天邦股份（002124.SZ）

养猪专业化老牌企业，食品业务持续发力

买入

核心观点

公司简介：生猪养殖专业化老牌企业，生猪+肉制品加工全产业链协同发展。公司发家于特种水产饲料，近年来重点发展生猪养殖业务，努力成为“饲料、养殖、食品”一体发展的的动物源食品企业。近年来公司生猪业务飞速发展，已成为支柱板块，2021年公司生猪养殖、食品加工、饲料产品、工程环保的营业收入占比分别为60.44%、25.28%、13.64%、0.23%，已形成以生猪养殖为核心，饲料、猪肉制品加工协同发展的全产业链布局。2021年公司出栏生猪428万头，出栏规模在国内全行业位列第9位。

行业分析：猪周期反转在即，猪肉全链规模化是大势所趋。对于生猪行业，我们预判2022年底到2023年上半年启动产能反转，新一轮的猪周期更类似于“2008-2011年猪周期”，都是疫情后的首轮市场化猪周期，因此本轮新周期时间跨度可能略短，而不是被拉长；2022年更类似于2010年，周期虽未反转，但反转在即。对于肉制品行业，短期，2022年猪价处于底部位置，有望直接带动肉制品盈利修复，长期，养殖规模化及餐饮连锁化对屠宰企业的产品供应稳定性及产品质量提出更高要求，中小规模屠宰企业的生存空间或将持续恶化，头部优质的屠宰及肉制品加工企业市占率有望加速提升。

公司看点：生猪主业稳健扩张，食品加工快速发展。生猪业务上，公司的育种、资金、运营优势显著，目前改造猪场、产能利用率提升等降本增效举措稳步推进，其目标于2022年底全成本达到16元/公斤，边际改善空间显著；同时，为了更加聚焦于以生鲜猪肉及肉制品为主体的产业链的搭建和完善，公司于2021年出售了疫苗和水产饲料子公司全部股权及猪料子公司部分股权，截止2022年1月底公司已收到相关股权转让款17.2亿元，进一步夯实了公司在周期底部的资金实力，公司预计2022年争取实现500万头出栏，出栏有望继续维持稳定增长。食品加工业务上，公司盈利或将受益于屠宰产能上量明显改善，2021年底阜阳“年屠宰500万头屠宰及肉品深加工项目”一期工程基本完成建设，并于2022年1月试投产运营，先进的自有屠宰产能为公司食品业务奠定了良好的发展基础。此外，公司全产业链的经营优势明显，食品业务有望同上游养殖业务达成良好的协同效应，同时公司持续优化渠道，发展多元化销售网络，看好其品牌猪肉业务发展。

盈利预测与估值：预计2022-24年归母净利润-22/13/31亿元（+50%/157%/146%），EPS分别为5.9/8.8/10.6元。通过多角度估值，预计公司合理估值8.8-9.3元，相对目前股价有30%-40%溢价，维持买入评级。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,764	10,507	12,637	17,129	22,785
(+/-%)	79.2%	-2.4%	20.3%	35.5%	33.0%
净利润(百万元)	3245	-4462	-2218	1259	3091
(+/-%)	3132.0%	-237.5%	50.3%	156.7%	145.6%
每股收益（元）	2.47	-2.43	-1.21	0.68	1.68
EBIT Margin	32.9%	-31.7%	-18.7%	4.7%	15.5%
净资产收益率（ROE）	37.0%	-129.2%	-179.6%	57.8%	83.0%
市盈率（PE）	2.6	-2.7	-5.4	9.5	3.9
EV/EBITDA	3.6	-11.8	-20.6	17.9	7.5
市净率（PB）	0.98	3.48	9.73	5.51	3.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·养殖业

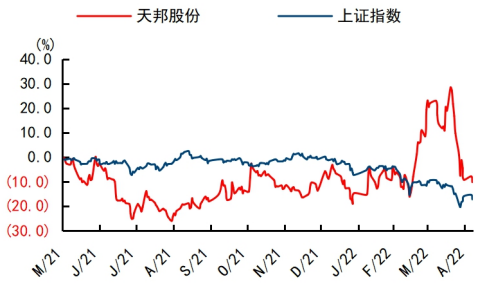
证券分析师：鲁家瑞
021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

联系人：李瑞楠
021-60893308
liruinan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	8.80 - 9.30元
收盘价	6.53元
总市值/流通市值	12009/10043百万元
52周最高价/最低价	14.19/5.35元
近3个月日均成交额	623.97百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天邦股份（002124.SZ）-2021年报及2022一季报点评：养猪迈向专业化，周期底部稳步扩张》——2022-04-29

内容目录

公司概况：生猪养殖老牌企业，全产业链协同发展.....5
公司简介及历史沿革：迈向养猪专业化，聚焦猪肉产业链.....5
公司治理：拥抱二次创业文化，未来发展看好.....6
经营情况：生猪业务占比稳步提升，2021 年净利受猪价低迷影响承压.....7
行业概况：猪周期蓄势反转，猪肉产业链一体化加速.....9
生猪行业：猪周期反转在即，把握 2022 年最好布局阶段.....9
肉制品行业：养殖规模化加餐饮连锁化，行业集中度将不断提升.....12
公司看点：生猪主业稳健扩张，食品加工快速发展.....15
生猪：育种、资金、运营等优势奠定养殖规模快速扩张基础.....15
食品：全产业链优势明显，销售渠道持续优化.....15
盈利预测.....18
假设前提.....18
未来 3 年业绩预测.....19
盈利预测的敏感性分析.....20
估值与投资建议.....21
绝对估值：8.8-9.3 元.....21
相对估值：8.8-9.2 元.....22
投资建议.....23
风险提示.....24
附表：财务预测与估值.....25
免责声明.....26

图表目录

图1： 公司是生猪育种、饲料、养殖、屠宰、工程环保的农牧综合体.....5
图2： 天邦股份发展历程.....6
图3： 公司股东结构图（截止 2022 年一季报）.....6
图4： 2003 至 2021 年公司营业收入持续壮大.....7
图5： 2021 年公司归母净利受猪价影响承压.....7
图6： 2021 年公司营业收入构成（按产品分类）.....8
图7： 2021 年公司各产品毛利情况.....8
图8： 公司生猪出栏规模（万头）自 2015 年起快速增长.....8
图9： 公司养殖及食品加工业务的营收占比逐年上升（%）.....8
图10： 公司毛利率 2021 年及 2022Q1 受猪价波动影响下滑.....8
图11： 公司分产品毛利率情况.....8
图12： 国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位.....10
图13： 国内大豆现货价持续上涨（元/吨）.....10
图14： 猪粮比在 2022Q1 重回历史最差.....10
图15： 仔猪价近期明显上涨.....11
图16： 母猪价出现上抬趋势.....11
图17： 生猪期货远月价格近期快速上涨.....11
图18： 我国生猪散养户数量仍较高.....12
图19： 目前散养户产能占比仍接近 43%.....12
图20： 未来 5 年我国生猪养殖规模化会加速推进，2025 年 CR10 预计达 45%.....12
图21： 2015-2019 年我国餐饮行业营收 CAGR 为 8%.....13
图22： 2013-2017 年我国餐饮连锁化率在 5%左右.....13
图23： 2003-2019 年我国餐饮行业平均工资持续上升.....13
图24： 美国生猪产业链整合“自下而上”.....13
图25： 2014-2019 年我国肉类和猪肉量逐年下降.....14
图26： 2011-2018 年我国肉制品占比逐年提升.....14
图27： 2011-2019 年我国休闲食品市场规模 CAGR 为 6%.....14
图28： 2019 年我国肉类零食占休闲食品高达 13.5%.....14
图29： 公司固定资产规模持续增长.....14
图30： 公司生猪业务智能化养殖平台.....15
图31： 公司生物安全管理总纲.....15
图32： 2018 年起公司食品加工业务收入水平大幅提升.....16
图33： 公司多元化销售网络，渠道持续优化.....17
图34： 公司差异化猪肉产品享有高品牌溢价.....17

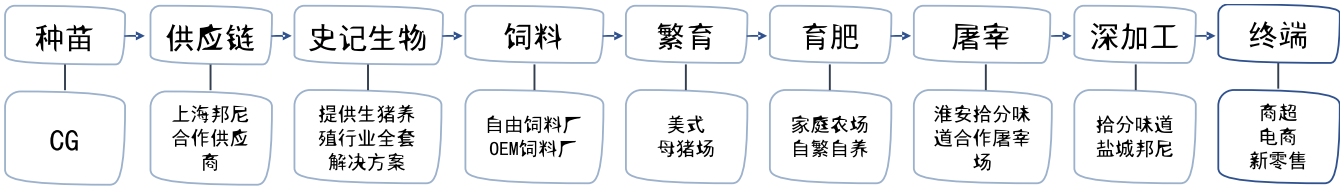
表1： 21 世纪以来五次猪周期猪价波动情况.....9
表2： 公司育种技术优势明显，是生猪行业关键领域的核心竞争力.....15
表3： 天邦股份上市以来股权融资合计募集资金达 47.9 亿元.....13
表4： 天邦股份 2021 年陆续出售疫苗和水产饲料子公司全部股权及猪料子公司部分股权.....13
表5： 猪肉制品是公司食品加工板块的主力.....16
表6： 天邦股份业务拆分.....19
表7： 未来 3 年盈利预测表.....19
表8： 情景分析（乐观、中性、悲观）.....20
表9： 公司盈利预测假设条件（%）.....21
表10： 资本成本假设.....21
表11： 天邦股份 FCFF 估值表.....22
表12： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....22
表13： 同类公司估值比较.....23

公司概况：生猪养殖老牌企业，全产业链协同发展

公司简介及历史沿革：迈向养猪专业化，聚焦猪肉产业链

天邦股份主营业务为生猪育种养殖和猪肉制品加工，是国内发展最早的头部生猪养殖公司之一。目前天邦股份在海内外拥有 100 余家分子公司、近 12000 名员工、1 个天邦研究院、1 家现代化屠宰场、52 家母猪场、2 个种猪核心场、2 个生猪养屠宰一体化生产基地。2021 年公司整体营业收入实现 105.07 亿元，同比略降 2.39%；另外公司 2021 年实现生猪出栏 428 万头，在全行业位列第九，年出栏量同比增长 39%，产能稳步扩张。

