

# 养殖新星，蓄势待发

## 傲农生物首次覆盖报告

### 核心观点

- **冉冉上升的养殖新星。**傲农生物成立于 2011 年 4 月，设立之初是一家以猪用饲料为主业的农牧企业；从 2014 年开始，公司逐步把产业链延伸到生猪养殖行业，养殖体量不断扩大，2021 年公司销售生猪 324.59 万头，同比增长 141.1%。当前公司正处于二次创业的关键阶段，公司实行“饲料+养猪”双主业发展战略，力求提升生猪产业链价值，打造产业链一体化经营优势。
- **生猪养殖进入投资收获期。**目前公司已具有完整的自繁自养体系，2022 年 3 月初，公司母猪存栏量已达 32 万头，2022 年 2 月末总存栏生猪 183.28 万头，同比增长 56.9%。**1) 出栏量方面**，由于公司前期在自上而下的扩充生猪产能，因此目前出栏结构以仔猪为主，2021 年上半年出栏仔猪占比 67%，肥猪占比仅 26%，随着公司育肥栏舍的投产，未来公司育肥猪出栏占比将逐步提升，公司未来育肥配套率目标是 2022 年 50%、2023 年 75%、2024 年基本全育肥。**2) 成本方面**，由于公司目前生产处于配套推进阶段，整体成本未达到理想状态，但公司部分已满产的母猪场仔猪成本已达 350 元/头，处于平稳生产阶段的养殖单位完全成本已达 16 元/公斤左右。随着产能释放、降本措施的强化和复制，公司未来成本具有较大改善空间。
- **饲料业务焕发新活力。**公司于 2011 年以猪饲料起步创业，目前饲料产品涵盖猪料、禽料、水产料、反刍料等品类，目前公司饲料的产能有 700 多万吨左右。2021 年上半年公司合计销售结构中猪料占比 59.8%；禽料占比 28.1%；水产料及其他饲料占比 12.1%。在 2019 年非瘟带来的猪料销售下降阵痛下，公司择机扩大禽料、水产料的销售，销量高速增长。经历 2 年的低毛利打市场，目前公司禽料业务已初具规模，毛利率明显回转，未来非猪料产品将成为公司饲料板块业绩增长的新动能。

### 盈利预测与投资建议

- 随着公司产能逐步释放，预计 2021-2023 年出栏量分别为 324.6/600/800 万头，同比分别增长 141.1%/84.8%/33.3%。预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为-11.78/-4.53/16.25 亿元，同比分别-305.7%/+61.6%/+458.9%，考虑 22 年部分可比公司业绩一致预期仍处于异常状态，23 年伴随周期回升业绩恢复正常，因此根据 23 年水平给予 11xPE，目标价 26.07 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**疫病风险、生猪价格波动风险、现金流风险、原材料价格波动风险、食品安全风险等。

### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,788	11,517	18,637	28,318	39,716
同比增长(%)	0.5%	99.0%	61.8%	51.9%	40.3%
营业利润(百万元)	78	966	(1,528)	(695)	2,301
同比增长(%)	261.6%	1136.9%	-258.3%	54.5%	430.9%
归属母公司净利润(百万元)	29	573	(1,178)	(453)	1,625
同比增长(%)	-3.2%	1865.3%	-305.7%	61.6%	458.9%
每股收益(元)	0.04	0.84	(1.72)	(0.66)	2.37
毛利率(%)	12.7%	17.3%	1.3%	5.2%	12.8%
净利率(%)	0.5%	5.0%	-6.3%	-1.6%	4.1%
净资产收益率(%)	3.6%	32.1%	-55.4%	-35.3%	86.9%
市盈率	454.2	23.1	(11.2)	(29.2)	8.2
市净率	16.0	4.8	8.8	12.5	4.9

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。

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申明。

### 投资评级 买入 (首次)

股价 (2022年03月17日)	19.35 元
目标价格	26.07 元
52 周最高价/最低价	21.34/7.6 元
总股本/流通 A 股 (万股)	68,442/65,639
A 股市值 (百万元)	13,243
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 03 月 19 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.5	0.78	82.02	42.49
相对表现	0.58	14.06	89.31	68.43
沪深 300	2.92	-13.28	-7.29	-25.94



### 证券分析师

张斌梅 021-63325888\*6090  
zhangbinmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520020002  
香港证监会牌照: BND809

### 联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn

## 目录

傲农生物：冉冉上升的养殖新星.....	4
饲料迈向养殖，营收大幅提升 .....	4
生猪养殖进入投资收获期 .....	5
投资迎收获期，出栏放量增长 .....	5
成本亟待优化，资金储备充足 .....	7
猪价持续下跌，反转预期发酵 .....	9
饲料业务焕发新活力 .....	10
盈利预测与投资建议 .....	12
盈利预测 .....	12
投资建议 .....	13
风险提示.....	13

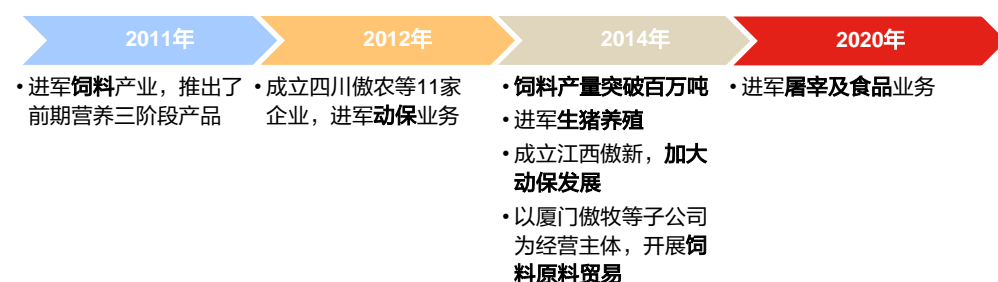
## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 2020 年以来公司收入大幅提升.....	4
图 3: 饲养板块收入占比大幅提升.....	4
图 4: 2021Q3 公司归母净利润亏损 5.03 亿元, 同比下滑 187.8%.....	5
图 5: 2021 上半年公司毛利结构.....	5
图 6: 公司毛利率向饲养板块倾斜.....	5
图 7: 公司母猪存栏情况.....	6
图 8: 公司生猪总存栏情况.....	6
图 9: 公司历史出栏量情况.....	6
图 10: 公司生猪出栏量结构 (2021H).....	6
图 11: 公司未来育肥配套率目标.....	7
图 12: 公司自有和租赁猪场数量.....	7
图 13: 公司当前养殖毛成本处于历史偏高位置.....	8
图 14: 上市以来公司募资结构.....	8
图 15: 公司历年申请授信额度情况.....	8
图 30: 2021 年末以来行业持续亏损.....	9
图 31: 猪粮比持续下降.....	9
图 32: 能繁母猪自 2021 年 7 月开始去化.....	10
图 33: 养殖户根据当期价格决定淘汰/补栏.....	10
图 20: 公司饲料产能情况.....	10
图 21: 公司饲料产能利用率情况.....	10
图 22: 公司饲料销量情况.....	11
图 23: 公司饲料销量结构 (2021H).....	11
图 24: 2021 年上半年猪料销量同比增长 103.11%.....	11
图 25: 2021 年上半年禽料销量同比下降 4.98%.....	11
图 26: 2021 年上半年水产料及其他饲料同比增长 57.43%.....	11
图 27: 2021 年上半年禽料毛利率明显回转.....	12
表 1: 公司商品猪价格和生猪出栏量对 2022 年经营与投资活动现金流量净额变化敏感性分析.....	9
表 2: 可比公司估值表.....	13
表 3: 公司商品猪价格和生猪出栏量对 2022 年归母净利润变化敏感性分析.....	14
表 4: 公司商品猪价格和生猪出栏量对 2023 年归母净利润变化敏感性分析.....	14

