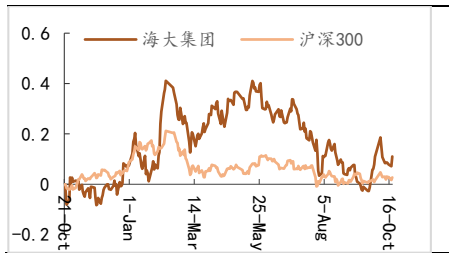


评级： 买入

孟维肖
首席分析师
SAC 执证编号：S0110520110003
mengweixiao@sczq.com.cn
电话：01056511809

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	67.43
一年内最高/最低价（元）	88.68/54.28
市盈率（当前）	51.01
市净率（当前）	7.63
总股本（亿股）	16.61
总市值（亿元）	1,120.12

资料来源：聚源数据

相关研究

· 行业景气上行，饲料主业持续亮眼

核心观点

- **事件：**公司发布 2021 年三季报。2021 前三季度共实现营业收入 643.14 亿元，同比增长 46.82%；实现归母净利润 17.46 亿元，同比下降 15.77%；扣非后归母净利润 17.04 亿元，同比下降 16.21%。其中 2021Q3 实现营业收入 261.23 亿元，同比增长 45.77%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比下降 77.94%；扣非后归母净利润 2.07 亿元，同比下降 77.81%。
- **点评：**
- **营收保持高增长，养殖亏损影响盈利。**公司三季度主营业务收入保持较高的增速，但盈利水平大幅降低，主要系生猪养殖亏损所致。公司 Q3 共出栏生猪 55 万头，其中外购仔猪数量约 37 万头，约占总出栏数的 67%，对应的是今年 1-3 月份超过 1600 元/头的外购仔猪种苗成本，叠加周期性的低位猪价导致大额的经营亏损。公司 Q3 生猪养殖业务约亏损 7 亿元，头均亏损高达 1272 元，严重冲击公司总体业绩。目前公司生猪养殖团队已经在育种体系研发、种源资源布局、动物营养研发、兽医防治能力、养殖平台中台化建设等方面取得较大进步，叠加外购仔猪成本逐渐回落，预计公司生猪养殖亏损幅度将会阶段性改善。
- **饲料主业延续增长，两翼业务稳步推进。**若剔除生猪养殖业务，公司其他业务 Q3 实现归属上市公司净利润约为 9.14 亿元(同比+21%)；Q1-Q3 累计实现归母净利润约 24.46 亿元（同比+47%）。第三季度公司饲料、种苗、动保等业务均保持量、利齐升的发展态势；其中实现饲料对外销量 561 万吨，收入 214.66 亿元，同比分别增长 28%、42%；Q1-Q3 饲料累计对外销量 1,400 万吨，收入 515.69 亿元，同比分别增长 30%、45%，保持稳定、良好的增长态势。公司多年来坚持“饲料、种苗、动保一体两翼”的战略，围绕服务打造核心三角组合，有助于公司构建完善的服务体系，增强品牌影响力和客户粘性，进一步扩大饲料行业市场份额。
- **核心竞争力不断增强，公司未来可期。**公司作为饲料行业龙头企业，对动物营养需求的理解深刻、原材料综合利用水平高，在原料采购和配方调整方面的具备明显的成本优势，受益于畜禽存栏量维持高位、水产饲料行业较高景气度，公司饲料业务维持增长的确定性强。中长期来看，公司持续加大种业、动保两翼业务的布局，围绕养殖产业链打造综合服务体系，进一步增强品牌优势和核心竞争力。同时公司借助自身在优质种苗、饲料、动保以及技术方面的优势，在畜禽、水产养殖业务的专业能力建设上有望取得明显成效。看好公司的长期成长。
- **投资建议：**考虑到短期猪价超预期和饲料原材料价格维持高位的影响，我们预测公司 2021/22/23 年分别实现归母净利润 23.16/32.11/46.22 亿元，EPS 为 1.39/1.93/2.78 元，对应 PE 为 45.3/32.7/22.7 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**动物疫病大规模发生、农产品价格大幅波动、行业竞争加剧、自然灾害影响等。

盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(百万元)	60323.9	75827.1	91978.3	111201.7
营收增速(%)	26.7	25.7	21.3	20.9
净利润(百万元)	2522.7	2316.4	3211.4	4621.5
净利润增速(%)	53.0	-8.2	38.6	43.9
EPS(元/股)	1.52	1.39	1.93	2.78
PE	41.6	45.3	32.7	22.7

