

深耕产业链一体化，肉牛巨轮乘风起航

鹏都农牧(002505)

主要观点:

► 公司是一家综合性农业产业化企业

公司是一家集牧业、乳业、食品分销和粮食贸易为一体的综合性资深农业产业化企业，目前主要营业收入来源于蛋白质食品贸易业务。公司明确未来以肉牛业务为利润增长核心，正积极布局和扩产，2020年肉牛业务和肉羊业务营业收入同比激增2764.00%、137.28%。2021年，公司业绩呈现快速增长趋势，前三季度实现营业收入115.39亿元，同比增加25.58%；且根据公司最新年度业绩预告，2021年预计实现归母净利润1亿元左右，同比大增455.56%。

► 肉牛肉羊行业迎来黄金发展期

我国肉类消费量多年持续上升，饮食结构不断改善，肉牛肉羊行业迎来黄金发展期。根据同花顺数据显示，我国牛肉供需除进口外存在近300万吨缺口，约占总需求的35%，且呈现不断扩大趋势，羊肉也存在约20万吨供需缺口。从国际经合组织OECD肉类消费结构数据看，牛肉占居民肉类消费量的比例逐年上升，且我国人均牛肉消费量远低于国际水平，进一步上升空间仍然较大。此外，国家统计局数据显示国内肉牛肉羊产业集中度极低，未来在政策大力推动行业规模化和现代化的背景下，龙头企业有望享受集中度提升而带来的成长性机会。

► 打造肉牛产业航母，创建国际贸易典范

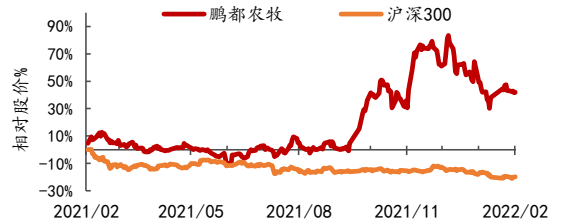
公司秉承“全球资源+中国市场”的发展理念，掌握多个稀缺资源，筑高行业壁垒，增厚公司利润。公司至2012年以来，依次收购多个新西兰奶牛牧场和2家巴西农资公司，不断加强巴西大宗农产品和新西兰优质奶源等稀缺性资源的控制力度，助力粮食农资贸易和乳业业务行稳致远。肉牛产业方面，公司拥有：1)丰富的国际母牛种源优势和清晰的引种计划 2)“缅甸低价饲料进口+当地青贮供给”饲料双重保障 3)唯一缅甸肉牛进口屠宰牌照优势 4)云南省政府大力支持，以“公司+合作社+银行+政府”肉牛育肥模式，减轻资产负担，加速养殖规模扩张，同时带动当地农户致富，践行乡村振兴和共同富裕。总体看，公司全产业链竞争优势明显，努力抓住牛肉供需缺口机遇，率先占领行业高地，实现自身快速成长的同时引领行业上升。

投资建议

考虑到肉牛供需缺口支撑价格水平高位，行业规模化进程促进降本增效，利润空间得以保障，我们预计公司肉牛产业在政策支持下产能快速扩张，有望打造快速增长的新利润成长

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	3.35
股票代码:	002505
52周最高价/最低价:	4.44/2.04
总市值(亿)	213.54
自由流通市值(亿)	213.54
自由流通股数(百万)	6374.23



分析师:周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

曲线。我们认为公司2022年理应享有行业较高的估值水平，预计2021-2023年，公司营业收入分别为143.29/162.26/198.12亿元，归母净利润分别为1.16/4.25/7.14亿元，对应EPS分别为0.02/0.07/0.11元，当前股价对应PE分别为184/50/30X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

种牛引进进度不及预期，养殖端出现疫情，产品销售不及预期，大股东股权质押比例过高的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,488	13,446	14,329	16,226	19,812
YoY (%)	0.7%	-0.3%	6.6%	13.2%	22.1%
归母净利润(百万元)	62	18	116	425	714
YoY (%)	109.0%	-70.2%	528.0%	266.6%	67.9%
毛利率 (%)	9.9%	14.4%	11.4%	15.3%	19.3%
每股收益 (元)	0.01	0.00	0.02	0.07	0.11
ROE	1.4%	0.3%	1.9%	6.6%	10.0%
市盈率	296.46	1,116.67	184.07	50.21	29.91

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 鹏都农牧：资深农业产业化企业，肉牛养殖明日之星	4
1.1. 二十年深耕农业产业	4
1.2. 主营业务发展稳固，肉牛肉羊业务带来新机遇	5
2. 供需缺口持续扩大，供给升级势在必行	6
2.1. 牛肉消费强劲，供给增长乏力	6
2.2. 羊肉同样存在供需缺口	10
2.3. 政策层层加码，行业发展加速	10
3. 打造肉牛产业航母，创建国际贸易典范	11
3.1. 掌控上游稀缺资源，乳业和粮食贸易行稳致远	12
3.2. 打造牛羊全产业链，构筑未来利润核心	13
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1 鹏都农牧股权结构	5
图 2 2021H1 公司营收结构 (亿元)	5
图 3 2020 年公司毛利率结构 (百分比)	5
图 4 2014-2021 年公司营业收入情况 (亿元)	6
图 5 2014-2021 年公司归母净利润情况 (亿元)	6
图 6 我国牛肉供需情况 (万吨)	7
图 7 各国牛肉人均消费量情况 (kg/人/年)	7
图 8 国内牛肉价格与进口牛肉价格对比 (元/kg)	7
图 9 2020 年我国四大肉类消费结构	8
图 10 牛肉占四大肉类消费比例变化趋势	8
图 11 散养肉牛头均利润趋势 (元/头)	9
图 12 散养肉牛头均总成本趋势 (元/头)	9
图 13 中国肉牛饲养规模比例	10
图 14 我国羊肉消费量趋势 (万吨)	10
图 15 我国羊肉进口量趋势 (万吨)	10
图 16 我国大豆进口量情况 (百万吨)	12
图 17 我国大豆进口量占国内总消费量的比例	12
图 18 粮食贸易板块及业务流程	12
图 19 纽仕兰液态奶产品	13
图 20 纽仕兰奶粉类产品	13
图 21 公司肉牛全产业链	13
图 22 2019 年肉牛养殖成本构成	15
图 23 公司缅甸饲料进口布局	15
图 24 “公司+合作社+银行+政府”的育肥场建设模式	16
图 25 公司屠宰工艺流程图	17
表 1 公司发展历程	4
表 2 肉牛养殖相关政策梳理	11
表 3 公司拟引进种牛品种	14
表 4 公司提升管理和人才水平的措施内容	18
表 5 鹏都农牧主要业务经营预测 (单位: 百万元)	20
表 6 可比公司盈利预测	21

1. 鹏都农牧：资深农业产业化企业，肉牛养殖明日之星

鹏都农牧专注于整合全球优质农业资源，有效对接国内外市场，满足消费升级下的市场需求。公司各业务板块协同发展，成为国际化的现代农业资源集成商和价值链增值服务商，是一家涉及牧业、乳业、食品分销和粮食贸易等领域的资深农业产业化企业。

1.1. 二十年深耕农业产业

公司前身为怀化外贸畜禽产品开发有限公司，成立于 1997 年，起初以生猪养殖和饲料生产为主，至 2009 年公司生猪出栏量为 16.3 万头，排名湖南省第二，并在 2010 年于深圳中小板上市。2014 年，战略投资者上海鹏欣集团入主公司，成为控股股东，将公司业务范围拓宽至农资与粮食贸易、肉牛业务、肉羊业务和乳业，并对传统生猪养殖业务进行托管，使其逐渐淡出主营业务。2016 年，公司进行战略调整，将公司名称大康牧业更名为大康农业，又于 2020 年更名为鹏都农牧，以进一步贴合产业布局，凸显公司重点发展牧业的战略。

