

生猪养殖“王者归来”，猪、鸡景气共振可期

2022年08月16日

➤ **双主业并行，营收稳步增长。**2011-2020年，公司总营收从310.0亿元增长到749.39亿元，CAGR为10.3%。2021年受猪价大幅下行影响，公司实现营收649.5亿元，同比下降13.3%；2021年公司共出栏肉猪1321.7万头，出栏肉鸡11.1亿羽，营收达到294.9、303.3亿元，分别占总营收比重为45.4%、46.7%，两项业务合计占比92.1%。

➤ **“+农户”合作模式多样，工业化养殖顺应行业长期趋势。**随着城镇化对农村劳动力吸纳效应的增加，优质的农户资源日益稀缺；同时非洲猪瘟爆发后，这种传统的分散化养殖对农户个体养殖行为的监管提出了更高的要求。公司紧跟时代步伐，主动进行养殖模式工业化升级，由“公司+农户”升级为“公司+家庭农场”模式，目前继续升级为“公司+现代养殖小区+农户”模式，有利于提升工业化、智能化和自动化水平，且农户相对集中，利于公司高效管理。

➤ **多举措并行降本增效，成本改善仍存空间。**2022年Q1公司完全成本16-17元/公斤，综合成本（含淘汰母猪等其他盈亏）18元/公斤以下。目前，公司仍在积极优化种群结构、调整饲料配方、提升防疫效率。截至2022年6月底，公司有高质量能繁母猪近120万头，后备母猪充足，预计公司2022、2023年生猪出栏量将达到1800、2800万头。我们认为，从窝均健仔数、料肉比、肉猪上市率三个影响养殖成本的关键指标来看，公司都尚未完全恢复到疫情前水平，意味着成本有仍多维度的改善空间。

➤ **黄鸡养殖航母，产能稳定增长。**公司是国内黄羽肉鸡养殖的龙头，2011-2021年，公司肉鸡销售量从7.8亿只增长至11.1亿只（其中包括1.78亿只白羽肉鸡苗），CAGR为3.6%，肉鸡业务实现营收从164亿元增长至303亿元，CAGR为6.3%。2021年，全国黄羽肉鸡出栏量40.42亿只，公司市占率达26.9%。未来几年，公司肉鸡业务预计每年保持5%左右的出栏增幅。其中，毛鸡部分规模较为稳定，未来增长主要以增加适合屠宰品种的产量为主。

➤ **猪、鸡景气度上行，养殖业务业绩可期。**截至7月末，黄鸡商品代毛鸡价格已经达到18.87元/公斤，同比涨幅达47.6%；父母代黄羽肉种鸡存栏为2279万套，同比下滑4.3%，处于历史同期最低位。由于原料价格上涨，行业的盈利始终没有得到充分的恢复，补栏情绪依然较为低迷：7月父母代雏鸡销量为483万套，环比虽然增加了4.9%，但同比仍减少10.9%。预计2022年下半年产能边际增量有限，供应整体仍然偏紧，叠加黄鸡与生猪消费旺季高度重叠，预计未来鸡价仍有冲高可能。目前生猪、黄鸡均已经开启反转周期趋势，公司作为生猪、黄鸡养殖双龙头，未来有望充分受益于禽畜景气度上行带来的量价齐升的红利。

➤ **投资建议：**预计公司2022~2024年归母净利润分别为42.38、185.31、134.03亿元，对应EPS分别为0.65、2.83、2.05元，公司作为“公司+农户”模式的坚定推行者与行业领导者，且未来生猪养殖成本存在多维度下降空间，利润空间有望进一步扩大，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**猪瘟疫病传播风险，原材料价格波动风险，猪价反弹不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	64,965	87,303	124,311	137,739
增长率(%)	-13.3	34.4	42.4	10.8
归属母公司股东净利润(百万元)	-13,404	4,238	18,531	13,403
增长率(%)	-280.5	131.6	337.2	-27.7
每股收益(元)	-2.05	0.65	2.83	2.05
PE	-	34	8	11
PB	4.5	4.0	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年8月12日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.15元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

目录

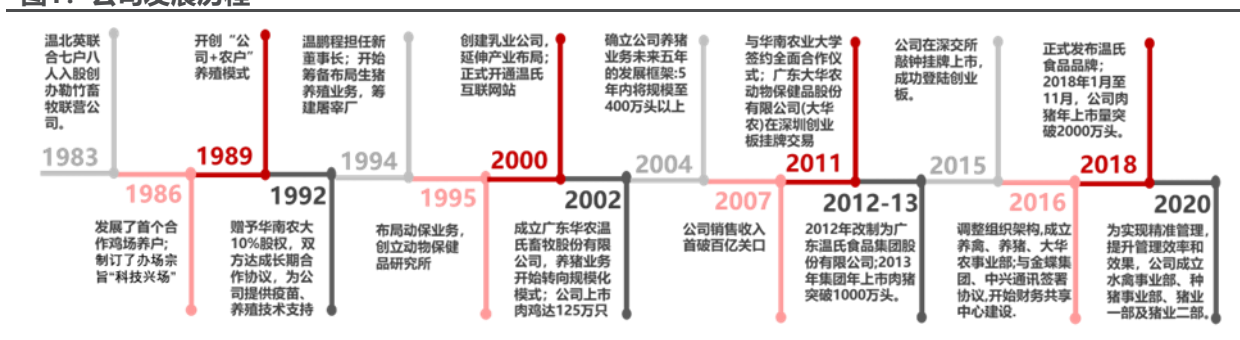
1 禽畜养殖双龙头	3
1.1 全方面发展的大型农牧集团	3
1.2 双主业并行，营收稳步增长	4
1.3 主动开源节流，偿债指标优于行业平均水平	5
2 生猪养殖王者归来，“+农户”模式迭代升级	7
2.1 公司是“公司+农户”模式的坚定推行者与行业领导者	7
2.2 养殖业务重振旗鼓，出栏成本快速下降	10
3 多元化发展经营，打破长期收入天花板	14
3.1 黄鸡养殖航母，产能稳定增长	14
3.2 持续推进转型升级，深加工产品独具区域特色	16
3.3 横向布局肉鸭及乳业，多元化发展破解发展瓶颈	17
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测假设与业务拆分	19
4.2 估值分析	20
4.3 投资建议	20
5 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 禽畜养殖双龙头

1.1 全方面发展的大型农牧集团

公司位于广东省云浮市，前身为勒竹畜牧联营公司，2012年改制为广东温氏食品集团股份有限公司，2015年在深交所挂牌上市登陆创业板。创立39年至今，公司产业链不断延伸和完善，目前已发展成一家以肉猪、肉鸡养殖为主、以肉鸭、奶牛养殖为辅，兼以营食品加工、农牧机械的等相关配套业务的跨地区现代农牧企业集团。

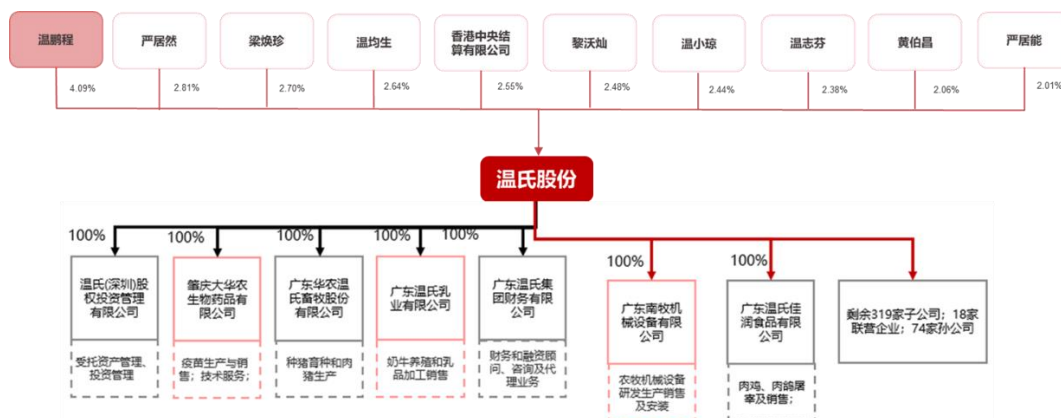
图1：公司发展历程



资料来源：wind，民生证券研究院

公司股权较为分散，全员持股实现利益共享。创始人温北英先生胸怀广阔，坚信企业发展的关键是大家共同创造价值。早从1993年，公司便开始实行员工持股的股份合作制，持股员工在获取合理劳动报酬的基础上分享公司发展成果，最大程度地调动了员工创业积极性，也为公司获得了发展所需的资金。自此，这种齐创共享的理念成为公司制定组织模式、管理模式、生产模式、分配机制的核心方向。截至2022年Q1季度，公司前十大股东共持股26.16%，温鹏程等温氏家族成员为温氏股份的实际控制人，持股比例共计11.55%。