资料来源: Wind, 首创证券研究所

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14264.5	15605.4	18890.9	24258.7	经营活动现金流	485.3	2012.0	2893.3	4054.7
现金	2056.5	231.0	345.0	1983.1	净利润	2522.7	2316.4	3211.4	4621.5
应收账款	1067.3	1317.1	1597.6	1931.5	折旧摊销	897.5	1109.1	1084.6	1074.8
其它应收款	732.3	920.5	1116.6	1350.0	财务费用	236.3	298.1	222.6	173.6
预付账款	1870.8	2382.4	2883.4	3470.4	投资损失	-2.1	-46.0	-46.0	-62.0
存货	7255.4	9229.2	11169.9	13444.0	营运资金变动	-3438.9	-1972.9	-2003.5	-2361.1
其他	927.7	1166.1	1414.5	1710.1	其它	-57.4	7.0	7.7	8.7
非流动资产	13262.5	13069.4	12986.4	12759.3	投资活动现金流	-4320.5	-870.2	-956.0	-785.6
长期投资	59.5	49.0	51.0	48.0	资本支出	-3390.4	-926.0	-1026.0	-848.0
固定资产	7703.4	7775.5	7939.5	7907.8	长期投资	4010.6	10.5	24.4	1.0
无形资产	1899.7	1714.8	1548.3	1398.5	其他	-4940.8	45.3	45.6	61.4
其他	725.6	725.6	725.6	725.6	筹资活动现金流	4014.2	-2967.3	-1823.3	-1631.0
资产总计	27527.0	28674.8	31877.3	37017.9	短期借款	4735.9	2885.8	1877.0	1272.0
流动负债	10848.9	10090.6	10277.3	11057.6	长期借款	433.3	11.6	103.0	111.0
短期借款	4735.9	2885.8	1877.0	1272.0	其他	2332.5	-830.6	-694.9	-963.4
应付账款	2060.6	2624.0	3175.8	3822.4	现金净增加额	178.9	-1825.5	114.0	1638.1
其他	439.4	559.6	677.3	815.1					
非流动负债	1719.4	1839.4	1922.4	2025.4	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	1161.4	1281.4	1364.4	1467.4	成长能力				
其他	347.2	347.2	347.2	347.2	营业收入	26.7%	25.7%	21.3%	20.9%
负债合计	12568.3	11930.0	12199.6	13082.9	营业利润	59.5%	-7.8%	43.4%	43.3%
少数股东权益	985.9	1286.2	1702.6	2301.8	归属母公司净利润	53.0%	-8.2%	38.6%	43.9%
归属母公司股东权益	13972.8	15458.6	17975.1	21633.2	获利能力				
负债和股东权益	27527.0	28674.8	31877.3	37017.9	毛利率	11.7%	10.5%	10.7%	11.1%
					净利率	4.2%	3.1%	3.5%	4.2%
					ROE	18.1%	15.0%	17.9%	21.4%
					ROIC	14.7%	13.9%	16.8%	20.2%
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
营业收入	60323.9	75827.1	91978.3	111201.7	资产负债率	45.7%	41.6%	38.3%	35.3%
营业成本	53291.8	67865.3	82136.6	98858.3	净负债比率	21.9%	14.7%	10.3%	7.6%
营业税金及附加	68.9	86.6	105.0	127.0	流动比率	1.31	1.55	1.84	2.19
营业费用	1342.8	1895.7	1839.6	1890.4	速动比率	0.65	0.63	0.75	0.98
研发费用	479.3	682.4	919.8	1000.8	营运能力				
管理费用	1559.0	1959.6	2377.0	2873.8	总资产周转率	2.19	2.64	2.89	3.00
财务费用	236.2	298.1	222.6	173.6	应收账款周转率	56.97	62.55	62.06	61.97
资产减值损失	-100.3	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	26.80	28.97	28.32	28.25
公允价值变动收益	-12.0	-12.0	-1.0	0.0	每股指标(元)				
投资净收益	113.2	58.0	47.0	62.0	每股收益	1.52	1.39	1.93	2.78
营业利润	3346.8	3085.5	4423.7	6339.8	每股经营现金	0.29	1.21	1.74	2.44
营业外收入	24.3	24.3	24.3	24.3	每股净资产	8.41	9.31	10.82	13.02
营业外支出	86.8	86.8	86.8	86.8	估值比率				
利润总额	3284.3	3023.0	4361.2	6277.3	P/E	41.6	45.3	32.7	22.7
所得税	434.5	406.3	733.4	1056.6	P/B	7.51	6.79	5.84	4.85
净利润	2849.8	2616.7	3627.8	5220.7					
少数股东损益	327.1	300.3	416.4	599.2					
归属母公司净利润	2522.7	2316.4	3211.4	4621.5					
EBITDA	4354.2	4492.7	5730.9	7588.2					
EPS (元)	1.52	1.39	1.93	2.78					

分析师简介

孟维肖 毕业于中国农业大学 先后就职于中航证券、东兴证券、国盛证券等。拥有 2 年债券研究经验及 6 年农业行研经历，曾获 2019 金融界慧眼顶级分析师农林牧渔组第三名，wind 金牌分析师。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现