

新希望 (000876.SZ)

农牧综合龙头，关注养殖业务改善潜力

核心观点：

- **致力于全产业链布局的综合农牧食品龙头。**公司成立于1998年，配套“饲料-养殖-屠宰”完整产业链，并向下游食品端延伸布局，实现协同发展，提升产业链价值。目前公司主要聚焦于饲料、生猪养殖、白羽肉禽养殖以及食品四大业务。2021年，公司实现营业收入1263亿元，其中饲料、生猪和白羽肉禽业务的营收贡献分别为56%、14%、14%。
- **生猪板块实现快速发展，养殖能力有望持续提升。**近年来，公司抓住集中化程度提升的行业红利，生猪出栏量由2016年117万头增至2021年998万头，实现快速发展。公司采用聚落一体化养殖模式，每个聚落均自带核心扩繁群，以实现高效配套管理。公司积极降本增效，探索和构建“数智养殖”全产业链体系，养殖成本有望下降。公司持续加码生猪业务，产能布局均衡有助于其风险分散，未来出栏规模有望进一步增长。
- **饲料业务贡献稳定现金流，延伸布局食品消费终端。**饲料业务是公司基石业务，销售规模稳居国内第一，为公司提供稳定的收入和利润来源。同时，公司不断优化自身饲料产品结构及饲料配方，原材料采购上具有规模效益，饲料业务的龙头竞争优势显著。公司持续推动肉制品业务转型升级，布局下游食品消费端，以放大养殖价值。目前公司成功打造“美好”和“千喜鹤”等品牌，推出多个亿元级的热销单品。
- **盈利预测与投资建议：**给予“买入”评级。我们预计2022-24年公司的EPS分别约0.04、1.76、1.73元/股。考虑公司各业务之间差异，采用分部估值法，对生猪/饲料/肉禽/金融投资板块进行分部估值，综合得到合理市值为989亿元，对应合理价值约21.95元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**畜禽价格波动风险、原料价格波动风险、疫病风险等。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	109,825	126,262	146,281	168,481	183,662
增长率 (%)	33.9	15.0	15.9	15.2	9.0
EBITDA (百万元)	9,596	1,552	4,590	12,870	12,951
归母净利润 (百万元)	4,944	-9,591	166	7,946	7,783
增长率 (%)	-1.9	-294.0	-	4685.3	-2.1
EPS (元/股)	1.10	-2.13	0.04	1.76	1.73
市盈率 (x)	20.41	-	473.17	9.89	10.10
ROE (%)	12.4	-30.3	0.5	22.2	20.0
EV/EBITDA (x)	13.58	75.99	25.22	8.99	8.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

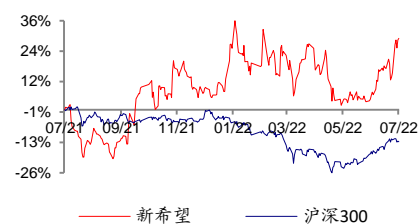
买入

当前价格	17.44 元
合理价值	21.95 元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-11

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4505/4324
总市值/流通市值 (百万元)	78569/75403
一年内最高/最低 (元)	18.41/10.83
30 日日均成交量/成交额 (百万)	77.03/1230
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	9.00/-5.27

相对市场表现



分析师：

王乾



SAC 执证号：S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：

钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、全产业链布局的综合农牧食品龙头.....	5
(一) 以饲料业务为基石，致力于畜禽产业链一体化.....	5
(二) 全产业链布局实现价值协同，数字化转型推动精细化管理.....	7
(三) 历史最大规模股权激励，精准激励提升人员效率.....	8
二、生猪：抓住机遇实现发展，养殖能力有望持续提升.....	10
(一) 紧抓行业红利，生猪业务实现快速增长.....	10
(二) 一体化养殖+农户合作并重，聚落化养殖提升效率.....	11
(三) 积极降本增效，养殖成本有望持续改善.....	12
(四) 持续加码生猪业务，产能布局均衡有助于风险分散.....	14
三、饲料：支撑发展的基石业务，具备综合竞争优势.....	15
(一) 传统优势业务，与畜禽养殖协同发展.....	15
(二) 产品结构不断优化，原材料采购优势突出.....	17
四、肉制品：延伸布局消费终端，成功打造爆款单品.....	19
五、盈利预测和投资建议.....	21
六、风险提示.....	23

图表索引

图 1: 2021 年, 公司营收构成情况	5
图 2: 新希望历史沿革	6
图 3: 2017-2021 年, 公司营收情况	6
图 4: 2017-2021 年, 公司归母净利润情况	6
图 5: 公司配套完整产业链, 实现协同发展	7
图 6: 公司成立五大产业研究院.....	8
图 7: 智能化养殖提升生产管理效率	8
图 8: 2022Q1, 实际控制人为刘永好, 穿透后持股 22.47%	9
图 9: 行业集中度持续提升	10
图 10: 近年来, 公司生猪出栏量快速增长	10
图 11: 公司生产性生物资产情况.....	11
图 12: 公司固定资产情况.....	11
图 13: 典型养猪聚落示意图	11
图 14: 公司一体化养殖占比有所提升	12
图 15: 持续推进合作养户结构优化	12
图 16: 公司生猪养殖完全成本情况	13
图 17: 新津智能种猪场	13
图 18: 公司货币资金情况.....	14
图 19: 公司产能区域分布较均衡.....	15
图 20: 2017-2021 年, 公司饲料业务收入情况.....	16
图 21: 2017-2021 年, 公司饲料销量稳步增长.....	16
图 22: 从产品结构看, 禽料销量占比超 5 成 (2021 年)	16
图 23: 饲料业务毛利率相对稳定.....	16
图 24: 公司饲料单吨毛利情况	16
图 25: 猪料、水产料销量占比有所提升.....	17
图 26: 2017-2021 年, 公司猪料销售情况.....	17
图 27: 2017-2021 年, 公司水产料销售情况	17
图 28: 玉米价格维持在相对高位.....	18
图 29: 豆粕价格维持在相对高位.....	18
图 30: 2021 年, 公司饲料成本构成	18
图 31: 2018-2021 年, 公司食品业务收入情况.....	20
图 32: 2018-2021 年, 公司肉禽屠宰规模.....	20
图 33: 2017-2021 年, 公司深加工肉制品及预制菜销量情况.....	20
图 34: 公司打造“美好”、“千喜鹤”等品牌	20
图 35: 成功打造明星单品, 产品矩阵逐步完善.....	21

表 1: 公司股权激励的解锁条件.....	9
表 2: 公司生猪养殖核心生产指标.....	13
表 3: 2022Q1, 主要生猪养殖企业偿债指标对比.....	14
表 4: 公司可转债募集资金用途.....	15
表 5: 公司饲料配方调整较灵活.....	19
表 6: 公司主要业务分拆情况.....	22
表 7: 生猪板块可比公司盈利预测与估值(可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期).....	22
表 8: 饲料板块可比公司盈利预测与估值(可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期).....	23
表 9: 禽板块可比公司盈利预测与估值(可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期).....	23
表 10: 采用分部估值法, 计算得到公司合理市值约 989 亿元.....	23

