

**专注生猪养殖三十年，成就行业龙头。** 公司创始人秦英林先生自1992年创业伊始以养殖效率为第一生产力，经过30年发展，公司现已形成集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰肉食等环节于一体的“自繁自养一体化生猪产业链”。养殖规模快速扩张，营收增长贯穿牛熊。2013~2022年，公司生猪出栏量从130.7万头增长至6120万头，CAGR高达53.3%；营业收入从20.4亿元增长至788.9亿元，CAGR为57.9%。2022年，公司预计实现归母净利润均值130亿元，市占率达8.7%，远远领先同行业竞争对手。

**规模化养殖大势所趋，看好下半年供需带动猪价上行。** 2022年，美国生猪养殖行业龙头能繁母猪市占率达19.0%，CR10为56.4%，而我国CR10仅为20.4%，仍有提升空间。供给端，2022年末生猪养殖行业受双疫情影响，预计能繁母猪产能出现去化。需求端，随着居民逐渐适应疫情新政，下半年餐饮消费大概率继续复苏，叠加消费旺季有望带动猪价上行。

**以降本增效为核心，多维优势铸就生猪养殖全能战士。** ①自繁自养一体化，各生产环节精准可控，成本稳定；②开创独特的轮回二元育种体系，肉种兼用实现“变废为宝”；③产业布局合理，梁源采购优势显著；④多样化饲料方案，择机选配绿色降本；⑤智能化现代养殖模式，养殖效率不断提升；⑥注重人才培养，广泛招贤纳士。截至2022年末，公司养殖效率明显改善，生猪全程成活率从80%左右大幅提高至86%以上，育肥猪日增重从年初的600g左右提高至750g以上，育肥阶段料肉比在2.9左右，均处于行业领先水平。

**产业链上沿兽药下拓动保，未来有望成为新的增长点。** 2022年4月和7月，公司分别与中牧股份和内蒙古联邦动保合作成立兽药有限公司，产业链向上游兽药延伸，生猪养殖成本有望继续下降。非洲猪瘟疫情后，公司顺应国家“运猪”向“运肉”的政策趋势，快速布局屠宰业务。截至2022年11月末，公司已投产10家屠宰厂，投产产能合计2,900万头/年，已与近万名客户展开合作，得到荷美尔、九田家、永辉、盒马、叮咚买菜等客户的高度认可。

**土地资源充沛，融资手段进一步丰富。** 截至2022年底，公司预计生猪养殖产能能够达到7,500万头，而且公司坐拥可容纳1亿头产能的土地资源。2022年12月12日公司拟发行全球存托凭证(GDR)，将于瑞士证券交易所上市。借此优化资本结构，补充资本金，满足公司长期发展资金需求。

**投资建议：** 预计公司2022~2024年归母净利润分别为129.38、206.69、298.45亿元，对应EPS分别为2.36、3.78、5.45元。公司作为我国生猪养殖龙头，成功搭建自繁自养全产业链，优势明显。公司未来养殖规模有望扩大，成本存在多维度下降空间，形成量利齐增，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：** 动物疫病风险，原材料价格波动风险，猪价反弹不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	78,890	123,053	142,347	171,584
增长率(%)	40.2	56.0	15.7	20.5
归属母公司股东净利润(百万元)	6,904	12,938	20,669	29,845
增长率(%)	-74.9	87.4	59.8	44.4
每股收益(元)	1.26	2.36	3.78	5.45
PE	40	21	13	9
PB	5.1	3.8	3.1	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年3月14日收盘价)

### 推荐

首次评级

当前价格：

50.40元


**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


**研究助理 徐菁**

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

**研究助理 张心怡**

执业证书：S0100122060009

邮箱：zhangxinyi@mszq.com

# 目录

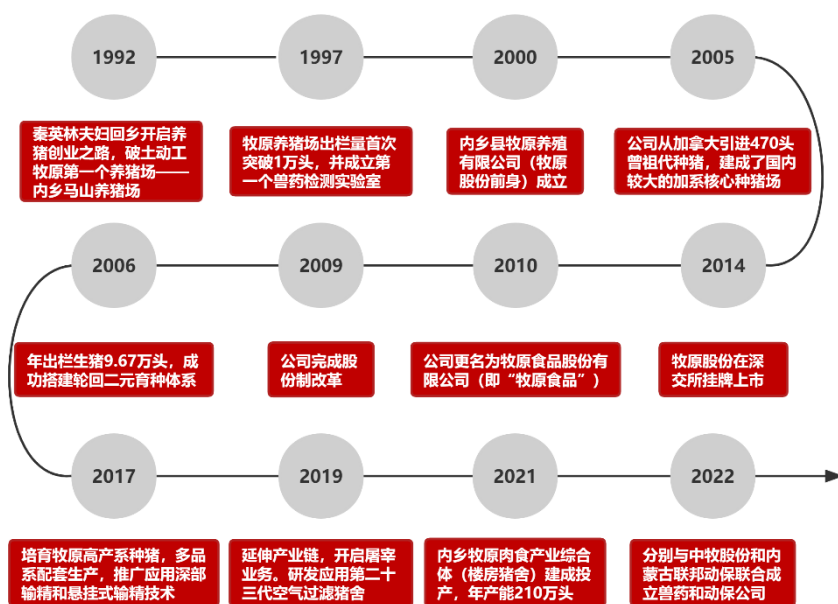
<b>1 专注生猪养殖三十年，成就行业龙头</b>	<b>3</b>
1.1 全产业链布局，龙头地位愈发稳固	3
1.2 产能扩张确保营收增长，盈利水平受猪价周期性波动	5
<b>2 规模化养殖大势所趋，需求恢复或带动猪价上行</b>	<b>8</b>
2.1 商品特性和政策驱动决定行业规模化趋势	8
2.2 供需决定周期，看好消费复苏带动需求	11
<b>3 以降本增效为核心，顺大势逆小势铸辉煌</b>	<b>13</b>
3.1 多维竞争优势铸就生猪养殖全能战士	13
3.2 顺大势逆小势，规模扩张有序推进	24
3.3 产业链上沿下拓，进一步丰富融资手段	26
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>29</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	29
4.2 估值分析	31
4.3 投资建议	31
<b>风险提示</b>	<b>32</b>

# 1 专注生猪养殖三十年，成就行业龙头

## 1.1 全产业链布局，龙头地位愈发稳固

三十年生猪养殖发展史，成就国内生猪全产业链布局。公司创始人秦英林先生自 1992 年创业伊始就把科技创新作为企业发展的基石，以养殖效率为先，不断提升出栏规模。1997 年，牧原养猪场出栏规模首次过万，并于 2000 年成立内乡县牧原养殖有限公司。随后，2009 年公司完成股份制改革，2014 年成功在深交所上市。经过 30 年发展，公司现已形成集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰肉食等环节于一体的“自繁自养一体化生猪产业链”。2022 年，公司产业链逐步向上游延伸，分别在 4 月和 7 月，先后与中牧股份成立中牧牧原生物药业有限公司、与内蒙古联邦动保成立河南联牧兽药有限公司。

图1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，民生证券研究院

地处中原，业务覆盖全国各地。牧原股份是一家河南的养殖企业，由于天然的区位优势，可以用相对短的距离将生猪销往全国各地。截至 2022 年末，公司饲料、生猪育种、生猪养殖和屠宰加工四大业务布局已覆盖北京、上海、浙江、江苏、山东、安徽等全国 25 个省市，占据全国大部分地区。

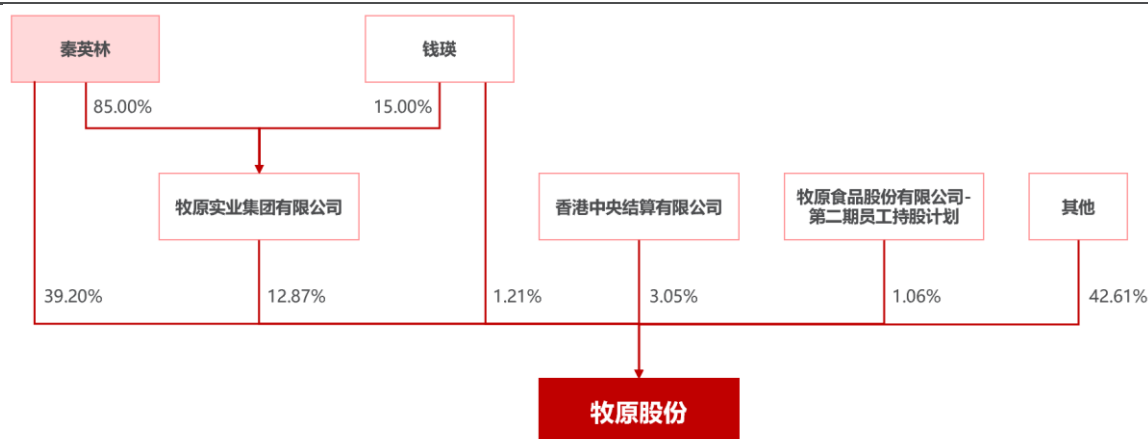
图2：公司业务分部



资料来源：公司官网，新猪派，民生证券研究院

**股权结构集中稳定，创始人牢牢掌控。**公司董事长秦英林先生和钱瑛女士为公司实际控制人，其中秦英林先生直接持有公司 39.20%的股权，为公司最终受益人，钱瑛女士直接持有公司 1.21%的股权，夫妻二人通过牧原实业集团间接持有公司 12.87%的股权，合计持有公司 53.28%的股权。

图3：公司股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：ifind，民生证券研究院

**股权激励范围不断扩大，深度绑定公司与高管利益。**公司分别于 2019 年 12 月和 2022 年 3 月两次发布股权激励计划，且范围、规模和激励力度均有所扩大。此外，2022 年 10 月公司发布《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的存续期延长 12 个月；2022 年 12 月公司进一步修订股票激励计划，将获授的限制性股票数量由 7,460.65 万股提升到 8,108.07 万股，激励对象由 5,566 人提升到 6,082 人，充分体现了公司对于未来自身经营状况的信心，提振了核心骨干及员工的工作积极性。

**表1：公司股权激励计划**

	第一次	第二次	第二次（修订稿）
时间	2019年11月	2022年3月	2022年12月
激励对象	董监高（3人） 核心管理和技术人员等（912人）	董监高（11人） 核心管理、技术和业务人员 （5,566人）	董监高（11人） 核心管理、技术和业务人员 （6,082人）
获授的限制性股票数量 （万股）	5,338.81	7,460.65	8,108.07
业绩考核目标	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%。	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：wind，民生证券研究院

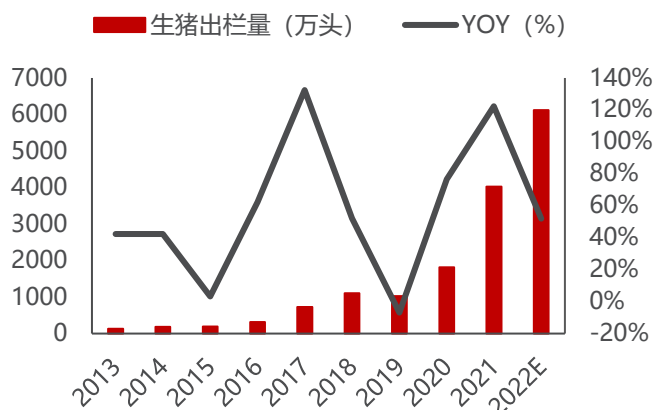
**表2：公司员工持股计划**

	认购价格	认购股票数量	占总股本比例	参与人数
第一期员工持股 计划（2015）	30.42（元/股）	不超过2235.38万股	不超过4.32%	不超过500人
第二期员工持股 计划（2016）	24.67（元/股）	不超过4053.51万股	不超过3.49%	432人
第三期员工持股 计划（2017）	29.97（元/股）	2669.24万股	2.3%	不超过5000人

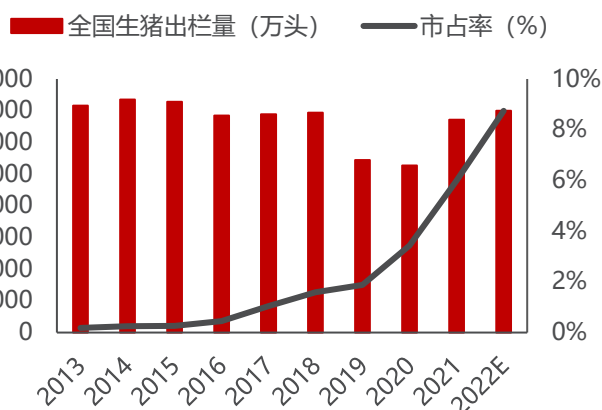
资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 产能扩张确保营收增长，盈利水平受猪价周期性波动

