

温氏股份 (300498.SZ)

经营拐点出现，变革中重生

核心观点：

- **前言：公司拐点即将到来。**非瘟疫情冲击背景下，公司 2020 年生猪出栏量下滑至 1000 万头以下，市场对其养殖模式、公司经营管理能力产生质疑。我们认为，公司短期面临的困难终将过去，经营拐点临近，看好公司行稳致远。
- **“公司+家庭农场”模式升级进行时，具备长久生命力。**应对经验的累积加之更严格的隔离措施，目前非洲猪瘟进入常态化发病阶段，不论对于行业还是公司而言，非瘟疫情的冲击影响逐步减弱。参考法国、西班牙等欧洲国家的实践经验，“公司+农户（家庭农场）”的养殖模式具有持久的生命力，特别是在土地资源相对紧张的地区，具备较强的竞争力。公司积极推进“公司+农户”模式的变革，往“公司+养殖小区”等模式升级，规避传统模式下合作养殖户规模较小等问题，实现农户端的产能升级，从而达到效率提升、疫情防控等目标。
- **积极变革+育种实力，生猪出栏恢复性增长可期。**公司从管理层、组织架构等顶层设计着手，全面激发公司经营活力，迎来“二次创业”。凭借强大的研发实力，公司拥有较为完整的种猪育种体系，在非瘟“常态化”的背景下，这将重新成为公司重要的竞争优势来源之一。在经历疫情冲击之后，20Q2 起公司的生产性生物资产金额增长加速明显，按生长周期推算，2021 年下半年公司生猪出栏量环比有望明显增长。
- **投资建议：维持“买入”评级。**公司经营拐点临近，生猪出栏有望迎来恢复性增长，我们预计 2021-22 年公司 EPS 分别为 0.87、1.18 元。参考可比公司估值，并考虑当前为周期下行阶段，采用 PB 估值法更为合适，给予公司约 3 倍 PB（按 21Q1 末净资产计算），对应公司合理价值 21.64 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**畜禽价格波动风险、疫情风险、食品安全等。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,144	74,939	77,940	90,543	111,908
增长率（%）	27.8	2.5	4.0	16.2	23.6
EBITDA（百万元）	16,978	10,706	9,550	11,258	14,038
归母净利润（百万元）	13,967	7,426	5,526	7,494	9,085
增长率（%）	252.9	-46.8	-25.6	35.6	21.2
EPS（元/股）	2.63	1.17	0.87	1.18	1.43
市盈率（P/E）	12.78	15.65	16.56	12.21	10.07
ROE（%）	31.0	16.2	10.8	13.5	14.7
EV/EBITDA	10.85	12.51	11.12	10.23	8.70

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.36 元
合理价值	21.64 元
前次评级	买入
报告日期	2021-06-10

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	6373.46/4825.50
总市值/流通市值（百万元）	91523/69294
一年内最高/最低（元）	27.27/13.69
30 日日均成交量/成交额（百万）	23.40/331.60
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-17.14/-24.90

相对市场表现



分析师：

王乾



SAC 执证号：S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：

钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

温氏股份 (300498.SZ)：度	2021-04-22
过艰难时刻，看好公司产能回升	
温氏股份 (300498.SZ)：股	2021-04-17
股权激励计划落地，看好公司生猪出栏稳步回升	

目录索引

一、前言：公司拐点即将到来	4
二、“公司+家庭农场”模式升级进行时，具备长久生命力	4
（一）防控最困难时刻已过，非瘟疫情边际影响减弱	4
（二）参考海外：“公司+家庭农场”是主要的生产模式	6
（三）积极应对行业新变化，往“公司+养殖小区”等模式升级	9
三、积极变革+育种实力，生猪出栏恢复性增长可期	11
（一）管理层履新与组织架构变革，激发公司新活力	11
（二）研发实力行业领先，种猪体系较为完整	13
（三）生产性生物资产率先回升，看好公司未来长期发展	15
四、盈利预测和投资建议	16
五、风险提示	18

图表索引

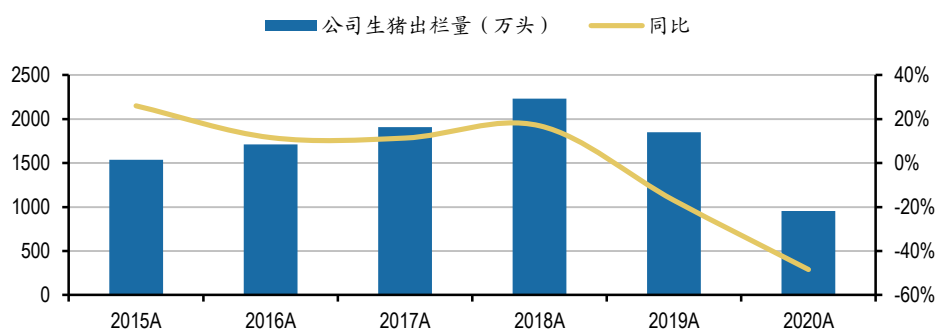
图 1: 2020 年公司生猪出栏量同比下滑	4
图 2: 2020 年以来, 行业能繁母猪存栏环比变化情况	5
图 3: 09 年以来, 欧盟生猪存栏量在 1.4~1.5 亿头波动	7
图 4: 西班牙成为欧盟第一大生猪养殖国家 (2018 年)	7
图 5: 西班牙生猪养殖场数量快速下降	7
图 6: 西班牙生猪养殖场单场规模超 400 头	7
图 7: 西班牙生猪生产效率逐步提升, 目前 PSY 接近 30 头/年	8
图 8: 2018 年, 法国生猪屠宰量约 2350 万头	8
图 9: 法国是欧盟重要的生猪生产国 (2018 年)	8
图 10: 法国生猪行业规模化过程: 最终走向适度规模化	9
图 11: 1973-2005 年, 法国不同规模养殖场的生猪存栏占比变化情况	9
图 12: 农民合作社是法国的主要组织形式, 具有四大优势	9
图 13: “公司+养殖小区”模式	10
图 14: 近年来公司固定资产稳步增长	10
图 15: 2020 年公司在建工程增加较大	10
图 16: 2020 年, 公司组织架构调整, 激发养猪业务板块的活力	12
图 17: 温氏股份育种业务发展历程	13
图 18: 公司研发投入处于行业领先 (亿元)	14
图 19: 公司研发人员数量已超 1700 人	14
图 20: 公司注重专门化品系培养	14
图 21: 生猪养殖公司的生产性生物资产包括成熟种猪、未成熟种猪以及其他	15
图 22: 2020 年公司生产性生物资产实现较大增长	16
图 23: 公司月度出栏量拐点到来	16
图 24: 上轮猪周期底部 (2018 年), 温氏股份最低 PB 约 3.1 倍	18
表 1: 国内生猪养殖过程中, 疫苗、兽药的使用较为频繁	5
表 2: 非洲猪瘟以接触性传播为主	5
表 3: 非洲猪瘟的生物安全防控主要在于隔离潜在危险的接触源	6
表 4: 2020 年 2 月, 梁志雄先生成为公司新任总裁, 秦开田为公司副总裁	11
表 5: 公司近年来在生猪育种领域取得一系列重要成果	14
表 6: 公司生产性生物资产从 20Q2 开始明显增长	15
表 7: 公司生猪业务分拆情况	17
表 8: 公司肉鸡业务分拆情况	17
表 9: 可比公司盈利预测与估值 (盈利预测采用 Wind 一致预期)	17