一、全产业链布局的综合农牧食品龙头

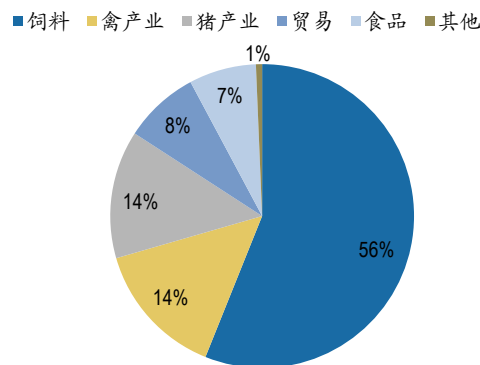
（一）以饲料业务为基石，致力于畜禽产业链一体化

公司立足于食品和现代农业领域，是首批农业产业化国家级重点龙头企业，业务涉及饲料、养殖、肉制品及金融投资等全产业链。新希望成立于1998年，前身是四川新希望农业，并于1998年在深交所上市，2011年公司进行重大资产重组，整体变更为新希望六和股份有限公司。

目前，公司主要聚焦于饲料、生猪养殖、白羽肉禽养殖以及食品四大业务。

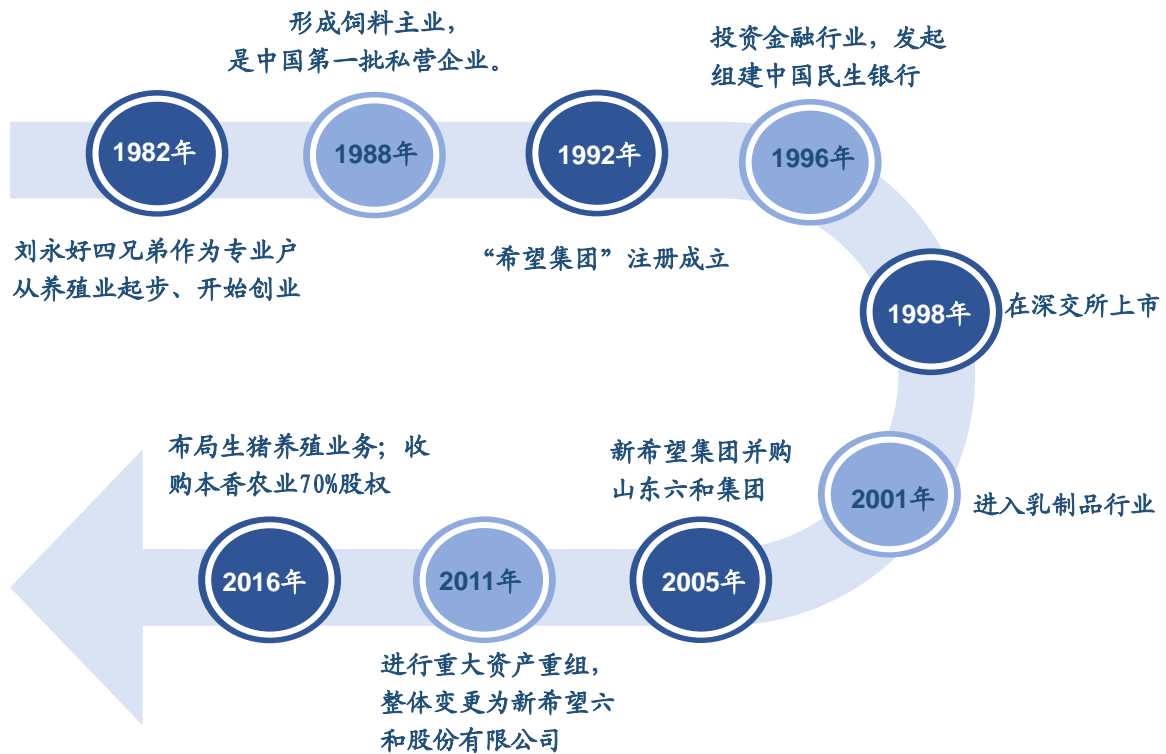
- 1. 饲料业务：**传统优势业务，饲料规模多年保持国内第一，产品覆盖禽料、猪料、水产料与反刍料等料种。除向外部市场销售外，公司生产的禽料和猪料也供下游内部养殖场使用。2021年，公司饲料业务营收贡献为56%。
- 2. 生猪养殖：**近年来公司大力发展生猪养殖业务，生猪养殖规模持续增长，成为核心利润增长点。2021年，公司生猪出栏量达997.8万头，生猪养殖业务的营收贡献增长至14%。
- 3. 白羽肉禽养殖：**重要基础业务，2021年公司共销售鸡苗、鸭苗5.19亿羽，商品鸡鸭4.3亿只，白羽肉禽业务营收占比为14%。此外，白羽肉禽业务有效承接下游食品业务，是公司向食品消费端延伸的重要环节。
- 4. 食品业务：**公司业务延伸至下游食品消费端，以放大养殖价值。2021年，公司猪肉产品销量达29.41万吨，深加工肉制品、预制菜销量达25.35万吨。

图1：2021年，公司营收构成情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

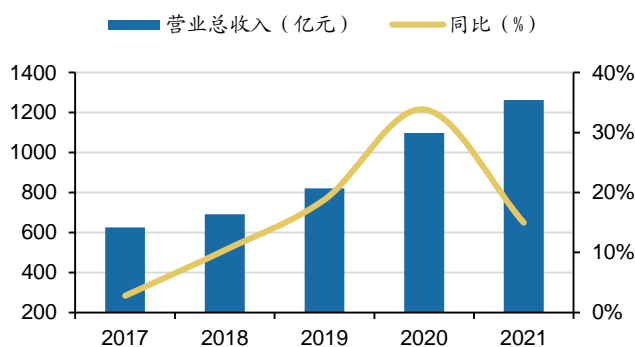
图2: 新希望历史沿革



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

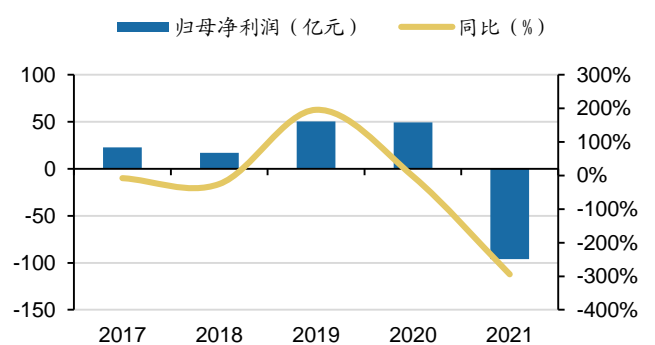
近年来，公司营收保持稳健增长，2021年实现营业收入1262.62亿元，同比增长14.97%。目前生猪养殖业务已成为影响公司营收和利润变动的主要业务，受养殖周期影响，公司盈利能力波动较大。2021年，生猪养殖业务亏损拖累业绩，公司归母净利润为亏损95.91亿元，同比减少293.98%。

图3: 2017-2021年，公司营收情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4: 2017-2021年，公司归母净利润情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）全产业链布局实现价值协同，数字化转型推动精细化管理

公司配套完整产业链，业务涵盖饲料端、养殖端、屠宰端、食品端及贸易端，实现协同发展。公司饲料、白羽肉禽、养猪、食品四大业务由不同经营单元运营，业务之间具有较高协调性，其中饲料业务和养殖业务实现采购、配方联动，放大公司供应链价值，而延伸布局食品业务，通过生熟转化，则进一步扩大养殖价值。公司实现“饲料-养殖-屠宰”全产业链配套，同时向下游食品消费终端布局，共同构成猪禽赛道相关多元化、农牧食品产业链上下游协同发展的格局，从而提升产业链价值。