**生猪出栏保持高速增长，市占率不断提升。**公司自2014年上市以来，随着产能的持续扩张，生猪出栏量从2013年的130.7万头增长至2022年的6120万头，CAGR高达53.3%。其中，除2015年和2019年，公司分别因新场建设投产速度不及预期和非洲猪瘟疫情影响，生猪出栏量同比增速有所回落，其余年份同比增速均保持在40%以上，表现出了穿越牛熊的高成长性。在全国生猪出栏规模整体保持平稳的前提下，公司市占率从2013年的0.18%增长至2022年的8.74%，可见其相对较强的核心竞争力，并已成为中国生猪养殖规模最大的企业。

**图4: 2013-2022 年公司生猪出栏量及增速**


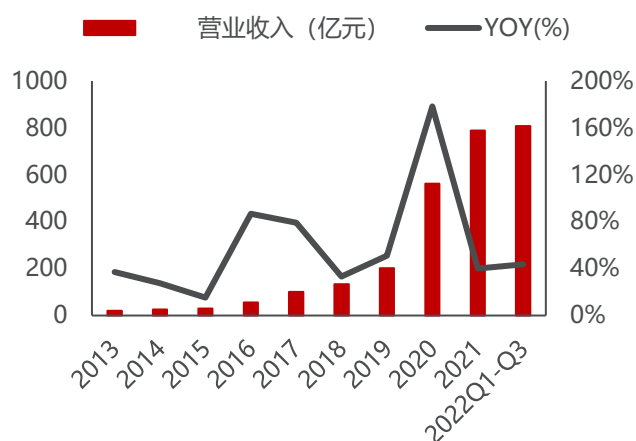
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

**图5: 全国生猪出栏量及公司市占率**


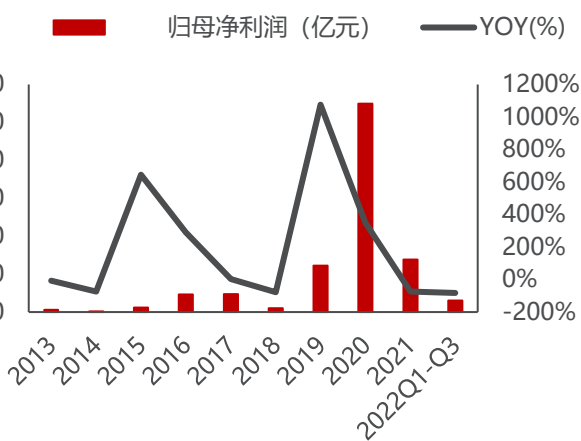
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

**产能扩张确保营收穿越牛熊保持增长, 盈利水平呈周期性波动。**

2013~2021年, 公司营业收入从20.4亿元增长至788.9亿元, CAGR为57.9%; 归母净利润从3.0亿元增长至69.0亿元, CAGR为47.8%。公司出栏规模的快速扩展磨平了猪周期对于营收的影响, 每年都呈上升态势, 2022Q1-Q3 公司实现营业收入807.7亿元, 同比增长43.5%; 归母净利润受猪周期影响波动较大, 2022前三季度实现归母净利润15.1亿元, 同比减少82.6%, 主要系2022年上半年猪价低迷所致。从营收构成看, 生猪业务仍为公司主业, 截至2022H1占比达96.3%。

**图6: 2013-2022Q1-Q3 营业收入及增速**


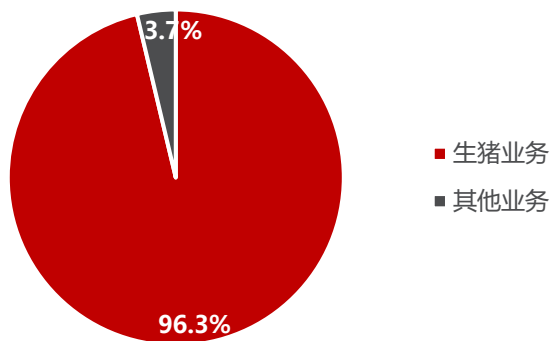
资料来源: ifind, 民生证券研究院

**图7: 2013-2022Q1-Q3 净利润及增速**


资料来源: ifind, 民生证券研究院

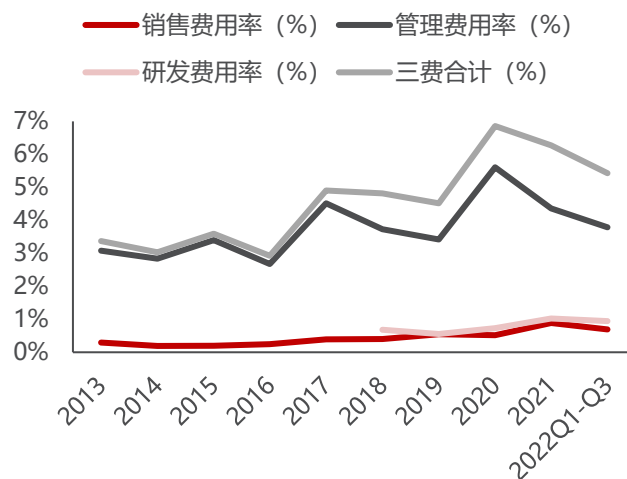
**管理水平不断提升, 盈利能力行业领先。** 由于公司规模扩张速度较快, 三项费用率整体呈上升趋势, 但近两年随着管理水平的提升, 降幅明显。2021年公司期间费用率占比6.3%, 同比-0.6PCT, 2022Q2已降至5.4%。公司毛利率水平受猪周期波动影响, 但均能保证不跌至0%以下, 在2016年和2020年的周期高点分别达到45.7%和60.7%, 且ROE整体高于行业平均水平。

图8: 2022Q1-Q3 生猪业务占公司营收比例 (%)



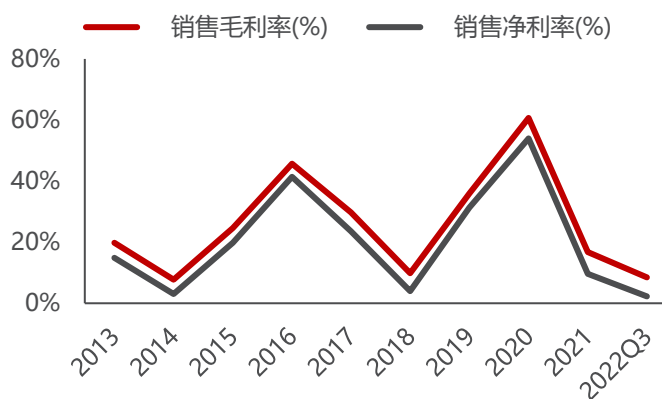
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图9: 2013-2022 Q1-Q3 公司三项费用率水平



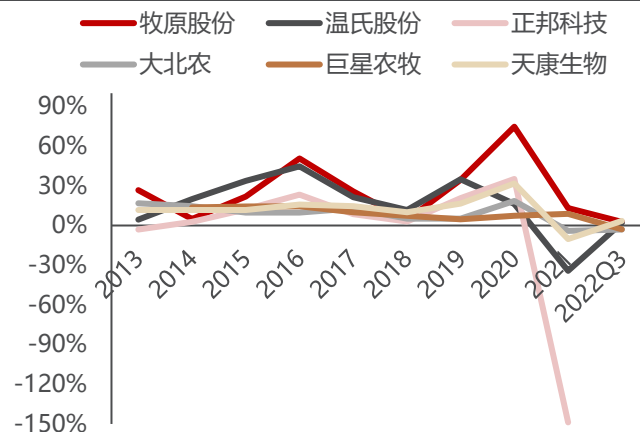
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图10: 2013-2022Q3 公司销售毛利率及净利率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图11: 可比公司 ROE 水平



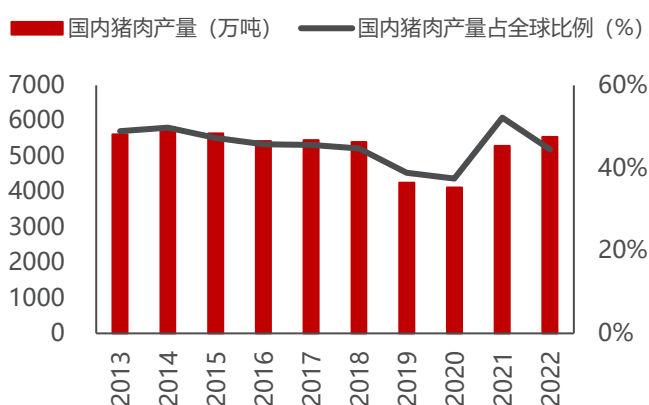
资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 2 规模化养殖大势所趋，需求恢复或带动猪价上行

### 2.1 商品特性和政策驱动决定行业规模化趋势

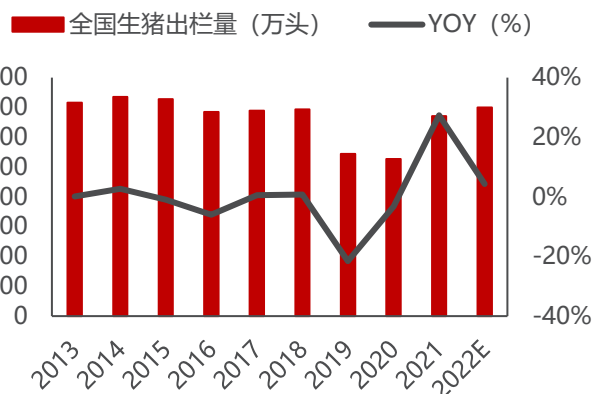
**全球第一大猪肉生产消费国，市场规模巨大。**由于饮食习惯的不同，猪肉占据了国人肉类消费的大头，2021年中国猪肉消费占肉类比达56%。在全世界范围内，中国猪肉产量也位居第一。根据国家统计局数据，2022年国内猪肉产量5,541万吨，占全球44.5%，且每年份额较为稳定。2022年，我国生猪出栏规模为69,995万头，生猪出栏均价19.2元/公斤，按照标猪出栏体重120公斤测算，生猪市场规模达1.61万亿元。

图12：2013-2022年国内猪肉产量及全球占比



资料来源：wind，民生证券研究院

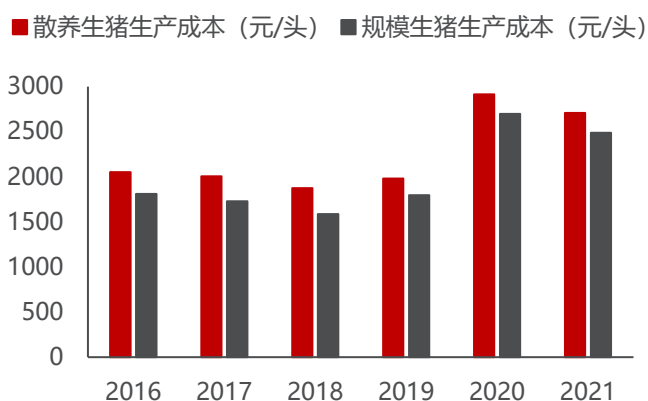
图13：2013-2022年全国生猪出栏量及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

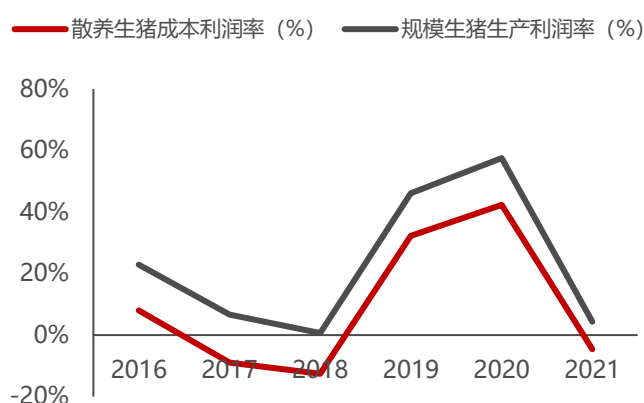
由于生猪养殖行业的产品同质化程度高，养户难以通过差异化竞争形成定价优势。结合行业规模大而稳定的特征，通过产业规模化扩大出栏量降低成本成为了行业发展最优解。**规模化养殖相对散养户成本更低、利润更高。**2021年，规模生猪生产成本为2487.6元/头，比散养户低221.5元/头；规模生猪平均出栏体重为131.2公斤，比散养户重5.0公斤。综合而言，规模生猪单位成本比散养户低2.5元/公斤。在销售均价差异不大的情况下，规模户生猪利润率显著高于散户。