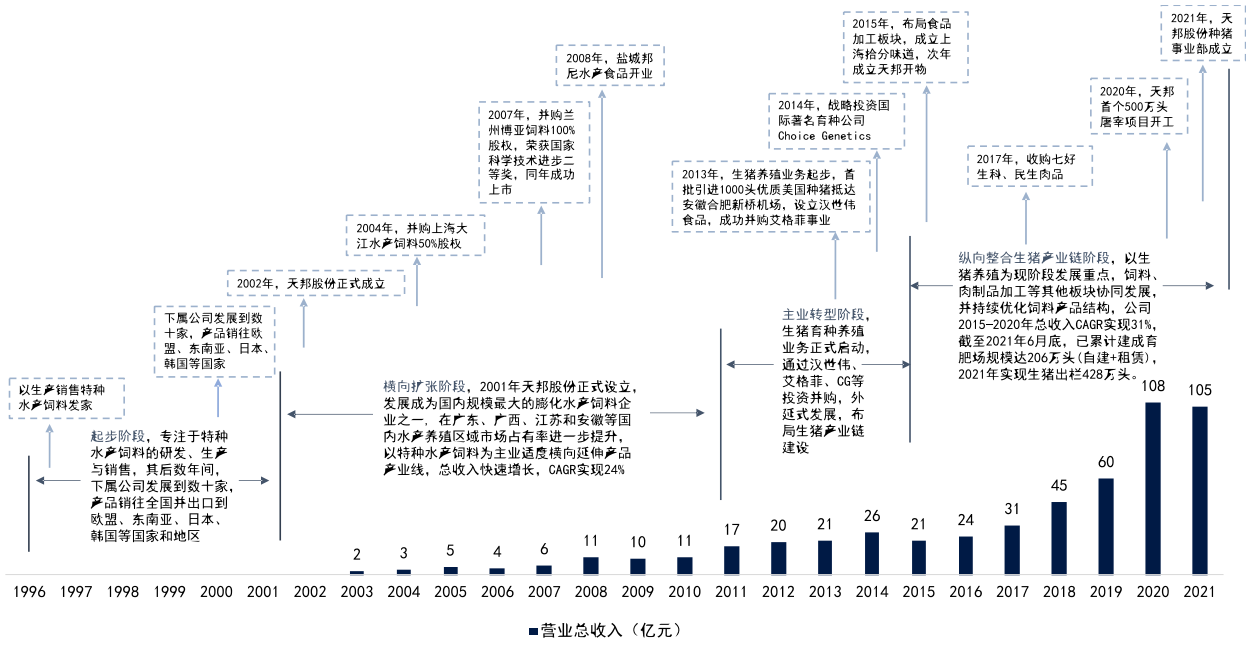
图1：公司是生猪育种、饲料、养殖、屠宰、工程环保的农牧综合体



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

天邦股份的发展可分为四个阶段，1）起步阶段专注特水饲料业务（1996-2001 年）：1996 年公司前身余姚天邦成立，公司创立之初专注于特种水产饲料的研发、生产与销售，其后仅仅数年时间，下属公司发展到数十家，产品销往全国并出口到欧盟、东南亚、日本、韩国等国家和地区；**2）快速成长阶段纵向延伸水产品业务（2001-2010 年）：**2001 年天邦股份正式设立，公司逐步发展成为国内规模最大的膨化水产饲料企业之一，为养殖者全程提供从苗种培育到成鱼养殖的饲料产品，2007 年在深交所上市后不断调整产品结构，在广东、广西、江苏和安徽等国内水产养殖区域市场占有率进一步提升，同时纵向延伸水产品等业务，在这一阶段，公司总收入快速增长，CAGR 实现 24%；**3）主业转型阶段大力发展生猪养殖（2011-2014 年）：**2012 年天邦股份生猪育种养殖业务正式启动，原种猪核心育种场奠基，通过生猪育种养殖公司天邦汉世伟猪业、艾格菲实业、国际猪育种公司 Choice Genetics、拾分味道食品加工公司等一系列投资并购，外延式扩展，布局生猪产业链建设，“一体两翼”的发展方向建立了以绿色饲料为根本的生物制品和猪商业育种的业务方向；**4）整合完善生猪产业链阶段（2015-至今）：**2015 年公司提出将生猪育种养殖、饲料、动物疫苗贯穿到食品四大业务的新战略，其中，生猪板块为现阶段发展重点，饲料、食品等其他业务协同发展，2021 年公司进一步聚焦生猪产业链，出售了疫苗和水产饲料子公司全部股权及猪料子公司部分股权，另外，屠宰端业务加速上量，持续加码食品业务。公司 2015-2021 年总收入 CAGR 实现 30.4%，同时逐步建立起覆盖生猪育种、养殖、屠宰、加工、销售的猪肉产业链闭环，朝着“安全美味的品牌猪肉供应商”战略目标稳步迈进。

图2：天邦股份发展历程

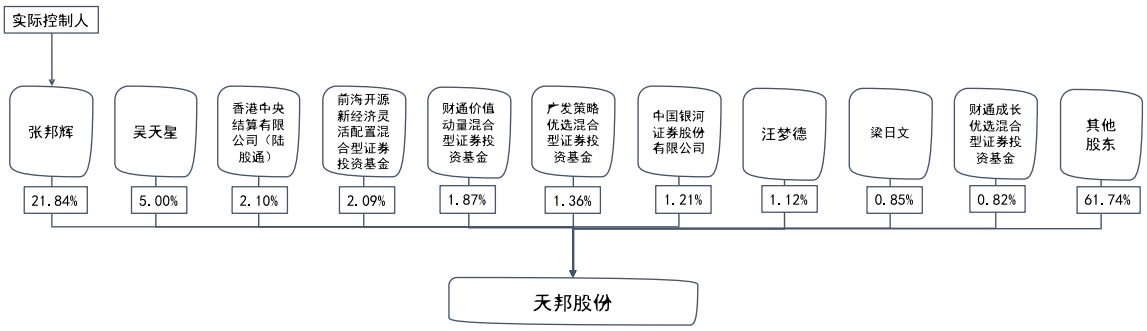


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司治理：拥抱二次创业文化，未来发展看好

公司股权结构较为集中。截止 2022 年第一季度，绝对控股股东、实际控制人及原董事长张邦辉直接持有天邦股份 21.84%，对公司拥有绝对控制权。张邦辉技术出身，是动物营养以及水产饲料领域的专家，他坚持以科技创新构建企业核心竞争力，将可持续发展战略贯穿集团的业务发展，提出“以食为天，应和立邦”的企业宗旨和“做安全、健康、美味的动物源产品”的社会使命，带领公司持续发力生猪及食品板块。

图3：公司股东结构图（截止 2022 年一季报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

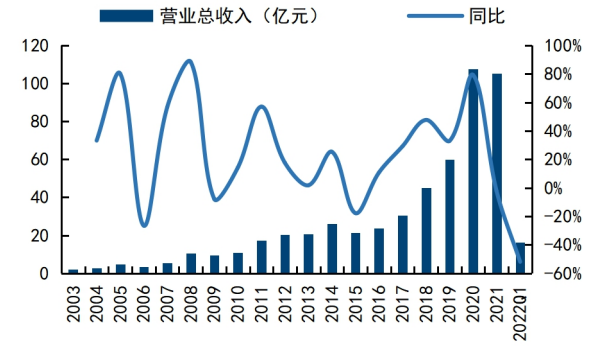
拥抱二次创业文化，完善的激励体系有望充分调动员工的主观能动性。公司拥抱二次创业的文化，坚持长期主义，在原有的艰苦奋斗的文化下，打造一支年轻的、适应变化的团队。2019 年，公司制定《天邦食品股份有限公司创享长期激励计划》，

基于员工创造的业绩价值给予现金性长期激励，绑定员工利益。2021 年 5 月公司发布董事长与高管、核心骨干增持公司股票的计划，并于 2021 年 9 月通过力驶甬江力合一号私募证券投资基金完成增持，增持金额合计为 1.38 亿元，占公司总股本 1.31%。公司通过员工及管理层激励体系的设计和兑现，有望不断吸引优秀人才，带动业绩增长。

经营情况：生猪业务占比稳步提升，2021 年净利受猪价低迷影响承压

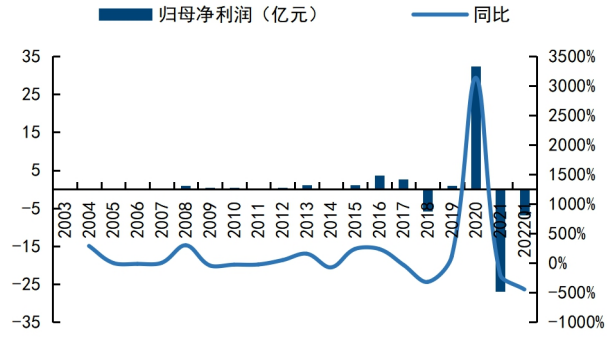
营业收入稳步增长，2021 年净利润受猪价下跌影响承压。自上市以来，公司营收规模逐渐扩大，2021 年公司整体营业收入达 105.07 亿元，同比减少 2.39%，归母净利润亏损 44.62 亿元，同比减少 237.50%，业绩深度亏损主要来自于生猪养殖业务，2021 年生猪价格快速下降，公司全年商品肥猪销售均价同比下降 64%，同时公司根据会计准则有关规定和要求，2021 年度共计提各项资产减值准备合计约 11.94 亿元，其中计提存货跌价准备约 10.61 亿元，应收账款和其他应收款共计提坏账准备约 0.45 亿元，在建工程减值准备约 0.60 亿元，商誉减值准备约 0.29 亿元。

图4：2003 至 2021 年公司营业收入持续壮大



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

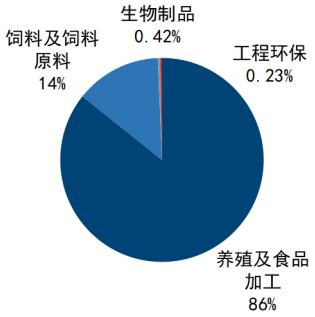
图5：2021 年公司归母净利受猪价影响承压



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

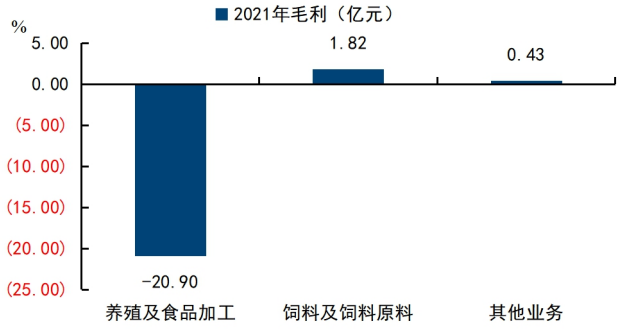
生猪养殖业务为重心，食品业务协同发展。从 2015 年至今，公司重点发展生猪养殖业务，生猪出栏量快速增长，截止 2022 年一季度末，公司能繁母猪存栏达 28 万头，后备母猪约 10 万多头，育肥猪存栏达 250 万头，母猪场已建成产能达 77 万头。同时，公司在 2021 年陆续剥离原有全部的疫苗及水产饲料资产，及部分猪饲料资产，进一步聚焦生猪及肉制品主业。2021 年公司生猪养殖、食品加工、饲料产品、工程环保的营业收入占比分别为 60.44%、25.28%、13.64%、0.23%，公司已形成以生猪养殖为核心，饲料、猪肉制品加工协同发展的全产业链布局。

