609
毛利率		12.9%	13.5%	10.9%	1.2%	10.0%	10.0%
毛利 (百万元)		702	963	960	114	1,167	1,401
yoy			37.2%	-0.4%	-88.1%	923.3%	20.0%
六、其他	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	501	634	772	599	599	599	599
yoy			21.8%	-22.4%			
成本 (百万元)		560	594	415	415	415	415
毛利率		11.7%	23.1%	30.8%			
毛利 (百万元)		74	178	185	185	185	185
yoy			140.7%	3.5%			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 投资建议

2021 年初以来猪价快速下行、饲料原料价格上涨，公司同时面临高速发展带来的内部管理能力稀释问题。在此背景下，公司将发展重心从规模增长转向提升生猪养殖效率、降低生猪养殖成本。随着低效母猪淘汰、各养殖生产环节的改进，以及人员持续培养，公司自繁育肥成本已降至 17.9 元/公斤；公司现有能繁母猪存栏 90-100 万头，后备母猪存栏 40-50 万头，2022-2023 年有望分别实现生猪出栏 1300-1800 万头、2000 万头。我们预计 2023 年猪价将步入新一轮上行周期，公司有望充分受益猪价上涨。

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 1285.8 亿元、1507.8 亿元、1889.6 亿元，同比分别增长 17.1%、17.3%、25.3%，对应归母净利润-91.86 亿元、-54.97 亿元、52.15 亿元，对应 EPS 分别为-2.04 元、-1.22 元、1.16 元。我们预计生猪价格有望于 2023 年开始上行，现给予公司生猪头均市值 5000 元，对应生猪业务 750 亿元市值，在考虑饲料业务市值 300 亿元、禽业务市值 100 亿元，目标市值 1150 亿元，合理估值 25.52 元，给予“买入（首次）”评级。

风险提示：

生猪疫情超预期；猪价超预期下跌。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	29054	26917	25107	31025	营业收入	109825	128579	150784	188960
现金	8799	455	-5098	-4968	营业成本	98175	129009	147087	174796
应收账款	865	1057	1239	1553	营业税金及附加	175	219	256	321
其他应收款	464	544	638	799	销售费用	1453	1962	2257	2595
预付账款	3147	4135	4714	5603	管理费用	3431	4357	5446	6808
存货	15650	20565	23447	27864	财务费用	900	2006	2420	2578
其他流动资产	128	162	167	175	资产减值损失	-40	0	0	0
非流动资产	80390	91891	96893	101894	公允价值变动收益	35	0	0	0
长期投资	22702	23902	24902	25902	投资净收益	1525	2572	3016	3779
固定资产	28861	31612	33364	35115	营业利润	6730	-6505	-3787	5490
无形资产	1553	1803	2053	2303	营业外收入	139	0	0	0
其他非流动资产	27274	34574	36574	38574	营业外支出	704	2000	2000	2000
资产总计	109443	118808	121999	132919	利润总额	6164	-8505	-5787	5490
流动负债	31918	38468	42157	47862	所得税	316	680	-289	274
短期借款	10399	10399	10399	10399	净利润	5848	-9186	-5497	5215
应付账款	8215	10796	12309	14627	少数股东损益	903	0	0	0
其他流动负债	13304	17273	19450	22836	归属母公司净利润	4944	-9186	-5497	5215
非流动负债	26154	38154	43154	43154	EBITDA	8805	-5978	-3325	5285
长期借款	22902	34902	39902	39902	EPS (元)	1.17	-2.04	-1.22	1.16
其他非流动负债	3252	3252	3252	3252	主要财务比率				
负债合计	58073	76622	85311	91016	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	11525	11525	11525	11525	成长能力				
股本	4506	4506	4506	4506	营业收入	33.9%	17.1%	17.3%	25.3%
资本公积	9751	9751	9751	9751	营业利润	0.9%	-196.7%	41.8%	245.0%
留存收益	25590	16404	10907	16122	归属于母公司净利	-1.9%	-285.8%	40.2%	194.9%
归属母公司股东权	39846	30661	25163	30379	获利能力				
负债和股东权益	109443	118808	121999	132919	毛利率 (%)	10.6%	-0.3%	2.5%	7.5%
现金流量表					净利率 (%)	4.5%	-7.1%	-3.6%	2.8%
单位:百万元					ROE (%)	12.4%	-30.0%	-21.8%	17.2%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC (%)	5.9%	-8.5%	-4.8%	3.9%
经营活动现金流	5658	-6110	-2846	5196	偿债能力				
净利润	4944	-9186	-5497	5215	资产负债率 (%)	53.1%	64.5%	69.9%	68.5%
折旧摊销	3270	1299	1299	1299	净负债比率 (%)	113.0%	181.6%	232.5%	217.2%
财务费用	1028	2006	2423	2545	流动比率	0.91	0.70	0.60	0.65
投资损失	-1525	-2572	-3016	-3779	速动比率	0.32	0.06	-0.07	-0.05
营运资金变动	-3565	342	-54	-84	营运能力				
其他经营现金流	10015	-7528	-3444	5300	总资产周转率	1.00	1.08	1.24	1.42
投资活动现金流	-34015	-12228	-5284	-2521	应收账款周转率	126.92	121.67	121.67	121.67
资本支出	-33410	-14300	-7300	-5300	应付账款周转率	11.95	11.95	11.95	11.95
长期投资	-1388	-1200	-1000	-1000	每股指标 (元)				
其他投资现金流	783	3272	3016	3779	每股收益	1.17	-2.04	-1.22	1.16
筹资活动现金流	31133	9994	2577	-2545	每股经营现金流薄)	1.26	-1.36	-0.63	1.15
短期借款	-3221	0	0	0	每股净资产	8.84	6.80	5.58	6.74
长期借款	17947	12000	5000	0	估值比率				
普通股增加	290	0	0	0	P/E	19.15	—	—	14.15
资本公积增加	7243	0	0	0	P/B	2.53	2.41	2.93	2.43
其他筹资现金流	8875	-2006	-2423	-2545	EV/EBITDA	14.80	-20.66	-40.31	25.34
现金净增加额	2817	-8345	-5553	130					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

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, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

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述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

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;
- 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。