图14：2016-2021年散户与规模养殖生产成本



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，民生证券研究院

图15：2016-2021年散户与规模养殖成本利润率



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，民生证券研究院

**表3：非洲猪瘟以来规模化养殖政策**

时间	政策	发布部门	具体内容
2019年4月	《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》	农业农村部	加快落实稳定生猪生产发展的政策措施、加强生产和市场监测预警、优化疫情处置和调运监管、深入推进标准化规模养殖、调整优化生猪产业布局、加强实用技术推广应用。
2019年5月	《关于做好种猪场和规模猪场流动资金贷款贴息工作的通知》	农业农村部、财政部	为种猪场和年出栏5000头以上的规模猪场提供信贷担保服务；具有种畜禽生产经营许可证的种猪场及年出栏5000头以上的规模猪场给予短期贷款贴息支持。
2019年9月	《国务院办公厅关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	国务院办公厅	2022年和2025年，生猪产业转型升级取得重要进展、产业素质明显提升，养殖规模化率分别达到58%左右和65%以上。
2022年2月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院办公厅	发展现代畜牧业。健全生猪产业平稳有序发展长效机制，推进标准化规模养殖，将猪肉产能稳定在5500万吨左右，防止生产大起大落。

资料来源：农业农村部，国务院办公厅，民生证券研究院

**表4：养殖业相关环保政策**

时间	政策	发布部门	具体内容
2014年4月	《中华人民共和国环境保护法》	全国人民代表大会	进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定。
2015年4月	《水污染防治计划》	国务院	2017年底前，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，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
2015年11月	《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》	农业农村部	大力发展生猪标准化规模养殖，提高养殖的生产效率和生产水平，提升规模养殖比重。
2016年5月	《土壤环境保护和污染治理行动计划》	国务院	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年12月	《关于进一步加强畜禽养殖污染防治工作的通知》	农业农村部	加强畜禽养殖污染防治，促进废弃物综合利用，是现代畜牧业建设的客观需要，是提升畜禽养殖综合效益的有效途径，是实现农业绿色发展的重要任务。
2017年4月	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》	生态环境部	发布畜禽养殖业污染物排放标准，促进规模养殖场粪污处理与综合利用设施建设。
2017年8月	《畜禽粪污资源化利用行动方案（2017—2020年）》	国务院	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%。
2020年6月	《关于进一步明确畜禽粪污还田利用要求强化养殖污染监管的通知》	生态环境部	进一步明确了畜禽粪污资源化利用应遵循的技术规范与标准，为进一步规范畜禽粪污资源化利用提供具体指导。
2021年3月	《农业面源污染治理与监督指导实施方案（试行）》	农业农村部	要求到2025年，重点区域农业面源污染得到初步控制，规模以下畜禽养殖粪污综合利用水平持续提高。

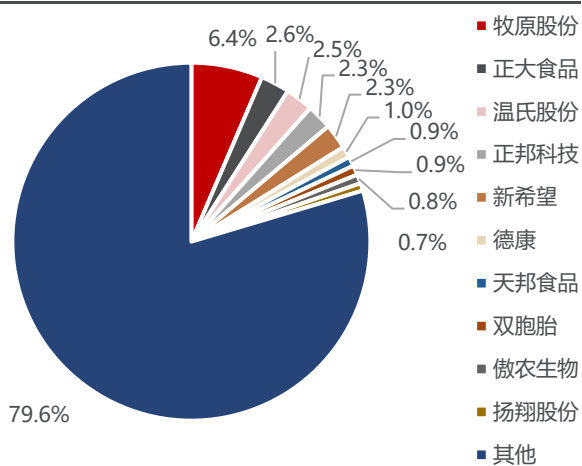
资料来源：农业农村部，国务院，生态环境部，民生证券研究院

**生猪规模化有利于国家进行调控，环保政策催化进程。**猪肉是我国粮食保供的重要一环，所以保障生猪供给和价格稳定对于国家而言是非常重要的。最近一轮猪周期受非洲猪瘟影响，导致生猪供给急剧下降，生猪价格飙升。为了让国民不再受高猪价困扰，国家发布了多项稳产保供政策。

农村养殖业污染严重，甚至一度超过工业污染，到了非治不可的地步。为倡导绿色养殖，降低环境污染，国家迅速出台一系列政策。2014年4月，中国人民代表大会审议通过《中华人民共和国环境保护法》；2015年4月，《水污染防治行动计划》明确划分了畜禽养殖基地，对于禁养区内的养殖实行快速搬迁。2016年和2017年分别发布《关于进一步加强畜禽养殖污染防治工作的通知》和《国家环境保护标准“十三五”发展规划》等等。养殖行业环保新规清退了许多规模较小的养殖，加速生猪养殖规模化进程。

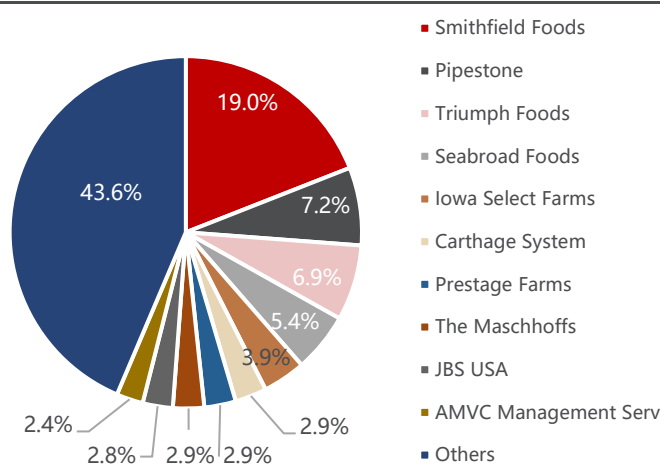
**与发达国家相比，我国生猪养殖行业集中度依然较低，规模化发展仍是未来的趋势。**2022年，中国生猪养殖业能繁母猪CR10为20.4%，而美国生猪养殖业能繁母猪CR10为56.4%，其中龙头企业Smithfield Foods仅一家能繁母猪市占率就达到了19.0%。可见中国生猪养殖行业仍以散户为主，行业集中度还有继续提升的空间。

图16：2022年中国前十大猪企能繁母猪市占率



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，民生证券研究院

图17：2022年美国前十大猪企能繁母猪市占率

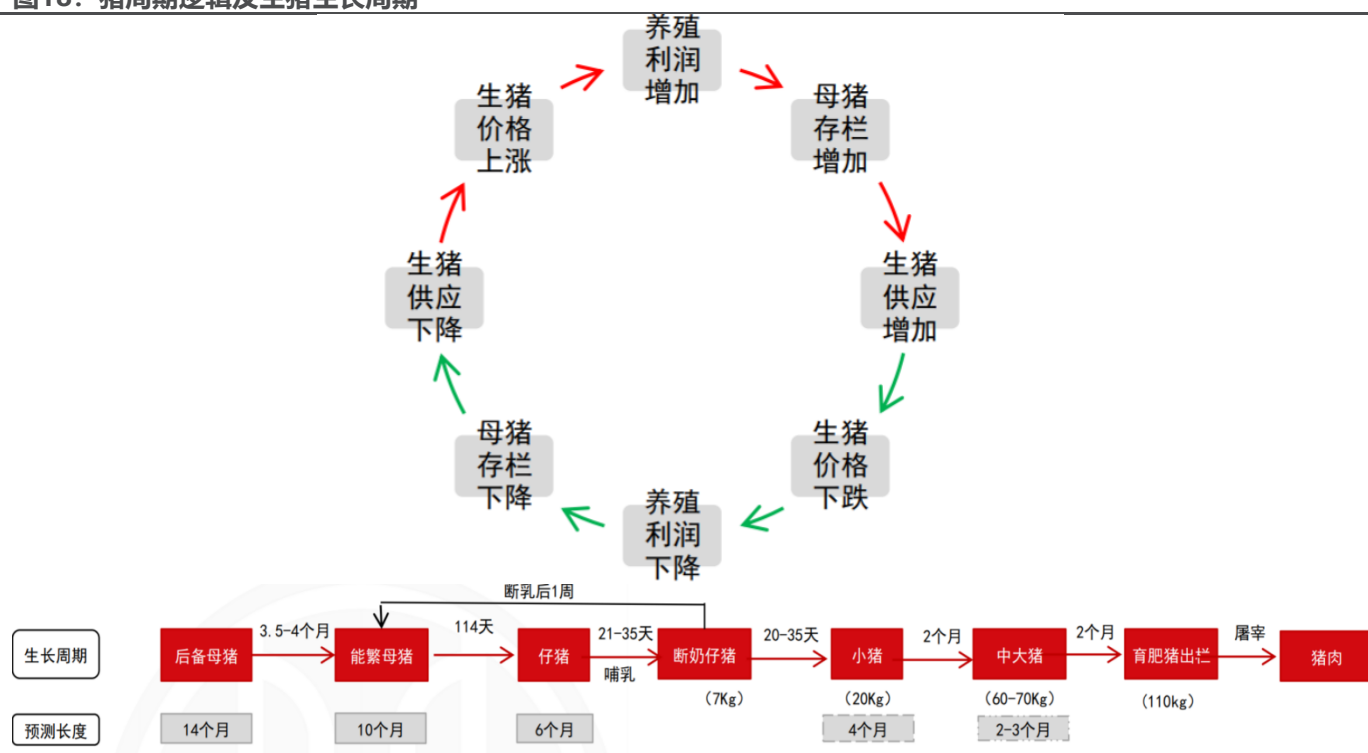


资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，民生证券研究院

## 2.2 供需决定周期，看好消费复苏带动需求

格局发生转变，或由供给主导转向需求主导。除了特定季节性的消费提升，以往猪周期的形成主要受供给侧影响较大。我国畜禽养殖行业集中度低，以大量中小养殖户为主，存在着“追涨杀跌”的非理性情绪。而由于生猪生长周期较长，从后备母猪配种到商品猪育肥出栏只需要14个月的时间。当生猪价格抬升时，大量散户涌入会导致一年半后生猪出栏过剩，价格下降，进而导致部分养殖户退出，后续生猪供给减少。如此往复，叠加疫病影响形成了猪周期。

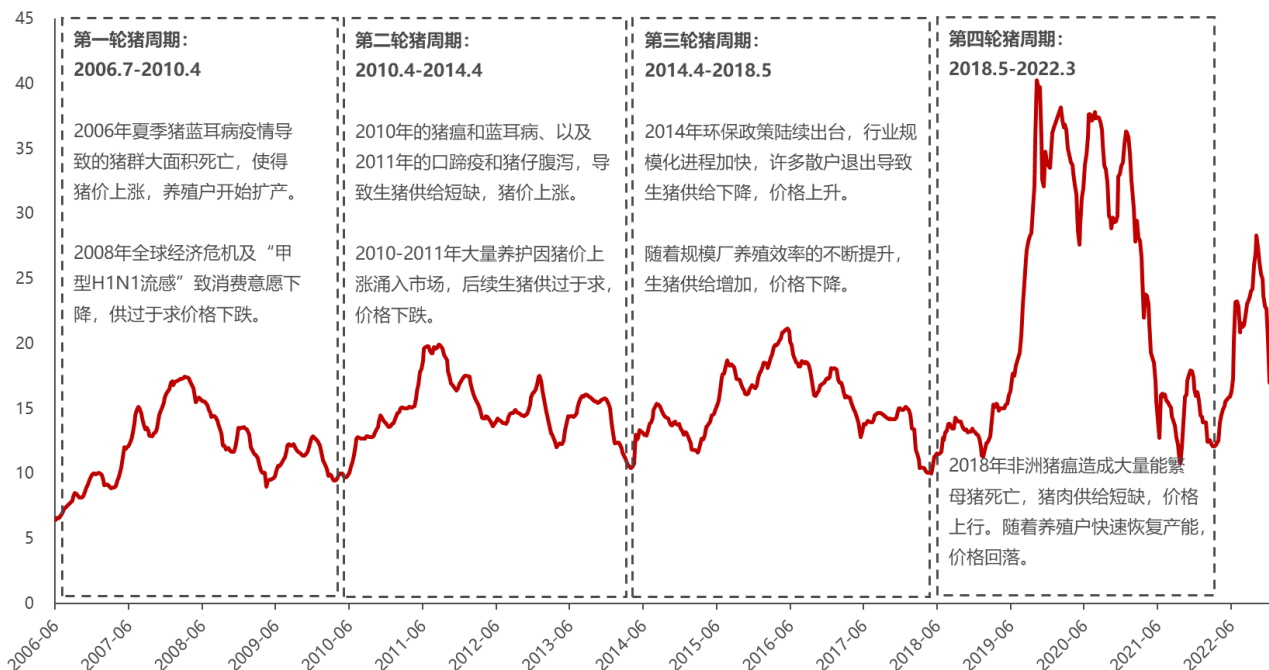
图18：猪周期逻辑及生猪生长周期



资料来源：民生证券研究院绘制

从2006年7月至今，我国共经历了完整的四轮猪周期。以猪肉价格上涨为起点，再从最高位下跌至低点，每一轮猪周期大约需要4年，较为稳定。从2022年3月，我们步入了第五个猪周期，而明显能看出此轮猪周期波动更为剧烈，且振幅更短，11个月便经历了一个小周期。2022年4月，猪价受前期产能去化因素开始抬升。到了2022年末，疫情导致短期餐饮商超消费受冲击严重，叠加9-10月养殖户在猪价持续抬升影响下，增加二次育肥和压栏，猪价急剧下挫。2023年后需求有望抬升。随着人们逐渐适应疫情新政，消费需求或将出现报复性增长，带动猪价回归盈利区间。

