

买入（维持）

精进内功 穿越周期

牧原股份（002714）深度报告

2024年2月29日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

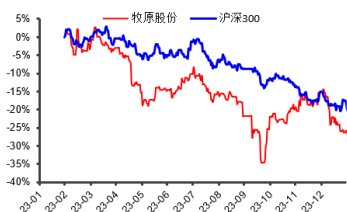
邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

## 主要数据 2024年2月28日

收盘价(元)	38.25
总市值(亿元)	2,090.50
总股本(亿股)	54.65
流通股本(亿股)	36.36
ROE(TTM)	6.49
12月最高价(元)	50.66
12月最低价(元)	31.17

## 股价走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 相关报告

- 公司是我国生猪养殖一体化龙头。公司始创于1992年，于2012年养猪事业走出河南，2014年在深交所上市，2019年延伸产业链开启屠宰业务。历经30余年发展，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猪肉产业链。2023年，公司生猪出栏量达到6382万头，生猪养殖产能已超过7,800万头/年。
- 屠宰肉食业务不断发展壮大。公司自2008年起开始关注肉食屠宰业务发展。2019年，公司正式布局屠宰业务，在养殖集中区域就近屠宰生猪，从“运猪”到“运肉”，助力实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。公司屠宰业务快速发展。截至2023年6月末，公司已在河南、山东、安徽、东北等生猪养殖产能较为集中的地区成立25家屠宰子公司，已投产10家屠宰厂，年屠宰产能达到2900万头。2023年，公司屠宰生猪达到1326万头，同比增长80%，产能利用率由2022年的25%提升至46%。公司大力拓展全国生鲜猪肉销售网络，截至2023年上半年末，公司屠宰肉食业务已在全国20个省级行政区设立60余个服务站，已服务农批经销商、连锁商超、连锁餐饮、食品加工企业、新零售企业客户13,000余家，已得到荷美尔、九田家、永辉、盒马、叮咚买菜等客户的高度认可，达成深度战略合作。
- 竞争优势显著。（1）智能化赋能生猪养殖。公司持续开展科技创新，利用大数据、5G、人工智能等前沿技术，探索研发出智能环控、智能饲喂、智能养猪专家、智能健康管理系统、智能屠宰等多种智能产品，逐步向饲料智能化、养殖智能化、屠宰智能化迈进，推动生产效率不断提高。（2）育种优势。公司建立了独特的轮回二元育种体系，生产的二元种猪在繁殖性能、生长速度、瘦肉率和胴体品质等方面更好。公司的PSY和成活率领先于行业。（3）成本优势。公司2023年完全成本约为15.0元/kg，较2022年明显下降，并领先于行业。未来随着公司逐步打通各项技术路径和精进管理，成本有望进一步下降。
- 投资建议：维持对公司的“买入”评级。预计公司2023-2024年EPS分别为-0.75元和2.6元，对应2024年PE约为15倍。公司是我国生猪养殖一体化龙头，不断延伸产业链，屠宰肉食业务不断发展壮大。公司竞争优势明显，仍不断精进内功。我国生猪养殖行业短期有望迎来周期回升，行业中长期规模化和集中度仍有较大提升空间。维持对公司的“买入”评级。
- 风险提示。发生疫病、原材料价格波动、生猪价格波动、食品安全、自然灾害等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 公司是我国生猪养殖一体化龙头	4
1.1 公司是我国生猪养殖龙头，不断延伸产业链	4
1.2 收入规模保持正增长 净利润有所波动	6
1.3 优化激励机制 激发员工干劲	6
1.4 竞争优势显著	7
2. 母猪产能持续去化 行业有望迎来周期回升	10
3.1 能繁母猪产能持续去化	10
3.2 生猪供给有望逐步回落	11
3.3 生猪价格有望回升	11
3.4 生猪养殖成本有望持续回落	12
3.5 生猪养殖盈利有望回升	15
3.6 我国生猪养殖规模化和集中度还有较大提升空间	15
3. 投资策略	17
4. 风险提示	17