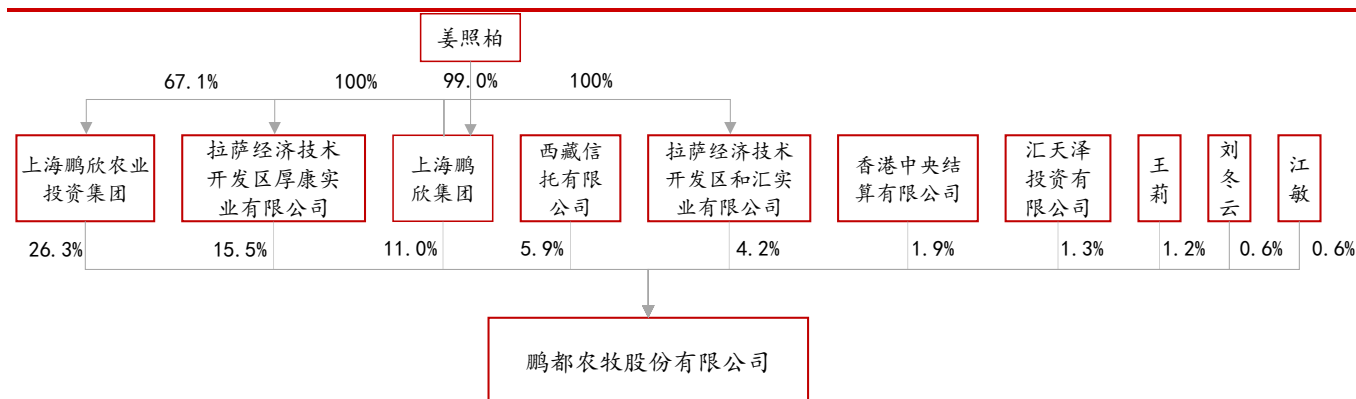
表 1 公司发展历程

时间	公司历史
1997 年	公司前身怀化外贸畜禽产品开发有限公司成立
2002 年	变更为股份有限公司
2004 年	公司被认定为“湖南省农业产业化龙头企业”“无公害猪原产地”
2009 年	生猪年出栏量达 16.3 万头，湖南省内排名第二
2010 年	公司于深圳中小板上市
2014 年	战略投资者上海鹏欣集团成为控股股东
2014 年	公司向鹏欣集团收购了新西兰 16 家牧场，并托管其 13 家牧场
2016 年	收购巴西粮食贸易公司 Fiagril 57.57%股份，收购安源乳业 100%股份
2017 年	收购巴西粮食贸易公司 Belagricola 53.99%股份
2017 年	中缅跨境肉牛项目落地，正式布局肉牛产业；引入战略投资者阿里巴巴
2018 年	云南跨境肉牛项目瑞丽一期项目建成
2019 年	广西大化县肉羊全产业链扶贫项目落地
2020 年	由大康农业更名为鹏都农牧，加大肉牛、肉羊、乳业和粮食等农牧产业的推进力度

资料来源：招股说明书，公司年报，华西证券研究所

股权结构较为集中。2010 年上市前，公司控股股东为陈黎明先生，其所持股份占总股份比例为 30.71%。目前，公司第一大股东为上海鹏欣集团，其通过自行持有和子公司（厚康实业、和汇实业等）间接持有两种方式共持有鹏都农牧 56.88%股权。姜照柏先生持有上海鹏欣集团 99.00%股本，是公司的实际控制人和最终受益人。

图 1 鹏都农牧股权结构

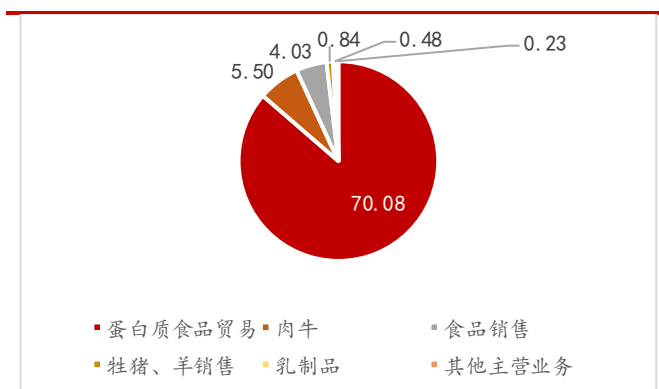


资料来源：wind，华西证券研究所

1.2. 主营业务发展稳固，肉牛肉羊业务带来新机遇

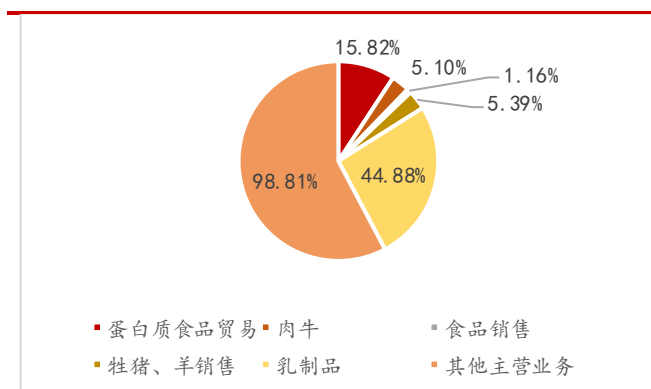
蛋白质食品贸易为公司主要利润来源，肉羊肉牛业务有望成为业绩新增长点。公司业务以蛋白质食品贸易、肉牛养殖销售和食品销售为主，2021 上半年分别实现营业收入 70.08、5.50、4.03 亿元，占总营收比例分别为 86.35%、6.78%、4.97%。从毛利看，2020 年公司蛋白质食品贸易贡献了 90%以上毛利，毛利率为 15.82%，同比上升 5.48PCT，实现 5 年连续上升。其余方面，乳制品业务毛利率较高，达 44.88%；肉牛业务和肉羊业务毛利率较低，仅 5.10%、1.16%，但发展迅速，2020 年营收同比激增 2764.00%、137.28%。

图 2 2021H1 公司营收结构（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究院

图 3 2020 年公司毛利率结构（百分比）

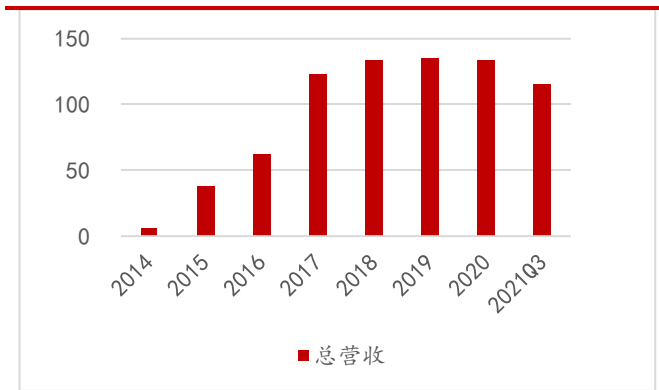


资料来源：wind，华西证券研究院

业绩回归快速增长。公司于 2016、2017 年收购了巴西公司 Fiagril、Belagricola，合并报表后公司营收水平有所抬升，2014-2018 年公司营业收入复合增长率为 118.75%。利润方面，公司 2018 年商誉减值损失达 7.03 亿元，当期归母净利润为亏损 6.85 亿元。2019-2020 年，公司营业收入回归稳定期，归母净利润扭亏为盈。2021 年，公司业绩恢复快速增长趋势，前三季度实现营业收入 115.39 亿元，同比增加 25.58%；且根据公司最新年度业绩预告，2021 年预计实现归母净利润 1 亿

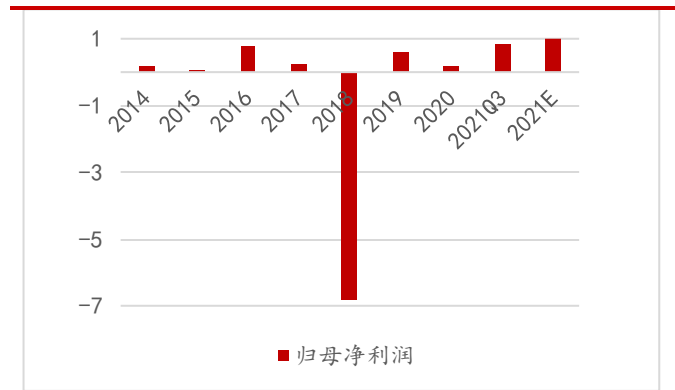
元左右，同比大增 455.56%，主要原因系公司肉羊和乳业业务保持稳定发展，加强了利润较高的农资销售，盈利能力得到改善，利润得以释放。

图 4 2014-2021 年公司营业收入情况（亿元）



资料来源：wind, 华西证券研究院

图 5 2014-2021 年公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind, 华西证券研究院