## 傲农生物：冉冉上升的养殖新星

福建傲农生物科技集团股份有限公司成立于 2011 年 4 月，公司设立之初是一家以猪用饲料为主业的农牧企业；2012 年公司启动动保产业；从 2014 年开始，以覆盖全国的饲料营销体系为依托，逐步把产业链延伸到生猪养殖行业，建立“以种猪繁育为主，带动商品猪养殖”的生猪养殖模式，养猪业务在公司营收中占比逐步提升；2020 年公司进一步布局生猪屠宰和食品，以“猪”为核心的产业链基本配置完全。

图 1：公司发展历程



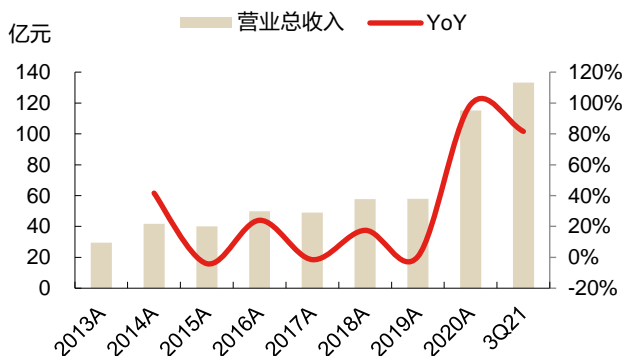
数据来源：公司公告，东方证券研究所

随着公司业务重心向生猪养殖迁移，养殖体量不断扩大，2021 年，公司累计销售生猪 324.59 万头，同比增长 141.1%，销量增速远高于同行，养殖新星冉冉升起。

## 饲料迈向养殖，营收大幅提升

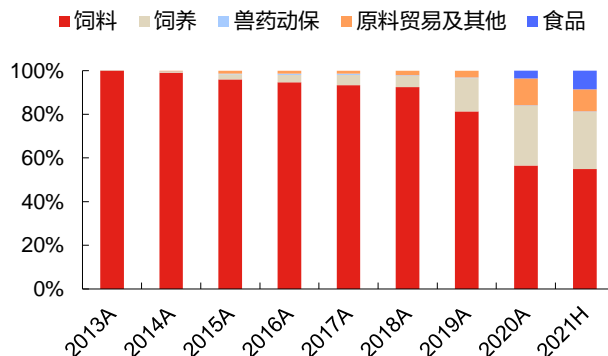
饲料业务为主要收入来源，业务重心向生猪迁移。2021 年前三季度，公司实现营业总收入 133.22 亿元，同比增长 81.6%，收入的高增主要是公司业务结构中生猪饲养业务占比的提升，自 2014 年涉足生猪饲养业务以来，公司饲养占收入比例逐渐上升，2021 年上半年饲养板块占比已从 2018 年的 5% 上升至 26%。

图 2：2020 年以来公司收入大幅提升



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 3：饲养板块收入占比大幅提升

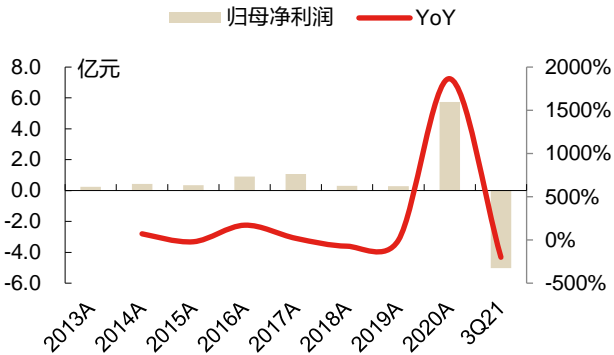


数据来源：公司财报，东方证券研究所

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申明。

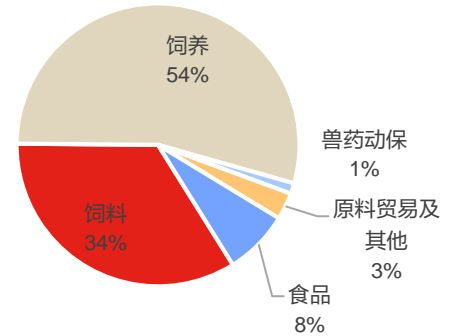
饲养业务逐步成为主要利润来源，毛利率波幅扩大。2021年前三季度，公司归母净利润录得亏损5.03亿元，同比下滑187.8%。从毛利结构来看，2021年上半年饲养板块占比54%、饲料板块占比34%，生猪饲养已成为公司主要的利润来源，进而公司利润逐步受生猪价格影响，综合毛利率逐步向饲养板块倾斜。

图 4：2021Q3 公司归母净利润亏损 5.03 亿元，同比下滑 187.8%



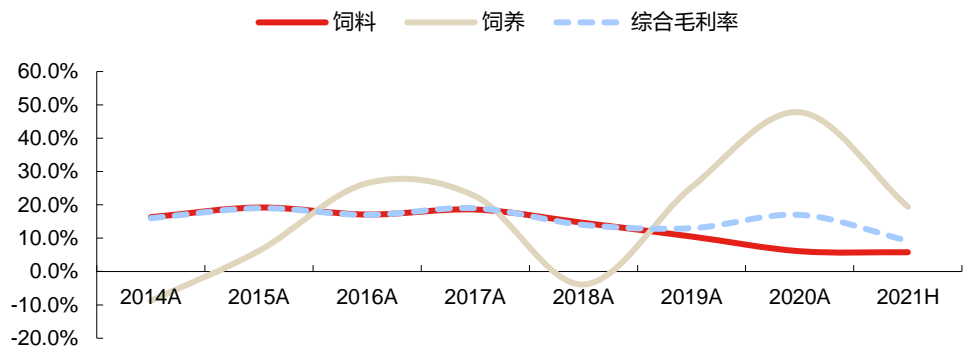
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 5：2021 上半年公司毛利结构



