

## 公司深度报告

2022年12月29日

東亞前海證券有限公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

# 全产业链生猪龙头，低成本穿越周期

## ——牧原股份（002714.SZ）首次覆盖报告

## 核心观点

**30年来聚焦养猪主业，国内全产业链生猪龙头。**历经30年发展，牧原股份已形成集饲料加工、种猪选育、商品猪饲养、屠宰加工等环节于一体的全产业链。公司立足生猪养殖业务，2022年成立2家动保兽药公司延伸上游环节，同时加码屠宰产能扩大下游布局，产业链一体化加速推进。凭借其独特育种体系和优异管理水平，公司8年间实现了出栏量近31倍增长，2021年公司出栏生猪4026万头，2022年预计出栏6100-6200万头；2022年屠宰投产总产能将超过3000万头/年，生猪养殖和屠宰产能均冠盖全国。出栏量高速扩张带动公司业绩快速增长，2011-2021年公司营业收入/归母净利润CAGR分别为52.84%/34.49%。

**全产业链各环节优势显著，夯实公司低成本护城河。**1) 饲料：公司养殖产能分布于农业大省，具备原材料采购优势，同时根据市场行情动态调整饲料配方，饲料豆粕减量效果领先同业。采购优势叠加饲料配方升级，2019-2020年公司出栏生猪饲料成本分别为6.46元/公斤和6.41元/公斤，明显低于行业大规模场饲料成本水平。2) 养殖：独特的二元轮回育种方式下，公司摆脱了对进口种猪的依赖，有助于降低养殖成本，同时智能化养殖技术经验成效良好，1名饲养员年饲养商品猪出栏达10000头，是行业平均数的2倍。独特育种方式叠加智能养殖优势，公司养殖效率持续提升。2022年12月，公司生猪PSY为27左右（较Q1增长12.50%），生猪养殖全程成活率在86%以上（较Q2增长6pct）。3) 屠宰：截至2022年12月，公司已投产10家屠宰厂，投产能合计2900万头/年。2022年上半年屠宰板块实现营收50.75亿元（同比+121.23%），由于公司屠宰业务投产时间较短，2022H1暂未实现盈利。凭借公司庞大的养殖规模，屠宰业务有望随产能利用率的提升迎来业绩的持续改善。公司未来将在养殖产能密集区域实现屠宰产能的基本覆盖，有望助力生猪运输成本的降低。公司通过全产业链协作与深耕，打造成本优势护城河，现阶段商品猪完全成本约为15.5元/公斤，领先的成本优势有望成为公司长期发展的生命线。

**多因素助力产能扩张，GDR发行有望巩固长期发展基石。**1) 土地：目前公司已储备超过1亿头养殖产能的土地资源，未来的发展速度不受土地掣肘。2) 育种：公司独特的二元轮回杂交母猪兼具种用和商品用需求，铸就公司产能快速扩张护城河。3) 融资：公司综合融资能力较强，能够通过非公开发行股票、中期票据等多种金融工具募集资金，为生猪产能扩张提供稳定支持。2022年12月12日公司拟发行全球存托凭证（GDR），并将在瑞士证券交易所上市。此举有望进一步拓宽公司融资渠道，开拓全球供应链网络，达到降低国际采购成本、保障公司供应链安全等目的，落实公司国际化发展战略。

**产能恢复缓慢，2023年猪价景气有望延续。**前期产能去化效应显现，今年4月以来猪价持续上涨，10月最高达到28元/公斤，公司已进入盈利兑现期。截至2022年10月，全国能繁母猪存栏达4379万头，较4月仅回升4.84%。行业产能增长缓慢，对应2023年生猪供给增长幅度有限，叠加疫情防控政策放开后，需求有望逐步回暖，2023年猪价景气有望延续。凭借强成本优势、高出栏弹性以及丰沛的资金储备，公司业绩有望持续增长。

## 投资建议

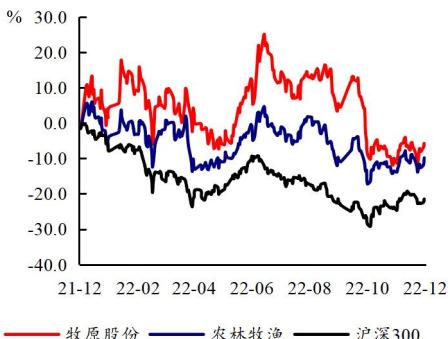
预计公司2022/2023/2024年营业收入为1216.40/1465.88/1545.50亿

## 评级 推荐（首次覆盖）

## 报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	赵雅斐
电子邮箱	zhaoyf707@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	5472.28
流通A股/B股(百万股)	5472.28/0.00
资产负债率(%)	61.47
每股净资产(元)	9.96
市净率(倍)	4.90
净资产收益率(加权)	2.70
12个月内最高/最低价	65.14/45.92

## 相关研究

元，归母净利润为 158.49/309.87/244.22 亿元，当前股价对应 PE 为 16.85 /8.62 /10.94 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 风险提示

生猪价格不及预期；非洲猪瘟疫情；粮食价格波动。

### 盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	78889.87	121639.60	146587.62	154549.51
增长率 (%)	40.18	54.19	20.51	5.43
归母净利润	6903.78	15848.64	30987.40	24422.10
增长率 (%)	-74.85	129.56	95.52	-21.19
EPS (元/股)	1.28	2.90	5.66	4.46
市盈率 (P/E)	41.69	16.85	8.62	10.94
市净率 (P/B)	5.17	3.88	2.67	2.15

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测（基于 2022 年 12 月 28 日股价 48.81 元）

## 正文目录

1. 专注生猪养殖，自繁自养模式下高速扩张 .....	5
1.1. 全产业链布局，专注生猪养殖 .....	5
1.2. 股权结构较为集中，股权激励增强信心 .....	6
1.3. 穿透周期，业绩稳健增长 .....	7
2. 万亿生猪市场，猪价景气延续可期 .....	8
2.1. 集中度加速提升，成长空间广阔 .....	8
2.2. 从历史复盘，看猪价演绎 .....	10
2.3. 规模化趋势明显，龙头企业布局加快 .....	12
2.4. 新一轮猪周期已开启，2023年猪价景气有望延续 .....	14
3. 全产业链布局，协同优势带来成本领先 .....	15
3.1. 饲料技术行业领先，成本控制优势显著 .....	17
3.1.1. 合理布局产能降低原材料采购成本 .....	17
3.1.2. 饲料豆粕减量效果领先同业 .....	18
3.2. 育种优势突出，养殖环节效率提升 .....	21
3.2.1. 种猪自给自足，国内育种地位领先 .....	21
3.2.2. 智能化生猪养殖，助力公司降本增效 .....	22
3.3. 积极布局下游屠宰，产业链一体化持续推进 .....	25
4. 生猪产能高速扩张，龙头地位持续巩固 .....	27
4.1. 轮回二元育种体系，铸就产能护城河 .....	27
4.2. 土地和融资实力雄厚，奠定产能扩张基础 .....	29
5. 盈利预测与投资建议 .....	30
5.1. 盈利预测 .....	30
5.2. 投资建议 .....	31
5.2.1. PE 估值法 .....	31
5.2.2. 头均市值法 .....	32
6. 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1. 公司主营业务营业收入构成 .....	5
图表 2. 公司全产业链布局 .....	6
图表 3. 公司前十大股东（截至 2022 年三季报） .....	6
图表 4. 公司历次股权激励计划 .....	7
图表 5. 公司生猪出栏量高速扩张 .....	8
图表 6. 公司营业收入快速增长 .....	8
图表 7. 公司归母净利润随周期波动 .....	8
图表 8. 公司 ROE 整体维持高位 (%) .....	8
图表 9. 2022 年猪价自 4 月起开始上涨 .....	8
图表 10. 2022 年公司月度生猪销售收入逐渐增加 .....	8
图表 11. 全国猪肉和肉类产量波动上行 .....	9
图表 12. 全国生猪出栏量整体稳定 .....	9
图表 13. 2018-2021 年国内前十大猪企市占率 .....	9
图表 14. 2021 年中国前十大猪企市占率 .....	10
图表 15. 2021 年美国前十大猪企市占率 .....	10
图表 16. 猪周期的形成逻辑 .....	10
图表 17. 2006 年以来的猪周期 .....	11

图表 18. 历史猪周期详情 .....	12
图表 19. 我国生猪养殖行业散户数量逐年下降 .....	12
图表 20. 我国生猪养殖行业规模场数量呈增长趋势 .....	12
图表 21. 养殖业相关环保政策 .....	13
图表 22. 规模生猪养殖利润普遍高于散养生猪 .....	14
图表 23. 规模化集团固定资产呈增长趋势 .....	14
图表 24. 全国能繁母猪存栏量 .....	15
图表 25. 全国能繁母猪存栏环比变动 .....	15
图表 26. 饲料成本是公司营业成本的主要组成部分 .....	16
图表 27. 2021 年公司饲料成本有所上升 .....	16
图表 28. 公司生猪单位成本优势明显 (元/公斤) .....	17
图表 29. 公司销售净利率领先同业 .....	17
图表 30. 上市猪企生猪养殖完全成本最新情况 .....	17
图表 31. 河南的小麦价格低于全国平均价格 .....	18
图表 32. 2021 年公司豆粕占比低至 6.9% .....	19
图表 33. 公司豆粕减量效果有望持续扩大 .....	19
图表 34. 农业农村部公布部分减量替代典型案例 .....	19
图表 35. 公司饲料原材料采购量和均价 (万吨、元/吨) .....	19
图表 36. 2020 年玉米价格快速上涨 (元/吨) .....	20
图表 37. 公司小麦采购量持续增长 .....	20
图表 38. 公司饲料成本低于大规模场平均饲料成本 .....	20
图表 39. 公司饲料产能利用率持续增长 .....	21
图表 40. 饲料智能生产，无人化操作 .....	21
图表 41. 目前具有千万吨以上的饲料加工能力 .....	21
图表 42. 公司独特的轮回二元育种体系的优势 .....	22
图表 43. 公司种猪销量整体呈增长态势 .....	22
图表 44. 公司智能化养猪系统 .....	23
图表 45. 公司智能饲喂系统展示 .....	23
图表 46. 公司研发人员数量持续增长 .....	23
图表 47. 公司研发投入持续增长 .....	23
图表 48. 公司部分智能装备服务养殖规模 .....	24
图表 49. 公司部分智能装备输出产品数量 .....	24
图表 50. 公司智能化的经验成效 .....	24
图表 51. 公司新型智能猪舍 .....	24
图表 52. 公司无供暖猪舍 .....	24
图表 53. “运猪”向“运肉”转变相关 .....	25
图表 54. 公司屠宰业务营收和毛利率 .....	26
图表 55. 公司屠宰产能居于行业前列 .....	26
图表 56. 牧原肉食合作伙伴 .....	26
图表 57. 公司猪肉销售服务站覆盖范围广泛 .....	26
图表 58. 公司固定资产持续增长 .....	27
图表 59. 2015-2021 公司在建工程 CAGR 达 56.39% .....	27
图表 60. 公司的轮回二元育种和传统三元育种体系 .....	28
图表 61. 2019-2021 能繁母猪存栏 CAGR 为 48.53% .....	28
图表 62. 公司生猪出栏量赶超温氏股份 .....	28
图表 63. 非瘟后公司生物资产恢复速度快于温氏股份 .....	28
图表 64. 公司部分融资事件 .....	29
图表 65. 公司银行授信额度逐渐增长 .....	30
图表 66. 各公司货币资金情况 (亿元) .....	30
图表 67. 公司盈利预测各业务拆分 .....	31
图表 68. PE 估值法 .....	31
图表 69. 公司历史头均市值 .....	32