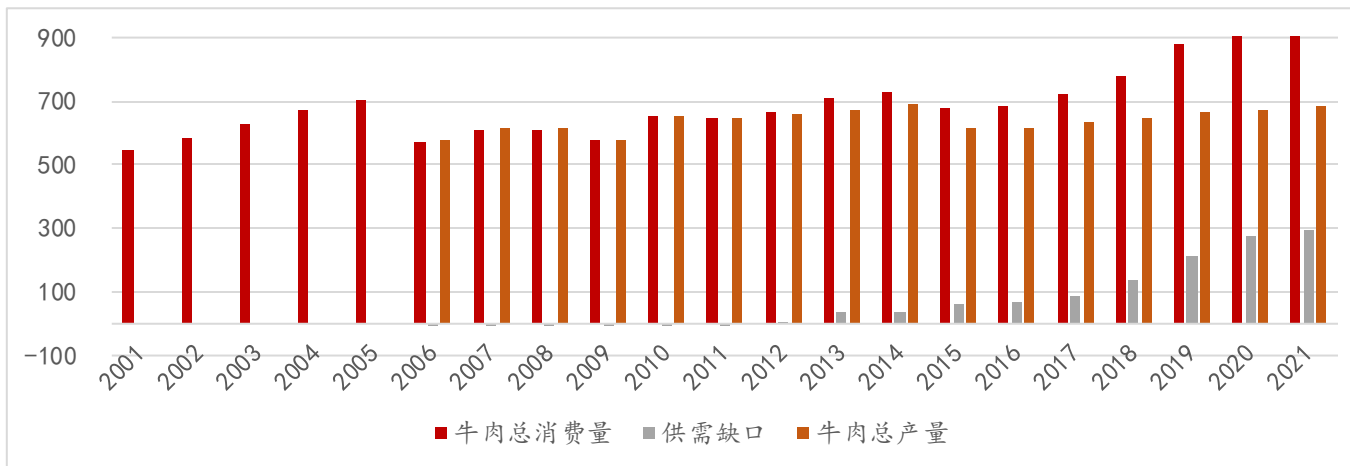
2. 供需缺口持续扩大，供给升级势在必行

2.1. 牛肉消费强劲，供给增长乏力

2.1.1. 国内牛肉自给率已低于 70%。

我国牛肉存在约 300 万吨供需缺口，约占总需求的 35%。根据同花顺数据，从需求端看，2001 年以来我国牛肉总消费量整体呈现上升趋势，其中 2019-2021 年增长尤为迅速，消费总量上升了一个台阶，三年平均增长率达 7.98%，主要因 2019-2021 年非洲猪瘟导致猪价大涨，牛肉替代效应明显，需求随之高涨；从供应端看，我国牛肉供应量增长缓慢，2015-2021 年间复合增长率仅 1.71%，明显落后于需求增长速度，致使供需缺口不断放大。截至 2021 年，除进口外，国内牛肉供需缺口已达 298 万吨，同比增加 7.74%，而 5 年前缺口仅有 70 万吨。

图 6 我国牛肉供需情况 (万吨)



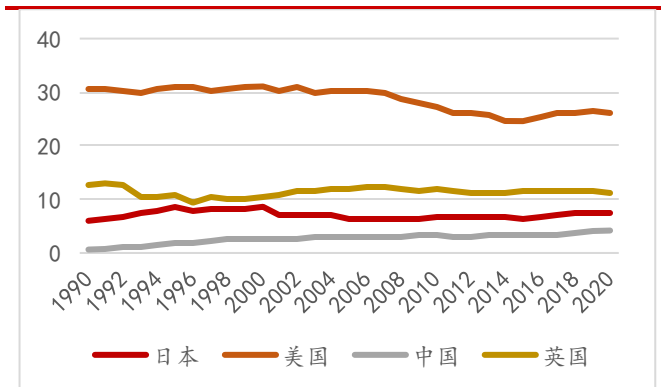
资料来源: USDA, ifind, 华西证券研究所

2.1.2. 饮食结构持续改善, 需求空间不断释放

我国人均牛肉消费量仍有较大上升空间。一方面, 我国肉牛养殖效率较低, 供需缺口和高养殖成本持续推动了牛肉价格上升, 但终端消费需求并未受到抑制, 表明肉类消费结构已悄然产生改变, 需求具有相对刚性。于此同时, 国内牛肉价格远远超过进口牛肉价格, 拉动牛肉进口量上升, 海关总署数据显示 2021 年我国进口肉牛 233 万吨, 同比增加 9.91%, 连续增长超过 5 年。

2021 年, 我国牛肉消费总量为 981 万吨, 仅次于美国, 但根据 OECD 数据, 2020 年我国人均牛肉消费量仅 4.19kg/人/年, 相比之下, 美国则高达 26.20kg/人/年, 是我国近 6 倍; 且值得注意的是, 在多食鱼肉作为肉类蛋白源的日本, 人均牛肉消费量也高于我国, 2020 年为 7.64kg/人/年。

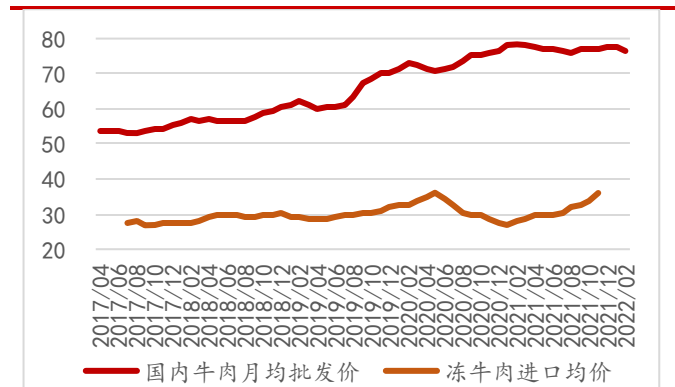
图 7 各国牛肉人均消费量情况 (kg/人/年)



资料来源: OECD, 华西证券研究院

注: 图 10 中使用 2022 年 2 月 7 日汇率 1 美元=6.36 人民币。

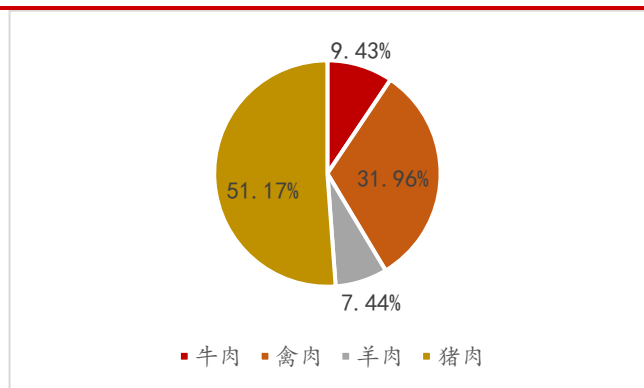
图 8 国内牛肉价格与进口牛肉价格对比 (元/kg)



资料来源: OECD, 华西证券研究院

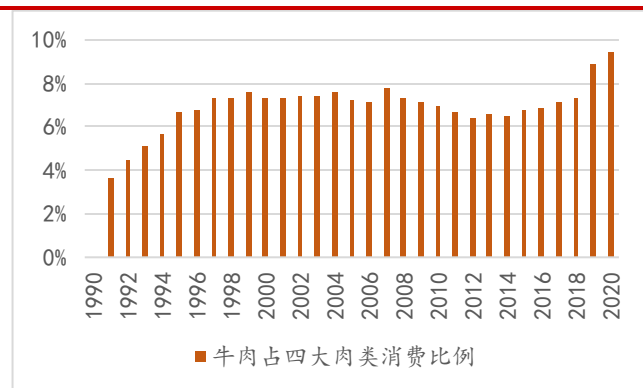
饮食结构中，牛肉消费占比呈现上升趋势。牛肉同猪肉一样，含有人体全部必须氨基酸，但牛肉味道鲜美，脂肪含量很低，且富含肌氨酸、维生素 B6、肉毒碱和低脂的亚油酸，很适合健身人群、肥胖人群、女性人群等。在消费升级背景下，牛肉消费成为更多人的日常选择是趋势所在。根据 OECD 数据计算，1990 年以来，我国牛肉消费量占猪、禽、羊、牛四大肉类消费量的比例总体上升，截至 2020 年，牛肉消费占比上升至 9.43%，较 5 年前提高了 2.69PCT。

