

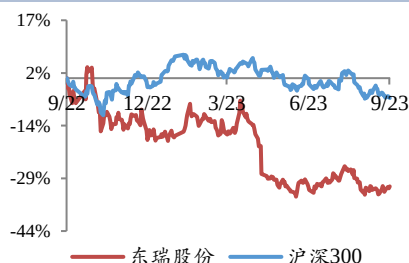
大湾区生猪养殖龙头，供港活大猪份额稳步提升

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-09-20

收盘价（元）	23.83
近12个月最高/最低（元）	35.88/22.80
总股本（百万股）	213
流通股本（百万股）	91
流通股比例（%）	42.62
总市值（亿元）	51
流通市值（亿元）	22

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：万定宇

执业证书号：S0010122030020

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 东瑞股份：全产业链布局的大湾区生猪养殖龙头

东瑞股份成立于2002年，聚焦生猪养殖行业，是内地供港活大猪前三大供应商之一。公司采取“自育自繁自养一体化生态养殖”经营模式，依托自主研发的“高床发酵型养猪系统”，形成了集饲料生产、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、活大猪供港及生猪内地销售于一体的完整生猪产业链，是内地供港活大猪领先供应商和粤港澳大湾区“菜篮子”生产基地。

● 行业自2022年12月起再次去产能，去化时间仍需积累

自2022年12月开始，生猪养殖行业再次去产能。2022年12月-2023年7月，统计局、农业部统计的能繁母猪存栏量累计降幅2.7%，上海钢联规模养殖场能繁母猪存栏量累计降幅0.48%，上海钢联中小散户能繁母猪存栏量累计降幅12.56%，涌益咨询能繁母猪存栏量累计降幅8.07%。7月中下旬以来，随着生猪价格上涨，淘汰母猪、仔猪价格、二元母猪价格虽出现回升，但仍处于相对低位，补栏积极性仍然低迷。我们将猪粮比划分为，5.5-6.0、5.0-5.5、低于5.0以供参考，在过去四轮下行周期，每轮周期的亏损时长与亏损深度、疫情直接相关。2022年10月至今，猪粮比5.0-5.5共21周，猪粮比低于5.0仅7周，本轮下行周期的产能出清时间将取决于疫情和深度亏损的时间，目前看，去化时间仍需积累。

● 毗邻粤港澳大湾区，不断扩大养殖产能

香港猪价相比内地普遍具有较高溢价，公司是内地供港活大猪前三大供应商之一，2020-2022年供港业务收入占公司营业收入比重均超过50%，此外公司毗邻粤港澳大湾区，在供港活猪运输与配送上具有损耗小、路途短等优势。公司近几年投资新建或改扩建多个养殖场项目，截至目前，已建产能达到150万头，在建产能约50万头，计划到2025年在河源及其周边区域生猪储备产能将超过200万头。2022年公司出栏量为52.03万头，同比增长41.5%，预计2023-2025年公司生猪出栏量分别为65/100/160万头，同比增长24.9%/53.8%/60.0%。

● 调整种猪体系，持续优化养殖成本

2023年7月，公司生猪养殖完全成本约17.8元/公斤，其中，优秀场的完全成本达到15.6元/公斤。公司对标优秀场的生产管理模式，全面实施降本增效的系列措施，计划年内完全成本降至17元/公斤以内，未来两年目标将完全成本降至16元/公斤以下。主要举措包括：①加强重大疾病防控工作，完善生物安全体系，对猪群饲养全过程实现精细化的管理，加强生产流程管控，降低死淘率，提高生产效率；②公司研发团队培育不断选育能满足香港品质需求的高产种猪

品种，同时建立面向国内市场有竞争力的种猪体系，降低仔猪的分摊成本；③优化饲料配方，在满足生猪生长需求的前提下，减少营养浪费，提高饲料转化率，降低饲料成本；④早日实现养殖场满负荷生产，进一步摊薄固定成本费用，实现规模效益。

● 投资建议

东瑞股份是我国粤港澳大湾区重要的优质生猪供应商，也是内地供港活大猪龙头企业，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 13.33 亿元、24.04 亿元、39.87 亿元，同比增长 9.6%、80.3%、65.9%，对应归母净利润-1.61 亿元、2.65 亿元、9.21 亿元，对应 EPS 分别为-0.76 元、1.24 元、4.33 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

猪价波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1217	1333	2404	3987
收入同比（%）	15.7%	9.6%	80.3%	65.9%
归属母公司净利润	43	-161	265	921
净利润同比（%）	-79.7%	-475.8%	264.1%	248.2%
毛利率（%）	26.8%	14.1%	30.7%	36.2%
ROE（%）	1.4%	-5.5%	8.2%	22.3%
每股收益（元）	0.20	-0.76	1.24	4.33
P/E	143.60	—	19.16	5.50
P/B	1.97	1.72	1.58	1.23
EV/EBITDA	26.96	24.08	8.44	3.91

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 深耕生猪产业二十余载，打造优质养殖产业链	5
1.1 东瑞股份：全产业链布局的大湾区生猪养殖龙头	5
1.2 公司业绩受生猪景气影响大	6
2 行业集中度持续提升，产能去化趋势难改	8
2.1 我国生猪养殖业集中度不断提升	8
2.2 我国养猪业整体水平有望提升	10
2.3 行业去化趋势难改，去化时间仍需积累	11
2.3.1 行业去化趋势难改	11
2.3.2 种猪、仔猪补栏积极性低迷	12
2.3.3 6-7月南方生猪疫情增加	14
2.3.4 二育积极性需紧密跟踪	14
2.3.5 去化时间仍需积累	15
3 立足境内外双市场，持续完善生猪产业链	16
3.1 生猪产能快速扩张，打造自育自繁自养一体化生态养殖	16
3.2 供港业务优势显著，配额有望稳步提升	20
4 盈利预测、估值及投资评级	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资建议	24
风险提示：	24
财务报表与盈利预测	25

图表目录

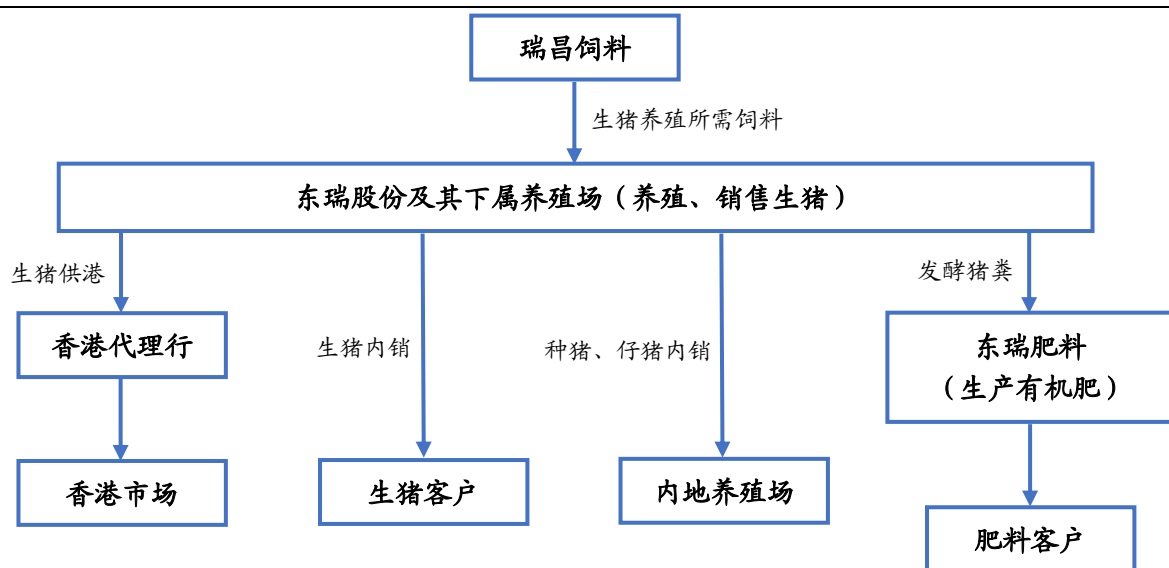
图表 1 公司主要业务流程示意图	5
图表 2 公司发展历程及重大成果	5
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 2022 年公司营收结构	7
图表 5 2014-2022 年公司各品类营业收入	7
图表 6 2014-2023Q1 公司主营收入及增速（亿元，%）	7
图表 7 2014-2023Q1 公司归母净利润及增速（亿元，%）	7
图表 8 2014-2022 年公司各业务毛利率走势（%）	8
图表 9 2014-2022 年公司资产负债率情况（%）	8
图表 10 我国养猪场（户）数量变化	8
图表 11 2012-2021 年生猪饲养规模比例变化，%	9
图表 12 2012-2021 年生猪饲养规模变化，亿头	10
图表 13 2021 年各国平均 PSY 对照图	10
图表 14 各国生长育肥饲料转化率	10
图表 15 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部	11
图表 16 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联	12
图表 17 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询	12
图表 18 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图，万头	12
图表 19 淘汰母猪价格对照表	13
图表 20 15 公斤仔猪价格走势图，元/头	13
图表 21 2023 年 15 公斤仔猪价格历史走势图，元/头	13
图表 22 50KG 二元母猪价格走势图	14
图表 23 2023 年 50KG 二元母猪猪价走势图	14
图表 24 22.11-23.8 南方 90 公斤以内生猪出栏占比	14
图表 25 22.11-23.8 北方 90 公斤以内生猪出栏占比	14
图表 26 猪粮比对应时间列表	15
图表 27 公司主要生猪产品	16
图表 28 公司自育自繁自养一体化模式	18
图表 29 公司生猪一体化产业链	18
图表 30 2018-2023H1 公司生猪产能情况（单位：万头）	19
图表 31 2018-2023H1 公司生猪出栏量（单位：万头）	19
图表 32 公司 2021-2025 年新增产能（单位：万头）	19
图表 33 高床发酵型生态养殖猪舍	20
图表 34 中国内地与广东省生猪价格对比（单位：元/公斤）	20
图表 35 内地供港生猪配额（单位：万头）	21
图表 36 2018-2022 年供港生猪数量（万头）	22
图表 37 2018-2022 年供港生猪收入（亿元）	22
图表 38 2018-2022 年公司供港活大猪市场份额（单位：万头）	22
图表 39 公司收入成本预测表（单位：百万元、%）	23

1 深耕生猪产业二十余载，打造优质养殖产业链

1.1 东瑞股份：全产业链布局的大湾区生猪养殖龙头

东瑞股份成立于 2002 年，聚焦生猪养殖行业，主要产品为商品猪、仔猪、种猪等，公司自行生产所需饲料，并有部分饲料对外销售。公司养殖场猪舍设计先进，建成全密封、全温控现代化猪舍，并配套生物安全设施设备等，对生猪生产进行全流程管控，在规模化经营、疫病防控、食品安全控制等方面具有显著优势。公司采取“自育自繁自养一体化生态养殖”经营模式，形成了集饲料生产、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、活大猪供港及生猪内地销售于一体的完整生猪产业链。

图表 1 公司主要业务流程示意图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司是内地供港活大猪前三大供应商之一，及粤港澳大湾区“菜篮子”生产基地，经过 20 年发展和积累，公司凭借出色的产品品质、良好的市场口碑，获得五丰行、广南行等中国香港代理行和广东地区客户的高度评价，“东瑞”品牌在粤港澳大湾区具有较高知名度。