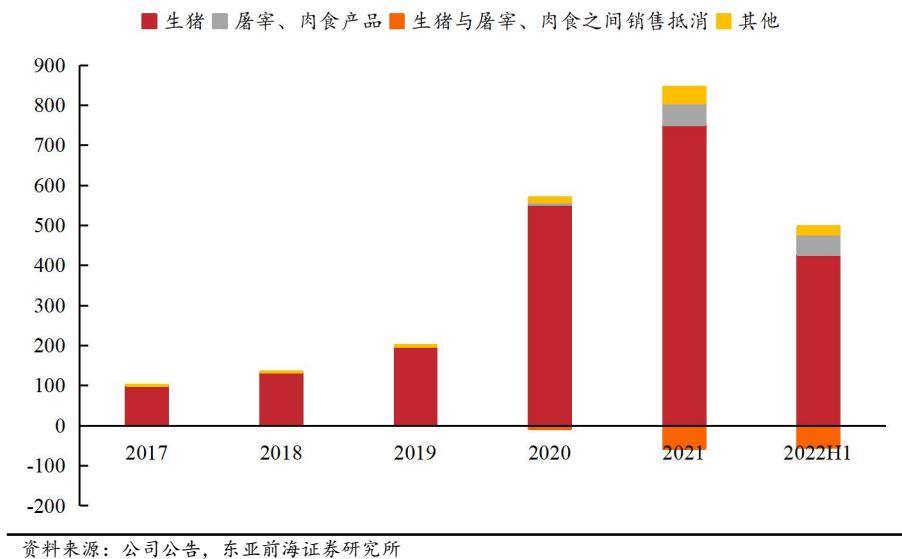
## 1. 专注生猪养殖，自繁自养模式下高速扩张

### 1. 1. 全产业链布局，专注生猪养殖

**生猪养殖第一龙头，30年来聚焦养猪主业。**牧原食品股份是中国最大的生猪养殖企业。公司于1992年建立，历经30年发展，已形成了“自繁自育自养一体化”养殖模式，集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等环节于一体，现已覆盖生猪养殖全产业链。2022年4月和7月，公司向产业链上游延伸，布局动保板块，先后与中牧股份成立中牧牧原动物药业有限公司，和内蒙古联邦动保成立河南联牧兽药有限公司，继续完善全产业链布局。2022年7月随着生猪价格的不断回升，公司经营情况逐渐好转，开始对小部分养殖项目复工复产，预计2022年年底生猪养殖产能可达7500万头左右；同时公司加快下游屠宰产能布局，截至2022年11月29日，公司已投产10家屠宰厂，投产产能合计2900万头/年，根据目前规划，预计2022年投产总屠宰产能将超过3000万头/年。

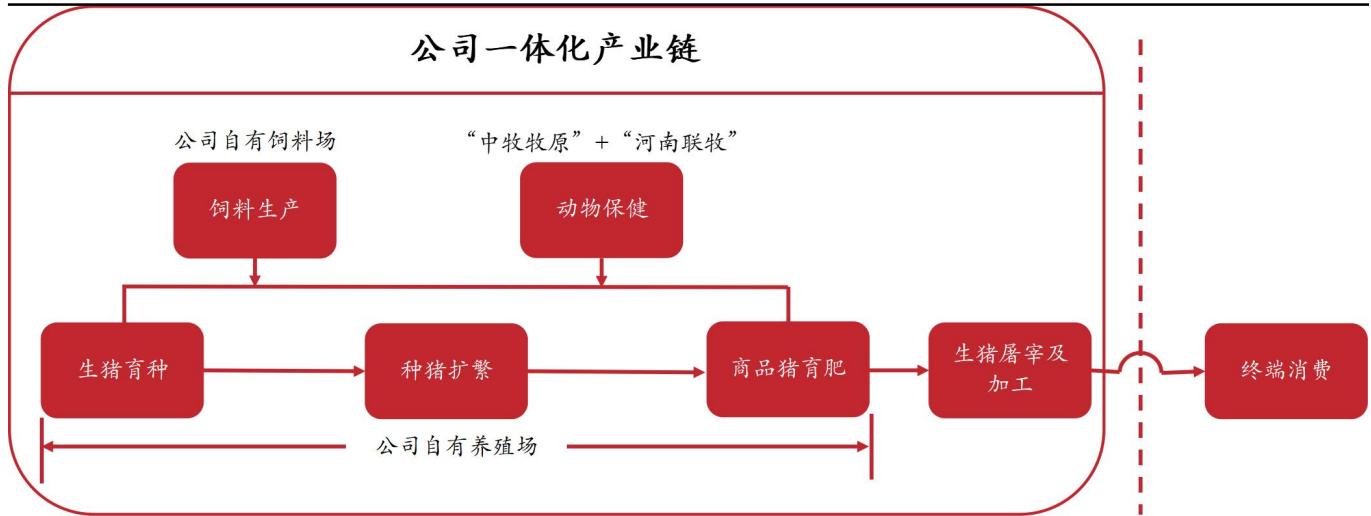
**主营生猪养殖和屠宰，生猪出栏量全国第一。**生猪养殖和屠宰占据公司营业收入的主要部分。养殖方面，2022年上半年公司共销售生猪3128.0万头，实现生猪销售收入426.22亿元，同比增长7.28%。2022H1公司生猪销售量占全国生猪出栏量的6.01%，市占率居于国内第一。屠宰方面，2022H1公司共计屠宰生猪351.50万头，销售鲜、冻品猪肉33.68万吨，屠宰业务实现营业收入50.75亿元，同比增长121.23%。

图表1. 公司主营业务营业收入构成



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 2. 公司全产业链布局



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：根据公司公告，“中牧牧原”和“河南联牧”为暂定名，具体名称以市场监督管理部门最终核定为准）

## 1.2. 股权结构较为集中，股权激励增强信心

**股权结构集中，高管与公司利益深度绑定。**1992年，秦英林先生妻子钱瑛女士开始创业，从22头猪起步，1995年开始规模化生猪养殖，2014年1月28日牧原股份在深交所上市。截至2022年三季报，秦英林先生和钱瑛女士直接持有公司股份达40.41%，其中秦英林持股占比39.20%；钱瑛持股1.21%。同时，秦英林先生和钱瑛女士分别持有牧原实业集团有限公司85%和15%的股份。

图表 3. 公司前十大股东（截至2022年三季报）

股东名称	股权占比（%）
秦英林	39.20
牧原实业集团有限公司	12.87
香港中央结算有限公司	3.05
钱瑛	1.21
孙惠刚	1.18
牧原食品股份有限公司-第二期员工持股计划	1.06
海南鸿宝投资有限公司	0.83
李燕燕	0.63
蔡敏	0.56
钱运鹏	0.44

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**激励范围扩大，股权激励增强信心。**公司在2022年2月12日发布《2022年限制性股票激励计划（草案）》，并于2022年3月进行本次激励计划的首次授予，向符合授予条件的董监高及核心管理、技术和业务人员共5577名激励对象授予7460.65万股限制性股票。此外，公司于2022年10月发布《关于第二期员工持股计划存续期展期的公告》，将第二期

员工持股计划再次延期至 2024 年 4 月 23 日；并于 12 月 12 日发布公告拟于接下来 12 个月内以自有资金回购总金额不低于 10 亿元、不高于 20 亿元的公司股票以支持公司员工持股计划或股权激励计划，股权激励工作持续推进。相比 2019 年股权激励，本年度股权激励计划激励范围进一步扩大，且激励计划的延期与股份回购均充分表明了公司对于未来经营情况的信心，同时有助于公司核心骨干团队建设，提高员工工作的积极性，助力公司经营目标的达成。

**图表 4. 公司历次股权激励计划**

	第一次	第二次
公告日期	2019 年 12 月	2022 年 2 月
激励对象（首次授予人数）	董监高（3 人）  核心管理和技术人员等（906 人）	董监高（11 人）  核心管理、技术和业务人员（5566 人）
业绩考核指标	以 2019 年生猪销售量为基数，2020 年生猪销售量增长率不低于 70%，2021 年生猪销售量增长率不低于 150%	以 2021 年生猪销售量为基数，2022 年生猪销售量增长率不低于 25%，2023 年生猪销售量增长率不低于 40%

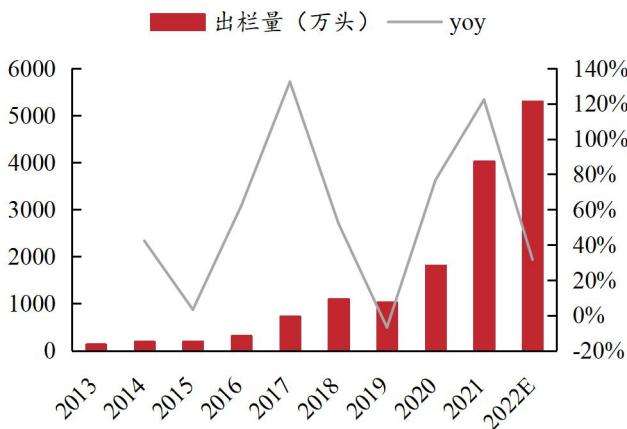
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

### 1.3. 穿透周期，业绩稳健增长

**营收快速增长，盈利水平承压。**公司生猪养殖业务发展迅速，自上市以来发行多轮再融资募集资金以扩张产能，土地资源充沛，叠加自身独特的二元轮回育种技术，公司生猪出栏量高速增长。2013-2021 年，公司生猪出栏量从 130.68 万头扩张至 4026.30 万头，增长近 31 倍。2021 年公司实现营业收入 788.90 亿元（同比增长 40.18%），2013-2021 年营收 CAGR 为 57.87%，2022 前三季度实现营业收入 807.74 亿元，同比增长 43.52%。在大力扩张产能的同时，受猪周期影响，公司盈利能力出现波动，但整体优于行业平均水平。2016 年、2020 年周期高点，公司 ROE 分别为 50.74% 和 74.43%，2014 年、2018 年周期底部公司仍保持盈利，ROE 分别为 4.27% 和 2.84%。2021 年猪价进入下行周期，公司归母净利润同比减少 74.85%，但仍实现盈利 69.04 亿元。

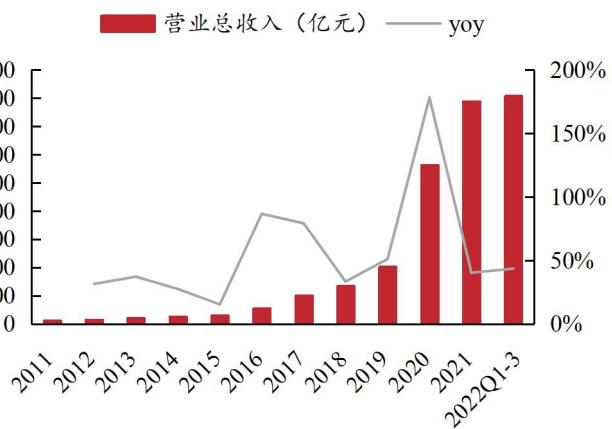
**猪价回升态势良好，三季度实现扭亏为盈。**2022 年上半年生猪价格低位运行，4 月以来猪价呈现回升态势，公司业绩持续修复。2022 年前三季度公司实现归母净利润 15.12 亿元，同比减少 82.63%；其中 2022Q3 归母净利润为 30.16 亿元，季度环比扭亏为盈。2022 年公司生猪养殖成活率有所上涨，由 2021 年的 80% 左右上升至目前的 85% 左右，公司上调本年度预计生猪出栏区间为 6100 万头-6200 万头，截至 2022 年 11 月，公司已累计销售生猪 5517.4 万头，年度出栏计划已完成 88.99% 到 90.45%，预计全年出栏计划可顺利完成。

图表 5. 公司生猪出栏量高速扩张



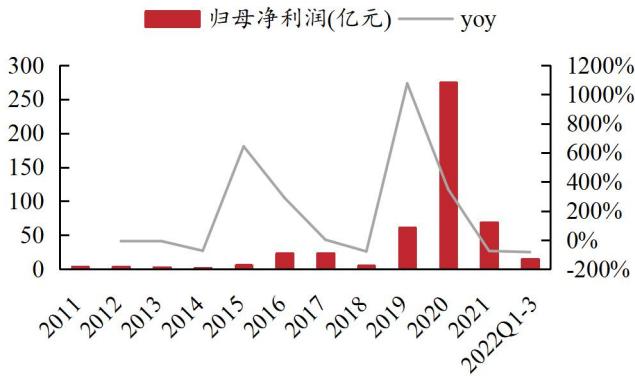
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 公司营业收入快速增长



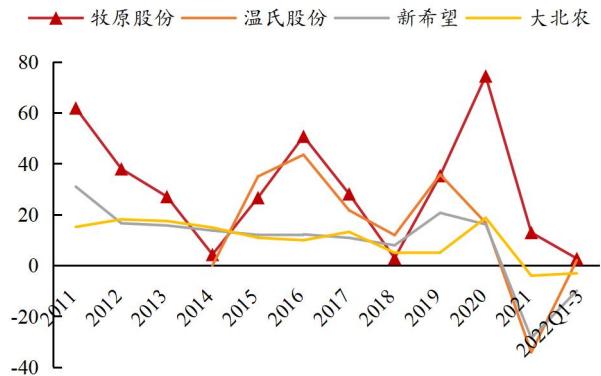
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 7. 公司归母净利润随周期波动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 8. 公司 ROE 整体维持高位 (%)



