

温氏股份（300498）深度研究

周期拐点如期而至，养殖龙头东山再起

2022 年 08 月 12 日

【投资要点】

- ◆ **畜禽养殖企业典范，重整旗鼓再次出发。**公司深耕肉鸡养殖四十载，肉猪养殖近三十载，现已是国内农业产业化重点龙头企业，是国内第二大生猪养殖企业。因非洲猪瘟与新冠肺炎双疫情影响，公司养殖业务产生一定亏损。自 2021 年起公司降本增效、养殖业务逐渐恢复正常运作，计提减值、经营面稳步改善。2022H1 生猪出栏量达 800 万头，仅次于牧原股份，财务表现回稳指日可待。
- ◆ **新一轮猪周期启动，猪肉价格涨势可期。**于周期性而言，新一轮猪周期于今年四月开启，猪肉价格起底反弹，周期长度约为 4 年，或将持续到 2023 年底；于季节性而言，三四季度为猪肉需求旺季，年底可达成猪肉价格小高峰。我们预计猪肉价格将持续上涨到今年年底，明年维持高位。
- ◆ **经营模式迭代升级，去芜存菁。**当下的温氏模式为“公司+现代养殖小区+农户”模式，在一定程度上弥补了原有模式的缺陷。“公司+现代养殖小区”可将“公司+农户”与自繁自养传统养殖模式优点整合。养殖小区可以有效提高单场养殖规模和育肥舍的建设标准，走标准化、集约化养殖路线，提高育肥效率，且转移部分资金与固定资产压力。同时，公司吸取非洲猪瘟疫情经验教训，筑高筑牢种猪场生物安全防控体系，实现对动物疫情的科学有效防控。
- ◆ **规模化进程提速，出栏量稳定提升。**中国头部养殖企业集中度较低，非洲猪瘟疫情加速散户出清，生猪养殖市场规模化进程提速。在饲料原料价格持续走高的情形下，公司降本增效效果显著，生猪养殖综合成本逐步下降，2022 年 5 月份养猪综合成本已降至 8.5 元/斤左右。疫情后公司生猪产能逐渐恢复，预计年底可实现能繁母猪存栏 140 万头，保证相对充分的肉猪供给，预计 2022 年全年实现生猪出栏 1800 万头，2023 年实现生猪出栏 2600 万-2800 万头。
- ◆ **鸡猪养殖双主业，两翼齐飞。**2021 年公司销售肉鸡 11.01 亿羽，约占全国黄羽鸡和白羽鸡总出栏量的 11%，在同行业 A 股上市公司中排名第一。鸡猪两大主业并肩前行，一方面可以在生猪价格高走时，鸡猪共振实现双赢；另一方面可以在生猪价格低迷时，以肉鸡营收作为弥补，风险分担。



挖掘价值 投资成长

买入（首次）

目标价：27.08 元

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

联系人：陈子怡

电话：021-23586305

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	145326.66
流通市值（百万元）	118453.84
52 周最高/最低（元）	26.25/12.86
52 周最高/最低（PE）	134.27/-13.28
52 周最高/最低（PB）	5.29/1.80
52 周涨幅（%）	61.45
52 周换手率（%）	195.49

相关研究

【投资建议】

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 748.73/1134.22/1260.08 亿元，同比增速分别为 15.25%/51.49%/11.10%；归母净利润分别为-3.25/219.39/290.88 亿元，同比增速分别为 97.57%/6846.67%/32.58%；EPS 分别为-0.05/3.35/4.44 元/股；对应 PE 分别为-6.82/5.14 倍。考虑到 2022 年公司及部分可比公司业绩一致预期仍处于异常状态，2023 年伴随周期上行业绩恢复正常，因此根据可比公司 2023 年水平和公司历史估值给予公司 2023 年 8 倍 PE，对应 12 个月目标价 27.08 元，拥有 18.56% 的上升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	64964.59	74872.84	113422.45	126008.05
增长率（%）	-13.31%	15.25%	51.49%	11.10%
EBITDA（百万元）	-5938.76	3988.04	27163.08	34192.07
归属母公司净利润（百万元）	-13404.36	-325.19	21939.25	29087.94
增长率（%）	-280.51%	97.57%	6846.67%	32.58%
EPS（元/股）	-2.11	-0.05	3.35	4.44
市盈率（P/E）	—	—	6.82	5.14
市净率（P/B）	3.77	4.65	2.77	1.80
EV/EBITDA	-26.87	48.97	6.79	4.66

资料来源：Choice（2022-08-08），东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 非洲猪瘟、新冠肺炎双疫情风险；
- ◆ 肉猪价格不及预期；
- ◆ 政策变动风险；
- ◆ 出栏量不及预期。

【关键假设】

- ◆ 肉猪养殖：收入端能繁母猪存栏量逐步提升，根据公司出栏量计划，假设 2022-2024 年生猪出栏量分别为 1800/2700/3500 万头；猪肉销售均价近两年处于上升周期，或将于 2024 年回调，假设 2022-2024 年猪肉销售均价分别为 18/23/20 元/KG；同时假定肉猪均重保持在 120KG/头。成本端公司生猪养殖综合成本逐步降低，预计成本分别为 16.5/14.5/13 元/KG。
- ◆ 肉鸡养殖：根据公司经营策略，肉鸡业务保持稳定发展，预计 2022-2024 年肉鸡销量增速分别为 6%/6%/5%；肉鸡销售均价取往年均值 13.05 元/公斤；同时假定肉鸡均重保持在 2KG/羽。成本端饲料成本管控有效，预计 2022-2024 年成本分别为 12/12/11.5 元/KG。

盈利预测的关键假设（单位：百万元，%）

报告日期	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
猪肉类养殖						
营业收入	41811.51	46343.04	29494.27	38880.00	74520.00	84000.00
yoy	23.83%	10.84%	-36.36%	31.82%	91.67%	12.72%
销量（万头）	1851.66	954.55	1321.74	1800.00	2700.00	3500.00
yoy	-16.95%	-48.45%	38.47%	36.18%	50.00%	29.63%
均价（元/公斤）	18.79	33.56	17.39	18.00	23.00	20.00
毛利率	28.84%	30.58%	-30.39%	8.33%	38.04%	40.00%
肉鸡类养殖						
营业收入	26785.92	24294.13	30327.59	30166.98	31981.90	33580.99
yoy	34.22%	-9.30%	24.84%	-0.53%	6.02%	5.00%
销量（亿只）	9.15	10.37	10.86	11.56	12.25	12.87
yoy	22.33%	13.33%	4.73%	6.45%	6.00%	5.00%
均价（元/公斤）	15.06	11.63	13.20	13.05	13.05	13.05
毛利率	26.31%	0.38%	9.00%	8.03%	8.05%	11.88%
肉制品加工产品						
营业收入	297.54	364.57	401.13	481.36	601.70	782.20
yoy	27.86%	22.53%	10.03%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率		9.83%	4.34%	5.00%	5.00%	5.00%
设备						
营业收入	188.65	236.99	125.49	163.14	195.76	234.92
yoy	107.10%	25.62%	-47.05%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率		13.19%	23.56%	15.00%	20.00%	25.00%
兽药						
营业收入	624.79	751.38	716.15	787.77	945.32	1039.85
yoy	24.94%	20.26%	-4.69%	10.00%	20.00%	10.00%
毛利率		42.71%	54.08%	40.00%	45.00%	50.00%
原奶及乳制品						
营业收入	728.30	840.30	1062.34	1274.81	1593.51	2071.56
yoy	23.04%	15.38%	26.42%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率		26.33%	21.65%	20.00%	20.00%	20.00%
其他						
营业收入	594.10	43.85	103.91	114.30	131.45	157.74

yoy	66.62%	-92.62%	136.97%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率		70.89%	80.57%	70.00%	75.00%	80.00%
其他养殖						
营业收入	2089.60	2049.51	2723.18	2995.50	3444.82	4133.79
yoy	19.98%	-1.92%	32.87%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率		-10.32%	3.11%	3.00%	4.00%	5.00%
营业收入合计	73120.41	74923.77	64954.06	74863.84	113414.45	126001.05
yoy	27.75%	2.47%	-13.31%	15.26%	51.49%	11.10%
毛利率	32.31%	19.61%	-8.32%	8.64%	28.25%	31.04%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【创新之处】

- ◆ 市场对于生猪养殖经营模式的未来发展趋势往往更倾向于自繁自养，但我们认为自繁自养与“公司+农户”模式各有优劣，“公司+农户”模式享有资产轻、扩张快的优点。温氏模式现已迭代升级为“公司+现代养殖小区+农户”模式，在一定程度上弥补了原有模式的缺陷，能有效提高育肥效率、降低管理和防疫难度，对于公司的后续业务发展持乐观态度。

【潜在催化】

- ◆ 全球范围非洲猪瘟的不确定性，在我国也呈现点状式偶有发生，或对猪肉价格产生较大影响。
- ◆ 公司能繁母猪稳健增量，按计划实现生猪出栏，带来市场份额快速扩张。

正文目录

1. 公司概况	7
1.1. 公司简介: 深耕养殖领域四十载, 畜禽养殖企业典范	7
1.2. 公司治理: 股权结构稳定, 股权激励促发展	7
1.3. 财务表现: 公司收益稳定增长, 疫情影响生猪养殖	9
2. 行业概况	11
2.1. 行业特征: 行业周期性明显, 生猪价格起底反弹	11
2.2. 竞争格局: 行业集中度低, 提升空间大	13
3. 核心竞争力	15
3.1. 温氏模式: “公司+农户”转型升级, 兼顾规模效益与扩张能力	15
3.2. 盈利能力: 猪肉价格竞争优势明显, 价差行业领先	17
3.3. 稳中求胜: 资金储备充足, 周期底部抗风险能力强	18
3.4. 降本增效: 养殖成本逐期下降, 经营效益稳步提高	19
3.5. 两翼齐飞: 鸡猪双主业, 互为支撑	20
4. 周期拐点	23
4.1. 单猪市值: 驱动股价, 量价并重	23
4.1. 量价齐升: 生猪价格起底反弹, 出栏量稳步提升	24
5. 盈利预测	26
5.1. 关键假设	26
5.2. 投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 业务围绕畜禽养殖产业链布局	7
图表 2: 股权结构相对分散	8
图表 3: 激励计划中超 80%的限制性股票授予 3716 名核心员工	8
图表 4: 公司股权激励计划	8
图表 5: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元)	9
图表 6: 公司季度营业收入及增速 (单位: 亿元)	9
图表 7: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 亿元)	9
图表 8: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)	9
图表 9: 公司历年业务营收构成 (单位: 亿元)	10
图表 10: 肉猪养殖营业利润大幅亏损 (单位: 亿元)	10
图表 11: 肉鸡养殖营业利润明显好转 (单位: 亿元)	10
图表 12: 盈利能力短期承压 (单位: %)	11
图表 13: 费用率相对稳定 (单位: %)	11
图表 14: 主要猪肉需求国猪肉消费量 (单位: 千吨)	11
图表 15: 我国人均肉类消费结构 (单位: KG)	11
图表 16: 2014 年以来两个猪周期	12
图表 17: 生猪价格走势 (单位: 元/KG)	12
图表 18: 美国生猪产值 (单位: 百万英镑)	12
图表 19: 生猪养殖散户逐年退出市场 (单位: %)	13
图表 20: 环保政策推动生猪养殖规模化	13
图表 21: 平均散养成本高于规模养殖 (单位: 元/头)	14
图表 22: 城镇化率持续提升 (单位: %)	14
图表 23: 龙头企业市占率提升加速 (单位: %)	14
图表 24: 2022H1 生猪养殖 CR5 (单位: 万头)	14