图19: 22个省市:平均价格:生猪 (元/公斤)



资料来源: wind, 民生证券研究院

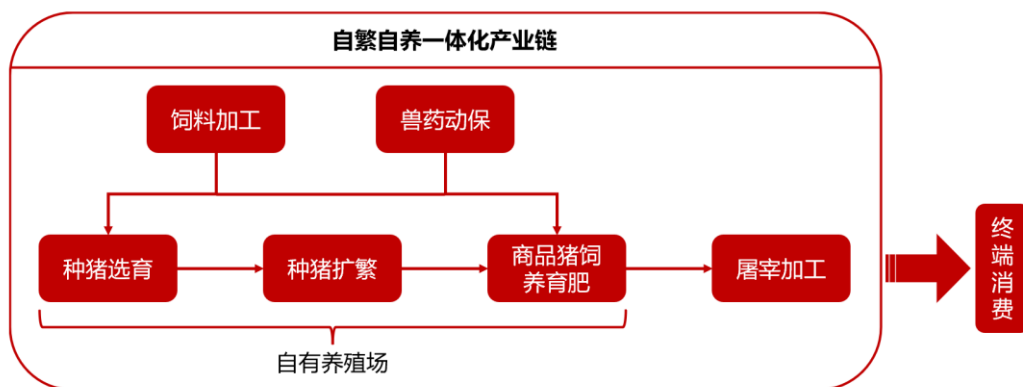
### 3 以降本增效为核心，顺大势逆小势铸辉煌

#### 3.1 多维竞争优势铸就生猪养殖全能战士

##### 3.1.1 自繁自养一体化产业链，各生产环节精准可控

公司经过 30 年发展，现已形成集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰肉食等环节于一体的生猪产业链。公司一体化产业链的经营模式能够将各个生产环节置于可控状态，在食品安全、疫病防控、环保运行、质量控制、规模化经营、成本控制等方面具有一定的优势。

图20：公司自繁自养一体化产业链布局



资料来源：民生证券研究院绘制

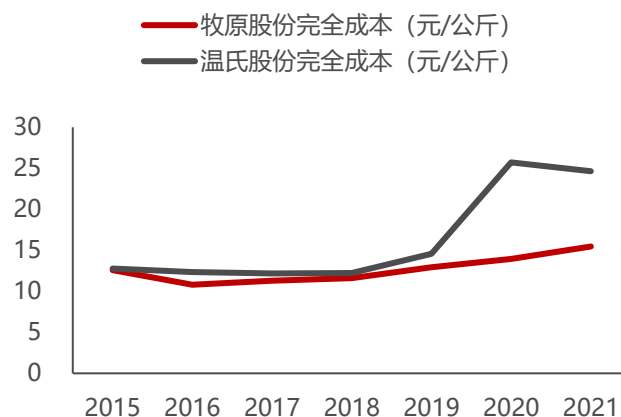
**食品安全追根溯源，做到高效有保障。**公司在各个环节均制定严格技术标准和质量标准，健全食品安全关键控制点体系，建立从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次质量追踪体系。现已设立宏信检测、牧信检测两家机构，其中宏信检测已获得 CMA 中国计量认证。

图21：全链条可追溯的食品安全管理体系



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图22：2015-2021 年牧原股份和温氏股份完全成本



资料来源：wind，民生证券研究院

**疫病防控管理体系完整。**2018年非洲猪瘟疫情对国内生猪养殖行业造成了严重的影响，公司高度重视生物安全防控工作公司秉承“养重于防，防重于治，综合防治”的理念，建立了完善的消毒、防疫制度；公司采取猪场多级隔离、舍内小环境控制等全方位疫病防控措施。

**各生产环境精准可控，成本优势显著。**目前，我国规模化养殖场主要有两种模式，分别是以牧原股份为首的“自繁自养”模式和以温氏股份为首的“公司+农户”模式。两者的主要区别在于“公司+农户”模式在生猪育肥阶段是采取和农户合作的方式，由农户在自有栏舍育肥，公司向其支付代养费。而“自繁自养”模式则是公司负责养殖过程中的所有环节，可以去除代养费波动带来的影响，成本控制优势显著。2015-2018年，牧原股份生猪养殖完全成本略低于温氏股份，但非洲猪瘟之后，“自繁自养”模式的成本优势显著凸显。

**表5：不同养殖模式的特点比较**

项目	一体化养殖	松散型“公司+农户”	散养模式
<b>相同点</b>	公司负责饲料加工、育种、种苗生产、疫病防治以及销售等环节	公司负责饲料加工、育种、种苗生产、疫病防治以及销售等环节	散养户利用自有劳动力和场地进行小规模养殖，负责养殖过程中的所有环节
<b>不同点</b>	公司利用自有养殖厂进行育肥	公司不直接参与育肥，但提供技术指导，采用和农户合作方式，由农户在自有栏舍育肥，公司支付代养费	
<b>规模扩张</b>	实现规模快速扩张难度较大	实现规模快速扩张具有瓶颈	难以实现快速扩张
<b>疫病防治</b>	公司制定统一的疫病防疫标准，可较大程度地杜绝疾病的传播	农户接受公司技术防疫的指导，但封闭性较差，难以有效防范疫病	疫病防治水平普遍较低
<b>产品质量和安全</b>	严格实施统一饲养管理，易于控制质量，食品安全有保障	难以实施统一饲养管理，存在产品安全风险	难以保持产品质量的一致性，出现问题肉的概率较高

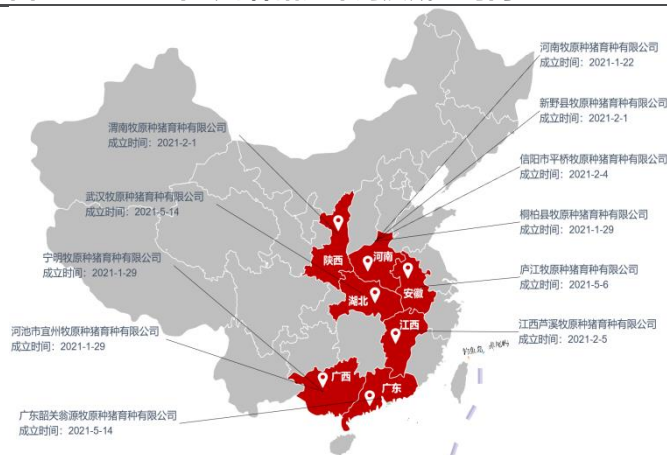
资料来源：公司公告，民生证券研究院；

### 3.1.2 独创的轮回二元育种体系，助力公司产能快速恢复

**坚持以消费需求为导向的价值育种，成功摆脱引种卡脖子问题。**当下我国普遍从国外引入杜洛克、长白、大约克种猪，进行杂交获得三元商品猪。虽然三元商品代生长快、瘦肉率高，但始终受到高额的引种和饲料成本制约。公司执行独立的育种方案，通过科学化的育种技术，提高种猪遗传性能，提升养殖效率，降低饲养成本，改善猪肉的品质和口感，为公司提供高品质的生猪来源。同时，公司通过进一步扩大核心种猪群的规模并提高选育标准，保持在国内生猪育种规模和技术的领先地位。

**育种产能快速扩张，种猪市场认可度不断提高。**2021年公司快速成立11家育种公司以满足内需及面向市场，遍布全国7大省市，其中河南4家、广西2家、安徽、江西、广东、陕西、湖北各一家，现在已经摆脱了对进口种猪的依赖。截至2022年末，公司合计销售种猪34.6万头，同比增加23.1%。

图23：2021年公司种猪厂布局及成立时间



资料来源：新猪派，民生证券研究院

图24：牧原种猪销售品种



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**开创独特的轮回二元育种体系，肉、种兼用实现“变废为宝”。**2002年公司开始探索轮回二元育种技术，于2006年成功搭建体系。随着公司数十年不断探索创新和产业格局的变化，逐步解决使用大约克及长白公猪作为父本带来的瘦肉率偏低的痛点，轮回二元育种体系现已具备肉、种兼用的特点，**能快速应对猪价波动，更具灵活性。**一方面可以直接留种作为种猪使用，为公司快速发展奠定种猪基础；另一方面，当母猪繁殖性能出现下降时，其瘦肉率高的特点也可以当作商品猪直接售卖。2019年，北方非洲猪瘟疫情使牧原能繁受损严重，正式轮回二元育种助力公司能繁存栏快速恢复。

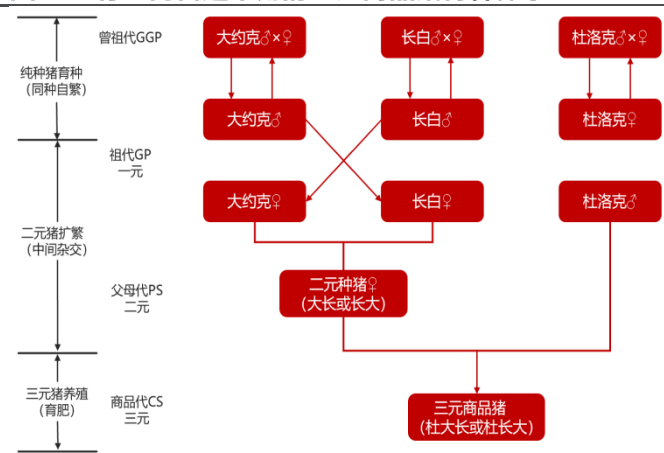
**轮回二元育种体系的优点：**①每代的父母代母猪都可保持杂交优势。特别是繁殖力更强、抗逆性能更好等遗传力低的性状；②可节省父母代母猪生产成本，无需外购父母代母猪；③可降低大量引进父母代母猪带来的疾病风险；④有利于本场猪群适应性的提高。**缺点：**①复制难度较大，需要大量纯种群，不断选育通过世代的积累优化族群；②适合自繁自养，要从商品猪选育，而农户合作模式的商品猪属于农户，难以持续开展工作。

表6：二元母猪与三元母猪繁育效率对比

	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率（断奶前）	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非洲猪瘟成活率	87%	87%

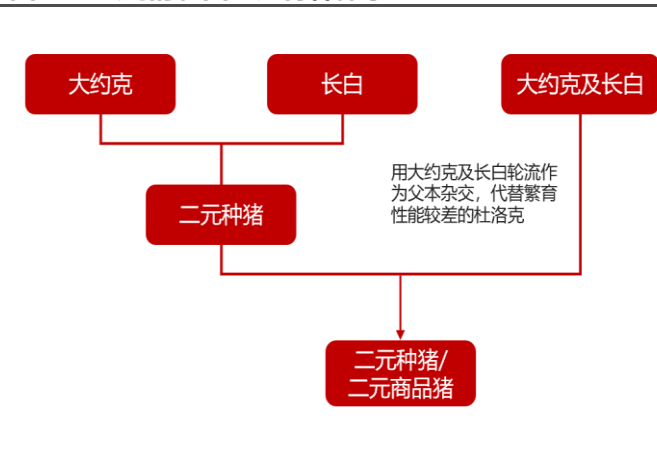
资料来源：涌益咨询，民生证券研究院

图25: 行业内普遍采用的三元商品猪育种体系



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: 独创的轮回二元育种体系

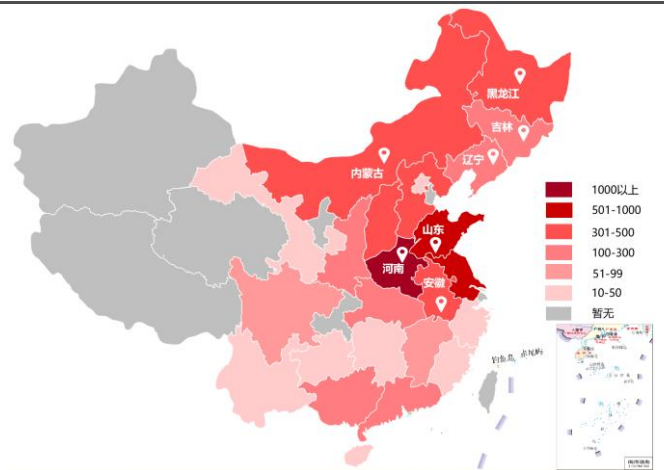


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3.1.3 合理化产业布局, 梁源采购优势显著

饲料原材料是生猪养殖成本的大头, 2021 年饲料成本占营业成本的比例接近 60%, 主要包括小麦、玉米、豆粕等。2021 年以来主要饲料原材料的采购均价随市场行情变化大幅上涨。但公司产能主要分布在长江以北的粮食主产区, 原材料采购价格显著。其中在河南省最为集中, 生猪产能占比 35%左右, 黑吉辽蒙区域占比约为 20%, 山东省、安徽省占比各约 10%, 江苏、湖北等省占比各在 5% 左右。东北地区作为我国重要的商品粮生产基地, 2021 年玉米产量占全国玉米产量的 45%左右; 河南省作为我国的产粮大省, 2021 年粮食产量约占全国粮食总产量的 9.6%, 生产小麦 3802.8 万吨, 占全国小麦总产量的 27.8%, 位居第一。

