

产业链融合发展，实现由大到强的进化

——牧原股份首次覆盖报告

买入|首次评级

报告要点:

● 公司是生猪养殖行业龙头企业，市场占有率达到6%

牧原股份主营生猪养殖，建立了集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰、肉食加工于一体的完整封闭式生猪产业链。2020年成为国内第一大生猪养殖企业。随着未来产能的逐步释放，我们预计2023年生猪出栏量将达到7000万头，市场占有率超过10%。

● 全产业链打造核心竞争优势

在饲料端，公司拥有研发优势、采购优势和生产优势；在育种端，公司现拥有公司不仅拥有完整的三元育种体系，而且还成熟掌握了轮回二元育种技术。在养殖端，公司“全自养、全链条、智能化”一体化的模式，兼顾了疫情防治和产能扩张，公司全产业链打造成本领先优势，通过精细化管理，降本增效，去年底公司完全成本已经降至14.7元/公斤以下，全行业成本最低，今年目标为13元/公斤，还有较大下降空间。

● 猪周期有望在今年下半年反转

当前产能过剩的局面正在改善，能繁母猪存栏量与正常保有量正处于不断收敛的过程中。我们认为在猪价震荡向下，行业持续亏损，饲料成本高位徘徊以及需求低迷的背景下，行业产能出清的速度有望加快，猪周期有望在今年下半年反转。公司作为行业龙头，将充分受益于行业景气度提升。

● 产业融合发展助力公司由大到强

随着生猪养殖行业标准化、规模化和集约化发展的不断深入，生猪产业链融合发展将成为新的发展趋势。2019年开始公司加快了屠宰业务的布局，目前投产屠宰产能达到2200万头/年。我们认为公司布局下游屠宰肉食业务将更好的发上下游协同效应，平滑猪周期对公司业绩的影响，实现由大到强的突破。

● 投资建议与盈利预测

我们预计公司2021-2023年对应的归母净利润分别为75.93亿元、85.34亿元和291.76亿元，EPS分别为1.45元、1.63元和5.56元，对应的PE分别为42.7倍、38倍、11.1倍。参考公司历史PB，行业景气度提升以及公司产业链融合发展的战略，给与22年7.5倍PB，对应目标价84元。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

疫病风险、猪价大幅下降风险、养殖成本上升风险、食品安全风险

当前价/目标价：58.68元/84元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：126.9/40.91

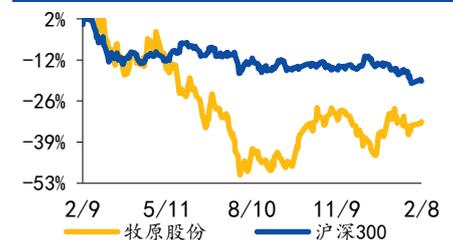
A股流通股(百万股)：3606.46

A股总股本(百万股)：5262.36

流通市值(百万元)：211627.24

总市值(百万元)：308795.20

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

联系人 熊子兴

电话 021-51097188

邮箱 xiongzixing@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20221.33	56277.07	78345.52	112654.19	159572.09
收入同比(%)	51.04	178.31	39.21	43.79	41.65
归母净利润(百万元)	6114.36	27451.42	7593.31	8534.75	29175.50
归母净利润同比(%)	1075.37	348.97	-72.34	12.40	241.84
ROE(%)	26.46	54.46	14.46	14.52	34.16
每股收益(元)	1.17	5.23	1.45	1.63	5.56
市盈率(P/E)	53.00	11.80	42.68	37.97	11.11

资料来源：Wind, 国元证券研究所

目 录

1.公司概况：深耕主业，成就生猪养殖行业龙头	4
1.1 公司以商品猪养殖业务为核心，上市后开启快速扩张之路	4
1.2 创始人控股，管理团队年轻化	5
1.3 公司盈利能力出众，长期保持高速增长	6
1.4 公司上下游议价能力强，资金占用少	7
2.全产业链打造核心竞争力	8
2.1 三大优势筑牢饲料端竞争优势	8
2.2 创新轮回二元杂交育种体系，凸显育种端竞争优势	10
2.3“全自养、全链条、智能化”养殖模式打造养殖端竞争优势	13
3.周期持续筑底中，乐观估计及今年下半年有望反转	15
3.1 当前的主要矛盾是产能过剩	15
3.2 乐观估计今年下半年将开启新一轮周期	17
4.产业链融合发展，实现由大到强的进化	18
4.1“养殖+屠宰”融合发展已成为行业趋势	18
4.2 屠宰行业正处与恢复阶段，未来竞争格局将得到进一步优化	20
4.3 顺势而为大举加码屠宰业务	22
4.4 开拓屠宰业务有利于发挥上下游协同效应	24
5.盈利预测	27
6.风险提示	29

图表目录

图 1：生猪养殖业务为公司核心业务（单位：百万元）	4
图 2：公司以销售商品猪为主（单位：万头）	4
图 3：畜禽养殖子公司占比最高	5
图 4：公司生猪产能主要集中在河南	5
图 5：公司生猪出栏量快速增长（单位：万头）	5
图 6：21 年公司生猪出栏量稳居行业第一（单位：万头）	5
图 7：公司创始人控股（截至 2021 年三季度）	6
图 8：近 5 年公司营业收入快速增长（单位：百万元）	7
图 9：近 5 年公司归母净利润快速增长（单位：百万元）	7
图 10：公司生猪养殖业务毛利率高于同行	7
图 11：公司 ROE 高于同行	7
图 12：公司应收票据及账款/营业收入低于 1%	8
图 13：公司应付票据及账款/营业成本比例较高	8
图 14：饲料成本约占生猪养殖成本的 56%	8
图 15：玉米是猪饲料最主要的原料	8
图 16：去年以来育肥猪饲料价格大幅上涨	9
图 17：小麦和玉米在价格上存在替代的空间	9

图 18: 2019 年中美两国生猪养殖效率对比	10
图 19: 与发达国家相比中国养殖效率还有上升空间.....	10
图 20: 国内纯种族依赖国外进口	10
图 21: 中国主要从丹麦等国进口纯种猪.....	10
图 22: 经典的生猪三元杂交育种体系	11
图 23: 公司国家级生猪核心育种场	12
图 24: 公司拥有多个品种的优质种猪及仔猪	12
图 25: 公司轮回二元育种体系	13
图 26: “自繁自养一体化”养殖模式示意图	13
图 27: “公司+农户代养”模式示意图	13
图 28: 现代化养猪的保育舍布局.....	14
图 29: 智能化养猪的应用场景	14
图 30: 目前仍处在猪周期的筑底期	16
图 31: 能繁母猪存栏量仍然超过正常保有量	16
图 32: 本轮周期已经历两轮持续亏损	17
图 33: 两次亏损持续时间及亏损幅度	17
图 34: 春节前北京市新发地白条猪批发价格低于往年.....	18
图 35: 生猪定点屠宰企业屠宰量创下新高	18
图 36: 全国生猪出栏量已经触底回升	21
图 37: 全国猪肉产量大幅回升	21
图 38: 生猪定点屠宰企业屠宰量及占比（单位：万头）	22
图 39: 2018 年我国屠宰行业 CR5<7%.....	22
图 40: 牧原股份屠宰工艺流程	24
图 41: 牧原股份生猪屠宰生产线.....	24
图 42: 公司猪肉礼盒.....	24
图 43: 公司猪肉熟食礼盒.....	24
图 44: 屠宰业务的主要成本为生猪收购成本本.....	25
图 45: 受疫情影响双汇发展的屠宰产能利用率下滑.....	25
图 46: 屠宰企业毛利率偏低.....	25
表 1: 公司大力起用新生代员工.....	6
表 2: 公司在全国范围内成立育种子公司	11
表 3: 公司第二批入选非洲猪瘟无疫小区名单	14
表 4: 牧原股份和温氏股份生猪业务养殖成本对比.....	15
表 5: 生猪流通从“调猪”向“调肉”转变	19
表 6: 主要生猪养殖企业的屠宰业务布局	20
表 7: 公司屠宰产能统计.....	23
表 8: 生猪流通成本明细.....	26
表 9: 猪周期与屠宰业务的的“跷跷板”效应.....	27
表 10: 业务拆分表.....	28
表 11: 相对估值表.....	28

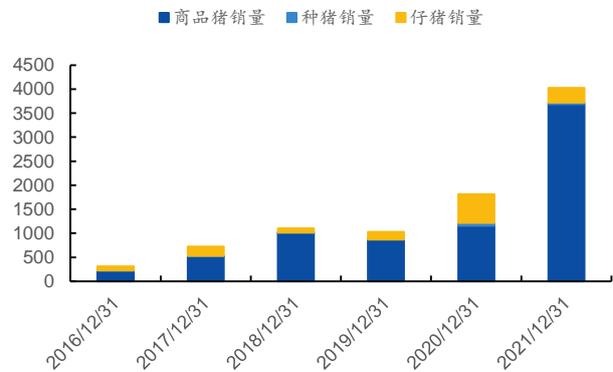
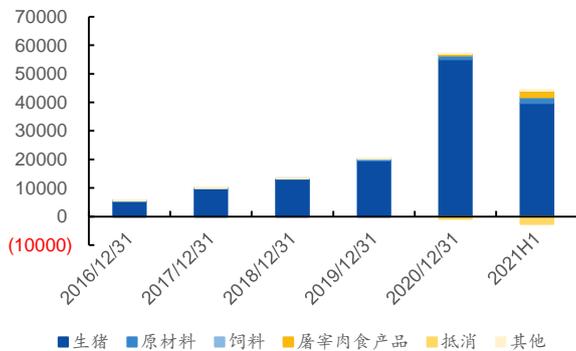
1.公司概况：深耕主业，成就生猪养殖行业龙头

1.1 公司以商品猪养殖业务为核心，上市后开启快速扩张之路

牧原股份是国内商品猪养殖行业龙头企业。牧原股份的前身是河南省内乡县牧原养殖有限公司，于2014年成功在深交所上市。经过30年的发展，公司建立了集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰、肉食加工于一体的完整封闭式生猪产业链。公司主营业务为生猪养殖和销售，公司主要产品包括商品猪，仔猪和种猪和猪肉产品。2021年上半年，公司生猪养殖业务实现销售收入397.3亿元，同比增长91.5%，占公司营业总收入95.7%。报告期内，公司共销售生猪1743.7万头，其中商品猪1496.6万头占比84.3%，仔猪占比14.5%，种猪占比1.5%。

图 1：生猪养殖业务为公司核心业务（单位：百万元）

图 2：公司以销售商品猪为主（单位：万头）

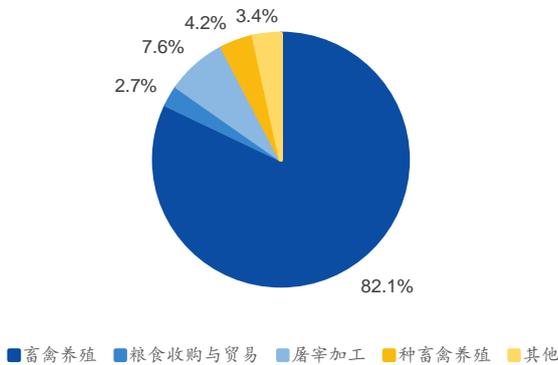


资料来源：wind, 国元证券研究所

资料来源：wind, 国元证券研究所

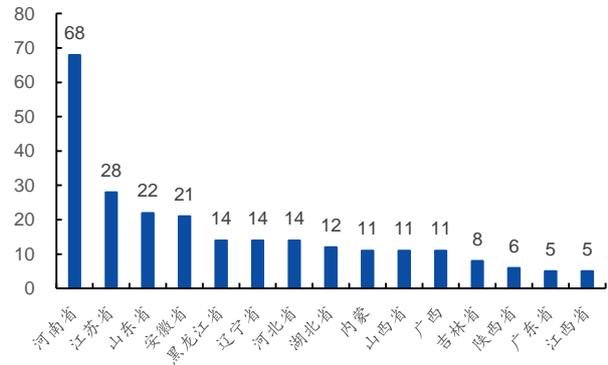
2014年上市之后，公司开启了快速扩张之路。公司自1992年成立，经过22年发展，到上市前，仅有曹县牧原、钟祥牧原、卧龙牧原和邓州牧原4家子公司。2014年上市当年便设立了唐河牧原、扶沟牧原等6家全资子公司。2014年到2021年上半年，在七年半的时间内，公司控股子公司数量就增加了259家，相当于平均每年增加34.5家，实现了产能的快速扩张。从地域上看，公司产能主要分布在长江以北地区，其中在河南省最为集中，设立的控股子公司数量就多达68家，生猪产能超过30%，在黑、吉、辽、蒙区域设立的子公司数量达到47家，产能占比约为20%，山东省、安徽省产能占比约10%，江苏、湖北等省产能占比各在5%左右。

