

积极扩展疆外业务，饲料、养殖、动保全方位发展

2022 年 06 月 30 日

► **开拓饲料疆外业务增长点，筑牢业绩压舱石。**公司饲料业务在新疆精耕细作多年，2021 年在当地市占率已达 48% 左右，因而有较强的议价能力及定价优势。在此基础上，公司积极开拓陕甘宁青以及内蒙古西部地区的市场业务，这些地区养殖密度高于新疆，竞争度低于中部地区，未来发展空间较大。根据我们测算，近两年西北地区饲料市场一直处于供不应求状态，预计 22 年底疆外的西北地区约 100 万吨新建产能落地后，将成为公司饲料业务新的增长点。

► **养殖产能稳步推进，科学规划优化经营。**公司已在新疆、甘肃、河南三地分别布局 100 万头产能，采取“聚落式”发展，同时配套饲料和屠宰加工。2016~2021 年，公司生猪出栏从 30.9 万头增长至 160.3 万头，2021 年底公司能繁母猪存栏量为 12 万头，规划 2022 年实现 220 万头生猪出栏量。在此基础上，公司计划在川渝地区再增加 100~150 万头生猪产能，以期 2023 年可实现 500 万头出栏量目标。成本方面，2022 Q1 公司三地综合成本约 18 元/公斤，未来将持续发挥全产业链优势，科学规划以降本增效，力争将 2022 年养殖成本降至 16 元/公斤左右。当前生猪价格正逐步走出底部区间，公司在周期底部积极调整养殖业务，有序扩张自繁自养产能，若下半年生猪价格持续回暖，公司将充分受益于量价齐升带来的业绩红利。

► **动保行业领军企业，转型升级迎接市场化。**公司是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是农业部重大动物疫病防控疫苗定点生产企业和全国 8 家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，是农业部指定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗、口蹄疫合成肽疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗等的定点生产企业和全国兽用生物制品 10 强企业。公司口蹄疫疫苗（包括猪用、牛羊用）年产能达 20 亿毫升，与生物股份、中牧股份一起“三分天下”；小反刍兽疫、布病疫苗等疫苗产品销量均连续多年全国排名前三。公司现有新疆和上海两大研发中心，同时依托稀缺 P3 实验室资源，不断增强研发竞争力。在研产品中，猪伪狂犬病亚单位疫苗或将成为伪狂犬疫苗领域内全国首发的应用亚单位基因工程技术的产品。此外，公司在苏州设立营销中心，大力推进市场化销售网络建设，随着未来一系列非强免新产品的上市，市场苗业务将助力公司业绩长期增长。

► **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.51、21.68、24.53 亿元，对应 EPS 为 0.26、1.60 和 1.81 元，考虑到公司在养殖业上游处于行业领先地位，且在甘肃、河南两地有生猪及饲料产能扩张的在建项目，有望在本轮猪价景气周期收获新增产能带来的业绩红利，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**生猪出栏不及预期；突发大规模疫病；农产品价格大幅波动

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	15,744	20,246	26,683	30,284
增长率 (%)	31.3	28.6	31.8	13.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	-686	351	2,168	2,453
增长率 (%)	-139.9	151.2	517.6	13.2
每股收益 (元)	-0.51	0.26	1.60	1.81
PE	-	38	6	5
PB	1.7	1.6	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 6 月 30 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

9.72



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理：徐菁

执业证号：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

目录

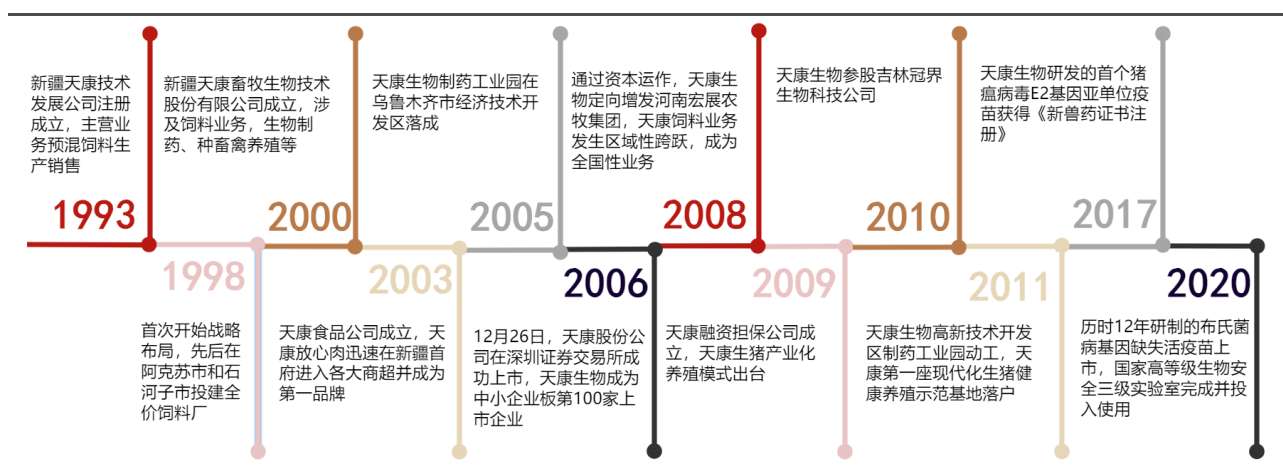
1 新疆地区全产业链发展的兵团农牧企业	3
1.1 饲料起家，三十年深耕养殖产业链	3
1.2 短期养殖业拖累业绩，其他板块发展向好	6
2 开拓疆外饲料业务增长点，筑牢业绩压舱石	8
2.1 新疆区域饲料龙头，上下游业务协同优势显著	8
2.2 西北地区饲料市场发展潜力巨大	10
3 底部扩产增加养殖弹性，科学规划优化经营	11
3.1 生猪养殖三地开花，屠宰肉食未来可期	11
3.2 能繁母猪去化基本到位，猪价正式迈入上行周期	15
4 动保行业领军企业，转型升级迎接市场化	17
4.1 兽用强免疫苗龙头，疫苗业务全线布局	17
4.2 核心产品市场空间稳步增长	20
5 盈利预测与投资建议	24
5.1 盈利预测	24
5.2 投资建议	25
6 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 新疆地区全产业链发展的兵团农牧企业

1.1 饲料起家，三十年深耕养殖产业链

天康生物前身为新疆天康技术发展公司，于 1993 年原兵团生物制剂实验中心的基础上成立，主营预混饲料生产销售；2000 年成立了新疆天康畜牧生物技术股份有限公司，开始涉足生物制药、种畜禽养殖业务；2003 年成立天康食品公司，多年来“天康放心肉”在新疆已具备品牌效应；2016 年收购河南宏展，大大扩充了生猪养殖产能，奠定了布局全国的基础。

图 1：公司发展历程

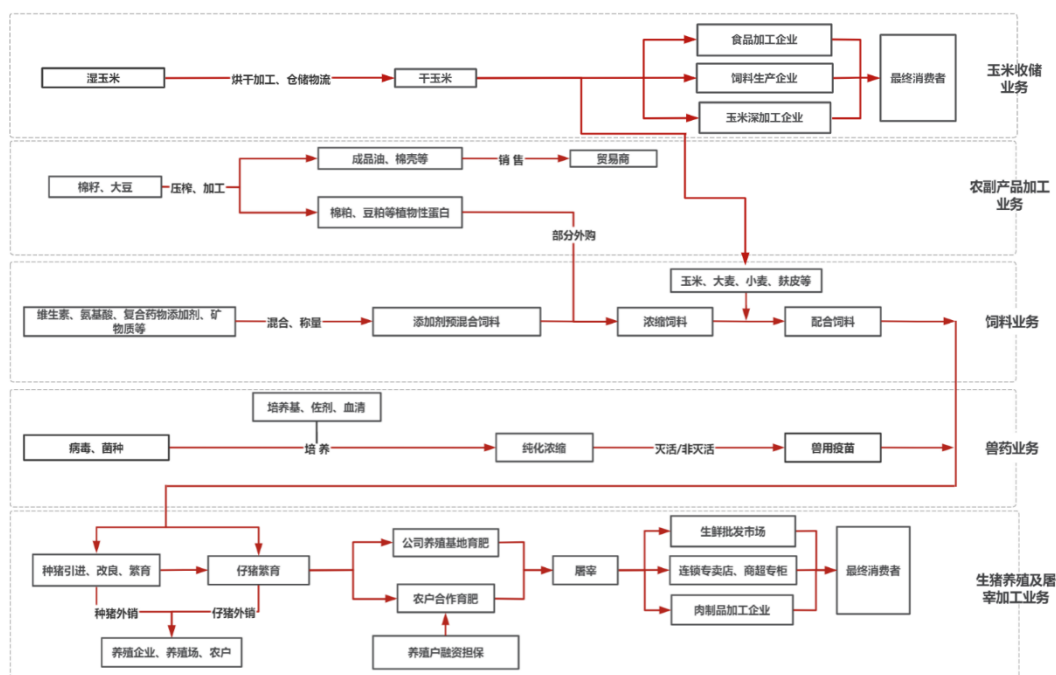


资料来源：公司公告，民生证券研究院

五大板块齐头并进，全产业链闭环覆盖。经过近三十年发展，公司业务现已涉及生猪养殖、饲料、动物保健、蛋白油脂、玉米收储五大板块，实现了现代畜牧业畜禽良种繁育—饲料与饲养管理—动物药品及疫病防治—肉制品加工销售 4 个关键环节的完整闭合的全产业链架构。已拥有 270 万头生猪繁育基地、325 万吨饲料加工基地、33.5 亿毫升（头份）兽用生物疫苗生产基地、200 万头生猪屠宰及肉食品加工基地、60 多个天康放心肉连锁及专卖店（柜）、50 万吨油脂与植物蛋白生产线。

立足新疆本土发展，积极拓展疆外业务。公司饲料业务在新疆精耕细作多年，已成为当地最大的饲料企业，积累了一定的产品美誉度，为进军西北和华北市场奠定基础。**生猪养殖业务**在新疆、甘肃、河南三地均衡布局，采取“聚落式”发展，同时配套饲料和屠宰加工，未来向川渝地区进一步发展。**兽用疫苗方面**，公司为农业部在新疆唯一定点的兽用生物制品生产企业，目前在新疆和吉林共拥有三大生产基地，并积极推进上海和苏州地区全方位的产业布局。此外，公司利用新疆丰富的棉花、棉籽、玉米等资源，一方面开展农产品加工及玉米收储业务，另一方面也为饲料业务提供稳定的原料供应。

图 2：公司产业结构



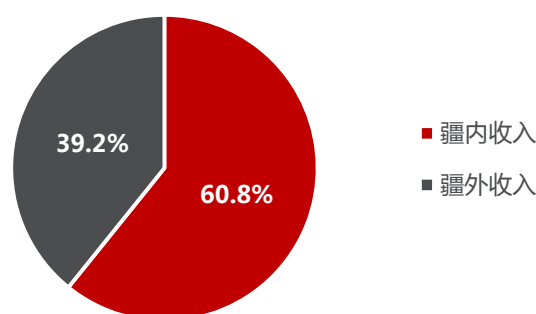
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：公司产业布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