一、前言：公司拐点即将到来

非瘟疫情冲击背景下，公司2020年生猪出栏量下滑至1000万头以下，市场对其养殖模式、公司经营管理能力产生质疑。

从行业角度来看，防控最困难时刻已过，非瘟疫情影响正在边际减弱。参考海外经验，“公司+家庭农场”模式具备较强生命力，公司正往“公司+养殖小区”等模式升级，将更好地实现效率提升、疫情防控等目标。我们认为，公司短期面临的困难终将过去，经营拐点临近，看好公司行稳致远。

图1：2020年公司生猪出栏量同比下滑



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

二、“公司+家庭农场”模式升级进行时，具备长久生命力

（一）防控最困难时刻已过，非瘟疫情边际影响减弱

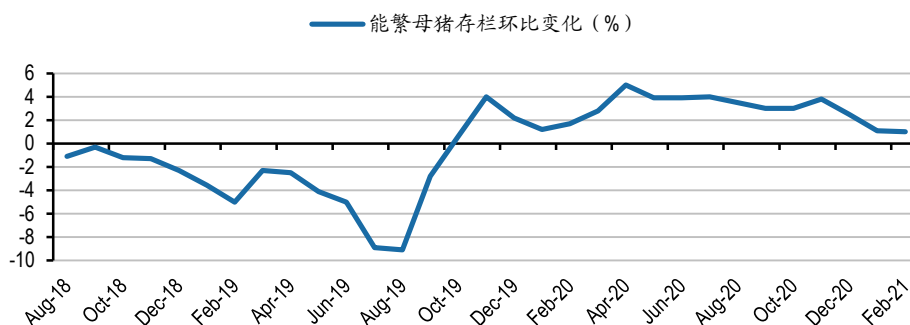
2018年8月我国东北发生首例非洲猪瘟疫情后，疫情由北到南、由东往西逐步扩散至全国。受疫情冲击等因素影响，据农业农村部数据，全国能繁母猪存栏量同比降幅在2019年10月达到最大，降幅接近40%，行业产能受到非瘟疫情的“重创”。

应对经验的累积加之更严格的隔离措施，目前非洲猪瘟进入常态化发病阶段，整体疫情对产能的影响弱于之前“冲击波”式产能去化。非洲猪瘟疫情以近距离接触传播为主，发病后致死率高，目前尚无有效疫苗和药品，提升猪场生物安全防护能力成为重中之重。生物安全防护措施主要针对于隔离潜在危险的接触源，从猪场

设施、生产流程控制、人员车辆管理、消毒等多方面进行改进，从而实现相对有效地防控非洲猪瘟疫情的传播。伴随硬件设施、防疫流程以及防控意识的更新升级，不论对于行业还是公司而言，非瘟疫情的冲击影响逐步减弱。

防控最困难时刻已过，产能恢复在曲折中前进。在非瘟疫情与新冠肺炎疫情双重压力下，20Q1行业产能恢复速度仍然较慢。2020年4月以后行业产能恢复开始加速，超高的养殖利润以及政策鼓励成为复产的重要动力来源。

图2：2020年以来，行业能繁母猪存栏环比变化情况



数据来源：农业农村部、广发证券发展研究中心

表1：国内生猪养殖过程中，疫苗、兽药的使用较为频繁

分类	具体名称
常用疫苗	蓝耳病疫苗、伪狂犬病疫苗、口蹄疫疫苗、猪瘟弱毒疫苗、红痢疾疫苗、猪圆环病毒2型疫苗、猪流行性腹泻疫苗、猪副伤寒弱毒冻干苗、猪丹毒弱毒冻干苗、猪瘟兔化弱毒疫苗、猪肺疫弱毒疫苗、猪丹毒氢氧化铝菌苗、猪链球菌氢氧化铝菌苗、猪水泡病弱毒疫苗
常用兽药	皮肤用药：敌百虫、左旋咪唑、丙硫苯咪唑、阿维菌素、伊维菌素、双甲脒、二嗪农
	繁殖用药：乙烯雌酚、三合激素、黄体酮、雄激素、孕马血清、促排卵药物、子宫收缩药、氯前列腺素
	其他常用化药：阿托品（百毒解）、新斯的明、肾上腺素、氨基比林、安乃近、安痛定、大黄、速尿、止血敏、地塞米松、氨茶碱
	新特药：普乐健（氟甲砜霉素）、庆普生、口康

数据来源：中国动物保健网、广发证券发展研究中心

表2：非洲猪瘟以接触性传播为主

媒介	表现形式
虫媒传播	通过蜱虫、蚊子、虻、螫蝇等传播，并且非洲猪瘟病毒在这些昆虫中能够长期保持活性。
体液传播	可通过猪肉制品、血液和精液等传播，长期保持活性

其他	被病毒污染的饲料、水源、器具，甚至是农场工作人员和服装，以及污染农场附近的空气都是潜在的传染源。
----	--

数据来源：中国动物保健网、广发证券发展研究中心

表3：非洲猪瘟的生物安全防控主要在于隔离潜在危险的接触源

分类	项目	具体措施
外场防线	一	①人-----场外隔离。入场前 2 天，不接触危险人、物；检测合格进入下一环节 ②车-----专车专用，一级洗消 ③物-----食材、饲料、兽药、疫苗、五金器械、种猪等，确保源头和物流安全 ④中转站-----二次转运、降低风险 ⑤三公里内疫情监控
	二	①洗消中心-----车辆清洗、消毒、干燥 ②人员隔离-----在管理可控范围内严格隔离 ③中央厨房-----生区、熟区分离，食材静置 24 小时后消毒使用 ④猪只运输-----专用车辆、空气过滤、路线控制 ⑤物资运输-----多层包装、密闭运输
	三	①车辆三级洗消、高温烘干 ②物资除外包装，进熏蒸间熏蒸消毒 ③人员洗澡更衣进场 ④外源动物防控
内场防线	四	①人员、物资生活区隔离 ②人、车通道分离 ③封闭病原直接进入通道 ④场区定期消毒
	五	①人、物进出猪舍 ②猪只流动
	六	①戴手套、口罩、头套、换鞋操作 ②舍内操作规范