图 3：畜禽养殖子公司占比最高



资料来源：wind，国元证券研究所

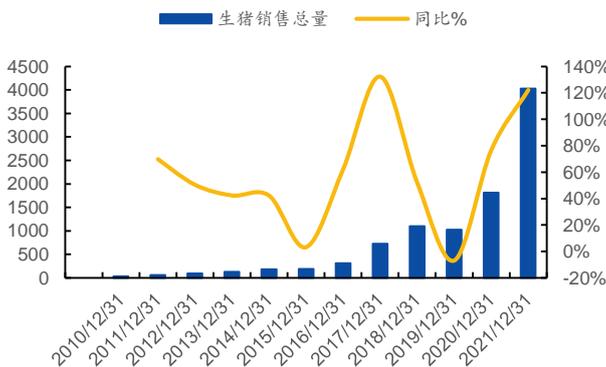
图 4：公司生猪产能主要集中在河南



资料来源：wind，国元证券研究所

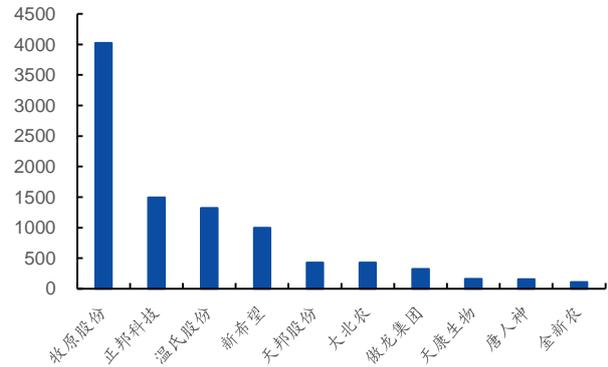
随着产能的不断释放和新建，公司快速成长为行业龙头。公司 2010 年全年生猪销售量为 35.9 万头，到 2021 年生猪销售量达到 4026.3 万头，占到当年全国生猪出栏总量的 6%。11 年时间，公司生猪出栏量提高了约 111 倍。公司凭借强大的扩张能力，奠定了行业龙头地位，并在 2020 年功超越温氏股份，成为业内第一大生猪养殖企业。

图 5：公司生猪出栏量快速增长（单位：万头）



资料来源：wind，国元证券研究所

图 6：21 年公司生猪出栏量稳居行业第一（单位：万头）



资料来源：wind，国元证券研究所

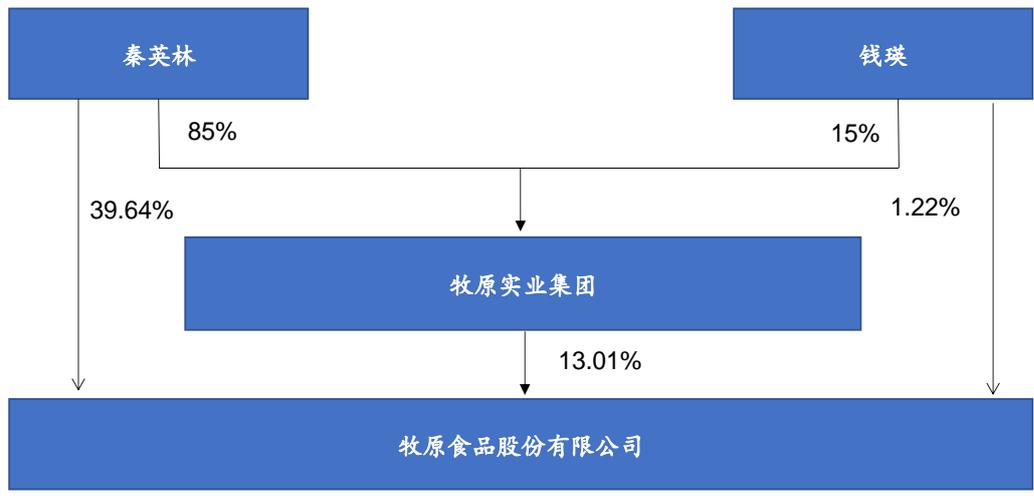
1.2 创始人控股，管理团队年轻化

公司股权结构稳定，创始人控股。 创始人秦英林和钱瑛夫妇分别直接持有牧原股份 39.64% 和 1.22% 的股份，并通过牧原实业集团有限公司间接持有公司 13.01% 的股份。夫妇二人合计直接持有公司 40.86% 的股份，为公司实际控制人。管理层与股东利益一致。公司上市以来一共进行了三次员工持股计划，通过授予限制性股票的方式对公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员进行股权激励，有助于提高核心管理人员及业务人员的积极性，增强团队稳定性。

2021 年 10 月 19 日，公司对外公告非公开发行 A 股股票的预案。一旦定增完成，秦英林和钱瑛夫妇直接和间接合计持有的公司股权将由 53.88% 上升至 55.16%。实际控制人对公司的控制能力进一步加强，将有利于牧原股份的扩张战略和一体化战略

的推进，提升公司核心竞争力。

图 7：公司创始人控股（截至 2021 年三季度）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司管理团队年轻化趋势明显。公司实施“少年大将军”人才战略，从实战中选拔人才，一大批 85、90 后优秀员工从基层走上领导岗位，建立了更加年轻化、技术化、独立化、梯队化的干部团队。通过储备和任用优秀年轻的后备干部，强力推动公司快速发展。

表 1：公司大力起用新生代员工

姓名	职务	性别	年龄	任职时间	年薪（万元）
王春艳	首席人力资源官	女	29	6 年	206.39
袁合宾	首席法务官	男	33	12	197.22
王志远	发展建设总经理	男	33	10	290.49
李彦朋	养猪生产首席运营官	男	35	11	208.33
张玉良	首席智能官	男	33	10	205.42

资料来源：公司年报，国元证券研究所

1.3 公司盈利能力出众，长期保持高速增长

2016 年到 2020 年，公司营业收入从 56 亿元增长到 563 亿元，归母净利润从 23 亿元增长到 275 亿元。营业收入和归母净利润的年均复合增速分别达到 78%和 85.43%。受“猪周期”影响，公司毛利率波动较大，但公司依靠自身强大的成本控制能力，依然把毛利率维持在了 30%以上。2021 年前三季度，受生猪价格快速下跌的影响，公司实现营业收入 562.8 亿元，同比增长 43.7%，实现归母净利润 87.04 亿元，同比下降 58.5%。虽然去年前三季度公司利润出现了大幅下滑，但是经营业绩仍然领跑同行。2021 年前三季度，公司 ROE 为 16.2%，而报告期内行业普遍亏损。

图 8：近 5 年公司营业收入快速增长（单位：百万元）

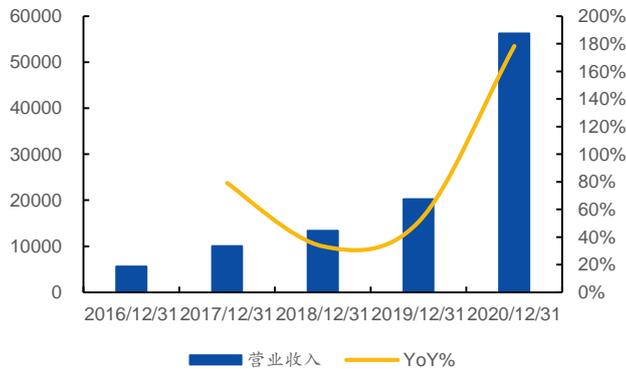
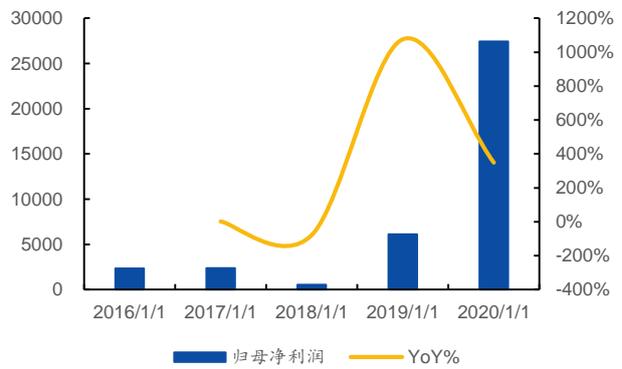


图 9：近 5 年公司归母净利润快速增长（单位：百万元）



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

图 10：公司生猪养殖业务毛利率高于同行

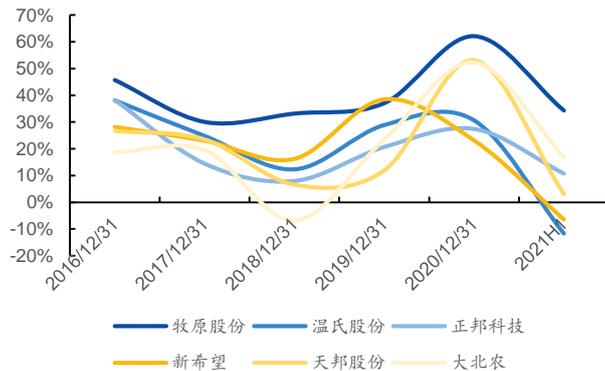
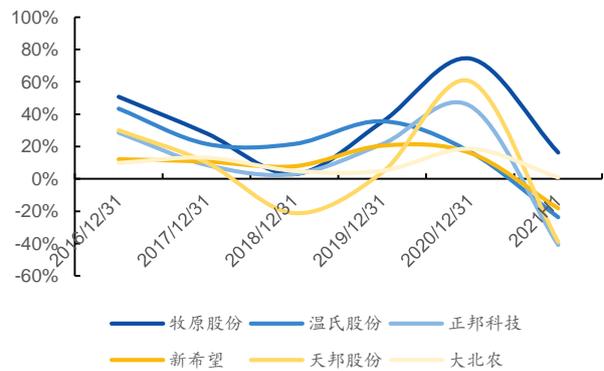


图 11：公司 ROE 高于同行



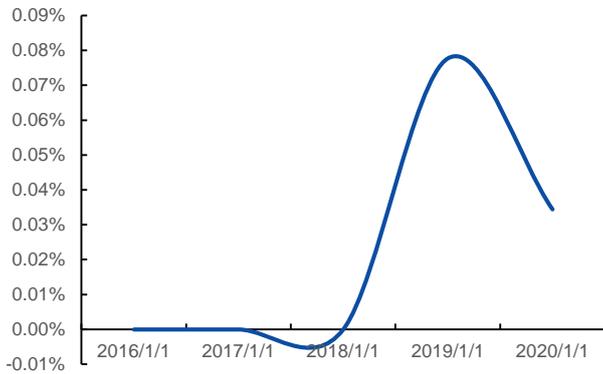
资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