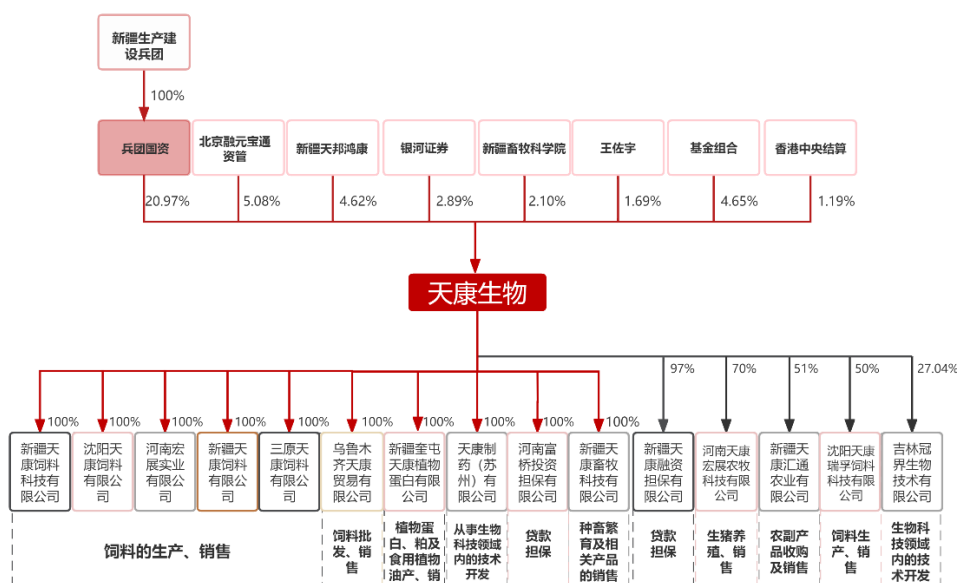
图 4：2021 年公司疆内外收入对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

兵团系国资背景，股权结构较为集中。公司实际控制人为新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司，为新疆生产建设兵团直属单位，持有公司 20.97% 的股权。董事长杨焰先生通过天邦弘康持有公司 1.17% 的股权，为公司最终受益人。公司下设众多子公司，其中养殖业务由天康畜牧、天康宏展及河南宏展经营，动保业务由天康制药和吉林冠界经营，协同母公司饲料、动保、食品养殖、蛋白油脂、农产品五大事业部共同发展。

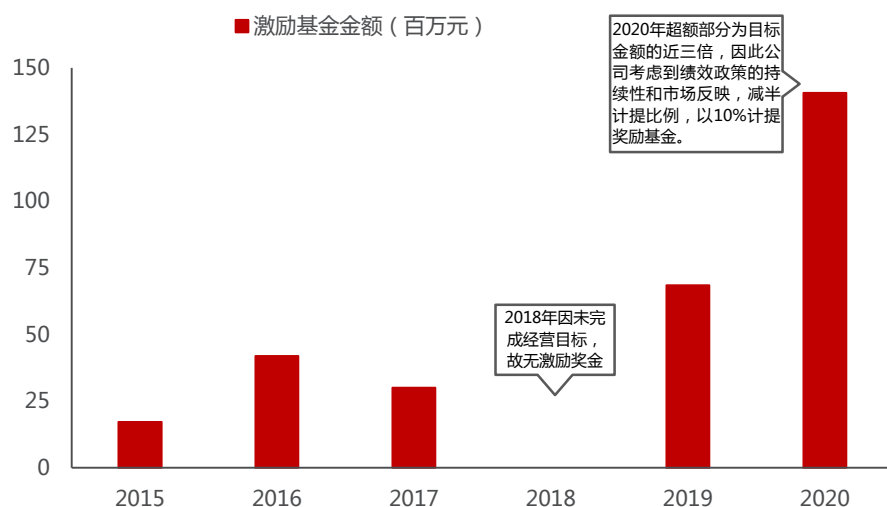
图 5：公司股权结构图（截至 2022 年一季报）



资料来源：wind，民生证券研究院

股权激励、基金激励机制促进员工积极性，护航公司长期发展。股权激励方面，公司以天邦鸿康作为员工持股平台，绑定管理层和核心骨干与公司的利益。2020 年 9 月，公司实施第一期员工持股计划，147 名中层管理人员及核心骨干员工参与其中，截至 2022Q1，天邦鸿康持有公司 4.62% 的股份。基金激励方面，2007 年起公司实施激励基金制度，以前三年平均归母净利润为考核基数，按当年归母净利润超额实现部分的一定比例提取激励基金（2013 年之前为 50%，2014~2019 年为 20%，2020 年为 10%），对中高层管理人员给予奖励。

图 6：公司每年计提激励基金金额



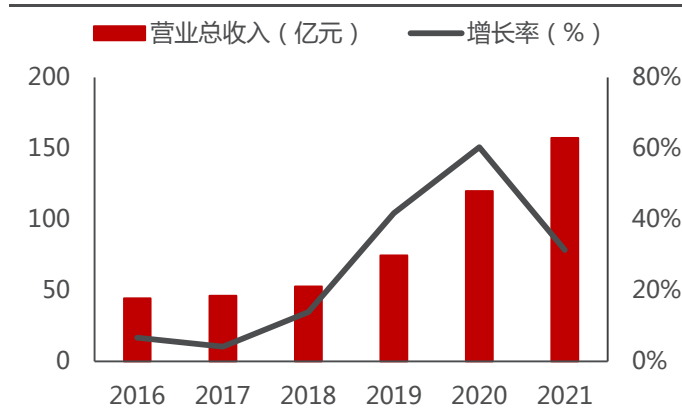
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 短期养殖业拖累业绩，其他板块发展向好

公司营收多年来稳定增长，短期养殖板块拖累业绩表现。2016~2020 年，公司营收从 44.4 亿元增长至 119.9 亿元，CAGR 为 28.2%；归母净利润从 3.9 亿元上升至 17.2 亿元，CAGR 为 44.6%。2021 年公司实现营收 157.4 亿元，同比增长 31.4%，除养殖外各业务均实现净盈利，其中，动保、饲料、农产品加工、玉米收储分别盈利约 2.52、2.49、0.59、0.32 亿元。亏损主要来自于养殖业务，因生猪价格快速下跌，公司自繁自养业务亏损约 3 亿元，饲料部门外购高价仔猪育肥放养亏损近 8 亿元，各类存货计提跌价准备共 3.85 亿元，导致最终公司归母净利润亏损 6.86 亿元，同比大幅下滑 139.9%。

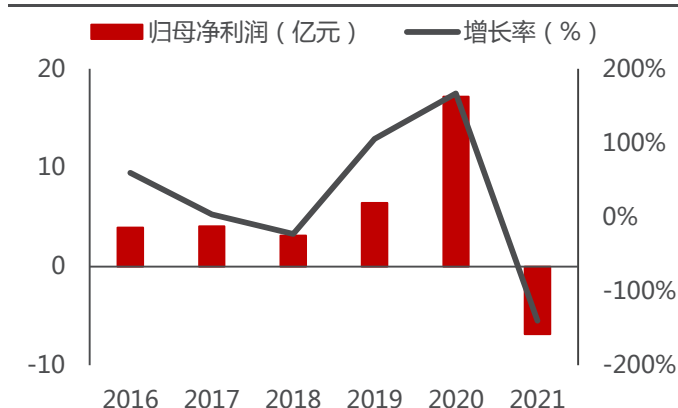
公司五大主营业务齐头并进，饲料、养殖、玉米收储为营收主要来源。2021 年公司饲料业务实现营收 51.4 亿元，同比+21.8%；食品养殖业务营收 35.0 亿元，同比+0.5%；玉米收储板块营收 38.3 亿元，同比+94.6%；动保板块营收 9.8 亿元，同比+15.8%；农产品加工业务营收 16.4 亿元，同比+47.1%。其中，饲料、食品养殖和动保占总营收比重依次为 32.6%、22.2%、24.3%。分区域看，当前公司大部分业务均在疆内，2021 年疆内营收占比为 60.6%，疆外业务占比达 39.1%，公司计划未来业务将不断向疆外市场扩张。

图 7：2016~2021 年公司营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2016~2021 年公司归母净利润及增速



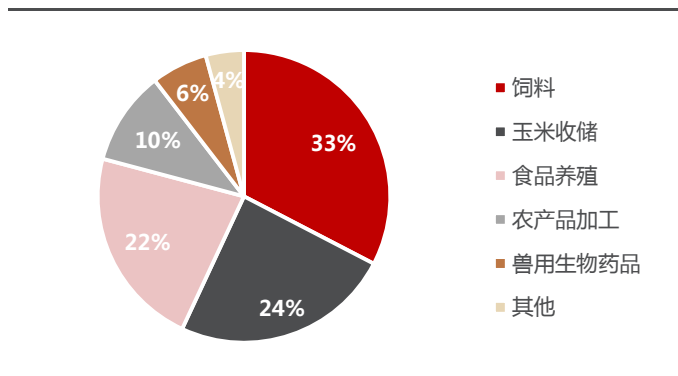
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年计提存货跌价准备（亿元）

存货项目	账面价值	可变现净值	计提存货跌价准备
肉品	3.96	1.99	1.97
生猪	9.96	8.27	1.69
牛	0.78	0.58	0.20
合计	14.70	10.84	3.85

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：2021 年公司营收结构



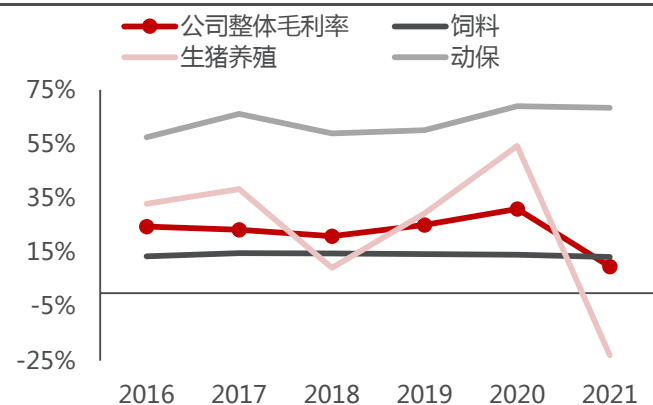
资料来源：wind，民生证券研究院

饲料、动保等业务盈利相对稳定，食品养殖周期波动明显。公司 2016~2020 年毛利率基本稳定在 25% 左右，2021 年毛利率 9.8%，同比-21.2PCT，主要受生猪养殖业务亏损影响。其中，饲料板块毛利率为 13.4%，同比-0.8PCT；动保板块毛利率为 68.4%，同比-0.6PCT，均基本维持稳定；生猪养殖业务受行业周期波动冲击，毛利率大幅下滑 77.2PCT 至 -22.4%。

期间费用率稳步下降，盈利空间有望继续扩大。2021 年公司整体期间费用率为 9.3%，同比下降 9.5PCT，其中，1) 销售费用率为 3.4%，下降 2.4PCT，虽然公司销售规模扩大，销售人员费用及运输费均相应增加，但营收增长显著使得销售费用率下降；2) 管理费用率为 4.8%，下降 2.8PCT，主要系公司面临亏损，导致员工奖金减少；3) 财务费用率为 1.2%，下降 0.3PCT，因前期公司经营规模扩大，贷款有所增加，而近两年短期借款水平降低，故财务费用率开始下降。

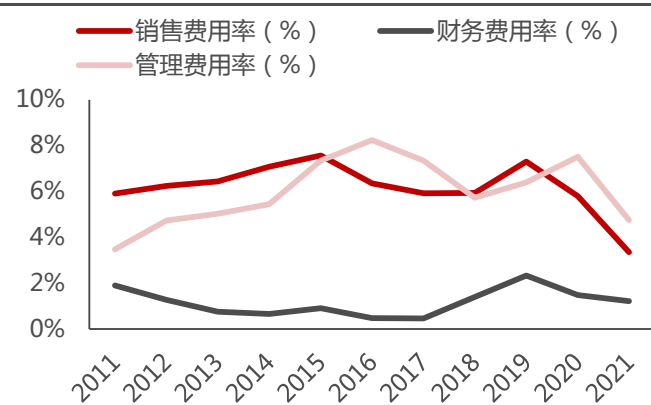
资产负债结构稳健，偿债能力较强。近两年，公司资产负债率维持在 55% 左右，低于行业平均水平，资产结构稳健。流动比率维持在 1.5 左右，偿债能力领先于行业。此外，在 2021 年非公开发行募集资金中，公司用于补充流动资金的投资总额为 5.97 亿元，占募资总额 30% 左右。综合来看，公司资金足以支持项目建设以及日常运营的需要。