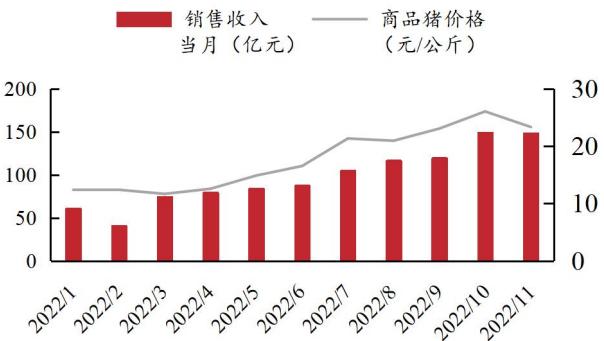
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 9. 2022 年猪价自 4 月起开始上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 10. 2022 年公司月度生猪销售收入逐渐增加



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

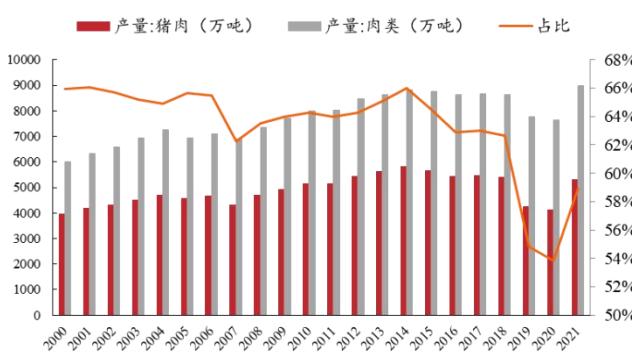
## 2. 万亿生猪市场，猪价景气延续可期

### 2.1. 集中度加速提升，成长空间广阔

我国是生猪养殖和猪肉消费大国。猪肉是国人最主要的动物蛋白来源，

在我国肉类消费中长期处于主导地位，2021年我国猪肉产量为5,296万吨，同比增长28.76%，占主要畜禽肉类产量的59.59%。2021年我国年生猪出栏量为67128万头，同比增长27.37%。按2021年生猪平均价格20.28元/公斤，出栏体重125公斤/头，全国年出栏量67128万头测算，生猪养殖市场规模高达1.70万亿元。

图表 11. 全国猪肉和肉类产量波动上行



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

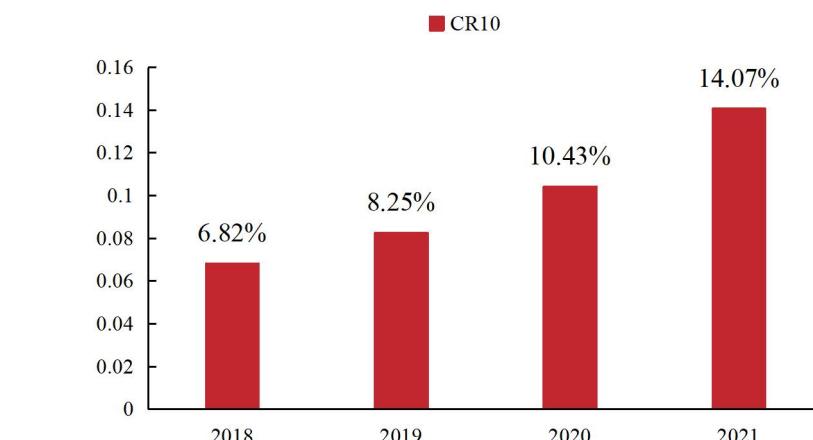
图表 12. 全国生猪出栏量整体稳定



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

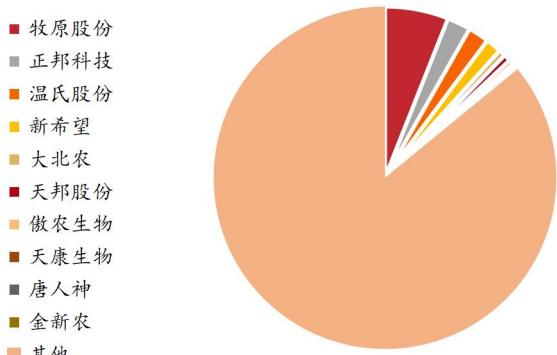
**市场集中度加速提升，龙头企业成长空间广阔。**我国生猪养殖行业以散户为主，目前集中度仍处于较低水平。近些年由于环保政策、土地、资金等因素影响，行业门槛逐步抬高，散户被迫逐步退出，部分散户市场份额被规模企业接收，行业集中度呈现不断上升的趋势。2021年，我国生猪养殖业CR10为14.07%，同比增长3.64pct。2021年美国前十大猪企市场占有率为45.17%，美国生猪养殖龙头Smithfield Foods市场占有率达到15.05%。与发达国家相比，我国生猪养殖行业集中度仍有较大的成长空间。

图表 13. 2018-2021年国内前十大猪企市占率



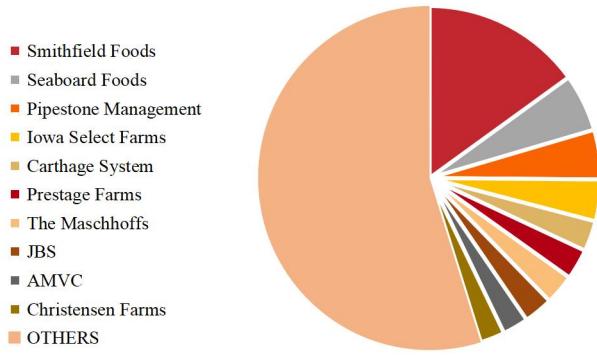
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 14. 2021 年中国前十大猪企市占率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：市占率=公司当年出栏生猪数量/全国出栏生猪总量）

图表 15. 2021 年美国前十大猪企市占率

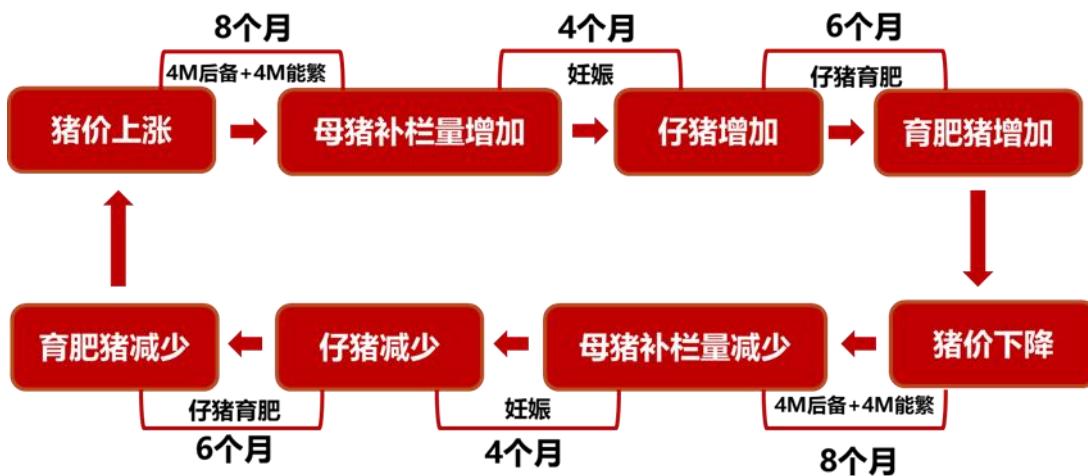


资料来源：Successful Farming，东亚前海证券研究所

## 2.2. 从历史复盘，看猪价演绎

生猪供给滞后于价格变化，供需错配是猪周期形成的根本原因。生猪养殖行业以散养户为主，散户较为短视，其养殖行为具有高度一致性。猪价上涨，高盈利下农户会积极增加母猪补栏量，仔猪数量和育肥猪数量在4个月和10个月后相应增加。产能的增加造成供过于求，猪价下降，养殖利润减少，农户受此影响减少养殖量，10个月后生猪供给下降，供小于求，导致价格回升。这样的关系周而复始，猪价因此呈现持续的周期性波动。

图表 16. 猪周期的形成逻辑



资料来源：东亚前海证券研究所

2006 年至今我国共历经四轮完整猪周期。

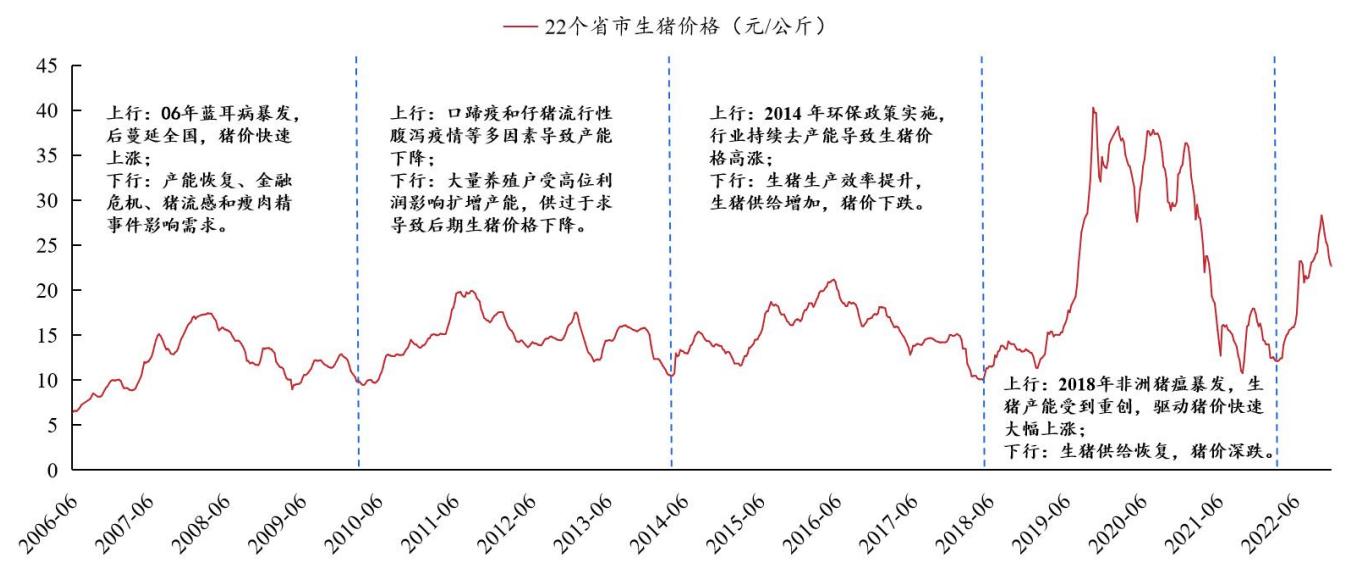
**2006 年 7 月到 2010 年 4 月为第一轮猪周期。**此轮猪周期上行阶段主要受 2006 年蓝耳病疫情暴发驱动，蓝耳病在全国的蔓延造成生猪供给的大幅下降，猪价快速上涨，上行周期共持续 20 个月；随后产能快速增长，生猪供给恢复，叠加金融危机、猪流感和瘦肉精事件一定程度削弱了猪肉消费需求，猪价加速进入下行周期。

**2010年5月到2014年4月为第二轮猪周期。**此轮猪周期上行周期主要系口蹄疫和仔猪流行性腹泻导致生猪供给下降；随后产能恢复，猪价下跌。在周期下行阶段，政府在2012年5-8月、2013年4-5月以及2014年3月分别开展猪肉收储行动，在相应时间段对猪价有一定的提振作用。整体来看，第二轮猪周期为相对经典的猪周期，由内在的供需关系主导。

**2014年5月到2018年4月为第三轮猪周期。**2014年《家畜规模养殖污染防治条例》要求明确禁养区划分标准，随后多项环保政策陆续出台，要求依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户。环保力度逐渐加大的背景下，大量不符合标准的中小散户退出市场，市场集中度不断提高，驱动猪价进入上行通道。由于前期淘汰低效能繁母猪导致母猪生产效率的提升，即使环保政策下产能持续出清，猪肉供给仍然有所增加，驱动猪价自2016年5月起进入下行区间。

**2018年4月到2022年3月为第四轮猪周期。**2018年非洲猪瘟的暴发导致行业产能大幅下降，加速前一轮周期筑底，同时产能的巨大缺口驱动猪价快速上涨，不断创造历史新高，2019年11月1日猪价上涨至40.98元/千克，自繁自养生猪利润达到3079.73元/头，外购仔猪养殖利润达到2781.06元/头。2020年生猪供需两端同时受新冠疫情暴发影响，局部地区封控导致餐饮团餐减少，一定程度影响猪肉消费；同时地区间严格的管控措施也影响生猪的调运，进而影响局部地区生猪供给。疫情反复的影响下，2020年猪价高位震荡。前期超高养殖利润驱动着养殖场产能快速恢复，2021年春节后生猪供给大幅增加，供过于求，猪价深跌。

