

公司深度报告

2022年06月30日



東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

饲料起家的生猪全产业链经营领先者

——唐人神（002567.SZ）首次覆盖报告

核心观点

布局生猪全产业链，出栏量高速扩张。公司从饲料业务起家，通过并购山东和美集团和湖南龙华农牧逐步完善生猪产业链上下游，构建了集饲料研发生产、种猪繁育、商品猪育肥、生猪屠宰、肉品加工于一体的生猪全产业链。产业链协同优势下，公司出栏量快速增长，2015-2021年生猪出栏量从10万头扩张至152万头，5年增长15倍。上市以来公司业绩稳健提升，2008-2021年营收复合年均增长率（CAGR）为15.73%。净利润2008-2020年复合年均增长率（CAGR）为27.31%。2021年猪周期下行行业普遍亏损，公司整体利润承压。公司在周期底部用多元融资方式保证充足底部资金，采用“龙华模式”对生猪出栏量进行稳步扩张，预计2022-2024实现出栏量200/350/500头，周期反转后有望量价齐升。

三大业务协同助力，公司业绩有望快速增长。（1）明星业务：生猪产能逆势扩张，周期反转后有望量价齐升。公司利用“可转债+非公开定增+产业基金+银行贷款”多渠道募集资金多次融资持续加大生猪产能建设，在周期底部构建强抗风险能力；三大产业协同为公司核心竞争优势，助力公司实现降本增效；“美神+新丹系”种猪繁育优势明显，为公司产能扩张打下良好的基础。未来三年生猪产能有望翻三倍，周期反转后有望量价齐升。**（2）压舱石：饲料业务稳健发展，担当公司发展坚实后盾。**公司饲料销量稳居全国前十强，深耕产业三十余年，渠道开拓广泛，历年饲料业务收入稳健增长，为公司扩张养殖业务的坚定后盾。**（3）未来增长点：肉制品业务打造未来增长点，提升产业附加值。**公司肉品业务已有20多年的经营历史，依托研究机构以及自身全产业链平台优势，产品研发能力较强。目前公司已成功上市香肠、腊肉等多种产品，产品种类丰富。肉品业务营收整体稳步增长，其高产品附加值特性有助于平滑猪周期波动带来的风险。

投资建议

我们预计，2022-2024年，公司营业收入分别为244.10/302.12/361.45亿元，归母净利润为0.29/11.84/13.74亿元，对应EPS 0.02/0.98/1.14元，当前股价对应PE分别为352.74/8.67/7.74，对应PB分别为1.96/1.60/1.31。猪周期低位已过，预计公司业绩弹性将持续释放。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

非洲猪瘟等动物疫病、猪价反弹不及预期、原材料价格波动。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21742.19	24410.25	30211.67	36145.41
增长率(%)	17.36	12.27	23.77	19.64
归母净利润	-1147.41	29.10	1183.84	1373.53
增长率(%)	-220.74	102.54	3968.73	16.02
EPS(元/股)	-1.00	0.02	0.98	1.14
市盈率(P/E)	—	352.74	8.67	7.47
市净率(P/B)	1.63	1.96	1.60	1.31

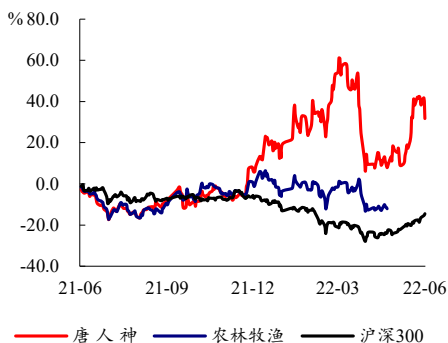
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（股价为2022年6月30日收盘价8.51元）

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1206.02
流通A股/B股(百万股)	1206.02/0.00
资产负债率(%)	61.15
每股净资产(元)	5.69
市净率(倍)	1.59
净资产收益率(加权)	2.73
12个月内最高/最低价	11.07/5.68

相关研究

正文目录

1. 饲料行业龙头，中国生猪全产业链经营第一股.....	4
1.1. 从株洲饲料厂到全产业链生猪产业一体化上市企业.....	4
1.2. 三十四年深耕产业，积极布局全产业链.....	5
1.3. 公司股权结构较为分散，协同整合子公司齐力发展.....	6
1.4. 股权激励+涨薪双管齐下，促进实现公司经营目标.....	7
1.5. 三大业务驱动营收稳健增长，公司业绩有望边际向好.....	8
2. 行业集中度有望加速提升，规模化成为大势所趋.....	10
2.1. 伴随四轮猪周期，生猪养殖规模化程度逐步提升.....	10
2.1.1. 2006 年至今的四轮猪周期.....	10
2.1.2. 猪周期位点判断：把握左侧布局时机.....	12
2.1.3. 生猪养殖规模化程度不断提高.....	13
2.2. 饲料行业规模世界领先，ROE 水平板块领先.....	15
2.2.1. 饲料产量位于全球第一，集中度仍有提升空间.....	15
2.2.2. 弱周期性的饲料行业，盈利能力稳定.....	18
3. 随猪周期上行阶段到来，生猪养殖业务有望迎来量价齐增.....	19
3.1. 种猪繁育优势明显，为产能扩张打下良好基础.....	19
3.2. 三大产业协同叠加养殖技术领先，提升公司盈利和抗风险能力.....	21
3.3. 逆周期布局生猪产能，未来成长可期.....	23
3.3.1. 收购龙华农牧实现产业垂直整合，助力公司业务规模扩张.....	23
3.3.2. 持续募资扩张产能，未来有望释放可观的生猪出栏量.....	24
3.3.3. 较早布局资金安全，积极构筑资金护城河.....	25
3.3.4. 随猪周期上行阶段到来，业绩弹性有望释放.....	26
4. 饲料业务稳健运行，担当生猪养殖扩张的坚定后盾.....	28
5. 品牌肉品+“小风唐”餐饮，构建产业链闭环.....	31
6. 盈利预测与投资建议.....	33
6.1. 盈利预测.....	33
6.2. 投资建议.....	34
6.2.1. 头均市值法.....	34
6.2.2. PE 估值法.....	34
7. 风险提示.....	35

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	4
图表 2. 公司生猪养殖业务.....	5
图表 3. 美国 NSR（国家种猪等级系统）牌、“骆驼牌”饲料、“龙华上品”鲜肉以及唐人神肉制品.....	6
图表 4. 公司股权结构.....	7
图表 5. 公司子公司.....	7
图表 6. 公司生产目标.....	8
图表 7. 股权激励计划业绩考核目标.....	8
图表 8. 2007-2022Q1 营业收入及其增速.....	9
图表 9. 2007-2022Q1 归母净利润及其增速.....	9
图表 10. 2008-2021 年主营业务收入构成.....	10
图表 11. 2021 年各业务营收占比.....	10
图表 12. 2008-2021 年主营业务毛利率（%）.....	10

图表 13.	生猪产业链利润微笑曲线.....	10
图表 14.	中国猪肉产量占世界猪肉产量比例.....	11
图表 15.	城镇居民人均肉类/猪肉消费量 (kg)	11
图表 16.	生猪生长周期.....	11
图表 17.	2006 年以来的 4 轮猪周期及主要外部驱动因素.....	12
图表 18.	历轮能繁产能累计去化率.....	13
图表 19.	大规模场户数占比逐渐提高.....	15
图表 20.	2018-2021 年全国生猪出栏量以及国内前十家上市猪企市占率	15
图表 21.	2021 年中美生猪养殖企业市占率.....	15
图表 22.	2015-2022Q1 年全国工业饲料总产量 (万吨)	17
图表 23.	2022Q1 各品种饲料产量占比.....	17
图表 24.	2021 年全球前十大饲料生产国, 中国第一.....	17
图表 25.	2021 年上市饲料企业市场份额 (%)	17
图表 26.	2019-2021 年不同规模饲料产量的企业数量 (家)	18
图表 27.	农业各子板块毛利率 (%)	19
图表 28.	农业各子板块资产周转率 (%)	19
图表 29.	农业各子板块 ROE (%)	19
图表 30.	2018-2020 年各国生猪养殖 PSY 值 (头)	20
图表 31.	美神养殖基地在全国的布局.....	21
图表 32.	2020 年引进丹麦种猪.....	21
图表 33.	三大产业协同.....	22
图表 34.	主要上市猪企头均养殖毛利 (元/头)	23
图表 35.	2021-2024E 公司总出栏量和龙华农牧出栏量.....	23
图表 36.	近年来部分生猪养殖项目.....	24
图表 37.	多次募集资金.....	26
图表 38.	2021 年和 2022Q1 资产负债率同行业对比.....	26
图表 39.	2011-2022Q1 固定资产	28
图表 40.	2011-2022Q1 在建工程	28
图表 41.	2011-2022Q1 生产性生物资产	28
图表 42.	2015-2024E 公司生猪出栏量.....	28
图表 43.	公司目前掌握的部分饲料营养技术.....	29
图表 44.	公司研发人员数量.....	30
图表 45.	公司研发费用 (万元)	30
图表 46.	2015-2024E 唐人神饲料销量.....	30
图表 47.	2008-2021 年饲料业务收入	30
图表 48.	公司饲料明星产品.....	31
图表 49.	公司经营活动现金流净额.....	31
图表 50.	公司肉类业务收入持续增长.....	32
图表 51.	公司肉类业务毛利和毛利率.....	32
图表 52.	公司肉品明星产品和“小风唐”餐饮.....	32
图表 53.	盈利预测.....	33
图表 54.	同行业公司头均市值法.....	34
图表 55.	可比公司 PE 估值法	34

1. 饲料行业龙头，中国生猪全产业链经营第一股

1.1. 从株洲饲料厂到全产业链生猪产业一体化上市企业

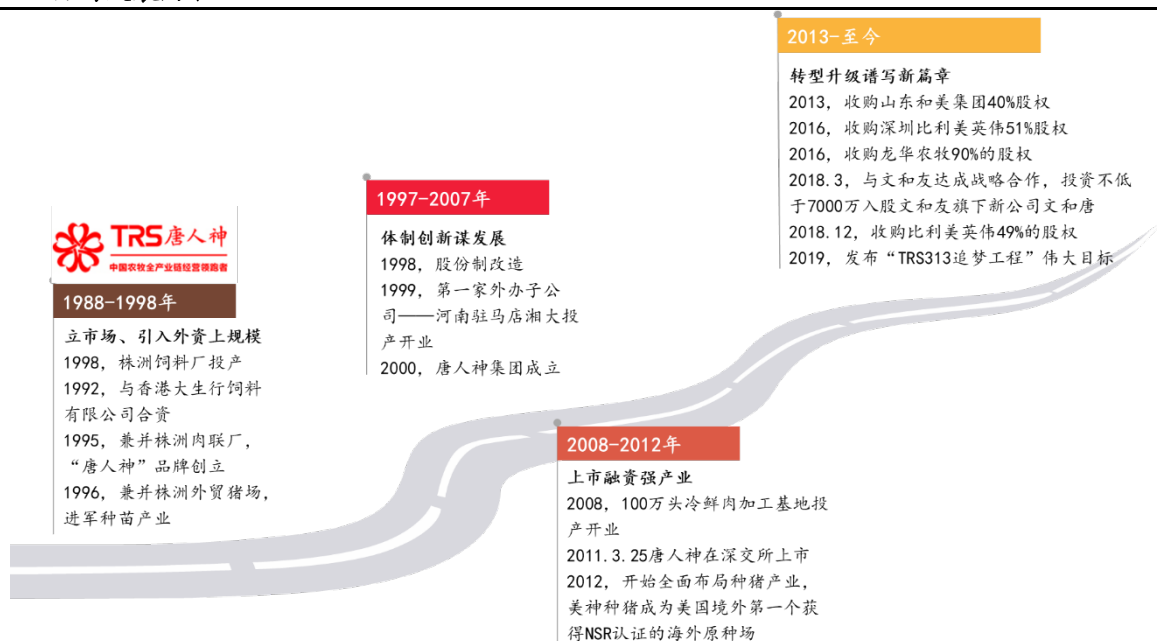
饲料业务起家，一路兼并收购构建生猪全产业链。唐人神前身是株洲市饲料厂，于1988年成立。1995年，集团兼并株洲肉联厂，引进德国设备和技术，用先进工艺开发出唐人神香肠、湖南腊肉等品牌肉品，“唐人神”品牌诞生，结束湖南无品牌肉的历史。2000年，唐人神集团成立。

1988-1998年，立市场、引进外资上规模。1988年株洲饲料厂正式投产；1992年，与香港大生行饲料有限公司合资，引进了技术和管理，产能扩张；1995年，兼并株洲肉联厂，“唐人神”品牌创立。

1997-2007年，体制创新谋发展，上市融资强产业。1998年公司进行了股份制改造；2000年，唐人神集团成立。2011年3月25日公司在深交所上市。

2013-至今：转型谱写新篇章。2013年公司收购山东和美集团40%股权；2016年收购深圳比利美英伟51%股权，同年收购龙华农牧90%的股权；2018年收购比利美英伟49%的股权，比利美英伟成为公司的全资子公司；2019年公司发布“TRS313追梦工程”伟大目标，即力争2031年内实现生猪出栏1000万头，饲料销量1000万吨，营业收入1000亿元，肉品收入300亿元，净利润30亿元。

图表1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

1.2. 三十四年深耕产业，积极布局全产业链

多年来公司致力于生猪养殖全产业链布局。公司围绕“饲料、生猪养殖、肉品”三大产业，构建了集饲料研发生产、种猪繁育、商品猪育肥、生猪屠宰、肉品加工于一体的生猪全产业链。