图表 25: 公司+农户模式.....	15
图表 26: 温氏模式升级.....	15
图表 27: “公司+现代养殖小区+农户”模式规模化、专业化.....	15
图表 28: 公司合作农户数（单位：万户）.....	16
图表 29: 温氏股份与牧原股份:2018 年成本构成对比（单位：元/头）.....	17
图表 30: “公司+养殖小区”将两个传统养殖模式优点整合.....	17
图表 31: 头部公司生猪月销售价格（单位：元/KG）.....	18
图表 32: 头部公司价差对比（单位：元/KG）.....	18
图表 33: 头部公司毛利率对比（单位：%）.....	18
图表 34: 公司流动比率有明显优势.....	19
图表 35: 公司资产负债率处行业较低水平（单位：%）.....	19
图表 36: 公司净资产收益率对比（单位：%）.....	19
图表 37: 公司生猪养殖成本拆分（单位：元/头）.....	20
图表 38: 生猪养殖成本逐年下降（单位：元/斤）.....	20
图表 39: 猪肉价格与鸡肉价格走势（单位：元/KG）.....	21
图表 40: 肉鸡年销量呈上升趋势（单位：亿只）.....	21
图表 41: 肉鸡月销量（单位：万只）.....	21
图表 42: 公司肉鸡月销售收入（单位：亿元）.....	22
图表 43: 温氏佳味主要产品.....	22
图表 44: 猪肉价格与养殖板块指数关系.....	23
图表 45: 猪粮比与养殖板块指数关系.....	23
图表 46: 生猪月销量与市值关系.....	23
图表 47: 前 12 月销量与市值关系.....	23
图表 48: 温氏股份单猪市值与肉猪销售均价关系.....	24
图表 49: 生猪与能繁母猪存栏（单位：万头）.....	25
图表 50: 近一年能繁母猪存栏变动（单位：万头）.....	25
图表 51: 公司生猪月出栏量（单位：万头）.....	25
图表 52: 公司生猪出栏量占全国比重（单位：%）.....	25
图表 53: 头部公司披露出栏计划（单位：万头）.....	25
图表 54: 盈利预测的关键假设（单位：百万元，%）.....	26
图表 55: 行业重点关注公司.....	27

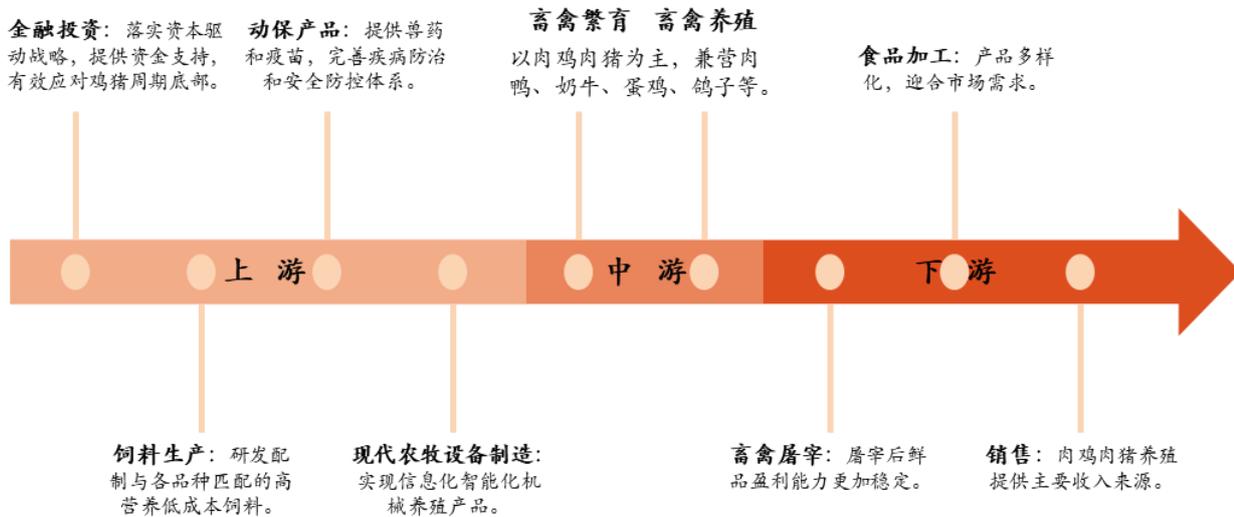
1. 公司概况

1.1. 公司简介：深耕养殖领域四十载，畜禽养殖企业典范

公司深耕肉鸡养殖四十载，1997年涉足肉猪养殖，至今也已25年，现已是国内农业产业化重点龙头企业。肉猪养殖收入成为公司营业收入主要来源，2022上半年公司生猪出栏量达800万头，仅次于牧原股份，是国内第二大生猪养殖企业。

公司起步于1983年，其前身为勒竹畜牧联营公司；1989年公司创立了“公司+农户”的经营模式，并借此发展壮大；2000年公司被认定为我国首批151家农业产业化国家重点龙头企业之一；2006年上市生猪超100万头、肉鸡超4亿羽；2013年上市生猪突破1000万头；2015年11月公司通过吸并大华农在深交所上市；2016年5月，温氏股份养禽事业部、养猪事业部、大华农事业部正式成立。公司现已成为一家以畜牧养殖为主业、相关配套业务齐全的现代农牧企业集团，是行业龙头企业之一。公司业务布局以畜禽养殖为主，并围绕产业链，上游配套经营饲料与动保产品生产、现代农牧设备制造以及金融投资，下游兼顾畜禽屠宰、食品加工以及销售。

图表 1：业务围绕畜禽养殖产业链布局

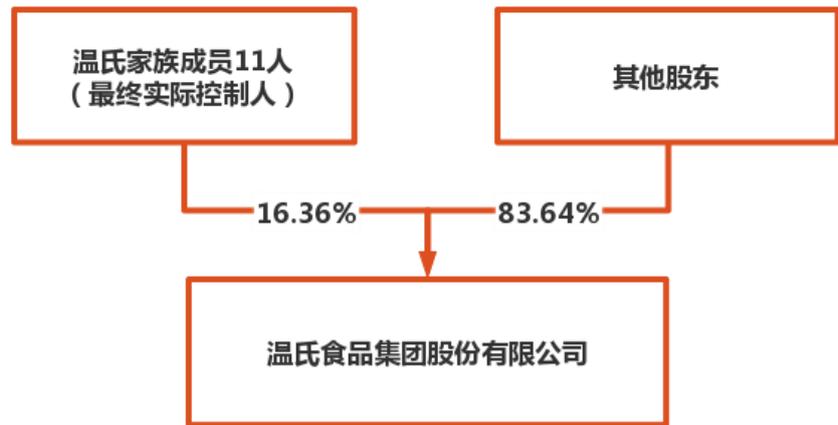


资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

1.2. 公司治理：股权结构稳定，股权激励促发展

公司股权结构相对分散，温氏家族为实际控制人。截至2022年第一季度，公司前十大股东持股26.16%，股权结构分散。温氏家族温鹏程等十一人是实际控制人，共计持股16.36%。温氏家族拥有几十年养殖经验，成员结构稳定。

图表 2：股权结构相对分散



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

股权激励促进企业发展。公司自 2018 年起通过股权激励计划建立针对公司业绩的长效激励机制。2021 年 4 月，公司发布了第三期限限制性股票激励计划，并于 2021 年 6 月以定增方式向公司董事、高级管理人员、温氏家族及其亲属、中层(基层)管理人员以及核心技术(业务)骨干人才授予限制性股票合计 25731 万股，占当时总股本的 4.037%。本次激励计划有超 8 成限制性股票授予中层(基层)管理人员及核心人才，并以 2020 年畜禽产品总销售重量或营业总收入为基准，制定了 2021 及 2022 年业绩考核目标，有望助力公司降本增效，进一步扩张业务规模。公司 2021 年度畜禽产品总销售重量为 795,627.65 万斤（2020 年度畜禽产品总销售重量为 681,978.13 万斤），公司 2021 年度畜禽产品总销售重量比 2020 年度增长 16.66%，公司层面业绩考核目标完成比例大于 100%，符合公司层面业绩考核条件。

图表 3：激励计划中超 80%的限制性股票授予 3716 名核心员工

职务	授予股数 (万股)	占授予总量的比例
董事 (8 人)	1035	4.02%
高级管理人员 (12 人)	1880	7.31%
温氏家族或其亲属的中层、基层管理人员 (5 人)	83	0.32%
除温氏家族及其亲属关系以外的中层、基层管理人员及核心技术 (业务) 骨干人才等 (3716 人)	20733	80.58%
预留部分	2000	7.77%
合计	25731	100.00%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 4：公司股权激励计划

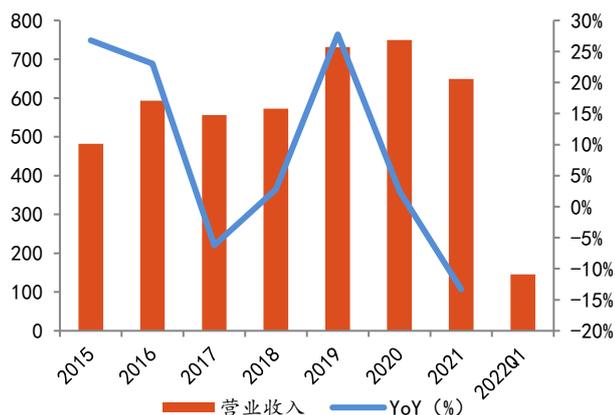
归属期	业绩考核目标
第一个归属期	2021 年度畜禽产品总销售重量比 2020 年度增长 10%，或营业总收入比 2020 年度增长 8%
第二个归属期	2022 年度畜禽产品总销售重量比 2020 年度增长 40%，或营业总收入比 2020 年度增长 15%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.3. 财务表现：公司收益稳定增长，疫情影响生猪养殖

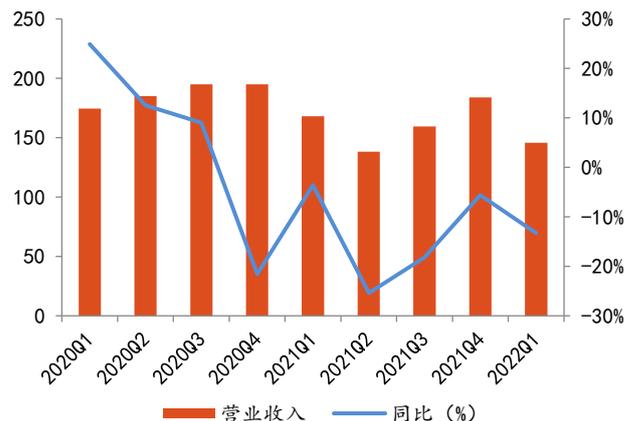
往年温氏股份营业收入与归母净利润随行业周期呈现震荡上升趋势。2021年上半年生猪产能恢复，非洲猪瘟的不确定性引起生猪抛售，以及年后猪肉消费需求低下联合导致猪肉价格大幅下跌，给生猪养殖行业造成剧烈打击。包括温氏股份在内的绝大部分同行业上市公司出现较大亏损，公司营收同比于2020Q4下滑。2021Q2 营收同比下滑 25.38%，使得公司收入端深度承压；2022Q1 实现营业收入 145.86 亿元，同比下跌 13.26%，收入端承压逐步收窄。

图表 5：公司年度营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

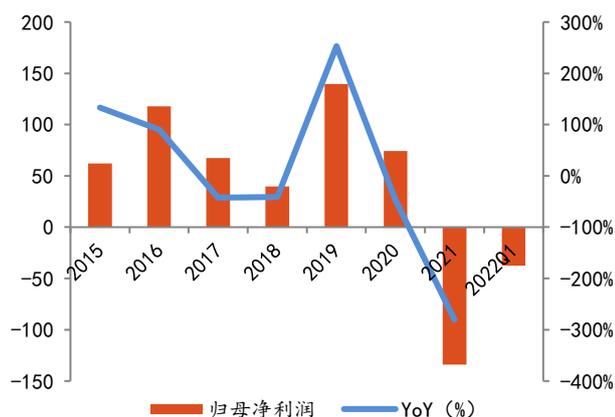
图表 6：公司季度营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

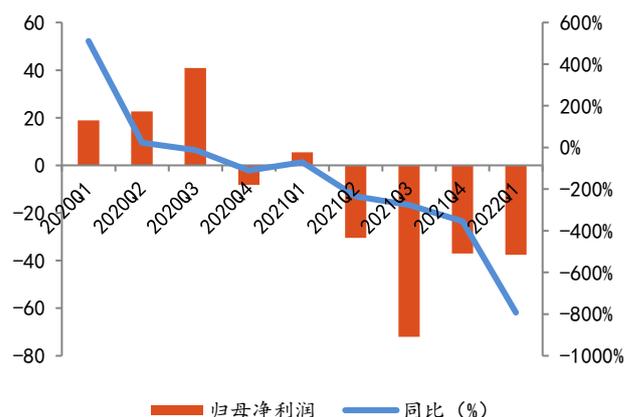
成本端生猪养殖饲料的主要原料玉米和豆粕的价格持续走高，行业养殖成本加大。公司在收入端和成本端双重压力下，归母净利润表现自 2020Q4 开始同比大幅下滑，2021Q3 更是深度亏损 72.04 亿，2021 年合计亏损达 134.04 亿元。