近年来，公司积极推进数字化转型升级，以实现运营管理效率的提升。公司以关键设备智能化、全业务场景数据化、全数据在线可视化、全过程管理主动化的“三全四化”为目标，大力开展信息化建设。2018年，公司相继成立饲料、养猪、养禽、食品以及信息五大研究院平台，提升自身科技研发实力和数字化管理能力。此外，公司设计的计划运营管理系统于2021年上线试点，预计2022年中旬完成全部种猪场线的推广覆盖。

图5：公司配套完整产业链，实现协同发展



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图6: 公司成立五大产业研究院



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图7: 智能化养殖提升生产管理效率



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(三) 历史最大规模股权激励，精准激励提升人员效率

从股权结构看，公司股权结构较为集中，截至2022年Q1，公司控股股东为新希望集团有限公司，穿透后持股40.13%；公司最终实际控制人是创始人刘永好，穿透后持股22.47%。

公司实施历史最大规模股权激励，以此激发员工经营活力。2022年，公司发布限制性股票激励计划和员工持股计划，股权激励数量约占公司股本总额的1.84%，授予对象达2500余名。而根据产业特点和经营重点，此次股权激励向生产一线倾斜，

考核各工段生产成绩，实现精准激励，以提高人员效率。

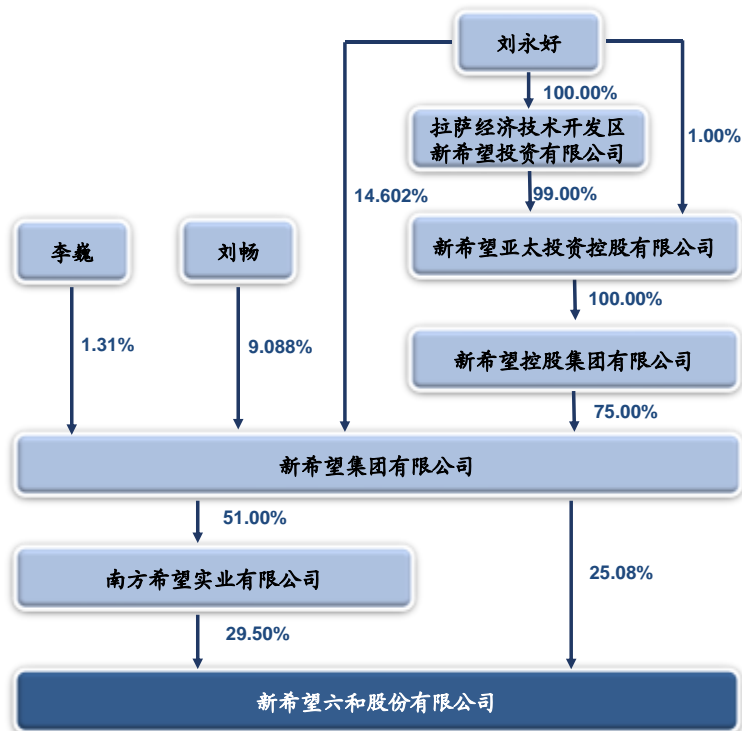
- 限制性股票激励:** 2022年6月1日发布股权激励计划，拟授予激励对象的限制性股票4137.00万股，约占公司目前股本总额的0.92%。其中，首次授予203名高级管理人员、核心技术/业务人员3327.50万股，授予价格为7.98元/股。
- 员工持股:** 2022年6月1日发布员工持股计划，本次员工持股规模不超过4137.00万股，约占公司目前股本总额的0.92%，持有人总人数不超过2326人，本持股计划将以7.98元/股的价格购买公司股票。

表1: 公司股权激励的解锁条件

	业绩考核目标
首次授予第一个解除限售期	2022年饲料总销量不低于3,000万吨；或以2021年生猪销量为基数，2022年生猪销量增长率不低于40%。
首次授予第二个解除限售期	2022年至2023年累计饲料总销量不低于6,500万吨；或以2021年生猪销量为基数，2023年生猪销量增长率不低于85%；或2023年公司净利润不低于40亿元。
首次授予第三个解除限售期	2022年至2024年累计饲料总销量不低于10,500万吨；或以2021年生猪销量为基数，2024年生猪销量增长率不低于135%；或2023年至2024年公司累计净利润不低于100亿元。

数据来源：公司股权激励计划公告、广发证券发展研究中心

图8: 2022Q1，实际控制人为刘永好，穿透后持股22.47%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

二、生猪：抓住机遇实现发展，养殖能力有望持续提升

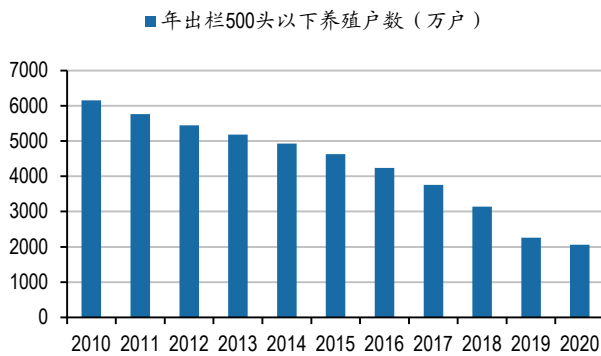
（一）紧抓行业红利，生猪业务实现快速增长

近年来，受非洲猪瘟及环保去产能等外部冲击事件影响，行业低效产能出清明显加速。而集团养殖企业在养殖技术、融资能力、环境保护和疫情防治等方面均有较大的优势，低效产能出清为其提供市场空间。

公司抓住养殖集中化程度持续提升的行业红利，实现生猪业务快速增长。2016年，公司通过《养猪业务战略规划》，大力发展生猪养殖业务，抓住非洲猪瘟爆发之后的行业机遇期，生猪业务快速增长。面对非瘟常态化的新形势，为适应生猪产业发展的新需求，公司于2020年进行组织架构调整，在猪产业发展指挥部成立生产管理、销售管理、研发、运营管理、发展建设五大中台，以提升生猪业务的生产和管理效率。

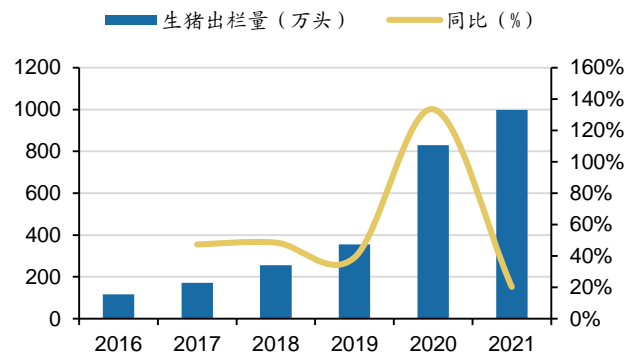
公司生猪养殖规模快速扩大，出栏量快速增长。公司生猪出栏量由2016年的116.69万头增至2021年的997.81万头，复合增长率为53.6%。

图9：行业集中度持续提升



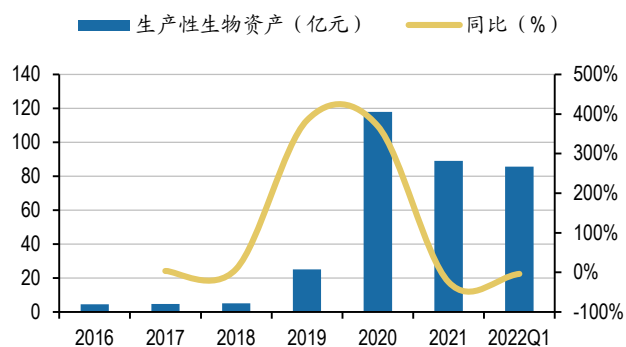
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：近年来，公司生猪出栏量快速增长