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 6：公司毛利率向饲养板块倾斜



数据来源：公司财报，东方证券研究所

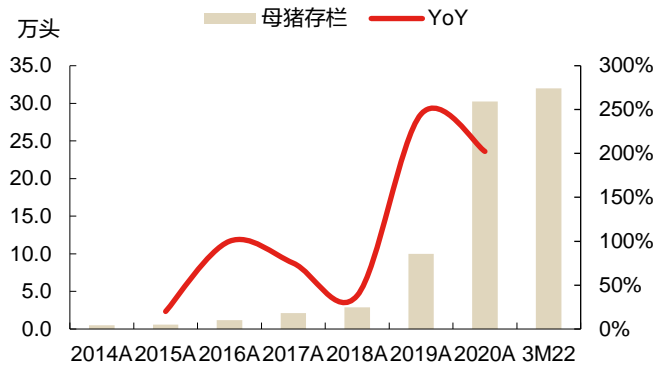
## 生猪养殖进入投资收获期

### 投资迎收获期，出栏放量增长

公司于2014年开始涉足养猪业务，目前公司已具有完整的“曾祖代-祖代-父母代-商品代”生猪繁育体系，2019年开始公司持续加快养殖业务发展，饲养板块规模大幅扩张，当年母猪存栏量同比增长3.4倍，2020年继续同比增长3倍。

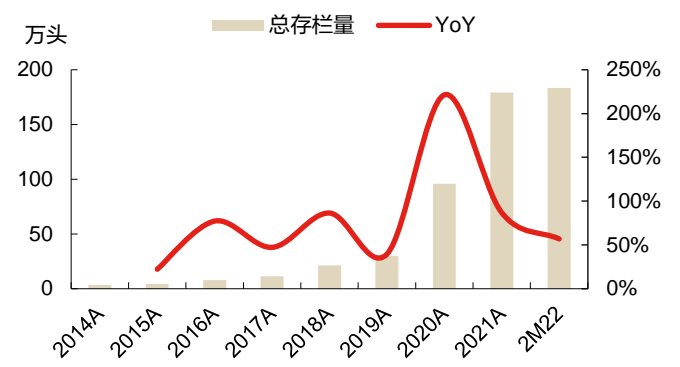
2022年3月初，公司母猪存栏量已达32万头，2022年2月末总存栏生猪183.28万头，同比增长56.9%。

图 7：公司母猪存栏情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：公司生猪总存栏情况

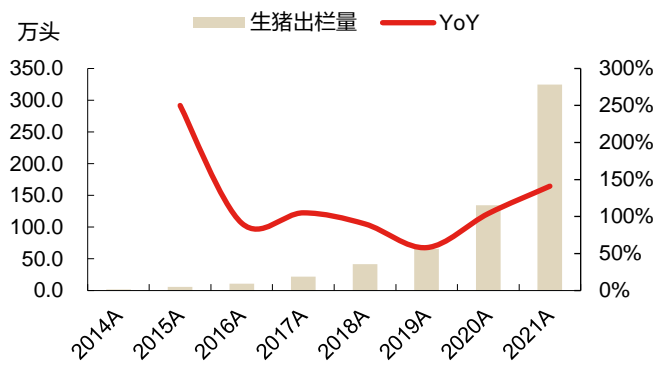


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**育种：种猪储备基本达到千万头目标。**公司 2021 年末母猪栏位交付 32 万个，预计 2022 年末交付 40 万个，公司育种方面的工作基本也已达到未来出栏 1000 万头目标的配套需要，后续种猪供应充足，还可部分对外提供种猪销售。

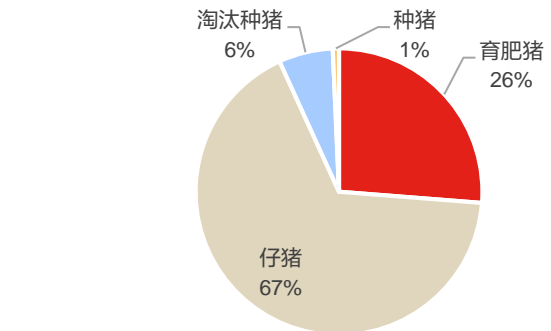
**育肥：育肥栏位逐步推进，肥猪比例有望扩大。**2021 年，公司出栏量达到 324.6 万头，同比增长 141.1%。由于公司在自上而下的扩充生猪产能中，因此目前公司出栏结构以仔猪为主，2021 上半年公司出栏的 125.1 万头生猪中，仔猪占比达到了 67%，肥猪占比仅 26%。

图 9：公司历史出栏量情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

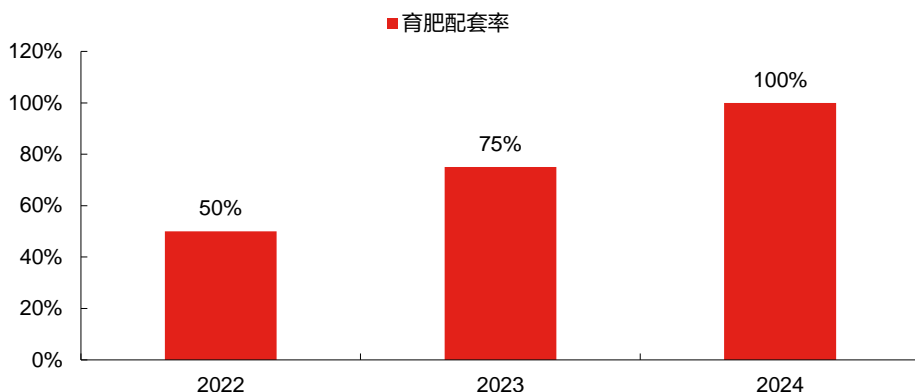
图 10：公司生猪出栏量结构（2021H）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