图6：2021 年公司营业收入构成（按产品分类）



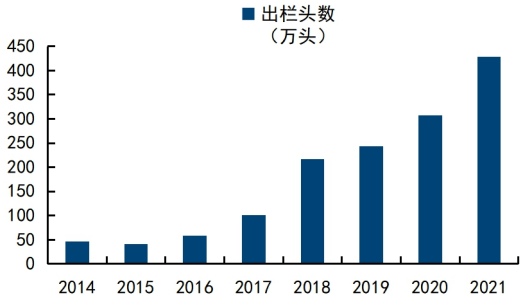
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：2021 年公司各产品毛利情况



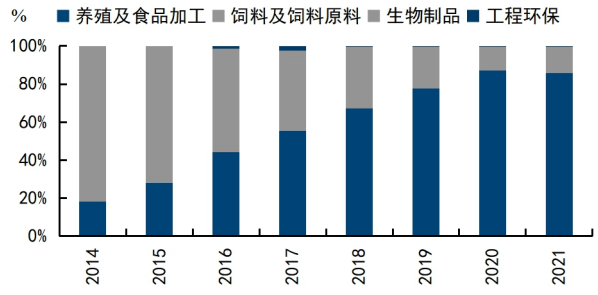
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司生猪出栏规模（万头）自 2015 年起快速增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

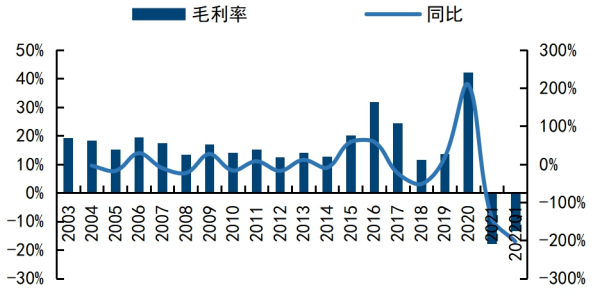
图9：公司养殖及食品加工业务的营收占比逐年上升（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

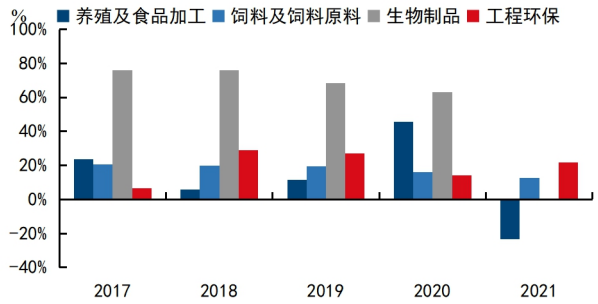
公司整体盈利随猪周期波动的趋势明显。从主营业务收入占比来看，公司养殖及食品业务的占比逐年增加，其于 2017 年首次超过饲料及饲料原料业务，成为公司第一大主业，因此公司的毛利率水平也呈现出和猪价波动相关性更强的趋势。2021 年公司毛利率为-17.8%，同比减少 142%，一方面，由于 2021 年猪价全年呈现快速下行趋势，尤其是在 2021 年三季度猪价跌至 10 元/公斤附近，猪价低迷直接使得公司养殖业务毛利率承受较大压力，另一方面，公司结合市场价格在 2021 年度对消耗性生物资产计提减值约 9.89 亿元，对业绩同比下滑也造成一定影响。

图10：公司毛利率 2021 年及 2022Q1 受猪价波动影响下滑



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：公司分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

行业概况：猪周期蓄势反转，猪肉产业链一体化加速

生猪行业：猪周期反转在即，把握 2022 年最好布局阶段

现金与信心成为判断新一轮猪周期反转的主要矛盾，预判 2022 年情形类似于 2010 年。非洲猪瘟已经是过去式，目前虽然个别地区还有养殖疫情的抬头，但非洲猪瘟在大周期的影响因素里面已经是非主要矛盾，因为行业对防控非洲猪瘟的经验已经成熟。因此，现金与信心就成为判断新一轮猪周期的主要矛盾。我们复盘 2000 年以来的 5 轮猪周期发现，2008-2011 年与 2011-2016 年是蓝耳大疫情后的两轮市场化去产能。新一轮的猪周期更类似于“2008-2011 年猪周期”，都是疫情后的首轮市场化猪周期，因此本轮新周期时间跨度可能略短，而不是被拉长；2022 年更类似于 2010 年，周期虽未反转，但反转在即。

表1：21 世纪以来五次猪周期猪价波动情况

产能去化核心驱动	起止时间	亏损时长（月）	最大亏损幅度（元/头）	盈利时长（月）	最大盈利幅度（元/头）	周期长度	上行阶段启动因素
非典去产能	1997.07~2004.09	9	-200	11	200	7.2 年	1.（核心）“非典”期间宰杀母猪、补栏停滞； 2.（催化剂）04 年禽流感疫情，猪肉替代消费增加； 3.（催化剂）豆粕价格上涨带动养殖成本上升。
疫情去产能	2004.10~2008.04	13	-105	29	585	3.5 年	1.（核心）2006 年高致病性猪蓝耳病疫情导致能繁母猪数量与生产效率双降； 2.（催化剂）饲料价格再升。
市场去产能	2008.05~2011.09	7	-200	33	665	3.3 年	1.（核心）猪价两次探底导致的产能去化； 2.（催化剂）2011 年初雨雪冰冻灾害导致部分地区母猪流产、仔猪腹泻等疫病流行。
市场去产能 环保去产能	2011.10~2016.06	42.5/14	-625/-370 （散户/规模场）	13.5/42	460/720	4.7 年	1.（核心）猪价多底亏损，散户规模场产能双去化； 2.（扰动因素）成本分化和环保禁养导致的规模场扩张与散户去产能并行。 3.（扰动因素）“中央八项规定”、“闰九月”和新环保法实施导致的供需短期失衡。
非瘟去产能	2016.07~2019.11	9/6.5	-325/-326 （外购仔猪/自繁自养）	29.5/32	3080/2781	3.2 年	1.（核心）18 年非洲猪瘟疫情下史诗级蛋白缺口； 2.（催化剂）大范围环保禁养导致生产恢复困难。

资料来源：畜牧产业经济观察，国信证券经济研究所整理（注：受数据限制，第一周期盈亏统计仅包含 2003 年 1 月-2004 年 9 月）

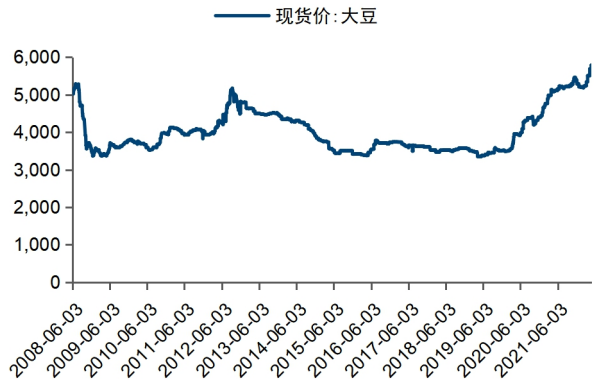
主要矛盾一：养殖高成本和现金损耗力度支持周期反转逻辑

现金层面，行业从 2021 年 5 月份开始就进入深度亏损，一直持续到现在，从亏损的幅度和持续时间上，目前行业面临的成本压力和现金紧张程度是比较接近历史极限的。养殖成本方面，玉米与大豆等原材料价格现在处于历史峰值，而且从基本面来看，粮价并没有出现向下的趋势性拐点，2022 年因为俄乌冲突，粮价存在继续上冲的可能。现金亏损方面，从历史的猪粮比来看，目前的行业亏损程度和亏损持续时间都是历史没有发生过的。因此，我们认为，单纯从现金层面去看，行业是支撑反转逻辑的。

图12：国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位

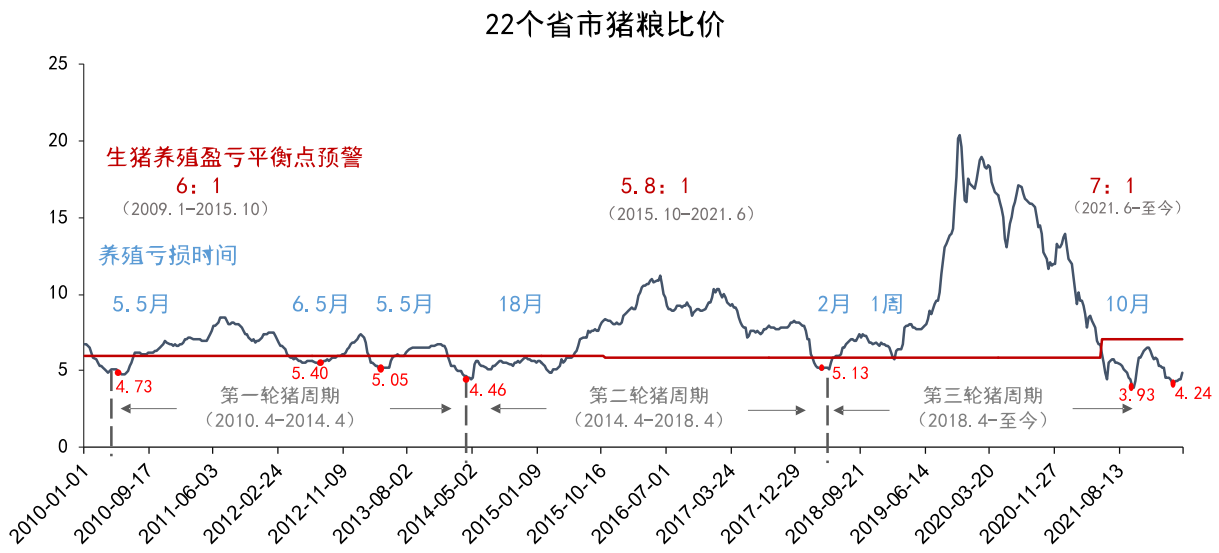
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：国内大豆现货价持续上涨（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：猪粮比在 2022Q1 重回历史最差