饲料业务覆盖全国多数地区，销量居于全国前十。公司饲料产品主要包括猪料、禽料和水产饲料。公司 2021 年实现外销饲料 510 万吨，同比增长 4.17%。2021 年饲料销量结构中猪饲料占比约 45%、禽料占比约 50%、水产料占比约 5%；其中，猪饲料外销量同比增长 55.39%，预计未来三年猪饲料占比会逐步提升。公司在全国拥有 80 多家饲料子公司，分布在全国 20 多个省份，饲料业务稳居全国前十。

收购龙华农牧，拓宽生猪养殖业务版图。公司在 2008 年开始从事种猪繁育，建构了完整的种猪繁育体系。2016 年，公司出资并购规模达到 50 万头的龙华农牧 90% 的股权。收购龙华农牧之后，公司将产业链由种猪繁育延伸至生猪育肥。从养殖模式来看，生猪养殖业务以“自繁自养”为主，“公司+农户”为辅。南方以“公司+农户”模式为主；北方以“1+3”自繁自养模式为主。公司目前已确定重点发展“1+3”自繁自养的生猪全产业链经营模式，未来占公司生猪养殖业务的比例会逐步提高。2021 年公司生猪出栏 154.23 万头，同比增长 50.55%。公司预计 2022 年生猪出栏量约 200 万头；其中，上半年出栏占比约为 40%，月均出栏 13 万头左右；下半年出栏占比约为 60%，其中四季度出栏量占比预计达到全年的 30% 以上。目前，2022 年 1-5 月公司已累计出栏生猪 69.97 万头，年度出栏计划已完成 34.98%。

图表2. 公司生猪养殖业务

具体内容	
种猪繁育	1. 2008 年，与美国 Whiteshire Hamroc 合资成立美神育种； 2. 引入美神+新丹系种猪；3. 2015 年，进行大企业联合定向专项育种。
“1+3”自繁自养模式	一个区域内年出栏 100 万头生猪，单点新建一个 10000 头母猪场，同时在周边 30 公里范围内配套 3-5 个育肥基地，同时配备饲料厂、屠宰场，形成生猪全产业链竞争优势。分散育肥，风险相对可控。
“公司+农户”模式	为农户提供种苗、饲料、疫苗等，农户按照公司技术标准与要求将仔猪育成后，由公司统一对外销售，并按照市场行情支付农户代养费用。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

较早布局肉制品产业，产品种类较为丰富。公司从 1995 年兼并株洲肉联厂开始从事生猪屠宰及肉品加工业务，目前，公司重点发展肉品业务。公司目前成功上市了中式制品、西式制品、生鲜肉品、休闲制品等多种产品，以香肠、腊肉等中式风味产品为主。

三十四年深耕产业，打造多项知名品牌。34 年的探索下，公司打造了“骆驼牌”饲料、“美神牌”种猪、“龙华上品”生鲜肉、“唐人神”肉制品等知名产品品牌，目前我国规模较大的集饲料生产、生猪养殖、肉

制品加工于一体的全产业链生猪产业一体化企业，在全国二十几个省建立了一百多家子公司。

图表3. 美国NSR（国家种猪等级系统）牌、“骆驼牌”饲料、“龙华上品”鲜肉以及唐人神肉制品



资料来源：公司官网、苏宁易购，东亚前海证券研究所

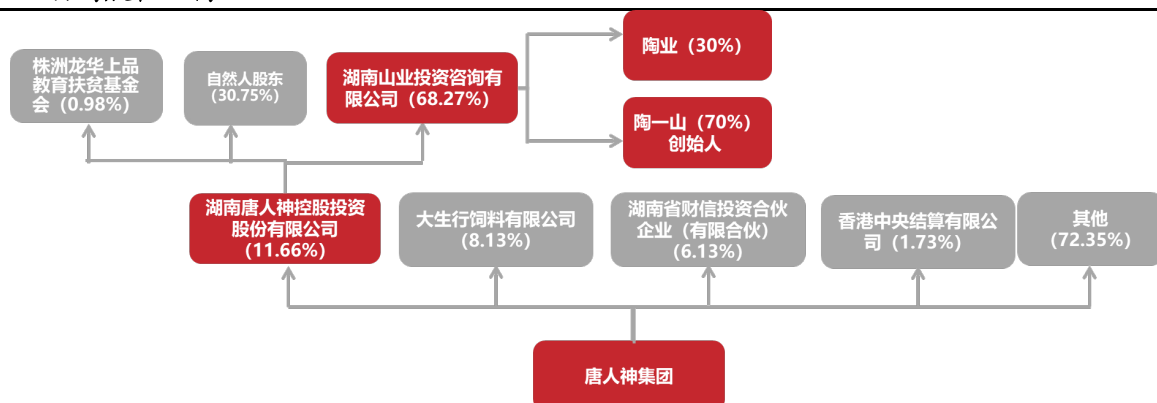
1.3. 公司股权结构较为分散，协同整合子公司齐力发展

公司实际控制人为陶一山先生，控股股东为湖南唐人神控股投资股份有限公司。陶一山为唐人神创始人，陶业（陶一山之儿子）为陶一山的一致行动人。1988-1992年，陶一山担任株洲饲料厂厂长；1992年株洲市饲料厂与香港大生行饲料有限公司合资组建公司；到2018年7月，陶一山先生一直担任公司的董事长兼总裁。陶业2014年进入公司，2014年11月-2015年11月担任公司肉类事业部副总裁，2016年4月-2018年7月担任公司副总裁，2018年7月陶业升任公司董事、总裁。湖南山业投资咨询有限公司持湖南唐人神控股投资股份有限公司68.27%的股份，陶一山和陶业分别持湖南山业投资咨询有限公司30%和70%的股份。

公司协同整合子公司齐力发展。2008年公司与美国华特希尔（Whiteshire Hamroc）育种公司合资成立湖南美神育种有限公司，主营种猪选育等。此外，公司目前持有深圳比利美英伟饲料有限公司100%的股权。深圳比利美英伟主营业务为猪用饲料的生产、技术开发和销售等，生产的产品属于高技术含量、高附加值的教保料、种猪料及其对应的预混料、浓缩料等，产品毛利高于普通全价料。公司收购比利美英伟后，饲料产品结构得到优化、盈利能力得到提高。公司持有山东和美集团40%的股份。和美集团主营业务为肉禽饲料的生产与销售等，定位中高端禽饲料，产品毛

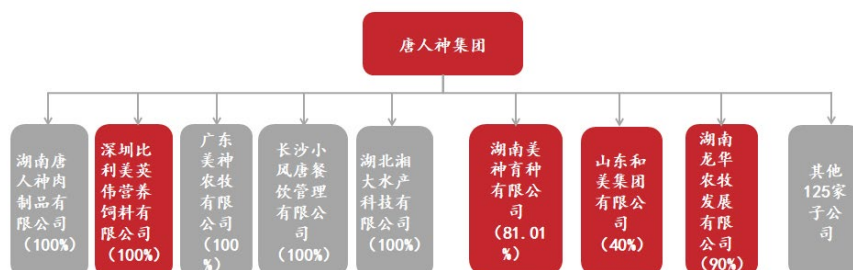
利与净利较高，在山东本地有着一定的实力和影响。公司并购和美集团后实现了饲料在山东的体系嫁接，进入山东市场。公司持有湖南龙华农牧 90% 的股权；龙华农牧主营业务为种猪扩繁、优质商品猪养殖、饲料加工和生猪销售等，其养殖模式为自繁自养。收购龙华农牧后，公司将产业链延伸至生猪养殖端，引入了自繁自养的生猪养殖模式。公司通过收购、投资建立子公司优化了产品结构、提升了盈利能力，实现了生猪养殖全产业链的布局。

图表4. 公司股权结构



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（截至 2022 年一季报）

图表5. 公司子公司



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.4. 股权激励+涨薪双管齐下，促进实现公司经营目标

激励覆盖骨干和一线员工。2022 年 3 月 15 日，公司发布了《关于 2022 年股票期权激励计划首次授予登记完成的公告》，向 857 名公司骨干人员（包括 2 名董事及高级管理人员以及 855 名中高层管理人员、核心或骨干（技术/业务）人员）授予 5490.60 万份股票期权，占公司股本总额的比例的 4.55%，行权价格为 6.20 元/份。公司业绩考核目标与中期目标一致，能够促进公司生产目标的实现。公司此次股权激励计划有助于绑定核心人才队伍促进业绩持续发展，有助于公司长远发展。此外，根据公司公开信息披露，公司

对养殖一线员工加薪 10%，有利于激发养殖一线员工工作积极性。

“不增收请走人”考核机制彰显生产目标达成决心。根据公司公开信息披露，公司推出“不增收请走人”的激励考核机制，对饲料、肉品业务员工提出薪酬包、效率分享奖、利润分享奖的三大收入来源方案，对养殖业务板块员工提出薪酬包、效率分享奖、成本分享奖的三大收入来源方案，该考核机制有助于公司经营效益的达成。

图表6. 公司生产目标

	年份	饲料(万吨)	生猪(万头)	肉品(亿元)
	2022	560	200	/
中期目标	2023	620	350	/
	2024	700	500	/
长期目标	2031	1000	1000	300

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表7. 股权激励计划业绩考核目标

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

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.5. 三大业务驱动营收稳健增长，公司业绩有望边际向好

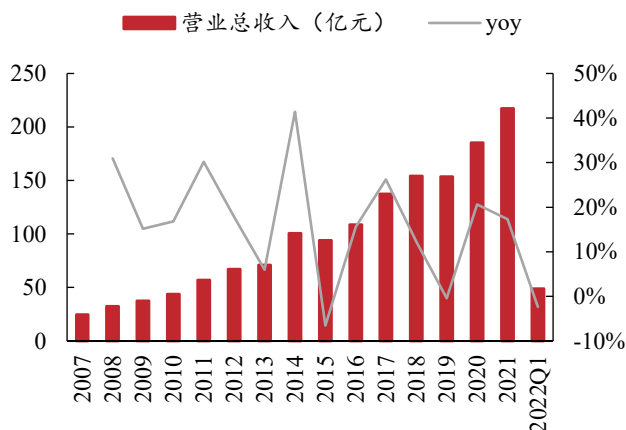
三大业务驱动公司业绩整体稳步增长。营收方面，2021 年公司营业收入达到 217.42 亿元，同比增长 17.36%，2008-2021 年复合年均增长率(CAGR)为 15.73%。**净利润方面**，2020 年公司实现归母净利润 9.50 亿元，年度同比增长 369.64%，净利润 2008-2020 年复合年均增长率(CAGR)为 27.31%。2020 年业绩明显上升主要系 2020 年生猪价格持续高位运行，公司生猪业务盈利水平大幅上升。由于 2021 年猪周期下行，猪价大幅下跌，养殖企业普遍处于深度亏损状态。公司 2021 年归母净利润亏损 11.47 亿元，同比下跌 220.74%。业绩变动较大主要系 1) 生猪价格持续下跌，原料价格大幅上涨，造成公司养猪业务盈利能力下降；2) 公司 2021 年对消耗性生物资产和生产性生物资产计提的减值准备、对猪场进行改扩建而发生固定资产处置损失和淘汰低性能母猪发生损失共计约 3.7 亿元；由于禽类产品价格低迷，对并购的企业计提的商誉减值准备以及因融资产生的财务费用共计约 3 亿元。

饲料业务为营收主要来源，生猪养殖业务占比逐步提升。公司营收主

要来源为饲料业务，2014-2021 年，饲料业务营收占比从 94.57%逐渐降低至 80.52%，生猪养殖业务营收占比从 0.83%逐渐增至 15.98%。2021 年饲料和生猪养殖业务合计占比达到 96.50%。

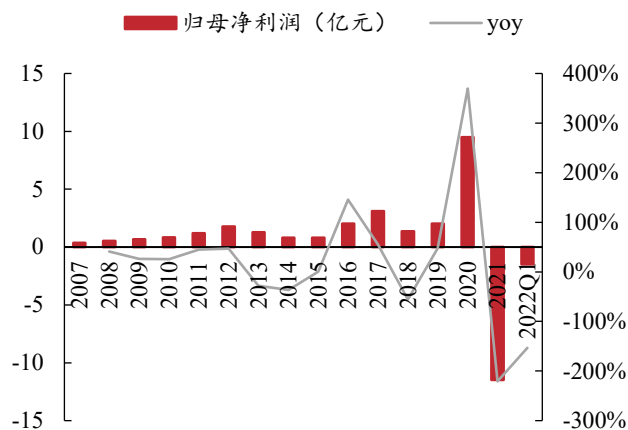
饲料业务毛利率运行平稳，肉制品提升产业附加值，生猪养殖业务盈利能力有望边际改善。2008 年到 2021 年，饲料业务毛利率始终平稳运行，毛利率平均为 8.47 %。肉制品业务则因为延伸产业链增加了产品附加值，产品议价能力更强，毛利率更高，2008-2021 年肉品毛利率平均值为 14.77%。兽药业务占比虽小，但毛利率处于较高水平，2008-2021 年兽药业务毛利率平均值为 36.59%，在 13.30%和 58.09%之间波动。生猪养殖毛利率波动较大，2014、2018 年生猪养殖毛利率处于波谷位置，主要系受处于猪周期下行阶段以及相应时期生物安全防护、环保成本的提升影响。2021 年猪价下行以及饲料成本高企双重因素共同作用下，生猪养殖毛利率再次探底。2022 年 4 月起猪价持续回升态势向好，下半年生猪供应偏紧形势下猪价中枢有望继续抬升，叠加公司产业协同和先进养殖技术降本增效，生猪养殖业务业绩有望边际改善。