随着公司育肥栏舍的投产，未来公司育肥猪出栏占比将逐步提升，公司未来育肥配套率目标是 2022 年 50%、2023 年 75%、2024 年基本全育肥。

图 11: 公司未来育肥配套率目标

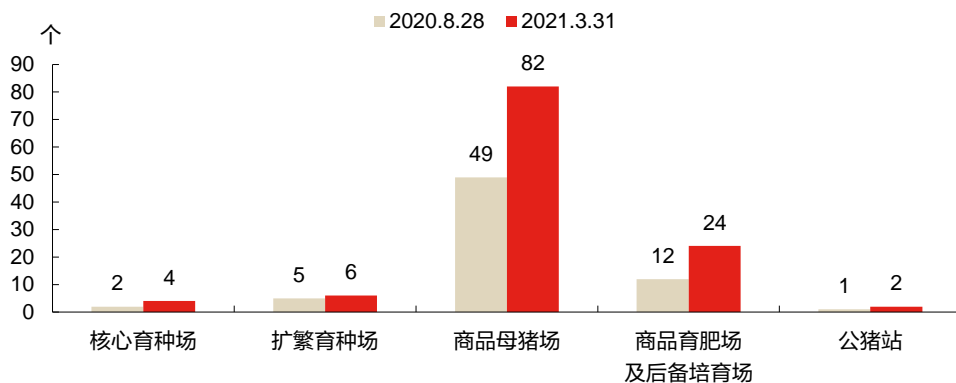


数据来源: 投资者关系活动记录表, 东方证券研究所

**模式: 公司自养为主, 适当补充农户代养。**在养殖模式方面, 公司采取“公司自繁自养”和“公司+农户”代养相结合的方式。在比较有优势的市场, 公司采用自建、租赁育肥小区自主育肥, 在其他市场选择“公司+农场(农户)”模式, 近年来公司生猪养殖业务仍以自繁自养为主, 通过自建、收购和租赁方式获取猪舍。

为支持公司生猪产能扩张, 公司在江西、福建和湖北等地自建或收购大型养殖基地, 截至 2020 年末, 公司产能主要位于江西、福建、湖北、广东、浙江、江苏、广西、陕西、山东、贵州、四川、云南和河北等地, 主要分布在南方消费区域, 截至 2021 年 3 月 31 日, 公司自有和租赁的已建成猪场合计 118 个, 较 2020 年 8 月 28 日增长 71%。

图 12: 公司自有和租赁猪场数量



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所 (注: 不包括“公司+农户”模式下的猪场数据)

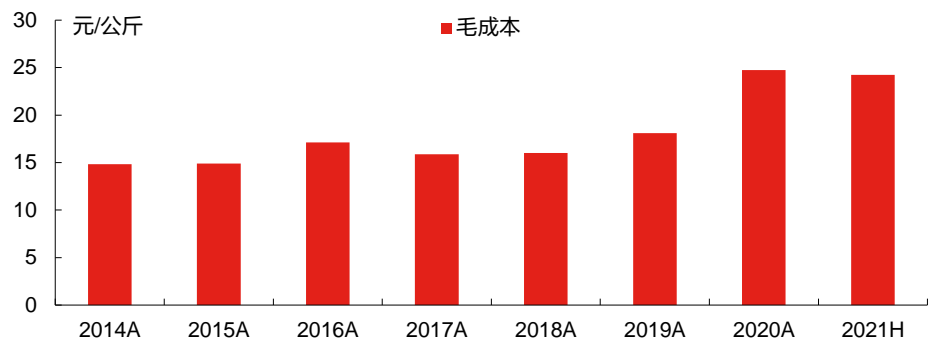
## 成本亟待优化, 资金储备充足

**当前成本处于历史偏高位置。**我们测算 2021 年上半年公司出栏生猪(含种仔猪)的毛成本约 24.2 元/公斤, 由于公司目前出栏生猪中仔猪占比较高, 成本与同行暂不具备可比性, 但与历史相比, 公司当前成本水平仍处于相对高位。

未来公司成本将从 2 方面进行优化:

- **母猪场满产率提升，母猪种群优化。**公司的断奶仔猪成本 2021 年初至年末呈现较明显的下降趋势，目前断奶仔猪平均成本已降至 450 元/头以下，虽有所改善但仍在高位，目前已满产的母猪场的平均水平为 350 元/头，尚有 100 元/头的优化空间；公司母猪群体优化工作逐步推进，3 月初公司母猪存栏量 32 万头，较 21 年中的 38.7 万头下降 6.7 万头，母猪种群择优汰劣，未来仔猪生产成本仍将保持逐步下降趋势。
- **育肥端逐步向全面配套推进。**公司育肥处于配套推进阶段，整体成本未能达到理想状态，但公司的部分育肥一体化配套、已处于平稳生产阶段的养殖单位目前完全成本（毛成本+费用）可做到 16 元/公斤左右。随着产能释放、降本措施的强化和复制，我们认为公司未来成本具有较大的改善空间。

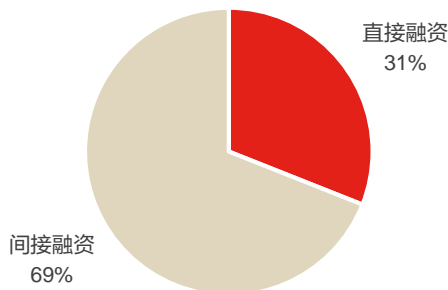
图 13：公司当前养殖毛成本处于历史偏高位置



数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

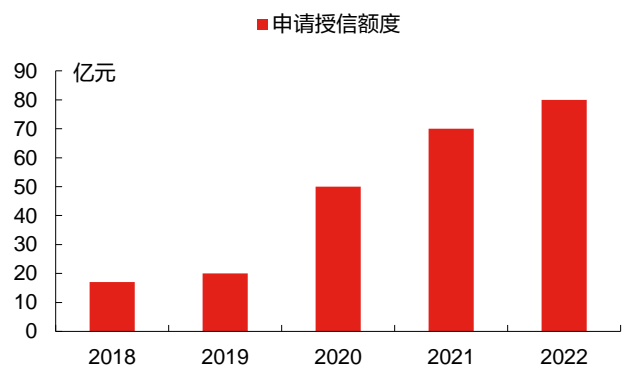
在确定性的猪价周期下行背景下，公司充分发挥融资能力，储备充足资金。在直接融资方面，2021 年，公司完成了 10 亿可转债的发行，同时公司 2021 年非公开发行募集资金 14.4 亿已获得证监会批复，其中 9.4 亿元用于补充流动资金。在间接融资方面，公司 2022 年拟向金融机构申请融资授信额度不超过 80 亿元，较上一年度增加 10 亿元。总体上，公司融资实力强劲，为渡过行业寒冬做好了充足准备。

图 14：上市以来公司募资结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：公司历年申请授信额度情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所