图27: 2021 年公司生猪产能布局



资料来源: 新猪派, 民生证券研究院

图28: 2021 年公司新增饲料产能布局

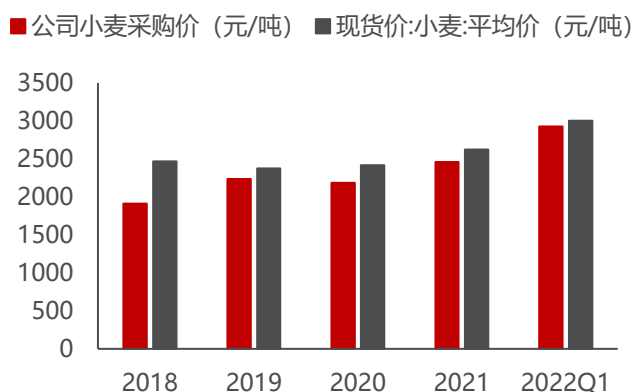


资料来源: 新猪派, 民生证券研究院

**针对性布局产能，降低原材料采购成本。**2021年，为优化原料供应结构，公司针对区位优势进行饲料产能布局，快速建成13家粮贸公司，且大多围绕粮食主产区。保障公司生猪养殖饲料原料专业供应的同时，尽可能缩短运输距离，进一步降低原材料成本。

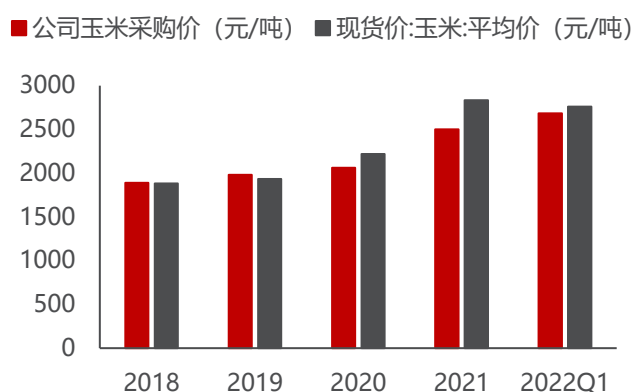
**采购渠道不断丰富，粮食供应维持稳定。**公司积极与国内大型粮食企业达成战略合作，优化供应商结构；同时开展供应链金融业务，推动上下游共同发展，稳定粮食供应。公司成立国际贸易团队，积极开拓全球采购新渠道，适时进行进口替代，增加未来的竞争优势。

**图29：2018-2022Q1 公司小麦采购价格与市价对比**



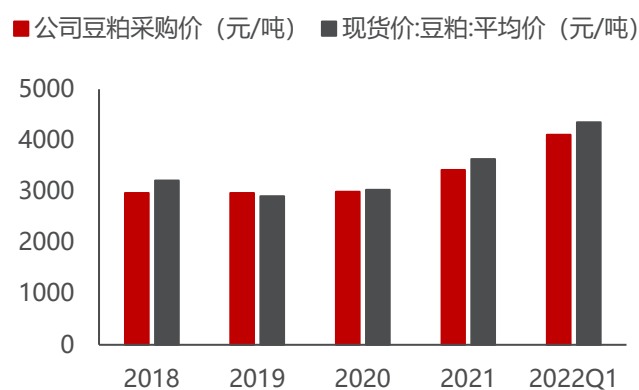
资料来源：wind，民生证券研究院

**图30：2018-2022Q1 公司玉米采购价格与市价对比**



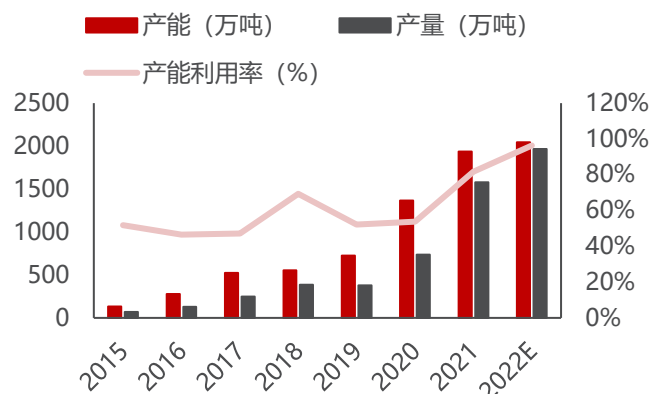
资料来源：wind，民生证券研究院

**图31：2018-2022Q1 公司原材料采购量 (万吨)**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图32：2015-2022E 公司饲料产能情况**

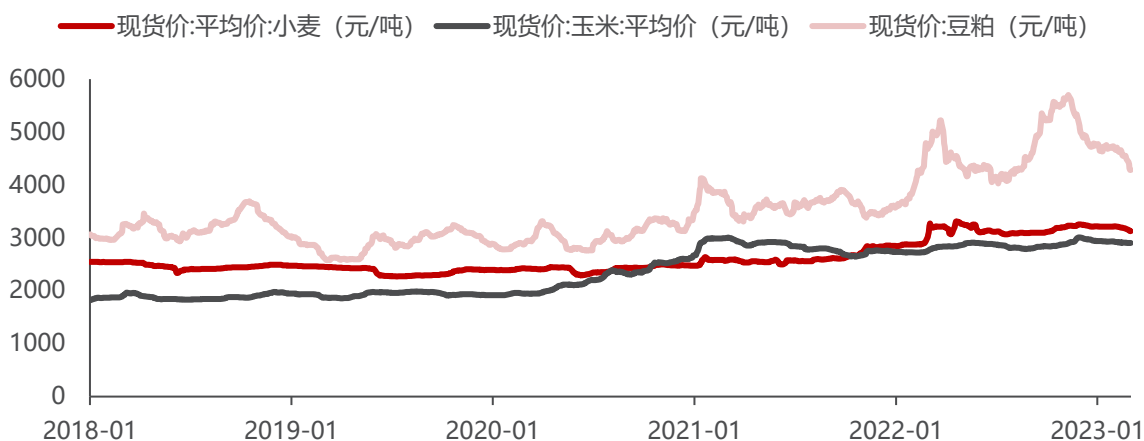


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.1.4 多样化饲料方案，灵活选配绿色降本

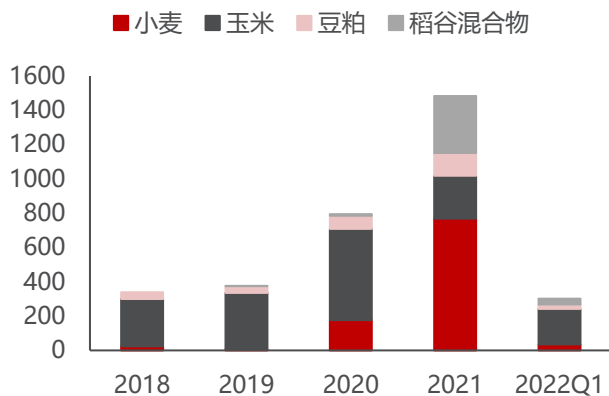
**多样化饲料方案，择机选配降低成本。**公司在拥有“玉米+豆粕”型、“小麦+豆粕”型配方技术的基础上，研发了大麦、原料加工副产品的应用技术，实现了对原料的充分应用。公司可以根据原材料的性价比及时调整饲料配方中的主要材料，有效降低饲料成本，从而形成了较强的成本优势。2021年玉米和豆粕价格快速上涨，公司利用自身配方优势迅速做出调整，继续减少玉米和豆粕在饲料原材料中的采购占比，以性价比更高的小麦和稻谷混合物替代。2021年玉米和豆粕采购量占比16.8%和9.0%，同比-50.3PCT和-0.6PCT；小麦和稻谷混合物采购量占比51.8%和22.4%，同比+29.5PCT和+21.3PCT。2022年初随着玉米价格回归低于小麦区间，公司加大玉米采购力度，2022年Q1玉米采购量占比达69.0%。

图33：主要饲料原材料价格情况



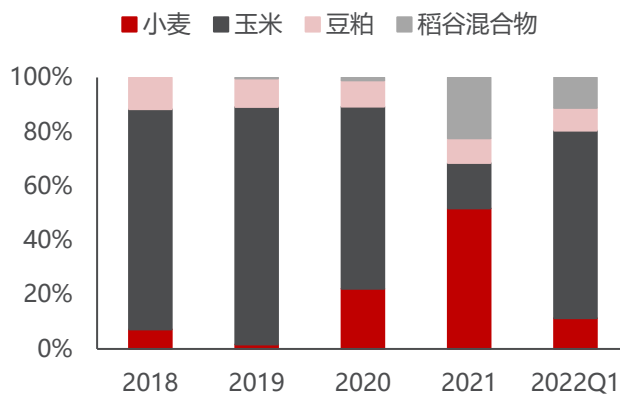
资料来源：wind，民生证券研究院

图34：2018-2022Q1 公司原材料采购量（万吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：2018-2022Q1 公司原材料采购量占比（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**低蛋白日粮配方，实现绿色降本。**牧原股份自 2000 年开始推行低蛋白日粮，经过持续的探索实践，2021 年饲料中豆粕占比仅 6.9%，远低于行业水平 15.3%。2020 年，据农业农村部监测，我国猪饲料产品平均蛋白水平为 15.7%，豆粕在饲料中占比约为 17.7%，低蛋白日粮的应用有效降低饲料中的含氮量，从而减少养殖废弃物在处理过程中的氧化亚氮的排放，头均减少 1.5kg 氮元素摄入，氮减排 6.06 万吨，合计减少 37.86 万吨蛋白使用，相当于减排温室气体 11.11 万吨二氧化碳当量，节省大豆约 108.17 万吨，节省土地 832.05 万亩。

**差异化营养配方精准饲养，料肉比显著低于同行。**针对不同品种、不同类型、不同生长阶段生猪，公司采用多阶段精准营养配方技术，依据不同季节、猪群及生产性能运用析因法，建立设计了 6 大类 59 种动态营养模型，为猪群提供最适营养。通过变频混合技术，在养殖场可根据猪群生长性能动态调整营养供给，实现一日一配方、精准营养供给。截至 2022 年 12 月，公司育肥阶段料肉比在 2.9 左右。

图36：利用氨基酸体系设计低蛋白日粮配方



资料来源：亚太兴牧，民生证券研究院

图37：智能饲喂系统



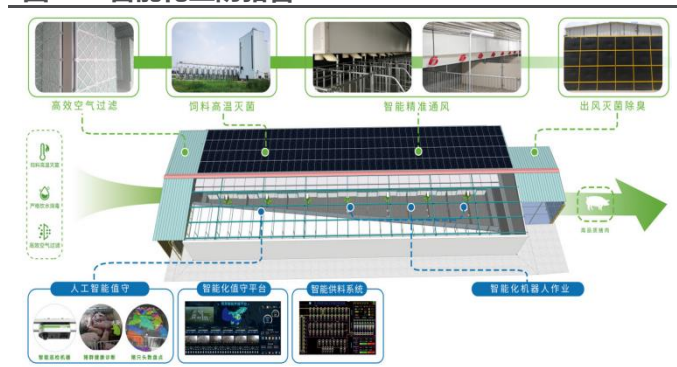
资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