数据来源：农业农村部、广发证券发展研究中心

（二）参考海外：“公司+家庭农场”是主要的生产模式

参考法国、西班牙等欧洲国家的实践经验，我们发现“公司+农户（家庭农场）”的养殖模式具有持久的生命力，特别是在土地资源相对紧张的地区，具备较强的竞争力。

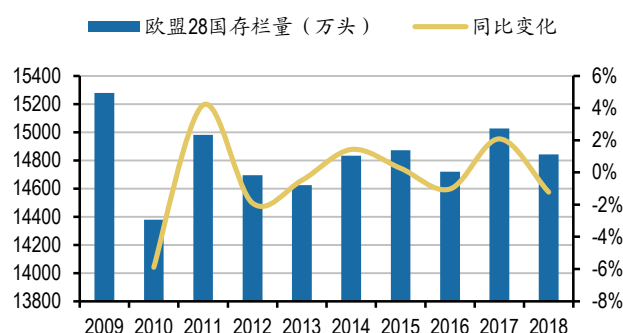
1.西班牙：饲料企业推动规模化，与农户合作为主要模式

2018年，西班牙生猪出栏量近5000万头，超越德国、成为欧盟28国中最大的生猪生产国。同时，西班牙也是全球重要的猪肉出口国之一，据USDA数据，2017年猪肉出口量超过140万吨，约占全球总出口量的17%。

1960年，西班牙工业化养殖开始蓬勃发展，其中饲料企业起到重要作用。当地的饲料企业推动生猪养殖行业垂直化整合，企业提供饲料、动物、生产标准和规则，而农民与企业签订合同，负责饲养和育肥，并按约定的价格出售。

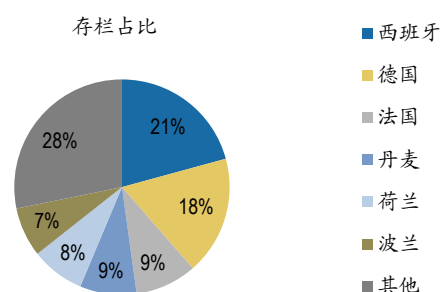
进入2000年后，西班牙生猪行业集中度进一步提升，养殖场数量减少。从1999年到2009年，西班牙超过11万个农场消失，在十年内减少的幅度达到61.4%；在2009年至2013年，西班牙又有1.8万个养猪场消失，再次减少25%。同时，从单场养殖规模上，每个农场的动物数量从1999年的平均122头增长至2013年的467头。

图3：09年以来，欧盟生猪存栏量在1.4~1.5亿头波动



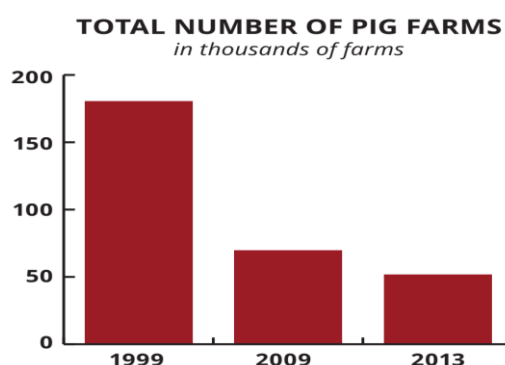
数据来源：欧洲统计局、广发证券发展研究中心

图4：西班牙成为欧盟第一大生猪养殖国家（2018年）



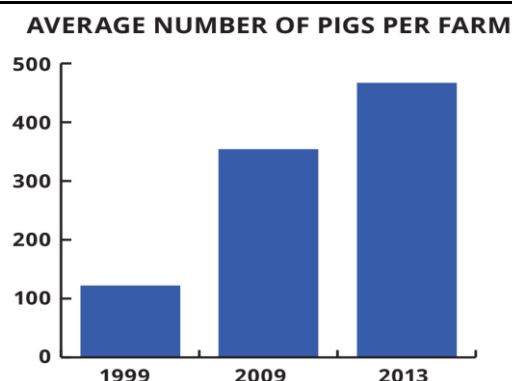
数据来源：欧洲统计局、广发证券发展研究中心

图5：西班牙生猪养殖场数量快速下降



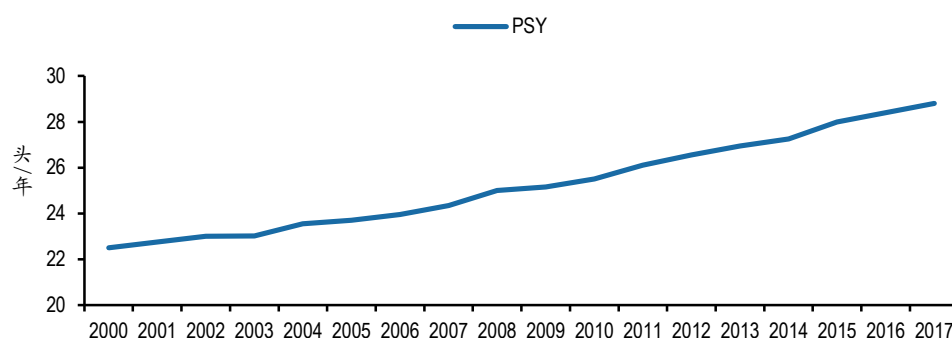
数据来源：西班牙统计局、广发证券发展研究中心

图6：西班牙生猪养殖场单场规模超400头



数据来源：西班牙统计局、广发证券发展研究中心

图7：西班牙生猪生产效率逐步提升，目前PSY接近30头/年



数据来源：世界猪业之窗、广发证券发展研究中心

注：PSY 代表每头母猪年可供活仔猪数，是常用于衡量生猪生产效率的指标之一

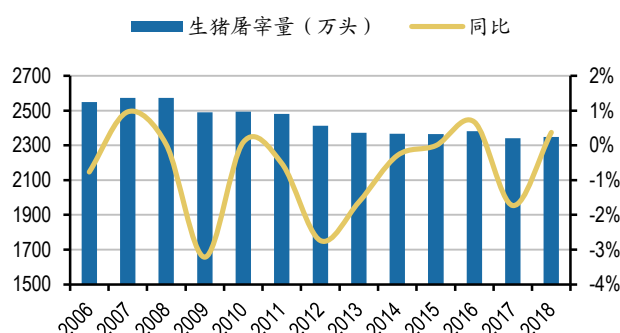
2.法国：适度规模化为发展新方向，农村合作社是最主要力量

法国是欧洲传统的养殖大户，是欧洲重要猪肉生产国之一，生猪养殖效率全球领先。

在法国的生猪养殖规模化进程中，农村合作社起到决定性的作用，目前法国90%的猪肉由合作社生产。农村合作社是一种合伙企业形式（而非有限责任公司），其由农户创建，并由农户共同管理，经营范围涵盖生猪养殖、屠宰、首次加工和销售。目前，法国90%的猪肉由合作社生产，四分之三的法国农民属于至少一个农业合作社；法国前2大猪肉生产商均为合伙企业，市占率超过45%。