图 11：2016~2021 年公司各业务毛利率水平



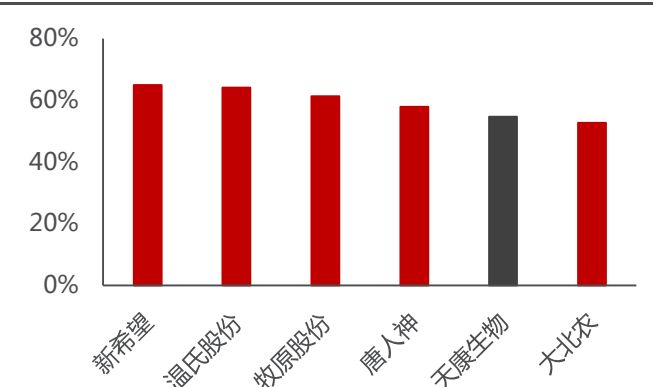
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2016~2021 年公司期间费用率水平



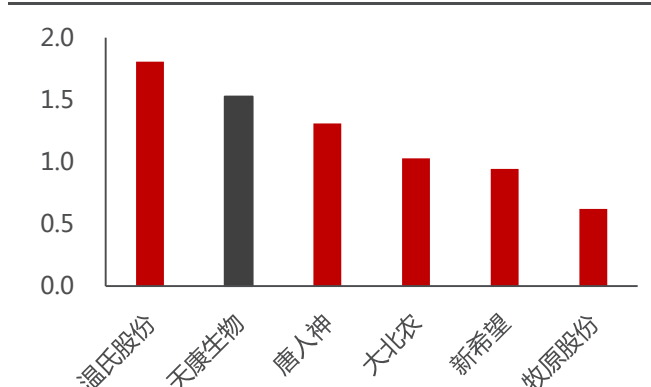
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年与可比公司资产负债率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年与可比公司流动比率对比



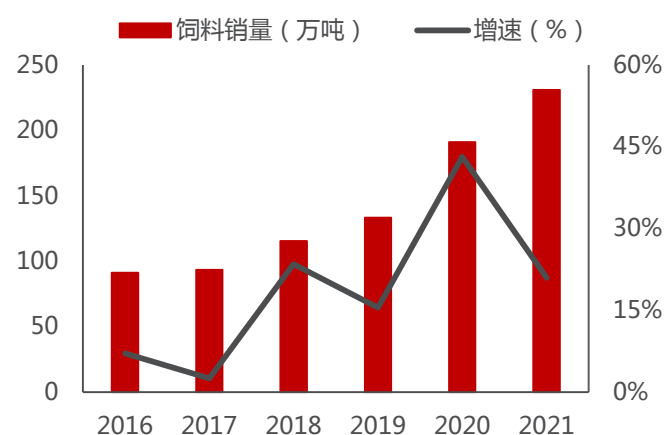
资料来源：wind，民生证券研究院

2 开拓疆外饲料业务增长点，筑牢业绩压舱石

2.1 新疆区域饲料龙头，上下游业务协同优势显著

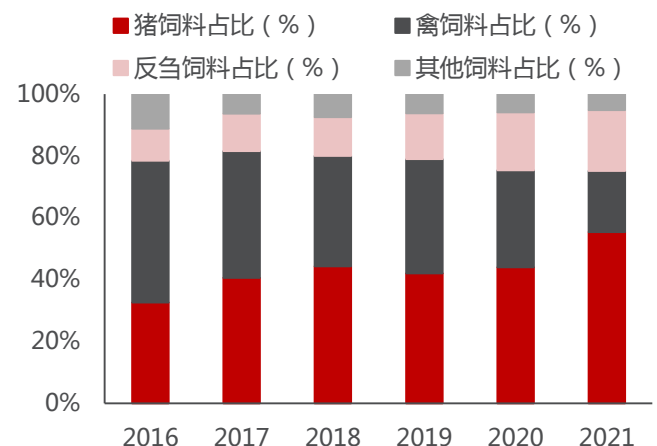
2016~2021 年，公司饲料销量 CAGR 为 20.4%，2021 年销量达到 231 万吨。其中，猪饲料销量 2021 年占比为 55.4%，同比+11.3PCT，主要系新建项目产能释放及生猪养殖量扩张；反刍饲料销量占比 19.7%，同比+1.0PCT，近两年公司大力发展西北地区饲料业务，由于西北地区较多饲养牛羊，故反刍饲料业务有所扩张；禽饲料销量占比为 19.8%，同比-11.6PCT，因 2021 年禽养殖业景气低迷需求下滑所致。

图 15：2016~2021 年公司饲料销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 16：2016~2021 年公司各类饲料销量占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

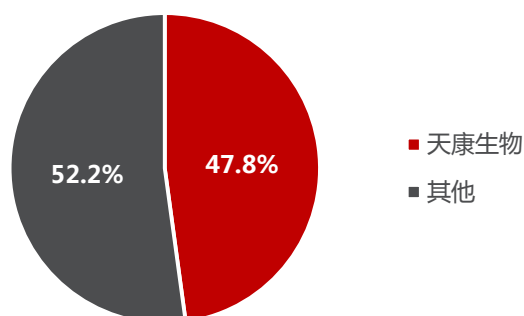
公司占据新疆饲料产业半壁江山，积极扩张西北其他地区业务。公司在新疆精耕细作多年，2021 年饲料业务在当地市占率已经达到 48% 左右。在此基础上，公司积极开拓陕甘宁青以及内蒙古西部地区的市场业务，这些地区养殖密度高于新疆，竞争度低于中部地区，未来发展空间较大。目前公司饲料总产能为 325 万吨左右，其中西北地区（含新建）约 200 万吨，预计 22 年底疆外的西北地区约 100 万吨新建产能落地后，将成为公司饲料业务新的增长点。

表 1：公司疆外西北地区新建饲料产能

项目	主要产品	产能 (万吨)
甘肃永昌天康饲料有限公司年产 57 万吨饲料加工项目	猪饲料	24
	反刍饲料	9
	其他饲料	24
宁夏吴忠 30 万吨饲料厂项目	-	30
甘肃永昌 30 万吨专用猪饲料加工项目	猪饲料	30

资料来源：公司公告，环评报告，民生证券研究院；

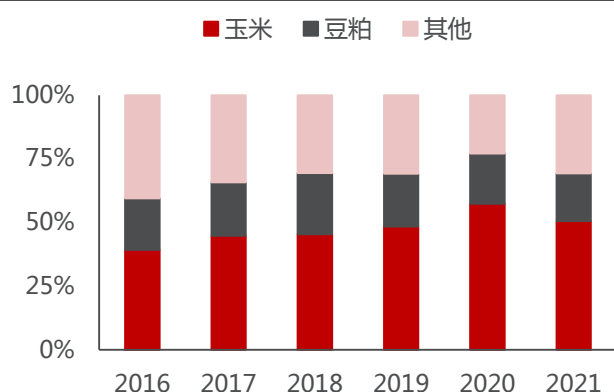
图 17：2021 年公司饲料产量占新疆 48%的份额



资料来源：中国饲料工业协会，民生证券研究院

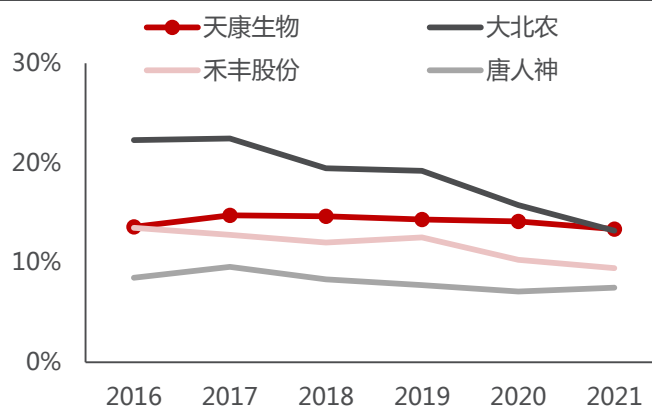
粮食收储业务充分协同，饲料业务毛利率行业领先。玉米和豆粕为饲料中最主要的原材料，公司因地处新疆，当地玉米价格低于内地市场，同时公司玉米收储和农产品加工业务也使其具备较强的原材料采购成本优势。2021 年公司玉米采购价较全国玉米均价低约 169 元/吨，饲料毛利率为 13.4%，高于大北农、海大等头部企业。

图 18：饲料原料采购量占比



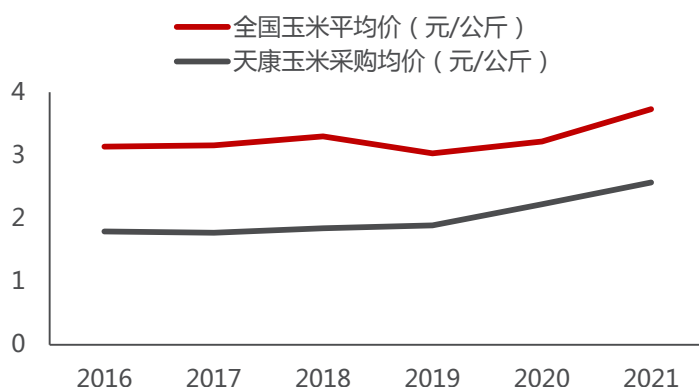
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：公司饲料毛利率位于行业前列



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 20：公司玉米采购价与全国对比



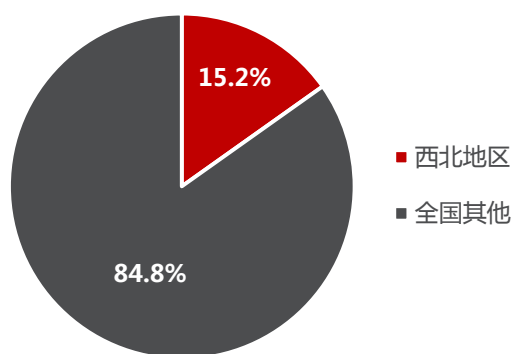
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

2.2 西北地区饲料市场发展潜力巨大

西北地区为我国牛、羊的主要产区。根据国家统计局，2020 年陕西、甘肃、宁夏、青海、内蒙古五省牛、羊、猪出栏量共计为 1.35 亿头，占全国约 15%的养殖量，其中牛、羊分别占全国的 22.32%和 36.14%。2020 年全国畜牧业生产总值为 4.03 万亿，近十年 CAGR 为 7.0%，而西北五省畜牧业的生产总值为 0.35 万亿，近十年 CAGR 为 8.1%，增速高于全国水平。

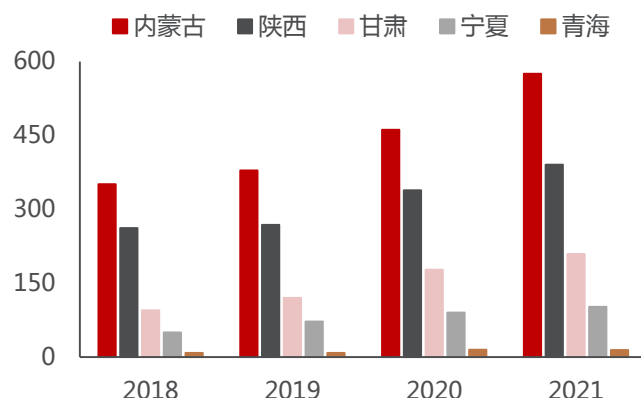
西北地区饲料市场供需不平衡，将成为公司新的业绩增长点。目前，我国饲料生产主要以华东、华中、华南地区为主。西北地区草食畜牧业发展基础较好，但饲料工业基础薄弱，饲料企业规模较小。根据我们测算，近两年西北地区饲料市场一直处于供不应求状态，随着各大饲企在西北地区的建厂扩产，饲料供给快速增加，但整体仍有供需缺口。天康生物以甘肃为起点，在西北地区积极开拓新的饲料市场，未来有望成为饲料业务新的增长点。