图表 17. 2006年以来的猪周期



资料来源：Wind, 东亞前海证券研究所

图表 18. 历史猪周期详情

周期	趋势	周期时间	持续时间	最高值	最低值	价格
						价格变动幅度
第一轮周期	上行周期	2006.07-2008.03	20个月	17.45	6.76	158.14%
	下行周期	2008.03-2010.04	25个月	17.45	8.98	-94.32%
第二轮周期	上行周期	2010.05-2011.07	14个月	19.61	9.7	102.16%
	下行周期	2011.08-2014.04	32个月	19.92	10.45	-90.62%
第三轮周期	上行周期	2014.05-2016.06	25个月	21.2	10.01	111.79%
	下行周期	2016.07-2018.04	21个月	19.14	10.43	-83.51%
第四轮周期	上行周期	2018.04-2019.11	18个月	40.98	10.01	309.39%
	下行周期	2021.03-2022.03	12个月	24.99	10.78	-131.82%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 2.3. 规模化趋势明显，龙头企业布局加快

动物疫病的发生倒逼养殖业提高疫病防控水平，中小散户加速退出市场。动物疫病的发生使得规模场和中小散户均面临着巨大的生物安全防控压力，倒逼养殖场提高疫病防控水平。中小散户防疫意识薄弱，同时在资金、技术、人才、管理方面处于劣势，生物安全防控措施较差，导致动物疫病发生时中小散户受影响较大。然而规模场生物安全防控软硬实力兼具，抗动物疫病风险能力较高，规模化成为养殖业未来发展的必然趋势。2018年非洲猪瘟疫情发生后，散户在加速退出市场，2018-2020年，年出栏数在500头以下的散户数量减少1075.75万家，5万头以上规模场数量反而增加了111家。

图表 19. 我国生猪养殖行业散户数量逐年下降



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 20. 我国生猪养殖行业规模场数量呈增长趋势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2014年以来环保政策陆续出台，推进规模化养殖发展。为了降低环境压力，推进禽畜养殖业绿色发展，2014年以来，《家畜规模养殖污染防治条例》、《环保法》、《水污染防治计划》、《家畜养殖禁养区划定技术指南》等与生猪养殖业相关的环保政策频频出台，要求在饮用水水源保护

区、自然保护区的核心区和缓冲区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学保护区以及法律法规规定的其他地区禁止建设养殖场；在饮用水水源二级保护区、风景名胜区的非核心景区，禁止建设有污染物排放的养殖场。在这样的政策背景下，禁养区的养殖户面临搬迁的问题，产生较大的经济损失；同时环境保护要求的提高敦促养殖户增加环保设备，提升养殖废弃物处理及资源化利用水平，养殖户的养殖成本上升，养殖场现金流承压。多因素作用下，部分中小散户逐渐退出市场，行业集中度提高。此外，养殖户环保成本的提高也驱动其扩大养殖规模以降低单位生产成本，促进养殖业规模化程度的不断提高。

**图表 21. 养殖业相关环保政策**

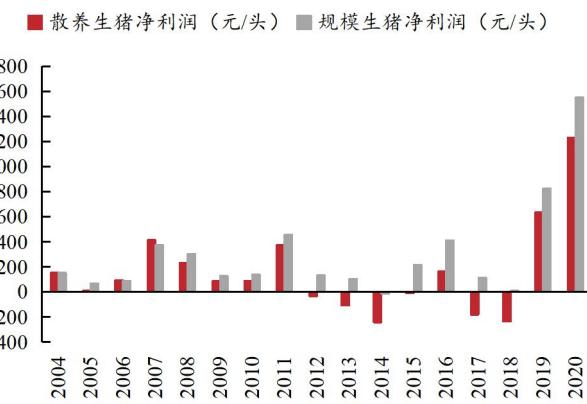
时间	政策	重点内容
2014.01	《家畜规模养殖污染防治条例》	明确家畜养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、激励和处罚内容
2015.01	《环保法》	进一步明确禽畜养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理管理应当符合有关法律法规规定。
2015.04	《水污染防治计划》	科学划定禽畜养殖禁养场，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产县制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.5	《土壤环境保护和污染治理行动计划》	国务院发布“土十条”，要求明确合理确定畜禽养殖布局和规模，强化畜禽养殖污染防治。
2016.11	《家畜养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.11	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。
2017.8	《畜禽粪污资源化利用行动方案（2017—2020 年）》	要求规模养殖场粪污处理设施装备配套率达到 95%以上，大规模养殖场粪污处理设施装备配套率提前一年达到 100%。
2018.1	《中华人民共和国环境保护税法》	针对养殖业，提出了纳入征缴范围的养殖场标准，即明确了征收环保税的畜禽养殖场的品种（猪、牛、鸡、鸭）以及最低存栏规模。
2021.3	《农业面源污染治理与监督指导实施方案（试行）》	要求到 2025 年，重点区域农业面源污染得到初步控制，规模以上畜禽养殖粪污综合利用水平持续提高，农业绿色发展成效明显。

资料来源：中国政府网，东亚前海证券研究所

**周期波动剧烈，规模企业能够穿越周期，强者恒强。**近些年，资本的介入和人才的流入加剧了行业竞争，带来养殖业洗牌和变革。然而在猪价大幅波动期间，规模化养殖场抗风险能力较强，凭借资金、技术、人才、疫病防控等优势，能够穿越周期，获得市场份额的提升。**1) 规模场成本控制能力较强：**规模企业由于管理经验丰富、拥有先进的设备和科技研发水平，可以将各项成本控制在较低水平。规模企业行业地位较高，议价能力较强，例如能够在饲料原材料成本大幅增加形势下，利用自身的采购和渠道优势获取较低价格的原材料；同时养殖业全产业链发展趋势使得规模

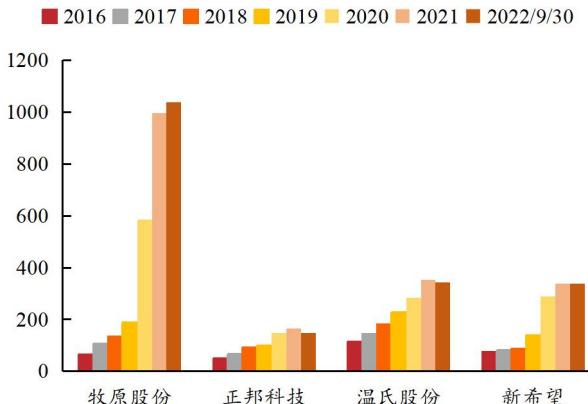
企业将饲料的研发生产内部化，饲料部门能够为养殖业务提供最具性价比的饲料和精细化的营养技术支持；此外，规模企业生猪养殖效率较高，能够降低死亡率，提高成活率，降低单位出栏生猪成本。2) 土地等紧缺资源获取能力较强：规模企业环保合规，凭借自身的市场影响力和行业地位，保持良好政企关系，更容易获取规模扩张所需土地等紧缺资源。3) 融资能力较强：规模企业可以通过非公开发行股票、发行可转换债券、短期融资券、银行授信等多渠道筹措资金满足日常经营活动需求的同时，为产能逆势扩张提供稳定保障。4) “物竞天择，适者生存”的自然法则下，散户因综合实力薄弱而逐渐被淘汰。可以看到，规模生猪养殖利润普遍高于散养生猪，甚至在散养生猪利润亏损时，规模生猪养殖利润仍为盈利状态。同时由于我国猪肉消费需求刚性，当中小散户退出市场时，为规模养殖企业腾出了更大的市场空间，规模企业通过多渠道融资保证现金流充沛基础上，逆势扩张可在周期上行阶段实现量利齐增。近些年头部养殖企业的固定资产呈增长态势，2020年普遍加速扩张；2021年即使猪价进入下行周期，规模化养殖集团逆势扩张的步伐仍未停止。

图表 22. 规模生猪养殖利润普遍高于散养生猪



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 23. 规模化集团固定资产呈增长趋势



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

## 2.4. 新一轮猪周期已开启，2023年猪价景气有望延续

**新一轮周期开启，猪价处于上行阶段。**受猪价深跌和饲料成本高企影响，养殖企业在2021年下半年陷入深度亏损状态，2021年7月-2022年4月能繁母猪存栏持续去化，截至2022年4月，我国能繁母猪存栏相比2021年6月高点4564万头累计调减8.47%。按照生猪养殖周期，2021年7月能繁母猪存栏下降对应10个月后，即2022年5月开始生猪供给处于下降趋势。而在今年4月，行业乐观预期催化下，养殖户压栏惜售情绪较浓，刺激猪价触底反弹，行业拐点提前到来。此后猪价持续上涨，10月最高达到28元/公斤。

**11-12月猪价超跌，供需双强或形成价位支撑。**猪价持续升高影响下，

9-10月养殖户二次育肥、压栏动作增多。11月以来，前期二次育肥陆续出栏，但疫情导致需求弱势，市场上供应过剩，猪价快速下行。11月底，疫情防控政策放开带来了积极的消费预期，短期心态支撑猪价上涨，但实际的消费承接力度有限，价格继续回落。目前南方腌腊高峰在冬至前陆续结束，北方尚未进入春节备货期。展望后市，疫情防控政策放开有利于消费复苏，春节前全国将普遍出现备货小高峰，同时猪价的继续下探一定程度上能刺激消费，随着前期累积的供应压力逐步释放，我们预计春节前猪价下行空间有限，有望出现价格超跌后的实质性反弹。

**产能恢复缓慢，2023年猪价景气有望延续。**根据农业农村部数据，截至2022年10月，全国能繁母猪存栏达4379万头，较4月累计回升4.84%。目前能繁母猪存栏增长较为缓慢，反映市场补栏趋于谨慎，主要系养殖户对于2023年猪价预期悲观，以及前期长期亏损影响下，养殖端资金情况整体仍较为紧张。当下能繁母猪补栏缓慢对应2023年生猪增量有限，叠加疫情防控政策放开后，需求有望逐步回暖，2023年猪价景气有望延续。

图表 24. 全国能繁母猪存栏量



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 25. 全国能繁母猪存栏环比变动



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

### 3. 全产业链布局，协同优势带来成本领先

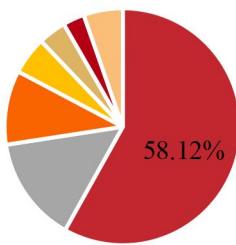
**一体化养殖模式获取低成本优势。**公司采取“自繁自育自养”一体化的养殖模式，布局全产业链，减少了中间环节的交易成本，有效避免了上下游供需不均衡对公司生产造成的影响，各环节协同以获取低成本优势。具体体现在：上游饲料环节的成本控制、中游养殖环节的效率提升和下游市场环节的业务拓展。最终通过全产业链协作与深耕，打造成本优势护城河。

**受原材料价格上涨影响，2021年公司饲料成本有所上升。**饲料成本是公司营业成本的主要组成部分。2021年公司饲料成本为360.07亿元，占比达到58.12%，同比增长211.80%；职工薪酬、折旧、药品及疫苗费用占比分别为14.45%、10.14%和5.15%。我们根据公司披露的生猪销售额、销售价格以及出栏头数计算公司年度出栏均重，从而计算公司养殖明细成本。

2021年，公司的饲料成本为8.11元/公斤，相比上一年度增长了1.70元/公斤，主要系2021年饲料的主要原材料玉米、豆粕等大宗商品价格的持续走高。2021年公司的职工薪酬成本为2.02元/公斤，相比上一年度增长了0.21元/公斤，主要系2021年公司销售规模的扩大和研发投入增多中人力成本的提升。人力成本方面，公司2022年聚焦人力资源存量结构优化，在补充精英人才和成熟人才方面加大投入，随着出栏量逐步提升与管理优化，单位人工成本有望下降。药品及疫苗成本方面，2018年非洲猪瘟暴发，公司药品及疫苗成本达到1.03元/公斤，2019-2021年非瘟疫情逐渐进入常态化防控后，公司药品疫苗成本也逐渐回落至0.7元/公斤的水平。折旧成本方面，2018-2021年公司折旧成本逐渐提升，主要系公司产能不断扩张，固定资产逐年增长。

**图表 26. 饲料成本是公司营业成本的主要组成部分**

■ 饲料  
■ 折旧  
■ 物料消耗  
■ 职工薪酬  
■ 药品及疫苗费用  
■ 燃料与动力



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

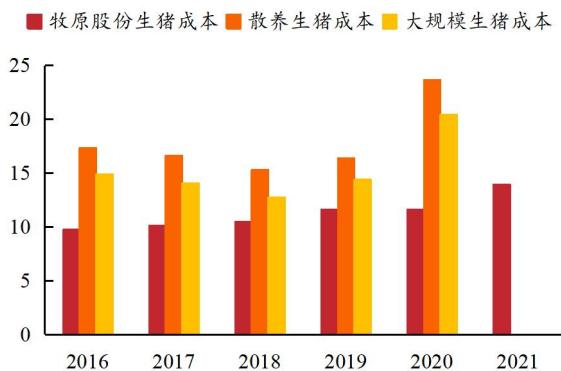
**图表 27. 2021年公司饲料成本有所上升**

元/公斤	饲料	职工薪酬	折旧	药品及疫苗费用	其他合计
2018	6.38	0.66	0.90	1.03	1.54
2019	6.46	1.00	1.09	0.78	2.27
2020	6.41	1.81	1.21	0.63	1.53
2021	8.11	2.02	1.41	0.72	1.69