图表 7：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

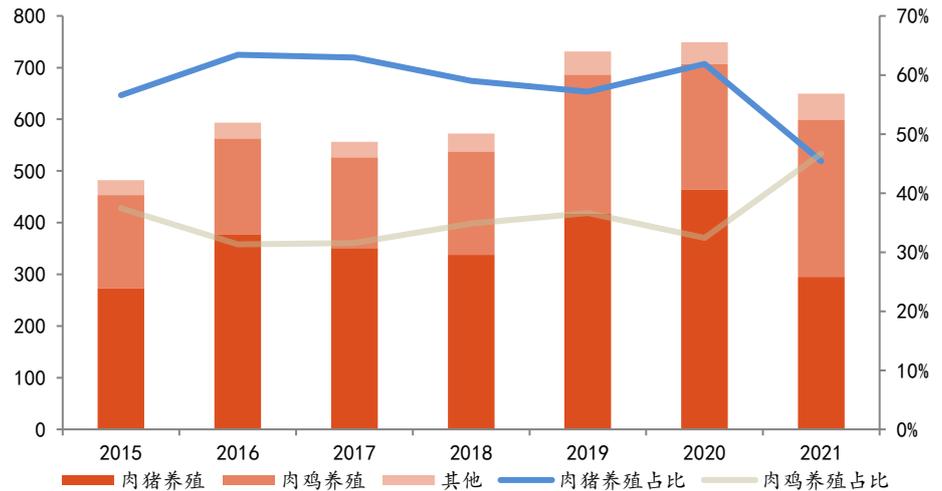
图表 8：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

肉猪养殖业务是公司主要收入来源。近几年公司各业务中，肉猪养殖业务收入约占总收入 60%，肉鸡养殖业务收入约占总收入 35%，其他业务收入约占总收入 5%。2021 年肉猪养殖业务亏损，实现收入 294.95 亿元，占公司总收入的 45%，较 2020 年收窄 27.42pct，尚不及肉鸡养殖业务创收比例。

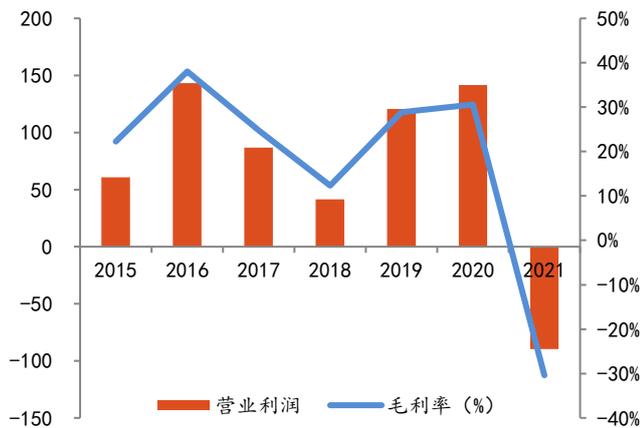
图表 9：公司历年业务营收构成（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

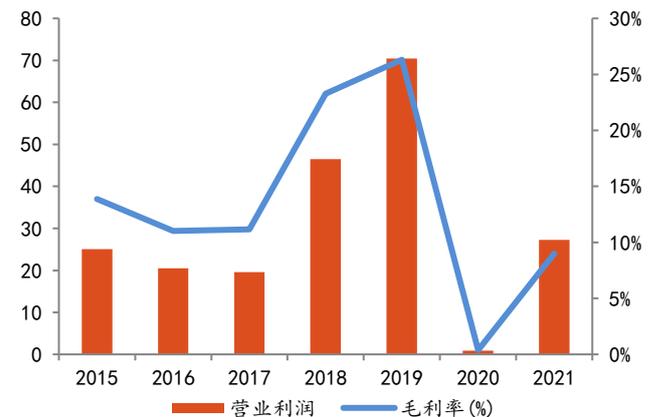
2021 年肉猪养殖业务营业利润亏损 89.63 亿元，肉鸡养殖市场行情明显好转，业务盈利 27.28 亿元，肉猪养殖深度亏损是造成公司整体利润亏损的根本原因。

图表 10：肉猪养殖营业利润大幅亏损（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 11：肉鸡养殖营业利润明显好转（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

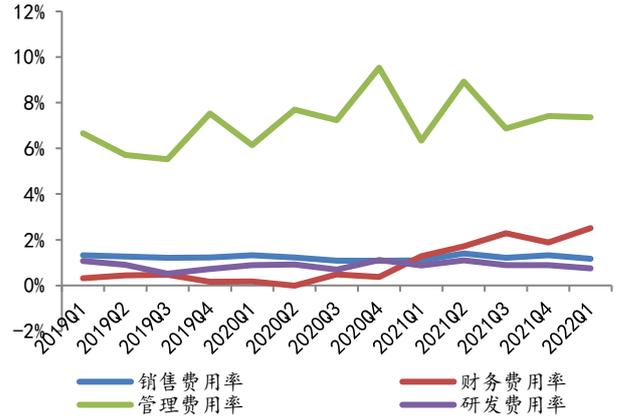
公司 2021 年毛利率下降明显，费用率整体保持稳定。2021 年销售毛利率为 -8.32%，相比 2020 年已明显亏损，主要是由于收入端生猪价格快速下行，成本端饲料原料价格不断上涨，养殖成本上升等因素。2021 年销售费用率为 1.25%，管理费用率为 7.33%，财务费用率为 1.79%，研发费用率为 0.93%，整体保持稳定。为应对周期底部增加融资，利息费用较 2020 年上涨 233.84%，财务费用率呈现上行趋势。

图表 12：盈利能力短期承压（单位：%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 13：费用率相对稳定（单位：%）



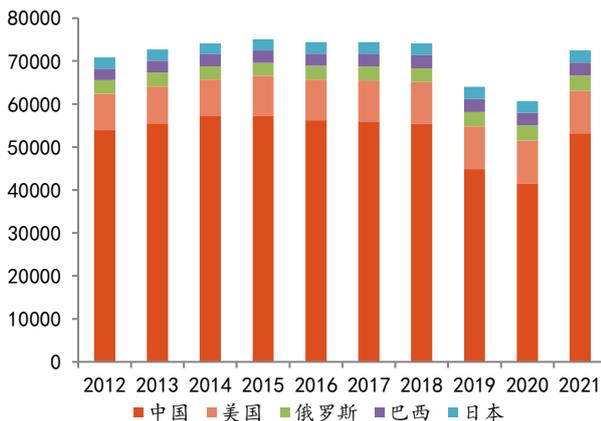
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 行业概况

2.1. 行业特征：行业周期性明显，生猪价格起底反弹

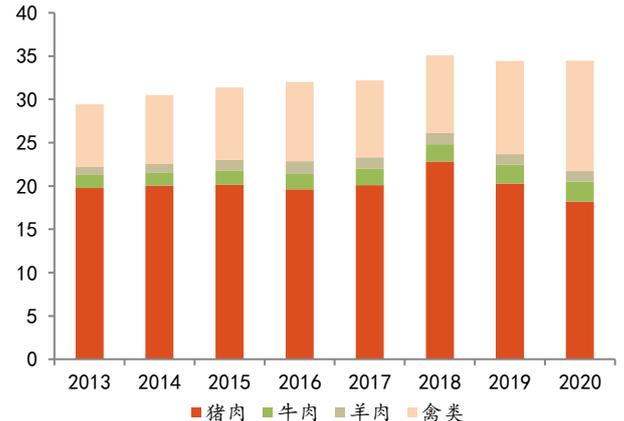
我国人均猪肉消费需求基本不变，生猪养殖行业规模稳定。从全球猪肉需求来看，我国猪肉需求量远高于其他国家，是猪肉消费大国。我国猪肉需求占比多年维持在全球 50% 水平，由于非洲猪瘟疫情猪肉供应不足且猪价高企，2019 至 2020 年需求总量有所下降。2021 年猪肉需求量回升，全年共计消费 5315 万吨。从国民肉类消费结构来看，人均猪肉消费需求占比较高且相对稳定，常年占肉类消费 60% 以上，2020 年略有下滑，全国居民人均消费猪肉达 18.2 千克。

图表 14：主要猪肉需求国猪肉消费量（单位：千吨）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 15：我国人均肉类消费结构（单位：KG）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

生猪养殖行业具有较明显的周期性特征，表现为生猪价格波动的周期性。往往 4 年一个完整周期，包括 2 年上涨周期和 2 年下跌周期。2014 年以来，我国经历了两个大猪周期。第一个猪周期为 2014 年 4 月至 2018 年 5 月，第二个猪周期为 2018 年 5 月至 2022 年 4 月。第二轮猪周期由于环保政策收紧与非洲猪瘟国内爆发影响叠加，生猪存栏大幅下降供给不足，生猪价格一路飙升至 40 元/公斤，并于高位震荡维持 14 个月之久。后因非瘟慢慢得到控制，新冠肺炎

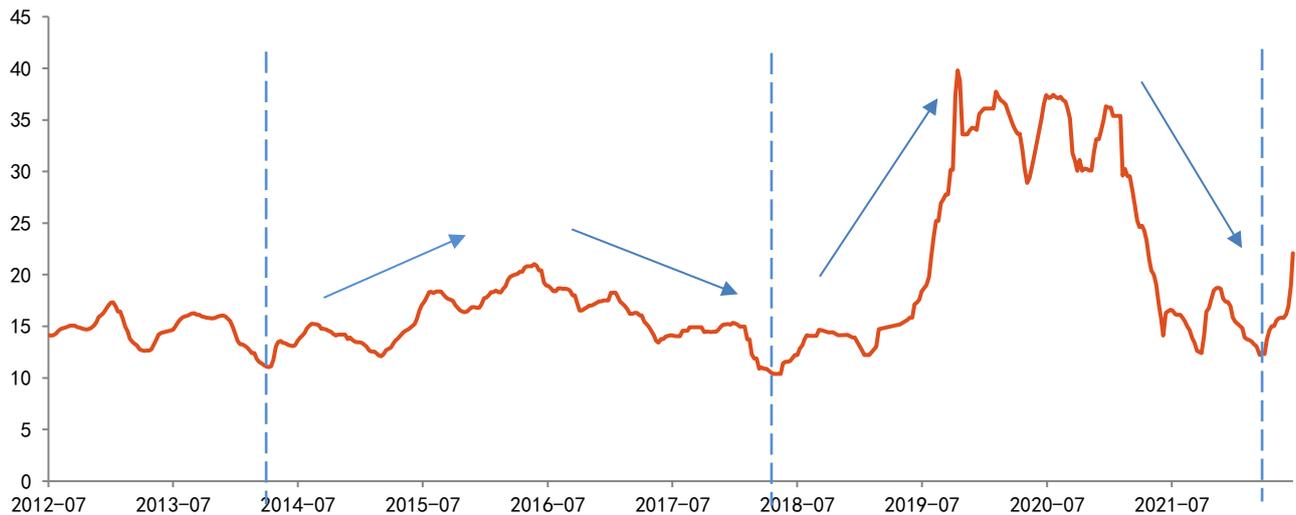
疫情得到有效防控，各行各业复工复产猪价迅速回落。

图表 16：2014 年以来两个猪周期

猪周期	上涨周期	跨度	高点	涨幅	下跌周期	跨度	低点	跌幅
2014/04-2018/05	2014/04-2016/05	25 个月	20.81 元/KG	90%	2016/06-2018/05	23 个月	10.39 元/KG	48%
2018/05-2022/04	2018/05-2019/11	18 个月	39.80 元/KG	283%	2019/11-2022/04	29 个月	12.23 元/KG	69%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