图表 2 公司发展历程及重大成果

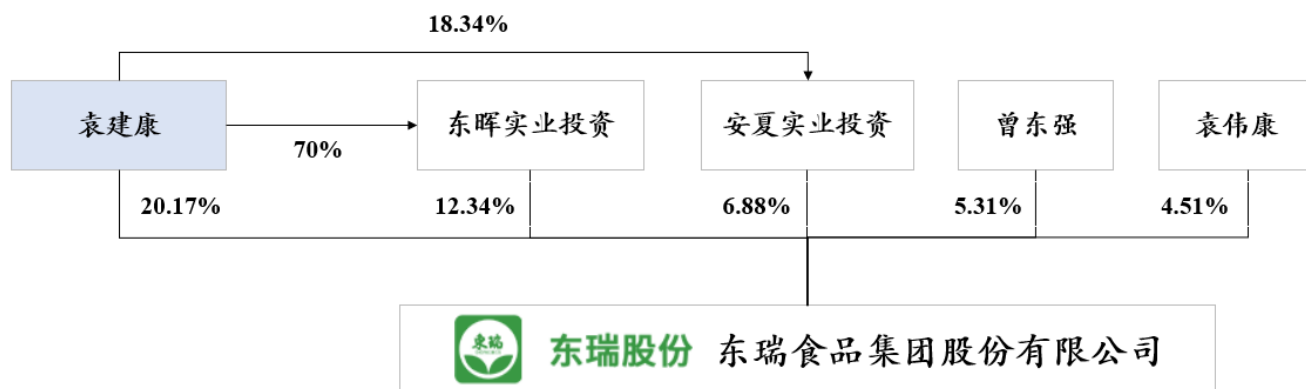
时间	发展历程
2002	3 月公司成立，从事生猪养殖业务，开始向广东地区销售生猪
2003	公司取得供港澳地区活猪饲养场的资格，开始向中国香港市场销售活大猪
2008	公司获得供港活猪自营出口经营权，开始自营出口中国香港活大猪的业务
2011	设立河源市瑞昌饲料有限公司，从事饲料的生产，供应公司下属养殖场使用，同时对外销售饲料
2012	瑞昌饲料公司竣工投产；龙川东瑞公司动工
2013	公司自主设计研发了“高床发酵型养猪系统”，探索出了生猪养殖新模式，实现了生态养殖的可持续发展
2015	公司下属子公司紫金东瑞、龙川东瑞投产，全面应用高床发酵型养猪系统，实现了畜禽养殖废弃物资源化利用

2017	公司下属子公司紫金东瑞从美国引进曾祖代优质种猪，加快种猪遗传进展，从而提高种猪和商品猪质量
2019	公司下属分、子公司对传统猪舍进行升级改造，建成全密封、全温控的现代化猪舍，并配套了自动饲喂系统
2020	东瑞肉类食品公司成立并动工；东源东瑞农牧公司成立；紫金东瑞农业公司动工
2021	4月28日，东瑞股份首次公开发行A股主板上市

资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

股权结构较为集中，袁建康为公司实控人。公司董事长袁建康先生是公司实际控制人，也是公司创始人，直接持有东瑞股份 20.17% 股权。袁建康先生与其配偶叶爱华女士 100% 控股东晖实业投资，东晖实业投资持有公司 12.34% 股权，袁建康先生与其配偶叶爱华女士通过直接持股以及间接持股的方式合计持有公司 33.77% 的股权。

图表 3 公司股权结构

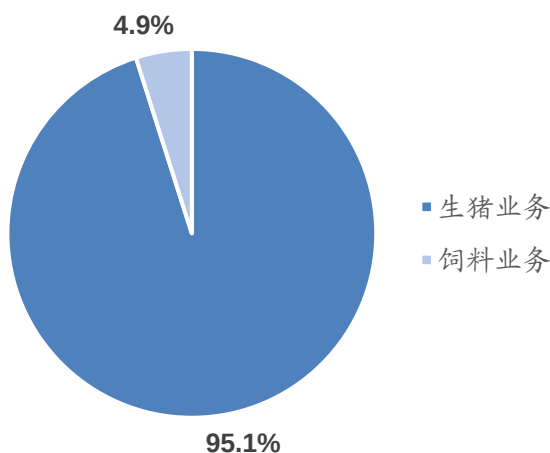


资料来源：iFind，华安证券研究所

1.2 公司业绩受生猪景气影响大

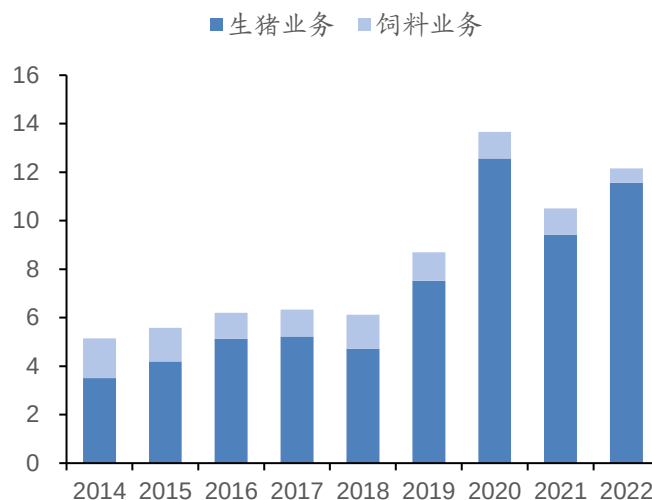
公司主营业务是生猪养殖（包括商品猪、仔猪、种猪等）和饲料销售，公司营收受生猪景气影响。2021 年受猪价大幅下滑影响，公司营收 10.5 亿元，同比减少 23.0%，其中，生猪业务收入 9.4 亿元，同比减少 25%。2022 年下半年，养殖业景气度逐渐回暖，2022 年公司实现营收 12.2 亿元，同比增长 15.7%，其中，生猪业务收入 11.6 亿元，同比增加 22.8%，占比 95.1%，较 2021 年略增；饲料业务收入 0.6 亿元，占比 4.9%。

图表 4 2022 年公司营收结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

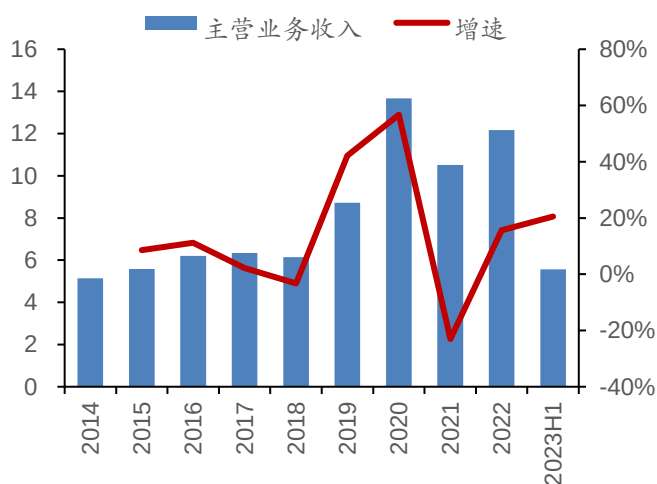
图表 5 2014-2022 年公司各品类营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

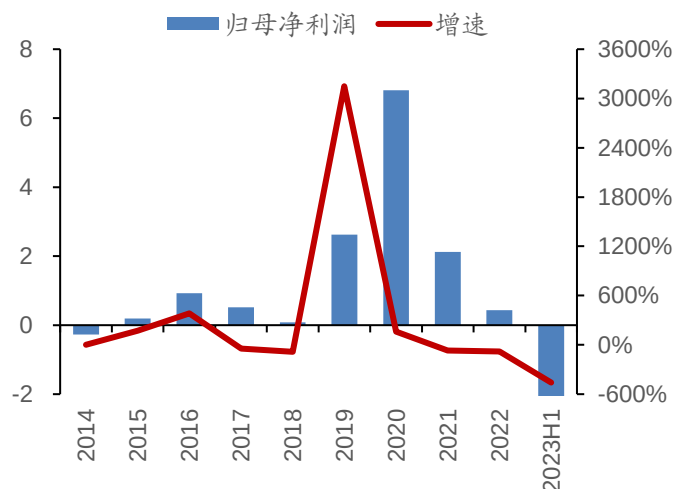
2014-2022 年, 公司营业收入从 5.1 亿元增长至 12.2 亿元, 年复合增长率 11.4%。受猪周期影响, 公司利润波动性较强, 2019 年受非洲猪瘟影响, 猪价大幅上涨, 公司归母净利润同比增长 3,148.8% 至 2.62 亿元。随着 2021 年猪价大幅下降和饲料成本上升, 公司归母净利润大幅下滑, 2021 年归母净利润 2.12 亿元, 同比减少 68.9%。2022 年下半年猪价回暖, 公司全年营收达到 12.2 亿元, 同比增长 15.7%; 2023H1 营收 5.6 亿元, 同比增长 20.5%。

图表 6 2014-2023Q1 公司主营收入及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

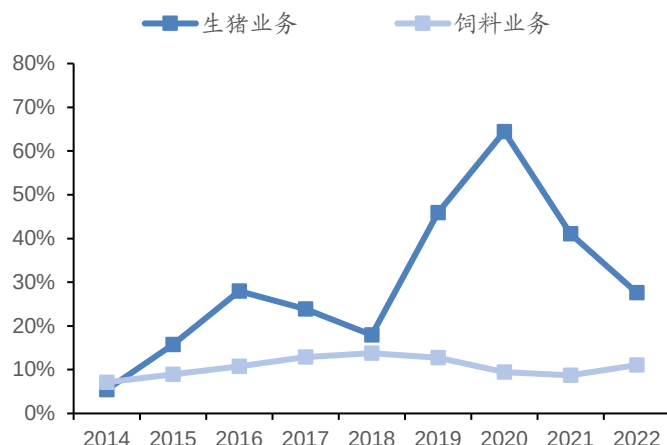
图表 7 2014-2023Q1 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

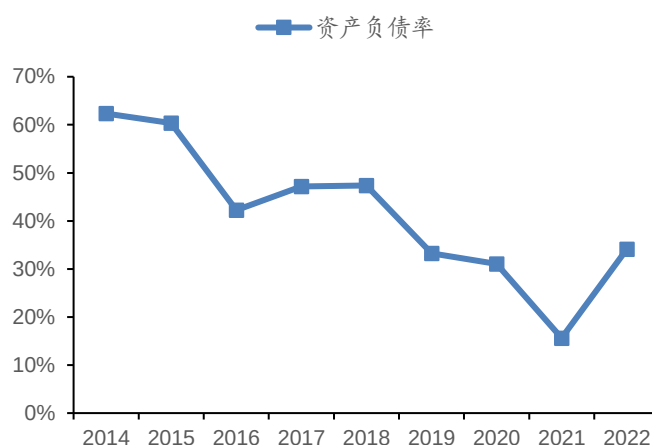
2014-2022 年, 公司饲料业务毛利率在 7%-14% 之间平稳运行; 生猪业务毛利率受周期影响较大, 2014 年最低 5.4%, 2020 年最高达到 64.4%。2014 年以来公司资产负债率整体呈下降趋势, 2022 年公司新建产能较多, 资产负债率出现一定幅度上升达到 34.14%。

图表 8 2014-2022 年公司各业务毛利率走势 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2014-2022 年公司资产负债率情况 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 行业集中度持续提升，产能去化趋势难改

2.1 我国生猪养殖业集中度不断提升

我国生猪养殖行业规模化程度不断提升。从我国养猪场(户)数量变化看，增速最快的是年出栏 5 万头以上养猪场数量，年出栏 3000-49,999 头的养猪场增速次之，年出栏 1-99 头的养猪场数量持续下降。