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所测算

**公司生猪完全成本低于同行，核心竞争力较强。**根据测算结果，2016-2021年公司的生猪单位重量成本低于大规模场平均生猪养殖成本，远小于散养生猪平均成本，且在非瘟疫情暴发以及饲料成本一路攀涨的情况下，公司的成本优势不断扩大。根据各家上市猪企公布的生猪养殖完全成本最新数据来看，目前公司养殖完全成本在15.5元/公斤左右，同行业其他公司成本大部分在16~17元/公斤左右。可以看出，即使饲料成本高企，公司生猪养殖成本和同行业公司相比仍有相对优势。同时，公司提出了2022年公司成本目标为阶段性实现14.5元/公斤-15元/公斤的养殖完全成本的目标，为达到此目标，公司将持续推进管理优化、自查管理问题，同时强化一线生产技术标准的执行和措施落实，通过提升管理考核要求提升人员能力，人岗匹配程度有望提升。由于生猪本质上为同质化产品，养殖企业的核心竞争力体现在成本端，成本优势使得公司在猪价高企时具备行业领先的盈利能力。

图表 28. 公司生猪单位成本优势明显（元/公斤）



资料来源：各公司公告、全国农产品成本收益资料汇编，东亚前海证券研究所  
(注：各公司生猪成本计算方法为：生猪单位重量成本=生猪营业成本/(生猪销售收入/生猪销售均价))

图表 29. 公司销售净利率领先同业



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 30. 上市猪企生猪养殖完全成本最新情况

序号	公司名称	最新养殖成本情况	公告时间	成本目标
1	牧原股份	公司现阶段商品猪完全成本在15.5元/公斤左右	2022/11/29	2022 年阶段性实现 14.5 元/公斤-15 元/公斤的养殖完全成本
2	温氏股份	11月综合成本 16.10 元/公斤	2022/11/07	2023 年 15.4 元/公斤
3	神农集团	2022Q3 完全成本 16.6 元/公斤	2022/11/11	2023 年 15 元/公斤
4	新希望	9月正常运行场线完全成本 16.9 元/公斤	2022/10/31	2022 年底降到 16 元左右
5	大北农	前三季度完全成本 17.4 元/公斤，部分平台可达 16 元/公斤	2022/10/29	今年整体实现 16 元/公斤
6	傲农生物	好的区域已经做到 16 元/公斤	2022/07/19	2022 年底育肥成本 17 元/公斤
7	天邦食品	完全成本 18.37 元/公斤	2022/10/18	2022Q4 降至 16 元/公斤
8	天康生物	2022Q3 完全成本 17.3 元/公斤，新疆地区达 15.8 元/公斤	2022/10/27	2022 年降至 16 元/公斤
9	金新农	2022Q3 自繁自养 18.36 元/kg，公司+农户稍高	2022/10/31	15.5 元/公斤以下
10	东瑞股份	目前完全成本为 18 元/公斤	2022/12/09	16 元/公斤

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

### 3.1. 饲料技术行业领先，成本控制优势显著

#### 3.1.1. 合理布局产能降低原材料采购成本

公司的产能分布主要集中于农业大省，在原材料的采购、运输等方面优势得天独厚。根据公司披露（2021 年 11 月），公司养殖产能分布主要集中在长江以北，其中河南省产能贡献超过 30%，黑吉辽蒙等北部区域占比约 20%，山东和安徽占比均可达 10% 左右，江苏、湖北等其他省份均约 5%。饲料原材料主要包括小麦、玉米、豆粕和次粉等，占营业成本比重将近 60%，而这些原料主要从粮食产量充足的华北、东北采购。从公司的产能布局来看，牧原深耕粮食大省河南，并逐步向省外扩散，围绕粮食产区

进行供应链布局。公司合理的产能布局既控制了原材料的采购、运输成本，也为饲料原料的供给提供了充分的保障。

图表 31. 河南的小麦价格低于全国平均价格



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

**公司多渠道扩充粮源，实现采购低成本目标。**首先，公司积极优化供应商结构，与国内大型粮食企业达成战略合作；同时，公司成立了国际贸易团队，积极开拓全球采购新渠道，适时进行进口替代。拓展渠道的同时，公司拥有专业的行情研判团队，对饲料原料行情研判体系进行不断完善，寻找战略性采购时机。最后，公司在布局供应链时着重围绕粮食产区，为提升对产区粮源品质的管控能力，积极探索创新农业生产模式和订单农业，构建公司采购生态。通过采购渠道优化和行情研判进行战略性采购，实现采购低成本目标。

### 3.1.2. 饲料豆粕减量效果领先同业

**公司低蛋白日粮配方助力豆粕减量替代。**生猪饲料中占比最大的为玉米和小麦，主要用于满足生猪成长的能量需求，豆粕则是蛋白质摄取的主要途径，后者占比虽然较玉米和小麦更低，但价格相对较高。为降低传统饲料对玉米和豆粕的依赖程度，公司在原有“玉米+豆粕”和“小麦+豆粕”的配方基础上，研发了针对大麦和饲料原料加工副产品的应用技术，大幅提升饲料原料利用率。2022年11月24日，农业农村部公布了8家企业典型案例，公司在豆粕平均用量占比和豆粕减量均领先于同业。2021年，公司生猪养殖合计使用配合饲料1580万吨，其中豆粕用量占比约6.9%，较行业平均水平低8.4 pct，预计2022年公司豆粕减量可达198万吨，豆粕减量替代效果有望持续扩大，助力公司成本领先。公司未来希望通过增加各类氨基酸的使用来继续降低豆粕用量的需求，2022年12月13日，公司成立了子公司“河南牧原合成生物技术有限公司”，旨在探索对于部分自身用量较大的氨基酸实现合成量产，以降低自身生产成本，强化供应链管理与稳定性。

图表 32. 2021 年公司豆粕占比低至 6.9%



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 33. 公司豆粕减量效果有望持续扩大



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 34. 农业农村部公布部分减量替代典型案例

公司名称	配合饲料使用量 (万吨)	豆粕平均用量占比	低于养殖业饲料中豆 粕平均含量	豆粕减量 (万吨)
牧原股份	1580	6.90%	8.40pct	130
温氏股份	1150	7.40%	7.90pct	90
新希望	1960	10.70%	4.60pct	90
海大集团	1400	12.00%	3.30pct	46
大北农	500	10.00%	5.30pct	27

资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所

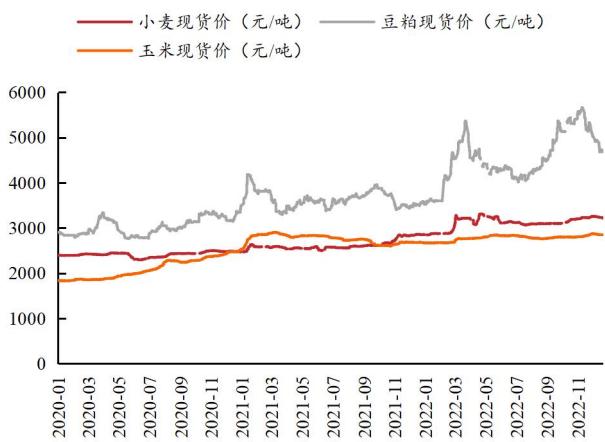
公司根据市场行情动态调整饲料配方，以最大程度降低成本，提高饲料报酬率。2020 年玉米价格快速上涨，公司利用自身饲料配方优势，在全国多地推广采用小麦和稻谷等原粮替代玉米。2020 年玉米采购量占比为 67.06%，同比下降 20.49pct；小麦采购量占比为 22.23%，同比增长 20.56pct；稻谷混合物采购量占比为 1.09%，同比增长 0.75pct。2021 年以来，饲料原材料价格一路高涨，公司根据原材料性价比及时调整饲料配方，增加对价格相对较低的小麦和稻谷混合物的采购力度，有效降低饲料成本；其中 2021 年小麦和稻谷混合物采购量占比分别同比增长 29.54pct 和 21.31pct。

图表 35. 公司饲料原材料采购量和均价 (万吨、元/吨)

	2017		2018		2019		2020		2021		2022.1-3	
	采购 量	采购 均价	采购 量	采购 均价	采购 量	采购 均价	采购 量	采购 均价	采购 量	采购 均价	采购 量	采购 均价
小麦	0.15	2263	24.22	1913	6.29	2237	176.63	2186	768.48	2459	34.32	2929
玉米	207.3 1	1775	275.09	1888	329.54	1981	532.75	2062	249.17	2501	208.24	2685
豆粕	24.3	3170	37.93	3278	39.31	2967	76.43	2992	134.15	3420	25.45	4107
稻谷混 合物	/	/	/	/	1.28	1691	8.66	1609	332.45	2420	33.6	2463

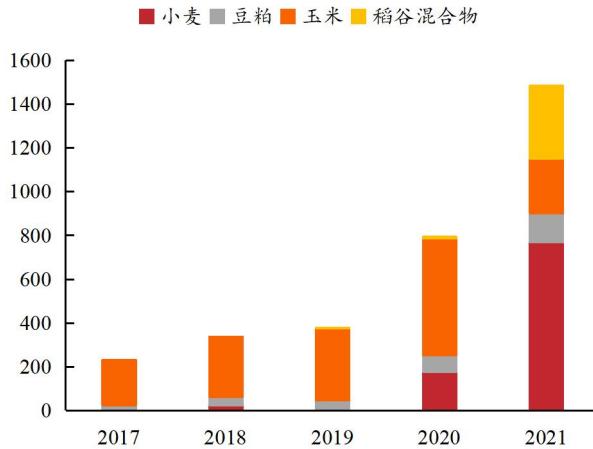
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 36. 2020 年玉米价格快速上涨 (元/吨)



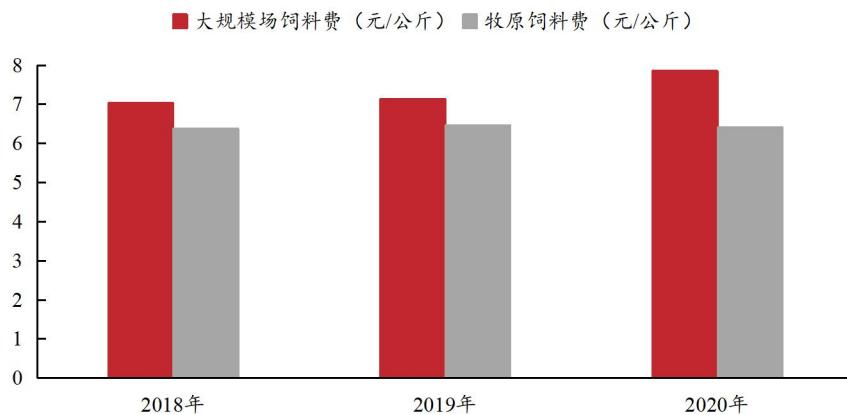
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 37. 公司小麦采购量持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

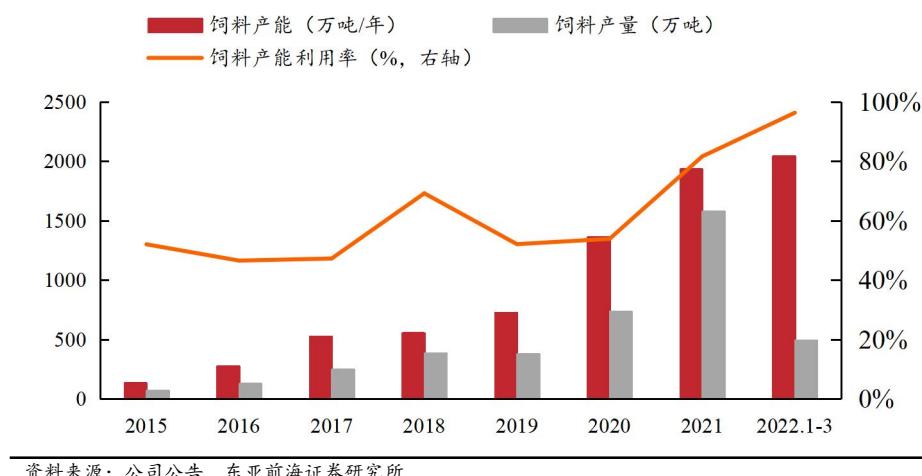
图表 38. 公司饲料成本低于大規模场平均饲料成本



资料来源：公司公告、全国农产品成本收益资料汇编，东亚前海证券研究所

**饲料自产自用减少交易成本，全流程智能化生产护猪群健康成长。**公司目前具有千万吨以上的饲料加工能力，自产自用减少交易成本。公司饲料基本用于内部养殖，在饲料加工生产环节实现了生产自动化，不仅配料精准，同时确保饲料生产安全，保证猪群健康和猪肉食品安全源头无风险。同时，公司在饲料加工生产环节实现了全流程智能化生产，研发并应用 85°C、8 分钟的高温延时灭菌工艺，灭菌后的高温饲料经过冷却至输送至饲养单元，全程无人为接触，能够保证饲料生物安全。公司还搭建了饲喂信息化系统，实现对饲料质量、采食情况和猪群生长性能的监控、分析、反馈，保证饲料品质、营养精准供给，猪群健康生长。同时，随着饲料厂新建产能的释放和生猪存栏规模的不断上升，饲料产量和产能利用率均大幅提升。