1.4 公司上下游议价能力强，资金占用少

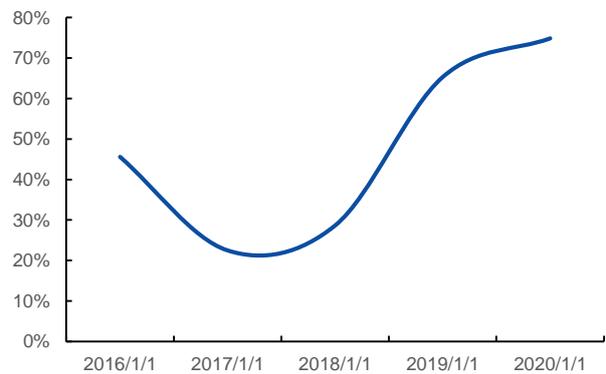
得益于公司行业的龙头地位，以及生猪养殖行业“钱货两清”的交易方式。公司在产业链上下游都具有十分强大的议价能力。具体来看，公司的下游主要客户为生猪贸易商以及少部分屠宰企业等，在与他们交易时，基本采取的是“一手交钱，一手交货”的“钱货两清”模式。公司应收票据及应收账款/营业收入极低，2020 年仅为 0.03%。这极大的降低了资金占用成本。另一方面，公司在采购原材时，由于自身的规模效应，对上游粮食贸易商的议价能力极强。公司应付票据及应付账款/营业成本长期保持较高的比例，2020 年高达 74.9%。规模庞大的应付票据及应付账款，一定程度上充当了公司稳定的资金来源。

图 12: 公司应收票据及账款/营业收入低于 1%



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 13: 公司应付票据及账款/营业成本比例较高



资料来源: wind, 国元证券研究所

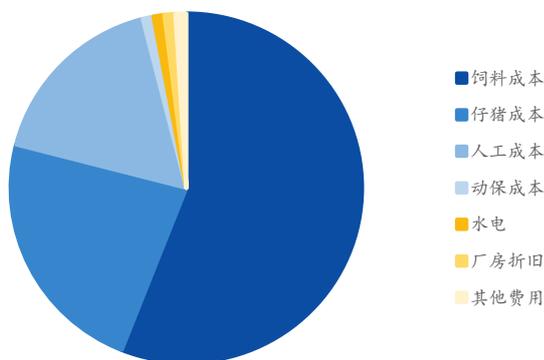
2. 全产业链打造核心竞争力

2.1 三大优势筑牢饲料端竞争优势

公司已经建立了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰为一体的完整封闭式生猪产业链。在重资产运营模式下,公司通过在生猪养殖各个环节实施精细化管理,将成本领先优势被发挥到了极致。

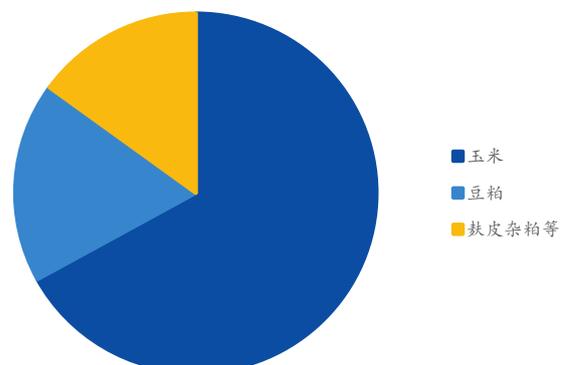
饲料供应属于生猪养殖产业链的上游,也是生猪养殖的关键环节。一般而言,饲料成本占到整个生猪养殖成本的 56%左右。玉米和豆粕等基础农产品是生猪饲料的主要原料。其中,玉米作为猪饲料主要的能量饲料,占猪饲料总成本的比重高达 67%。所以生猪养殖企业的成本很容易受到玉米价格的影响。对于生猪养殖企业来说,控制好饲料成本,对于降本增效至关重要。

图 14: 饲料成本约占生猪养殖成本的 56%



资料来源: 期货日报, 国元证券研究所

图 15: 玉米是猪饲料最主要的原料



资料来源: 每日经济新闻, 国元证券研究所

公司饲料全部自产自自用,在原材料采购、加工生产、运输各环节均制定了很高的高

质量标准，严格控制饲料品质，保证生猪在养殖的各个阶段饲料安全。我们认为公司在饲料供应端至少有三个方面的优势：

1) 研发优势突出：公司拥有自己的饲料研发团队，在充分评估生猪在不同生长期对营养的需求，制定了精准的营养标准，例如针对不同的猪群共设计出 6 类 32 种饲料配方，仅保育及育肥阶段就按不同的体重阶段制定了多达 11 种配方。通过对生猪营养的精细化管理措施，一方面充分发挥猪群的生长潜力，增强猪群健康，另一方面降低了料肉比，提高饲料报酬率。公司研制的“早期断奶的乳猪用饲料组合”，具有适口性好、易消化吸收、成本低、转化率高等优点，已获得国家发明专利。此外，公司在现有“玉米+豆粕”型配方技术的基础上，结合当地南阳市小麦主产区特点，因地制宜的研制出了“小麦+豆粕”型饲料配方技术，并积极研发大麦、高粱、原料副产品等应用技术，实现对原料的充分应用。在饲料营养中，小麦和与玉米属于能量原料，豆粕属于蛋白原料，因此玉米和小麦具有一定的替代性，并且小麦的蛋白质含量较玉米高，使用小麦一定程度上也能节约豆粕的使用。当饲料原料价格上涨时，公司可以根据原材料的性价比及时调整配方中的主要材料，从而最大可能降低原材料价格上涨风险，同时保证企业的成本优势。例如，2016 年玉米价格明显低于小麦价格，公司当年饲料原材料成本中玉米占比约 27%，小麦占比仅为 9%；而 2021 年上半年，玉米价格大幅高于小麦价格，价差高点甚至超过 400 元/吨，公司中原地区饲料配方中小麦用量达到 8 成以上，东北 7 成以上用的是稻谷类原料，玉米使用比例不超过 1 成。

图 16：去年以来育肥猪饲料价格大幅上涨

图 17：小麦和玉米在价格上存在替代的空间



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

2) 采购优势：首先，公司地处产粮大省河南省，盛产小麦、玉米、大豆等粮食作物。这为公司原材料供给提供了充分保障，而公司生猪养殖产能又主要集中在河南省境内，产能分布和原材料的供应在地域上的匹配，减少了原材料的运输成本。其次，公司庞大的养殖规模，使得采购的单位成本下降。

3) 生产优势：公司在饲料加工环节实现了全流程智能化生产，配料精准，浪费少，用人少，所有饲料采用 85℃、8 分钟（保持 3 分钟+保温 5 分钟）的高温灭菌工艺，灭菌温度实时在线监控，保证高温 灭菌效果；冷却空气三级过滤；成品料散装密闭运输，养殖场智能饲喂，全程无人接触，饲料生物安全零风险，保障猪群健康。

2.2 创新轮回二元杂交育种体系，凸显育种端竞争优势

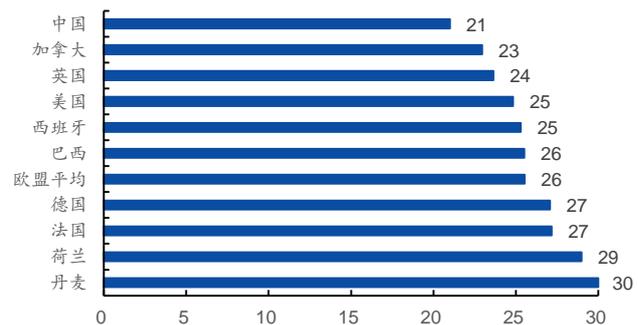
生猪育种作为生猪养殖产业链的重要的一环，是产业链中专业化程度最高、耗时最长、经济效益最持久的工作，从而也需要大量的资本投入。美国农业部早在 1996 年就通过研究发现，在决定生猪经济效益的因素中，基因所发挥的作用比重最大，达到 40% 左右。中国在生猪育种方面起步较晚，后期的投入也不足，导致国内的生猪养殖效率跟美国以及欧洲主要的生猪养殖国家相比还有一定的差距。

图 18：2019 年中美两国生猪养殖效率对比

	中国	美国
MSY (头)	17.1	22.1
肉猪头均出肉量 (公斤)	78.2	90.9
产肉能力/母猪 (公斤)	1306.2	2079
商品猪出栏量 (万头)	54419	13803.2
猪肉产量 (万吨)	4255	1299.9

资料来源：产业信息网，国元证券研究所

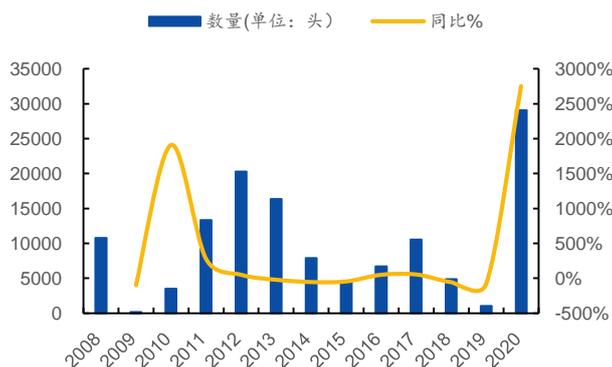
图 19：与发达国家相比中国养殖效率还有上升空间



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

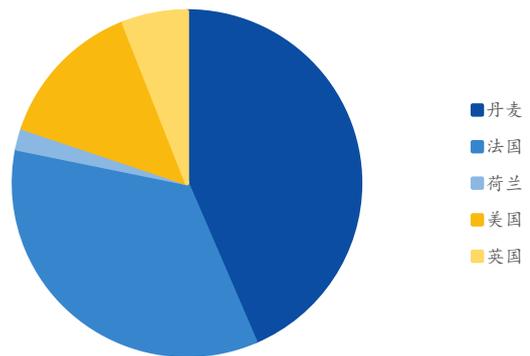
由于主要纯种猪品种如大白猪、长白猪、杜洛克猪等均原产于国外，所以国内的大型生猪养殖企业需要从国外引种来维持种群规模。2020 年中国纯种猪进口数量创新高，接近 3 万头，同比增长了 2.8 倍。今年 1-9 月进口种猪超过 2.4 万头，已接近去年全年引种量。目前我们主要从丹麦、法国、美国等国家进口种猪，其中丹麦是我们国家最大的纯种猪来源地。

图 20：国内纯种族依赖国外进口



资料来源：中国海关，国元证券研究所

图 21：中国主要从丹麦等国进口纯种猪



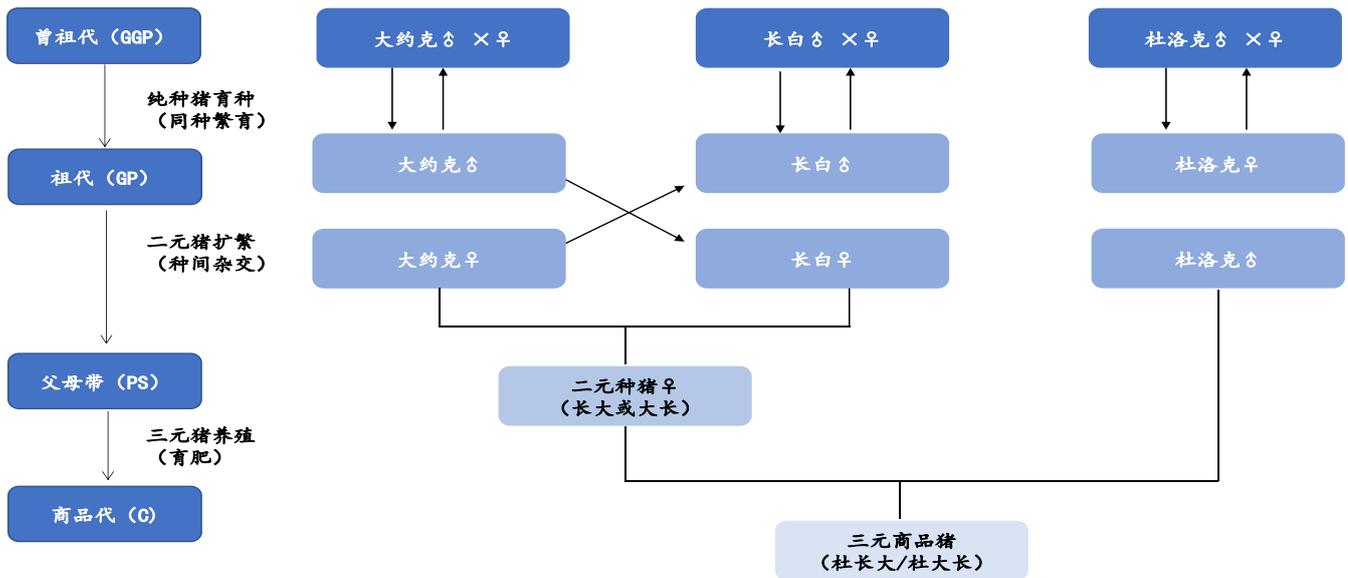
资料来源：中国海关，国元证券研究所

纯种猪引种极易受疫情的影响。2019 年受非洲猪瘟的影响，国内引种数量同比下降近 80%。这给国内生猪养殖行业造成了较大的负面影响。一是传统金字塔形的育种体系遭到破坏，三元母猪充当二元母猪在行业内盛行。种猪繁殖效率降低。二是非洲猪瘟疫情爆发后，国内能繁母猪存栏结构发生了很大变化，三元母猪的占比迅速上