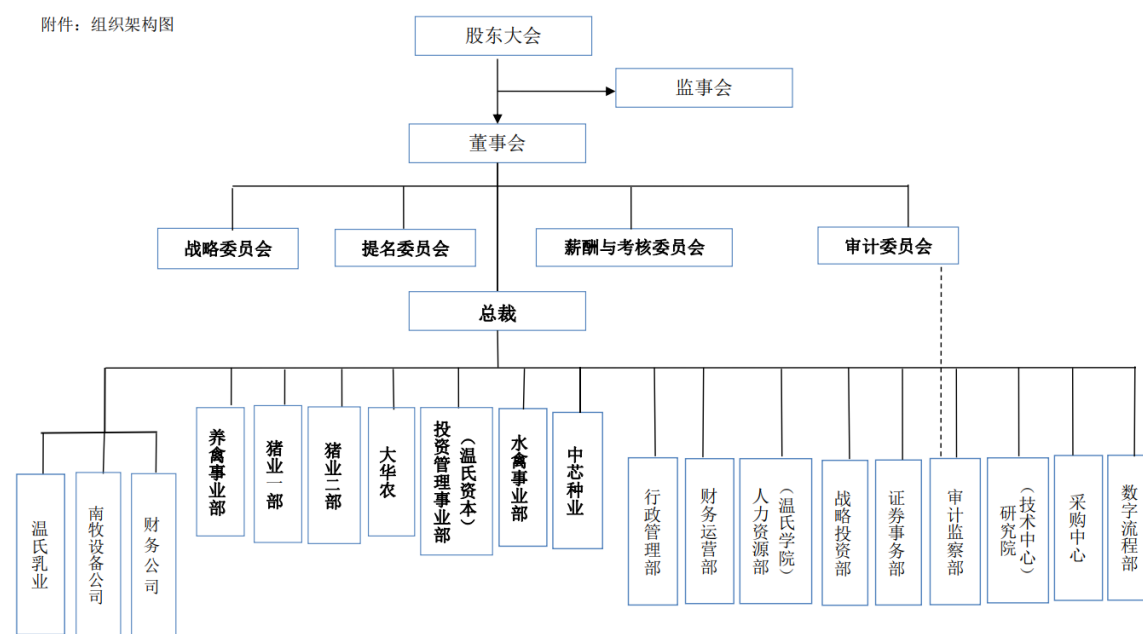
图2：公司股权结构图（截至2022Q1）



资料来源：wind，民生证券研究院

积极推进组织架构调整，各事业部职责明晰。公司在三十余年的发展过程中，建立了一套包含生产管理、营养配方、疫病防控、信息技术、人才建设等在内的完整的农牧企业管理体系，组织架构按照主营业务模块分为养禽、养猪、水禽、种猪、大华农、投资管理 7 大事业部，同时还有采购中心、创新中心、温氏研究院、信息中心等各大支撑部门。2020 年 8 月，公司进行组织架构调整，将原养猪事业部拆分为种猪事业部、猪业一部（南部）和猪业二部（中东部），进行精细化管理；2021 年 10 月，为促进种猪和兽药业务的发展，公司撤销种猪事业部、大华农事业部，相关管理职能由中芯种业和肇庆大华农生物承接。同时，为适应当前和下阶段形势，公司持续推动组织优化，实行扁平化管理，集中资源优势，提升经营成效和行业竞争力。同年 12 月，公司完成董事会和监事会换届选举，副总裁从上一届的 12 人大幅缩减至 4 人。

图3：公司管理架构图

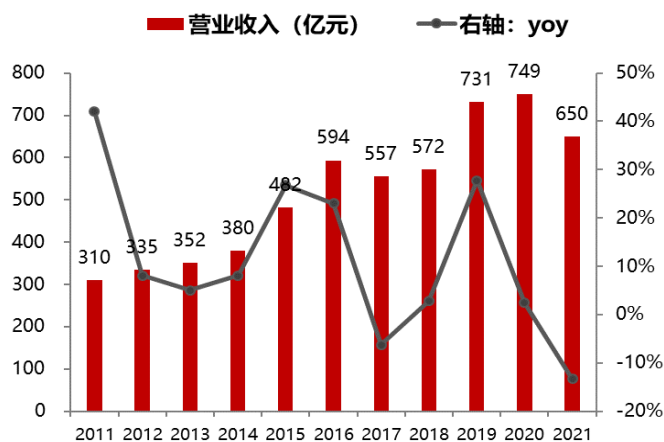


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 双主业并行，营收稳步增长

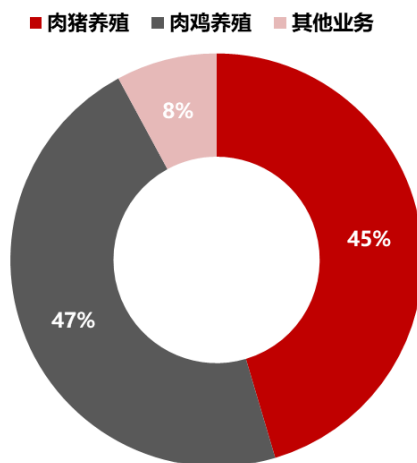
肉猪、肉鸡养殖是公司最主要的营收来源。2011-2020 年，公司总营收从 310.0 亿元增长到 749.39 亿元，CAGR 为 10.3%。2021 年受猪价大幅下行影响，公司实现营收 649.5 亿元，同比下降 13.3%；截至 2021 年末公司共出栏肉猪 1321.7 万头，出栏肉鸡 11.1 亿羽，营收达到 294.9、303.3 亿元，分别占总营收比重为 45.4%、46.7%，两项业务合计占比 92.1%。

图4：2011-2021 公司营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

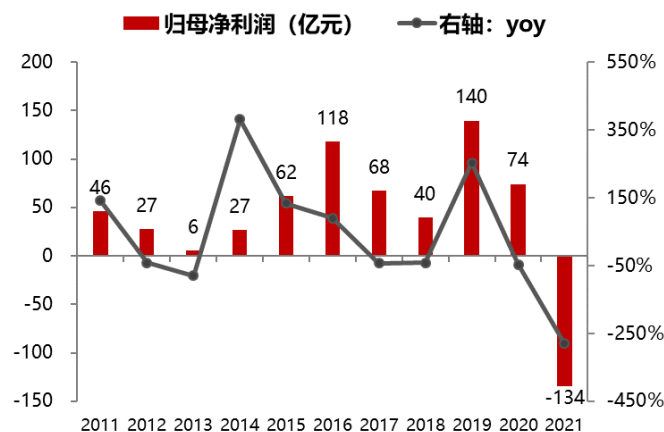
图5：2021 年公司主营业务分布



资料来源：wind，民生证券研究院

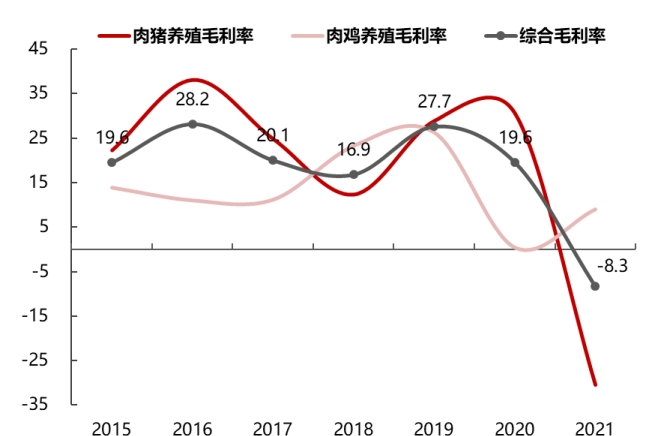
公司整体盈利水平受禽畜价格水平周期性波动影响较大。2011-2020 年，公司归母净利润从 46.4 亿元增长至 74.26 亿元，CAGR 为 5.4%；期间肉猪养殖业务平均毛利率 23.6%，肉鸡养殖业务平均毛利率 12.2%。2021 年，因猪价大幅下跌导致养猪业务经营亏损，公司归母净利润亏损 134.04 亿元，综合毛利率-8.3%，同比下滑 27.9PCT；其中，肉猪养殖毛利率为-30.4%，同比下滑 61.0PCT；肉鸡养殖毛利率 9.0%，同比上涨 8.6PCT，因黄羽肉鸡景气度上行。

图6：2011-2021 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2015-2020 公司综合毛利率和分部毛利率 (%)



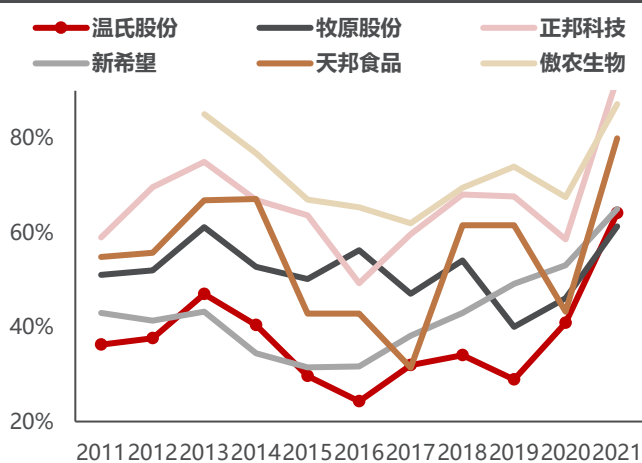
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 主动开源节流，偿债指标优于行业平均水平

公司提前预判到周期即将下行，自 2020 年下半年开始比行业早约半年开始控制资本开支，2020 年公司资本开支约 130 亿元，2021 年降至 60 亿元左右；2022 年，公司计划进一步控制资本开支，全年资本开支计划为 40-50 亿元，主要投向为可转债募投项目、在建尚未完工项目等，维持正常的生产经营节奏。