图 21：2020 年西北地区出栏量占全国比例



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 22：西北各地饲料总产量（万吨）



资料来源：饲料工业协会，民生证券研究院

表 2：西北内地饲料供需空间测算

	2022E	2023E	2024E
牛（亿头）	0.47	0.48	0.49
料肉比	3.8	3.8	3.8
平均出栏体重（kg）	550	550	550
羊（亿只）	3.26	3.29	3.32
料肉比	3.5	3.5	3.5
平均出栏体重（kg）	38	38	38
猪（亿头）	0.32	0.36	0.37
料肉比	3.0	3.0	3.0
平均出栏体重（kg）	120	120	120
西北地区饲料总需求量(万吨)	1925.11	1969.75	2003.09
西北地区饲料总产量（万吨）	1537.21	1829.33	2176.96

资料来源：国家统计局，民生证券研究院测算；

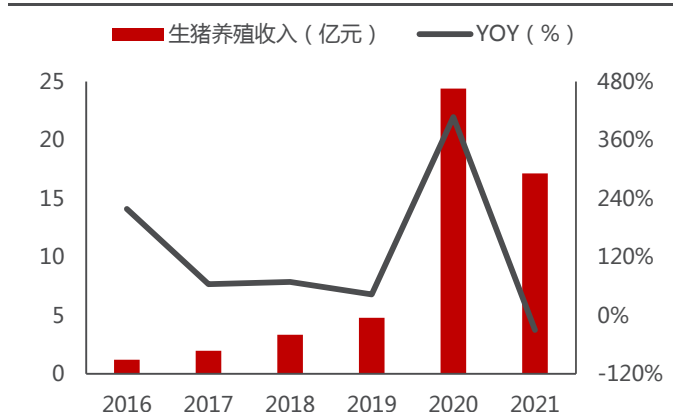
3 底部扩产增加养殖弹性，科学规划优化经营

3.1 生猪养殖三地开花，屠宰肉食未来可期

3.1.1 养殖产能稳步推进，精细化管理降低养殖成本

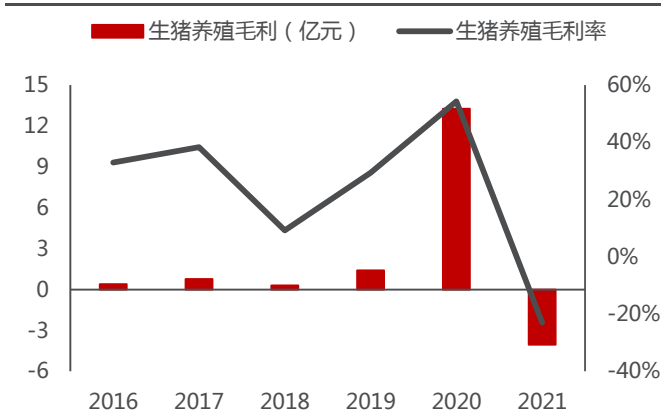
公司对养殖业务早有布局，规模快速增长。天康控股于 2007 年建成第一座仔猪厂，2008 年开始从国外引种繁育。2015 年公司通过合并天康控股，正式将生猪养殖并入业务体系内；2016 年收购河南天康宏展农牧，依托在河南的饲料产业基础，增加了 30 万头生猪养殖产能，生猪养殖开始由新疆向疆外扩张。近年来，生猪养殖业务快速发展，2016~2021 年，公司生猪养殖业务收入 1.21 亿元增长至 17.16 亿元，CAGR 为 69.96%，生猪出栏从 30.92 万头增长至 160.33 万头。2021 年底公司能繁母猪存栏量为 12 万头，规划 2022 年实现 220 万头生猪出栏量。在此基础上，公司计划在川渝地区再增加 100~150 万头生猪产能，以期 2023 年可实现 500 万头出栏量目标。

图 23：2016~2021 年生猪养殖业务收入及增速



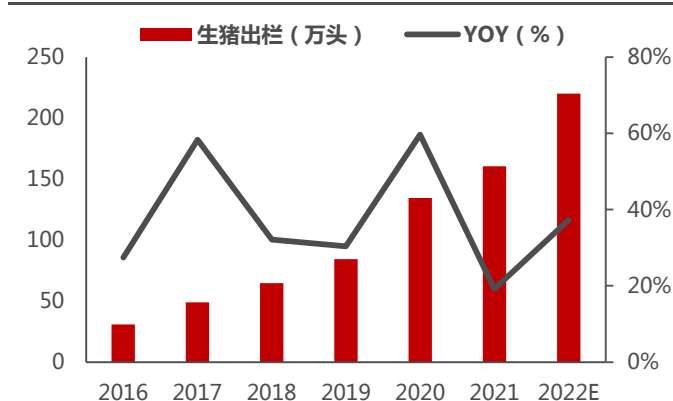
资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：2016~2021 年生猪养殖业务毛利及毛利率



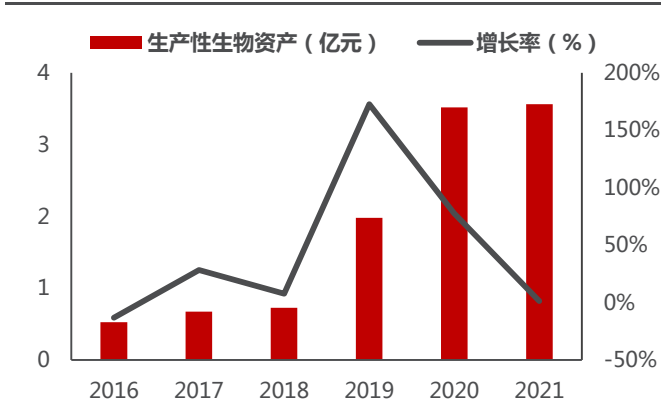
资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：2016~2022E 年公司生猪出栏量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 26：2016~2021 年公司生物性资产



资料来源：公司公告，民生证券研究院

三大生猪养殖基地，以自繁自养模式为主。公司已在新疆、甘肃、河南三地分别布局 100 万头产能。其中，**新疆地区**已于 2019 年全部建成投产，育肥配套比例

规划实现 80%~90%；**河南地区**也已于 2021 年基本建成，目前尚未满产，预计今年产能利用率可达到 70%~80%；**甘肃地区**已建成 70 万头产能，剩余 30 万头将于 2022 年底建成投产，预计今年产能利用率在 50%左右。甘肃和河南地区育肥配套比例均规划达到 70%左右。

表 3：公司生猪养殖基地布局

养殖基地	大致情况	项目	具体内容
新疆基地	100 万的产能已经全部建成，当前育肥配套比例 70%。	30 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥基地建设项目	本项目为父母代种猪繁育基地兼生猪育肥基地。父母代母猪 1.20 万头，商品仔猪 30 万头，育肥生猪 20 万头。
		芳草湖 2400 头曾祖代繁育场	--
		芳草湖 12 万头生猪育肥基地	--
		芳草湖农场 10 万头现代化生猪养殖场	饲养母猪 1 万头。计划达产后年提供优质种猪及仔猪 30 万头。
		天康原种猪猪场项目	年产种猪（20 公斤）3 万头，商品仔猪 9 万头
河南基地	100 万头养殖基地基本建设完毕，目前主要是繁育场，育肥比例 50%左右，预计 2022 年达到 70%	中盛天康猪场项目	4800 头父母代猪场，年产商品仔猪（7 公斤）14 万头，商品仔猪（20 公斤）9.6 万头
		年出栏 1.5 万头生猪养殖提升改造项目	年存栏种公、母猪 4500 头，年出栏 15000 头商品猪
		梁祝分场	年存栏 7 万头（保育猪 2 万头、育肥猪 5 万头），出栏生猪 14 万头。
		常兴一场项目	年存栏 7 万头（保育猪 2 万头、育肥猪 5 万头），年出栏 14 万头。
		常兴二场项目	本项目包括仔猪保育、育肥。年出栏生猪 14 万头。
		查山分场项目	年产种猪（60 公斤）3.5 万头，商品猪 3.5 万头
		龙井分场项目	年存栏能繁母猪 1.92 万头，年出栏断奶仔猪 48 万头，年产商品仔猪 13.72 万头
		龟山分场项目	年产纯种猪 1.2 万头，年产商品仔猪 4.8 万头，袋装鲜精 10 万袋
		五里镇分场项目	繁育场，用于母猪繁育仔猪
		河南汝州大程猪场	年出栏生商品猪 12 万头，年存栏 4.8 万头。
甘肃基地	目前已建成 70 万头产能，预计到 2022 年底基本建成 100 万头产能	42 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥建设项目	养殖父母代母猪 1.68 万头，出栏商品仔猪 42 万头，商品育肥生猪 20 万头；常年存栏约 14 万头生猪
		30 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥建设项目	父母代母猪 1.20 万头，繁育商品仔猪 30 万头，育肥生猪 20 万头。
		甘肃永昌猪场一期项目	年出栏商品仔猪 12 万头，年存栏 6.2 万头。

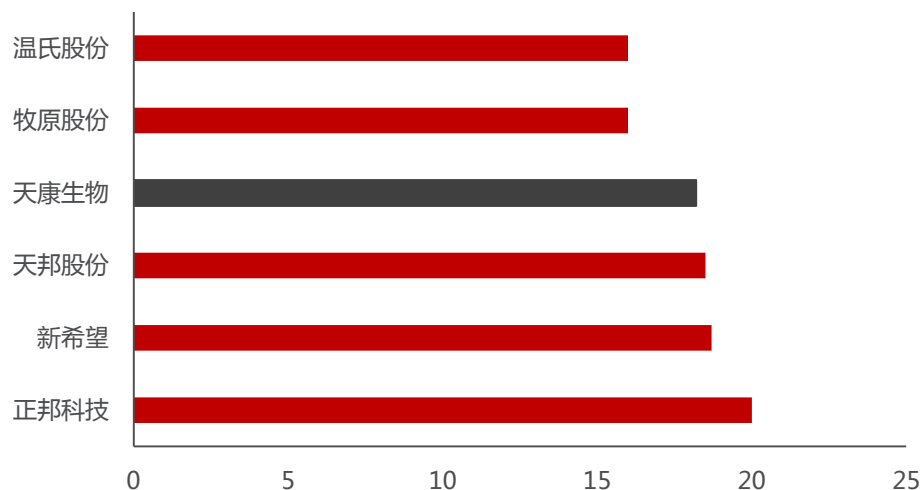
资料来源：各项目环评报告，公司公告，民生证券研究院

2021 年因饲料部门放养导致养殖成本出现异常波动。2020 年以前公司生猪养殖完全成本约 11~12.5 元/公斤，在行业中处于较低水平。2021 年为争取更大出栏量，公司饲料部门通过外购仔猪方式扩大养殖规模，导致成本异常偏高。公司及时叫停饲料部门放养业务，2021 年底已将外购育肥基本清栏。另外，河南和甘肃新建产能建设期固定费用摊销大，且尚未满产，导致两地生产成本偏高。

发挥全产业链优势，综合规划降本增效。1) 在农产品价格大涨而猪价未兴的背景下，公司将通过合理规划自产饲料和兽用疫苗业务两方面改善养殖成本，构建降本增效的长效机制；2) 加快甘肃和河南猪场投产步伐，提高产能利用率，进而降低费用的摊销；3) 积极探索并开展期货套期保值业务，公司计划于 2022 年开展生猪养殖业务套期保值，加强平抑周期波动风险的能力。2022 年 Q1 公司三地

综合成本约 18 元/公斤，已较去年约 20.3 元/公斤的水平有所下降，2022 年力争将养殖成本降至 16 元/公斤左右。

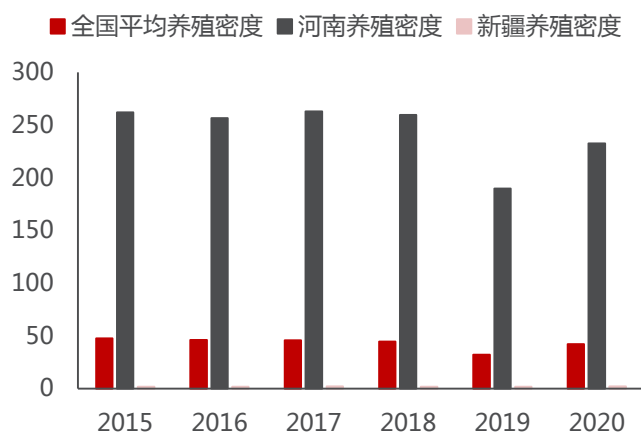
图 27：2022Q1 公司养殖成本与行业龙头对比（单位：元/公斤）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