### 3.1.5 智能化现代养殖模式，养殖效率不断提升

公司通过研发智能猪舍、智能饲喂、智能环控、养猪机器人等智能装备，为猪群提供高洁净生长环境，提高猪群健康，实现安全生产。同时，公司通过人工智能技术，建立猪病预测模型，实现疫病实时监测与有效控制，养殖过程数据自动采集与分析，对部分猪病进行提前预警，辅助兽医进行远程诊断。养猪装备的不断升级，极大的提高了人工效率。在育肥阶段，公司 1 名饲养员可同时饲养 2,400-3,600 头生猪（根据猪舍条件），生产效率高于国内行业平均水平。截至 2023 年 1 月，公司生猪全程成活率从 2022 年初 80% 左右大幅提高至 86% 以上；育肥猪日增重从的 600g 左右提高至 750g 以上。

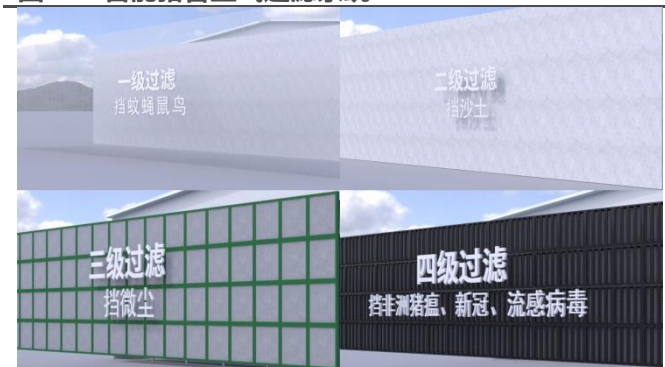
**智能猪舍：**作为商品猪一生待得最久的地方，猪舍的优劣对于养殖效率起着至关重要的作用。而且一个优秀的猪舍可以复制迭代、循环使用，对于企业可谓是一劳永逸。故公司董事长秦英林先生自 1992 年创业起就开始研发第一代猪舍，历经 28 年终于在 2020 年成功研发投产第二十三代空气过滤猪舍，借用人工智能技术，实现防病毒、防疫病、防菌臭的“智能化三防猪舍”。

图38：智能化三防猪舍



资料来源：养猪信息网，民生证券研究院

图39：智能猪舍空气过滤系统



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图40：智能猪舍独立通风系统



资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

图41：智能猪舍灭菌除臭系统



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**智能饲喂：**公司在饲料加工生产环节实现了全流程智能化生产，系统一键启动，自动运行，所有饲料采用 85°C、8 分钟（调质保持 3 分钟+保温仓保温 5 分钟）的高温延时灭菌工艺，灭菌温度实时在线监控、分析、处理，保证高温灭菌效果；灭菌后的高温饲料经过三级过滤的冷却风进行冷却后，使用密闭饲料罐车运输至养殖场集中料罐，再次使用管链密闭输送至饲养单元，实现全程无人接触，饲料生物安全零风险，保障猪群健康。公司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，猪群健康成长。

全球最大的饲喂机器人，集饲料加工和饲喂于一体。机器人结构分为大脑主机和作业臂，主机高 38 米，臂展 2365 米，作业面 132 万平方米，年加工饲料 72 万吨，与 7.5 万个智能终端协作。机器人搭载智能饲喂系统，可自动收集生猪采食量、饮水量等信息，依据猪群生长曲线，分析猪只健康情况，一天一配方，精准饲喂，实现养猪新突破。

图42：饲料生产——饲喂全过程



资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

图43：公司巨型饲喂机器人



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**智能平台：**牧原通过大数据、云计算、人工智能等转变业务模式，围绕猪肉产业一体化发展路径，搭建起涵盖饲料、养殖、屠宰三大业务的智能物联网平台，实现整个业务链条数据互通，全面覆盖集团—区域—子公司—场区—单元五级，整合业务数据与权限实现个性化智能管理，并在提供设备监控、智能识别、报表分析、智能评估、生物安全、数据服务的基础上，不断叠加延伸新应用，服务生产，实现猪肉生产管理精细化及决策智能化。

图44：智能物联网平台



资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

图45：智能养殖云平台



资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

**表7：公司智能设备介绍**

项目	效果	示例图片
饲料智能生产系统	饲料料罐余量动态显示，与饲料日需求量结合，自动计算需求量并排产，从原料入仓到成品出库实现拉动式生产。通过原粮自动扦样、无人值守过磅、自动液压后翻卸车等智能设备及技术，实现全流程自动化操作，解放员工双手，提升安全生产管理水平。	
板下清粪机器人	代替人工在漏粪板下自主行走清理粪水，降低生产安全风险，缩短清粪周期，降低劳动强度,实现节水节电和人工效率提升。	
3D 智能估重仪	内置 3D 成像与智能算法系统，通过对猪只拍照生成估重结果，单人即可操作，可用于任何猪只称重场景。	
自动刷圈机器人	有效提升刷圈效率，减少刷圈用水量，节约水资源；降低人工刷圈的劳动强度。	
屠宰肉物流智能化	在物流转运环节，通过传送带、机械臂、物流转运车等智能物流运输技术设备的应用，降低员工劳动强度。	
副产智能化	在副产加工环节，通过自动蘸、剥松香设备、红脏螺旋预冷、大肠预煮冷却、猪蹄自动定级等设备的应用，提升副产出成率和品质，提高生产效率。	
智能养猪专家	集成多种传感器，具备温度、湿度、二氧化碳浓度、卧姿等多种检查检测功能，实现远程监控，通过人工智能技术实现猪只健康实时诊断，实时预警，并调度其它机器人装备协同作业，提升猪群健康。	

资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，公司官网，民生证券研究院

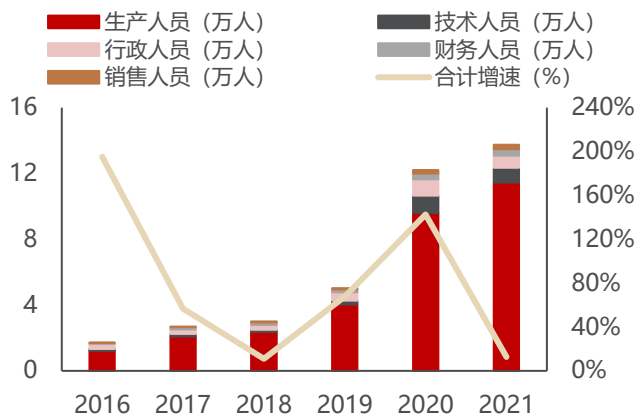
### 3.1.6 注重人才培养，广泛招贤纳士

**员工是企业最宝贵的资源和财富。**牧原能有今天的成就，离不开公司创始人秦英林先生与杨瑞华、褚柯、李彦朋、张玉良等一批行业经验丰富、理论功底扎实的技术骨干。而公司快速的规模化进程、育种育肥技术、智能化养殖模式，也离不开专业人才的支撑。牧原搭建开放的事业平台，面向全球广纳信息智能技术、育种、兽医、营养、土木工程等专业领域的人才，坚持“品性纯

正，高度社会责任感”的选人理念与“内方外正，坚守原则;诚实守信，勇担责任;乐于分享，甘于奉献”的用人理念。

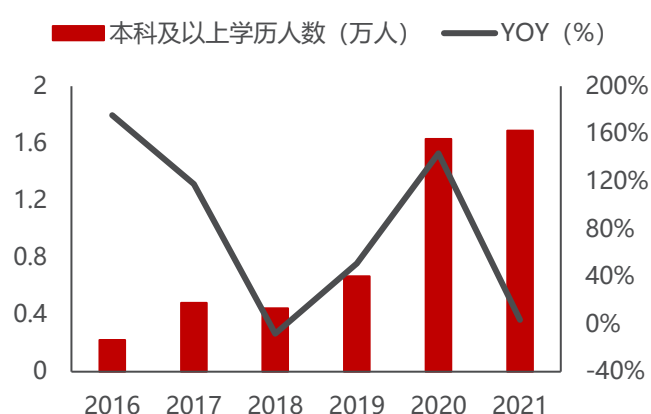
**员工人数不断增加，高学历人才增长迅速。**2016~2021年，公司员工人数从1.7万人增长至13.8万人，CAGR为50.5%；本科及以上学历人数从0.2万人增长至1.7万人，CAGR为50.1%。

图46：2016-2021年企业人数及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图47：2016-2021年高学历人数及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**注重员工培训，机制体系完善。**公司结合员工需求及生产经营实际需要，完善培训机制和体系，为员工提供丰富且多样的学习资源，建立全方位的成长和发展计划。2021年，牧原员工培训支出超1.28亿元，培训覆盖比例100%，员工年人均培训时长为75小时。秉承“最优秀的人培养更优秀的人、循环赋能”，坚持开展拜师大典为每位新员工匹配品性纯正、技能精湛、经验丰富的优秀员工作为师傅。截至2021年末，牧原共给7万名徒弟成功匹配2.5万名师傅。

图48：牧原新员工入职培训



资料来源：牧原股份2021年社会责任报告，民生证券研究院

图49：2016-2021年高学历人数及增速



资料来源：牧原股份2021年社会责任报告，民生证券研究院

**创新激励机制，薪酬水平极具竞争力。**牧原遵循“谁创造谁收益，先创造先收益，多创造多收益”的激励原则，与员工共享企业发展成果。牧原推行全面薪酬制度，通过工资、股权配置、奖金、学习、晋升以及荣誉、福利等激发全员努力拼搏，助力员工实现人生价值。2021年，牧原优化一线养殖技工薪资方案，帮助员工获得更高业绩，拿到更多薪酬。2021年，牧原员工人均年平均工资为98,652元，而南阳市在岗职工（含劳务派遣）年平均工资为64,850元。

图50: 公司完善的薪酬体制



资料来源: 牧原股份 2021 年社会责任报告, 民生证券研究院

图51: 2016-2021 年高学历人数及增速



资料来源: 牧原招聘, 民生证券研究院

### 3.2 顺大势逆小势，规模扩张有序推进

顺行业规模化进程之大势，逆周期下行之小势。公司董事长秦英林先生凭借其深耕生猪养殖行业数十年的经验和对猪周期的精确研判，确立了公司“规模化扩张”的发展战略。即顺应生猪养殖行业规模化进程的大势，不断提升规模，扩大出栏量。在猪价上行阶段兑现收益，在猪价下行阶段利用前期的收益反补企业，并逆势加码继续扩产，用规模优势抹平价格下跌带来的影响。公司分别在 2014 年扩建 80 万头生猪产能、2017 年扩建 207.5 万头生猪产能、2018 年扩建 210 万头生猪产能、2021 年扩建 677.3 万头生猪产能，多次扩建均处于猪价下行期。

图52: 公司多次在猪价下行期扩建产能



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

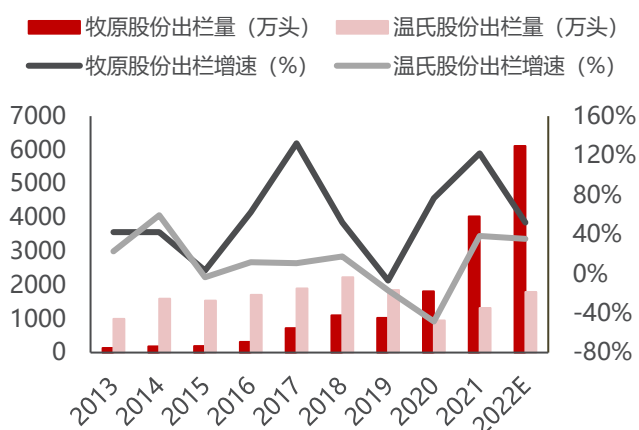
公司上市后，融资手段更加丰富多样，切实解决了公司成长面临的资金问题。公司多次通过一般中期票据、一般公司债、超短期融资债券、可转债和非公开发行股票等多种方式获取融资。截至 2022 年 12 月末，公司新增非公开发行股票募集资金 60 亿元，均用于补充流动资金，有效缓解了公司兴建产能过快带来的现金流问题。