图表 10 我国养猪场(户)数量变化

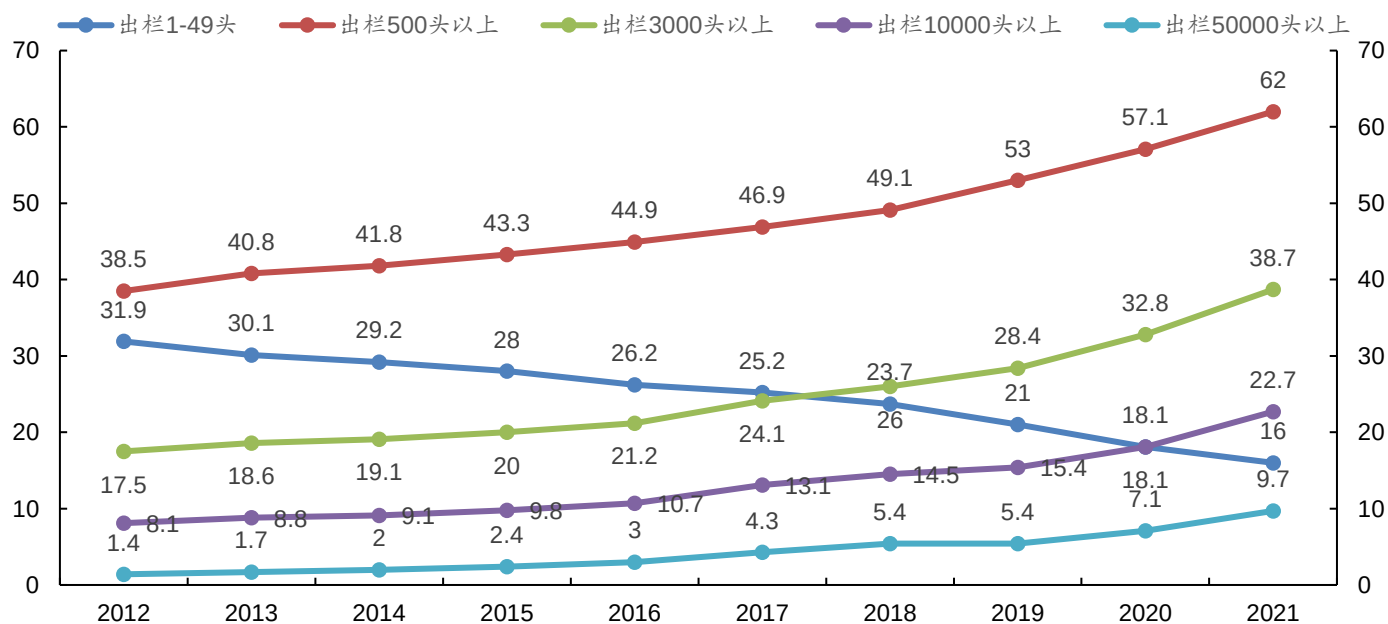
	年出栏数 1-49 头	年出栏数 50-99 头	年出栏数 100-499 头	年出栏数 500-999 头	年出栏数 1000-2999 头	年出栏数 3000-4999 头	年出栏数 5000-9999 头	年出栏数 10000-49999 头	年出栏数 5 万头以上
2007	80,104,750	1,577,645	542,014	83,731	30,053	6,164	2,840	1,803	50
2008	69,960,452	1,623,484	633,791	108,676	40,010	8,744	4,172	2,432	69
2009	64,599,143	1,653,865	689,739	129,369	46,429	10,342	5,117	3,083	96
2010	59,086,923	1,685,279	742,772	145,175	53,876	11,721	5,915	3,558	121
2011	55,129,498	1,724,703	782,338	157,036	58,180	12,173	6,315	3,937	162
2012	51,898,933	1,726,108	817,834	167,762	63,509	12,880	6,855	4,364	187
2013	49,402,542	1,619,877	827,262	175,652	65,369	13,355	7,137	4,567	202
2014	46,889,657	1,571,123	810,448	175,213	66,466	13,672	7,304	4,526	226
2015	44,055,927	1,479,624	758,834	174,075	65,171	13,404	7,281	4,388	261
2016	40,205,599	1,428,631	718,590	167,224	64,436	13,301	7,079	4,261	311
2017	35,718,766	1,209,265	603,091	133,486	58,487	12,095	6,893	4,134	407
2018	29,862,082	982,969	527,708	112,628	52,770	10,990	6,228	3,630	443
2019	21,445,792	733,678	404,688	90,508	44,360	9,849	5,373	3,101	373
2020	19,489,215	710,439	415,613	92,176	47,346	11,804	6,507	3,729	554
2021	18,792,785	706,476	423,810	95,304	53,276	14,508	8,072	4,854	849
YOY	年出栏数 1-49 头	年出栏数 50-99 头	年出栏数 100-499 头	年出栏数 500-999 头	年出栏数 1000-2999 头	年出栏数 3000-4999 头	年出栏数 5000-9999 头	年出栏数 10000-49999 头	年出栏数 5 万头以上
2008	-13%	3%	17%	30%	33%	42%	47%	35%	38%

2009	-8%	2%	9%	19%	16%	18%	23%	27%	39%
2010	-9%	2%	8%	12%	16%	13%	16%	15%	26%
2011	-7%	2%	5%	8%	8%	4%	7%	11%	34%
2012	-6%	0%	5%	7%	9%	6%	9%	11%	15%
2013	-5%	-6%	1%	5%	3%	4%	4%	5%	8%
2014	-5%	-3%	-2%	0%	2%	2%	2%	-1%	12%
2015	-6%	-6%	-6%	-1%	-2%	-2%	0%	-3%	15%
2016	-9%	-3%	-5%	-4%	-1%	-1%	-3%	-3%	19%
2017	-11%	-15%	-16%	-20%	-9%	-9%	-3%	-3%	31%
2018	-16%	-19%	-12%	-16%	-10%	-9%	-10%	-12%	9%
2019	-28%	-25%	-23%	-20%	-16%	-10%	-14%	-15%	-16%
2020	-9%	-3%	3%	2%	7%	20%	21%	20%	49%
2021	-4%	-1%	2%	3%	13%	23%	24%	30%	53%

资料来源：农业农村部，华安证券研究所

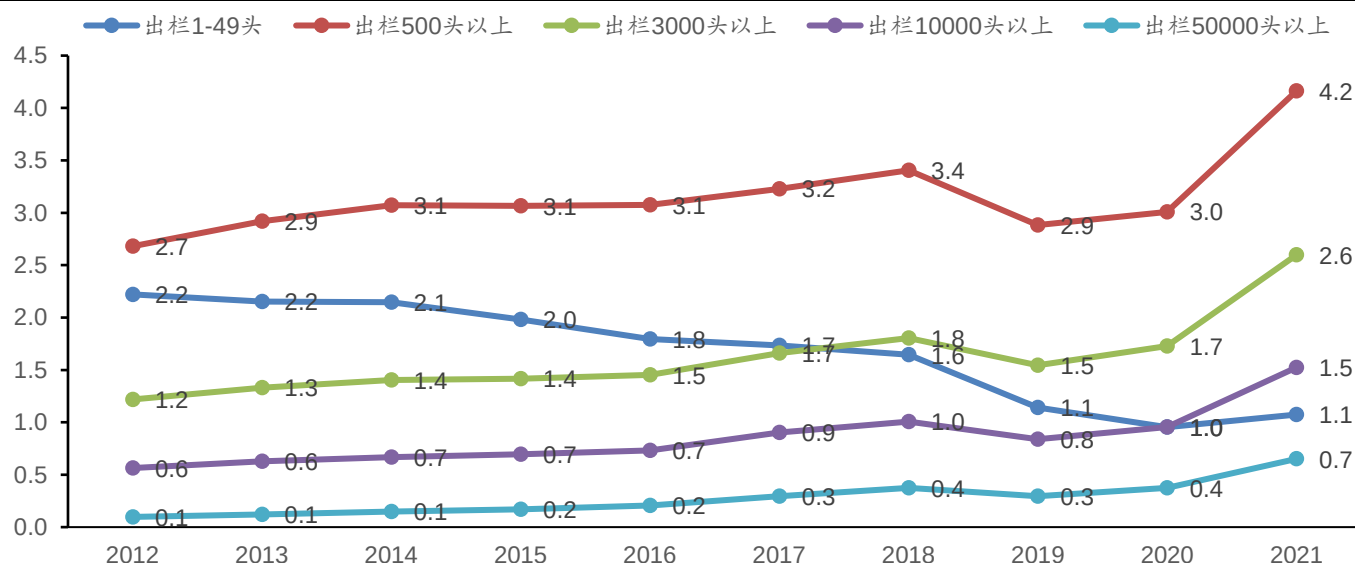
从生猪饲养规模比重变化看,年出栏1-49头生猪饲养规模占比从2012年31.9%降至2021年9.7%,年出栏500头以上生猪饲养规模占比从2012年38.5%上升至2021年62%,年出栏3000头以上生猪饲养规模占比从2012年17.5%上升至2021年38.7%,年出栏1万头以上生猪饲养规模占比从2012年8.1%上升至2021年22.7%,年出栏5万头以上生猪饲养规模占比从2012年1.4%上升至2021年9.7%。

图表 11 2012-2021 年生猪饲养规模比例变化, %



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 12 2012-2021 年生猪饲养规模变化, 亿头



资料来源: 农业农村部, 华安证券研究所

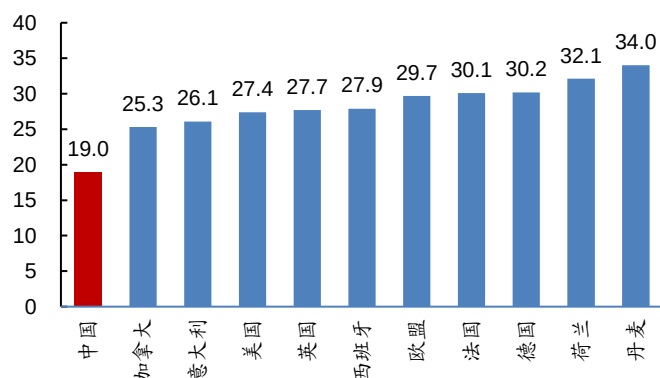
2.2 我国养猪业整体水平有望提升

目前, 我国养猪业的整体水平与世界先进水平相比仍有较大的差距, 主要体现在生产效率和成本控制方面。在 PSY 指标上, 2021 年从高到低依次为, 丹麦 34 头、荷兰 32.1 头、德国 30.2 头、法国 30.1 头、西班牙 27.9 头、英国 27.7 头、美国 27.4 头、意大利 26.1 头、加拿大 25.3 头, 而我国行业协会监测的规模养猪场 2021 年 PSY 仅 19 头, 2022 年受前期更新的高效母猪等因素影响, 我国平均 PSY 提升至 20.6 头, 但仍低于发达国家水平。

在生长育肥期饲料转化率上, 从低到高依次为, 巴西 2.4、西班牙 2.43、荷兰 2.56、丹麦 2.58、芬兰和法国 2.72、美国 2.76、德国 2.8, 而我国生产水平较高的定点监测规模猪场饲料转化率超过 3.0。