图 9 2020 年我国四大肉类消费结构



资料来源：OECD, 华西证券研究院

图 10 牛肉占四大肉类消费比例变化趋势

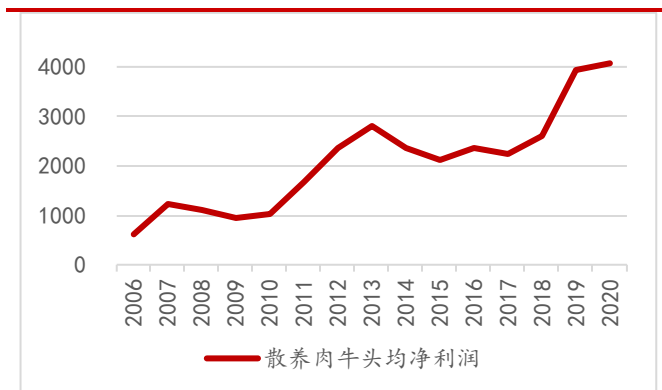


资料来源：OECD, 华西证券研究院

2.1.3. 规模化趋势已显现，养殖利润保持高位

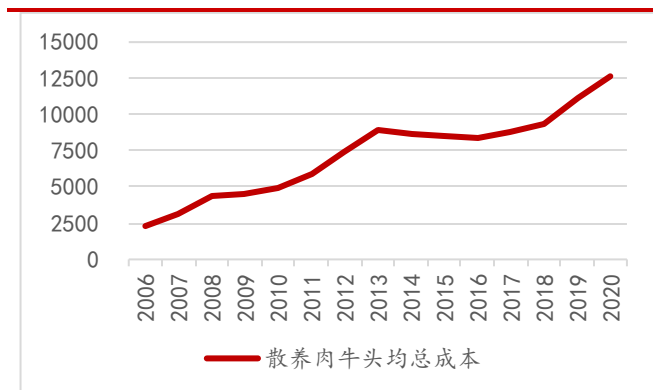
养殖成本上涨并未抑制利润上涨。我国肉牛养殖历史较短，上世纪 90 年代之前，牛养殖多以役用目的为主；1990 年后，才出现千头规模的肉牛育肥场；2007 年后，中央财政资金向牛羊规模化、产业化养殖倾斜，叠加牛肉供给量下降，规模养殖企业不断涌现，规模化生产比重有所提升，但目前我国肉牛养殖效率仍同国际水平有较大差距，具体体现为高昂的养殖成本、缺乏育种技术等等。全国农产品成本收益资料汇编数据显示，2006-2020 年，散养肉牛成本一路上涨，2020 年散养肉牛头均成本为 1.26 万元，同比涨幅达到 13.88%，主要原因是大宗农产品价格高企，饲料成本大幅上升。但持续上涨的肉牛养殖成本没有抑制头均利润上涨，散养肉牛头均利润整体上升趋势不变，2020 年散养肉牛头均利润为 4072 元/头，利润率为 32.21%。

图 11 散养肉牛头均利润趋势（元/头）



资料来源：ifind, 华西证券研究院

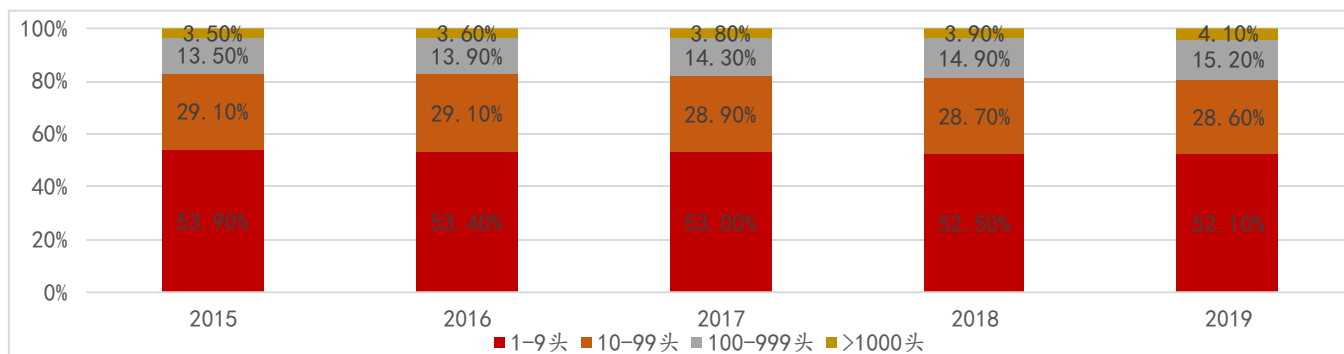
图 12 散养肉牛头均总成本趋势（元/头）



资料来源：ifind, 华西证券研究院

行业规模化程度有所提高，但仍然不足。从趋势上看，2015-2019 年，全国肉牛年出栏量 1-9 头养殖户数量有所下降，约 789 万个散户退出市场，占市场比例下降 1.8PCT，10-99 头养殖规模占比下降 0.5PCT。其余规模的养殖户规模占比有所增加，2019 年 100-999 头规模与 1000 头以上规模占比分别为 15.20%、4.10%，同比提高 1.7PCT、0.6PCT，行业规模化推进缓慢，但在国家强调保供给、重育种的背景下，叠加养殖利润高企和需求旺盛的吸引，预计将有更多大型养殖户加入，行业规模化程度整体提升趋势不变，规模化效益随之显现，现有高利润水平获得进一步支撑。

图 13 中国肉牛饲养规模比例

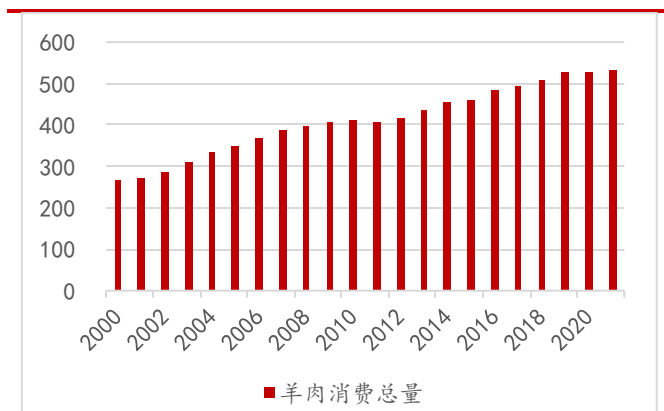


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2.2. 羊肉同样存在供需缺口

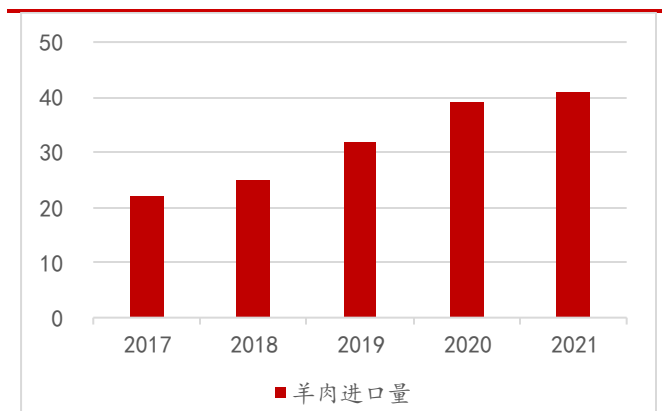
羊肉 2020 年供需缺口约 20 万吨，进口数量逐年上升。需求旺盛和消费升级同样发生在羊肉上。近年来，我国羊肉从过去的区域性消费产品成为全国性消费产品，从家庭外消费不断拓宽至家庭内厨房消费，从局部特定群体消费转变为全民消费，需求旺盛，历年消费量持续上升。国家统计局和 OECD 数据显示，2020 年国内消费总量为 534 万吨，但当前的生产力无法满足，2020 年我国羊肉产量为 514 万吨，进而进口量增加至 41 万吨，同比增长 4.67%。

图 14 我国羊肉消费量趋势（万吨）



资料来源：ifind, 华西证券研究院

图 15 我国羊肉进口量趋势（万吨）



资料来源：ifind, 华西证券研究院

2.3. 政策层层加码，行业发展加速

多项政策全方位支撑肉牛、肉羊产业发展。新冠肺炎疫情提高了人们的生活追求和健康意识，把牛羊肉消费提高到了一个新的水平，牛羊肉供应不足问题凸显，不得不加大进口，但英国、巴西等牛肉出口国时常遭遇疯牛病等疾病威胁，进口来源具有不确定性，也加大了疫情引入风险。因此，国家多次发颁布相关文件，以“保供保质”为核心目标，大力推动肉牛、肉羊产业发展。其中，2021 年 4 月发布文件《推

