

穿越周期迷雾，养殖双龙头踏浪前行

温氏股份(300498.SZ)

推荐

维持评级

核心观点：

- 温氏股份：40 年历史造就我国猪鸡养殖双龙头。**公司创立于 1983 年，深耕养殖业 40 余载，由生猪、黄羽鸡养殖双主业驱动。公司营收稳定增长，23 年预计实现营收 899.18 亿元，同比+7.4%，主要源于肉猪销量的大幅增加。预计 23 年公司归母净利润为-63.29 亿元，同比-219.66%，主要系 23 年猪价走势低迷，公司养殖成本降低幅度无法弥补产品价格下降幅度。相比同行，公司盈利能力处较领先水平，资产负债率相对较低，经营性现金流相对充足，发展韧性十足。
- 生猪：价格趋势预期上行，盈利能力有望重回增长轨道。**公司生猪出栏量稳步扩张，龙头地位稳固，23 年公司出栏生猪 2626 万头，同比+46.65%，规划 24 年出栏 3000-3300 万头。价格层面，基于行业能繁母猪存栏、生产效率等推演，我们预计 24 年全年生猪均价同比呈提升趋势，且 24H2 猪价显著优于 H1。成本层面，公司多渠道降本增效成果显著，24 年 2 月生猪出栏综合成本已降至 15.6 元/kg，规划 24 年目标为 15-15.6 元/kg；在生猪养殖各阶段，公司生产效率指标也有不同程度的提升。叠加考虑公司养殖模式持续升级，猪场产能和饲养能力有望进一步提升。23 年公司生猪业务约亏损 55-58 亿元，在后市猪价提升、公司养殖成本下行的预期下，我们认为公司生猪业务盈利有望回暖。
- 黄羽鸡：价格潜在弹性叠加成本下行，盈利能力提升可期。**23 年公司出栏肉鸡 11.8 亿只，同比+9.16%，规划 24 年出栏量同比增加 5-10%。价格层面，行业黄鸡产能端低位徘徊，餐饮家庭消费有所回暖，后续价格具上行潜力。成本层面，23 年以来受益于饲料原材料价格下行、公司饲料配方调整等，公司养殖成本显著下行，24 年 2 月出栏完全成本降至约 13 元/kg；基于饲料成本不变的基础上，公司规划 24 年成本目标为 13.2-13.6 元/kg。此外，公司稳步推进肉鸡屠宰加工业务，切入预制菜市场，有利于实现毛鲜整体效益提升。23 年公司肉鸡业务实现微利，考虑供需格局以及后续猪价上行对鸡价的利好作用等，公司黄鸡业绩增长可期。
- 投资建议：**我们预计 23-25 年公司营收 899.18、1094.82、1371.58 亿元，同比+7.40%、+21.76%、+25.28%；归母净利润-63.02、39.70、148.17 亿元，同比-219.14%、+162.99%、+273.27%；EPS 分别为-0.95 元、0.60 元、2.23 元。基于 FCFF、头均市值法估值，我们认为公司有较大潜在市值空间。公司作为国内猪鸡养殖双龙头，业绩增长可期，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**生猪价格波动的风险；原材料供应及价格波动的风险；动物疫病的风险；自然灾害的风险等。

主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	83725.11	89917.63	109482.09	137157.76
yoy	28.88%	7.40%	21.76%	25.28%
归母净利润(百万元)	5289.01	-6301.56	3969.57	14817.04
yoy	139.46%	-219.14%	162.99%	273.27%
每股收益 EPS(元)	0.80	-0.95	0.60	2.23
PE	23	-19	31	8

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhizhou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

研究助理

陆思源

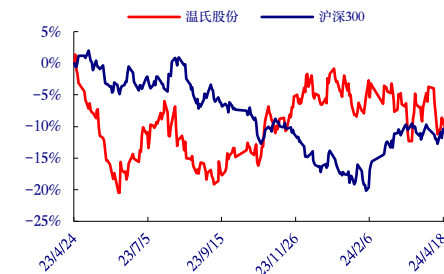
✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-04-19

股票代码	300498
A 股收盘价(元)	18.29
上证指数	3,065.26
总股本万股	665,203
实际流通 A 股万股	544,528
流通 A 股市值(亿元)	996

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河农业谢芝优】公司点评报告-温氏股份(300498.SZ)：受畜禽价格低迷影响，公司 H1 业绩承压

目 录

一、温氏股份：40 年历史造就我国猪鸡养殖双龙头	3
（一）发展历史悠久，一体化经营模式成熟	3
（二）股权结构较分散，实控人为温氏家族	4
（三）公司经营稳中求进，发展韧性十足	5
二、生猪：价格趋势预期上行，盈利能力有望重回增长轨道	8
（一）行业：24 年猪价前低后高，养殖规模化呈提升趋势	8
（二）市占率行业第二，24 年出栏预计 3000-3300 万头	10
（三）降本控费成效已现，盈利能力有望重回增长轨道	11
（四）种猪结构持续优化，养殖效率显著提升	13
（五）以“公司+农户”为核心，养殖模式持续升级	15
三、黄羽鸡：价格潜在弹性叠加成本下行，盈利能力提升可期	19
（一）行业：黄鸡产能端低位徘徊，价格具备上行潜力	19
（二）黄鸡出栏保持高位，行业龙头地位稳固	23
（三）养殖成本下降显著，利好盈利能力提升	23
（四）毛鲜联动向下游延伸，直捣终端消费	25
四、投资建议	26
（一）盈利预测	26
（二）估值分析	27
五、风险提示	29
附录：	32
（一）公司财务预测表	32

一、温氏股份：40 年历史造就我国猪鸡养殖双龙头

（一）发展历史悠久，一体化经营模式成熟

温氏股份创立于 1983 年，是一家以畜禽养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧企业集团，2015 年成功登陆创业板。此后，公司于 2019 年收购江苏京海禽业集团有限公司 80% 股权，并于 2020-2023 年以购买股权、增资等形式共计取得河南省新大牧业股份有限公司 88.2% 股权。截至 2022 年底，温氏股份已在全国 20 多个省（市、自治区）拥有控股公司 403 家、合作农户（家庭农场）约 4.35 万户、员工约 4.9 万名。

公司主营业务是肉鸡和肉猪的养殖和销售，兼营肉鸭、奶牛、蛋鸡、鸽子的养殖及其产品的销售。同时，公司围绕产业链上下游，配套经营畜禽屠宰、食品加工、现代农牧设备制造、兽药生产、生鲜食品流通连锁经营、金融投资等业务。经过 40 年的发展，公司已成为我国生猪、黄羽鸡养殖双龙头。

表 1：公司发展历程

时间	主要事件
1983 年	温北英等七户八人自愿入股，共集资 8000 元，牵头创办了勒竹畜牧联营公司
1987 年	勒竹鸡场由内部自繁自育自销的养鸡体系，逐步向养鸡的社会化服务体系转移
1989 年	创立了“公司+农户”的模式
1992 年	勒竹鸡场与华南农业大学动物科学系签订长期技术合作协议
1994 年	温氏集团与新兴县食品公司签订联合创办新兴食品联营养鸡公司
1997 年	温氏集团进入养猪业
1999 年	温氏集团被广东省政府命名为“龙头农业企业”（首批 20 家农业龙头企业之一）
2001 年	奶牛存栏量达到 1000 多头
2002 年	上市肉鸡突破 100 万只，实际上市肉鸡 125 万只
2007 年	温氏集团总销售额超过 100 亿元人民币
2011 年	大华农在深圳创业板挂牌交易，成为云浮市第一家登陆资本市场的企业
2012 年	温氏集团成功改制成为广东温氏食品集团股份有限公司
2013 年	温氏集团年肉猪年上市量突破 1000 万头，连续 5 次获评“农业产业化国家重点龙头企业”
2015 年	温氏股份在深交所挂牌敲钟，成功登陆创业板
2018 年	温氏股份肉猪年上市量突破 2000 万头
2019 年	收购江苏京海禽业集团有限公司 80% 股权，资本驱动逐步增强
2020 年	以购买股权及增资的形式取得了河南省新大牧业股份有限公司 61.86% 股权
2022 年	通过增资将对新大牧业的持股占比提升至 66.54%
2023 年	新大牧业对赌失败，温氏股份获 2693.76 万股补偿，持股占比增至 88.2%

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

表 2：公司产业链

产业链	业务内容
畜禽繁育	温氏畜禽繁育业务包含鸡、猪、鸭、鹅、鸽等品种，建立了完善的育种技术体系和丰富的品种素材库。
畜禽养殖	温氏畜禽养殖业务以养猪、养鸡为主，养鸭、养牛、养鸽等为辅，主要采用“公司+家庭农场”模式，实行产业链全程管理的一条龙生产经营模式。
食品加工	温氏食品加工业务包含畜禽屠宰深加工和乳品加工，沿用传统的制作工艺，引进具有国际先进水平的生产线，严格按照食品标准进行加工，实行“规范生产、冷链运输、冷链销售”的现代化生产物流配送模式。

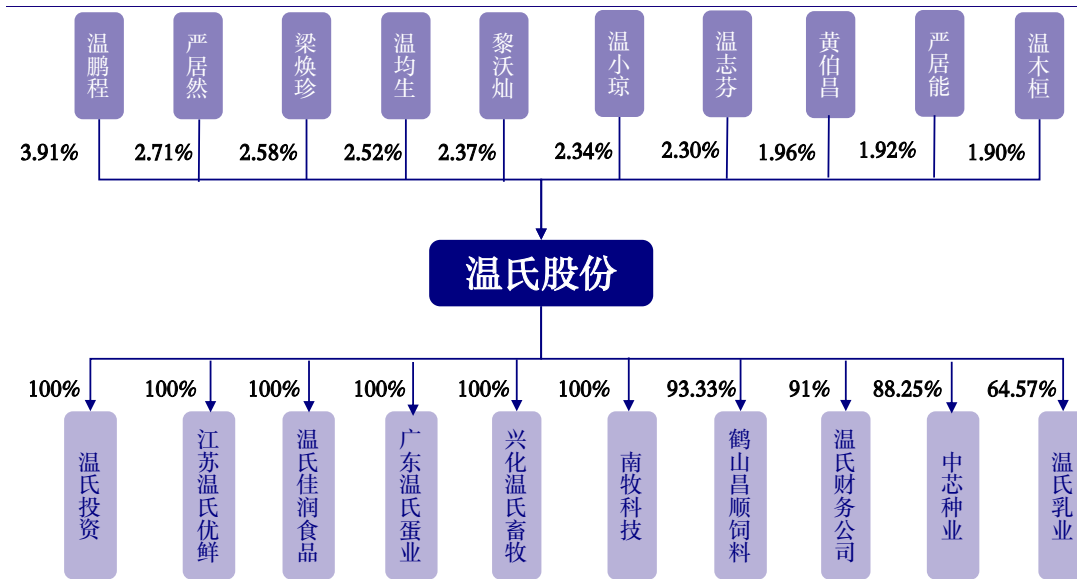
生鲜营销	生鲜食品连锁经营业务是温氏发展食品业务配套的连锁经营渠道，主要在国内一二线城市进行布局，定位在社区生鲜连锁、鲜肉批发业务。
金融投资	金融投资业务包括产业投资与并购业务以及财务投资业务，由专门从事资本运营管理机构——投资管理事业部负责投资管理。
农牧设备制造	温氏农牧设备业务整合全球畜牧设备资源，探索适合国内本土化的工厂化猪场建设方案，为客户提供养殖场规划设计、土建工程、设备制造与采购、物联网环境控制、环保处理、养殖服务等。
生物制药	温氏生物制药业务包括兽用生物制品、兽用药物制剂和饲料添加剂三大业务。

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

（二）股权结构较分散，实控人为温氏家族

公司股权结构整体较为分散，不存在单一持有 5% 以上股权的股东。截至 2023 年 9 月 30 日，公司前十大股东合计持股 24.51%，其中最大个人股东温鹏程持股 3.91%。公司具备合理完善的利益分配机制，大部分员工持有公司股票，公司决策较为集中。公司曾先后于 2018 年、2021、2023 年实行限制性股票激励计划，激励对象分别覆盖 2455 人、3645 人、4076 人，进一步增强了公司员工的凝聚力。

图1：公司股权结构（截至 2023.9.30）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 3：公司限制性股票激励计划情况

项目	内容
2018 年首期限制性股票激励计划	
成交价格	13.17 元/股
成交股数	9,348.28 万股，持股比例 1.79%（截至 2018 年 4 月 27 日）
授予对象	2,455 人（高管 12 人，中高层管理人员、核心业务人员及专业人才等 2,443 人）
2021 年第三期限制性股票激励计划	
成交价格	9.06 元/股
成交股数	25,680.23 万股，持股比例 4.028%（截至 2021 年 6 月 1 日）
授予对象	3,645 人（高管 20 人，中层、基层管理人员及核心技术骨干人才等 3,625 人）
2023 年第四期限制性股票激励计划	
成交价格	10.15 元/股
成交股数	18,510.90 万股，持股比例 2.82%（截至 2023 年 2 月 17 日）

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

授予对象 4,076 人（高管 5 人，中层、基层管理人员及核心技术人才等 4,071 人）

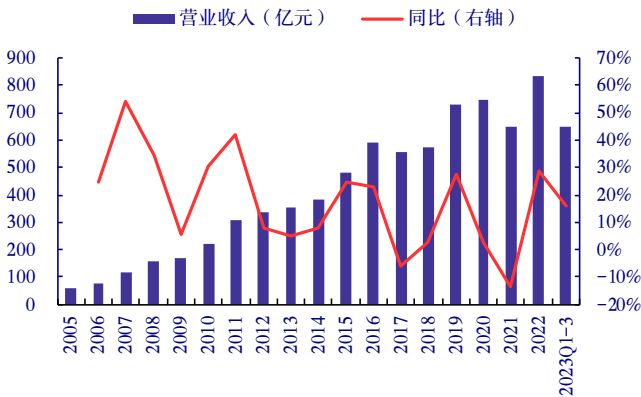
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）公司经营稳中求进，发展韧性十足

畜禽养殖双轮驱动，公司营收稳定增长。2005-2022 年公司营业总收入从 61.42 亿元逐步增长至 837.25 亿元，除 2017 年、2021 年分别下滑 6.23%、13.31%外，其余年份均实现正增长，2005-2022 年 CAGR 高达 16.61%。2023Q1-3 公司实现营业收入 647.03 亿元，同比增长 15.83%。根据公司业绩快报，23 年全年公司实现营业收入 899.18 亿元，同比+7.40%，主要源于公司肉猪销量的大幅增加。

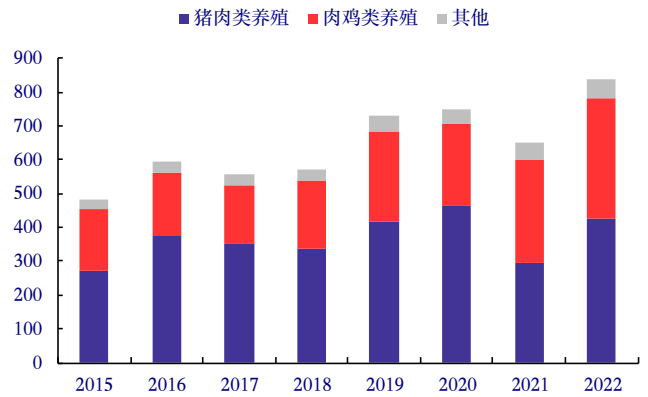
从营收结构来看，公司营收主要来自于猪鸡养殖业务，23H1 公司猪肉类养殖、肉鸡类养殖收入分别占总营收的 53.11%、40.86%，构成双主业双轮驱动。根据公司规划，未来公司将仍以猪鸡养殖业务为主，其中养猪业务（含屠宰）占比不超过总体业务的 60%，养鸡业务（含屠宰和熟食）不低于 30%。因此，当不同鸡、猪周期冲击行业生产经营时，公司经营策略将具有较大的回旋余地，叠加公司建立食品“原料-加工-销售”一体化全产业链管理体系的积极影响，有利于对冲行业周期风险，实现稳健经营，促进稳步发展。

图2：2005-2023 年前三季度公司营业总收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

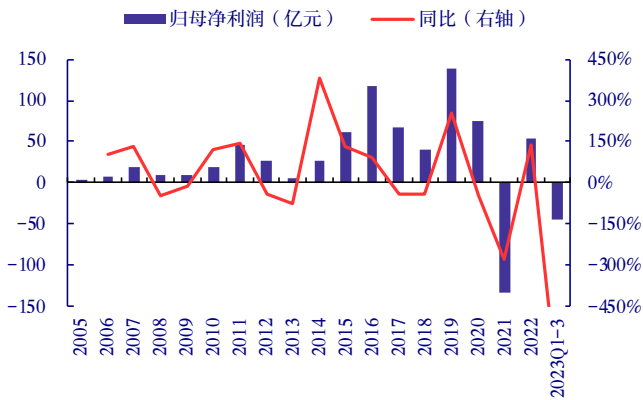
图3：2015-2022 年公司营收构成（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