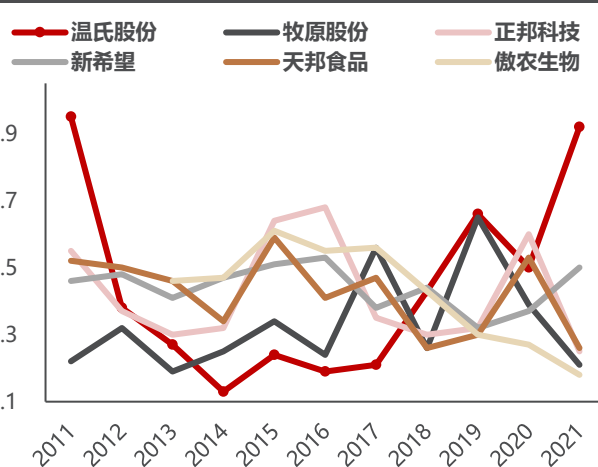
公司现有库存资金充裕,规模接近八十亿元,且融资渠道丰富,包含银行贷款、公司债券(分别截至2024、2025年)、中票(截至2023年)、供应链金融等,还有几十亿规模可随时变现的财务性投资项目;除了养猪业务以外,公司还有养鸡、养鸭以及投资、动保、乳业、农牧机械等多项配套和相关业务,均保持良好的发展状态,多业务对冲优势较为明显,可以提供较为稳定的经营性现金流。截至2021年年末,公司资产负债率约64%,处于行业中等偏低水平,且公司负债中多为中长期负债,短期偿债压力较小。通过一系列措施,有效保存了公司资金实力,增强了应对行业低迷期的底气与信心,为有条不紊开展正常的生产经营活动提供强有力的支撑。

图8: 2011-2021 公司及可比公司资产负债率



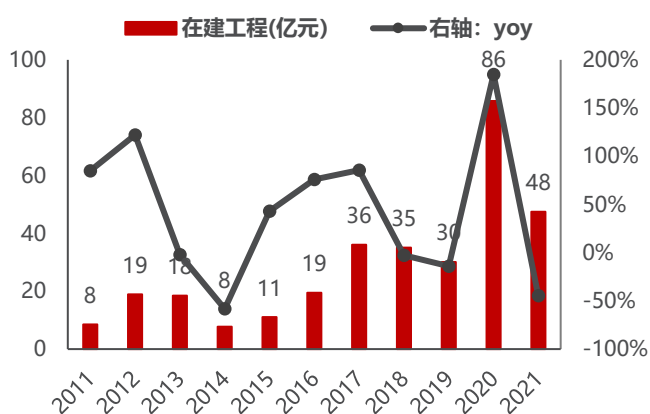
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2011-2021 公司及可比公司速动比率



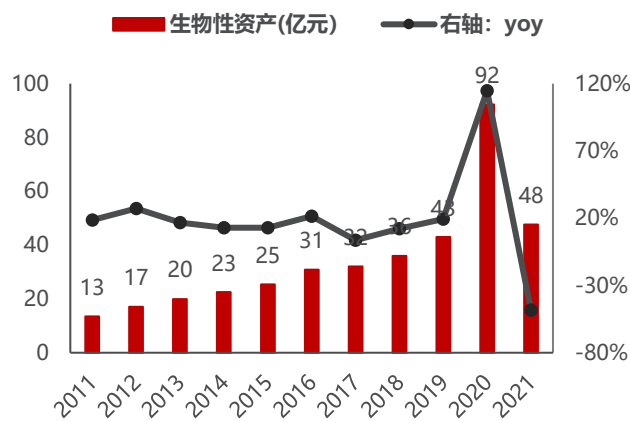
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2011-2021 公司在建工程规模及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2011-2021 公司生物性资产规模及增速 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

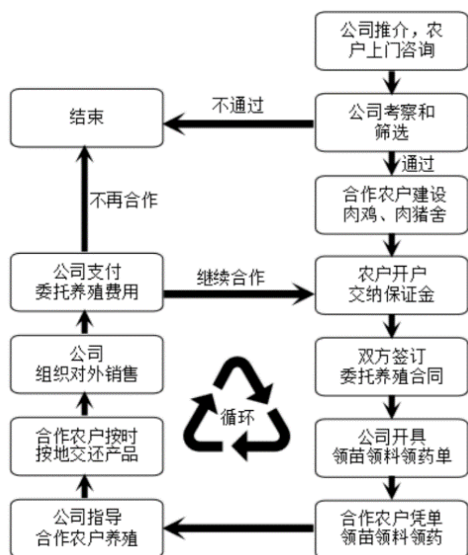
2 生猪养殖王者归来，“+农户”模式迭代升级

2.1 公司是“公司+农户”模式的坚定推行者与行业领导者

公司经过 30 多年探索形成的紧密型“公司+农户（或家庭农场）”模式，通过专业分工来实现集团与养殖户间优势互补：**公司负责养殖的规模化战略推进，农户负责养殖的精细化运营，并通过价格保护制度和风险控制制度保证合作的稳定性。**具体流程如下：合作农户缴纳一定的保证金，与公司签订委托养殖协议，领取仔畜禽，自建猪/鸡舍、设备设施并按照公司的要求进行标准化养殖；公司提供养殖全程所需饲料、疫苗、兽药和免费技术指导，无需农户垫资。最终农户向公司交付达到标准体重的生猪、肉鸡和肉鸭，公司在对交付成品的相关质量和重量指标进行检测和记录后对农户的资金进行统一结算，将结算余额打入其账户。这种模式优势在于固定资产投入相对较少，即使在猪价低迷期，企业也能保持较快的扩张速度。2010-2018 年，公司肉猪年出栏量从 664 万头快速增长至 2230 万头，CAGR 达 18.9%，一跃成为当时国内养殖规模第一大猪企。

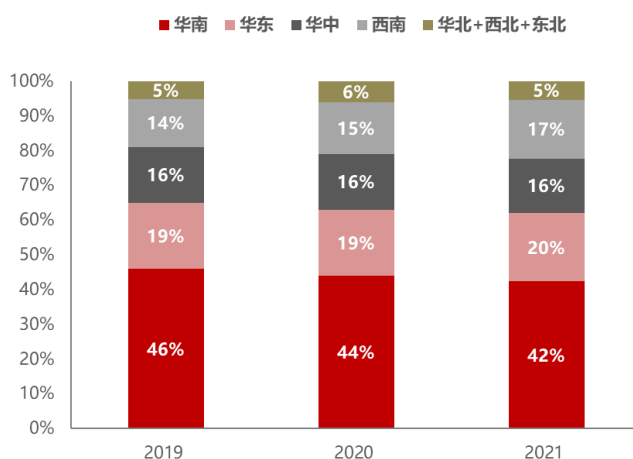
公司合作农户的区域分布与公司养殖战略布局吻合，基本上以南方销区为主。其中，作为大本营的华南地区占比略有下滑，2021 年占总户数比例为 42%，较 2019 年下降 4PCT；西南地区扩张较为明显，2021 年占比 17%，较 2019 年上升 3PCT，其余地区占比基本保持稳定。

图12：紧密型“公司+农户”合作模式



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：公司合作农户区域分布情况



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：不同养殖模式的特点比较

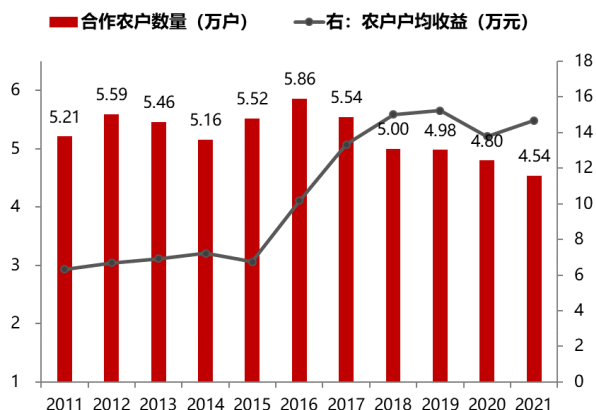
项目	一体化养殖	散养模式	松散型“公司+农户”	紧密型“公司+农户”
模式的主要内容	公司建设养殖基地并雇用劳动力进行规模化养殖，负责养殖过程中的所有环节	散养户利用自有劳动力和场地进行小规模养殖，负责养殖过程中的所有环节	公司与农户之间只是一种简单的产销关系，相互之间的定价按照市场定价或参考市场定价。两种之间没有严格明确的合作关系和约束力。	农户作为公司养殖产业链条的一环，通过委托养殖合作协议约定，按分工合作方式进行生产，按内部流程定价和核算方式计算收益，公司与农户密不可分。
规模扩张	实现规模快速扩张难度较大	难以实现快速扩张	实现规模快速扩张具有瓶颈	易于实现快速扩张
疫病防治	公司制定统一的疫病防疫标准，可较大程度地杜绝疾病的传播	疫病防治水平普遍较低	农户接受公司技术防疫的指导，但封闭性较差，难以有效防范疫病	公司制定统一的疫病防疫标准，提供疫病控制指导并监督实施，可较大程度地杜绝疾病的传播
产品质量和安全	严格实施统一饲养管理，易于控制质量	难以保持产品质量的一致性，出现问题肉的概率较高	难以实施统一饲养管理，存在产品安全风险	严格实施统一饲养管理，易于控制质量

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

公司合作农户数量先增后降，户均养殖日趋规模化。2008-2016年，伴随公司养殖规模迅速扩张，合作农户数量从3.33万户增加至5.86万户；2016-2020年，由于环保和当地土地政策的因素，公司陆续与一部分农户解除合作关系；还有一部分合作农户养殖规模较少，主动退出或者单户合并，公司合作农户数量下降至4.8万户，2021年继续小幅下降至4.54万户。从户均养殖规模来看，以养猪为例，2009年农户户均出栏量仅200余头，2018年已经达到1109头；2020年受非瘟疫情影响下降至502头，2021年伴随产能恢复重新增长至728头。