升。但是三元母猪的繁殖效率要低于二元母猪，这是导致育肥猪成本快速上升的一个重要原因。行业平均育肥成本从非洲猪瘟前的 12 元/公斤上升到目前的 15~16 元/公斤。

生猪育种在稳定生猪价格，促进生猪养殖行业平稳健康发展中起着非常重要的作用。传统的生猪育种体系为三元杂交繁育体系。因为其最大限度地利用了遗传互补性，而且又利用了杂种母猪在繁殖性能上的杂种优势，所以三元杂交繁育体系在国内外商品猪生产中被广泛采用。

图 22：经典的生猪三元杂交育种体系



资料来源：牧原股份招股说明书，国元证券研究所

公司在生猪育种方面的实力雄厚。公司目前已经建立了由国家核心育种场、省级一级原种猪场、种公猪站和扩繁场组成的较为完善的生猪研发、育种、扩繁体系。基本上不再依靠从海外引种来更新核心种群。公司在全国范围内成立了 9 家生猪育种子公司，未来公司将持续加大研发资金投入，以提升种猪性能为重点，不断提升生猪育种自主创新能力，

表 2：公司在全国范围内成立育种子公司

公司名称	省份	城市	性质	持股比例
宁明牧原种猪育种有限公司	广西	宁明县	种畜禽养殖	100.0%
新野县牧原种猪育种有限公司	河南	新野县	种畜禽养殖	100.0%
桐柏县牧原种猪育种有限公司	河南	桐柏县	种畜禽养殖	100.0%
渭南牧原种猪育种有限公司	陕西	渭南市	种畜禽养殖	100.0%
信阳市平桥区牧原种猪育种有限公司	河南	信阳市	种畜禽养殖	100.0%
江西芦溪牧原种猪育种有限公司	江西	泸溪县	种畜禽养殖	100.0%
庐江牧原种猪育种有限公司	安徽	庐江县	种畜禽养殖	100.0%
广东韶关翁源牧原种猪育种有限公司	广东	韶关市	种畜禽养殖	100.0%
武汉牧原种猪育种有限公司	湖北	武汉市	种畜禽养殖	100.0%
华州牧原种猪育种有限公司	陕西	渭南市	种畜禽养殖	100.0%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司一直致力于高价值的种猪选育，现拥有牧原杜洛克、牧原长白、牧原大约克、牧原二元母猪、牧原三元仔猪等优质产品，具有生长速度快、饲料转化率高、背膘薄、产仔多、抗病力强等特点，产品畅销河南、湖北、山西、陕西、山东、安徽、河北、新疆、甘肃等省份。公司还组建了一支超过 30 人的专业育种研发团队，建立了猪肉质量控制实验室，通过加入全国“猪基因组选择育种平台”，借助高校及研究所的技术力量，进行育种方面的研究。

图 23：公司国家级生猪核心育种场



资料来源：公司官网，国元证券研究所

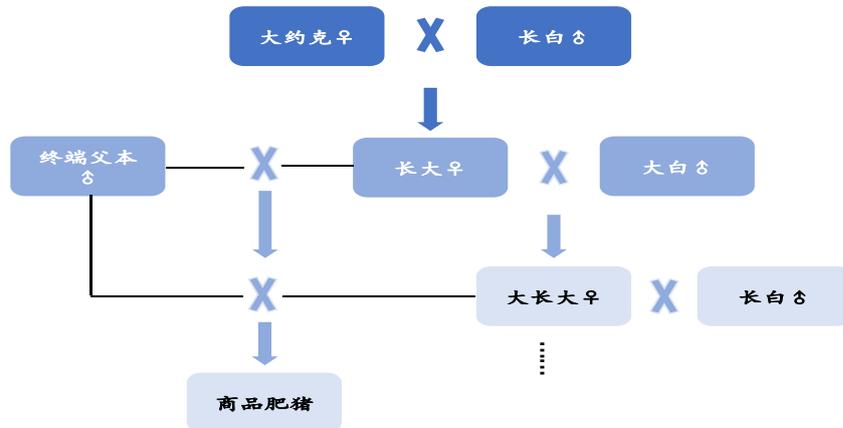
图 24：公司拥有多个品种的优质种猪及仔猪



资料来源：公司官网，国元证券研究所

二元轮回育种体系受种猪引种的影响小。公司轮回二元育种体系最显著的特征就是二元母猪也用大白/长白公猪配种，二元母猪长白，大白的血缘各占 50%，再次用大白或者长白公猪配种后，所产的母猪大白和长白的血缘会发生一些变化，但是得到的仍然是二元母猪。此时大白的血缘占到 75%，长白占 20%；或者是长白的血缘占 75%，大白占 25%。不用二元母猪去生产商品猪，而是再去生产二元母猪，这种母猪的繁殖性能虽然会比传统的二元母猪差一点，但是比三元母猪会好很多。公司通过大规模应用二元轮回育种体系，把非洲猪瘟对公司产能的影响降到了最低，使得公司仍然保持住了对同行的成本竞争优势。

图 25：公司轮回二元育种体系



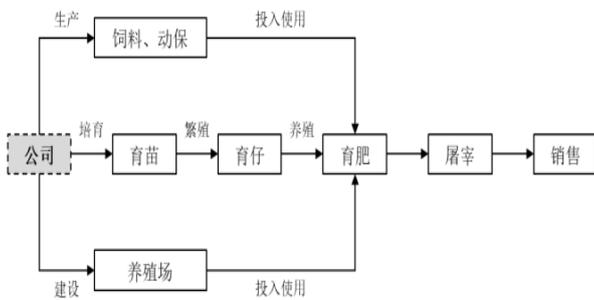
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.3 “全自养、全链条、智能化” 养殖模式打造养殖端竞争优势

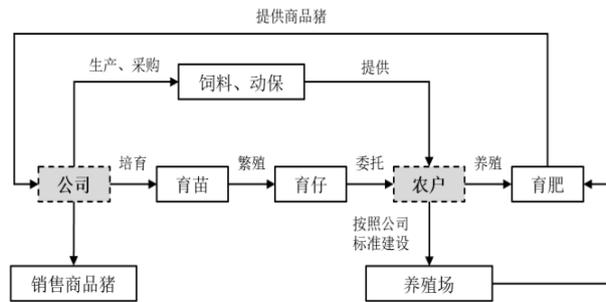
养殖环节属于生猪产业链的中游环节，该环节也是公司重要的利润来源。目前行业内主要有两种养殖模式，一种就是“自繁自养一体化”模式，另一种就是“公司+农户代养”模式。公司的所采取的“全自养、全链条、智能化”养殖模式实际上就是“自繁自养一体化”模式。公司统一建设猪舍、投入饲料和动保，集中培育种猪、繁殖仔猪、养殖育肥猪，最终统一销售。“公司+农户”模式下，生猪养殖公司与农户签订合同，由签约农户负责仔猪育肥，而养殖公司只负责育种等核心生产环节。

图 26：“自繁自养一体化” 养殖模式示意图

图 27：“公司+农户代养” 模式示意图



资料来源：牧原股份招股说明书，国元证券研究所



资料来源：温氏股份招股说明书，国元证券研究所

“自繁自养一体化”模式本质上是一种重资产运营模式。非流动资产占总资产的比重较高。这种模式需要大量的资金投入，而且需要有很强的成本管控能力。由于牧原股份是自己育肥，所以育肥和保育的固定资产投入占到公司整个固定资产的 40%左右。

公司“全自养、全链条、智能化”运营模式资金投入较大，但是其优势也非常明显，主要表现在以下几个方面：

1) 公司养殖效率更高。“自繁自养一体化”模式下，公司能够将饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等生产环节置于可控状态，并通过各项规划设计、生产管理制

度，在各生产环节实现了规范化、标准化作业。基于“自繁自养一体化”模式，公司在育肥环节可以大量采用先进、高效率的自动化设备。公司目前正在实施智能化养猪战略，积极探索智能化技术在生猪养殖场景中的应用，比如云计算、大数据、物联网、智能设备等。当前公司智能化研发外部合作伙伴包括海康威视、华为、阿里、美的、正泰电器、立讯精密、金冠电气、金百泽等。公司以成果作为研发创新的导向，以内部自主研发创新为主，同时积极引进外部适用性技术、设备等，通过内部研发和外部技术引进，推动公司智能化技术不断提升，加快产品更新迭代，提升产品稳定性、简易操作性。未来公司将继续加强智能装备创新研发，提升生猪养殖数字化、智能化水平；通过智能饲喂、智能环控等多种智能管理系统提高猪舍内部环境质量，提升猪群健康水平，提高养殖成绩，降低生产成本。

图 28：现代化养猪的保育舍布局



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

图 29：智能化养猪的应用场景



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

在“全自养、全链条、智能化”养殖模式下，公司育肥效率得到了很大提高，在育肥阶段，公司 1 名饲养员可同时饲养 2,700-3,600 头生猪（根据猪舍条件），生产效率高于国内行业平均水平。

2) “自繁自养一体化”模式节约了委托养殖费用。公司养殖模式可以节约委托养殖费用。根据牧原股份的公告，采用“公司+农户”模式的企业在委托养殖费用支出上平均每头要 200 元左右。

3) “自繁自养一体化”模式下防疫扩张两者兼得。公司养殖模式的优点在于能对育肥过程进行精细化的管理，降低疫情等不利因素的发生带来的损失。今年 1 月份，农业农村部公布了第二批非洲猪瘟无疫小区名单，其中牧原股份上榜的子公司数量最多，达到 13 家 113 个生产单元。2014 年上市到 2020 年底，公司生猪出栏量从 185.9 万头增长至 1811.5 万头，7 年时间增长了 8.7 倍。即使是在非洲猪瘟疫情期间，公司生猪出栏量仍然保持了快速增长的势头。2018 年全年生猪出栏量为 1101 万头，2021 年公司生猪出栏量达到 4026 万头。3 年时间出栏量增长约 2.7 倍。