**表8：公司部分融资**

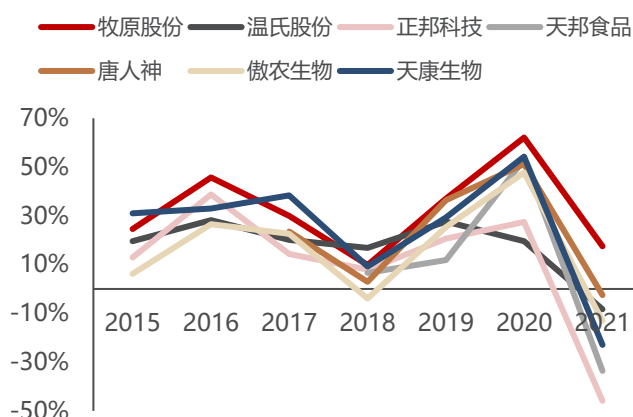
时间	证券融资类别	融资规模
2014	首次公开上市	公开发行新股募集资金 6.67 亿元
2016	一般中期票据	发行 16 牧原 MTN001 合计 10 亿元
2017	一般中期票据、超短期融资债券	发行 17 牧原 MTN001 合计 4 亿元； 发行 17 牧原食品 SCP001-5 合计 27 亿元
2018	非公开发行优先股、一般中期票据、超短期融资债券	非公开发行优先股募集资金 24.8 亿元； 发行 18 牧原 MTN001 合计 10 亿元； 发行 18 牧原 SCP001-7 合计 35 亿元
2019	非公开发行股票、一般公司债、超短期融资债券	非公开发行股票募集资金 50 亿元； 发行 19 牧原 01 合计 8 亿元； 发行 19 牧原 SCP001-2 合计 8 亿元
2020	一般中期票据、一般公司债、超短期融资债券	发行 20 牧原 MTN001-2 合计 8 亿元； 发行 20 牧原 D1 合计 6 亿元； 发行 20 牧原 SCP001-4 合计 20 亿元
2021	可转债	发行牧原转债 95.5 亿元
2022	非公开发行股票	非公开发行股票募集资金 60 亿元

资料来源：Wind，民生证券研究院

规模扩张步伐不断加快，出栏增速行业领先。对标行业另一生猪巨头温氏股份，牧原上市后出栏增速明显更高，并在 2020 年成功完成出栏量的反超。规模优势助力公司在行业周期下行阶段，仍能凭借规模增长弥补猪价低迷带来的影响，获得超越同行业的稳定收益。以最近的一个生猪周期为例，2021 年，在生猪价格进入下行周期和原材料价格大幅上升的大背景下，各家猪企生猪业务毛利率均跌至负值，唯有牧原股份一家独领风骚，生猪业务毛利率仍高达 17.5%。

**图53：2013-2022E 公司出栏量及增速**


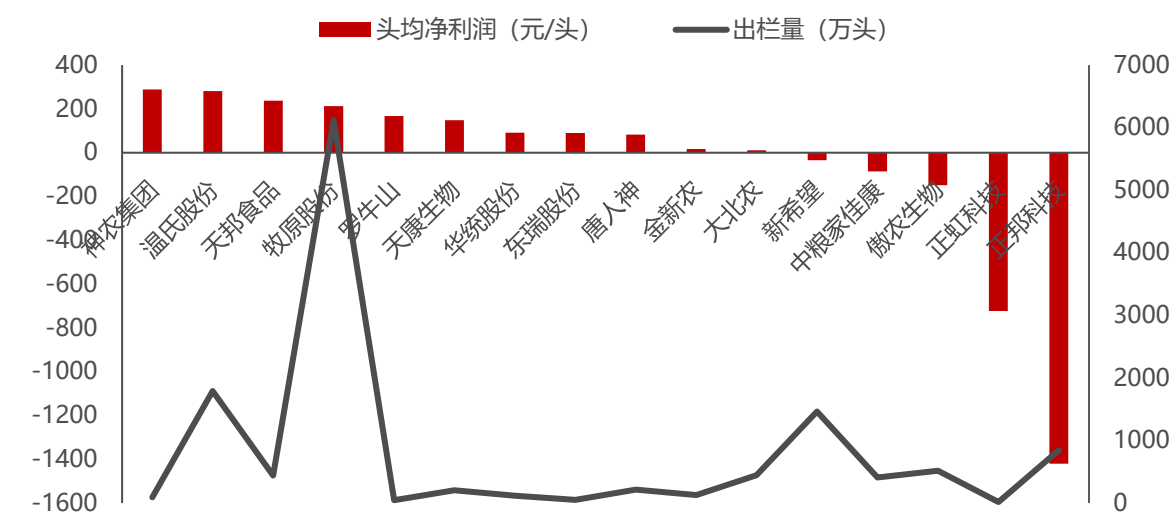
资料来源：wind，民生证券研究院

**图54：2015-2021 年各猪企生猪业务毛利率 (%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年，生猪市场可谓是大浪淘沙，变幻莫测，一年内就出现牛熊交替。在 2022 年最新公布的 16 家上市猪企业业绩预告中，以归母净利润均值计算，11 家实现盈利，5 家出现亏损。其中，牧原股份头均净利润为 212.4 元，叠加其 6,120 万头的超大出栏量，实现归母净利润均值 130 亿元，远远将其他猪企甩在身后。我们认为公司能实现规模化发展战略，并保持盈利始终贯穿牛熊，得益于其三十年坚守打造的超强核心竞争力。

图55：2022 年 16 家上市猪企预计头均净利润均值及出栏量



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.3 产业链上沿下拓，进一步丰富融资手段

**积极响应国家政策，产业链延伸至下游屠宰业务。**2018 年非洲猪瘟后，国家为更好防控疫情，稳产保供，多次发布生猪调运活动政策。2019 年，国务院办公厅发布《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，其中第十九条明确指出要求变革传统生猪调运方式。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。牧原积极响应生猪屠宰加工向养殖集中区域转移的政策引导，延伸产业链，快速发展屠宰业务。截至 2022 年 11 月末，公司已投产 10 家屠宰厂，投产产能合计 2,900 万头/年。未来屠宰肉食板块将继续按照现有养殖产能进行匹配规划，在养殖产能密集区域实现屠宰产能的基本覆盖。

**科技化保障食品安全，定制化提升用户粘性。**牧原采用国际一流的屠宰工艺，引进全球先进机械设备，通过科技创新，保障猪肉产品安全，为消费者提供“放心肉”。牧原猪肉产品达 200 余种，质优量大，品类齐全，销售范围覆盖全国 22 省（区）77 个城市。此外，公司根据客户的需求提供定制化服务、专属团队服务等，提升客户合作体验，为客户创造更大价值。现已与近万名客户展开合作，得到荷美尔、九田家、永辉、盒马、叮咚买菜等客户高度认可，达成深度战略合作。

图56：牧原屠宰车间



资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

图57：公司为客户提供定制化服务

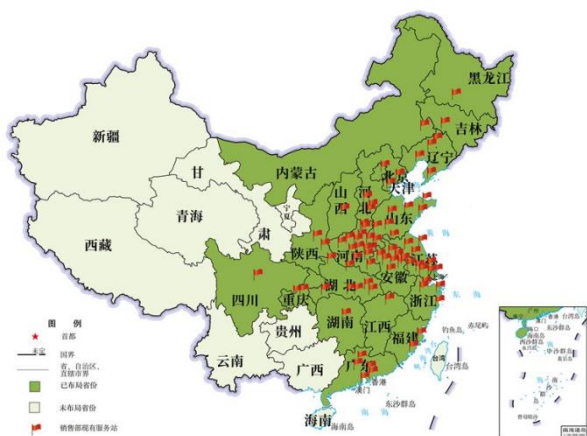
质优量大	冷链物流	定制化服务	专属服务团队
屠宰产能大，供应稳定，品质佳。	全程冷链运输，车辆配备温控和GPS系统，0-4° C全程保鲜，确保产品品质。	根据客户需求可提供定制化产品。	设置专属服务团队，就客户问题及时出具解决方案。
<b>客户心声</b> 牧原猪肉肉色好，吃着香，品质有保障，值得信赖。 ——北京地区消费者		<b>客户心声</b> 牧原公司服务周到，每周报价很及时，市场预估很充分、准确，到货时间及品质都很不错。 ——安徽青松食品采购主管	

资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

**继续降本增效，产业链向上游延伸至兽药领域。**2016~2021 年，公司药品及疫苗费用占营业成本的比例从 10.9%持续下降至 5.2%。生猪头均药苗费用整体也呈下降趋势，但 2021 年略有上升，为 79.2 元/头份，我们判断主要系当年生猪出栏增速较快，兽药费用提升所致。2022 年 4 月和 7 月，公司分别与中牧股份和联邦动保成立兽药公司，未来有望进一步加强兽药领域成本控制能力。

**殷实的土地资源保障规模增长，新拓融资渠道满足长期资金需求。**目前公司已储备超过 1 亿头养殖产能的土地资源，未来持续的规模化发展不受土地制约。2022 年 12 月 12 日公司拟发行全球存托凭证（GDR），借此优化资本结构，补充资本金，满足公司长期发展资金需求。同时发行 GDR 可引入更多国际化、长期投资者，提升公司治理水平。

图58：公司猪肉销售服务站布局



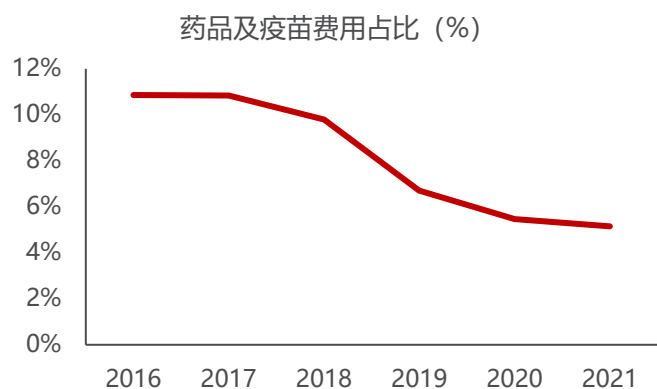
资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

图59：公司合作客户



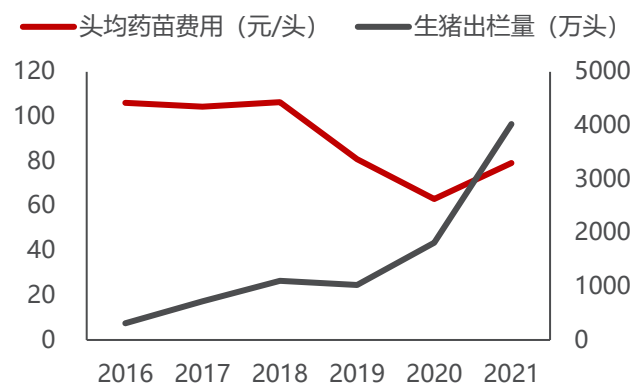
资料来源：牧原股份 2021 年社会责任报告，民生证券研究院

图60: 药品及疫苗费用占营业成本的比例



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图61: 生猪头均药苗费用及出栏量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 1) 生猪养殖业务

出栏量：截至 2022 年底，公司预计养殖产能能够达到 7,500 万头左右。此外，公司土地资源充沛，已储备超过 1 亿头养殖产能的土地资源。随着公司后续产能的持续投放，我们预计公司出栏量有望继续上升。销售均价：2022 年末至 2023 年初，生猪价格持续下跌至成本线以下，主要系 2022 年 9~11 月市场对后续猪价预期较高，出现大规模压栏和二次育肥，叠加疫情导致消费断档所致。结合目前能繁母猪存栏仍较充裕，我们预计 2023 年上半年猪价以底部震荡为主，后续随着消费需求复苏和产能下滑，猪价有望出现反弹。盈利能力方面，随着未来饲料价格高位下滑趋势和公司养殖效率的不断提升，结合对生猪价格的判断，公司毛利率有望进一步提升。综合上述假设，我们预计 2022~2024 年公司生猪养殖业务实现收入 1,197.6、1,385.8、1,662.2 亿元，CAGR 为 17.8%，对应毛利率 18.3%、22.5%、25.8%。

#### 2) 屠宰业务

2019 年，公司开始从事屠宰加工业务，随着公司屠宰产能逐步投产和屠宰加工技术的不断完善，产能利用率有望逐步上行。而且公司近两年重点发展屠宰业务，截至 2022 年 11 月末，公司已投产 10 家屠宰厂，投产产能合计 2,900 万头/年，营收有望快速增长。盈利能力方面，随着疫情退散后的消费复苏，2023 年公司屠宰业务有望实现盈利平衡，但屠宰整体是一个微利行业，毛利率绝对上升空间有限。我们预计 2022~2024 年公司屠宰业务实现收入 101.5、152.2、197.9 亿元，CAGR 为 39.6%，对应毛利率-2.0%、0.0%、0.5%。