图表8. 2007-2022Q1 营业收入及其增速



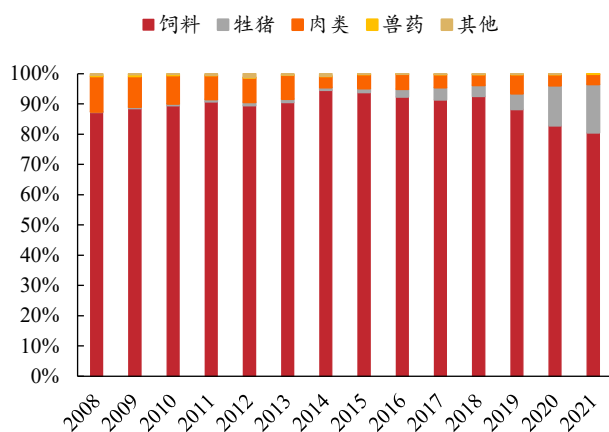
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表9. 2007-2022Q1 归母净利润及其增速



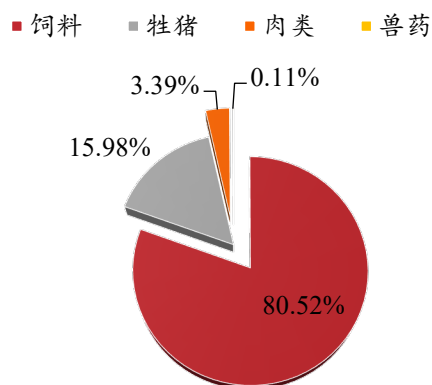
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表10. 2008-2021 年主营业务收入构成



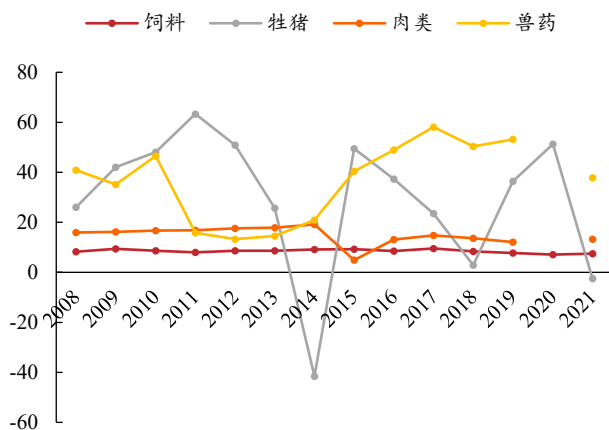
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表11. 2021 年各业务营收占比



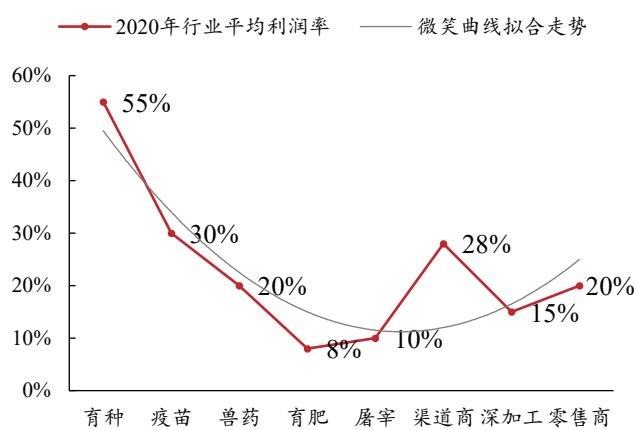
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表12. 2008-2021 年主营业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表13. 生猪产业链利润微笑曲线



资料来源: 头豹研究院, 东亚前海证券研究所

2. 行业集中度有望加速提升, 规模化成为大势所趋

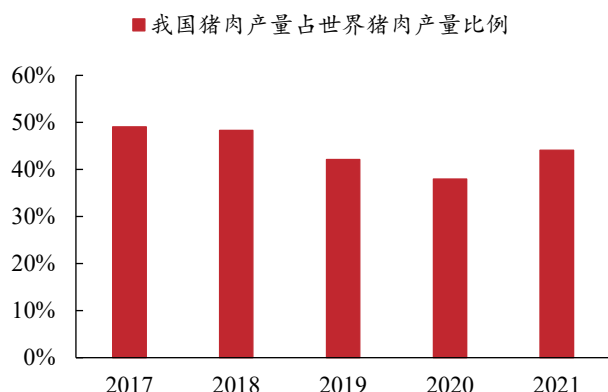
2.1. 伴随四轮猪周期, 生猪养殖规模化程度逐步提升

2.1.1. 2006 年至今的四轮猪周期

生猪养殖业需求端相对稳定, 供给端主导猪周期形成。需求端, 2021 年我国猪肉产量占世界猪肉产量 44.09%, 居于世界第一; 同时由于我国居民长期生活传统和饮食习惯, 猪肉将长期保持在肉类消费中的主导地位。供给端具有滞后性, 能繁母猪存栏到生猪出栏需要花费约 10 个月的时间, 因此能繁母猪数量变化大致对应 10 个月 after 生猪供给的变化。当外部因素造成生猪供给下降, 供小于求, 猪价上涨, 高利润驱动母猪补栏增多, 10 个月 after 生猪供给增加, 供过于求, 猪价下降, 跌破盈亏平衡线后产能开始加速去化 (大量淘汰母猪), 10 个月 after 生猪供给下降, 供小于求, 猪价再次上

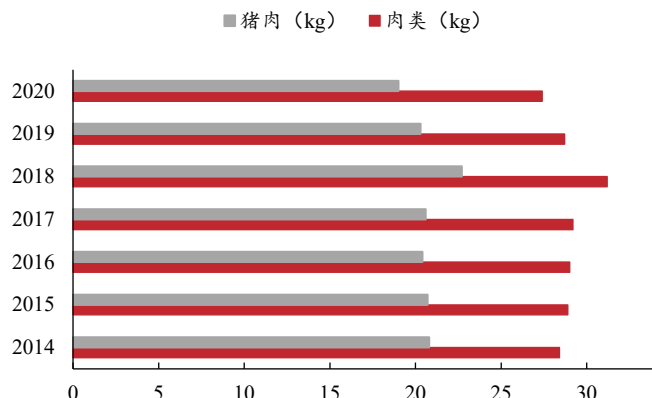
涨，如此周而复始。

图表14. 中国猪肉产量占世界猪肉产量比例



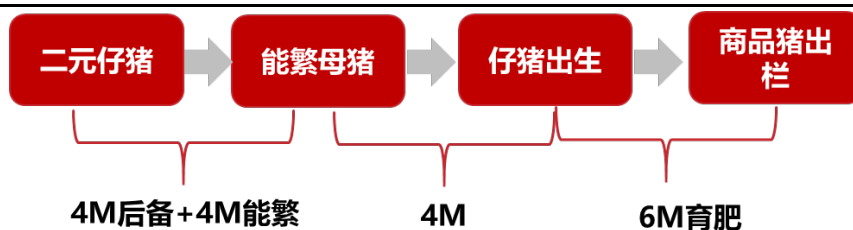
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表15. 城镇居民人均肉类/猪肉消费量 (kg)



资料来源: 《2021 年中国统计年鉴》, 东亚前海证券研究所

图表16. 生猪生长周期

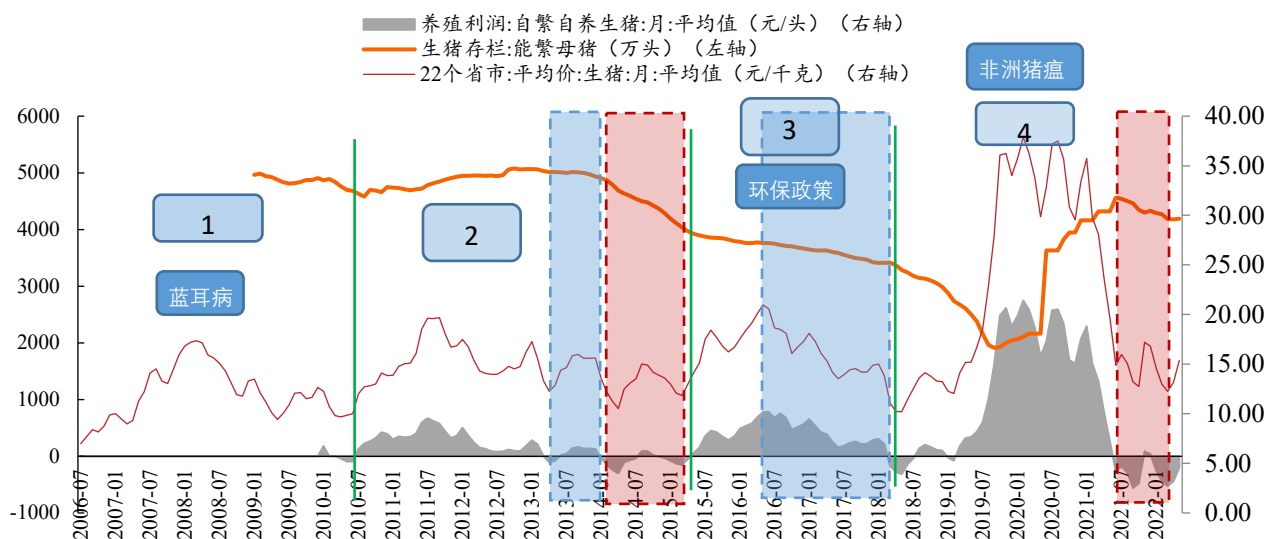


资料来源: 头豹研究院、东亚前海证券研究所

2006-至今, 国内共经历了四轮完整的猪周期。2006-2009 年蓝耳病爆发, 母猪补栏大幅减缓, 驱动猪价上行。2009-2014 年的猪周期主要受周期内供需因素驱动, 为相对经典的猪周期。2014-2018 年的猪周期上行主要系 2014 年我国政府陆续推出环保禁养政策, 大量散户被市场淘汰, 生猪供给下降所致。

2018-至今非洲猪瘟和新冠疫情下的“超级”猪周期。2018 年至今的猪周期上行受到非洲猪瘟、环保政策影响加速生猪供给下降, 猪价上涨。2020 年新冠疫情爆发, 供小于求的基本面叠加新冠疫情下经济活动受到限制, 猪价高位宽幅震荡。2021 年猪价下行则主要系前期能繁母猪增加产能兑现, 生猪供给的增加。猪价下行叠加粮价上涨引起的生猪饲用成本提升, 自繁自养生猪利润于 2021 年 7 月开始由盈转亏。底部亏钱效应下, 2021 年 7 月能繁母猪存栏结束了之前连续的增长, 迎来拐点, 月度环比减少 0.50%, 产能去化开始。根据官方农业农村部披露数据, 2022 年 4 月能繁殖母猪存栏 4177.3 万头, 累计去化 8.47%。2022 年 5 月能繁母猪存栏 4192 万头, 环比增加 0.35%, 结束了此前连续 10 个月的回调, 产能结束阶段性去化。

图表17. 2006年以来的4轮猪周期及主要外部驱动因素

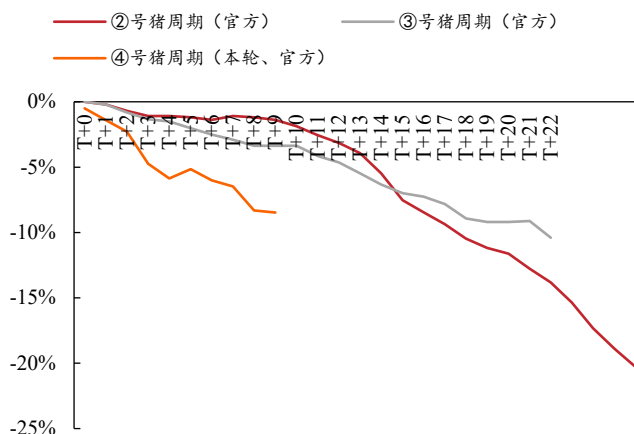


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.1.2. 猪周期位点判断: 把握左侧布局时机

本轮猪周期产能去化速度较快, 去化幅度较小。自2006年以来, 我国共经历了四轮猪周期, 当猪价下行跌破盈亏平衡线, 养殖利润为负时, 养殖户开始调减产能以减小损失, 即产能去化开始。然而, 大规模的产能去化只有在猪价深跌, 养殖利润深度亏损时才会发生。从上图我们可以看出, 2010年6月开始的第②轮猪周期中, 产能自2013年1月开始去化, 初始亏损程度较低, 去化速度较为缓慢, 甚至在猪价反弹, 养殖利润短暂回归盈利而出现产能连续3个月的小幅增长; 2014年1月养殖利润再次转负, 且亏损程度逐渐加大, 产能去化速度明显增加。2015年3月开始的第③号猪周期中, 产能的调减伴随了整个周期, 主要系2014年起, 我国环保政策陆续发布, 划定禁止建设畜禽规模养殖场(小区)区域。“环保风暴”下, 大量中小养殖散户退出市场, 能繁母猪存栏持续下降。根据官方数据, ③号猪周期下行周期中, 产能累计去化10.40%。2018年至今的④号猪周期中, 2018年非洲猪瘟加速了生猪供给的下降, 猪价高涨, 受巨额利润影响, 2020年4月至2021年6月能繁母猪存栏量持续上升, 2021年6月达到峰值(4564万头)。2021年春节后猪价进入下行通道, 2021年6月自繁自养生猪利润由正转负, 驱动能繁母猪存栏7月开始下降, 产能去化开始。随后, 能繁母猪存栏量持续减少, 截至2022年4月累计调减386.7万头, 产能累计去化8.47%。可以看出, 本轮猪周期由于亏损程度更深, 产能去化速度相比前几轮猪周期更快。同时2022年4月开始, 猪价从4月1日的12.23元/公斤上涨到6月17日的16.32元/公斤。猪价的持续上涨影响下, 市场对后市猪价一致看好, 母猪淘汰放缓同时补栏动作增加, 产能去化幅度小于前几轮猪周期。