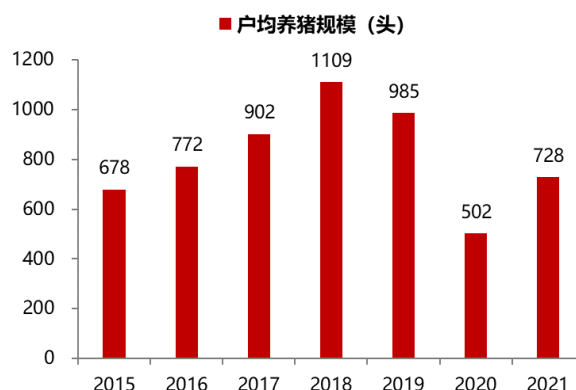
农户年收益远高于全国农民工平均收入水平。合作农户所需种苗、饲料、兽药等物资单价及畜禽产品上市单价已在委托养殖合同中约定，因此，其养殖报酬既不与生产资料价格直接联系，也不与禽畜市场价格直接联系。就单个养殖户而言，只能借助自身提高养殖技能、勤于管理等手段来提升养殖水平，增加肉料比、上市率，从而获得更高报酬。如生产成绩指标优于标准指标，则可获得较高的委托养殖收益；若差于标准指标，则获得较低的委托养殖收益。合作农户相当于自己做老板，效率提升带来合作农户绝对收入提高，能够极大提高合作农户的积极性，发挥主人翁精神。2021年公司农户户均年收入达到14.3万元，同期中国农民工年收入仅5万元出头。

图14: 2011-2021 公司合作农户数量与户均年收益



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2015-2021 公司户均养殖规模



资料来源: wind, 民生证券研究院

“+农户”合作模式多样，工业化养殖顺应行业长期趋势。随着城镇化对农村劳动力吸纳效应的增加，优质的农户资源日益稀缺，养殖向工业化转型是行业大势所趋；同时我们也要看到，非洲猪瘟爆发后，这种传统的分散化养殖对农户个体养殖行为的监管提出了更高的要求。公司紧跟时代步伐，主动进行养殖模式的迭代升级，由“公司+农户”升级为“公司+家庭农场”模式，目前继续升级为“公司+现代养殖小区+农户”模式。养殖小区由公司统一拿地、统一规划、统一标准建设，有利于提升工业化、智能化和自动化水平，且农户相对集中，利于公司高效管理。

这种养殖经营模式的升级，在某种意义上已经超越小农经济，属于中度工业化的产物。截至2022年4月，公司已有育肥总产能（含合作农户、家庭农场及养殖小区产能）约2400万头，养殖小区年有效饲养能力约500万头；其中公司出资自建约150万头，租赁他建的（含与政府、农户合作建设等多种模式）饲养能力约350万头，公司预计到2024年“公司+农户/家庭农场”和“公司+现代养殖小区+农户”两种模式产能将各占50%左右。

图16: 温氏南章养殖小区鸟瞰图



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 温氏合作农户猪舍



资料来源: wind, 民生证券研究院

表2：公司现代化养殖模式

公司+现代养殖小区+农户”三种合作形式	
公司自建	公司投资建设标准化养殖场，吸引农户到养殖小区内与公司合作养殖。
农户自建	合作农户根据公司标准，在养殖小区内投资建设标准化养殖场，然后与公司合作养殖。这类农户通常是公司的长期合作农户，与公司签订了长期的合作协议。
政府投资	地方政府专项产业基金投资，由公司建设标准化养殖场，然后吸引合作农户到养殖小区内与公司合作养殖。

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

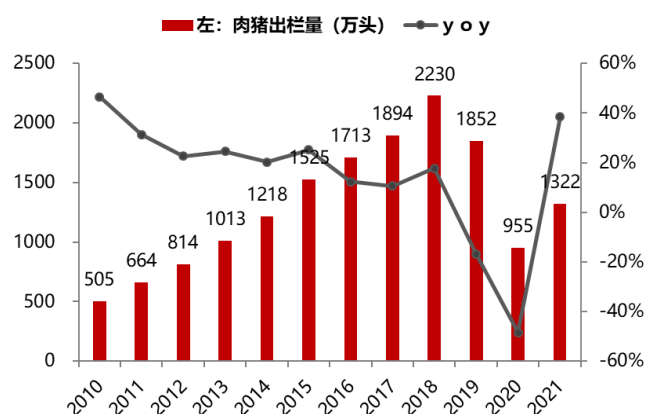
2.2 养殖业务重振旗鼓，出栏成本快速下降

2.2.1 养殖业务重振旗鼓，出栏成本快速下降

非瘟疫情前公司养殖成本曾处于行业领先水平。2012~2018年，公司养殖完全成本在12元/公斤左右，较行业平均成本低近20%。成本构成中除了饲料、药物及疫苗等支出外，还包括支付给农户的委托代养费用，一般跟随猪价正向波动。

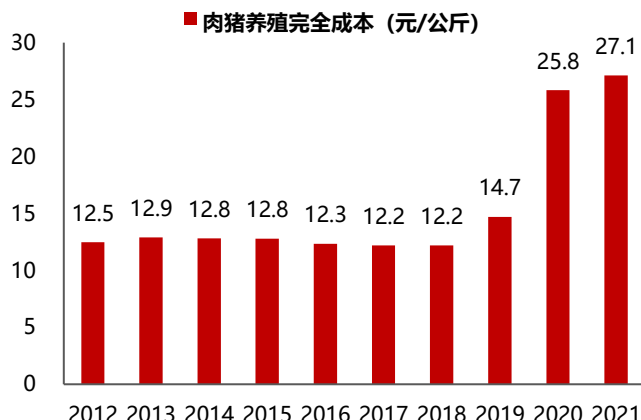
2018年非洲猪瘟疫情爆发后，受老旧饲养栏舍占比较多等情况的影响，公司种猪产能遭受了较大损失，2020年肉猪出栏量大幅下滑至955万头。为快速补充产能，公司外购高价猪苗200余万头，导致2021年Q1季度养殖成本出现异常波动，一度高达30元/公斤的高位；2021年5月开始，公司自产猪苗供应恢复，公司暂停外购猪苗，同时委托代养费用从年初的240元/头逐步下降至190元/头。直至年底，伴随公司前期外购猪苗全部出栏完毕，2022年1月完全成本16-17元/公斤，综合成本（含淘汰母猪等其他盈亏）18元/公斤以下。目前，公司积极优化种群结构、调整饲料配方、提升防疫效率，养殖成本仍然处于持续改善的阶段

图18：2010-2021 公司肉猪出栏量及增速



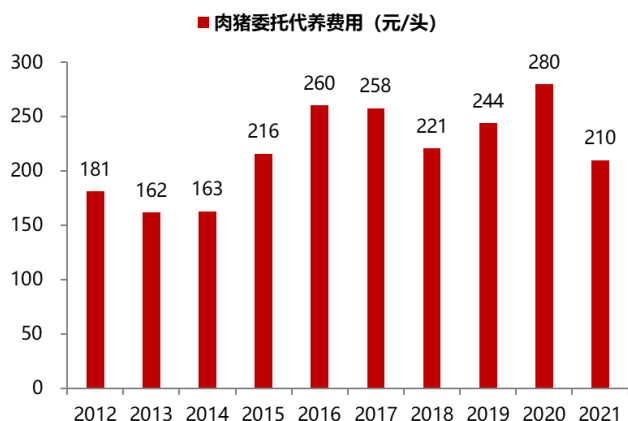
资料来源：wind，民生证券研究院

图19：公司肉猪出栏完全成本变化情况



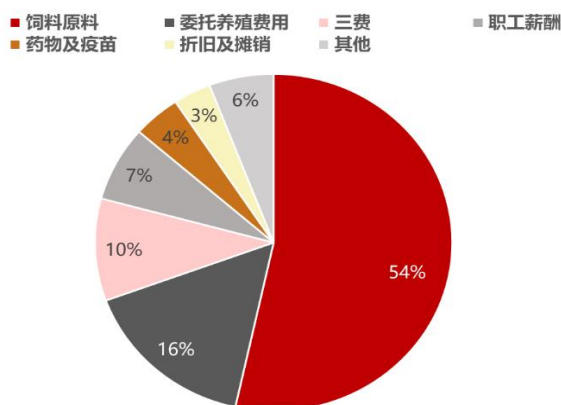
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：公司养猪户委托代养费用变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：2019 年公司肉猪出栏完全成本拆分