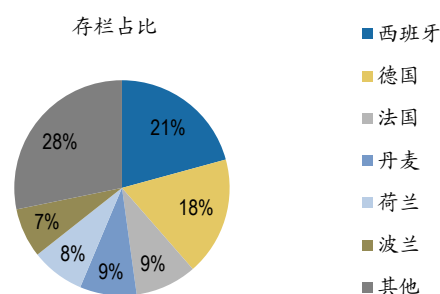
虽然与国内的“大养殖集团+农户”形式有所差异，但本质上有相近之处：农民合作社将规模适中的家庭式专业农场整合成合伙企业，每个家庭农场仍由农户独立负责并保持适度规模。该模式具有四大优势：汇集资金和投资、风险分担、增强农民经济实力、保障农民独立性。

图8：2018年，法国生猪屠宰量约2350万头



数据来源：欧盟统计局、广发证券发展研究中心

图9：法国是欧盟重要的生猪生产国（2018年）



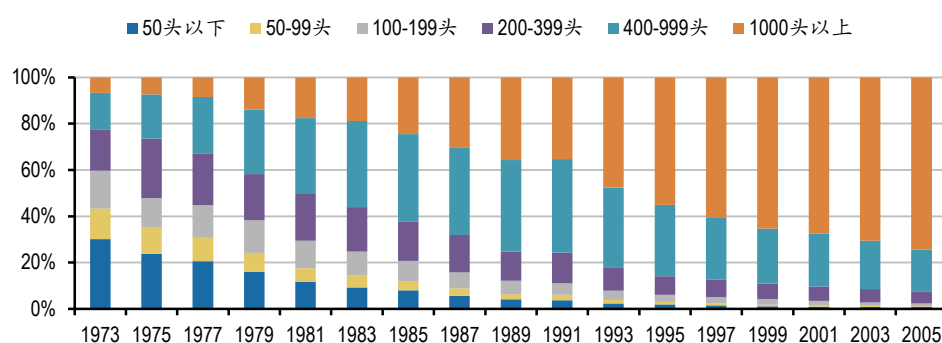
数据来源：欧盟统计局、广发证券发展研究中心

图10：法国生猪行业规模化过程：最终走向适度规模化



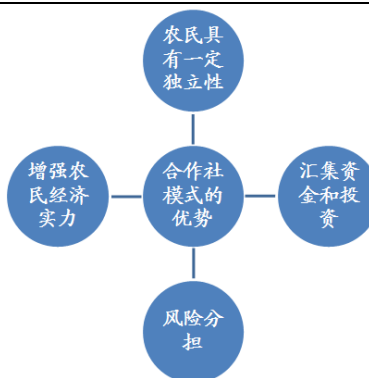
数据来源：《法国养猪业考察体会》（陈国宇，2013）、广发证券发展研究中心

图11：1973-2005年，法国不同规模养殖场的生猪存栏占比变化情况



数据来源：欧盟统计局、广发证券发展研究中心

图12：农民合作社是法国的主要组织形式，具有四大优势



数据来源：《欧盟养猪业模式及其启示》（刘敬顺，2012），广发证券发展研究中心

（三）积极应对行业新变化，往“公司+养殖小区”等模式升级

公司积极推进“公司+农户”模式的变革，规避传统模式下合作养殖户规模较小等问题，实现农户端的产能升级，从而达到效率提升、疫情防控等目标。

1. “公司+养殖小区”模式：公司通过公司自建、农户出资和引入社会资本三

种形式，打造养殖小区，并吸引农户到养殖小区内租赁养殖场，与公司进行合作养殖。养殖小区由公司统一规划、统一建设标准，有利于实现更高效的现代化养殖，降低生产成本；同时，农户单批饲养规模大大提高，年养殖效率和经济效益也将相应提高。

2. “公司+家庭农场”模式：公司积极促进合作农户向现代家庭农场方向升级，通过委托养殖费用补贴、设置效率提高奖励等方式，引导农户改造升级养殖场设施设备，提升养殖集约化、自动化水平。

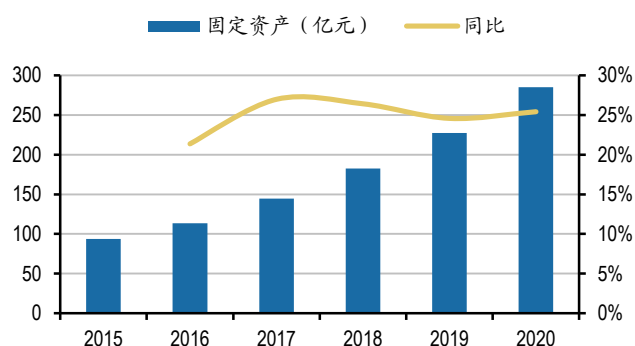
公司以养殖小区为支点，加速生猪产能扩张。2019年公司新增肉猪养殖小区用地1.4万亩，自建养殖小区项目开工产能523万头、竣工产能316万头；2020年上半年，公司共签订生猪养殖投资协议规模1090万头，新增储备1506.9万头猪苗产能的种猪场用地和年饲养能力1052.6万头的养殖小区用地。

图13: “公司+养殖小区”模式



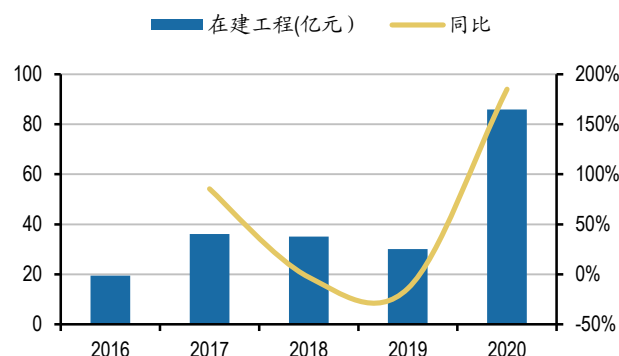
数据来源：温氏股份 2019 年报，广发证券发展研究中心

图14: 近年来公司固定资产稳步增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图15: 2020年公司在建工程增加较大