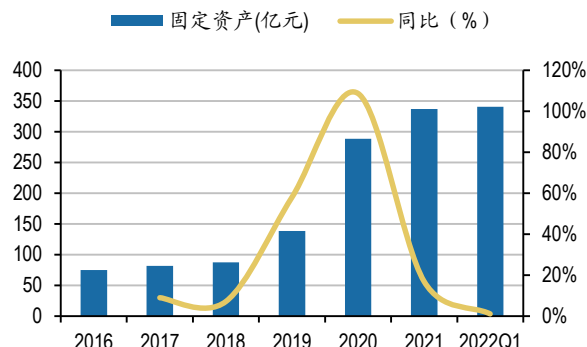
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图11: 公司生产性生物资产情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图12: 公司固定资产情况

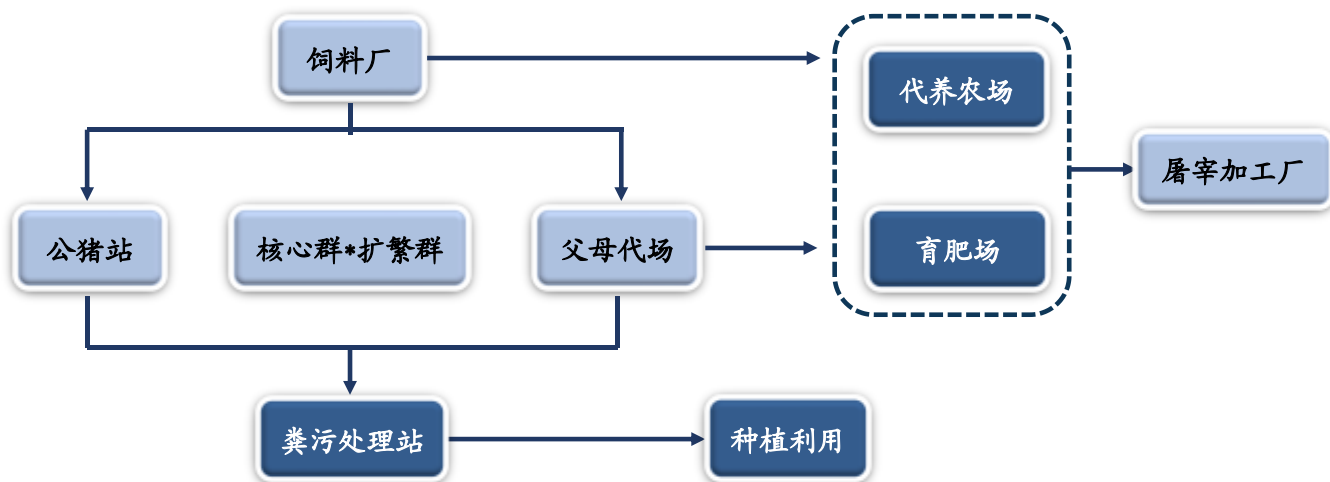


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 一体化养殖+农户合作并重，聚落化养殖提升效率

公司采用聚落一体化养殖模式，实现高效配套管理。聚落化养殖模式是公司探索推出的现代化模式，每个聚落内至少同时配置祖代场与父母代场，均自带核心扩繁群，保证猪苗的高效生产，实现养猪流程全匹配、人才共享、环保工艺优化和产业链聚集，有效提升资源匹配效率及生产效率。

图13: 典型养猪聚落示意图

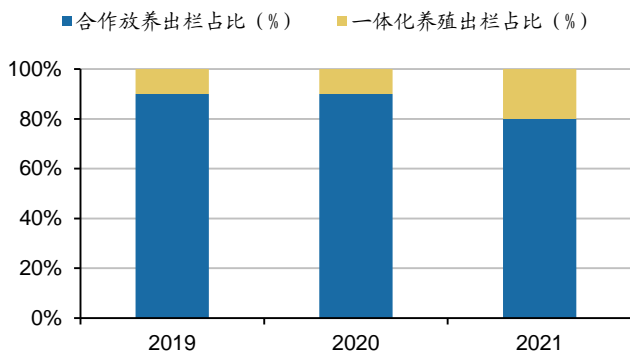


数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

在商品代育肥环节上，目前仍以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅。2021年，公司一体化自养与合作放养的全年出栏量比例约为1:4，年末存栏量比例约为2:3。未来，公司将均衡发展两种养殖模式，一体化自养的占比将稳步提升。

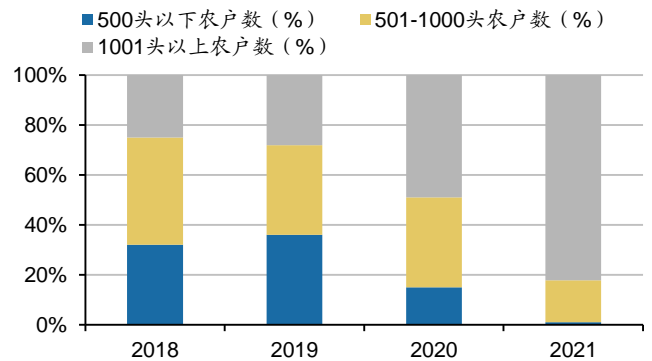
1. **一体化养殖：**近年来公司因地制宜，逐步配套建设育肥场，自育肥能力不断提升。截至2022Q1，公司自育肥产能接近590万头，此外仍有220万头在建自育肥产能。
2. **“公司+农户”合作养殖：**持续推进养户结构优化，2021年公司合作养户的平均规模相较于2020年提高35%，1000头以上的合作农户数量占比超8成，养殖效率有所提升。

图14：公司一体化养殖占比有所提升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图15：持续推进合作养户结构优化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（三）积极降本增效，养殖成本有望持续改善

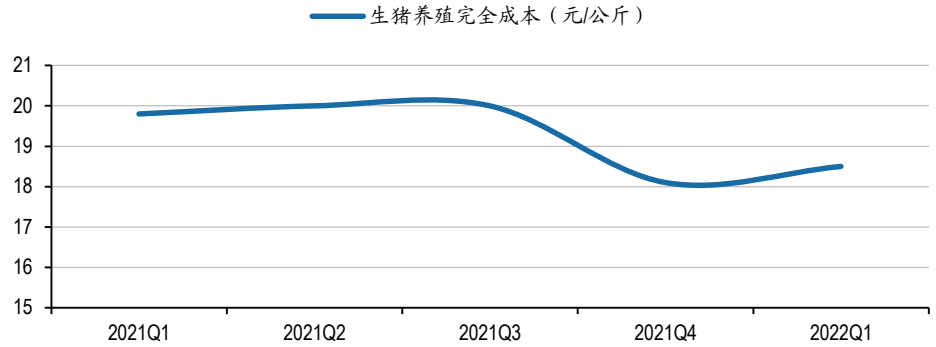
公司重视种猪繁育，构筑核心种群竞争力。公司自2006年开始进行种猪繁育工作，从加拿大海波尔公司引进原种猪，建立育种核心群和繁育体系。为构建领先的生猪育种能力，提高繁育体系效率，2020年公司成立投资1亿元设立新希望猪育种有限公司，成为公司集中育种经营管理平台。公司已建立起以海波尔外三元杂交为主、PIC五元配套系为辅的双系种猪架构，育种金字塔体系逐步完备，种猪体系领先行业。根据机构调研公告，目前公司自有种猪比例接近80%左右。

同时，公司积极探索和构建“数智养殖”全产业链体系，推动智能化、信息化养殖，向数字化转型升级。公司建立计划运营管理系统，该系统可建立标准化的养殖管理流程规范，生成智能化的生产计划，从而提升养殖效率。目前，该系统已上线试点，预计2022年中旬完成全部种猪场线的推广覆盖。