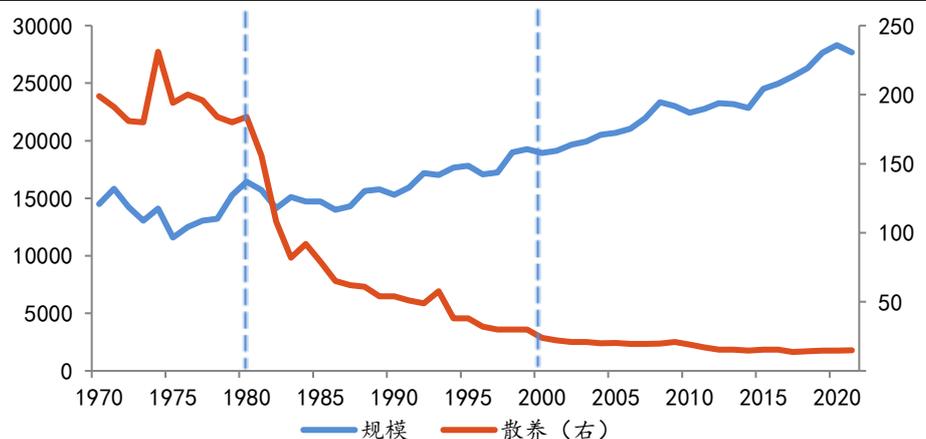
图表 17：生猪价格走势（单位：元/KG）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

与美国猪周期弱化不同，我国猪周期近些年难被熨平。美国猪周期从最初3年一周期、4-5年一周期演变至今7-8年一周期，逐渐变长变平，主要因为：高规模化的生猪养殖市场与健全的生猪类期货。20世纪70年代，美国生猪养殖行业散户养殖占据较高比重，猪周期持续3年左右，周期波动显著；80、90年代，生猪养殖行业展开规模化发展进程，散户快速出清，猪周期有一定程度弱化；21世纪至今，市场上的少量养殖散户缓慢退出市场，规模养殖企业持续扩张，猪周期保持在7-8年，周期时间长，振幅减弱。

图表 18：美国生猪产值（单位：百万英镑）



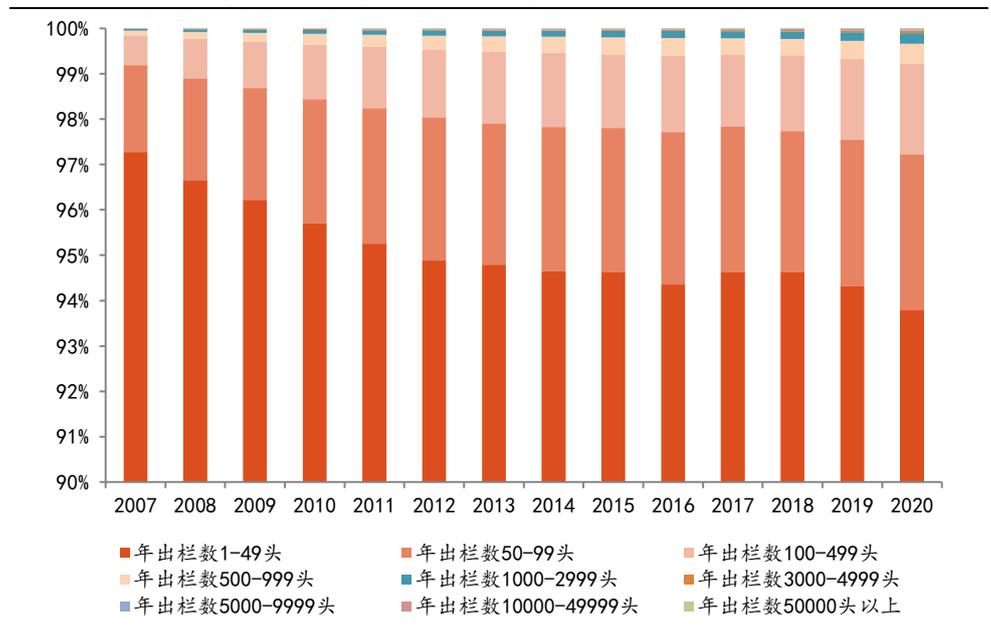
资料来源：USDA，东方财富证券研究所

近几年我国散户快速出清，生猪养殖前五大企业市占率不及美国一半，生猪养殖市场发展水平正处于美国 80、90 年代，生猪期货也正处在探索阶段，猪周期难被熨平。

2.2. 竞争格局：行业集中度低，提升空间大

我国生猪养殖行业集中度较低，近年来规模化进程提速明显。据我国《畜牧兽医年鉴》显示，生猪年出栏数 100 头以内的散户占比从 2007 年 99.19% 下降到 2020 年 97.22%，绝对值来看从 8168 万户缩减至 2020 万户，降幅达 75.27%。年出栏量在 1 万头以上的大型生猪养殖场也从 2007 年 1853 家扩张至 2020 年 4283 家，涨幅达 131.14%。

图表 19：生猪养殖散户逐年退出市场（单位：%）



资料来源：畜牧兽医年鉴，东方财富证券研究所

生猪养殖规模化是大势所趋，主要原因有以下四个方面：1) 非洲猪瘟疫情等传染性疾病的催化规模化进程提速，疫情防控能力、经营能力相对较差的散户和小规模养殖场抗风险能力弱，容易在畜禽疫情下被清洗淘汰，从而催化养殖企业集中度提升。2) 散养生猪养殖成本较高，盈利能力承压。大型畜禽养殖企业凭借规模效应享有成本优势，收益高于散户，将散户驱逐市场。3) 国家政策支持生猪养殖规模化，对规模养殖场提供补贴扶持。同时，环保政策对生猪养殖提出污染防治标准和要求，养殖散户设备和技术水平有限、环保成本升高，环保不达标的养殖散户和小企业则被迫闭舍退出市场。4) 我国城镇化率持续提升，2021 年城镇化率达 64.72%，农业人口比例的缩减使得畜牧业散户数量减少、养殖用地产生压力，生猪养殖向规模化养殖靠拢。

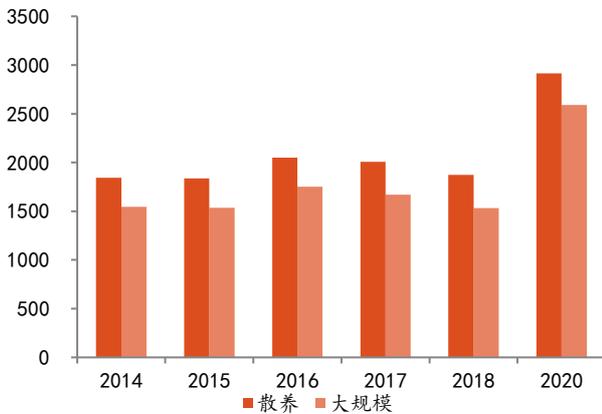
图表 20：环保政策推动生猪养殖规模化

时间	相关举措	主要内容
2013 年	《畜禽规模养殖污染防治条例》	国家首部专门针对畜禽养殖污染防治的法规性文件，明确了以综合利用作为解决畜禽养殖废弃物污染问题的根本途径，从养殖场拆迁、禁养与限养等方面进行了规定。

2014年	新《环境保护法》	为保护和改善环境，防治污染和其他公害，县级以上人民政府应当将环境保护工作纳入国民经济和社会发展规划；地方各级人民政府应当根据环境保护目标和治理任务，采取有效措施，改善环境质量。
2016年	《“十三五”生态环境保护规划》	2017年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。
2018年	第一批中央环境保护督察“回头看”	一些养殖户因棚舍设备不达标或废水超标渗排等原因而被责令停产、修复环境或关闭取缔。
2019年	排污许可证申请与核发技术规范 畜禽养殖行业	标准规定了畜禽养殖行业排污单位排污许可证申请与核发的基本情况填报要求、许可排放限值确定、实际排放量核算和合规判定的方法，以及自行监测、环境管理台账与排污许可证执行报告等环境管理要求，提出了畜禽养殖行业污染防治可行技术要求。

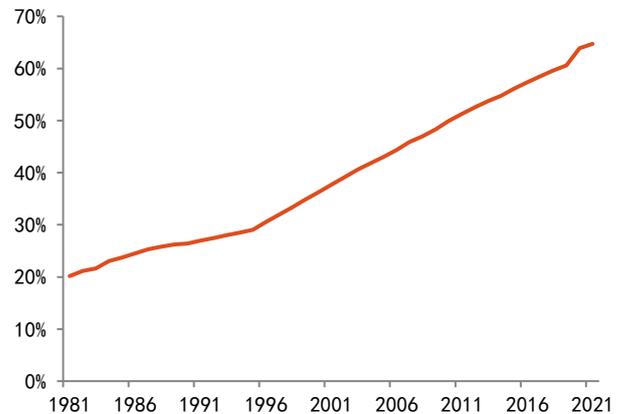
资料来源：政府网，环保部，东方财富证券研究所整理

图表 21：平均散养成本高于规模养殖（单位：元/头）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

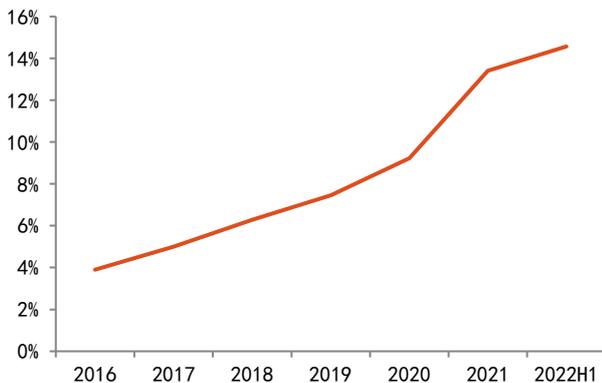
图表 22：城镇化率持续提升（单位：%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

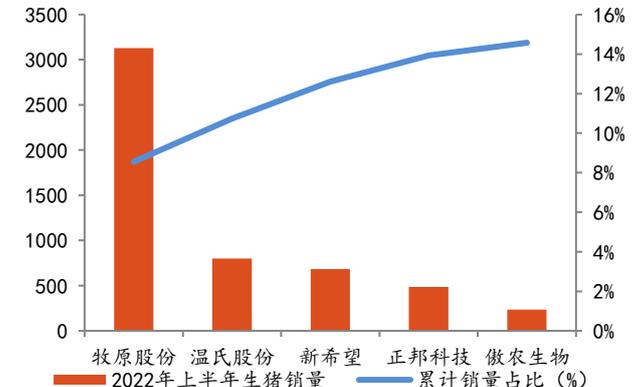
龙头企业市占率提升加速，仍有较大上涨空间。在市场规模相对稳定的情况下，企业可以通过扩大规模，抢占市场份额来提高自己的营收与利润。近三年非洲猪瘟疫情的发生，催化散户快速退出市场。从 2021 年全国生猪出栏量数据来看，前五大生猪养殖企业出栏量占全国生猪出栏量 13.41%，较 2020 年提升 4.19%，但仍与美国同期生猪养殖市场 CR5 37%的市占率有很大差距。从 2022 上半年的出栏数据来看，前五大企业占比达 14.57%，市占率有进一步提升，生猪养殖规模化进程加速推进。

图表 23：龙头企业市占率提升加速（单位：%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（注：全国出栏量来自农业农村部，头部出栏量来自公司公告）

图表 24：2022H1 生猪养殖 CR5（单位：万头）



资料来源：Choice，公司公告，东方财富证券研究所

3. 核心竞争力

3.1. 温氏模式：“公司+农户”转型升级，兼顾规模效益与扩张能力

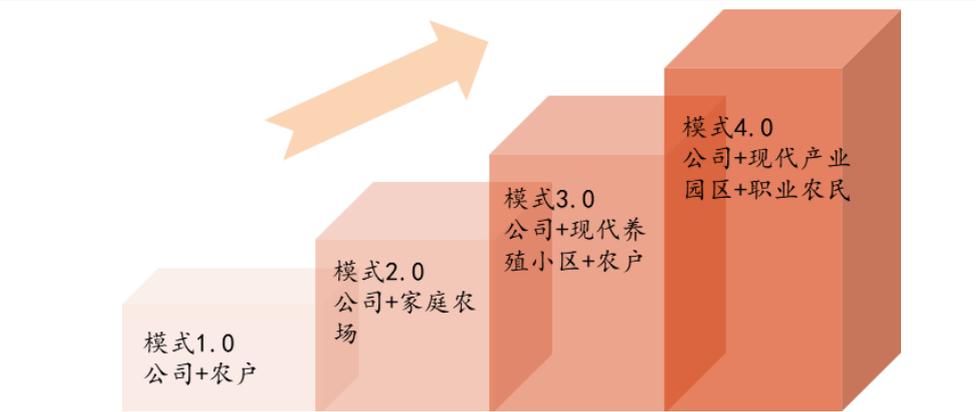
生猪养殖主要有两种模式：“公司+农户”模式和自繁自养模式。公司采用紧密型“公司+农户”的经营模式，也被誉为“温氏模式”。公司负责专业技术性工作，农户负责标准化养殖。具体而言，公司负责猪苗、鸡苗的培育，并向农户提供猪苗、饲料、兽药和疫苗，农户饲养幼苗至出栏。在合作农户饲养期间，公司提供包括疫病防控和环保处理等关键环节一整套技术支持和服务，同时监督管理以确保合作农户饲养合规达标。合作农户饲养肉鸡、肉猪达到出栏天龄后，由公司组织统一对外销售。该模式并非一成不变，随着经济发展、政策扶持和技术进步，公司经营模式已迭代升级为“公司+现代养殖小区+农户”模式，未来进一步以“公司+现代产业园区+职业农民”模式作为发展目标。

