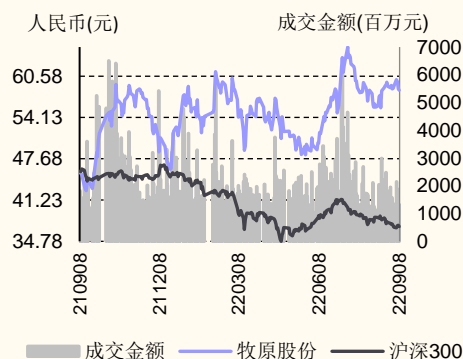


市场价格(人民币): 58.40元

目标价(人民币): 69.81元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	53.22
已上市流通A股(亿股)	36.01
总市值(亿元)	3,108.14
年内股价最高最低(元)	65.14/42.70
沪深300指数	4038
深证成指	11747



刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

## 成本优势构筑护城河, 借力周期成就行业龙头

## 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,277	78,890	106,560	148,475	155,045
营业收入增长率	178.31%	40.18%	35.07%	39.33%	4.43%
归母净利润(百万元)	27,451	6,904	8,610	30,961	25,053
归母净利润增长率	348.97%	-74.85%	24.72%	259.58%	-19.08%
摊薄每股收益(元)	7.325	1.312	1.618	5.817	4.707
每股经营性现金流净额	6.19	3.10	2.10	8.73	8.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	54.46%	12.70%	14.84%	36.52%	23.37%
P/E	10.53	40.67	36.57	10.17	12.57
P/B	5.73	5.17	5.43	3.71	2.94

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **猪周期开启上行, 公司盈利水平有望明显改善:** 生猪养殖行业存在明显的周期性波动, 养殖企业盈利水平受猪价影响较大。生猪价格在经历了 15 个月的下行后, 自 2022 年 4 月开始上涨, 截至 9 月初, 均价已经达到 22 元/公斤以上, 行业实现较好的盈利水平。根据能繁母猪存栏量在 2022 年 4 月以前趋势下行以及其他验证数据判断, 春节前生猪价格有望维持震荡上行, 养殖企业盈利弹性有望得到充分释放。公司的出栏量增长弹性、成本控制能力和融资能力有望助力公司实现业绩的快速增长。
- **融资渠道与资产储备充足, 出栏量有望保持高速增长:** 2021 年公司出栏 4026 万头生猪, 位居行业第一。截至 2021 年末, 公司已经建成约 7000 万头的产能, 同时储备了超过 1 亿头出栏量的土地资源。公司生物资产储备充足, 截至 2022H1 拥有 247 万头能繁母猪和 100 万头左右的后备能繁母猪, 公司特有的轮回二元杂交体系和丰富的融资渠道可以助力公司快速扩产, 公司出栏量增长确定性较强。同时公司积极向产业链下游延伸, 有望在今年建成 3300 万头的屠宰产能, 通过产业链延伸缓冲周期性波动的影响, 提高公司营收水平。
- **成本优势行业领先, 降本路径明显有效:** 公司的核心竞争力为行业领先的成本优势, 公司成本端优势来源为: 1) 原材料采购以及饲料配方优势, 通过采购优势与饲料配方调整降低整体养殖成本; 2) 育种优势, 公司母猪 PSY 水平上升至 26, 处于行业领先地位且有望持续提升; 3) 自繁自养的一体化模式, 公司标准化、智能化的养殖场建设有效降低了疫病感染风险, 优化了育肥环节的生产效率, 未来随着管理优化, 养殖效率有望持续提升, 2022H1 公司以 15.5 元/公斤的成本领跑行业。

## 投资建议

- 预计 2022-2024 年分别出栏 5600、7000、8000 万头; 实现归母净利润 86.10、309.61、250.53 亿元, 同比+24.72%、+259.58%、-19.08%; 对应 EPS 为 1.62、5.82、4.71 元。由于公司的成本优势行业领先, 给予公司 2023 年 12XPE, 对应价格为 69.81 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 猪价上涨不及预期风险/原材料成本上涨风险/动物疫病风险/可转债转股风险

## 内容目录

1. 三十年专注生猪养殖，成就行业龙头企业	5
1.1 以养殖为核心，深耕行业成就龙头	5
1.2 股权结构稳定，激励机制调动员工积极性	6
1.3 公司周期性与成长性并存，盈利水平行业领先	7
2. 猪周期景气上行，规模化养殖大势所趋	8
2.1 生猪养殖市场规模上万亿，供需错配导致猪价周期波动	8
2.2 政策端支持规模化养殖，龙头企业市占率有望持续提升	10
2.4 新一轮周期上行开启，养殖板块景气度上行	12
3. 软硬件结合助力持续扩张，产业链延伸拓展想象空间	16
3.1 融资渠道与资源储备丰富，出栏量有望保持高速增长	16
3.2 积极拓展产业链下游，市场空间持续扩大	18
4. 成本优势铸就核心竞争力，成本下降路径明显	19
4.1 饲料：区位优势降低采购成本，饲料研发技术行业领先	20
4.2 育种：种猪性能行业领先，仍有较大提升空间	21
4.3 效率提升：智能化养殖提高效率，新型猪舍提高防疫能力	23
5. 盈利预测与投资建议	24
盈利预测	24
估值与投资建议	25
6. 风险提示	26

## 图表目录

图表 1: 公司养殖全产业链布局	5
图表 2: 公司生猪业务占比超过 95%	5
图表 3: 公司产品销售以商品猪为主	5
图表 4: 公司出栏量及增速	6
图表 5: 2021 年公司出栏量位居行业第一（万头）	6
图表 6: 公司可转换债券情况	6
图表 7: 公司股权激励计划	7
图表 8: 公司营收持续快速增长	7
图表 9: 归母净利润呈现周期性波动	7
图表 10: 公司生猪养殖业务毛利率水平行业领先	8
图表 11: ROE 水平行业领先	8
图表 12: 我国猪肉消费量（千吨）	8
图表 13: 猪肉在我国肉类消费中占比最大	8
图表 14: 我国人均猪肉消费保持稳定（千克）	9
图表 15: 我国猪肉主要由国内生产供给	9
图表 16: 生猪生产周期较长	9

图表 17: 猪周期演变示意图.....	9
图表 18: 我国 22 个省市生猪均价 (元/公斤) .....	10
图表 19: 猪周期跨度区间总结 .....	10
图表 20: 支持规模化养殖相关政策.....	10
图表 21: 养殖业环保相关条例 .....	11
图表 22: 规模化养殖水平逐年提升 .....	12
图表 23: 我国生猪养殖行业 CR4 占比逐年提升 .....	12
图表 24: 能繁母猪存栏量指引未来 10 个月猪价变化趋势 .....	12
图表 25: 农业部能繁母猪存栏环比去化情况 .....	13
图表 26: 涌益咨询能繁母猪存栏量环比去化情况 .....	13
图表 27: 猪饲料产量持续下滑 .....	13
图表 28: 母猪料和仔猪料一季度同比大幅下滑 .....	13
图表 29: 养殖利润大幅好转 (元/头) .....	14
图表 30: 仔猪价格明显抬升 (元/公斤) .....	14
图表 31: 二元母猪价格并未明显上涨 (元/公斤) .....	14
图表 32: 三元母猪占比开始提升 .....	14
图表 33: 四季度屠宰量明显提高 (头) .....	15
图表 34: 生猪价格存在季节性波动(元/公斤) .....	15
图表 35: 猪肉储备和投放预警调节机制 .....	15
图表 36: 目前猪粮比价处于正常区间 .....	16
图表 37: 历次放储时间点 (元/公斤) .....	16
图表 38: 公司过去几年出栏量增速优于行业 (万头) .....	16
图表 39: 固定资产储备充足.....	17
图表 40: 在建工程有所减少.....	17
图表 41: 能繁母猪存栏量足以支持出栏量持续增长 (万头) .....	17
图表 42: 公司融资渠道丰富.....	17
图表 43: 公司生产人员储备充足 .....	18
图表 44: 生猪调运逐渐向猪肉调运转移 .....	18
图表 45: 生猪产业链各环节毛利水平 .....	19
图表 46: 生猪养殖各环节收入和利润占比.....	19
图表 47: 公司在上市公司中成本领先 (元/公斤) .....	20
图表 48: 饲料成本在生猪养殖成本中占比最大 .....	20
图表 49: 牧原股份饲料原料成本领先行业 (元/公斤) .....	20
图表 50: 可比公司玉米采购价格 (元/吨) .....	21
图表 51: 可比公司豆粕采购价格 (元/吨) .....	21
图表 52: 牧原股份饲料配方调整较为灵活 .....	21
图表 53: 三元杂交育种体系.....	22
图表 54: 轮回二元育种体系.....	22
图表 55: 牧原股份 PSY 水平行业领先 .....	22

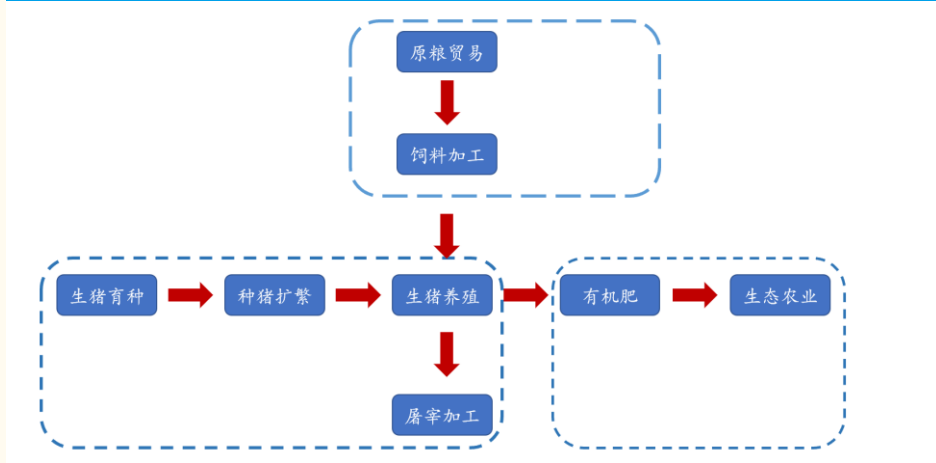
图表 56: 牧原股份仔猪成本水平行业领先 (元/头) .....	22
图表 57: 我国育种水平还有较大提升空间(PSY).....	23
图表 58: 养殖产能利用率仍有提升空间 .....	23
图表 59: 折旧水平大幅提升 (元/头) .....	23
图表 60: 人均饲养头数有提升空间.....	24
图表 61: 2019 年以来头均职工薪酬大幅增加(元).....	24
图表 62: 养殖全程死亡率较非瘟前有较大差距 .....	24
图表 63: 公司“三防”猪舍 .....	24
图表 64: 核心盈利预测假设.....	25
图表 65: 公司头均市值 (元/头) .....	26
图表 66: 可比公司估值.....	26

## 1. 三十年专注生猪养殖，成就行业龙头企业

### 1.1 以养殖为核心，深耕行业成就龙头

牧原集团始建于 1992 年，经过 30 年的发展形成了以生猪养殖为核心，集饲料加工、种猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的闭环式生猪产业链，是我国生猪养殖行业的龙头企业。公司采用“自繁自养一体化”模式养殖，公司自主建设猪舍，通过统一培育种猪、繁育仔猪和育肥商品猪后进行销售，使用现代化设备和人工智能技术构建了“全自养、全链条、自动化”的养殖模式。

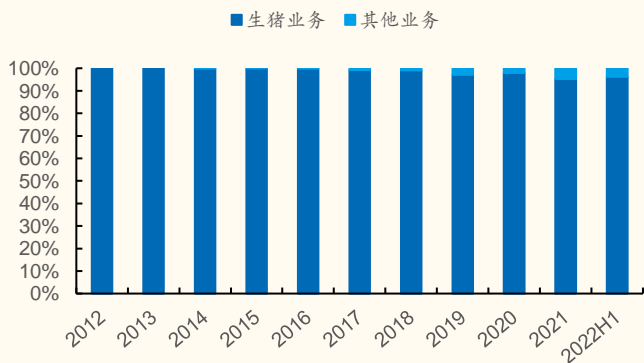
图表 1：公司养殖全产业链布局



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

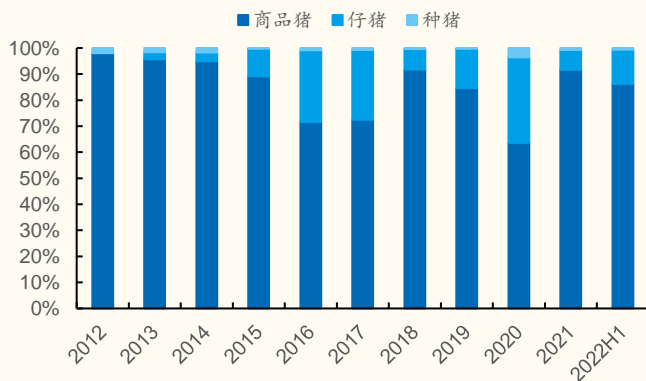
公司的主营业务是生猪养殖与销售，该业务的收入常年占总收入的 95% 以上，是公司发展的核心业务。受到猪价下跌的影响，公司 2022 年上半年生猪养殖业务收入增速有所放缓。2022H1 公司生猪养殖业务实现销售收入 442.68 亿元，同比增长 7.28%，占总收入的 96.28%，其他业务包括屠宰、肉制品加工、原料贸易等占比不足 5%。公司销售的产品以商品猪为主，同时会根据市场行情的变化进行仔猪、种猪和猪肉产品的销售，商品猪出栏量占比常年在 70% 以上。2022 年上半年公司共计销售生猪 3128.0 万头，其中商品猪 2697.7 万头，仔猪 409.3 万头，种猪 21.1 万头，分别占比 86.24%、13.09% 和 0.67%。

图表 2：公司生猪业务占比超过 95%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司产品销售以商品猪为主

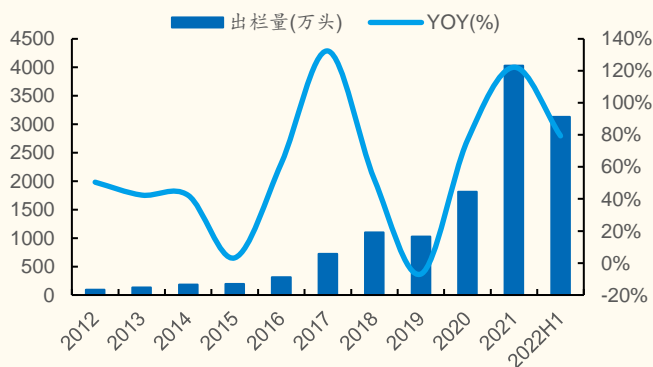


来源：公司公告，国金证券研究所

公司近几年出栏量快速增长，成功跃居行业第一。2015 年以来，公司凭借优秀的经营能力和特有的育种体系实现出栏量的快速增长，公司生猪出栏量从 2015 年的 191.9 万头增长至 2021 年的 4026.3 万头，复合增速达到了 66.08%，出栏量成功跃居行业第一。其中，2015 年以来仅有 2019 年因为行业受到非洲猪瘟影响严重，公司生猪出栏量同比下滑 6.9%，其余年份公司生猪出栏量均保持 50% 以上的高速增长，公司出栏量成长性突出。截至 2022H1，公司生猪出