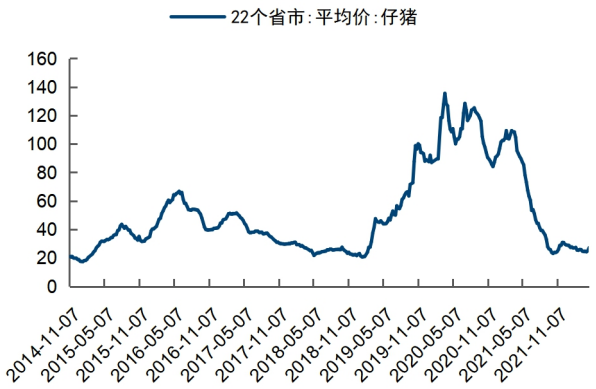


资料来源：中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

主要矛盾二：养殖户的乐观信心不支持周期反转

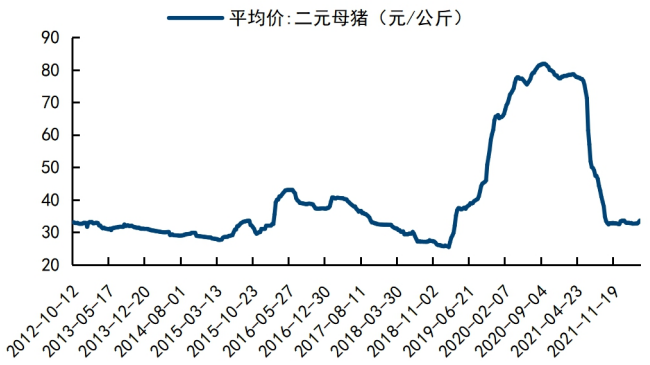
信心比现金重要，我们认为当前养殖行业对下半年猪价态度乐观不支持周期马上反转。我们追溯 2014 年底到 2015 年初的猪周期反转（上一轮市场化去产能），当时行业不仅现金紧张，更关键的是行业养殖户对未来没有信心。根据牧原股份 2014 年的年报披露，当中提到“博亚和讯认为，2015 年生猪‘去产能’还将持续一段时间”，同期的上市公司也维持谨慎态度，但实际上 2015 年上半年行业产能迅速出清，周期迎来大反转。反观 2022 年上半年，行业对后续的猪价很乐观，行业的乐观态度可能已经反应在养殖户的行为上。同时，仔猪和母猪的价格近期都出现了明显的上涨，以及生猪期货远月合约的价格近期也出现了快速上涨，这也侧面验证了我们的观点。

图15：仔猪价近期明显上涨



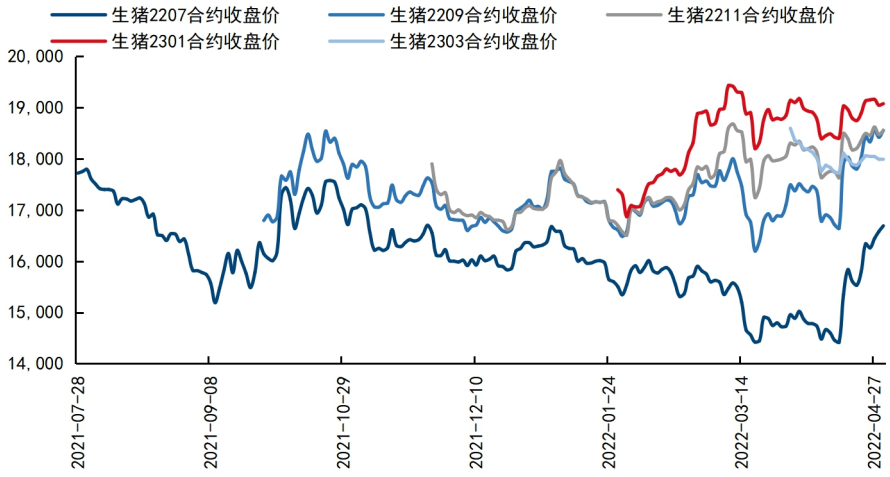
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：母猪价出现上抬趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：生猪期货远月价格近期快速上涨



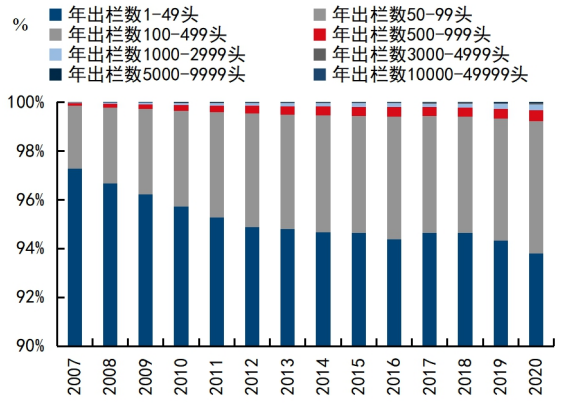
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们预计 2022 年底到 2023 年上半年启动产能反转。我们认为，养殖户对下半年猪价的乐观态度会让下半年的猪价反弹持续高度不及预期。假若下半年生猪猪价高点不及 18 元/公斤，那就意味着 2022 年猪价最高的时候绝大多数养殖企业都不赚钱（以现在配合饲料一公斤 4 块多的价格测算，下半年规模养殖企业的成本压力不小，平均养殖成本或在 18 元/公斤之上）。因此，我们预判，到 2022 年底的时候，行业现金有望进一步损耗，在猪价不及预期后养殖户的信心或将发生改变，行业加快产能去化，猪周期迎来反转高光时刻。

农民产能占比仍大，猪周期不存在拉长可能

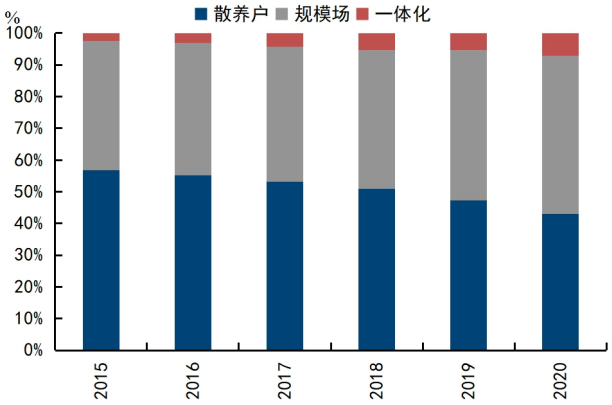
根据中国畜牧业统计年鉴最新披露，2020 年我国年出栏数在 500 头以下的生猪散养户数量仍较多，占全部养殖户数量的比例达 99.22%。根据农业部监测，2020 年农民产能占比仍然较高，年出栏数在 500 头以下的散养户出栏占比达 43%，规模场出栏占比达 50%，一体化场出栏占比接近 7%。我们认为农民产能占比高是可以左侧布局猪周期的核心，因为农民现金储备较弱，只要农民产能占比较高，猪周期就不存在拉长可能，养殖行业就没有太高的持有机会成本，可以时间换空间。

图18：我国生猪散养户数量仍较高



资料来源：畜牧业统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图19：目前散养户产能占比仍接近 43%



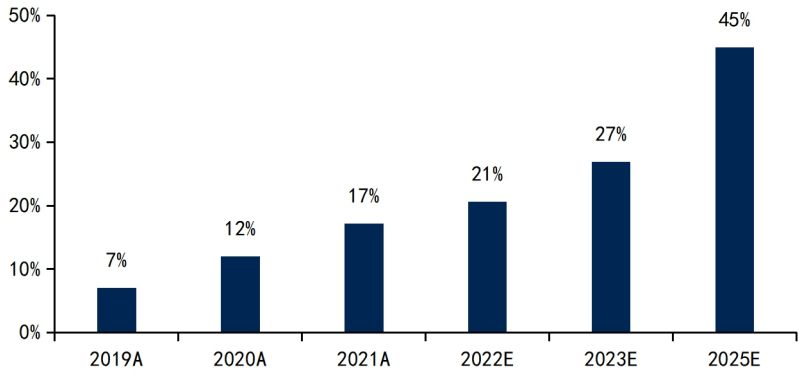
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

2022 年生猪养殖板块具备明显的相对收益，我们认为机构左侧布局核心还是基本面驱动。这个驱动逻辑就在于：猪价低与高价格的饲料共振，加快养殖亏损，现金损耗加快，周期提前反转。而从短期来看，猪价或将迎来季节性反弹，猪价反弹就会弱化产能去化逻辑，我们甚至认为在 2022 年 9 月前会出现个别月份能繁母猪存栏环比增加的情况。假如板块回调，应该是布局养殖板块最好的阶段。

肉制品行业：养殖规模化加餐饮连锁化，行业集中度将不断提升

生猪养殖规模化进程加速，养屠一体化是大势所趋。在非洲猪瘟疫情或成常态的情形下，规模养殖企业的市占率有望加速提升，行业集中逻辑强化。从上市养殖企业 2019-2021 年出栏以及 2022-2023 年出栏预测数据来看，两年时间头部 10 家的市占率可能会从 2021 年的 17%短期提升到 2023 年的 27%，到 2025 年有望提升到 40%-50%，行业加速规模化进程。对比美国生猪产业链屠宰端的规模化自下而上推动养殖端的规模化，国内生猪养殖头部企业市占率的加速提升有利于大型屠宰企业获取稳定的高品质生猪供给，进一步扩大市占率，中小规模屠宰企业的生存空间或将持续恶化。

图20：未来 5 年我国生猪养殖规模化会加速推进，2025 年 CR10 预计达 45%

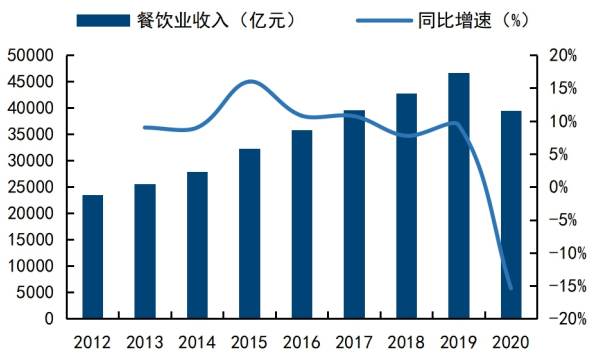


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理并预测

从下游端来看，连锁餐饮业蓬勃发展，倒逼原材料供应商集中。近年来，我国连锁餐饮及食品加工行业处于稳健扩张阶段，市场规模持续壮大，2019 年国内餐饮行业的规模超过 4.7 万亿元，2020 年受新冠疫情影响略降至 4 万亿，2015-2019 年复合增速为 8%。另外，我国餐饮品牌的连锁化率也快速提升，连锁门店增速是行业整体门店增速的 3 倍，但是我国餐饮连锁化率远低于发达国家，2013-2017 年一直保持 5%左右，相比美国和日本 50%左右的连锁化率，我国餐饮连锁化率仍有很大提升空间。

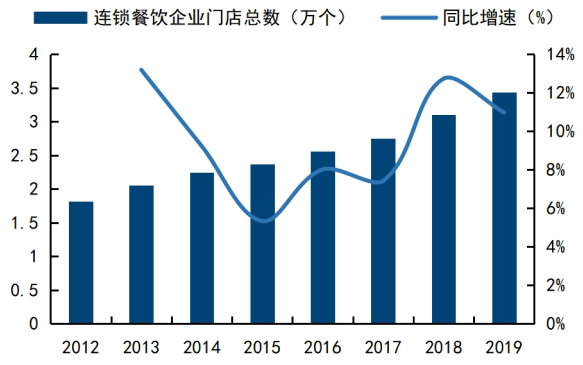
参照美国下游终端零售业自上世纪 80 年代开始大规模扩张，倒逼屠宰企业整合升级的发展经验，由于连锁餐饮及大型食品加工企业对供应商在品质的要求不断提高，预计我国生猪屠宰行业集中度将逐步提升。由于面临人力成本压力以及受益中央厨房模式的快速发展，我国餐饮及食品加工企业越来越倾向于将原料预处理工序前置到供应商，以节省人力和成本，因而对屠宰企业精细拣选原料肉以及定制化精加工的能力提出更高要求，由此更加利好规模屠宰企业。