图表18. 历轮能繁产能累计去化率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

看好 2022 年下半年猪价，三季度或存在供给缺口，四季度供需两旺，猪价中枢有望抬升。目前，猪价持续回升，根据 Wind 数据，6 月 17 日生猪价格相比 4 月初上涨了 33.44%。能繁母猪从 2021 年 7 月开始去化，对应 10 个月左右后的生猪供给会下降。根据我们对主要上市猪企的销售数据的跟踪，2022 年 4 月、5 月主要上市猪企生猪出栏环比均下降。预计随前期产能去化效应的逐渐显现，三季度生猪供给或呈下降趋势，猪价中枢或继续抬升。四季度天气转凉，灌香肠腌腊肉需求增加，猪肉进入季节性消费旺季。同时 4 月仔猪价格快速上涨反映仔猪补栏动作增多，前期补栏仔猪对应四季度生猪出栏、供给增加，四季度供需两旺。年内中央已连续 13 批收储冷冻猪肉，高频次收储有望托底猪价。同时，中央收储猪肉成交率较低，近期连续两次猪肉收储全部流拍，反映出市场对后期行情的一致看好。

明年猪价或迎来三次探底。产能或在明年后达到释放高点，同时春节后猪肉进入季节性消费淡季，或迎来三次探底。

2.1.3. 生猪养殖规模化程度不断提高

伴随着四轮猪周期的是行业规模化程度逐步提升。每轮猪周期猪价大幅波动时，小散户各项实力（资金、技术等）较弱，抗风险能力较差，从而退出市场。此外，生猪养殖规模化驱动因素还包括动物疫病和环保政策。

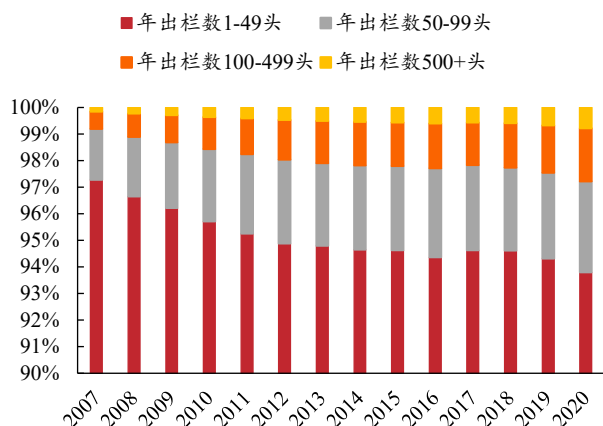
动物疫病影响下，猪病防控能力较差的中小散户将退出市场。蓝耳病是危害生猪生产的大病之一，主要危害有母猪流产、产死胎和木乃伊胎，尤其是妊娠 100 日龄前后的母猪流产率比较高；导致哺乳仔猪急性死亡，40~50 日龄的保育仔猪表现严重的咳喘症状。非洲猪瘟则可引起感染猪只高

热和急性死亡，呈现高致死性，造成的直接经济损失巨大。非洲猪瘟感染猪的发病率通常在 40%~85%，病死率因感染的毒株不同而有所差异。高致病性毒株感染猪的病死率可高达 90%~100%；中等致病性毒株感染成年猪的病死率为 20%~40%，感染仔猪的病死率为 70%~80%；低致病性毒株感染猪的病死率在 10%~30%。动物疫病发生时，部分疫病防控能力较差、抗风险能力较低的小散户逐渐出局。

各项环保禁养政策陆续颁布，加速产能出清。2014 年起，我国陆续颁布了《环境保护法》（2014.4）、《水污染防治行动计划》（2015.4）、《“十三五”生态环境保护规划》（2016.11）、《中华人民共和国环境保护税法》（2016.12）等环保政策。其中 2016 年颁布的《“十三五”生态环境保护规划》要求划定禁止建设畜禽规模养殖场(小区)区域，加强分区分类管理，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户。2016 年环保政策频发，进入环保压力高峰期，成为驱动 2014-2016 年猪周期上行的外部因素之一。环保压力导致公司加大对环保设施的投入建设，环保成本加大，抬升了生猪养殖技术门槛，中小散户加速退出，促成行业规模化程度逐步提升。2020 年国务院办公厅发布《关于促进畜牧业高质量发展的意见》，提出到 2025 年畜禽养殖规模化率和畜禽粪污综合利用率分别达到 70% 以上和 80% 以上，到 2030 年分别达到 75% 以上和 85% 以上的目标。政策提出禽畜养殖规模率的目标也将助力生猪养殖规模化程度的不断提高。

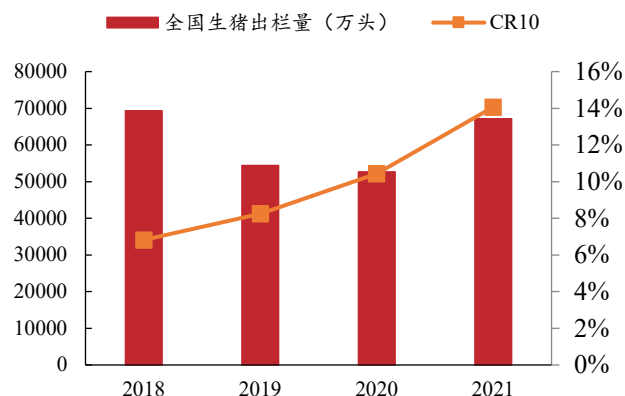
多因素作用下，行业集中度不断提高，但仍低于海外水平。我国年出栏 500 头以上规模场户数占比在近些年逐渐提升。根据国家统计局数据，2021 年全国生猪出栏量为 67128 万头，前十家上市猪企（包括牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望等）市占率也快速提高，2021 年 CR10 为 14.07%，环比增长了 3.64pct。美国 2021 年排名前十的生猪养殖企业市场占有率达到 45.17%，远高于我国。

图表19. 大规模场户数占比逐渐提高



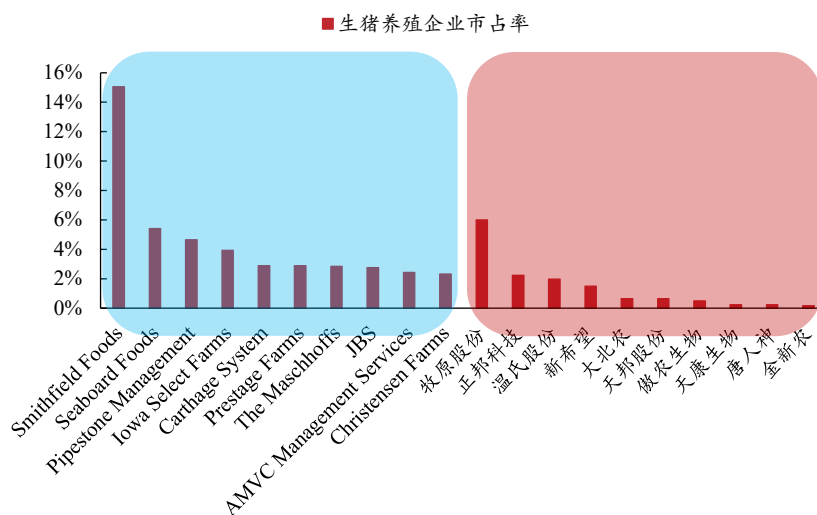
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表20. 2018-2021 年全国生猪出栏量以及国内前十家上市猪企市占率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表21. 2021 年中美生猪养殖企业市占率



资料来源: Successful Farming、公司公告, 东亚前海证券研究所

2.2. 饲料行业规模世界领先, ROE 水平板块领先

2.2.1. 饲料产量位于全球第一, 集中度仍有提升空间

饲料产量稳步提升, 位于全球第一。2015-2021 年, 全国饲料产量稳步提升。2021 年全国工业饲料总产量 29344.3 万吨, 同比增长 29.3%, 位于全球第一。2022Q1 饲料总产量 6720 万吨, 同比增长 3.10%。我国饲料以猪、禽饲料为主, 2022Q1 猪饲料占比达 46.68%。

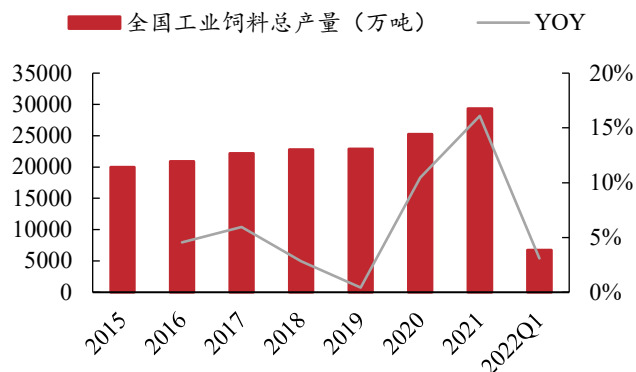
“减抗”、“限抗”政策频频颁布, 抬高饲料行业进入门槛。抗生素的

不当使用会引发细菌耐药性，对人类健康和生态环境造成危害。我国 2017 年 6 月制定了《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020 年）》，要求加强饲料生产环节用药监管；2018 年 4 月制定了《兽用抗菌药使用减量化行动试点工作方案(2018—2021 年)》，其中确定了总体目标和工作进度安排，目标为“力争通过 3 年时间，实施养殖环节兽用抗菌药使用减量化行动试点工作，推广兽用抗菌药使用减量化模式，减少使用抗菌药类药物饲料添加剂，兽用抗菌药使用量实现‘零增长’，兽药残留和动物细菌耐药问题得到有效控制”。2019 年 7 月，《关于饲料禁用抗生素的公告》颁布，要求自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料，饲料生产端的“禁抗”全面施行。饲料“减抗”、“限抗”对饲料生产的科技研发、成本管理和日常运营都提出了更高的要求，饲料行业的技术门槛被抬高。

原材料成本上升时，大型企业在规避风险和控制成本上更具优势。饲料行业属于加工产业，其行业利润与原材料价格息息相关。当原材料价格出现上涨时，大型公司可凭借自身优势，利用套保，期货等工具来减少价格变动所带来的风险，而小型企业通常受行情影响较大，无法长期稳定经营。此外，大型企业采购渠道广泛，议价能力较强。同时可以根据原料价格的变化，不断优化配方、动态调整配方，使饲料成本保持一定的竞争力。而小型企业则可能不具备丰富的采购渠道以及较为成熟的饲料技术而无法应对原材料价格波动的风险。

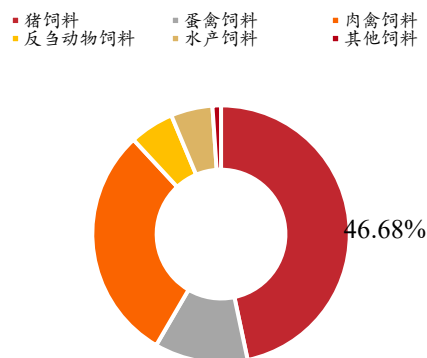
饲料行业集中度不断提高，对标海外仍有较大提升空间。在上述因素的影响下，行业集中度不断提高。10 万吨以上产量规模饲企 2021 年有 957 家，同比增长 27.77%；50 万吨以上产量规模饲企 2021 年有 14 家，同比增长 55.56%；100 万吨以上产量规模饲企 2021 年有 39 家，比上一年增加了 6 家；1000 万吨以上产量规模饲企 2021 年有 6 家，比上一年增加了 3 家。国内主要的饲料企业有新希望、海大集团、通威股份、唐人神、大北农等，2021 年包括唐人神在内的 12 家饲料企业共销售饲料 8,029.04 万吨，占 2021 年全国饲料产量的 27.36%，其中 2021 年唐人神市场份额为 1.74%，同业内排名第四。2021 年我国饲料企业 CR5 为 21.94%。根据 Alltech，2020 年全球饲料产量 CR5 为 51.42%。对标海外，我国饲料行业集中度较低，还有较大提升空间。

图表22. 2015-2022Q1 年全国工业饲料总产量（万吨）



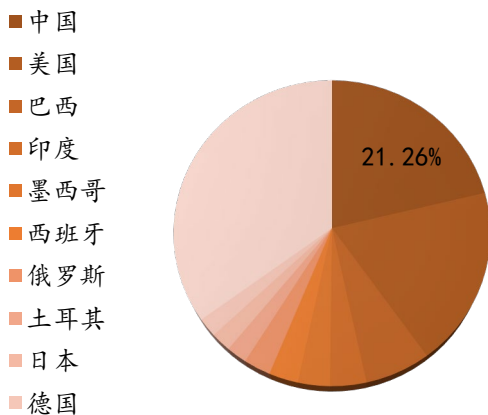
资料来源：中国饲料工业协会，东亚前海证券研究所

图表23. 2022Q1 各品种饲料产量占比



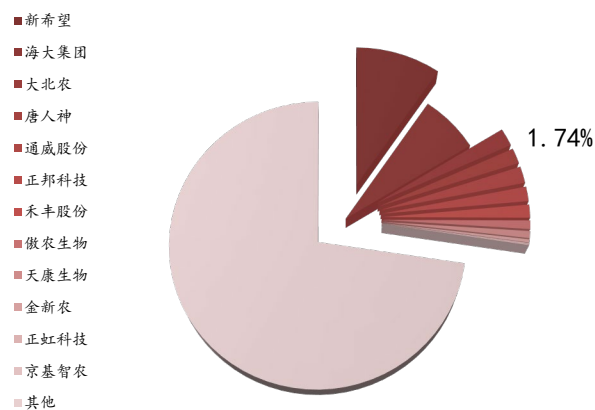
资料来源：中国饲料工业协会，东亚前海证券研究所

图表24. 2021 年全球前十大饲料生产国，中国第一



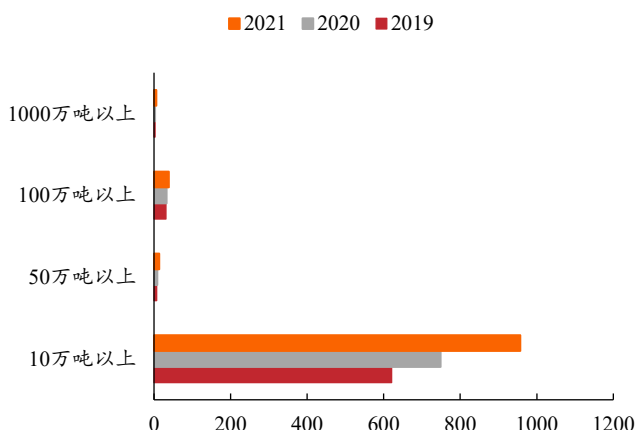
资料来源：Alltech Agri-Food Outlook 2022，东亚前海证券研究所