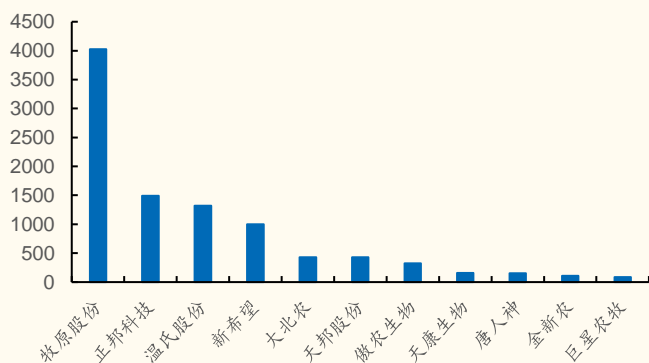
栏 3128.1 万头，同比增长 79.39%，公司在行情低迷时期持续实现出栏量的增长，2022 年预计生猪出栏量有望实现 5600 万头，出栏量有望维持高增速。

图表 4：公司出栏量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2021 年公司出栏量位居行业第一（万头）



来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，激励机制调动员工积极性

秦英林先生和钱瑛女士为公司的实际控制人，其中秦英林先生直接持有公司 39.20% 的股份，钱瑛女士直接持有公司 1.21% 的股份，两人通过牧原实业集团有限公司间接持有公司 13.01% 的股份，两人共计持有公司 53.28% 的股份，剩余 46.72% 的股份由其他股东持有。

公司公开发行的 9550 万张可转换公司债券于 2021 年 9 月 10 日在深交所挂牌交易，该可转债每张面值为 100 元，发行总额为 95.5 亿元，初始转股价格为 47.91 元/股。后来公司于 2022 年 3 月 14 日向 5577 名激励对象授予 5968.52 万股限制性股票，公司总股本增长至 53.22 亿股，公司可转债转股价格变化为 47.71 元/股。2022 年 6 月 9 日公司实施权益分派方案，以实施分配方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每 10 股派 2.48 元人民币，权益分配方案实施后，可转债转股价格变为 47.46 元/股。截至 2022 年 6 月 30 日，牧原股份可转债余额 95.47 亿元，转股价为 47.46 元/股，强赎触发价为 61.70 元。

图表 6：公司可转换债券情况

发行日	到期日	转股价格(元)	回售触发价(元)	强赎触发价(元)	发行量(亿元)	余额(亿元)
2021/8/16	2027/8/16	47.46	33.22	61.70	95.50	95.47

来源：公司公告，国金证券研究所（注：数据截至 2022Q2）

**公司利用股权激励充分调动员工积极性。**近年来，公司通过完善的股权激励计划促进生产积极性，公司将核心管理人员与技术业务人员的薪酬与公司业绩绑定，充分调动员工的主观能动性，确保员工与公司长远目标保持一致，助力公司实现快速发展。公司在股权激励的设置上分别对公司业绩和个人业绩做了要求，根据公司全年出栏量目标以及个人绩效考核情况设立了解禁限售股的计划，确保了激励计划可以落实到每一个人身上。

公司 2019 年的限制性股票激励计划要求以 2019 年生猪销量为基数，2020 和 2021 年的解除限售股票 50% 的目标分别为生猪销量增长率不低于 70% 和 150%。截至 2021 年末，2020 和 2021 年公司生猪销量对比 2019 年销量增长率分别为 77% 和 293%，公司股权激励计划销量超额完成。

公司 2022 年 2 月发布了新的股权激励计划，其两次解除限售总量 50% 的目标分别为 2022 和 2023 年生猪销售增长率不低于 25% 和 40%，对应出栏量为 5033 万头与 5636 万头。根据公司目前出栏量情况判断，2022 年完成激励目标的概率较大。

图表 7: 公司股权激励计划

时间	激励对象	认购数量 (万股)	公告日 占总股本比例	认购价格 (元/股)	解除限售业绩考核目标
2019年11月	核心管理及技术 业务人员	4271.05	2.47%	48.03	以2019年生猪销量为基数,两次解除限售总量50%的目标分别为2020、2021年生猪销售增长率不低于70%和150%。
2022年2月	核心管理及技术 业务人员	7460.65	1.42%	30.52	以2021年生猪销量为基数,两次解除限售总量50%的目标分别为2022、2023年生猪销售增长率不低于25%和40%。

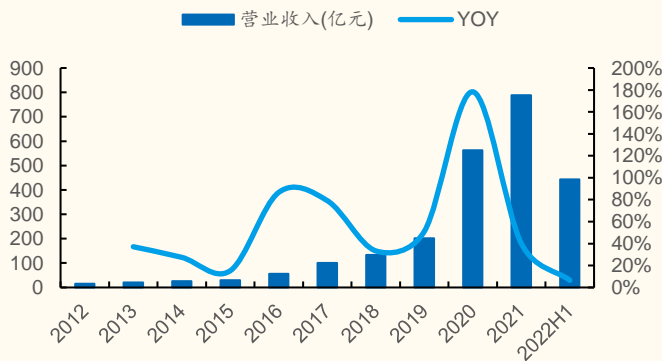
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.3 公司周期性与成长性并存, 盈利水平行业领先

公司营业收入实现快速增长, 利润呈现周期性变化。2010年-2014年公司产能持续扩张, 营业收入实现稳定增长; 公司上市后凭借丰富的融资渠道、优秀的养殖管理体系和完善的生物安全防控措施实现业绩的高速增长。在非洲猪瘟疫病发生的2019年, 公司凭借优秀的管理能力和疫病防控体系抵御住了非洲猪瘟的侵袭并且快速扩张, 在2020年实现营收562.77亿元, 同比增长178.31%。2015-2021年, 公司营业收入从30.03亿元增长至788.90亿元, 复合增速为72.42%, 业绩增速处在行业前列。

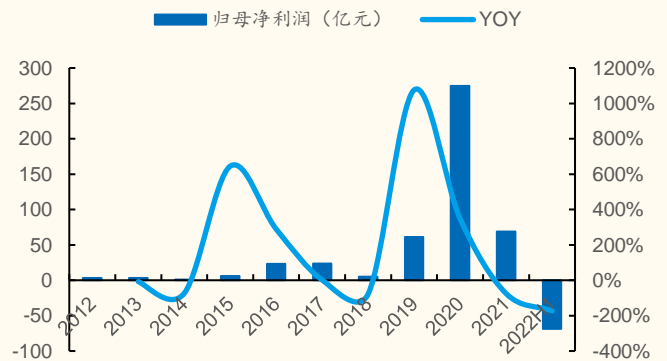
公司凭借出栏量的高速增长保证了营收水平的持续提高, 但是养殖行业利润端受猪价周期性波动影响较大, 利润增速呈现明显的周期性变化。2020年生猪价格全年维持高位, 公司实现归母净利润274.51亿元。随着生猪供给端持续放量, 2021年下半年猪价开始下跌, 公司在全年实现788.90亿营业收入, 同比增长40.18%的情况下, 2021年归母净利润为69.04亿元, 同比下滑74.85%。2022年上半年生猪价格低迷, 行业整体处在亏损状态, 2022H1公司实现营业收入442.68亿元, 实现同比增长6.57%, 归母净利润亏损66.84亿元, 同比下滑170.16%。

图表 8: 公司营收持续快速增长



6 来源: Wind, 国金证券研究所

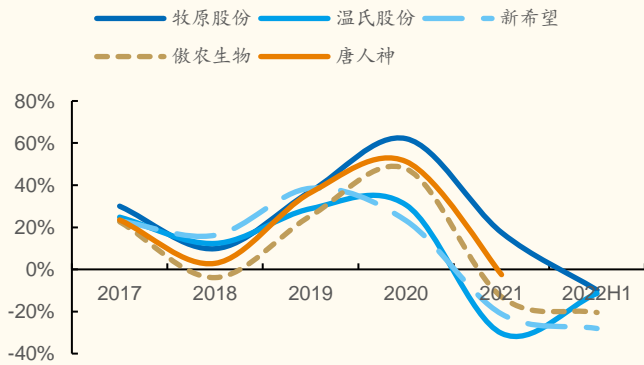
图表 9: 归母净利润呈现周期性波动



来源: Wind, 国金证券研究所

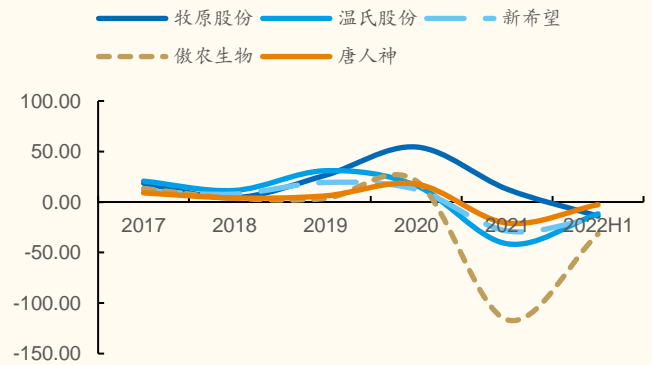
公司生猪养殖业务毛利率水平行业领先, ROE 表现优秀。养殖企业盈利水平受到生猪价格周期性波动影响较大, 在猪价较高的2020年, 公司生猪养殖业务毛利率可以达到62.09%, 而2022H1在猪价低迷的背景下, 公司生猪养殖毛利率为-9.83%。与行业内横向对比, 公司毛利率水平优于行业内其他企业, 在猪价向好时公司盈利表现明显优于其他可比公司。从ROE角度看, 公司经营能力处于行业领先水平, 2019年以来ROE水平均处于行业领先位置。

图表 10: 公司生猪养殖业务毛利率水平行业领先



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: ROE 水平行业领先



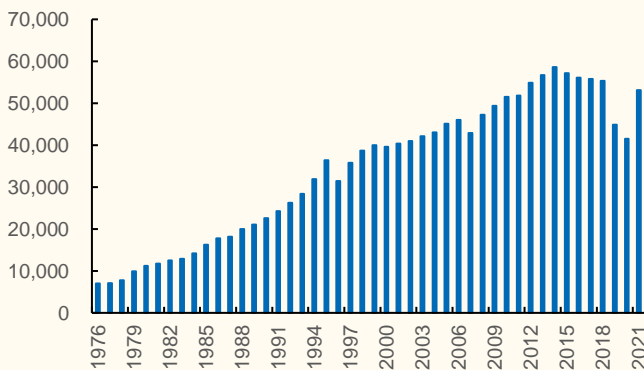
来源: Wind, 国金证券研究所

## 2. 猪周期景气上行, 规模化养殖大势所趋

### 2.1 生猪养殖市场规模上万亿, 供需错配导致猪价周期波动

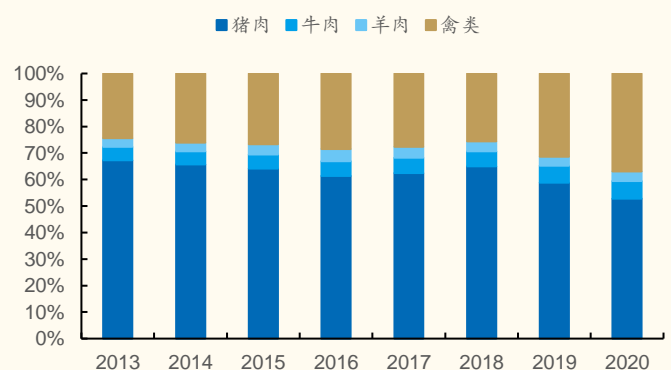
我国生猪养殖市场规模上万亿, 猪肉消费量总体相对稳定。猪肉作为我国居民最主要的动物性蛋白质来源, 随着居民收入水平的提升, 消费量自上世纪 70 年代以来持续增加, 直至 2010 年后消费量趋于稳定。根据 Wind 数据, 我国 2012-2018 年猪肉消费量稳定在 5500 万吨左右, 在我国所有肉类消费占比中超过 60%。其中, 2019 年非洲猪瘟的暴发致使国内生猪出栏量大幅减少, 生猪价格一度在 40 元/公斤以上, 高价猪肉抑制了下游消费需求, 2019-2020 年我国猪肉消费量仅为 4487 万吨和 4152 万吨。随着我国生猪产能的恢复带动 2021 年下半年猪肉价格的回落, 2021 年猪肉消费回升至 5315 万吨, 已经接近往年正常水平, 预计未来生猪消费量相对稳定。由于我国猪肉消费主要源自国内生产, 海外猪肉进口占比较小, 按照我国年出栏 7 亿头生猪, 均重为 115 公斤, 均价为 15-17 元/公斤来计算, 我国生猪养殖市场规模在 1.21-1.37 万亿之间。

图表 12: 我国猪肉消费量 (千吨)



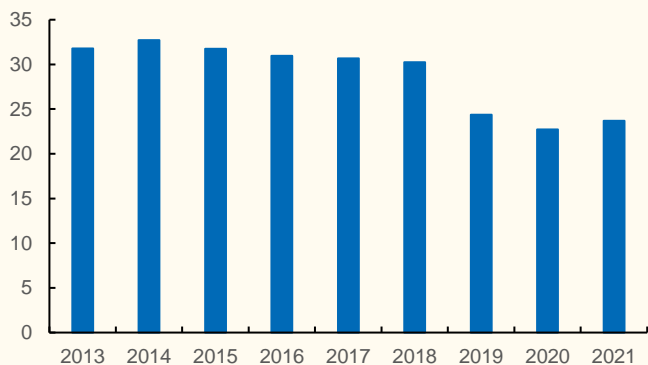
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 猪肉在我国肉类消费中占比最大



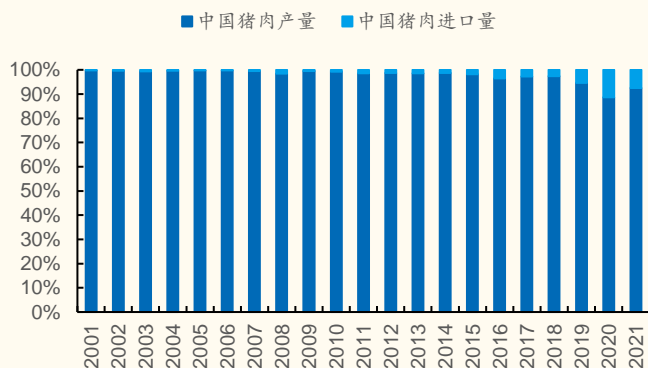
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 14: 我国人均猪肉消费保持稳定(千克)