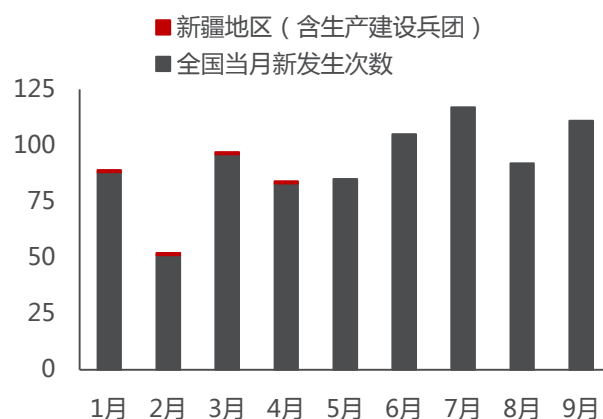
新疆地区养殖密度低，动物疫病难以传播。2020 年新疆地区生猪存栏量为 375.73 万头，而新疆总面积为 166.49 万平方公里，即每平方公里养殖量仅为 2 头，同年全国平均养殖密度为 42 头/平方公里，生猪养殖大省河南每平方公里的养殖量为 233 头，相比之下新疆养殖密度极低。此外，新疆地区人口密度也较低，与内地的交通情况较为单一，较低的人员流动性也抑制了疫病的传播。2021 年 1~9 月，全国共通报各种猪类疫病 828 例，其中新疆地区仅有 4 例，非洲猪瘟时期，全国 168 起非瘟疫情里，新疆仅发生 3 例。

图 28：新疆猪养殖密度极低（头/平方公里）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

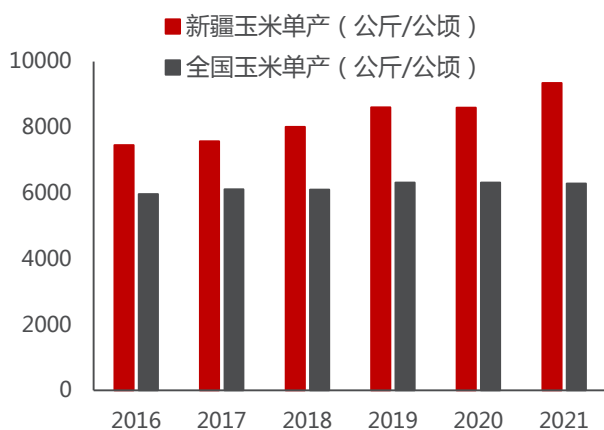
图 29：2021 年全国与新疆地区疫病发生统计（例）



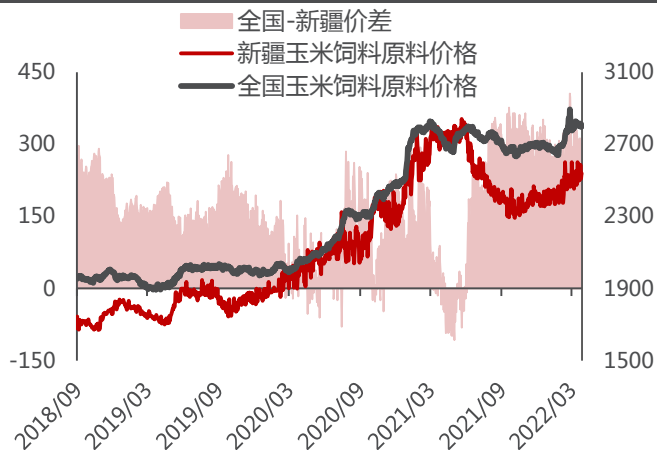
资料来源：《兽医公报》，民生证券研究院

新疆地区原料丰富，饲料成本较低。饲料成本是生猪养殖中最重要的组成部分，占约为 60%~70%，其中玉米、豆粕为重中之重。新疆地区曾两次刷新我国玉米单产最高纪录，2021 年玉米单产 9341.32 公斤/公顷，依然维持高位，全疆玉米产量

达 1021.2 万吨，大幅增长 13.0%。而新疆当地玉米消费量并不高，因此玉米价格偏低。同时，2018 年起公司通过收购天康汇通等成为当地最大的玉米收储和销售企业，占新疆玉米市场 50%以上的份额，从而为公司带来饲料成本的领先优势。

图 30：新疆玉米单产全国领先


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 31：新疆玉米价格低于全国平均水平（元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

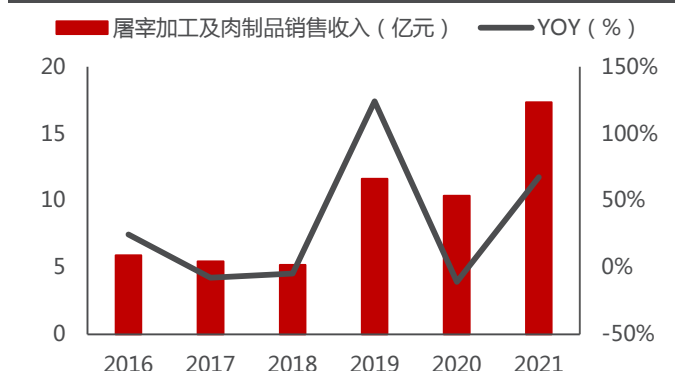
3.1.2 配套规划屠宰加工场，各区域内形成完整的产业链

公司现有新疆和河南两地各 100 万头产能的屠宰加工厂，目前屠宰生猪基本来自公司自有养殖基地。2020 年，公司与甘肃永昌县人民政府签署协议，计划于 2024 年完成 50~100 万吨屠宰加工项目建设，项目落地后，预期三地屠宰产能将达到 300 万头左右，与生猪养殖产能相匹配。此外，公司肉制品品牌“天康放心肉”在新疆地区已具备品牌效应，并通过授权经销进入全国 14 个省、市、自治区的 31 个大中城市。2016~2021 年，公司屠宰业务营收 CAGR 为 19.7%，随着养殖基地与配套屠宰场在建项目的落地，公司有足够的能力消化生猪产能，屠宰业绩也将进一步增长。

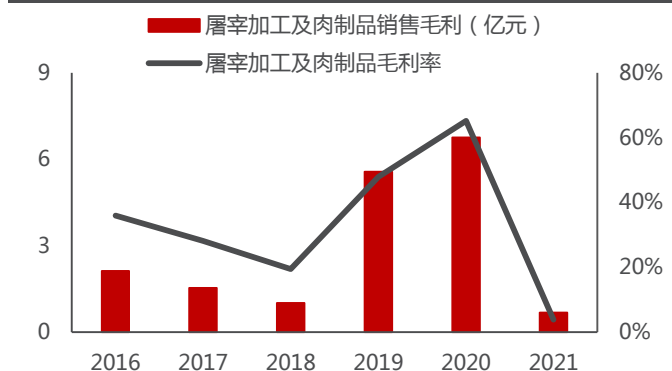
表 4：公司生猪养殖基地布局

屠宰场	屠宰产能（万头）	冷鲜肉生鲜系列产品产能（吨）	
新疆五家渠经济技术开发区屠宰及肉制品加工基地	100	分割肉	23842
		白条肉	19440
		副产品	14450
河南天康宏展食品有限公司生猪屠宰场	100	分割肉（25kg）	90000
		白条肉	45000
		红条肉	15000
		内脏、头、蹄等	40000
		猪皮	1200000（张）
甘肃永昌生猪屠宰及肉制品加工项目	50~100	—	—

资料来源：各项目环评报告，公司公告，民生证券研究院；

图 32：2016~2021 年公司屠宰加工收入


资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：2016~2021 年公司屠宰加工毛利及毛利率


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 能繁母猪去化基本到位，猪价正式迈入上行周期

历史周期走势基于生猪产业结构，产业规模化进程加快。过去，生猪养殖规模化程度较低，猪价的大幅震荡通常以散户养殖的进入和退出来完成调整。在 2020 年高利润的驱使下，本轮周期生猪产能恢复过程中，规模养殖场快速扩张，生猪养殖规模化程度明显提升。2021 年 14 家上市猪企生猪出栏量共 9888.4 万头，占全国出栏量的 14.7%，比 2019 年提高了 5.7PCT，同时，14 家企业出栏量同比增长 71.7%，远高于全国的 27.4%。

生猪产能去化已基本到位，猪价逐步进入上行通道。2021 年初以来，生猪价格持续下跌，而上游饲料价格连续大涨，导致猪料比价长期处于盈亏平衡点之下。种种压力下，生猪产能去化加速推进，2022 年一季度末全国能繁母猪存栏 4185 万头，较高位处回调 8.3%，已回归正常水平。公司在周期底部积极调整养殖业务，有序扩张自繁自养产能，伴随猪价景气度上行，未来将充分受益于量价齐升带来的业绩红利。

表 5：14 家上市猪企生猪出栏量（万头，按 2021 年出栏量排序）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
牧原股份	1101.1	1025.3	1811.4	4026.4
正邦科技	554	578.4	955.9	1492.7
温氏股份	2229.7	1851.7	954.6	1321.7
新希望	255.4	355	829.3	997.8
大北农	163	160	185	430.8
天邦股份	217	243.9	307.8	428
中粮家佳康	343.7	343.7	204.6	343.7
傲农生物	66	65.9	137.5	324.6
天康生物	64.7	84.3	134.5	160
唐人神	84	83.9	102.5	154.2
金新农	24.1	39.5	80.4	106.9
罗牛山	26	19.5	15.4	39.4
龙大美食	32.8	25.3	31.9	37.8
正虹科技	7.2	24.4	7.2	24.4
全国	69382	54419	52704	67128
市占率	7.45%	9.01%	10.92%	14.73%

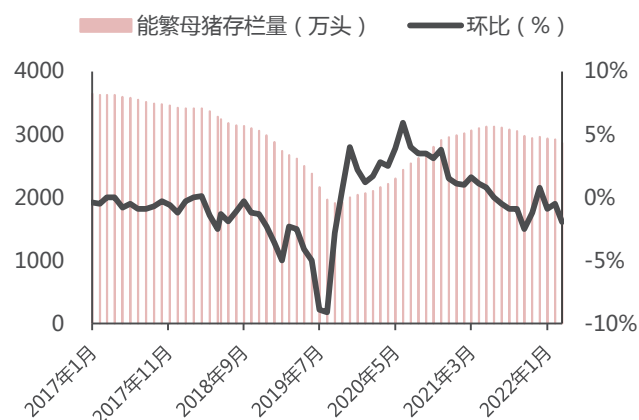
资料来源：各公司公告，国家统计局，民生证券研究院；

图 34：猪料比价处于盈亏线附近



资料来源：wind，民生证券研究院

图 35：能繁母猪去化已基本到位



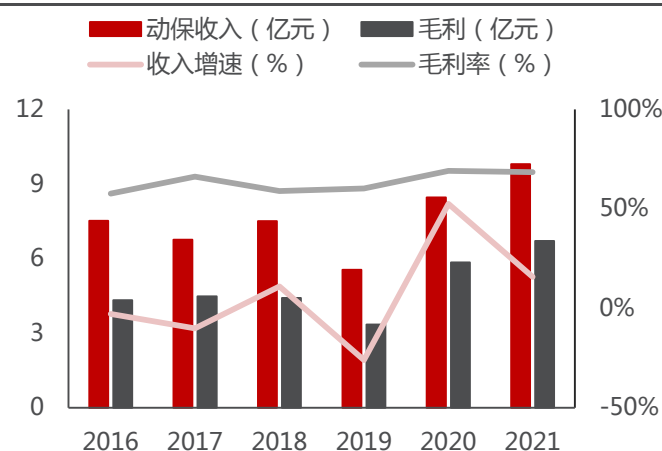
资料来源：农业部，民生证券研究院

4 动保行业领军企业，转型升级迎接市场化

4.1 兽用强免疫苗龙头，疫苗业务全线布局

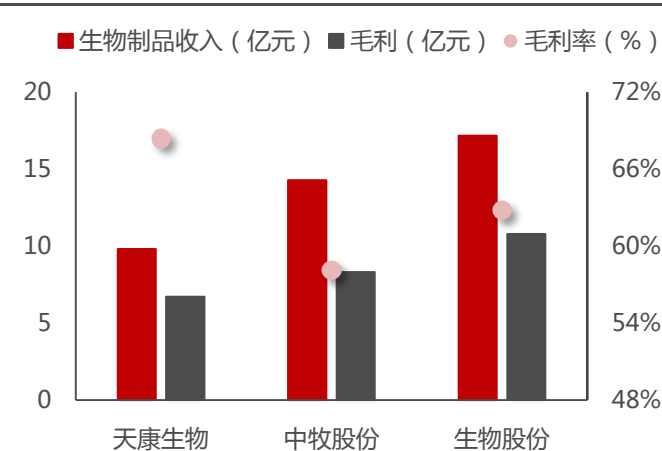
盈利能力行业领先，收入提升空间较大。2016-2021 年动保业务营收从 7.5 亿增长至 9.8 亿元，CAGR 为 5.5%，2021 毛利率达 68.4%，高于行业 66% 的平均水平。相比中牧股份、生物股份两家兽用疫苗龙头企业，公司盈利能力依然强劲，但业绩收入仍有较大提升空间。随着公司动物疫苗市场化销售的不断拓展，动保业务盈利能力有望继续提升，长期实现营收毛利双增长。