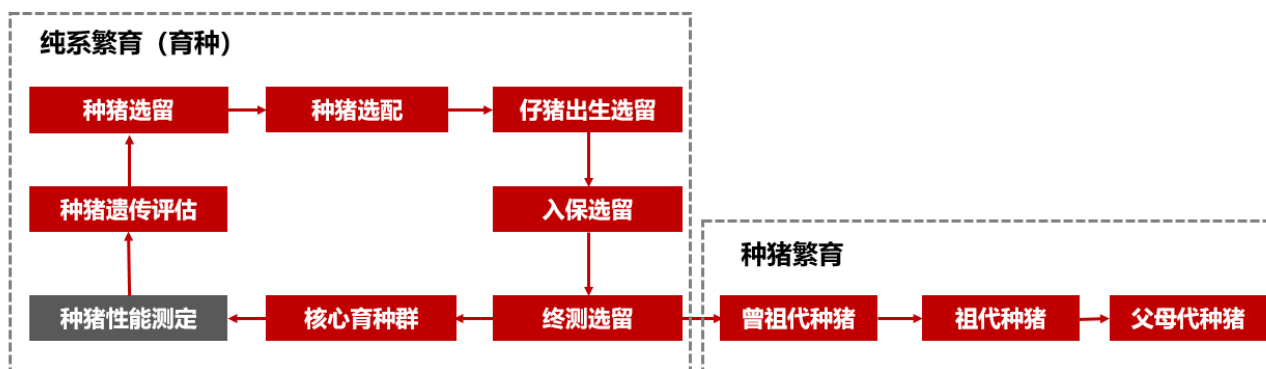


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 育种根基扎实，母猪自供能力强

公司具备成熟的商业化育种体系和丰富的种质资源。公司首先从国外进口优秀种猪或从国内挑选具有特色的地方品种作为遗传素材，确定品种繁育的目标，比如外观性状、繁殖能力、上市体重、饲料转化率、肉质、抗病力等性能指标需达到的水平，并通过遗传评估、分子标记、全基因组选择育种、性能测定等技术手段选留出具有优秀性能指标的个体进行选育，培育出稳定遗传的纯种品系（曾祖代种猪）。然后再对曾祖代种猪进行选配、选留，性能优秀的个体进入核心育种群，符合要求的优良个体用于繁育祖代种猪。如此反复，每一项性能的提升需经过无数个代次的选育。公司从 1998 年正式开始种猪育种工作 20 多年来，先后培育出 12 个专门化种猪品系和 3 个高效瘦肉型种猪新配套系。其中，四元杂交“华农温氏 I 号猪配套系”、五元杂交“温氏 WS501 猪配套系”通过国家审定，在主要生产性能指标上达到国际领先水平。

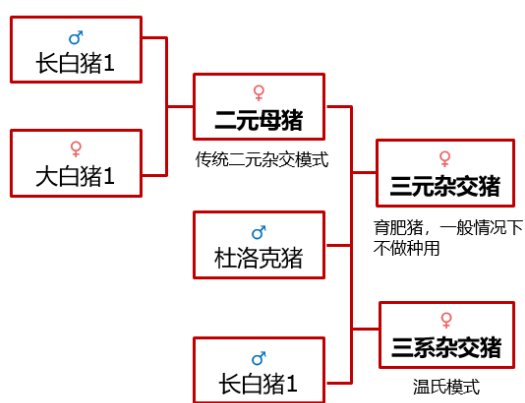
图22：公司种猪育种选育流程



资料来源：wind，民生证券研究院

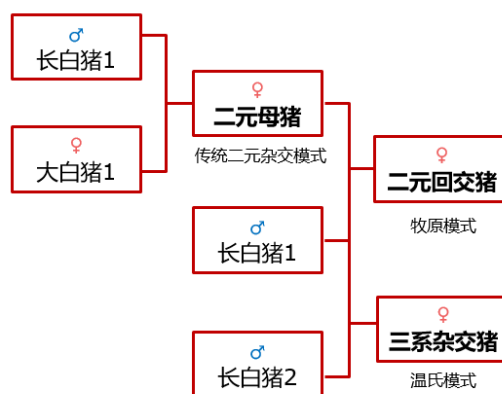
持续推进种群结构优化,提高种猪质量。基于强大的育种能力,目前公司祖代、父母代种猪基本依靠自己培育。2019年起,在非洲猪瘟疫情状态下,为快速补充母猪数量,公司的种猪生产模式调整为长白2*[长白1*大白1]的“三系杂交配套”种猪生产模式。相比二元杂交及回交模式,这种三系杂交母猪具有更好的杂交优势和配套效果,其繁殖性能更具优势、制种速度更快、成本更低。三系杂交配套母猪和二元杂母猪,均为公司高质量的核心父母代母猪群,目前占公司父母代能繁母猪群总体超90%。截至2022年6月底,公司有高质量能繁母猪近120万头,后备母猪充足,可满足公司未来生产需求。

图23: 三元杂系与三元杂交的区别



资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 三元杂系与二元回交的区别

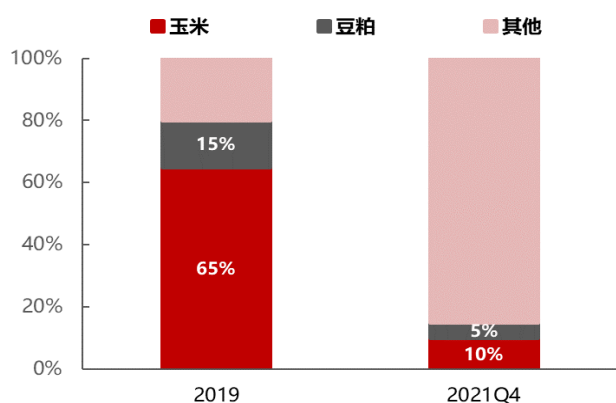


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2.3 多举措并行降本增效, 成本改善仍存空间

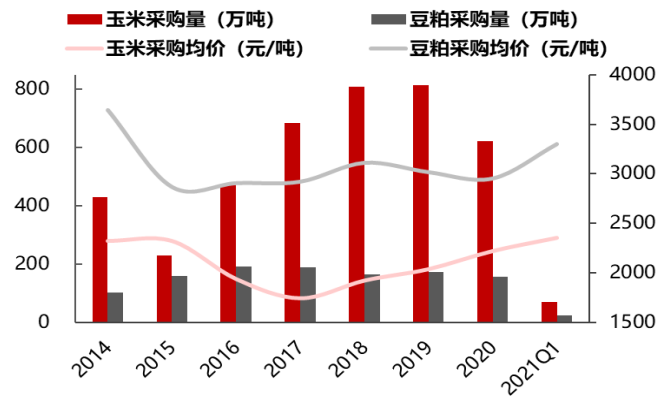
调整饲料配方结构, 充分利用替代原料。为应对饲料原料价格持续上涨, 公司改变了以往玉米、豆粕为主的配方结构, 全面推广了畜禽饲料中玉米、豆粕减量替代技术。针对不同配方进行经济效益测算, 采取最经济安全的优势原料, 及时调整饲料配方, 充分保障肉猪在生长过程中所需的能量和营养, 平衡生产效益和经济效益。2021年第四季度, 公司养猪业务饲料配方中玉米使用量占比低于10%, 豆粕使用量占比低于5%, 能量类原料更多采用小麦、高粱、稻谷/糙米混合物等代替, 蛋白类原料更多使用杂粕等代替。

图25: 公司2020年前后饲料配方的调整



资料来源: wind, 民生证券研究院

图26: 公司饲料原材料采购量与采购单价



资料来源: wind, 民生证券研究院

养殖软硬件设施同步升级，两阶段死亡率持续下降。过去一两年内，公司敦促合作农户严格按照公司统一要求完成老旧猪场升级改造，加强疫情防控，包括落实配套六大设施（料塔、进场消毒间、有效围蔽、防蚊网、猪舍更衣室、视频监控），并落实六大禁令（严禁人员随意进出、严禁人员进猪场生活区不按要求洗澡更衣换鞋、严禁自带猪肉及肉制品入场、严禁物资不按要求消毒入场等），防疫效果明显提升。肉猪上市率较 2021 年下半年的 85%逐步提升至 88%左右，产保死淘率 2022 年 5 月已降至 8%以下，接近非瘟前水平；产保死淘率下降有助于降低猪苗成本，2022 年 3 月猪苗生产成本为 420-430 元/头，较 2021 年同期 650 元/头降幅显著。

我们认为，从窝均健仔数、料肉比、肉猪上市率三个影响养殖成本的关键指标来看，公司都尚未完全恢复到疫情前水平，意味着成本有仍多维度的改善空间。当前公司母猪 PSY 水平为 20 头左右，但疫情前曾高达 24 头；猪料肉比约 2.8-2.9，疫情前约 2.4 左右；3 月以来肉猪上市率为 88%左右，疫情前约 94%-95%。未来，公司能够依托强大的育种优势，回到非瘟前经严格选育测定的高性能杂交种猪生产模式上来；同时在育肥阶段，公司持续做精做细生产管理，确保大生产稳定，严抓疫情防控，生产效率有望逐步提升，从而带来成本的进一步改善。

表3：公司主要养殖指标疫情前后的对比

	2018	2022Q1
PSY	24	20
料肉比	2.4	2.8-2.9
上市率	94%-95%	88%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2.4 积极布局生猪屠宰业务，平滑猪周期波动

近几年，基于国家政策引导及对行业发展趋势的判断，公司大力发展和战略布局生猪屠宰业务，延伸产业链，平滑猪周期波动。公司自 2018 年开始布局生猪屠宰业务，主要定位为“自我经营、自我发展”，在特殊时期为养殖主业配套。公司生猪屠宰竣工产能现已提升至 350 万头左右。目前有河源、赣州、盱眙等项目投入运营。现有已布局仍处于建设过程中的项目 4 个（北票、江永、曲靖、滁州），受限于肉猪低迷行情，相较于前期产能规划，公司放缓了相关资本投入进度，储备充裕的资金，保存应对行业低迷期的实力。未来待行情好转，公司会按照原定规划，持续推进生猪屠宰加工业务的布局和发展。

