

猪价回暖&资产整合，湖南生猪龙头腾飞在即

新五丰(600975)

报告摘要:

生猪养殖行业 2021 年以来经历了较长时间的低迷行情，2022 年 4 月下旬，受生猪产能去化影响，行情开始逐步回暖，6-7 月份，生猪价格快速反弹，生猪养殖行业进入新一轮猪周期。国庆节期间，生猪产能去化叠加国庆节需求提振，生猪价格创年内新高，近期受需求及政策影响生猪价格稍有回落，截止 2022 年 10 月 30 日，据猪易通数据，全国外三元生猪均价为 25.48 元/公斤。公司作为湖南省生猪养殖龙头企业，其生猪养殖模式包括自繁自养和“公司+家庭农场”，目前正在推进与天心种业的重组事宜，若重组完成，将解决同业竞争问题，且天心种业的种猪业务将帮助公司进一步提升市占率，公司未来的产能和生猪出栏规模将走上新台阶。考虑到重组事宜目前正在推进存在不确定性，且生猪市场行情波动，我们预计，公司 2022-2024 年营业总收入分别为 48.52/112.16/150.00 亿元，归母净利润分别为 2.76/15.08/10.42 亿元，EPS 分别为 0.34/1.87/1.29 元，2022 年 10 月 28 日股价 6.98 元对应 22-24 年 PE 分别为 20/4/5 X，首次覆盖，给予“增持”评级。

主要观点:

► 公司是湖南省生猪养殖龙头企业

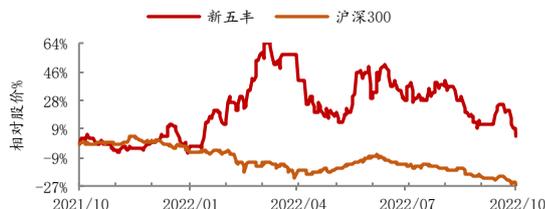
湖南新五丰股份有限公司于 2001 年成立，是湖南省现代农业产业控股集团有限公司控股的国内较早以生猪养殖出口为主业的外向型上市公司，公司以生猪养殖为基础，建立了集原料加工、饲料仓储、种猪繁育、商品猪饲养、生猪屠宰及肉品加工、生猪交易于一体的生猪全产业链布局。自成立以来，公司一直从事供港澳生猪业务，是内地口岸公司中主要的活猪出口商之一。公司是目前已形成生猪养殖全产业链，主营业务包括饲料加工、生猪养殖和肉品销售。2021 年，公司生猪养殖业务、生猪屠宰及肉品加工、饲料业务、原料贸易及其他业务占营业收入的比重分别为 43.42%、45.21%、0.74%、10.63%。毛利方面，一直以来，生猪养殖为公司贡献了大部分毛利，生猪养殖业务毛利占比由 2012 年的 60.12% 升至 2021 年的 81.62%。

► 猪价回暖，周期反转已至

猪肉为我国第一大肉类消费品，同时以散户为主的生猪养殖业具有明显的周期性特征。上一轮猪周期始于 2019 年 2 月，由于环保政策趋严叠加非洲猪瘟侵袭，行业大量去产能，2019 年 9 月能繁母猪同比调减幅度一度达到 38.90%，创历史新高，随着行业快速去产能，生猪行业供求出现矛盾，据 Wind 数据，22 个省市生猪均价一度逼近 40 元/公斤，行业高价带来的是行业暴利，在高利润的驱动下，生猪产能迅速恢复，2021 年 6 月，能繁母猪存栏量为 4564 万头，为 4100 万头正常保有量的 111.32%，产能恢复伴

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:	6.98
股票代码:	600975
52 周最高价/最低价:	11.28/6.26
总市值(亿)	56.19
自由流通市值(亿)	45.56
自由流通股数(百万)	652.68



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

随着供给增加和价格下跌，生猪价格从 2020 年年底开始快速下跌，2021 年生猪行情持续低迷，养殖业出现亏损，2021 年 7 月到 2022 年 4 月开始了连续 10 个月的能繁母猪调减，我们认为 2021 年 6 月-2022 年 4 月为上一轮“超级猪周期”的筑底阶段，随着 2022 年 4 月生猪价格快速回暖，猪周期迎来反转，截止 2022 年 10 月 30 日，全国外三元生猪均价为 25.48 元/公斤，处于新一轮猪周期的上行阶段。

► 猪价回暖&资产整合，湖南生猪龙头腾飞在即

公司为湖南省生猪养殖龙头企业，其实控人为湖南省国资委。我们认为公司的主要亮点在于：（1）轻资产模式有助于公司快速扩张：公司的生猪养殖模式包括自繁自养和“公司+家庭农场”，后者为轻资产模式，在固定资产相对稳定的情况下，公司的生产性生物资产规模快速扩张；另外，公司的租赁猪场也为公司贡献了大量产能，扩张可期；（2）公司拥有饲料原料收储、生产加工、生猪养殖、屠宰加工、冷链物流、肉品销售的完整产业链，生猪养殖全产业链显著提升公司抵御市场风险的能力。（3）目前正在推进与天心种业的重组事宜，若重组完成，一方面同业竞争问题解决，上市公司业务更集中；另一方面天心种业的种猪业务有助于完善公司的生猪养殖产业链，预计公司未来的产能和出栏规模将迅速扩张，有望进一步提升公司的市场占有率。

投资建议

我们分析：1）受产能去化影响，生猪价格自 2022 年 4 月份开始回暖，6 月份以来强势反弹，在生猪价格上涨的情况下，公司二季度大幅减亏，预计三季度公司业绩将明显好转，另外由于四季度为猪肉传统消费旺季，预计生猪价格将创年内新高，在主产品价格价格上涨的背景下，随着公司生猪出栏放量，营收和利润将持续增厚；2）2021 年 7 月-2022 年 4 月能繁母猪存栏量的持续调减一直会影响到明年一季度的生猪出栏，叠加本轮生猪价格回升后二次育肥等因素影响，预计明年生猪供应将继续支撑猪价坚挺，且根据能繁母猪存栏量环比数据，除 6 月环比超过 2%，5 月/7 月/8 月/9 月环比增幅均低于 1%，我们认为目前市场对未来猪价偏谨慎，补栏积极性较低，利好明年猪价；3）一方面，公司生猪出栏规模不断扩大；另一方面公司目前在积极推进与天心种业等的资产重组，若重组成功能顺利解决同业竞争问题，也有助于延长公司的产业链，推动公司规模和出栏量的扩张。基于此，我们预计，公司 2022-2024 年营业总收入分别为 48.52/112.16/150.00 亿元，归母净利润分别为 2.76/15.08/10.42 亿元，EPS 分别为 0.34/1.87/1.29 元，2022 年 10 月 28 日股价 6.98 元对应 22-24 年 PE 分别为 20/4/5X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

重组事项不确定性风险，生猪疾病疫情风险，生猪价格波动风险，原材料价格波动风险，环保政策变化风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,724	2,003	4,852	11,216	15,000
YoY (%)	27.8%	-26.5%	142.3%	131.2%	33.7%
归母净利润(百万元)	283	-280	276	1,508	1,042
YoY (%)	346.7%	-199.1%	198.5%	446.1%	-30.9%
毛利率 (%)	15.1%	1.4%	12.9%	20.2%	13.8%
每股收益 (元)	0.43	-0.41	0.34	1.87	1.29
ROE	19.8%	-13.2%	4.0%	17.8%	11.0%
市盈率	16.23	-17.02	20.35	3.73	5.39

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司是国内较早以生猪养殖出口为主业的外向型上市公司	6
2. 黑暗结束光明重现，生猪价格回暖	8
2.1. 猪肉为我国第一大肉类消费品，生猪市场规模超万亿	8
2.2. “超级猪周期”结束，猪价回暖行业经营改善	9
2.3. 环保&生物安全防控升级，行业集中度进一步提升	10
3. 猪价回暖&资产整合，湖南生猪龙头腾飞在即	16
3.1. 租赁猪场&“公司+农场”轻资产模式，易于扩张	16
3.2. 生猪养殖全产业链一体化布局，巩固抗风险能力	17
3.3. 推动天心种业收购，同业竞争问题有望解决	19
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