表 1: 公司商品猪价格和生猪出栏量对 2022 年经营与投资活动现金流量净额变化敏感性分析

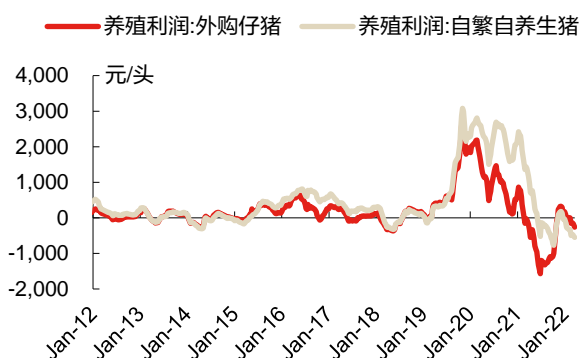
2022 年经营+投资活动现金流量 (亿元)		12.5	13.5	14.5	15.5	16.5	17.5	18.5
猪价 (元/公斤)		13.8	16.8	19.9	22.9	26.0	29.0	32.1
出栏量 (万头)	400	13.8	16.8	19.9	22.9	26.0	29.0	32.1
	500	-3.0	0.8	4.7	8.5	12.3	16.1	19.9
	600	-19.7	-15.1	-10.5	-6.0	-1.4	3.2	7.8
	700	-36.4	-31.1	-25.8	-20.4	-15.1	-9.7	-4.4
	800	-53.2	-47.1	-41.0	-34.9	-28.8	-22.7	-16.6

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

## 猪价持续下跌, 反转预期发酵

猪价持续低迷, 行业已进入漫长亏损。2021 年末以来, 猪价持续低迷, 行业已连续 11 周处于亏损区间, 自繁自养最大亏损一度触碰 500 元/头一线。3 月, 猪价再度跌破 12 元/公斤, 在原料价格上涨背景下, 猪粮比价已降至 4.2-4.5 左右, 养殖亏损仍在逐步扩大。

图 16: 2021 年末以来行业持续亏损



数据来源: 博亚和讯, 东方证券研究所

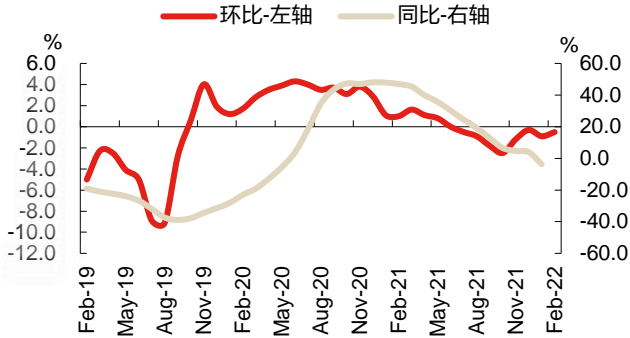
图 17: 猪粮比持续下降



数据来源: 博亚和讯, 东方证券研究所

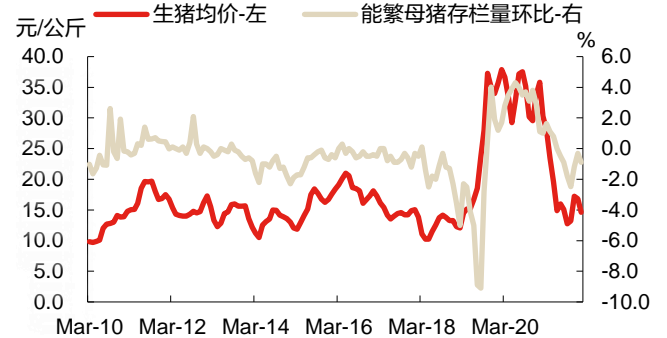
能繁母猪存栏量是判断未来 10 个月生猪供应和价格的重要前置指标。从经验规律来看, 养殖户通常根据当期猪价来决定能繁母猪的淘汰和补栏。本轮周期, 能繁母猪自 2021 年 7 月开始去化, 月环比降幅从 7 月的 0.5% 扩大至 10 月的 2.5%, 对应猪价从 7 月的 16 元/公斤跌至 10 月的 12.8 元/公斤, 随着 11 月猪价反弹至 17.2 元/公斤, 能繁月环比降幅收窄至 1.2%。当前, 能繁母猪累计环比降幅已达 6.9%, 从 12 月、1 月、2 月猪价走势来看, 能繁母猪预计仍将维持环比下降态势, 1 月、2 月能繁母猪环比分别减少 0.9%、0.5%, 未来供应减少、价格反转已是大概率事件。

图 18: 能繁母猪自 2021 年 7 月开始去化



数据来源: 农业部, 东方证券研究所

图 19: 养殖户根据当期价格决定淘汰/补栏



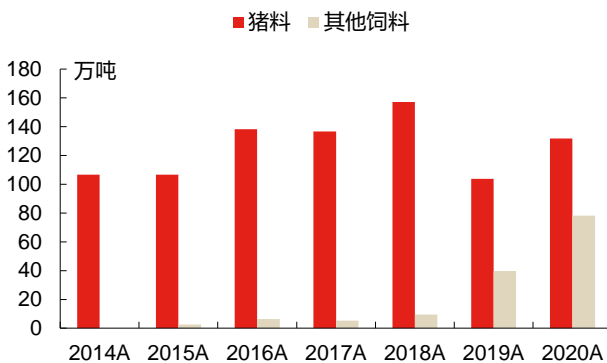
数据来源: 农业部, 东方证券研究所

产能去化与猪价反转是重要的配置节点。历史复盘来看, 每轮猪周期中, SW 生猪养殖自猪价反转前已经启动上涨, 股价上涨反映的是猪价下跌形成的产能去化预期。因此在当前猪价持续回落的背景下, 我们认为生猪养殖板块配置确定性最高。

## 饲料业务焕发新活力

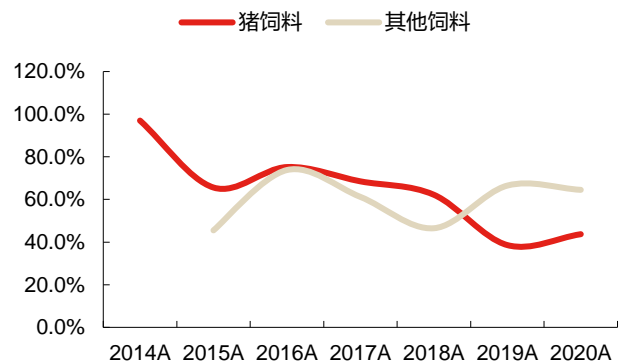
公司于 2011 年以猪饲料起步创业, 目前饲料产品已包括猪料、禽料、水产料、反刍料等品类, 目前公司饲料的产能有 700 多万吨左右。2021 年上半年公司合计销售饲料 127.70 万吨, 同比增长 49.9%, 其中猪料 76.33 万吨, 占比 59.8%; 禽料 35.91 万吨, 占比 28.1%; 水产料及其他饲料 15.46 万吨, 占比 12.1%。