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、积极变革+育种实力，生猪出栏恢复性增长可期

（一）管理层履新与组织架构变革，激发公司新活力

面对非瘟疫情以来的新形势，公司积极寻求变革，从管理层、组织架构等顶层设计着手，全面激发公司经营活力，迎来“二次创业”。

管理层履新：2020年2月，梁志雄先生成为公司新任总裁，秦开田为公司副总裁。

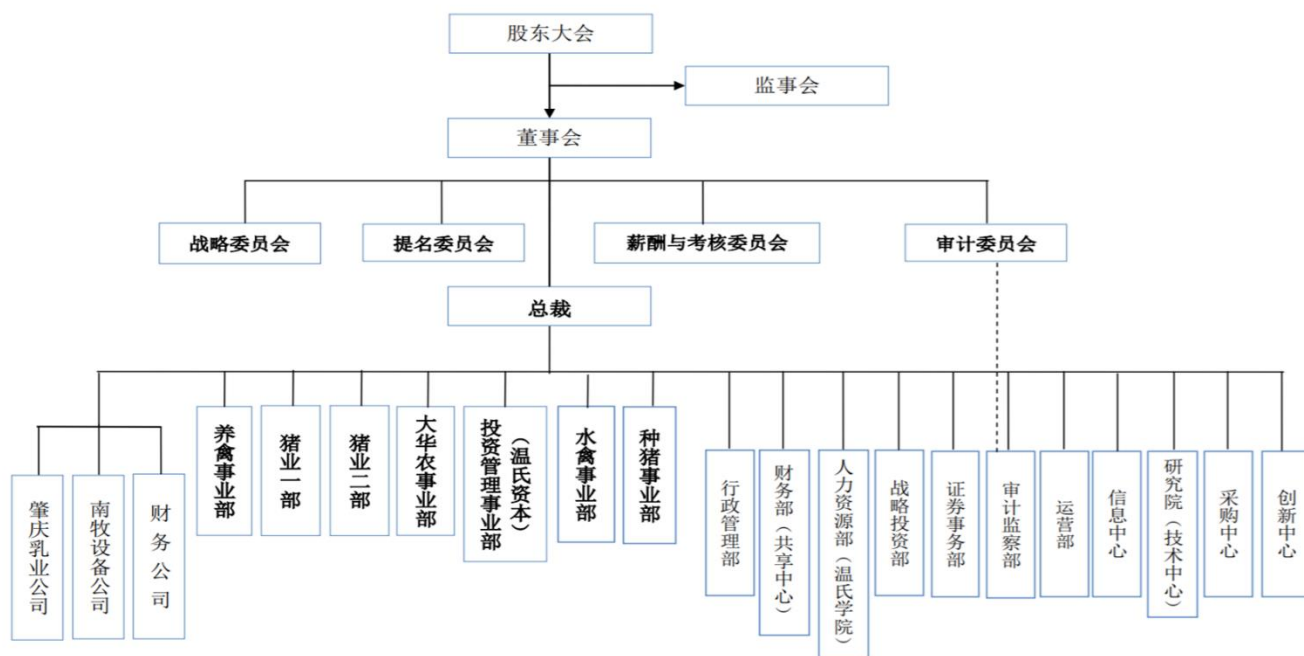
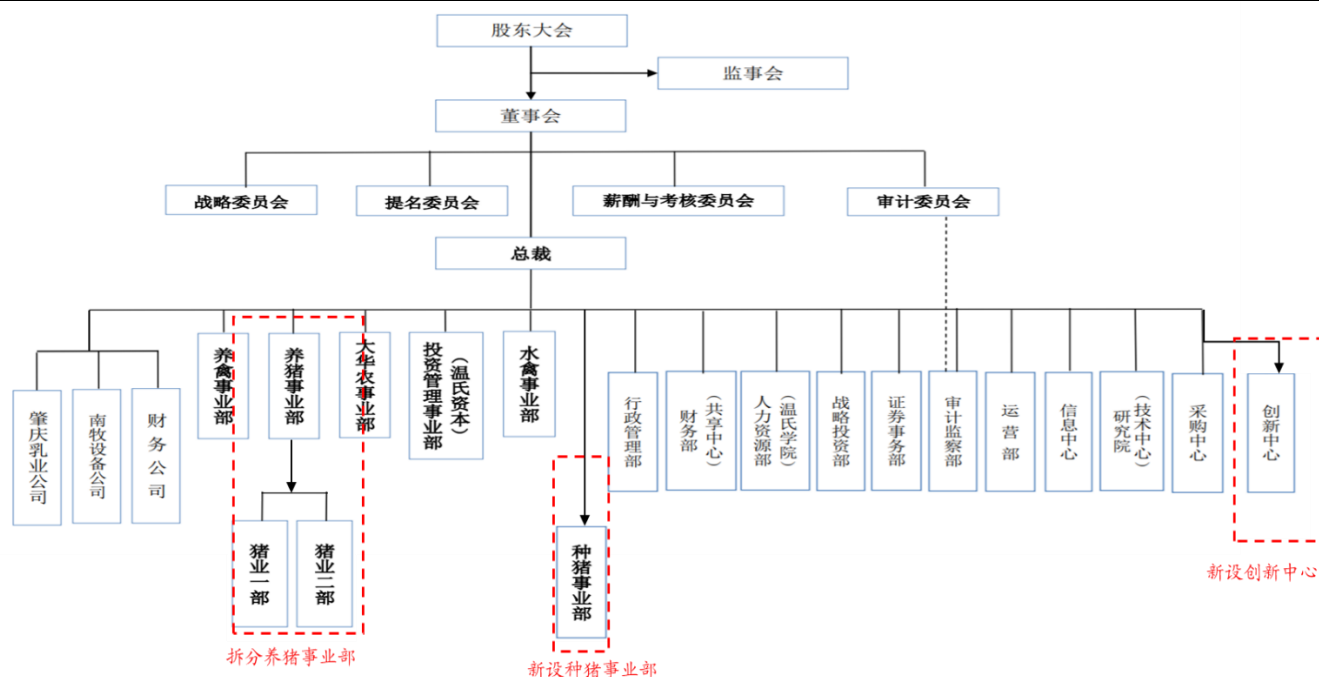
组织架构调整：一是设立创新中心，加快创新突破，强化科技创新与生产经营的有机融合，促进企业主产业养殖模式的迭代升级；二是新设种猪事业部，并将养猪事业部拆分为猪业一部和猪业二部，实行精准管理，提升管理效率和效果。

表4：2020年2月，梁志雄先生成为公司新任总裁，秦开田为公司副总裁

姓名	职务	履历
梁志雄	总裁	梁志雄先生于1987年便进入温氏股份前身工作，先后担任技术中心经理、区域公司总经理、公司副总裁；2013年至2017年4月任广东筠诚控股股份有限公司董事、副总裁、董事会秘书。2017年6月起任温氏股份副总裁兼养禽事业部总裁，广东筠诚控股股份有限公司董事。
秦开填	副总裁	秦开田先生于1995年进入温氏前身工作，先后担任公司区域公司经理、总经理，2016年3月起任养禽事业部副总裁。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图16: 2020年, 公司组织架构调整, 激发养猪业务板块的活力