表4：截至 2021 年年底公司在建工程中生猪屠宰相关项目

项目	预算（亿元）	资金投入占比	工程进度
梧州佳丰屠宰项目	2.52	97.1%	98.0%
曲靖晶华食品有限公司 100 万头生猪屠宰项目	1.53	36.8%	36.8%
淮安温氏晶诚食品有限公司 100 万头屠宰加工项目	2.34	69.1%	80.0%
赣州晶鸿生猪屠宰及食品深加工项目	2.53	94.2%	95.0%
北票温氏康宝肉类食品有限公司年 100 万头生猪屠宰项目	2.20	50.1%	--
滁州温氏晶宝食品有限公司生猪屠宰项目	1.45	0.0%	0.0%

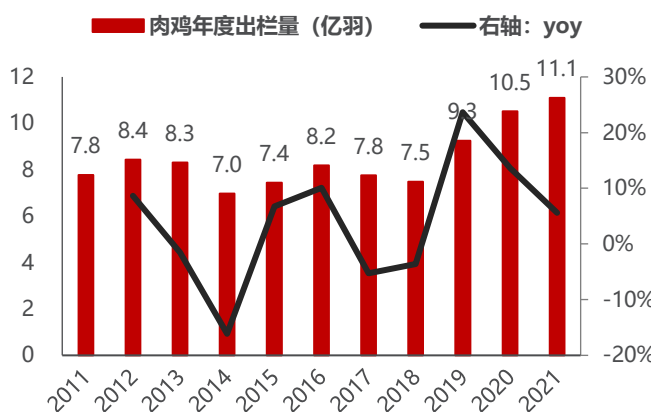
资料来源：Wind，民生证券研究院

3 多元化发展经营，打破长期收入天花板

3.1 黄鸡养殖航母，产能稳定增长

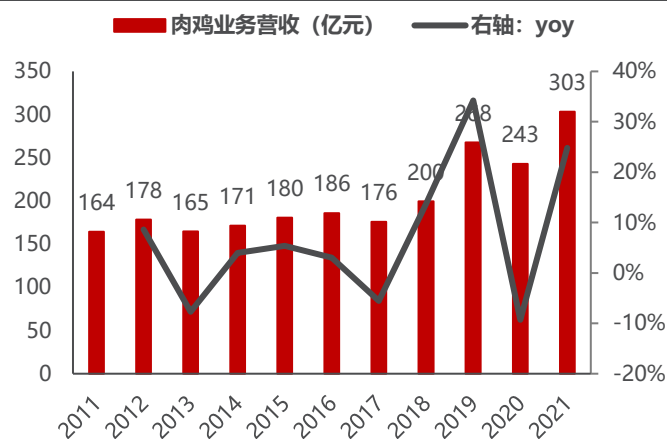
公司是国内黄羽肉鸡养殖的龙头。2011-2021年，公司肉鸡销售量从7.8亿只增长至11.1亿只（其中包括1.78亿只白羽肉鸡苗），CAGR为3.6%，肉鸡业务实现营收从164亿元增长至303亿元，CAGR为6.3%。2021年，全国黄羽肉鸡出栏量40.42亿只，公司市占率达26.9%。未来几年，公司预计肉鸡业务每年保持5%左右的出栏增幅。其中，毛鸡部分规模较为稳定，未来增长主要以增加适合屠宰品种的产量为主。

图27：2011-2021年公司肉鸡出栏量及增速



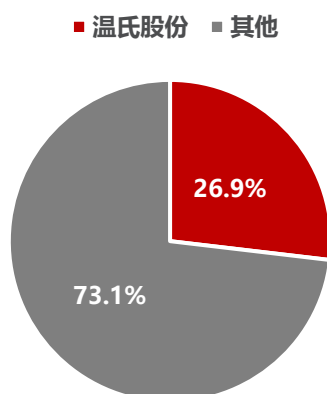
资料来源：wind，民生证券研究院

图28：2011-2021年公司肉鸡业务营收及增速



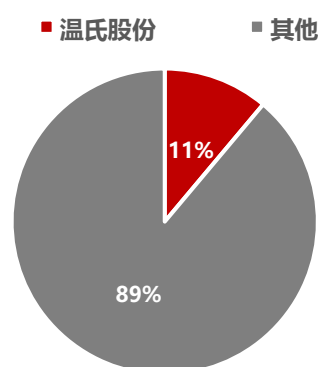
资料来源：wind，民生证券研究院

图29：2021年公司黄羽肉鸡市占率



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2021年公司黄羽肉鸡和白羽肉鸡整体市占率



资料来源：wind，民生证券研究院

育种规模行业领先，全面覆盖优质品种。公司黄羽肉鸡育种工作从1984年开始探索，建立了行业内规模领先、结构合理的黄羽鸡育种基地，是国内掌握优质鸡遗传资源最多的单位之一。目前已拥有约50个优质鸡纯系和肉鸡品种（配套系），基本上覆盖了我国市场上所有优质类型黄羽肉鸡品种；其中有7个品种配套系通

过国家畜禽新品种配套系审定并获得畜禽新品种证书,截至 2022 年父母代供应能力 2500 万套/年。

掌握国际先进的育种技术,品种主要经济性状获得明显进展。公鸡饲料转化率上,公司开发出了采食量自动测定系统,为国内首创,主要通过个体笼养测定结合循环育种的方法来降低料肉比,2021 年已有 13 个核心父系料肉比平均降低 0.14,最高降低 0.24;在母鸡持续受精力上,建立了持续受精天数和产蛋数综合选种指数,其矮脚黄鸡母本已实现 7 天持续授精周期,该技术不仅减少了公鸡饲养量、降低了育种成本,还可提高种鸡生产成绩,其土 2 号品种父母代产苗比社会同类品种多出 15 只以上;在繁殖性能上,采用两阶段选种结合个体遗传评定技术对产蛋数进行改良,结合优秀公鸡精液稀释使用,同步加强受精蛋、入孵蛋健苗率的提升,2021 年已有 12 个核心母系 300 日龄产合格蛋数平均提高 8.7 枚,最高提高 19.7 枚,繁殖性能进展显著。应用基因组选种技术的品系,育种值准确性提高了 10%-20%。

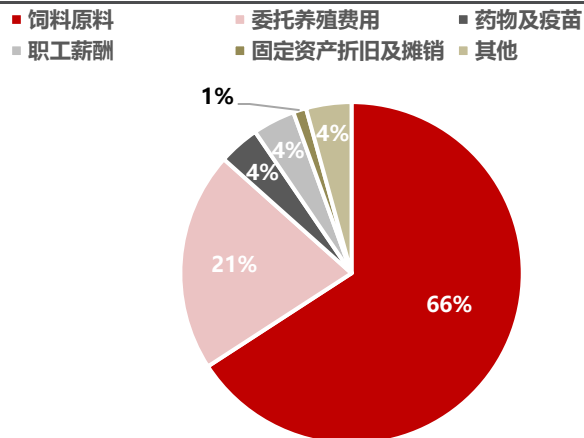
强控养殖成本,增强竞争优势。持续推进种苗疾病净化,鸡苗质量明显改善。强抓肉鸡生产技术与管理,生产保持高水平稳定,疫病防控成效优于同行。2021 年,公司肉鸡上市率 94.75%,创历史年度新高;优化饲料配方对冲饲料原料价格上涨冲击,在保证肉鸡正常营养需求和增重的情况下,年度料肉比同比下降 0.15。

图31: 2011-2021 公司肉鸡出栏完全成本



资料来源: wind, 民生证券研究院

图32: 2019 年公司肉鸡养殖成本构成

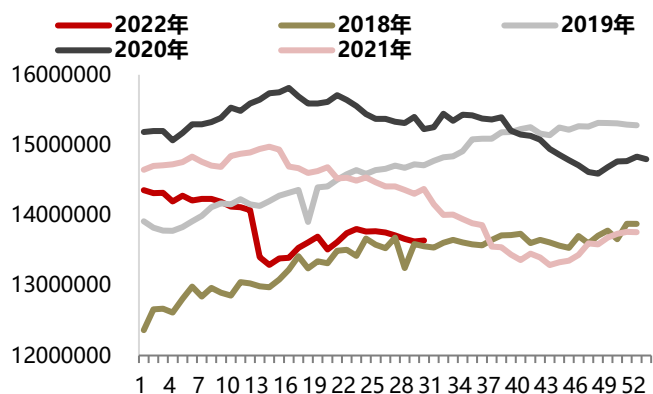


资料来源: wind, 民生证券研究院

黄羽肉鸡产能去化效果显现,养殖利润有望维持高位。活禽禁售叠加猪价大跌,黄鸡行业在 2020-2021 年陷入持续亏损,并带来行业产能深度去化。二季度以来,供应端的收缩效应在黄鸡价格上开始逐渐显现。截至 2022 年 7 月末,黄鸡商品代毛鸡价格已经达到 18.87 元/公斤,同比涨幅达 47.6%;父母代黄羽肉种鸡存栏为 2279 万套,同比下滑 4.3%,处于历史同期最低位。由于原料价格上涨,行业的盈利始终没有得到充分的恢复,行业补栏情绪依然较为低迷: 7 月父母代雏鸡销量为 483 万套,环比虽然增加了 4.9%,但同比仍减少 10.9%。我们预计 2022 年下半年产能边际增量有限,供应整体仍然偏紧,叠加黄鸡与生猪消费旺季高度重叠,预计未来鸡价仍有冲高可能。公司作为黄鸡养殖龙头,有望充分受益于黄鸡景气度

