

东瑞股份 (001201.SZ)

大湾区优质生猪供应商

现金优势明显，公司有望加速扩张、充分把握猪价反转后的景气上行期。供港业务具备区位优势，头均盈利有望持续优于行业。首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- 主营生猪养殖，供港活猪最大供应商。**2021年公司生猪出栏量为36.8万头，其中供港活大猪19.97万头，占内地供港比例约26%，是内地供港活大猪的最大供应商。公司旗下猪场均位于广东省河源市内。
- 能繁母猪加速去化，猪价反转可期。**目前猪价处在新周期启动前夕，从母猪产能、猪价绝对值、养殖盈利和猪饲料销量四个维度来看，22H2猪价反转可期。考虑到母猪价格仍在底部、行业现金流受损严重，我们判断母猪产能去化仍未见底，周期弹性可期。
- 现金充沛+区位优势，保质扩量可期。**目前公司是上市猪企中少有的负债率低、账面现金充足的猪企，规模扩张有望提速。结合公司的猪舍、母猪、人员及资金状况，我们预计公司2022/23/24年出栏量有望达60/120/180万头。受益于香港猪价更高且实行优质优价、公司自产供港比例持续提升及非瘟防控得当，公司的养殖盈利中枢远超行业，2021年其养殖业务毛利率高达41%。考虑到内地供港市场复已在复苏，而公司的地理优势和历史高完成度有望带动其供港市占率持续提升，预计公司的供港猪销售占比有望维持50%的高位，从而支撑其头均盈利水平持续优于行业。中长期来看，大湾区仍在经济腾飞期，广东等地的猪价优势有望扩大，内销盈利水平或可向供港看齐。
- 完善产业链布局，建设100万头屠宰产能。**公司100万头屠宰产能即将于下半年投产，在“运猪”向“运肉”转变的政策背景下，品牌与区位优势将助力公司开展屠宰业务。
- 首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。**现金优势明显，公司有望加速扩张、充分把握猪价反转后的景气上行期。同时，公司的生猪供港业务具备区位优势，头均盈利有望维持优于行业的水平。预计2022/23/24年分别实现归母净利润0.7亿元/8.86亿元/6.42亿元。考虑到前两轮周期顶点年份时龙头猪企的PE估值通常在11倍-20倍，对公司2023年的盈利给以11X PE估值，目标价55.18元，相比于目前股价仍有50%的空间，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：猪价表现不及预期、供港政策或公司供港配额发生变化、公司规模扩张进度不及预期、等。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1366	1052	1286	2918	3844
同比增长	57%	-23%	22%	127%	32%
营业利润(百万元)	709	234	83	900	654
同比增长	161%	-67%	-64%	980%	-27%
归母净利润(百万元)	681	212	70	886	642
同比增长	160%	-69%	-67%	1160%	-28%
每股收益(元)	3.84	1.19	0.40	5.00	3.62
PE	9.6	30.8	92.7	7.4	10.2
PB	5.4	2.1	2.1	1.6	1.4

资料来源：公司数据、招商证券。股价为2022年5月18日收盘价。

强烈推荐-A (维持)

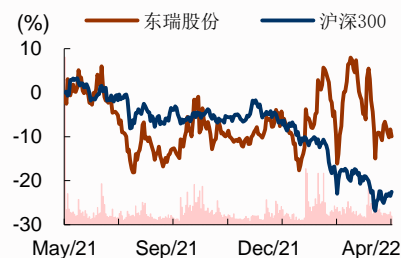
消费品/农林牧渔
 目标估值：55.18元
 当前股价：36.76元

基础数据

总股本(万股)	17734
已上市流通股(万股)	4434
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	16
每股净资产(MRQ)	17.3
ROE(TTM)	-0.2
资产负债率	21.4%
主要股东	袁建康
主要股东持股比例	20.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	0	-12
相对表现	-1	18	10



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

熊承慧 S1090521030002
 xiongchenghui@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司简介：供港活猪最大供应商.....	5
二、能繁母猪加速去化，猪价反转可期.....	7
三、现金充沛+区位优势，保质扩量可期.....	10
1、现金充沛，规模扩张或提速.....	10
2、区位优势明显，供港带来高盈利中枢.....	11
3、香港市场复苏+市占率提升，供港占比有望维持高位.....	14
4、大湾区经济腾飞，内销盈利水平或可向供港靠齐.....	17
四、完善产业链布局，建设 100 万头屠宰产能.....	18
五、首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级.....	20
六、风险提示.....	21

图表目录

图 1：2014 年至 2021 年公司的收入构成.....	5
图 2：2014 年至 2021 年公司的毛利构成.....	5
图 3：东瑞生猪销售结构.....	5
图 4：东瑞供港活大猪及其占内地活大猪比.....	5
图 5：股权结构示意图.....	6
图 6：东瑞业务发展历程.....	6
图 7：子公司各司其职.....	7
图 8：国内猪周期示意图.....	8
图 9：2009 年的需求周期中能繁母猪存栏和猪价线性相关.....	8
图 10：2014 年的环保周期中能繁母猪存栏和猪价不再线性相关.....	8
图 11：2018 年非洲猪瘟疫情导致母猪产能大幅去化.....	8
图 12：2021 年下半年国内母猪产能开始去化.....	8
图 13：过往周期底部通常经历 2~3 个亏损期.....	9
图 14：过往周期中猪价底部通常出现在猪料销量下滑后.....	9
图 15：过往周期底部通常经历 2~3 个亏损期.....	10
图 16：18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司的现金流情况.....	10
图 17：18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司速动比率.....	10

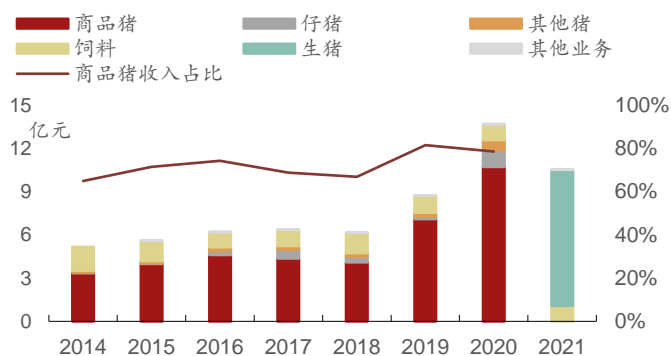
图 18: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司资产负债率	10
图 19: 东瑞资产负债率低	11
图 20: 东瑞流动比率高	11
图 21: 东瑞流动负债占比健康	11
图 22: 东瑞资本开支保持增长	11
图 23: 生猪养殖业务毛利率	12
图 24: 东瑞生猪供港毛利率高	12
图 25: 生猪养殖业务毛利率	12
图 26: 东瑞生猪供港毛利率高	12
图 27: 东瑞非瘟防控示意图	13
图 28: 东瑞受非瘟影响较小	13
图 29: 东瑞股份和新五丰供港业务毛利率	13
图 30: 东瑞自产供港和外采供港毛利率	13
图 31: 东瑞活大猪供港结构	13
图 32: 新五丰活大猪供港结构	13
图 33: 东瑞和新五丰供港生猪头均收入	14
图 34: 内地生猪供港流程示意图	14
图 35: 内地供港澳活猪注册养殖场各省数量	15
图 36: 内地活大猪供港配额量	15
图 37: 内地活大猪供港实际量	15
图 38: 东瑞供港市占率持续提升	16
图 39: 广东省供港市占率持续提升	16
图 40: 东瑞区位优势明显	17
图 41: 全国、广东省、香港地区人均 GDP	17
图 42: 全国、广东省、香港地区人均猪肉消费量	17
图 43: 广东生猪均价略高于全国生猪均价	18
图 44: 广东生猪均价仍低于香港市场均价	18
图 45: 广东省暂停省外屠宰生猪入粤	19
图 46: 东瑞已打通生猪养殖全产业链	19
图 47: 东瑞股份历史 PE Band	21
图 48: 东瑞股份历史 PB Band	21

表 1: 2017 年至 2020 年上半年内地供港活大猪的前十大供应商.....	5
表 2: 历轮猪周期中的猪价表现	8
表 3: 历史周期底部的养殖亏损情况	9
表 4: 募投项目预计新增 80 万头产能.....	10
表 5: 广东省供港澳活畜禽配额	16
表 6: 政策引导“运猪”向“运肉”转变	18
表 7: 前两轮周期顶点年份时龙头猪企的 PE 估值情况	20
表 8: 东瑞股份的收入及盈利拆分和预测.....	20
表 9: 东瑞股份、牧原股份和正邦科技的历史头均盈利情况.....	20
附: 财务预测表	22

一、公司简介：供港活猪最大供应商

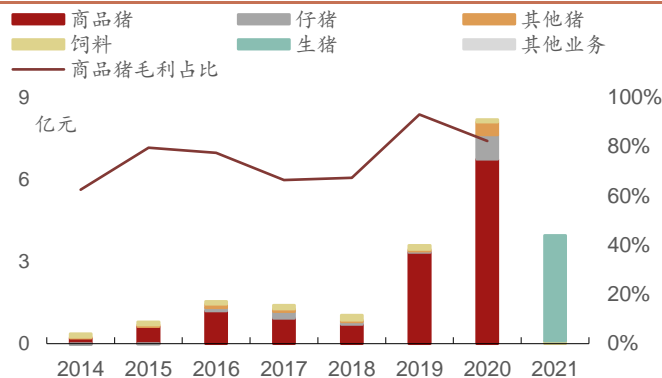
主营生猪养殖，主销商品猪、仔猪和饲料。2014 年以来，生猪养殖业务的收入和毛利润在东瑞的收入和毛利润中的占比一直在 60% 以上。2021 年，东瑞的收入和毛利润分别为 10.52 亿元和 3.96 亿元，其中生猪养殖的收入和毛利润分别为 9.42 亿元和 3.87 亿元（分别占比 90% 和 98%）、饲料的收入和毛利润分别为 1.08 亿元和 942 万元（分别占比 10% 和 2%）。在生猪养殖业务中，东瑞主销商品猪和仔猪，2020 年东瑞商品猪的收入和毛利润分别为 10.71 亿元和 6.74 亿元（分别占比 78% 和 82%）、仔猪的收入和毛利润分别为 1.18 亿元和 8896 万元（分别占比 9% 和 11%）。

图 1：2014 年至 2021 年公司的收入构成



资料来源：公司公告、招商证券。注：2021 年末披露生猪养殖业务具体收入构成。

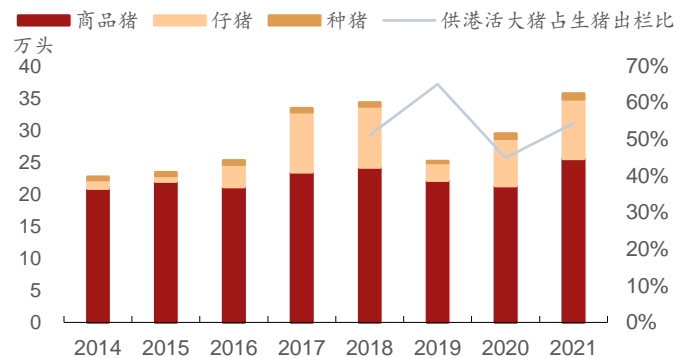
图 2：2014 年至 2021 年公司的毛利构成



资料来源：公司公告、招商证券。注：2021 年末披露生猪养殖业务具体毛利构成。

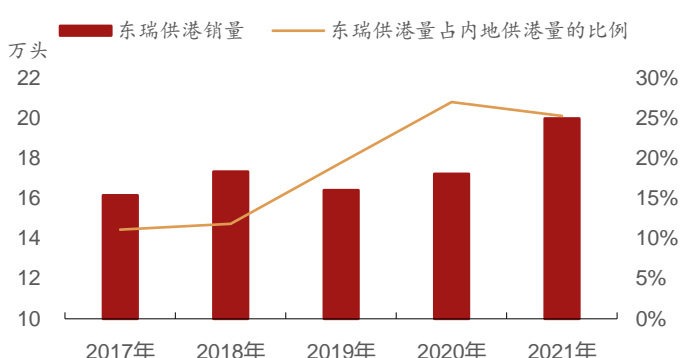
供港活猪最大供应商。2021 年，公司的生猪出栏量为 36.8 万头、同比增长 22%，其中，供港活大猪的销量达 19.97 万头、同比增长 16%，占内地供港比例约 26%，稳居内地供港活大猪的最大供应商。从出栏结构来看，东瑞股份主要销售商品猪，2021 年东瑞出栏生猪 36.8 万头，其中商品猪销售 25.5 万头、占比达到了 69%；同时，公司销售的生猪中保持有 50% 左右是销往香港的，2021 年公司供港活猪的销量占其总出栏量的 54%。