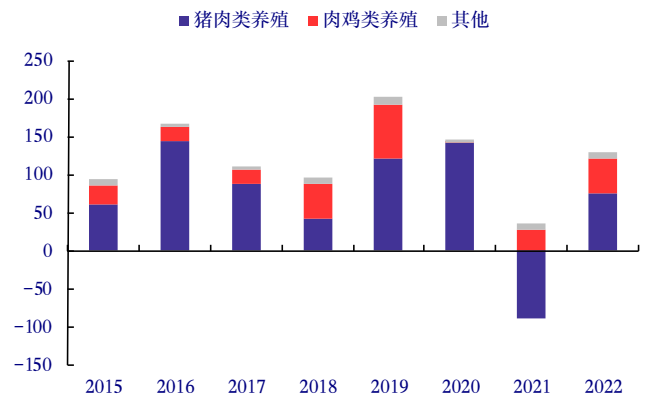
公司利润呈周期性波动，盈利能力领先同行。2005-2022 年，公司归母净利润从 3.81 亿元逐步增长至 52.89 亿元，CAGR 达 16.74%。其中 2005-2020 年，公司利润虽随周期波动较大，但始终保持盈利。2021 年出现大额亏损，主要原因是生猪价格处下行周期，叠加养殖成本上行，使得猪价显著低于成本。2022 年，公司归母净利润同比大幅增长 139.46%至 52.89 亿元。2023Q1-3，公司归母净利润为 -45.30 亿元，同比-760.77%。根据公司业绩快报，23 年全年公司归母净利润为 -63.29 亿元，同比-219.66%，主要系 23 年猪价走势低迷，公司生猪销售均价 14.81 元/kg，同比-22.26%；尽管公司养殖成本持续降低，但其下降幅度无法弥补产品价格下降幅度，因此拖累公司整体业绩。与同行相比，公司盈利能力具有优势。2023Q1-3，公司毛利率为 0.39%，净利率为-7.10%，在行业内处于较领先水平。

图4：2005-2023 年前三季度公司归母净利润



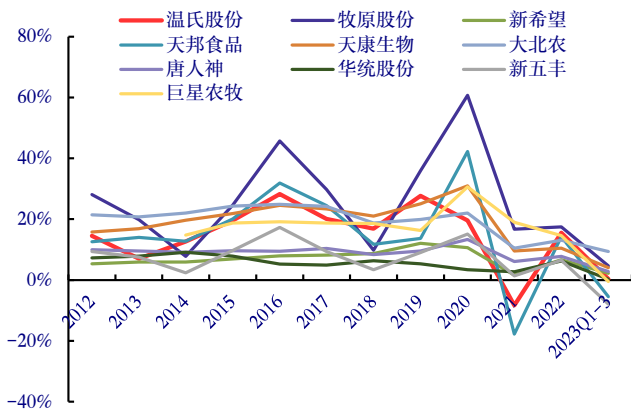
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：2015-2022 年公司毛利构成 (亿元)



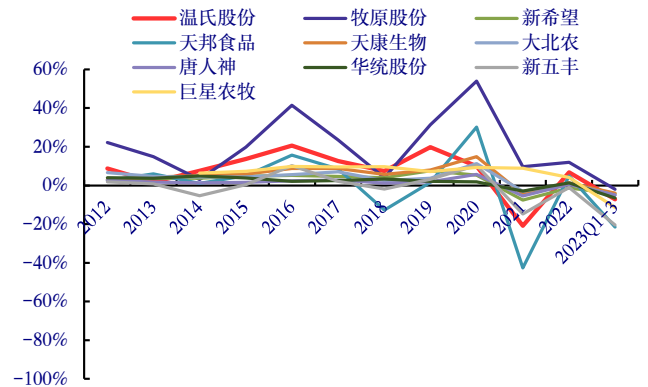
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：2012-2023 年前三季度同行毛利率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

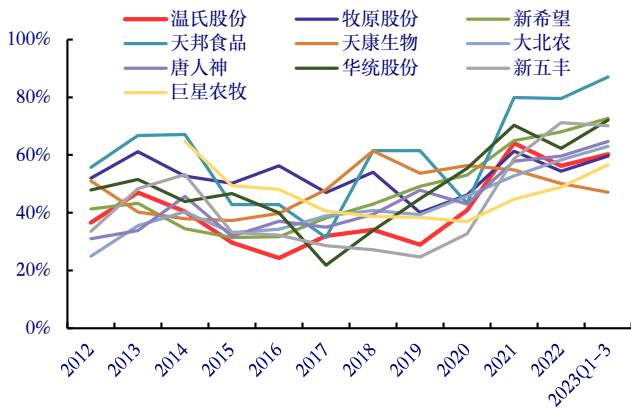
图7：2012-2022 年前三季度同行净利率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

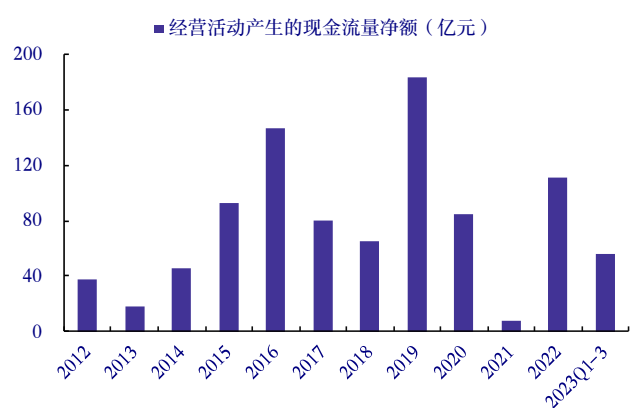
公司资产负债率维持较低水平，经营性现金流相对充足，为生产经营提供强力支撑。畜禽养殖属于劳动密集型和土地密集型环节。公司借助合作农户的人力和自有土地资源，不必投入过多资产，只需提供种苗、饲料、药物、技术服务和产品销售等关键技术的支持和服务，就能获得较为稳定的合作效益。2012-2020年，公司资产负债率基本维持在40%以内；2021年，由于公司为满足未来发展需求增加借款，资产负债率提升至64.10%；2022年和2023Q1-3，公司资产负债率回落至56.25%和60.31%。同时，公司经营性现金流相对充足，出现融资需求的年份较少。较低的资产负债水平和较好的现金流量一方面体现了公司稳健经营、风险可控的经营理念，另一方面也为公司后续生产经营的调整提供了一定的空间。

图8：2012-2023 年前三季度同行资产负债率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

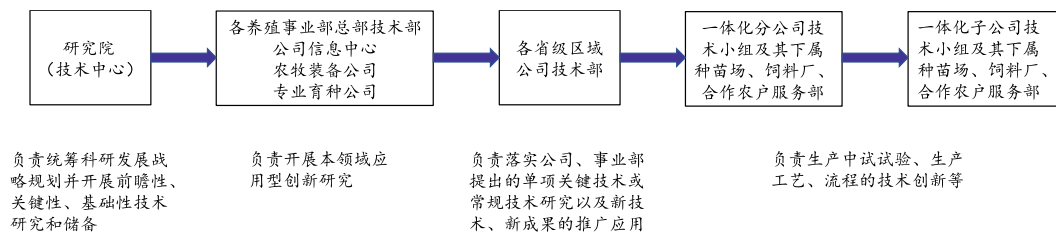
图9：2012-2023 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

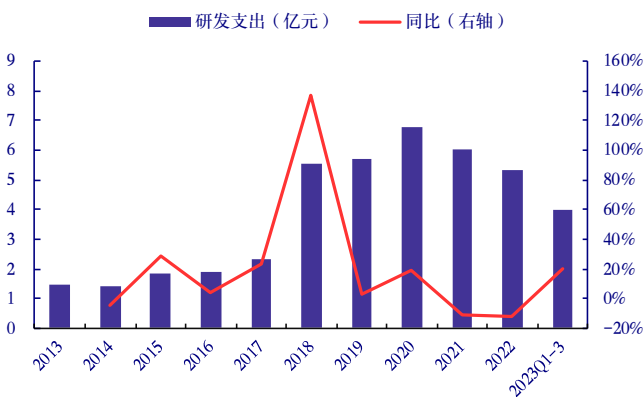
公司持续大力投入研发，五级研发体系显现成效。公司与华南农业大学、南京农业大学、中国农业大学、中山大学等多所院校建立了紧密型“产学研”合作关系，形成了以研究院（技术中心）为核心的五级研发体系。各级研发体系均配备相应的人才队伍，先进的实验室、实验设备和试验基地，研究成果直接在鸡猪育种、饲料营养、疾病防治和养殖环保等方面进行转化。2022 年，公司保持高研发投入，研发支出为 5.32 亿元，研发费用率为 0.64%，同比-0.29pct，处于行业领先水平。截至 2022 年底，公司已累计获国家级科技奖项 8 项，省部级科技奖项 78 项，畜禽新品种 10 个（其中猪 2 个，鸡 7 个，鸭 1 个），新兽药证书 49 项，拥有有效发明专利 205 项（其中美国发明专利 5 项）、实用新型专利 365 项，国家计算机软件著作权 101 项。

图10：公司五级研发体系示意图



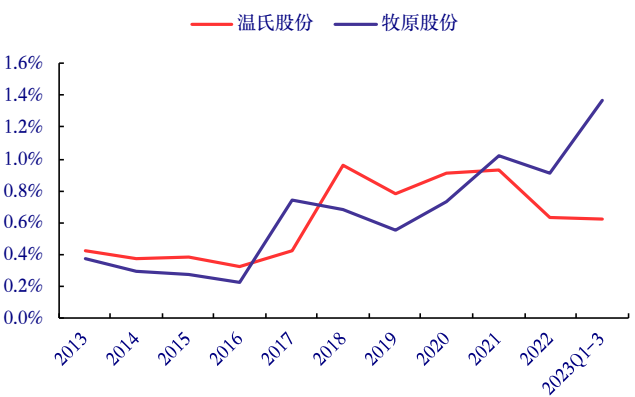
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：2013-2023 年前三季度公司研发支出及同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：2013-2023 年前三季度同行研发费用率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、生猪：价格趋势预期上行，盈利能力有望重回增长轨道

(一) 行业：24 年猪价前低后高，养殖规模化呈提升趋势

1. 能繁母猪存栏去化近 400 万头，24 年猪价前低后高

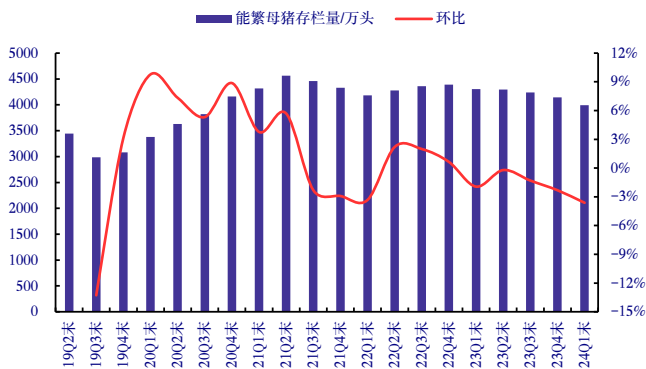
根据国家统计局公开数据，24Q1 末我国能繁母猪存栏量为 3992 万头，同比减少 314 万头，同比 -7.3%；环比 23 年末减少 150 万头，季度环比 -3.6%。与前期最近存栏高点相比（22 年末存栏 4390 万头），我国能繁母猪存栏连续 5 个季度下行，产能去化约 398 万头（-9.07%）。我们分两个角度观察供给端变化对猪价的影响：

- 1、单纯考虑能繁母猪存栏变化。观察 22-24 年上半年能繁母猪作用值基本在 4242-4448 万头之间，22H1、23H1 猪价半年均值分别为 15.08 元/kg、15.11 元/kg，基本意味着在此产能区间内的猪价均值在 15 元/kg 周围波动。24Q1 我国生猪均价约为 14.82 元/kg（发改委数据源），结合 24Q2 猪价好转趋势，那么 24H1 猪价均值符合前述规律。

同时观察 22-23 年下半年能繁母猪作用值分别为 4332 万头、4372 万头，对应猪价半年均值分别为 23.83 元/kg、15.61 元/kg。在产能作用值相差不大的情况下，猪价差异巨大，意味着背后有类似疫情、二育等其他因素在扰动。接着我们看 24H2 能繁母猪作用值为 4143 万头，相比于前两年同期减少达 200 万头左右，是近三年的最低位。同时结合 23 年末-24 年初非瘟等疫情的扰动，我们认为 24H2 猪价具备显著上涨动力。

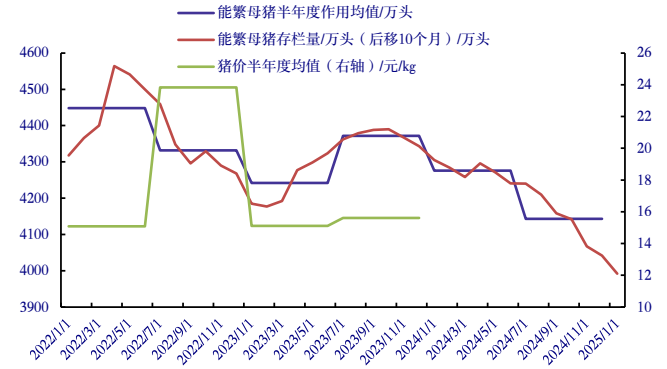
结合上述两个方面的观察，我们认为 **24H2 猪价显著优于 24H1**。

图13: 2024Q1 末我国能繁母猪存栏量为 3992 万头, 季度环比-3.6%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

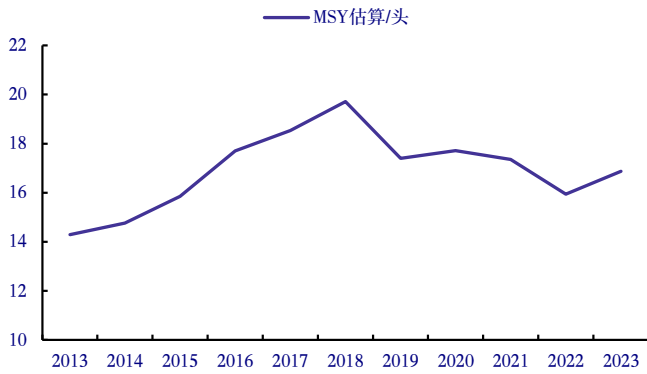
图14: 能繁母猪存栏量与猪价的潜在关系



资料来源：国家发改委，国家统计局，中国银河证券研究院

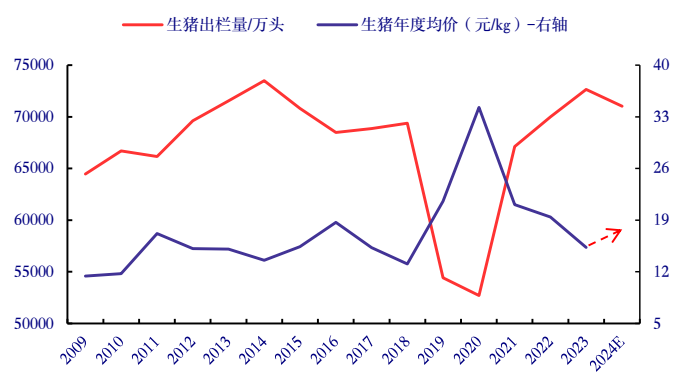
- 2、综合考虑能繁母猪存栏、MSY 变化。从逻辑角度出发，每年的育肥猪出栏量与猪价理论上呈现反向关系。据此我们试图得到 2024 年育肥猪出栏量，依赖两个指标：一是能繁母猪作用值，该值基于农业部、统计局公开数据测算，我们估算 24 年作用值约为 4210 万头；二是 MSY，通过年度生猪出栏量与当年度能繁母猪作用值相除得到，基于我们的数据源与计算方式得到 22、23 年 MSY 约为 15.94 头、16.87 头，同比分别为 -1.41 头、+0.93 头。22 年受相关疫情影响，养殖效率下行，类似的 24 年养殖效率亦将受到 23Q4 的疫情影响，因此，我们推算 24 年 MSY 难有显著增长。假设 24 年 MSY 维持 23 年水平，那么全年预期出栏量约为 7.1 亿头，同比 -1639 万头，对应 **2024 生猪年度均价将呈现同比提升**。

图15: 2023 年我国生猪 MSY 估算得到 16.87 头, 同比+0.93 头



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图16: 生猪出栏量与猪价的潜在关系

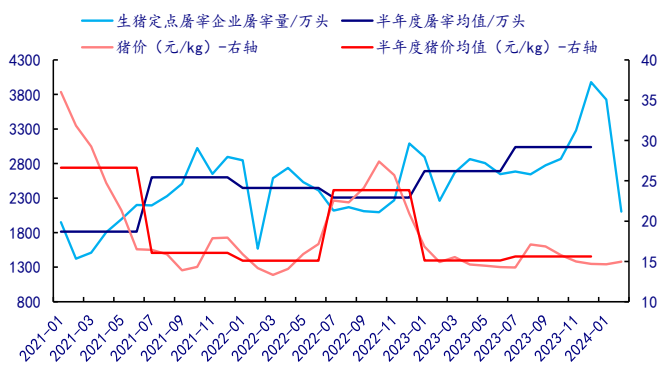


资料来源: 国家发改委, 国家统计局, 中国银河证券研究院

上述推论主要是基于部分前置指标而来, 此外, 我们认为屠宰量可以作为后验指标予以辅助。观察 21 年以来的 H1 半年度屠宰均值发现, 在半年度月均屠宰量高于 2448 万头时半年度生猪均价基本在 15-16 元/kg 之间波动; 而该值降至 2300 万头以下时, 价格弹性会显著。但受制于屠宰量数据的滞后性, 只能作为验证性指标。