图21：2015-2019 年我国餐饮行业营收 CAGR 为 8%



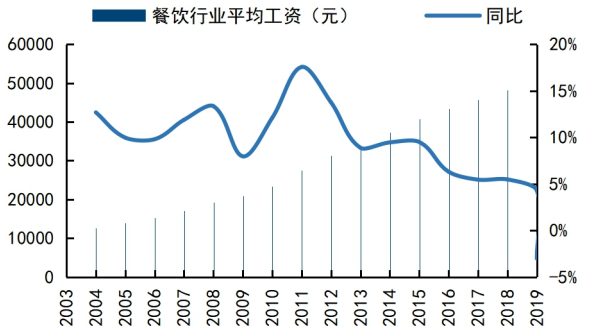
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：2013-2017 年我国餐饮连锁化率在 5%左右



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：2003-2019 年我国餐饮行业平均工资持续上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

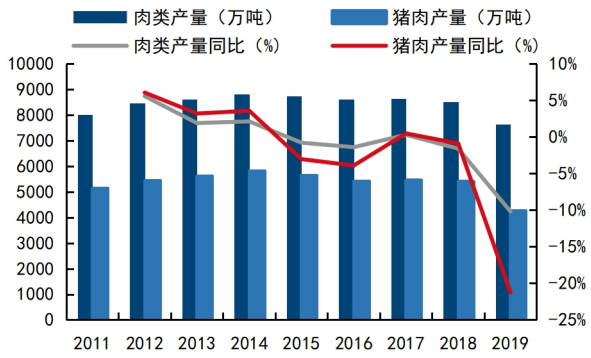
图24：美国生猪产业链整合“自下而上”

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

肉制品产量占比或将进一步提升，行业发展前景广阔。我国肉制品行业发展经历了计划—起步—发展—跨越四个阶段，如今具备成熟的产业发展规模，但是肉制品产量在整体肉类产量中占比依然较低。2018 年我国肉制品产量为 1700 万吨，

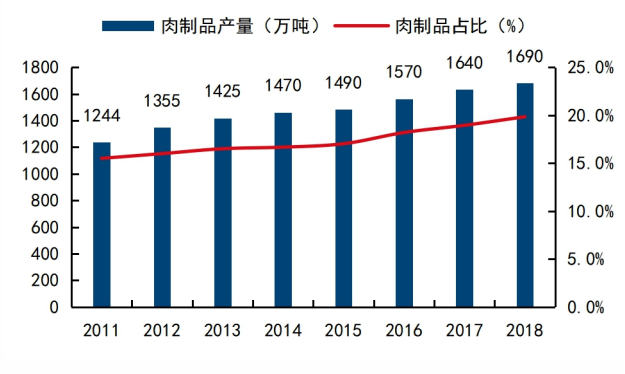
占肉类产量 20%，而欧美日等成熟市场同期占比约 40%-50%，还存在很大差距。从时间维度来看，我国肉制品占比从 2011 年 16%稳健提升至 2018 年 20%。从需求弹性来看，在近几年猪肉产量受非洲猪瘟干扰明显下降的背景下，肉制品行业规模仍实现稳定增长，更表明肉制品需求旺盛，市场发展迅速。由此我们看好肉制品发展前景，肉制品在整体肉类产量占比有望保持增长趋势。

图25：2014-2019 年我国肉类和猪肉量逐年下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

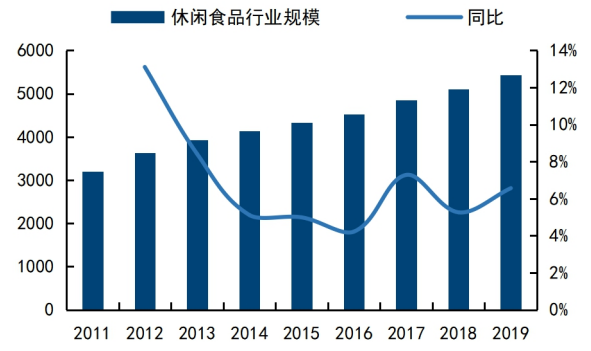
图26：2011-2018 年我国肉制品占比逐年提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

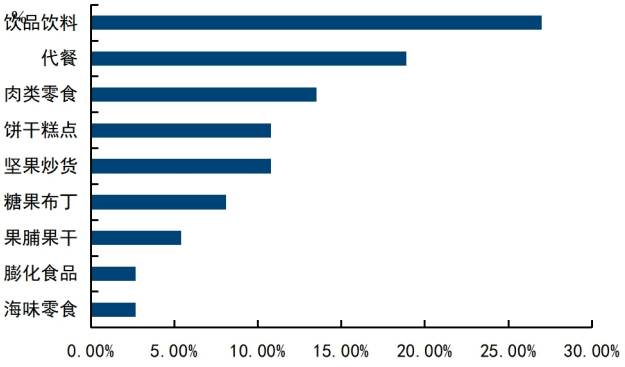
肉制品产品种类不断丰富，新宠将占据更多市场份额。肉制品因口味及加工方式的多样性，品种日益多元化，其中功能性肉制品和休闲肉制品备受青睐，市场前景广阔。功能性肉制品指将营养保健元素通过适当载体添加到传统肉制品中，经食用能达到一定保健目的的肉制品，目前发展前景较好的功能性肉制品包括低脂肉制品、低盐肉制品、含膳食纤维的肉制品。根据 Zion Market Research 预计，到 2025 年全球功能性原料市场将达到近 1 亿美元，具有功能性的原料会以更多样的形式应用于食品饮料中。此外，随着休闲生活逐渐流行，休闲食品的消费量逐渐增大，2019 年我国市场规模为 5439 亿元，2011-2019 年 CAGR 为 6%，而肉类零食 2019 年占比高达 13.5%，仅次于饮品饮料和代餐。此外，休闲食品行业较为分散，尚未有强势品牌出现，具有口味创新实力的企业或将受益。

图27：2011-2019 年我国休闲食品市场规模 CAGR 为 6%



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

图28：2019 年我国肉类零食占休闲食品高达 13.5%



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

公司看点：生猪主业稳健扩张，食品加工快速发展

生猪：育种、资金、运营等优势奠定养殖规模快速扩张基础

我们认为天邦股份作为深耕生猪养殖的老牌企业，有望凭借在育种、资金、运营方面的优势打造自身的阿尔法，实现成本边际改善及出栏稳步增长，或将充分受益周期反转后带来的猪价红利。具体分析如下：

育种：技术水平国际领先，养殖效率提升有望

公司坐拥顶尖育种公司 CG 41%股权，育种实力持续增强。天邦前瞻性布局生猪育种体系，主要优势来源于两个方面：

一方面，天邦拥有世界领先的育种公司 CG 40.69%的股份，全面对接其育种体系，并获得全基因组测序技术，目前做到公猪全部测定，真正地能区别出好猪。天邦全资子公司汉世伟猪业于 2014 年增资收购国际著名的育种公司 Choice Genetics SAAS 40.69%的股权。CG 曾经是全球唯一的同时拥有应用基因组选择及 CT 测定技术的公司，公司通过战略投资 CG 获得了全球顶尖的基因库/品种库，在中美法三地联合开展价值育种，并实现大数据、全基因组选择、CT 活体测定、优秀公猪克隆和冷冻精液等新技术的应用，加快遗传改良及遗传传递。同时，公司借收购 CG 也与 CG 的第一大股东克里莫在猪遗传领域达成战略合作，克里莫是世界第二大多物种动物遗传公司，该合作关系的确立有望助力天邦在养猪繁育体系保持技术领先优势。

另一方面，天邦在种猪群的布局上也形成了核心竞争力，公猪站、核心群持续扩大，不仅能保证自更新，还能提供给行业内更新。截至 2021 年 6 月底，公司在安徽、广西拥有两个遗传核心场，对应合计 6000 头核心群规模，两个核心场皆配备世界一流的种猪测定系统，包括自动喂料测定系统和 CT 扫描测定系统。同时，公司核心场规模仍在持续壮大的进程当中，2021 年公司已开工新建一个 3000 头规模的高级别遗传核心场，准备从国外引种 2000 头，另有两个合计规模达 2200 头规模的现代化公猪站也在按计划建设中。此外，据公司 2021 年 11 月披露的公告，从公司种猪 PSY 水平来看，公司正常投产的猪场 PSY 可达 25 左右，位于行业领先，同时，公司在繁殖能力、料肉比、日增重这三个指标上的表现都非常亮眼，预计未来随着公司优良种猪体系的持续壮大，整体的养殖效率有望进一步提升。

表2：公司育种技术优势明显，是生猪行业关键领域的核心竞争力

技术名称	技术描述	所处阶段
全基因组选择技术	利用全基因组遗传标记信息对个体进行遗传评估，能够更加准确地早期预测估计育种值，降低近交系数，大大提高育种的遗传进展。	全面推广运用
CT 活体扫描测定技术	基于 X 射线沿动物身体 360°的全景透射扫描后，根据不同组织密度获得辐射量衰减多或少的一种活体动物胴体组成的非 侵入式先进技术。	全面推广运用
深部输精技术	在传统的人工授精基础上，使用更为先进的技术和特殊的人工输精器械，将公猪精液从更深入子宫的部位甚至是输卵管输入，以达到让精子更容易进入输卵管与卵子结合的目的。	全面推广运用
冷冻精液技术	利用干冰（-79℃）、液氮雾等作冷却源，将精液特殊处理后，保存在超低温的液氮（-196℃）状态下，达到长期保存的目的，并且解冻后输精的过程。	全面推广应用

资料来源：公司官网、刘敬顺《种猪 CT 活体测定技术简介及应用挑战》、国信证券经济研究所整理

资金：善用融资工具，夯实现金储备

背靠上市平台优势，持续融资保障生猪全产业链项目布局。截止 2022 年一季度末，公司上市以来直接融资和间接融资的合计募集资金已达 94.8 亿元。股权融资

方面，上市后公司通过非公开发行股票的方式分别于 2015 年、2017 年、2020 年募集资金 4.5 亿元、14.8 亿元、26.7 亿元。间接融资方面，公司每年也保持较大规模的银行借款，按增量负债计算，公司上市以来累计新增短期贷款 23.51 亿元，累计新增长期贷款 23.47 亿元。另外，在银行授信额度上，据公司 2022 年 4 月董事会决议公告，公司及其控股子公司在 2022 年度拟向相关商业银行等金融机构申请总额不超过人民币 200 亿元的综合授信额度，有望保障公司在猪价周期底部的现金流。