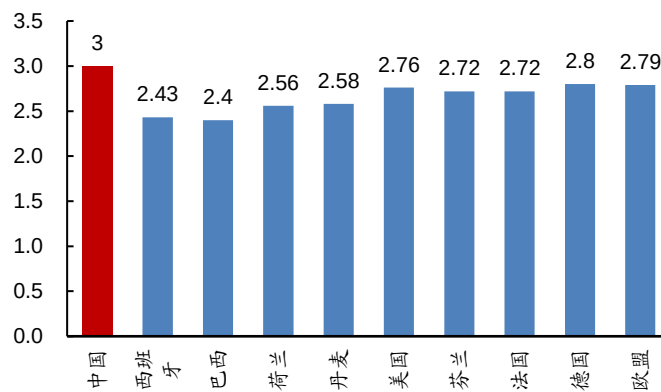
与国外先进国家相比, 我国生猪生产效率仍有很大提升空间, 随着规模化程度和生物安全防护水平的不断提升, 我国养猪业整体水平有望提高。

图表 13 2021 年各国平均 PSY 对照图



资料来源: 《中国猪业发展报告 (2022) 》, 华安证券研究所

图表 14 各国生长育肥饲料转化率



资料来源: 《中国猪业发展报告 (2022) 》, 华安证券研究所

2.3 行业去化趋势难改，去化时间仍需积累

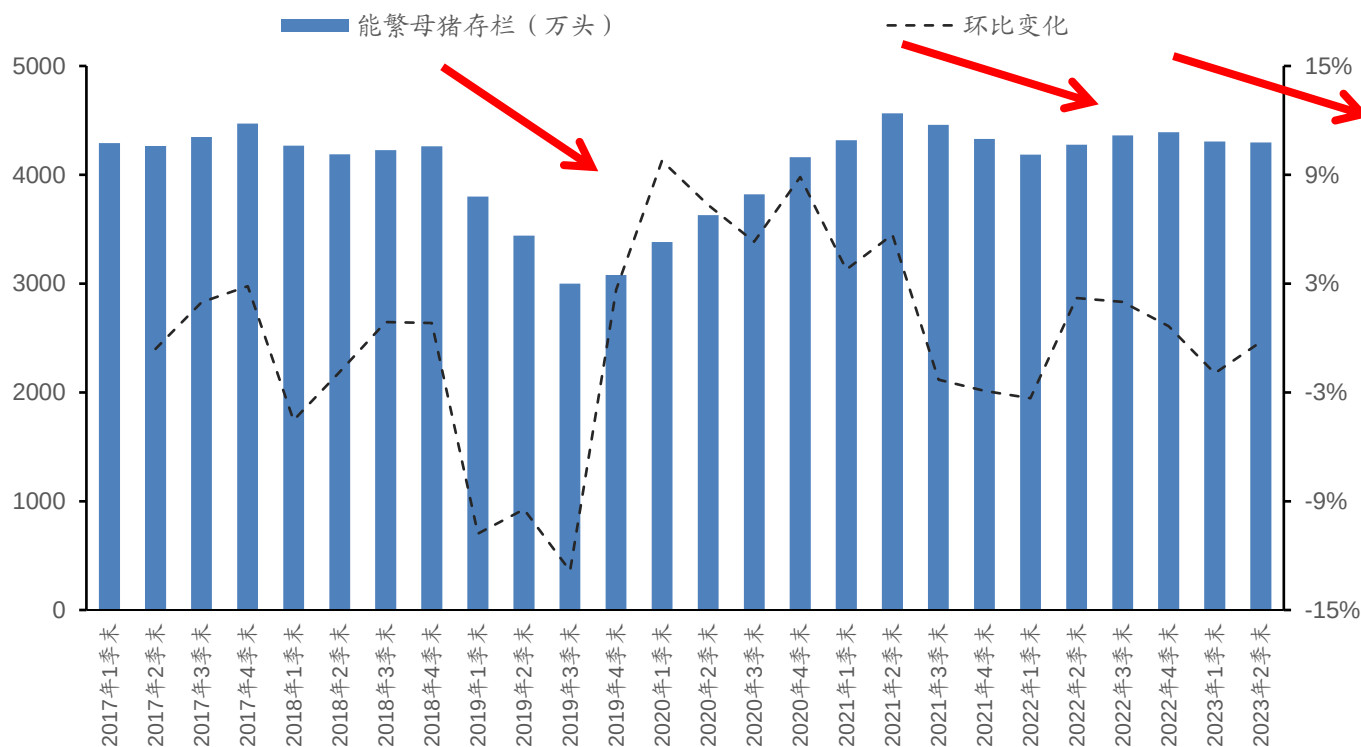
2.3.1 行业去化趋势难改

统计局、农业部数据，2018 年 4 季末-2019 年 3 季末，受非瘟疫情影响，能繁母猪存栏量累计下降 29.6%；2021 年 2 季末-2022 年 1 季末，受此前产能大幅扩张、二次育肥、压栏等多重因素影响，猪价高位崩盘，能繁母猪存栏量累计下降 8.3%；2023 年 12 月以来，猪价持续低迷，同时叠加 1-2 月北方非瘟疫情影响，能繁母猪存栏量重新进入下行通道，累计降幅 2.7%。

2022 年 12 月-2023 年 7 月，上海钢联规模养殖场能繁母猪存栏环比变化，0.8%、-0.2%、-0.2%、-0.2%、-0.2%、0%、-0.5%、0.02%，8 个月累计降幅 0.48%；上海钢联中小散户能繁母猪存栏环比变化，-2.5%、-1.8%、-1.2%、-1.9%、-1.8%、-0.3%、-3%、-0.06%，8 个月累计降幅 12.56%。

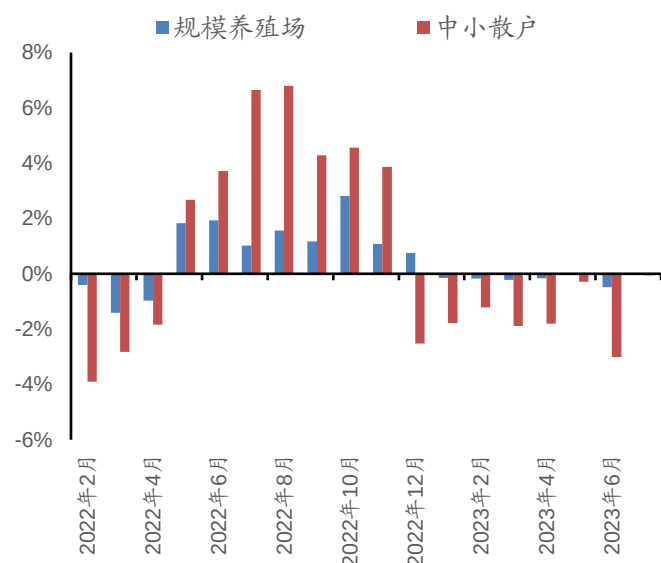
2022 年 12 月-2023 年 7 月，涌益咨询能繁母猪存栏环比变化，-1.1%、-0.39%、-1.84%、-1.95%、0.04%、-0.93%、-1.68%、-0.22%，8 个月累计降幅 8.07%。

图表 15 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部



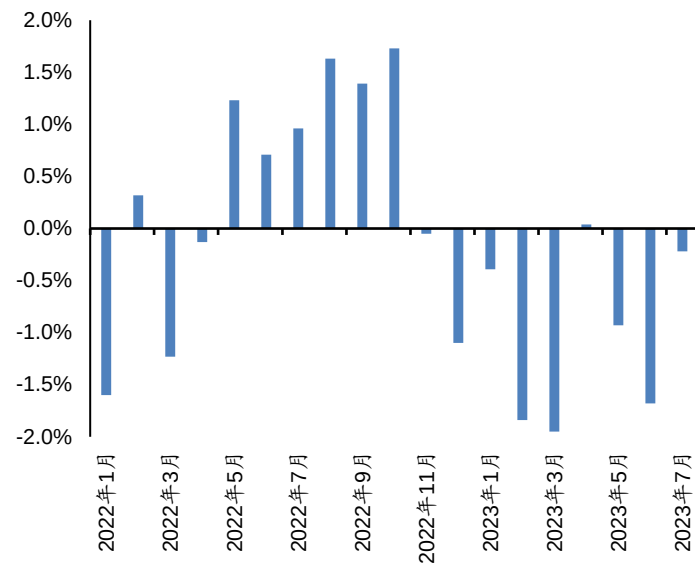
资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

图表 16 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 17 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询



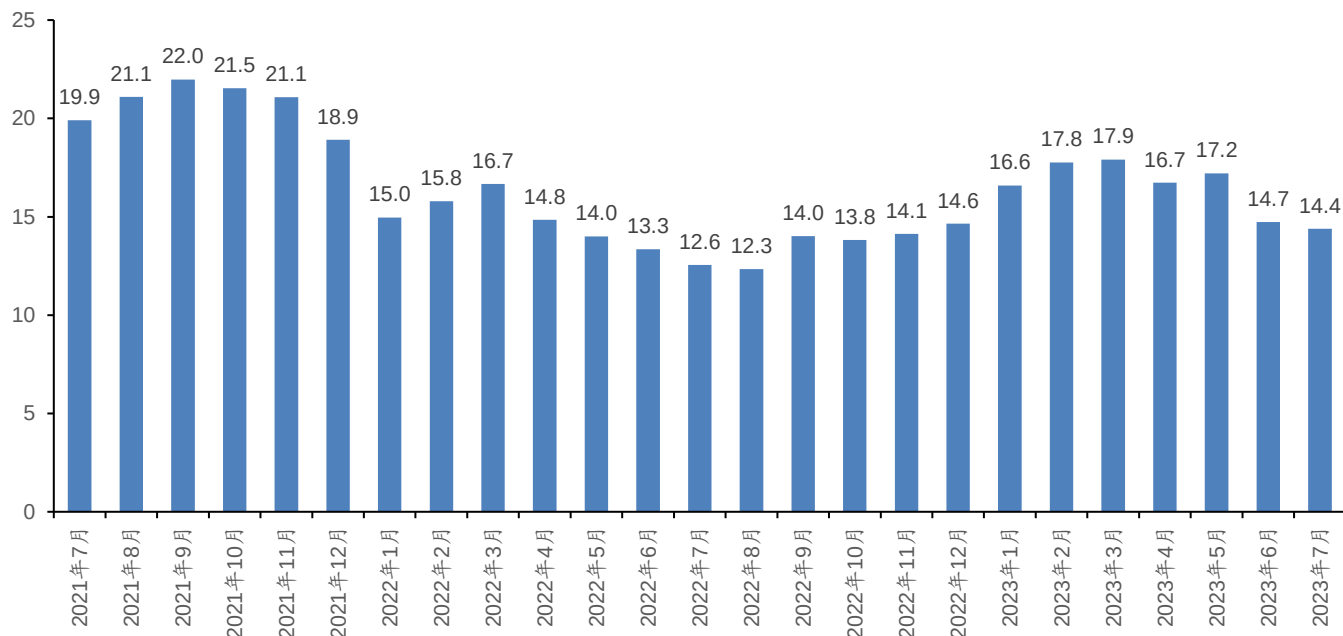
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2.3.2 种猪、仔猪补栏积极性低迷

2023 年 1-7 月，全国五省（包括河南、山东、辽宁、四川、广西）淘汰母猪屠宰场宰杀量 115.3 万头，同比增长 12.9%。

7 月中下旬以来，随着生猪价格上涨，淘汰母猪、仔猪价格、二元母猪价格虽出现回升，但仍处于相对低位，补栏积极性仍然低迷。

图表 18 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图，万头



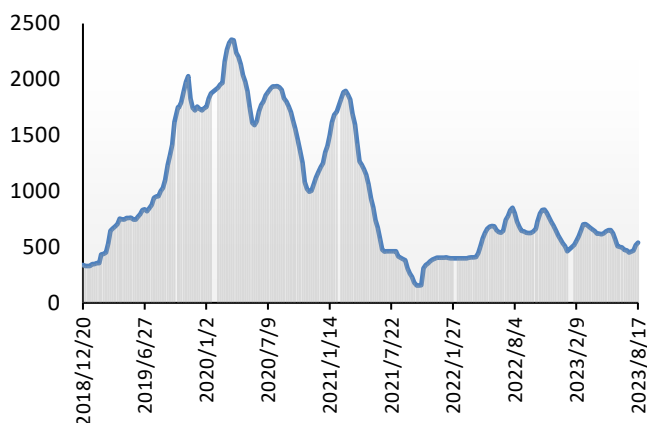
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所（NOTE：五省包括河南、山东、辽宁、四川、广西）