表 3：公司第二批入选非洲猪瘟无疫小区名单

序号	省份	公司名称	单元数量
1	山西	山西繁峙牧原农牧有限公司	5
2	山西	山西闻喜牧原农牧有限公司	14

3	山西	山西永济牧原农牧有限公司	10
4	广东	广东湛江雷州牧原农牧有限公司	3
5	河北	新河牧原农牧有限公司	11
6	河北	广宗牧原农牧有限公司	11
7	河北	衡水冀州牧原农牧有限公司	5
8	吉林	吉林大安牧原农牧有限公司	6
9	吉林	吉林通榆牧原农牧有限公司	9
10	陕西	白水牧原农牧有限公司	11
11	辽宁	辽宁建平牧原农牧有限公司	3
12	辽宁	辽宁黑山牧原农牧有限公司	5
13	辽宁	辽宁台安牧原农牧有限公司	3
14	内蒙古	内蒙古翁牛特牧原农牧有限公司	8
15	内蒙古	内蒙古敖汉牧原农牧有限公司	9

资料来源：农业农村部，国元证券研究所

公司全产业链打造成本领先优势，通过精细化管理，降本增效，去年底公司完全成本已经降至 14.7 元/公斤以下，全行业成本最低，个别优秀猪场成本已经降到 12.5 元/公斤。对比发现，公司在头均饲料成本、头均人工成本上优势明显，虽然头均折旧成本要高于温氏股份，但是折旧成本属于非现金成本，不会影响公司经营性现金流。公司今年成本目标是控制在 13 元/公斤，在成本上还有较大下降空间。

表 4：牧原股份和温氏股份生猪业务养殖成本对比

单位（元/头）	2016		2017		2018		2019	
	牧原股份	温氏股份	牧原股份	温氏股份	牧原股份	温氏股份	牧原股份	温氏股份
头均饲料成本	671.36	764.69	646.33	768.42	686.74	771.26	725.97	817.00
头均职工薪酬	72.98	86.47	75.13	97.71	70.80	86.20	112.03	110.17
头均药品及疫苗费用	122.88	70.24	120.43	70.84	110.79	66.11	87.56	65.94
头均其他费用	159.37	73.63	165.57	70.00	165.33	67.14	255.18	89.38
头均折旧费用	106.12	27.62	104.16	32.46	96.70	36.06	122.58	52.33
头均委托养殖费用	0.00	260.40	0.00	257.76	0.00	220.83	0.00	244.05

资料来源：牧原股份、温氏股份年报，国元证券研究所

3. 周期持续筑底中，乐观估计及今年下半年有望反转

3.1 当前的主要矛盾是产能过剩

目前我们还处在本轮猪周期的筑底期。本轮猪周期始于 2018 年 5 月，持续到现在已经超过 44 个月。猪价从 18 年 5 月份的 10.1 元/公斤上涨至 2019 年 10 月份的周期高点 40.98 元/公斤。随后猪价经过一段时间的高位盘整后，正式进入下行周期。猪价从高点 40.98 元/公斤一路下探到周期低点 10.78 元/公斤。2021 年 11 猪价出现了一波反弹，但从 12 月低反弹结束后重回下行通道，截至 2022 年 1 月 22 日，生猪价格为 14.18 元/公斤。

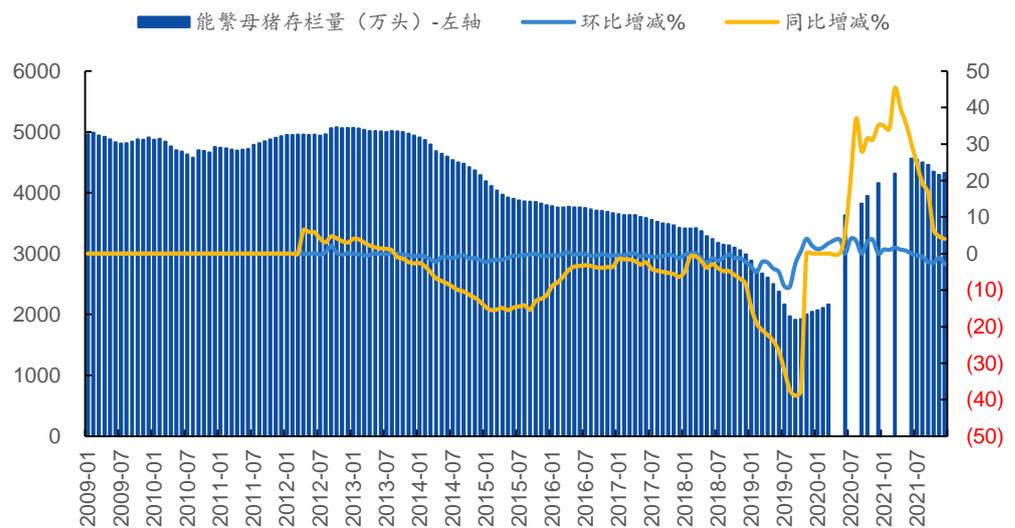
图 30：目前仍处在猪周期的筑底期



资料来源：wind，国元证券研究所

当前的主要矛盾是产能过剩。根据生猪的生长规律，能繁母猪存栏量决定了未来 10 个月之后的生猪出栏量，因此能繁母猪存栏量是衡量生猪产能的重要指标，也是判断周期反转的前瞻性指标。根据农业农村部公布的数据 2021 年 12 月份全国能繁母猪存栏量为 4329 万头，相当于正常保有量的 105.6%。虽然 2021 年 7 月份开始，能繁母猪存栏量环比开始下滑，到 2021 年 12 月份生猪产能去化已经持续了 6 个月之久，但是行业供大于求的局面还没有得到扭转。随着上半年需求转弱，以及出栏压力的增加，4,5 月份之前猪价仍然处于筑底过程之中。

图 31：能繁母猪存栏量仍然超过正常保有量



资料来源：wind，国元证券研究所

3.2 乐观估计今年下半年将开启新一轮周期

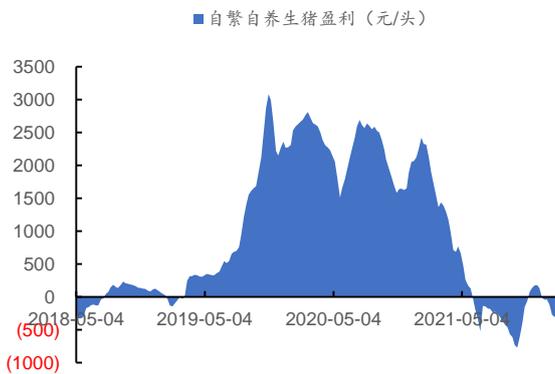
产能去化已经形成趋势。生猪产能去化从2021年7月份开始到2021年12月份已经持续了6个月之久。能繁母猪存栏量与正常保有量正处于不断收敛的过程中。虽然从绝对数上看，12月能繁母猪存栏量环比11月出现了增长，但是由于农业农村部和国家统计局统计样本差异导致12月与11月的能繁数据不存在可比性。从趋势上看，生猪产能去化趋势仍然没变。

猪价持续下跌，给后续产能去化创造了有力条件。由于2021年11月下旬的猪价快速反弹提前透支了后期的消费动力。2021年12月中旬开始猪价掉头向下。加上局新冠疫情爆发，对餐饮、旅游业影响较重，导致猪肉消费整体疲软。元旦过后，猪肉消费呈现旺季不旺，加速下跌的态势。截至2月6日生猪价格已经降至13.70元/公斤，仍在成本线下运行。猪价持续下跌的背景下，产能去化的趋势得到加强。

持续亏损时间已经接近上一轮周期。本轮周期中，自繁自养养殖主体已经出现了两次持续的亏损，分别是2018年5月-2018年7月；2021年6月-2021年11月，亏损持续时间分别为2个月和5个月，累计时间为7个月。对比上一轮周期9个月的持续亏损期，已经非常接近。但本轮周期的盈利高点和亏损高点均远超上一轮周期，特别是盈利高点，所以持续亏损的时间也可能不同于上一轮周期。一般而言，产能见底要晚于利润见底。（亏损的高点达到771.46元/头，远超上一轮的326元/头）。

图 32：本轮周期已经历两轮持续亏损

图 33：两次亏损持续时间及亏损幅度



亏损时间	亏损持续时间	亏损范围（元/头）
2018年5月-2018年7月	2个月左右	-17.22~-326.32
2021年6月-2021年11月	5个月左右	-20.57~-771.46

资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

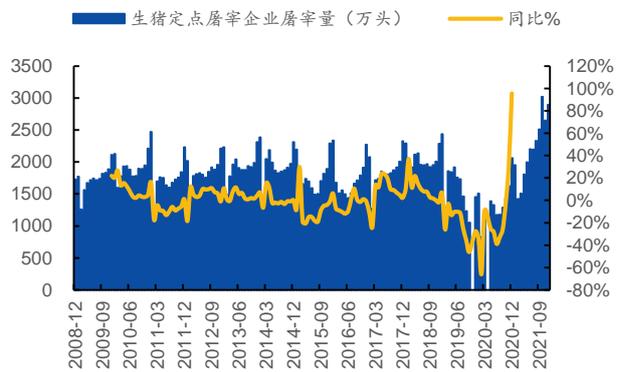
疫情影响，消费不及预期。按照往年规律，春节前这段时间，生猪价格基本在8~9元/斤，但今年生猪价格仅在7元/斤左右。旺季不旺的现象十分明显。从猪肉价格来看，消费同样不及预期，春节前北京新发地白条猪肉价格平均不到20元/公斤，也反映了需求较往年平淡，然而生猪定点屠宰企业月度屠宰量大幅增加，则反映了供给过剩的现状。节后将进入猪肉消费淡季，面临猪肉需求持续转弱，猪价下行压力较大。

图 34：春节前北京市新发地白条猪批发价格低于往年

图 35：生猪定点屠宰企业屠宰量创下新高



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

综合猪价，养殖盈利以及消费等多方面因素，我们认为生猪产能仍将持续去化，春节后生猪价格将会二次探底，乐观估计今年下半年将开启新一轮猪周期。

4. 产业链融合发展，实现由大到强的进化

4.1 “养殖+屠宰”融合发展已成为行业趋势

随着生猪养殖行业集中度的提高，产业链融合发展已成为趋势。2019年全国年出栏500头以上的生猪养殖规模化率达到53%，比2015年提高9.7个百分点，年出栏5000头以上生猪养殖规模化率为21.8%，比2015年提高了7个百分点。到2022年生猪养殖规模化率将达到58%。随着生猪养殖行业标准化、规模化和集约化发展的不断深入，以及国家产业政策引导，生猪产业链融合发展将成为新的发展趋势。

1) 行业政策倒逼养殖企业采取纵向一体化发展战略。国内非洲猪瘟疫情发生之后，为强化疫情管理，国家以及地方层面先后制定了限制活猪调运的政策。目前中南区、东部区以及河南省等地都已经明确颁布了具体的调运的政策：原则上除种猪和育肥仔猪以及非洲猪瘟等重大动物疫病无疫区、无疫小区生猪外，30公斤以上的生猪禁止进入各自管辖区域。未来不排除会有更多的地区会采取更为严格措施限制活猪调运。随着活猪调运的空间越来越小，从“调猪”向“调肉”转变将逐渐成为业内的主流趋势。由于生猪养殖企业的销售模式基本上都是活猪销售，调运政策的转变会对生猪跨省、跨区销售产生一定的负面影响。而生猪养殖企业通过采取纵向一体化发展策略，从单纯卖猪向卖猪与卖肉相结合的模式转变，能有效降低调运政策带来的销售风险。