表3：天邦股份上市以来股权融资合计募集资金达 47.9 亿元

募集年份	募集方式	募集资金总额（亿元）
2007	首次公开发行	1.9
2015	非公开发行募集资金	4.5
2017	非公开发行募集资金	14.8
2020	非公开发行募集资金	26.7
合计		47.9

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在周期底部进一步聚焦生猪主业，出售饲料及动保股权夯实资金储备。为了更加聚焦于以生鲜猪肉及肉制品为主体的产业链的搭建和完善，公司于 2021 年出售了疫苗和水产饲料子公司全部股权及猪料子公司部分股权。具体来看：

1）疫苗资产方面，天邦股份于 2021 年 3 月将旗下生物制品子公司成都天邦及南京史记生物的 100%股权以 5.1 亿元的总交易对价转让，正式全部剥离疫苗生产业务。

2）饲料资产方面，天邦股份于 2021 年 7 月公告拟向通威股份转让旗下水产饲料全部资产及业务；同时在猪饲料上与其形成战略合作，水产饲料及猪饲料资产的交易总额预计约为 12.5-15 亿元。具体合作上，一方面，公司拟向通威股份转让旗下猪饲料全部资产及业务的 51%股权（其中生产核心料的安徽天邦饲料科技有限公司和生产发酵料的安徽天邦生物技术有限公司转让 49%股权，公司仍将继续控制核心料及生物发酵料业务，以保障未来代工生产饲料质量），另一方面，未来天邦股份全部饲料需求将托付给双方合资公司及通威股份，通威股份承诺向公司供应安全可靠、性价比高的饲料产品。

我们认为疫苗及饲料相关资产的出售，彰显出公司管理层向生鲜猪肉及肉制品进一步聚焦的决心，同时，亦使得公司在猪周期底部拥有了更充沛的现金流，截止 2022 年 1 月底公司已收到相关股权转让款 17.2 亿元，预计产生税前投资收益 6.9 亿元，公司现金储备得到进一步夯实，有利于保障生猪主业的稳定经营。

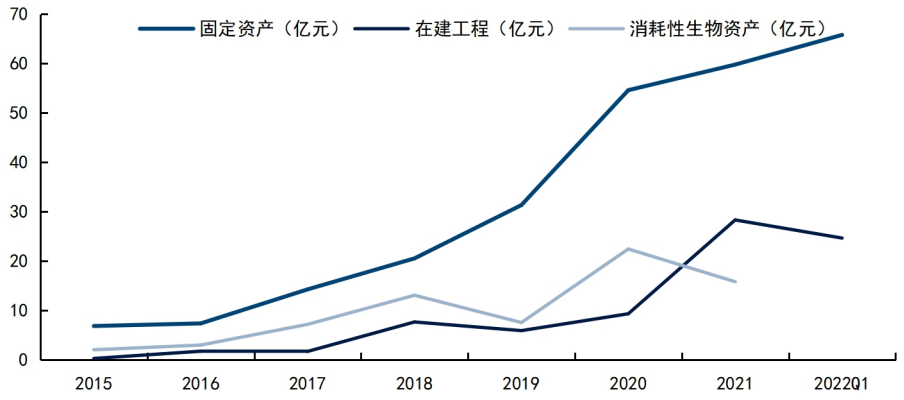
表4：天邦股份 2021 年陆续出售疫苗和水产饲料子公司全部股权及猪料子公司部分股权

公告日期	交易概况	交易对价总计
2021/3/16	**动保资产：**天邦股份将成都天邦生物制品有限公司 100%股权和南京史纪生物科技有限公司 100%股权出售给贤丰控股股份有限公司和深圳市宏屹投资发展有限公司。本次交易完成后，天邦股份疫苗生产业务将全部剥离，不影响上市公司其他业务的正常经营。	5.1 亿元（截至 2021 年 7 月已收到转让款 4.64 亿元）
2021/8/31	**水产饲料资产：**天邦股份拟向通威股份转让宁波天邦饲料科技有限公司 100%股权、青岛七好生物科技有限公司 100%股权、宁波天邦生物技术有限公司 100%股权、越南天邦饲料有限公司 65%股权，交易总额为 10.8 亿元。本次交易完成后，上市公司水产饲料业务将全部剥离，不影响上市公司其他业务的正常经营。	10.8 亿元（截至 2022 年 3 月已支付完成）
2021/9/22	**猪饲料资产：**天邦股份拟向通威股份转让安徽天邦饲料科技有限公司 49%股权、安徽天邦生物技术有限公司 49%股权、盐城天邦饲料科技有限公司 51%股权、南宁艾格菲饲料有限公司 51%股权，蚌埠天邦饲料科技有限公司 51%股权，湖北天邦饲料科技有限公司 51%股权，东营天邦饲料科技有限公司 51%股权，交易总额为 1.91 亿元。	1.91 亿元（截至 2022 年 1 月已支付完成）
合计		17.81 亿元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

充足的资金储备助力公司在周期底部稳步扩张，2022 年规划 500 万头生猪出栏。公司母猪场及育肥场产能储备充足，产量有望持续增长。据公司 2022 年 4 月公告披露，目前公司已建成母猪场产能达 77 万头，育肥存栏产能总体 500 万头以上（“自建+租赁”产能 250-260 万头，“合作农户”产能 200 多万头），足够支撑年 1000 万头出栏。考虑到公司在新的疫情形势下重点发展的“租养”模式已成熟，未来产能有望继续扩张，在猪价下行的节点下，实现以量补价。

图29：公司固定资产规模持续增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

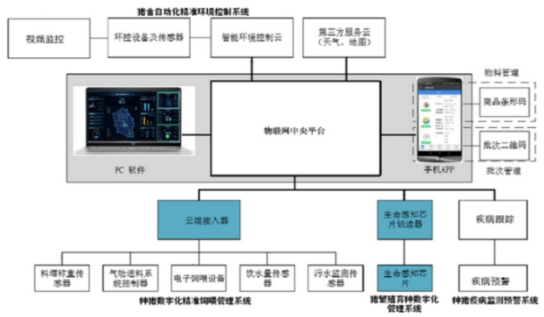
运营：养殖模式持续优化，智能养猪降本增效

自建育肥叠加租赁育肥，轻资产模式下实现快速扩张。在养殖模式上，公司借鉴美国的“育肥场+母猪场”的两点式生产模式，即分为公司负责断奶仔猪生产以及农户负责断奶仔猪育肥两阶段，减少了猪群循环感染的风险，在非瘟常态化的大背景下为公司做好非瘟防控工作奠定了良好基础。其中，母猪场主要由公司自主投资建设，少部分租赁使用，有效保障了对断奶仔猪生产环节的掌控。而在育肥体系的建设上，公司推行“自建+租赁+代养”三结合的方式，考虑到租赁育肥场属于轻资产的扩张模式，短期资金占用较少，租赁费以及育肥的人工工资的整体费用少于农户的代养费，因此未来公司育肥产能扩张也计划以租赁育肥为主，以轻资产为主的组合养殖模式远期有望进一步降低公司生产成本。家庭农场方面，截止 2021 年 12 月底，与公司签约的合作家庭农场为 1308 户，较 2020 年底增加 15%；家庭农场的平均存栏规产能超过 2200 头，较 2020 年底增加 29%。租赁育肥场方面，公司通过租赁高标准育肥场自己育肥，以降低生物安全风险、提高生产效率，截止 2021 年 12 月底，已投产租赁育肥合作户数为 112 户，较 2020 年底增加 42%；单户平均存栏规模超过 1.45 万头，较 2020 年底增加 12%。

智能化养殖布局有望提高生产效率，数字化布局或降低生猪养殖成本。智能化养殖是公司养殖业务未来的发展方向，公司自主研发了核心的生产管理系统，进一步提高数据安全和管理能力，同时自有 APP 和小程序已经上线，确保数据采集端口的统一。公司已经全面使用育肥猪只电子芯片耳标，通过设备自动扫描记录猪只身份，可以实现溯源管理，也大大方便了对生物资产的实时监控。在智能化研发方面，公司在概念验证性测试(POC)实验场进行大量图像识别、人工智能及物联网在智能化养殖上的应用研究，并与东南大学联合成立了智慧农业联合实验室，目前已完成实验室试验，有望进一步推广应用，公司未来将结合应用场景和生产过程研发能大批量落地使用的智能化解决方案。此外，公司在 2021 年亦启动数字

化转型，引进管理软件 SAP，并同埃森哲签署战略合作协议，全面规划公司数字化转型工作建设的路线图，有望进一步提高管理效率。

图30：公司生猪业务智能化养殖平台



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图31：公司生物安全管理总纲

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

降本增效举措已初有成效，未来成本有望进一步下降。据公司公告披露，公司 2022 年一季度养殖完全成本为 20.96 元/公斤，其中，育肥完全成本为 18.68 元/公斤（不包括淘汰种猪、仔猪成本），仔猪断奶成本接近 500 元/头，较 2021 年平均断奶仔猪成本 564 元/头进一步下降。公司致力于成本的持续改善，一方面，公司坚持推进猪场舒适度改造等方式，以增强防疫效果、提升生产效率，目前已取得良好进展，据公司 2022 年 4 月份公告披露，改造后的南京星甸场首批育肥猪即将出栏，目前死亡率不足 5%，此外，公司预计到 2022 年夏天（6 月底-8 月）可完成全部猪场改造。另一方面，公司正在清退闲置产能，以提升产能利用率，降低分摊费用。据公司预计，正常满负荷下，2022 年底的全成本目标为 16 元/公斤，断奶仔猪成本达到 350 元/头。未来公司的成本改善效果有望在盈利中得到进一步兑现。

食品：全产业链优势明显，销售渠道持续优化

致力于完善猪肉产业链，猪肉制品业务加速发展。公司在食品加工板块的主营业务为猪肉生鲜产品、猪肉深加工产品以及部分水产品，有望成为公司生猪业务向下游的延伸后新的盈利增长点。公司于 2015 年开始布局肉制品加工，屠宰的生猪来源于生猪养殖板块，依托拾分味道的现代化屠宰工厂，以片猪肉与精分割产品的形式，通过上海、南京两个城市服务中心、经销商和电商平台供应市场。2018 年以来公司猪肉制品加工业务实现了突飞猛进的增长，2018 年收入首次突破 2 亿元，2018-2021 年收入 CAGR 达 127.05%。