图表 19 淘汰母猪价格对照表

全国淘汰母猪价格		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年至今		当前日期
		最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	
开始日期		5/17	10/25	2/7	7/3	9/24	1/8	2/11	10/14	7/7	2/24	8/11
结束日期		5/23	10/31	2/13	7/9	9/30	1/14	2/17	10/20	7/13	3/2	8/17
华中	河南	3.5-4	11.0-14.0	6	9.5-12.0	2.4-3.3	9.0-12.5	3.6-4.3	10.6-11.5	4.4-5.3	6.3-6.7	5.2-6.1
	湖南	4	14.5-15.5	9.0-10.3	11.8-13.5	3.0-3.3	10.6-13.4	3.5-4.3	10.2-12	4.5-5.2	6.3-6.8	5.2-6.2
	湖北	4	13.5-15.0	8.5-9.5	11.0-12.5	2.9-3.4	10.0-13.4	3.2-4.0	10.1-11.9	4.5-5.2	6.2-6.7	5.1-6.0
	安徽	4-4.8	12.0-15.0	10.5-11.2	10.5-11.8	2.5-3.6	10.0-13.5	3.6-4.3	10.8-11.8	4.6-5.4	6.3-6.7	5.2-6.2
	江西	4.3	11.0-14.0	8.0-9.0	10.0-13.2	3.0-3.7	10.9-13.0	3.7-4.4	10.1-11.5	4.5-5.3	6.2-6.8	5.5-6.3
华北	山西	4.5	10.0-12.5	7.5-8.0	8.7-11.0	2.8-3.5	8.8-11.99	3.4-4.1	10.6-11.4	4.4-5.3	5.9-6.5	5.0-5.7
	山东	4-5.5	11.0-14.0	10.0-11.0	9.5-12.0	2.1-3.5	8.5-12.5	3.5-4.5	10.7-11.7	4.7-5.4	6.2-6.9	5.4-6.3
	河北	4.2-4.3	13.0-14.0	8.0-9.0	10.5-11.8	2.6-3.1	9.0-12.5	3.0-4.2	10.6-11.5	4.5-5.2	6.2-6.8	5.2-6.2
东北	辽宁	4.0-5.0	12.0-14.0	10.0-12.5	11.0-14.0	2.6-3.0	12.0-14.0	3.4-4.5	9.8-11.3	4.4-5.1	5.9-6.7	5.4-6.2
	吉林	4.5-5	11.0-13.5	9.0-10.0	11.0-13.5	2.5-2.9	12.0-14.0	3.4-4.5	9.7-11.2	4.3-5.0	5.5-6.1	5.3-6.2
	黑龙江	4-4.5	11.0-13.0	8.5-9.0	11.0-13.0	2.5-2.9	11.0-13.0	3.2-4.2	9.5-11.1	4.3-5.0	5.5-6.1	5.3-6.2
西南	四川	5-5.5	14.0-16.0	9.0-10.7	10.0-12.0	2.9-3.4	11.0-12.2	3.5-4.2	10.7-11.8	4.7-5.1	6.1-6.6	5.3-6.1
	云南					2.6-3.0	10.5-11.5	3.1-3.7	10.4-11.5	4.5-4.9	5.9-6.3	5.2-5.9
	贵州					2.8-3.0	10.7-11.6	3.3-4.0	10.6-11.7	4.7-5.0	6.0-6.4	5.3-6.0
华南	福建	2.4	11.0-13.5	11.0-12.5	10.3-12.8	3.0-3.7	10.9-12.9	3.8-4.4	10.7-11.8	4.8-5.2	6.7-7.2	5.4-6.3
	广东	1.5-2	15.0-16.5	7.0-10.0	10.5-14.0	3.3-4.0	11.2-13.3	4.0-4.6	11.0-11.7	4.8-5.1	6.4-6.8	6.2-6.6
	广西	1.5-2	14.5-16.0	10.0-11.0	10.2-12.6	3.0-3.7	11.2-13.1	3.7-4.4	10.5-11.0	4.5-4.8	6.0-6.3	6.0-6.3
华东	浙江	4.5	12.5-14.0	11.0-12.0	10.8-12.5	2.8-3.7	10.8-14.0	3.8-4.7	12.0-12.4	4.6-5.0	6.5-7.3	5.9-6.3
	江苏	4	12.5-13.0	10.0-11.0	11.0-12.8	2.5-3.6	10.0-13.8	3.7-4.6	11.0-12.1	4.8-5.6	6.3-7.0	5.5-6.4

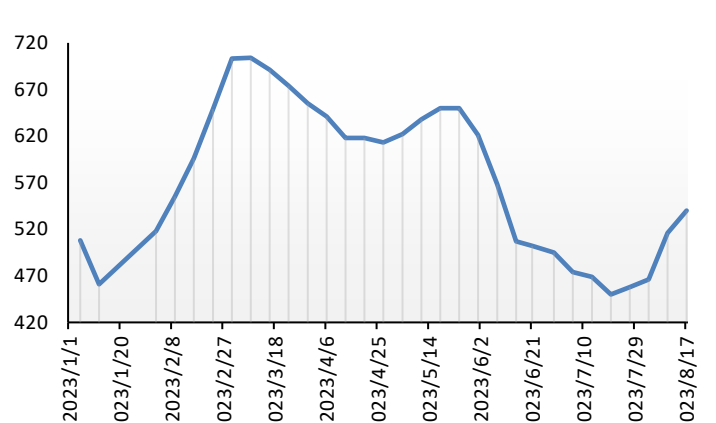
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 20 15 公斤仔猪价格走势图，元/头



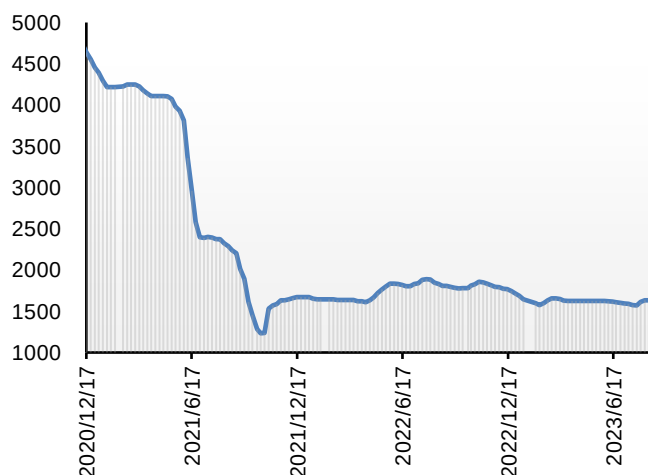
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 21 2023 年 15 公斤仔猪价格历史走势图，元/头



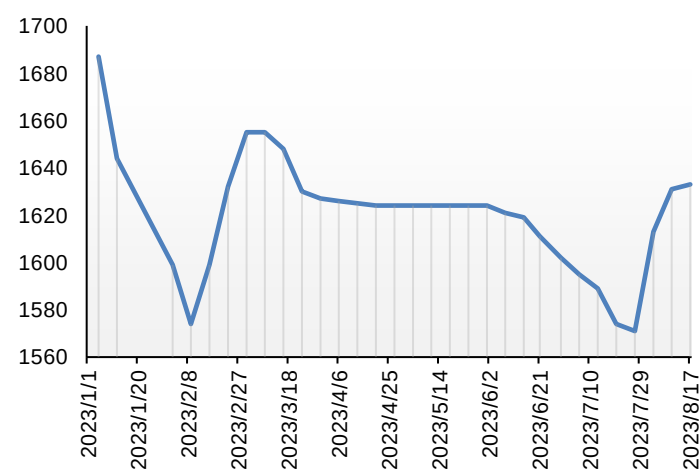
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 22 50kg 二元母猪价格走势 (单位: 元/头)



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 23 2023 年 50kg 二元母猪猪价走势图 (单位: 元/头)

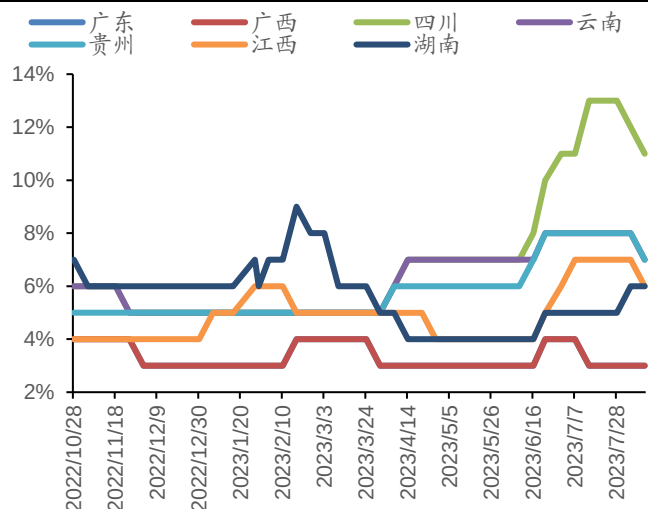


资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

2.3.3 6-7 月南方生猪疫情增加

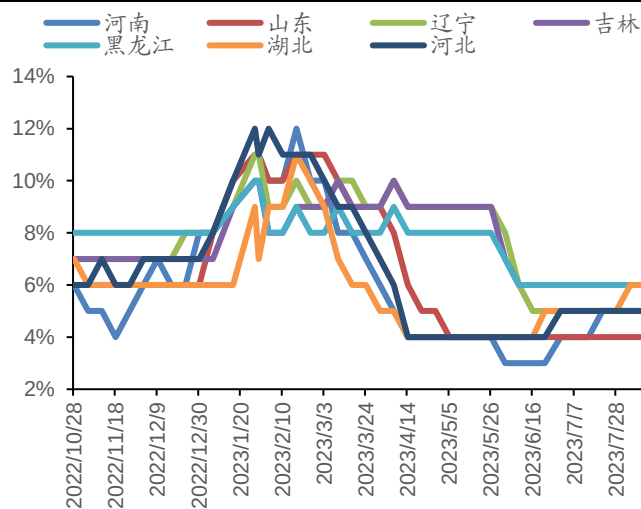
今年 1-3 月, 北方地区生猪疫情较为严重, 90 公斤以内低体重猪出栏占比明显攀升; 今年 6-7 月, 南方地区生猪疫情增加, 90 公斤以内低体重猪出栏占比出现攀升, 南方非瘟疫情演化, 需持续跟踪。

图表 24 22.11-23.8 南方 90 公斤以内生猪出栏占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 25 22.11-23.8 北方 90 公斤以内生猪出栏占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3.4 二育积极性需紧密跟踪

近年来, 由于生猪疫情复杂, 且未来收益不明朗, 养母猪和仔猪风险大增, 投机氛围渐浓, 二次育肥大规模兴起。二次育肥会减少当期生猪供应, 增加后期生猪供应, 从而导致价格大幅波动。