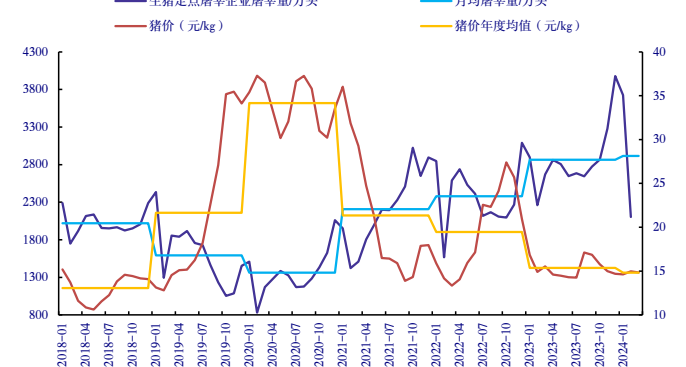
综合上述几个方面的探讨与分析, 我们认为 2024 年生猪全年均价同比呈提升趋势, 且 24H2 猪价显著优于 H1。

图17: 半年度生猪定点屠宰量与猪价的潜在关系



资料来源: 国家发改委, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图18: 年度生猪定点屠宰量与猪价的潜在关系



资料来源: 国家发改委, 国家统计局, 中国银河证券研究院

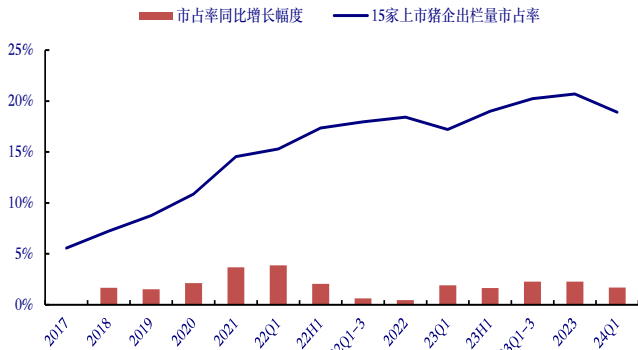
2. 生猪养殖行业集中度、规模化均处于持续提升阶段

2023 年国内生猪产能经历了一系列优化调整的过程, 全国生猪出栏量 72662 万头, 同比+3.81%。其中, 集团场整体呈现扩张趋势, 产能恢复较快。我们统计了 15 家上市猪企出栏量, 仅*ST 正邦、金新农同比下行, 合计出栏 1.5 亿头, 同比+16.57%, 是支撑全国生猪出栏量增长的主力。24Q1, 我国 15 家上市猪企合计出栏约 3677.4 万头, 同比+7.32%, 增速有所放缓。

自 2017 年以来, 我国生猪养殖行业集中度持续提升。2023 年、24Q1, 15 家上市猪企市占率分别约为 20.69%、18.9%, 同比+2.26pct、+1.68%。其中, 23 年牧原股份市占率达 8.78%, 处于绝对龙头地位; 温氏股份仅次于牧原, 23 年生猪出栏 2626.22 万头, 市占率约 3.61%, 同比增加+1.06pct。

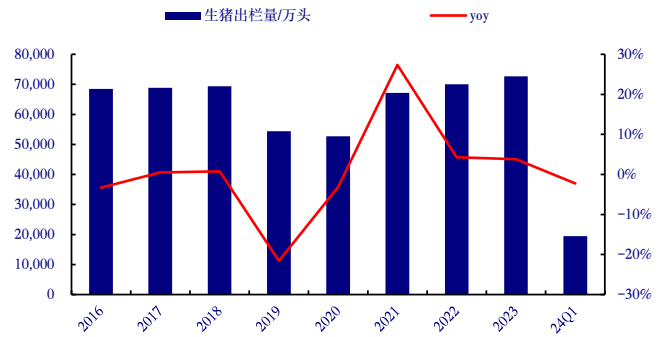
在规模化方面，根据农业部数据，23 年我国生猪规模化养殖比重预计达到 68%左右，同比+3pct，生猪生产效率和产业素质稳步提升。从户均出栏数来看，22 年我国生猪户均出栏 36.34 头，同比+2.9 头，处于持续提升阶段。在产能扩张和行业集中度不断提升的背景下，集团场和散户的竞争将更为激烈，集团场受益于供应链、技术、资金、标准化、抗风险等优势，有望享受自身规模扩张带来的潜在红利。

图19：2017-24Q1，15 家上市猪企市占率及变化幅度



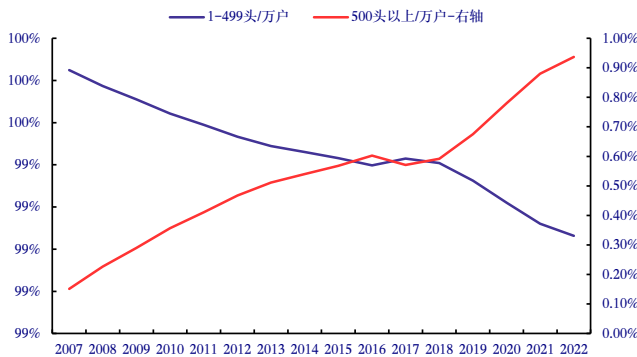
资料来源：公司公告，国家统计局，中国银河证券研究院

图20：2024Q1 我国生猪出栏 19455 万头，同比-2.23%



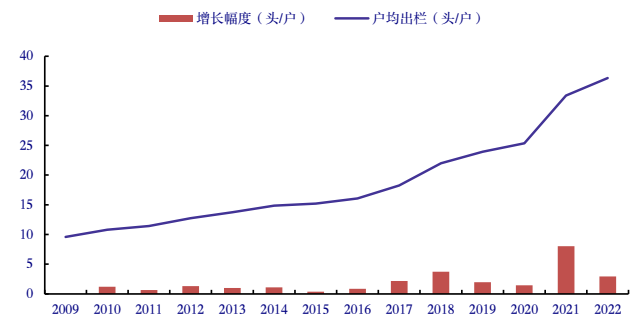
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图21：我国 500 头以上养殖场/户呈现快速提升趋势



资料来源：中国畜牧兽医年鉴，中国银河证券研究院

图22：2022 年我国生猪户均出栏 36.34 头，同比+2.9 头



资料来源：国家统计局，中国畜牧兽医年鉴，中国银河证券研究院

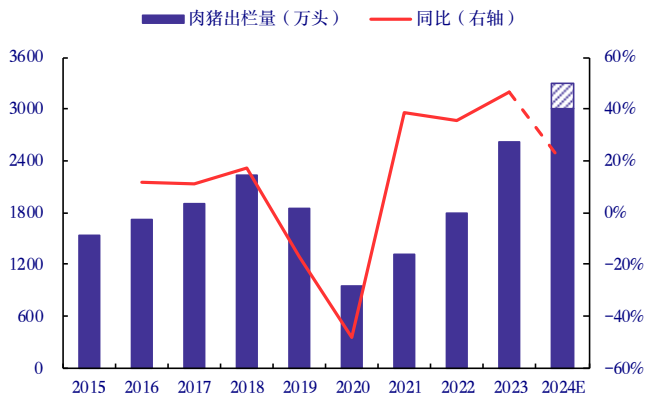
（二）市占率行业第二，24 年出栏预计 3000-3300 万头

2022 年以来公司生猪月度出栏量始终保持在百万头以上，出栏体重相对稳定。2015-2018 年公司肉猪出栏量由 1535.06 万头稳步攀升至 2229.70 万头，CAGR 达 13.25%。2019 年、2020 年公司肉猪出栏量分别降至 1851.66 万头、954.55 万头，分别同比-16.95%、-48.45%，增长态势中断。2021-2023 年，受非瘟疫情影响逐步减弱及行业龙头普遍扩产能的影响，公司肉猪出栏量分别达 1321.74 万头、1790.86 万头和 2626.22 万头，同比+38.47%、+35.49%、+46.65%，保持高速增长。从出栏体重来看，2018 年至今公司生猪出栏体重多数落在 230-250 斤区间。公司以正常生产进度出栏，出栏进度较为均衡。根据公司公告显示，公司肉猪有效饲养能力已提升至 3500 万头左右，2024 年公司规划出栏 3000-3300 万头，预计同比保持 20%左右增长。

从市占率来看，公司行业龙头地位稳固。2019 年之前，公司在生猪养殖行业市占率排名第一。2019 年之后，牧原股份发展势头强劲，于 2020 年市占率赶超温氏股份。2023 年公司生猪出栏市占率为 3.61%，同比+1.06pct，自 2020 年以来保持持续增长态势；23 年市占率仅次于牧原股份，居行业第二，龙头地位较为稳固。

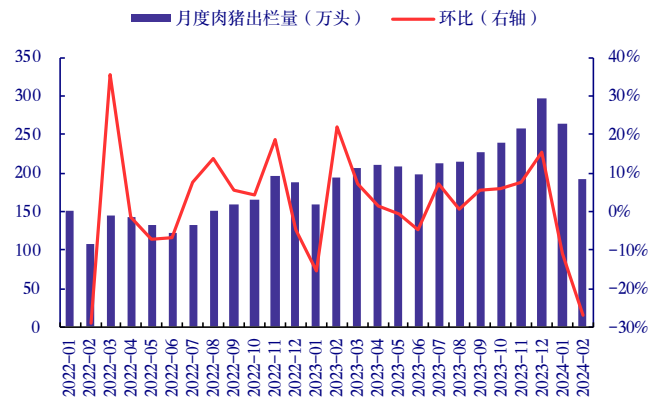
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图23：2015-2024E 公司肉猪出栏量及其同比



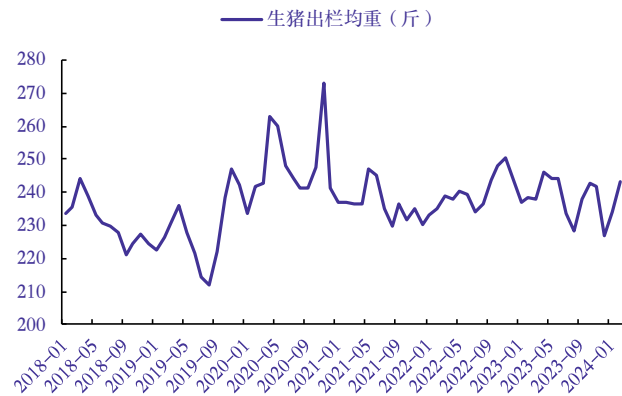
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图24：2022 年至今公司月度肉猪出栏量及其环比



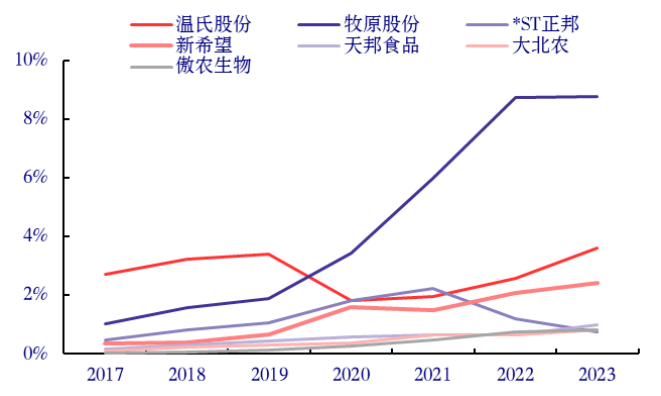
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图25：2018 年至今公司生猪月度出栏均重（斤）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：2017-2023 年部分上市猪企市占率变化



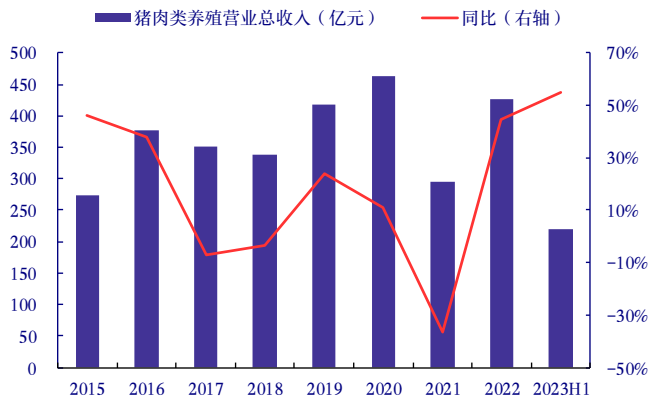
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）降本控费成效已现，盈利能力有望重回增长轨道

追溯公司生猪业务发展历程，2018 年之前公司处于国内生猪养殖行业的绝对龙头地位。2018 年 8 月起非洲猪瘟的大规模爆发对我国生猪养殖行业内各企业均造成严重打击。2019-2020 年在新冠肺炎疫情叠加非洲猪瘟疫情的双重影响下，公司经历出栏量收缩、猪价历史高位的过程。2021 年伴随猪价高位下行，公司生猪养殖毛利为-89.63 亿元，同比-163.23%，出现 2015 年以来的首次大额亏损。2022 年公司生猪养殖业务扭亏为盈，实现营收 426.42 亿元，同比增长 44.58%；毛利 74.4 亿元，同比大幅增长 183.01%。

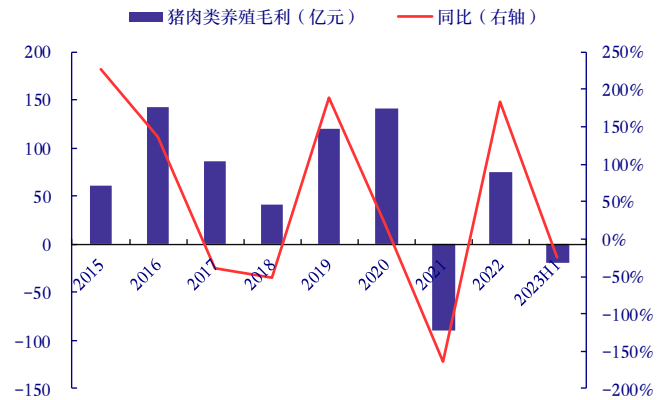
2023H1 公司猪肉养殖业务营收为 218.80 亿元，同比+54.89%，在公司肉猪销量增加的影响下实现持续增长。根据公司公告，受猪价低迷影响，23 年全年公司肉猪养殖业务约亏损 55-58 亿元。未来考虑公司养殖成绩提升、养殖成本下行，叠加后续猪价好转预期，公司生猪业务盈利能力有望回暖；对于公司来说，其中可控的关键要素之一是生猪养殖成本，下文将对此展开讨论。整体来说，公司生猪养殖综合成本逐步回归非瘟前，降本控费利好业绩提升。

图27：2015-2023H1 公司猪肉类养殖业务营收及其同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图28：2015-2023H1 公司猪肉类养殖业务毛利及其同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

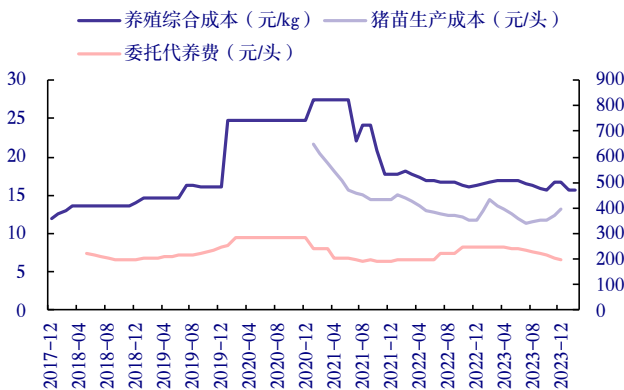
公司多渠道降本增效，肉猪养殖成本基本回归正常水平。根据公司公告，完全成本=猪苗成本+饲料成本+药物成本+代养费用+三费（财务、管理、销售），综合成本=完全成本+其他盈亏（母猪死淘成本+相关计提事项）。

（1）从成本的构成来看，根据公司公告内容，公司肉猪养殖完全成本中，猪苗成本约占 20-25%，饲料成本约占 50-60%，药物成本约占 2%左右。

（2）从成本的变化来看，非瘟前公司综合成本约为 12 元/kg，完全成本约为 11.6-11.8 元/kg。2018Q4，综合成本缓慢上升至 13.4-13.6 元/kg，完全成本为 11.8 元/kg。2019Q2，综合成本继续抬升至 14.55 元/kg，完全成本约为 13.0-13.2 元/kg。2020 年，受高价外购猪苗大比例出栏、产能利用率较低分摊固定成本等影响，全年完全成本大幅增长至 22.5 元/kg。2021 年 5 月起，公司暂停外购猪苗，高价外购猪苗的影响逐月下降，猪苗成本自 21 年年初的 650 元/头持续下降至 23 年 10 月的 350 元/头，成为推动养殖成本下降的主要动力。受益于疫病防控效果较好、生产较为稳定、生产成绩稳步提升等原因，23 年全年公司肉猪养殖综合成本约 16.6-16.8 元/kg，同比-0.6 元/kg 左右。24 年 2 月公司综合成本已降至约 15.6 元/kg，较 1 月呈现下行走势；公司公告 24 年全年综合成本目标为 15-15.6 元/kg。