表 5：生猪流通从“调猪”向“调肉”转变

时间	会议/政策	主要内容
2018 年 12 月	全国加强非洲猪瘟防控电视电话会议	要鼓励和支持大型养殖企业集团在省以内和同一个大区内布局全产业链，推行育、繁、养、宰、销一体化的融合发展新格局
2019 年 3 月	《关于促进生猪产业转型升级的意见》	大力发展规模养殖，并推动猪肉供应由“调猪”向“调肉”转变
2019 年 11 月	《关于中南区试点实施活猪调运有关措施的通知》	中南 6 省(湖南、广东、广西、福建、江西、海南)省(区)与省(区)之间禁止活猪(种猪、仔猪除外)跨省(区)调运”。6 省内的生猪供应自给自足，只能通过屠宰——冷链物流的“调肉”方式。
2021 年 11 月	《关于协助东部区实施生猪调运有关措施的函》	自 2021 年 12 月 1 日起，除种猪、仔猪及非洲猪瘟等重大动物疫病无疫区、无疫小区生猪外，不再接受东部区外未经“点对点”调运备案的生猪调入东部区屠宰
2021 年 12 月	《关于进一步做好外省入豫生猪调运管理工作的通知》	自 2021 年 12 月 1 日起，除种猪、仔猪（重量在 30 公斤以下且用于育肥）及非洲猪瘟等重大动物疫病无疫区、无疫小区生猪外，不再接受省外 30 公斤以上生猪进入河南省育肥；实施入豫生猪制定通道管理

资料来源：农业农村部，国元证券研究所

2) 养殖、屠宰企业相互渗透，产业链一体化发展已初具雏形。非洲猪瘟疫情爆发之后生猪屠宰企业和养殖企业已经出现相互渗透的现象。2019 年龙大肉食在山东区域围绕东西两点进行了战略性的生猪养殖布局，东部区域种猪存栏达 1 万余头，年产优质猪苗可达 30 与余万头。西部区域与安丘市石埠镇人民政府签署了年出栏 60 万头生猪产业化项目战略合作框架。全国布局上，龙大肉食在黑龙江省安达市设立了黑龙江龙大养殖有限公司，推动其在东北地区的养殖产业布局。2020 年 5 月，双汇发展定增 70 亿元，用于拓展上游生猪和肉鸡养殖。其中生猪养殖产能建设项目总投资 12.6 亿元，项目达产后，公司将形成曾祖代猪存栏 1000 头、祖代猪存栏 2000 头，父母代猪存栏 2 万多头，年种猪、生猪出栏合计约 5 万头的完整生猪养殖体系。未来双汇发展生猪养殖量将配套其屠宰产能的 30-50%。屠宰企业向上游延伸，将会获得稳定的原材料供给，进而取得更大的话语权。在新的发展形势下，生猪养殖企业也纷纷下场布局屠宰以及食品业务。目前五大生猪养殖企业除了正邦科技以外均已布局了屠宰业务。温氏股份未来将为 20%的养猪产能配套屠宰，新希望也将按生猪出栏规模的 20%自建屠宰厂，天邦股份更是规划了 6 个单体 500 万头规模的屠宰厂。随着养殖业和屠宰企业相互渗透的程度不断深入，生猪生产、屠宰加工与销售一体化经营能够提高生猪产业的竞争优势、抗风险能力和综合生产能力，生猪产业链一体化发展模式将成为我国生猪产业未来发展的方向。生猪屠宰行业一头连着生猪养殖，一头连着猪肉消费，同时也是保障猪肉品质安全的关键环节，因此生猪屠宰业务会成为养殖企业实施一体化战略的发力点。我们认为业链一体化的运营模式将逐渐成为行

业主流。

表 6：主要生猪养殖企业的屠宰业务布局

	屠宰产能	产能规划
牧原股份	公司已在河南、山东、安徽、东北等生猪产能较为集中的地区成立了 20 家屠宰子公司，已投产内乡、正阳两家屠宰厂，产能合计 400 万头/年	未来两个月公司新建屠宰产能将陆续投产，预计春节前公司屠宰业务产能将超过 2000 万头/年，整体规划产能已经超过 5000 万头/年
温氏股份	目前已有生猪产能约 150 万头，预计到今年底，可新增屠宰产能 400 万头	未来两到三年公司会持续推进生猪屠宰产能的建设，规划为 20%的养猪产能配套屠宰，其余仍以活猪形势销售
新希望	公司目前在辽宁沈阳、北京平谷、河北南宫有三家千喜鹤屠宰厂，设计产能合计 450 万头；其中在山东德州还有一个 200 万头屠宰产能正在建设中	按照生猪出栏规模的 20%新建屠宰场，剩余 80%的出栏规模则尽可能用轻资产（如参股、租赁、代宰、长期合作协议等）整合产能
天邦股份	目前公司在江苏、安徽等地拥有数个规模较小的生猪屠宰场，且多为租赁使用；安徽阜南年屠宰 500 万头生猪项目的一期工程正在有序推进中	公司 2018 年即表示将围绕规划的 6 大养殖基地，目标建设 6 个单体 500 万头规模的屠宰厂，以匹配公司未来 3000 万头的生猪出栏目标

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.2 屠宰行业正处于恢复阶段，未来竞争格局将得到进一步优化

目前生猪屠宰行业正处在恢复阶段，行业竞争格局不断优化，这就为生猪养殖企业一体化布局，提供绝佳的外部环境。

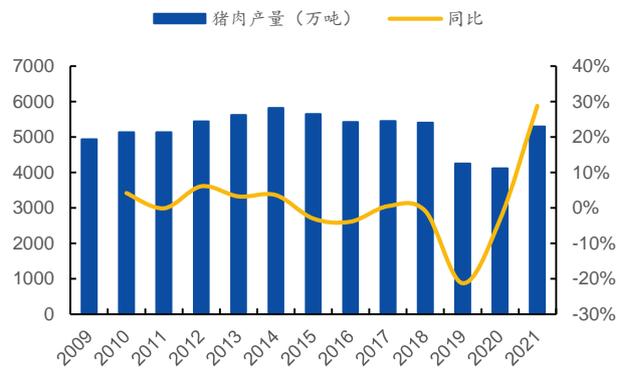
1) 生猪屠宰行业正处于疫情后的恢复期。屠宰行业属于生猪产业链的下游，市场规模跟生猪出栏量直接相关。2018 年非洲猪瘟疫情发生之前，行业规模比较稳定，年生猪屠宰量在 7 亿头左右。非洲猪瘟疫情发生之后，屠宰行业受到了很大的影响，屠宰量出现了大幅下滑。2019 年全国生猪出栏量为 5.4 亿头，同比下降 21.6%，猪肉产量 4255.3 万吨，同比下降 21.3%。根据国家统计局公布的数据，2021 年全年生猪出栏量超过 6.71 亿头，同比增长 27.4%，与非洲猪瘟前的水平相差无几。猪肉产量 5296 万吨，同比增长 28.8%。根据农业农村部公布的数据显示，2021 年全国生猪定点屠宰企业屠宰量达到 2.65 亿头的历史新高。随着生猪产能的逐渐恢复，屠宰行业也迎来复苏。

图 36：全国生猪出栏量已经触底回升



资料来源：wind，国元证券研究所

图 37：全国猪肉产量大幅回升

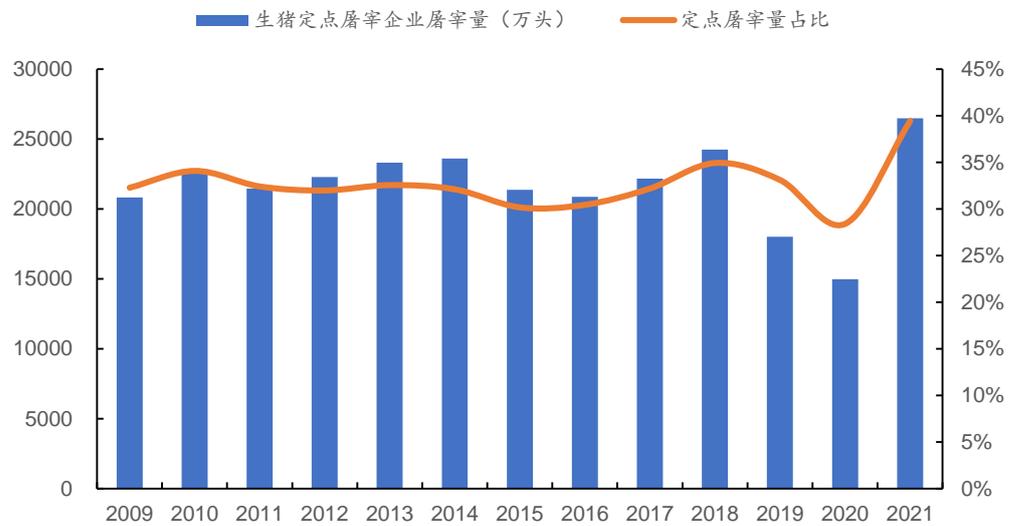


资料来源：wind，国元证券研究所

2) 屠宰行业监管趋严，有利于行业长远发展。我国屠宰行业实行严格的准入和定点屠宰制度，2021年新修订的《生猪屠宰管理条例》对生猪定点屠宰、集中检疫做出了明确规定。该条例禁止任何单位和个人未经许可从事生猪屠宰活动。农村地区个人自宰自食的除外。非洲猪瘟发生之后，国家出台了一系列规范屠宰行业的政策。《农业农村部关于进一步加强生猪屠宰监管的通知》特别强调：“小型生猪屠宰厂点，以县为单位，只减不增。其余生猪屠宰企业的设立，必须符合发展改革委《产业结构调整指导目录》中规定的‘设计年屠宰能力不低于15万头’和省级人民政府设置规划要求。辖区的市级人民政府要组织严格审查，省级畜牧兽医主管部门要严格把关，并及时将新建生猪屠宰企业名单报农业农村部；重点组织对生猪屠宰企业数量超过10个的县(市、区)开展自查，坚决关停环保设施设备不符合要求、屠宰设施设备陈旧、屠宰工艺落后等问题企业；尽快实现生猪屠宰企业名单与动物检疫电子证明出证系统关联，从2020年1月起，凡不在名单内的生猪屠宰企业，动物卫生监督机构不得派驻官方兽医，严禁出具动物检疫证明”。2015年我国共有生猪屠宰企业1.22万家，2016年降至1.1万家，2018年减少至9475家，2019年又进一步减少到5005家。在产业政策的规范下，生猪屠宰行业正逐步走向规范化，集约化。

3) 行业竞争格局分散，但呈现集中化规模化的趋势。生猪屠宰行业的市场主体按照规模大小可以分为手工作坊(包括自养自食和非法屠宰)，国家定点屠宰企业和规模以上生猪屠宰企业。根据统计2019年登记注册的屠宰企业中，年屠宰量小于2万头的企业占比高达56%，年屠宰量超过10万头的企业占比仅12.6%。非洲猪瘟发生前，全国规模以上生猪屠宰企业的屠宰量约占35%左右。非洲猪瘟之后，这一比例出现了下降，但是随着生猪产能的逐步恢复，屠宰行业呈现出明显的集中化规模化的趋势。2021年规模以上生猪屠宰企业的屠宰量占总屠宰量的比重达到39.5%，已经超过非洲猪瘟前的水平。

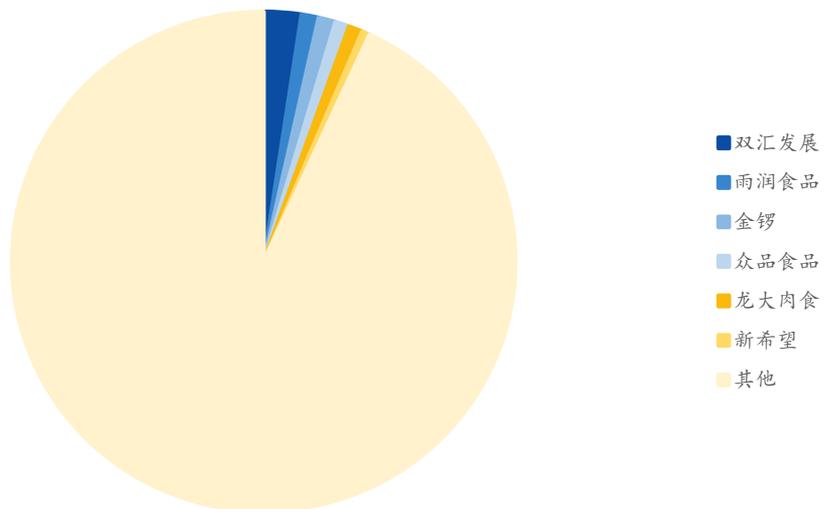
图 38：生猪定点屠宰企业屠宰量及占比（单位：万头）



资料来源：wind，国元证券研究所

生猪屠宰行业大型公司有双汇发展、雨润食品、金锣、龙大肉食和新希望等。双汇发展的市占率最大，但仅有 2.4%。生猪屠宰行业 CR5<7%。市场集中度不高，竞争激烈。但是随着产业政策的引导，消费者对食品安全的重视，以及上游生猪养殖行业的规模化程度提升，屠宰行业的集中度也将随之提高，大型屠宰企业将会获得更大的话语权。