图 36：公司动保业务营收及增速、毛利及毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 37：2021 年可比公司营收、毛利及毛利率对比

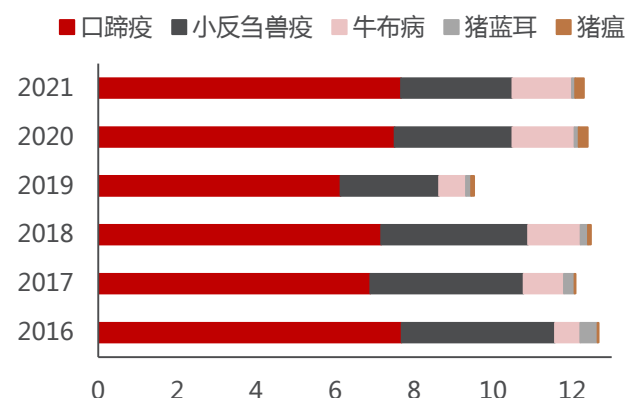


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

公司是国内畜用强免疫苗龙头企业。公司是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是农业部重大动物疫病防控疫苗定点生产企业和全国 8 家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，是农业部指定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗、口蹄疫合成肽疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗等的定点生产企业和全国兽用生物制品 10 强企业。公司口蹄疫疫苗（包括猪用、牛羊用）年产能达 20 亿毫升，与生物股份、中牧股份一起“三分天下”；小反刍兽疫、布病疫苗等疫苗产品销量均连续多年全国排名前三。

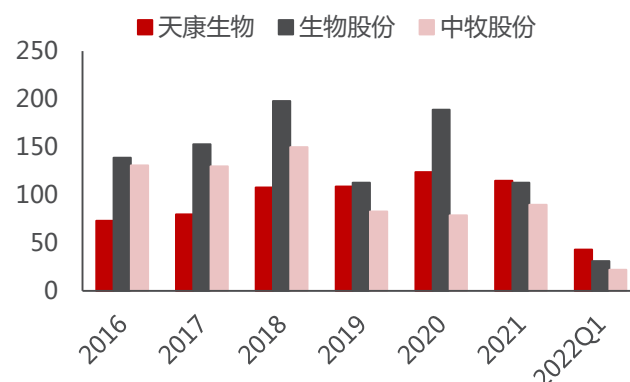
猪用疫苗方面，公司现有两款猪用口蹄疫疫苗，其中，猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 TC98+7309+TC07）仅公司一家生产，批签发次数逐年增长。此外，公司 2018 年上市的猪瘟疫病毒 E2 亚单位基因工程灭活疫苗，开创了国内猪瘟灭活疫苗的先河，也为我国净化猪瘟提供了有力的支撑；公司 2021 年新推出的猪流行性腹泻灭活疫苗（XJ-DB2 株），弥补了市场无 G2a 亚型毒株疫苗的空缺。**反刍动物用疫苗方面**，小反刍疫苗作为公司第二大核心产品，行业内几乎无竞争对手，2020 年上市了全球首个布氏菌病基因缺失活疫苗，2021 年公司批签发占比从 2019 年的 18% 大幅提升至 35%。**禽流感疫苗方面**，公司于 2010 年参股主营产品为重组禽流感病毒系列灭活疫苗的吉林冠界，成功打入禽流感疫苗市场。

图 38：2016-2021 年公司主要兽用疫苗销量（亿头份）



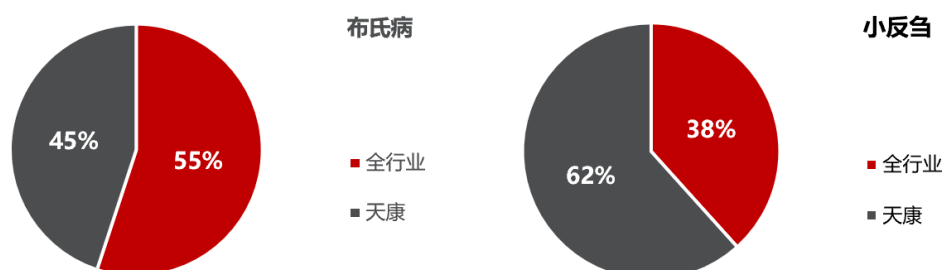
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 39：可比公司口蹄疫疫苗批签发数量对比（次）



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图 40：2021 年公司布病、小反刍疫苗批签发占比



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

表 6：公司主要产品分类

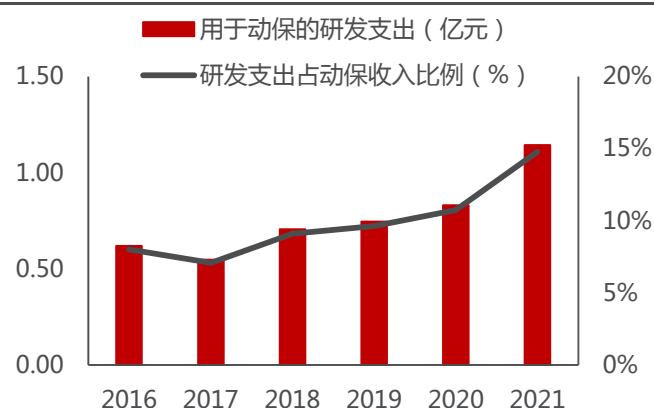
产品系列	主要产品
口蹄疫疫苗系列	口蹄疫 O 型/A 型二价灭活疫苗；口蹄疫 O 型灭活疫苗；猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗（O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株）
布氏菌病疫苗系列	布氏菌病活疫苗（A19 株、M5 株、S2 株、A19-ΔVirB12 株）
小反刍疫苗系列	小反刍兽疫活疫苗（Clone9 株）
猪用系列疫苗	猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗（Rb-03 株）；猪瘟活疫苗（传代细胞源）；猪瘟活疫苗（细胞源） 高致病性猪繁殖与呼吸综合症活疫苗（TJM-F92 株）； 伪狂犬病活疫苗（Bartha-K61 株）； 猪支原体肺炎灭活疫苗（CJ 株）
其他疫苗	无荚膜炭疽芽孢苗；II 号炭疽芽孢苗；牛病毒性腹泻/黏膜病灭活疫苗（1 型，NM01 株）；山羊痘活疫苗；气肿疽灭活疫苗
禽流感系列	重组禽流感病毒（H5+H7）二价灭活疫苗（细胞源，H5N1Re-8 株+H7N9H7-Re1 株）；重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（细胞源，H5N1Re-11 株+Re-12 株，H7N9H7-Re2 株；细胞源，H5N1Re-11 株+Re-12 株，H7N9H7-Re3 株；细胞源，H5N6H5-Re13+H5N8H5-Re14 株+H7N9H7-Re4 株；细胞源，Re-6 株+Re-7 株+Re-8 株）；重组禽流感病毒（H5 亚型）二价灭活疫苗（细胞源，H5N6H5-Re13 株+H5N8H5-Re14 株；细胞源，Re-6 株+Re-8 株）

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司拥有三大生产基地(新疆 2 家,吉林 1 家)两大研发中心(新疆、上海)一个动物生物安全防护三级实验室(P3)。1)三大生产基地。公司主要的生产基地分别布局在新疆乌鲁木齐的头屯河区和高新技术产业开发区,前者以口蹄疫疫苗生产为主,后者则涵盖了公司其他畜用产品,而吉林梅河口市基地为公司参股的吉林冠界生产基地,其以禽流感疫苗生产为主。2)两大研发中心:新疆研发中心依托 P3 实验室为公司贡献了口蹄疫等大部分优质疫苗产品;上海研发中心为公司搭建起生物制药领域前沿技术创新平台,并建立与国际接轨的信息互通机制。在此基础上,公司主动寻求合作,先后与哈兽所、兰兽所、上兽所签署战略合作协议,并与中科院工程研究所、华中农业大学、中国农业大学等十余家科研院校有完善的产业化实质合作研发专题,开展了数十个研发项目的合作。2020 年,公司参与了哈兽所非瘟疫苗研发的临床实验工作,未来或将积极参与承接非瘟疫苗生产工作。3)一个动物生物安全防护三级实验室:2017 年,公司发行可转债募集 2 亿元资金用于兽用生物安全三级防护升级改造项目,已于 2020 年底建成使用,主要用于口蹄疫疫苗的实验,2022 年 4 月通过中国合格评定国家认可委员会(CNAS)的评审,标志着公司实验室具备了国家及国际认可的检测能力。未来,在完成农业农村部的高致病性动物病原微生物实验活动审核并取得批文后,将可以开展技术研发中涉及一类、二类病原的实验活动,如高致病性禽流感、非洲猪瘟、狂犬病等。

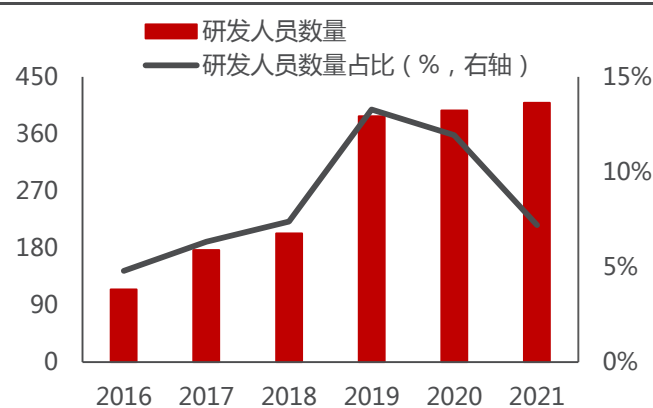
研发投入持续加大,新品储备丰富。2016~2021 年公司研发投入从 0.78 增长至 1.43 亿元,CAGR 为 13.02%,其中约 80%用于动保产品的研发。2021 年研发人员 409 人,同比增长 3.02%,占比达 7.21%。截至 2022 年 5 月,公司共获得 19 项国家新兽药证书和 116 项与疫苗制备相关的专利成本。在研产品中,猪传染性胸膜肺炎基因工程亚单位灭活疫苗(rApxII、rOml-1、rOml-7)为公司针对该种疫病的首支疫苗产品;而猪伪狂犬病亚单位疫苗或将成为伪狂犬疫苗领域内全国首发的应用亚单位基因工程技术的产品。公司形成了丰富的产品和技术储备,若新品能顺利通过复检取得新兽药注册证书,将进一步提升公司动保业务盈利能力。