从中国畜牧业协会监测数据分析结果看, 截止 2022 年 9 月底, 约有 10.8% 的活猪在当月没有正常出栏, 因为二次育肥截留等因素后移, 到 2022 年 10 月后移活猪比例升至 13.7%, 2022 年 11 月比例再次明显提升至 15.2%, 随着 2022 年 12 月

消费放量，活猪后移 比例才开始小幅下降至 14.5%。目前看，二次育肥积极性明显低于 2022 年，但我们仍需紧密跟踪。

2.3.5 去化时间仍需积累

由于盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，5.5-6.0、5.0-5.5、低于 5.0 以供参考。在过去四轮下行周期，每轮周期的亏损时长与亏损深度、疫情直接相关。

① 2008 年 4 月至 2010 年 4 月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于 5.5 共 17 周；2016 年 5 月至 2018 年 5 月猪价下行，2018 年 8 月爆发非瘟，猪粮比低于 5.5 仅 7 周；

② 2011 年 9 月至 2014 年 4 月猪价下行期，未曾出现严重疫情。猪粮比 5.5-6.0 共 64 周，5.0-5.5 共 33 周，低于 5.0 仅 6 周时间，所以猪价磨底的时间很久；

③ 2021 年 1 月至 2022 年 3 月猪价下行期，疫情相对可控。猪粮比低于 5.0 的时间长达 18 周，大幅亏损导致产能迅速出清，磨底时间短。

2022 年 10 月至今，猪粮比 5.0-5.5 共 21 周，猪粮比低于 5.0 仅 7 周，本轮下行周期的产能出清时间将取决于疫情和深度亏损的时间，目前看，去化时间仍需积累。

图表 26 猪粮比对应时间列表

完整周期	下行 周期	猪粮比--对应时间段			猪粮比--对应时长		
		5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0	5.5~6.0	5~5.5	低于 5
2006/5-2010/4	2008/4-2010/4	2009/5/6-2009/6/17			6 周		
		2010/2/3-2010/2/24			3 周		
			2010/3/3-2010/5/5			10 周	
				2010/5/12-2010/6/23			6 周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1 周	1 周	
		合计			10 周	11 周	6 周
2010/4-2014/4	2011/9-2014/4	2012/4/11-2012/9/19			21 周		
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1 周	8 周	
		2013/5/12-2013/6/12			5 周		
		2013/6/26-7/17			3 周		
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4 周	4 周	6 周
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26 周	10 周	
		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4 周	11 周	
		合计			64 周	33 周	6 周

2014/4-2018/5	2016/5-2018/5	2018/3/23	2018/3/28-2018/5/1 6		1 周	7 周	
		2018/5/23-2018/6/6			2 周		
		合计			3 周	7 周	
2018/5-2022/3	2021/1-2022/3	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1 周	1 周	1 周
		2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9 周	3 周	3 周
		2022/1/12-2022/1/26	2021/10/20	2022/2/23-2022/4/20	3 周	1 周	9 周
			2022/2/9-2022/2/16	2022/5/25-2022/6/22		2 周	5 周
			2022/4/27-2022/5/1 8			4 周	
		合计			13 周	11 周	18 周
2022/3-至今	2022/10-至今	2023/1/4-2023/1/18	2023/1/18-2023/2/1	2023/2/1-2023/2/22	2 周	2 周	3 周
		2023/2/22-2023/6/21	2023/2/22-2023/6/2 1	2023/6/28-2023/7/19		18 周	4 周
		2023/8/2-2023/8/11	2023/7/26		2 周	1 周	
		合计			4 周	21 周	7 周

资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至 2023 年 8 月 11 日）

3 立足境内外双市场，持续完善生猪产业链

3.1 生猪产能快速扩张，打造自育自繁自养一体化生态养殖

公司的生猪类产品包括商品猪、仔猪和种猪，其中，商品猪主要为瘦肉型三元杂交商品猪、少量蓝塘土猪等；种猪为杜洛克种猪、长白种猪、大白种猪以及二元杂交种猪等；仔猪为二元杂交仔猪、三元杂交仔猪。

生猪销售业务包括供港和内销两大部分，其中，供港以活大猪为主，主要通过五丰行、广南行两家代理行在中国香港销售；内销包括商品猪、仔猪、种猪，根据生猪出栏及市场情况销售给养殖户、屠宰加工企业、贸易公司等客户。

图表 27 公司主要生猪产品

品牌	产品名称	特点	图例
商品猪	瘦肉型三元杂交商品猪	四肢强健、前驱宽广、后躯丰满、皮红毛亮、收腹良好，瘦肉率和屠宰率高，肉质好，系水率强，产品深受中国香港、珠三角等地市场欢迎，是广东省名牌产品	
	蓝塘土猪	国家级畜禽品种资源保护品种，皮薄肉嫩，肉质鲜美，是广东省知名土特产	

种猪	杜洛克种猪	体格高大健壮，肢蹄强健有力，全身肌肉发达结实，抗病力强，生长速度快，体重达100KG 仅需 148 天	
	长白种猪	生长速度快，繁殖性能强，肌肉感适中，肉质鲜嫩，是广东省名牌产品	
	大白种猪	四肢强健，前胛宽，背腰和后躯丰满，双肌明显，耳朵竖立，大小适中，有效乳头 7 对以上，生长速度快，肉色良好，瘦肉率高	
	二元杂交种猪	身高体长，外貌清秀，腹部平直，肢蹄粗壮，抗逆性强，胎产活仔数多，泌乳性能好	
仔猪	仔猪	精神饱满、活泼有力、生长良好、均匀度高、皮红毛亮、眼角无泪斑	

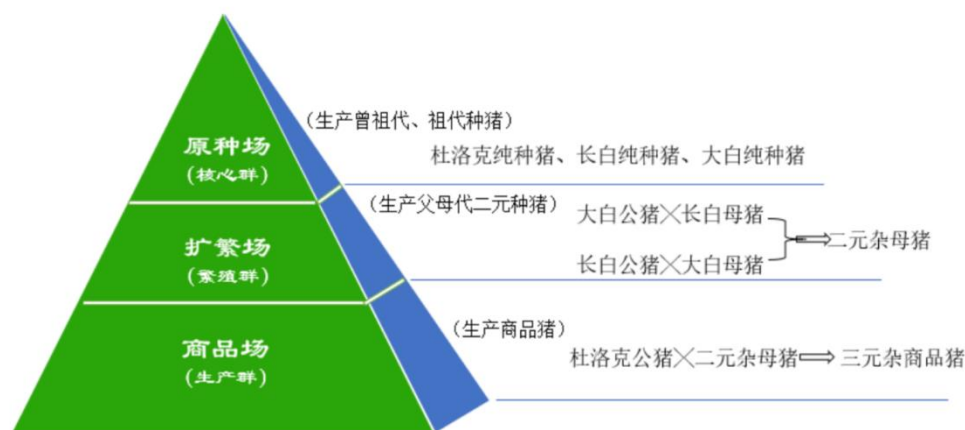
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司采用“自育自繁自养一体化生态养殖”经营模式，目前拥有 8 个生猪养殖基地，拥有优质的杜洛克种猪、长白种猪、大白种猪核心群，形成集饲料生产、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、商品猪销售为一体的完整产业链。公司 7 月育肥成活率约为 93%，全程存活率达到 90%。

养殖成本方面，公司 7 月完全成本约 17.8 元/公斤，其中，优秀场的完全成本能够达到 15.60 元/公斤。公司对标优秀场的生产管理模式，执行批次化生产，全面实施降本增效的系列措施，计划年内完全成本降到 17 元/公斤以下，未来两年目标将完全成本降至 16 元/公斤以下。主要包括以下方面：

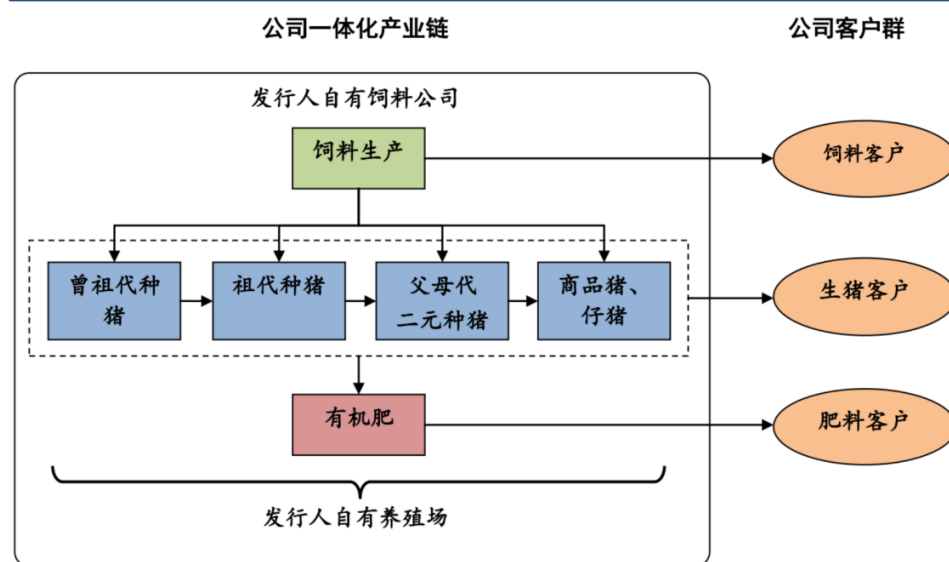
- 1、在饲养管理上，加强重大疾病防控工作，完善生物安全体系，对猪群饲养全过程实现精细化的管理，加强生产流程管控，降低死淘率，提高生产效率；
- 2、在种猪改良上，公司研发团队培育不断选育能满足香港品质需求的高产种猪品种，同时建立面向国内市场有竞争力的种猪体系，降低仔猪的分摊成本；
- 3、在饲料营养上，优化饲料配方，在满足生猪生长需求的前提下，减少营养浪费，提高饲料转化率，降低饲料成本；
- 4、在养殖规模上，早日实现养殖场满负荷生产，进一步摊薄固定成本费用，实现规模效益。

图表 28 公司自育自繁自养一体化模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 公司生猪一体化产业链

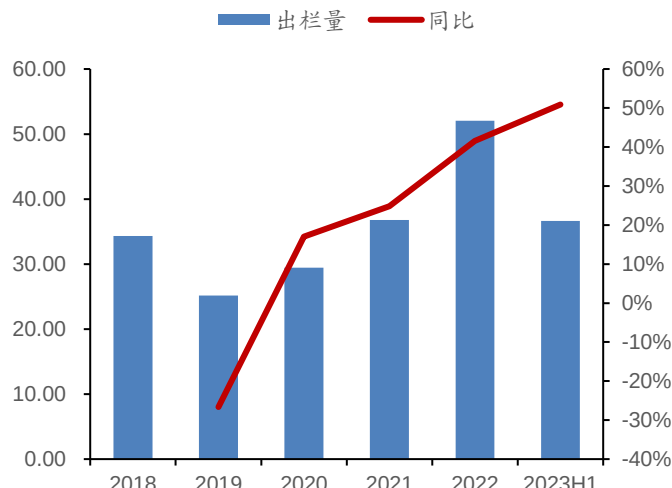
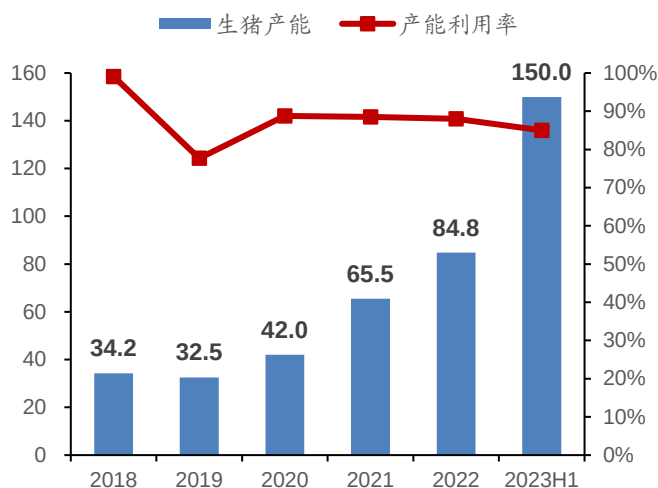