来源: 中国统计年鉴, 国金证券研究所

图表 15: 我国猪肉主要由国内生产供给

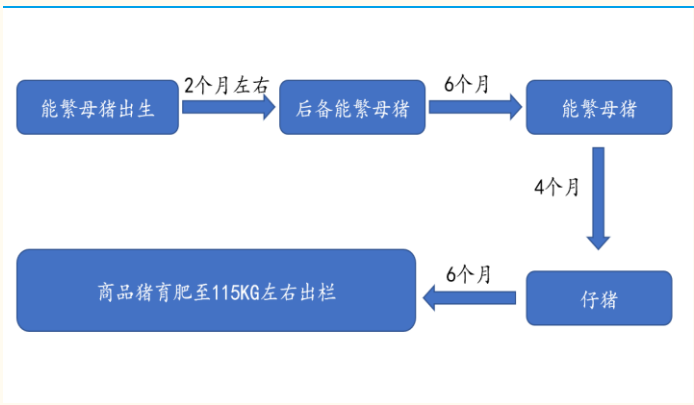


来源: 国家统计局, USDA, 国金证券研究所

猪周期形成的原因是阶段性供需错配, 供需不平衡主要源自生产端的变化。根据中国统计年鉴数据, 非洲猪瘟发前, 我国人均猪肉消费量稳定在 30 公斤/年左右, 猪肉消费端预计长期保持小幅波动状态, 供给端的波动是导致猪价呈现周期性波动的主要因素。生猪生产具有一定的成长周期, 从能繁母猪配种到商品猪出栏大约需要 10 个月的时间, 如果能繁母猪存栏不足, 后备母猪到配种阶段则需要 5 个月左右的时间, 生猪供给端的恢复需要更长的时间, 叠加养殖户对后市预期的不同使得决策存在一定的时滞性, 所以生猪产能端的变化存在一定的滞后性。

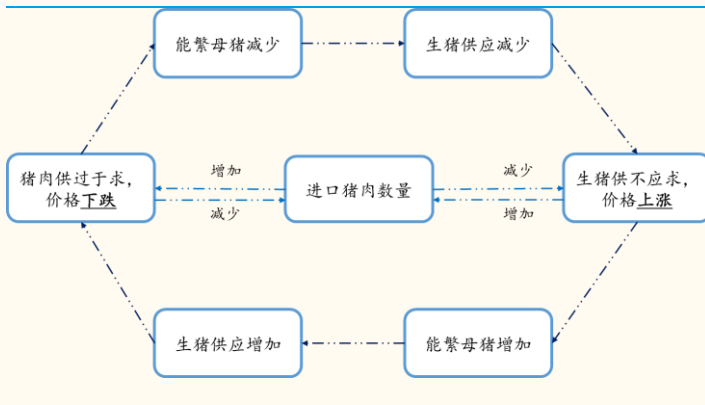
由于散户在我国生猪养殖行业中占比超过 60%, 散养户在生产过程中的计划性相对较弱, 主要根据生猪价格表现安排生产, 导致了我国生猪供给端根据养殖利润的变化呈现周期性波动。当生猪供给不足、价格上涨时, 养殖户积极补充能繁母猪扩大生产, 导致 1.5 年后商品猪供给量增加, 生猪供大于求致使猪价开始下跌; 当猪价跌破盈亏平衡线后, 养殖户开始淘汰能繁母猪减少生产, 1.5 年后生猪供给开始减少, 猪价再次上涨, 如此周而复始形成猪价以 4 年左右为周期的波动。

图表 16: 生猪生产周期较长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

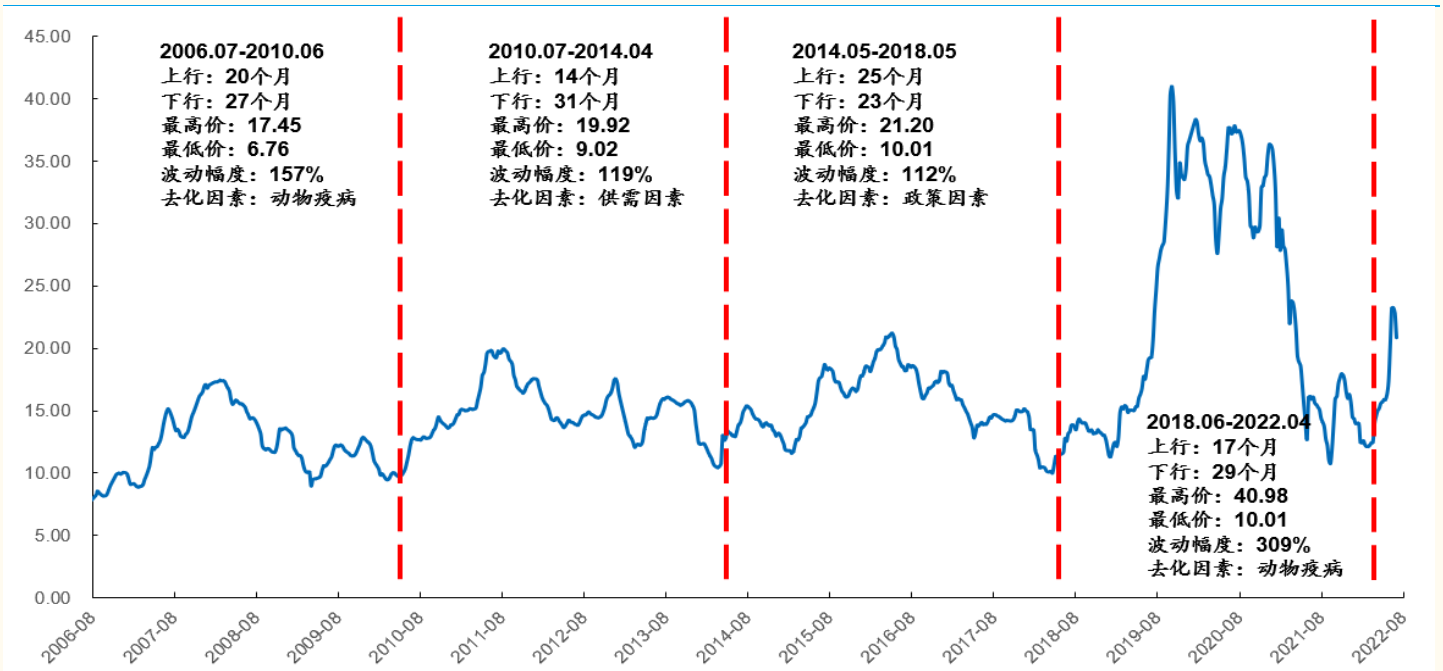
图表 17: 猪周期演变示意图



来源: 国金证券研究所

2006 年至今, 我国一共经历了 4 轮完整的猪周期。2006-2010 年高致病性蓝耳病传入我国使得能繁母猪存栏量快速去化, 驱动生猪价格上涨。2010-2014 年的周期主要受供需因素驱动, 是经典的猪周期演变过程。2014-2018 年产能去化的主要因素是我国政府推出的环保政策, 大量不符合环保标准的散养户被淘汰。2018-2022 年这一轮猪周期则是非洲猪瘟在国内的暴发导致生猪供给大幅去化, 驱动了有史以来最强的一轮猪周期, 生猪价格一度上升到 40 元/公斤以上。从驱动因素来看, 多为动物疫病、供需关系、政策因素等一个或多个因素综合作用导致。从周期运行时长来看, 我国每轮猪周期的总时长在 4 年左右且猪价下行的周期往往长于上行周期, 总体呈现熊长牛短的态势, 每一轮猪周期价格的最高点和最低点之间均有一倍以上的涨幅。

图表 18: 我国 22 个省市生猪均价 (元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 猪周期跨度区间总结

周期跨度	上行区间	下行区间	价格 (元/公斤)		
			最高价	最低价	波动幅度
第一轮	2006/7-2010/6 (20个月)	2008/4-2010/6 (27个月)	17.45	6.76	157%
第二轮	2010/7-2014/4 (14个月)	2011/9-2014/4 (31个月)	19.92	9.08	119%
第三轮	2014/5-2018/5 (25个月)	2016/6-2018/5 (23个月)	21.2	10.01	112%
第四轮	2018/6-2022/4 (26个月)	2021/1-2022/4 (15个月)	40.98	10.01	309%

来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.2 政策端支持规模化养殖, 龙头企业市占率有望持续提升

近年来, 国家高度重视生猪养殖行业的生产发展, 大力推行生猪养殖的规模化进程。2007年7月我国出台《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》, 以实施标准化规模养殖场项目建设为抓手, 推行了包括能繁母猪补贴、生猪调出大县奖励、支持规模化养殖场贷款等一系列政策大力支持生猪养殖规模化的发展。2013年5月出台《关于稳定生猪生产的意见》, 指出要强化技术指导与服务、强化信息的检测与预警、切实抓好生猪疫病防控、大力推进生猪标准化规模养殖, 通过有关部门的沟通协作和上下联动, 努力实现生猪生产的平稳发展。在2016年推出的《全国生猪生产发展规划》中提出确定生猪生产区域布局, 将全国划分为重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区四个区域, 在2020年实现规模化养殖比重达到52%; 在2019年的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》中提出到2022年规模化养殖率达到58%左右, 2025年规模化养殖率达到65%以上, 政府近些年提出的政策均在大力支持生猪养殖规模化发展并且设立了量化目标, 希望通过规模化来稳定生猪产能, 促进生猪养殖行业健康发展。

图表 20: 支持规模化养殖相关政策

时间	相关政策/会议	主要内容
2007年7月	《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》	实施能繁母猪补贴, 启动母猪政策性保险, 完善生猪良种繁育

时间	相关政策/会议	主要内容
		育体系，支持标准化规模养殖场建设，给予生猪调出大县奖励，建立健全生猪疫病防控体系等。
2013年5月	《关于稳定生猪生产的意见》	为稳定生猪生产，维护生猪养殖户切身利益保障市场稳定有效供给，强化技术指导与服务，大力推进生猪标准化规模养殖、强化信息监测预警、落实好各项扶持政策、切实抓好生猪疫病防控。
2016年4月	《全国生猪生产发展规划》	规模企业屠宰量占比不断提升；生猪出栏率、母猪生产效率、劳动生产率持续提高；2020出栏500头以上的规模养殖比重达到52%。
2019年9月	《关于做好稳定生猪生产中央预算内投资安排的通知》	对2020年底新建、改扩建种猪场、规模猪场，禁养区内规模养猪场异地重建给予一次性补助，用来支持生猪规模化养殖场、种猪场和建设动物防疫等基础设施建设。
2019年9月	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	到2022年，产业转型升级取得重要进展，养殖规模化率达到58%左右；到2025年，产业素质明显提升，养殖规模化率达到65%以上。
2020年2月	国务院常务会议	加快恢复生猪生产，将养殖场户贷款贴息补助范围由年出栏5000头以上调整为500头以上。
2020年9月	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	到2025年畜禽养殖规模化率达到70%以上，到2030年畜禽养殖规模化率达到75%以上。
2021年8月	《关于促进生猪产业持续健康发展的意见》	当本省（自治区、直辖市）能繁母猪存栏量月度同比减少10%或生猪养殖连续严重亏损3个月以上，各地可按规统筹相关资金对规模养殖场（户）给予一次性临时救助补贴；协同推进规模养殖场和中小养殖场（户）发展。
2021年9月	对十三届全国人大四次会议第6776号建议的答复	国家将继续加大对生猪规模化养殖的扶持力度。对年出栏1万头以上的规模养殖场，挂牌建立国家级生猪产能调控基地；开展养殖技术指导培训，帮助规模养猪场（户）提高饲养管理水平。

来源：农业农村部，中国政府网，国金证券研究

国内日益严格的环保要求也在加速中小养殖户的出清，推动生猪规模化养殖的发展。2013年11月《畜禽规模养殖污染防治条例》的发布，从养殖场拆迁、改建、扩建、无害化处理设施等方面进行了规定，在一定程度上提高了养殖行业的门槛，出清了部分不具备环保设施的中小养殖场。2014年-2016年一系列政策的出台使得生猪行业在环保管控上日益严格，行业内大量规模较小的养殖户因环保不达标被迫退出，致使能繁母猪存栏量持续下降，严格的环保政策导致产能出清是2014-2018年这一轮猪周期的主要驱动因素。

图表 21：养殖业环保相关条例

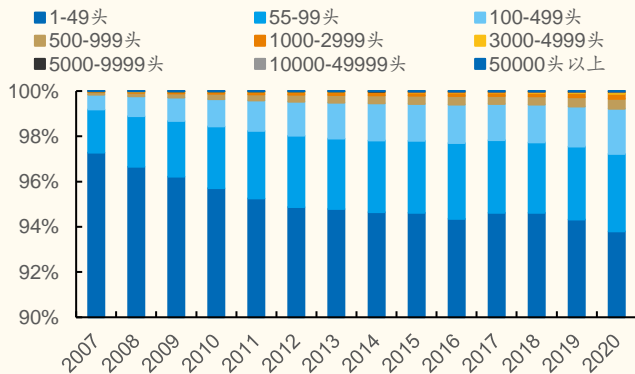
时间	相关政策/会议	主要内容
2013年11月	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确了以综合利用作为解决畜禽养殖废弃物污染问题的根本途径，从养殖场拆迁、禁养与限养等方面进行了规定。
2014年4月	《环境保护法》	畜禽养殖选址应符合相关规定，畜禽粪便污水等废弃物进行科学处置，防止污染环境。
2016年11月	《“十三五”生态环境保护规划》	2017年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜、禽养殖场（小区）和养殖专业户。
2016年12月	《关于进一步加强畜禽养殖污染防治工作的通知》	加强畜禽规模养殖污染防治设施建设，引导养殖专业户向规模化畜禽养殖场转化，加强畜禽养殖污染防治，促进废弃物综合利用
2019年11月	《关于进一步做好当前生猪规模养殖环评管理相关工作的通知》	强调继续推进生猪养殖项目环评“放管服”改革，开展生猪养殖项目环评告知承诺制试点，统筹做好生猪养殖项目环评服务和指导，强化建设单位生态环境保护主体责任，强化事中事后监管。

来源：农业农村部，中国政府网，生态环境部，国金证券研究所

非洲猪瘟提高了养殖场硬件设施的要求，防疫能力差的中小散户加速退出。2018年8月非洲猪瘟的暴发给养殖行业带来重大损失，非洲猪瘟传染能力强、致死率高且全球范围内没有有效的疫苗，养殖场只能通过消杀、物理隔离的方式降低被传染的风险。建立健全的生猪安全防控体系是防治非瘟的有效手段，