生产效率边际改善，养殖成本有望下降。公司通过改善母猪群结构，强化生物安全防控，生产指标逐步恢复改善，根据机构调研公告，2022年4月公司窝均断奶仔猪数恢复至9.8头，PSY接近21，非瘟红场线数占比不到1%。此外，由于外购高价仔猪、种猪，导致公司的前期生猪养殖成本较高。而公司已于2021年上半年停止外购仔猪

育肥业务，目前出栏的生猪均为自产仔猪育肥。截至2022年4月，公司养殖完全成本下降至约18元/公斤，随着内部管理水平的不断提升，公司生猪养殖成本有望持续下降。

图16: 公司生猪养殖完全成本情况



数据来源: 投资者关系活动记录表、广发证券发展研究中心

表2: 公司生猪养殖核心生产指标

	完全成本 (元/公斤)	断奶成本 (元/头)	PSY	窝均断奶 (头)	投苗量 (万头)
2022Q1	18.7	500+	21	9.1	120
2022M4	18.0	470	21	9.8	120

数据来源: 投资者关系活动记录表、广发证券发展研究中心

图17: 新津智能种猪场



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

（四）持续加码生猪业务，产能布局均衡有助于风险分散

作为资本驱动成长的强周期性企业，公司持续保持财务稳健，以及较好的资金实力。截至2022Q1，公司的资产负债率提升至68.43%，但仍处于行业较低水平，流动比率和速动比率分别为0.86、0.46；公司货币资金余额为139.5亿元，资金储备充足。

此外，公司持续加码生猪业务，产能均衡分布于各主销区，未来出栏量有望增长。2021年公司于周期底部融资，通过发行可转债募集资金81.5亿元，其中57.1亿元用于生猪养殖项目建设。

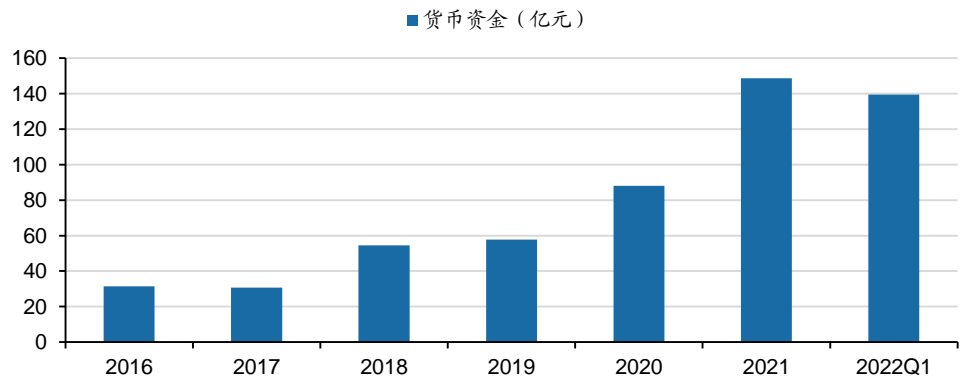
从产能分布情况看，公司产能区域布局较为均衡，有助于公司分散个别区域的疫病、极端行情风险。根据机构调研公告，目前公司拥有已建成种猪产能约145万头，能繁母猪存栏量接近90万头。按农业部非洲猪瘟防控区划分，公司东部、中南、西南三个主要消费大区的产能占比达到62%。未来，公司生猪出栏规模有望进一步增长，根据股权激励目标，2022年公司生猪出栏量或达1400万头。

表3：2022Q1，主要生猪养殖企业偿债指标对比

	资产负债率(%)	流动比率	速动比率
新希望	68.43%	0.86	0.46
牧原股份	65.18%	0.62	0.20
温氏股份	66.48%	1.60	0.88
天邦股份	83.67%	0.38	0.15
正邦科技	97.03%	0.40	0.19

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图18：公司货币资金情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表4: 公司可转债募集资金用途

项目名称	项目总投资 (百万元)	拟投入募集资金额 (百万元)
生猪养殖项目小计	7649.96	5705.00
偿还银行贷款	2445.00	2445.00
合计	10094.96	8150.00

数据来源: 公司可转债募集说明书、广发证券发展研究中心

图19: 公司产能区域分布较均衡



数据来源: 公司年报、农业农村部、广发证券发展研究中心

三、饲料: 支撑发展的基石业务, 具备综合竞争优势

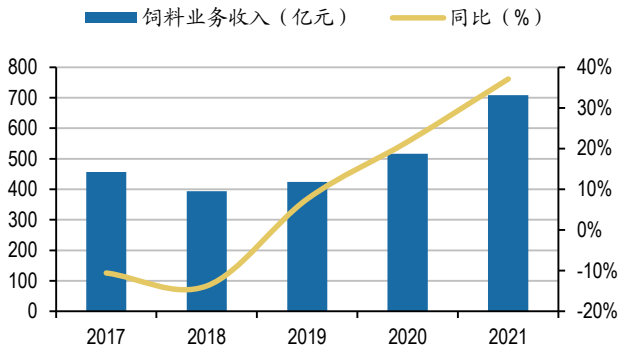
(一) 传统优势业务, 与畜禽养殖协同发展

饲料业务是公司的传统优势主业, 饲料销售规模稳居国内第一, 龙头地位稳固。2021年, 公司饲料总销量为2824万吨, 同比增长18.1%, 市占率约为10%。其中, 禽料销售规模全国第一; 猪料、水产料销售规模位列全国前三。此外, 公司2021年外销料销量为2132万吨, 同比增长20.6%。

饲料业务的利润率相较于畜禽养殖业务更为稳定, 可为公司提供稳定的收入和

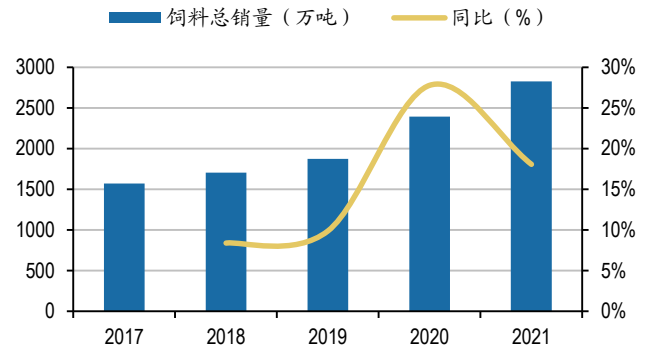
利润来源。此外，饲料业务与畜禽养殖业务协同发展，公司充分发挥产能优势和配方联动优势，为养殖场提供营养饲料，保证用料安全。

图20: 2017-2021年，公司饲料业务收入情况



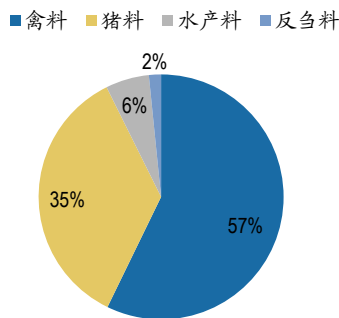
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图21: 2017-2021年，公司饲料销量稳步增长