图 20: 公司饲料产能情况



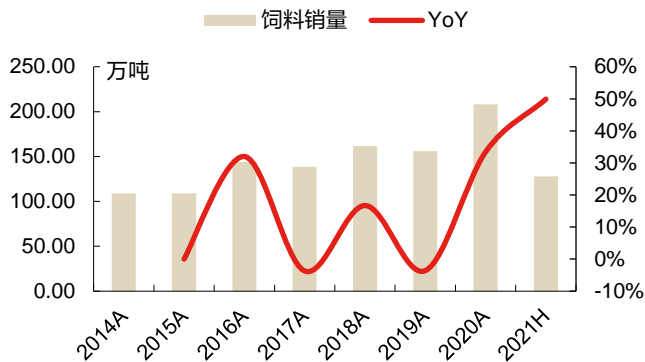
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 21: 公司饲料产能利用率情况



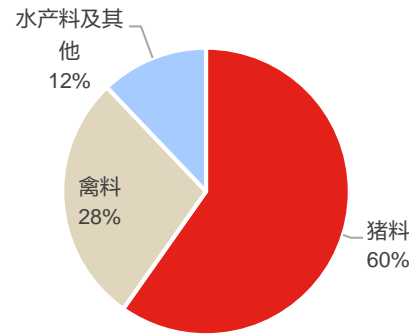
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 22：公司饲料销量情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

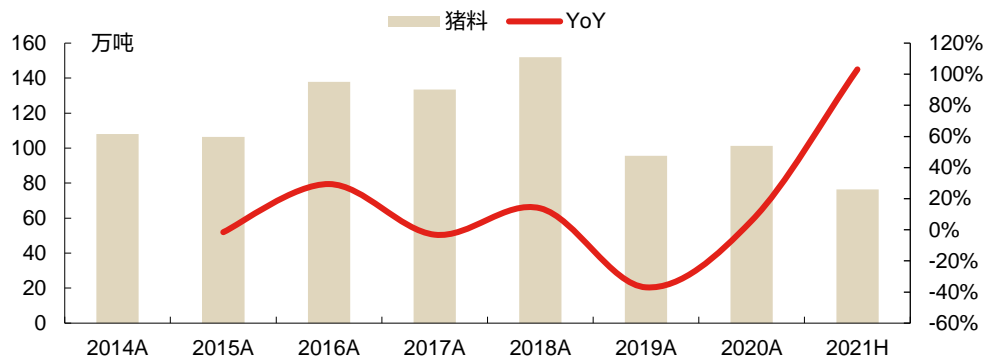
图 23：公司饲料销量结构（2021H）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**猪饲料是公司饲料的核心品种。**目前公司已经涵盖从乳猪料、保育料、育肥料、母猪料、公猪料等各阶段生猪饲喂产品，目前公司猪饲料产能约 327 万吨，2021 年上半年猪料销量同比增长 103.11%，产能利用率约 65.9%，恢复到疫情前水平。

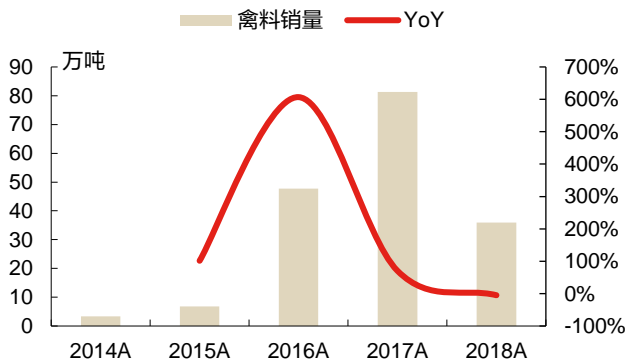
图 24：2021 年上半年猪料销量同比增长 103.11%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

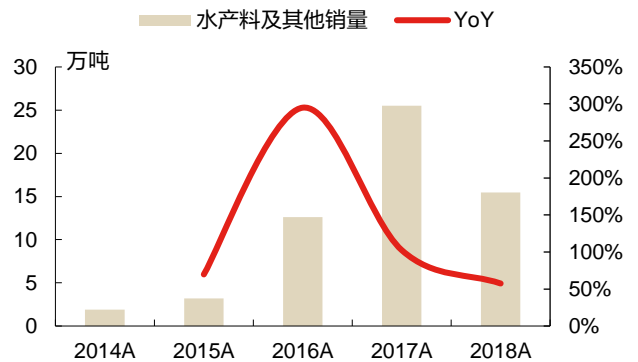
**其他饲料成为公司饲料增量新动能。**2019 年受非洲猪瘟疫情冲击，公司猪料销量大幅下降，公司择机扩大禽料、水产料的销售，当年其他饲料销量达到 39.72 万吨，同比增长超 4 倍。上半年禽料销量受下游养殖亏损同比下降 4.98%；但水产料、反刍料及其他饲料同比增长 57.43%。

图 25：2021 年上半年禽料销量同比下降 4.98%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：2021 年上半年水产料及其他饲料同比增长 57.43%

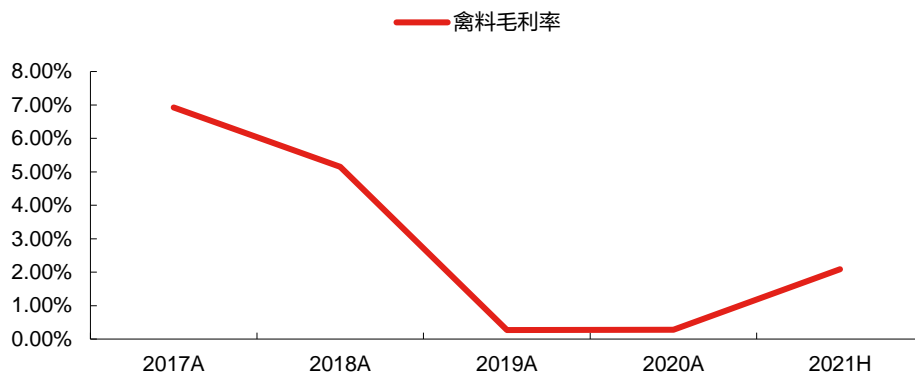


数据来源：公司公告，东方证券研究所

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申明。

其他饲料业务仍处于培育期及快速扩张期，盈利能力有望逐步提高。以禽料为例，经历 2 年的低毛利打市场，公司禽料业务已取得一定规模，产销量大幅增加，毛利率较前期明显回转，2021 年上半年公司禽料毛利率较 2020 年提升 1.81pct 至 2.09%。