进肉牛肉羊生产发展五年行动方案》，指出到2025年，我国牛羊肉自给率保持在85%左右，牛羊肉产量稳定在680、500万吨左右，牛羊规模养殖比重达30%、50%。除产能外，各文件也从养殖区划、饲料供给、母畜产能、防疫水平、专项信贷、养殖补贴等各方面全方位推动产业发展。

表2 肉牛养殖相关政策梳理

文件名称	颁布时间	部分内容
《关于抓好“三农”领域重点工作，确保如期实现全面小康的意见》	2020年1月2日	支持奶业、禽类、牛羊等生产，引导优化肉类消费结构。
《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	2020年9月27日	1、加快牛羊专门化品种选育，逐步提高核心种源自给率。2、实施牧区畜牧良种补贴，加快优良品种推广应用。3、推动出台地方性法规，规范牛羊禽屠宰管理。4、因地制宜发展规模化养殖，提升标准化养殖水平。
《云南省支持肉牛产业加快发展若干措施的通知》	2020年10月9日	2020-2022年间：1、对国外新引进优质育龄母牛的养殖企业，每头补贴1000元。2、对新增肉牛存栏3万头以上、新增存栏排名前3的县市区，每年补贴500万元。3、对肉牛养殖企业或合作社每年收贮全株青贮玉米1500吨以上的，每吨补贴60元。4、加快推进肉牛“活体贷”，鼓励开展能繁母牛、育肥肉牛养殖保险，降低养殖风险。
《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	2021年1月4日	1、积极发展牛羊产业，继续实施奶业振兴行动2、实施家庭农场培育计划，把农业规模经营户培育成有活力的家庭农场3、大力开展农户小额信用贷款、保单质押贷款、农机具和大棚设施抵押贷款业务。
《推进肉牛肉羊生产发展五年行动方案》	2021年4月19日	1、坚持数量和质量并重，巩固传统主产区，挖掘潜力发展区，拓展增产空间，多渠道增加牛羊肉供给。2、到2025年，我国牛羊肉自给率保持在85%左右；牛羊肉产量稳定在680、500万吨左右；牛羊规模养殖比重分别达到30%、50%。3、重点任务：推进良种繁育体系建设、发展适度规模标准化养殖、扩大基础母畜产能、加快提升牛羊产业化水平、逐步完善屠宰加工流通体系等。
《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》	2021年12月14日	到2025年，全国畜牧业现代化建设取得重大进展，奶牛、生猪、家禽养殖率先一步基本实现现代化，肉牛肉羊养殖业产值达到9000亿元。

资料来源：农业农村部，华西证券研究所

3. 打造肉牛产业航母，创建国际贸易典范

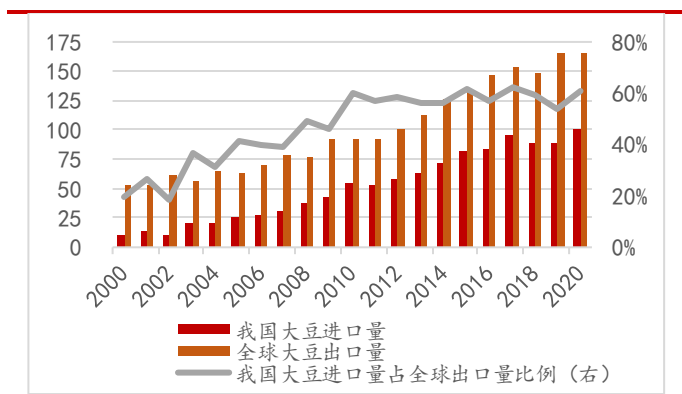
2014年公司控股权变更以来，发展战略和主营业务均有较大改变，目前明晰了“农业+食品”的战略定位和“全球资源+中国市场”的发展理念，并在全球范围内通过兼并收购快速掌控农业资源，并对接国内市场，形成了以肉牛肉羊全产业链为未来核心方向，以农资贸易为传统优势板块的业务格局。

3.1. 掌控上游稀缺资源，乳业和粮食贸易行稳致远

海关总署及 USDA 数据显示，2000-2020 年，我国大豆进口量持续攀升，CAGR 近 12%，占全球大豆总出口量比例不断上升。2020 年，我国大豆进口量已超过 1 亿吨，占全球大豆总出口量的 60.90%，占我国大豆总消费量比例达 83.65%，形成严重进口依赖。其中，进口源主要为巴西、阿根廷，巴西占比超过 60%，是我国优质大宗农产品的重要来源。

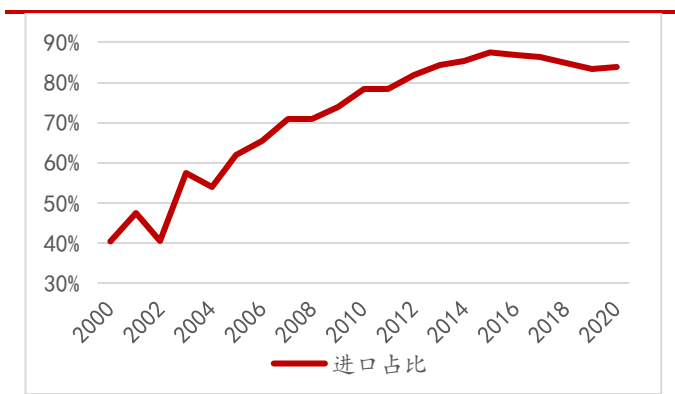
公司巴西子公司实力雄厚，掌握大豆等重要农产品资源。子公司 Bela 和 Fiagril 均为巴西最大的农业生产资料销售和粮食收购公司之一，分别拥有 57、12 家零售店。由于巴西农业生产者信贷相对紧缩，大量农户缺乏充足资金购买生产资料，公司创新性采用“以物易物”销售方式，赊销农业生产资料后在收获季节折算成谷物收回，降低应收账款风险，提高利润回报水平。通过这种模式，公司显著增强了对巴西大豆等优质农产品的资源控制力。公司进一步与国内优质农资供应商合作，开拓农药化肥贸易，缓解国内农资产品产能过剩的现状，并将优质大豆等大宗农产品售回国内，实现产能优势互补，根据公司 2020 年年报，公司农资粮食贸易板块实现净利润 8718 万元，实现同比大增 5458%。

图 16 我国大豆进口量情况 (百万吨)



资料来源：ifind, 华西证券研究院

图 17 我国大豆进口量占国内总消费量的比例



资料来源：ifind, 华西证券研究院

图 18 粮食贸易板块及业务流程



资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司在新西兰拥有多个原生态牧场，并已建立自有乳业品牌。乳业发展同牧场息息相关，而受地理、气候等因素影响，全球优质天然牧场数量有限，具有稀缺性和不可替代性，因此拥有优质牧场资源在乳制品产业竞争中将占据优势地位。新西兰位于南太平洋地区，气候属温带海洋性气候，雨水充沛，牧草生长快，且大部分地区牧

草可全年生长。此外，新西兰地广人稀，地价低，且各大牧场距离港口较近，交通便利，是全世界最适合畜牧业的国家之一。

公司在新西兰拥有克拉法大牧场，包含 16 个牧场，并托管了控股股东鹏欣集团的 11 个牧场，截至 2022 年 1 月投资者问答，公司共实现新西兰 29 个原生态牧场的控制。根据 2020 年年报，牧场奶源全部销售给 Fonterra 公司，其加工处理的生乳占全新西兰产量的大约 84%，是新西兰生乳价格的主导者，公司奶源销售渠道具有良好保障。此外，公司还建立了中高端乳业品牌纽仕兰，面向国内外提供优质、健康、可追溯的牧场直供产品，完善品牌构建体系。