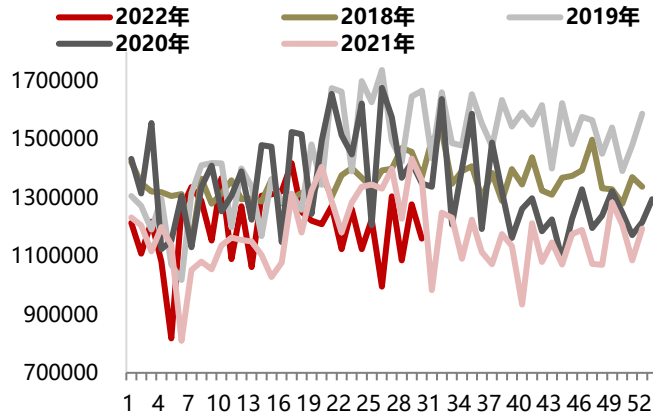
上行带来的量价齐升的红利。

图33: 2018-2022 年黄羽肉鸡父母代存栏量 (套)



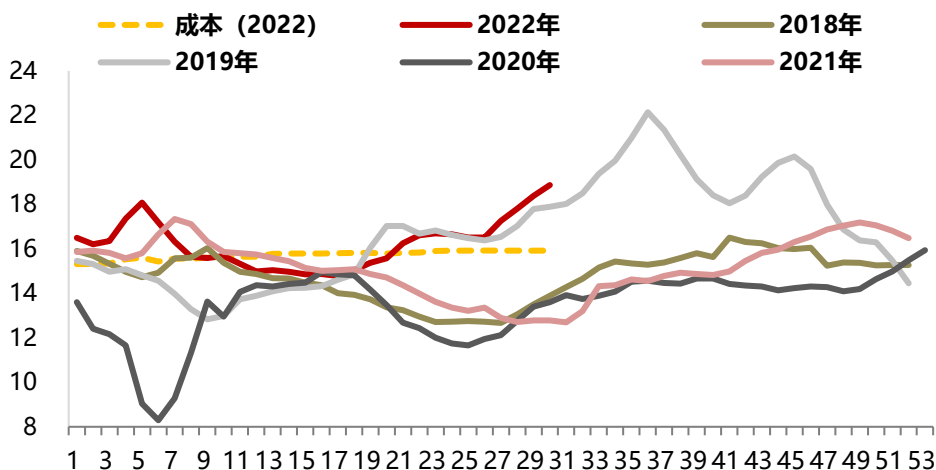
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 民生证券研究院

图34: 2018-2022 年黄羽肉鸡父母代鸡苗销售量 (套)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 民生证券研究院

图35: 2018-2022 年黄羽肉鸡商品代价格 (元/公斤)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 民生证券研究院

3.2 持续推进转型升级, 深加工产品独具区域特色

鲜品方面: 近年来, 因疫情防控及公共卫生条件要求, 一线城市活禽交易和调运受到限制, 并且依靠单一活禽销售渠道, 禽业产品市场价格波动较大。对此, 公司继续推进禽业转型升级, 加大禽业屠宰以及预制菜业务发展力度, 屠宰年产能由 2021 年的单班 2.65 亿只提升至 2022 年单班 2.9 亿只左右。2019-2021 年公司肉鸡鲜品销售量分别为 0.91、1.32、1.5 亿只, 占肉鸡销售总量比重分别为 9.8%、12.6%、13.5%, 初步规划 2022 年销售鲜品近 2 亿只, 同比增长 30%以上。未来, 公司将持续推进肉鸡屠宰加工业务的布局和发展, 在产品结构上将围绕“3: 5: 2”的毛、鲜、熟长远发展战略, 布局 7 亿只屠宰型品种和 7 亿只毛屠兼用型

品种，以满足产业发展和消费转型的需要。

预制菜与熟食业务方面：公司预制菜产品主要分为熟制菜肴和预制菜肴两大类。熟制菜肴有白切鸡、盐焗鸡和豉油鸡、骨香鸡等熟食鸡产品；预制菜肴有胡椒猪肚鸡汤、灵魂烤鸡、蒜香小排和卤蛋等产品。截至 2021 年公司已建成华南、华东和华中三大生产基地，菜肴产品年产能约达 4 万吨。2021 年，公司销售预制菜产品达 1.69 万吨。

公司不断拓展禽业鲜品和熟食销售渠道，主要通过批发渠道，销售给批发商和代理商渠道等 B 端客户，主要有：一是机关团体，以工厂、学校、批发市场的大客户；二是餐饮连锁企业客户，如老乡鸡、真功夫等；三是在中心城市自建社区终端营销店，面向社会及周边批发市场批发；四是社区零售团购业务等；五是供应港澳地区。

图36：公司部分肉鸡熟食与预制菜产品



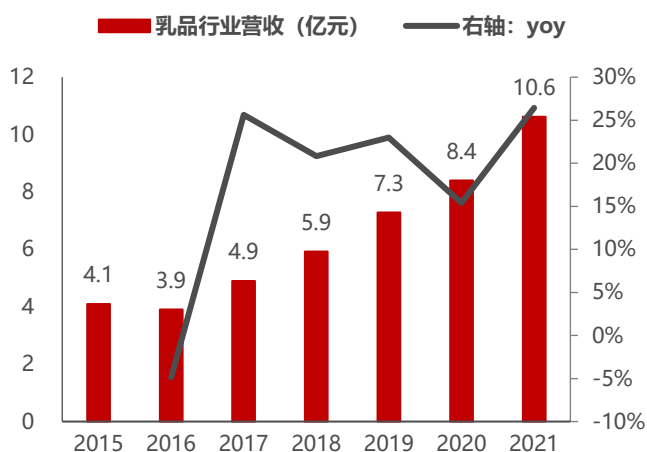
资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.3 横向布局肉鸭及乳业，多元化发展破解发展瓶颈

乳制品：温氏乳业创立于 2000 年，是温氏股份从事乳业业务的子公司。公司 2021 年末奶牛存栏 2.62 万头，目前在广东、广西、湖南、江西建有 6 个规模牧场，连续供应香港原奶市场 18 年。2021 年生产原料奶 13.32 万吨，同比增长 18%，销售总收入 10.62 亿元，同比增长 25%，奶牛养殖布局已拓展到广东、广西、湖南和江西，营业规模和奶牛存栏规模再上新台阶。

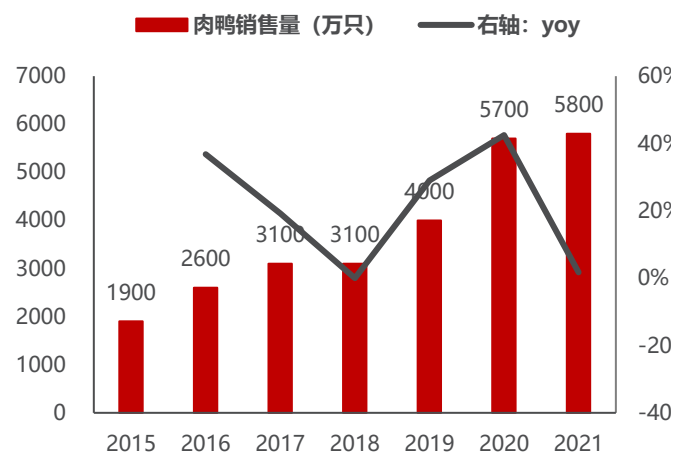
肉鸭: 2021年,公司销售肉鸭 5797.89 万只,其中鲜品鸭销量 987.86 万只,同比增长 313.3%。公司充分发挥屠宰加工作用应对行业低迷期,以屠宰销售提升整体效益,缓解毛鸭销售压力,同时开发“天露腊鸭”等深加工产品,丰富产品形态,拓宽销售渠道。

图37: 2011-2021 年公司乳品行业营收及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图38: 2011-2021 年公司肉鸭销量及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 生猪业务

公司通过“+农户（或家庭农场）”模式，实现集团与养殖户间专业分工与优势互补，未来新增的饲养能力将以“公司+现代养殖小区+农户”为主，以适当发展优质、规模较大的合作农户为辅，规划 2022 年的出栏目标为 1800 万头，2023 年在此基础上再增加 800-1000 万头。成本方面，随着公司积极优化种群结构、调整饲料配方、提升防疫效率，我们假设公司养殖成本将持续改善。当前生猪价格持续回暖，我们假设 2023 年生猪价格将延续上涨趋势，预计 2022~2024 年公司生猪养殖业务实现收入 419.16、789.90、925.82 亿元，CAGR 为 48.6%。

2) 肉鸡业务

公司拥有约 50 个优质鸡纯系和肉鸡品种（配套系），基本上覆盖了我国市场上所有优质类型黄羽肉鸡品种，父母代供应能力 2500 万套/年，已成为我国黄羽肉鸡领域龙头企业，未来几年，公司预计肉鸡业务每年保持 5%左右的出栏增幅，同时持续推进鸡苗质量改善，保持高水平稳定的生产，我们假设公司将进一步降低养殖成本。预计 2022~2024 年公司肉鸡业务实现收入 396.83、389.79、381.05 亿元，CAGR 为-2.0%。

在整体费用方面，随着公司积极推行多样化的合作养殖模式，经营规模不断扩大，销售渠道建设、销售人员扩张都将使得公司整体期间费用有所上升，预计 2022~2024 年期间费用分别为 83.29、119.46、132.09 亿元。