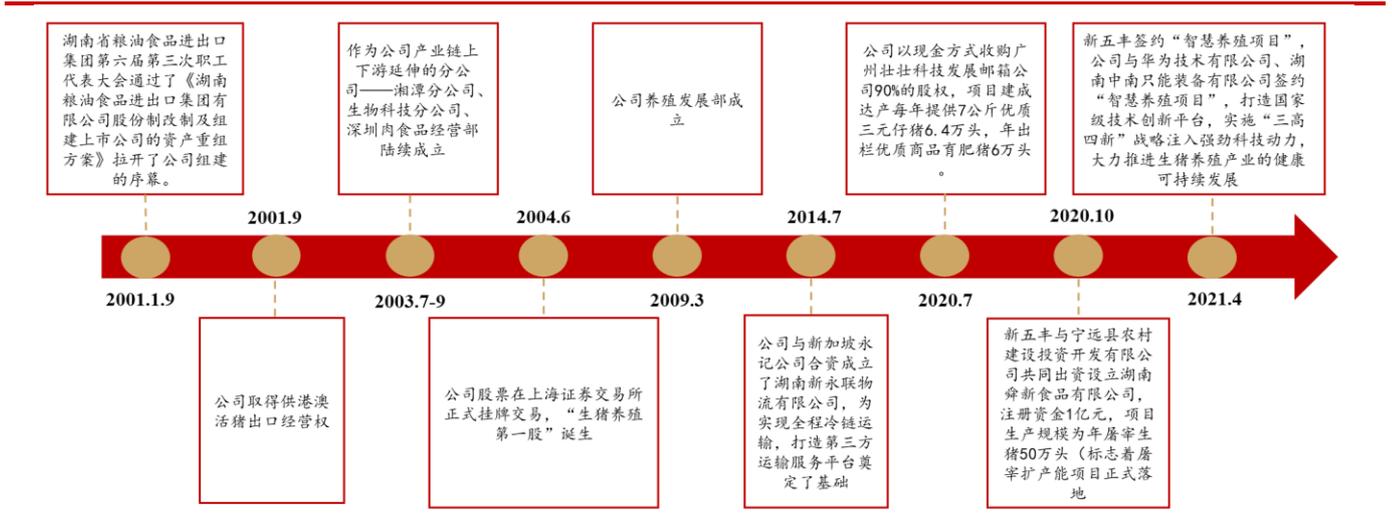
图 1 公司发展历程	6
图 2 公司主营业务	6
图 3 2011-2022 前三季度，公司收入及其同比增幅	7
图 4 2011-2022 前三季度，公司归母净利及同比增幅	7
图 5 2012-2021，公司营业收入构成变化	7
图 6 2012-2021，公司毛利构成变化	7
图 7 截止 2022 年 9 月 30 日，公司股权结构	8
图 8 2012-2021，国内猪肉消费量	9
图 9 2012-2021，国内肉类消费结构	9
图 10 2012-2021，中国生猪出栏量	9
图 11 2012-2021，中国生猪市场规模	9
图 12 2020 年不同规模生猪饲养规模占比	10
图 13 猪周期	10
图 14 2018-2022 年，生猪存栏情况	13
图 15 2018-2022 年，能繁母猪存栏情况	13
图 16 2007-2020，年出栏数 1-49 头规模场数（万）	15
图 17 2007-2020 年，年出栏数 5 万头以上规模场数	15
图 18 2018-2022Q2，生猪养殖行业 CR10	15
图 19 2021 年主要上市猪企生猪出栏情况	15
图 20 2018-2022E，公司租赁猪场情况	16
图 21 2018-2022E，公司租赁猪场产能	16
图 22 2018Q3-2022Q3，公司固定资产情况	17
图 23 2018Q3-2022Q3，公司生产性生物资产情况	17
图 24 2017-2022Q3，公司生猪生产量情况	17
图 25 2017-2022Q3，公司生猪销售量情况	17
图 26 公司拥有生猪养殖全产业链	18
图 27 2017-2022 前三季度，公司饲料生产量	18
图 28 2017-2022 前三季度，公司饲料销售量	18
图 29 2017-2022Q3，公司屠宰肉品生产量	19
图 30 2017-2022Q3，公司屠宰肉品销售量	19
图 31 2018-2021 年公司&天心种业关联交易金额	20
图 32 天心种业主要产品	21
表 1 生猪养殖相关环保政策	12
表 2 2018 年以来养殖业生物安全防控相关政策	14
表 3 公司现有屠宰产能及未来规划	19

表 4 新五丰主要业务经营预测 (单位:百万元)	22
表 5 可比公司盈利预测.....	23

1. 公司是国内较早以生猪养殖出口为主业的外向型上市公司

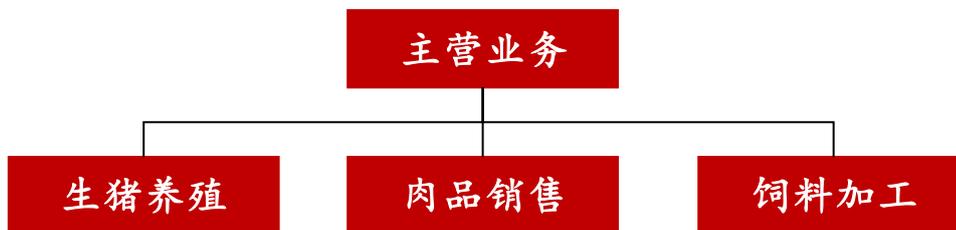
湖南新五丰股份有限公司于 2001 年成立，是湖南省现代农业产业控股集团有限公司控股的国内较早以生猪养殖出口为主业的外向型上市公司，公司以生猪养殖为基础，建立了集原料加工、饲料仓储、种猪繁育、商品猪饲养、生猪屠宰及肉品加工、生猪交易于一体的生猪全产业链布局。自成立以来，公司一直从事供港澳生猪业务，是内地口岸公司中主要的活猪出口商之一。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 2 公司主营业务



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2011-2020 年，公司营业收入由 9.61 亿元稳定增长至 27.24 亿元，CAGR+12.27%，2021 年，受生猪价格下降影响，公司生猪出口和内销收入均同比有所下降；受冻肉销售量减少及价格下降影响，公司冻肉收入同比减少近 40%；受公司生猪扩产能影响，饲料销售收入同比减少近 30%，总的来看，2021 年，公司实现营业收入 20.03 亿元，同比降低-26%，为近十年来首次负增长。归母净利润方面，2011-2016 年和 2016-2020 年，公司的归母净利润都呈现先下降后上升的情况，2016 年和 2020 年为公

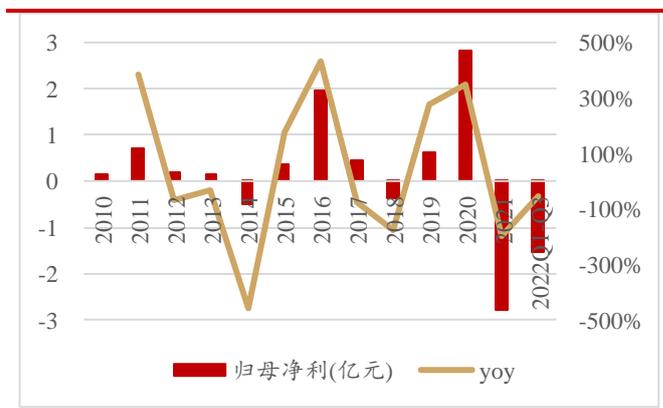
司归母净利润高点，分别为 1.97 亿元和 2.83 亿元，受生猪市场行情影响，2021 年公司出现较大亏损，实现归母净利润-2.8 亿元，同比下降 199%。2022 年前三季度，公司实现营业收入 25.47 亿元，同比增长 75.18%，实现归母净利润-1.52 亿元，同比下降 51.16%，分季度来看，2022Q1/Q2/Q3 公司分别实现归母净利-1.12/-0.65/0.25 亿元，随着生猪价格自二季度的逐步回暖，公司二季度大幅减亏，三季度扭亏为盈。

图 3 2011-2022 前三季度，公司收入及其同比增幅



资料来源：公司公告，华西证券研究所

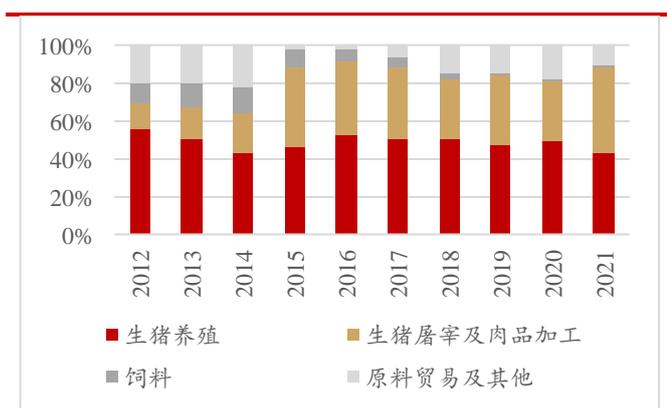
图 4 2011-2022 前三季度，公司归母净利润及同比增幅



资料来源：公司公告，华西证券研究所

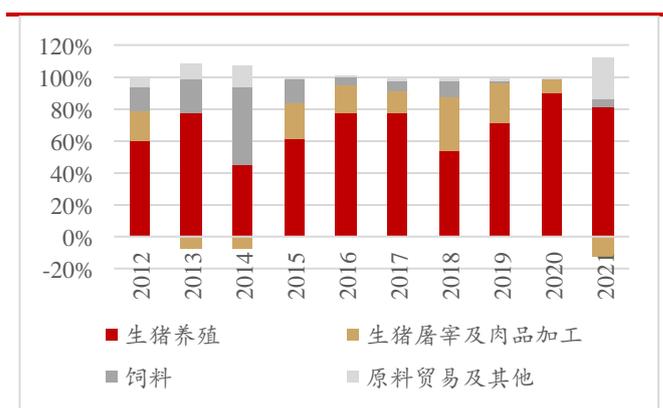
从营业收入构成上来看，2012-2021 年，公司生猪养殖业务占营业收入的比重由 55.87% 降至 43.42%，比例减少但总体较为稳定；公司生猪屠宰及肉品加工业务占营业收入比重由 13.40% 增至 45.21%；公司饲料业务占营业收入的比重由 10.98% 降至 0.74%；原料贸易及其他业务占营业收入的比重由 19.74% 降至 10.63%。毛利方面，一直以来，生猪养殖为公司贡献了大部分毛利，生猪养殖业务毛利占比由 2012 年的 60.12% 升至 2021 年的 81.62%。