图 41: 2016-2021 公司研发支出情况



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 42: 2016-2021 年公司研发人员数量及同比(人)



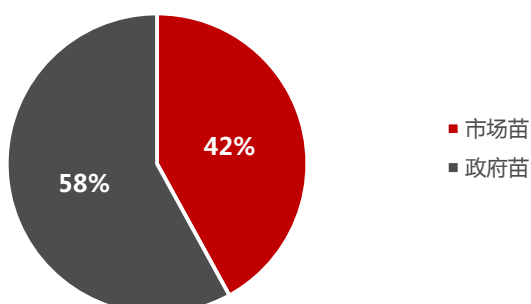
资料来源:公司公告,民生证券研究院

表 7：公司在研产品

分类	具体产品
猪用疫苗	猪伪狂犬病基因缺失活疫苗
	猪伪狂犬病亚单位疫苗
	猪传染性胸膜肺炎基因工程亚单位灭活疫苗（rApxII、rOml-1、rOml-7）
反刍类疫苗	猪圆环病毒 2 型-猪支原体肺炎二联灭活疫苗
	小反刍兽疫-山羊痘二联灭活疫苗（Clone9 株+AV41 株）
	牛病毒性腹泻/黏膜病-牛传染性鼻气管炎二联亚单位疫苗（E2+gD）
	牛支原体灭活疫苗(HM 株)

资料来源：公司官网，民生证券研究院

持续推进市场苗渠道建设，未来将作为新的业绩增长点。2021 年市场苗业务快速增长，占比达到了 42%左右，较去年提升了约 22PCT。近年来，公司持续推进市场苗渠道建设，在全国建立了 100 多个省市两级的经销商网络，并与国内多家生猪养殖头部企业建立了合作关系。目前，公司在苏州设有营销中心，大力推进市场化销售网络建设，随着未来一系列非强免新产品的上市，市场苗业务将助力公司业绩长期增长。

图 43：2021 年公司市场苗、政府苗收入占比


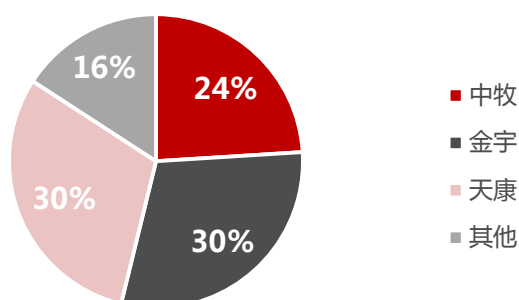
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 核心产品市场空间稳步增长

4.2.1 口蹄疫疫苗格局集中，未来逐渐趋于市场化竞争

目前国内共有 8 家口蹄疫疫苗的生产企业，以天康生物、金宇生物、中牧股份为主，三家批签发数量合计占比约 84%。由于口蹄疫疫苗研制技术已较为成熟，现有产品基本为高效、安全的灭活疫苗，因此难以通过疫苗研发端的提升扩大市场份额。当前市场流通的口蹄疫产品约 20 种，各家公司竞争较为白热化。伴随 2025 年政府招采逐渐退出，口蹄疫市场将由营销服务及产品质量决定市场格局。市场苗逐步替代政府苗带来的是单位价格的显著提升，我们预计 2022~2024 年猪用口蹄疫疫苗市场规模将分别达 32、38、48 亿元左右，由于猪用需求占口蹄疫整体需求的 70%左右，故整体口蹄疫疫苗市场规模将分别约为 46、54、69 亿元，三年复合增速为 22.5%。

图 44：2021 年口蹄疫疫苗市场批签发占比

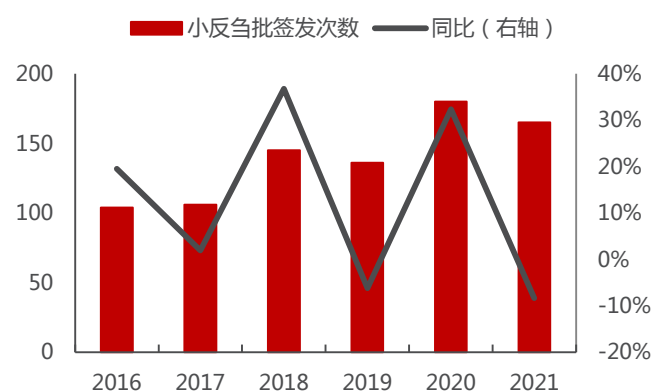


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2.2 新疆反刍类动物疾病频发，疫苗免疫必要性凸显

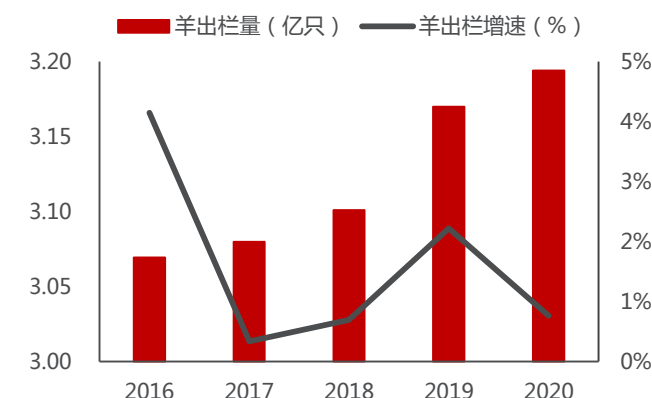
小反刍为我国禽畜强制免疫疾病之一，市场潜在空间接近 3 亿元。近两年小反刍疫病呈逐渐上升趋势，2021 年 1~9 月，我国共发生了 15 起小反刍兽疫疫情，其中有 11 起小反刍疫情发生在新疆，严重危害了当地羊养殖业的健康发展。2016~2021 年，我国小反刍疫苗（包括小反刍、山羊痘二联苗）批签发次数 CAGR 为 9.7%。考虑到小反刍兽疫作为政府强制免疫疫病，群体免疫密度应常年保持在 90%以上，其中应免畜禽免疫密度应达到 100%，且免疫抗体合格率应常年保持在 70%以上，而当前反刍类动物疾病防控的严峻形势有望带来相应疫苗渗透率提升。故假设 2022 年政府苗的免疫覆盖率在 90%左右。我国羊出栏量较为稳定，2020 年出栏 3.19 亿头，近五年 CAGR 为 1.62%，假设按照这个速率增长，则我国小反刍疫苗在 2022~2024 年潜在空间将分别达到 2.7、2.9、3.0 亿元，复合增速为 5.4%。

图 45：2016~2021 年我国小反刍疫苗批签发情况（次）



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图 46：2016~2021 年我国羊出栏量



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

表 8：小反刍疫苗市场空间测算

	销售渠道	免疫对象	出栏量（亿头）	疫苗单价(元/头份)	免疫用量（头份）	免疫覆盖率	市场规模（亿元）
2022E	政府苗	羊	3.29	0.40	2	85%	2.74
	市场苗		3.29	0.85	2	9%	
2023E	政府苗		3.35	0.40	2	87%	2.90
	市场苗		3.35	0.85	2	10%	
2024E	政府苗		3.40	0.40	2	90%	3.03
	市场苗		3.40	0.85	2	10%	

资料来源：各地政府官网；民生证券研究院测算

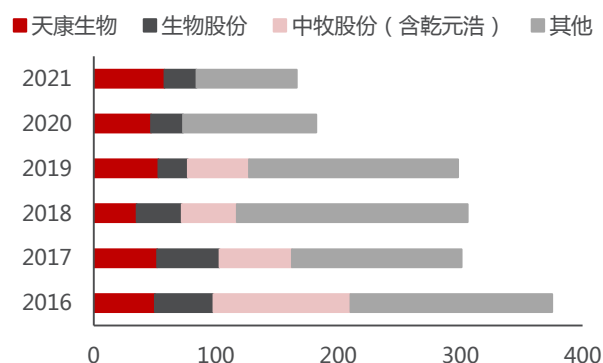
布病疫苗获批集中度高，市场空间有望快速提升。布病是由布鲁氏菌属细菌引起牛、羊、猪、鹿、犬等哺乳动物和人类共患的一种传染病，我国将其列为二类动物疫病，并将全国划分为三类区域，不同类区域针对布氏病的防控策略强度不同。近年实际获取布病疫苗批签发的上市企业只有天康生物和金字生物，两家公司批签发次数约占市场的 50% 的份额。农业农村部《畜间布鲁氏菌病防控五年行动方案(2022~2026 年)》要求，到 2026 年全国畜间布病总体流行率有效降低，牛羊群体健康水平明显提高，个体阳性率和群体阳性率分别控制在 0.4% 和 7% 以下，免疫地区免疫密度常年保持在 90% 以上。假设我国牛、羊出栏量分别按照五年的 CAGR1.63% 与 1.62% 增长，预计将在 2022 年分别达到 3.29 和 0.47 亿头，如果每年春秋各免疫一次，每头羊一年需 2 头份，每头牛一年需 10 头份。推算出 2022~2024 年我国布氏病疫苗的规模将分别达 1.3、1.5、1.7 亿元，CAGR 为 14.4%。

表 9：布病区域管控分类

地区	分类标准	省份	防控策略
一类地区	人间报告发病率超过 1/10 万或畜间疫情未控制县数占总县数 30% 以上的省份	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 15 个省份和新疆生产建设兵团	以免疫接种为主，对除种畜外的牛羊进行布鲁氏菌病免疫，种畜禁止免疫。
二类地区	本地有新发人间病例发生且报告发病率低于或等于 1/10 万或畜间疫情未控制县数占总县数 30% 以下的省份	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、湖北、湖南、广东、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏等 15 个省份	以监测净化为主，原则上禁止对牛羊实施免疫，需免疫的，养殖场可向当地县级以上畜牧兽医主管部门提出申请，逐级报省级畜牧兽医主管部门批准后，以场群为单位进行免疫。
三类地区	无本地新发人间病例和畜间疫情	海南省	以风险防范为主。

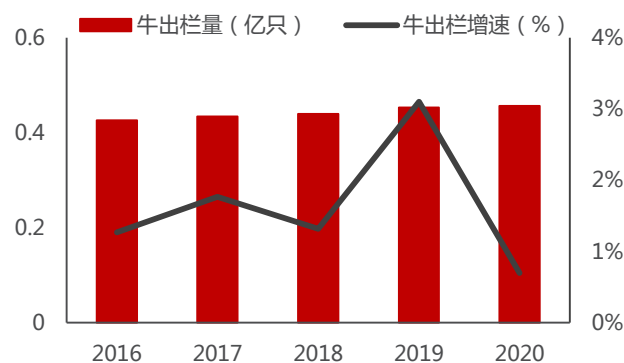
资料来源：农村农业部，民生证券研究院

图 47：我国布鲁氏菌病疫苗批签发情况（次）



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图 48：2016~2020 年我国牛羊出栏量



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

表 10：布病市场空间测算

	销售渠道	免疫对象	出栏量（亿头）	疫苗单价(元/头份)	免疫用量（头份）	免疫覆盖率	规模（亿元）
2022E	政府苗	羊	3.29	0.3	2	32%	1.30
		牛	0.47	0.3	10	28%	
	市场苗	羊	3.29	0.8	2	3%	
		牛	0.47	0.8	10	3%	
2023E	政府苗	羊	3.35	0.3	2	35%	1.50
		牛	0.48	0.3	10	30%	
	市场苗	羊	3.35	0.8	2	4%	
		牛	0.48	0.8	10	4%	
2024E	政府苗	羊	3.40	0.3	2	37%	1.69
		牛	0.49	0.3	10	32%	
	市场苗	羊	3.40	0.8	2	5%	
		牛	0.49	0.8	10	5%	

资料来源：各地政府官网，民生证券研究院测算

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

1) 饲料业务

公司饲料产能与生猪养殖配套扩张,随着西北地区的饲料业务推进,反刍饲料比重也会进一步提高。新建产能落地后存在产能爬坡过程,因此我们假设 2022~2024 年产能利用率分别为 51%、60%、70%,且原材料采购也随之增长,考虑到当前饲料价格仍处于历史高位,预计 2022~2024 年饲料业务实现收入 75.39、92.91、100.93 亿元,同比增长 46.81%、23.24%、8.64%。