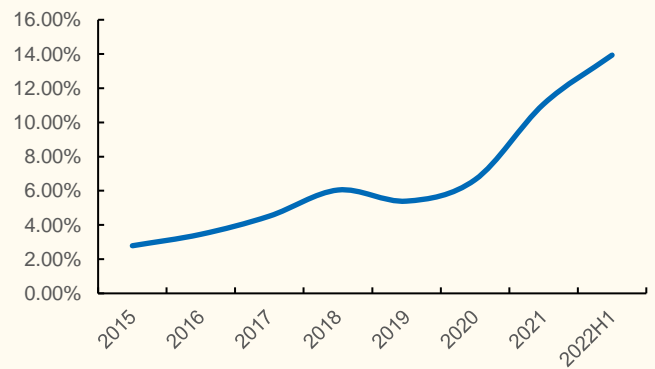
但是中小养殖户缺乏固定资产投入，对防疫设备和消耗性消杀物资投入不足，部分养殖场在疫情反复中损失惨重，被迫退出养殖行业。规模化养殖场则凭借政策支持和资金储备建立起有效的防疫体系，有效降低了疫病传染可能导致损失的风险。从养殖户数量上看，我国年出栏量 50 头以下的养殖户数量逐年降低，占比由 2007 年的 97% 下降至 2020 年的 94%；从出栏量数据看，我国规模化养殖场出栏量占比在非瘟暴发后加速增长，CR4 水平由 2019 年的 5.39% 提升至 2022H1 的 13.93%，随着上市企业的持续扩张，未来我国规模企业市占率有望持续提升。

图表 22: 规模化养殖水平逐年提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 我国生猪养殖行业 CR4 占比逐年提升

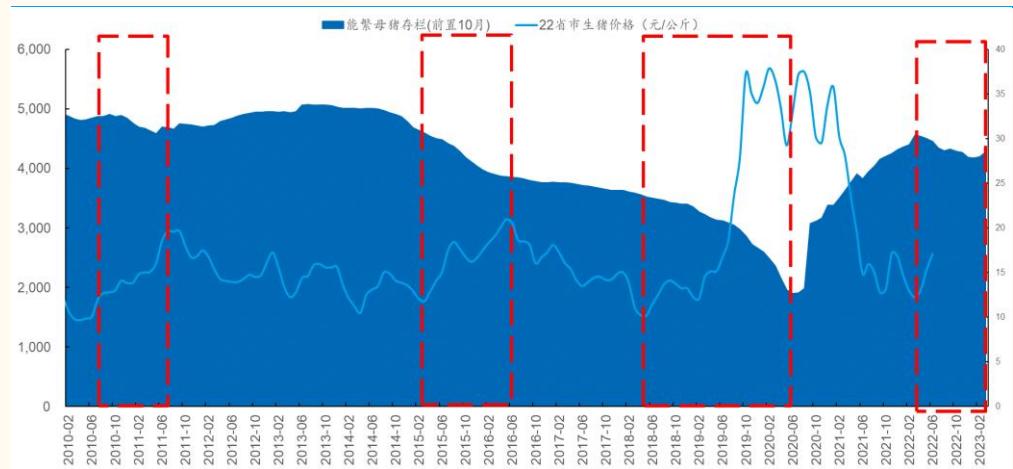


来源: 公司公告, 国家统计局, 国金证券研究所

## 2.4 新一轮周期上行开启，养殖板块景气度上行

生猪供给端持续减少，行业景气度有望上行。能繁母猪存栏量作为市场上常用的未来产能评估指标，可以用来预估未来 10 个月左右的生猪供给量，而生猪的供应量在一定程度上决定了猪价走势。从历史数据来看，能繁母猪快速去化的时间段对应 10 个月后的生猪价格往往呈现波动上涨态势。根据农业农村部数据，从去年 7 月开始我国能繁母猪存栏量开始环比下滑，直至今年 5 月份能繁母猪存栏量环比回正，预示今年 4 月生猪供给量抵达峰值后开启下行通道，生猪供给量直至 2023 年 3 月前大概率呈现趋势性下行。与之相对应，我国生猪价格自 4 月中下旬开始上涨，截至 8 月已经从 4 月的 12 元/公斤左右上涨至 22 元/公斤左右，随着生猪供给端持续收缩，预计下半年生猪价格中枢有望持续抬升，生猪养殖行业景气度持续上行，养殖企业盈利端有望全面改善。

图表 24: 能繁母猪存栏量指引未来 10 个月猪价变化趋势

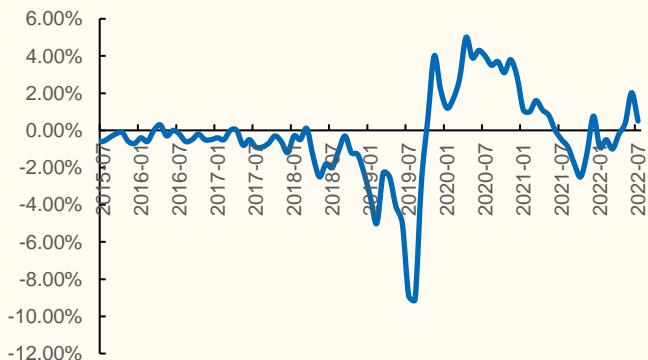


来源: 农业农村部, Wind, 国金证券研究所

根据农业农村部数据，我国能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月开始环比下行，生猪产能开始进行为期 10 个月的去化过程，截至 2022 年 4 月，我国能繁母猪

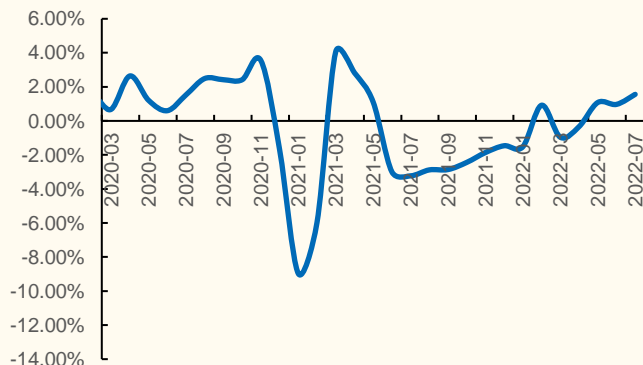
存栏量为 4177.3 万头，累计去化 8.47%，去化幅度与前面几轮猪周期相比较弱。而根据涌益咨询的数据，能繁母猪存栏量变化趋势与农业部数据基本一致，但是去化量明显多于农业部统计数据；涌益咨询数据显示能繁母猪存栏量自 2021 年 6 月开始环比下行，截至 4 月能繁母猪累计去化 18.03%。从猪饲料产量数据来看，2022 年 4-6 月猪饲料产量分别同比下滑 15.20%、14.60%和 12.40%，猪饲料产量的减少侧面印证了生猪存栏量的下滑。分饲料结构来看，2022 年一季度育肥猪饲料仍然保持增长，同比上涨 17.9%；从母猪料和仔猪料产量来看，母猪料产量一季度同比下滑 22.3%，仔猪料产量一季度同比下滑 8.8%，说明能繁母猪存栏量与仔猪存栏量同比有较大幅度下滑，能繁母猪去化量可能超出官方数据。

图表 25: 农业部能繁母猪存栏环比去化情况



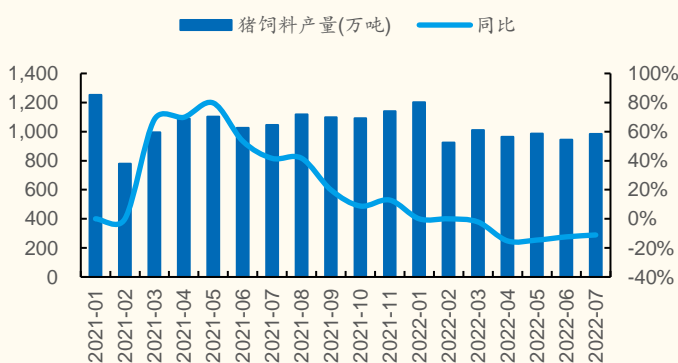
来源：农业农村部，国家统计局，国金证券研究所

图表 26: 涌益咨询能繁母猪存栏环比去化情况



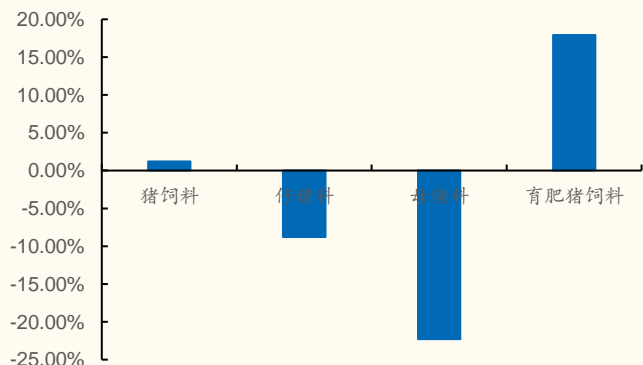
来源：涌益咨询，国金证券研究所

图表 27: 猪饲料产量持续下滑



来源：中国饲料工业协会，国金证券研究所

图表 28: 母猪料和仔猪料一季度同比大幅下滑



来源：中国饲料工业协会，国金证券研究所

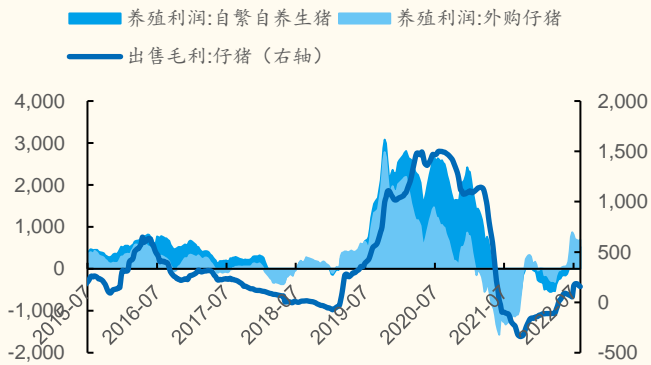
虽然农业农村部数据显示本轮能繁母猪去化程度不及往年的深度，但是从当下生猪价格、饲料产量降低幅度和涌益咨询能繁母猪存栏量数据判断，本轮产能实际去化程度可能超过官方的去化幅度，足以支撑周期价格高度。从去化节奏来看，去年 9-11 月是能繁母猪淘汰速度最快的时刻，对应今年三季度供给端减少幅度最大，生猪供给端可能存在阶段性缺口。去年四季度随着猪价的抬升，能繁母猪去化速度有所放缓，但是整体趋势依旧下行，预计年内生猪供给端持续下行。

由于生猪价格在 4 月底开始上涨，外购仔猪在 5 月中旬已经开始盈利，我国能繁母猪存栏量自 2022 年 5 月份开始环比上行。根据农业农村部数据，5-7 月能繁母猪存栏量分别环比上行 0.4%、1.9%和 0.5%，我国能繁母猪去化进程告一段落，能繁母猪存栏量开始恢复。根据以往情况判断，当生猪养殖行业实现全面盈利时，养殖户就会开始进行补栏动作扩充产能，截至 2022 年 8 月，生猪养殖单头盈利可以达到 500 元/头左右的水平，足以驱使养殖户进行补栏。

养殖户补充能繁母猪速度相对缓慢。上一轮周期中养殖户亏损较为严重导致资金短缺，同时官方数据显示本轮周期能繁母猪去化幅度不足，养殖户相对

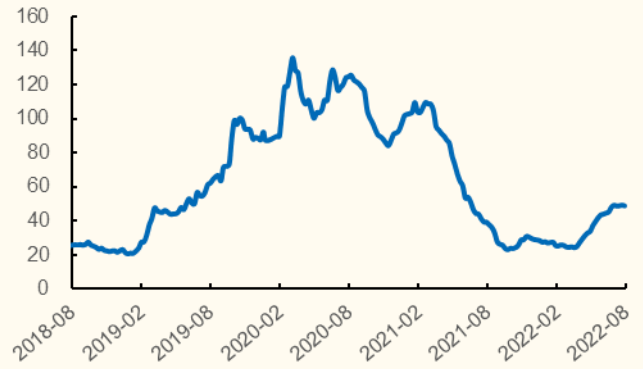
看好今年四季度行情，对明年下半年行情存在一定的迟疑，所以目前养殖户补母猪动力不足，更多的还是补充仔猪。从仔猪与二元母猪价格也可以看出养殖户补栏主要进行仔猪补栏，仔猪价格自4月初开始明显上涨，而二元母猪价格则没有太大的变化，说明养殖户并没有大肆进行外购母猪补栏。根据二元母猪和三元母猪占比的变化，我们可以推断出部分养殖户使用商品猪留作种用来补充产能，根据目前养殖户情绪和资金状况判断，我们预计能繁母猪存栏量会呈现缓慢上涨态势。

图表 29: 养殖利润大幅好转 (元/头)



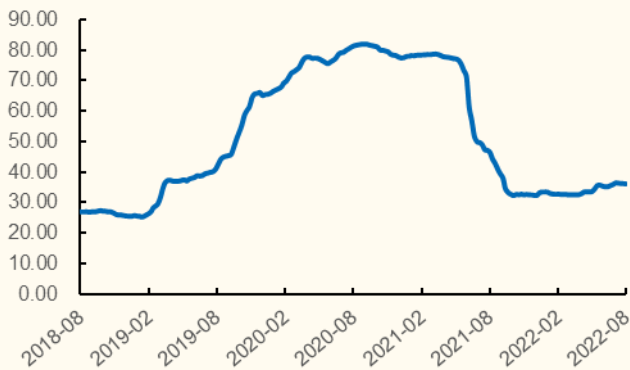
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 仔猪价格明显抬升 (元/公斤)



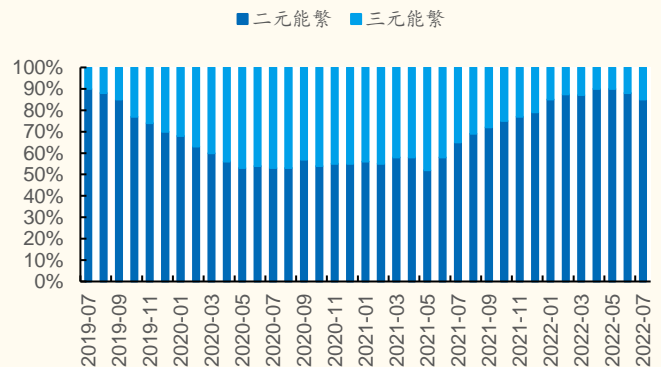
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 二元母猪价格并未明显上涨 (元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所