图 5 2012-2021，公司营业收入构成变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2012-2021，公司毛利构成变化

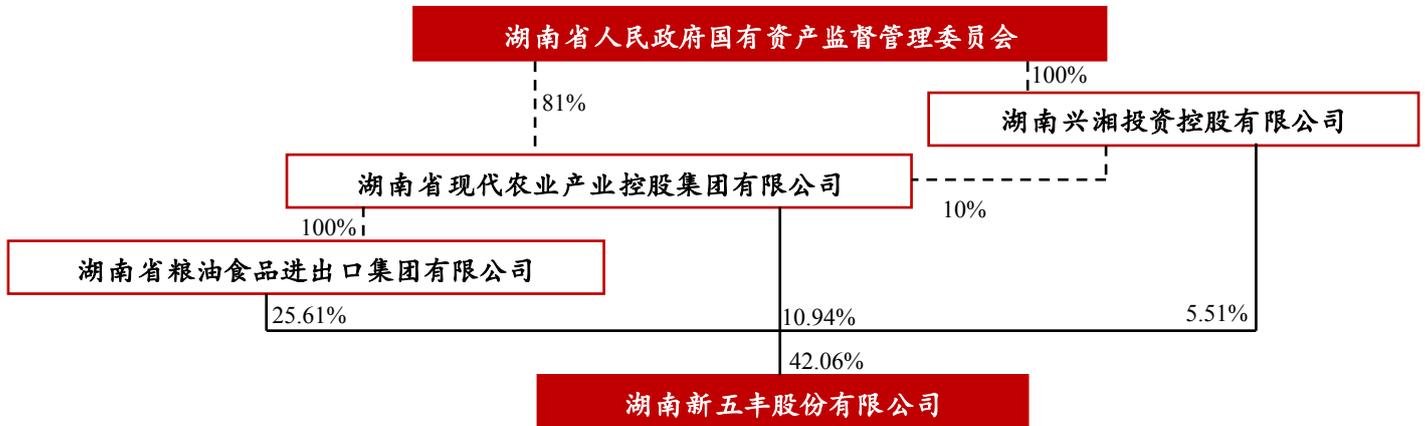


资料来源：公司公告，华西证券研究所

湖南省国资委是公司实际控制人。截止 2022 年 9 月 30 日，公司前三大股东分别为湖南省粮油食品进出口集团有限公司（持股比例 25.61%），湖南省现代农业产业控股集团有限公司（持股比例 10.94%），湖南兴湘投资控股集团有限公司（持股比例 5.51%），前三大股东合计持股 42.06%。湖南省国资委通过湖南省现代农业产业控股

集团有限公司、湖南省粮油食品进出口集团有限公司、湖南兴湘投资控股有限公司、湖南建工集团有限公司对新五丰间接持股，为公司的实际控制人。

图 7 截止 2022 年 9 月 30 日，公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 黑暗结束光明重现，生猪价格回暖

2.1. 猪肉为我国第一大肉类消费品，生猪市场规模超万亿

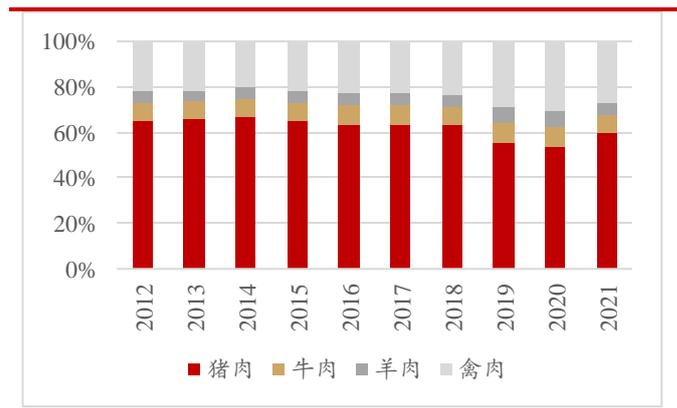
猪肉为我国第一大肉类消费品。据国家统计局数据，2012-2018 年，中国猪肉消费量维持在每年 5000 万吨以上，2019 年和 2020 年，受非洲猪瘟带来的产能下降&价格上升影响，猪肉消费降至 4000 万吨，2021 年，随着产能恢复和生猪价格下降，猪肉消费量重新恢复至 5296 万吨。在国内肉类消费结构中，猪肉占比最大，为我国第一大肉类消费品，2012-2018 年，国内猪肉消费占比维持在 63%以上，2019-2020 年，受猪肉价格上涨影响，禽肉和牛羊肉替代效应明显，猪肉消费占比降至 55%左右，随着 2021 年猪肉价格下降，猪肉消费占比恢复至 59.59%。

图 8 2012-2021，国内猪肉消费量



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 9 2012-2021，国内肉类消费结构



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

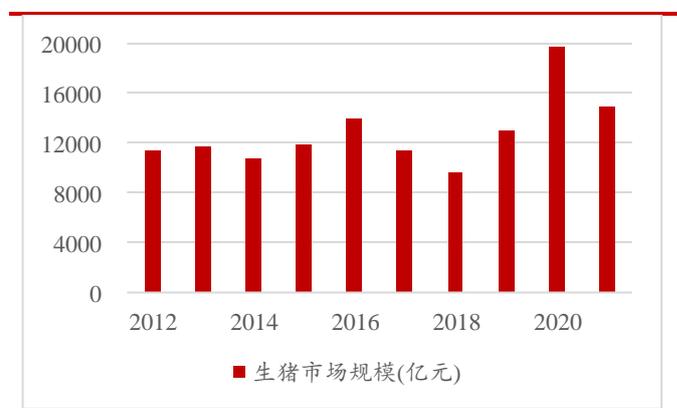
超级大单品，规模过万亿。2012-2018 年，中国年生猪出栏量超 6.8 亿头，2019 年和 2020 年，受非洲猪瘟影响，年生猪出栏量降至 5 亿多头，2021 年，随着生猪产能的快速恢复，生猪出栏量增至 6.7 亿头。若按照 22 省市生猪平均价作为单价，假设每头猪的出栏体重为 110 公斤测算，2012-2017 年，中国生猪市场规模均超万亿元，2018 年，生猪均价为自 2018 年以来最低，生猪市场规模降至 9600 亿元，2019 年和 2020 年，受环保政策和非洲猪瘟带来的生猪产能去化影响，尽管生猪出栏量大幅下滑，但生猪均价飙升，生猪市场规模恢复至万亿元以上，2020 年高猪价带动生猪市场规模直逼 2 万亿元，2021 年产能恢复叠加生猪价格下降，市场规模下滑至 1.5 万亿元。

图 10 2012-2021，中国生猪出栏量



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 2012-2021，中国生猪市场规模

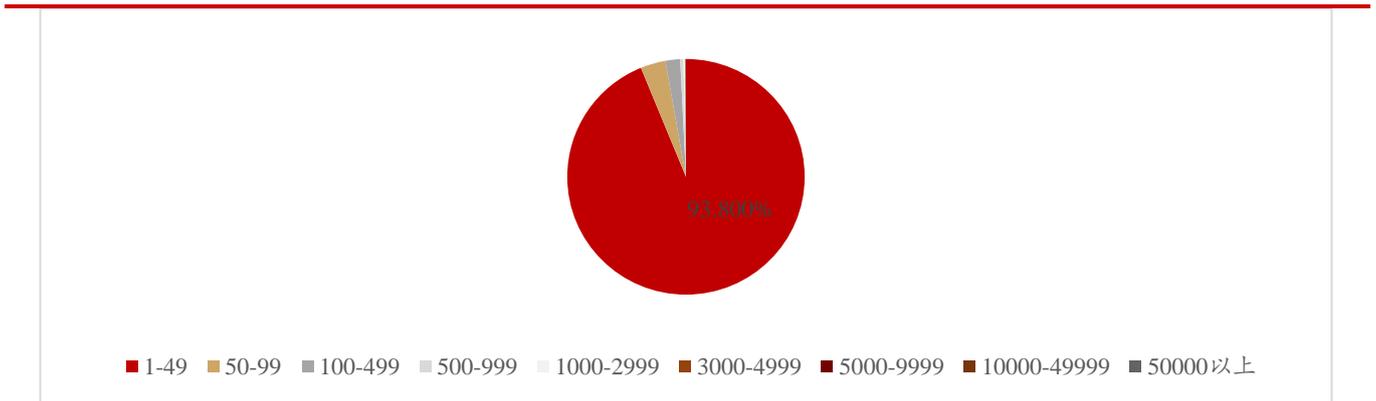


资料来源：华西证券研究所

2.2. “超级猪周期”结束，猪价回暖行业经营改善

我国的生猪养殖产业是从小农经济下的养殖逐渐发展起来的，由于进出行业几乎无壁垒，我国的生猪养殖业以散养户、中小规模养殖场为主，行业集中度较低。据中国畜牧兽医年鉴，2020 年，我国共有生猪饲养规模场 2078 万户，其中生猪饲养 1-49 头的规模场占比约 94%，饲养 5 万头以上生猪的规模场占比仅为 0.0027%。