图表25. 2021 年上市饲料企业市场份额 (%)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表26. 2019-2021 年不同规模饲料产量的企业数量（家）



资料来源：中国饲料工业协会，东亚前海证券研究所

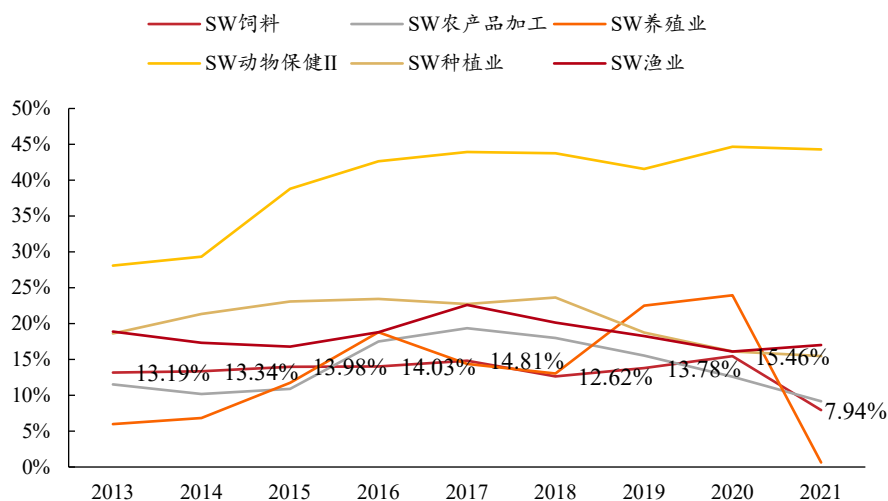
2.2.2. 弱周期性的饲料行业，盈利能力稳定

饲料业属于弱周期性产业。养殖行业周期的存在使得对饲料的需求短期内存在一定波动。但从长期饲料产量数据来看我国饲料行业不具有明显的周期性特点。养殖行业的景气度预期会影响到饲料品种选择，饲料价格敏感性等关键因素，并在一定程度上呈反比关系，所以实际上这些板块间周期性因素会相互抵销，对饲料企业影响较少，因此饲料行业呈现弱周期特征。

饲料板块毛利率总体稳定。饲料行业属于农业产业链中较为基础的板块，与动保和肉制品这类高品牌溢价的产业相比，饲料板块产品可替代性较强，附加值较低。因此板块整体毛利率较低，处于肉类产业链毛利率分布曲线的较底端。虽然饲料毛利率绝对值较低，但胜在稳定。我国居民消费需求量大，其下游产品属于消费刚需，且市场还在不断扩大调整，因此养殖业对饲料端需求十分稳定，产品销售具有保障。

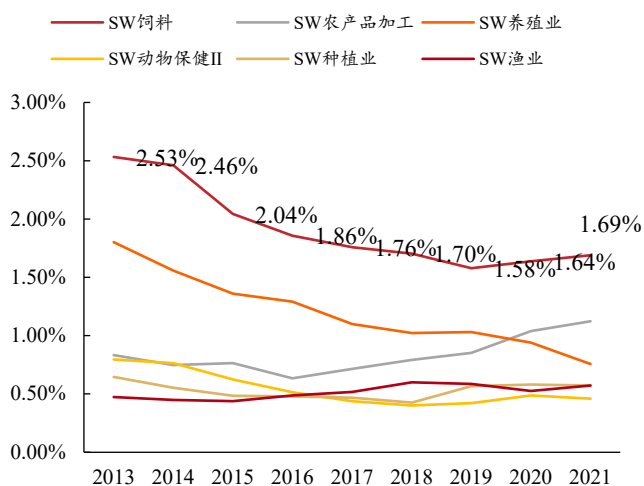
饲料板块高资产周转率助推高资产收益率。饲料板块生产和销售周期都较短，资产周转率较高。即使饲料板块毛利率较低，但由于其资产运作效率较高，净资产收益率也相对较高。

图表27. 农业各子板块毛利率 (%)



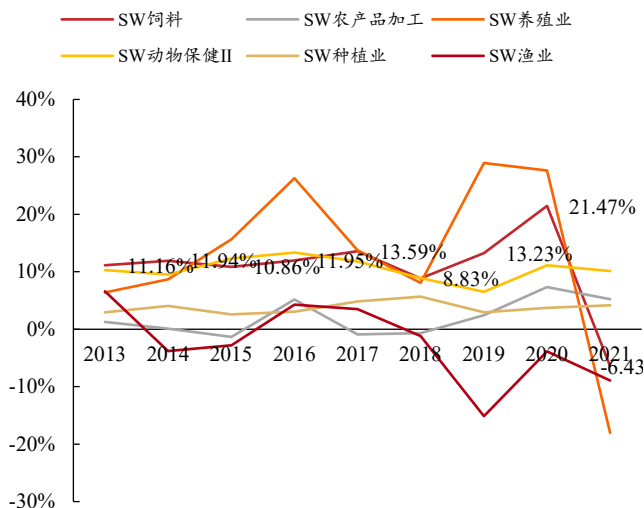
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表28. 农业各子板块资产周转率 (%)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表29. 农业各子板块 ROE (%)



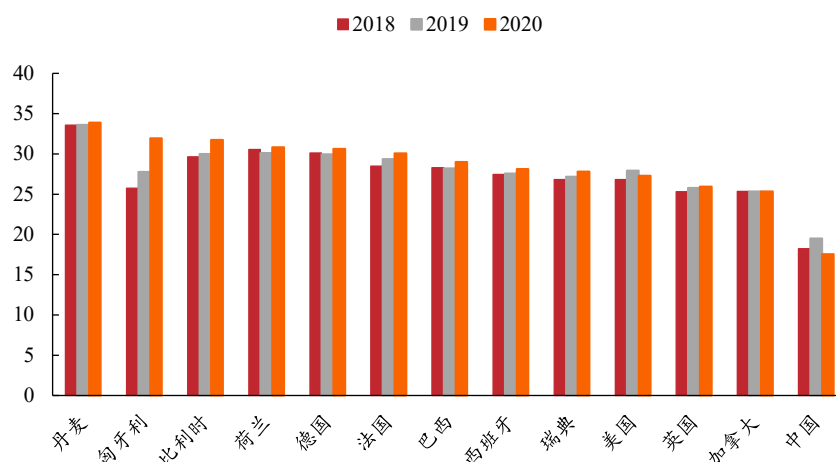
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 随猪周期上行阶段到来, 生猪养殖业务有望迎来量价齐增

3.1. 种猪繁育优势明显, 为产能扩张打下良好基础

我国生猪养殖行业生产指标平均水平和海外成熟市场国家相比有较大差距。2018、2019、2020 年中国生猪养殖平均 PSY 值(每头母猪每年提供断奶仔猪数量)为 18.23 头、19.49 头和 17.54 头, 而丹麦猪养殖平均 PSY 值则稳居 30 头以上。

图表30. 2018-2020 年各国生猪养殖 PSY 值（头）



资料来源：AHDB《2020 pig cost of production in selected countries 》，东亚前海证券研究所

公司“美神+丹系”种猪铸就核心竞争力，新丹系种猪 PSY 值显著高于行业平均水平。公司从 2008 年开始从事种猪繁育业务，公司与美国华特希(Whiteshire Hamroc)育种公司合资成立美神育种，在湖南和河北建立了通过美国国家种猪登记协会 NSR 认证、国家生猪核心育种场认证的现代化 GGP 原种猪场，育种水平与美国同步，美神原种猪场也成为中国第一个经 NSR 认证的具有国际水准的原种猪场。美神目前建设了 20 多个种猪和商品猪养殖基地，“美神”种猪拥有高瘦肉率、高屠宰率、高繁殖率，低料肉比、健康度高等特点。2020 年 9 月，公司从来源于丹麦 Breeders of Denmark A/S 育种公司引进了 1425 头具有高生产性能的丹系原种猪，丹系种猪有较强的繁殖能力，对猪舍条件、营养要求、管理要求较高。新丹系种猪 PSY 可达 28 头以上，显著高于我国生猪养殖行业平均水平。丹系原种猪的高生产性能为二元母猪挑战 PSY 达到 36 头的高目标奠定了坚实基础。“美神+丹系”双种猪体系有望能够提升养殖效益，助力公司扩张产能。

图表31. 美神养殖基地在全国的布局



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表32. 2020年引进丹麦种猪



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.2. 三大产业协同叠加养殖技术领先，提升公司盈利和抗风险能力

公司打造“3+1”产业链经营模式。公司推行“3+1”生猪养殖模式，从饲料、养殖、肉品三大业务板块协同性为出发点，构建以生物饲料、品牌肉品相配套的生猪全产业链经营业态；新兴板块与资本发展为三大产业提供资本与战略。

深耕饲料行业多年，饲料端具有成本优势。公司以饲料业务起家，经过三十年激烈的市场竞争，优胜劣汰，公司饲料产品具备极强的市场竞争力，在原材料预处理技术、生产工艺技术、产品配方技术等方面处在行业前列，公司议价能力较强且采购渠道广泛，有利于降低饲料原料成本。在饲料原料价格大幅上涨背景下，饲料成本仍保持一定的竞争力。为应对近些年来玉米、豆粕等饲料原料成本的提升，公司一直通过精细化饲养、优化饲料配方等措施降低饲料成本：（1）依据原材料价差，动态优化饲料配方，例如针对豆粕价格上涨，主要是优化配方，在保证营养的基础上，减少豆粕使用量。（2）对饲料产品技术进行升级，使用生物饲料技术，改善动物肠道结构，提高消化率。（3）实施精准营养饲养技术、多阶段饲料配方设计，提升养殖效率。（4）对不同原材料品种，做套期保值和战略储备，减少价格波动风险。（5）加强采购能力，公司饲料子公司覆盖全国，多年积累下采购渠道广泛；公司对主要原料全面实施集中采购，利用规模采购提升议价能力，形成规模效益；增加玉米、豆粕的战略性储备采购；对集团下属子公司的地区性小品类原料实施定点采购，分单操作的采购模式，快速分流，保证品质，控制成本。

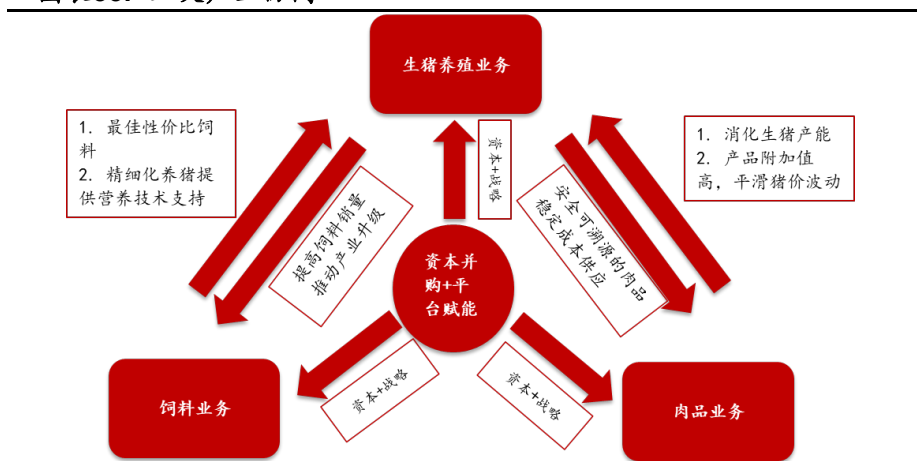
饲料业务助力生猪养殖板块降低养殖成本，一定程度对冲养殖业务亏损的风险。饲料业务可以为公司猪场提供各阶段的营养饲料，目前已经实现了9阶段的精准饲喂，可以保证各猪场的用料安全及营养供应。因此饲料端本身具备的成本优势叠加生猪养殖全过程饲料产品的自我供应，可以有效降低养殖成本，提高养殖效益。2018-至今的猪周期中，2017-2018年

处于猪周期底部，养殖企业深度亏损。然而2018年，公司饲料业务板块销售481.01万吨，同比增加2.3%；饲料业务实现142.86亿元的营业收入，同比增加13.71%；经营活动产生的现金流量净额达到5.63亿元，同比增加34.75%，一定程度上能够对冲公司养殖业务板块的风险。生猪养殖业务也可拉动饲料业务的销量，推进产业转型升级。

终端消费领域的肉品业务以及以“小凤唐”为代表的快休闲连锁餐饮具有较高附加值，可平滑生猪价格波动风险。肉品业务提升养猪产业的生猪附加值，拓宽下游产业链，提高生猪产业链的价值，平滑生猪价格波动对公司利润的不利影响。而生猪养殖业务则可以做到生产更健康、更优质的猪肉，打造安全可溯源的肉品，让消费者买得安心，吃得放心。

“资本并购+平台赋能”外延发展，为三大产业提供战略、资本等资源支持。公司先后成功并购山东和美、深圳比利美英伟、湖南龙华农牧等公司，发展壮大公司饲料、养猪业务，已具备丰富的投资管理经验，形成了投资赋能管理平台，提升被并购企业的经营发展能力。未来将在饲料、生猪养殖、肉品加工等加大产业投资并购力度。