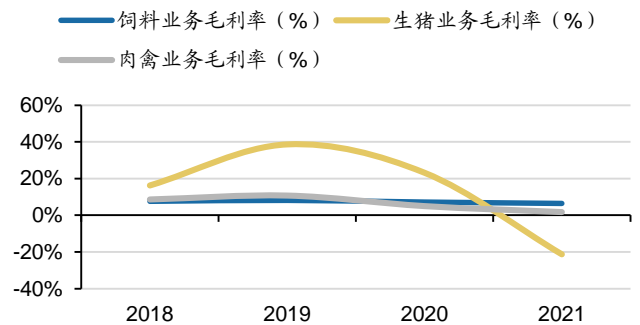
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图22: 产品结构上，禽料销量占比超5成 (2021年)



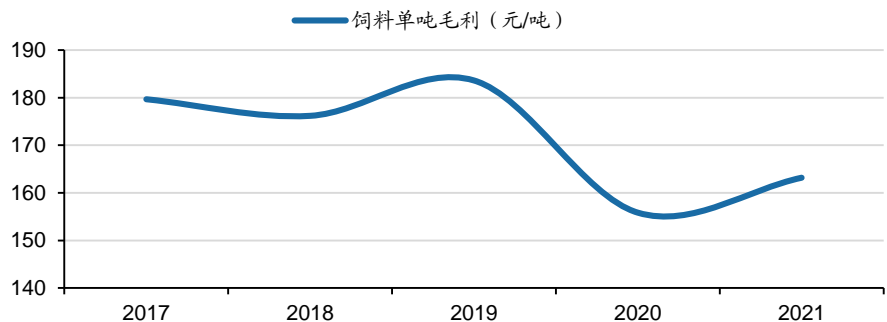
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图23: 饲料业务毛利率相对稳定



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图24: 公司饲料单吨毛利情况



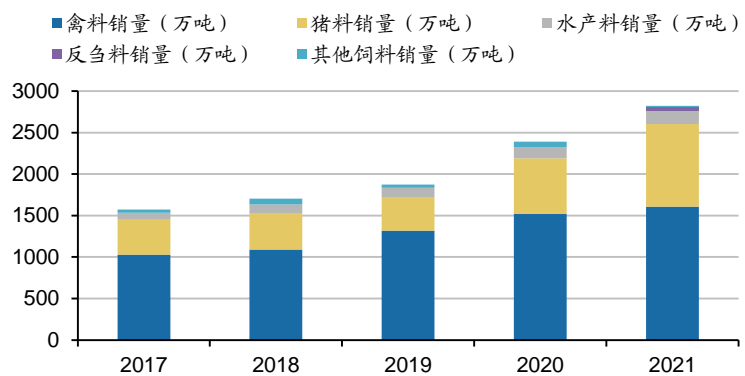
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 产品结构不断优化，原材料采购优势突出

公司不断优化自身产品结构，提升高毛利产品占比。相较于水产料、猪料，禽料的毛利水平相对较低。近年来，公司产品结构不断优化，猪料和水产料的销量占比有所提升，2021年合计销量占比超4成。2021年，公司外销猪料584万吨，同比增长68%，水产料销量为161万吨，同比增长23%。

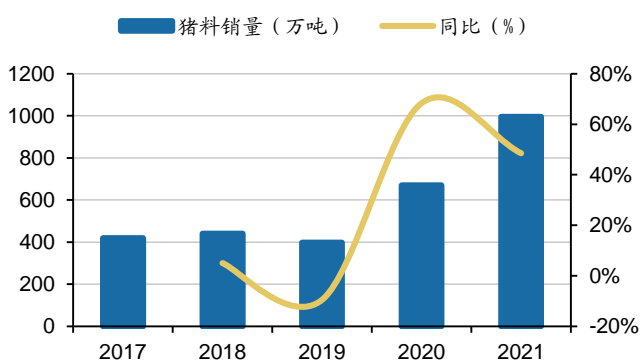
同时，公司积极为客户对接动保资源、优质苗种资源，通过体系内动保检测实验室提供生物安全支持，提升自身服务能力。

图25: 猪料、水产料销量占比有所提升



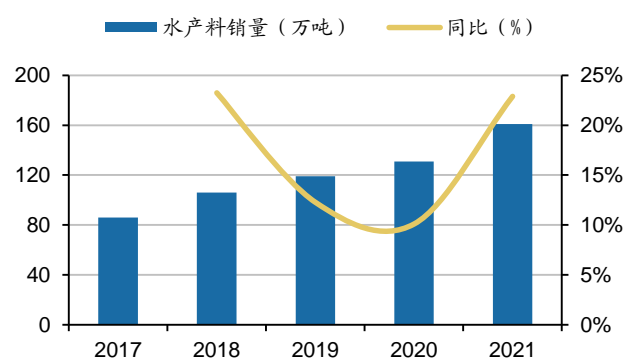
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图26: 2017-2021年，公司猪料销售情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图27: 2017-2021年，公司水产料销售情况



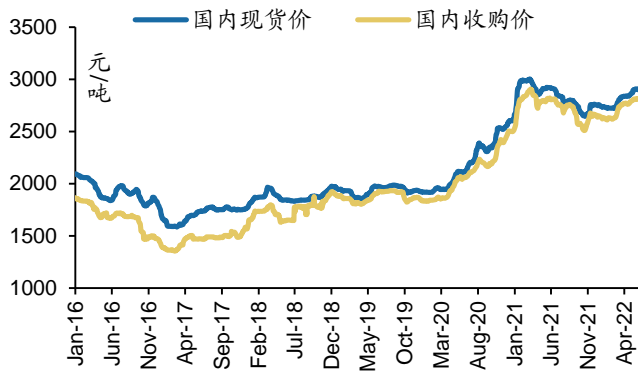
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2022年初以来，饲料原材料价格持续维持在历史相对高位，而饲料产品的原料成本占到售价的80-90%，原料采购优势是构成竞争力的关键。

面对原材料价格波动，公司优化饲料配方成本，同时在原材料采购上具有一定规模效应。公司作为国内最大规模的饲料企业，在原材料采购上具有较强的议价能力和资源整合能力，同时公司优秀的供应链管理也帮助公司实现领先的原料成本。

公司不断优化饲料配方，在保证产品营养供给的条件下，根据原材料价格快速灵活调整配方。公司持续对小麦、高粱、糙米等低价替代原料日粮配方进行迭代、推广，推出非玉米型混合日粮、全小麦日粮、全糙米型日粮等配方品系，灵活调整饲料配方，从而优化成本。

图28: 玉米价格维持在相对高位



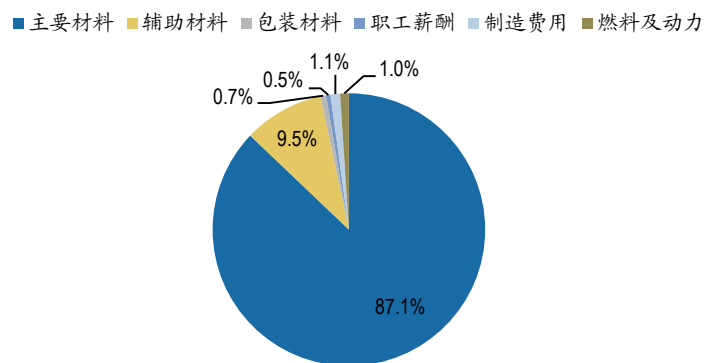
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 豆粕价格维持在相对高位