图表 25：公司+农户模式



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 26：温氏模式升级



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 27：“公司+现代养殖小区+农户”模式规模化、专业化

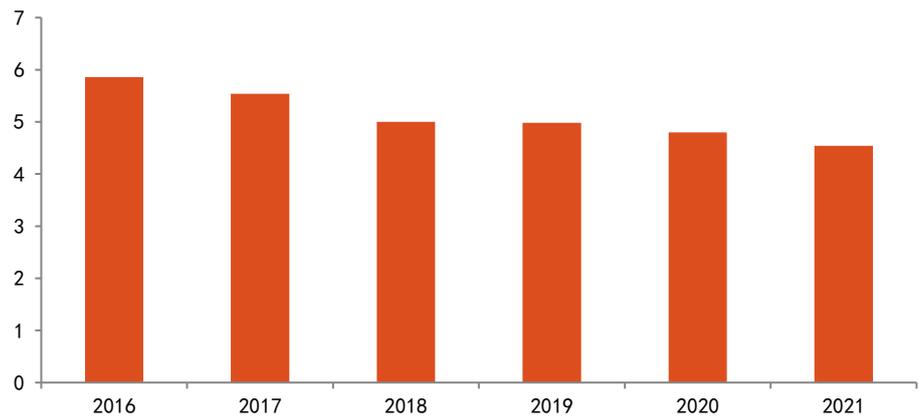
	公司+农户	公司+现代养殖小区+农户
土地	农户自有	公司租地
养殖场	农户自建栏舍	公司标准化建设
栏舍出资方	农户	公司或农户或地方政府专项产业基金

养殖规模	单户养殖规模在 1000 头左右	标准单个养殖小区设计年出栏规模约 6 万头肉猪
------	------------------	-------------------------

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所整理

近年来公司的发展着力点从“合作农户数量”转向“合作农户质量”。在公司规模不断扩大、畜禽养殖量逐年提升的情况下，合作农户数从 2016 年 5.86 万户缩减至 2021 年 4.54 万户，单户出栏量提升。公司致力于提高合作农户的养殖规模、机械化、自动化和智能化水平。

图表 28：公司合作农户数（单位：万户）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

将“公司+农户”模式和自繁自养模式进行比较：1) **资金需求和资产规模方面**，“公司+农户”模式公司使用养殖户自建猪舍，资金投入少，能快速扩大企业规模；自繁自养模式公司需自建养殖基地，重资产、资金需求量大，扩张速度慢。2) **育肥效率与管理难度方面**，“公司+农户”模式公司需按时追踪农户养殖进度，机械化、自动化程度低，导致育肥效率相对较低，管理难度偏大；自繁自养模式公司规模化养殖，机械化设备叠加智能化管理，可节约人力提高养殖效率。3) **疫情防控方面**，“公司+农户”模式公司通过分散化养殖管理，感染风险与感染损失较小，但农户疫情防范意识相对薄弱、猪舍设施与防范措施相对落后，增加了防疫难度；自繁自养模式公司设施先进，养殖人员防范意识强，养殖流程更严谨规范，但生猪高密度养殖亦增加疫情感染风险。

我们将温氏股份生猪养殖成本构成与自繁自养模式代表牧原股份进行比较，选择两公司 2018 年经营数据（2018 年生猪经营未受非洲猪瘟影响，更具代表性）进行对比分析。温氏股份单头生猪成本平均高于牧原股份 242 元，主要是由于“公司+农户”模式委托养殖费用的发生；其次温氏股份饲料原料成本相对较高，牧原股份养殖基地集中在河南粮区，温氏养殖基地多集中于南方地区，饲料原料价格相对牧原较高。温氏股份“公司+农户”模式轻资产运作，固定资产折旧低于牧原股份 57 元/头；公司分散养殖在疫苗使用上也具有明显优势，药品及疫苗费用低于牧原股份 40 元/头。

图表 29：温氏股份与牧原股份 2018 年成本构成对比（单位：元/头）

项目	温氏股份		牧原股份	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
饲料原料	771.27	58.09%	659.80	60.76%
委托养殖费用	220.85	16.63%	/	/
固定资产折旧及摊销	36.05	2.72%	92.87	8.55%
职工薪酬	86.20	6.49%	68.04	6.26%
药品及疫苗费用	66.11	4.98%	106.42	9.80%
其他费用	147.26	11.09%	158.84	14.63%
主营业务成本合计	1327.74	100.00%	1085.97	100.00%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司经营模式已迭代升级为“公司+现代养殖小区+农户”模式，在一定程度上弥补了原有模式的缺陷。“公司+现代养殖小区”可将两个传统养殖模式优点整合。养殖小区可以有效提高单场养殖规模和育肥舍的建设标准，走标准化、集约化养殖路线，提高育肥效率，同时转移部分资金与固定资产压力。“公司+养殖小区”模式也是政府大力支持的发展对象，能够为部分养殖散户提供新发展路径，提高土地资源利用效率，增加就业。

图表 30：“公司+养殖小区”将两个传统养殖模式优点整合

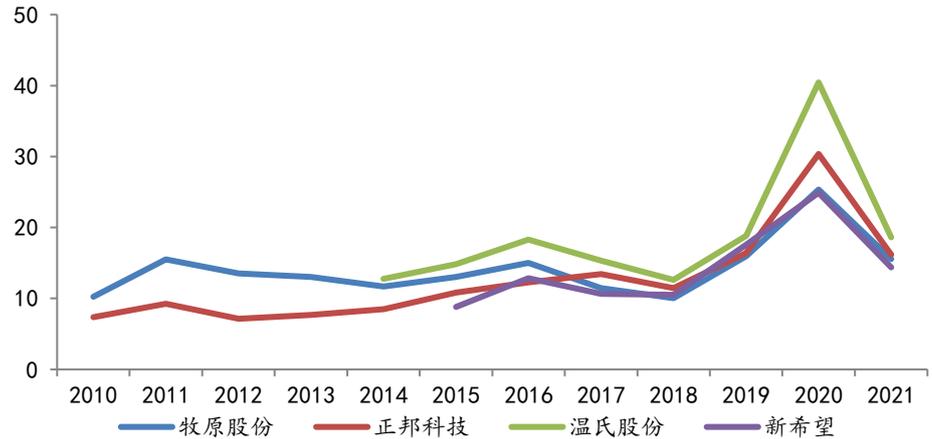
项目	公司+农户	自繁自养	公司+养殖小区
扩张速度	快	慢	较快
资产规模	轻	重	较轻
育肥效率	低	高	高
管理难度	高	低	低
防疫难度	高	高	较低

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所整理

3.2. 盈利能力：猪肉价格竞争优势明显，价差行业领先

公司生猪销售具有较明显的价格优势。因品种和地域差异，头部公司生猪价格有所不同。公司是国家瘦肉型猪生产技术示范基地、猪良种工程示范基地和无公害肉猪生产基地，生产的肉猪产品品质好、市场认可度高；公司生猪养殖布局合理，有较好的区域优势。在肉猪行情较好的时节，公司生猪销售往往有较明显的价格优势。

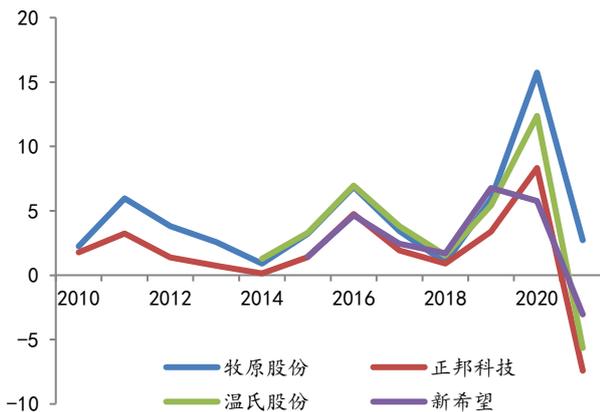
图表 31：头部公司生猪月销售价格（单位：元/KG）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（均重按照 120KG 估计）

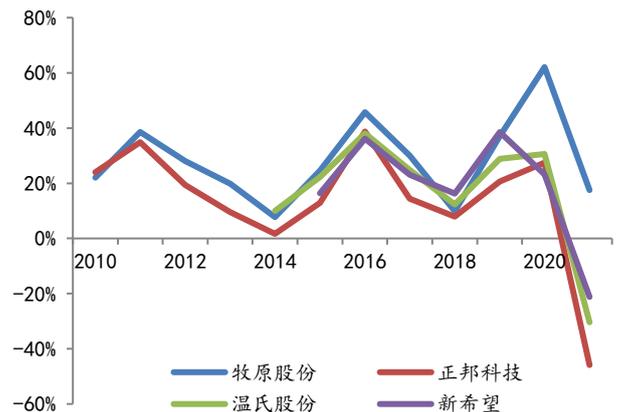
公司生猪价差行业领先。温氏股份生猪价差仅次于牧原股份，与牧原股份相比头均成本较高，主要源于模式带来的委托养殖费用，以及饲料原料成本较高，但仍处于行业领先水平，2020 年价差高达 12.37 元/公斤。

图表 32：头部公司价差对比（单位：元/KG）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（均重按照 120KG 估计）

图表 33：头部公司毛利率对比（单位：%）

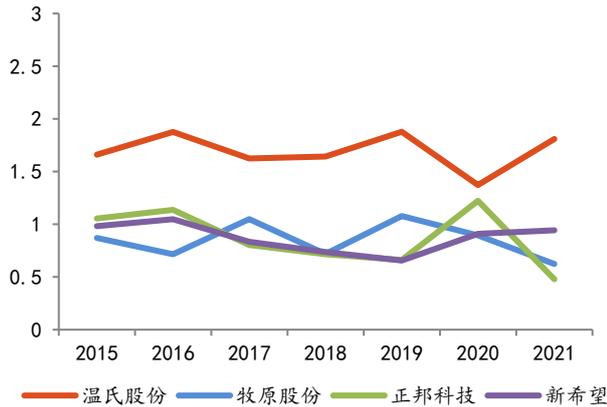


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3.3. 稳中求胜：资金储备充足，周期底部抗风险能力强

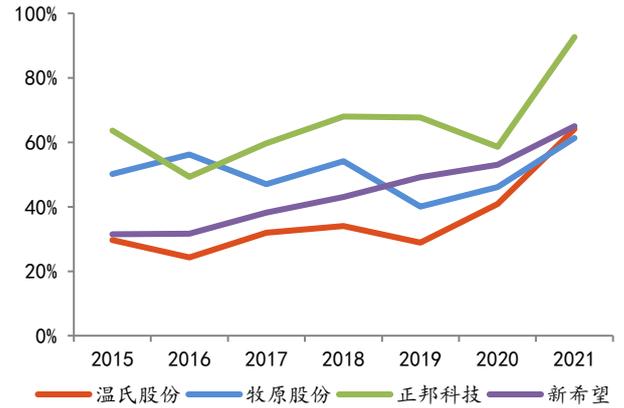
目前双疫情仍具有不确定性，公司保证可控的负债比率，稳健的扩张速度，安全性高。公司 2021 年流动比率为 1.81，常年维持行业领先水平，资金储备充足，可有效抵抗短期经营风险。负债水平近两年因非洲猪瘟疫情有所上涨，2021 年资产负债率为 64.1%，仍处于行业较低水平。盈利能力呈现周期性波动，近两年暂时下滑，2021 年净资产收益率为 -37.27%，因非洲猪瘟疫情产生的亏损已基本显露，后期有望回归正常水平。