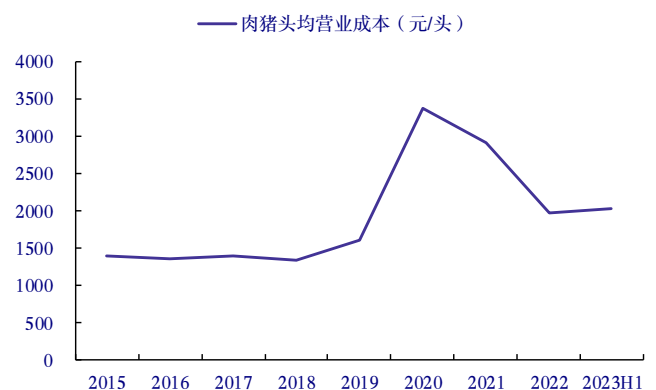
（3）从成本的区域离散度来看，23 年以来各区域单位间的成本差异逐渐缩小，24 年 2 月综合成本控制在 16 元/kg 以下的单位已达 11 个。在多重降本增效举措的影响之下，公司养殖成本正逐步回归非瘟前水平。

图29：2018 年至今公司生猪养殖成本



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院估算

图30：2015-2023H1 公司肉猪头均营业成本



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）种猪结构持续优化，养殖效率显著提升

在疫情防控常态化的行业新形势下，公司大力推动管理和组织变革，持续优化种猪结构，目前公司的母猪生产性能已恢复至较好水平，养殖效率显著提升。以下我们从生猪养殖的不同阶段（待配母猪-母猪产仔-仔猪育肥上市）来分别分析公司养猪效率各项指标的好转情况。

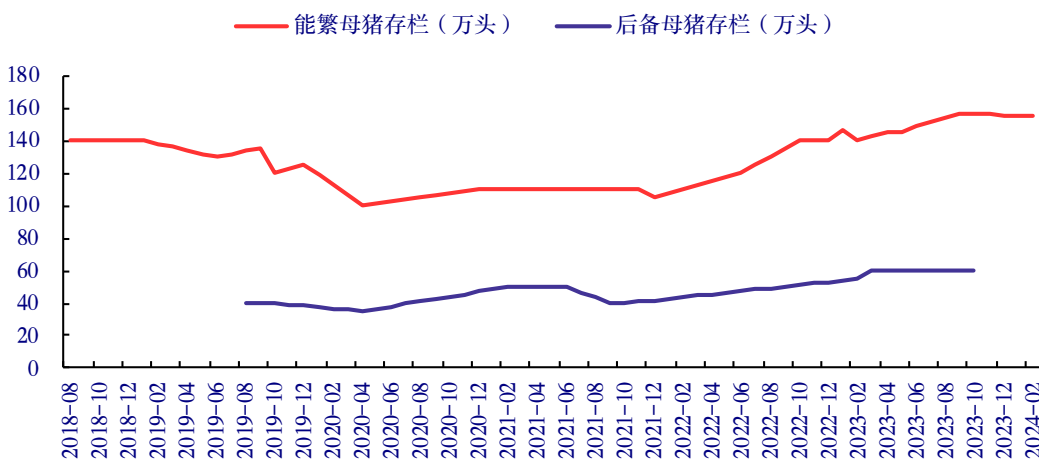
1. 待配母猪阶段

从种猪的繁育模式来看，公司研究的“三系杂交配套”种猪生产模式繁殖性能优、制种速度快、成本低。公司目前主要采用生产“二元杂”和“三系杂交配套”相结合的种猪生产模式，占公司父母代能繁母猪群总体超 90%。不同于社会上所指的“三元母猪”（即二元杂母猪和终端父本杂交生产的母猪。其生长速度快、料肉比低、瘦肉率高，一般作为肉猪育肥，但繁殖性能较二元母猪下降较多，不宜作种猪使用），公司的“三系杂交配套”种猪生产模式已有 10 余年的研究历史，通过研究、选育和配套筛选，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。同时，公司目前的能繁母猪主要集中于 4 胎以内，整体胎龄较低，供种能力强。

从母猪供应能力来看，公司能繁母猪储备充足，自供能力显著提升。非瘟前，公司能繁母猪存栏量约在 140 万头水平。此后 2018 年在非瘟的影响下，公司主动淘汰部分受威胁母猪，能繁母猪存栏量持续下行，至 2021Q3 降至 100-110 万头，且存栏母猪的整体生产性能也有所下降。2021 年 5 月，公司暂停外购猪苗，及时将养猪业复产达产的工作重心从追求母猪数量调整到持续优化母猪结构上来，着力打造高效种猪场，增加高效能繁母猪供应量。部分父母代种猪场建成了后备母猪扩繁线，形成种猪场父母代种猪自循环生产系统，降低种猪场因频繁引种所产生的生物安全风险，并通过“三系杂交配套”种猪生产模式加快补充母猪。

22 年以来，公司工作重心从种猪数量提升调整至种猪质量提升。截至 24 年 2 月，公司能繁母猪存栏规模达 155 万头，相比 23 年年初约增加 10 万头，后备母猪较为充足。公司初步计划 24 年年末能繁母猪存栏目标为 160-165 万头。另外，从母猪自供能力来看，2022 年外购占新增的比重已大幅降至 0.53%，同比变动-17.89pct，公司母猪自供能力大幅提升。

图31：2018 年至今公司能繁母猪存栏量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院估算

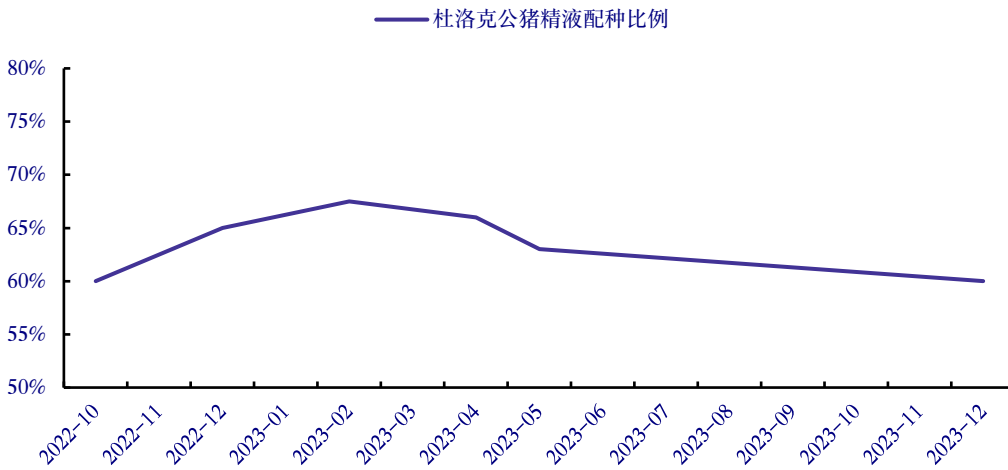
表 4：公司种猪业务生产性生物资产

账面原值（亿元）	2020 年	2021 年	2022 年	同比变动
1、期初余额	35.34	88.73	64.40	-27.42%
2、本期增加金额	145.27	58.95	49.15	-16.62%
(1) 外购	51.92	10.86	0.26	-97.61%
(2) 自行培育	90.87	48.09	48.88	1.64%
3、本期减少金额	91.88	83.28	45.91	-44.87%
4、期末余额	88.73	64.40	67.64	5.03%
外购占新增的比重	35.74%	18.42%	0.53%	-17.89pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

在配种阶段，公司杜洛克公猪精液配种比例有望逐步恢复至非瘟前水平。杜洛克是我国引进的国外优良种公猪品种之一，具有四肢健壮、肉质优良、瘦肉率高等特点，在我国作为现代商品猪的终端父本被广泛使用。2022 年 10 月，公司的杜洛克公猪精液在配种中的使用比例约为 60%；2022 年年底，该比例提升至 60-70%；2023Q1 该比例继续提升至 65-70%；此后该比例有所回落，至 23 年年底达 60%。预计未来公司杜洛克公猪精液配种比例有望逐步恢复至非瘟前水平。

图32：2022-2023 年公司杜洛克公猪精液配种比例

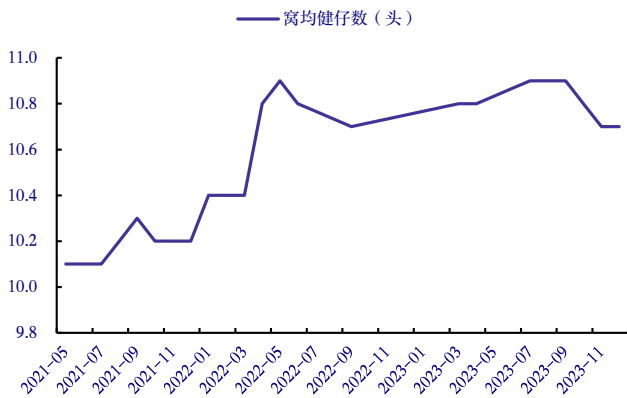


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 母猪产仔阶段

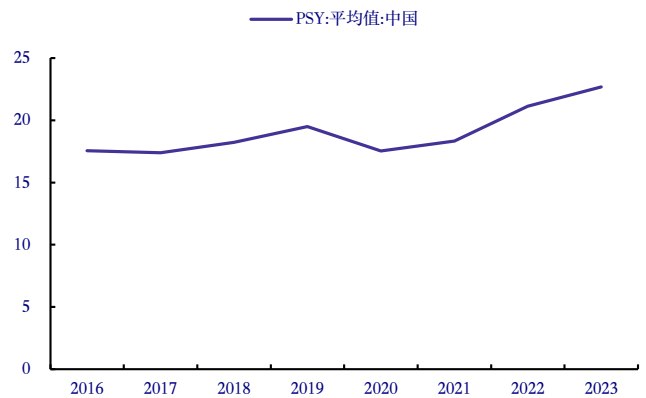
在母猪产仔阶段，公司的窝均健仔数、PSY 等母猪生产指标不断提升。公司的窝均健仔数自 2021 年的 10.1-10.3 头持续提升至 23Q4 的 10.7 头，已经恢复到非瘟前水平（2017 年全年窝均健仔数为 10.7 头，单月最高水平为 10.9 头）。PSY 指标（即每头基础母猪每年所能提供的断奶仔猪头数，公司计算公式为 $PSY = \text{断奶仔猪数} / \text{基础母猪数}$ ）也出现提升趋势，自 2022Q1 的 20 头提升至 23Q4 的 22.4 头，逐渐向非瘟前 24-25 头的 PSY 水平恢复。

图33：2021-2023 年公司窝均健仔数



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院估算

图34：2016-2023 年我国生猪养殖行业 PSY 均值



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

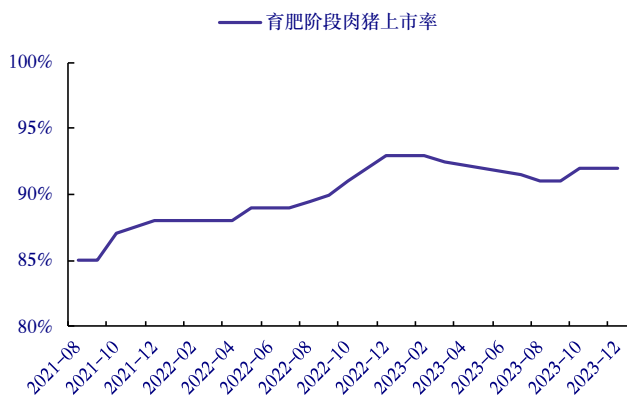
3. 仔猪育肥出栏阶段

在仔猪育肥出栏阶段，育肥上市率稳中有升，料肉比显著下降。公司育肥上市率（从断奶仔猪投放给农户到育肥出栏阶段的成活率）自 2021 年 9 月的 85%持续提升，保持在较高位置，至 2023 年 3 月超 92%，此后稳定在 92%左右，有望逐步回升至非瘟前 94-95%的水平。

全程上市率（从仔猪出生到育肥出栏阶段的成活率）可以用“全程上市率=（1-产保死淘率）×育肥上市率”来大致估算。由于公司的产保死淘率已从 2019 年超过 10%的水平降至 2022 年的 7%左右，基本恢复到非瘟前 5-6%的水平，因此公司的仔猪全程上市率也呈现明显提升趋势。

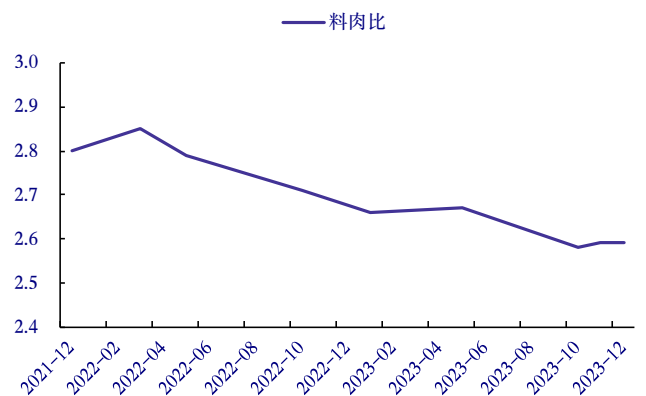
从料肉比来看，公司料肉比自 2022 年开始持续下降，已从 2022Q1 的 2.85 降至 2023Q4 的 2.59，达近两年最低水平，逐渐接近非瘟前的 2.45 水平，有助于公司进一步降低成本、提升猪场效益。

图35：2021-2023 年公司育肥阶段肉猪上市率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图36：2021-2023 年公司生猪养殖料肉比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（五）以“公司+农户”为核心，养殖模式持续升级

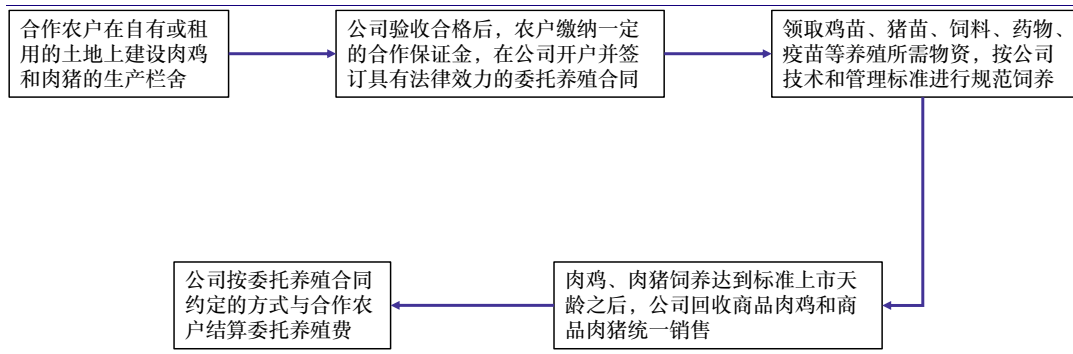
公司养殖模式的核心是“公司+农户”轻资产模式，是公司持续增长的主要驱动力之一。1986 年起，公司开始发展合作养鸡户，1989 年在业内首创“公司+农户”养殖模式；此后公司于 1997 年进入养猪业，并将“公司+农户”模式的经验复制到养猪业中。该模式具备以下特色和优势：

1) **专业化程度高**。公司具备种苗、饲料和兽药等复杂工艺和技术的研发及生产能力，合作农户具备人力、自有土地资源和生产积极性，双方的专业化分工大大提高了生产效率和效益。

2) **与市场对接能力强**。合作农户交付达到上市天龄的畜禽产品给公司统一销售，避免单一农户自主销售“散、乱、弱”的局面，公司通过规模优势提高与市场的对接能力和议价能力；同时由于公司根据委托养殖合同约定，与合作农户保价结算，有效隔离了市场价格波动向合作农户传导。

3) **管理体系完善规范**。公司建立“五统一”的管理标准（统一品种、统一防疫、统一进苗、统一用料和统一销售），严格控制种苗、药物、疫苗、饲料等原料物资的质量和成本，确保产品质量和食品安全，减少中间交易时间和内耗，提高养殖一体化产业链周转效率。