图 19 纽仕兰液态奶产品



资料来源：公司官网，华西证券研究院

图 20 纽仕兰奶粉类产品

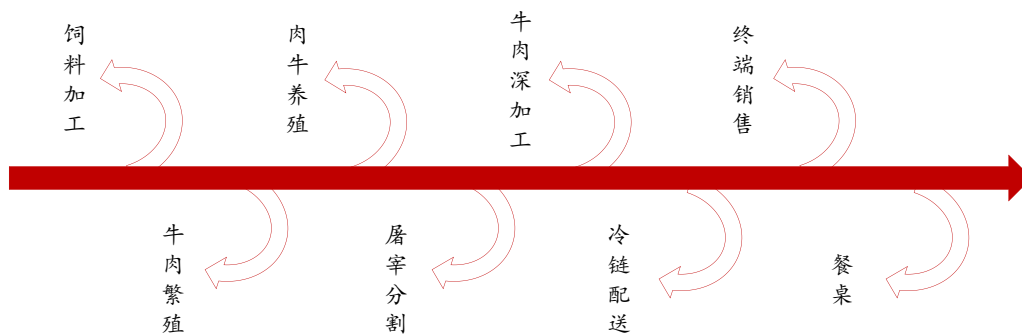


资料来源：公司官网，华西证券研究院

3.2. 打造牛羊全产业链，构筑未来利润核心

公司明确以牛肉业务为未来利润增长核心，拥有饲料引进、种牛引进、进口屠宰等多方面的优势，并在云南省相关单位大力支持下，以打造中国肉牛产业航母为使命，打造集“可研开发、种源供应、种源扩繁、规模养殖、屠宰加工、商贸物流、服务贸易”于一体的全产业链，力争实现千亿肉牛产业目标。

图 21 公司肉牛全产业链







资料来源：华西证券研究所

3.2.1. 优质母牛种源丰富，推进 120 万头引种计划

我国本土肉牛品种种类丰富，包括秦川牛、晋南牛、南阳牛、鲁西牛和延边牛五大良种黄牛，但相比于国际水平，我国肉牛产业整体并不发达，尤其是种牛培育起步较晚，技术落后，实践经验较少，且长时间未受到重视，导致丰富的本土肉牛品种在繁殖能力、增重速度、饲料利用率、产肉性能、肉质口感等指标上同国外良种存在一定差距。

受益于海外资深牛源优势，公司 2022 年 1 月投资者问答中表示，计划通过 5 年左右时间，从新西兰、澳大利亚、智利、乌拉圭等牛肉非疫区引进 120 万头乳肉兼用偏肉型优质能繁母牛，其中拟引进品种为海福特、荷斯坦牛、西门塔尔牛、安格斯牛，进一步扩展优质肉种牛来源，全面覆盖肉牛产业链建设的多方面需求，并同时本土肉牛品种进行改良，提升本地优质肉牛的供应能力，降低种牛进口依赖。

表 3 公司拟引进种牛品种

品种	特点	
海福特 (Hereford)	起源于英格兰，全球肉牛注册量占比最大。繁殖能力高、饲养效率高、体型佳且生长速度、胴体品质优秀，是典型的肉用牛。	
荷斯坦牛 (Holstein)	原产于德国，有乳用型和兼用型之分。乳用型产奶量为各奶牛之冠；兼用型育肥期日增重高。	
西门塔尔牛 (Simmentaler)	原产于瑞士阿尔卑斯山区，是乳肉兼用品种。长肉性能媲美专门化肉牛，生长速度快、脂肪少且分布均匀、耐粗放管理。	
安格斯牛 (Angus Cattle)	源于苏格兰杂交培育，是一种早熟肉牛品种。饲料转化率高、早熟易肥、净肉率高、大理石花纹明显，肉感嫩，风味佳。	

资料来源：Wikipedia，华西证券研究所

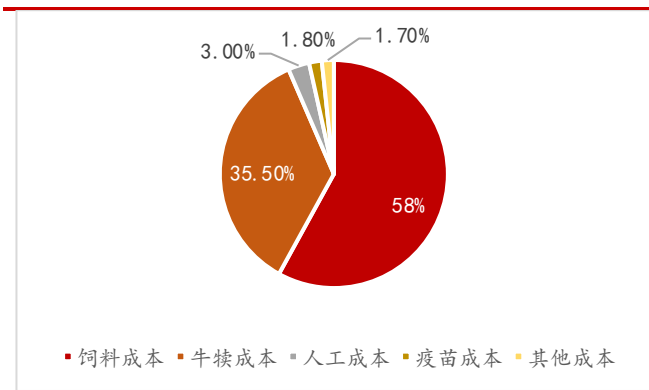
预计至 2025 年，公司优质能繁母牛存栏量可达 146 万头。母牛通常 1 年产胎 1 次，每次产牛犊 1 头，极少数情况下能产牛犊 2 头。按照公司 2022 年 1 月投资者问答中的引进计划，若公司 5 年共进口种母牛数量 120 万头，则每年需进口 24 万头，但考虑到截至 2021 年 9 月，公司公开投资者调研纪要显示 2021 年截至 9 月累计进口数量不足 20 万头，因此我们保守预计公司 5 年实际完成进口 100 万头左右。其中我们预计 2021 年进口 10 万头，并假设 2022 年或加大进口力度，进口 35 万头，2023-2025 年每年进口 20 万头。根据以上假设，我们以能繁母牛年折旧 5%，牛犊养殖存活率 100%，成年母牛产子率 86% 计算，至 2025 年，公司理论上拥有优质进口能繁种母牛数量可达 146 万头。

3.2.2. 国内国外双布局，饲料充足成本低

饲料是肉牛养殖的最大消耗品，也是最主要成本来源，占肉牛养殖成本比例达58%，**优质、充足、廉价的饲料供应是肉牛产业发展核心优势之一**。目前，海关总署准许缅甸青贮饲料经云南口岸试进口，并在省内指定企业加工使用，根据公司2022年1月公开投资者问答记录，公司第一批由缅甸进口的青贮饲料已经于2021年12月抵达鹏云牧场。

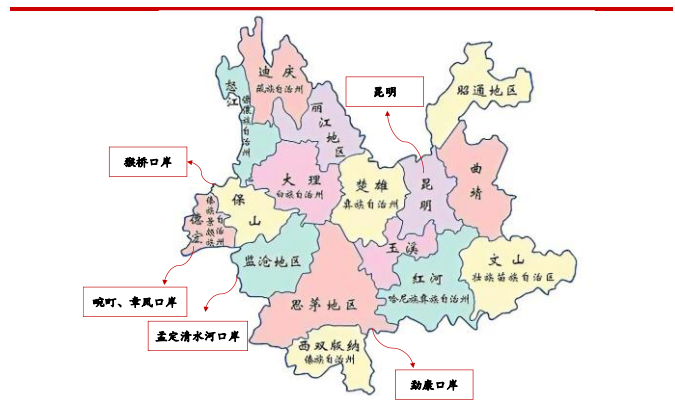
缅甸青贮饲料的进口将大幅降低公司肉牛养殖饲料成本，显著增厚养殖利润。目前，公司饲料进口布局在保山猴桥、德宏畹町和章凤口、沧浪孟定清水河、思茅勐康等地区口岸。另一方面，云南省本地饲料资源同样丰富，云南省年甘蔗种植面积超过350万亩，每年可产大量蔗稍，全部利用可满足大规模肉牛饲喂，为公司饲料供应提供双重保障，形成显著的资源优势，为公司未来规模化养殖扩张提供坚实基础。

图 22 2019 年肉牛养殖成本构成



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究院

图 23 公司缅甸饲料进口布局



资料来源：华西证券研究院

3.2.3. 合理规划养殖产能，提前抢占行业制高点

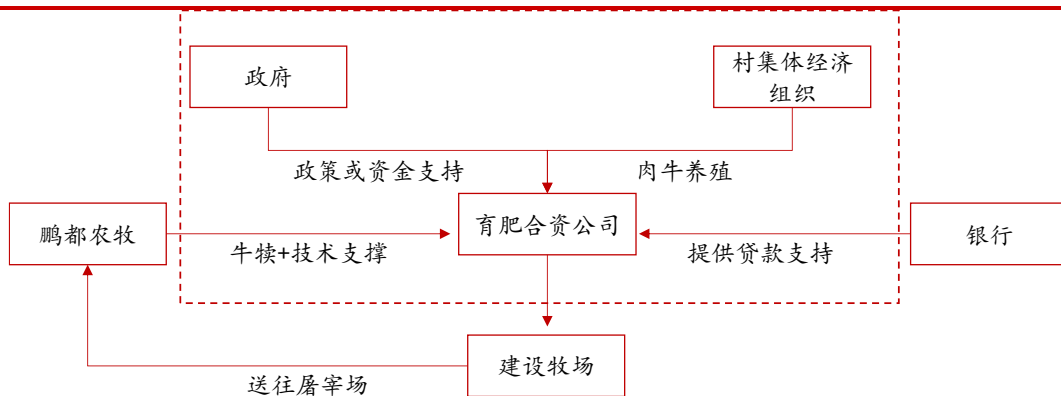
公司已有产能行业领先，未来扩产规划清晰合理，并不断实现落地。公司肉牛养殖场规划分布在云南多地，临近缅甸青贮饲料进口口岸或国内本地饲料资源地，饲料运输交通便利，减少运输成本，提高养殖效率。根据2022年1月投资者问答公开情况，公司实际控制的优质肉牛数量已超过8.5万头，也完成了境外肉牛育肥的基本布局，养殖规模全国领先；除已有产能外，公司正积极在云南布局产能，并计划通过5年时间实现230万头肉牛养殖规模、200万头出栏规模。随着产能快速扩张，公司有望巩固当前领先产能优势的基础上抢占行业制高点，获得先发优势，释放规模化效应，提高利润水平。