图表 34：公司流动比率有明显优势



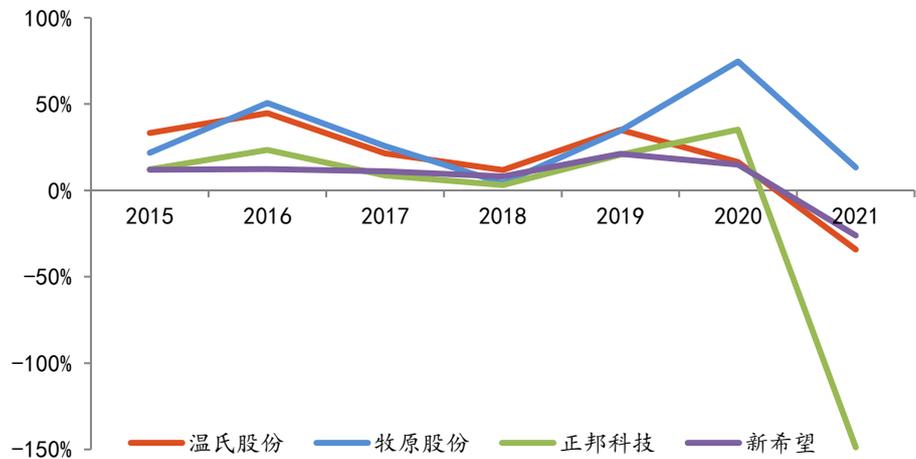
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 35：公司资产负债率处行业较低水平（单位：%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 36：公司净资产收益率对比（单位：%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3.4. 降本增效：养殖成本逐期下降，经营效益稳步提高

公司养猪成本主要有直接成本、完全成本和综合成本三个统计口径。直接成本=猪苗成本+饲料成本+药物成本+养户饲养费，完全成本=直接成本+费用，综合成本=完全成本+其他盈亏，其中其他盈亏主要为母猪死淘成本、相关计提事项等几项内容，未来公司将主要采用综合成本概念衡量养猪成本。

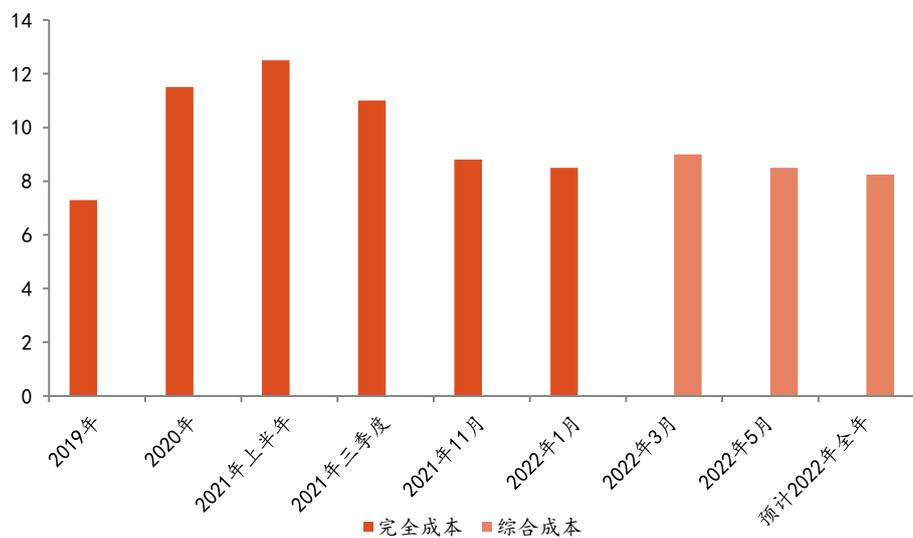
2022 年以来公司养猪综合成本逐步下降，主要是因为猪苗成本和费用的有效控制。5 月份猪苗生产成本已降至 390 元/头左右，相比 1 月份下降超 60 元/头。具体有以下几方面原因：1) 2021 年以来公司持续优化种猪结构，提高种猪质量，同时完成计提对母猪群体资产减值损失；2) 公司母猪群体生产性能恢复，生产指标不断提升，5 月份分娩率提升至 80%以上，窝均健仔数提升至 10.8 头以上，PSY 稳步提升至 20 左右；3) 公司种猪场基础管理进一步加强，5 月份产保死淘率降至 8%以下，接近非瘟前水平；4) 公司筑高筑牢种猪场生物安全防控体系，做实做细基础管理工作，仔猪死淘数量减少，无效耗药和仔猪耗料等有所减少。2022 年 5 月份养猪综合成本已降至 8.5 元/斤左右，成本下降幅度略超公司预期，前期降本增效专项活动效果有所显现。未来饲料原料价格走低，有望进一步压缩成本，提高经营效益。

图表 37：公司生猪养殖成本拆分（单位：元/头）

成本构成	2015	2016	2017	2018	2019
饲料原料	844.15	764.69	764.48	771.27	816.98
委托养殖费用	215.79	260.39	256.46	220.85	244.05
药物及疫苗	67.05	70.22	70.50	66.11	65.95
职工薪酬	74.34	86.47	97.22	86.20	110.17
固定资产折旧及摊销	27.71	27.62	32.29	36.05	52.32
其他	58.27	73.64	69.65	67.14	89.36
合计	1287.31	1283.04	1290.59	1247.62	1378.82

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 38：生猪养殖成本逐年下降（单位：元/斤）



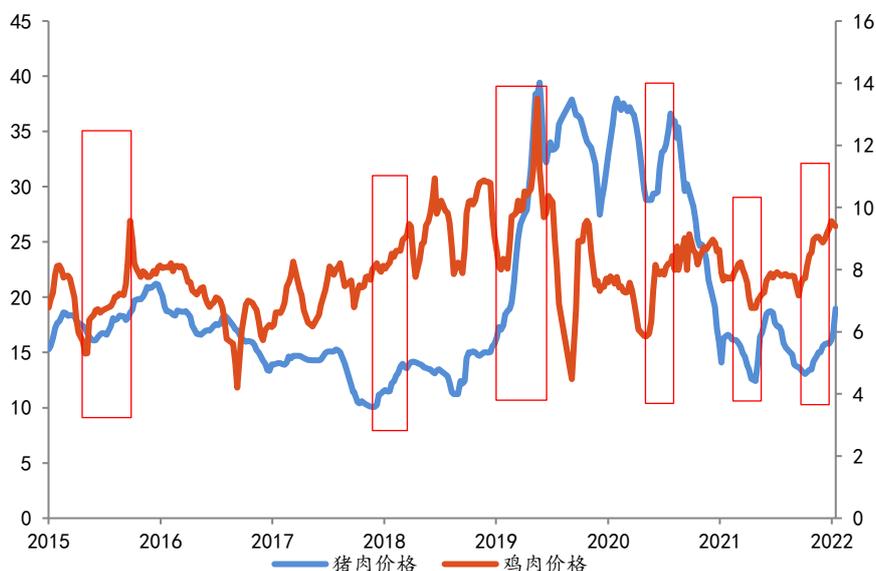
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.5. 两翼齐飞：鸡猪双主业，互为支撑

猪周期和鸡周期表现出一定的相关性和差异性。其相关性体现在大趋势时价格的同涨同跌，尤其是 2019 年 11 月猪肉价格达到历史峰值 39.80 元/KG，鸡肉价格几乎同步到达历史最高点 13.50 元/KG。主要原因是禽类为我国第二大肉类消费，与猪肉表现为明显的替代作用，在猪肉价格高企时，居民以消费鸡肉替代猪肉，抬高鸡肉价格。差异性表现为与猪周期相比，鸡周期持续时间更短，振幅更小。主要原因是：1) 肉鸡生长时间短，白羽鸡养殖时间为 42 天，黄羽鸡养殖时间为 2-3 个月；而生猪养殖从补栏 4 个月大后备母猪到商品猪出栏历时约 14 个月。因而肉鸡养殖户反应更快，市场供需错配时长更短。2) 肉鸡养殖市场集中度更高，2020 年全国黄羽鸡养殖 CR5 约为 36%，而同期生猪养殖 CR5 仅为 9.22%。大型养殖企业更有能力、有效率积极响应市场鸡肉价格变动。3) 肉鸡养殖成本更低，相同流动资金更易于大量鸡苗补栏，因而养殖企业能够更快反应。

通过鸡猪养殖双主业，一方面可以在生猪价格高走时，鸡猪共振实现双赢；另一方面可以在生猪价格低迷时，以肉鸡营收作为弥补，风险分担。

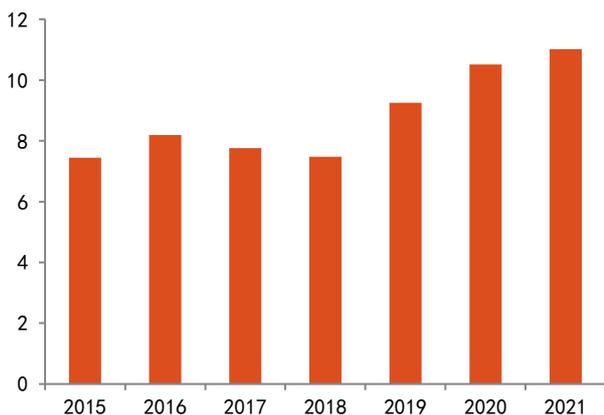
图表 39：猪肉价格与鸡肉价格走势（单位：元/KG）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

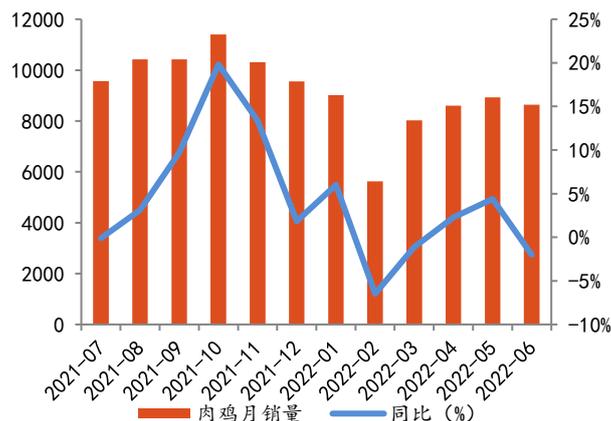
公司深耕肉鸡养殖近四十载，2021 年公司销售肉鸡 11.01 亿羽，约占全国黄羽鸡和白羽鸡总出栏量的 11%，在同行业 A 股上市公司中排名第一。肉鸡养殖为公司提供了 47% 的业务营收，是公司增收的第二羽翼。由于非洲猪瘟和新冠肺炎双疫情的作用，2019 年起猪肉价格飙升，供给不足。鸡肉发挥显著替代效应，销量逐年上涨，销售收入呈现周期性震荡上升趋势。

图表 40：肉鸡年销量呈上升趋势（单位：亿只）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 41：肉鸡月销量（单位：万只）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2021 年公司毛鸡销售均价为 13.20 元/公斤，同比增长 13.50%，肉鸡市场总体行情有所好转。虽然饲料原料价格持续上行拉高养殖成本，但公司养鸡业生产成绩连续多月维持公司历史较高水平，整体实现盈利。2022 年 6 月公司肉鸡销售收入达 25.8 亿元，同比增长 34.66%。

图表 42：公司肉鸡月销售收入（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

政策利好，需求旺盛促使冰鲜肉和预制菜市场不断发展壮大。根据国家市场监督管理总局最新政策要求，未来将逐步取消活禽市场交易。供给端，物流冷链发达，生鲜保质期延长、配送范围扩大；需求端，经济发展促进肉类消费，社会分工精细化使时间成本和人工成本上升，消费习惯发生改变。供需两端同时促进了我国预制菜市场的快速发展。

公司为适应社会发展要求，将逐步由活禽和活猪销售模式向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式过渡和转变。事实上，温氏股份早于 2009 年依托旗下公司——温氏佳味开启了从生产端养殖业向销售端食品加工业的转型升级。温氏股份自带原料供应链和配套产业链，叠加强大的品牌效应，在预制菜市场优势明显。2021 年公司累计竣工的肉鸡屠宰单班产能达 2.85 亿只/年，有力支撑鲜品鸡销售业务进一步发展。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、盐焗鸡和豉油鸡等熟食鸡产品，预制菜肴有胡椒猪肚鸡、土鸡汤等产品。2021 年公司销售预制菜产品共计 16,889 吨，未来有望进一步上涨。