图表33. 三大产业协同



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

养殖技术方面，楼房养殖和智能养殖技术助力降本增效。楼房养殖技术公司已有较多应用，新建猪场大都为楼房养殖，在湖南、广东、海南等南方重点区域的在建项目以楼房养猪为主。楼房养殖技术有利于节约养殖用地、土地利用率高，同时适应南方区域丘陵、山地等地形，提升养殖效率，减少生猪中转环节费用。智能养殖技术方面，目前公司研发投入六大智能养猪技术，建立了各项目组的智能养猪示范点，成本方面拟达成目标为生猪饲养及饲料成本降低20元/头，饲料成本降低10-20元/吨。此外，公司构建猪场成本智能管理系统，提高生产效率。

产业协同叠加养殖技术领先，公司头均养殖毛利处于行业上游位置。公司头均养殖毛利2020年为1227.02元/头，处于行业上游水平；2021年在行业普遍深度亏损的情况下，公司头均养殖亏损较小。

图表34. 主要上市猪企头均养殖毛利（元/头）

序号	公司名称	2018	2019	2020	2021
1	牧原股份	118.43	709.24	1888.71	325.96
2	金新农	80.32	546.1	1024.14	171.2
3	唐人神	23.51	349.09	1227.02	-56.41
4	大北农	/	278.96	1073.51	-71.5
5	傲农生物	-28.78	339.7	1113.42	-150.34
6	天康生物	47.94	167.32	985.13	-251.98
7	新希望	205.19	812.7	691.11	-365.4
8	温氏股份	415.66	1058.13	1472.42	-465.3
9	天邦股份	80.66	216.86	1393.53	-488.32
10	正邦科技	109.03	406.29	999.09	-890.02

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

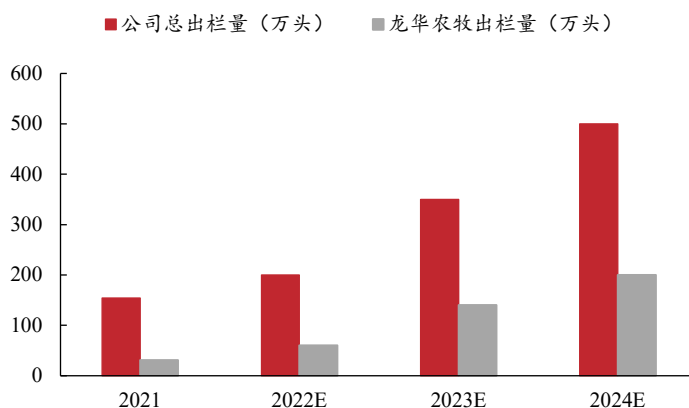
3.3. 逆周期布局生猪产能，未来成长可期

3.3.1. 收购龙华农牧实现产业垂直整合，助力公司业务规模扩张

收购龙华农牧，引入自繁自养养殖模式。龙华农牧系湖南省生猪养殖领域的骨干企业，具有较强的竞争优势，2016 年公司收购龙华农牧 90% 的股份，帮助公司形成了生猪全产业链完整布局，引入了龙华农牧的“自育自繁自养规模集约化”的经营模式，助力公司业务规模扩张。

特区管理机制，全方位赋能龙华农牧。公司对龙华农牧实行特区管理，保持龙华农牧管理团队不变，支持龙华农牧创新合作机制，推进执行事业合伙人机制、非洲猪瘟防控合伙人机制等等，为龙华农牧提供了资金、技术、管理等赋能，支持龙华农牧做大做强。预计至 2022 年一季度，龙华农牧能达成 150 万头自繁自养产能。2022 年 3 月公司再次筹划非公开发行股票募集资金，公司用此资金继续支持龙华农牧新增产能 50 万头，预计龙华农牧整体产能 200 万头。公司计划 2022、2023、2024 年分别出栏生猪 200、350、500 万头，其中龙华农牧出栏量占比约为 30%、40%、40%。

图表35. 2021-2024E 公司总出栏量和龙华农牧出栏量



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3.2. 持续募资扩张产能，未来有望释放可观的生猪出栏量

公司从 2011 年上市后，多次融资持续加大生猪产能建设。公司先后于 2014 年、2017 年以及 2021 年非公开发行股票定增，于 2019 年发行可转公司债券，生猪投资项目数量逐渐增多，投资内容也从原种猪扩繁场建设项目发展到生猪绿色养殖全产业链投资项目，产能建设稳步推进，在甘肃天水、湖南株洲、云南禄丰、广东等地建设猪场。一些投资项目暂未达到预期收益主要系后备母猪从配种、产仔、断奶到商品猪出栏销售需要一定时间，投产初期项目尚未达到满负荷状态，项目效益未能及时体现。公司于 2021 年 12 月 25 日完成境外发行美元高级债券的备案登记，募集资金中约 1.25 亿美元用于闻韶温氏生猪产业园项目、庄田二期生猪养殖基地建设项目、海南昌江大安一体化 15 万头养殖项目和云浮市云安温氏生态养殖有限公司楼房式猪场项目建设。经过多年探索，公司确定了以湖南省、广东省为重点核心养殖区域，广东省猪价较高，原料成本较低，公司加大在广东省的投资力度，加快韶关、佛山、云浮、茂名的猪场项目建设进度。预计项目全部建成、达到满负荷状态后将会释放可观的生猪产能。

控股股东参与 2022 年非公开发行定增，彰显发展信心。2022 年 4 月 12 日，公司发布非公开发行 A 股股票预案，投资 5 个生猪养殖项目，分别是湖南东冲三期生猪养殖基地建设项目、广东云浮市猪苗养殖生产建设项目、广西融水县养殖扶贫项目、广西浦北美神养殖项目、海南一体化 15 万头养殖项目，这将加快公司在湖南区域 350 万头、广东区域 300 万头、广西区域 100 万头、海南区域 50 万头的产能规划的实现。公司控股股东唐人神控股参与本次定增，彰显对公司未来发展的信心。

图表36. 近年来部分生猪养殖项目

时间	资金来源	项目	是否达到预期收益	主要内容
2017	非公开发行股票	龙华农牧东冲12万头无公害生猪养殖建设项目	已达到预期收益	12万头生猪
		龙华农牧塘冲12万头无公害生猪养殖建设项目		12万头生猪
2019	可转换公司债券	湖南花垣县年出栏30万头瘦肉型苗猪、10万头湘西黑猪苗猪养殖项目	暂未达到预期收益	40万头猪苗
		河南南乐县年出栏30万头良种苗猪养殖项目		30万头苗猪
		甘肃天水市存栏3,600头基础母猪核心原种场项目		3600头基础母猪
		佛山高明区温氏畜牧有限公司生猪养殖项目	尚未完工	
2020	非公开发行股票	禄丰美神姬公庙村存栏一万头基础母猪苗猪项目	暂未达到预期收益	10000万头基础母猪
		禄丰美神九龙山存栏5100头基础母猪苗猪养殖项目		5100头基础母猪
		武山美神生猪绿色养殖全产业链一期养殖洛门镇邓湾项目(母猪场)		
		茶陵龙华生态有限公司十里冲年存栏3万头繁殖基地建设项目		30000头存栏
		武山美神生猪绿色养殖全产业链一期养殖沿安草滩项目		4.48万头商品猪
		武山美神生猪绿色养殖全产业链一期养殖榆盘马寨项目		年存栏2.24万头商品猪
2022年3月	结项2021非公开发行股票募集项目后的结余募集资金	湖南龙华农牧发展有限公司的“十里冲二期改扩建养殖基地建设项目”	暂未达到预期收益	
		闻韶温氏生猪产业园	尚未完工	拟新建一个存栏1.05万头母猪，15万头生猪，年出栏30万头生猪的猪场
		电白区望夫美神养猪场		拟新建一个存栏1.105万头母猪，年出栏仔猪25万繁殖场
		茶陵县严塘镇年存栏1.2万头母猪繁育基地建设项目		本项目计划在茶陵县严塘镇东冲建1个年存栏1.2万头母猪繁殖基地
2019年10月		武山100万头生猪养殖全产业链第一期养殖项目投资协议书		第一期存栏37100头母猪、60000头育肥猪养殖
2020年5月		年出栏100万头生猪绿色养殖项目投资协议书		雅安市名山区年出栏100万头生猪绿色养殖项目
2020年5月		年出栏100万头生猪绿色养殖项目投资协议书		禄丰县人民政府年出栏100万头生猪绿色养殖项目
2020年9月		年出栏50万头生猪生态养殖项目之第一期年出栏30万头商品猪项目投资协议书		建设存栏1万头基础母猪的繁育场，并配套公猪站、后备舍等；建设年出栏30万头的保育育肥一体化商品猪场
2021年2月		年出栏50万头生猪绿色养殖项目投资协议书		项目建设周期为24个月；建设常年存栏2万头种猪、育肥场，建设年出栏50万头商品猪育肥场
2021年4月		年出栏50万头生猪生态养殖项目投资协议书		第一期：存栏1万头母猪场；第二、三期：育肥场（50万头）

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：项目暂时未达预期收益主要系后备母猪从配种、产仔、断奶到商品猪出栏销售需要一定时间，投产初期项目尚未达到满负荷状态，项目效益未能及时体现）

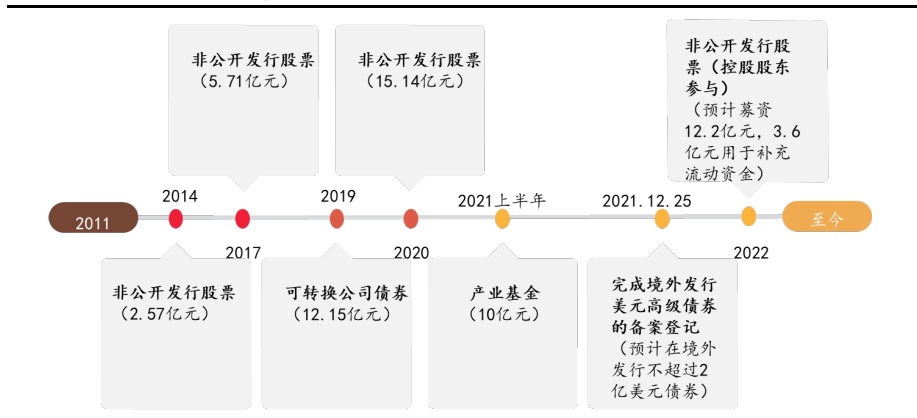
3.3.3. 较早布局资金安全，积极构筑资金护城河

“可转债+非公开定增+产业基金+银行贷款等”多渠道募集资金。公司是最早关注资金安全的养猪企业之一，公司在2020年基于生猪产能大幅增加的情况，对未来生猪价格下行风险有一定的预判，自2020年起在资金方面做了比较充分的准备，先后公开发行了可转债、非公开发行股票，合计募集资金近28亿元。2021年上半年联合社会资本组建了10亿元产业基金。公司猪场建设资金以中长期的银行项目贷款为主。同时，公司银行授信额度100亿元，包括流动资金贷款和项目贷款。

2022年非公开发行股票再次拟募资12.2亿元，其中3.6亿元补充流动资金，资产负债率处于同业较低水平。公司拟在境外发行不超过2亿美元(含2亿美元，或等额离岸人民币或其他外币)债券，2021年12月25日已取得国家发展和改革委员会办公厅下发的《企业借用外债备案登记证明》。目前，公司主要在二级市场融资和银行项目贷款进行融资，其中银行项目贷款期

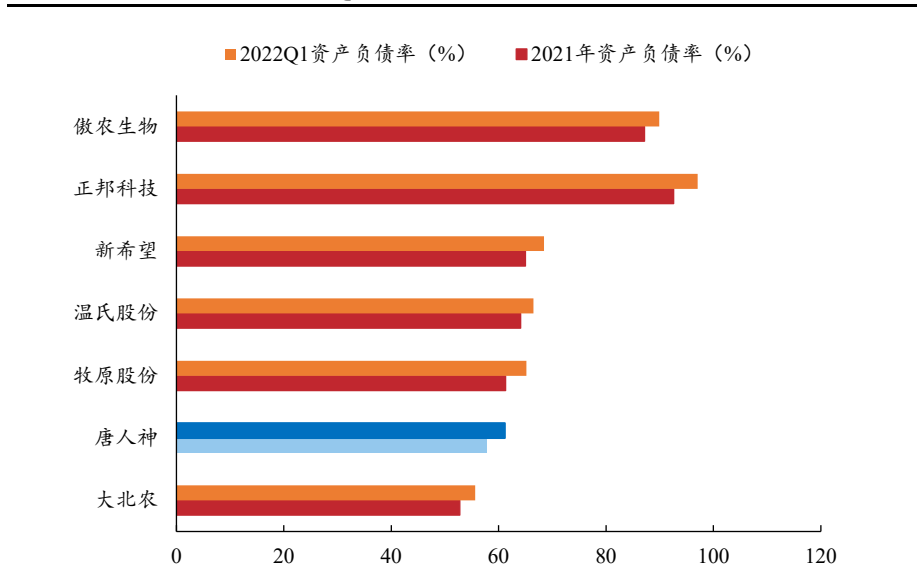
限较长，中短期还款压力较小。2022 年 4 月非公开发行募集资金将进一步夯实公司的资金护城河，拟募集 3.6 亿元资金用于补充流动资金。未来融资主要来自以下几个方面:通过组建产业基金的形式引进社会资本加入；通过 5-7 年期限的项目贷款方式完成融资；在融资成本的把控下，通过发行中长期的美元债、流动性贷款解决资金需求。公司积极布局资金安全，将有利于增强公司的资本实力，满足公司经营的资金需求，将进一步增强公司在猪周期底部抗风险能力。截至 2022Q1，公司资产负债率 57.88%，处于同行业相对较低水平。整体来看，公司资金情况相对安全。

图表37. 多次募集资金



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表38. 2021 年和 2022Q1 资产负债率同行业对比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3.4. 随猪周期上行阶段到来，业绩弹性有望释放