图 39：2018 年我国屠宰行业 CR5<7%



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

4.3 顺势而为大举加码屠宰业务

为了顺应形势的发展，2019 年开始公司加快了屠宰业务的布局，当年便成立了近 20

家屠宰子公司，完成了从厂址选择、原料采购、饲料加工到生猪饲养、屠宰加工全过程可知可控可追溯的闭环管理模式。截至到 2021 年上半年，公司已在河南、山东、安徽、东北等生猪产能较为集中的地区成立了 20 家屠宰子公司。今年 1 月底，公司已有 8 家屠宰厂正式运营，投产屠宰产能达到 2200 万头/年，未来将实现生猪产能的全覆盖。春节前公司日屠宰量达到了 48000 头。目前国内重点屠宰企业实际产能最高为大红门、双汇发展，其全年屠宰量分别为 1200 万、1139 万头，若按照春节前的屠宰量计算，牧原股份将超大红门和双汇成为国内实际屠宰量最大的企业。今年 1 月份公司旗下 205 家养猪厂成功入选北京市“点对点”试点协议供应猪场名单，占比超过 92%。

表 7：公司屠宰产能统计

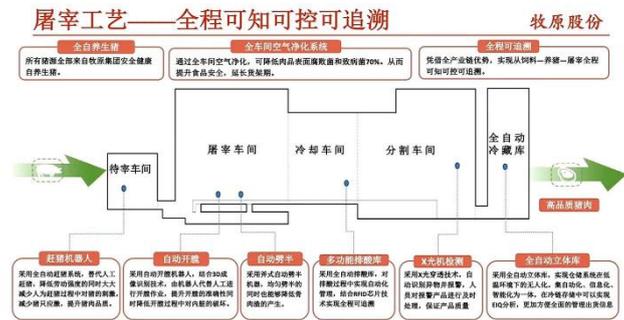
公司名称	产能	投产状态
牧原肉食品有限公司	150 万头屠宰产能	
正阳牧原肉食品有限公司	200 万头屠宰产能	已投产
商水县牧原肉食品有限公司	200 万头屠宰产能	已投产
通榆牧原肉食品有限公司	200 万头屠宰产能	
铁岭牧原肉食品有限公司	200 万头屠宰产能	
内乡县牧原现代农业综合体有限公司	200 万头生猪加工、保险、储运产能	已投产
奈曼旗牧原肉食品生产有限公司	200 万头屠宰产能	已投产
曹县牧原肉食品有限公司	300 万头屠宰产能	已投产
滑县牧原肉食品有限公司	200 万头屠宰产能	
宁陵县牧原肉食品有限公司	400 万头屠宰产能	已投产
林甸县牧原肉食品有限公司	300 万头屠宰产能	
开鲁牧原肉食品有限公司	300 万头屠宰产能	已投产
上蔡牧原肉食品有限公司	400 万头屠宰产能	
颍上牧原肉食品有限公司	300 万头屠宰产能	
泗县牧原肉食品有限公司	200 万头屠宰产能	
闻喜牧原肉食品有限公司	400 万头屠宰产能	已投产
老河口牧原肉食品有限公司	200 万头屠宰产能	
克东县牧原肉食品有限公司	200 万头屠宰产能	
蒙城牧原肉食品有限公司	300 万头屠宰产能	
黑山牧原肉食品有限公司		
钟祥牧原肉食品有限公司	200 万屠宰产能/肉制品加工	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司屠宰产线自动化程度高，工艺先进。公司通过引进先进的肉类加工机械及配套设备，实现从赶猪、屠宰分割到精加工全流程的自动化。公司屠宰厂经历了三代的设计创新，其中第二、第三代屠宰厂较第一代屠宰厂，智能化程度更高。自动化的屠宰生产线以及智能化厂区设计，将极大增强公司屠宰业务的竞争力。公司目前投产的屠宰场均配备冷库，具有冻品储存能力。

图 40：牧原股份屠宰工艺流程

图 41：牧原股份生猪屠宰生产线



资料来源：公司公众号，国元证券研究所



资料来源：公司公众号，国元证券研究所

销售端仍以B端客户为主，积极向C端拓展。公司屠宰厂面对的客户主要是大型农贸市场、商超、食品加工企业等B端客户。目前公司有肉食销售人员500多人，在全国70余个城市与4000多个客户展开了合作，包括一些较大的食品加工企业、餐饮企业和商超等。同时，公司也在积极探索C端销售。2016年公司大股东牧原实业集团有限公司成立了河南省聚爱数字科技有限公司，并上线了聚爱优选APP，开始尝试C端销售。目前该app已经上线5款猪肉礼盒，产品包括冻肉和熟食。未来公司还将积极拓展多种销售渠道。

公司主要以销售白条肉为主，辅以冻肉和熟食。考虑到新零售的需求与市场环境，未来有计划会增加精分割流程，针对性销售非标准化分割品。在肉制品方面也会更加开放。

图 42：公司猪肉礼盒

图 43：公司猪肉熟食礼盒



资料来源：聚爱商城 APP，国元证券研究所



资料来源：聚爱商城 APP，国元证券研究所

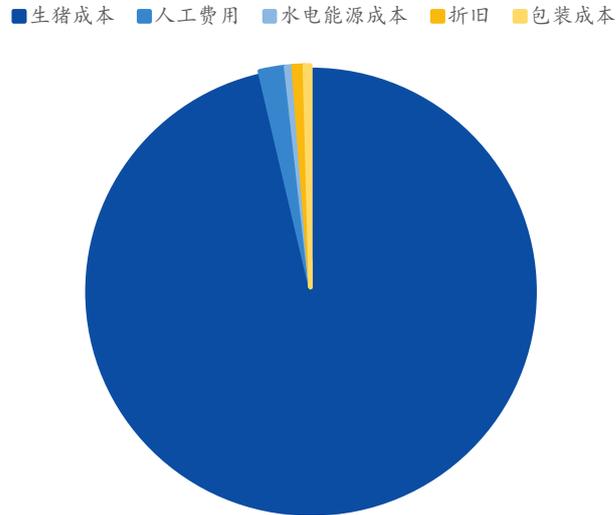
4.4 开拓屠宰业务有利于发挥上下游协同效应

我们认为公司深度布局屠宰行业有其得天独厚的优势。首先生猪屠宰与生猪养殖行业都属于重资产运营行业，产品同质化程度较高，行业集中度不高，但是公司有明显的规模优势，可以沿用成本领先的竞争策略，更好的发挥养殖与屠宰业务协同效应。

1) 公司每年有规模庞大的生猪出栏，能够保证屠宰端的供给充足，提高产能利用率。一般而言，屠宰企业的主营业务成本可分为生猪收购成本、屠宰厂固定成本及可变成

本，期中生猪收购成本占 95%左右。固定成本又包括厂房和机器折旧，可变成本包括人工、水电和检疫费用。

图 44：屠宰业务的主要成本为生猪收购成本



资料来源：参考网，国元证券研究所

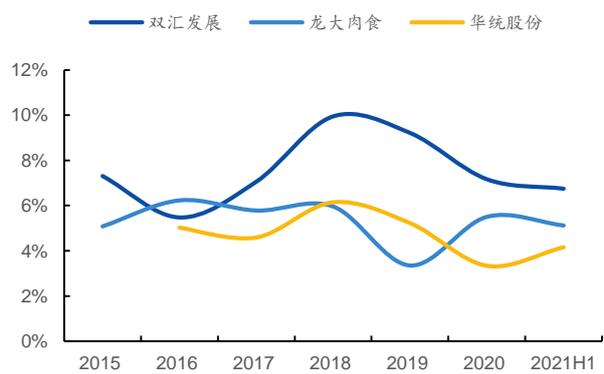
全国规模以上生猪屠宰企业的平均产能利用率只有 30%。大型屠宰企业产能利用率很难超过 60%。造成这一现象的原因主要有两个，一是因为上游生猪养殖行业集中度不高，以散养户居多，加上屠宰企业覆盖半径有限，导致了屠宰企业收购生猪的难度较大。一旦发生重大疫情，这种情况更会变得更加严重。以双汇发展为例，2018 年双汇发展屠宰产能利用率为 65.6%，到 2020 年屠宰产能利用率下降到了 30%，2020 年屠宰业务的毛利率比 2018 年下降了 2.8 个百分点。二是行业内存在很多不合法的“地下屠宰厂”，私屠乱宰的现象严重，使得覆盖区域内竞争非常激烈。

图 45：受疫情影响双汇发展的屠宰产能利用率下滑



资料来源：双汇发展年报，国元证券研究所

图 46：屠宰企业毛利率偏低



资料来源：双汇发展、龙大肉食、华统股份年报，国元证券研究所

公司作为生猪养殖行业的龙头企业，可以充分利用规模养殖优势来满足屠宰业务的生猪需求。由于公司出栏的生猪会优先提供给内部屠宰部门使用，这样屠宰端的产能

理论上可以达到 80% 以上，从而提高公司屠宰业务的毛利率。

2) 公司的屠宰产能布局与生猪产能布局基本匹配能节约生猪流通成本。上游生猪养殖的高度分散化，使得屠宰企业大部分时候在收购生猪时都是同猪经济或者猪贸易商对接，而不是同养殖主体对接。在这种情况下，屠宰企业收购生猪的成本中还包括了生猪的流通成本。如果以猪贩子拉一车猪为例，平均每头生猪的流通成本约为 124 元，而这部分成本需要由屠宰企业承担。公司通过在生猪主产区匹配屠宰产能，能够很大程度的降低这种生猪流通成本，从而获得更强的竞争力。

表 8：生猪流通成本明细

项目	对应数值
每车装猪头数 (头)	130
每头生猪体重 (公斤)	125
猪贩子每头必要利润 (元/头)	20
装猪人工 (元/车)	500
运输司机 (元/车)	460
运输成本 (元/车)	4720
进档费、检疫费 (元/车)	360
其他支出 (元/车)	100
合理损耗费用 (元/车)	7312
屠宰企业支付的生猪流通成本 (元/头)	123

资料来源：《遂宁市生猪产业价值链价值增值研究》，国元证券研究所

3) 平滑猪周期对公司利润的波动。公司当前的主营业务结构决定了公司盈利能与猪周期的相关性非常高。一个周期内的 ROE 波动非常剧烈。以当前猪周期为例，2018 年为周期底部，公司 ROE 为 2.8%，到了 2020 年周期高点时，ROE 达到了 74%，两者相差了 71.2 个百分点。从长远来看，盈利能力的巨大波动不利于公司的长远发展。我们认为随着公司屠宰产能的持续释放，可以利用屠宰和冻肉投放之间的“跷跷板现象”在一定程度上降低这种盈利波动。

具体来看，当猪价处于下行周期时，养殖端利润承压，但是屠宰端受益于成本下行，可以扩大屠宰量，加大生鲜猪肉投放，缩减冻肉投放额度，增加冻肉库存，进而增厚屠宰端利润，平滑猪周期对公司整体盈利能力的影响。当猪价处于上升周期时，养殖端受益，屠宰端利润承压。但是养殖-屠宰一体化的运营模式，使得屠宰端成本较低。此外，公司还可以通过投放冻肉库存，来弥补屠宰端的损失。总的来看，公司盈利能力受到猪周期的影响会降低。