图表 39. 公司饲料产能利用率持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 40. 饲料智能生产，无人化操作



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 41. 目前具有千万吨以上的饲料加工能力



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

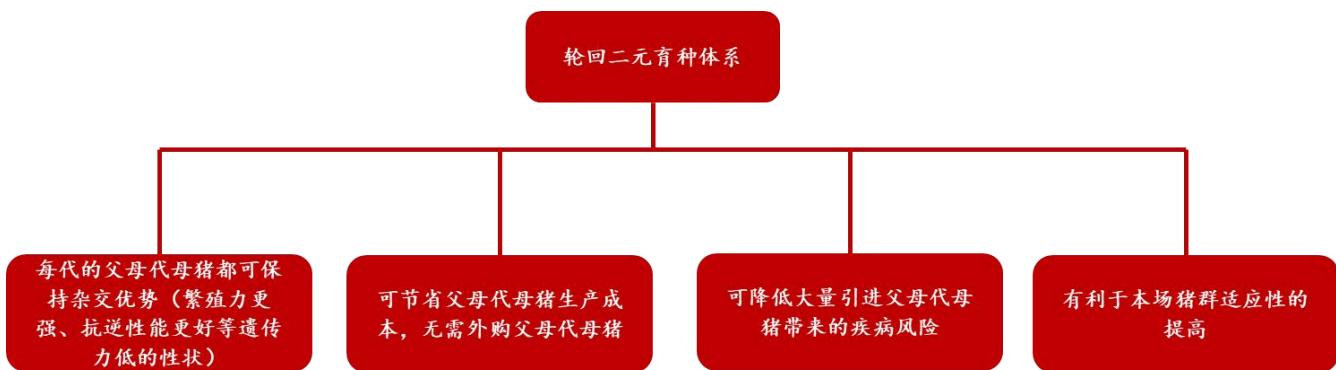
### 3.2. 育种优势突出，养殖环节效率提升

#### 3.2.1. 种猪自给自足，国内育种地位领先

致力于丰富种猪资源，国内育种领域地位领先。2018年非洲猪瘟的暴发使得国内生猪产能受到重创，2020年中国进口种猪创造历史新高，解决种猪问题更加紧迫。2021年2月21日，中央一号文件发布，明确提出打好种业翻身仗，深入实施农作物和禽畜良种联合攻关。农业农村部部长唐仁健表示，要加快启动实施种源“卡脖子”技术攻关，缩小生猪等品种和国际先进水平的差距，确保重要农产品种源自主可控。公司通过科学化的育种技术，不断提高种猪的遗传性能，改善猪肉的品质和口感，降低饲养成本，提高养殖效率，形成了遗传性能稳定、一致性好、适应性强、综合效益好的种猪集群，目前已经摆脱了对进口种猪的依赖。同时，轮回二元育种体系凭借自身优势为种猪供应提供有力支撑，当前公司种仔猪实现完全自给，并可向社会供应优质种仔猪。2016-2021年公司种猪销量整体呈

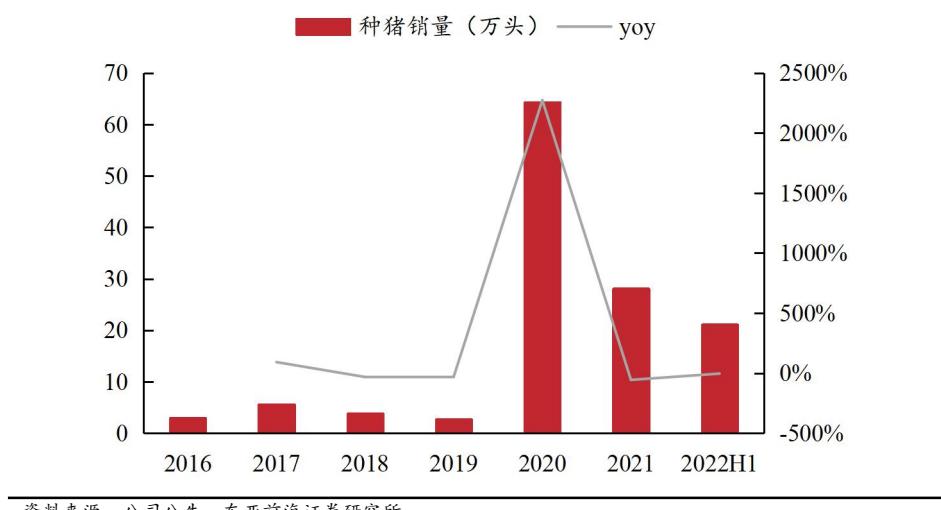
增长的态势，受2020年猪价高景气影响，2020年公司种猪销量快速增至64.3万头，2021年猪价进入下行周期，种猪销量有所下降；2022年上半年公司销售种猪21.1万头，同比减少3.65%。截至2021年末，公司已成立11家种猪公司开展种猪育种及销售业务；根据公司2022年7月披露信息，目前公司核心种猪群数量在10万头左右，预计未来种猪销量将会不断增加。

**图表 42. 公司独特的轮回二元育种体系的优势**



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**图表 43. 公司种猪销量整体呈增长态势**



### 3.2.2. 智能化生猪养殖，助力公司降本增效

研发驱动生猪养殖智能化，推进互联网与畜牧养殖深度融合。2017年起，公司加大在物联网、大数据等技术方面的投入，推出智能养殖管理平台，结合大数据分析模型，实现全场景数据化高效管控，传统生猪产业加速转型升级。此外，公司积极投入智能养殖设备和技术的研发，针对猪舍环境无人智能控制、生猪健康自动识别预警、福利养殖设施装备和猪场生物安全与工程防疫等关键技术进行攻关，研发出了智能环控、精准饲喂、

智能巡检、自动清洗、自动性能测定等关键智能化技术与配套智能设备，实现了生猪养殖全过程的智能化应用。2015-2021年公司研发人员数量和投入快速增长，CAGR 分别为 82.83% 和 114.26%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司有多项智能化在研项目，预计落地后将会进一步助力降本增效。

图表 44. 公司智能化养猪系统



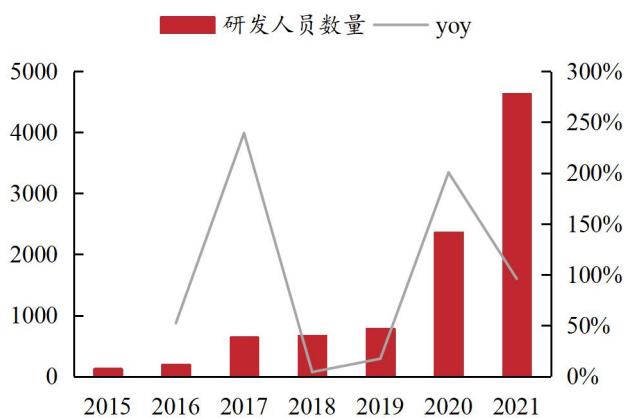
资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所

图表 45. 公司智能饲喂系统展示



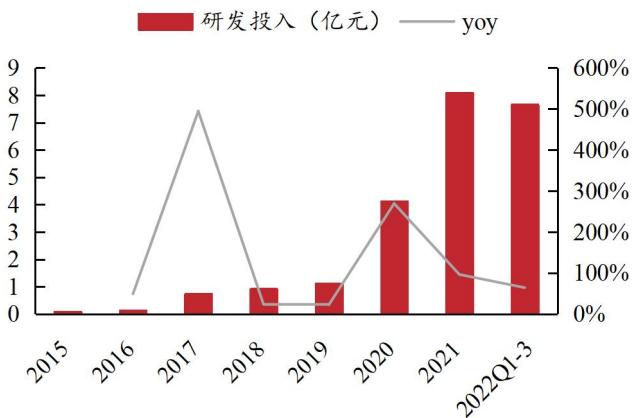
资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所

图表 46. 公司研发人员数量持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 47. 公司研发投入持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

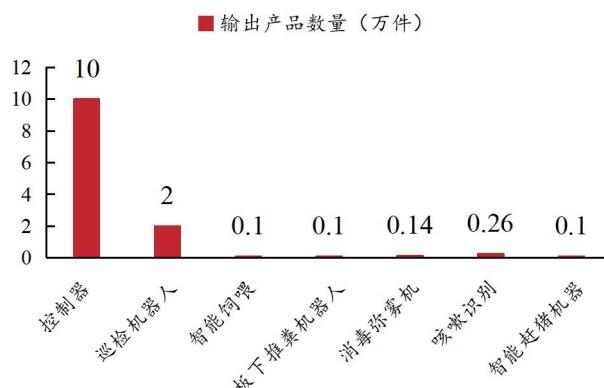
**养猪装备不断升级，大幅提高生产效率。**截至 2021 年 11 月，公司在研智能装备涵盖包括生猪养殖、屠宰、食品在内的数个业务板块，合计超过 40 项，其中已进入推广应用阶段的超过 10 项，且部分设备已达到规模化应用标准。截至 2021 年 11 月，公司已输出包括巡检机器人、板下清粪机器人、诱情公猪机器人、自动刷圈机器等各类产品数量超过 50 万套，总产值约 3.8 亿元，服务生猪规模超过 4000 万头。智能装备的应用助力猪场降本增效，以板下清粪机器人为例，2 度电可支撑设备持续运行 6 小时，节约 50% 用水量。

图表 48. 公司部分智能装备服务养殖规模



资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所（注：本图表数据截至时间为2021年11月）

图表 49. 公司部分智能装备输出产品数量



资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所（注：本图表数据截至时间为2021年11月）

图表 50. 公司智能化的经验成效

## 智能化的经验成效

商品猪出栏率从 85% 提高到 90%

10万头商品猪全线厂可以减少人员 40人左右

提高劳动效率 35%，1 名饲养员年饲养商品猪出栏达 10000 头，是行业平均数的 2 倍

达 115kg 出栏日龄  $\leq$  160d

母猪年提供断奶仔猪提高 1.2 头

资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所（注：本图表数据截至时间为 2021 年 11 月）

新型猪舍推进养殖业务智能化、绿色化升级。2018年非洲猪瘟暴发后，公司持续加大研发投入，打造了新型智能猪舍，该新型猪舍从管链密闭输送、水源消毒、新风高效过滤、智能精准通风、出风灭菌除臭到智能装备应用，可实现有效防控非洲猪瘟。同时，牧原积极研发楼房猪舍，集育肥舍、保育舍、怀孕舍、哺乳舍和后备舍于一体，相比平房养猪，楼房猪舍具有土地利用率、环保配套能效以及生物安全级别高等优势。2022年初，公司已经在北京、江苏、广东等10各省级行政区，24个县/区推广楼房猪舍，共建设69栋楼房猪舍，建成后年出栏量可达635万头。此外，公司独创的无供暖猪舍能够实现在外界零下39.3°C的极端环境下，猪舍无外部供热而舍内温度保持在22-25°C，节约能源消耗，降低饲养成本。

图表 51. 公司新型智能猪舍



资料来源：牧原招聘、东亚前海证券研究所

图表 52. 公司无供暖猪舍



资料来源：牧原招聘、东亚前海证券研究所

### 3.3. 积极布局下游屠宰，产业链一体化持续推进

屠宰产能逐渐和养殖布局相匹配，有利于降低运输成本。2018年非洲猪瘟后，为了更好地防控非瘟疫情，加强生猪调运管理，国家2019年到2021年多次对生猪产业提出了“运猪”向“运肉”转变，鼓励生猪就地屠宰，实现养殖、屠宰匹配。公司积极响应国家政策，在养殖产能密集区域配套建设规模化屠宰厂，公司屠宰厂从周边的养殖子公司采购商品猪，经过静养、屠宰、分割、包装、检疫等流程产出鲜冻猪肉产品，随后通过销售部门向全国客户进行销售。屠宰产能和养殖布局相匹配有助于降低运输成本。截至2022年11月29日，公司已投产10家屠宰厂，投产产能合计2900万头/年，根据目前规划，预计2022年投产总屠宰产能将超过3000万头/年。