多方合作养殖模式，助力公司扩张加速。公司育肥场采用“公司+合作社+银行+政府”的四方联动模式，政府及村镇集体经济组织共同成立育肥合资公司，公司提供牛犊和技术支持，银行专项贷款项目向合作社提供资金，政府给予政策与补贴支持。具体体现为，公司进口优质种母牛扩繁牛犊，哺乳期结束后售卖给合作社进行育肥，银行向合作社提供贷款后支付给公司，并约定待合作社育肥完成后，公司回收肥牛进行屠宰加工及销售。

《云南省“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要》中提出要力争实现肉牛“5年翻番”目标。公司在云南政府相关单位全力支持下，通过以上养殖模式，公司得以大大减少养殖场建设、肉牛育肥等产能扩张所需的资金和人力，现金流充沛，减

轻养殖业的重资产负担，育肥风险及部分资金压力转由合作社承担，各方发挥自有优势，形成多方共赢的利益联结机制，推动公司肉牛育肥体系建设，加速产能扩张。

图 24 “公司+合作社+银行+政府”的育肥场建设模式



资料来源：华西证券研究所

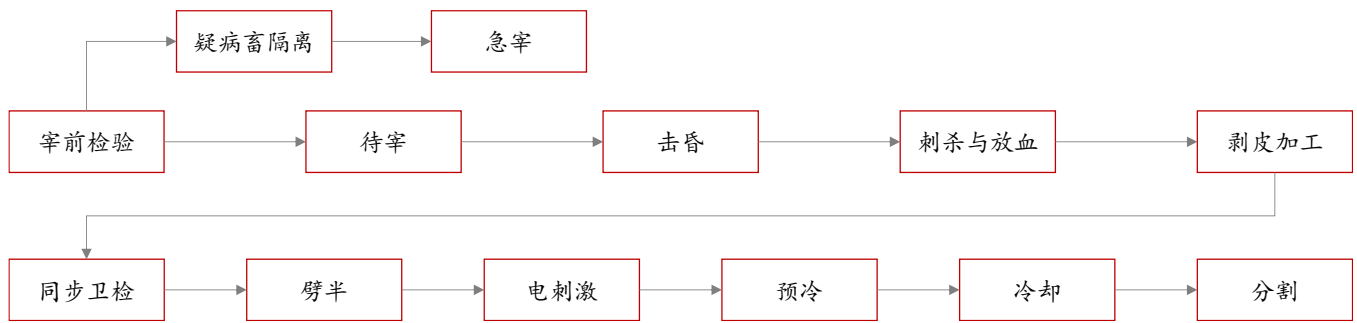
3.2.4. 手握进口活牛牌照，打造屠宰分割龙头

瑞丽鹏和是云南省瑞丽市批注的唯一肉牛进口屠宰单位。缅甸活牛价格显著低于我国，发展进口屠宰业务具有显著的成本优势，而云南是缅甸肉牛入境我国的唯一省份，2017年，我国开放并支持云南省发展肉牛进口屠宰，公司同年便与瑞丽市政府签订相关批准协议，是瑞丽市当地唯一签约的肉牛进口屠宰项目单位。

根据公司2021年5月公开投资者调研纪要，公司全资子公司瑞丽鹏和已建设完成50万头屠宰加工产能基地，是中国肉牛屠宰加工最大产能；2020年，公司肉牛进口屠宰业务已经开始，共屠宰缅甸婆罗门牛5.47万头，2021年受疫情影响暂停业务，2022年待缅甸活牛出口海关通关工作开始后，便可继续顺利开展屠宰业务。

屠宰工艺方面，引进国际一流水平屠宰流水线及加工设备，建设全封闭、无污染、恒温的生产车间。生产工艺上严格按照伊斯兰教清真屠宰方法加工，全面执行HACCP管理体系、ISO9001质量体系、ISO14001环境体系标准，确保中外双方合作顺畅；产品质量和风味方面，公司采用目前最先进的牛肉后成熟工艺排酸嫩化技术，在屠宰加工的每道工序上均采用同步卫生检疫手段优化牛肉质量，提供健康、优质的牛肉产品。

图 25 公司屠宰工艺流程图



资料来源：公司年报，华西证券研究所

国家全力支持肉牛产业，补贴力度空前。在国内供需存在缺口，国际局势越发复杂的背景下，国内农业供给侧改革需要加速推进，各地政府大力支持肉牛养殖产业发展。种牛引进方面，根据《云南省支持肉牛产业加快发展若干措施》，**公司从国外新引进优质育龄母牛可获得补贴1000元/头**，而吉林省《吉林省肉牛引进和优质冻精补贴政策实施方案》指出，对从国外引进种公牛给予10000元/头补助；引进母牛给予3000元/头补助，引进母牛年累计50头以上，见犊母牛每头补助1000元，合计后高达4000元/头。饲料产业方面，公司收贮全株青贮玉米可获得云南省60元/吨奖补。资金支持方面，云南省加快推进“活牛贷”，积极发行地方政府新增专项债券支持有关肉牛产业基础设施建设，为符合条件单位提供担保费率不超过0.8%的担保服务。考虑到云南省肉牛产业“5年翻番”的目标，预计云南省未来将进一步加大补贴力度，**公司有望充分受益于政策红利，进一步放大利润空间。**

3.2.5. 强化治理，培育人才

人才培养与管理提升是实现未来目标的重要基础。公司积极加快组织构建，提升管理水平，重视人才培养。人才建设方面，从深化专业能力建设、深化组织模式变革、深化人力资源保障、深化赛马考核机制等方面入手，形成培育人才、借助外脑，提升团队专业能力的良好机制。公司管理方面，从加强公司治理能力、加强资金统一管理、加强降本增效管理、加强投资者关系管理等角度全面提高公司整体治理水平，提升效率，发挥管控支撑作用。

表 4 公司提升管理和人才水平的措施内容

目标	内容
强化治理，提升效率	按照国际化、多产业协同要求，全面系统的持续提升公司治理能力和管理水平
	积极开展属地化融资工作，探索融资创新，建立总部资金管理中心
	严控管理和预算外费用，优化流程、完善体系和规范，持续提升工作效率
培育人才，提升团队	加大高端专业人才引进，培育和锻造团队的产业精神和职业素养，提升专业能力
	建立“能者上、平者让、庸者下”用人考核机制，不断完善业绩考核激励机制
	构建事业合伙人机制来吸引行业领军人才，充实核心岗位
	坚持“引进与培养”并重，重视各业务板块领军人才和总部关键岗位人才的培养

资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.2.6. 公司湖羊产业行业领先

湖羊是我国著名地方品种绵羊，食饲性强，适应性和繁殖力强，是公认的最适于工厂化饲养的优良品种。公司致力于湖羊标准化、规模化、集约化养殖，已形成了自繁、自育、均衡上市的“闭环式商业运作模式”，公司全资子公司安欣牧业是行业内存栏规模、繁育技术、种羊销售价格领先的湖羊养殖企业。截至 2021 年 9 月公司公开投资者调研纪要显示，安欣牧业在安徽、广西、新疆等地累计存栏肉羊 26 万只；长远看，公司 2019 年已经与安徽亳州市、涡阳县签订了“双百万”全产业链现代肉羊产业园区合作协议，并计划到 2025 年实现年出栏 300 万只、屠宰量 250 万只的规模，向着打造国内纯种湖羊第一品牌迈进。