表 9：猪周期与屠宰业务的“跷跷板”效应

	指标	周期上行	周期下行	总结
屠宰收入	屠宰数量	减少	增加	周期上行收入减少，周期下行收入增加
	猪肉价格	上涨	下跌	
屠宰利润	屠宰数量	减少	增加	周期上行利润下降，周期下行利润增加
	头均利润	减少	增加	
冻肉利润	投放数量	增加	减少	周期上行利润增加，周期下行利润减少
	投放利润	增加	减少	

资料来源：国元证券研究所整理，国元证券研究所

4) 为公司向肉质品业务拓展打下了坚实的基础。屠宰只是链接农牧产品和食品产业的中间环节。要提高公司的产品价值，就必须向下游肉制品行业拓展。而公司布局屠宰业务则为以后向肉制品业务进军打下了基础。一方面，屠宰业务可以通过改善产品结构来提升溢价，包括从毛猪向生鲜肉销售转变，以及向具有更高附加值的肉制品深加工甚至预制菜延伸，丰富公司的产品矩阵。目前公司销售的产品以白条猪肉为主。考虑到新零售的需求与市场环境，未来有计划会增加精分割流程，有针对性销售非标准化分割品。另一方面，改善销售渠道，从传统的多层级批发渠道，向连锁商超，连锁餐饮，食品加工企业直接供货，甚至是直接对接终端消费者，提高公司产品价值。另外，打造自身产品品牌，促进无品牌肉向有品牌肉转化，走差异化的竞争路线，从而提高产品毛利率。

5. 盈利预测

1) 生猪业务。生猪养殖业务为公司的核心业务。由于当前生猪产能仍然过剩，行业整体还处于产能去划的过程中，上半年生猪供给压力较大，猪价难有起色。2021年7月开始，能繁母猪存栏量持续下降，对应今年下半年生猪供应压力会有所缓解，但是全年生猪出栏量仍然过剩。今年生猪价格大概率会呈现前低后高的局面，全年均价在 15-16 元/公斤。2023 年由于供需格局改善，行业景气度提高，全年生猪平均价格将预计在 18-19 元/公斤。2021 年公司共出栏生猪 4026.3 万头，其中商品猪 3688.7 万头，仔猪 309.5 万头，种猪 28.1 万头。随着公司新建产能的逐步释放，我们预计 2022 年、2023 年生猪出栏量分别为 6100 万头和 7000 万头，对应的生猪养殖业务销售收入增速分别为 41.8%和 40%，对应的毛利率分别为 15.5%和 31%。

2) 屠宰业务。屠宰业务有望成为继生猪养殖业务后的另一核心业务。公司目前注册的屠宰业务子公司数量在 20 家左右，合计产能约为 4000~5000 万头。整体上与公司明年生猪出栏量相匹配。随着公司屠宰产能的不断释放，公司屠宰业务收入将呈现快速增长，我们预计 2022~2023 年公司生猪屠宰业务收入（未抵消）分别为，219 亿元和 413.9 亿元。对应的毛利率分别为 8.2%和 13%。

总的来看，我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 783.5 亿元、1124.6 亿元和 1595.7 亿元，对应的归母净利润分别为 75.9 亿元、85.3 亿元和 291.8 亿元，EPS 分别为 1.45 元、1.63 元和 5.56 元，对应的 PE 分别为 42.7 倍、38 倍、11.1 倍。参考公司历史 PB，行业景气度提升以及公司产业链融合发展的战略，给与 22 年 7.5 倍 PB，

对应目标价 84 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：业务拆分表

单位：		2020A	2021E	2022E	2023E
百万元					
生猪养殖	销售收入	55,105.00	75,074.69	106,425.20	149,028.91
	YOY%		36.24%	41.76%	40.03%
	毛利率	62.09%	18.80%	15.45%	30.95%
饲料业务	销售收入	1,324.24	3,794.40	4,363.56	5,018.09
	YOY%		186.54%	15.00%	15.00%
	毛利率		8.00%	8.00%	8.00%
屠宰肉食	销售收入	621.36	7,019.64	21,901.28	41,393.41
	YOY%		1029.72%	212.00%	89.00%
	毛利率		-8.00%	8.17%	12.98%
其他业务	销售收入	19.09	38	76	152
	YOY%		99.06%	100.00%	100.00%
	毛利率		5.00%	5.00%	5.00%
抵消	销售收入		-7,581.21	-20,111.85	-36,020.32

资料来源：国元证券研究所整理

表 11：相对估值表

公司名称	代码	市值(亿元)	PE				PB			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
温氏股份	300498	1,320.54	15.65	11.30	498.68	12.80	2.48	4.07	4.07	3.24
新希望	000876	718.58	20.41	11.05	-81.86	15.22	2.79	2.21	2.27	1.97
正邦科技	002157	225.60	7.50	-3.35	-32.59	4.21	2.87	1.40	1.51	1.09
天邦股份	002124	113.85	5.91	-3.43	-17.93	8.16	2.30	2.26	2.84	2.23
平均							2.61	2.49	2.67	2.13
牧原股份	002714	3,087.95	10.53	29.97	31.08	10.44	6.98	5.52	4.64	3.38

资料来源：wind 一致性预测，国元证券研究所

6.风险提示

- 1) **疫病风险。**生猪养殖极易受疫病的影响，一旦爆发大面积疫情，可能会对公司的生产经营造成较大的影响
- 2) **猪价大幅下降的风险。**公司盈利能力与猪价呈正相关关系。一旦猪价大幅下降，且持续低于公司成本，公司可能出现亏损。
- 3) **养殖成本上升风险。**饲料原材料上涨以及死淘率上升都会导致公司养殖成本增加，进而影响公司经营业绩。
- 4) **食品安全风险。**公司产品包括生猪和猪肉以及少量猪肉产品。一旦爆发食品安全问题，会对公司生产经营造成负面影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	19592.35	38946.50	71596.40	101761.82	151112.29
现金	10933.21	14593.57	14472.28	23119.85	55287.45
应收账款	15.72	19.39	26.45	38.03	53.87
其他应收款	7.96	56.47	78.62	113.05	160.13
预付账款	507.69	2494.92	7738.16	11288.03	12919.86
存货	7166.18	21179.22	48363.49	65846.85	80749.14
其他流动资产	961.60	602.92	917.41	1356.00	1941.83
非流动资产	33294.24	83680.76	103203.65	116144.01	136573.92
长期投资	153.32	183.75	183.75	183.75	183.75
固定资产	18864.25	58530.49	91760.04	100600.34	110218.31
无形资产	431.82	768.03	1271.09	1949.20	2709.00
其他非流动资产	13844.85	24198.50	9988.77	13410.72	23462.86
资产总计	52886.59	122627.26	174800.06	217905.83	287686.21
流动负债	18169.13	43543.42	71894.75	89024.20	103222.35
短期借款	4256.08	16532.51	14669.51	9679.53	13649.61
应付账款	5098.01	14623.44	38690.79	56440.16	64599.31
其他流动负债	8815.04	12387.47	18534.45	22904.51	24973.43
非流动负债	3005.88	12978.60	34282.68	53553.06	80984.65
长期借款	1116.73	10337.89	22020.33	32552.22	48080.17
其他非流动负债	1889.16	2640.71	12262.36	21000.83	32904.49
负债合计	21175.02	56522.02	106177.44	142577.26	184207.00
少数股东权益	8603.83	15698.36	16098.01	16547.21	18082.76
股本	2204.61	3759.33	5258.46	5258.46	5258.46
资本公积	9846.72	10004.94	8505.81	8505.81	8505.81
留存收益	10647.69	36718.38	38836.10	45092.86	71707.94
归属母公司股东权益	23107.74	50406.88	52524.61	58781.37	85396.44
负债和股东权益	52886.59	122627.26	174800.06	217905.83	287686.21

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9988.90	23185.75	14309.55	21016.73	36157.08
净利润	6336.46	30374.77	7992.96	8983.95	30711.06
折旧摊销	1684.35	3615.29	6188.49	8428.90	9883.85
财务费用	527.54	687.80	2053.86	2491.09	2628.37
投资损失	-42.26	-50.66	-50.66	-50.66	-50.66
营运资金变动	1372.26	-13057.72	-1872.85	1164.67	-7014.31
其他经营现金流	110.56	1616.27	-2.24	-1.22	-1.22
投资活动现金流	-12798.94	-45353.31	-25456.86	-21040.90	-29944.67
资本支出	13120.60	46070.79	24880.89	20236.15	29013.77
长期投资	-211.00	-674.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	110.66	42.68	-575.96	-804.75	-930.90
筹资活动现金流	10365.56	26124.07	11026.02	8671.74	25955.18
短期借款	-458.84	12276.43	-1863.00	-4989.98	3970.08
长期借款	47.24	9221.16	11682.44	10531.89	15527.94
普通股增加	119.37	1554.72	1499.13	0.00	0.00
资本公积增加	6908.59	158.22	-1499.13	0.00	0.00
其他筹资现金流	3749.20	2913.54	1206.57	3129.83	6457.16
现金净增加额	7551.71	3957.74	-121.29	8647.57	32167.60

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20221.33	56277.07	78345.52	112654.19	159572.09
营业成本	12951.14	22128.44	64484.65	94066.93	107665.52
营业税金及附加	27.43	50.64	156.69	337.96	638.29
营业费用	110.75	292.04	778.74	2253.08	9574.33
管理费用	691.34	3155.57	3133.82	4506.17	7978.60
研发费用	111.52	411.87	565.20	835.41	1196.33
财务费用	527.54	687.80	2053.86	2491.09	2628.37
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.26	50.66	50.66	50.66	50.66
营业利润	6314.83	30423.96	8044.41	9035.40	30762.50
营业外收入	61.44	185.05	185.05	185.05	185.05
营业外支出	56.92	236.50	236.50	236.50	236.50
利润总额	6319.35	30372.51	7992.96	8983.95	30711.06
所得税	-17.11	-2.26	0.00	0.00	0.00
净利润	6336.46	30374.77	7992.96	8983.95	30711.06
少数股东损益	222.09	2923.35	399.65	449.20	1535.55
归属母公司净利润	6114.36	27451.42	7593.31	8534.75	29175.50
EBITDA	8526.72	34727.05	16286.75	19955.39	43274.72
EPS (元)	2.83	7.32	1.45	1.63	5.56

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	51.04	178.31	39.21	43.79	41.65
营业利润(%)	1105.18	381.79	-73.56	12.32	240.47
归属母公司净利润(%)	1075.37	348.97	-72.34	12.40	241.84
获利能力					
毛利率(%)	35.95	60.68	17.69	16.50	32.53
净利率(%)	30.24	48.78	9.69	7.58	18.28
ROE(%)	26.46	54.46	14.46	14.52	34.16
ROIC(%)	24.25	37.79	9.73	9.98	23.36
偿债能力					
资产负债率(%)	40.04	46.09	60.74	65.43	64.03
净负债比率(%)	31.56	52.59	37.24	31.62	35.06
流动比率	1.08	0.89	1.00	1.14	1.46
速动比率	0.68	0.41	0.32	0.40	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.64	0.53	0.57	0.63
应收账款周转率	2444.10	3045.35	3343.61	3493.99	3472.44
应付账款周转率	3.32	2.24	2.42	1.98	1.78
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	5.23	1.45	1.63	5.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	4.42	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.40	9.61	10.01	11.20	16.28
估值比率					
P/E	53.00	11.80	42.68	37.97	11.11
P/B	14.02	6.43	6.17	5.51	3.79
EV/EBITDA	41.72	10.24	21.84	17.82	8.22

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188