表5：公司各业务盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
公司整体				
营业收入 (亿元)	649.65	873.03	1,243.11	1,377.39
增长率 (%)	-13.3%	34.4%	42.4%	10.8%
营业成本 (亿元)	679.26	734.46	919.74	1,106.08
毛利 (亿元)	-29.61	138.57	323.37	271.31
毛利率 (%)	-5%	16%	26%	20%
生猪业务				
营业收入 (亿元)	301.67	419.16	789.90	925.82
增长率 (%)		38.95%	88.45%	17.21%
营业成本 (亿元)	370.94	380.63	559.20	736.55
毛利 (亿元)	-69.27	38.53	230.70	189.28
毛利率 (%)	-23%	9%	29%	20%
肉鸡业务				
营业收入 (亿元)	305.28	396.83	389.79	381.05
增长率 (%)		29.99%	-1.77%	-2.24%
营业成本 (亿元)	265.32	306.64	312.36	315.35
毛利 (亿元)	39.95	90.19	77.43	65.70
毛利率 (%)	13%	23%	20%	17%

资料来源：wind，民生证券研究院；

4.2 估值分析

公司作为养殖业龙头企业，双主业并行，同时覆盖生猪与肉鸡养殖业务，因此我们分别选取生猪养殖与黄羽肉鸡养殖行业的头部企业牧原股份、新希望及湘佳股份作为参考，对应 2022 年 PE 均值为 37 倍，考虑到公司生猪出栏量快速扩张，具备较高成长性，未来估值水平有望进一步提高。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002714.SZ	牧原股份	55.75	1.31	1.23	5.56	5.24	41	46	10	11
000876.SZ	新希望	15.07	-2.13	-0.20	1.40	1.68	-	-	11	9
002982.SZ	湘佳股份	39.50	0.25	1.44	2.72	3.05	194	27	15	13
行业平均							117	37	12	11
300498.SZ	温氏股份	22.15	-2.05	0.65	2.83	2.05	-	34	8	11

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 8 月 12 日

4.3 投资建议

预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 42.38、185.31、134.03 亿元，对应 EPS 分别为 0.65、2.83、2.05 元，公司作为“公司+农户”模式的坚定推行者与行业领导者，且未来生猪养殖成本存在多维度下降空间，利润空间有望进一步扩大，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) **猪瘟疫病传播风险。**动物疫病方面，冬季属于动物呼吸道疾病高发季节，非洲猪瘟在低温环境下仍有反复可能，一旦疫病爆发，将会造成产能损失、增加养殖成本，冲击公司业绩。

2) **原材料价格波动风险。**玉米、小麦、稻谷等主粮价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，将造成原材料价格大幅上涨，提升公司经营成本，拉低业绩。

3) **猪价反弹不及预期。**猪价上涨国家抛储、加大进口等手段调节导致猪价反弹幅度不及预期的风险。

表7: 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	64,965	87,303	124,311	137,739
营业成本	70,356	73,446	91,974	110,608
营业税金及附加	109	148	211	234
销售费用	813	1,117	1,591	1,722
管理费用	4,759	6,399	9,199	10,206
研发费用	603	812	1,156	1,281
EBIT	-11,573	5,598	20,507	14,118
财务费用	1,163	874	728	51
资产减值损失	-2,194	-168	-145	-103
投资收益	794	192	311	482
营业利润	-12,964	4,748	19,998	14,550
营业外收支	-180	-226	-249	-216
利润总额	-13,144	4,523	19,749	14,334
所得税	404	172	770	559
净利润	-13,548	4,351	18,979	13,775
归属于母公司净利润	-13,404	4,238	18,531	13,403
EBITDA	-5,939	9,663	24,723	18,686

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,633	8,606	17,156	15,181
应收账款及票据	412	473	854	687
预付款项	857	949	1,408	1,490
存货	14,944	18,193	22,476	26,351
其他流动资产	11,743	16,353	20,280	22,191
流动资产合计	35,589	44,574	62,174	65,900
长期股权投资	749	845	958	1,107
固定资产	35,404	34,790	34,001	31,901
无形资产	1,762	1,962	2,167	2,373
非流动资产合计	61,199	61,435	60,020	58,252
资产合计	96,788	106,010	122,194	124,152
短期借款	1,757	2,173	100	100
应付账款及票据	6,772	3,913	10,804	7,656
其他流动负债	11,156	12,693	14,581	16,913
流动负债合计	19,685	18,780	25,484	24,668
长期借款	18,385	19,385	14,385	11,385
其他长期负债	23,969	28,969	26,969	21,969
非流动负债合计	42,355	48,355	41,355	33,355
负债合计	62,039	67,134	66,839	58,023
股本	6,352	6,546	6,546	6,546
少数股东权益	2,301	2,414	2,862	3,234
股东权益合计	34,749	38,876	55,355	66,130
负债和股东权益合计	96,788	106,010	122,194	124,152

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	-13.31	34.39	42.39	10.80
EBIT 增长率	-256.07	148.37	266.36	-31.16
净利润增长率	-280.51	131.62	337.22	-27.67
盈利能力 (%)				
毛利率	-8.32	15.87	26.01	19.70
净利润率	-20.64	4.85	14.91	9.73
总资产收益率 ROA	-13.85	4.00	15.17	10.80
净资产收益率 ROE	-41.31	11.62	35.30	21.31
偿债能力				
流动比率	1.81	2.37	2.44	2.67
速动比率	0.73	0.87	1.14	1.07
现金比率	0.39	0.46	0.67	0.62
资产负债率 (%)	64.10	63.33	54.70	46.74
经营效率				
应收账款周转天数	2.09	1.84	1.94	2.03
存货周转天数	72.29	81.45	79.89	79.62
总资产周转率	0.73	0.86	1.09	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	-2.05	0.65	2.83	2.05
每股净资产	4.96	5.57	8.02	9.61
每股经营现金流	0.12	0.19	3.84	2.08
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	34	8	11
PB	4.5	4.0	2.8	2.3
EV/EBITDA	-30.70	19.43	6.88	8.78
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-13,548	4,351	18,979	13,775
折旧和摊销	5,634	4,066	4,216	4,568
营运资金变动	2,498	-8,631	754	-5,366
经营活动现金流	766	1,225	25,120	13,602
资本开支	-9,664	-4,428	-2,906	-2,805
投资	-710	-953	-1,243	-1,346
投资活动现金流	-10,253	-5,188	-3,838	-3,669
股权募资	816	975	0	0
债务募资	19,724	6,416	-9,073	-8,000
筹资活动现金流	17,005	4,937	-12,732	-11,909
现金净流量	7,514	973	8,550	-1,975

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构图 (截至 2022Q1)	3
图 3: 公司管理架构图	4
图 4: 2011-2021 公司营业收入及增速	5
图 5: 2021 年公司主营业务分布	5
图 6: 2011-2021 公司归母净利润及增速	5
图 7: 2015-2020 公司综合毛利率和分部毛利率 (%)	5
图 8: 2011-2021 公司及可比公司资产负债率	6
图 9: 2011-2021 公司及可比公司速动比率	6
图 10: 2011-2021 公司在建工程规模及增速	6
图 11: 2011-2021 公司生物性资产规模及增速 (亿元)	6
图 12: 紧密型“公司+农户”合作模式	7
图 13: 公司合作农户区域分布情况	7
图 14: 2011-2021 公司合作农户数量与户均年收益	9
图 15: 2015-2021 公司户均养殖规模	9
图 16: 温氏南章养殖小区鸟瞰图	9
图 17: 温氏合作农户猪舍	9
图 18: 2010-2021 公司肉猪出栏量及增速	10
图 19: 公司肉猪出栏完全成本变化情况	10
图 20: 公司养猪户委托代养费用变化	11
图 21: 2019 年公司肉猪出栏完全成本拆分	11
图 22: 公司种猪育种选育流程	11
图 23: 三元杂系与三元杂交的区别	12
图 24: 三元杂系与二元回交的区别	12
图 25: 公司 2020 年前后饲料配方的调整	12
图 26: 公司饲料原材料采购量与采购单价	12
图 27: 2011-2021 年公司肉鸡出栏量及增速	14
图 28: 2011-2021 年公司肉鸡业务营收及增速	14
图 29: 2021 年公司黄羽肉鸡市占率	14
图 30: 2021 年公司黄羽肉鸡和白羽肉鸡整体市占率	14
图 31: 2011-2021 年公司肉鸡出栏完全成本	15
图 32: 2019 年公司肉鸡养殖成本构成	15
图 33: 2018-2022 年黄羽肉鸡父母代存栏量 (套)	16
图 34: 2018-2022 年黄羽肉鸡父母代鸡苗销售量 (套)	16
图 35: 2018-2022 年黄羽肉鸡商品代价格 (元/公斤)	16
图 36: 公司部分肉鸡熟食与预制菜产品	17
图 37: 2011-2021 年公司乳品行业营收及增速	18
图 38: 2011-2021 年公司肉鸭销量及增速	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 不同养殖模式的特点比较	8
表 2: 公司现代化养殖模式	10
表 3: 公司主要养殖指标疫情前后的对比	13
表 4: 截至 2021 年年底公司在建工程中生猪屠宰相关项目	13
表 5: 公司各业务盈利预测	19
表 6: 可比公司 PE 数据对比	20
表 7: 公司财务报表数据预测汇总	22

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
行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026