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 2021年, 公司饲料成本构成



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表5: 公司饲料配方调整较灵活

		2017	2018	2019	2020
玉米	采购比例 (%)	70%	76%	75%	65%
	采购均价 (元/吨)	1815	1933	1937	2182
豆粕	采购比例 (%)	21%	19%	19%	22%
	采购均价 (元/吨)	3072	3265	2950	3049
花生粕	采购比例 (%)	1.4%	1.8%	1.3%	1.4%
	采购均价 (元/吨)	2823	2817	2880	3078
小麦	采购比例 (%)	5%	1%	3%	10%
	采购均价 (元/吨)	1958	1972	2060	2370
棉粕	采购比例 (%)	0.7%	1.3%	0.7%	0.5%
	采购均价 (元/吨)	2718	2897	2851	3094
蛋氨酸	采购比例 (%)	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%
	采购均价 (元/吨)	21235	18535	16930	16548
赖氨酸	采购比例 (%)	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%
	采购均价 (元/吨)	4929	4646	4221	4492

数据来源: 公司债券评级报告、广发证券发展研究中心

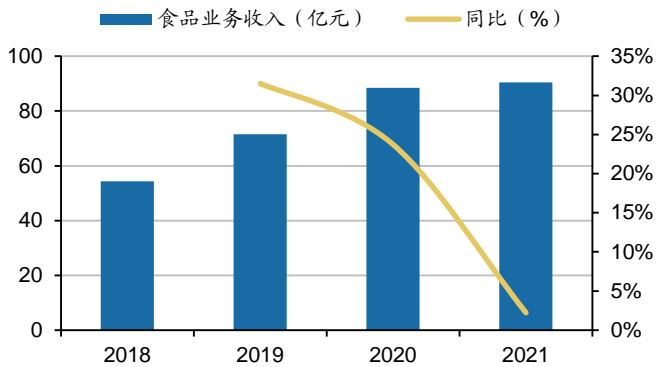
四、肉制品: 延伸布局消费终端, 成功打造爆款单品

公司布局终端消费领域, 以提升产业链价值。公司的肉禽屠宰规模位居国内第一, 生猪屠宰规模也位居前列。2014年, 公司提出“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”战略, 推动屠宰及肉制品业务的转型升级。公司充分利用屠宰产能和白羽肉禽养殖产能, 产业链延伸布局下游终端食品消费领域, 实现全产业链的布局和联动。

在销售渠道方面, 公司经销商网络已经完成省会城市100%覆盖, 地级市覆盖率也超过60%, 同时积极拓展团餐、火锅等餐饮客户, 目前已全面覆盖国内前100大火锅连锁品牌, 多维度与客户展开合作。在品牌建设上, 公司打造的“美好”和“千喜鹤”等品牌经过多年积累得到下游客户认可, 其中“千喜鹤”是2008年北京奥运会的指定供应商。

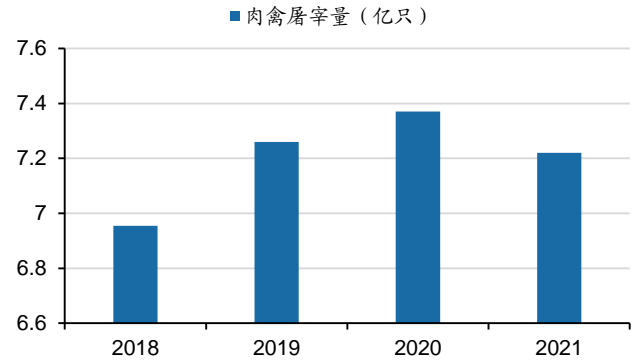
公司成功推出多个明星单品, 实现爆品经验沉淀。2021年, 公司猪肉产品销量达29.41万吨, 同比增长41.58%; 深加工肉制品、预制菜销量达25.35万吨, 同比增长16.93%。其中, 小酥肉单品的销售收入近10亿元, 另有5亿元级产品2个、1亿元级产品1个、5000万级产品3个。

图31: 2018-2021年, 公司食品业务收入情况



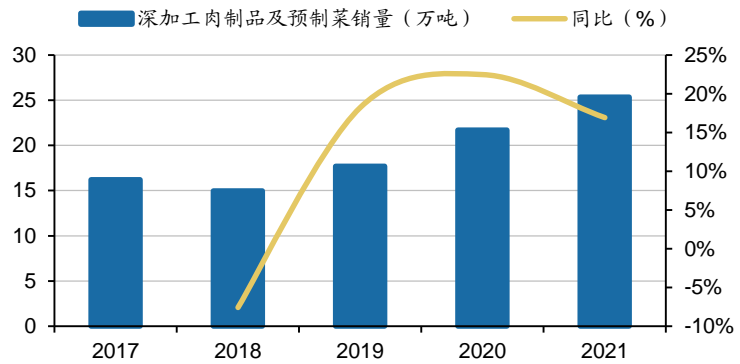
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图32: 2018-2021年, 公司肉禽屠宰规模



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图33: 2017-2021年, 公司深加工肉制品及预制菜销量情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图34: 公司打造“美好”、“千喜鹤”等品牌



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图35: 成功打造明星单品, 产品矩阵逐步完善



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

我们假设:

1. 公司生猪业务持续降本增效, 出栏规模有望增长, 预计2022-24年生猪出栏量分别为1400、1850、2350万头; 当前行业过剩产能明显去化, 供需进入相对均衡状态, 预计2022-24年生猪价格有望回升。
2. 公司饲料销量稳步增长, 龙头地位稳固, 预计2022-24年饲料销量分别为3060、3261、3482万吨; 由于饲料行业定价机制接近成本加成定价, 毛利率基本平稳。
3. 公司白羽鸡养殖增长保持相对稳定, 预计2022-24年毛利率分别为3%、6%、6%
4. 公司持有控股子公司新希望六和投资有限公司75%股权, 而新希望六和投资持有民生银行4.18%股权, 可为公司提供部分稳定收益, 预计2022-24年公司投资收益基本稳定。

综上所述, 我们预计公司2022-24年归母净利润分别为1.66、79.46、77.83亿元, 对应EPS分别为0.04、1.76、1.73元/股, 对应最新收盘价2023年PE估值约9.9倍。我们预计, 2023年公司生猪/饲料/肉禽/金融投资板块的归母净利润分别约为45.7、17.9、5.0、10.8亿元。

我们采用分部估值法, 对生猪/饲料/肉禽业务进行分部估值: 1、生猪及食品板块: 参考行业平均估值, 考虑公司综合竞争优势, 给予该业务2023年13倍PE; 2、饲料板块: 公司饲料龙头地位稳固, 给予饲料板块2023年15倍PE; 3、肉禽板块: 公司肉禽业务增长相对稳定, 参考行业平均估值, 给予肉禽板块2023年15倍PE; 4、按权益法估算, 金融投资部分对应公司市值约为50.5亿元。

综上, 我们认为公司合理市值为989亿元, 对应合理价值约21.95元/股, 给予“买入”评级。

表6: 公司主要业务分拆情况

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
饲料业务							
销量(万吨)	1704	1872	2392	2824	3060	3261	3482
业务收入(百万元)	39419	42431	51646	70817	88235	94845	101772
YOY(%)		7.64%	21.72%	37.12%	10.38%	7.49%	7.30%
毛利率(%)	7.62%	8.10%	7.22%	6.51%	7.21%	7.54%	7.61%
禽板块							
业务收入(百万元)	18647	21359	18379	18229	11604	11952	12310
yoy(%)		14.54%	-13.95%	-0.82%	3%	3%	3%
毛利率(%)	8.54%	10.65%	4.94%	1.70%	3.00%	6.00%	6.00%
生猪业务							
业务收入(百万元)	3225	7487	24777	17203	26950	41718	49115
YOY(%)	27.81%	132.16%	230.94%	-30.57%	56.66%	54.80%	17.73%
单位销售成本(元/公斤)	10.66	11.06	24.60	20.60	16.00	16.00	15.50
毛利率(%)	16.23%	38.53%	23.13%	-21.20%	8.57%	21.95%	18.42%
屠宰与肉制品							
肉制品销量(万吨)	213	204	227	240	250	260	270
屠宰与肉制品业务收入(百万元)	5435	7149	8845	9040	9492	9967	10465
YOY(%)		31.53%	23.73%	2.21%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	12.92%	13.47%	10.85%	2.29%	10.00%	11.00%	11.00%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表7: 生猪板块可比公司盈利预测与估值(可比公司盈利预测均采用Wind一致预期)