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

（二）研发实力行业领先，种猪体系较为完整

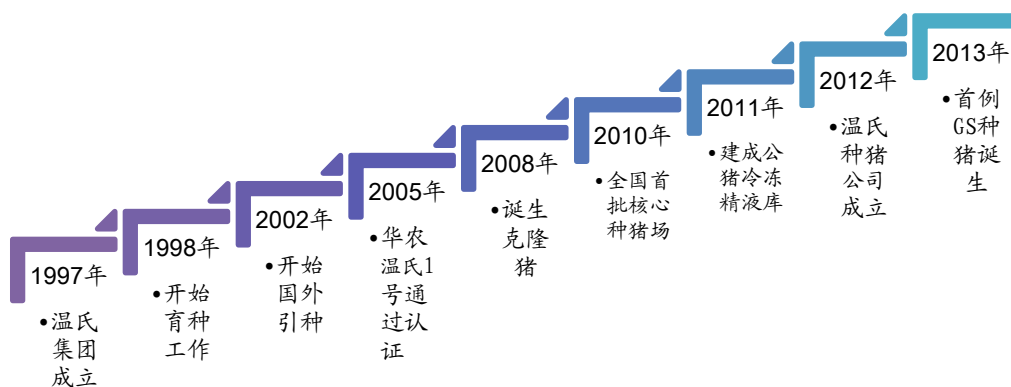
种猪是生猪生产体系的核心。非瘟“常态化”的背景下，种猪体系的建立与完善是企业竞争的重中之重。

公司拥有完善的基础研究和平台体系优势。公司自1992年与华南农业大学合作建立紧密型“产学研”研发体系，另外目前公司还与南京农业大学、中国农业大学、中山大学等多所院校和科研院所建立紧密型“产学研”合作关系。仅2020年上半年，公司共投入研发经费3.27亿元，新立项科研项目106项，获得新兽药证书2项，授权发明专利5项，实用新型专利18项，国家计算机软件著作权4项。

凭借强大的研发实力，公司拥有较为完整的种猪育种体系。公司自1998年开始进行种猪育种体系的建设，公司先后成立新兴育种、清远育种等多家专业育种公司，已拥有较为完整的基因库，育种规模行业领先。

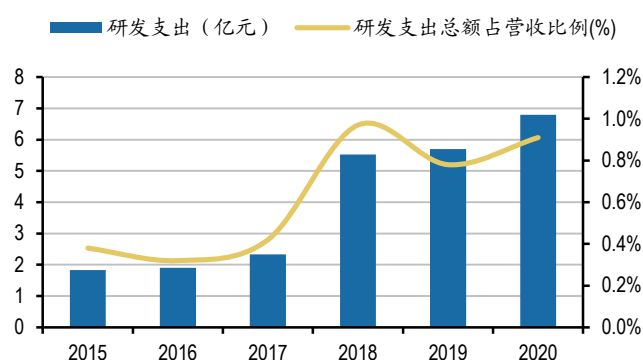
目前，公司种猪有5大品种12个品系，肉猪有3个配套系。公司的肉猪品种满足我国因地域广泛、饮食文化差异而导致的猪肉消费市场差异较大的个性需求，适销对路、货源稳定、品质优良。

图17：温氏股份育种业务发展历程



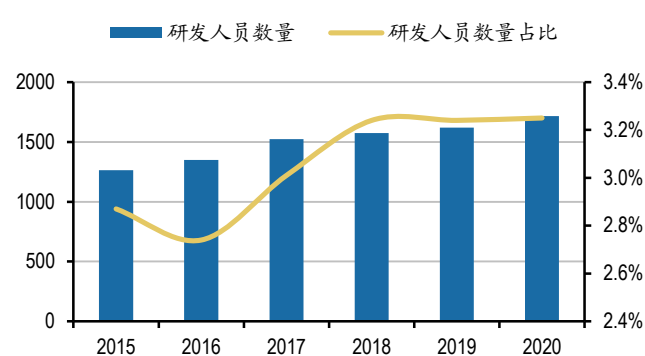
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图18: 公司研发投入处于行业领先 (亿元)



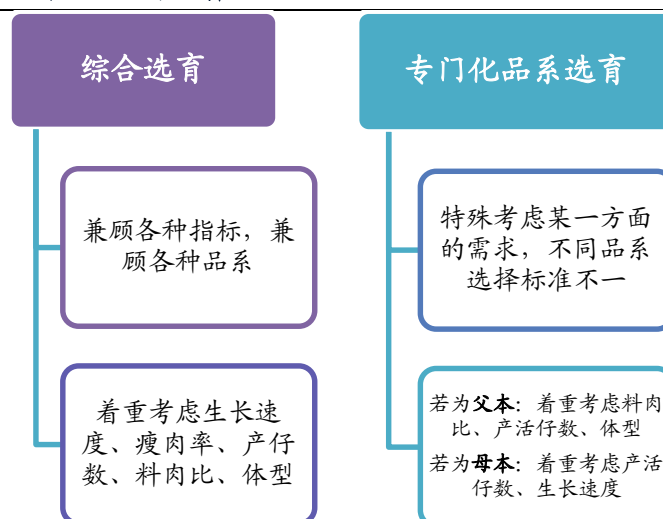
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 公司研发人员数量已超1700人



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图20: 公司注重专门化品系培养



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

表5: 公司近年来在生猪育种领域取得一系列重要成果

年份	研发成果
2016 年	1. 收集了 2315 头杜洛克种猪的组织样本，完成 DNA 提取工作，开展 50k 猪基因组芯片检测。完成日增重、背膘厚、眼肌面积、眼肌厚度等经济性状的表型整理工作。
	2. 通过分子标记辅助选育的方法，培育了抗应激皮特兰新品系、抗腹泻杜洛克新品系以及多肋骨长白新品系
2017 年	1. 建立 S22 系杜洛克基因组选择早期选择方法，开展 S21 芯片基因组选择方法研究，分析 2315 头公猪数据，通过 GWAS 分析，发现猪 8 号染色体存在一个基因组显著影响体长、料肉比等性状。
	2. 完成 1500 头规模种猪育种基地建设。完成克隆实验室、分子育种实验室、冷冻精液实验室装修改造与设备配置。建立氟烷基因、肋骨数基因等分子标记辅助选择方法。
2018 年	1. 已经开展 S22 系基于 GBS 技术的基因组选择应用，通过早期选择，减缓了存栏压力，可明显降低育种成本。另外，建立了 S22\S21 芯片基因组选择方法,已经开展实施。
	2. 完成 12 个瘦肉型种猪核心群公猪的深度测序，建立各品系种猪的遗传变异数据库和参考单倍型库；根据遗传变异数据库设计了温氏种猪育种专用高密度 SNP 芯片；开发了一套基于全基因组测序数据的种猪基因组育种数据分析和管理系统。