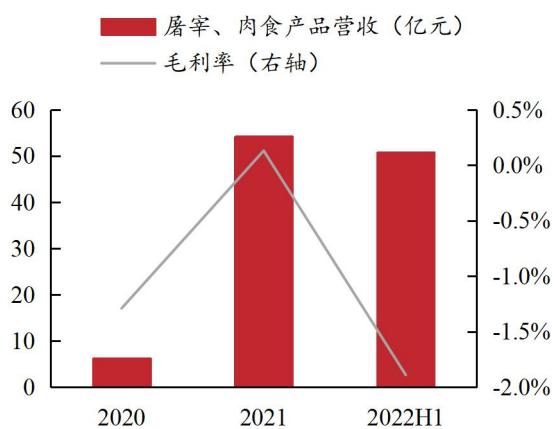
屠宰业务与养殖业务协同，有利于提高产品附加值。公司所屠宰生猪来源均为自有养殖场，且均饲喂自产饲料，全程把控产品品质和食品安全。公司通过布局屠宰业务完成了生猪全产业链的闭环，通过延伸产业链可以提高产品附加值，同时开拓终端市场获得市场份额的提升；在猪价下行期间也可以与养殖环节猪价波动形成对冲，减轻猪价下跌对公司的影响。2022年上半年共计屠宰生猪351.5万头，销售鲜、冻品猪肉33.68万吨，肉食业务营收达50.75亿元，同比增长121.22%，毛利率为-1.89%。由于公司屠宰板块投产时间较短，产能利用率仍处于上升阶段，2022年上半年未实现盈利。下一步，公司将致力于提高内部运营能力及产品品质，并持续拓展客户群体及销售渠道，提升产能利用率，最终改善屠宰板块的经营业绩。

图表 53. “运猪”向“运肉”转变相关

时间	文件名称	相关内容
2019.07	《关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》	制定实施分区防控方案，促进区域内生猪产销大体平衡，降低疫情跨区域传播风险。科学规划生猪养殖屠宰加工等产业布局，尽快实现主产区出栏生猪就近屠宰。有条件的地方可通过奖补、贴息等政策，支持企业发展冷链物流配送，变“运猪”为“运肉”。
2019.09	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	通过加快屠宰行业提档升级、变革传统生猪调运方式、加强冷链物流基础设施建设来健全现代生猪流通体系。政府鼓励生猪就地屠宰，实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。
2019.12	《加快生猪生产恢复三年行动方案》	优化主产区生猪屠宰产能布局，支持优势屠宰产能向东北、黄淮海和中南部分省区养殖集中区域转移，实现与养殖布局相匹配。
2021.04	《非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控工作方案（试行）》	规范生猪调运，除种猪、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，原则上其他生猪不向大区外调运，推进“运猪”向“运肉”转变。分步完善实施生猪跨区、跨省“点对点”调运政策，必要时可允许检疫合格的生猪在大区间“点对点”调运。
2021.08	《生猪屠宰管理条例》	国家鼓励生猪养殖、屠宰、加工、配送、销售一体化发展，推行标准化屠宰，支持建设冷链物流和配送体系。

资料来源：中国政府网，东亚前海证券研究所

图表 54. 公司屠宰业务营收和毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 55. 公司屠宰产能居于行业前列

公司	屠宰产能情况	公告时间
牧原股份	公司目前已投产 10 家屠宰厂，投产产能合计 2900 万头/年	2022/11/29
双汇发展	单班年屠宰生猪 2,300 多万头的生产产能	2022/8/17
新希望	4 家千喜鹤屠宰场，设计产能合计 650 万头	2022/6/6
天邦食品	公司首个自建的年产能规模 500 万头的生猪屠宰加工厂在安徽临泉正式投产	2022/8/29
温氏股份	年屠宰产能达 350 万头左右，在建生猪屠宰项目共 4 个，设计年产能超 400 万头	2022/9/1

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司大力开拓生鲜猪肉销售网络，销售范围覆盖广泛。公司猪肉产品达 200 余种，销售范围覆盖全国 22 省（区）77 个城市。公司扎根河南，布局东北和南方，广泛的销售服务站布局便于开拓当地市场，同时可以更高效快速地服务客户，提升客户满意度。公司目前有农批经销商、连锁商超、连锁餐饮、食品加工企业、新零售企业客户超过五千家。目前公司农贸客户占 70%，商超客户占 15%，餐饮、食品加工企业等大客户占 15%。屠宰业务的布局有利于公司利用自身优势开拓终端市场，未来公司将通过提升销售、运营能力，持续提升经营业绩。

图表 56. 牧原肉食合作伙伴



资料来源：牧原 2021 年社会责任报告，东亚前海证券研究所

图表 57. 公司猪肉销售服务站覆盖范围广泛



资料来源：牧原 2021 年社会责任报告，东亚前海证券研究所

## 4. 生猪产能高速扩张，龙头地位持续巩固

### 4.1. 轮回二元育种体系，铸就产能护城河

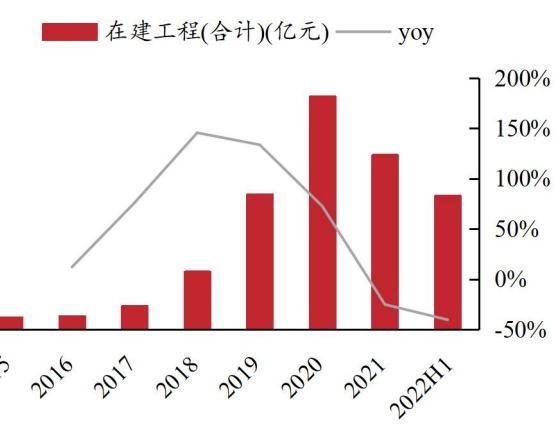
以“自繁自养”模式为基础，产能可实现快速扩张。公司已形成成熟的“自繁自养”模式，每个猪场都是一个育种单位，以资源集约型的工厂化模式稳步发展，产能能够实现滚雪球式的增长，在猪价上行期间可以不受农户数量和质量的约束实现快速扩张。在环保禁养、限养政策以及非洲猪瘟等动物疫病的影响下，行业劣质产能大幅出清，规模化、集中度的提高为头部企业扩大市场份额提供了更多机会和巨大空间。本轮猪周期前，温氏生猪出栏量领先牧原，经历非洲猪瘟后，2019年和2020年温氏生猪出栏量明显下降，同比分别下降16.95%和28.62%。2019年牧原生猪出栏量小幅下滑（同比减少6.88%），随后凭借自繁自养模式扩大生产规模，生产性生物资产快速恢复（恢复速度快于温氏），同时通过引入华能贵诚信托有限公司、中央企业贫困地区产业投资基金等战略合作方得到丰沛的资金支持，实现快速发展，2020年至今牧原季度出栏量持续增长且远远领先于温氏，成功问鼎生猪养殖行业第一。2015年以来，公司产能持续扩张，固定资产、在建工程2015-2021年CAGR分别为79.50%和56.39%。2021-2022上半年，公司固定资产增速放缓；在建工程同比增速转负，主要系2021年到2022年上半年猪价持续低迷，公司产能扩张步伐有所放缓。7月下旬，随公司经营情况好转，公司对部分养殖项目复工复产，预计2022年年底公司生猪养殖产能可达7500万头左右。

图表 58. 公司固定资产持续增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 59. 2015-2021 公司在建工程 CAGR 达 56.39%

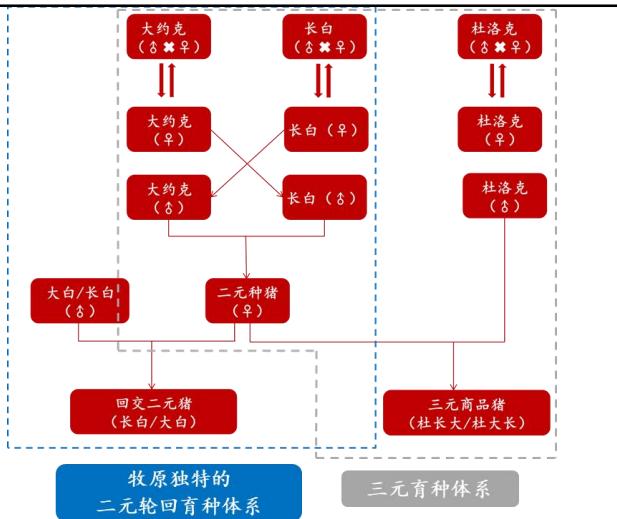


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

独特的轮回二元育种体系下，杂交母猪兼具种用和商品用需求，灵活角色铸就公司产能快速扩张护城河。公司在30年的发展过程不断探索创新，提出用白猪（大白或长白）作为终端父本代替杜洛克，建立了独特的轮回二元育种体系。通过轮回二元育种体系培育的母猪在繁殖性能、生长速度、瘦肉率和胴体品质等方面可同时满足种用和商品用两种需求。在扩

张速度加快，或因外部冲击导致产能大幅去化时，轮回二元母猪可以留种转做能繁母猪，缩短补充能繁母猪所需时间，为抢占市场空间提供强有力的支撑；在能繁母猪数量充沛时，轮回二元母猪则可作为商品猪销售。2021年末公司能繁母猪存栏量为283.1万头，2019-2021年能繁母猪存栏量CAGR为48.53%；2022Q2公司能繁母猪数量较Q1有所下降，主要系能繁母猪的淘汰优化。经过前期的逐步恢复，能繁母猪数量预计年底能够达到280万头左右。

图表 60. 公司的轮回二元育种和传统三元育种体系



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

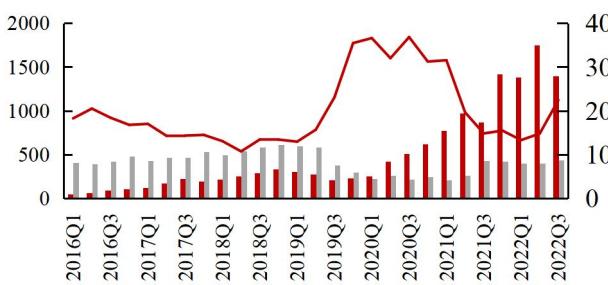
图表 61. 2019-2021 能繁母猪存栏 CAGR 为 48.53%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 62. 公司生猪出栏量赶超温氏股份

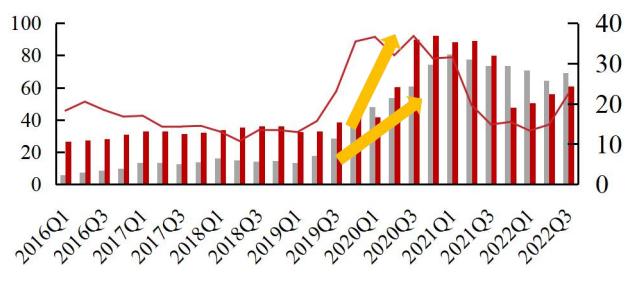
■ 牧原出栏量 (万头)  
■ 温氏出栏量 (万头)  
— 生猪价格 (元/公斤) (右轴)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 63. 非瘟后公司生物资产恢复速度快于温氏股份

■ 牧原生产性生物资产 (亿元)  
■ 温氏股份生产性生物资产 (亿元)  
— 生猪价格 (元/公斤) (右轴)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 4.2. 土地和融资实力雄厚，奠定产能扩张基础

公司土地储备充足，未来发展不受土地掣肘。随2014年新《环保法》、2015年《水污染防治行动计划》、2016年《“十三五”生态环境保护规划的通知》、2018年环境保护税法的出台，国家大力推进畜禽养殖污染防治，各地方划定禁养区与限养区。因此，适养的畜禽养殖土地难以寻找，可供生猪养殖的土地资源非常紧张，从而制约规模化生猪养殖企业的扩张。根据2022年1月公司披露信息显示，公司养殖产能土地资源储备已超过1亿头（包含已建成投产部分），可最大程度避免有限的土地资源对公司未来发展速度的掣肘。