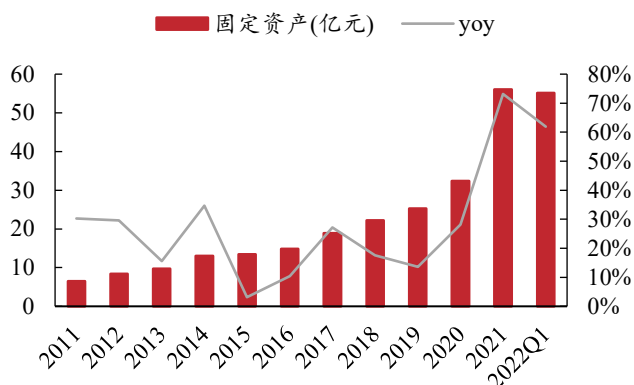
公司持续加大固定资产、在建工程和生产性生物资产的投资。

2011-2021 年公司固定资产和在建工程都持续快速增长，2011-2021 年固定资产/在建工程年均复合增长率（CAGR）为 24.11%/35.51%。2021 年公司固定资产/在建工程为 56.01/19.21 亿元，同比增长 73.17%/66.60%。同时，2011-2021 年生产性生物资产也有了较大幅度的增长，2020 年生产性生物资产达到 3.63 亿元，同比增长 180.50%；2021 年生产性生物资产有所回落，同比减少 11.53%，主要系猪价下行，公司对存栏的生产性生物资产计提了资产减值准备以及对低性能母猪的淘汰。

猪价大幅波动，产能投资保持增长态势。2018 年开始至今，猪价进入了 2006 年以来第四轮猪周期，从 2019 年猪价上行、2020 年高位宽幅震荡到 2021 年猪价深跌，产能投资增速未受影响，其中固定资产增速甚至处于逐年加快的态势。公司生猪出栏量也大幅提升，2021 年出栏量达到了 154.23 万头，同比增长 50.55%。2015-2021 年复合年均增长率为 55.95%。此外，公司依据现有产能及资金情况，结合养猪事业部经营目标，合理安排出栏规划，计划 2022、2023、2024 年分别出栏生猪 200、350、500 万头，出栏节奏方面，预计 2022 年上半年约 80 万头，下半年约 120 万头。

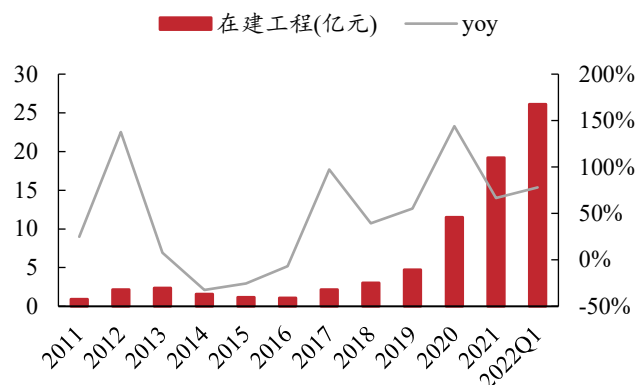
静待周期上行，生猪养殖业务迎来量价齐升。2018-至今猪周期中，2021 年春节后，随着生猪供给的快速增加，猪价开启了持续下跌的趋势。2021 年 6 月能繁母猪存栏达到最高点，7 月环比开始下降，产能去化开始。根据农业农村部数据，截止 2022 年 5 月，能繁母猪存栏量为 4192 万头，月度环比上涨 0.35%；相比 2021 年 6 月能繁母猪存栏量至高点 4,564 万头，累计去化 8.17%。目前能繁结束阶段性去化，随前期产能去化兑现，下半年生猪供应或偏紧，对猪价上涨形成支撑。近期生猪价格持续回升，2022 年 4 月开始，猪价从 4 月 1 日的 12.23 元/公斤上涨到 6 月 10 日的 15.90 元/公斤。预计下半年猪价中枢或持续抬升，但上涨幅度仍然不确定，是否进入猪价真正的上行周期仍有待市场验证。届时随生猪养殖项目逐渐达到满负荷状态，将会释放可观的生猪产能。凭借扩张的产能优势，公司将迎来量价齐升，在上行猪周期中实现业绩的大幅增长。

图表39. 2011-2022Q1 固定资产



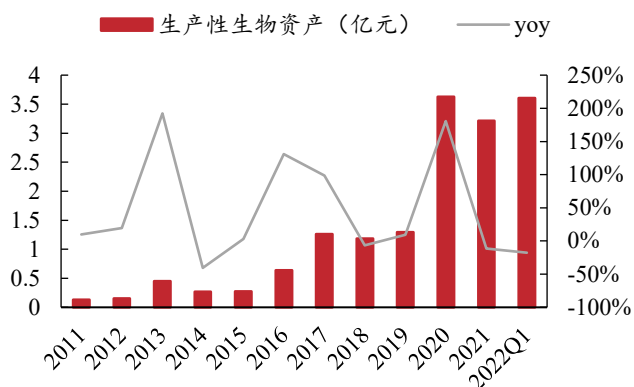
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表40. 2011-2022Q1 在建工程



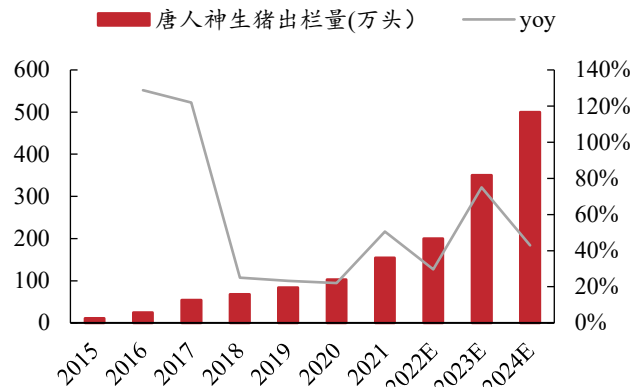
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表41. 2011-2022Q1 生产性生物资产



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表42. 2015-2024E 公司生猪出栏量



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 饲料业务稳健运行，担当生猪养殖扩张的坚定后盾

饲料品牌声誉卓著。经过三十年的发展，公司的骆驼饲料已跨入中国饲料行业前十强，中国制造业 500 强，饲料销售覆盖全国绝大多数地区，在全国拥有 80 多家饲料子公司，分布在全国 20 多个省份，尤其是在湖南地区有主导地位。2021 年销量规模约达到 510.00 万吨，位列全国第四，市场份额达到 1.74%。“骆驼”猪料、“湘大”水产料、“加乐”禽料，深受广大顾客喜爱，“饲料一枝花、骆驼富万家”，“骆驼有三多，养猪赚钱多”享誉大江南北。

营销策略叠加经营机制，助力公司量利目标达成。营销策略方面，公司不断推进价值营销，通过“产品+服务”为顾客创造价值，坚持“不创养殖价值不卖料”的营销理念，坚持要先为客户不断创造新的养殖价值，从而获得公司量利目标的达成。为此，公司制定了“1+3 营销上量模式”、“9421

客户开发策略”等，掌控顾客价值与公司量利同步增加，优化饲料营养技术，打造高效的原料供应链体系，保证饲料产品品质。公司继续加大对规模猪场的开发力度，在现有经销商来销售基础上，组建规模猪场专业营销队伍，着力推进家庭农场和规模猪场的开发和销售；加强技术服务体系建设持续做好价值服务，进一步提升饲料客户，特别是规模猪场对公司产品、技术服务的认可度。**经营机制方面**，公司将通过内部合伙人与外部事业合伙人相结合的模式，重点推进“航空港+销售公司”模式，特别是有水产料业务的工厂，提升公司水产饲料销售能力。为强化水产线发展，将成立水产料事业部，饲料板块与水产事业部“业务独立经营、平台赋能服务、管理协同营运”。价值营销策略叠加良好的经营机制，将带动公司饲料销量增长，预计猪料和水产料占比会呈现整体上升趋势。

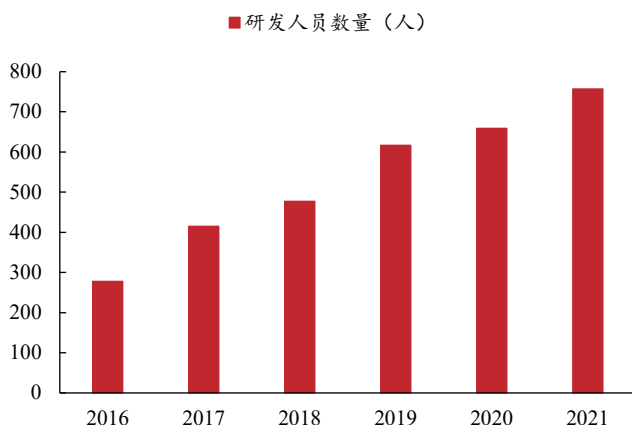
强化饲料产品研发，创新推出液体发酵饲料。饲料事业部拥有国家认定企业技术中心与院士工作站，先后与中国科学院、中国农业大学等国内多家高等院所共同组建了饲料、兽医和育种等联合研究所，走产学研相结合的道路。近年来公司研发人员数量逐年增多，从2016年的278人增长到了2021年的757人；公司研发费用也不断增加。在持续不断的研发投入下，公司掌握了生物发酵技术、酶解技术、烘焙技术、低蛋白环保型日粮技术、无抗技术等核心技术以及高温灭菌熟料浓浆异步发酵技术、浓浆异步酶解技术、浓浆纳米球磨均质微粉化技术、豆类发芽提质技术、低温沸腾烘干技术等五大技术的利用。公司创新推出液体发酵教槽料与固体生物发酵饲料等产品，取得专利技术认证。液体发酵饲料属国内首创，固体发酵饲料技术国内领先。

图表43. 公司目前掌握的部分饲料营养技术

	技术	应用
掌握核心技术	生物发酵技术、酶解技术、烘焙技术、低蛋白环保型日粮技术、无抗技术等	实现了原料的预消化处理，提高了生物饲料中活性物质和有益微生物的含量，改善了饲料的适口性、提高了消化率、降低了粪污排放、改善了肉质、提升了动物的健康状况
掌握五大技术的利用	掌握了高温灭菌熟料浓浆异步发酵技术、浓浆异步酶解技术、浓浆纳米球磨均质微粉化技术、豆类发芽提质技术、低温沸腾烘干技术等	开发了液体发酵饲料产品，例如“口口乳”，属于国内首创。提高饲料的营养价值，从而改善适口性，提高仔猪的采食量和生长速度，并控制细菌性疾病

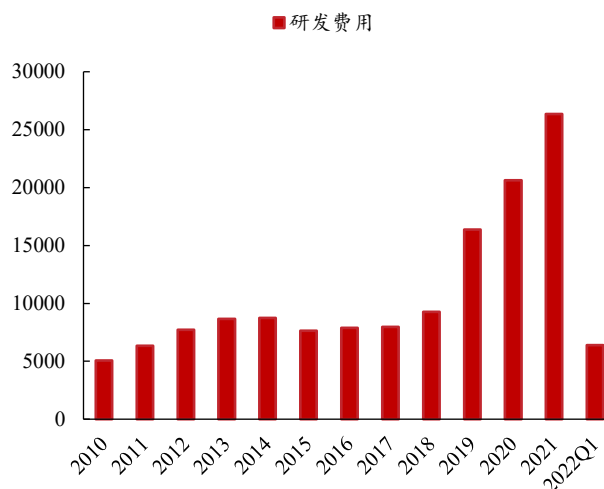
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表44. 公司研发人员数量



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

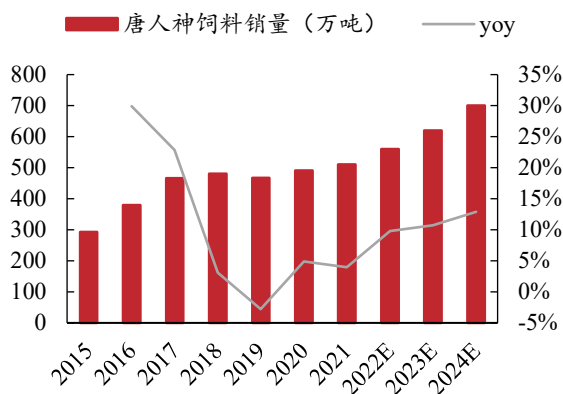
图表45. 公司研发费用 (万元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

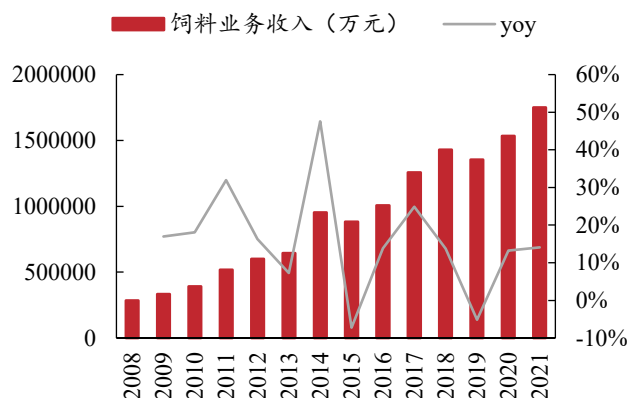
饲料业务为公司业务提供稳定的现金流。历年饲料业务收入稳定增长，2021 年饲料业务收入为 175.07 亿元，同比增长 14.07%。2008-2021 年饲料业务收入复合年均增长率为 13.87%。饲料销量稳步增长，在 2021 年约 510 万吨，预计 2022-2024 年饲料销量约分别为 560 万吨、620 万吨、700 万吨，2021-2024 年饲料销量年度同比增长速度预计为 3.98%、9.80%、10.71% 和 12.90%。2020 年公司经营活动现金流量净额达到 10.46 亿元，2021 年出现大幅下滑，主要系 2021 年生猪养殖业务亏损严重，受生猪养殖业务拖累所致。2021 年饲料业务收入占公司总营收 80.52%，是公司收入的主要来源，为公司提供稳定的现金流，支撑生猪养殖业务产能的扩张和发展。