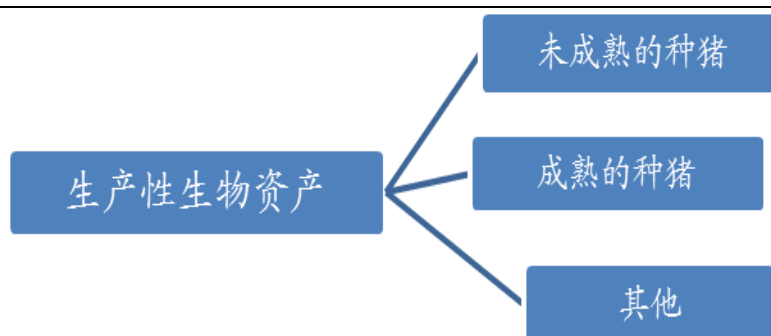
	3. 建立了领先的全基因组选择技术体系，设计了种猪基因组育种专用高密度 SNP 芯片并应用，开发了种猪基因组育种管理软件，构建了多个生长性状和繁殖性状的“基因型-表型”参考数据库，并在部分品系中开展基因组选择技术的应用。
2019 年	1. 完成了 1200 头大白猪的低深度重测序，证明实验和分析方案可行；建成基于高通量测序技术平台。
	2. 已完成长白猪基因组选择参考群体的筛选，完成了 8000 头有完整测定表型长白猪的基因组 DNA 提取，并采用自主研发的高通量基因育种芯片对其进行分型。完成了长白猪 6 个育种性状的遗传参数评估，优化基因组选择统计模型，并对生长性状基因组育种值准确性进行验证。

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（三）生产性生物资产率先回升，看好公司未来长期发展

在经历非瘟疫情冲击后，凭借深厚的育种体系与研发实力，公司生产正在重新步入正轨，2021年下半年公司生猪出栏量环比有望明显增长。20Q2起，公司的生产性生物资产金额增长加速明显，按正常养殖与生长周期推算，公司生猪出栏量有望在21年下半年进入恢复增长期。

图21：生猪养殖公司的生产性生物资产包括成熟种猪、未成熟种猪以及其他



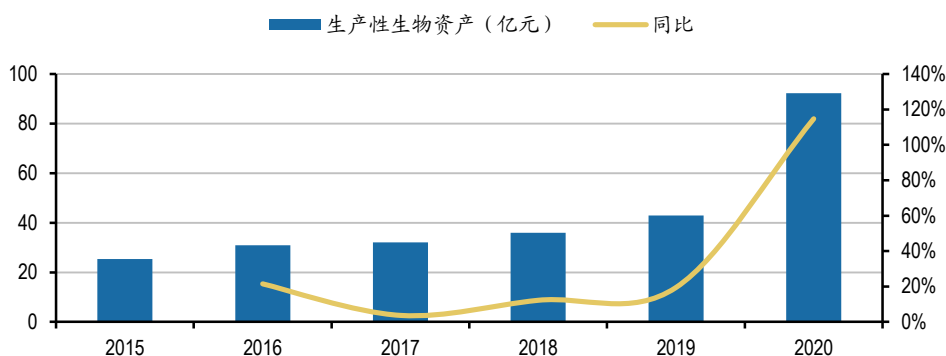
数据来源：广发证券发展研究中心

表6：公司生产性生物资产从20Q2开始明显增长

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
生产性生物资产（亿元）	32.58	32.81	38.44	42.96	41.87	60.4	89.87	92.26
环比变化	-9.40%	0.70%	17.20%	11.76%	-2.55%	44.27%	48.80%	2.66%

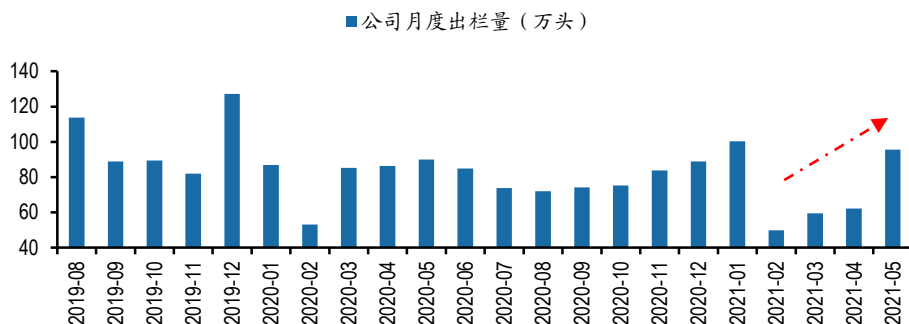
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图22: 2020年公司生产性生物资产实现较大增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 公司月度出栏量拐点到来



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

盈利预测假设:

1.由于非洲猪瘟及前期价格低迷等因素影响,行业产能恢复进程放缓,猪价相对高位运行、缓慢下降,我们假设2021-23年公司生猪销售均价分别为24、20、18.5元/公斤。

2.根据当前公司现有产能规模(约3000万头)和母猪存栏恢复情况(参考生产性生物资产指标),公司生猪业务有望逐步实现复产、达产,我们假设2021-23年公司生猪出栏规模为1200、2000、3000万头。

3.新冠疫情冲击减弱,2021-22年公司肉禽业务盈利逐步恢复,肉鸡业务盈利回升。

我们预计2021-22年公司EPS分别为0.87、1.18元,参考可比公司估值,并考

虑当前为周期下行阶段，采用PB估值法更为合适，在上一轮周期底部公司PB估值最低约3.1倍。公司逐步走出经营困境，估值有望逐步修复，给予公司约3倍PB（按21Q1末净资产计算），对应公司合理价值21.64元/股，维持“买入”评级。

表7：公司生猪业务分拆情况

猪	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
出栏量（万头）	1907	2230	1852	955	1200	2000	3000
体重（公斤）	118	118	113	124	128	120	120
单位价格（元/公斤）	15	13	19	33.6	24	20	18.5
单位成本（元/公斤）	11	11	14	23	21.5	17.3	15.8
收入小计（亿元）	338	337	391	398	369	480	666
成本小计（亿元）	252	295	286	273	330	415	569
毛利润（亿元）	86	43	106	96	39	65	97