图37：温氏股份“公司+农户”模式示意图

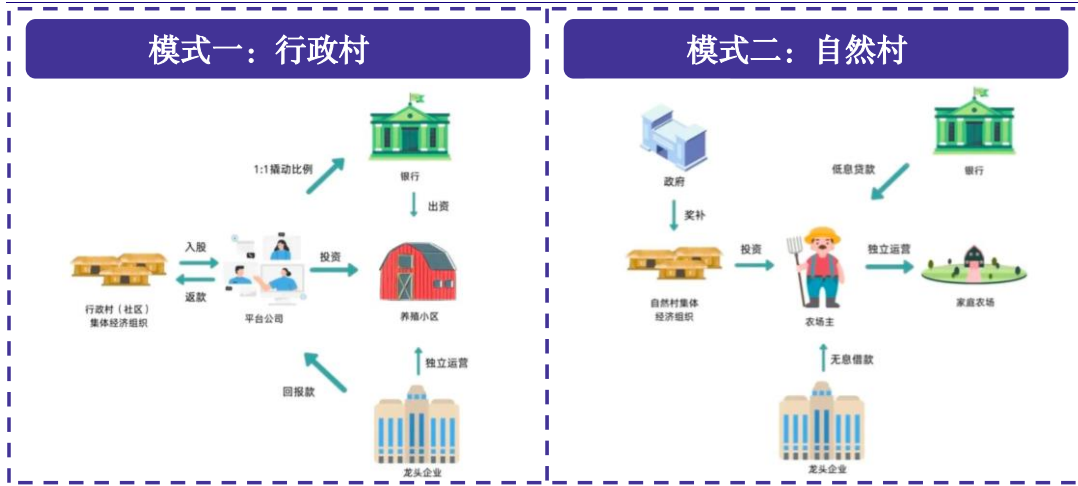


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

自 2017 年起，公司养殖模式逐步由“公司+农户（或家庭农场）”升级至“公司+现代养殖小区+农户”模式，通过探索“政银企村”模式打造共富产业链。公司最早于 2017 年开始在养禽业务上探索“公司+现代养殖小区+农户”模式，于 2020 年开始在养猪业务上应用，并自 2021 年起大力推广。该模式是指由公司负责整个养殖小区的租地，统一做好“三通一平”（通水、通电、通路和平整土地）、建设规划和经营证照的办理等工作，并通过多种形式与农户开展合作的模式。在该模式下，通过配备自动化养殖设备和专业化服务队伍，每栋猪舍只需 2 人即可完成 1000 头肉猪的饲养、环保处理和后勤工作，极大地提高了生产效率。公司测算“公司+现代养殖小区+农户”模式的应用在成本控制上具有优势，可使养鸡业务节省 0.5 元/只、养猪业务约节省 75-100 元/头。根据公司规划，未来公司新增养殖资源中“公司+农户（或家庭农场）”模式和“公司+现代养殖小区+农户”模式约各占 50%。

在建设现代养殖小区的方式上，公司积极探索适应新时代乡村组织化发展需求的“政银企村”模式，致力于以产业振兴助推乡村振兴，打造共富产业链。“政银企村”共建模式是指通过政府、银行、企业、村集体（农户）四个主体共建养殖场，按照行政村和自然村分别对应两种模式：（1）行政村入股平台公司，与银行 1:1 配股投资建设养殖小区。小区由农业龙头企业租赁并运营。养殖小区盈利的 10% 归平台公司所有，剩余部分扣除折旧后分给行政村。（2）政府奖补自然村，自然村与银行融资给农场主。龙头企业提供养殖技术，收益支付给农场主和村集体。2022 年，温氏股份参与的“政银企村”共建养殖小区建成 16 个，项目投资 5.6 亿元；投产小区每年带动 522 个村级集体组织年经营性收入超 15 万元。

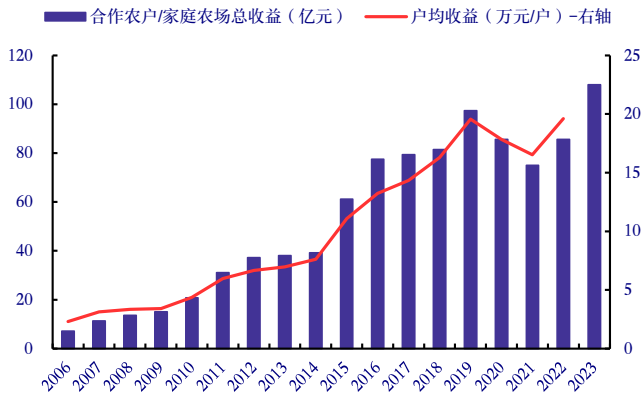
图38：“政银企村”共建养殖小区模式示意图



资料来源：温氏股份公众号，中国银河证券研究院

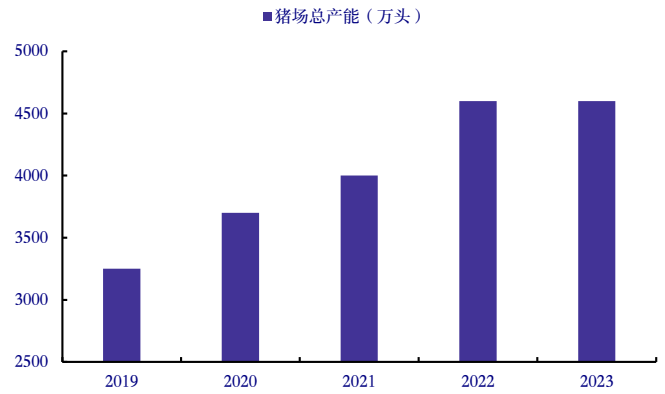
养殖模式的迭代升级有利于增厚农户收益，提升公司猪场总产能。随着公司养殖模式的不断迭代升级，一方面，公司合作农户收益显著增加，2006-2022年，公司合作农户/家庭农场数量自3.1万户增加至4.37万户，养殖总收益自7.12亿元上升至85.67亿元，户均收益自2.3万元/户提升至19.6万元/户；2023年公司4万多户合作农户合计养殖收益超100亿元。另一方面，公司猪场总产能得到显著提升，2019年公司猪场总产能约为3000-3500万头，至2022年猪场总产能已达4600万头。肉猪有效饲养能力也从2021年的2400万头提升至2023年的3500万头左右。

图39：2006-2023年公司合作农户/家庭农场收益情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

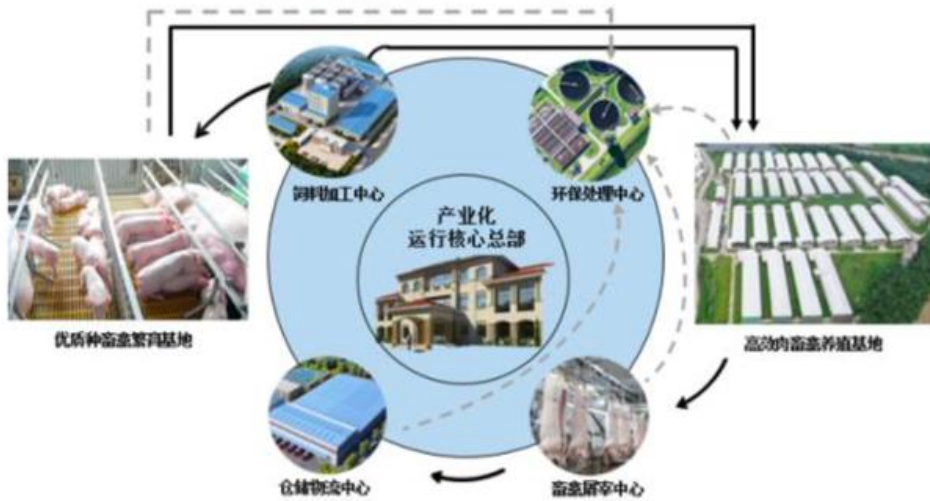
图40：2019-2023年公司猪场总产能



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

随着经济和行业的进步，未来公司养殖模式将继续向“公司+现代产业园区+职业农民”模式迭代。“公司+现代产业园区+职业农民”模式是指公司将畜禽养殖、加工、分销等功能集聚联合发展，形成养殖-屠宰-食品加工-分销一体化产业链，目前初步规划按照年产优质生猪50-100万头（或肉鸡6000-10000万只、水禽3000-5000万只）的规模标准进行规划设计。公司合作农户的养殖生产效率和效益不断提高，公司管理更加精细、高效和规范，通过生产模式的持续升级，养殖产业链整体周转率将更高，综合成本将进一步降低。

图41：公司现代农业产业园（区）示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

此外，公司围绕养殖优势区域积极布局屠宰加工业务，利好盈利能力提升。公司自 2018 年起布局生猪屠宰业务，延伸产业链，有助于公司平抑猪周期波动，获得产业链各环节的利润。公司生猪屠宰加工业务现已组建好专业团队，并在集团层面成立了佳润肉食独立经营单元。未来公司将逐步围绕公司养殖优势区域布局屠宰加工项目，在国内核心、中心城市布局分销中心，以打通产业链上下游，扩展销售渠道。公司生猪屠宰业务标准化水平在业内领先，在农业农村部公示的 2023 年农业高质量发展标准化示范项目（生猪屠宰标准化建设）示范单位名单中，公司下属 2 个单位（江苏淮安温氏晶诚食品有限公司、江西赣州温氏晶鸿食品有限公司）榜上有名。

公司年屠宰产能达 400 万头，在建项目助推产能持续释放。22 年公司佳润肉食共屠宰生猪 93.3 万头，同比增加 50%。23 年年底，云南曲靖晶宝公司第一期项目投产，建有 2 条国内先进的智能生猪屠宰线、3 条智能分割线、500 万吨冻猪肉冷藏库，可实现 100 万头生猪年屠宰量及 30 万头白条分割产能，标志着公司生猪屠宰加工业务正式进入西南市场。截至 24 年 3 月，公司共有 4 个生猪屠宰项目投入运营，合计年屠宰产能约 400 万头；另外公司还有 3 个生猪屠宰在建项目，设计年屠宰产能合计约 300 万头。

图42：公司下属 2 个生猪屠宰项目上榜 2023 年农业农村部高质量发展标准化示范项目

序号	省份 (含兵团)	生猪屠宰企业名称
6	江苏	淮安温氏晶诚食品有限公司
11	江西	赣州温氏晶鸿食品有限公司

资料来源：温氏股份公众号，中国银河证券研究院

三、黄羽鸡：价格潜在弹性叠加成本下行，盈利能力提升可期

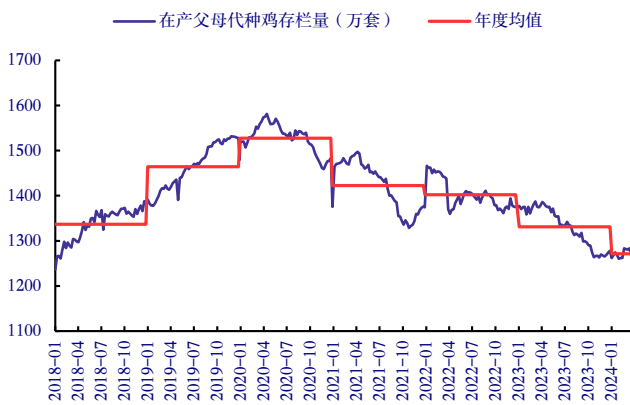
（一）行业：黄鸡产能端低位徘徊，价格具备上行潜力

1. 父母代产能历史低位叠加猪价预期向好，鸡价弹性可期

根据中国畜牧业信息网数据，从父母代存栏角度看，24年3月24日在产+后备存栏约为2115.79万套，其中在产父母代存栏约为1269.06万套，产能处于18年以来的最低位区间；后备父母代存栏约为846.73万套，亦处于刷新历史低位状态，意味着后续在产父母代存栏暂时不存在显著上涨的动力，黄鸡供给端可持续保持低位状态。

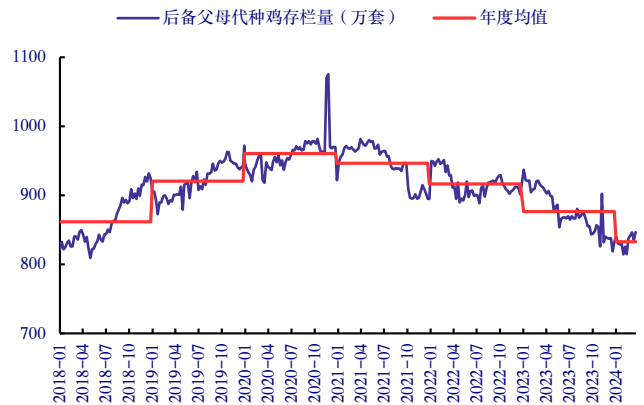
通过养殖节奏推断，我们将当前在产父母代存栏量与8周以后的商品代毛鸡价格进行比对，发现部分时候存在负相关关系，同时我们也需要考虑生猪价格对黄鸡价格的影响（比如22H2期间猪价对黄鸡价格的带动作用）。对于2024年来说，生猪价格存在前低后高的走势，那么对于黄鸡价格亦存在带动作用，叠加考虑供给端历史低位状态，我们看好后市鸡价的弹性。

图43：18年至今我国黄鸡父母代在产存栏情况



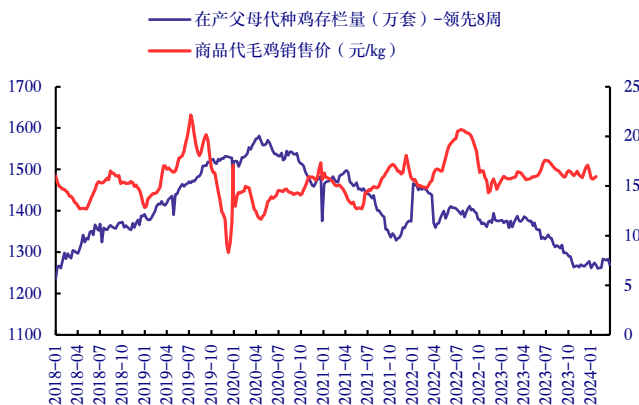
资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

图44：18年至今我国黄鸡父母代后备存栏情况



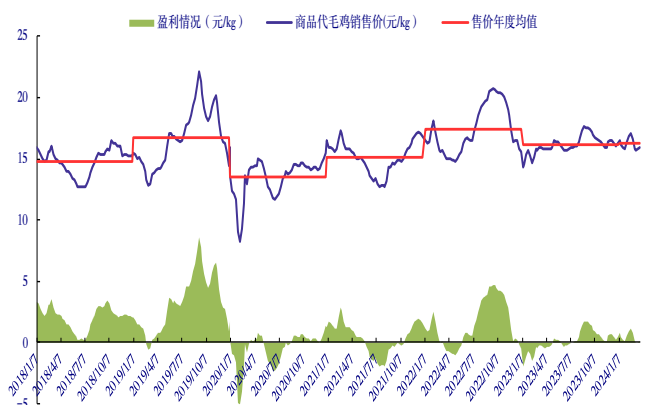
资料来源：中国畜牧业协会，银河证券研究院

图45：在产父母代存栏量与8周后的商品代毛鸡价格的潜在关系



资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

图46：24年3月24日黄鸡周度均价为15.96元/kg，单位盈利0.15元/kg

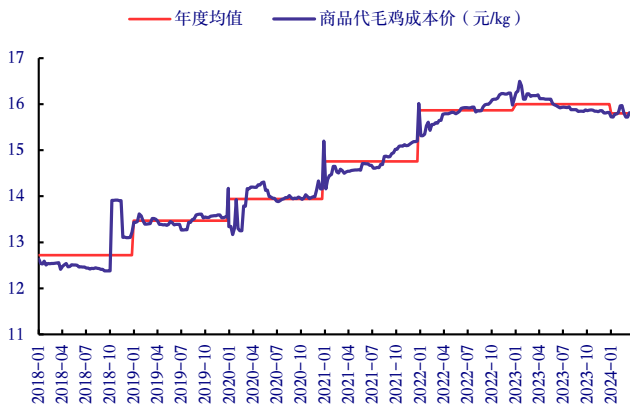


资料来源：中国畜牧业协会，银河证券研究院

24Q1 毛鸡价格同比上行，成本端存下行预期。根据中国畜牧业协会数据，2023 年我国黄羽鸡商品代毛鸡均价约为 16.1 元/kg，同比-7.42%。23 年 Q1-3 商品代毛鸡价格呈震荡上行态势，至 8 月 27 日达 17.6 元/kg，单位盈利为 1.72 元/kg；随后毛鸡价格震荡下行至 24 年 3 月 24 日的 15.96 元/kg。同来看，24Q1（前 12 周）商品代毛鸡销售均价为 16.22 元/kg，较 23 年同期上涨 5.84%（协会数据）。

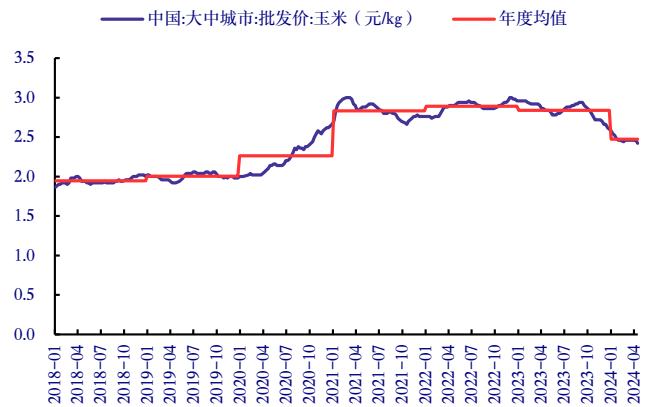
成本层面，受上游豆粕、玉米等原材料价格高位影响，23 年黄鸡养殖成本高位震荡略有下行，由年初的 16.25 元/kg 震荡调整至 12 月 31 日的 15.82 元/kg，下行幅度为 0.43 元/kg。黄羽鸡商品代毛鸡养殖于 23 年 7 月中旬以来扭亏为盈，此后基本保持盈利，24 年 3 月 24 日单位盈利为 0.15 元/kg。综合考虑黄羽鸡毛鸡价格预期上行叠加成本端压力减小，黄羽鸡盈利能力或将得到显著提升。