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	EPS(元/股)		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
002714.SZ	牧原股份	62.84	1.18	5.56	53	11
300498.SZ	温氏股份	25.00	-0.29	2.00	-	13
002124.SZ	天邦食品	8.10	-0.90	1.38	-	6
002567.SZ	唐人神	10.30	-0.01	1.26	-	8
603477.SH	巨星农牧	32.41	0.38	3.49	85	9
002548.SZ	金新农	7.92	0.20	0.85	39	9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表8: 饲料板块可比公司盈利预测与估值 (可比公司盈利预测均采用Wind一致预期)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
002385.SZ	大北农	7.81	0.06	0.53	125	15
603609.SH	禾丰股份	10.05	0.52	1.10	19	9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表9: 禽板块可比公司盈利预测与估值 (可比公司盈利预测均采用Wind一致预期)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
002458.SZ	益生股份	10.16	0.13	0.53	78	19
300761.SZ	立华股份	42.32	1.65	3.54	26	12
002299.SZ	圣农发展	19.01	0.45	1.26	42	15

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表10: 采用分部估值法, 计算得到公司合理市值约989亿元

业务板块	2023年预计归母净利润		对应市值 (亿元)
	(亿元)	给予公司 X 倍 PE 估值	
饲料	17.9	15	269.1
生猪与食品	45.7	13	594.4
肉禽	5.0	15	75.0
金融投资	10.8	-	50.5
合计	79.5	-	989.0

数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 金融投资板块市值是根据公司持有民生银行股权按权益法估算得到

六、风险提示

畜禽价格波动风险: 猪价超预期下跌且持续时间长, 导致公司盈利不达预期;

原料价格波动风险: 原材料价格上涨, 畜禽养殖和饲料业务面临成本上行风险;

疫病风险: 非洲猪瘟、口蹄疫等动物疫病发生, 公司面临经营效益下滑风险。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	29,054	34,820	32,839	32,337	33,034
货币资金	8,799	14,869	12,000	8,000	7,000
应收及预付	4,037	3,295	3,913	4,849	4,809
存货	15,650	15,926	16,120	18,626	20,290
其他流动资产	568	731	806	862	935
非流动资产	80,390	91,281	82,776	85,333	88,540
长期股权投资	22,702	23,840	23,840	23,840	23,840
固定资产	28,861	33,736	33,143	34,200	34,907
在建工程	11,006	19,344	20,344	21,844	24,344
无形资产	1,553	1,859	1,859	1,859	1,859
其他长期资产	16,268	12,501	3,590	3,590	3,590
资产总计	109,443	126,101	115,615	117,670	121,573
流动负债	31,918	36,890	31,722	35,738	42,778
短期借款	10,399	15,159	6,092	8,056	13,653
应付及预收	10,100	9,586	11,066	12,012	13,217
其他流动负债	11,420	12,145	14,564	15,669	15,908
非流动负债	26,154	44,650	38,650	32,650	25,650
长期借款	22,902	32,712	28,712	24,712	19,712
应付债券	2,809	11,335	9,335	7,335	5,335
其他非流动负债	444	603	603	603	603
负债合计	58,073	81,540	70,372	68,388	68,429
股本	4,506	4,505	4,505	4,505	4,505
资本公积	9,751	10,345	10,345	10,345	10,345
留存收益	24,313	14,574	14,740	18,181	21,459
归属母公司股东权益	39,846	31,620	32,283	35,724	39,001
少数股东权益	11,525	12,941	12,960	13,558	14,143
负债和股东权益	109,443	126,101	115,615	117,670	121,573

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	109,825	126,262	146,281	168,481	183,662
营业成本	98,175	124,236	135,815	149,857	164,482
营业税金及附加	175	223	248	284	315
销售费用	1,453	1,791	2,415	2,467	2,775
管理费用	3,431	4,317	4,974	5,054	5,510
研发费用	265	290	332	392	422
财务费用	900	1,117	1,933	1,585	1,501
资产减值损失	40	2,894	26	3	3
公允价值变动收益	35	36	35	35	35
投资净收益	1,525	1,378	1,300	1,300	1,300
营业利润	6,730	-6,955	2,074	10,374	10,189
营业外收支	-566	-2,136	-1,880	-1,380	-1,380
利润总额	6,164	-9,091	194	8,994	8,809
所得税	316	412	10	450	440
净利润	5,848	-9,503	185	8,544	8,369
少数股东损益	903	88	18	598	586
归属母公司净利润	4,944	-9,591	166	7,946	7,783
EBITDA	9,596	1,552	4,590	12,870	12,951
EPS (元)	1.10	-2.13	0.04	1.76	1.73

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,658	501	7,851	11,221	12,480
净利润	5,848	-9,503	185	8,544	8,369
折旧摊销	3,270	6,146	2,093	2,443	2,793
营运资金变动	-3,565	-329	2,986	-1,449	-256
其它	106	4,187	2,587	1,683	1,574
投资活动现金流	-34,015	-16,948	5,917	-4,995	-5,995
资本支出	-33,410	-16,772	4,582	-6,330	-7,330
投资变动	-1,388	-628	0	0	0
其他	783	452	1,335	1,335	1,335
筹资活动现金流	31,133	22,283	-16,637	-10,226	-7,485
银行借款	14,623	23,245	-13,067	-2,036	596
股权融资	12,339	4,447	0	0	0
其他	4,172	-5,409	-3,570	-8,190	-8,081
现金净增加额	2,777	5,837	-2,869	-4,000	-1,000
期初现金余额	5,692	8,509	14,869	12,000	8,000
期末现金余额	8,509	14,293	12,000	8,000	7,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	33.9%	15.0%	15.9%	15.2%	9.0%
营业利润增长	0.9%	-203.3%	-	400.1%	-1.8%
归母净利润增长	-1.9%	-294.0%	-	4685.3%	-2.1%
获利能力					
毛利率	10.6%	1.6%	7.2%	11.1%	10.4%
净利率	5.3%	-7.5%	0.1%	5.1%	4.6%
ROE	12.4%	-30.3%	0.5%	22.2%	20.0%
ROIC	7.4%	-5.1%	2.9%	11.5%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	53.1%	64.7%	60.9%	58.1%	56.3%
净负债比率	34.9%	51.0%	42.6%	38.4%	36.0%
流动比率	0.91	0.94	1.04	0.90	0.77
速动比率	0.32	0.45	0.44	0.29	0.22
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.07	1.21	1.44	1.54
应收账款周转率	118.82	123.38	114.46	118.78	118.76
存货周转率	7.87	7.87	8.43	8.05	8.11
每股指标 (元)					
每股收益	1.10	-2.13	0.04	1.76	1.73
每股经营现金流	1.26	0.11	1.74	2.49	2.77
每股净资产	8.84	7.02	7.17	7.93	8.66
估值比率					
P/E	20.41	-	473.17	9.89	10.10
P/B	2.53	2.17	2.43	2.20	2.01
EV/EBITDA	13.58	75.99	25.22	8.99	8.91

广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 周舒玥：高级研究员，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。