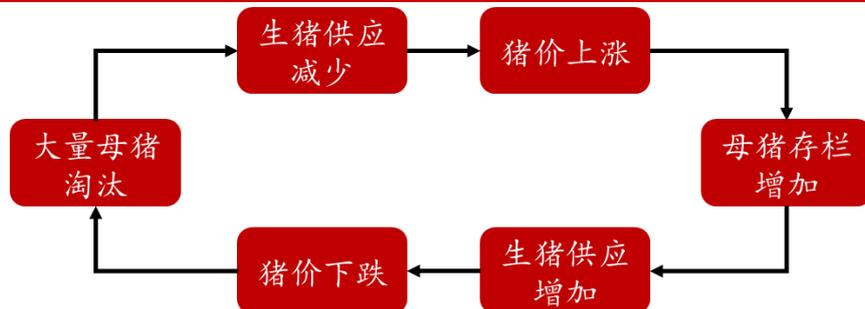
图 12 2020 年不同规模生猪饲养规模场占比



资料来源：中国畜牧兽医年鉴，华西证券研究所

由于我国的生猪养殖业以散养户为主，参与者数量众多，退出和进入行业的壁垒相对不高，长期来看，我国对于猪肉的需求相对稳定，但是供给不稳定的行业。当猪肉价格上涨，生猪饲养利润增加，散养户由于养殖投资规模小，投机逐利心态浓厚，会涌入行业扩大养殖规模，表现为母猪存栏增加，带来生猪供应增加，由于我国猪肉需求稳定，此时带来猪价下跌，养殖户亏损，抗风险力差的散户大量淘汰母猪或退出市场，又会带来生猪供应减少，猪价上涨，新一轮猪周期开始，循环往复。

图 13 猪周期



资料来源：华西证券研究所

2006 年以来，我国共 4 轮完整的猪周期，目前第 5 轮猪周期刚刚开启。上一轮猪周期始于 2019 年 2 月，由于环保政策趋严叠加非洲猪瘟侵袭，行业大量去产能，2019 年 9 月能繁母猪同比调减幅度一度达到 38.90%，创历史新高，随着行业快速去产能，生猪行业供求出现矛盾，据 Wind 数据，22 个省市生猪均价一度逼近 40 元/公斤，行业高价带来的是行业暴利，在高利润的驱动下，生猪产能迅速恢复，2021 年 6 月，能繁母猪存栏量为 4564 万头，为 4100 万头正常保有量的 111.32%，产能恢复伴随着供给增加和价格下跌，生猪价格从 2020 年年底开始快速下跌，2021 年生猪行情持续低迷，养殖业出现亏损，2021 年 7 月到 2022 年 4 月开始了连续 10 个月的能繁母猪调减，我们认为 2021 年 6 月-2022 年 4 月为上一轮“超级猪周期”的筑底阶段，随着 2022 年 4 月生猪价格快速回暖，猪周期迎来反转，截止 2022 年 10 月 21 日，22 省市生猪均价为 28.32 元/公斤，处于新一轮猪周期的上行阶段。

2.3.环保&生物安全防控升级，行业集中度进一步提升

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

政策提高环保标准，推动养殖行业规模化提升。2013年11月以来，政府部门连续发布多项环保政策，规范养殖业污染排放标准和环保设施建设。2013年11月和2015年4月国务院分别发布《畜禽规模养殖污染防治条例》和《水污染防治行动计划》，2016年10月环境保护办公厅和农业部办公厅联合发布《畜禽养殖禁养区划定技术指南》，规定了禁养区划定范围，依法搬迁或关闭禁养区内的养殖场。2016年4月农业部发布《全国生猪生产发展规划（2016-2020）》将生猪养殖划分重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区四大区域，推进标准化规模养殖。2014-2021年，出台《畜禽规模养殖场粪污资源化利用设施建设规范(试行)》等多项控制排污的相关政策。2021年11月，农业农村部、国家发展改革委、财政部、生态环境部、商务部和银保监会六部门联合发布《关于促进生猪产业持续健康发展的意见》，意见指出加快养殖废弃物资源化利用。以还田利用为重点，支持整县实施粪污资源化利用项目，推进绿色种养循环农业试点。推行养殖粪污养分平衡管理制度。鼓励在规模种植基地周边建设与消纳能力相配套的养殖场（户），促进种养良性循环。推动养殖粪污就近就地利用，促进绿色循环发展。多种环保政策提高对养殖场设施、环境及生物安全的要求，加快生猪养殖行业规模化、标准化进程，部分规模较小的养殖户因环保、设施未能达到政策要求而被迫退出市场，加速了行业产能向大型养殖企业聚集，推动养殖业规模化、规范化程度以及行业集中度进一步提升。

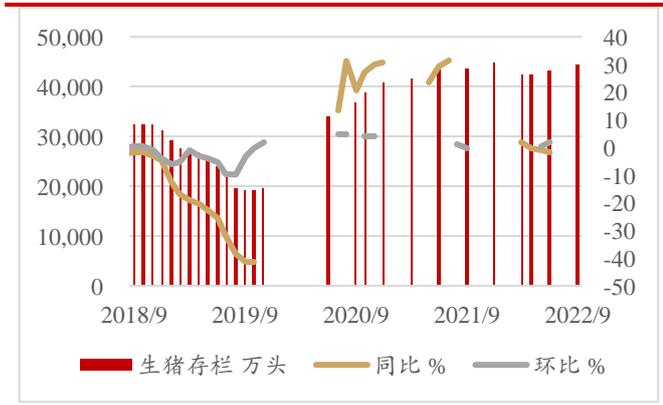
表 1 生猪养殖相关环保政策

时间	政策	内容
2013.11	《畜禽规模养殖污染防治条例》	规定三类禁养区和养殖场污染防治设施，鼓励支持废弃物综合利用。
2014.4	《中华人民共和国环境保护法》	对污染排放和监督管理作出规定。
2015.4	《水污染防治行动计划》	科学划定畜禽养殖禁养区，控制农业面源污染，调整种植业结构与布局，加快农村环境综合整治。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	以转变生猪生产方式为突破口，优化生猪养殖区域布局，提升标准化规模养殖水平，推进种养业生态循环发展，提高生猪粪便综合利用率，形成产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的生猪养殖业新格局，实现生猪养殖污染基本治理和生猪生产基本稳定的双重目标。
2016.4	《全国生猪生产发展规划（2016-2020）》	划分重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区四大区域，分类推进各区域生猪生产协调发展；推进标准化规模养殖，建设现代生猪种业，促进养殖废弃物综合利用。
2016.5	《土壤污染防治行动计划》	划定农用地土壤环境质量类别，确定土壤治理十个方面的措施，实施分类别、分用途、分阶段治理，形成成熟的土壤污染防治体系。
2016.10	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	以优化畜禽养殖产业布局为目的，综合考虑各区域主体功能定位及生态功能重要性，科学合理划定禁养区范围，并规定严格的划定流程。
2016.11	《控制污染物排放许可制实施方案》	要求规范有序发放排污许可证，实现污染源全面达标排放，严格控制污染物排放。
2016.12	《环境保护税法》	为了保护和改善环境，减少污染物排放，规定大气、水、固体和噪声污染物的税收标准和相关政策。
2017.6	《关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》	建立健全畜禽养殖废弃物资源化利用制度，落实畜禽规模养殖环评制度，提出相关保障措施，全面推进畜禽养殖废弃物资源化利用。
2017.9	《关于建立资源环境承载能力监测预警长效机制的若干意见》	将资源环境承载能力分为五个等级，实施综合配套措施和各类资源管控措施，完善管理监督机制。
2017.12	《重点排污单位名录管理规定（试行）》	规定重点排污单位名录筛选条件，实施重点排污单位分类管理，建立全国重点排污单位名录信息管理系统。
2018.1	《畜禽规模养殖场粪污资源化利用设施建设规范(试行)》	指导畜禽规模养殖场科学建设畜禽粪污资源化利用设施，对养殖场废弃物处理做出指导。
2018.1	《畜禽粪污土地承载力测算技术指南》	指导区域畜禽粪污土地承载力和畜禽规模养殖场粪污消纳配套土地面积的测算原则和方法。
2020.6	《关于进一步明确畜禽粪污还田利用要求强化养殖污染监管的通知》	对鼓励畜禽粪污还田利用，明确还田利用标准规范，加强事中事后监管，强化保障和支撑作出要求。
2021.3	《农业面源污染治理与监督指导实施方案（试行）》	深入推进农业面源污染防治，完善政策机制，加强农业面源污染治理监督管理的主要任务，在部分地区实施农业面源污染综合治理等项目，建设以污染防治、调查监测、绩效评估等为主要内容的试点示范工程。
2021.11	《关于促进生猪产业持续健康发展的意见》	加快养殖废弃物资源化利用。以还田利用为重点，支持整县实施粪污资源化利用项目，推进绿色种养循环农业试点。推行养殖粪污养分平衡管理制度。鼓励在规模种植基地周边建设与消纳能力相配套的养殖场（户），促进种养良性循环。推动养殖粪污就近就地利用，促进绿色循环发展。