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表8：公司肉鸡业务分拆情况

鸡	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
出栏量（亿羽）	7.7	7.5	9.25	10.51	10.8	11	11.2
体重（公斤）	1.9	1.95	1.95	1.91	1.9	1.9	1.9
单位价格（元/公斤）	12.3	13.6	15.1	11.6	14.3	13.9	14
单位成本（元/公斤）	11.4	10.5	10.8	11.50	11.70	11.80	11.80
收入小计（亿元）	179	199	272	233	293	291	298
成本小计（亿元）	167	154	195	231	240	247	251
毛利润（亿元）	12	45	78	2	53	44	47

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表9：可比公司盈利预测与估值（盈利预测采用Wind一致预期）

证券代码	公司简称	6月10日收盘价	EPS（元）		PE		PB（LF）
		（元）	2021E	2022E	2021E	2022E	
002157.SZ	正邦科技	12.01	2.55	1.71	4.7	7.0	1.78
000876.SZ	新希望	14.19	2.40	2.35	5.9	6.0	1.72
002714.SZ	牧原股份	63.91	6.69	5.36	9.6	11.9	6.65
002299.SZ	圣农发展	26.05	1.29	1.99	20.2	13.1	3.37
300761.SZ	立华股份	33.37	2.59	3.26	12.9	10.2	1.95

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图24: 上轮猪周期底部（2018年），温氏股份最低PB约3.1倍



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

畜禽价格波动风险: 畜禽价格超预期下跌导致上市公司盈利波动较大;

疫情风险: 畜禽类价格的阶段性波动易受到疫病等因素影响;

食品安全: 农业生产环节众多, 若监管不到位, 容易发生食品安全事件, 对行业与公司造成较大影响。

资产负债表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	26,094	23,055	30,510	40,150	52,994
货币资金	1,468	1,865	2,000	2,000	2,000
应收及预付	613	1,597	960	1,280	1,795
存货	12,486	13,312	18,100	23,076	30,884
其他流动资产	11,526	6,281	9,449	13,793	18,316
非流动资产	39,485	57,445	54,863	60,186	64,360
长期股权投资	508	510	510	510	510
固定资产	22,733	28,508	30,652	31,475	31,149
在建工程	3,012	8,582	12,082	15,582	19,082
无形资产	1,371	1,743	1,743	1,743	1,743
其他长期资产	11,863	18,102	9,876	10,876	11,876
资产总计	65,579	80,500	85,373	100,336	117,354
流动负债	13,897	16,799	21,352	31,963	42,391
短期借款	2,072	3,991	5,261	14,206	21,165
应付及预收	3,131	4,150	3,920	4,511	5,426
其他流动负债	8,693	8,658	12,171	13,246	15,800
非流动负债	5,054	16,113	11,027	11,027	11,027
长期借款	1,360	7,162	7,162	7,162	7,162
应付债券	2,986	7,567	2,482	2,482	2,482
其他非流动负债	709	1,384	1,384	1,384	1,384
负债合计	18,951	32,912	32,380	42,990	53,418
股本	5,312	6,373	6,373	6,373	6,373
资本公积	6,501	5,408	5,408	5,408	5,408
留存收益	34,132	34,359	38,611	42,918	49,453
归属母公司股东权益	45,112	45,788	51,160	55,467	62,002
少数股东权益	1,516	1,800	1,834	1,879	1,934
负债和股东权益	65,579	80,500	85,373	100,336	117,354

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73,144	74,939	77,940	90,543	111,908
营业成本	52,894	60,229	66,066	76,571	93,938
营业税金及附加	106	90	101	119	142
销售费用	917	880	779	905	1,119
管理费用	4,728	5,764	4,676	5,433	6,714
研发费用	570	679	624	634	783
财务费用	241	196	700	954	1,351
资产减值损失	62	537	1,086	68	390
公允价值变动收益	1,056	1,324	1,200	1,200	1,200
投资净收益	123	388	350	350	350
营业利润	14,900	8,387	5,573	7,565	9,175
营业外收支	-119	-415	20	20	20
利润总额	14,780	7,972	5,593	7,585	9,195
所得税	336	488	34	46	55
净利润	14,445	7,484	5,559	7,539	9,139
少数股东损益	477	58	33	45	55
归属母公司净利润	13,967	7,426	5,526	7,494	9,085
EBITDA	16,978	10,706	9,550	11,258	14,038
EPS（元）	2.63	1.17	0.87	1.18	1.43

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	18,303	8,465	3,621	3,360	4,407
净利润	14,445	7,484	5,559	7,539	9,139
折旧摊销	3,049	3,409	3,856	4,376	4,826
营运资金变动	450	-2,198	-6,044	-8,042	-9,766
其它	360	-229	249	-514	207
投资活动现金流	-10,811	-15,690	301	-8,125	-7,425
资本支出	-8,944	-20,416	-249	-8,675	-7,975
投资变动	-2,110	4,489	-1,000	-1,000	-1,000
其他	244	238	1,550	1,550	1,550
筹资活动现金流	-4,867	4,753	-3,787	4,765	3,018
银行借款	-122	5,237	1,270	8,945	6,959
股权融资	68	332	0	0	0
其他	-4,813	-816	-5,057	-4,180	-3,941
现金净增加额	2,625	-2,471	135	0	0
期初现金余额	2,713	5,339	1,865	2,000	2,000
期末现金余额	5,339	2,801	2,000	2,000	2,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	27.8%	2.5%	4.0%	16.2%	23.6%
营业利润增长	240.4%	-43.7%	-33.6%	35.7%	21.3%
归母净利润增长	252.9%	-46.8%	-25.6%	35.6%	21.2%
获利能力					
毛利率	27.7%	19.6%	15.2%	15.4%	16.1%
净利率	19.7%	10.0%	7.1%	8.3%	8.2%
ROE	31.0%	16.2%	10.8%	13.5%	14.7%
ROIC	26.7%	10.9%	8.8%	8.9%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	28.9%	40.9%	37.9%	42.8%	45.5%
净负债比率	11.0%	24.3%	19.5%	25.5%	27.8%
流动比率	1.88	1.37	1.43	1.26	1.25
速动比率	0.96	0.51	0.55	0.50	0.49
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.03	0.94	0.98	1.03
应收账款周转率	305.00	230.64	282.23	268.88	258.66
存货周转率	4.17	4.67	3.65	3.32	3.04
每股指标（元）					
每股收益	2.63	1.17	0.87	1.18	1.43
每股经营现金流	3.45	1.33	0.57	0.53	0.69
每股净资产	8.49	7.18	8.03	8.70	9.73
估值比率					
P/E	12.78	15.65	16.56	12.21	10.07
P/B	3.96	2.54	1.79	1.65	1.48
EV/EBITDA	10.85	12.51	11.12	10.23	8.70

广发证券农林牧渔行业研究小组

王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

郑 颖 欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

唐 翌：高级分析师，中国科学技术大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。