图表 43：温氏佳味主要产品



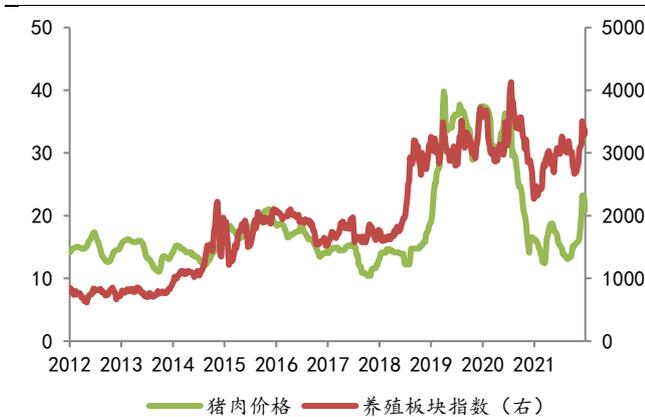
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

4. 周期拐点

4.1. 单猪市值：驱动股价，量价并重

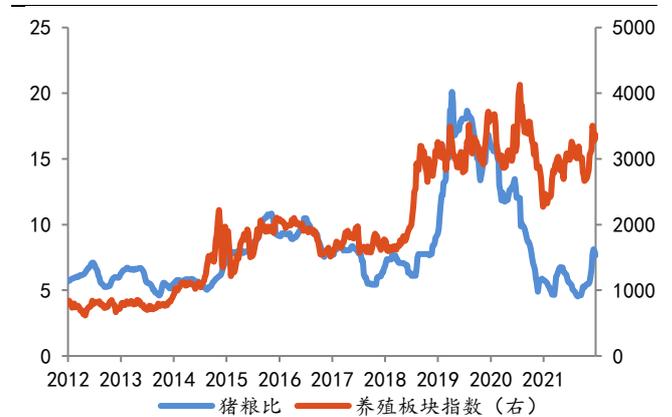
驱动公司市值变动的核心指标有哪些？我们选取猪肉价格、猪粮比、生猪出栏量进行比较。就价格而言，我们选取2012年8月至2022年7月的养殖板块指数（803007）和猪肉价格数据测算相关系数，其值高达0.68。而同时区间养殖板块指数与猪粮比的相关系数为0.60。引入玉米等成本指标后，相关系数反而更低。主要原因：1）猪粮比指标构建过程中，玉米价格作为除数，作用效果更大，与实际情形不符；2）玉米价格相对稳定，周期也更长，按照1:2.7的肉料比，对盈利影响也小于猪肉价格。因而，我们认为**玉米等成本对股价影响或有限，生猪价格更能影响股价波动。**

图表 44：猪肉价格与养殖板块指数关系



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

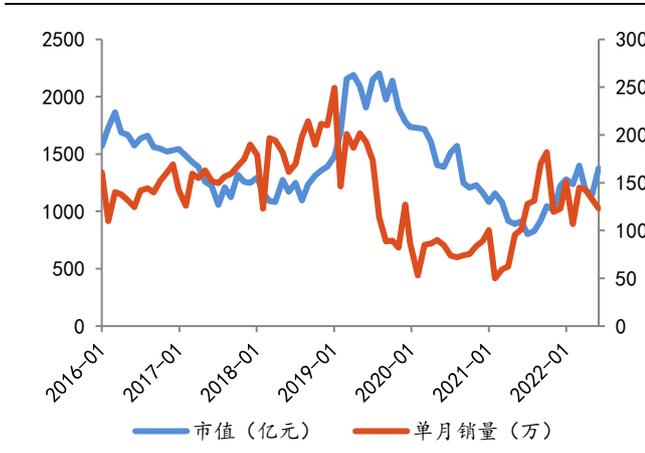
图表 45：猪粮比与养殖板块指数关系



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

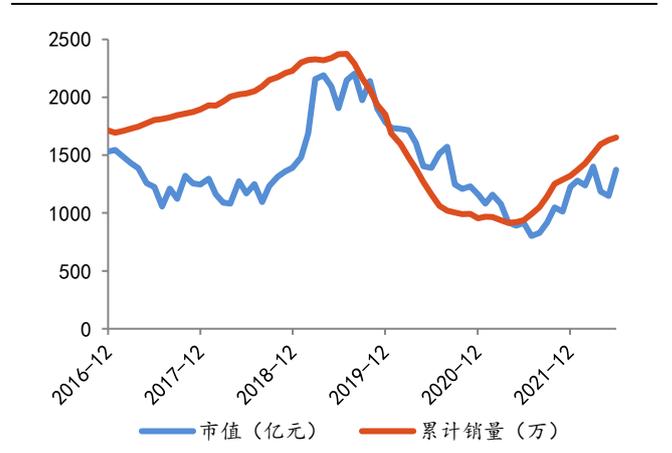
就出栏量而言，2016年1月至2022年6月公司市值与月出栏量的相关系数为0.13，呈现弱正相关性；而公司市值和生猪前12月累计销量的相关系数0.67，具有较强的正相关关系。因而我们认为**公司前12个月累计生猪销量更能影响股价波动。**

图表 46：生猪月销量与市值关系



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

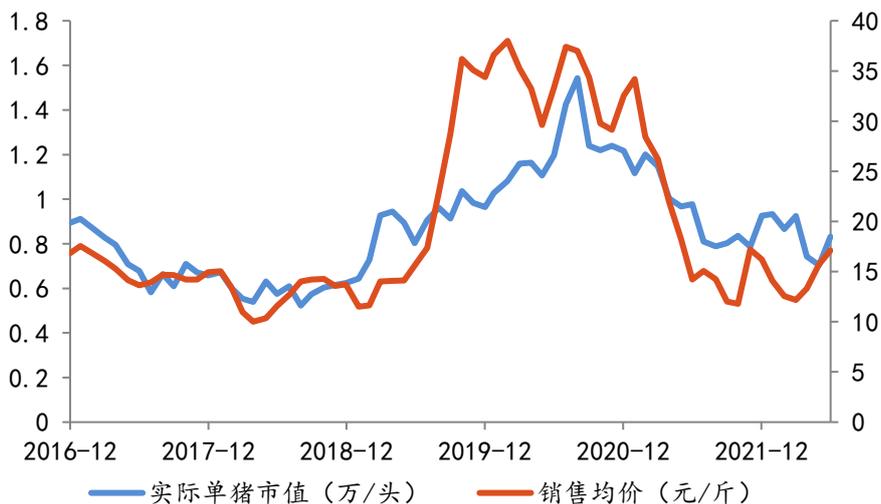
图表 47：前12月销量与市值关系



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

猪肉价格和出栏量对于养殖企业股价有着同样重要的影响。我们将通过公司历史单猪市值（当期市值/前12月累计生猪出栏量）数据和肉猪销售均价进行对比，将三者关系联系起来：自2016年12月至2022年6月，最低单猪市值（以12月累计出栏衡量）0.52万/头，最高单猪市值1.54万/头，单猪市值与销售均价相关系数达0.83，具有强正相关关系。因而对未来股价的预测，可从猪肉价格走势和生猪出栏量两方面入手。

图表 48：温氏股份单猪市值与肉猪销售均价关系



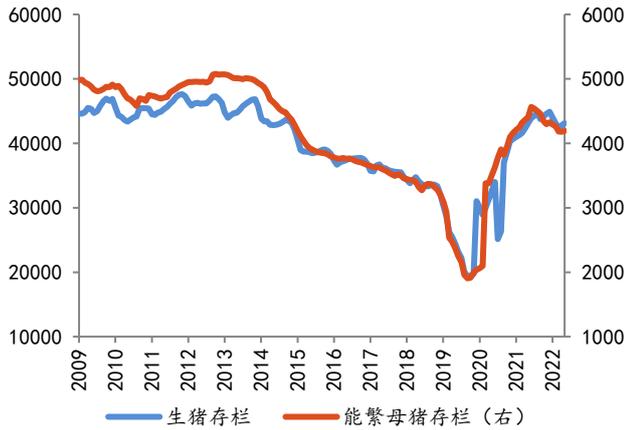
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.1. 量价齐升：生猪价格起底反弹，出栏量稳步提升

当前猪肉价格正处于周期低点，未来一年时间有望持续走高且保持在高位。如前所述，生猪养殖行业呈现明显周期性，新一轮猪周期自今年4月正式开启，且上升周期往往约为两年，因而我们预计猪肉价格上行可持续至2023年年末。从季节性来看，三四季度往往是猪肉需求旺季，短期而言猪肉价格将一直上涨到今年年底，于今年末明年初达到猪肉价格小高峰。

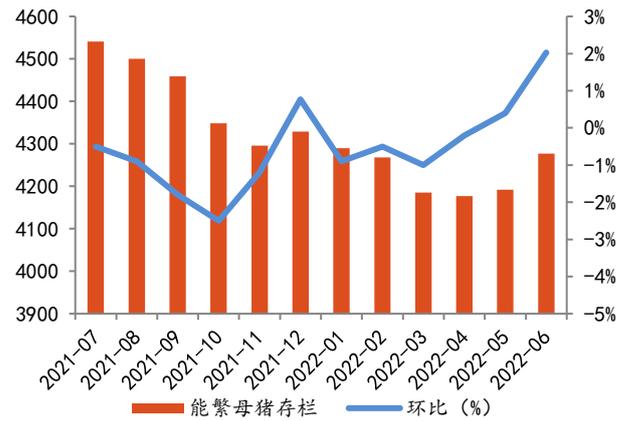
近一年来，生猪产能温和去化，供给收紧支撑猪肉价格。能繁母猪数量决定生猪产能，自2021年6月生猪产能温和去化，此过程一直持续10月之久，能繁母猪存栏从4564万头下降至今年4月的4177万头，累计减少387万头，降幅达9.27%。能繁母猪数量自今年5月开始止跌回升，6月能繁母猪存栏4277万头，环比上涨2%。能繁母猪存栏同比领先生猪出栏约11个月，从过去一年能繁母猪存栏量可以预计未来近一年里，生猪出栏量相对稳定，略有收紧。因三四季度需求有望逐步提升，预计出栏供应量相对偏紧，猪价将呈现震荡上升趋势。

图表 49：生猪与能繁母猪存栏（单位：万头）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

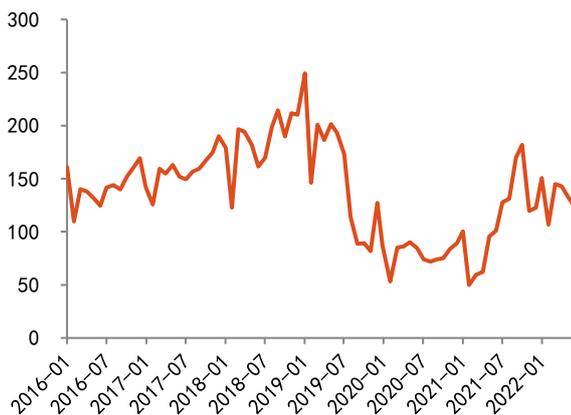
图表 50：近一年能繁母猪存栏变动（单位：万头）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

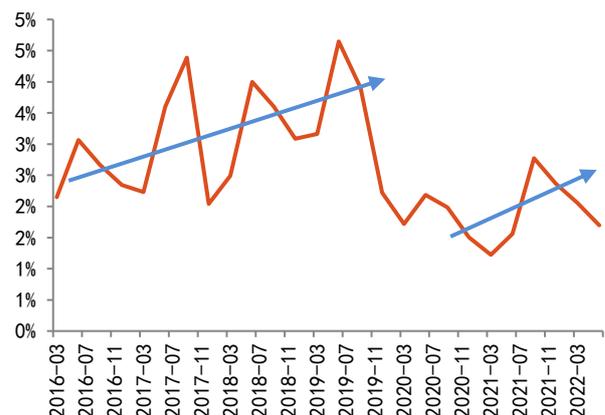
公司历史生猪出栏量总体呈上升趋势，占全国出栏量比重逐步走高。在非洲猪瘟出现之前，公司稳步扩张，生猪月出栏量呈现相对稳定的上升趋势。非瘟导致公司能繁母猪去化严重，生猪出栏大幅缩水。2021年3月份起，生猪出栏起底反弹，呈现震荡上升趋势，占全国出栏量比重逐步回升，但较疫情前水平仍有发展空间。