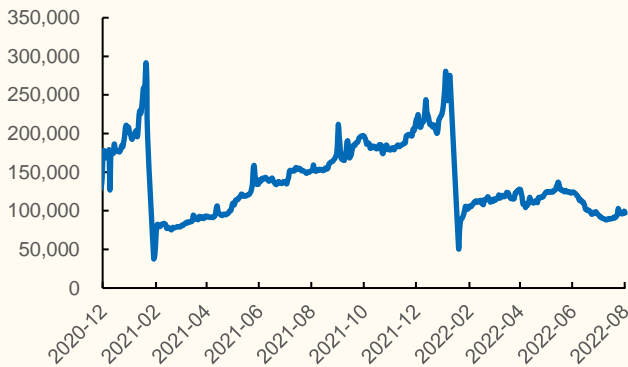
图表 32: 三元母猪占比开始提升



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

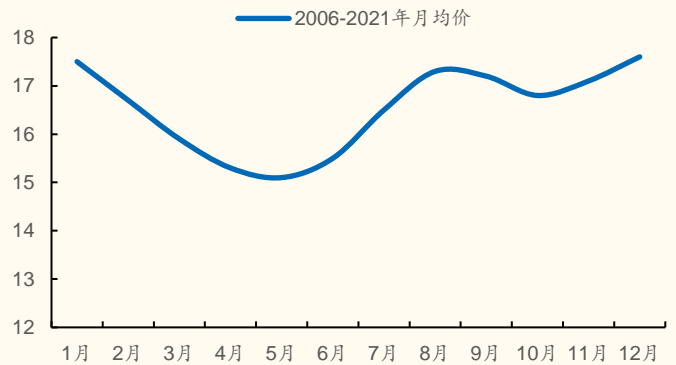
**冬季生猪需求旺盛，春节前猪价有望维持高位。**从需求端看，我国生猪消费下半年好于上半年且四季度是猪肉年内消费最旺盛的时刻，生猪屠宰量一般在四季度有明显改善，同时春节前一般是生猪价格年内最高的时候。考虑到目前餐饮和团餐消费受疫情影响较为严重，随着疫情管控逐步放开，需求端有望逐步改善，为生猪价格提升提供支撑。自2022年4月份以来，我国生猪价格持续上涨，7月份生猪价格高点一度超过24元/公斤，随后平均猪价持续在20元/公斤以上呈现震荡上行态势。考虑到春节前生猪供给量总体呈现下行趋势，同时下半年生猪消费会有明显好转，预计下半年生猪价格中枢持续抬升，养殖板块公司盈利弹性有望得到释放。

图表 33: 四季度屠宰量明显提高(头)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 生猪价格存在季节性波动(元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所

国家设立了调节机制保证生猪价格的平稳运行。猪肉是我国居民最主要的肉类消费品, 生猪价格对居民的日常生活有较大的影响, 政府为了保证生猪价格的平稳运行, 设立了猪肉储备和投放预警调节机制。具体来看, 当猪粮比价低于 6:1 或高于 9:1 时启动三级预警, 但是暂不启动收储或放储。当猪粮比低于 5:1, 或者能繁母猪存栏量单月同比减少 10%, 或者能繁母猪存栏量连续 3 个月累计降幅超过 10%时启动收储。当猪粮比价连续 2 周处于 10:1-12:1 之间, 或者 36 个大中城市精瘦肉零售周均价同比涨幅在 30%-40%之间时启动放储。截至 8 月 26 日, 猪粮比价为 7.82, 依旧处于正常区间, 但是为了切实保障中秋、国庆节猪肉市场供应和价格稳定, 国家发改委将于 2022 年 9 月开始分批次投放政府猪肉储备, 并指导地方联动投放储备。

图表 35: 猪肉储备和投放预警调节机制

	预警分级	预警条件	储备调节
收储政策	三级预警	猪粮比价低于 6:1	暂不启动临时储备肉收储
	二级预警	猪粮比价连续 3 周处于 5:1-6:1, 或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到 5%, 或能繁母猪存栏量连续 3 个月累计降幅在 5%-10%时。	视情启动
	一级预警	当猪粮比价低于 5:1, 或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到 10%, 或能繁母猪存栏量连续 3 个月累计降幅超过 10%时。	启动临时收储
放储政策	三级预警	当猪粮比价高于 9:1 时。	暂不启动储备肉投放
	二级预警	当猪粮比价连续 2 周处于 10:1-12:1, 或 36 个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅在 30%-40%之间。	启动储备投放
	一级预警	当猪粮比价高于 12:1, 或 36 个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅超过 40%时。	加大投放力度

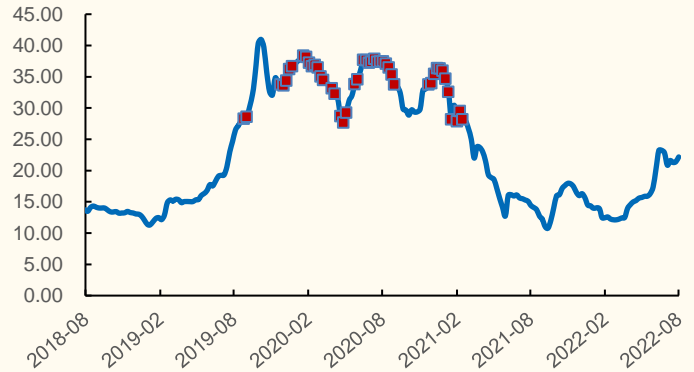
来源: 农业农村部, 中国政府网, 国金证券研究所

图表 36: 目前猪粮比价处于正常区间



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 历次放储时间点 (元/公斤)



来源: 华储网, 国金证券研究所 (采用周度数据, 标记代表周内有效储行为)

**猪肉放储并不改变猪价变化趋势。**从历次储备肉收储情况来看, 由于储备肉一次放出的体量在 1-3 万吨之间, 对整体供需平衡影响不大。储备肉放出后短期内可以对价格起到一定的调节作用, 同时也会对市场情绪进行一定程度的调节, 但是放储并不能改变生猪价格的变化趋势, 决定生猪价格的主要因素依旧是供需关系。由于下半年生猪供给大概率偏紧, 生猪价格中枢抬升的大趋势不会被放储所影响, 但是猪价上涨的速度和高点可能会受到一定程度的压制。

### 3.软硬件结合助力持续扩张, 产业链延伸拓展想象空间

#### 3.1 融资渠道与资源储备丰富, 出栏量有望保持高速增长

公司作为国内优秀的养殖企业, 在过去几年内凭借高效的轮回二元育种体系、优秀的生物安全防控体系、丰富的融资渠道和雄厚的土地储备, 成功实现了产能的快速扩张。2021 年公司出栏 4026 万头生猪, 位居全国第一, 一举奠定了国内生猪养殖龙头企业的地位。目前国内规模化养殖水平依旧处于较低水平, 随着规模化进程的不断推进, 大型养殖企业仍然具备较大的成长空间, 公司在土地、资金、固定资产、生物性资产、人员等核心要素方面储备丰富, 有望在未来 2 年继续保持生猪出栏量的高速增长。

公司在过去的 10 年内扩张步伐迅速, 并且于 2020 年首次出栏量位居全国第一, 公司 2010-2021 年生猪出栏量从 35.9 万头增长至 4026.3 万头, 年复合增长率达到 54%。2021 年在生猪价格大幅下跌的背景下, 公司凭借优秀的成本控制能力和资金实力持续扩张, 2021 年生猪出栏量同比增长 122%, 出栏量约占全国生猪出栏量的 6% 左右, 拉开了与其他企业的差距, 奠定了我国生猪养殖龙头企业的地位。

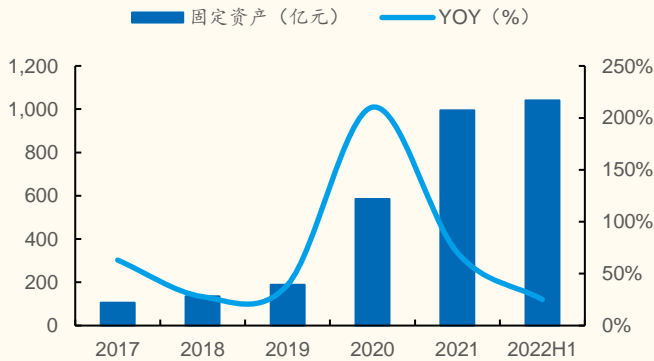
图表 38: 公司过去几年出栏量增速优于行业 (万头)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
牧原股份	192	311	724	1101	1025	1812	4026
YOY		62.27%	132.40%	52.16%	-6.89%	76.67%	122.26%
温氏股份	1535	1713	1894	2230	1862	955	1322
YOY		11.57%	10.61%	17.70%	-16.51%	-48.73%	38.47%
新希望	87	117	240	255	355	829	998
YOY		33.70%	105.64%	6.42%	39.01%	133.60%	20.33%
正邦科技	158	226	342	554	578	956	1493
YOY		43.38%	51.14%	61.87%	4.41%	65.28%	56.14%
天邦股份	41	58	101	217	244	308	428
YOY		41.46%	74.14%	114.85%	12.44%	26.23%	38.96%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

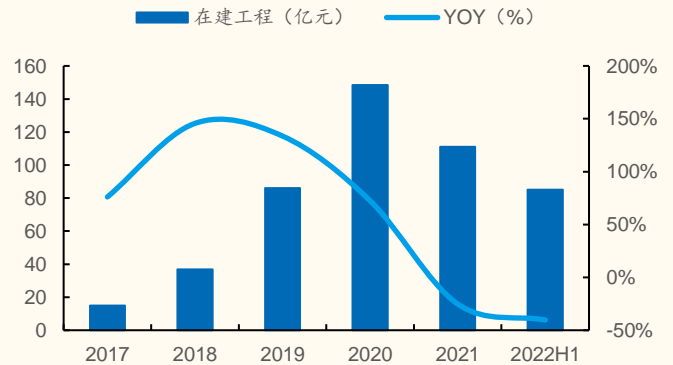
公司自 2019 年开始加大固定资产的投入，积极扩张养殖产能，截至 2022H1 公司固定资产达到 1039.94 亿元，养殖产能超过 7000 万头。同时公司在 2011 年就开始前瞻性布局，专门设立战略发展部负责养殖用地的储备，截至 2021 年末，公司已经储备了 1 亿头产能的土地资源；考虑到公司目前的在建产能和融资能力，预计未来 2 年左右可以实现 1 亿头产能固定资产的建设，支持公司出栏量持续增长。从生物性资产看，公司拥有优质的种猪繁育体系，截至 2022H1 拥有 247 万头能繁母猪和 100 万头左右的后备母猪，可以支持年出栏生猪 7000 万头左右的产能，未来生猪出栏量扩张确定性较强，同时今年下半年公司会持续增加能繁母猪存栏量，为出栏量持续扩张做好准备。

图表 39: 固定资产储备充足



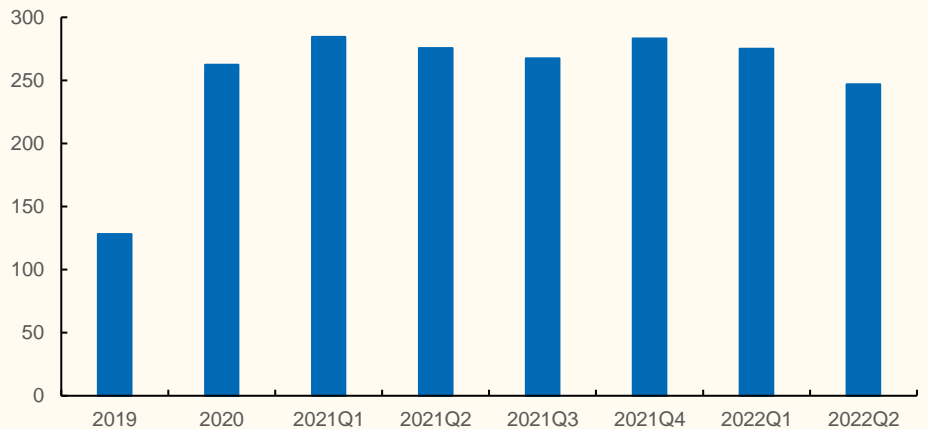
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 在建工程有所减少



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 41: 能繁母猪存栏量足以支持出栏量持续增长 (万头)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从资金端看，公司融资渠道丰富。上市以来通过股权融资共计 97.99 亿元，通过债权融资共计 231.5 亿元，公司年筹集资金量也跟随公司扩张计划保持高速增长。同时公司持续加强与银行等各类金融机构合作，截至 2021 年末授信余额超 200 亿元，保证了资金端的充裕和灵活性。公司依靠丰富的融资渠道，在周期底部可以凭借丰富的资金来源度过寒冬，上行周期可以增加融资规模实现高速扩张。目前公司仍有一个非公开发行项目正在推进，落地后有望获得 50-60 亿元的现金补偿。

图表 42: 公司融资渠道丰富

年度	直接融资(亿元)		间接融资(亿元)		当年筹资总量(亿元)
	股权融资	债权融资	短期借款	长期借款	
2014	7.22	--	0.13	-0.94	6.41
2015	10.00	--	8.62	0.27	18.88

2016	--	10.00	7.27	4.49	21.76
2017	30.77	31.00	10.60	5.39	77.76
2018	--	45.00	11.55	-4.65	51.90
2019	50.00	16.00	-4.59	0.47	61.88
2020	--	34.00	122.76	92.21	248.98
2021	--	95.50	57.59	35.85	188.95

来源: Wind, 国金证券研究所

公司在过去几年的高速扩张中储备了大量人才, 为公司的快速发展提供软件支持, 截至 2021 年末公司员工人数达到了 13.75 万人, 人员配备增长速度快于公司业务增长速度。根据公司披露, 公司每 10 万头出栏的人员标准配置为 138 人, 部分场区可能达到 150 人以上, 目前人才储备充足。随着生产人员技术的熟练、管理效率的提升, 公司人均饲养数量仍有上升空间, 目前储备的人才数量足以支撑公司未来两年的发展。

图表 43: 公司生产人员储备充足

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
员工总数(人)	3552	3567	5832	17214	27003	29978	50319	121995	137520
生产人员(人)	2798	2802	4551	12059	20874	23555	40274	96091	114567
生产人员占比(%)	78.77%	78.55%	78.03%	70.05%	77.30%	78.57%	80.04%	78.77%	83.31%
年出栏量(万头)	131	186	192	311	724	1101	1025	1812	4026
人均饲养头数(头)	467	663	422	258	347	468	255	189	351

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.2 积极拓展产业链下游, 市场空间持续扩大

在非洲猪瘟病毒进入我国后, 生猪调运可能会增加疫情传播的概率。为了减少非洲猪瘟对我国生猪生产的影响, 国务院办公厅于 2019 年 9 月发布《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》, 鼓励从“生猪调运”向“鲜肉运输”转变, 引导生猪屠宰加工向养殖集中区域转移, 鼓励就近屠宰。2020 年 5 月发布的《非洲猪瘟防控强化措施指引》要求逐步限制活猪调运, 除了种猪和仔猪外, 原则上不对活猪进行跨大区调运, 推行猪肉产品冷链运输。从“运猪”到“运肉”已经变为趋势, 未来活猪调运的空间会越来越少。目前养殖企业的主要销售模式依旧是活猪销售, 调运政策的改变会对企业跨区域销售造成一定的负面影响, 养殖屠宰一体化发展则可以有效降低调运政策改变带来的不利影响。