资料来源：公司公告，华安证券研究所

扩大生猪养殖规模，完善生猪产业链。公司近几年投资新建或改扩建多个养殖场项目，并建设生猪屠宰及肉制品加工场项目，以推动养殖生产和屠宰加工配套布局，截至目前，已建产能达到 150 万头，在建产能约 50 万头，计划到 2025 年在河源及其周边区域生猪储备产能将超过 200 万头。

图表 30 2018-2023H1 公司生猪产能情况（单位：万头）

图表 31 2018-2023H1 公司生猪出栏量（单位：万头）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 公司 2021-2025 年新增产能（单位：万头）

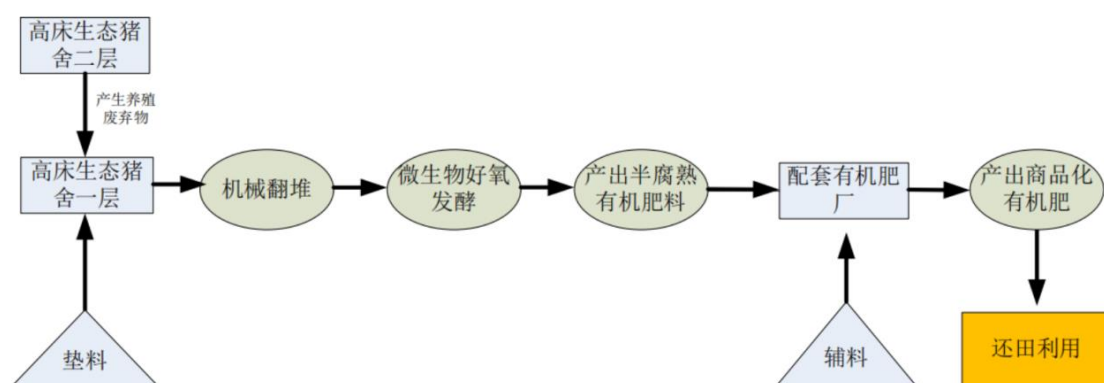
项目	投产时间	产能
紫金东瑞农业发展有限公司富竹生态养殖项目	2023 年 12 月	21
连平东瑞农牧发展有限公司传统养殖改高床养殖节能减排增效项目+自筹资金新建项目	2021 年 12 月	24
和平东瑞农牧发展有限公司高床生态养殖项目	2022 年 5 月	12
东瑞食品集团股份有限公司致富猪场改扩建（灯塔种猪场迁改）项目	2022 年 12 月	3
东源东瑞农牧发展有限公司东源县船塘现代农业综合体项目（群丰基地）	2022 年 10 月	40
东源东瑞农牧发展有限公司东源县船塘现代农业综合体项目（黄沙基地）	2024 年初	30（在建）
惠州东瑞多层楼房生猪养殖项目	2025 年	20（在建）
合计		150

资料来源：公司公告，招股说明书，华安证券研究所

传统的生猪养殖模式会造成较为严重的农业面源污染，公司自主研发了“高床发酵型养猪系统”，从源头减少养猪废弃物的产生，养殖过程控制实现废弃物的减量化和无害化，末端实现资源化利用。

“高床发酵型养猪系统”的猪舍为两层楼结构，上层用于养猪，采用温控通风设备改善养殖环境，地面采用全漏缝地板结构；下层建设垫料发酵车间，铺设厚度 60-80cm 的木糠等垫料消纳生产过程中产生的猪粪尿，同时采用机械翻堆机对垫料进行翻堆处理，养猪废弃物发酵降解，转变成半腐熟有机肥，被运送至配套的有机肥厂转化为优质有机肥，还田利用，最终实现生态循环性养殖。

图表 33 高床发酵型生态养殖猪舍



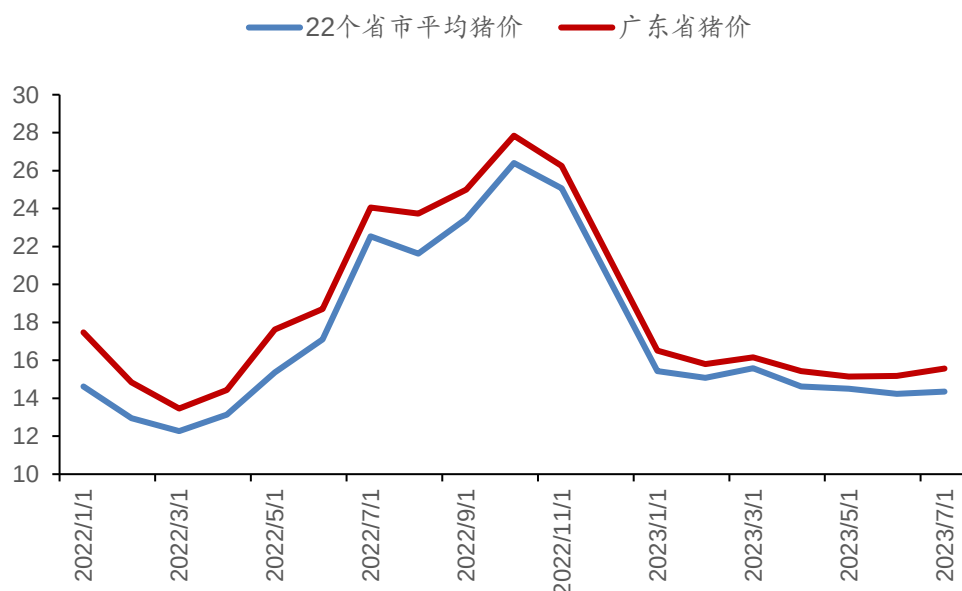
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 供港业务优势显著，配额有望稳步提升

公司是内地供港活大猪前三大供应商之一，2020-2022 年供港业务收入占公司营业收入比重均超过 50%。我国内地出口企业向香港市场供应活大猪实行代理销售制度，由商务部赋予内地供港活猪代理资格的代理机构统一代理销售，在香港拍卖市场上，优质的生猪可以获得更高的价格，因此，香港猪价相比内地普遍具有较高溢价。

广东地区是目前国内经济最为发达的地区之一，常住人口长年超过一亿，具有较强的消费能力，广东生猪价格常年高于内地均价，公司内销市场立足广东地区可获得更高的收益。

图表 34 中国内地与广东省生猪价格对比（单位：元/公斤）



资料来源：iFind，华安证券研究所

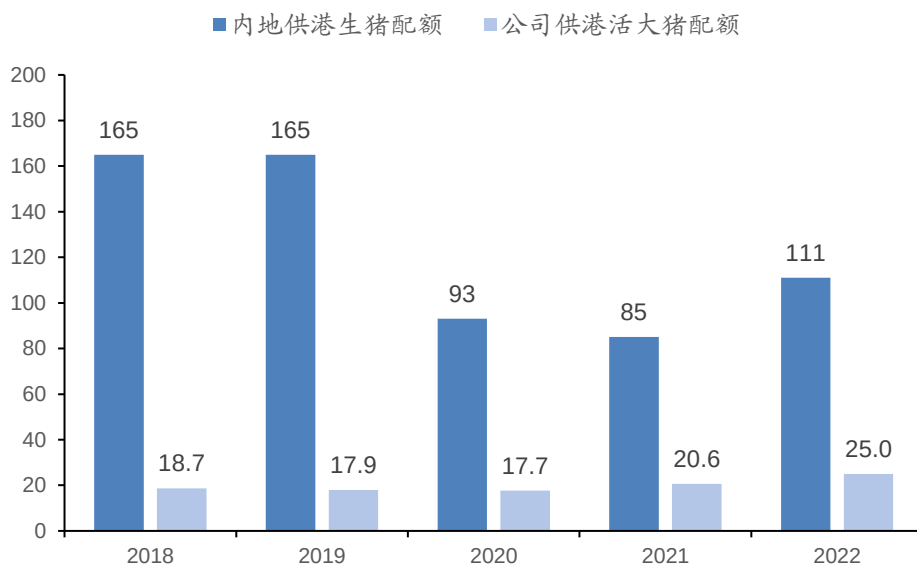
内地供港活大猪实行出口配额管理制度。中国商务部在每年年末分配下一年各省活大猪供港的配额，各省商务厅再根据实际情况向辖区内具有活大猪供港资质的

企业分配配额，出口配额重点分配给配额使用率高、经营能力强、货源质量好、品牌信誉度高的企业。

活大猪配额分配采取主分配和临时调剂分配两种方式，主分配数量为商务部下达配额总量的 80%（2020 年调整为 70%，2021 年调整为 60%）；调剂分配数量为配额总量的 20%（2020 年调整为 30%，2021 年调整为 40%）。活大猪配额企业分配数计算公式为：活大猪配额企业分配数=商务部下达总量×80%（70%、60%）×该企业上年 1-12 月 20 日出口数量占省出口总量的比例；企业主配额使用量达到 80% 或以上，可以申请调增配额。调剂配额分配数量计算公式为：调剂分配数量=已出口月平均数×12-已分配配额数量；对配额使用进度低于序时进度企业，在通知相关企业后酌情调减；企业出口进度达到序时进度后可以申请调增配额。

“非洲猪瘟”发生后，内地生猪跨省调运受到限制，多家内地活大猪供港企业供港生猪数量下降，目前香港市场消费需求仍有较大缺口。受疫情影响，2020 年起，为提高配额使用效率和激励企业生猪出口，商务部供港活大猪配额分配改为分次下达，2020 年首次分配配额为 93.10 万头，若该配额执行超过 70%，可再次追加配额。

图表 35 内地供港生猪配额（单位：万头）

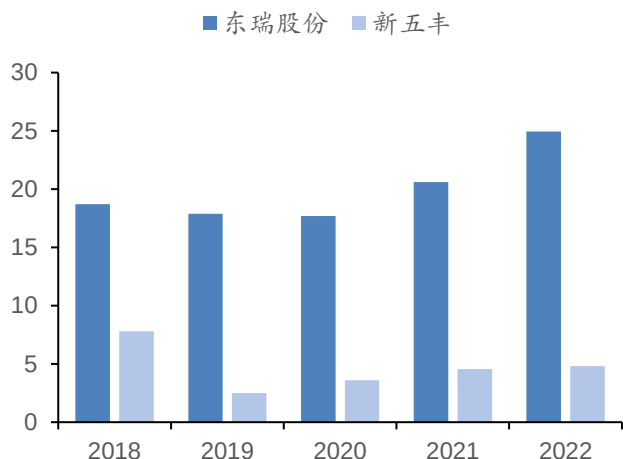


资料来源：招股说明书，iFind，华安证券研究所

公司 2022 年度累计获得中国香港配额 24.95 万头，同比增加 21.08%，占内地供港份额 22.6%。公司毗邻经济发达的粤港澳大湾区，具有产品价格优势和市场区域优势，相比于很多内地猪场，在供港运输方面具有较大的成本优势。目前公司已成为内地供港活大猪领先供应商和粤港澳大湾区“菜篮子”生产基地。