图 27：2021 年上半年禽料毛利率明显回转



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测作如下假设：

- 饲养板块：**随着公司产能逐步释放，预计 2021-2023 年出栏量分别为 324.6、600、800 万头，同比分别增长 141.1%、84.8%、33.3%。根据猪价周期性波动，同时考虑公司产能利用率和管理水平的逐步维稳，毛利率分别为-10.4%、5.1%、24.5%。
- 饲料板块：**考虑猪存栏持续高企、禽料恢复性增长，预计 2021-2023 年饲料销量分别为 289.7、400、450 万吨，毛利率随产品结构调整，整体保持稳定水平，分别为 5.5%、5.5%、5.6%。
- 少数股东损益：**生猪板块是公司主要的少损来源，我们测算 21-23 年少数股东权益占比分别 67%、67%、70%，少数股东损益分别为-3.3 亿、-2.7 亿、6.0 亿。

### 盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>饲料</b>					
销售收入（百万元）	4,699.0	6,515.9	11,029.9	15,748.6	17,939.4
增长率	-11.8%	38.7%	69.3%	42.8%	13.9%
毛利率	10.5%	6.1%	5.5%	5.5%	5.6%
<b>饲养</b>					
销售收入（百万元）	881.9	3,139.1	4,438.4	8,258.4	15,824.9
增长率	205.7%	256.0%	41.4%	86.1%	91.6%
毛利率	25.4%	47.8%	-10.4%	5.1%	24.5%
<b>动保</b>					
销售收入（百万元）	18.6	26.8	52.2	60.0	63.0
增长率	-20.0%	43.9%	95.0%	15.0%	5.0%
毛利率	47.6%	42.6%	45.0%	45.0%	45.0%
<b>食品</b>					

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申明。

销售收入（百万元）		403.3	1,209.9	1,391.3	1,600.0
增长率			200.0%	15.0%	15.0%
毛利率		9.6%	8.0%	9.0%	9.0%
<b>贸易及其他业务</b>					
销售收入（百万元）	182.1	1,412.1	1,906.3	2,859.4	4,289.1
增长率	54.2%	675.6%	35.0%	50.0%	50.0%
毛利率	4.2%	2.2%	1.5%	2.0%	2.0%
<b>合计</b>	<b>5,788.1</b>	<b>11,517.2</b>	<b>18,636.6</b>	<b>28,317.8</b>	<b>39,716.5</b>
增长率	0.5%	99.0%	61.8%	51.9%	40.3%
综合毛利率	12.7%	17.3%	1.3%	5.2%	12.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

随着公司产能逐步释放，预计 2021-2023 年出栏量分别为 324.6、600、800 万头，同比分别增长 141.1%、84.8%、33.3%。预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为-11.78、-4.53、16.25 亿元，同比分别-305.7%、+61.6%、+458.9%，考虑 22 年部分可比公司业绩一致预期仍处于异常状态，23 年伴随周期回升业绩恢复正常，因此根据 23 年水平给予 11xPE，目标价 26.07 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

公司	代码	股价		EPS			PE			
		2022/3/18	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
温氏股份	300498	20.84	1.17	-2.10	0.03	1.78	17.83	-9.92	663.69	11.72
牧原股份	002714	54.70	5.22	1.62	1.57	5.55	10.49	33.77	34.77	9.85
唐人神	002567	9.47	0.79	-0.58	-0.02	0.75	12.02	-16.33	-532.02	12.56
天康生物	002100	11.81	1.27	-0.19	0.27	1.13	9.29	-63.12	44.00	10.50
新希望	000876	15.19	1.10	-1.95	-0.36	1.24	13.84	-7.79	-42.30	12.25
调整后平均							12.00	-11.00	12.00	11.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

### 疫病风险

动物疫病是畜牧行业发展中面临的主要风险，生猪因发生疫病或导致病亡，直接导致公司生猪出栏量的降低，收入和业绩受损；此外，疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致短期内市场需求萎缩、产品价格下降，对公司生猪销售产生不利影响。若公司周边地区或自身场区疫病发生频繁，或者公司疫病防控执行不力，公司将可能面临生猪发生疫病所引致的产量下降、盈利下降、甚至亏损等风险。

### 生猪价格波动风险

我国生猪养殖行业集中度较低的特点以及生猪固有生长周期共同决定了生猪市场价格的周期性波动。生猪价格周期性波动会对包括公司在内的生猪养殖企业的经营业绩产生重大影响。如果生猪

价格未来持续低迷或继续下滑，将会对公司的盈利水平造成重大不利影响，从而引致公司未来盈利大幅下降、甚至亏损等风险。

**表 3：公司商品猪价格和生猪出栏量对 2022 年归母净利润变化敏感性分析**

2022 归母净利润（亿元）		12.5	13.5	14.5	15.5	16.5	17.5	18.5
猪价（元/公斤）								
出栏量（万头）	400	-10.7	-8.5	-6.3	-4.1	-1.9	0.3	2.5
	500	-12.5	-9.8	-7.1	-4.3	-1.6	1.2	3.9
	600	-14.4	-11.1	-7.8	-4.5	-1.2	2.1	5.4
	700	-16.3	-12.4	-8.6	-4.7	-0.9	2.9	6.8
	800	-18.1	-13.7	-9.3	-5.0	-0.6	3.8	8.2
	400	-10.7	-8.5	-6.3	-4.1	-1.9	0.3	2.5
	500	-12.5	-9.8	-7.1	-4.3	-1.6	1.2	3.9

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 4：公司商品猪价格和生猪出栏量对 2023 年归母净利润变化敏感性分析**

2023 归母净利润（亿元）		15.5	16.5	17.5	18.5	19.5	20.5	21.5
猪价（元/公斤）								
出栏量（万头）	600	-1.0	3.2	7.3	11.4	15.5	19.6	23.7
	700	-0.7	4.2	9.0	13.9	18.7	23.5	28.3
	800	-0.4	5.2	10.7	16.2	21.8	27.3	32.8
	900	-0.1	6.2	12.4	18.6	24.9	31.1	37.3
	1000	0.2	7.2	14.1	21.0	27.9	34.9	41.8
	600	-1.0	3.2	7.3	11.4	15.5	19.6	23.7
	700	-0.7	4.2	9.0	13.9	18.7	23.5	28.3

数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 现金流风险

公司生猪养殖场区的建设均需投入大量的资金，2021 年 Q3 公司资产负债率达到 79.96%，资产负债率处于偏高水平，如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑、原材料价格持续处于高位或继续上涨，且未来银行信贷政策发生不利变化、公司资金管理不善等情形，将显著增加公司的偿债风险和流动性风险。