图表 44: 生猪调运逐渐向猪肉调运转移

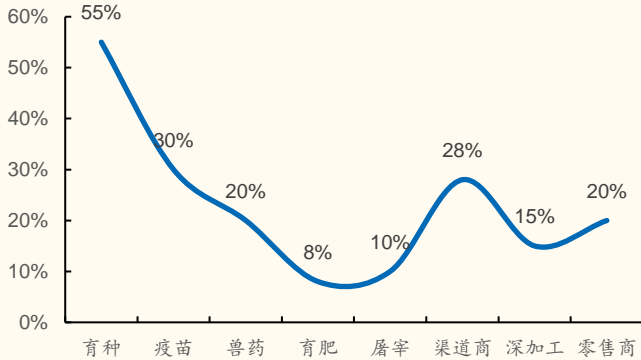
政策时间	政策名称	主要内容
2018 年 8 月	《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》	限制省内生猪调运, 发生疫情的地区暂停生猪外调并且关闭省内所有生猪交易市场。经陆地跨省调运生猪不得途经发生疫情的省。加强生猪屠宰行业管理, 利用好现有产能, 统筹做好疫区封锁期间省内屠宰工作。
2018 年 9 月	《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》	对与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省(自治区、直辖市, 以下简称“省”)调运, 暂停生猪跨省调运时间从任一相邻省发生至其全部相邻省疫情解除封锁前。
2018 年 12 月	《关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知》	疫区所在的县(含县级市、区, 下同)暂停生猪及生猪产品调出本县, 疫区所在的省(含自治区、直辖市, 下同)暂停生猪调出本省, 符合条件的可以进行点对点运输。
2019 年 9 月	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	引导生猪屠宰加工向养殖集中区域转移, 鼓励生猪就地就近屠宰, 实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。顺应猪肉消费升级和生猪疫病防控的客观要求, 实现“运猪”向“运肉”转变, 逐步减少活猪长距离跨省(区、市)调运。
2020 年 5 月	《非洲猪瘟防控强化措施指引》	从 2021 年 4 月起, 逐步限制活猪调运, 除种仔猪外, 其他猪原则上不出大区, 出大区的活猪必须按规定抽检合格后, 指定路线“点对点”调运。

来源: 农业农村部, 国金证券研究所

一体化发展不仅解决了生猪调运的问题, 还可能为公司带来新的盈利增长点。根据头豹研究院数据, 生猪养殖产业链中各环节毛利率差异较大, 上游育

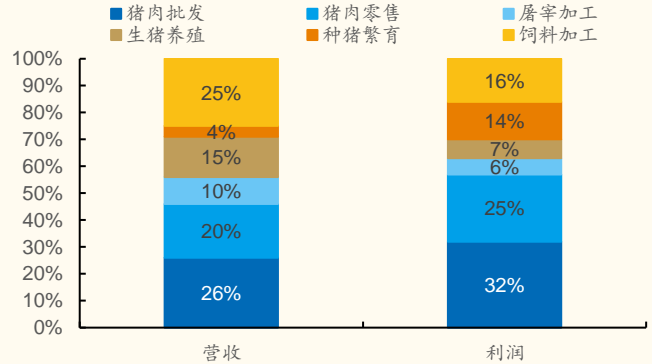
种、疫苗和兽药环节与下游渠道商、加工商和零售端的毛利率水平较高，而中游育肥与屠宰的毛利率处于偏低水平。从各环节营收与盈利占比来看，生猪养殖行业仅占产业链营收规模的 15%，利润规模的 7%，而一体化发展则可以有效的打通上下游产业链，带来新的增长动力。

图表 45: 生猪产业链各环节毛利水平



来源：头豹研究院，国金证券研究所

图表 46: 生猪养殖各环节收入和利润占比



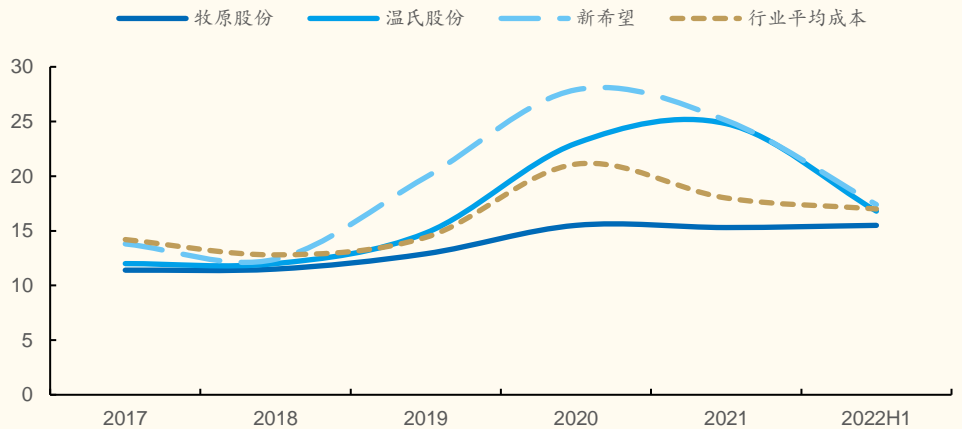
来源：头豹研究院，国金证券研究所

为了顺应政策要求，完善公司产业链发展，公司根据自身养殖产能的布局在产能密集地区建设配套养殖场。截至 2022 年一季度，公司已经在河南、山东、安徽等养殖产能密集区设立了 20 家屠宰子公司，投入运营 8 个屠宰厂，建成屠宰产能 2200 万头，预计年末屠宰产能将超过 3000 万头。目前公司屠宰厂的主要客户是大型的农批市场、商超、食品加工企业等 B 端客户，销售的产品也是以白条猪肉为主，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产品，针对性销售非标准化分割品。公司目前已经开始冻品销售，并且与下游餐饮企业进行合作，直接把产品销售至终端来提升盈利水平。此外，公司积极向上游行业探索，今年与中牧股份合资成立新动保公司“中牧牧原”，主要从事兽药生产、兽药经营、兽药研发及技术咨询等服务，期望通过动保端提高公司整体生产效率，降低养殖成本。

#### 4. 成本优势铸就核心竞争力，成本下降路径明显

生猪具有大宗商品属性，商品猪价格相对统一，养殖公司销售的商品猪难以形成差异化竞争与价格优势。因此，生猪养殖企业的盈利水平主要由成本端决定，优秀的成本控制能力是猪企的核心竞争力之一。公司作为自繁自养模式的代表企业，在非洲猪瘟暴发以前成本水平行业最优，与行业平均水平相比具有较大的优势。非瘟暴发后，其他企业受困于疫病影响，养殖端死淘率大幅提升，同时缺少优质能繁母猪维持产能，只能使用三元商品猪进行生产，生产端效率大幅下滑，成本端明显提高。公司凭借特有的轮回二元育种技术和出色的疫情防控能力放大了成本端优势，低成本优势支撑公司在上一轮周期中盈利水平明显优于行业，同时公司特有的“肉种双用”能繁母猪帮助公司实现低成本快速扩张，一举成为我国年出栏量最多的生猪养殖企业。

图表 47: 公司在上市公司中成本领先 (元/公斤)



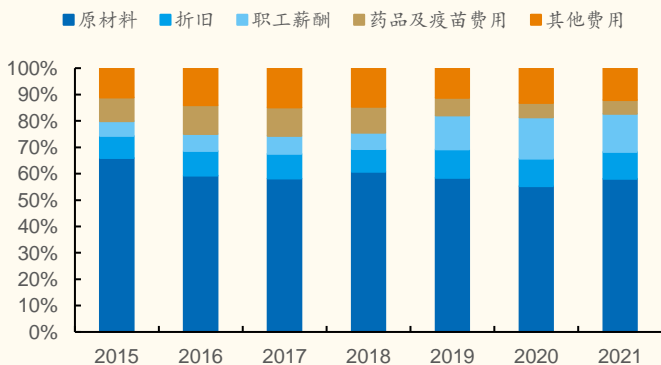
来源: 公司公告, 全国农产品成本收益资料汇编, 国金证券研究所 (注: 成本根据公司公告披露信息, 并不是全年平均, 部分为单季度数据)

我们认为公司的成本优势可以总结为以下几点: (1) 饲料采购和配方优势明显, 公司饲料成本处于行业领先水平; (2) 优秀的育种技术, 公司仔猪成本较低; (3) 自动化和智能化养殖设备的使用可以提升生产效率, 并且有效降低疫病对猪群的影响。公司在过去几年一直处在快速扩张期, 在产能利用率、疫病控制和内部管理等方面仍有改善空间, 未来公司有望凭借丰富的技术储备和经验积累长期维持成本优势, 助力公司铸就护城河。

#### 4.1 饲料: 区位优势降低采购成本, 饲料研发技术行业领先

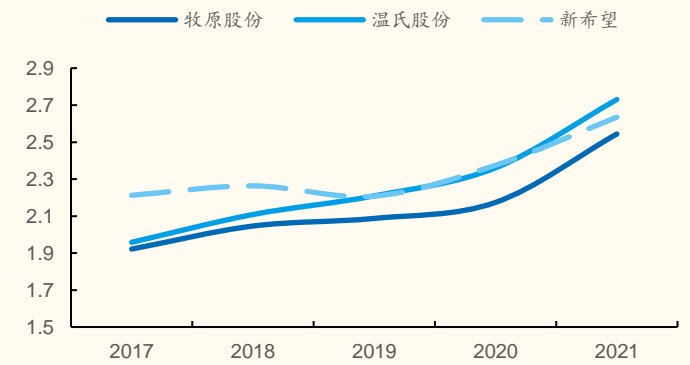
生猪养殖的成本主要由仔猪成本、饲料成本、疫苗成本、人工成本等构成, 饲料原料成本约占公司营业成本的 55%-60%之间, 所以饲料成本是生猪养殖成本中最重要的部分。公司依靠原料采购优势和饲料配方优势使得公司饲料原料成本常年处于行业领先地位, 2021 年原料采购成本比新希望低 906.92 元/吨, 比温氏股份低 1861.78 元/吨。

图表 48: 饲料成本在生猪养殖成本中占比最大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

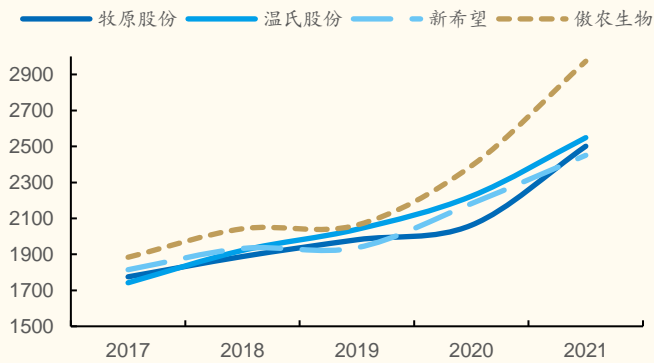
图表 49: 牧原股份饲料原料成本领先行业 (元/公斤)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

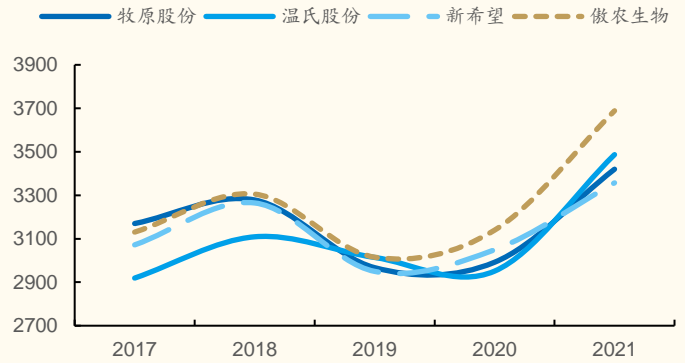
公司产能主要分布在华北、东北等粮食主产区。其中河南省占比超过 30%, 黑吉辽蒙区域占比约 20%, 山东省、安徽省各自占比约为 10%, 江苏、湖北等省各自占比约为 5%。东北地区作为我国重要的商品粮生产基地, 年玉米产量占全国玉米产量的 40%左右; 河南省作为我国的产粮大省, 粮食产量约占全国粮食总产量的 10%, 2020 年河南省生产小麦 3753 万吨, 约占全国小麦总产量的 28%。公司依托区位优势进行供应链布局, 通过与国内外主要粮商合作扩充粮源, 降低采购成本。从原料价格来看, 公司的玉米和豆粕采购价格均处在行业较低位置。

图表 50: 可比公司玉米采购价格 (元/吨)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 51: 可比公司豆粕采购价格 (元/吨)

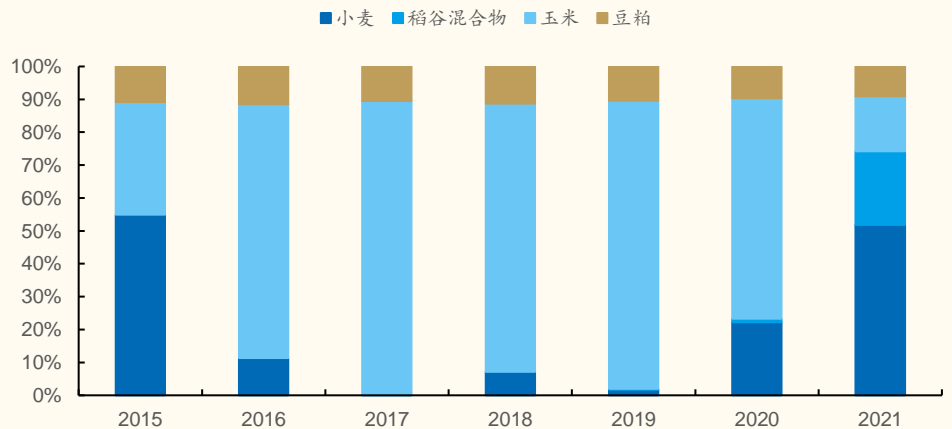


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

饲料配方方面, 公司针对不同品种、不同生长阶段的生猪提供差异化的饲料配方, 根据生猪生长性能的不同来调整营养供给, 实现一日一配方。通过猪群营养的精细化管理降低养殖肉料比, 降低了商品猪出栏消耗的饲料量, 提升了综合养殖效率。

玉米和小麦同为能量原料, 两者在饲料配方中具有一定的相互替代性, 公司根据小麦和玉米价格的波动, 调整饲料配方中小麦和玉米的占比, 有效降低饲料成本。除此之外, 公司在原有“玉米+豆粕”型和“小麦+豆粕”型配方的基础上, 积极研发大麦、高粱、原料副产品等物料的饲料配方; 同时应用可消化氨基酸体系设计日粮配方, 充分利用发酵氨基酸降低豆粕用量, 减少了饲料对玉米和大豆的依赖程度, 公司的低豆粕日粮使用豆粕的比例仅为 6.81%, 远低于行业平均的 17.7%。公司研发的新配方有效的提高了价格相对较低的小麦和稻谷混合物的采购量, 降低了饲料原料成本。