资料来源：国务院、农业部等，华西证券研究所

非洲猪瘟后市场安全防控升级，进一步推动行业集中度提升。非洲猪瘟是由非洲猪瘟病毒引起的一种急性、出血性、烈性传染病，2018年8月3日，中国确诊首例非洲猪瘟疫情，后迅速发展，据农业农村部，截止2019年1月14日，中国曾有24个省份发生过家猪和野猪疫情，累计扑杀生猪91.6万头。非洲猪瘟爆发后，我国生猪产能受到严重影响，能繁母猪存栏量和生猪存栏量急剧下降。2019年9月，能繁母猪存栏量同比下降幅度一度达到38.90%，2019年10月，生猪存栏量下降幅度达到41.40%。

图 14 2018-2022 年，生猪存栏情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 2018-2022 年，能繁母猪存栏情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

以非洲猪瘟为代表的疫病对养殖业影响深远，2018年以来我国出台多项关于非洲猪瘟等动物疫病的防控政策。2018年10月，国务院办公厅发布通知称，要结合动物防疫、环保等要求，提升生猪养殖场（户）生物安全水平，保护生产能力，推进规模养殖、集中屠宰，提升动物疫病防控能力和产业素质。2019年6月，《关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》指出，要提高养猪场（户）生物安全防护水平。规范生猪产地检疫管理，加强猪产品调运管理，加强屠宰监管，加强动物防疫体系建设。2020和2021年国家相继发布多项政策指导养殖场户提升生物安全防控水平，由于非洲猪瘟为致死率高的烈性传染病，且目前尚无有效的药物和疫苗，主要措施为生物安全防控，且近年来生物安全防控趋严。在此背景下，我们认为，由于散户生物安全防控难度更大，集团场和规模场统一管理下，更有利于生物安全防控，未来生猪养殖集中度将进一步提升。

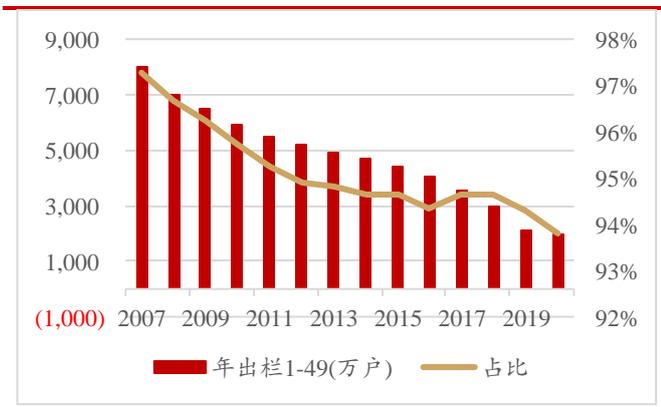
表 2 2018 年以来养殖业生物安全防控相关政策

时间	政策	内容
2018.10	《国务院办公厅关于做好非洲猪瘟等动物疫病防控工作的通知》	要求提升动物防疫能力和水平，切实加强基层动物防疫能力建设，完善动物防疫体系。进一步加大投入，加强科技创新，提高非洲猪瘟预测预报、诊断和控制技术水平。加强实验室生物安全管理，严格管控非洲猪瘟实验活动。要结合动物防疫、环保等要求，提升生猪养殖场（户）生物安全水平，保护生产能力，推进规模养殖、集中屠宰，提升动物疫病防控能力和产业素质。
2019.2	《国家质量兴农战略规划（2018—2022 年）》	加强动物疫病综合防治能力建设，严格落实兽药使用休药期规定，规范使用饲料添加剂，减量使用兽用抗菌药物。
2019.6	《关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》	要求提高养猪场（户）生物安全防护水平。规范生猪产地检疫管理，加强猪产品调运管理，加强屠宰监管，加强动物防疫体系建设。
2019.9	《关于做好稳定生猪生产中央预算内投资安排工作的通知》	建种猪场、规模猪场（户），禁养区内规模养猪场（户）异地重建等给予一次性补助，主要支持生猪规模化养殖场和种猪场建设动物防疫、粪污处理、养殖环境控制、自动饲喂等基础设施建设。
2019.9	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	提升动物疫病防控能力，统筹做好重大动物疫病防控工作，加快疫苗研发，加强疫病防控技术培训和分类指导，加快实施分区防控。强化疫病检测和动物检疫，加强公共检测机构能力建设，鼓励发展多种形式的第三方检测服务机构。加强基层动物防疫队伍建设。依托现有机构编制资源，建立健全动物卫生监督机构和动物疫病预防控制机构，加强乡镇畜牧兽医站建设，配备与养殖规模和工作任务相适应的防疫检疫等专业技术人员。
2019.11	《关于进一步加强生猪屠宰监管的通知》	要求强化生猪屠宰企业监管、严格屠宰环节非洲猪瘟自检、严厉打击生猪屠宰违法犯罪行为、进一步规范动物检疫秩序，维护生猪产品质量安全。
2020.9	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	加快构建现代畜禽养殖、动物防疫和加工流通体系，不断增强畜牧业质量效益和竞争力；建立健全动物防疫体系，落实动物防疫主体责任，建立健全分区防控制度，提高动物防疫监管服务能力。
2020.10	《中华人民共和国生物安全法》	明确生物安全相关法律，对防控重大新发突发传染病、防控动植物疫情、生物技术安全、生物实验室安全、生物资源安全、防范生物恐怖、生物安全能力建设等方面作出规定。国家建立重大新发突发传染病、动植物疫情联防联控机制，加强国境、口岸传染病和动植物疫情联防联控能力建设，建立传染病、动植物疫情防控国际合作网络，防止动物源性传染病传播。
2021.8	《关于促进生猪产业持续健康发展的意见》	稳定生猪生产长效性支持政策，建立生猪生产逆周期调控机制，完善生猪稳产保供综合应急体系，强化全产业链监测预警，抓好生猪疫病防控，加强猪肉储备调节，持续推进生猪产业现代化。
2021.9	《关于加快生猪种业高质量发展的通知》	支持国家生猪核心育种场和种公猪站加大疫病净化力度，至 2025 年末全部建成省级以上非洲猪瘟或其他动物疫病净化创建场或示范场、无疫区或无疫小区，未完成的取消资格。
2021.12	《“十四五”生物经济发展规划》	加快国家生物安全风险防控和治理体系建设，形成平战结合的应对重大新发突发传染病、动植物疫情等生物安全事件联防联控机制。加强对各类生物安全风险监管，强化生物安全风险防控科技支撑。健全重大新发突发传染病防控机制，完善各类疫情监测预警防控体系，提升各类疫情应急处置能力。

资料来源：国务院、农业部等，华西证券研究所

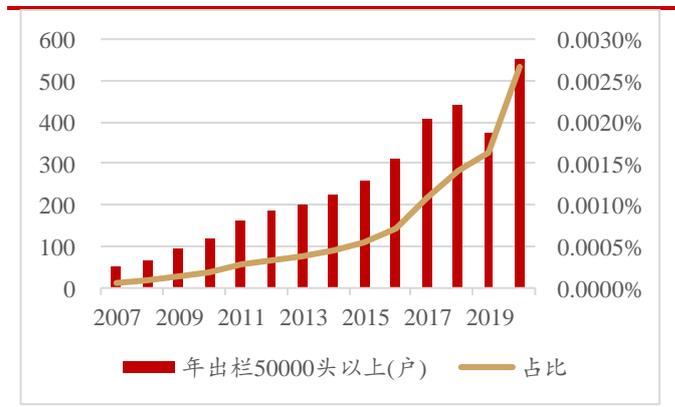
据中国畜牧兽医年鉴，2007-2020年，中国年出栏数 1-49 头生猪饲养规模场由 8010.48 万户降至 1948.92 万户，CAGR-10.30%，其中 2018 年和 2019 年降幅最大，分别达到了-16.40%/-28.18%；2007-2020 年，年出栏数 1-49 头规模场占比下降了 3.47pct，尽管占比呈下降趋势，年出栏数 1-49 头规模场依旧占主导地位，2020 年，其占比为 93.80%。2007-2018 年，年出栏 5 万头以上生猪饲养规模场持续增长，由 50 户增加至 443 户，CAGR+21.94%，2019 年受非瘟疫情影响，数量出现下跌，但 2020 年迅速恢复至 554 户。从生猪出栏量来看，2020Q1-2022Q1，生猪养殖行业 CR10 持续提高，截止 2022 年 2 季度，CR10 升至 18.60%。2021 年，头部猪企中，牧原股份出栏生猪 4026.40 万头，占生猪出栏总量的 6%；正邦科技出栏生猪 1492.66 万头，占生猪出栏总量的 2.22%；温氏股份出栏生猪 1321.74 万头，占生猪出栏总量的 1.97%，2021 年 CR3 为 10.19%。总体而言，近年来，随着环保政策的逐步出台及非瘟疫情防控常态化背景下生物安全防控措施的逐步升级，生猪养殖行业的规模化和规范化有进一步提升，生猪养殖行业集中度提高。

图 16 2007-2020，年出栏数 1-49 头规模场数（万）



资料来源：中国畜牧兽医年鉴，华西证券研究所

图 17 2007-2020 年，年出栏数 5 万头以上规模场数



资料来源：中国畜牧兽医年鉴，华西证券研究所

图 18 2018-2022Q2，生猪养殖行业 CR10



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 19 2021 年主要上市猪企生猪出栏情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