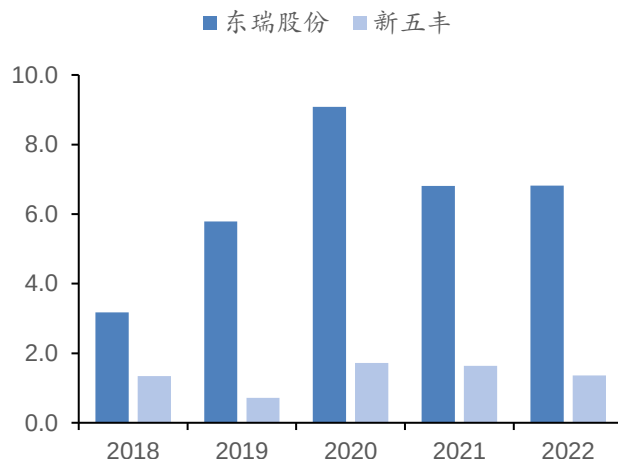
经过 20 余年的发展和积累，公司凭借科学的饲料营养配方、先进的生猪育种技术、生猪养殖行业多年积累的经验，以中国香港市场的质量标准为导向，建立了曾祖代-祖代-父母代-商品代的生猪生产体系，同时，公司历年来配额完成情况良好，在当前配额制度下具有显著优势，未来有望进一步获得更多配额。

图表 36 2018-2022 年供港生猪数量 (万头)



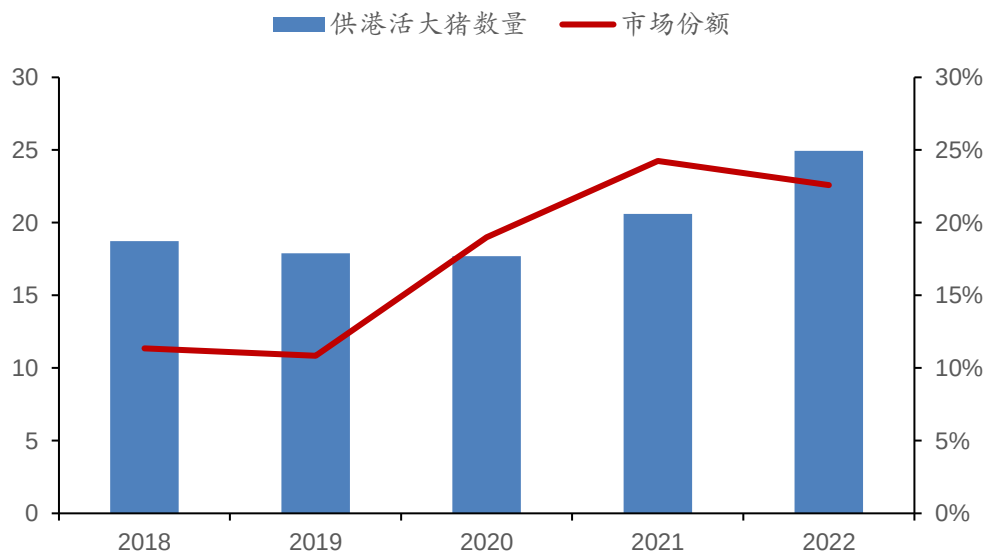
资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所

图表 37 2018-2022 年供港生猪收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所

图表 38 2018-2022 年公司供港活大猪市场份额 (单位: 万头)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

(1) 生猪业务

公司已建产能 150 万头, 随着黄沙基地和惠州东瑞项目建成, 土地储备产能将超过 200 万头, 出栏规模持续扩张。我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量分别为 65/100/160 万头, 商品猪销售均价分别为 18.8/22.8/24.0 元/公斤, 仔猪销售均价分别为 500/600/650 元/头, 预计 2023-2025 年公司生猪养殖业务实现收入 12.81/23.56/39.44 亿元, 同比增长 10.7%/84.0%/67.4%。

（2）饲料业务

公司饲料业务主要用于供应各养殖基地，外销规模较小，我们预计，2023-2025年公司饲料业务收入 0.51/0.46/0.41 亿元，同比减少 15%/10%/10%。

图表 39 公司收入成本预测表（单位：百万元、%）

合计	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业总收入	614	872	1,366	1,052	1,217	1,333	2,404	3,987
yoy	-3.2%	42.1%	56.7%	-23.0%	15.7%	9.6%	80.3%	65.9%
营业总成本	510	512	547	656	891	1,146	1,666	2,544
毛利率	16.9%	41.3%	60.0%	37.6%	26.8%	14.1%	30.7%	36.2%
毛利	104	360	820	396	326	187	738	1,443
yoy	-25.4%	247.2%	127.8%	-51.7%	-17.7%	-42.4%	293.7%	95.5%
1、生猪	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	473	752	1,257	942	1,156	1,281	2,356	3,944
yoy	-9.6%	59.2%	67.0%	-25.0%	22.8%	10.7%	84.0%	67.4%
营业成本	388	407	447	555	837	1,099	1,624	2,506
毛利率	18.0%	45.9%	64.4%	41.0%	27.6%	14.2%	31.1%	36.5%
毛利	85	345	810	387	319	181	733	1,438
yoy	-32.1%	306.8%	134.6%	-52.3%	-17.4%	-43.2%	303.8%	96.3%
（1）商品猪	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	410	710	1,071	802	1,018	1,176	2,189	3,686
yoy	-6.0%	73.3%	50.9%	-25.2%	26.9%	15.5%	86.2%	68.4%
营业成本	340	376	397	385	482	1,030	1,536	2,381
毛利率	17.0%	47.0%	62.9%	52.0%	52.6%	12.4%	29.8%	35.4%
毛利	70	334	674	417	536	146	653	1,306
yoy	-25.2%	380.6%	101.9%	-38.2%	28.5%	-72.7%	347.1%	100.0%
（2）仔猪	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	40	16	118	74	98	65	120	208
yoy	-32.0%	-60.7%	652.9%	-37.0%	31.0%	-33.3%	84.6%	73.3%
营业成本	30	11	29	37	46	42	60	96
毛利率	25.5%	28.3%	75.4%	50.0%	53.3%	36.0%	50.0%	53.8%
毛利	10	4	89	37	52	23	60	112
yoy	-56.7%	-56.4%	1903.6%	-58.2%	39.8%	-55.0%	156.4%	86.7%
（3）种猪	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	12	11	41	45	8	20	25	25
yoy	-15.1%	-10.9%	280.8%	7.6%	-81.6%	143.9%	25.0%	0.0%
营业成本	6	3	8	10	5	12	12	12
毛利率	54.6%	68.7%	80.8%	78.0%	40.0%	40.0%	52.0%	52.0%
毛利	7	7	33	35	3	8	13	13
yoy	-22.9%	12.2%	348.1%	3.8%	-90.6%	143.9%	62.5%	0.0%
（4）淘汰种猪	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	11	16	26	21	33	20	23	25
yoy	-23.0%	45.9%	64.8%	-16.6%	54.6%	-39.8%	12.5%	11.1%
营业成本	12	16	13	15	23	16	16	18
毛利率	-14.1%	-5.2%	50.3%	30.0%	30.0%	20.0%	30.0%	30.0%

毛利	-2	-1	13	6	10	4	7	8
yoy	978.6%	-46.4%	-1698.8%	-50.3%	54.6%	-59.8%	68.8%	11.1%
2、饲料	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	140	117	109	108	60	51	46	41
yoy	27.2%	-16.1%	-7.1%	-0.8%	-44.9%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
营业成本	121	102	99	99	53	46	41	37
毛利率	13.8%	12.7%	9.4%	8.7%	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	19	15	10	9	7	5	5	4
yoy	36.0%	-22.4%	-31.1%	-8.6%	-29.9%	-23.2%	-10.0%	-10.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

4.2 投资建议

东瑞股份是我国粤港澳大湾区重要的优质生猪供应商，也是内地供港活大猪龙头企业，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 13.33 亿元、24.04 亿元、39.87 亿元，同比增长 9.6%、80.3%、65.9%，对应归母净利润-1.61 亿元、2.65 亿元、9.21 亿元，对应 EPS 分别为-0.76 元、1.24 元、4.33 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

猪价波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	889	823	1117	2675
现金	324	293	384	1604
应收账款	4	5	8	14
其他应收款	26	30	53	89
预付账款	10	6	8	13
存货	416	382	555	848
其他流动资产	108	108	108	108
非流动资产	3827	4986	5122	4765
长期投资	50	60	70	80
固定资产	2929	4026	4098	3677
无形资产	33	42	51	60
其他非流动资产	816	858	903	948
资产总计	4716	5809	6239	7440
流动负债	836	1274	1440	1720
短期借款	375	875	875	875
应付账款	394	318	463	707
其他流动负债	67	81	103	138
非流动负债	775	1590	1590	1590
长期借款	567	1367	1367	1367
其他非流动负债	208	223	223	223
负债合计	1610	2864	3030	3310
少数股东权益	1	1	1	1
股本	213	213	213	213
资本公积	1867	1867	1867	1867
留存收益	1026	864	1129	2050
归属母公司股东权益	3105	2944	3208	4130
负债和股东权益	4716	5809	6239	7440

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	12	294	760	1356
净利润	43	-161	265	921
折旧摊销	151	409	434	427
财务费用	21	99	136	136
投资损失	28	-27	-48	-80
营运资金变动	-226	-36	-37	-58
其他经营现金流	265	-116	312	990
投资活动现金流	-1392	-1551	-532	0
资本支出	-1293	-1570	-570	-70
长期投资	-100	-10	-10	-10
其他投资现金流	1	29	48	80
筹资活动现金流	720	1225	-136	-136
短期借款	275	500	0	0
长期借款	537	800	0	0
普通股增加	35	0	0	0
资本公积增加	-35	0	0	0
其他筹资现金流	-92	-75	-136	-136
现金净增加额	-660	-32	91	1220

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1217	1333	2404	3987
营业成本	891	1146	1666	2544
营业税金及附加	4	4	7	12
销售费用	66	74	81	89
管理费用	160	224	269	322
财务费用	15	89	128	125
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	12	0	0	0
投资净收益	-28	27	48	80
营业利润	65	-192	283	950
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	9	10	10	10
利润总额	56	-202	273	940
所得税	13	-40	8	19
净利润	43	-161	265	921
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	43	-161	265	921
EBITDA	254	296	835	1492
EPS (元)	0.20	-0.76	1.24	4.33

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	15.7%	9.6%	80.3%	65.9%
营业利润	-72.3%	-396.7	247.5%	236.0%
归属于母公司净利	-79.7%	-475.8	264.1%	248.2%
获利能力				
毛利率 (%)	26.8%	14.1%	30.7%	36.2%
净利率 (%)	3.5%	-12.1%	11.0%	23.1%
ROE (%)	1.4%	-5.5%	8.2%	22.3%
ROIC (%)	1.9%	-1.7%	7.0%	16.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	34.1%	49.3%	48.6%	44.5%
净负债比率 (%)	51.8%	97.3%	94.4%	80.1%
流动比率	1.06	0.65	0.78	1.56
速动比率	0.54	0.34	0.38	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.25	0.40	0.58
应收账款周转率	269.17	306.02	376.53	365.20
应付账款周转率	2.96	3.22	4.27	4.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	-0.76	1.24	4.33
每股经营现金流	0.06	1.38	3.57	6.37
每股净资产	14.59	13.83	15.08	19.41
估值比率				
P/E	143.60	—	19.16	5.50
P/B	1.97	1.72	1.58	1.23
EV/EBITDA	26.96	24.08	8.44	3.91

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。