图表 52: 牧原股份饲料配方调整较为灵活



来源: 公司公告, 国金证券研究所

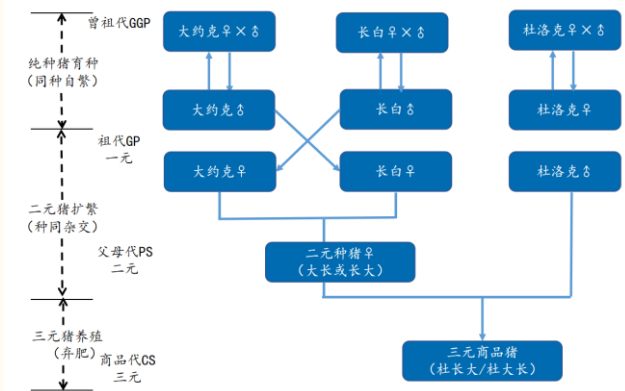
#### 4.2 育种: 种猪性能行业领先, 仍有较大提升空间

生猪育种是提高生产效率的核心要素。根据美国农业部的研究表明, 种猪基因对生猪生产效益的影响占比约为 40%, 是最核心的影响项, 超过了饲料、饲养管理和防疫技术的影响水平。生猪育种水平决定了仔猪成本, 而生猪育种也是产业链中专业化程度最高、投入资本最大、周期最长的一项工作。

公司在 20 多年前就已经开启了“种子计划”发展种猪育种技术, 公司以终端消费市场为方向确立育种体系, 致力于猪肉品质的改善, 培养适合中国人口味的种猪品种。目前公司育种技术和种猪场规模已经位于行业领先水平, 摆脱了对进口种猪的依赖, 并且开发了公司特有的轮回二元育种体系。该体系培

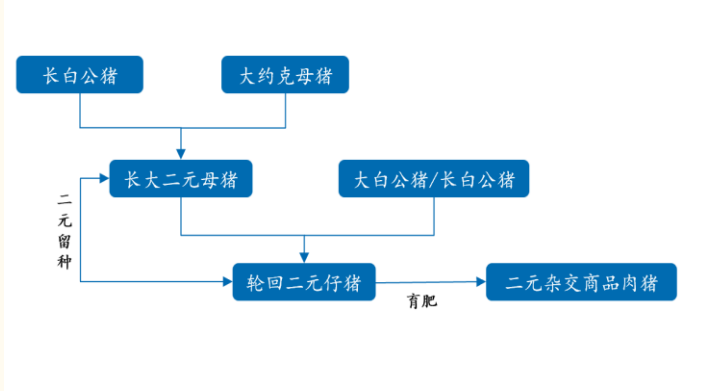
育的轮回二元母猪在搭配低蛋白营养饲料后，生殖效率没有明显降低，很好的适配了公司的低蛋白配方饲料，有效降低了饲养成本。同时轮回二元体系肉种兼用的特点可以大幅缩短补充能繁母猪的周期，增加了公司产能提升的灵活性，是上一轮猪周期中公司出栏量快速增长的核心优势之一。

图表 53: 三元杂交育种体系



来源: 国金证券研究所

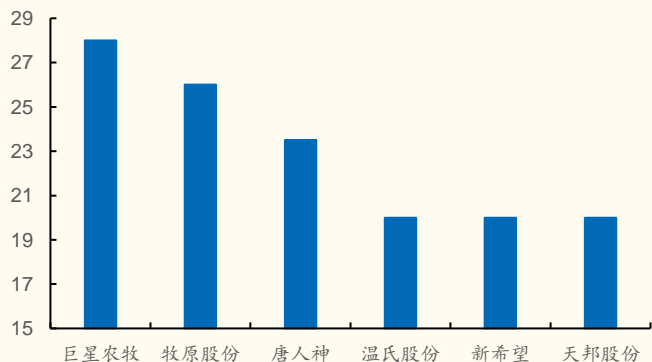
图表 54: 轮回二元育种体系



来源: 公司公告, 国金证券研究所

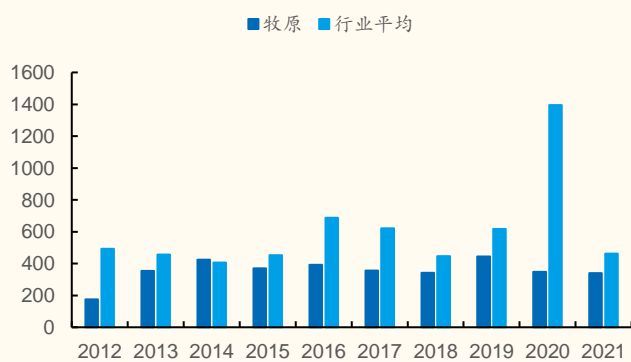
公司经过多年的种猪繁育，已经形成了性状稳定且高效的核心种群，2022H1 公司 PSY（单头母猪年产仔猪数量）已经达到了 26 的水平，处于行业领先水平。PSY 水平的领先使得公司仔猪成本优于行业平均水平，在非非洲猪瘟暴发前的 2017 年，公司仔猪成本为 356 元/头，比行业平均水平低 264 元/头。目前公司断奶仔猪成本低于 350 元/头，在行业中具有明显优势。

图表 55: 牧原股份 PSY 水平行业领先



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022H1)

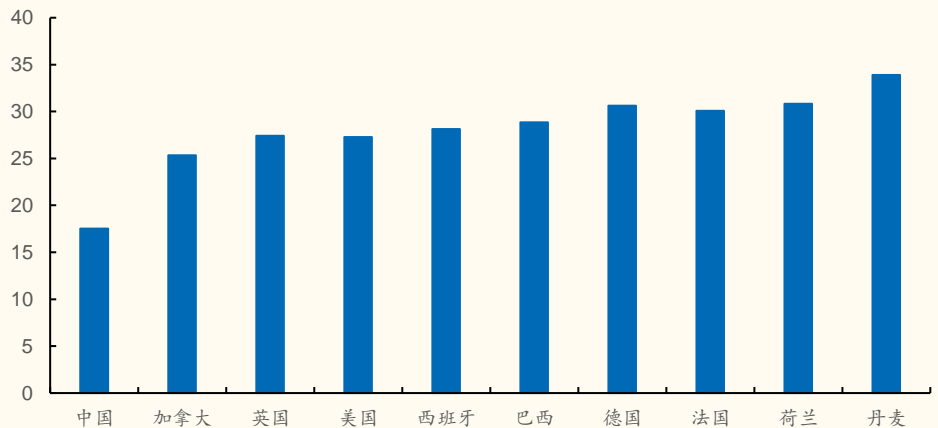
图表 56: 牧原股份仔猪成本水平行业领先 (元/头)



来源: 公司公告, 全国农产品成本收益资料汇编, 国金证券研究所 (注: 2021 年后行业平均成本使用上市公司数据计算)

我国在生猪育种方面起步较晚，后期投入相比国外存在一定的差距，所以我国生猪养殖行业的生产效率与欧美国家相比仍然存在一定的差距。由于国内本土猪种生殖效率较差，我国目前主流的种猪繁育体系依靠从海外引进种猪，随着国内企业育种技术的发展和养殖技术的提升，国内领先的养殖企业 PSY 水平有望追赶欧洲发达国家的水平，从而降低生猪饲养成本。截至 2020 年，我国与欧美国家的 PSY 水平仍有差距，我国平均 PSY 水平为 17.54，先进国家例如荷兰平均 PSY 水平达到了 30.82，丹麦平均 PSY 水平达到了 33.89。公司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。截至 2022 年 5 月，公司已经在全国范围内成立 11 家种猪公司开展种猪育种及销售业务，公司将持续增加良种研发投入，不断增强生猪育种创新能力，提高公司育种水平。

图表 57: 我国育种水平还有较大提升空间(PSY)



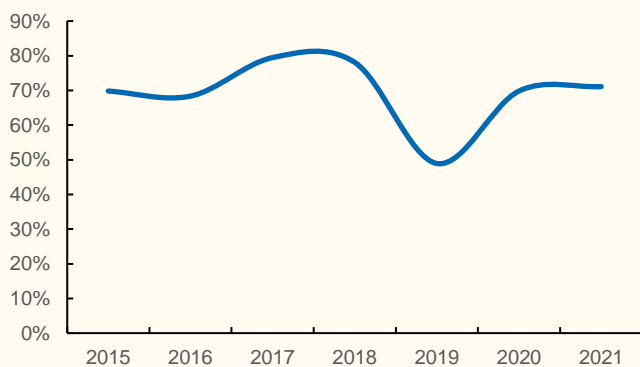
来源: 中国养猪网, 猪易网, 国金证券研究所

#### 4.3 效率提升: 智能化养殖提高效率, 新型猪舍提高防疫能力

生猪育肥阶段控制成本的核心在于降低死亡率和提升人效。公司采取“全自养、全链条、智能化”的养殖模式, 与对比农户代养模式相比, 公司需要自主投资建设养殖场、招聘员工进行一体化作业, 所以公司固定资产和人力成本投入较大, 内部管理效率的提升可以有效降低养殖成本。

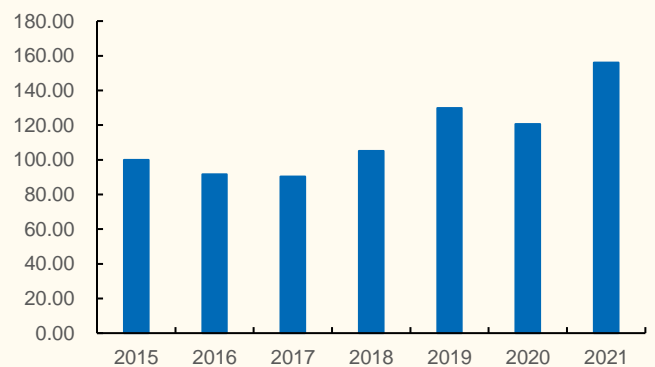
公司近年来大量投建新产能, 在快速扩张时期公司产能利用率有所下滑, 2021 年公司产能利用率仅有 71.11%, 未来公司产能利用率有望恢复至 80% 左右。同时随着公司智能化养殖的推进和非洲猪瘟对防疫水平要求的提升, 公司新建产能的头均固定资产投资高于以往水平, 导致公司头均折旧水平近些年大幅提升, 2021 年头均折旧水平达到了 156.02 元/头。随着公司产能利用率的提升, 头均折旧成本有望持续降低。

图表 58: 养殖产能利用率仍有提升空间



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 59: 折旧水平大幅提升 (元/头)



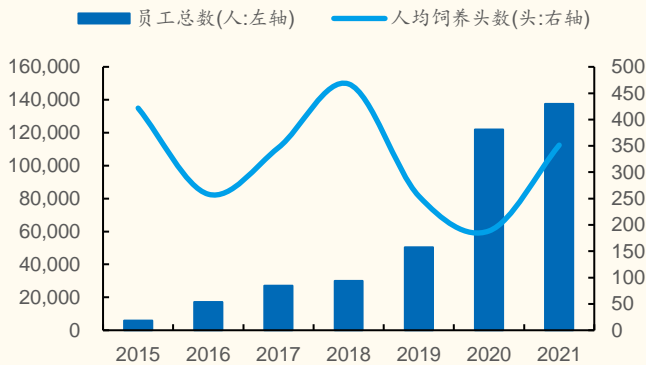
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司根据猪的生长特性、健康成长需要结合智能化设备, 开发了包含自动化通风、温控、供料和清洁的智能化猪舍。公司设计的“母猪产房”、猪舍新型内热交换通风装置、多功能自动控制猪舍、“猪舍送料系统”和“猪用干湿饲喂器”等获得多项专利, 生产设施处在行业领先水平。目前公司养殖端自动化程度较高, 育肥阶段 1 名饲养员可以同时饲养 2,400-3,600 头生猪。

2019 年以来, 公司为了快速扩张储备了大量的 talent, 员工人数从 3 万人增长至 2021 年的 13 万人左右, 生产人员人均饲养头数由 2018 年的 468 头下降至 2021 年的 351 头, 人员存在一定的超配情况, 人均饲养头数仍有较大提升空间。从头均职工薪酬来看, 2019 年以前公司头均职工薪酬为 65 元/头左右, 随着人员的快速扩张, 截至 2021 年已经增长至 222.37 元/头, 较 2018 年增长

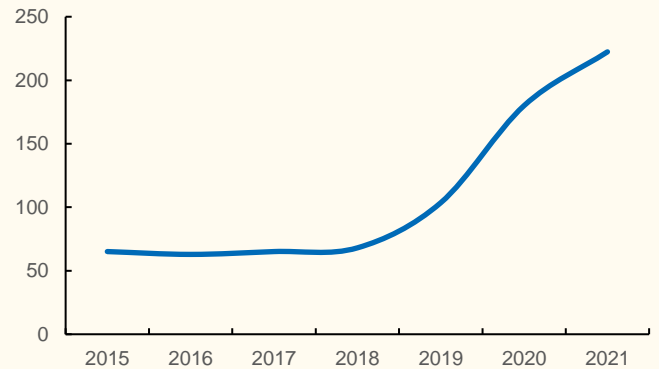
了 226%。随着公司自动化养殖的不断推进、生产人员的熟练度的提高和管理效率的提升，未来头均职工薪酬仍有下降空间。

图表 60: 人均饲养头数有提升空间



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 61: 2019 年以来头均职工薪酬大幅增加(元)

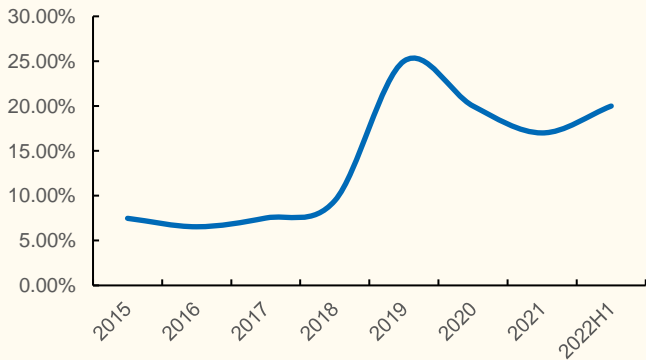


来源: 公司公告, 国金证券研究所

自非洲猪瘟暴发以来, 行业内养殖成本中枢大幅提升, 公司虽然依靠一体化养殖模式在疫情防控上存在一定的优势, 但是全程存活率较非洲猪瘟暴发前有明显下降。截至 2022H1, 公司全程存活率仅为 80%左右, 较非洲猪瘟暴发前 90%以上的水平仍有较大差距。