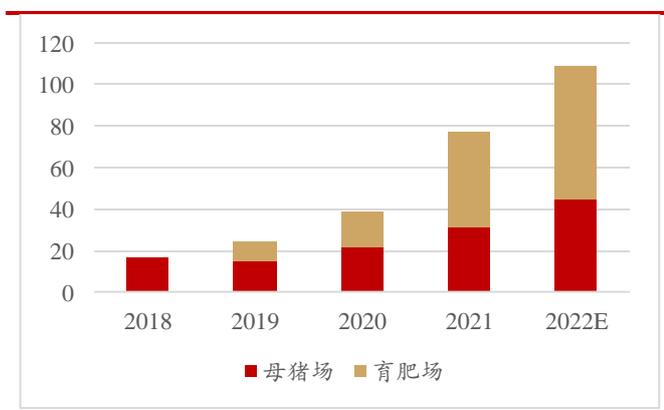
3.猪价回暖&资产整合，湖南生猪龙头腾飞在即

3.1.租赁猪场&“公司+农场”轻资产模式，易于扩张

公司的生猪饲养包括自养模式和“公司+适当规模小农场”代养模式两种。公司生猪自养通过自有猪场和租赁猪场形式实行自繁自养、集约化的养殖经营。其中以租赁标准化、新工艺母猪场和育肥场从事养殖为公司实现高质量快速发展的主要模式。同时，公司注重对落后产能予以淘汰或提质改造，不断提升自有猪场的工艺水平。

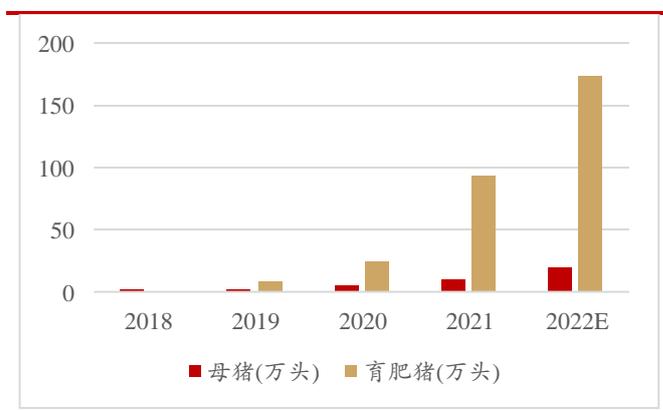
2018-2021年，公司的租赁母猪场由17个增加至31个，产能规模由2.74万头增加至10.50万头，预计2022年再增加14个租赁母猪场；2019-2021年，公司的租赁育肥场由9个增加至46个，育肥猪产能由9.20万头增加至94万头，2022年预计增加租赁肥猪场18个，预计2022年租赁育肥场育肥猪产能将达到174万头。

图 20 2018-2022E，公司租赁猪场情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 2018-2022E，公司租赁猪场产能



资料来源：公司公告，华西证券研究所

“公司+适当规模小农场”代养模式中公司负责提供仔猪、饲料、疫苗、兽药、技术指导及合格商品猪的回收、销售等一系列服务；合作农户负责提供符合公司要求的猪舍及饲养工具，并按规程进行猪的饲养管理、消毒防疫等工作。公司与合作农户的合作是委托养殖行为，在合作过程中双方形成利益共同体，公司主要承担生猪价格波动的风险，合作农户主要承担饲养过程中的风险。报告期内，公司进一步优化农户结构，合理调整收益分配机制，促进“公司+适当规模小农场”模式升级发展。

从公司的固定资产和生产性生物资产来看，2018Q3-2020Q3，公司的固定资产稳中有降，从5.36亿元降至5.20亿元，降幅为3.08%；生产性生物资产总体也较为稳定。2020Q3-2021Q3，生产性生物资产开始持续增长，而固定资产2020Q3-2021Q1开始持续下降，表明公司通过轻资产模式中租赁猪场和“公司+农场”的模式快速扩张，而不依赖于本身固定资产的扩张。2021Q3-2022Q3，公司的生产性生物资产维持高位，2021Q3公司的固定资产规模开始扩大，2022Q2固定资产水平达到了4年内最高。

图 22 2018Q3-2022Q3，公司固定资产情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

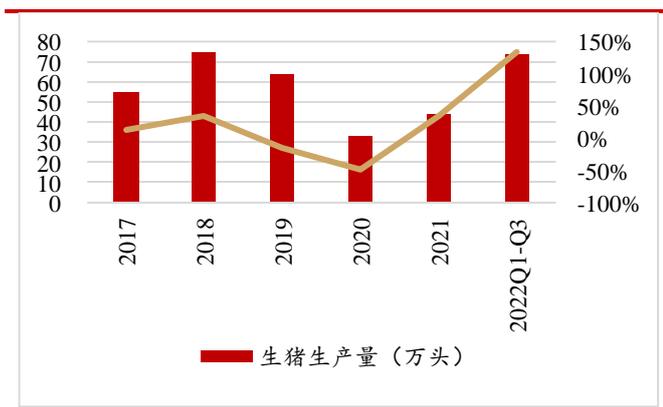
图 23 2018Q3-2022Q3，公司生产性生物资产情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

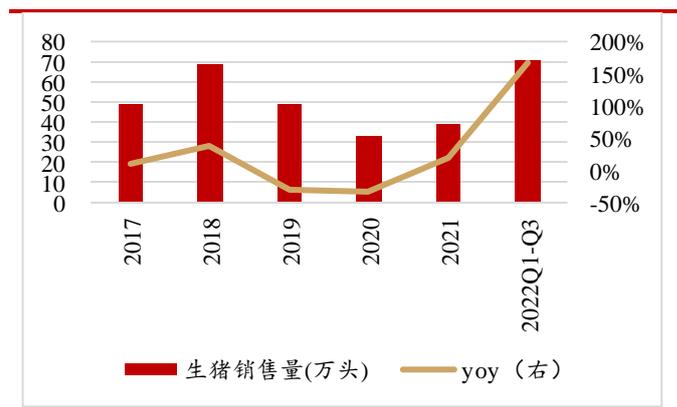
2019 年和 2020 年受非洲猪瘟影响，公司的生猪生产量和销售量均有下降，2021 年开始恢复，2022 年前三季度，公司分别实现生猪生产量和销售量 73.86/71.01 万头，均已超过 2021 年全年的水平。下半年随着公司产能的恢复和生猪价格的回暖，公司业绩向好。

图 24 2017-2022Q3，公司生猪生产量情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25 2017-2022Q3，公司生猪销售量情况

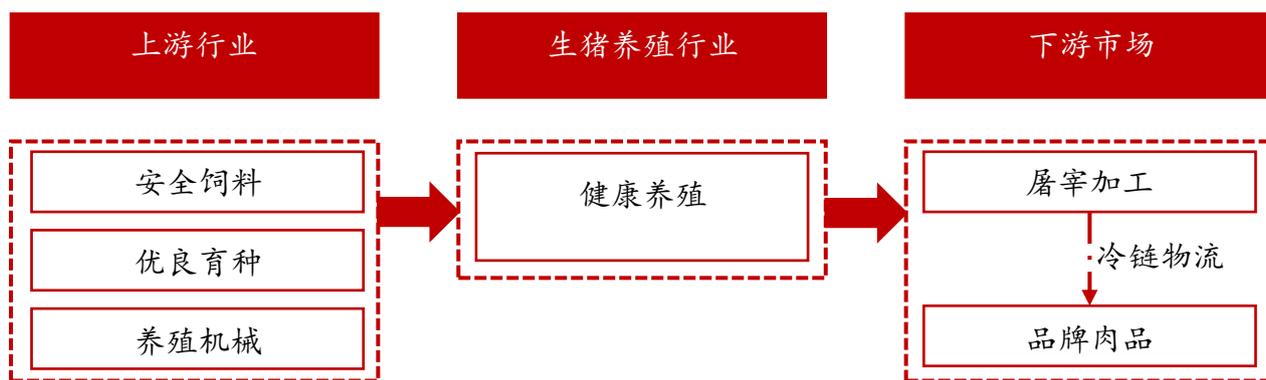


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 生猪养殖全产业链一体化布局，巩固抗风险能力

生猪养殖全产业链显著提升公司抵御市场风险的能力。公司拥有饲料原料收储、生产加工、生猪养殖、屠宰加工、冷链物流、肉品销售的完整产业链。

图 26 公司拥有生猪养殖全产业链

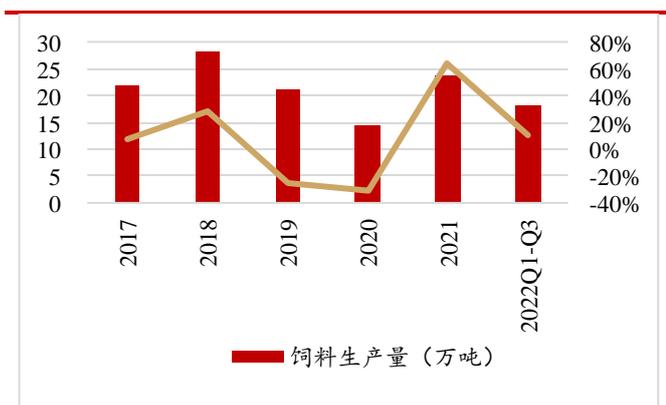


资料来源：公司官网，华西证券研究所

在生猪养殖上游，公司兴建了现代化的预混料厂和全价料厂，对玉米等大宗原料采用产地收储和实地认证相结合的办法控制质量安全，拥有曦丰、鼎丰 2 个饲料品牌，主供自有养殖场使用，少数剩余产能面向市场。自供饲料一方面有助于把控饲料质量，根据猪只所处不同阶段制定不同配方，保证猪只能够获得充足的营养；另一方面也有助于公司的成本控制，根据各种配料价格适当调整配方，以降低饲料原料价格波动对公司生产经营的影响。