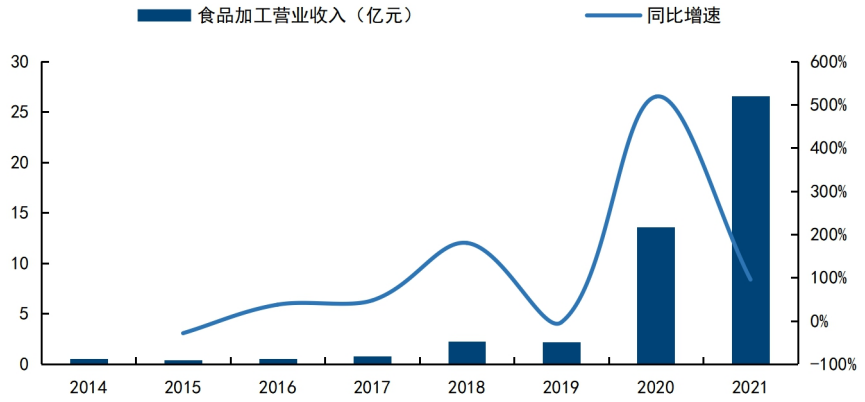
屠宰产能稳步上量，规模经济效应有望体现。公司 2021 年屠宰量达 133.13 万头，较 2020 年增长 307%，对应营业收入为 26.57 亿元，同比增长 95.48%，对应业绩亏损 7581.09 万元，食品加工业务净利润率达-2.85%，较 2020 年-2.64%的水平基本持平，2021 年食品加工业务亏损主要系计提存货减值 6328 万元，以及公司储备人员增加，食品事业部人员在 2021 年年底达 1300 人，同比增长 160%，人均效率有待提升。2021 年底公司在阜阳的“年屠宰 500 万头屠宰及肉品深加工项目”一期工程基本完成建设，并于 2022 年 1 月试投产运营，该项目引进了世界一流技术水平的屠宰与深加工先进工艺，是亚洲单体最大的现代化屠宰加工厂，先进的自有屠宰产能为公司发展食品业务奠定了良好基础。未来经营规划方面，公司 2022 年仍以规模优先、兼顾效益为发展原则，预计 2022 年屠宰达 300 万头以上，2023 年实现满负荷运转，规模效应有望逐步体现。

表5：猪肉制品是公司食品加工板块的主力

优选生鲜（气调盒包装）	优选生鲜（分割品）		冷冻猪肉	鲜味水产	美味熟食
冷鲜厚五花肉	肋排	筒子骨	冻肋排	大黄鱼	酱口条
冷鲜猪肋排骨	五花肉	扇子骨	冻猪肚	大闸蟹	咸香猪肚
冷鲜带骨梅花大排	小排	精肉丝	冻猪舌	梭子蟹	广式卤猪耳
冷鲜猪小里脊	梅肉	肉馅		甲鱼	广式叉烧
冷鲜带皮夹心肉	精瘦肉	白条			苏式香肠
冷鲜猪排骨	带皮后腿肉	前段			后腿腊肉
冷鲜猪肉丝	小里脊	中端			酱卤香肘
冷鲜猪爪	带皮前腿肉	后段			无淀粉火腿
冷鲜梅肉	肘子				徽派刀饭香
冷鲜肉糜	大排				徽派香肠
冷鲜猪肚	龙骨				
冷鲜猪肝	猪蹄				

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图32：2018 年起公司食品加工业务收入水平大幅提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

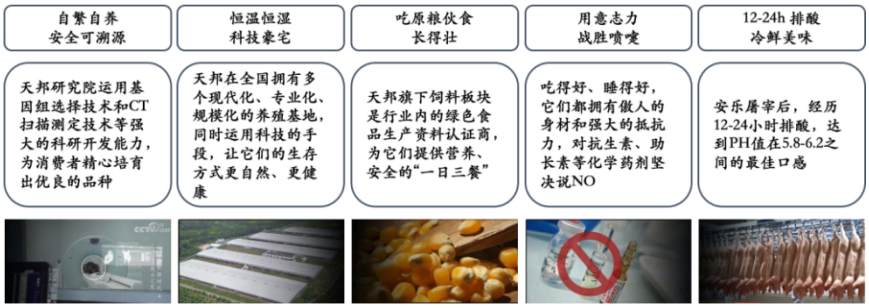
多元化销售网络，渠道持续优化。从细分渠道来看，公司不断开拓商超卖场、专卖店、团购餐饮、天猫电商及经销贸易为主的销售渠道。自 2016 年 8 月份起，公司品牌食品拾分味道先后进入了易买得、卜蜂莲花、联华、沃尔玛、第一食品五个商超系统，并上海建立了直营专卖店和合伙人门店，在昆山设立了食品加工中心。2019 年，公司在江苏淮安的屠宰场和上海的加工配送中心投入正常运营，逐步形成以上海为中心并辐射到长三角江苏、安徽和浙江的销售网络，并抓住生鲜电商发展契机，精分割包装产品进入头部生鲜电商平台。2020 年，公司将率先完善上海、南京两个城市服务中心，建立以分割、包装、配送的标准化流程，为下游渠道提供灵活、快速服务，并择机在长三角其他大中城市以及北京、广州和深圳复制城市服务中心。2021 年，公司进一步加快线上生鲜平台、线下精品超市、特色餐饮、社区团购等新兴渠道的拓展，电商销售额同比实现较大幅度增长。

图33：公司多元化销售网络，渠道持续优化

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全产业链优势明显，差异化终端产品享有高品牌溢价。公司在同行业中最具特色的是围绕生鲜肉及肉制品和搭建和完善了整套完整的产业链体系，从种源、饲料、养殖向屠宰、分割、食品加工、终端销售渠道进行延伸。通过外部交易内部化、减少交易成本、提高效率，可以获得价值链上每个环节增值的利润，有效平抑猪周期的波动。同时，产业链的延伸将有助于实现安全、美味猪肉的溢价销售，公司抗风险能力、盈利能力有望增强。此外，2018 年非瘟发生后，国家开始限制生猪的调运，对食品安全的要求更为严格，由“调猪”到“调肉”将是未来的发展趋势。公司自有猪肉品牌“拾分味道”的建立有望增强公司在生猪全产业链的竞争力，其在 2020 年被评为“2020 年上海食用农产品十大畅销品牌”，2021 年也被中商情报网列为“中国猪肉主要品牌”之一，公司的品牌与市场影响力有望在未来进一步增强，或将进一步增厚公司的品牌溢价水平。

图34：公司差异化猪肉产品享有高品牌溢价



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

猪饲料：公司于 2021 年出售全部水产料及部分猪料资产，预计 2022 年饲料销量将大幅下降，另外，公司饲料经营以供给自有生猪养殖运营为主，预计 2023-2024 年饲料销量有望随公司生猪养殖量增长保持稳中有升。我们预计 2022-2024 年公司饲料销量合计达到 35.63 万吨、39.19 万吨、46.31 万吨。同时，由于受到 2022 年玉米、大豆等饲料原材料价格大幅上涨的影响，预计 2022 年饲料毛利率将有所下降，2023-2024 年或略有改善，预计 2022-2024 年毛利率分别为 12%/13%/13.5%。

生猪养殖：预计公司 2022-2024 年生猪出栏量分别为 500/550/650 万头。同时，考虑到公司改造猪场、产能利用率提升等降本增效举措稳步推进，预计未来公司成本有望保持下降趋势，同时我们预计 2022 年底-2023 年上半年猪周期有望反转，假设 2022-2024 年商品猪销售均价分别为 15/19.5/23 元/公斤，预计 2022-2024 年生猪养殖业务毛利率分别为-12%/23%/38%。

食品加工：公司食品业务进展较好，随产能利用率提升及渠道优化，有望进一步扩大规模，我们预计 2022-2024 年公司食品加工板块收入为 39.85/51.80/62.16 亿元，同比增长 50%/30%/20%，毛利率逐步改善，2022-2024 年预计分别为 3%/5%/5%。

其他业务：其他业务主要包括环保工程、生物制品等业务，考虑到公司已于 2021 年出售疫苗资产，因此对于其他业务，2022 年起仅考虑环保工程业务的收入及盈利，预计 2022-2024 年其他业务收入分别为 0.25/0.26/0.28 亿元，毛利率基本保持稳定，2022-2024 年预计分别达 20%/20%/20%。

表6：天邦股份业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
饲料业务						
收入（百万元）	1269	1270	1433	839	877	1016
增速	-7.5%	0.1%	12.8%	-41.4%	4.5%	15.8%
毛利（百万元）	248	205	183	101	114	137
增速	-8.1%	-17.4%	-10.9%	-44.8%	13.2%	20.3%
毛利率	19.6%	16.1%	12.7%	12.0%	13.0%	13.5%
生猪养殖业务						
收入（百万元）	4444	8026	6350	7788	11045	15525
增速	58.6%	80.6%	-20.9%	22.6%	41.8%	40.6%
毛利（百万元）	528	4260	-2133	-898	2593	5932
增速	187.0%	706.7%	-150.1%	57.9%	388.8%	128.8%
毛利率	11.9%	53.1%	-33.6%	-11.5%	23.5%	38.2%
食品加工业务						
收入（百万元）	220	1359	2657	3985	5180	6216
增速	-3.1%	517.7%	95.5%	50.0%	30.0%	20.0%
毛利（百万元）	1	29	44	120	259	311
增速	-107%	4034%	49%	173%	117%	20%
毛利率	32.0%	2.2%	1.7%	3.0%	5.0%	5.0%
其他业务						
收入（百万元）	74	109	68	25	26	28
增速	-36.6%	47.6%	-38.2%	-63.1%	5.0%	5.0%
毛利（百万元）	44	51	42	5	5	6
增速	-47.9%	16.2%	-17.4%	-88.1%	5.0%	5.0%
毛利率	59.1%	46.5%	62.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计						
收入（百万元）	6,007	10,764	10,507	12,637	17,129	22,785
增速	32.9%	79.2%	-2.4%	20.3%	35.5%	33.0%
毛利（百万元）	821	4,545	-1,865	-673	2,971	6,385
增速	55.4%	453.5%	-141.0%	63.9%	541.8%	114.9%
毛利率	13.7%	42.2%	-17.8%	-5.3%	17.3%	28.0%

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年公司营收126.37/171.29/227.85亿元，同比20.3%/35.5%/33.0%，毛利率-5.3%/17.3%/28.0%，毛利-6.73/29.71/63.85亿元，同比+63.9%/+541.8%/+114.9%。

未来3年业绩预测

表7：未来3年盈利预测表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10507	12637	17129	22785
营业成本	12372	13309	14157	16399
销售费用	100	141	177	247
管理费用	1263	1422	1814	2350
财务费用	352	276	344	301
营业利润	(4098)	(2309)	1265	3264
利润总额	(4399)	(2269)	1268	3262
归属于母公司净利润	(4462)	(2218)	1259	3091
EPS	-2.43	-1.21	0.68	1.68
ROE	-129.2%	-179.6%	57.8%	83.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司22-24年收入分别为126.37/171.29/227.85亿元，归属母公司净利润-22.18/12.59/30.91亿元，利润年增速分别为50.3%/156.7%/145.6%。每股收益22-24年分别为-1.21/0.68/1.68元。