图 3：东瑞生猪销售结构



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：东瑞供港活大猪及其占内地活大猪比



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：2017 年至 2020 年上半年内地供港活大猪的前十大供应商

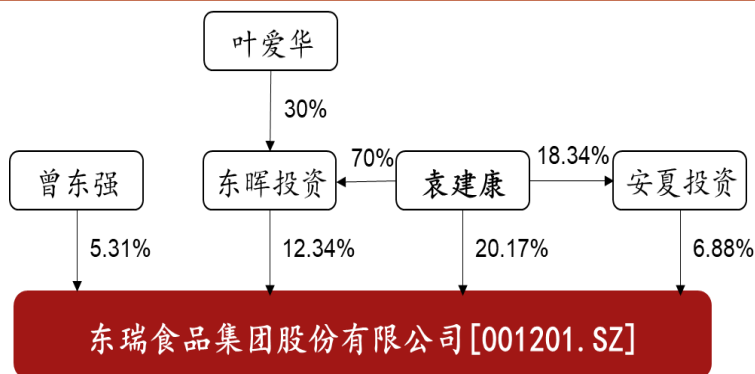
排名	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年
1	华润五丰肉类食品（河南）有限公司	华润五丰肉类食品（河南）有限公司	浙江省粮油食品进出口股份有限公司	东瑞食品集团股份有限公司
2	浙江省粮油食品进出口	浙江省粮油食品进出口股份有限公司	东瑞食品集团股份有限公司	浙江省粮油食品进出口股份有限公司
3	东瑞食品集团股份有限公司	东瑞食品集团股份有限公司	广东省畜牧发展总公司	全南现代进出口有限公司
4	广东省食品进出口集团有限公司	定南县五丰进出口有限公司	华润五丰肉类食品（河南）有限公司	广东省畜牧发展总公司

排名	2017年	2018年	2019年	2020年上半年
5	定南县五丰进出口有限公司	广东省食品进出口集团有限公司	广东省食品进出口集团有限公司	湖北金旭农业发展股份有限公司
6	湖南新五丰股份有限公司	湖北金旭农业发展股份有限公司	全南现代进出口有限公司	广东省中山食品进出口有限公司
7	湖北金旭农业发展股份有限公司	广东省畜牧发展总公司	湖北金旭农业发展股份有限公司	广东省食品进出口集团有限公司
8	深圳市农牧实业有限公司	深圳市农牧实业有限公司	上海市食品进出口公司	广西丰润进出口贸易有限责任公司
9	上海市食品进出口公司	湖南新五丰股份有限公司	定南县五丰进出口有限公司	湛江市东海畜牧有限公司
10	信丰县诸信进出口有限公司	上海市食品进出口公司	万年县惠港贸易有限公司	上海市食品进出口公司

资料来源：香港食环署、招商证券

袁建康先生是公司的实际控制人。截至 2022 年一季报，袁建康直接持有公司 20.17% 的股权，并担任公司的董事长兼总经理。另外，袁建康及其配偶叶爱华通过东晖投资持有公司 12.34% 的股权。因此，袁建康直接和间接控制公司 32.51% 的股权。此外，袁建康持有安夏投资 18.34% 的股权，而安夏投资直接持有公司 6.88% 的股权。除了实际控制人袁建康之外，其他持有公司 5% 以上股份的股东为东晖投资、安夏投资和曾东强（公司董事、副总经理、董秘）。

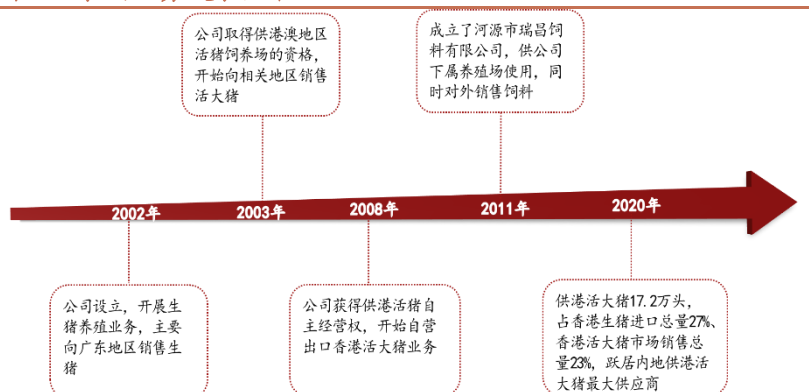
图 5：股权结构示意图



资料来源：公司公告、招商证券。注：截至 2022 年一季报。

始终专注生猪养殖产业。东瑞实际控制人袁建康先生自 1987 年开始专业从事生猪养殖，于 2002 年主导设立河源市瑞昌畜牧有限公司（东瑞前身）发展生猪产业。经过不断的发展、壮大，东瑞产业链不断完善，从单一的种猪生产，逐步形成了集饲料生产、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、活大猪供港及生猪内地销售为一体的完整生猪养殖产业链。

图 6：东瑞业务发展历程

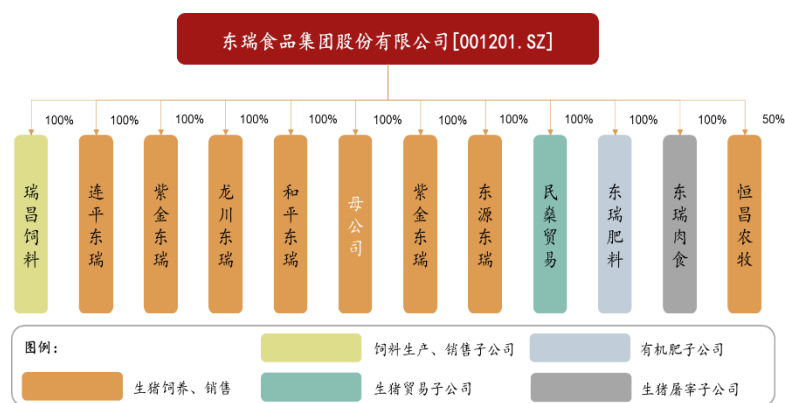


资料来源：公司公告、招商证券。

子公司各司其职。东瑞采取“自育自繁自养一体化生态养殖”经营模式，基本完成了生猪产业链布局。并设立了较多子公司来发展业务。截至目前，东瑞共拥有 10 家全资子公司和 1 家参股公司，其中母公司、连平东瑞、紫金东瑞、龙川东瑞、和平东瑞、紫金农业和东源东瑞主要开展生猪养殖和销售业务，瑞昌饲料主要开展饲料生产和销售业务，东瑞肉食主要开展屠宰业务，民泰贸易和东瑞肥料则分别开展生猪贸易和有机肥业务。

猪场均布局于广东省河源市。在东瑞主要开展生猪养殖和销售业务的子公司中，连平东瑞、紫金东瑞、龙川东瑞分别设立于 2005 年、2011 年、2012 年，且旗下猪场均分布于广东省河源市内。2021 年，紫金东瑞实现收入 1.71 亿元、净利润 0.64 亿元，龙川东瑞实现收入 1.54 亿元、净利润 0.42 亿元，连平东瑞于 2020 年实现收入 1.26 亿元、净利润 0.35 亿元。和平东瑞、紫金农业、东源东瑞仍处于建设期，其中和平东瑞、紫金农业已实现部分投产。

图 7：子公司各司其职



资料来源：公司公告、招商证券。

二、能繁母猪加速去化，猪价反转可期

国内猪价每四年一轮周期。我国的生猪价格呈现出 4 年一轮的周期波动，每轮周期的猪价弹性在 1 倍以上。以猪价波谷为划分节点的话，国内猪价在过去 20 年里共经历了约 5 轮周期：

1) 2003 年 5 月到 2006 年 5 月的需求周期：在此期间，国内经济增速较高，人均猪肉消费量持续提升，猪价自 2003 年 5 月的 4.4 元/公斤最高涨至 2004 年 9 月的 10.2 元/公斤、弹性达 132%，后随猪肉供给量的增加而回落。

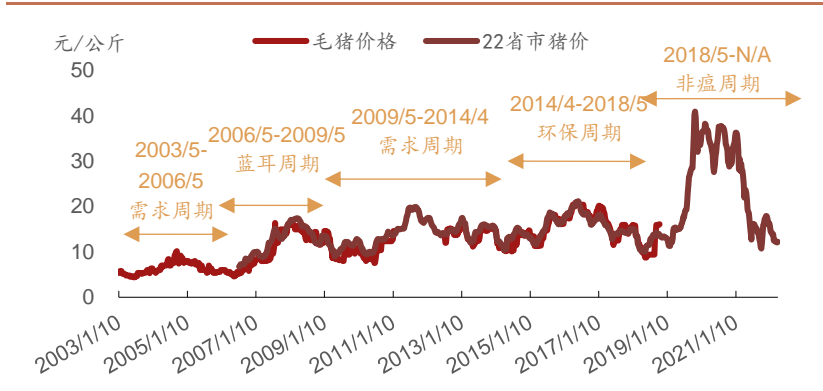
2) 2006 年 5 月到 2009 年 5 月的蓝耳疫情周期：2006 年突发的蓝耳疫情加剧了行业产能的去化，带动猪价自最低 4.6 元/公斤上涨至 2008 年 3 月的 16.4 元/公斤、弹性达 259%。

3) 2009 年 5 月至 2014 年 4 月的需求周期：人均猪肉消费量仍有提升，猪价自 9.0 元/公斤上涨至 2011 年 9 月的 19.9 元/公斤、弹性达 122%。在本轮周期中，行业的规模化提升不明显，能繁母猪存栏和猪价变化线性相关。母猪存栏见顶 3 个月后，猪价就已见底。

4) 2014 年 4 月至 2018 年 5 月的环保周期：环保标准的提高带动行业规模化程度提升，大量中小散户淘汰出行业，带动母猪存栏的持续去化，在本轮周期中，环保及规模化的提升带动行业 MSY 提升，从而出现了 2013 年母猪存栏持续下降、而猪价久不见底的现象。事后来，本轮周期的产能去化开始于母猪同比/环比降幅持续扩大时（即 2014 年 2 月）。而母猪产能的见顶也和前一轮周期一样，领先猪价见底 3 个月的时间。

5) 2018 年 5 月启动的非瘟周期：受致死率高且没有疫苗的非洲猪瘟疫情的影响，国内的母猪产能在本轮周期中的去化幅度深于往轮（约 34%~44%），猪价的弹性也表现得明显强于历史（自 2018 年最低 10.0 元/公斤涨至最高 41.0 元/公斤，弹性达 309%）。在本轮周期中，母猪产能的见顶领先猪价见底约 10 个月，传导时间较前两轮的 3 个月有所拉长。我们判断背后的原因可能包括两方面：1) 前期产能去化太慢，到第 3 个月时去化幅度仅 1%，后期去化幅度达到 4.4% 时猪价才见底；2) 需求萎缩导致供需匹配周期拉长。

图 8: 国内猪周期示意图



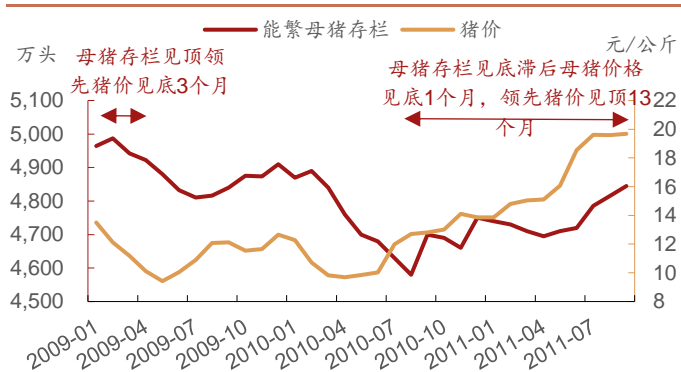
资料来源：中国种猪信息网、农业农村部、招商证券。

表 2: 历轮猪周期中的猪价表现

	猪价底部	上行时长(月)	猪价顶点	下行时长(月)	周期最大涨幅
需求周期	2003 年 5 月	16	2004 年 9 月	20	82%
蓝耳疫情周期	2006 年 5 月	22	2008 年 3 月	14	259%
需求周期	2009 年 5 月	28	2011 年 9 月	31	122%
环保周期	2014 年 4 月	26	2016 年 6 月	23	103%
非瘟疫情周期	2018 年 5 月	21	2020 年 2 月	≥20	309%

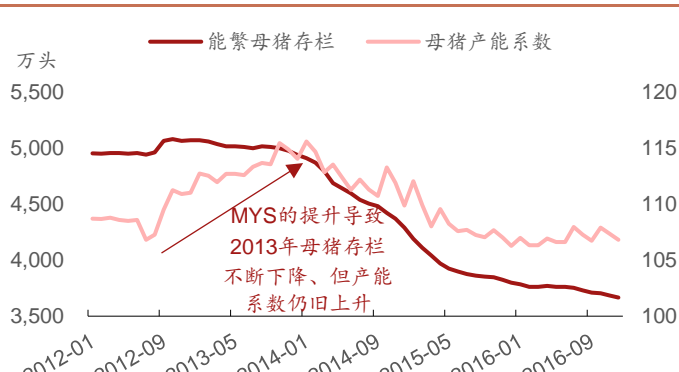
资料来源：中国种猪信息网、农业部、招商证券。

图 9: 2009 年的需求周期中能繁母猪存栏和猪价线性相关



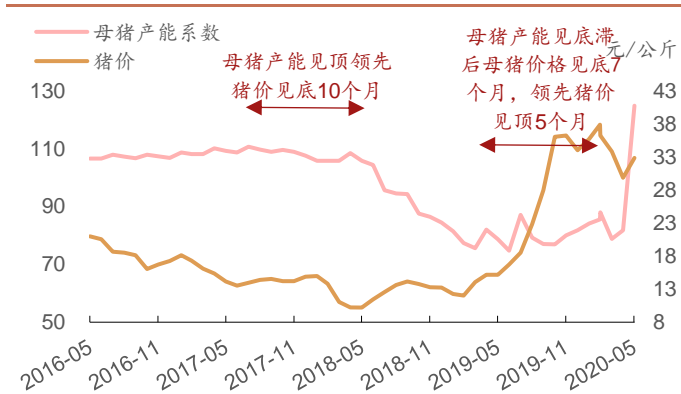
资料来源：wind、农业农村部、招商证券

图 10: 2014 年的环保周期中能繁母猪存栏和猪价不再线性相关



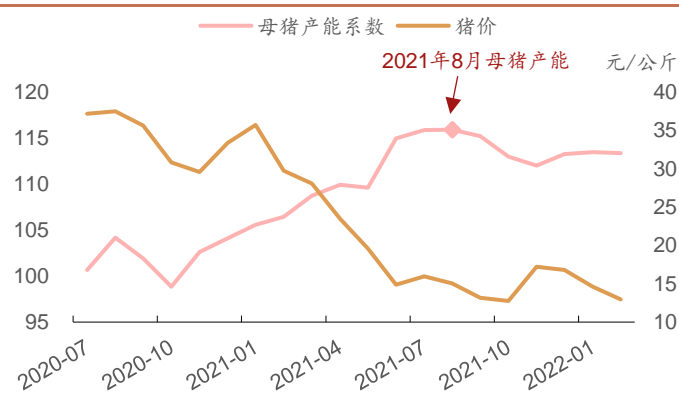
资料来源：wind、农业农村部、国家统计局、招商证券

图 11: 2018 年非洲猪瘟疫情导致母猪产能大幅去化



资料来源：wind、农业农村部、国家统计局、招商证券

图 12: 2021 年下半年国内母猪产能开始去化



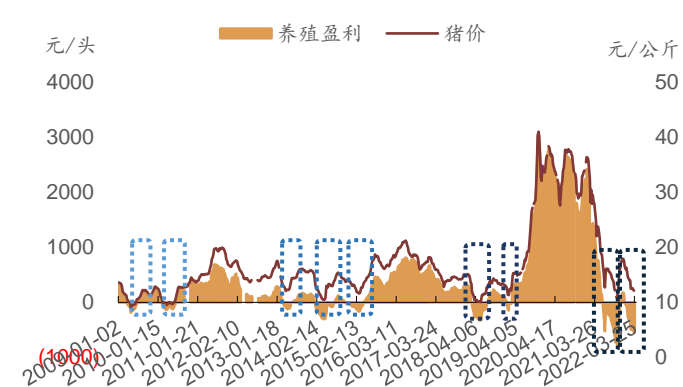
资料来源：wind、农业农村部、国家统计局、涌益咨询、招商证券

目前猪价处在新周期启动前夕，22H2 猪价反转可期。我们从四个维度对周期进行观测：1) 母猪产能：全国的能繁

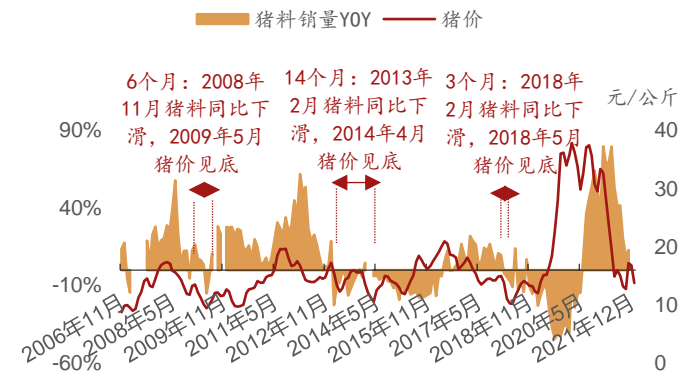
母猪存栏在 2021 年 6 月已经见顶、至 2022 年 4 月已持续下行 10 个月的时间。按照农业农村部及国家统计局的监测数据，截至 2022 年 4 月，国内的能繁母猪存栏已累计下降约 8.5 个百分点。考虑二元母猪存栏的占比或带动行业 MSY 如 2014 年那轮周期一样出现提升，我们估算国内母猪产能见顶的时点在 2021 年 8 月。那么，参考过去三轮周期中产能见顶 3~10 个月后猪价见底的历史经验，估算猪价的底部有两种可能：一种可能是 2021 年 10 月的 10 元/公斤就已经是本轮周期的底部，另一种可能是 2022 年 6 月。2) 猪价绝对值：以往周期的底部，猪价最低跌至行业现金成本（如 2018 年最低跌至 10 元/公斤）。而本轮周期中，一方面，非疫情影响死淘率、饲料成本上升等因素使得行业的现金成本较过往周期有了整体抬升；另一方面，受产能恢复、母猪淘汰、恐慌情绪等因素的影响，2021 年 10 月的生猪价格已跌破行业现金成本，后期也在现金成本线以下运行较长时间，即出现了明显的超跌。因此，从猪价绝对值这个维度来看，目前猪价已在底部区域。3) 养殖盈利：在以往周期中，自繁自养生猪的盈利通常会经历 2-3 个亏损期才会进入持续盈利阶段，而猪价底部通常在倒数第二个亏损期出现。具体来看，猪价的底部通常出现在开始出现亏损 2~13 个月，到猪价见底时的累计亏损时长约 2~6 个月。目前，国内的生猪养殖亏损已进入第二期（去年 6-11 月为第一期），前期亏损时长累计约 9 个月，首次亏损至今已有 10 个月。我们认为，周期的核心是供需的匹配，亏损时长比深度更重要。如果保守按首次亏损后 13 个月计算，则拐点或在 2022 年 6 月。如果乐观按首次亏损后 2 个月以上来计算，则 2021 年 10 月（首次亏损后 4 个月）作为猪价底部也满足历史规律。4) 猪饲料销量：在以往周期中，猪价的底部通常出现在猪料销量同比下滑 3~14 个月。其中，2018 年的周期底部中，猪价见底滞后猪料下滑 3 个月的时间，约相当于存栏中大猪的平均育肥周期。而今年 1 至 2 月，国内的猪料销量合计增速已收敛至 3%，3 月的猪料销量同比 2.2%，那么参考 2018 年的经验，预计 2022 年 6 月可能出现猪价的底部。

图 13: 过往周期底部通常经历 2~3 个亏损期

图 14: 过往周期中猪价底部通常出现在猪料销量下滑后



资料来源: wind、招商证券



资料来源: 饲料工业协会、wind、招商证券

表 3: 历史周期底部的养殖亏损情况

	第一个亏损期	第二个亏损期	第三个亏损期	周期合计 亏损时长	猪价见底时 点	猪价见底前 亏损时长
2009-2011 需求周期	4 个月 (2009/3-2009/7)	4 个月 (2010/2-2010/6)	--	8 个月	第一个亏损期 (2009/5)	1.5 个月
2014-2016 环保周期	3 个月 (2013/3-2013/6)	6 个月 (2014/1-2014/7)	6 个月 (2014/10-2015/4)	15 个月	第二个亏损期 (2014/4)	6 个月
2018-2020 非瘟周期	4.5 个月 (2018/3-2018/7)	1.5 个月 (2019/1-2019/3)	--	6 个月	第一个亏损期 (2018/5)	2 个月
新一轮周 期	5 个月 (2021/6-2021/11)	> 4 个月 (2021/12-至今)		> 9 个月		4/? 个月

资料来源: wind、农业农村部、招商证券

产能去化仍未见底，周期弹性可期。考虑到母猪价格仍在底部、行业现金流受损严重，我们判断母猪产能去化仍未见底。具体来说：1) 母猪价格：近期仔猪价格虽然明显反弹至 500~600 元/头，但母猪价格仍然维持在 34 元/公斤的低位，显示母猪补栏仍不明显。2) 行业现金流受损严重：猪企普遍债务压力加剧，负债率大多新高。整体来看，过去两个季度中，上市猪企的债务压力仍在加剧，且债务结构有所恶化。A. 资产负债率新高：16 家上市猪企的平均资产

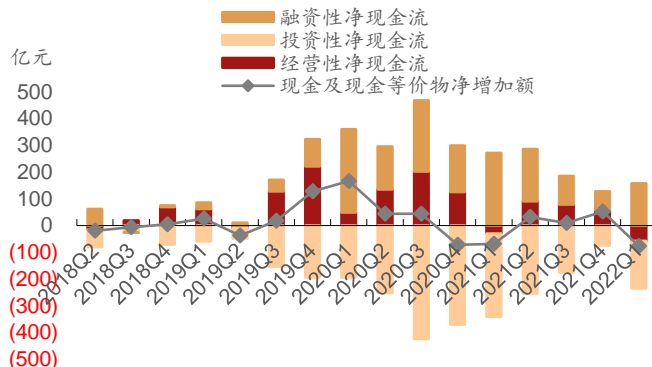
负债率在 21Q4 提升至 65%、在 22Q1 进一步提升至 68%，已远高于上一轮周期底部（2018 年）时 40%-46% 的水平。**B. 流动比率新低**：16 家上市猪企的平均流动比率在 21Q4 下降至 83%、在 22Q1 进一步下降至 76%。**C. 流动负债占比持续两个季度回升**：16 家上市猪企的流动负债占比在 21Q4 回升至 57%、在 22Q1 进一步回升至 59%，显示猪企的债务结构有所恶化。另外，猪企普遍现金流紧张，22Q1 生猪养殖上市公司合计净流出 77 亿元。结合历史经验，我们判断产能去化或将持续至 2022 年年底甚至 2023 年，仍有望支撑一轮较高弹性的猪价周期。

图 15: 过往周期底部通常经历 2-3 个亏损期



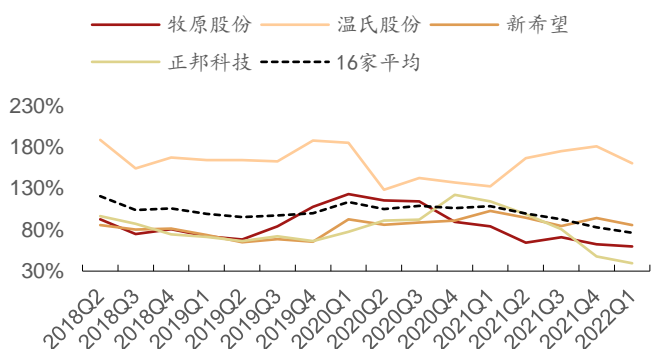
资料来源: wind、招商证券

图 16: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司的现金流情况



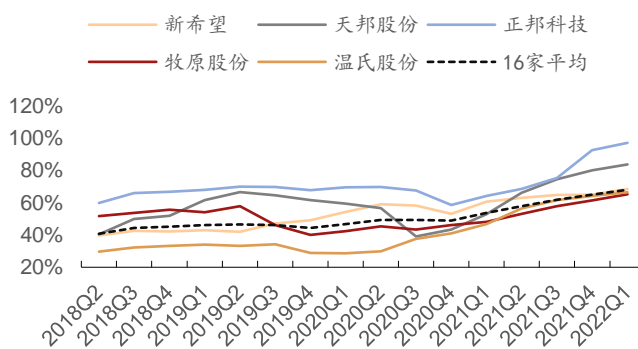
资料来源: 公司公告、招商证券

图 17: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司速动比率



资料来源: 公司公告、招商证券。注: 样本公司包括牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、金新农、巨星农牧、神农集团、罗牛山、新五丰、东瑞股份、傲农生物、华统股份。

图 18: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司资产负债率



资料来源: 公司公告、招商证券。注: 样本公司包括牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、金新农、巨星农牧、神农集团、罗牛山、新五丰、东瑞股份、傲农生物、华统股份。

三、现金充沛+区位优势，保质扩量可期

1、现金充沛，规模扩张或提速

资金充足，规模扩张有望提速。结合公司的猪舍、母猪、人员、资金的储备情况，我们预计公司的出栏量有望持续增长、2022/2023/2024 年出栏量有望达到 60/120/180 万头。具体来说：

1) 猪舍: 东瑞目前已投产猪舍产能约 80 万头，募投项目预计新增 80 万头猪舍产能、其中今年下半年预计新投产 60 万头猪舍产能，能够满足其出栏增长规划。同时，东瑞在河源地区已布局 200 万头以上的产能土地储备，未来猪舍产能的进一步提升可实现性强。

表 4: 募投项目预计新增 80 万头产能

新增出栏产能：万头	
紫金东瑞农业发展有限公司富竹生态养殖项目	53

连平东瑞农牧发展有限公司传统养殖改高床养殖节能减排增效项目	12
和平东瑞农牧发展有限公司高床生态养殖项目	12
东瑞食品集团股份有限公司致富猪场改扩建（灯塔种猪场迁改）项目	3
合计	80

资料来源：公司公告、招商证券

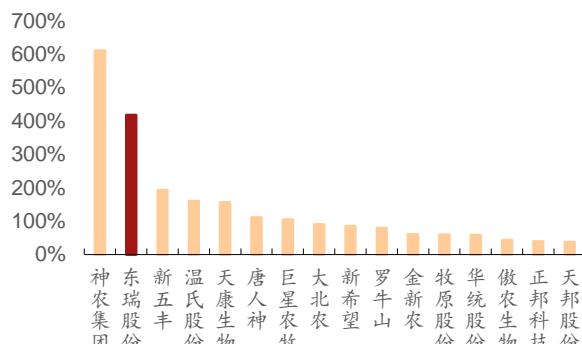
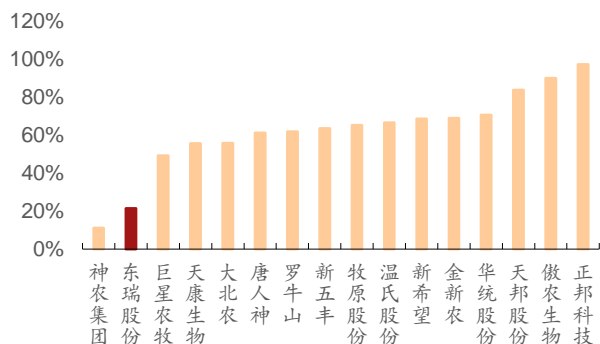
2) **母猪**：东瑞3月底能繁母猪存栏约3.3万头、后备母猪存栏约0.8万头，预计今年存栏母猪将达到6万~7万头，母猪PSY约23头，母猪产能完全能够支撑公司出栏节奏。东瑞是农业部认定的国家生猪核心育种场，下属致富猪场、资金东瑞是省级原种场，由于香港地区对商品猪体型外貌、瘦肉率和肉质品质有较高要求，东瑞现已培育成具有适应性强、体型高长、瘦肉率高、肉质鲜美的美系杜洛克种猪、美系长白种猪、美系大白种猪、美系二元杂交种猪，虽在PSY水平上有所牺牲，但使得商品猪更加符合粤港澳大湾区鲜肉市场的需求。

3) **人员**：截至今年2月，东瑞员工总数约1100人、其中养殖团队超800人，2021年全年新增员工约250人。从历史年度来看，东瑞员工稳定性较好、离职率低，主要系薪酬优势、晋升空间大、员工归属感强等因素带来。

4) **资金**：东瑞2021年成功在A股上市后，融资能力增强、资金充足、负债率较低，有足够的资金支撑其在猪价低迷背景下稳步推进相关项目建设、扩大生产规模。截至一季度末，东瑞股份资产负债率仅21.4%、流动比率达418%、流动负债占比约38%，是上市猪企中少有的负债率低、账面现金充足的猪企。

图 19：东瑞资产负债率低

图 20：东瑞流动比率高

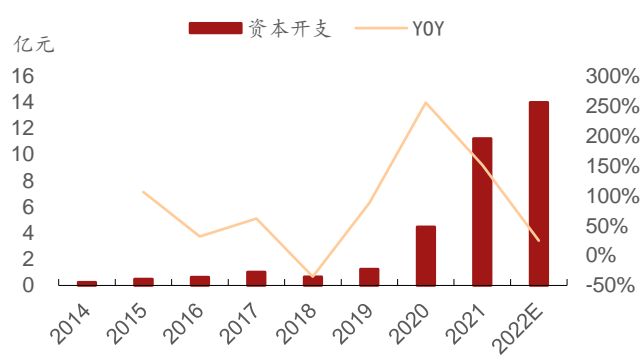
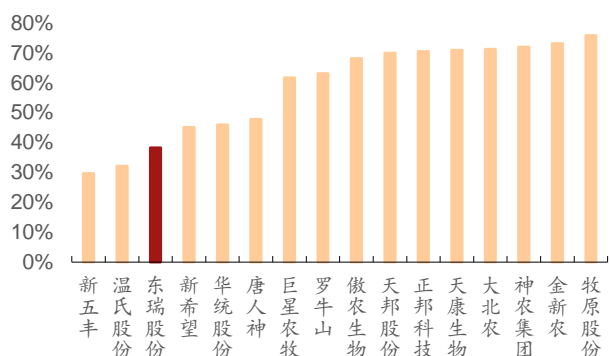


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 21：东瑞流动负债占比健康

图 22：东瑞资本开支保持增长



资料来源：公司公告、招商证券

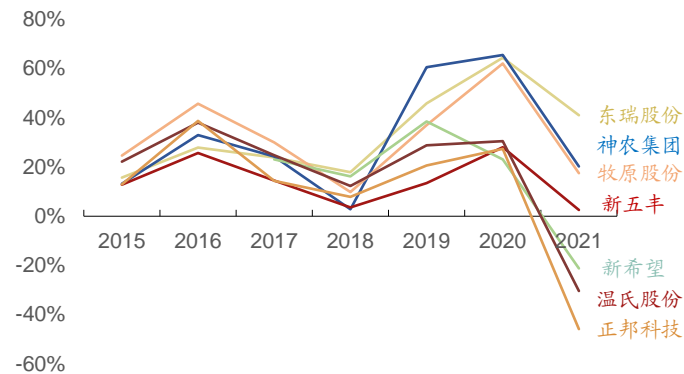
资料来源：公司公告、招商证券

2、区位优势明显，供港带来高盈利中枢

自2018年起，东瑞养殖盈利中枢远超行业。2021年，东瑞股份养殖业务毛利率41%、远高于行业龙头牧原股份的17%；2015年至2017年，东瑞生猪养殖毛利率分别为16%、28%、24%，与新五丰、温氏股份、正邦科技等的生猪养殖毛利率相差不大，与牧原股份相比仍有一定差距（牧原2015年至2017年毛利率分别为25%、46%、30%）；自2018年起，在内陆猪价持续低迷和非瘟爆发带来大多猪企成本高抬的背景下，东瑞股份的生猪养殖业务盈利优势

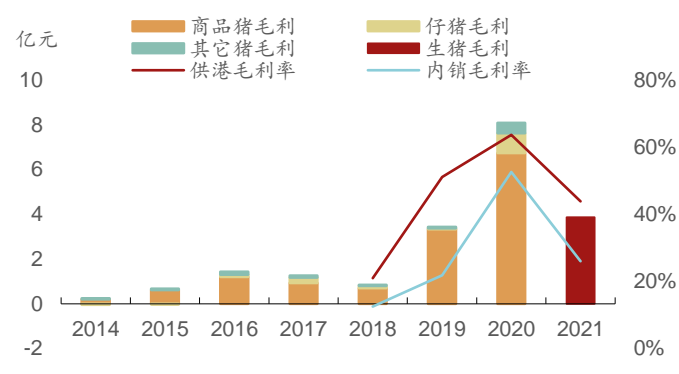
渐显：2018年至2021年，东瑞生猪养殖毛利率分别为18%、46%、64%、41%，持续高于行业龙头牧原股份的10%、37%、62%、17%，亦远高于新五丰、新希望、温氏股份、正邦科技等其他猪企。其生猪养殖业务高毛利率主要由生猪供港带来：**2018年至2021年，东瑞生猪供港毛利率分别为21%、51%、64%、44%，高出内销毛利率8~29个百分点。**

图 23: 生猪养殖业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

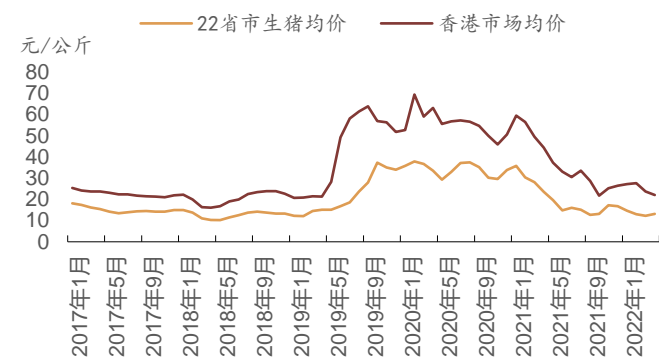
图 24: 东瑞生猪供港毛利率高



资料来源：公司公告、招商证券

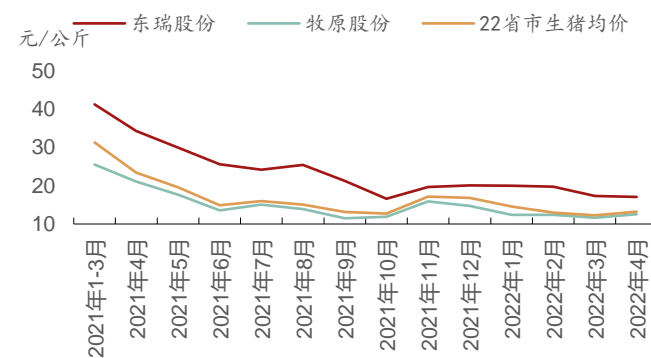
相对于没有供港业务的牧原等猪企而言，东瑞的优势来源于：**1) 生猪供港业务带来了高商品猪售价。**一方面，香港猪价与内地猪价之间基本呈现正相关关系、同涨同跌，但一直以来香港猪价均比内地高，2021年东瑞商品猪平均售价约25.88元/公斤、分别较22省市生猪均价和牧原的商品猪平均售价高出了约8元/公斤和10元/公斤；另一方面，内地供港生猪采用拍卖定价、秉持优质优价原则，对于质量好的生猪卖价会更高，而东瑞通过品种改良、优化饲养方式等措施生产出了更符合香港市场需求、具有质量优势的“东瑞牌”肉猪，因此东瑞的商品猪通常能获得较高的拍卖价格，据草根调研数据，香港市场拍卖商品猪差价优势能到1000元/头以上。**2) 东瑞非瘟防控得力，受非瘟影响较小。**东瑞专门建立了四级生物安全防控体系和兽医监测体系进行非瘟安全防控，并从猪场选址、场区布局等多个方面建立了完善有效的疾病防控管理体系，较为有效地实现了非瘟防控。从产能利用率来看，东瑞2019年的产能利用率较2018年仅下降了21%，仍在78%的高位。**3) 出口退税导致供港生猪毛成本较低。**自2008年自营出口经营权起，东瑞股份开始享受生猪出口退税的优惠政策，能够以更低成本供港、实现了供港毛成本低于内地毛成本。

图 25: 生猪养殖业务毛利率



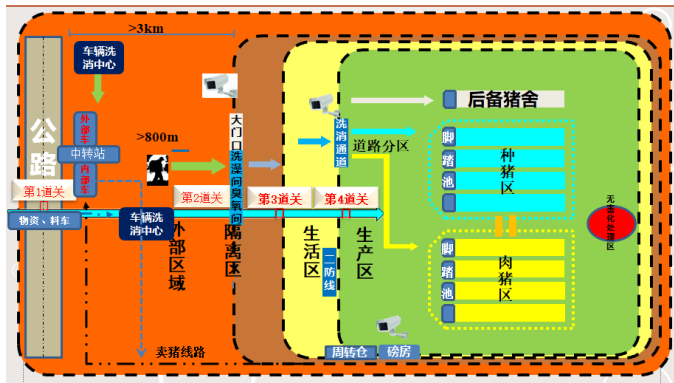
资料来源：公司公告、招商证券

图 26: 东瑞生猪供港毛利率高



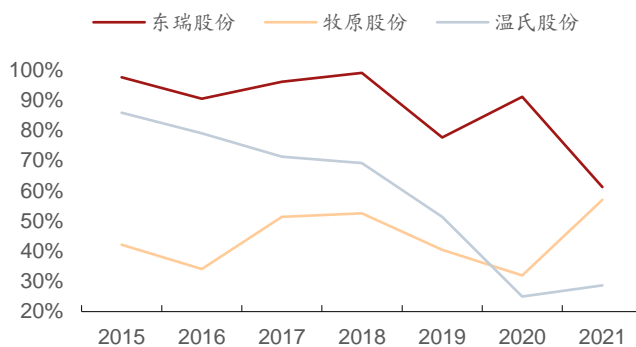
资料来源：公司公告、招商证券

图 27: 东瑞非瘟防控示意图



资料来源: 公司公告、招商证券

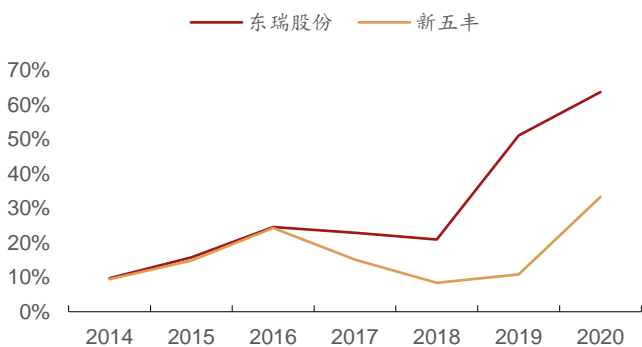
图 28: 东瑞受非瘟影响较小



资料来源: 公司公告、招商证券。注: 图中曲线为产能利用率。

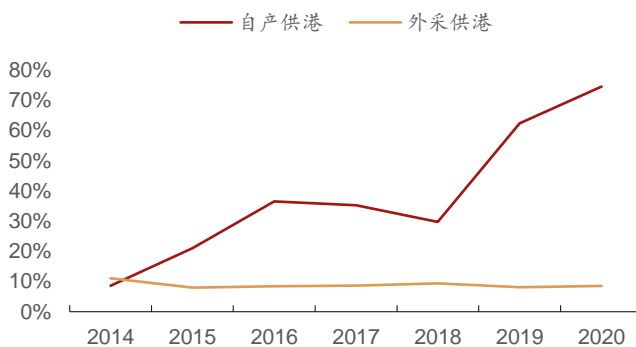
相较于同有供港业务的新五丰等猪企而言,东瑞股份和新五丰的供港业务毛利率在 2017 年开始出现差距且差距逐渐增大,2020 年东瑞和新五丰的供港业务毛利率分别为 64%和 33%,东瑞的优势主要来源于: 1) 自产供港比例提升。自产供港相对于外采供港的成本较低,2014 年以来,东瑞自产商品猪供港占比均在 50%以上;特别地,其自产商品猪占比自 2018 年开始便持续提升,从 2017 年的 53%提升到了 2021 年的 85%。而新五丰自产供港比例则持续下滑,最低在 2019 年其自产商品猪供港占比只有 7%,在 2020 年才有所反弹。2) “东瑞牌”肉猪的高品质使其在优质优价的定价原则下相较其他内地供港企业实现了更高的商品猪售价。从头均收入来看,东瑞供港生猪头均收入在 2014 年至 2020 年均高于新五丰供港生猪头均收入,且差距在此期间不断拉大。

图 29: 东瑞股份和新五丰供港业务毛利率



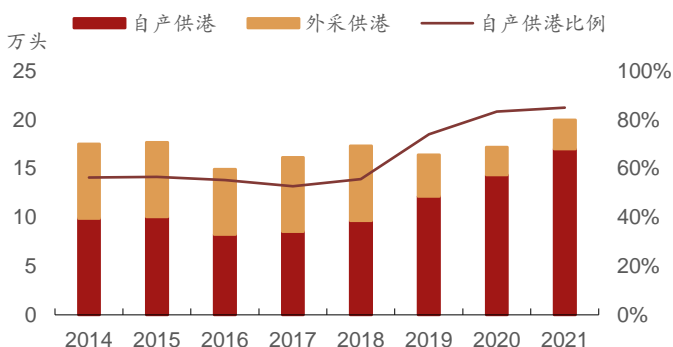
资料来源: 公司公告、招商证券

图 30: 东瑞自产供港和外采供港毛利率



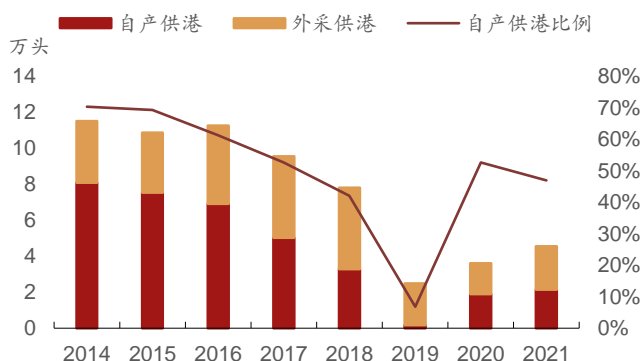
资料来源: 公司公告、招商证券

图 31: 东瑞活大猪供港结构



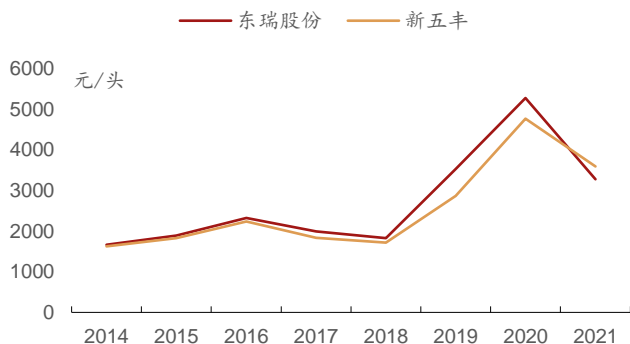
资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 新五丰活大猪供港结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 33: 东瑞和新五丰供港生猪头均收入



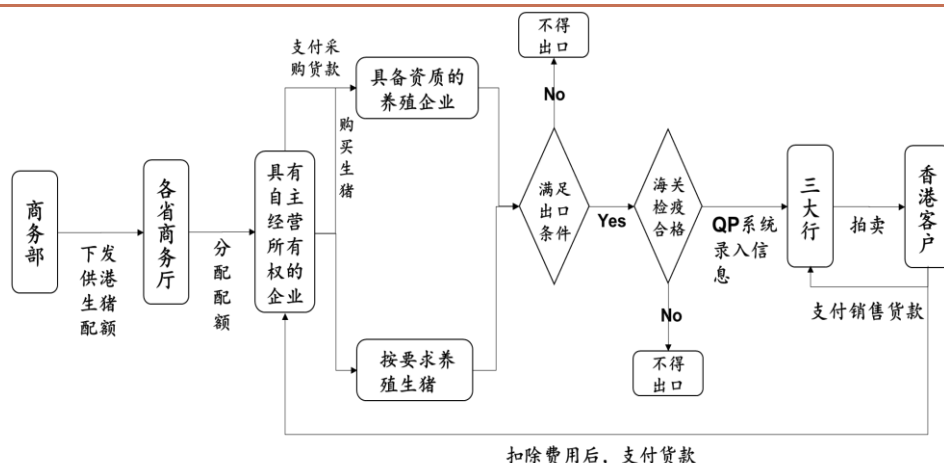
资料来源: 公司公告、招商证券

成本改善有望加固盈利优势。2022 年一季度末, 东瑞商品猪养殖完全成本 17.8 元/公斤, 较 2021 年底的 18.6 元/公斤有明显改善, 但与行业内成本控制最为优秀的牧原股份相比, 仍高出了近 2 元/公斤, 成本差距主要来源于两方面: 1) 区位差异带来的原材料成本差异。相较于在小麦主产地的牧原股份而言, 东瑞所在的广东省不在粮食主产区, 玉米主要从东北地区运输过来, 导致了公司原材料成本较高; 2) 供港生猪优质优价, 品质要求带来较高成本。香港地区偏好瘦肉率较高、品质较高的猪, 而且定价是优质优价, 品质较高的生猪在种猪品种、饲料质量、饲养周期等方面都有着更高的要求, 从而带来了较高的成本。考虑到公司通过做好疫病防控、优化种猪结构、优化饲料生产配方和使用制度、推进精细化管理等手段仍有进一步压缩养殖成本的空间, 预计公司在 2022 年的养殖成本有望逐季度下降。

3、香港市场复苏+市占率提升, 供港占比有望维持高位

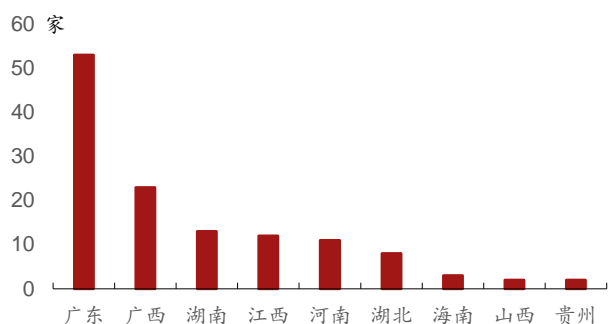
活猪供港实行配额制度, 供港企业需获相关资质。根据商务部相关规定, 内地企业向中国香港、澳门供应生猪实行出口配额管理, 商务部在每年年末分配下一年各省活大猪供港配额、各省商务厅再根据实际情况向辖区内具有供港活猪自营出口经营权的企业分配配额。具有自营出口经营权的企业须遵守相关政策养殖供港生猪, 或与具有“出入境检验检疫出境动物养殖企业”资质的生猪供应商签订外购协议, 截至 4 月 17 日, 内地供港澳活猪注册养殖场共有 127 家, 其中有 53 家位于广东省。出口退税为生猪供港营造有利政策环境。我国对农产品出口有诸多政策上的优惠, 出台了诸如出口退税、出口农产品免征增值税、出口贴息等政策, 为内地生猪供港营造了极为有利的政策环境。

图 34: 内地生猪供港流程示意图



资料来源: 公开资料整理、招商证券

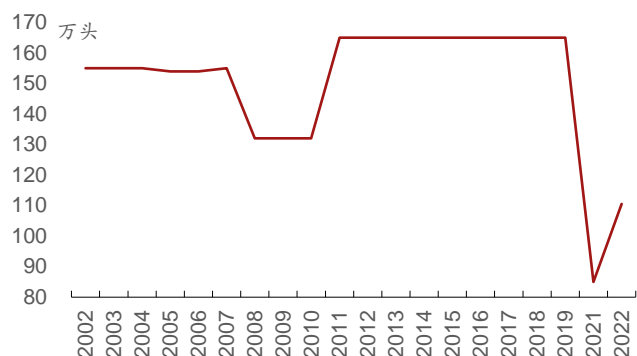
图 35: 内地供港澳活猪注册养殖场各省数量



资料来源: 公开资料整理、招商证券

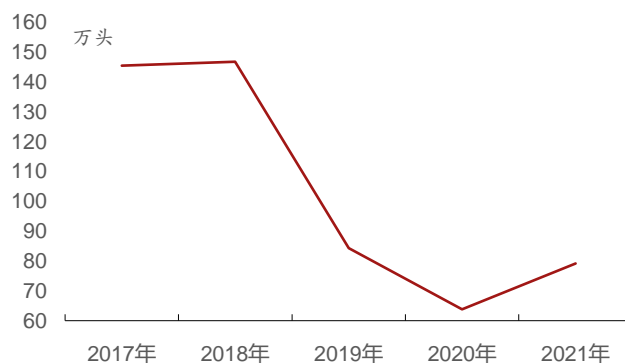
内地供港配额和数量有望回升。我国供港活大猪配额自 2011 年以来便稳定保持在 165 万头, 2021 年受非瘟、新冠疫情等因素影响下滑到了 85 万头, 2022 年已有所回升到了 110.5 万头; 我国内地实际供港活大猪数量 2017 年和 2018 年分别为 146 万头和 147 万头, 2019 年和 2020 年相继下滑到了 84 万头和 64 万头, 2021 年小幅回升到了 79 万头。预计未来供港配额有望回到 165 万头左右, 实际供港量有望回升到 150 万头左右。

图 36: 内地活大猪供港配额量



资料来源: 公司公告、招商证券

图 37: 内地活大猪供港实际量

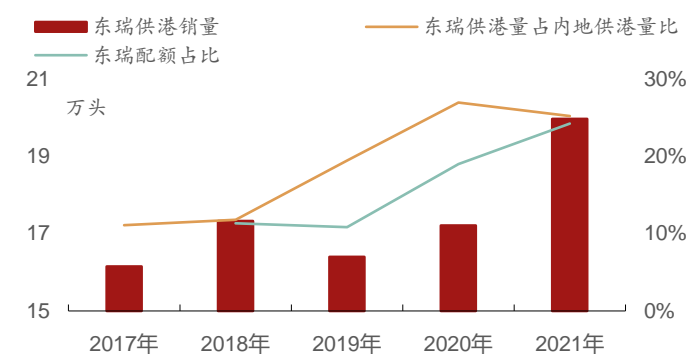


资料来源: 公司公告、招商证券

东瑞供港优势稳固, 预计将占内地供港比例约 30%。东瑞于 2002 年设立后进行生猪养殖、开始向广东地区销售生猪, 2003 年便取得了供港澳地区活猪饲养场资格、开始向香港市场销售活大猪, 2008 年又获得了供港活猪自营出口经营权、开始自营出口香港活大猪业务, 目前东瑞拥有的 5 个生猪养殖场均已获得供港活猪自营出口经营权, 可以自主向香港代理行销售生猪。截至 2021 年, 东瑞供港商品猪约 20 万头、占内地供港比例约 26%, 是内地供港活大猪最大供应商, 预计东瑞供港量有望占内地供港比例 30% 以上。

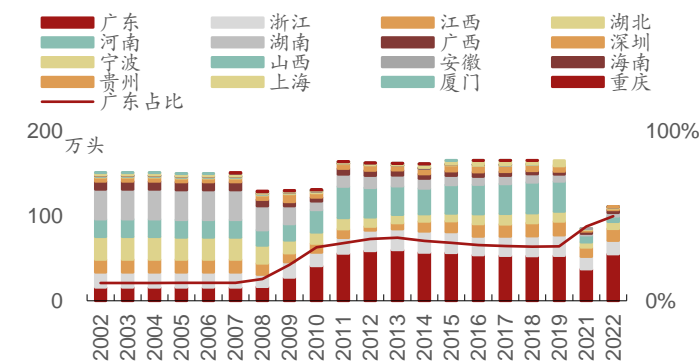
市占率提升实现性强。1) 从内地活大猪供港配额区域分布来看, 广东省获得的供港活大猪配额自 2009 年以来便稳居供港配额榜首, 其占比从 2007 年的 10% 左右持续提升至 2022 年的 50%。广东省获得配额比例不断提升的原因一方面是广东省内猪企具有一定的区位优势, 另一方面是往年供港猪企大多是老牌国有企业、近年国有企业逐渐退出、具备竞争优势的企业所获配额逐渐增长。2) 从配额分配政策来看, 商务厅对配额的分配是按照出口公司上一年供港业绩来计算下一年的配额、企业出口进度达到序时进度后可以申请调增配额。如东瑞 2020 年末获得 2021 年供港配额 10.9 万头, 后分别于 6 月、11 月、12 月获得追加配额 8.9 万头、0.6 万头、0.2 万头, 共获得 20.6 万头供港配额; 2021 年末获得 2022 年供港配额 18 万头、较 2021 年所获初始配额增长了 65%。由此, 东瑞供港数量的增加会不断地为下一年的供港配额打下基础, 同时东瑞与其他同类型供港猪企具备明显竞争优势, 未来东瑞的供港数量达到内地供港比例的 30% 以上可行性较高。

图 38: 东瑞供港市占率持续提升



资料来源: 公司公告、招商证券

图 39: 广东省供港市占率持续提升



资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 广东省供港澳活畜禽配额

广东省供港澳活畜禽配额: 万头	2017	2018	2019	2020	2021	2022
东瑞食品集团股份有限公司	9.3	16	15	11	11	18
广东省食品进出口集团公司	17	12	7.7	3.4	2.4	3.9
台山市长江食品有限公司合计	4.5	2.7	1.6	0.13	0.06	0.19
广州力智农业有限公司	2.6	2.3	1.8	0.24	0.02	0.02
广东省畜牧发展总公司	2.2	3.5	5.1	5.1	4.8	4.6
广东省中山食品进出口有限公司	1.4	1.6	1.2	0.34	2.1	1.7
广州市田之源实业有限公司	0.30	0.23	0.33	0.08		
湛江开发区胜达贸易有限公司合计	1.7	1.4	3.9	1.1	0.30	0.23
湛江市东海畜牧有限公司	0.45	0.78	0.61	1.0	1.4	1.4
广东省肇庆食品进出口有限公司	0.20					
广东省惠州食品进出口公司合计	0.15	0.24	0.02			
遂溪县东态牧业发展有限公司	1.7	1.6	4.6	0.92		
佛山市创志经贸有限公司合计	0.09	0.08	0.06			
陆丰丰田畜产有限公司	0.10	0.06				
惠州市泉新农牧有限公司	0.25	0.18	0.06		0.02	0.02
东莞市广利进出口有限公司	0.11	0.10	0.01			0.00
连平东瑞农牧发展有限公司	0.09	0.09	0.04			0.02
广东省紫金县宝金畜牧有限公司	0.05	0.04	0.02			
潮州市凤新良种养殖场		0.01				
河源恒昌农牧实业有限公司				0.01	0.02	0.03
粤海广南行(广东)食品进出口有限公司					0.16	2.6
云浮力智农业有限公司					0.07	0.30
广东亚北农副产品有限公司						0.02
广东广宁广三保畜牧有限公司						0.02
东瑞及其分、子公司合计	9.4	16	15	11	11	18
合计	43	42	42	23	22	33

资料来源: 公开资料整理、招商证券

东瑞供港具备区位、品牌、质量、配额四大优势: 1) **区位优势:** 东瑞位于河源, 毗邻粤港澳大湾区, 相对比大多数在外省的出口猪场, 具有供港运输时间比较短的优势; 2) **品牌优势:** 东瑞有 20 多年供港业务经验, 在市场得到很大的认可, 东瑞在香港具有品牌优势; 3) **质量优势:** 香港市场是一个优质优价, 以拍卖定价的市场, 市场偏好瘦肉率高、体型好的生猪, 东瑞从种猪选育, 饲料营养, 饲养管理等各方面都以香港市场为目标不断提高, 以满足香港市场需求; 4) **配额优势:** 配额政策是按照上一年业绩来做分配的, 东瑞近几年出口量一直在增长, 获得的配额也在不断增长。

图 40: 东瑞区位优势明显

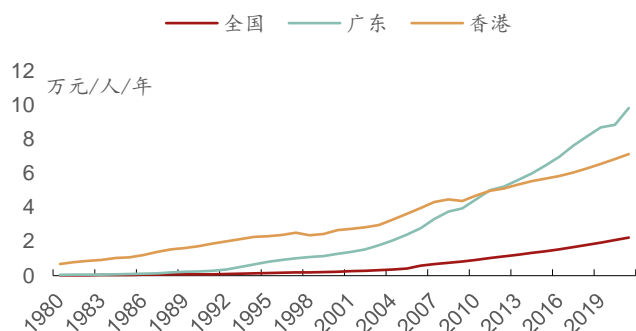


资料来源: 公司公告、招商证券

4、大湾区经济腾飞，内销盈利水平或可向供港靠齐

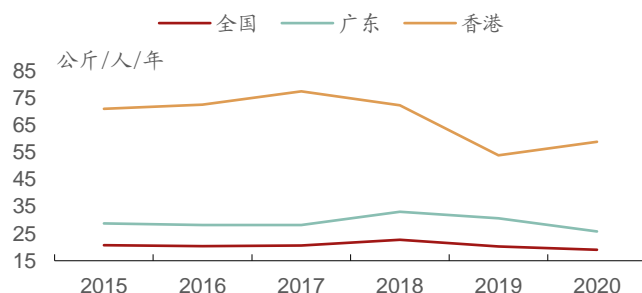
大湾区经济腾飞，广东等地猪价优势有望扩大。近年来，广东省经济快速发展、人均 GDP 亦高速增长；2011 年，广东省人均 GDP 达到 5 万元/人/年、首次高出香港地区人均 GDP；2021 年，广东省人均 GDP 达到了 9.8 万元/人/年、较香港地区人均 GDP 高出近 3 万元/人/年、较全国平均水平高出近 8 万元/人/年；2020 年，广东省人均消费猪肉约 26 公斤/年、较香港地区低了约 33 公斤/年，随着广东省经济的快速发展，人民生活水平有望不断提高、人均猪肉消费量亦有望向香港地区逐渐靠拢。同时，广东省自 5 月 1 日起正式暂停了省外屠宰用生猪入粤，其省内生猪自给率有望得到提升。目前广东省生猪均价较全国生猪均价高出 1 元/公斤左右、但较香港市场生猪均价仍有较大差距，预计在广东地区人民生活水平提升、广东省禁运省外屠宰用生猪入粤政策的推行等因素的影响下，未来广东猪价可能进一步拉开与内陆其他地区猪价的差距、猪肉消费可能逐渐向优质优价转型。

图 41: 全国、广东省、香港地区人均 GDP



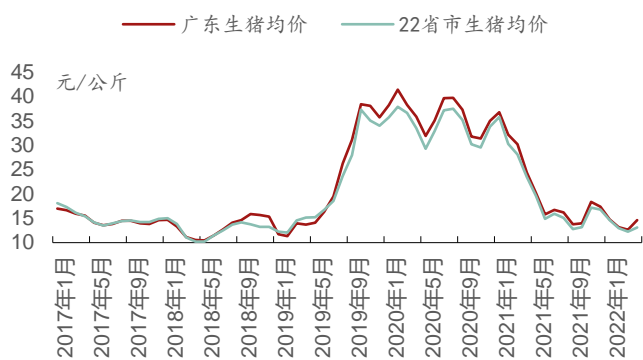
资料来源: 公司公告、招商证券

图 42: 全国、广东省、香港地区人均猪肉消费量



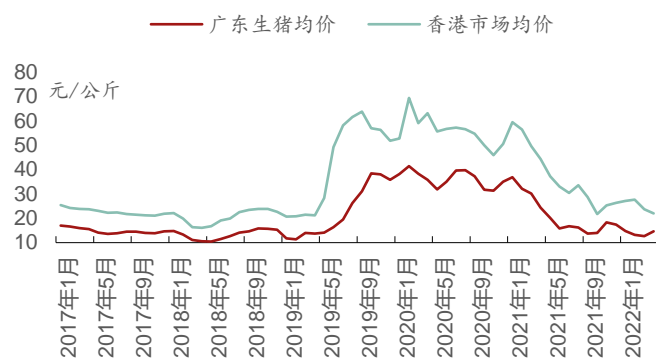
资料来源: 公司公告、招商证券

图 43: 广东生猪均价略高于全国生猪均价



资料来源: 公司公告、招商证券

图 44: 广东生猪均价仍低于香港市场均价



资料来源: 公司公告、招商证券

内销盈利水平或有望向供港看齐。若内地供港活大猪数量回升到 150 万头左右、东瑞供港活大猪占比达到 30%左右, 则香港地区可消化东瑞出栏商品猪约 50 万头; 未来随着出栏规模的增长, 东瑞养殖商品猪将供应广州、深圳、东莞、惠州和当地市场, 同时, 东瑞在今年 3 月还获得了供澳活大猪出口配额 200 头、为打开澳门市场打下了基础。东瑞饲养的生猪通过短途运输即可到达粤港澳大湾区, 能减少运输成本和运输途中的损耗, 也有利于公司根据市场实际情况调整在香港、澳门和广东市场的产品供应。考虑到广东猪价优势或进一步扩大, 未来东瑞内销的头均盈利水平或有望向供港盈利水平看齐。

四、完善产业链布局, 建设 100 万头屠宰产能

政策引导“运猪”向“运肉”转变。在过去, 由于中国消费者更偏好食用热鲜肉, 生猪多在销区屠宰, 以缩短屠宰场到农贸市场的配送时间, 所以从养殖到屠宰多为“运猪”。但 2018 年非洲猪瘟传入我国并爆发后, 为减少非瘟的扩散、更好防控非瘟, 政策开始引导“运猪”向“运肉”转变, 并且此政策要求具有长期导向: 如农业农村部发布的《非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控工作方案》中指出, “自 2021 年 5 月 1 日起逐步限制活猪调运, 除种猪仔猪外, 其他活猪原则上不出大区”。在流通方式改变的背景下, 生猪养殖链的生产端若能进一步整合屠宰环节, 延伸至销售端, 将更具优势。

表 6: 政策引导“运猪”向“运肉”转变

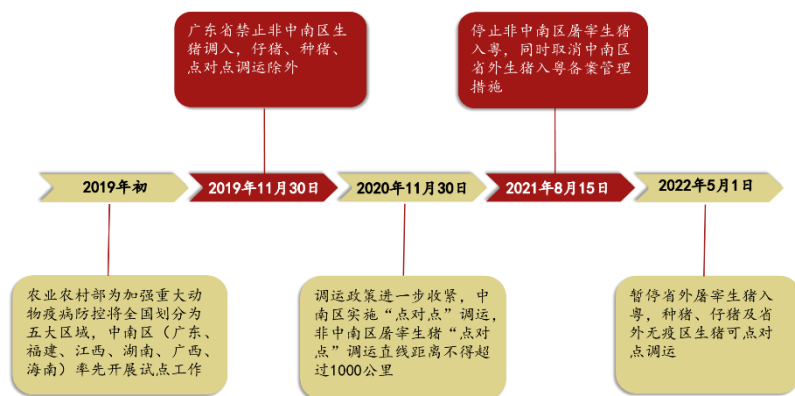
时间	政策法规	主要内容
2018 年 3 月	《农业农村部公告 第 2 号》	1. 鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市” 2. 为有效防控动物疫病, 现值易感畜禽高风险区向低风险区调运
2018 年 8 月	《农业农村部办公厅关于防止非洲猪瘟加强生猪移动监管的通知》	3. 畜禽养殖场(户)出售或运输畜禽前, 应当按照《动物防疫法》《动物检疫管理办法》规定, 向当地动物卫生监督机构申报检疫, 提交动物检疫申报单和相关动物疫病监测报告等申报材料。检疫合格
2018 年 10 月	《农业农村部办公厅关于进一步加强生猪检疫和调运监管工作的通知》	严禁非洲猪瘟疫区内的生猪(包括种猪、野猪, 下同)及其产品调运 严格控制生猪从高风险向低风险地区调运
2018 年 10 月	《农业农村部公告 第 79 号》	生猪调运车辆应按固定进行清洗、消毒、承运附有动物检疫证明生猪并备案
2018 年 12 月	《农业农村部关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知》	非洲猪瘟疫区所在县只有取得《动物防疫合格证》并满足其他规定条件的养殖企业才可在本省范围内实施出栏肥猪“点对点”调运
2019 年 6 月	《国务院办公厅关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》	生猪调运必须经定制通道运输
2020 年 1 月	《国务院办公厅关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	实现“运猪”向“运肉”转变, 逐步减少活猪长距离跨省(区、市)调运。实现“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”

时间	政策法规	主要内容
2021年5月	《非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控工作方案》	从2021年5月1日起，逐步限制活猪调运，除种猪仔猪外，其他活猪原则上不出大区，出大区的活猪必须按规定抽检合格过后，经制定路线“点对点”调运

资料来源：公开资料整理、招商证券

广东禁运政策利好东瑞开展屠宰业务。广东省农业农村厅发布《关于进一步加强生猪及生猪产品调运管理的通知》，明确自5月1日起，暂停省外屠宰用生猪（种猪、仔猪除外）调入广东。部分符合资格的养殖企业办理备案后，可在不超过1000公里的距离内“点对点”调运屠宰用生猪到广东。广东“调畜禽”向“调肉品”转型更进一步。这一政策的发布对于东瑞股份开展屠宰业务明显利好。

图 45：广东省暂停省外屠宰生猪入粤

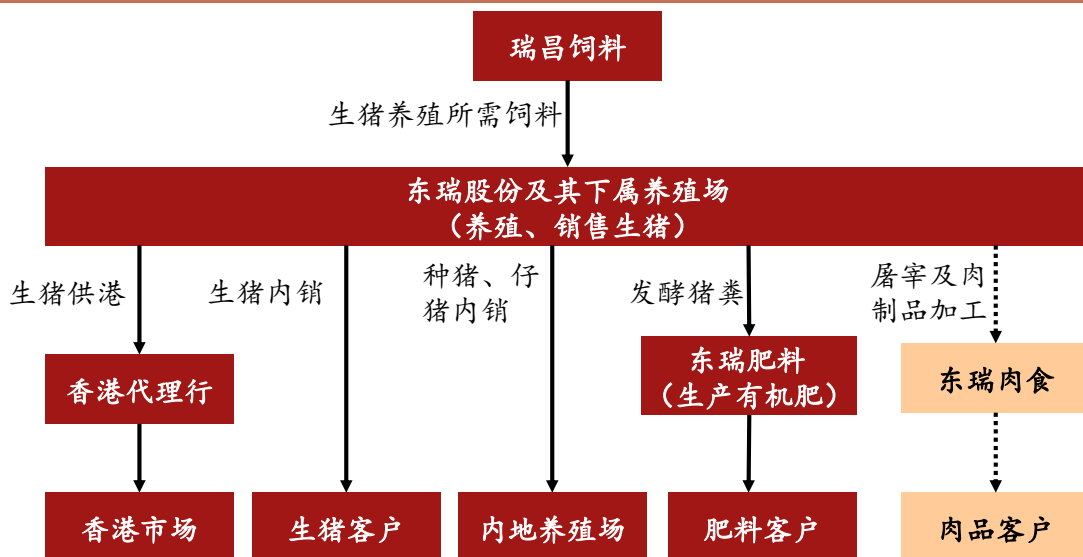


资料来源：公开资料整理、招商证券

100 万头屠宰产能即将投产，延伸生猪产业链。东瑞目前已形成了集饲料生产、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、活大猪供港及生猪内地销售于一体的生猪产业链。同时，东瑞已在建设年屠宰 100 万头产能的生猪屠宰及肉制品加工场，并配套冷链物流体系，将业务向产业链下游拓展，进一步扩大业务范围和产品类别，从而全面提升公司核心竞争力。据公司公告，屠宰加工项目主车间、待宰圈及办公楼生活区候工楼已封顶，预计下半年可投产。

品牌与区位优势助力东瑞开展屠宰业务。1) **品牌优势**：东瑞的商品猪拥有出色的产品品质、良好的市场口碑，旗下“东瑞”品牌在中国香港和广东市场已具有较高知名度，东瑞的肉猪产品多次被评为“广东省名牌产品”、“东瑞”品牌被评为“广东省著名商标”；2) **区位优势**：东瑞主要销售区域定位是河源市本土及粤港澳大湾区市场为主，广东居民还是以热、冷鲜肉为主，东瑞在广州、深圳、东莞两小时都市圈内，具备一定的运输优势。

图 46：东瑞已打通生猪养殖全产业链



资料来源：公司公告、招商证券

五、首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级

现金优势明显，公司有望加速扩张、充分把握猪价反转后的景气上行期。同时，公司的生猪供港业务具备区位优势，头均盈利有望维持优于行业的水平。预计 2022/23/24 年分别实现归母净利润 0.7 亿元/8.86 亿元/6.42 亿元。考虑到前两轮周期顶点年份时龙头猪企的 PE 估值通常在 11 倍-20 倍，对公司 2023 年的盈利给以 11X PE 估值，目标价 55.18 元，相比于目前股价仍有 50% 的空间，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

表 7：前两轮周期顶点年份时龙头猪企的 PE 估值情况

		最高市值 (亿元)	其他业务估 值(亿元)	生猪业务盈利 (亿元)	出栏量 (万头)	头均盈利	年度盈利对应 PE
2016 年	牧原股份	343	0	23	311	747	15
	温氏股份	1918	300	121	1713	706	13
	正邦科技	193	10	9	226	415	20
2020 年	牧原股份	3635	0	275	1811	1516	13
	温氏股份	2032	300	87	955	911	20
	正邦科技	660	0	57	956	601	11

资料来源：wind、公司公告、招商证券

表 8：东瑞股份的收入及盈利拆分和预测

	2018	2019	2020	2021	2022-E	2023-E	2024-E
营业收入(百万元)	614	872	1,366	1,052	1,286	2,918	3,844
收入 YOY	-3.2%	42.1%	56.7%	-23.0%	22.3%	126.9%	31.7%
营业成本	510	512	547	656	947	1,729	2,775
毛利润	104	360	820	396	340	1,190	1,069
毛利率	16.9%	41.3%	60.0%	37.6%	26.4%	40.8%	27.8%
生猪养殖业务							
生猪养殖业务收入(百万元)	473	752	1,257	942	1,173	2,804	3,696
生猪养殖业务成本(百万元)	388	407	447	555	843	1,625	2,639
生猪养殖业务毛利(百万元)	85	345	810	387	330	1,180	1,057
生猪养殖业务毛利率	18%	46%	64%	41%	28%	42%	29%
生猪销量(万头)	35	26	30.1	37	60	120	180
供港比例	50%	63%	57%	54%	50%	37%	28%
生猪养殖头均毛利	242	1331	2691	1053	551	982	587
饲料业务							
饲料业务收入(百万元)	140	117	109	108	111	111	144
饲料业务成本(百万元)	121	102	99	99	102	101	132
饲料业务毛利润(百万元)	19	15	10	9	9	10	12
饲料毛利率	13.8%	12.7%	9.4%	8.7%	8.5%	8.7%	8.5%
其他业务							
其他业务收入(百万元)	1.2	2.3	0.8	1.5	2.0	3.0	4.0
其他业务成本(百万元)	1.7	2.5	1.3	1.7	2.0	3.0	4.0
其他业务毛利润(百万元)	-0.5	-0.2	-0.5	-0.2	0.0	0.0	0.0
其他业务毛利率	-37%	-9%	-59%	-14%	0%	0%	0%

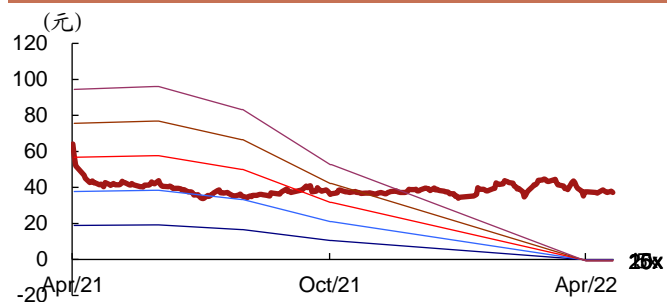
资料来源：公司公告、招商证券

表 9：东瑞股份、牧原股份和正邦科技的历史头均盈利情况

	出栏量(亿元)				盈利(亿元)				头均盈利(元/头)				2018-2021 年平均头均 盈利(元/头)
	2018A	2019A	2020A	2021A	2018A	2019A	2020A	2021A	2018A	2019A	2020A	2021A	
牧原股份	1101	1025	1811	4026	5	61	275	69.04	47	597	1516	171	515
正邦科技	551	578	956	1493	2	16	57	-188	35	285	601	-1261	-314
东瑞股份	34	25	37	37	0.1	2.6	6.8	2.12	24	1038	1827	573	872

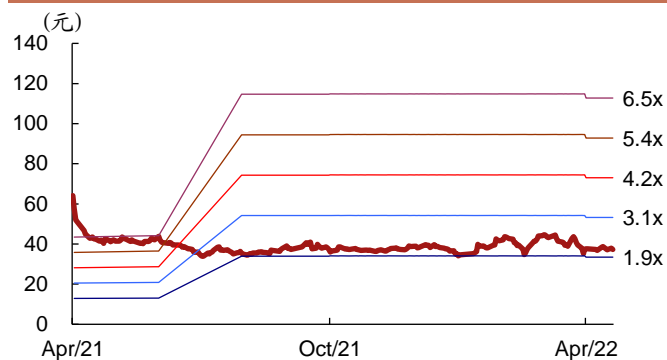
资料来源：公司公告、招商证券

图 47: 东瑞股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 48: 东瑞股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

六、风险提示

1. 猪价表现不及预期;

以 2022 年为例, 公司的生猪销售均价每低于预期 1 元/公斤, 对我们的盈利预测影响幅度约 7000 万元左右;

2. 如果供港政策或公司供港配额发生变化, 可能会使得公司的供港销量减少, 从而影响到公司的头均盈利水平;

3. 如果公司的规模扩张进度不及预期, 可能导致公司的生猪销量减少, 从而影响到公司的收入及盈利规模;

4. 如果突发不可控疫情, 可能导致公司的生猪销量和售价下降, 从而影响到公司的收入及盈利规模;

等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	695	1289	878	1598	2205
现金	488	973	446	792	935
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	6	5	1	3	4
其它应收款	29	29	36	81	107
存货	165	279	392	715	1148
其他	7	3	4	7	11
非流动资产	1048	2382	2854	3270	3637
长期股权投资	77	80	80	80	80
固定资产	612	911	1393	1820	2196
无形资产商誉	105	112	101	91	82
其他	255	1279	1279	1279	1279
资产总计	1743	3671	3732	4867	5842
流动负债	421	339	330	579	912
短期借款	320	100	0	0	0
应付账款	78	208	300	548	880
预收账款	1	1	1	2	3
其他	21	30	29	29	29
长期负债	120	234	234	234	234
长期借款	0	30	30	30	30
其他	120	204	204	204	204
负债合计	541	573	564	813	1146
股本	95	177	177	177	177
资本公积金	174	1902	1902	1902	1902
留存收益	933	1018	1088	1975	2616
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1202	3097	3168	4054	4696
负债及权益合计	1743	3671	3732	4867	5842

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	616	145	136	881	692
净利润	681	212	70	886	642
折旧摊销	53	91	120	176	226
财务费用	13	14	(2)	(4)	(6)
投资收益	(44)	(22)	(36)	(61)	(46)
营运资金变动	(86)	(151)	(12)	(140)	(147)
其它	(1)	0	(3)	23	23
投资活动现金流	(441)	(1093)	(564)	(539)	(554)
资本支出	(447)	(1122)	(600)	(600)	(600)
其他投资	5	28	36	61	46
筹资活动现金流	121	1450	(99)	4	6
借款变动	257	(348)	(102)	0	0
普通股增加	0	82	0	0	0
资本公积增加	1	1728	0	0	0
股利分配	(143)	(95)	0	0	0
其他	6	83	2	4	6
现金净增加额	296	502	(527)	346	144

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1366	1052	1286	2918	3844
营业成本	547	656	947	1729	2775
营业税金及附加	2	3	3	7	10
营业费用	54	51	86	85	111
管理费用	91	128	193	233	308
研发费用	7	10	13	29	38
财务费用	7	1	(2)	(4)	(6)
资产减值损失	(4)	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	0	12	12	12	12
其他收益	10	9	9	9	9
投资收益	44	22	15	40	25
营业利润	709	234	83	900	654
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	16	9	9	9	9
利润总额	694	224	74	891	645
所得税	13	13	4	4	3
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	681	212	70	886	642

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	57%	-23%	22%	127%	32%
营业利润	161%	-67%	-64%	980%	-27%
归母净利润	160%	-69%	-67%	1160%	-28%
获利能力					
毛利率	60.0%	37.6%	26.4%	40.8%	27.8%
净利率	49.9%	20.1%	5.5%	30.4%	16.7%
ROE	76.9%	9.8%	2.2%	24.5%	14.7%
ROIC	63.5%	9.3%	2.4%	24.5%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	31.0%	15.6%	15.1%	16.7%	19.6%
净负债比率	18.4%	3.6%	0.8%	0.6%	0.5%
流动比率	1.7	3.8	2.7	2.8	2.4
速动比率	1.3	3.0	1.5	1.5	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.4	0.3	0.7	0.7
存货周转率	3.8	3.0	2.8	3.1	3.0
应收账款周转率	230.0	198.0	425.0	1517.0	1242.0
应付账款周转率	9.1	4.6	3.7	4.1	3.9
每股资料(元)					
EPS	3.84	1.19	0.40	5.00	3.62
每股经营净现金	3.47	0.82	0.77	4.97	3.90
每股净资产	6.78	17.47	17.86	22.86	26.48
每股股利	0.54	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	9.6	30.8	92.7	7.4	10.2
PB	5.4	2.1	2.1	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.8	20.6	33.5	6.3	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

熊承慧：中科院生物学博士，武汉大学学士。2年实业经验，7年卖方研究经验。曾就职于国际种业龙头孟山都生物技术部门，继而先后在华泰证券、中信证券担任分析师。2021年3月加入招商证券，任农林牧渔首席分析师。

李秋燕：广西大学硕士。5年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021年6月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022年2月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。