图表 51：公司生猪月出栏量（单位：万头）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 52：公司生猪出栏量占全国比重（单位：%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

生猪产能稳健恢复，未来出栏量逐步提升。养殖企业定期披露未来一至两年产能规划，同时我们也可以通过平均能繁母猪存栏推断验证。截至今年6月，温氏股份高质量能繁母猪存栏接近120万头，超过去年同期水平，后备母猪充足。在目前市场情况稳定的情况下，预计年底可实现能繁母猪存栏140万头。因而在未来一年内，公司生猪产能稳步提升，保证相对充分的肉猪供给，预计2022年全年有能力实现生猪出栏1800万头，回归非洲猪瘟前正常水平。进一步，公司预计2023年实现生猪出栏2600万-2800万头，稳步提升市场份额。

图表 53：头部公司披露出栏计划（单位：万头）

头部公司	能繁母猪存栏				生猪出栏			
	2021-06	2021-12	2022-06	2022E	2021	2022H1	2022E	2023E
温氏股份	110	105	120	140	1321.7	800.6	1800	2600-2800

牧原股份	275.6	283.1	247.3	—	4026.3	3128	5000-5600	—
新希望	110	100	85	100-110	997.8	684.8	1400	1850
正邦科技	120	38	—	—	1492.7	484.5	—	—

资料来源：公司公告，牧原股份数据来自投资者互动平台，东方财富证券研究所（注：新希望 21 年 6 月末披露能繁母猪存栏，其值为 21 年 3 月数据）

5. 盈利预测

5.1. 关键假设

1) 肉猪养殖：收入端能繁母猪存栏量逐步提升，根据公司出栏量计划，假设 2022-2024 年生猪出栏量分别为 1800/2700/3500 万头；猪肉销售均价近两年处于上升周期，或将于 2024 年回调，假设 2022-2024 年猪肉销售均价分别为 18/23/20 元/KG；同时假定肉猪均重保持在 120KG/头。成本端公司生猪养殖综合成本逐步降低，预计成本分别为 16.5/14.5/13 元/KG。

2) 肉鸡养殖：根据公司经营策略，肉鸡业务保持稳定发展，预计 2022-2024 年肉鸡销量增速分别为 6%/6%/5%；肉鸡销售均价取往年均值 13.05 元/公斤；同时假定肉鸡均重保持在 2KG/羽。成本端饲料成本管控有效，预计 2022-2024 年成本分别为 12/12/11.5 元/KG。

图表 54：盈利预测的关键假设（单位：百万元，%）

报告日期	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
猪肉类养殖						
营业收入	41811.51	46343.04	29494.27	38880.00	74520.00	84000.00
yoy	23.83%	10.84%	-36.36%	31.82%	91.67%	12.72%
销量（万头）	1851.66	954.55	1321.74	1800.00	2700.00	3500.00
yoy	-16.95%	-48.45%	38.47%	36.18%	50.00%	29.63%
销售均价（元/公斤）	18.79	33.56	17.39	18.00	23.00	20.00
毛利率	28.84%	30.58%	-30.39%	8.33%	38.04%	40.00%
肉鸡类养殖						
营业收入	26785.92	24294.13	30327.59	30166.98	31981.90	33580.99
yoy	34.22%	-9.30%	24.84%	-0.53%	6.02%	5.00%
销量（亿只）	9.15	10.37	10.86	11.56	12.25	12.87
yoy	22.33%	13.33%	4.73%	6.45%	6.00%	5.00%
销售均价（元/公斤）	15.06	11.63	13.20	13.05	13.05	13.05
毛利率	26.31%	0.38%	9.00%	8.03%	8.05%	11.88%
肉制品加工产品						
营业收入	297.54	364.57	401.13	481.36	601.70	782.20
yoy	27.86%	22.53%	10.03%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率		9.83%	4.34%	5.00%	5.00%	5.00%
设备						
营业收入	188.65	236.99	125.49	163.14	195.76	234.92
yoy	107.10%	25.62%	-47.05%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率		13.19%	23.56%	15.00%	20.00%	25.00%
兽药						

营业收入	624.79	751.38	716.15	787.77	945.32	1039.85
yoy	24.94%	20.26%	-4.69%	10.00%	20.00%	10.00%
毛利率		42.71%	54.08%	40.00%	45.00%	50.00%
原奶及乳制品						
营业收入	728.30	840.30	1062.34	1274.81	1593.51	2071.56
yoy	23.04%	15.38%	26.42%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率		26.33%	21.65%	20.00%	20.00%	20.00%
其他						
营业收入	594.10	43.85	103.91	114.30	131.45	157.74
yoy	66.62%	-92.62%	136.97%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率		70.89%	80.57%	70.00%	75.00%	80.00%
其他养殖						
营业收入	2089.60	2049.51	2723.18	2995.50	3444.82	4133.79
yoy	19.98%	-1.92%	32.87%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率		-10.32%	3.11%	3.00%	4.00%	5.00%
营业收入合计	73120.41	74923.77	64954.06	74863.84	113414.45	126001.05
yoy	27.75%	2.47%	-13.31%	15.26%	51.49%	11.10%
毛利率	32.31%	19.61%	-8.32%	8.64%	28.25%	31.04%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5.2. 投资建议

2022年4月开启新一轮猪周期，当前猪肉价格仍处于周期底部附近；且由于猪肉季节性需求，三四季度需求量上涨，预计年底猪肉价格达到小高峰。双疫情后，生猪养殖市场规模化进程提速，温氏股份能繁母猪补栏有序，生猪出栏量稳步提升，市场份额快速扩张。无论就猪肉价格还是出栏量而言，公司未来营收均有大幅提升空间。

基于以上假设，预计公司2022-2024年营业收入分别为748.73/1134.22/1260.08亿元，同比增速分别为15.25%/51.49%/11.10%；归母净利润分别为-3.25/219.39/290.88亿元，同比增速分别为97.57%/6846.67%/32.58%；EPS分别为-0.05/3.35/4.44元/股；对应PE分别为-6.82/5.14倍。考虑到22年公司及部分可比公司业绩一致预期仍处于异常状态，23年伴随周期上行业绩恢复正常，因此根据可比公司23年水平和公司历史估值给予公司2023年8倍PE，对应12个月目标价27.08元，拥有18.56%的上升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 55：行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
002714.SZ	牧原股份	3080	1.58	1.25	5.71	38.78	46.74	10.72	58.41	未评级
002157.SZ	正邦科技	183	-5.65	-1.54	1.51	-1.03	-3.77	3.85	5.72	增持
000876.SZ	新希望	685	-2.04	-0.20	1.42	-7.46	-77.08	10.71	15.31	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至2022-08-08，未评级股票盈利预测来自Choice一致预期）

6. 风险提示

- ◆ 非洲猪瘟、新冠肺炎双疫情风险；
- ◆ 肉猪价格不及预期；
- ◆ 政策变动风险；
- ◆ 出栏量不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	35589.14	28572.50	49720.49	70911.95
货币资金	7632.77	2180.54	15156.20	42131.26
应收及预付	1269.26	1278.45	2019.15	1674.45
存货	14943.68	14025.19	19911.90	16288.61
其他流动资产	11743.42	11088.32	12633.24	10817.63
非流动资产	61199.23	66659.89	74091.37	82200.02
长期股权投资	749.35	799.35	849.35	899.35
固定资产	35404.17	39688.27	43973.10	48181.03
在建工程	4752.20	4601.76	5281.41	5825.13
无形资产	1761.68	1811.68	1956.68	2096.68
其他长期资产	18531.83	19758.83	22030.83	25197.83
资产总计	96788.37	95232.39	123811.86	153111.97
流动负债	19684.66	15457.16	19875.77	17794.12
短期借款	1756.90	1756.90	1756.90	1756.90
应付及预收	6773.38	2960.28	5919.79	3193.08
其他流动负债	11154.39	10739.97	12199.08	12844.14
非流动负债	42354.58	45354.58	47354.58	49354.58
长期借款	18385.50	17385.50	17385.50	17385.50
应付债券	16003.50	20003.50	22003.50	24003.50
其他非流动负债	7965.58	7965.58	7965.58	7965.58
负债合计	62039.24	60811.73	67230.35	67148.70
实收资本	6351.81	6351.81	6351.81	6351.81
资本公积	5509.82	5509.82	5509.82	5509.82
留存收益	19676.56	19351.37	41290.62	70378.56
归属母公司股东权益	32447.68	32122.49	54061.74	83149.68
少数股东权益	2301.45	2298.16	2519.77	2813.59
负债和股东权益	96788.37	95232.39	123811.86	153111.97

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	64964.59	74872.84	113422.45	126008.05
营业成本	70356.21	68396.37	81377.35	86888.04
税金及附加	108.79	112.30	170.12	189.00
销售费用	813.03	898.37	1349.63	1474.21
管理费用	4759.28	5539.92	7939.01	8568.07
研发费用	603.41	673.77	1020.73	1134.01
财务费用	1163.48	398.97	652.53	323.26
资产减值损失	-2193.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	953.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	793.92	748.64	1701.22	2520.02
资产处置收益	133.36	0.00	0.00	0.00
其他收益	223.44	224.59	396.95	504.00
营业利润	-12963.80	-173.63	23011.25	30455.47
营业外收入	35.86	35.00	35.00	35.00
营业外支出	216.05	200.00	200.00	200.00
利润总额	-13143.99	-338.63	22846.25	30290.47
所得税	403.63	-10.16	685.39	908.71
净利润	-13547.62	-328.47	22160.86	29381.76
少数股东损益	-143.26	-3.28	221.61	293.82
归属母公司净利润	-13404.36	-325.19	21939.25	29087.94
EBITDA	-5938.76	3988.04	27163.08	34192.07

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	766.16	1064.08	23089.39	37639.99
净利润	-13547.62	-328.47	22160.86	29381.76
折旧摊销	5634.45	4511.34	5200.51	5933.35
营运资金变动	2497.73	-3163.10	-3453.72	3901.95
其它	6181.60	44.31	-818.27	-1577.07
投资活动现金流	-10253.00	-8888.36	-11395.78	-11886.98
资本支出	-9664.35	-9865.00	-12515.00	-14015.00
投资变动	-709.75	278.00	-532.00	-342.00
其他	121.09	698.64	1651.22	2470.02
筹资活动现金流	17004.69	2372.05	1282.05	1222.05
银行借款	22647.30	-1000.00	0.00	0.00
债券融资	9227.00	4000.00	2000.00	2000.00
股权融资	816.13	0.00	0.00	0.00
其他	-15685.74	-627.95	-717.95	-777.95
现金净增加额	7514.03	-5452.23	12975.65	26975.06
期初现金余额	2801.43	10315.45	4863.22	17838.88
期末现金余额	10315.45	4863.22	17838.88	44813.94

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-13.31%	15.25%	51.49%	11.10%
营业利润增长	-254.57%	98.66%	13353.05%	32.35%
归属母公司净利润增长	-280.51%	97.57%	6846.67%	32.58%
获利能力 (%)				
毛利率	-8.32%	8.64%	28.25%	31.04%
净利率	-20.86%	-0.44%	19.54%	23.32%
ROE	-41.31%	-1.01%	40.58%	34.98%
ROIC	-14.96%	-0.62%	20.00%	19.87%
偿债能力				
资产负债率 (%)	64.10%	63.86%	54.30%	43.86%
净负债比率	107.42%	133.00%	61.51%	11.44%
流动比率	1.81	1.85	2.50	3.99
速动比率	0.73	0.53	1.17	2.70
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.79	0.92	0.82
应收账款周转率	157.79	233.00	135.51	272.95
存货周转率	4.35	5.34	5.70	7.74
每股指标 (元)				
每股收益	-2.11	-0.05	3.35	4.44
每股经营现金流	0.12	0.16	3.53	5.75
每股净资产	5.11	4.91	8.26	12.70
估值比率				
P/E	—	—	6.82	5.14
P/B	3.77	4.65	2.77	1.80
EV/EBITDA	-26.89	48.97	6.79	4.66

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。