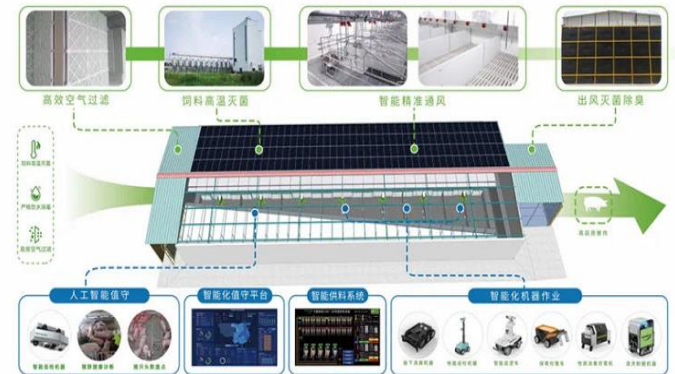
公司运用人工智能、云计算等前沿技术, 创新研发出智能巡检机器、板下清粪机、自动清洗机器、自动刷圈机器等一系列智能养猪机器建立了防病、防臭、防非瘟的“三防”猪舍。在提高人效的同时降低了人与猪的接触次数, 降低了传播疫病的可能性, 提高了生物安全等级。公司还在猪舍内新增了新风系统, 新风系统可以有效过滤 99.5%以上的 0.3 微米微粒, 能有效防止猪蓝耳病、猪瘟、口蹄疫等病原微生物的感染。同时公司在每个猪舍的栏位均设有通风口, 不同栏位空气不交叉, 避免大面积的交叉感染, 有效降低了猪舍内生猪患病的概率。

图表 62: 养殖全程死亡率较非瘟前有较大差距



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 63: 公司“三防”猪舍



来源: 牧原招聘, 国金证券研究所

## 5.盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做出如下假设:

- 1) **出栏量:** 根据公司现有产能情况和 2022 年上半年出栏量, 我们预计公司 22-24 年分别出栏 5600、7000、8000 万头, 其中商品猪出栏量分别为 5008、6470、7600 万头。

- 2) **销售价格**: 由于生猪价格存在一定的周期性波动, 目前生猪价格处在 22 元/公斤以上且处在上行周期, 预计下半年生猪价格好于上半年。考虑到目前能繁母猪补栏积极性偏弱, 2023 年整体价格大概率好于 2022 年。我们预测 22-24 年商品猪出栏均价分别为 16.91、18.50、16.50 元/公斤。
- 3) **成本端**: 受国际粮价上涨的影响, 公司目前养殖完全成本在 15.5 元以上, 考虑到公司养殖存活率、人员效率的提高, 以及未来可能存在的原材料成本下降, 我们预计 22-24 年商品猪养殖成本分别为 14.0、12.8、12.4 元/公斤。

图表 64: 核心盈利预测假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>商品猪</b>					
销售收入(百万元)	40986	71256	97372	137649	144210
增长率(%)	132.64%	73.85%	36.65%	41.36%	4.77%
毛利率(%)	56.05%	14.84%	20.76%	44.53%	33.06%
<b>仔猪</b>					
销售收入(百万元)	10342	3033	3308	3100	2400
增长率(%)	455.22%	-70.07%	9.07%	-6.30%	-22.58%
毛利率(%)	79.30%	68.50%	39.99%	50.00%	40.00%
<b>种猪</b>					
销售收入(百万元)	3777	787	741	1200	800
增长率(%)	2475.74%	-79.17%	-5.82%	61.94%	-33.33%
毛利率(%)	80.40%	62.50%	33.33%	57.50%	57.50%
<b>其他业务</b>					
销售收入(百万元)	1172	3814	5138	6526	7635
增长率(%)	97.22%	225.39%	34.73%	27.00%	17.00%
毛利率(%)	-5.55%	2.24%	2.22%	1.00%	1.00%
<b>合计</b>					
总收入(百万元)	56277	78890	106560	148475	155045
增长率(%)	178.31%	40.18%	35.07%	39.33%	4.43%
毛利率(%)	60.68%	16.74%	17.29%	30.12%	24.08%
毛利润(百万元)	34148	13210	18426	44716	37330

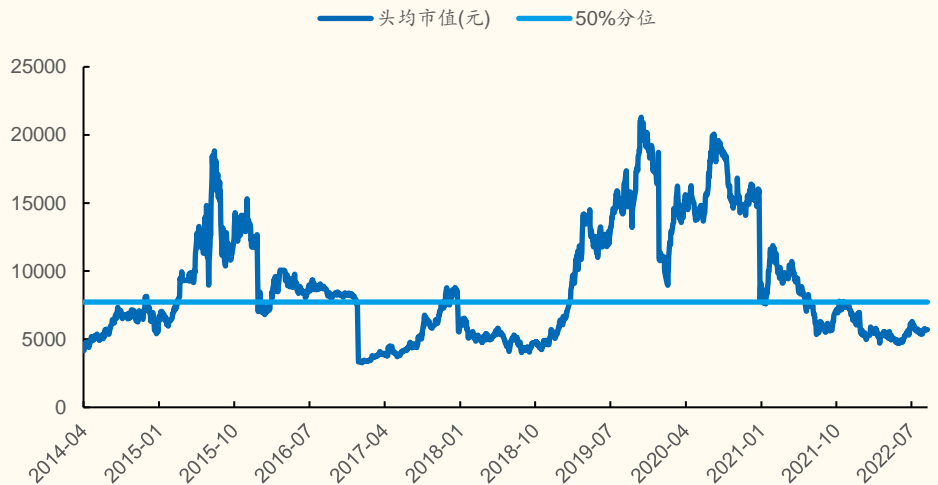
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 估值与投资建议

我们采用头均市值以及 PE 两种方式探讨公司估值

**头均市值**: 通过公司市值和历史年出栏量计算出公司头均市值。公司头均市值随着行业景气度的变化波动较大, 上市以来的最低值为 3271 元/头, 最高值为 21302 元/头。截至 2022 年 9 月 6 日, 公司头均市值为 5679 元/头, 低于公司上市至今 30%分位数水平, 估值水平偏低。按照我们预估 2023 年出栏 7000 万头对应的头均市值为 4486 元/头, 低于公司上市至今 10%分位数水平, 处于历史底部区间。

图表 65: 公司头均市值 (元/头)



来源: Wind, 国金证券研究所

**PE:** 预计 2022-2024 年分别出栏 5600、7000、8000 万头; 实现营收 1065.60、1484.75、1550.45 亿元; 同比增长 35.07%、39.33%、4.43%; 实现归母净利润 86.10、309.61、250.53 亿元, 同比+24.72%、+259.58%、-19.08%; 对应 EPS 为 1.62、5.82、4.71 元。考虑到 2023 年行业恢复盈利后可以使用 PE 进行估值, 选取生猪养殖、屠宰为主要业务的公司为可比公司。由于公司的成本优势行业领先, 结合公司历史盈利年份 PE 水平给予公司 2023 年 12XPE, 对应价格为 69.81 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 66: 可比公司估值

公司名称	代码	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
温氏股份	300498.SZ	-2.11	0.27	1.91	1.81	-9.13	86.39	12.12	12.8
新希望	000876.SZ	-2.13	-0.02	1.21	1.47	-7.14	-914.55	12.47	10.26
傲农生物	603363.SH	-2.22	0.08	2.07	1.12	-5.72	231.62	8.99	16.53
唐人神	002567.SZ	-0.95	0.24	1.12	0.99	-7.85	36.99	7.85	8.87
平均数		-1.85	0.14	1.58	1.35	-7.46	-139.89	10.36	12.12
牧原股份	002714.SZ	5.17	5.43	3.71	2.94	40.67	36.57	10.17	12.57

来源: Wind 一致性预期, 国金证券研究所

## 6. 风险提示

- **猪价上涨不及预期:** 公司盈利能力与生猪价格正相关, 如果猪价上涨幅度较小, 公司盈利表现可能不及预期。
- **原材料成本上涨风险:** 目前全球粮食供给偏紧, 粮价可能有上涨风险。粮价上涨会使得公司养殖成本明显抬升。
- **疫病风险:** 生猪养殖发生动物疫病概率较大, 如果行业被疫病影响, 可能在经营端造成较大影响。
- **可转债转股风险:** 可转债转换为股票可能导致股价出现异常波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>20,221</b>	<b>56,277</b>	<b>78,890</b>	<b>106,560</b>	<b>148,475</b>	<b>155,045</b>	货币资金	10,933	14,594	12,198	16,976	20,053	22,545	
增长率		178.3%	40.2%	35.1%	39.3%	4.4%	应收款项	24	76	400	698	840	877	
<b>主营业务成本</b>	<b>-12,951</b>	<b>-22,128</b>	<b>-65,680</b>	<b>-88,134</b>	<b>-103,759</b>	<b>-117,715</b>	存货	7,166	21,179	34,476	43,463	54,012	58,051	
%销售收入	64.0%	39.3%	83.3%	82.7%	69.9%	75.9%	其他流动资产	1,469	3,098	1,679	2,518	2,776	3,055	
<b>毛利</b>	<b>7,270</b>	<b>34,149</b>	<b>13,210</b>	<b>18,426</b>	<b>44,716</b>	<b>37,330</b>	流动资产	19,592	38,946	48,753	63,655	77,681	84,528	
%销售收入	36.0%	60.7%	16.7%	17.3%	30.1%	24.1%	%总资产	37.0%	31.8%	27.5%	32.9%	36.0%	37.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-27</b>	<b>-51</b>	<b>-92</b>	<b>-107</b>	<b>-148</b>	<b>-155</b>	长期投资	296	327	602	602	602	602	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	31,298	80,808	118,005	120,426	129,375	135,048	
<b>销售费用</b>	<b>-111</b>	<b>-292</b>	<b>-700</b>	<b>-959</b>	<b>-1,039</b>	<b>-1,085</b>	%总资产	59.2%	65.9%	66.6%	62.3%	59.9%	59.2%	
%销售收入	0.5%	0.5%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	无形资产	612	1,089	871	958	1,044	1,128	
<b>管理费用</b>	<b>-691</b>	<b>-3,156</b>	<b>-3,442</b>	<b>-4,902</b>	<b>-5,939</b>	<b>-5,892</b>	非流动资产	33,294	83,681	128,513	129,562	138,218	143,617	
%销售收入	3.4%	5.6%	4.4%	4.6%	4.0%	3.8%	%总资产	63.0%	68.2%	72.5%	67.1%	64.0%	62.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-112</b>	<b>-412</b>	<b>-808</b>	<b>-1,279</b>	<b>-1,485</b>	<b>-1,550</b>	<b>资产总计</b>	<b>52,887</b>	<b>122,627</b>	<b>177,266</b>	<b>193,217</b>	<b>215,899</b>	<b>228,145</b>	
%销售收入	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	短期借款	5,566	19,384	30,041	48,557	31,349	12,051	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>6,329</b>	<b>30,239</b>	<b>8,168</b>	<b>11,180</b>	<b>36,105</b>	<b>28,648</b>	应付款项	11,090	20,732	45,983	42,466	49,999	55,036	
%销售收入	31.3%	53.7%	10.4%	10.5%	24.3%	18.5%	其他流动负债	1,513	3,427	2,208	3,666	3,273	3,577	
<b>财务费用</b>	<b>-528</b>	<b>-688</b>	<b>-2,178</b>	<b>-2,450</b>	<b>-2,570</b>	<b>-1,669</b>	流动负债	18,169	43,543	78,232	94,689	84,620	70,664	
%销售收入	2.6%	1.2%	2.8%	2.3%	1.7%	1.1%	长期贷款	1,117	10,338	13,923	11,923	14,923	14,923	
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	1,889	2,641	16,507	13,374	12,934	13,930	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>21,175</b>	<b>56,522</b>	<b>108,662</b>	<b>119,986</b>	<b>112,477</b>	<b>99,517</b>	
<b>投资收益</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>-13</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>23,108</b>	<b>50,407</b>	<b>54,352</b>	<b>58,022</b>	<b>84,773</b>	<b>107,195</b>	
%税前利润	0.7%	0.2%	n.a	0.3%	0.1%	0.1%	其中：股本	2,205	3,759	5,262	5,262	5,262	5,262	
<b>营业利润</b>	<b>6,315</b>	<b>30,424</b>	<b>7,668</b>	<b>9,555</b>	<b>34,359</b>	<b>27,804</b>	未分配利润	10,114	35,425	36,352	42,078	68,829	91,251	
营业利润率	31.2%	54.1%	9.7%	9.0%	23.1%	17.9%	少数股东权益	8,604	15,698	14,252	15,209	18,649	21,433	
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>-51</b>	<b>-58</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>52,887</b>	<b>122,627</b>	<b>177,266</b>	<b>193,217</b>	<b>215,899</b>	<b>228,145</b>	
<b>税前利润</b>	<b>6,319</b>	<b>30,373</b>	<b>7,611</b>	<b>9,555</b>	<b>34,359</b>	<b>27,804</b>	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	31.3%	54.0%	9.6%	9.0%	23.1%	17.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>17</b>	<b>2</b>	<b>28</b>	<b>11</b>	<b>41</b>	<b>33</b>	每股收益	2.828	7.325	1.312	1.618	5.817	4.707	
所得税率	-0.3%	0.0%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	每股净资产	10.689	13.450	10.328	10.902	15.928	20.141	
<b>净利润</b>	<b>6,336</b>	<b>30,375</b>	<b>7,639</b>	<b>9,567</b>	<b>34,401</b>	<b>27,837</b>	每股经营现金净流	4.620	6.186	3.097	2.101	8.735	8.534	
少数股东损益	222	2,923	735	957	3,440	2,784	每股股利	0.050	0.550	1.461	0.548	0.800	0.500	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6,114</b>	<b>27,451</b>	<b>6,904</b>	<b>8,610</b>	<b>30,961</b>	<b>25,053</b>	<b>回报率</b>							
净利率	30.2%	48.8%	8.8%	8.1%	20.9%	16.2%	净资产收益率	26.46%	54.46%	12.70%	14.84%	36.52%	23.37%	
							总资产收益率	11.56%	22.39%	3.89%	4.46%	14.34%	10.98%	
							投入资本收益率	15.79%	31.04%	6.76%	7.86%	22.69%	17.15%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	51.04%	178.31%	40.18%	35.07%	39.33%	4.43%	
							EBIT增长率	878.77%	377.76%	-72.99%	36.88%	222.94%	-20.65%	
							净利润增长率	1075.37%	348.97%	-74.85%	24.72%	259.58%	-19.08%	
							总资产增长率	77.22%	131.87%	44.56%	9.00%	11.74%	5.67%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	0.1	0.1	0.4	0.7	0.7	0.7	
							存货周转天数	182.9	233.8	154.6	180.0	190.0	180.0	
							应付账款周转天数	110.1	162.6	129.5	130.0	130.0	125.0	
							固定资产周转天数	409.7	427.9	494.6	395.4	293.5	293.7	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-7.76%	25.30%	58.88%	71.18%	34.66%	12.48%	
							EBIT利息保障倍数	12.0	44.0	3.8	4.6	14.0	17.2	
							资产负债率	40.04%	46.09%	61.30%	62.10%	52.10%	43.62%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	12	26	47	63	135
增持	3	3	7	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.20</b>	<b>1.10</b>	<b>1.13</b>	<b>1.14</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402