图47：18 年至今我国黄鸡商品代毛鸡成本走势及年度均值



资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

图48：18 年至今我国玉米批发价走势及年度均值



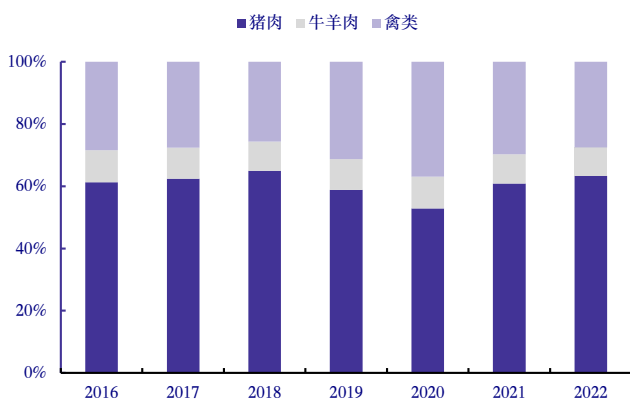
资料来源：国家发改委，银河证券研究院

2. 人均禽肉消费量占比震荡，黄鸡消费市场存扩容预期

2016-2020 年，我国人均禽肉消费量占肉类总消费的比重自 28.4%提升至 36.9%。2021-2022 年，受新冠疫情影响，禽肉主要消费渠道团膳、快餐等受到较大影响，22 年我国人均禽肉消费量为 11.7kg，占比回落至 27.5%，尚有较大提升空间。

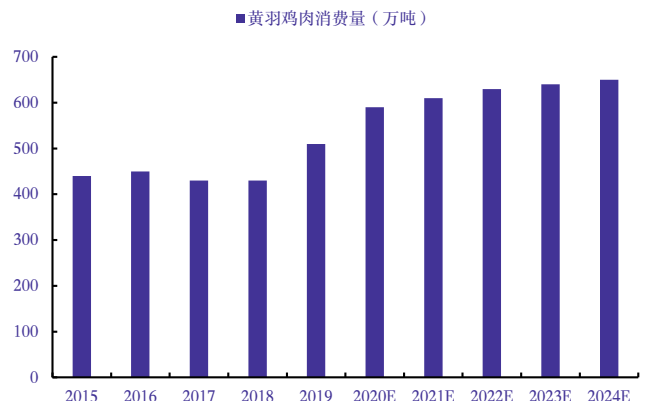
作为我国禽肉消费的重要品种，我国黄羽鸡肉消费总量自 2015 年的 440 万吨提升至 2019 年的 510 万吨，CAGR 为 3.8%。随着我国经济稳定增长和消费者对低脂肪、高蛋白的肉类偏好，我国黄羽鸡肉市场规模或将稳步扩容，根据弗若斯特沙利文预测，2024 年我国黄羽鸡消费市场规模或可达 650 万吨。

图49：2016-2022 我国居民人均肉类消费结构变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

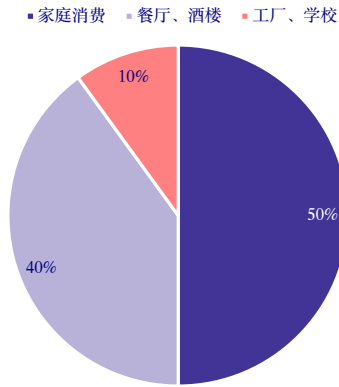
图50：2015-2024E 我国黄羽鸡肉消费量



资料来源：凤祥股份招股书，银河证券研究院

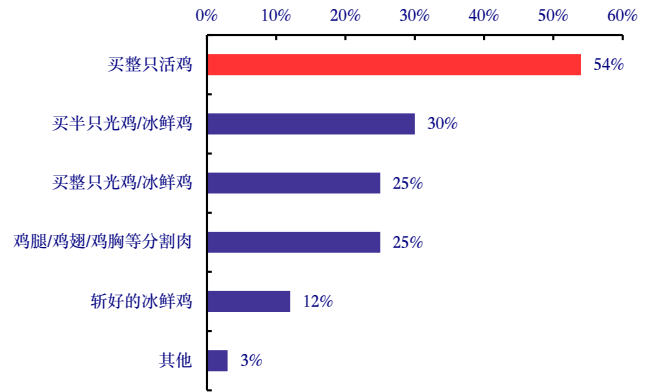
我国黄羽肉鸡消费以家庭消费和餐饮为主，购鸡渠道多元化发展。我国黄羽肉鸡消费中家庭消费占比约 50%，餐厅和酒楼消费占比约 40%，为黄羽肉鸡的主要消费场景。根据新禽况《2017 生鲜鸡消费与国际产业转型调研》，消费者偏好购买整只活鸡（54%），消费渠道以农贸市场（54%）为主。此外，大型超市、附近超市和网上购物已成为黄羽鸡消费的重要渠道，冰鲜鸡也成为黄羽鸡肉消费的主要类型之一。近年来随着电商渠道不断发展，农贸市场活禽交易受限，叠加禽流感、新冠疫情后消费者对食品安全重视程度提高，超市、冰鲜鸡成为更多消费者的选择，带动我国黄羽鸡消费渠道和产品类型多元化发展。

图51：2020 年国鸡消费渠道占比



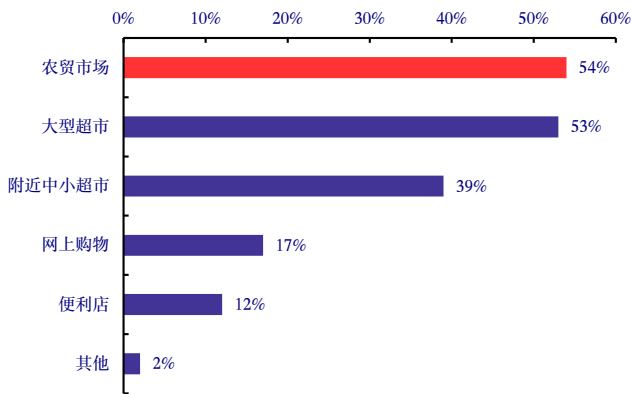
资料来源：新禽况，中国银河证券研究院

图52：2017 年消费者习惯买鸡的类型



资料来源：新禽况，银河证券研究院

图53：2018 年消费者主流购鸡渠道



资料来源：新禽况，中国银河证券研究院

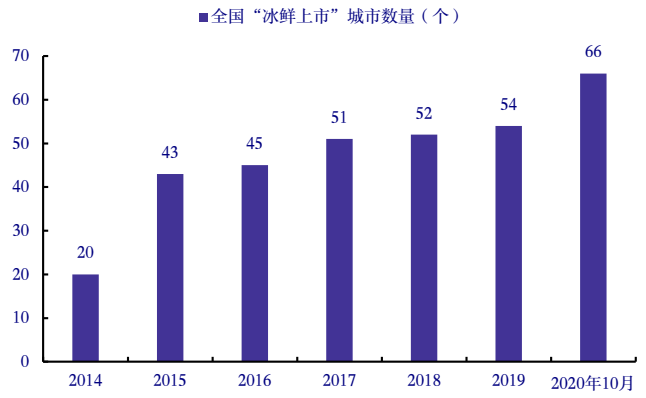
我国黄羽肉鸡消费结构正加速向“冰鲜化”转型。长期以来，我国黄羽鸡加工比例较低，消费以活禽宰杀为主。根据钢联数据，2023 年我国黄羽鸡销售方式中，活禽销售依然是最主要的消费方式，占比高达 81%，冰鲜销售占比为 13%。但由于市场热鲜鸡档口屠宰空间狭小，卫生条件受限，容易滋生细菌，从而易对食品安全造成影响。受 2013 年 H7N9 型禽流感等影响，我国多地政府相继发布政策，限制或关闭活禽市场交易。截至 2021 年底，全国关闭活禽市场的城市数量超 138 个。近年叠加新冠疫情的影响，国务院、农业农村部等多部门高度重视禽类生鲜业务食品安全和冷链运输发展，结合线上销售、电商渠道全面铺开，我国黄羽肉鸡产业正加速向“集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”转型。截至 2020 年 10 月，全国 66 个城市实现“冰鲜上市”。根据钢联数据预测，2025 年我国冰鲜黄羽鸡市场规模有望达 397 亿元，市场空间广阔。

图54：2014-2021 年全国关闭活禽市场城市数量



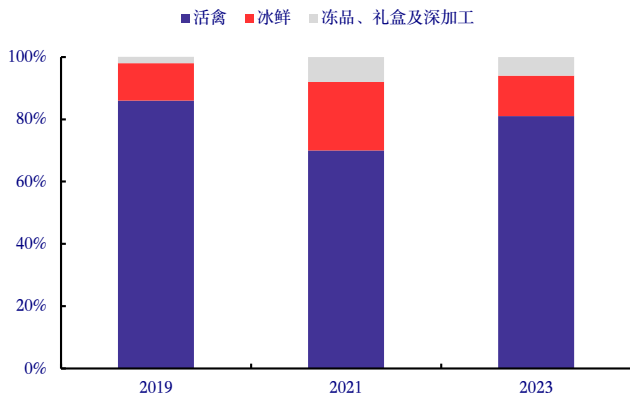
资料来源：新禽况，中国畜禽种业，中国银河证券研究院

图55：2014-2020 年 10 月全国“冰鲜上市”城市数量



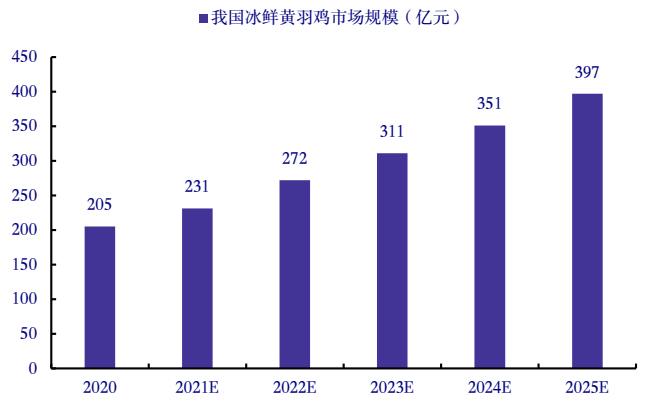
资料来源：上海钢联，银河证券研究院

图56：我国黄羽鸡销售方式结构占比



资料来源：Mysteel 钢联数据，中国银河证券研究院

图57：2020-2025 年我国冰鲜黄羽鸡市场规模及预测



资料来源：Mysteel 钢联数据，银河证券研究院

表 5：鼓励黄羽鸡销售由活禽向冰鲜转型的相关政策

时间	相关政策
2014.12	广东省人民政府发布《广东省家禽经营管理办法》，规定珠江三角洲各地级以上市城区和其他人口密集的地级市城区设活禽经营限制区，区内限制活禽交易。活禽经营限制区内实行活禽集中屠宰、冷链配送、生鲜上市。活禽经营限制区内不得新设立活禽批发市场，现有的活禽批发市场应当按照本省活禽经营市场建设标准进行建设改造。
2015.5	广东省人民政府办公厅发布《广东省开展家禽“集中屠宰、冷链配送、生鲜上市”工作方案》，要求各地抓紧制定出台本地区实施家禽“集中屠宰、冷链配送、生鲜上市”工作方案，划定活禽经营限制区，完成工作部署；积极扶持、帮助家禽产品经营者进一步改善生鲜家禽产品经营环境，大力促进屠宰企业与销售市场对接，鼓励建设生鲜家禽产品集散批发市场。
2017.11	安徽省人民政府办公厅发布《安徽省人民政府办公厅关于促进家禽产业转型升级健康发展的意见》，要求以加快家禽业转型升级为重点，坚持问题导向，按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的要求，推进家禽业生产稳步发展，突出规模健康养殖、禽产品加工业发展，转变禽产品供应方式，建立安全禽产品经营新模式。
2020.2	国务院发布《国务院应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于压实“菜篮子”市长负责制 做好农产品稳产保供工作的通知》，要求加强活禽交易市场分类管理，统筹谋划禽肉、猪牛羊及其他“菜篮子”产品供应，加强产销对接，提升产业链质量，完善配送体系，推行冰鲜和冷冻肉类上市，保障居民消费。
2020.3	福建省发改委等九部门发布《关于促进家禽业高质量发展的实施方案》，要求以加快家禽产业转型升级为重点，坚持问题导向，按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的发展方向，突出规模健康养殖、集中屠宰加工，转变禽产品供应方式，努力构建家禽业高质量发展格局。
2020.3	重庆市人民政府发布《关于进一步规范活禽交易推行集中屠宰加强冷链供应工作的指导意见》，要求做好禽肉市场需求分析，推动禽类规模养殖，进一步完善现有冷链供应能力，完善禽肉生产供应体系，保障市场供应；逐步完善活禽从屠宰到消费全程“无断链”禽肉冷链物流体系，确保禽肉产品安全新鲜和稳定生产。
2021.12	国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划》，要求加快建立畅通高效、安全绿色、智慧便捷、保障有力的现代冷链物流体系，提高冷链物流服务质量效率，有效减少农产品产后损失和食品流通浪费，保障冰鲜黄鸡的运输配送。

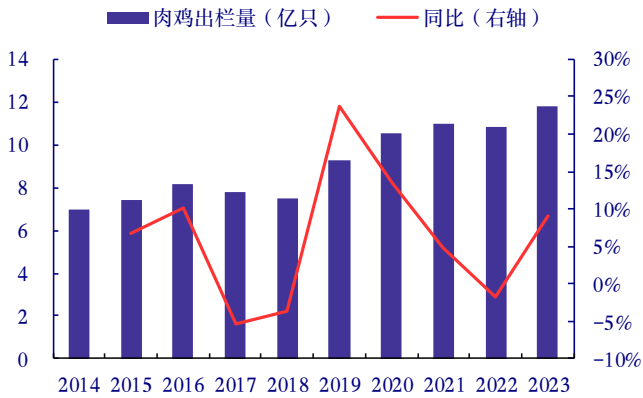
资料来源：中国政府网，各省官网，农业农村部，中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

（二）黄鸡出栏保持高位，行业龙头地位稳固

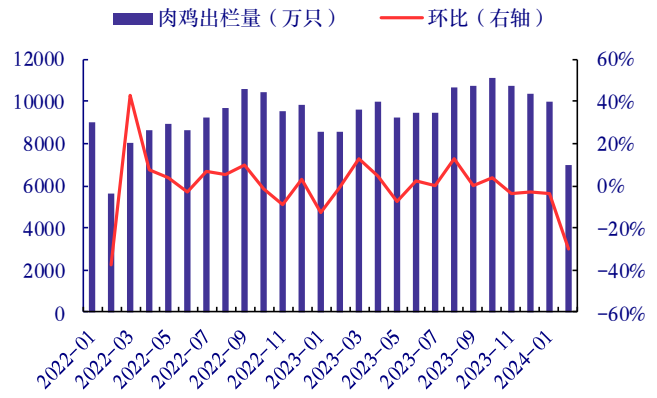
公司肉鸡出栏量保持高位，预计 24 年出栏维持 5-10% 增长。公司的肉鸡业务以黄羽肉鸡的养殖和销售为主，是全国规模最大的肉鸡养殖企业之一。2023 年，公司出栏肉鸡 11.8 亿只，较 22 年增加超 1 亿只，同比+9.16%。2020 年以来年度出栏量均处于高位，超过 10 亿只/年。2022 年至今公司月度肉鸡出栏量大多数时间稳定在 8000 万只以上。公司公告显示，公司初步制定 24 年黄羽鸡出栏目标环比 23 年增加 5%-10%。