公司饲料生产包括公司自主生产和代加工生产。公司饲料自主生产由生物科技分公司、动物营养分公司、生物饲料衡阳分公司负责。如新拓展的生猪产能距自有饲料厂 150 公里以上，则就近进行饲料代加工。目前公司新增 24 万吨饲料厂项目正在建设中。由于公司的饲料生产主要是自供养殖场，2017-2021 年公司的饲料生产量随生猪生产量上下波动；而饲料销售量逐年减少，销售量占生产量的比例由 12.13% 下降至 1.80%，体现出随着公司生猪饲养规模的扩张，公司饲料生产中自供比例提升。

图 27 2017-2022 前三季度，公司饲料生产量



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 2017-2022 前三季度，公司饲料销售量



资料来源：Wind，华西证券研究所

同时，公司也建立了自己的种猪繁育体系，从原产地美国引进了杜洛克、长白和大约克等品质优良的原种猪，另外，公司目前在推进对天心种业的收购，收购完成后有助于公司种猪繁育体系的进一步搭建和优化。在养殖机械方面，公司关注技术革新与生产效率的提升，与现代农装科技股份有限公司合资组建了中机华丰科技有限公司，经营与研发养殖类机械与机电设备。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

在生猪养殖方面，公司在湘潭、衡阳、耒阳、惠州等地建设了 13 个标准化规模养殖基地，并在耒阳地区推广公司加适当规模农场养殖模式。

下游公司有生猪屠宰和冷链物流环节，其中屠宰场依照出口食品卫生标准，配备先进的分割、包装设备。公司在品牌鲜肉领域实施“U鲜”、“晨丰”双品牌战略，在提供高品质冷鲜肉的基础上，兼顾高端与大众市场的需求。品牌鲜肉专柜分别入驻家乐福、新一佳、大润发、吉之岛等大型超市以及王府井、岁宝百货、步步高等综合商场。

表 3 公司现有屠宰产能及未来规划

项目名称	屠宰产能 (万头/年)	冷库储藏/物流冷库(万吨)	项目状态	预计建成时间
广联公司	70	4	运营中	-
宁远舜新屠宰冷链配送项目	50	0.4	建设中	
郴州市苏仙区城北屠宰场搬迁提质扩容项目	85	0.5	建设准备	

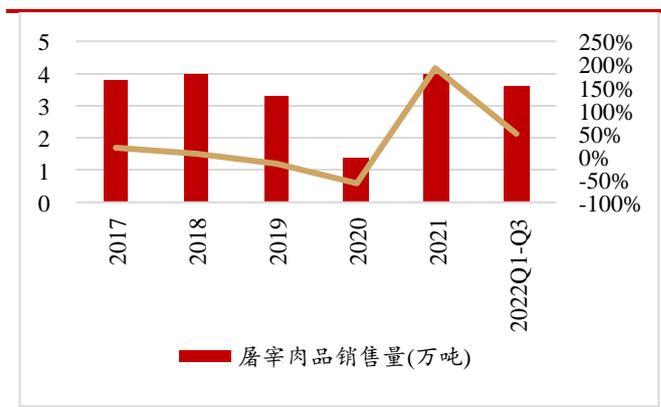
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 29 2017-2022Q3，公司屠宰肉品生产量



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 2017-2022Q3，公司屠宰肉品销售量

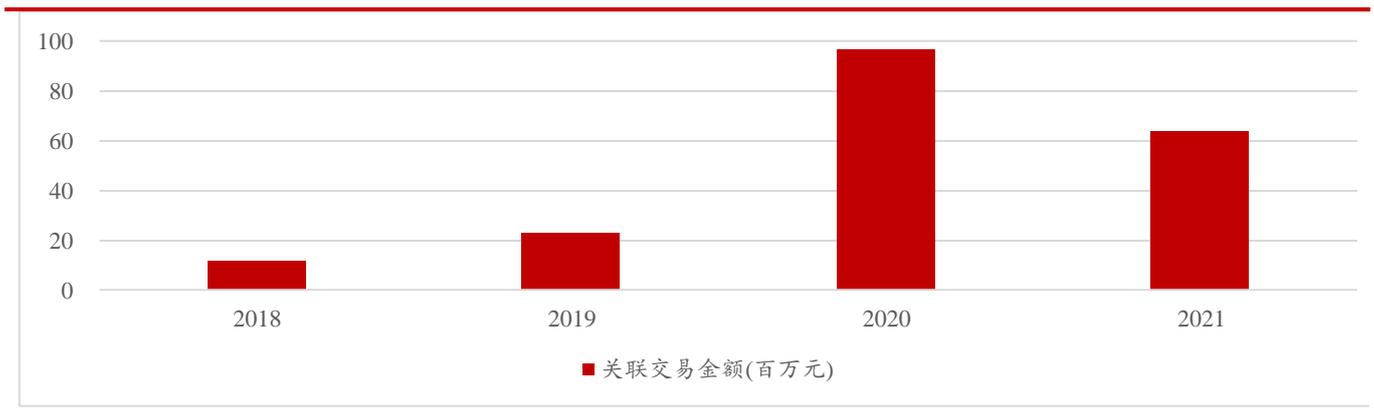


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.推动天心种业收购，同业竞争问题有望解决

2017 年 6 月 8 日，湖南省国资委出具了《湖南省国资委关于湖南省粮油食品进出口集团有限公司等 4 户公司 100%股权无偿划转的通知》，将粮油集团 100%的股权无偿划转给现代农业集团。天心种业是现代农业集团的控股子公司，此次股权无偿划转后，天心种业与上市公司形成了同业竞争。2018 年后，公司和天心种业之间的关联交易金额逐渐增加，2018-2020 年，关联交易金额由 12 百万元增加至 97 百万元，均为公司向天心种业采购商品或接受劳务，关联交易内容均为生猪，2021 年，受生猪市场行情影响，公司和天心种业之间的关联交易金额降至 0.64 亿元。

图 31 2018-2021 年公司&天心种业关联交易金额



资料来源：天心种业官网，华西证券研究所

为解决现代农业集团内部的同业竞争问题，减少关联交易，公司启动了发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的并购重组。公司于 2022 年 4 月 28 日召开第五届董事会第二十八次会议、第五届监事会第二十次会议，审议通过了《关于<公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易员>及其摘要的议案》等相关议案。目前，公司及有关各方正在有序推进本次交易的相关工作。

天心种业前身为长沙种猪场，成立于 1977 年，是国内最早的规模化、集约化的专业育种公司，国内大型种猪生产企业之一；2016 年，公司进行股改，整体变更为湖南天心种业股份有限公司；2017 年，天心股票通过全国中小企业股份转让系统挂牌上市。2022 年 8 月 4 日，农业农村部种业管理司发布《农业农村部办公厅关于扶持国家种业阵型企业发展的通知》（以下简称“通知”），通知指出要把种业企业扶优工作摆上重要位置，把阵型企业作为企业扶优的重点对象，其中湖南省现代农业产业控股集团有限公司（天心种业控股股东）入选生猪补短板阵型。

天心种业主要生产新美系杜洛克、长白、大约克原种种猪以及长大二元母猪，在全国拥有五家高标准的原种猪场及十多家一级扩繁场，分子公司遍布湖南省，分设在常德、株洲、益阳、郴州、岳阳等地，并以湖南省为核心向周边辐射，目前产业布局已扩张到湖北、河南等省，呈现出飞速扩张的态势。其核心群从美国引进，经过多年的潜心选育，种猪具有生长速度快、抗病力强、产仔数高、泌乳力强、肢体强健、料肉比低、瘦肉率高等特点，畅销全国 20 多个省份。

图 32 天心种业主要产品



资料来源：天心种业官网，华西证券研究所

若本次重组完成，一方面公司可以解决与天心种业的同业竞争关系，另一方面公司与天心种业的强强联合将发挥更好的产业协同效应，利于公司扩大生猪养殖规模，提升公司市场占有率。

4.盈利预测与投资建议

公司主要涉及生猪养殖、生猪屠宰及肉品加工和饲料，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

生猪养殖：生猪价格方面：（1）能繁母猪存栏量 2021.7 月-2022.4 月持续调减，至明年一季度，生猪供应持续减少，能繁母猪存栏量自今年 5 月份开始环比转正，除了 6 月份环比+2%，5 月/7 月/8 月/9 月环比增幅低于 1%左右，我们判断由于前期亏损严重，叠加目前产能增加，市场在补栏上偏谨慎，利好明年猪价；（2）随着生猪价格上涨，目前二次育肥利润空间大，二次育肥和压栏会影响短时供应；（3）今年四季度为消费旺季，需求持续提振；我们认为明年需求有望边际改善。基于此，我们看好今年四季度和明年生猪价格。产能方面：（1）公司生猪养殖模式为自繁自养模式和“公司+适当规模小农场”代养模式，后者轻资产模式易于扩张；（2）公司目前正在积极推动与天心种业等的资产整合，若整合成功将顺利解决同业竞争问题，也有助于完善公司产业链，推动公司生猪规模和出栏量的增长。基于此，我们预计 22-24 年公司的生猪出栏量分别为 150/400/600 万头。综上，我们预计，22-24 年公司生猪养殖业务的收入增速分别为 306.59%/173.79%/36.36%；毛利率分别为 16.00%/22.73%/15.00%。