表 11：饲料业务盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
饲料收入(亿元)	51.35	75.39	92.91	100.93
增速(%)	21.83%	46.81%	23.24%	8.64%
成本(亿元)	44.50	62.36	78.31	85.58
毛利(亿元)	6.85	13.03	14.60	15.35
毛利率(%)	13.35%	17.28%	15.71%	15.21%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

2) 生猪养殖业务

公司已在新疆、甘肃、河南三地布局 300 万头生猪产能,并计划视行业景气程度在川渝地区做进一步的生猪养殖布局,因此假设 2022~2024 年公司生猪出栏量分别为 220、400、500 万头,可实现收入分别为 28.23、60.18、66.79 亿元,同比增速分别为 60.3%、113.2%、11.0%,此外,目前公司高成本外购仔猪部分已清栏完毕,预计未来养殖成本将逐步下降。

表 12：生猪养殖盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
出栏数量(万头)	160.33	220	400	500
出栏均重(公斤)	132.3	130.0	130.0	130.0
生猪销售收入(亿元)	27.48	45.76	98.80	110.50
完全成本(元/公斤)	22	17	16	15
实际外销收入(亿元)	17.61	28.23	60.18	66.79
外销销售成本(亿元)	21.65	26.45	44.92	52.38
外销毛利(亿元)	-4.04	1.77	15.25	14.41

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

公司屠宰加工业务为生猪养殖配套产业,目前公司屠宰场猪源基本上来自有养殖基地,预计 2022~2024 年屠宰业务部分可实现收入 18.21、22.23、27.15 亿元,复合增速为 22.11%。

表 13：屠宰加工及肉制品盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
收入（亿元）	17.34	18.21	22.23	27.15
增速	67%	5%	22%	22%
成本（亿元）	16.67	12.13	14.91	17.98
毛利（亿元）	0.67	6.08	7.33	9.16
毛利率	3.85%	33.38%	32.95%	33.76%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

1) 动保业务

当前下游养殖业处于底部复苏阶段，我们假设随着养殖端免疫积极性的提高，整体兽用疫苗市场需求逐步扩大。公司 P3 实验室通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的评审，进一步增强客户对公司产品的认可度，有助于公司巩固核心竞争力，进而公司口蹄疫疫苗、小反刍疫苗、布病疫苗的市占率也逐年提升，预计 2022~2024 年公司动保业务实现收入 8.65、9.90、11.54 亿元，同比增长-11.7%、14.5%、16.6%。

表 14：动保业务盈利预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
口蹄疫	猪口蹄疫需求量	11.79	11.52	12.72	14.78
	口蹄疫总需求量	17.86	19.19	19.27	21.12
	公司销量（亿头份）	6.25	6.72	7.32	8.45
	收入（亿元）	6.25	6.05	6.59	7.60
小反刍兽疫	市场需求量（亿头份）	5.84	6.00	6.16	6.33
	免疫覆盖率	90%	91%	92%	93%
	公司销量（亿头份）	2.80	2.88	3.20	3.48
	收入（亿元）	1.26	1.15	1.28	1.39
布病	牛免疫覆盖率	28%	31%	34%	37%
	羊免疫覆盖率	32%	35%	39%	42%
	市场需求量（亿头份）	3.35	3.77	4.24	4.66
	销量（亿头份）	1.51	1.70	2.08	2.33
	收入（亿元）	0.75	0.85	1.04	1.16
	合计占比	94%	93%	90%	88%
动保收入（亿元）		9.80	8.65	9.90	11.54

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

5.2 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.51、21.68、24.53 亿元，对应 EPS 为 0.26、1.60 和 1.81 元，当前生猪养殖行业逐步进入景气上行通道，考虑到公司在“后周期”动保行业处于领先地位，且在甘肃、河南两地有生猪及饲料产能扩张的在建项目，有望在下个景气周期收获新增产能带来的业绩红利，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 生猪出栏不及预期。

公司生猪业务已成为一项战略性主营业务,若生猪出栏下滑或不及预期,将使得公司业绩受损。此外,公司生猪出栏情况或侧面反应了养殖行业整体状况,若出栏下滑,也说明养殖行业整体低迷,不利于动保业务销售增长。

2) 突发大规模疫病。

突发大规模疫病将造成畜禽大量死亡,打乱公司的养殖节奏,使得养殖业遭受重创,一方面公司养殖业务受损,另一方面,在短期内也会使得动保产品需求量大幅下滑,进而导致公司业绩承压。

3) 农产品价格大幅波动。

农产品价格一方面影响着生猪养殖、饲料生产所需的原材料,另一方面也影响着公司农产品加工业务的收益,若大幅波动或使得公司面临较大成本端的压力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15,744	20,246	26,683	30,284
营业成本	14,207	16,781	21,352	24,508
营业税金及附加	38	59	73	82
销售费用	527	1,346	934	939
管理费用	854	1,336	1,601	1,666
研发费用	143	233	260	306
EBIT	-401	491	2,462	2,785
财务费用	192	146	141	120
资产减值损失	-385	0	0	0
投资收益	30	46	58	65
营业利润	-600	382	2,373	2,717
营业外收支	-47	-16	-21	-28
利润总额	-647	366	2,352	2,690
所得税	32	18	106	121
净利润	-679	348	2,246	2,569
归属于母公司净利润	-686	351	2,168	2,453
EBITDA	343	1,639	3,533	3,939

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,424	4,379	4,680	4,780
应收账款及票据	332	540	664	752
预付款项	808	1,850	2,241	2,419
存货	5,232	5,057	7,149	7,796
其他流动资产	822	778	899	971
流动资产合计	10,618	12,604	15,634	16,718
长期股权投资	120	140	157	176
固定资产	4,341	4,992	5,218	5,301
无形资产	273	300	333	363
非流动资产合计	6,567	6,494	6,596	6,669
资产合计	17,185	19,099	22,230	23,387
短期借款	4,005	3,826	4,192	2,604
应付账款及票据	465	745	927	1,028
其他流动负债	2,486	4,095	4,704	5,073
流动负债合计	6,956	8,666	9,822	8,705
长期借款	1,964	1,964	1,964	1,964
其他长期负债	481	481	481	481
非流动负债合计	2,445	2,445	2,445	2,445
负债合计	9,401	11,111	12,267	11,150
股本	1,354	1,354	1,354	1,354
少数股东权益	635	632	711	826
股东权益合计	7,783	7,988	9,963	12,236
负债和股东权益合计	17,185	19,099	22,230	23,387

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.35	28.59	31.79	13.50
EBIT 增长率	-119.87	222.44	401.56	13.10
净利润增长率	-139.87	151.16	517.61	13.17
盈利能力 (%)				
毛利率	9.77	17.11	19.98	19.07
净利润率	-4.31	1.72	8.42	8.48
总资产收益率 ROA	-3.99	1.84	9.75	10.49
净资产收益率 ROE	-9.60	4.77	23.43	21.50
偿债能力				
流动比率	1.53	1.45	1.59	1.92
速动比率	0.66	0.66	0.64	0.75
现金比率	0.49	0.51	0.48	0.55
资产负债率 (%)	54.71	58.18	55.18	47.68
经营效率				
应收账款周转天数	7.50	9.55	8.90	8.88
存货周转天数	134.42	110.00	122.21	116.10
总资产周转率	0.92	1.06	1.20	1.29
每股指标 (元)				
每股收益	-0.51	0.26	1.60	1.81
每股净资产	5.75	5.90	7.36	9.04
每股经营现金流	1.13	1.29	1.19	2.53
每股股利	0.00	0.12	0.21	0.23
估值分析				
PE	-	38	6	5
PB	1.7	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	49.04	10.08	4.70	3.78
股息收益率 (%)	0.00	1.19	2.19	2.38

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-679	348	2,246	2,569
折旧和摊销	744	1,148	1,071	1,154
营运资金变动	799	35	-1,939	-513
经营活动现金流	1,533	1,747	1,610	3,432
资本开支	-1,749	-1,112	-1,233	-1,301
投资	-24	-20	-17	-19
投资活动现金流	-1,775	-1,086	-1,192	-1,255
股权募资	2,045	0	0	0
债务募资	260	643	366	-1,588
筹资活动现金流	1,604	294	-117	-2,078
现金净流量	1,361	955	301	100

插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：公司产业结构	4
图 3：公司产业布局	4
图 4：2021 年公司疆内外收入对比	4
图 5：公司股权结构图（截至 2022 年一季报）	5
图 6：公司每年计提激励基金金额	5
图 7：2016~2021 年公司营收及增速	6
图 8：2016~2021 年公司归母净利润及增速	6
图 9：2021 年计提存货跌价准备（亿元）	6
图 10：2021 年公司营收结构	6
图 11：2016~2021 年公司各业务毛利率水平	7
图 12：2016~2021 年公司期间费用率水平	7
图 13：2021 年与可比公司资产负债率对比	7
图 14：2021 年与可比公司流动比率对比	7
图 15：2016~2021 年公司饲料销量	8
图 16：2016~2021 年公司各类饲料销量占比	8
图 17：2021 年公司饲料产量占新疆 48%的份额	9
图 18：饲料原料采购量占比	9
图 19：公司饲料毛利率位于行业前列	9
图 20：公司玉米采购价与全国对比	9
图 21：2020 年西北地区出栏量占全国比例	10
图 22：西北各地饲料总产量（万吨）	10
图 23：2016~2021 年生猪养殖业务收入及增速	11
图 24：2016~2021 年生猪养殖业务毛利及毛利率	11
图 25：2016~2022E 年公司生猪出栏量	11
图 26：2016~2021 年公司生物性资产	11
图 27：2022Q1 公司养殖成本与行业龙头对比（单位：元/公斤）	13
图 28：新疆猪养殖密度极低（头/平方公里）	13
图 29：2021 年全国与新疆地区疫病发生统计（例）	13
图 30：新疆玉米单产全国领先	14
图 31：新疆玉米价格低于全国平均水平（元/吨）	14
图 32：2016~2021 年公司屠宰加工收入	15
图 33：2016~2021 年公司屠宰加工毛利及毛利率	15
图 34：猪料比价处于盈亏线附近	16
图 35：能繁母猪去化已基本到位	16
图 36：公司动保业务营收及增速、毛利及毛利率	17
图 37：2021 年可比公司营收、毛利及毛利率对比	17
图 38：2016~2021 年公司主要兽用疫苗销量（亿头份）	18
图 39：可比公司口蹄疫疫苗批签发数量对比（次）	18
图 40：2021 年公司布病、小反刍疫苗批签发占比	18
图 41：2016~2021 年公司研发支出情况	19
图 42：2016~2021 年公司研发人员数量及同比（人）	19
图 43：2021 年公司市场苗、政府苗收入占比	20
图 44：2021 年口蹄疫疫苗市场批签发占比	21
图 45：2016~2021 年我国小反刍疫苗批签发情况（次）	21
图 46：2016~2021 年我国羊出栏量	21
图 47：我国布鲁氏菌病疫苗批签发情况（次）	22
图 48：2016~2020 年我国牛羊出栏量	22

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司疆外西北地区新建饲料产能.....	8
表 2：西北内地饲料供需空间测算	10
表 3：公司生猪养殖基地布局	12
表 4：公司生猪养殖基地布局	14
表 5：14 家上市猪企生猪出栏量（万头，按 2021 年出栏量排序）	15
表 6：公司主要产品分类.....	18
表 7：公司在研产品	20
表 8：小反刍疫苗市场空间测算	22
表 9：布病区域管控分类.....	22
表 10：布病市场空间测算	23
表 11：饲料业务盈利预测	24
表 12：生猪养殖盈利预测	24
表 13：屠宰加工及肉制品盈利预测.....	25
表 14：动保业务盈利预测	25
公司财务报表数据预测汇总.....	27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001