盈利预测的敏感性分析

表8：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	10,764	10,507	12,679	17,277	23,096
(+/-%)	79.2%	-2.4%	20.7%	36.3%	33.7%
净利润(百万元)	3245	-4462	-1927	1609	3528
(+/-%)	3132.0%	-237.5%	56.8%	183.5%	119.3%
摊薄 EPS	2.47	-2.43	-1.05	0.87	1.92
中性预测					
营业收入(百万元)	10,764	10,507	12,637	17,129	22,785
(+/-%)	79.2%	-2.4%	20.3%	35.5%	33.0%
净利润(百万元)	3245	-4462	-2218	1259	3091
(+/-%)	3132.0%	-237.5%	50.3%	156.7%	145.6%
摊薄 EPS(元)	2.47	-2.43	-1.21	0.68	1.68
悲观的预测					
营业收入(百万元)	10,764	10,507	12,594	16,981	22,477
(+/-%)	79.2%	-2.4%	19.9%	34.8%	32.4%
净利润(百万元)	3245	-4462	-2507	914	2664
(+/-%)	3132.0%	-237.5%	43.8%	136.5%	191.5%
摊薄 EPS	2.47	-2.43	-1.36	0.50	1.45
总股本（百万股）	1314	1839	1839	1839	1839

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：8.8-9.3 元

从公司角度考虑，公司以其生猪产业的多年积淀，及对多元化业务的前瞻性布局，将在生猪养殖、食品加工、猪饲料等领域获得较好的市场份额提升。一是随着公司的生猪产能增长，养殖成本进一步下降，盈利水平将大幅提升，同时有望受益未来猪价反转实现量价齐升；二是公司布局动物源食品全产业链，有利于进一步发挥协同效应和规模效应，同时食品加工业务享有高品牌溢价，为公司打开新的业绩增长空间。按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2022-2024 年营业收入增速达到 20.27%/35.55%/33.02%，毛利率为-5.3%/17.3%/28.0%，费用率受益公司产能利用率提升及管理水平改善，基本保持稳中有降。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表9：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	32.93%	79.20%	-2.39%	20.27%	35.55%	33.02%	25.00%	12.00%
营业成本/营业收入	86.33%	57.78%	117.75%	105.32%	82.65%	71.98%	73.98%	80.00%
管理费用/营业收入	7.16%	7.05%	11.94%	11.24%	10.58%	10.30%	10.20%	10.36%
销售费用/销售收入	1.65%	1.01%	0.82%	0.86%	0.90%	0.91%	0.89%	0.90%
研发费用/销售收入	2.26%	1.02%	0.96%	1.11%	1.03%	1.08%	1.08%	1.06%
营业税及附加/营业收入	0.19%	0.15%	0.19%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%
所得税税率	20.97%	0.19%	-1.69%	2.00%	0.50%	5.00%	5.09%	4.50%
股利分配比率	83.63%	3.54%	-20.70%	30.00%	25.00%	50.00%	35.00%	36.67%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表10：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	2.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.15%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.66
公司股价（元）	6.53	Ke	14.15%
发行在外股数（百万）	1839	E/(D+E)	56.58%
股票市值(E，百万元)	12010	D/(D+E)	43.42%
债务总额(D，百万元)	9217	WACC	10.26%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 8.79-9.25 元。

表11：天邦股份 FCFF 估值表

		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT		(2,366.8)	797.5	3,539.9	3,894.6	2,390.0
所得税税率		2.00%	0.50%	5.00%	5.09%	4.50%
EBIT*(1-所得税税率)		(2,319.4)	793.6	3,362.9	3,696.3	2,282.5
折旧与摊销		843.8	1,015.5	1,112.3	1,195.9	1,256.0
营运资金的净变动		(1,197.6)	602.4	1,258.3	274.7	1,102.1
资本性投资		(1,500.0)	(1,200.0)	(1,500.0)	(800.0)	(700.0)
FCFF		(4,173.3)	1,211.4	4,233.6	4,366.9	3,940.6
PV(FCFF)		(3,784.9)	996.4	3,158.2	2,954.4	2,417.8
核心企业价值	25,467.3					
减：净债务	8,888.0					
股票价值	16,579.4					
每股价值	9.01					

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表12：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.1%	10.2%	**10.26%**	10.4%	10.5%
永续增长率变化	2.2%	9.50	9.32	9.15	8.99	8.82
	2.1%	9.42	9.25	9.08	8.92	8.76
	2.0%	9.35	9.18	**9.01**	8.85	8.69
	1.9%	9.28	9.11	8.95	8.79	8.63
	1.8%	9.21	9.04	8.88	8.73	8.57

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：8.8-9.2 元

业绩方面，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为-1.21/0.68/1.68 元。估值方面，选取与公司业务相近的生猪行业的老牌公司作比较，选取公司主要为新希望、温氏股份。

采用 PE 法估值：可比公司新希望、温氏股份是国内头部生猪养殖企业，主要业务涵盖畜禽养殖、饲料、食品加工，由于天邦股份主营业务为饲料、生猪养殖、肉制品加工板块，因此相对估值可做参考。此外，考虑到天邦股份的成本改善趋势向好且销量提升空间大，同时食品业务发展更为迅速，未来业绩弹性有望展现出较强的爆发力。因此公司 PE 在行业中应处于中等偏上水平，应当享有估值溢价。

考虑到行业 2023 年平均 PE 为 9.9 倍，我们给予公司 13-13.5 倍 PE，对应合理目标价格区间为 8.8-9.2 元。

表13：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2022E	PE 2023E
000876.SZ	新希望	买入	13.77	620	-0.34	1.28	-40	10.7
300498.SZ	温氏股份	买入	18.60	1,181	-0.28	2.07	-66	9.0
	平均值						-53	9.9
002124.SZ	天邦股份	买入	6.53	120	-1.21	0.68	-5	9.6

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在8.8-9.3元之间，相对于公司目前股价有30%-40%溢价空间。考虑公司的行业领先地位和较好的成长性，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 8.8-9.3 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

2、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

3、相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年食品业务增速的预测、生猪养殖产能的假定，都加入了很多个人的判断：

1、可能由于对公司生猪养殖产量、食品业务产能推进过于乐观，从而导致盈利偏乐观的风险；

2、公司食品加工业务如果出现销售投入较大，但利润不及预期，可能会整体拖累业绩表现。

经营风险

公司由于研发布局及生猪养殖业务拓展而使得费用支出超出预期的风险。生猪养殖场的建设会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

生猪养殖及肉制品加工行业参与者众多，未来可能出现产能过剩，市场竞争加剧的风险。

自然灾害、疫情等系统性风险

公司的饲料业务受下游养殖的影响较大，非瘟防控、蓝耳病近年频发，如果生猪疫病控制不当，会造成公司的生猪养殖利润不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2126	1871	1622	1873	5717
应收款项	274	214	285	376	467
存货净额	2555	1774	3458	3920	3735
其他流动资产	817	139	484	727	714
流动资产合计	**5771**	**3998**	**5849**	**6896**	**10634**
固定资产	6395	8812	9263	10058	10401
无形资产及其他	114	49	47	45	43
投资性房地产	3070	5433	5433	5433	5433
长期股权投资	151	199	329	409	489
资产总计	**15502**	**18491**	**20921**	**22842**	**27000**
短期借款及交易性金融负债	1598	3563	5850	3127	2851
应付款项	1029	2033	1820	2240	2530
其他流动负债	2434	4306	4630	5308	6052
流动负债合计	**5060**	**9902**	**12300**	**10674**	**11433**
长期借款及应付债券	794	1367	3367	5867	7667
其他长期负债	850	3512	3766	3866	3916
长期负债合计	**1644**	**4879**	**7133**	**9733**	**11583**
负债合计	**6704**	**14780**	**19433**	**20407**	**23016**
少数股东权益	17	258	254	256	260
股东权益	8781	3453	1235	2179	3724
负债和股东权益总计	**15502**	**18491**	**20921**	**22842**	**27000**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	2.47	(2.43)	(1.21)	0.68	1.68
每股红利	0.09	0.50	0.00	0.17	0.84
每股净资产	6.68	1.88	0.67	1.18	2.02
ROIC	46%	-34%	-24%	9%	34%
ROE	37%	-129%	-180%	58%	83%
毛利率	42%	-18%	-5%	17%	28%
EBIT Margin	33%	-32%	-19%	5%	16%
EBITDA Margin	39%	-22%	-12%	11%	20%
收入增长	79%	-2%	20%	36%	33%
净利润增长率	3132%	-237%	50%	157%	146%
资产负债率	43%	81%	94%	90%	86%
息率	1.0%	7.7%	0.0%	2.6%	12.9%
P/E	2.6	(2.7)	(5.4)	9.5	3.9
P/B	1.0	3.5	9.7	5.5	3.2
EV/EBITDA	3.6	(11.8)	(20.6)	17.9	7.5

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**10764**	**10507**	**12637**	**17129**	**22785**
营业成本	6219	12372	13309	14157	16399
营业税金及附加	17	20	23	30	42
销售费用	110	100	141	177	247
管理费用	768	1263	1422	1814	2350
研发费用	108	87	109	154	207
财务费用	148	352	276	344	301
投资收益	(38)	731	3	2	5
资产减值及公允价值变动	5	1149	330	810	20
其他收入	(120)	(2378)	(109)	(154)	(207)
营业利润	3348	(4098)	(2309)	1265	3264
营业外净收支	(96)	(300)	40	3	(2)
利润总额	**3252**	**(4399)**	**(2269)**	**1268**	**3262**
所得税费用	6	74	(45)	6	163
少数股东损益	1	(11)	(6)	3	8
归属于母公司净利润	**3245**	**(4462)**	**(2218)**	**1259**	**3091**

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3245	(4462)	(2218)	1259	3091
资产减值准备	(6)	1190	537	201	67
折旧摊销	682	1066	844	1015	1112
公允价值变动损失	(5)	(1149)	(330)	(810)	(20)
财务费用	148	352	276	344	301
营运资本变动	(2185)	5884	(1198)	602	1258
其它	6	(1203)	(541)	(199)	(63)
经营活动现金流	**1738**	**1325**	**(2906)**	**2069**	**5445**
资本开支	0	(5814)	(1500)	(1200)	(1500)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**13**	**(5862)**	**(1630)**	**(1280)**	**(1580)**
权益性融资	1	283	0	0	0
负债净变化	786	573	0	0	0
支付股利、利息	(115)	(923)	0	(315)	(1545)
其它融资现金流	(1837)	4699	2287	(2723)	(276)
融资活动现金流	**(495)**	**4281**	**4287**	**(538)**	**(21)**
现金净变动	**1256**	**(255)**	**(249)**	**251**	**3844**
货币资金的期初余额	870	2126	1871	1622	1873
货币资金的期末余额	2126	1871	1622	1873	5717
企业自由现金流	0	(2256)	(4173)	1211	4234
权益自由现金流	0	3016	(2156)	(1855)	3672

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032