### 原材料价格波动风险

公司原材料成本占公司主营业务成本的比例在 50%以上，公司的原材料主要包括小麦、玉米、豆粕等，因此，小麦、玉米和豆粕等价格波动会对公司主营业务成本、净利润产生较大影响。

### 食品安全风险

如果公司一旦出现质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将直接影响到公司生产经营和盈利能力，并损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的经营业绩。

**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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	255	571	745	1,133	1,589	营业收入	5,788	11,517	18,637	28,318	39,716
应收票据、账款及款项融资	435	449	746	1,134	1,591	营业成本	5,051	9,529	18,385	26,854	34,623
预付账款	81	427	466	566	794	营业税金及附加	11	16	28	42	60
存货	599	1,731	4,137	5,460	7,415	销售费用	253	247	335	510	715
其他	143	346	687	943	1,380	管理费用及研发费用	269	498	688	1,048	1,470
<b>流动资产合计</b>	<b>1,514</b>	<b>3,524</b>	<b>6,782</b>	<b>9,236</b>	<b>12,768</b>	财务费用	94	179	313	475	445
长期股权投资	51	177	196	196	196	资产、信用减值损失	40	91	446	114	134
固定资产	1,669	3,957	5,750	6,571	7,028	公允价值变动收益	0	(24)	(2)	0	0
在建工程	718	1,471	2,149	2,441	2,924	投资净收益	(7)	6	3	0	0
无形资产	207	374	3,645	6,761	9,196	其他	14	26	29	30	30
其他	763	2,515	3,889	5,085	6,230	<b>营业利润</b>	<b>78</b>	<b>966</b>	<b>(1,528)</b>	<b>(695)</b>	<b>2,301</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,407</b>	<b>8,494</b>	<b>15,629</b>	<b>21,055</b>	<b>25,575</b>	营业外收入	8	40	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>4,922</b>	<b>12,019</b>	<b>22,411</b>	<b>30,291</b>	<b>38,343</b>	营业外支出	8	36	35	35	35
短期借款	1,202	2,680	6,749	7,462	3,795	<b>利润总额</b>	<b>78</b>	<b>971</b>	<b>(1,523)</b>	<b>(690)</b>	<b>2,306</b>
应付票据及应付账款	1,346	2,128	5,111	7,465	9,625	所得税	(23)	(23)	(10)	13	20
其他	834	1,441	2,528	3,031	3,672	<b>净利润</b>	<b>100</b>	<b>994</b>	<b>(1,513)</b>	<b>(704)</b>	<b>2,286</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,382</b>	<b>6,248</b>	<b>14,388</b>	<b>17,958</b>	<b>17,092</b>	少数股东损益	71	421	(334)	(251)	661
长期借款	14	1,445	2,376	3,116	3,755	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>29</b>	<b>573</b>	<b>(1,178)</b>	<b>(453)</b>	<b>1,625</b>
应付债券	0	0	853	853	853	每股收益(元)	0.04	0.84	-1.72	-0.66	2.37
其他	242	423	2,456	6,730	12,724						
<b>非流动负债合计</b>	<b>256</b>	<b>1,867</b>	<b>5,685</b>	<b>10,699</b>	<b>17,333</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,638</b>	<b>8,115</b>	<b>20,074</b>	<b>28,658</b>	<b>34,425</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	456	1,161	827	576	1,236	成长能力					
实收资本(或股本)	434	674	684	684	684	营业收入	0.5%	99.0%	61.8%	51.9%	40.3%
资本公积	181	1,335	1,377	1,377	1,377	营业利润	261.6%	1136.9%	-258.3%	54.5%	430.9%
留存收益	234	755	(524)	(977)	648	归属于母公司净利润	-3.2%	1865.3%	-305.7%	61.6%	458.9%
其他	(21)	(23)	(26)	(26)	(26)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,284</b>	<b>3,903</b>	<b>2,337</b>	<b>1,633</b>	<b>3,919</b>	毛利率	12.7%	17.3%	1.3%	5.2%	12.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,922</b>	<b>12,019</b>	<b>22,411</b>	<b>30,291</b>	<b>38,343</b>	净利率	0.5%	5.0%	-6.3%	-1.6%	4.1%
						ROE	3.6%	32.1%	-55.4%	-35.3%	86.9%
						ROIC	8.8%	20.9%	-11.1%	-1.6%	19.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	73.9%	67.5%	89.6%	94.6%	89.8%
净利润	100	994	(1,513)	(704)	2,286	净负债率	99.7%	100.6%	441.3%	696.6%	201.4%
折旧摊销	146	481	513	748	929	流动比率	0.45	0.56	0.47	0.51	0.75
财务费用	94	179	313	475	445	速动比率	0.27	0.29	0.18	0.21	0.31
投资损失	7	(6)	(3)	0	0	营运能力					
营运资金变动	677	(479)	193	669	(418)	应收账款周转率	11.4	21.5	24.2	23.4	22.6
其它	(630)	(763)	900	3,154	4,945	存货周转率	9.7	8.2	6.3	5.6	5.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>394</b>	<b>406</b>	<b>403</b>	<b>4,342</b>	<b>8,186</b>	总资产周转率	1.4	1.4	1.1	1.1	1.2
资本支出	(1,074)	(3,914)	(6,216)	(4,939)	(4,265)	每股指标(元)					
长期投资	33	(139)	(18)	0	0	每股收益	0.04	0.84	-1.72	-0.66	2.37
其他	314	50	(55)	0	0	每股经营现金流	0.91	0.60	0.59	6.34	11.96
<b>投资活动现金流</b>	<b>(727)</b>	<b>(4,002)</b>	<b>(6,289)</b>	<b>(4,939)</b>	<b>(4,265)</b>	每股净资产	1.21	4.01	2.21	1.55	3.92
债权融资	148	1,645	2,353	747	646	估值比率					
股权融资	10	1,394	52	0	0	市盈率	454.2	23.1	-11.2	-29.2	8.2
其他	246	885	3,655	237	(4,111)	市净率	16.0	4.8	8.8	12.5	4.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>404</b>	<b>3,925</b>	<b>6,060</b>	<b>984</b>	<b>(3,465)</b>	EV/EBITDA	62.8	12.3	-28.5	37.9	5.4
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	116.1	17.5	-16.5	-91.0	7.3
<b>现金净增加额</b>	<b>71</b>	<b>328</b>	<b>175</b>	<b>387</b>	<b>456</b>						

资料来源：东方证券研究所，\*注：无形资产考虑使用权资产

## 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)