图表46. 2015-2024E 唐人神饲料销量



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表47. 2008-2021 年饲料业务收入



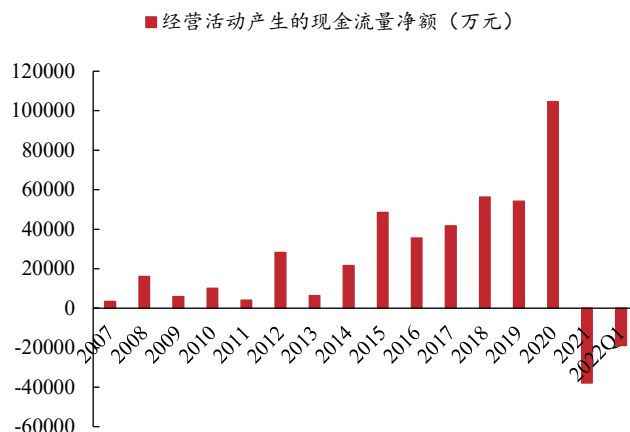
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表48. 公司饲料明星产品



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表49. 公司经营活动现金流净额



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

5. 品牌肉品+“小风唐”餐饮，构建产业链闭环

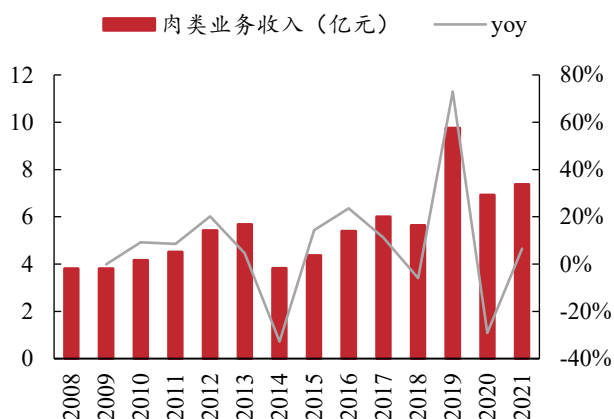
公司肉品业务已有 20 多年的经营历史。1995 年，集团兼并株洲肉联厂，引进德国设备和技术，用先进工艺开发出唐人神香肠、湖南腊肉等品牌肉品，“唐人神”品牌诞生，结束湖南无品牌肉的历史。2000 年，上海唐人神肉品投产，2002 年，唐人神品牌连锁成立，2008 年，10 万吨唐人神西式肉制品加工基地和 100 万头冷鲜肉加工生产线相继建成投产，2017 年唐人神产品体验中心正式营业。

公司肉制品种类较为丰富，营收整体稳健增长。公司肉品业务包括肉制品业务和屠宰业务。肉制品方面，“唐人神”肉品品牌在湖南市场占有率较高。公司依托中国肉类食品综合研究中心、国家猪肉加工技术研发分中心、湖南省肉类加工工程技术研究中心等研究机构和生猪产业链平台优势，产品研发能力较强。公司目前成功上市多种产品，例如中式香肠、风味肉品、生鲜肉品、西式肉品、休闲食品、团膳食品和高端礼品。生鲜屠宰方面，公司已先后在湖南株洲、河南南乐、甘肃天水等区域建设屠宰加工基地，未来会依靠龙华农牧养猪基地建设屠宰产能。总体来看，公司肉品业务板块着重发展肉制品业务。公司肉品业务营收稳步增长，2021 年实现营收 7.37 亿元，2008-2021 年年均复合增长率为 5.19%；肉品业务毛利率整体较为稳定。

打造“小风唐”餐饮，注重顾客价值创造。公司还开创了唐人神集团旗下的连锁餐饮品牌——“小风唐”，小风唐所有冷鲜肉都是由全程可溯源的龙华牧场的生猪屠宰、加工而成，所有肉制品都来自唐人神肉品加工厂。东北大米种植基地直供环保大米、唐人神放心食用油、古龙无添加真酱油，

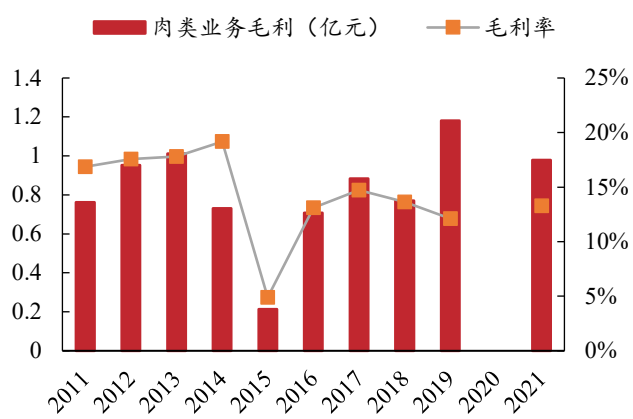
注重顾客消费体验的提升。新冠疫情下，小风唐餐饮也通过创新“云点单”实现了快速发展。

图表50. 公司肉类业务收入持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表51. 公司肉类业务毛利和毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：公司2020年末披露肉类业务毛利）

图表52. 公司肉品明星产品和“小风唐”餐饮



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

公司主营业务为饲料、生猪养殖以及肉品，将针对以上三大业务分别展开讨论。

饲料业务：公司饲料业务一直运行稳健，具有较强的成本控制能力。公司结合饲料事业部销量目标确定了 2022-2024 年饲料外销量分别为 560 万吨、620 万吨和 700 万吨。因为目前饲料业务以成本加成的定价模式为主，饲料价格会随着原料价格波动，公司饲料毛利率维持相对稳定，保持在 7% 左右。预计 2022/2023/2024 年饲料业务营收为 196.45/216.05/241.98 亿元。

生猪养殖业务：公司 2022-2024 年生猪出栏预计分别为 200 万头、350 万头、500 万头。随着猪价进入上行阶段以及公司生猪养殖项目的逐渐投产，未来生猪养殖营收有望继续增长。预计 2022/2023/2024 年生猪业务营收为 39.79/77.81/110.48 亿元。

动物保健和肉类业务：预计动物保健业务营收和肉类业务营收稳健增长，2022/2023/2024 年分别为 0.36/0.42/0.46 亿元和 7.50/7.83/8.53 亿元。

图表53. 盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计（亿元）	217.42	244.10	302.12	361.45
yoy	17.36%	12.27%	23.77%	19.64%
营业成本合计（亿元）	204.14	226.05	262.49	316.04
毛利率	6.11%	7.40%	13.12%	12.57%
饲料业务				
营业收入（亿元）	175.07	196.45	216.05	241.98
yoy	13.62%	12.24%	10.16%	12.24%
毛利率	7.47%	7.45%	7.30%	7.10%
生猪业务				
营业收入（亿元）	34.74	39.79	77.81	110.48
yoy	41.62%	14.53%	95.56%	42.00%
毛利率	-2.50%	5.84%	29.00%	24.21%
肉类业务				
营业收入（亿元）	7.37	7.50	7.83	8.53
yoy	6.48%	1.87%	4.39%	8.92%
毛利率	13.29%	14.00%	14.00%	15.00%
动物保健业务				
营业收入（亿元）	0.25	0.36	0.42	0.46
yoy	16.65%	46.43%	16.69%	8.00%
毛利率	37.76%	48.00%	46.00%	45.00%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

6.2. 投资建议

6.2.1. 头均市值法

从估值角度看，当前行业上市公司市值对应 2023 年预估出栏量所得的头均市值基本都处于历史周期下位区间，公司历史头均市值区间为 4441.54-17761.65 元/头，2022E 头均市值为 5029.09 元/头，处于历史区间底部位置。

图表54. 同行业公司头均市值法

股票代码	公司名称	2022E 出栏量(万头)	2023E 出栏量(万头)	2022E 头均市值(元/头)	2023E 头均市值(元/头)	历史最低头均市值	历史最高头均市值	市值/亿元
300498.SZ	温氏股份	1800	2700	7798.82	5199.22	4766.42	21285.23	1403.79
002385.SZ	大北农	475	/	6870.17	/	6392.94	45633.91	326.33
002100.SZ	天康生物	220	/	5878.79	/	4732.64	19310.93	129.33
002714.SZ	牧原股份	5300	/	5509.88	/	3271.08	21302.70	2920.24
002567.SZ	唐人神	200	350	5029.09	2873.77	4441.54	17761.65	100.58
603363.SH	傲农生物	600	600	2516.54	2516.54	1629.76	43380.82	150.99

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：考虑到可比公司傲农生物 2017 年上市，这里计算历史头均市值的时间区间为 2017-2021 年；目前市值为 6 月 29 日市值）

6.2.2. PE 估值法

我们选取温氏股份、大北农、天康生物、牧原股份和傲农生物作为可比公司。我们预测公司 2022E/2023E/2024E 的 PE 为 352.74/8.67/7.74，2023 年以及 2024 年公司 PE 估值低于可比公司均值，有一定提升空间。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表55. 可比公司 PE 估值法

股票代码	公司名称	收盘价 (6月29日)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300498.SZ	温氏股份	21.74	-2.11	-0.29	2.00	2.34	-9.13	-74.63	10.87	9.28
002385.SZ	大北农	7.88	-0.11	0.06	0.53	0.58	-98.66	125.61	14.73	13.63
002100.SZ	天康生物	9.55	-0.51	0.08	1.35	1.51	-21.12	127.38	7.08	6.31
002714.SZ	牧原股份	54.87	1.31	1.18	5.56	5.50	40.67	46.60	9.86	9.96
603363.SH	傲农生物	18.6	-2.22	-0.62	2.72	2.05	-5.72	-29.96	6.84	9.08
	均值		-0.73	0.08	2.43	2.40	-18.79	39.00	9.88	9.65
002567.SZ	唐人神	8.34	-1.00	0.02	0.98	1.14	—	352.74	8.67	7.74

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：可比公司 EPS 和 PE 均采用 Wind 一致预测）

7. 风险提示

非洲猪瘟等动物疫病：生猪养殖过程中发生的疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪圆环病毒等。如果防控不力，非瘟等动物疫病再次流行，会直接引发生猪产量下降，进而引发生猪养殖公司盈利下降或亏损的风险。

猪价反弹不及预期：生猪价格影响因素较多，若猪价反弹不及预期，则生猪养殖盈利能力受限。

极端天气影响下原材料价格波动：养殖业饲料成本会随农产品价格波动而变化，玉米、豆粕等粮食价格的上涨会带来养殖业饲料成本的上升。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21742	24410	30212	36145
%同比增速	17%	12%	24%	20%
营业成本	20414	22605	26249	31604
毛利	1328	1806	3963	4542
%营业收入	6%	7%	13%	13%
税金及附加	37	39	54	65
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	521	610	740	886
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	760	867	1133	1265
%营业收入	3%	4%	4%	4%
研发费用	263	293	347	405
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	152	163	178	185
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-575	-49	-57	-61
信用减值损失	-27	0	0	0
其他收益	53	61	76	90
投资收益	12	15	15	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	-96	7	9	11
营业利润	-1044	-132	1553	1795
%营业收入	-5%	-1%	5%	5%
营业外收支	-103	-20	-40	-21
利润总额	-1147	-152	1513	1774
%营业收入	-5%	-1%	5%	5%
所得税费用	25	-185	152	213
净利润	-1172	33	1361	1561
%营业收入	-5%	0%	5%	4%
归属于母公司的净利润	-1147	29	1184	1374
%同比增速	-221%	103%	3969%	16%
少数股东损益	-25	4	177	187
EPS (元/股)	-1.00	0.02	0.98	1.14

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	-1.00	0.02	0.98	1.14
BVPS	4.57	4.35	5.33	6.48
PE	—	352.74	8.67	7.47
PEG	—	3.44	0.00	0.47
PB	1.63	1.96	1.60	1.31
EV/EBITDA	394.35	22.87	6.87	6.09
ROE	-21%	1%	18%	18%
ROIC	-5%	-0%	9%	8%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1368	1698	2843	4976
交易性金融资产	29	29	29	29
应收账款及应收票据	280	362	440	519
存货	2123	2300	2345	2354
预付账款	545	568	689	821
其他流动资产	521	-412	554	569
流动资产合计	4866	4546	6901	9268
长期股权投资	59	52	44	39
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	5601	6708	7866	8956
无形资产	557	590	623	654
商誉	317	222	125	28
递延所得税资产	58	58	58	58
其他非流动资产	3086	4062	5164	6269
资产总计	14545	16238	20781	25273
短期借款	522	867	1322	1452
应付票据及应付账款	1107	1245	1256	1325
预收账款	0	29	18	25
应付职工薪酬	229	240	267	283
应交税费	54	68	82	98
其他流动负债	1798	1362	1527	1824
流动负债合计	3710	3812	4472	5007
长期借款	3392	5792	8302	10617
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	17	17	17	17
其他非流动负债	1298	757	770	839
负债合计	8418	10379	13562	16481
归属于母公司的所有者权益	5512	5241	6424	7809
少数股东权益	615	618	795	983
股东权益	6127	5860	7219	8792
负债及股东权益	14545	16238	20781	25273

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-379	754	2291	2763
投资	171	7	7	6
资本性支出	-3477	-2764	-3103	-3159
其他	-8	15	15	18
投资活动现金流净额	-3314	-2742	-3081	-3135
债权融资	-1580	-1044	-23	118
股权融资	1649	-298	0	0
银行贷款增加(减少)	3767	2745	2965	2445
筹资成本	-455	-47	-55	-69
其他	605	10	-1	12
筹资活动现金流净额	3985	1366	2886	2506
现金净流量	293	621	2096	2133

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>