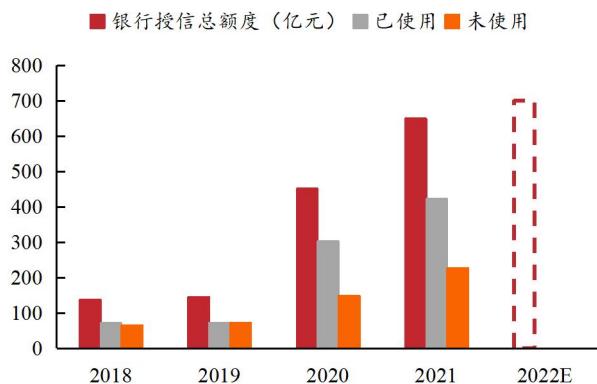
综合融资能力较强，为产能扩张提供稳定支持。公司自上市以来，多次通过非公开发行股票、中期票据、超短期融资券、可转换公司债券等多种金融工具募集资金。2015年公司非公开发行股票募资10亿元。2022年公司拟非公开发行募集资金总额不低于50亿元，同时上调向控股股东牧原实业集团借款额度至100亿元。此外，根据公司2021年12月披露的投资者关系活动记录表显示，公司2021年银行授信总额度为650亿元，公司授信使用比例约为65%，预计2022年全年向银行等金融机构申请授信总额不超过人民币700亿元。2018-2021年公司银行授信额度快速增长，较强的综合融资能力保障了公司的偿债能力和正常运营能力。2022Q3公司货币资金达151.06亿元，现金流较为充沛，处于行业前列。

**图表 64. 公司部分融资事件**

时间	融资渠道	融资事件
2016	中期票据	2016年度第一期中期票据的发行规模为10亿元
2017	非公开发行股票、中期票据、超短期融资券	1. 非公开发行股票募集的资金总额30.77亿元； 2. 2017年度第一期中期票据发行规模为4亿元； 3. 5期超短期融资券发行规模合计27亿元
2018	非公开发行优先股、中期票据、超短期融资券、绿色债券	1. 非公开发行优先股募集的资金总额为24.76亿元； 2. 2018年度第一期中期票据的发行规模为10亿元； 3. 7期超短期融资券发行规模合计35亿元； 4. 发行绿色债券不超过10亿元
2019	非公开发行股票、超短期融资券、公开发行扶贫专项公司债券	1. 非公开发行股票募集的资金总额为50亿元； 2. 2期超短期融资券发行规模合计8亿元； 3. 公开发行扶贫专项公司债券发行总额8亿元
2020	中期票据、超短期融资券、专项短期公司债券	1. 2020年度第一期中期票据发行规模为5亿元； 2. 4期超短期融资券发行规模合计20亿元； 3. 面向合格投资者公开发行扶贫专项短期公司债券发行规模6亿元
2021	公开发行可转换公司债券	发行可转债募集资金总额为95.50亿元
2022	非公开发行股票、借款、拟发行GDR	1. 非公开发行募集资金总额不低于50亿元； 2. 向控股股东牧原实业集团借款额度上调：公司及控股子公司向关联方牧原实业申请借款额度调整为不超过100亿元人民币，公司可根据实际资金需求情况分批申请借款 3. 拟发行GDR（Global Depository Receipts，全球存托凭证）

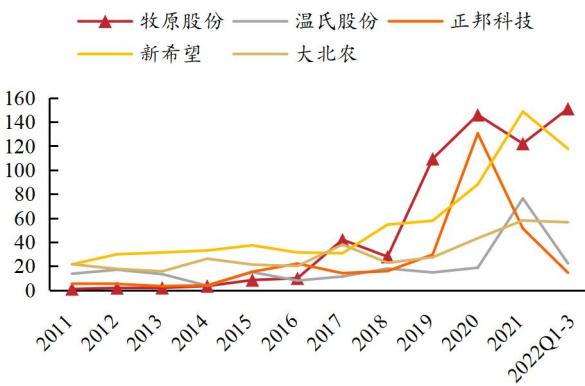
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 65. 公司银行授信额度逐渐增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 66. 各公司货币资金情况 (亿元)



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

**GDR 发行在即，拓宽融资渠道支撑国际化发展战略。**2022 年 12 月 13 日，公司发布公告拟面向合格国际投资者发行不超过 2.5 亿股的全球存托凭证，并将在瑞士证券交易所上市，占公司发行完成后普通股总股本的比例不超过 4.37%，进一步拓宽公司融资渠道。该笔资金将助力公司资本结构的进一步优化，以实施更加稳健的财务政策，满足公司长期发展的资金需求。同时国内猪周期波动长期存在的背景下，GDR 的发行可进一步拓宽公司融资渠道，应对未来行业波动。具体来讲，本次发行的 GDR 扣除发行费用后，拟用于拓展全球供应链网络，达到降低国际采购成本、保障公司供应链安全等目的，落实公司国际化发展战略，同时也将为公司研发投入和技术创新提供有力支撑，提升公司精细化管理水平。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

**(1) 生猪养殖业务：**出栏量方面，根据公司 1-11 月出栏情况以及未来产能规划，我们预计 2022/2023/2024 年出栏量分别为 6100 万头、7000 万头和 8000 万头。销售均价方面，当前产能恢复缓慢有望对 2023 年猪价行情形成支撑，周期景气延续可期。预计 2022/2023/2024 年均价分别为 17.80 元/公斤、18.50 元/公斤和 17 元/公斤。预计 2022/2023/2024 年生猪养殖业务营收为 1190.58/1424.50/1496.00 亿元。

**(2) 屠宰、肉食业务：**随公司屠宰产能逐步投产，公司屠宰业务产能利用率有望逐步上行，叠加疫情防控政策逐步放开，消费利好逐步兑现，屠宰业务有望迎来业绩的修复。我们预计 2022、2023、2024 年屠宰业务毛利率稳步提升分别为 1.10%/1.90%/2.50%，预计 2022/2023/2024 年屠宰、肉食业务营收为 123.75/178.50/235.20 亿元。

图表 67. 公司盈利预测各业务拆分

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计 (百万)	78,889.86	121,639.60	146,587.62	154,549.51
营业成本合计 (百万)	65,679.89	96,697.32	104,343.05	119,831.44
毛利率	20.11%	25.79%	40.49%	28.97%
<b>生猪养殖业务</b>				
出栏量 (万头)	4,026.30	6,100.00	7,000.00	8,000.00
销售均价 (元/千克)	16.91	17.80	18.50	17.00
营业收入 (百万)	75,076.11	119,057.64	142,450.00	149,600.00
营业成本 (百万)	61,951.64	93,664.25	100,100.00	114,400.00
毛利率	17.48%	27.11%	42.31%	30.77%
<b>屠宰、肉食</b>				
营业收入 (百万)	5,417.92	12,375.00	17,850.00	23,520.00
营业成本 (百万)	5,411.05	12,238.88	17,510.85	22,932.00
毛利率	0.13%	1.10%	1.90%	2.50%
<b>减: 生猪与屠宰、肉食之间销售抵消</b>				
营业收入 (百万)	-5,771.59	-14,484.31	-19,953.87	-26,910.56
营业成本 (百万)	-5,807.36	-13,756.56	-19,237.82	-25,484.66
<b>其他业务</b>				
营业收入 (百万)	4,167.42	4,691.28	6,241.49	8,340.07
营业成本 (百万)	4,124.56	4,550.75	5,970.03	7,984.09

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

## 5.2. 投资建议

### 5.2.1. PE 估值法

我们预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 分别为 2.90、5.66、4.46 元，对应 PE 分别为 16.85/8.62/10.94X。我们选取温氏股份、傲农生物、天邦食品、天康生物作为可比公司，2022/2023/2024 行业平均 PE 为 48.09/6.81/9.36X。可以看到 2023/2024 年公司 PE 高于行业平均，享有一定估值溢价。

图表 68. PE 估值法

股票代码	公司名称	收盘价 (12月 28日)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300498.SZ	温氏股份	19.28	-2.11	0.78	2.08	1.68	-9.13	24.87	9.27	11.5
603363.SH	傲农生物	12.90	-2.22	0.09	2.12	0.95	-5.72	137.56	6.09	13.55
002124.SZ	天邦食品	6.06	-2.43	0.67	1.08	0.92	-2.65	9.05	5.63	6.59
002100.SZ	天康生物	8.41	-0.51	0.4	1.35	1.45	-21.12	20.89	6.23	5.78
/	均值	/	-1.82	0.49	1.66	1.25	-9.66	48.09	6.81	9.36
002714.SZ	牧原股份	48.81	1.28	2.90	5.66	4.46	41.69	16.85	8.62	10.94

资料来源：公司公告、Wind一致预期，东亚前海证券研究所

### 5.2.2. 头均市值法

截至 2022 年 12 月 28 日，公司历史头均市值最高为 21302.70 元/头，最低为 3271.08 元/头；平均数为 7721.40 元/头，中位数为 6785.81 元/头。

12 月 28 日公司总市值为 2671.02 亿元，按 2022 年预计出栏量 6100 万头计算，当前头均市值为 4378.72 元/头，处于历史底部位置，投资安全边际较高。

图表 69. 公司历史头均市值



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 6. 风险提示

**非洲猪瘟等动物疫病：**生猪养殖过程中发生的疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪圆环病毒等。如果防控不力，非瘟等动物疫病再次流行，会直接引发生猪产量下降，进而引发生猪养殖公司盈利下降或亏损的风险。

**猪价反弹不及预期：**生猪价格影响因素较多，若猪价反弹不及预期，则生猪养殖盈利能力受限。

**极端天气影响下原材料价格波动：**养殖业饲料成本会随农产品价格波动而变化，玉米、豆粕等粮食价格的上涨会带来养殖业饲料成本的上升。

**利润表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	78890	121640	146588	154550
%同比增速	40%	54%	21%	5%
营业成本	65680	96697	104343	119831
毛利	13210	24942	42245	34718
%营业收入	17%	21%	29%	22%
税金及附加	92	139	157	174
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	700	730	733	1040
%营业收入	1%	1%	0%	1%
管理费用	3442	5429	6303	6491
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	808	936	1026	1358
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	2178	2361	2388	1565
%营业收入	3%	2%	2%	1%
资产减值损失	0	-500	-167	-222
信用减值损失	-18	-23	0	0
其他收益	1694	2387	2724	3075
投资收益	-13	61	61	39
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	-4	0	0
营业利润	7668	17269	34255	26981
%营业收入	10%	14%	23%	17%
营业外收支	-58	-55	-56	-55
利润总额	7611	17214	34199	26926
%营业收入	10%	14%	23%	17%
所得税费用	-28	-13	-9	-14
净利润	7639	17227	34208	26940
%营业收入	10%	14%	23%	17%
归属于母公司的净利润	6904	15849	30987	24422
%同比增速	-75%	130%	96%	-21%
少数股东损益	735	1378	3221	2517
EPS (元/股)	1.28	2.90	5.66	4.46

**基本指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.28	2.90	5.66	4.46
BVPS	10.33	12.58	18.25	22.71
PE	41.69	16.85	8.62	10.94
PEG	—	0.13	0.09	—
PB	5.17	3.88	2.67	2.15
EV/EBITDA	17.50	8.39	4.95	5.07
ROE	13%	23%	31%	20%
ROIC	8%	14%	20%	13%

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	12198	21824	49296	69487
交易性金融资产	1	35	35	35
应收账款及应收票据	136	382	246	440
存货	34476	38047	40210	53553
预付账款	1090	2901	3130	3059
其他流动资产	853	1264	1094	1159
流动资产合计	48753	64453	94012	127732
长期股权投资	307	507	625	772
投资性房地产	152	122	163	217
固定资产合计	99551	106203	125207	137033
无形资产	863	898	1054	1149
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	59	59	59	59
其他非流动资产	27581	22591	21235	18252
资产总计	177266	194834	242354	285214
短期借款	22292	29292	36292	42878
应付票据及应付账款	36669	32631	34033	42526
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	1639	1257	2609	2515
应交税费	39	55	83	78
其他流动负债	17593	21628	25157	26098
流动负债合计	78232	84862	98173	114094
长期借款	13923	10067	10067	10067
应付债券	8626	9026	9026	9026
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	7881	6381	6381	6381
负债合计	108662	110336	123648	139569
归属于母公司的所有者权益	54352	68868	99855	124277
少数股东权益	14252	15630	18851	21369
股东权益	68604	84498	118706	145646
负债及股东权益	177266	194834	242354	285214

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	16295	30472	62755	51525
投资	-136	-254	-179	-229
资本性支出	-35838	-18631	-39181	-34406
其他	6	59	117	161
投资活动现金流净额	-35968	-18826	-39242	-34473
债权融资	-24651	-1147	0	0
股权融资	2	-13	0	0
银行贷款增加(减少)	49282	3144	7000	6586
筹资成本	-8967	-4004	-3041	-3448
其他	-1495	-0	0	0
筹资活动现金流净额	14171	-2020	3959	3138
现金净流量	-5502	9627	27472	20191

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%~-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>