图58：2014-2023 年公司肉鸡出栏量及其增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

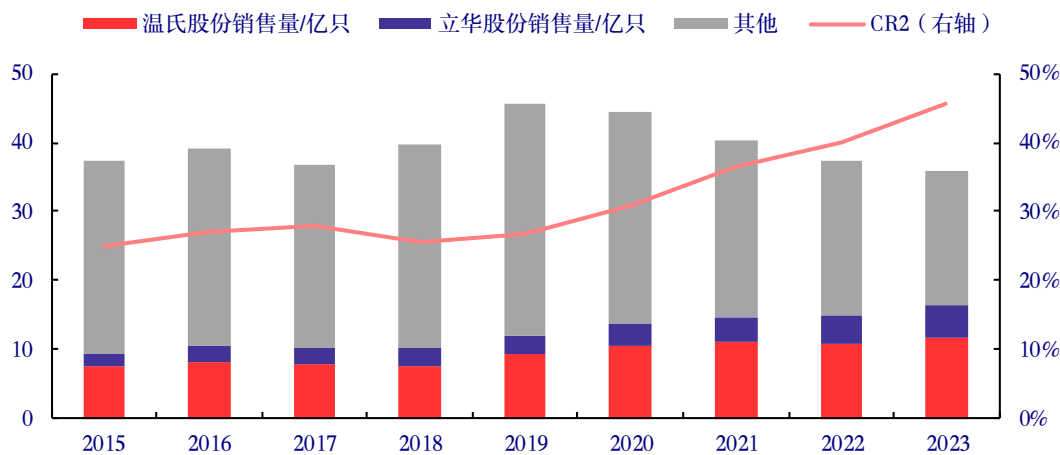
图59：2022 年至今公司月度肉鸡出栏量及其环比



资料来源：公司公告，银河证券研究院

从市占率来看，公司行业龙头地位稳固。公司肉鸡出栏占全国黄羽肉鸡出栏的比重长期维持在 20-30% 左右，龙头地位稳固。2023 年，公司肉鸡出栏量占全国黄羽鸡出栏量 35.95 亿只的 32.91%（同比+3.93pct），创 2015 年以来历史新高，大幅领先于位居第二位的立华股份（2023 年市占率为 12.71%）。

图60：2015-2023 年温氏股份与立华股份市场份额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

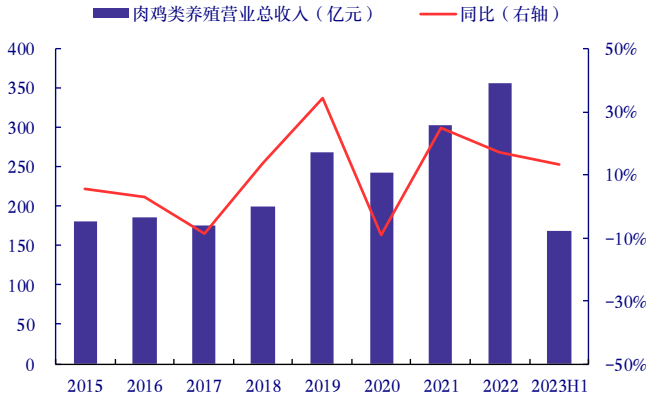
（三）养殖成本下降显著，利好盈利能力提升

种苗端、养殖端生产成绩进步，23 年公司肉鸡业务实现微利。在种苗端，公司持续推进种苗疾病净化和大体重选育，提升品种健康度和适销度，鸡苗质量明显改善。在养殖端，公司抓好肉鸡养殖环节基础管理，完善重大疫病快速应对机制，确保大生产稳定，提高养殖成绩。22 年公司毛鸡上市率约 95%，23Q4 毛鸡上市率达 95.3%，连续三年保持高水平稳定，公司禽业生产成绩达到历史较高水平。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

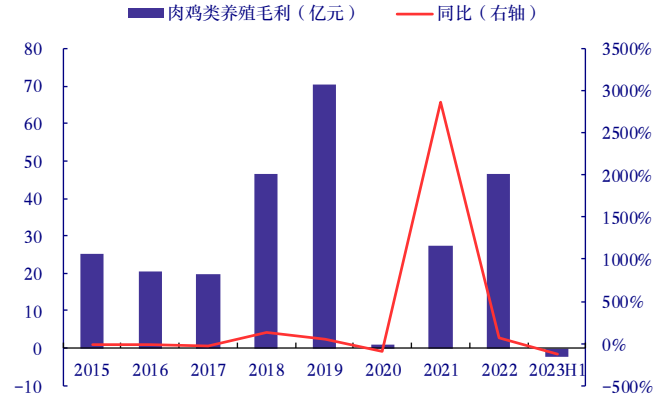
在生产效率提升的带动下，公司的营收和盈利有所提升，22年公司肉鸡业务营收为355.82亿元，同比+17.32%；毛利同比增长70.98%至46.65亿元。23年肉鸡价格承压、旺季不旺，23H1公司肉鸡业务营收为168.33亿元，同比+13.34%；毛利为-2.17亿元。受益于公司养殖成本持续处于优势水平，23Q4公司肉鸡业务约盈利4亿元；23年全年公司肉鸡业务实现微利，其中水禽、白羽肉鸡（含鸡苗）、鲜品屠宰、预制菜（熟食）、毛鸽、蛋业等业务均实现盈利。

图61：2015-2023H1 公司肉鸡类养殖业务营收



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图62：2015-2023H1 肉鸡类养殖业务毛利

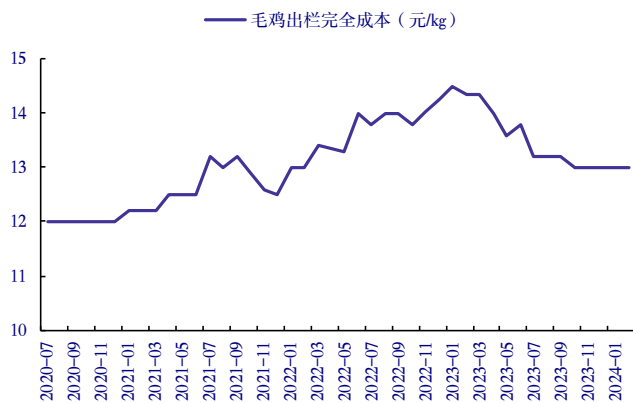


资料来源：公司公告，银河证券研究院

饲料原材料价格下行，叠加公司饲料配方结构调整，23年公司毛鸡出栏完全成本显著下行。饲料原材料价格的上涨对于肉鸡养殖行业的成本端有典型的传导效应，叠加新冠疫情的双重影响，公司的肉鸡养殖完全成本自2020H2的约12元/kg上涨至2023年年初的约14.50元/kg。为了削弱饲料端对成本的消极影响，公司实行配方集中管理，确保优势原料最大化使用，调整饲料配方结构，减少了豆粕、玉米等传统饲料原料使用量，制订并落实降低料肉比的关键措施，包括优化饲料营养水平、提升饲料颗粒质量、保护肉鸡肠道健康等，取得明显成效，料肉比下降显著，23Q4料肉比已降至2.79。23年以来公司毛鸡出栏完全成本呈持续下行态势，至24年2月降至13元/kg左右。公司初步制订在饲料成本不变的基础上，24年全年平均出栏完全成本目标约13.2-13.6元/kg，较23年进一步下降。

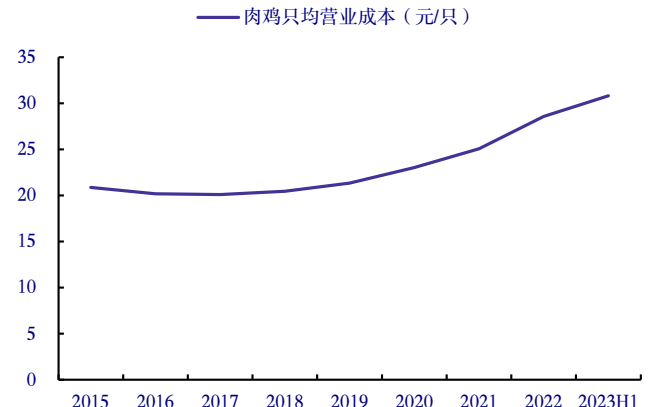
23年9月以来，饲料主要原材料玉米、豆粕价格整体呈下行趋势，使得肉鸡饲料价格同步下行，4月17日为3.49元/kg，未来公司成本端压力缓解将进一步利好盈利能力提升。

图63：2020H2 至今公司肉鸡养殖完全成本



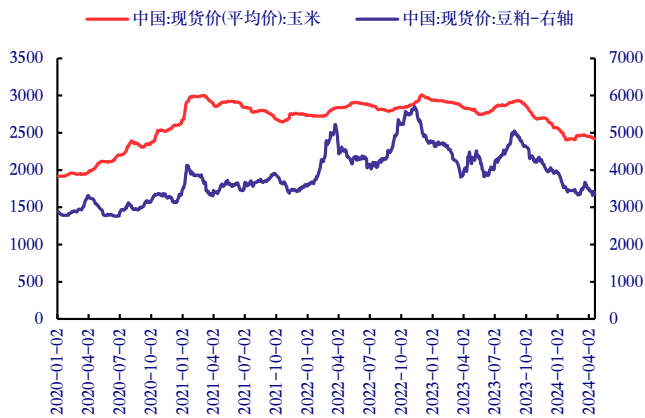
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图64：2015-2023H1 公司肉鸡只均营业成本



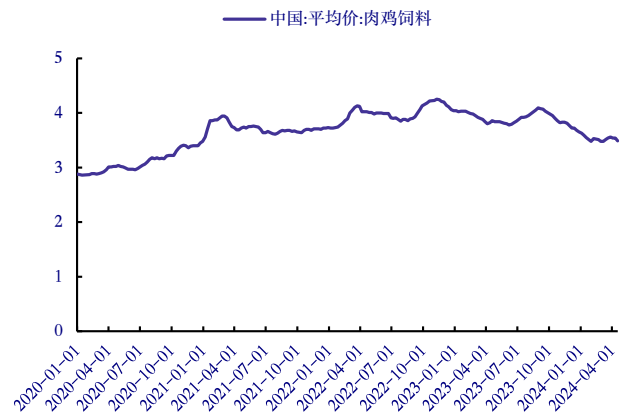
资料来源：公司公告，银河证券研究院

图65：2020 年至今饲料原材料价格走势（元/吨）



资料来源：中国汇易，中国银河证券研究院

图66：2020 年至今我国肉鸡饲料均价走势（元/kg）



资料来源：国家发改委，银河证券研究院

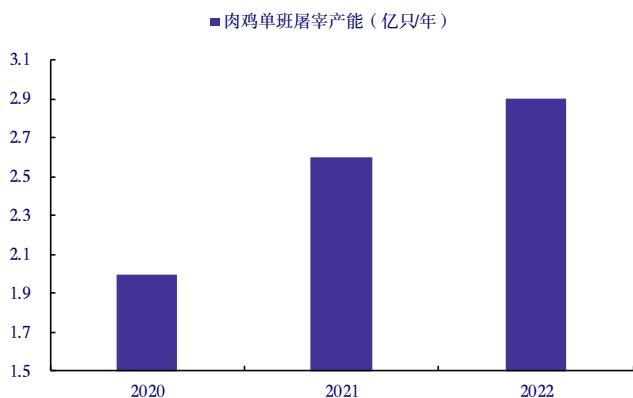
（四）毛鲜联动向下游延伸，直捣终端消费

公司从 2017 年开始发展肉鸡屠宰加工业务，养殖小区和屠宰产能稳步增加。为推进养鸡业务的转型升级，公司构建“集中+分散”养殖小区运营培训体系，以养禽事业部总部集中培训加区域管理公司基地培训相结合，做好养殖小区生产运营管理人才培养。公司的肉鸡单班屠宰产能不断提升，从 2020 年的 2 亿只/年上升至 2021 年的 2.5-2.6 亿只/年，至 2022 年已达到 2.9 亿只/年。

公司稳步推进毛鲜联动，切入预制菜市场。公司围绕“量价平衡”总体原则，根据行情变化，灵活采取经营对策，强化合约销售和毛鲜联动，维护和稳定肉鸡销售价格，实现经营效益最大化。当毛鸡市场景气时，签订毛鸡销售合约，锁定价格，加快毛鸡销售，快速回笼资金。当毛鸡市场价格走低时，通过屠宰和加工收储或以鲜品销售，分流毛鸡销售渠道压力，保障毛鸡行情稳定，从而实现禽业毛、鲜整体效益提升。

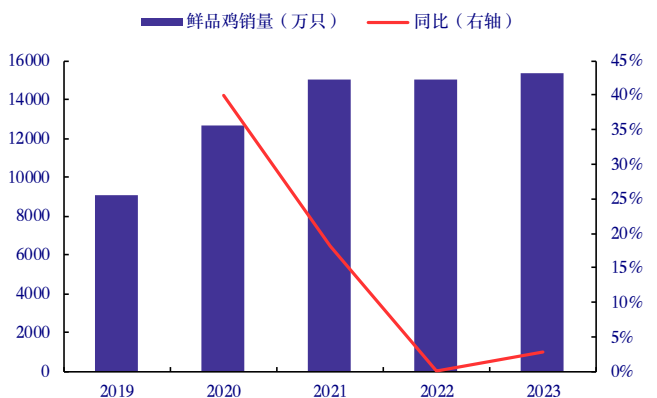
目前公司鲜品鸡的客户主要是批发商家和代理商渠道等 B 端客户，直接面向消费者的部分占比较小。公司鲜品鸡销量自 2019 年起持续提升，2023 年公司销售鲜品鸡约 1.54 亿只，同比+2.67%；鲜销比例为 13%，保持稳定。2023 年公司销售熟食 1400 万只。根据公司的五五规划，到 2024 年年末，公司黄羽鸡将按“532”比例销售（即 50%以毛鸡形态、30%以鲜品形态、20%以熟食形态销售）。

图67：2020-2022 年公司肉鸡单班屠宰产能



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图68：2019-2023 年公司鲜品鸡销量及增速



资料来源：公司公告，银河证券研究院

四、投资建议

(一) 盈利预测

回顾 2020-2022 年，公司营业收入分别为 749.39 亿元、649.65 亿元、837.25 亿元，同比+2.45%、-13.31%、+28.88%，复合增长率为+4.61%。营业收入的主要来源是猪肉类养殖和肉鸡类养殖业务，2022 年分别实现营收 426.42 亿元、355.82 亿元，占总营收的 50.93%、42.50%。2020-2022 年，公司归母净利润分别 74.26 亿元、-134.04 亿元、52.89 亿元，同比-46.83%、-280.51%、+139.46%。

主营业务核心假设：

(1) 猪肉类养殖：销量方面，2023 年公司肉猪出栏量达 2626.22 万头，同比+46.65%，保持高速增长。根据公司公告，2024 年公司规划出栏 3000-3300 万头。我们给予公司 2024-2025 年出栏量 3150 万头、3800 万头的预测，保持 20%左右的年增速。价格方面，2023 年公司毛猪销售均价为 14.81 元/kg，我们预计随着后续猪价景气度提升，2024-2025 年均价有望达 17 元/kg、19 元/kg。出栏体重方面，公司肉猪出栏均重较为稳定，预计 2024-2025 年继续维持在 120kg 左右。叠加考虑公司多重降本控费举措的影响下，肉猪出栏完全成本有望进一步下行，我们预计 2023-2025 年公司猪肉类养殖业务收入增速分别达 8.48%、38.92%、34.83%；毛利率分别为-5.33%、11.76%、22.11%。

(2) 肉鸡类养殖：销量方面，2023 年公司出栏肉鸡 11.8 亿只，较 22 年增加超 1 亿只，同比+9.16%。根据公司公告，公司初步制定 2024 年黄羽鸡出栏目标环比 23 年增加 5%-10%。我们给予 2024-2025 年 10%的出栏量增速。价格方面，黄鸡行业整体产能端低位徘徊，价格具备上行潜力，叠加猪价后续上行预期或带动黄鸡价格上行，我们预计 2024-2025 年销售均价有望达 14.2 元/kg、14.5 元/kg。出栏体重方面，公司黄鸡出栏均重较为稳定，我们预计 2024-2025 年维持在 2.1kg/只左右。成本方面，23 年以来公司毛鸡出栏完全成本显著下行，24 年 2 月已降至 13 元/kg 左右。综合来看，我们预计 2023-2025 年公司肉鸡类养殖业务收入增速分别达-2.49%、11.85%、12.32%；毛利率分别为 2.84%、8.45%、11.72%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 899.18 亿元、1094.82 亿元、1371.58 亿元，同比+7.40%、+21.76%、+25.28%；综合毛利率为-0.15%、10.78%、18.45%。

表 6：盈利预测

指标/年度	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计						
营业收入（百万元）	74,938.91	64,964.59	83,725.11	89,917.63	109,482.09	137,157.75
yoy	2.45%	-13.31%	28.88%	7.40%	21.76%	25.28%
营业成本（百万元）	60,229.19	70,355.84	70,696.86	90,053.12	97,680.21	111,855.94
毛利率	19.61%	-8.32%	15.54%	-0.15%	10.78%	18.45%
猪肉类养殖						
收入（百万元）	46,343.04	29,494.27	42,641.69	46,256.00	64,260.00	86,640.00
yoy	10.84%	-36.36%	44.58%	8.48%	38.92%	34.83%
成本（百万元）	32,169.17	38,457.02	35,202.00	48,723.40	56,700.00	67,488.00
毛利率	30.58%	-30.39%	17.45%	-5.33%	11.76%	22.11%
肉鸡类养殖						
收入（百万元）	24,294.13	30,327.59	35,581.60	34,695.00	38,804.77	43,587.04
yoy	-9.30%	24.84%	17.32%	-2.49%	11.85%	12.32%
成本（百万元）	24,202.38	27,599.25	30,916.64	33,708.08	35,525.49	38,476.84