4. 盈利预测与投资建议

公司业务主要包括蛋白质食品贸易、肉牛及屠宰、肉羊销售、乳业及其他、食品贸易 5 大板块，假设中的部分将针对以上 5 大业务板块分别进行讨论。

肉牛及屠宰：牛肉供需缺口不断扩大，消费升级仍在继续，支撑未来肉牛价格持续高位。考虑到公司肉牛产业扩张加速，产能上升拉动公司营收快速增长，且规模效益释放下利润有望进一步加厚。我们预计，2021-2023 年，公司肉牛及屠宰业务营业收入分别为 5.43/15.21/38.02 亿元，增速分别为 130%/180%/150%，毛利率分别为 40.0%/45.0%/45.0%。

肉羊销售：国内羊肉供需同样存在缺口，考虑到公司是国内著名湖羊产业领先公司，且产业链正在不断完善，业绩稳步上升。我们预计，2021-2023 年，公司肉羊销售业务营业收入分别为 8.83/11.04/15.46 亿元，增速分别为 5.00%/25.00%/40.00%，毛利率分别为 13.00%/13.00%/20.00%。

乳业及其他：考虑到公司拥有上游新西兰多个优质牧场，属于不可替代性稀缺资源，业务发展态势良好。我们预计，2021-2023 年，公司乳业及其他营业收入分别为 2.12/2.76/4.14 亿元，增速分别为 20.00%/30.00%/50.00%，毛利率分别为 45.00%/50.00%/50.00%。

蛋白质食品贸易：我们预计 2021-2023 年，公司蛋白质食品贸易业务营业收入分别为 115.63/121.41/127.48 亿元，增速分别为 4.00%/5.00%/5.00%，毛利率分别为 10.00%/12.00%/12.00%。

食品销售：我们预计，2021-2023 年，公司食品贸易业务营业收入分别为 11.27/11.84/13.02 亿元，增速分别为 5%/5%/10%，毛利率分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

表 5 鹏都农牧主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
肉牛及屠宰					
收入	8.25	236.14	543.12	1520.74	3801.85
成本	1.67	224.11	325.87	836.41	2091.02
毛利	6.53	12.04	217.25	684.33	1710.83
毛利率	79.14%	5.10%	40.00%	45.00%	45.00%
肉羊销售					
收入	354.54	841.23	883.29	1104.11	1545.76
成本	316.37	795.92	768.46	960.58	1236.61
毛利	38.15	45.34	114.83	143.53	309.15
毛利率	10.76%	5.39%	13.00%	13.00%	20.00%
乳业及其他					
收入	135.84	177.06	212.47	276.21	414.32
成本	74.25	65.81	116.86	138.11	207.16
毛利	56.43	111.24	95.61	138.11	207.16
毛利率	41.54%	62.83%	45.00%	50.00%	50.00%
食品销售					
收入	1816.46	1073.51	1127.19	1183.54	1301.90
成本	1738.34	1061.07	1070.83	1124.37	1236.80
毛利	78.11	12.45	56.36	59.18	65.09
毛利率	4.30%	1.16%	5.00%	5.00%	5.00%
蛋白质食品贸易					
收入	11173.10	11118.42	11563.16	12141.31	12748.38
成本	10017.91	9359.69	10406.84	10684.36	11218.57
毛利	1155.30	1758.93	1156.32	1456.96	1529.81
毛利率	10.34%	15.82%	10.00%	12.00%	12.00%
费用率					
销售费率	5.09%	3.74%	3.70%	3.90%	3.90%
管理费率	3.92%	3.19%	3.20%	3.20%	3.00%
财务费率	1.79%	6.86%	3.60%	3.31%	3.87%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

考虑到肉牛供需缺口支撑价格水平高位，行业规模化进程促进降本增效，利润空间得以保障，我们预计公司肉牛产业在政策支持下产能快速扩张，有望打造快速增长的新利润成长曲线。我们认为公司2022年理应享有行业较高的估值水平，预计2021-2023年，公司营业收入分别为143.29/162.26/198.12亿元，归母净利润分别为1.16/4.25/7.14亿元，对应EPS分别为0.02/0.07/0.11元，当前股价对应PE分别为184/50/30X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表6 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价(元)	可比公司				P/E			
			EPS(元)							
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600073.SH	上海梅林	7.66	0.43	0.44	0.48	0.55	24	18	16	14
002567.SZ	唐人神	9.14	0.97	-0.25	0.05	0.80	8	-37	174	11
002714.SZ	牧原股份	59.99	7.30	1.93	1.84	5.61	11	31	33	11
300761.SZ	立华股份	36.76	0.63	-0.73	2.30	4.07	49	-51	16	9
002840.SZ	华统股份	14.42	0.30	0.17	0.81	1.46	35	76	16	9
可比公司平均值(剔除负值)							25	42	25	42

资料来源: Wind, 华西证券研究所; 采用 Wind 一致预期, 股价截至 2022 年 2 月 18 日收盘价

5. 风险提示

种牛引进进度不及预期。种牛引进和对应国家政策有关，若进口源国家政策改变，将影响公司种牛引进进度。

养殖端出现疫情。若发生肉牛疫情，公司肉牛将受到损失。

产品销售不及预期。公司处于扩张阶段，若产品销售不及预期，将对业绩产生不利影响。

大股东股权质押比例过高的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,446	14,329	16,226	19,812	净利润	65	148	627	1,226
YoY (%)	-0.3%	6.6%	13.2%	22.1%	折旧和摊销	185	195	129	112
营业成本	11,507	12,689	13,744	15,990	营运资金变动	-636	136	-273	-416
营业税金及附加	20	23	24	30	经营活动现金流	36	511	504	992
销售费用	503	530	633	773	资本开支	34	-1,281	-158	-130
管理费用	429	459	519	594	投资	-150	-251	-124	-93
财务费用	922	516	537	767	投资活动现金流	-105	-1,461	-204	-154
资产减值损失	-4	0	0	0	股权募资	1,594	0	0	0
投资收益	-17	72	78	69	债务募资	-231	-130	638	1,463
营业利润	99	205	880	1,781	筹资活动现金流	1,448	-252	501	1,262
营业外收支	5	1	10	12	现金净流量	1,195	-1,202	800	2,100
利润总额	103	206	890	1,793	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	38	58	262	567	成长能力				
净利润	65	148	627	1,226	营业收入增长率	-0.3%	6.6%	13.2%	22.1%
归属于母公司净利润	18	116	425	714	净利润增长率	-70.2%	528.0%	266.6%	67.9%
YoY (%)	-70.2%	528.0%	266.6%	67.9%	盈利能力				
每股收益	0.00	0.02	0.07	0.11	毛利率	14.4%	11.4%	15.3%	19.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	0.5%	1.0%	3.9%	6.2%
货币资金	1,802	600	1,400	3,500	总资产收益率 ROA	0.1%	0.8%	2.6%	3.6%
预付款项	572	550	611	733	净资产收益率 ROE	0.3%	1.9%	6.6%	10.0%
存货	1,401	1,381	1,504	1,812	偿债能力				
其他流动资产	4,198	4,636	4,966	5,418	流动比率	1.17	1.00	1.05	1.15
流动资产合计	7,974	7,167	8,481	11,463	速动比率	0.86	0.71	0.77	0.88
长期股权投资	535	713	777	855	现金比率	0.27	0.08	0.17	0.35
固定资产	2,553	3,389	3,533	3,684	资产负债率	55.5%	56.1%	56.3%	57.1%
无形资产	543	724	691	671	经营效率				
非流动资产合计	6,605	7,961	8,153	8,326	总资产周转率	0.92	0.95	0.98	1.00
资产合计	14,578	15,128	16,634	19,789	每股指标 (元)				
短期借款	1,572	1,442	2,080	3,543	每股收益	0.00	0.02	0.07	0.11
应付账款及票据	1,748	2,135	2,257	2,582	每股净资产	0.92	0.94	1.00	1.12
其他流动负债	3,467	3,612	3,730	3,872	每股经营现金流	0.01	0.08	0.08	0.16
流动负债合计	6,787	7,189	8,068	9,997	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	909	909	909	909	估值分析				
其他长期负债	395	395	395	395	PE	1,116.67	184.07	50.21	29.91
非流动负债合计	1,304	1,304	1,304	1,304	PB	2.75	3.57	3.34	3.00
负债合计	8,091	8,493	9,372	11,301					
股本	6,374	6,374	6,374	6,374					
少数股东权益	626	658	860	1,372					
股东权益合计	6,487	6,635	7,262	8,488					
负债和股东权益合计	14,578	15,128	16,634	19,789					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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