生猪屠宰及肉品加工：本报告所述生猪屠宰及肉品加工包含屠宰冷藏、鲜肉销售、冻肉三块业务。公司生猪屠宰主要由控股子公司广联公司负责，广联公司拥有每年单班 70 万头的生猪屠宰加工能力和 4 万吨的冷库储藏能力，据公司 2021 年年报，目前公司共同出资设立的宁远舜新屠宰冷链配送项目处于建设阶段，该项目生产规模为年

屠宰生猪 50 万头，物流冷库 4000 吨；郴州市苏仙区城北屠宰场搬迁提质扩容项目目前处于建设准备阶段，项目生产规模为年屠宰生猪 85 万头，物流冷库 5000 吨。我们认为，随着后续项目建成和产能释放，公司生猪屠宰及肉品加工业务有望为公司持续贡献业绩增量，基于此，我们预计，22-24 年公司生猪屠宰及肉品加工业务收入增速分别为 20%/20%/20%；毛利率分别为 5%/5%/5%。

饲料：公司的饲料生产包括公司自主生产和代加工生产，随着公司生猪养殖业务的扩张，近年来公司饲料自用比例上升，饲料销售收入出现了逐年下滑的趋势，我们认为，随着未来公司生猪养殖业务的进一步扩张，饲料自用比例将进一步提高，我们预计，22-24 年公司生饲料业务收入增速分别为-15%/-15%/-15%；毛利率分别为 10%/10%/10%。

表 4 新五丰主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2021A	2022E	2023E	2024E
生猪养殖				
收入	869.57	3,535.58	9,680.00	13,200.00
成本	847.41	2,970.00	7,480.00	11,220.00
毛利	22.16	565.58	2,200.00	1,980.00
毛利率	2.55%	16.00%	22.73%	15.00%
生猪屠宰及肉品加工				
收入	905.41	1,086.50	1,303.80	1,564.56
成本	908.99	1,032.17	1,238.61	1,486.33
毛利	-3.57	54.32	65.19	78.23
毛利率	-0.39%	5.00%	5.00%	5.00%
饲料				
收入	14.78	12.56	10.68	9.08
成本	13.71	11.31	9.61	8.17
毛利	1.07	1.26	1.07	0.91
毛利率	7.23%	10.00%	10.00%	10.00%
原料贸易及其他				
收入	213.10	217.36	221.79	226.14
成本	205.56	213.01	217.27	221.62
毛利	7.538	4.35	4.43	4.52
毛利率	3.54%	2.00%	2.00%	2.00%
费用率				
销售费率	1.37%	1.24%	1.13%	1.21%
管理费率	5.19%	4.35%	4.27%	4.45%
财务费率	3.11%	1.22%	0.70%	0.66%

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们分析：1) 受产能去化影响，生猪价格自 2022 年 4 月份开始回暖，6 月份以来强势反弹，在生猪价格上涨的情况下，公司二季度大幅减亏，预计三季度公司业绩将明显好转，另外由于四季度为猪肉传统消费旺季，预计生猪价格将创年内新高，在主产品价格上涨的背景下，随着公司生猪出栏放量，营收和利润将持续增厚；2) 2021 年 7 月-2022 年 4 月能繁母猪存栏量的持续调减一直会影响到明年一季度的生猪出栏，叠加本轮生猪价格回升后二次育肥等因素影响，预计明年生猪供应将继续支撑猪价坚挺，且根据能繁母猪存栏量环比数据，除 6 月环比超过 2%，5 月/7 月/8 月/9

月环比增幅均低于 1%，我们认为目前市场对未来猪价偏谨慎，补栏积极性较低，利好明年猪价；3）一方面，公司生猪出栏规模不断扩大；另一方面公司目前在积极推进与天心种业等的资产重组，若重组成功能顺利解决同业竞争问题，也有助于延长公司的产业链，推动公司规模和出栏量的扩张。基于此，我们预计，公司 2022-2024 年营业总收入分别为 48.52/112.16/150.00 亿元，归母净利润分别为 2.76/15.08/10.42 亿元，EPS 分别为 0.34/1.87/1.29 元，2022 年 10 月 28 日股价 6.98 元对应 22-24 年 PE 分别为 20/4/5 X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603363.SH	傲农生物	12.66	-2.22	0.09	2.09	1.13	-5.72	140.67	6.06	11.20
002567.SZ	唐人神	7.00	-0.95	0.23	1.13	0.99	-7.85	30.43	6.19	7.07
002548.SZ	金新农	5.52	-1.43	0.06	0.71	0.49	-4.1	92.00	7.77	11.27
平均							-5.89	87.70	6.68	9.85

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 10 月 28 日收盘价

5.风险提示

重组事项不确定性风险。目前公司正在积极推动与天心种业等的资产整合，但尚未完成，该事项存在不确定性风险。

生猪疾病疫情风险。生猪在规模养殖过程中面临多种疾病疫情，若公司周边地区或自身疫病发生频繁，或者公司疫病防控体系执行不力，公司将面临生猪发生疫病所引致产量下降、扩张速度不及预期、盈利下降、甚至亏损的风险。

生猪价格波动风险。生猪养殖为公司的主营业务，由于生猪养殖存在明显的周期性，价格也会波动，生猪价格出现快速下跌或大幅波动等情形，将给公司生产经营带来风险。

原材料价格波动风险。公司生猪养殖的成本中，饲料成本占养殖总成本的比重最大。公司养殖的饲料主要来源于自产饲料，玉米、豆粕为公司饲料产品的主要原材料，上述原材料的价格波动对公司养殖成本的影响较大。

环保政策变化风险。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,003	4,852	11,216	15,000	净利润	-294	286	1,561	1,082
YoY(%)	-26.5%	142.3%	131.2%	33.7%	折旧和摊销	234	135	152	162
营业成本	1,976	4,226	8,945	12,936	营运资金变动	-644	-948	-2,024	-277
营业税金及附加	7	15	34	47	经营活动现金流	-530	-468	-234	1,064
销售费用	27	60	127	181	资本开支	-285	-2,429	-393	-416
管理费用	104	211	479	667	投资	-9	-57	-55	-50
财务费用	62	59	78	99	投资活动现金流	-295	-2,485	-448	-465
研发费用	16	28	68	95	股权募资	1,067	1,555	0	0
资产减值损失	-110	0	0	0	债务募资	749	261	289	287
投资收益	1	0	-1	0	筹资活动现金流	1,390	1,757	211	189
营业利润	-287	288	1,567	1,087	现金净流量	565	-1,197	-471	787
营业外收支	-10	0	0	0					
利润总额	-297	288	1,567	1,087	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-2	2	6	5	成长能力				
净利润	-294	286	1,561	1,082	营业收入增长率	-26.5%	142.3%	131.2%	33.7%
归属于母公司净利润	-280	276	1,508	1,042	净利润增长率	-199.1%	198.5%	446.1%	-30.9%
YoY(%)	-199.1%	198.5%	446.1%	-30.9%	盈利能力				
每股收益	-0.41	0.34	1.87	1.29	毛利率	1.4%	12.9%	20.2%	13.8%
					净利率	-14.0%	5.7%	13.4%	6.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	-5.2%	2.6%	11.2%	6.9%
货币资金	833	2,636	2,164	2,951	净资产收益率 ROE	-13.2%	4.0%	17.8%	11.0%
预付款项	91	186	406	583	偿债能力				
存货	874	1,934	4,218	4,816	流动比率	1.54	2.78	2.54	2.46
其他流动资产	140	183	513	424	速动比率	0.74	1.57	0.92	0.94
流动资产合计	1,939	4,940	7,301	8,775	现金比率	0.66	1.49	0.75	0.83
长期股权投资	124	157	187	215	资产负债率	58.7%	34.3%	35.7%	36.1%
固定资产	551	562	576	593	经营效率				
无形资产	107	122	140	160	总资产周转率	0.52	0.60	0.93	1.05
非流动资产合计	3,468	5,819	6,116	6,421	每股指标 (元)				
资产合计	5,407	10,759	13,417	15,196	每股收益	-0.41	0.34	1.87	1.29
短期借款	715	976	1,265	1,553	每股净资产	2.64	8.64	10.52	11.81
应付账款及票据	140	209	561	583	每股经营现金流	-0.66	-0.58	-0.29	1.32
其他流动负债	407	589	1,045	1,433	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,262	1,774	2,871	3,568	估值分析				
长期借款	357	357	357	357	PE	-17.02	20.35	3.73	5.39
其他长期负债	1,556	1,556	1,556	1,556	PB	2.57	0.81	0.66	0.59
非流动负债合计	1,914	1,914	1,914	1,914					
负债合计	3,176	3,687	4,785	5,482					
股本	805	2,360	2,360	2,360					
少数股东权益	103	114	167	206					
股东权益合计	2,231	7,071	8,632	9,714					
负债和股东权益合计	5,407	10,759	13,417	15,196					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪金麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

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。