毛利率	0.38%	9.00%	13.11%	2.84%	8.45%	11.72%
-----	-------	-------	--------	-------	-------	--------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基于上述主要假设,我们得出的盈利预测关键财务指标如下:2023E-2025E 公司营业收入 899.18 亿元、1094.82 亿元、1371.58 亿元,同比+7.40%、+21.76%、+25.28%;归母净利润分别为-63.02 亿元、39.70 亿元、148.17 亿元,同比-219.14%、+162.99%、+273.27%。基于 2024 年 4 月 19 日的总股本估算,对应 2023E-2025E 的 EPS 分别为-0.95 元、0.60 元、2.23 元。

表 7: 主要财务指标

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	83725.11	89917.63	109482.09	137157.76
yoy	28.88%	7.40%	21.76%	25.28%
归母净利润(百万元)	5289.01	-6301.56	3969.57	14817.04
yoy	139.46%	-219.14%	162.99%	273.27%
毛利率	13.11%	2.84%	8.45%	11.72%
每股收益 EPS(元)	0.80	-0.95	0.60	2.23
净资产收益率 ROE	13.15%	-18.18%	9.95%	27.48%
PE	23	-19	31	8
PB	3.06	3.87	3.32	2.40

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 估值分析

我们采用两种估值方法进行估值分析:绝对估值法(DCF)、相对估值法(头均市值)。

1. 绝对估值法:公司合理市值区间为 1744.77-1911.05 亿元

我们采用 FCFF 法分增长期(2023-2025 年)、过渡期(2026-2030 年)、永续增长期(2031 年及以后)三阶段对公司进行绝对估值,主要参数设定及依据如下表所示。以 2024 年 4 月 19 日公司最新股本为基准,在加权平均资本成本(WACC)为 10.86%、永续增长率(g)为 1.5%时,公司合理每股价值为 27.43 元,对应市值 1824.41 亿元。在加权平均资本成本(WACC)正负波动 0.3%、永续增长率(g)正负波动 0.1%的情况下,公司合理每股价值区间为 26.23-28.73 元,对应市值区间为 1744.77-1911.05 亿元。

表 8: FCFF 估值参数假设及说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	2.25%	取 2024 年 4 月 22 日 10 年期国债收益率 2.25%
市场预期收益率 Rm	9.42%	取 2012 年 12 月 31 日-2022 年 12 月 31 日 SW 生猪养殖与 SW 肉鸡养殖区间年化收益率的均值
无杠杆 β	1.07	取可比公司(牧原股份、唐人神、新希望、新五丰)上市至 2023 年年末的期间原始 Beta(频率为日度)的均值,标的指数为上证指数
股票市值 E(百万元)	121666	取 2024 年 4 月 19 日公司股票市值
债务总额 D(百万元)	57681	取 2023Q3 末公司负债总额
债务资本成本 Kd	5.60%	参考 5 年期以上长期贷款基准利率适当上浮
税率 T	2.99%	参考公司 2022 年实际所得税税率

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

加权平均资本成本 WACC	10.86%	通过公式计算可得
永续增长率 g	1.50%	假设公司永续增长率为 1.50%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 9: FCFE 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	9.96%	10.26%	10.56%	10.86%	11.16%	11.46%	11.76%
1.2%	30.20	29.01	27.90	26.86	25.89	24.97	24.10
1.3%	30.44	29.23	28.10	27.05	26.06	25.13	24.25
1.4%	30.68	29.45	28.31	27.23	26.23	25.29	24.40
1.5%	30.93	29.68	28.52	27.43	26.41	25.45	24.55
1.6%	31.18	29.91	28.73	27.62	26.59	25.61	24.70
1.7%	31.45	30.15	28.95	27.82	26.77	25.78	24.86
1.8%	31.71	30.40	29.17	28.03	26.96	25.96	25.02

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 相对估值法: 公司合理市值约为 1820.5 亿元

在相对估值方面,我们采用分步估值方式,我们拆分公司生猪养殖和黄鸡养殖业务分别进行估值:

(1) 生猪养殖: 选取以生猪养殖业务为主的上市企业牧原股份、巨星农牧、神农集团、天康生物作为参考。以 2024 年 4 月 19 日收盘的公司总市值以及 24 年预期生猪出栏量来计算各自的头均市值,其 2024 年头均市值均值约为 4684 元/头。公司作为业内第二大生猪出栏企业,且生猪养殖成本行业领先,我们给予 2024 年头均市值 4700 元/头作为其第一阶段目标,那么生猪养殖业务预期市值约为 1480.5 亿元。

(2) 黄鸡养殖: 选取以黄鸡养殖业务为主的上市企业立华股份作为参考。2023 年立华股份黄鸡出栏量为 4.57 亿只,2024 年 4 月 19 日收盘总市值为 170 亿元。2023 年温氏股份的黄鸡出栏量为 11.83 亿只,约为立华股份出栏量的 2.6 倍。考虑规模化带来的非线性市值增长倍数,我们给予公司黄鸡养殖业务 2 倍于立华股份的市值,那么公司黄鸡养殖业务市值约为 340 亿元。

综合上述两个部分,我们预计 2024 年公司合理市值水平为 1820.5 亿元。

表 10: 可比公司头均市值情况 (收盘总市值为 2024 年 4 月 19 日)

公司名称	代码	总市值 (亿元)	出栏量 (万头)		头均市值 (元)	
			2023A	2024E	2023A	2024E
牧原股份	002714.SZ	2,376	6382	7000	3723	3395
巨星农牧	603477.SH	169	267	350	6330	4839
神农集团	605296.SH	194	152	250	12763	7779
天康生物	002100.SZ	87	282	320	3085	2722
均值			—	—	6475	4684

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基于上述两种估值方法分析可得：在绝对估值法下，公司合理市值区间为 1744.77-1911.05 亿元。在相对估值法下，公司合理市值约为 1820.5 亿元。2024 年 4 月 19 日收盘价对应公司市值为 1217 亿元，有较大潜在空间，维持“推荐”评级。

五、风险提示

生猪价格波动的风险：生猪供求关系决定着价格的变化，同时其价格的涨跌也同样影响市场供应量，使得生猪价格呈现周期性波动。且由于我国生猪集中度水平仍相对较低，大量散户及小规模养殖企业存在“价高进入、价低退出”的经营现象，容易造成市场供给水平的较大幅波动。若生猪价格低于预期，养殖企业利润将受到较大影响。

原材料供应及价格波动的风险：饲料原料主要是各类大宗农产品，以玉米、大豆（豆粕）为主。随着农产品贸易的国际化加强，农产品价格变化因素日趋复杂，价格波动也因此加剧。若公司未能及时把握饲料原材料行情的变化并及时做好采购的策略管理和风险控制，将有可能面临综合采购成本上升的风险。

动物疫病的风险：若企业遭受非洲猪瘟病毒，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降；另外，若发生类似于 H7N9“禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

自然灾害的风险：极端灾害天气（洪水、酷暑、干旱等）会对生物资产、养殖场所、生产设备等造成巨大负面影响，从而导致行业遭受不可预估的损失。同时，若国内主要粮食产区遭受自然灾害，饲料原料价格也有可能出现上涨，导致养殖成本上升。

图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2023.9.30)	4
图 2: 2005-2023 年前三季度公司营业总收入	5
图 3: 2015-2022 年公司营收构成 (亿元)	5
图 4: 2005-2023 年前三季度公司归母净利润	6
图 5: 2015-2022 年公司毛利构成 (亿元)	6
图 6: 2012-2023 年前三季度同行毛利率对比	6
图 7: 2012-2022 年前三季度同行净利率对比	6
图 8: 2012-2023 年前三季度同行资产负债率对比	7
图 9: 2012-2023 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额	7
图 10: 公司五级研发体系示意图	7
图 11: 2013-2023 年前三季度公司研发支出及同比	7
图 12: 2013-2023 年前三季度同行研发费用率对比	7
图 13: 2024Q1 末我国能繁母猪存栏量为 3992 万头, 季度环比-3.6%	8
图 14: 能繁母猪存栏量与猪价的潜在关系	8
图 15: 2023 年我国生猪 MSY 估算得到 16.87 头, 同比+0.93 头	9
图 16: 生猪出栏量与猪价的潜在关系	9
图 17: 半年度生猪定点屠宰量与猪价的潜在关系	9
图 18: 年度生猪定点屠宰量与猪价的潜在关系	9
图 19: 2017-24Q1, 15 家上市猪企市占率及变化幅度	10
图 20: 2024Q1 我国生猪出栏 19455 万头, 同比-2.23%	10
图 21: 我国 500 头以上养殖场/户呈现快速提升趋势	10
图 22: 2022 年我国生猪户均出栏 36.34 头, 同比+2.9 头	10
图 23: 2015-2024E 公司肉猪出栏量及其同比	11
图 24: 2022 年至今公司月度肉猪出栏量及其环比	11
图 25: 2018 年至今公司生猪月度出栏均重 (斤)	11
图 26: 2017-2023 年部分上市猪企市占率变化	11
图 27: 2015-2023H1 公司猪肉类养殖业务营收及其同比	12
图 28: 2015-2023H1 公司猪肉类养殖业务毛利及其同比	12
图 29: 2018 年至今公司生猪养殖成本	12
图 30: 2015-2023H1 公司肉猪头均营业成本	12
图 31: 2018 年至今公司能繁母猪存栏量	13
图 32: 2022-2023 年公司杜洛克公猪精液配种比例	14
图 33: 2021-2023 年公司窝均健仔数	15
图 34: 2016-2023 年我国生猪养殖行业 PSY 均值	15
图 35: 2021-2023 年公司育肥阶段肉猪上市率	15
图 36: 2021-2023 年公司生猪养殖料肉比	15
图 37: 温氏股份“公司+农户”模式示意图	16
图 38: “政银企村”共建养殖小区模式示意图	17
图 39: 2006-2023 年公司合作农户/家庭农场收益情况	17
图 40: 2019-2023 年公司猪场总产能	17
图 41: 公司现代农业产业园 (区) 示意图	18
图 42: 公司下属 2 个生猪屠宰项目上榜 2023 年农业农村部高质量发展标准化示范项目	18
图 43: 18 年至今我国黄鸡父母代在产存栏情况	19
图 44: 18 年至今我国黄鸡父母代后备存栏情况	19
图 45: 在产父母代存栏量与 8 周后的商品代毛鸡价格的潜在关系	19

图 46: 24 年 3 月 24 日黄鸡周度均价为 15.96 元/kg, 单位盈利 0.15 元/kg.....	19
图 47: 18 年至今我国黄鸡商品代毛鸡成本走势及年度均值	20
图 48: 18 年至今我国玉米批发价走势及年度均值	20
图 49: 2016-2022 我国居民人均肉类消费结构变化	20
图 50: 2015-2024E 我国黄羽鸡肉消费量	20
图 51: 2020 年国鸡消费渠道占比.....	21
图 52: 2017 年消费者习惯买鸡的类型.....	21
图 53: 2018 年消费者主流购鸡渠道.....	21
图 54: 2014-2021 年全国关闭活禽市场城市数量	22
图 55: 2014-2020 年 10 月全国“冰鲜上市”城市数量	22
图 56: 我国黄羽鸡销售方式结构占比.....	22
图 57: 2020-2025 年我国冰鲜黄羽鸡市场规模及预测	22
图 58: 2014-2023 年公司肉鸡出栏量及其增速	23
图 59: 2022 年至今公司月度肉鸡出栏量及其环比	23
图 60: 2015-2023 年温氏股份与立华股份市场份额	23
图 61: 2015-2023H1 公司肉鸡类养殖业务营收.....	24
图 62: 2015-2023H1 肉鸡类养殖业务毛利.....	24
图 63: 2020H2 至今公司肉鸡养殖完全成本.....	24
图 64: 2015-2023H1 公司肉鸡只均营业成本.....	24
图 65: 2020 年至今饲料原材料价格走势 (元/吨)	25
图 66: 2020 年至今我国肉鸡饲料平均价走势 (元/kg)	25
图 67: 2020-2022 年公司肉鸡单班屠宰产能.....	25
图 68: 2019-2023 年公司鲜品鸡销量及增速.....	25

表格目录

表 1: 公司发展历程.....	3
表 2: 公司产业链.....	3
表 3: 公司限制性股票激励计划情况.....	4
表 4: 公司种猪业务生产性生物资产.....	14
表 5: 鼓励黄羽鸡销售由活禽向冰鲜转型的相关政策	22
表 6: 盈利预测.....	26
表 7: 主要财务指标.....	27
表 8: FCFF 估值参数假设及说明.....	27
表 9: FCFF 估值敏感性分析.....	28
表 10: 可比公司头均市值情况 (收盘总市值为 2024 年 4 月 19 日)	28

附录:

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4265.52	8991.76	10948.21	19236.11	营业收入	83725.11	89917.63	109482.09	137157.76
应收和预付款项	4234.01	4798.01	5730.01	6941.85	营业成本	70696.86	90053.12	97680.22	111855.94
存货	20388.33	23705.72	26541.42	30087.17	营业税金及附加	131.54	144.37	174.53	219.17
其他流动资产	7705.90	8022.74	9070.09	10551.66	销售费用	812.31	989.09	1204.30	1508.74
长期股权投资	934.04	934.04	934.04	934.04	管理费用 (含研发)	4373.55	4945.47	6131.00	7817.99
投资性房地产	77.05	77.05	77.05	77.05	财务费用	1816.12	1123.97	1094.82	1371.58
固定资产和在建工程	38910.59	33581.21	28251.83	22922.45	资产减值损失	-277.47	-132.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	1807.14	1550.10	1293.05	1036.00	投资收益	1473.05	1000.00	1000.00	1000.00
其他非流动资产	19761.91	19740.95	19719.99	19699.03	公允价值变动损益	-773.79	151.53	151.53	151.53
资产总计	98084.50	101401.58	102565.69	111485.35	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1088.70	14663.83	8540.10	0.00	营业利润	6118.05	-6054.86	4348.76	15535.87
应付和预收款项	9271.64	11278.87	12441.00	14212.64	其他非经营损益	-303.01	-246.69	-256.42	-260.57
长期借款	10152.95	10152.95	10152.95	10152.95	利润总额	5815.04	-6301.56	4092.34	15275.30
其他负债	34656.03	30642.69	31538.52	33203.51	所得税	173.64	0.00	122.77	458.26
负债合计	55169.32	66738.34	62672.57	57569.10	净利润	5641.40	-6301.56	3969.57	14817.04
股本	6554.14	6554.14	6554.14	6554.14	少数股东损益	352.39	0.00	0.00	0.00
资本公积	8311.96	8311.96	8311.96	8311.96	归属母公司股东净利润	5289.01	-6301.56	3969.57	14817.04
留存收益	24147.81	16788.45	22018.33	36041.46					
归属母公司股东权益	39703.32	31451.38	36681.26	50704.39					
少数股东权益	3211.86	3211.86	3211.86	3211.86					
股东权益合计	42915.18	34663.24	39893.12	53916.25					
负债和股东权益合计	98084.50	101401.58	102565.69	111485.35					

现金流量表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5641.40	-6301.56	3969.57	14817.04
折旧与摊销	4832.56	5607.39	5607.39	5607.39
财务费用	1816.12	1123.97	1094.82	1371.58
资产减值损失	-277.47	-132.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-2352.95	-290.28	-2816.36	-2883.80
其他	1414.86	-981.57	-1092.27	-1070.25
经营活动现金流净额	11074.53	-974.04	6763.15	17841.96
资本支出	1214.98	0.00	0.00	0.00
其他	-6977.78	1151.53	1151.53	1151.53
投资活动现金流净额	-5762.80	1151.53	1151.53	1151.53
短期借款	-668.20	13575.13	-6123.73	-8540.10
长期借款	-8232.55	0.00	0.00	0.00
股权融资	3004.47	0.00	0.00	0.00
支付股利	-654.63	-1057.80	1260.31	-793.91
其他	-2673.74	-7968.57	-1094.82	-1371.58
筹资活动现金流净额	-9224.65	4548.76	-5958.24	-10705.59
现金流量净额	-3897.62	4726.25	1956.45	8287.90

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.86	0.90	1.07	1.28
固定资产周转率	2.38	2.77	4.04	6.31
应收账款周转率	164.53	154.58	165.97	166.54
存货周转率	3.99	4.07	3.88	3.94
资产负债率	56.25%	65.82%	61.10%	51.64%
带息债务/总负债	42.86%	55.77%	49.62%	39.18%
流动比率	1.47	1.25	1.61	2.44
速动比率	0.65	0.60	0.79	1.34
股利支付率	12.38%	-16.79%	-31.75%	5.36%
ROE	13.15%	-18.18%	9.95%	27.48%
ROA	5.75%	-6.21%	3.87%	13.29%
ROIC	15.04%	-9.79%	11.10%	34.79%
EBITDA/销售收入	15.25%	0.75%	10.09%	16.42%
EBITDA	12766.73	676.50	11050.97	22514.84
PE	23.00	-19.31	30.65	8.21
PB	3.06	3.87	3.32	2.40
PS	1.45	1.35	1.11	0.89
EV/EBITDA	9.56	184.78	10.58	4.45
股息率	0.54%	0.87%	—	0.65%

数据来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。南京大学管理学硕士，2015年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018年加入银河证券。曾获2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn