

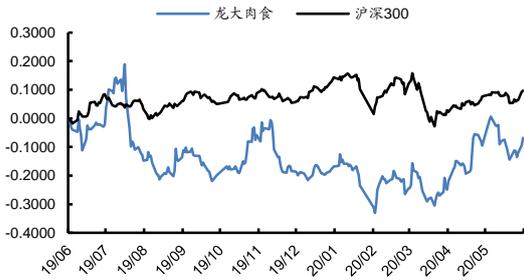
研究所

证券分析师：  
021-68591576

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

## 看好大股东战略格局和公司业务高盈利弹性 ——龙大肉食（002726）调研报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
龙大肉食	3.0	26.7	-8.3
沪深300	1.8	-2.1	9.7

市场数据

2020-06-02

当前价格（元）	7.93
52周价格区间（元）	5.27 - 13.90
总市值（百万）	7916.43
流通市值（百万）	7774.13
总股本（万股）	99828.90
流通股（万股）	98034.47
日均成交额（百万）	166.52
近一月换手（%）	58.59

相关报告

《龙大肉食（002726）动态点评：全产业链布局快速扩张的肉类龙头》——2020-04-19

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

### 投资要点：

- 新的大股东蓝润集团，具备雄厚的资金实力和远大的战略布局** 蓝润集团于2018年6月至2019年5月，分三次共花费32亿元获得龙大肉食29.44%的股权，成为公司新的大股东。转让款按照目前股本计算，每股花费10.89元，相比较于目前市场价溢价约40%；蓝润集团具备雄厚的资金实力，2019年集团产值630亿元。公司创始人戴学斌出生于1979年2月，年轻有为，对公司发展要求较高。蓝润集团的母公司怡君控股于2018年6月4日入驻上海中心大厦69层办公，实现了从四川大竹到四川成都，再到上海发展的三次跨越；蓝润集团自身在四川投资约200亿元布局生猪养殖屠宰和肉制品项目，并计划在2023年年末前注入上市公司。
- 养殖屠宰肉制品行业，万亿市场规模，集中度低，公司可发展空间足够大** 我国生猪出栏量平均在6.7亿头左右，生猪养殖行业规模可达1万亿元以上。而从集中度来看，2019年出栏量较大的八家养殖企业，合计占全国生猪总出栏量的8.27%，行业整体规模化程度和集中度仍处于较低水平；我国生猪屠宰行业，虽然属于粗加工行业，平均头均盈利约40元左右。但如果按照每年6.7亿头生猪，则净利润也可达268亿元。从集中度来看，屠宰行业比养殖行业更低。2019年，龙头双汇发展屠宰生猪1320万头，占行业总量比只有2.42%；我国肉制品行业将近3000亿行业规模，随着居民对食品健康化、休闲化的追求，高温肉制品发展相对成熟，但是面向餐饮和家庭餐桌消费的低温肉制品、冷冻调理肉制品和中式酱卤肉制品，以及休闲肉制品发展很快，空间很大。因此，对于龙大肉食而言，身处万亿规模的大行业，发展天花板很遥远。
- 全产业链布局，平抑猪周期成本波动，逆周期扩张提高投资效率** 我国生猪养殖业长期以散户散养为主，故存在较为明显的周期性循环。由于生猪价格的周期性变化，也导致养殖企业盈利周期性的变化。同时，屠宰企业的盈利也受猪周期的波动。因为猪肉市场价格变动灵敏度低于生猪市场，猪价的上漲和下跌带来负面和正面的利差。此外，猪价的涨跌意味着生猪供应的多与少，从而影响屠宰量进而影响企业固定资产摊销带来对毛利率的影响。全产业链布局可以上下游很好的平抑猪周期的盈利波动，有效的降低经营风险。此外，全产业链逆周期扩张（养殖高点投资屠宰，屠宰高点投资养殖），还可充分提高资金使用效率。从而避免单一业务模式，在周期高景气时继续投资

而在周期低迷阶段大幅亏损。

- 从低毛利小屠宰企业，向规模化大屠宰企业发展及布局肉制品和养殖业，盈利弹性迅速扩大** 小屠宰企业规模小，上下游缺乏议价权，单头盈利水平差。从历史经营情况来看，双汇屠宰业务头均盈利相当于龙大的两倍。因此，未来随着龙大屠宰业务的快速扩大，公司屠宰业务不仅实现量的快速增长，也实现单头盈利的大幅提升，从而给公司带来较高的盈利弹性；肉制品为深加工，加工产业链延伸增加了产品附加值，产品毛利率更高，公司肉制品的平均毛利率约在 25%左右，而公司屠宰业的平均毛利率不到 6 个百分点。公司从低毛利粗加工屠宰业务向高毛利深加工肉制品业务发展，显著提高盈利弹性；此外，公司生猪养殖规模虽然低于牧原等大型龙头企业，但相比较于一般规模化养殖企业，公司的生猪养殖规模相对较大，生猪养殖成本低于社会平均养殖成本。公司生猪养殖平均净利润水平较大幅度高于社会养殖平均净利润水平。
- 盈利预测与投资评级** 我们认为短期看公司的净利润贡献主要在于猪价上涨的养殖提供，但公司更为核心的是全国化的屠宰业和未来重点发展的肉制品。未来，随着猪价下跌，养殖和肉制品都有望带来较好的盈利贡献，公司的盈利更为平稳。长期来看，公司的业绩增长动力在于养殖、屠宰、肉制品全产业链的扩张和发展。

基于审慎性原则，暂不考虑资产注入，同时鉴于看好公司从低毛利业务到高毛利业务发展，盈利弹性大，上调公司盈利预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.53/0.71/1.13 元，对应 PE 分别为 14.83/11.15/7.00 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示：**公司屠宰业扩张不达预期；公司肉制品发展不达预期；公司养殖业扩张不达预期；猪价涨跌不符合预期；猪瘟控制不达预期；食品安全；公司资产注入的不确定。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	16822	21300	28800	31030
增长率(%)	92%	27%	35%	8%
归母净利润（百万元）	241	534	710	1130
增长率(%)	36%	122%	33%	59%
摊薄每股收益（元）	0.24	0.53	0.71	1.13
ROE(%)	9.40%	16.70%	17.59%	21.01%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 新的大股东蓝润集团，具备雄厚的资金实力和远大的战略格局.....	5
1.1、 蓝润集团以目前市场价溢价 40%获得龙大肉食控股权.....	5
1.2、 大股东蓝润集团具备雄厚的资金实力，实际控制人戴学斌年轻有为.....	5
1.3、 蓝润集团自身在四川投资约 200 亿元布局生猪养殖及屠宰和肉制品项目，并计划 2023 年末前注入上市公司.....	6
2、 养殖屠宰肉制品行业，万亿市场规模，集中度低，公司发展空间足够大.....	7
2.1、 我国养殖行业万亿市场规模，行业集中度非常低.....	7
2.2、 我国生猪屠宰业较养殖业更为分散，行业净利润规模可达 260 多亿元.....	8
2.3、 肉制品行业将近 3000 亿元行业规模，调理肉制品和中式酱卤肉制品发展潜力大.....	8
3、 全产业链布局，平抑猪周期成本波动，逆周期扩张提高资金使用效率.....	10
3.1、 我国生猪养殖业长期以散户散养为主，存在明显的周期性波动.....	10
3.2、 全产业链平抑猪周期成本波动，降低经营风险.....	11
3.3、 全产业链逆周期扩张，可充分提高资金使用效率.....	12
4、 从低毛利小屠宰企业，向规模化大屠宰企业发展及布局肉制品和养殖业，盈利弹性迅速扩大.....	13
4.1、 从低毛利小屠宰企业向规模化大屠宰企业发展，实现“量利齐升”.....	13
4.2、 从低毛利粗加工屠宰业务向高毛利深加工肉制品业务发展，显著提高盈利弹性.....	15
4.3、 公司养殖成本低于行业平均水平，有望获得高于行业平均盈利水平的超额收益.....	16
5、 公司股权激励考核条件高，管理层业绩动力强.....	17
6、 公司分项业务盈利预测.....	18
7、 盈利预测与评级.....	19
8、 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1: 我国生猪年出栏量.....	7
图 2: 我国生猪按市场平均价折算的市值.....	7
图 3: 2014-2018 年我国生猪平均价.....	7
图 4: 我国居民肉类消费构成.....	7
图 5: 我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重.....	8
图 6: 我国肉制品行业销量情况.....	9
图 7: 我国商品猪的养殖流程图.....	10
图 8: 我国能繁母猪栏量变化情况.....	10
图 9: 我国生猪价格走势情况.....	10
图 10: 全产业链运营模式.....	11
图 11: 肉猪价差与生猪价比值与生猪价格走势相反.....	11
图 12: 公司冷鲜肉业务毛利率与生猪价格走势相反.....	11
图 13: 全产业链逆周期扩张模式.....	12
图 14: 公司盈利弹性迅速扩大.....	13
图 15: 双汇、龙大和华统历年来毛利率比较.....	14
图 16: 2014-2018 年双汇、龙大和华统平均毛利率水平.....	14
图 17: 公司业务构成肉制品占比小.....	15
图 18: 公司肉制品毛利率显著高于屠宰业务.....	15
图 19: 双汇肉制品收入及增长情况.....	16
图 20: 双汇肉制品毛利率情况.....	16
图 21: 我国自养自繁生猪利润.....	16
表 1: 蓝润集团自身在四川投资的生猪养殖屠宰肉制品等项目情况.....	6
表 2: 散养生猪成本收益情况.....	17
表 3: 规模生猪成本收益情况.....	17
表 4: 公司股权激励考核指标.....	17
表 5: 公司分项业务盈利预测.....	18

## 1、新的大股东蓝润集团，具备雄厚的资金实力和远大的战略格局

### 1.1、蓝润集团以目前市场价溢价 40%获得龙大肉食控股权

蓝润集团于 2018 年 6 月至 2019 年 5 月一年期间，分三次获得龙大集团股权转让，最终获得龙大肉食控股权。

第一次为：2018 年 6 月 8 日，龙大集团转让 7560 万股（约占公司总股本的 9.9988%）给蓝润集团，标的转让价 10.06 元/股，转让价款为 76053.60 万元；

第二次为：2018 年 8 月 17 日，龙大集团再将 7560.92 万股（约占公司总股本的 10%）转让给蓝润集团，标的转让价格为 16 元人民币/股，转让价款为 120974.72 万元。龙大集团将其继续持有的 7485.68 万股（占上市公司总股本的 9.90%）股份对应的表决权委托给蓝润投资行使。至此，蓝润集团持有龙大肉食股份 15120.92 万股，占公司总股本的 19.9988%；持有龙大肉食表决权股份 22606.60 万股，占公司总股本 29.8993%。

第三次为：2019 年 5 月 23 日，龙大集团再将 7485.68 万股（约占公司总股本的 9.90%）转让给蓝润集团，标的转让价格为 16.43 元人民币/股，转让价款为 122989.72 万元。至此，蓝润集团持有龙大肉食股份 22606.60 股，占公司总股本的 29.92%。蓝润集团成为第一大股东，蓝润发展的实际控制人戴学斌、董翔夫妇将成为公司的实际控制人。

上述三次股份转让，蓝润集团总共花费 3.2 亿元，持有龙大肉食 29388.58 万股（按目前股本算），每股转让价 10.89 元，相比较于目前公司股价 7.71 元，溢价约 50%。

### 1.2、大股东蓝润集团具备雄厚的资金实力，实际控制人戴学斌年轻有为

蓝润集团创始于 1997 年，经二十余年实干笃行，已成长为“中国企业 500 强”“中国民营企业 500 强”，2019 年位列“四川民营企业 100 强”第四位，是四川省重点培育的大企业大集团。蓝润集团业务逐步拓展至上海、广东、四川、山东等 20 余个地区，目前旗下成员企业逾 130 家，控股上市公司 2 家，拥有员工近 2 万人。2019 年，集团产值 630 亿元。

蓝润集团公司创始人戴学斌，出生于 1979 年 2 月，四川省第十三届人大代表、四川省优秀民营企业家。《2019 年胡润百富榜》，戴学斌、董翔夫妇以 105 亿元

人民币财富位列第 370 名。

创始人戴学斌年轻有为，对公司发展要求较高。2018 年 6 月 4 日，主营业务布局于四川的蓝润集团的母公司怡君控股在上海宣布，正式进驻上海中心 69 层办公。“怡君控股从 2015 年整合了旗下多个板块，成立了控股公司，总部从大竹、成都，再到上海，在过去 20 年中完成了三次跨越。”

### 1.3、蓝润集团自身在四川投资约 200 亿元布局生猪养殖及屠宰和肉制品项目，并计划 2023 年末前注入上市公司

表 1: 蓝润集团自身在四川投资的生猪养殖屠宰肉制品等项目情况

投资项目	总投资	分期	投资	年产种猪规模	年产商品猪规模	年屠宰规模	年肉制品规模	年饲料规模	有机肥	建设完成时间
达州市 万源市	25 亿元	一期	15 亿元	3 万头	30 万头	100 万头	3 万吨	30 万吨		2021 年 5 月前
		二期	10 亿元		20 万头					2023 年 5 月前
达州市 宣汉县	30 亿元			5 万头	100 万头	100 万头	1.8 万吨	50 万吨	20 万吨	开工后 24 个月
巴中市 恩阳区	42 亿元	一期		2.5 万头	50 万头	100 万头		25 万吨	10 万吨	2021 年底前
		二期		2.5 万头	50 万头		6 万吨	25 万吨	10 万吨	2023 年 6 月底
巴中市 南江县	28 亿元	一期		2.5 万头	50 万头			50 万吨	10 万吨	2021 年底前
		二期		2.5 万头	50 万头				10 万吨	2023 年 6 月底
巴中市 通江县	16 亿元				50 万头				20 万吨	2023 年 6 月底
南充市 西充县	25 亿元			3 万头	50 万头	50 万头	1 万吨	30 万吨	10 万吨	2023 年 6 月底
南充市 南部县	25 亿元			2 万头	50 万头	100 万头	0.3 万吨	50 万吨		项目用地取得后 24 个月
合计	191 亿元				500 万头	450 万头	12.1	260 万吨	90 万吨	

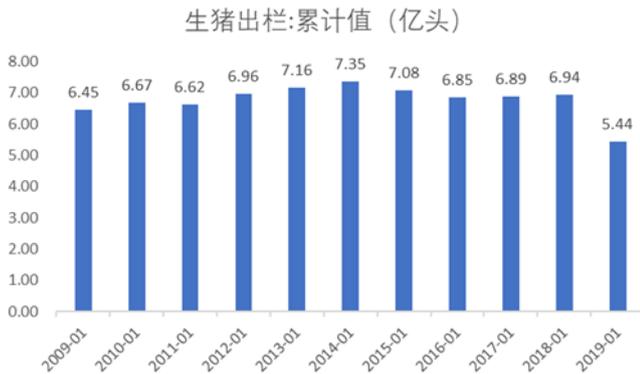
资料来源：公司公告，国海证券研究所

根据公司公告，大股东承诺最迟不超过 2023 年末前完成将上述项目的股权注入上市公司的协议签署，在上市公司明确放弃上述收购权利时，最迟不超过 2023 年末前向无关联第三方转让上述项目股权。

## 2、养殖屠宰肉制品行业，万亿市场规模，集中度低，公司发展空间足够大

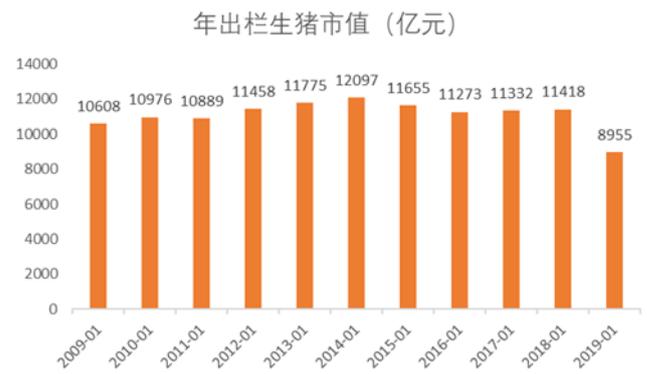
### 2.1、我国养殖行业万亿市场规模，行业集中度非常低

图 1：我国生猪年出栏量



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：我国生猪按市场平均价折算的市值



资料来源：wind，国海证券研究所

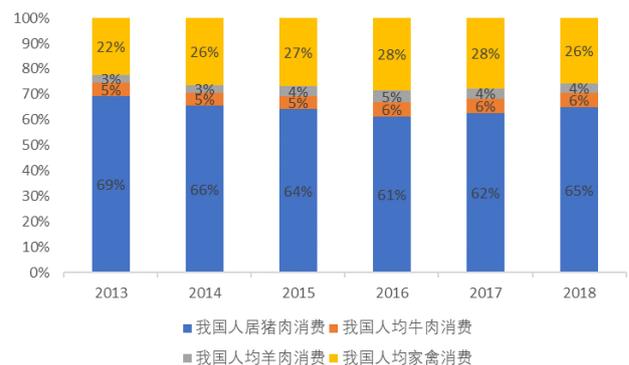
从 2009 年到 2019 年，我国生猪出栏量平均在 6.7 亿头左右。按照历史正常一个猪周期约 4 年左右，我们提取 2014 年-2018 年生猪平均价为 14.96 元/公斤，按照生猪标准体重 110 公斤/头计算，则生猪养殖行业规模可达 1 万亿元以上。而我国居民肉类消费构成中，猪肉占比约 65%左右，牛羊肉占比约 5%，鸡鸭禽肉占比约 25%。因此，如果加上牛羊肉和鸡鸭禽肉的养殖规模，则行业空间更大。

图 3：2014-2018 年我国生猪平均价



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：我国居民肉类消费构成



资料来源：wind，国海证券研究所

而从集中度来看，据牧原股份 2019 年年报公告，2018 年出栏量较大的 7-8 家养殖企业（温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望、天邦股份、中粮肉食、天康生物等）生猪合计出栏 4,844.78 万头，占全国生猪总出栏量的 6.98%。2019 年该八家养殖企业生猪合计出栏 4,499.93 万头，占全国生猪总出栏量的 8.27%，

与 2018 年相比，集中度有所提升。但从行业整体水平来看，我国生猪养殖行业整体规模化程度仍处于较低水平。

## 2.2、我国生猪屠宰业较养殖业更为分散，行业净利润规模可达 260 多亿元

我国生猪屠宰行业，虽然属于粗加工行业，平均净利率约 2-3 个百分点，按照生猪 2014-2018 年平均价 14.96 元/公斤，标注体重 110 公斤/头计算，则头均盈利大约在 40 元左右（小规模屠宰场一般头均盈利在 30-40 元，中等规模屠宰厂一般头均盈利在 40-60 元，大规模屠宰厂一般头均盈利在 60-100 元）。如按照每年 6.7 亿头生猪，则净利润也可达 268 亿元。如果参照食品类 2019 年平均 9% 的净利率倒推营业收入规模，则也有相当于约 3000 亿收入规模的大行业。

从集中度来看，屠宰行业集中度比养殖行业更低，2019 年双汇发展屠宰生猪 1320 万头，占 2019 年全国生猪屠宰量 54419 万头的 2.42%。其他行业内规模较大的上市公司，如雨润食品 2019 年生猪屠宰量 624 万头，行业占比仅为 1.14%。我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重虽然逐年提高，但到 2019 年，仍然只有 33% 的水平。龙大肉食 2019 年生猪屠宰量 501.28 万头，属于中大型规模屠宰厂，未来仍有很大的增长空间。

图 5：我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重



资料来源：wind，国海证券研究所

## 2.3、肉制品行业将近 3000 亿元行业规模，调理肉制品和中式酱卤肉制品发展潜力大

近几年，我国肉制品保持着稳定的增长。2017 年全国肉制品产量突破 1600 万吨，2018 年我国肉制品产量达 1713 万吨，同比增长约 7%，2019 年我国肉制品产量达 1775 万吨，同比增长约 3.6%。参考双汇 2019 年肉制品收入 251.63 亿元，销

量 160.16 万吨，则每吨均价大约 1.5711 万元，则整个肉制品行业相当于约 2800 亿元，也是规模很大的行业。而目前我国肉制品产量仅占肉类总产量的 3.6%，年人均不足 2kg，而发达国家肉制品占肉类产量的 50%，相较而言还存在很大的差距，未来仍然有很大的提升空间。

图 6：我国肉制品行业销量情况



资料来源：中商产业研究院，中国产业信息网，国海证券研究所

近年来，随着居民对食品健康化、休闲化的追求，高温肉制品发展相对成熟，但是低温肉制品、调理肉制品和中式酱卤肉制品、休闲肉制品均发展很快，尤其是面向餐饮和家庭餐桌消费的调理肉制品和中式酱卤肉制品发展空间广阔。随着 80 后、90 后成为上班族的主力，年轻人煮饭烧菜意愿低，具有佐餐属性的调理肉制品、酱卤肉制品需求呈现快速增长趋势。尤其是随着冷鲜肉的发展，冷链系统的完善，调理肉制品和中式酱卤肉制品可采取与冷鲜肉相同的渠道进行销售，具体的终端形式如：橱窗店、经销商直营店、加盟店、商超店中店、现有生鲜品店单划熟食区等等，终端渠道与冷鲜肉的相同性，使得调理肉制品和酱卤肉制品得以快速发展成为现实的可能。而对餐饮业而言，随着人工成本和场地租金的大幅上升，迫切需要类似中央厨房的食品工厂提供半成品，如肉类企业提供如梅干菜扣肉等速冻调理肉制品，以提高运营效率，大幅降低运营成本。

2019 年龙大肉食肉制品 7.05 亿元，销售规模仍然较小，未来仍有很大的增长空间。公司肉制品板块未来重点打造面向餐饮的速冻调理制品和功能性高端肉制品。公司目前已与百胜集团(肯德基、必胜客)、阿香米线、宏状元、真功夫、永和大王等国内外知名餐饮企业建立起长期合作关系，在连锁餐饮供应行业中迅速发展，并不断围绕餐饮 OEM 进行布局，快速开拓，致力于打造中国连锁餐饮行业中央厨房第一品牌，目前已发展成为国内最优秀的餐饮供应链之一。

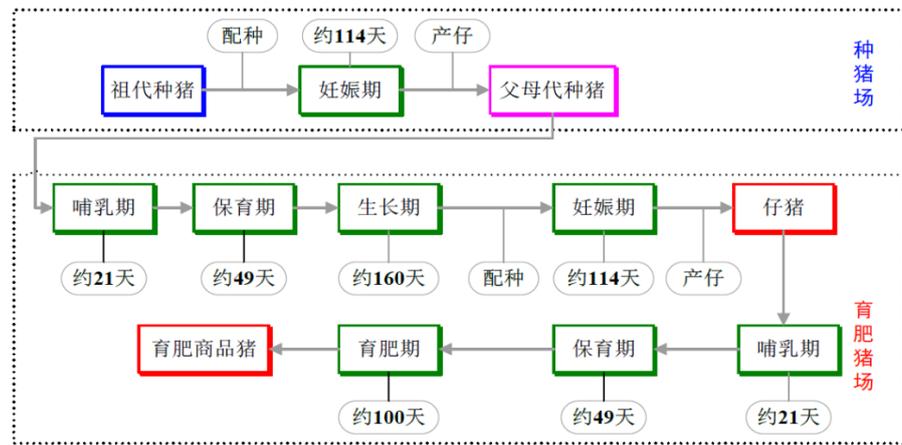
总而言之，对于龙大肉食而言，无论是养殖业、屠宰业，还是肉制品行业，都是处于几千亿，甚至上万亿的行业规模。行业集中度都很低，只要公司有能力强经营好，发展空间都很大，离天花板都很遥远。

### 3、全产业链布局，平抑猪周期成本波动，逆周期扩张提高资金使用效率

#### 3.1、我国生猪养殖业长期以散户散养为主，存在明显的周期性波动

我国生猪养殖业长期以散户散养为主，据中国畜牧兽医年鉴统计显示，2016年年出栏生猪5万头以上的养殖户为311家，占总养殖户数的0.0007%，2017年年出栏生猪5万头以上的养殖户为407家，占总养殖户数的0.0011%，较2016年略有增长。

图7：我国商品猪的养殖流程图



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

而散户养殖的决策经常处于“生猪卖难——价格下跌——陷入亏损——饲养规模减少——供应短缺——价格上涨——扭亏为盈——饲养规模增加——生猪卖难”的周期性循环。

图8：我国能繁母猪栏量变化情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图9：我国生猪价格走势情况

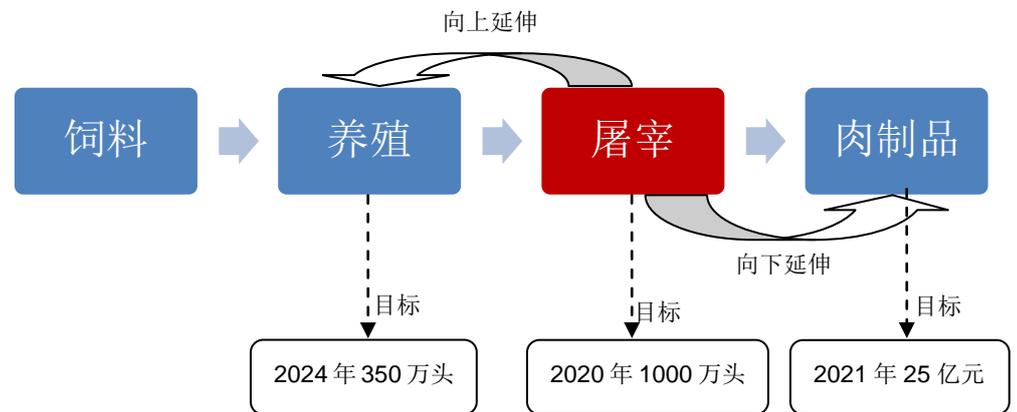


资料来源：wind，国海证券研究所

在我们通过对商品猪养殖流程的分析，猪价上行周期至少 1 年半的时间，猪价变动完整的周期预计要 3 年半-4 年的时间。由于生猪价格的周期性变化，也导致养殖企业盈利周期性的变化。2018 年 8 月，非洲猪瘟在我国首次确诊，部分疫区出现生猪大量死亡，导致生猪供给严重不足，生猪价格自 2019 年 6 月出现大幅上涨，最高猪价超过 40 元/公斤。

### 3.2、全产业链平抑猪周期成本波动，降低经营风险

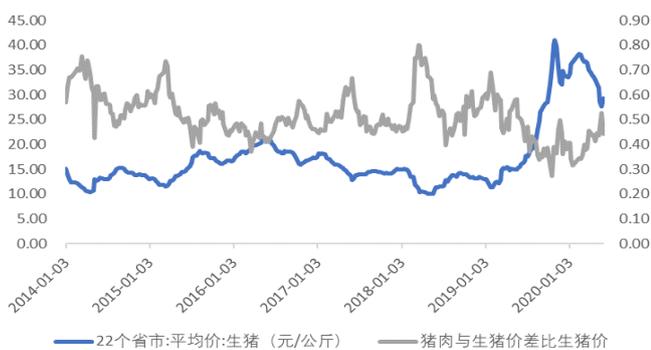
图 10: 全产业链运营模式



资料来源：公司公告，国海证券研究所

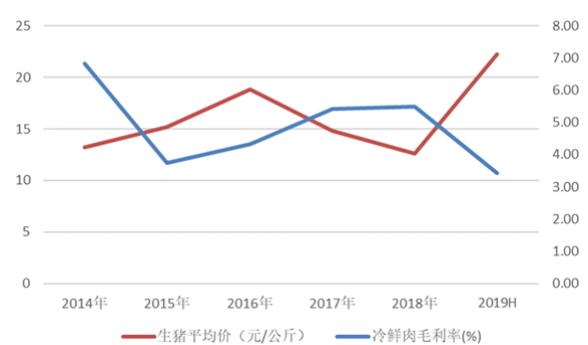
公司过去的业务以屠宰业为主，屠宰企业的盈利也受猪周期的波动。对于屠宰企业来说，原材料生产成本中 95%来自于生猪，屠宰业务的盈利能力主要随猪肉和生猪价差的波动而波动。由于猪肉市场价格变动灵敏度低于生猪市场，所以当生猪和猪肉价格上涨时，价差缩小，毛利率下降；生猪和猪肉价格下降时，价差扩大，毛利率提升。此外，当猪价上涨时，是因为生猪供应减少，公司屠宰量下降，公司产能利用率不够，单位固定成本费用摊销多，毛利率降低。相反，在猪价下跌时，是因为生猪供应一般较为充足，公司屠宰量扩大，单位固定成本费用摊销减少，也有利于毛利率提升。

图 11: 肉猪价差与生猪价比值与生猪价格走势相反



资料来源：wind，国海证券研究所

图 12: 公司冷鲜肉业务毛利率与生猪价格走势相反



资料来源：wind，国海证券研究所

公司肉制品的毛利率变动与冷鲜肉类似，与生猪价格相反，因为肉制品市场价格的调整滞后于猪肉等原料成本的变化，而且肉制品终端价格的调整不会像生猪价格变化那么频繁。未来，公司将大力发展肉制品，这一方面与肉制品毛利率高盈利能力强有关，另一方面生猪价格的波动幅度远大于屠宰业务毛利率的波动，通过大幅发展肉制品，可以更好的平抑猪价波动对公司盈利的波动影响。

生猪价格的大幅波动不仅影响屠宰业务利润，上游的生猪养殖行业更是受到直接冲击。将下游的肉制品和屠宰业与上游的养殖业进行垂直整合，形成全产业链的模式，带来的优势是清晰可见的：一是有利于盈利的稳定，在生猪价格上涨时，生猪盈利的增长可以用于抵消肉类加工原材料成本的上涨和屠宰量不足毛利率降低的负面影响，生猪价格下降时则反向平滑利润；二是有利于经营效率的提升，在垂直整合产业链模式下，上下游紧密接合，设施和技术使用效益达到最大化，规模效应凸显；三是有利于保证产品质量的稳定和一致性，树立公司更好的品牌形象。

以美国的发展经验为例，上世纪 80 年代美国屠宰和肉制品加工行业进入大规模整合期，以斯密斯菲尔德和泰森等为代表的企业大力进军上游养殖行业，在产业的纵向一体化上实现重大突破。特别斯密斯菲尔德，构筑了从养殖到屠宰再到肉制品深加工的完整产业链，成为行业纵向整合的标杆，其利润率和市值也从 80 年代末开始得到快速提升，也为我国屠宰企业如何提升利润给出了重要参考。

### 3.3、全产业链逆周期扩张，可充分提高资金使用效率

全产业链布局，除了上述经营上的好处之外，最为主要的是可实现逆周期扩张，大幅提高资金使用效率。

图 13: 全产业链逆周期扩张模式



资料来源: wind, 国海证券研究所

在猪价上涨的高点时，养殖利润丰厚，也是屠宰行业最为难过的时候，在很多屠宰场经营亏损，无法继续经营下去的时候，公司可以用养殖赚到的钱以低成本收购屠宰场或新建屠宰场，待猪价下跌，生猪供应量充足的时候，以备有充足的屠宰产能赚取丰厚的屠宰业务利润。

相反，在猪价下跌的低点时，屠宰业务利润丰厚，也是养殖行业最为难过的时候，在很多养殖户经营亏损，大幅减栏的时候，公司可以用屠宰赚到的钱大幅新建养殖场和补栏，待第二个猪周期上来的时候，可以充分的分享养殖业务高景气下的利润增长。

而单一业务模式，容易带来资金链风险。比如，养殖企业，在猪价上行周期赚到丰厚的利润，用该利润继续投资养殖业，则可能面临 2 年后周期下行低点的巨额亏损。在亏损面前，收缩业务，一旦周期上行时又无猪可卖。同样，对屠宰企业而言，在猪价下行时期赚到丰厚的利润，用该利润继续投资屠宰业，则可能面临 2 年后周期上行猪价高点时的巨额亏损。

#### 4、从低毛利小屠宰企业，向规模化大屠宰企业发展及布局肉制品和养殖业，盈利弹性迅速扩大

图 14：公司盈利弹性迅速扩大



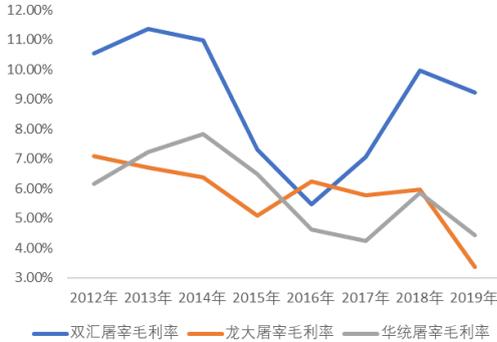
资料来源：国海证券研究所

#### 4.1、从低毛利小屠宰企业向规模化大屠宰企业发展，实现“量利齐升”

龙大肉食过去是从小屠宰企业发展起来，从小屠宰企业发展到大规模屠宰企业，有望实现“量利齐升”。因为小屠宰企业规模小，实力弱，上下游缺乏议价权，单头盈利水平差。过去龙大屠宰业务的单头盈利水平预计在 30-40 元左右，而

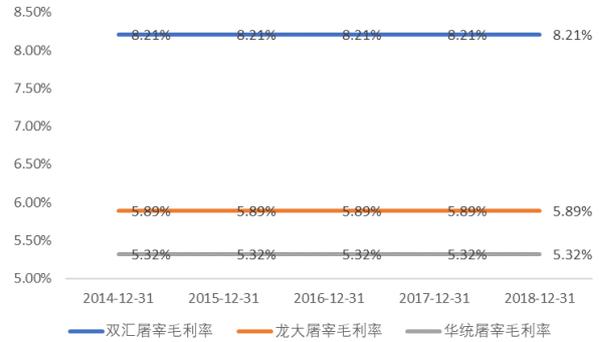
屠宰量 1000 多万头的双汇则单头盈利可达 70-80 元以上，相当于龙大的将近两倍。因此，未来随着龙大屠宰业务的快速扩大，公司屠宰业务不仅实现量的快速增长，也实现单头盈利的大幅提升，从而给公司带来较高的盈利弹性。

图 15: 双汇、龙大和华统历年来毛利率比较



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2014-2018 年双汇、龙大和华统平均毛利率水平



资料来源: wind, 国海证券研究所

以上为我们对双汇发展、龙大肉食和华统股份的屠宰业务（包括鲜肉和冻肉）毛利率比较，双汇的毛利率显著高于龙大和华统。同时以 2014 年-2018 年相对比较完整的一个猪周期三家公司的平均毛利率水平比较，双汇平均 7.92%，要高于龙大平均 5.89% 的 2.13 个百分点。按照 2014-2018 年生猪平均价 14.96 元/公斤，以及标准体重 110 公斤/头计算，则双汇屠宰业务盈利要超过龙大 35 元/头，相当于龙大现有盈利水平的 1.7 倍多（龙大按照 5.89% 平均毛利率，2014-2018 年生猪平均价 14.96 元，标准体重 110 元/头，则毛利为 96.93 元，扣除 3% 左右的成本费用率，则实际盈利约 47.55 元/头）。

我国屠宰行业集中度正处于快速提升阶段。

一方面，国内政策对生猪产业链的环保要求趋严，农业部加快畜禽屠宰法治化建设，重点加强小型生猪屠宰场点的资格清理，大量无法达到污染排放标准的小屠宰场关停并转；

另一方面，小型屠宰场由于资金实力缺乏，在生猪价格大幅上涨，生猪供不应求的情况下，尤其是如 2019 年下半年的生猪行情，小屠宰场无法拿到生猪，同时也没有资金去囤冻肉，亏损严重，不得不关停。

此外，在非洲猪瘟的影响下，由“调猪”向“调肉”转变。传统的屠宰场一般设在“消费地”，采用“调猪”的方式。而非洲猪瘟的影响下，传统活猪调运方式易造成疫情传染扩散，因而政府限制活猪跨省调运，鼓励实现就地屠宰。如此一来，则部分在消费地的屠宰场需要关停，而在养殖地需要新建部分屠宰场。小屠宰场没有资金实力异地扩建，而大的屠宰场多在养殖地建设和并购屠宰场。尤其是从“调猪”到“调肉”的模式转变，需要更长距离更长时间的冷链运输。大的屠宰企业在冷链运输和销售网络方面壁垒较高，引进先进的生产设备和研发冷分割加工工艺，都需要较大的资金投入和时间累积。这也客观上造成行业自然整合，屠宰业务向大的屠宰厂方向发展。

从中长期来看，中小屠宰厂获取稳定猪源能力差，两端议价能力低，导致开工率不足等弊端显现，自动退出市场是一个趋势。而对大的屠宰厂而言，当猪价上涨，生猪供不应求的时候，对下游有议价能力；当猪价下跌，生猪供大于求的时候，对上游有议价能力。如此一来，则实现“强者恒强”。

龙大肉食 2019 年生猪屠宰量约 500 多万头，在行业内排名前几位，公司作为规模中大型企业，尤其有上市公司平台，也有能力在养殖地新建或对其他屠宰场的并购而快速做大。此外，随着公司屠宰业务的做大，销售渠道的扩大，同渠道还可增加多品类销售，从而完善整个肉类产品的销售。公司下一步有望通过海外并购等方式完善牛羊肉等品类布局，完善优质动物蛋白的供应能力。

目前公司拥有本部莱阳工厂、龙大牧原工厂、莒南工厂、蓬莱富龙工厂、聊城工厂、临沂顺发和潍坊振祥工厂等 7 个现代化屠宰工厂，总设计产能 728 万头，其中临沂顺发和潍坊振祥为 2018 年并购企业。未来几年，公司在现有工厂产能基本饱和的情况下，计划在东部区、中南区、北部区租赁和新建屠宰工厂。我们预计到 2021-2022 年，公司屠宰产能有望达到 1000 万头/年以上。

## 4.2、从低毛利粗加工屠宰业务向高毛利深加工肉制品业务发展，显著提高盈利弹性

公司过去以屠宰业务为主，冷鲜肉毛利率低时约 3 个多点，高时不到 7 个点，虽然有部分肉制品，但肉制品整体收入规模很小。2018 年公司总收入 87.78 亿元，但肉制品只有 5.20 亿元。2019 年公司总收入 168.22 亿元，但肉制品只有 7.05 亿元。

与屠宰业务相比，肉制品盈利能力更强。肉制品为深加工，加工产业链延伸增加了产品附加值，产品毛利率更高，公司肉制品的平均毛利率约在 25% 左右。公司肉制品业务目前虽然规模较小，但公司十分重视，公司先后从行业知名企业挖聘研发和销售管理人员，在研发和经营上进行创新和改进，并重点发展调理肉制品、酱卤肉制品和功能性高档肉制品，预计未来能有较大幅度的增长。

图 17：公司业务构成肉制品占比小

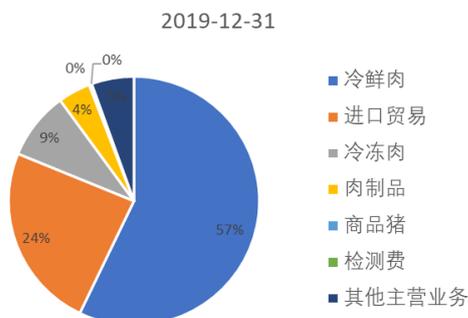


图 18：公司肉制品毛利率显著高于屠宰业务



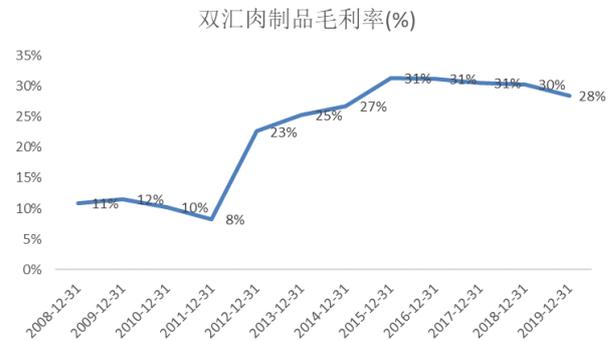
资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

公司肉制品的体量和毛利率与双汇比很小。2019年，双汇肉制品 251.63 亿元，而龙大肉制品只有 7.05 亿元。双汇肉制品毛利率一般约 30 个百分点，龙大肉制品毛利率一般约 25 个百分点。未来，龙大肉食随着肉制品业务的快速发展，不仅肉制品销售规模得到快速增长，肉制品毛利率也有望得到进一步快速提升。

图 19: 双汇肉制品收入及增长情况

图 20: 双汇肉制品毛利率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

从中长期来看，随着肉制品销售规模的扩大，期间费用率的降低，肉制品的净利率水平也有望得到快速放大。公司从低毛利低利润基数的屠宰业务向高毛利高速增长肉制品业务的发展，其盈利弹性有望显著放大。

### 4.3、公司养殖成本低于行业平均水平，有望获得高于行业平均盈利水平的超额收益

图 21: 我国自养自繁生猪利润



资料来源: wind, 国海证券研究所

公司生猪养殖规模虽然低于牧原等大型龙头企业，但相比较于一般规模化养殖企业，公司的生猪养殖规模相对较大，生猪养殖成本低于社会平均养殖成本。

根据公司公告，2018 年度公司每头生猪年成本 1327.27 元/头，按照头均标准体重 110 公斤计算，则每公斤生猪养殖成本为 12.066 元，低于同期散养生猪成本 15.29 元/公斤，也低于同期一般规模生猪养殖成本 12.93 元/公斤。由此，公司布局养殖业，不仅平抑猪价波动带来的成本波动，有利于逆周期扩张，也带来业务板块来超过社会平均盈利水平的超额收益。

表 2: 散养生猪成本收益情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	平均
单头猪体重 (公斤)	115.60	116.09	116.13	118.31	120.72	122.53	118.23
产值 (公斤)	1746.87	1601.96	1827.19	2214.54	1826.77	1637.45	1809.13
总成本 (公斤)	1853.02	1844.00	1835.35	2050.61	2006.98	1872.97	1910.49
公斤售价 (公斤)	15.11	13.80	15.73	18.72	15.13	13.36	15.31
公斤成本价 (公斤)	16.03	15.88	15.80	17.33	16.63	15.29	16.16
净利润 (元)	-106.15	-242.04	-8.16	163.93	-180.21	-235.52	-101.36

资料来源:《2019 年全国农业产品成本收益资料汇编》，国海证券研究所

表 3: 规模生猪成本收益情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	平均
单头猪体重 (公斤)	114.90	116.44	117.70	119.26	120.80	122.62	118.62
产值 (公斤)	1720.81	1577.96	1822.19	2223.68	1842.18	1595.15	1797.00
总成本 (公斤)	1616.90	1592.14	1605.15	1809.99	1726.94	1584.93	1656.01
公斤售价 (公斤)	14.98	13.55	15.48	18.65	15.25	13.01	15.15
公斤成本价 (公斤)	14.07	13.67	13.64	15.18	14.30	12.93	13.96
净利润 (元)	103.91	-14.18	217.04	413.69	115.24	10.22	140.99

资料来源:《2019 年全国农业产品成本收益资料汇编》，国海证券研究所

## 5、公司股权激励考核条件高，管理层业绩动力强

公司 2019 年 9 月发布的股权激励方案中，所设定的考核条件较高，管理层业绩动力较强，对公司后期业绩实现较高增长有一定的保障。

表 4: 公司股权激励考核指标

考核指标	考核期	2019 年	2020 年	2021 年
利润总额指标 (亿元)	预设最高值 (A1)	3.3	5	8
	预设及格值 (B1)	2.7	4.5	7.2
营业收入指标 (亿元)	预设最高值 (A2)	150	200	300
	预设及格值 (B2)	130	180	270

资料来源:公司公告, 国海证券研究所

## 6、公司分项业务盈利预测

表 5: 公司分项业务盈利预测

业务模块	分项	2020 年	2021 年	2022 年	2023	2024	备注
养殖业务	出栏量 (万头)	40	50	100	150	350	
	头猪标准体重 (公斤/头)	110	110	110	110	110	
	市场价预测 (元/公斤)	25	20	15	16	18	
	成本价	16	16	15	14.5	14	正常成本约 12 元/公斤, 因防疫增加成本
	净利润 (亿元)	4.0	2.2	0.0	2.5	15.4	
屠宰业务	数量 (万头)	600	1000	1300	1600	2000	
	头猪收入 (元)	2850	2330	1810	1930	2130	头猪收入=头猪市场价* 头猪标准体重+成本费用 100 元+头均盈利
	收入 (亿元)	171	233	235	309	426	
	头均盈利 (元/头)	0	30	60	70	50	按头均 40-60 元净利润 计算
	净利润 (亿元)	0	3	7.8	11.2	10	
肉制品业务	收入 (亿元)	12	15	25	35	50	
	正常净利率	10%	10%	10%	10%	10%	
	猪价下跌增加净利率	-1%	0%	1%	0%	-1%	
	规模扩大增加净利率	0	0	1%	1%	2.0%	
	合计净利率	9.0%	10.0%	12.0%	11.0%	11.0%	
	净利润 (亿元)	1.08	1.5	3	3.85	5.50	
进出口业务	收入 (亿元)	30	40	50	60	80	以牛羊肉为主
	净利率	1%	1%	1%	2%	2%	
	净利润 (亿元)	0.3	0.4	0.5	1.2	1.6	
净利润合计 (不含养殖)		1.38	4.9	11.3	16.25	17.1	
总计收入 (亿元)		213	288	310	404	556	
同比增长		27%	35%	8%	30%	38%	
总计净利润 (亿元)		5.34	7.10	11.30	18.73	32.50	
同比增长			33%	59%	66%	74%	

资料来源: 国海证券研究所

## 7、盈利预测与评级

我们认为短期看公司的净利润贡献主要在于猪价上涨的养殖提供，但公司更为核心的是全国化的屠宰业和未来重点发展的肉制品。未来，随着猪价下跌，养殖和肉制品都有望带来较好的盈利贡献，公司的盈利更为平稳。长期来看，公司的业绩增长动力在于养殖、屠宰、肉制品全产业链的扩张和发展。

基于审慎性原则，暂不考虑资产注入，同时鉴于看好公司从低毛利业务到高毛利业务发展，盈利弹性大，上调公司盈利预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.53/0.71/1.13 元，对应 PE 分别为 14.83/11.15/7.00 倍，维持“买入”评级。

## 8、风险提示

- 1) 公司屠宰业扩张不达预期;
- 2) 公司肉制品发展不达预期;
- 3) 公司养殖业扩张不达预期;
- 4) 猪价涨跌不符合预期;
- 5) 猪瘟控制不达预期;
- 6) 食品安全;
- 7) 公司资产注入的不确定。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	16822	21300	28800	31030
增长率(%)	92%	27%	35%	8%
归母净利润(百万元)	241	534	710	1130
增长率(%)	36%	122%	33%	59%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.53	0.71	1.13
ROE(%)	9.40%	16.46%	17.38%	20.83%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：龙大肉食盈利预测表（暂不考虑资产注入）

证券代码:	002726.SZ				股价:	7.93				投资评级:	买入				日期:	2020-06-02			
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标	2019	2020E	2021E	2022E					
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	9%	17%	18%	21%	EPS	0.24	0.53	0.71	1.13										
毛利率	6%	7%	7%	9%	BVPS	2.35	2.83	3.51	4.59										
期间费率	4%	4%	3%	4%	<b>估值</b>														
销售净利率	1%	3%	2%	4%	P/E	32.55	14.83	11.15	7.01										
<b>成长能力</b>					P/B	3.38	2.80	2.26	1.73										
收入增长率	92%	27%	35%	8%	P/S	0.47	0.37	0.27	0.26										
利润增长率	36%	122%	33%	59%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>										
总资产周转率	2.66	2.88	1.98	1.81	<b>营业收入</b>	<b>16822</b>	<b>21300</b>	<b>28800</b>	<b>31030</b>										
应收账款周转率	39.91	31.49	35.20	33.24	营业成本	15819	19727	26781	28245										
存货周转率	5.92	5.92	5.92	5.92	营业税金及附加	12	15	20	22										
<b>偿债能力</b>					销售费用	330	396	555	666										
资产负债率	59%	57%	72%	69%	管理费用	218	255	319	367										
流动比	1.29	1.80	1.35	1.44	财务费用	50	121	78	60										
速动比	0.57	0.77	0.87	1.00	其他费用/（-收入）	50	1	1	1										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>营业利润</b>	<b>350</b>	<b>786</b>	<b>1048</b>	<b>1672</b>										
现金及现金等价物	718	545	5828	8011	营业外净收支	7	7	7	7										
应收款项	422	676	818	933	<b>利润总额</b>	<b>358</b>	<b>793</b>	<b>1055</b>	<b>1679</b>										
存货净额	2670	3333	4524	4772	所得税费用	60	133	177	282										
其他流动资产	989	1252	1693	1824	<b>净利润</b>	<b>297</b>	<b>660</b>	<b>878</b>	<b>1396</b>										
<b>流动资产合计</b>	<b>4798</b>	<b>5806</b>	<b>12863</b>	<b>15539</b>	少数股东损益	57	126	167	266										
固定资产	936	842	1108	997	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>241</b>	<b>534</b>	<b>710</b>	<b>1130</b>										
在建工程	42	217	42	42	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>										
无形资产及其他	52	50	49	48	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1371)</b>	<b>(795)</b>	<b>5660</b>	<b>2505</b>										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	297	660	878	1396										
<b>资产总计</b>	<b>6318</b>	<b>7406</b>	<b>14553</b>	<b>17117</b>	少数股东权益	57	126	167	266										
短期借款	1825	1825	1825	1825	折旧摊销	93	95	85	112										
应付款项	805	870	6608	7744	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	792	233	799	887	营运资金变动	(1818)	(685)	(8078)	(1718)										
其他流动负债	298	298	298	298	<b>投资活动现金流</b>	<b>(227)</b>	<b>(81)</b>	<b>(91)</b>	<b>111</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>3722</b>	<b>3227</b>	<b>9531</b>	<b>10755</b>	资本支出	(107)	(81)	(91)	111										
长期借款及应付债券	20	970	970	970	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	13	13	13	13	其他	(120)	0	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>33</b>	<b>983</b>	<b>983</b>	<b>983</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1427</b>	<b>923</b>	<b>(36)</b>	<b>(57)</b>										
<b>负债合计</b>	<b>3755</b>	<b>4210</b>	<b>10514</b>	<b>11739</b>	债务融资	1179	950	0	0										
股本	989	998	998	998	权益融资	70	0	0	0										
股东权益	2563	3196	4038	5378	其它	178	(27)	(36)	(57)										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6318</b>	<b>7406</b>	<b>14553</b>	<b>17117</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(172)</b>	<b>47</b>	<b>5534</b>	<b>2560</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。