#### 3) 贸易业务

贸易业务主要进行饲料原料销售等业务，是公司灵活调配生猪养殖饲料供应的一种手段，在整体营收中的占比较小。2021 年，为优化原料供应结构，公司针对区位优势进行饲料产能布局，快速建成 13 家粮贸公司，未来营收增长较为稳定。盈利能力方面，饲料原料产品溢价并不高，市场价格差异不大，并非公司主要盈利来源。我们预计 2022~2024 年公司屠宰业务实现收入 39.0、46.8、56.1 亿元，CAGR 为 20.0%，对应毛利率 1.0%、1.0%、1.0%。

**公司业务拆分**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>整体营业收入 (百万元)</b>	<b>78,770.8</b>	<b>123,053.3</b>	<b>142,347.0</b>	<b>171,583.6</b>
营收增速	40.0%	56.2%	15.7%	20.5%
毛利率	16.6%	17.7%	21.9%	24.9%
<b>生猪养殖 (百万元)</b>	<b>75,076.1</b>	<b>119,763.0</b>	<b>138,581.0</b>	<b>166,215.5</b>
增速	36.2%	59.5%	15.7%	19.9%
毛利率	17.5%	18.3%	22.5%	25.8%
<b>贸易 (百万元)</b>	<b>4,048.4</b>	<b>3,898.1</b>	<b>4,677.7</b>	<b>5,613.3</b>
增速	205.7%	-3.7%	20.0%	20.0%
毛利率	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>屠宰肉食 (百万元)</b>	<b>5,417.9</b>	<b>10,149.8</b>	<b>15,224.7</b>	<b>19,792.1</b>
增速	771.9%	87.3%	50.0%	30.0%
毛利率 (%)	0.1%	-2.0%	0.0%	0.5%
<b>养殖与屠宰、肉食之间销售抵消 (百万元)</b>	<b>-5,771.6</b>	<b>-11,112.5</b>	<b>-16,668.8</b>	<b>-20,836.0</b>
营收增速 (%)	628.2%	92.5%	50.0%	25.0%
毛利率 (%)	-0.6%	0.0%	0.5%	1.5%
<b>其他 (百万元)</b>	<b>119.0</b>	<b>355.0</b>	<b>532.5</b>	<b>798.7</b>
营收增速 (%)	523.5%	198.2%	50.0%	50.0%
毛利率 (%)	16.6%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

从整体费用情况来看，2021 年由于生猪出栏量增速过快，需要进一步加大销售渠道建设、销售人员扩张，故销售费用率有所上升。而随着公司销售经营状况逐步稳定，销售费用率将回归合理水平，故我们预计未来三年公司期间费用率将保持稳定。

**表9：公司费用率预测**

	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率 (%)	0.9	0.7	0.7	0.7
管理费用率 (%)	4.4	4.5	4.5	4.5
研发费用率 (%)	1.0	1.0	1.0	1.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

估值分析方面，选取同样经营生猪养殖业务的巨星农牧、天康生物和大北农作为可比公司。从估值水平看，预计公司 2023、2024 年 PE 分别为 13、9 倍，略低于可比公司 13、12 倍的均值。公司作为生猪养殖行业的龙头，拥有较强的成本管控优势，叠加其超大规模的生猪出栏量，估值中枢有望持续上行。

**表10：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603477.SH	巨星农牧	26.77	0.51	0.45	2.72	3.00	52	59	10	9
002100.SZ	天康生物	8.92	-0.51	0.44	1.31	1.35	-	20	7	7
002385.SZ	大北农	8.15	-0.11	0.02	0.35	0.42	-	408	23	19
<b>行业平均</b>		/	/	/	/	/	52	162	13	12
002714.SZ	牧原股份	50.40	1.26	2.36	3.78	5.45	40	21	13	9

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 3 月 14 日

## 4.3 投资建议

预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 129.38、206.69、298.45 亿元，对应 EPS 分别为 2.36、3.78、5.45 元。公司作为我国生猪养殖龙头，成功搭建自繁自养全产业链，优势明显。公司未来养殖规模有望扩大，成本存在多维度下降空间，形成量利齐增，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 风险提示

**1) 动物疫病风险。**春季是动物疫病的高发期，非洲猪瘟在低温环境下仍有反复的可能，一旦出现大规模疫病，会直接导致母猪死亡，生猪出栏量大幅下滑，造成公司业绩不及预期。

**2) 原材料价格波动风险。**如果遭遇偶发因素引起的极端恶劣天气，会导致农产品产量下降，公司采购小麦、玉米、豆粕和谷物等原材料的价格提升，造成养殖成本上升。

**3) 猪价反弹不及预期。**如果生猪供给始终维持高位，猪价长时间处于成本线以下，公司盈利能力或不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	78,890	123,053	142,347	171,584
营业成本	65,680	101,230	111,150	128,839
营业税金及附加	92	140	152	193
销售费用	700	801	976	1,272
管理费用	3,442	5,492	6,406	7,721
研发费用	808	1,231	1,423	1,716
EBIT	9,844	16,584	25,052	35,237
财务费用	2,178	2,063	1,760	1,553
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-13	37	43	51
营业利润	7,668	14,554	23,342	33,744
营业外收支	-58	130	150	150
利润总额	7,611	14,684	23,492	33,894
所得税	-28	-59	-61	-116
净利润	7,639	14,743	23,553	34,010
归属于母公司净利润	6,904	12,938	20,669	29,845
EBITDA	18,740	28,505	39,188	52,040

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,198	43,242	59,820	100,352
应收账款及票据	136	301	355	432
预付款项	1,090	4,049	4,446	5,154
存货	34,476	41,601	44,155	45,888
其他流动资产	854	635	635	635
流动资产合计	48,753	89,829	109,412	152,461
长期股权投资	307	498	541	593
固定资产	99,551	102,554	106,789	109,357
无形资产	863	861	857	851
非流动资产合计	128,513	129,509	129,029	127,157
资产合计	177,266	219,338	238,441	279,618
短期借款	22,292	29,792	29,792	29,792
应付账款及票据	36,669	44,375	48,723	56,477
其他流动负债	19,271	28,526	22,368	25,925
流动负债合计	78,232	102,693	100,882	112,194
长期借款	13,923	11,031	11,031	11,031
其他长期负债	16,507	17,520	17,354	17,162
非流动负债合计	30,430	28,551	28,385	28,194
负债合计	108,662	131,244	129,268	140,388
股本	5,262	5,472	5,472	5,472
少数股东权益	14,252	16,058	18,941	23,106
股东权益合计	68,604	88,094	109,173	139,230
负债和股东权益合计	177,266	219,338	238,441	279,618

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	40.18	55.98	15.68	20.54
EBIT 增长率	-68.30	68.47	51.06	40.65
净利润增长率	-74.85	87.40	59.75	44.40
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.74	17.73	21.92	24.91
净利润率	8.75	10.51	14.52	17.39
总资产收益率 ROA	3.89	5.90	8.67	10.67
净资产收益率 ROE	12.70	17.96	22.91	25.70
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.62	0.87	1.08	1.36
速动比率	0.16	0.42	0.60	0.90
现金比率	0.16	0.42	0.59	0.89
资产负债率 (%)	61.30	59.84	54.21	50.21
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.63	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	191.59	150.00	145.00	130.00
总资产周转率	0.53	0.62	0.62	0.66
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.26	2.36	3.78	5.45
每股净资产	9.93	13.16	16.49	21.22
每股经营现金流	2.98	6.43	7.88	11.27
每股股利	0.25	0.45	0.72	1.04
<b>估值分析</b>				
PE	40	21	13	9
PB	5.1	3.8	3.1	2.4
EV/EBITDA	17.24	10.42	6.94	4.44
股息收益率 (%)	0.49	0.90	1.43	2.07

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,639	14,743	23,553	34,010
折旧和摊销	8,896	11,921	14,137	16,804
营运资金变动	-2,658	6,484	3,309	8,756
经营活动现金流	16,295	35,175	43,112	61,668
资本开支	-35,838	-11,987	-12,581	-13,680
投资	-136	-154	0	0
投资活动现金流	-35,968	-11,916	-12,581	-13,680
股权募资	2	5,987	0	0
债务募资	24,630	5,965	-8,159	0
筹资活动现金流	14,171	7,786	-13,952	-7,456
现金净流量	-5,502	31,044	16,578	40,531

## 插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司业务分部.....	4
图 3: 公司股权结构图 (截至 2022 年 9 月 30 日) .....	4
图 4: 2013-2022 年公司生猪出栏量及增速 .....	6
图 5: 全国生猪出栏量及公司市占率.....	6
图 6: 2013-2022Q1-Q3 营业收入及增速.....	6
图 7: 2013-2022Q1-Q3 净利润及增速.....	6
图 8: 2022Q1-Q3 生猪业务占公司营收比例 (%) .....	7
图 9: 2013-2022 Q1-Q3 公司三项费用率水平 .....	7
图 10: 2013-2022Q3 公司销售毛利率及净利率 .....	7
图 11: 可比公司 ROE 水平.....	7
图 12: 2013-2022 年国内猪肉产量及全球占比.....	8
图 13: 2013-2022 年全国生猪出栏量及增速 .....	8
图 14: 2016-2021 年散户与规模养殖生产成本 .....	8
图 15: 2016-2021 年散户与规模养殖成本利润率.....	8
图 16: 2022 年中国前十大猪企能繁母猪市占率.....	10
图 17: 2022 年美国前十大猪企能繁母猪市占率.....	10
图 18: 猪周期逻辑及生猪生长周期 .....	11
图 19: 22 个省市:平均价格:生猪 (元/公斤) .....	12
图 20: 公司自繁自养一体化产业链布局.....	13
图 21: 全链条可追溯的食品安全管理体系.....	13
图 22: 2015-2021 年牧原股份和温氏股份完全成本.....	13
图 23: 2021 年公司种猪场布局及成立时间 .....	15
图 24: 牧原种猪销售品种 .....	15
图 25: 行业内普遍采用的三元商品猪育种体系 .....	16
图 26: 独创的轮回二元育种体系 .....	16
图 27: 2021 年公司生猪产能布局 .....	16
图 28: 2021 年公司新增饲料产能布局.....	16
图 29: 2018-2022Q1 公司小麦采购价格与市价对比.....	17
图 30: 2018-2022Q1 公司玉米采购价格与市价对比.....	17
图 31: 2018-2022Q1 公司原材料采购量 (万吨) .....	17
图 32: 2015-2022E 公司饲料产能情况 .....	17
图 33: 主要饲料原材料价格情况 .....	18
图 34: 2018-2022Q1 公司原材料采购量 (万吨) .....	18
图 35: 2018-2022Q1 公司原材料采购量占比 (%) .....	18
图 36: 利用氨基酸体系设计低蛋白日粮配方 .....	19
图 37: 智能饲喂系统 .....	19
图 38: 智能化三防猪舍 .....	20
图 39: 智能猪舍空气过滤系统 .....	20
图 40: 智能猪舍独立通风系统 .....	20
图 41: 智能猪舍灭菌除臭系统 .....	20
图 42: 饲料生产——饲喂全过程 .....	21
图 43: 公司巨型饲喂机器人.....	21
图 44: 智能物联网平台 .....	21
图 45: 智能养殖云平台 .....	21
图 46: 2016-2021 年企业人数及增速 .....	23
图 47: 2016-2021 年高学历人数及增速 .....	23
图 48: 牧原新员工入职培训 .....	23
图 49: 2016-2021 年高学历人数及增速 .....	23
图 50: 公司完善的薪酬体制 .....	24
图 51: 2016-2021 年高学历人数及增速 .....	24
图 52: 公司多次在猪价下行期扩建产能 .....	24
图 53: 2013-2022E 公司出栏量及增速 .....	25
图 54: 2015-2021 年各猪企生猪业务毛利率 (%) .....	25

图 55: 2022 年 16 家上市猪企预计头均净利润均值及出栏量 .....	26
图 56: 牧原屠宰车间 .....	27
图 57: 公司为客户提供定制化服务 .....	27
图 58: 公司猪肉销售服务站布局 .....	27
图 59: 公司合作客户 .....	27
图 60: 药品及疫苗费用占营业成本的比例 .....	28
图 61: 生猪头均药苗费用及出栏量 .....	28

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司股权激励计划 .....	5
表 2: 公司员工持股计划 .....	5
表 3: 非洲猪瘟以来规模化养殖政策 .....	9
表 4: 养殖业相关环保政策 .....	9
表 5: 不同养殖模式的特点比较 .....	14
表 6: 二元母猪与三元母猪繁育效率对比 .....	15
表 7: 公司智能设备介绍 .....	22
表 8: 公司部分融资 .....	25
8.1 公司业务拆分 .....	30
表 9: 公司费用率预测 .....	30
表 10: 可比公司 PE 数据对比 .....	31
公司财务报表数据预测汇总 .....	33

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026