## 插图目录

图 1：公司生猪出栏量及其同比增速（万头，%）	5
图 2：公司生猪出栏量占国内生猪出栏总量的比例（%）	5
图 3：公司生猪屠宰量（万头）	5
图 4：公司屠宰产能（万头）	5
图 5：牧原肉食合作伙伴	6
图 6：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）	6
图 7：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）	6
图 8：公司智能化平台	8
图 9：公司育种技术发展历程	8
图 10：公司生猪养殖完全成本（元/公斤）	10
图 11：公司与行业平均 PSY（头/年）	10
图 12：我国能繁母猪存栏量环比增减（%）	10
图 13：我国能繁母猪存栏量（万头）	10
图 14：我国生猪出栏量累计值及其同比增速（万头，%）	11
图 15：我国生猪存栏量与出栏量累计同比增速（%）	11
图 16：全国外三元生猪价格（元/公斤）	12
图 17：我国猪肉平均批发价（元/公斤）	12
图 18：我国玉米现货价（元/吨）	12
图 19：我国豆粕现货价（元/吨）	12
图 20：我国自繁自养生猪养殖利润（元/头）	15
图 21：我国外购仔猪养殖利润（元/头）	15
图 22：我国生猪养殖年出栏户数占比（%）	15
图 23：我国生猪养殖企业生猪出栏量占比（%）	16

## 表格目录

表 1：公司发展历程	4
表 2：公司 2022 年限制性股票激励计划激励对象及股票授予数量	7
表 3：公司推广低蛋白日粮产生的效益	9

---

表 4：美国农业部 2024 年 2 月全球玉米供需平衡表（百万吨） .....	12
表 5：2024 年 2 月中国玉米供需平衡表 .....	13
表 6：美国农业部 2024 年 2 月全球大豆供需平衡表（百万吨） .....	14
表 7：2024 年 2 月中国大豆供需平衡表 .....	14
表 8：公司盈利预测简表（2024/2/28） .....	17

## 1. 公司是我国生猪养殖一体化龙头

### 1.1 公司是我国生猪养殖龙头，不断延伸产业链

公司是我国生猪养殖一体化龙头。1992年，公司的第一个养猪场-内乡马山养猪场破土动工，1998年开始建立自主育种体系，2006年搭建完成轮回二元育种体系，2011年荣获“农业产业化国家重点龙头企业”称号；2012年成立湖北钟祥牧原养殖有限公司、山东曹县牧原农牧有限公司，养猪事业走出河南，2014年在深交所上市；2019年延伸产业链，开启屠宰业务。公司经过30余年发展，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猪肉产业链。

表 1：公司发展历程

时间	大事
1992	牧原第一个养猪场-内乡马山养猪场破土动工。
1994	养猪规模扩大到 2000 头。
1997	出栏生猪 1 万头，成立第一个兽医检测实验室。
1998	开始建立自主育种体系。
2002	探索轮回二元育种。
2004	开始探索养殖废水处理方案，并研发 IC 厌氧罐，荣获农业产业化省重点龙头企业。
2006	轮回二元育种体系搭建完成。
2007	研发应用第九代全封闭式现代化猪舍。
2008	牧原 CDM 项目通过联合国检查组验收，成为我国首个注册成功的养猪场 CDM 项目。
2009	研发应用第十代生物发酵床猪舍。
2010	获“国家生猪核心育种场”、“生猪标准化示范场”称号。
2011	获“农业产业化国家重点龙头企业”称号。
2012	成立湖北钟祥牧原养殖有限公司、山东曹县牧原农牧有限公司，养猪事业走出河南。
2014	在深交所上市。
2015	应用全基因选择技术，环保工艺获国家环保部认可。实施第一期员工持股计划。
2016	成立内蒙古奈曼牧原农牧有限公司，养猪业务开始在东北拓展。全面推广伪狂犬净化。
2017	实施第二期、第三期员工持股计划。
2019	延伸产业链，开启屠宰业务。研发应用第二十三带空气过滤猪舍。
2020	牧原肉食品有限公司投产，年屠宰产能 200 万头。
2021	6 个屠宰厂投产，年屠宰产能 2200 万头。获全国脱贫攻坚先进集体、全国五一劳动奖状称号。
2022	年出栏生猪 6120 万头，养殖业务分布至 24 省（区）103 市 217 县（区），屠宰业务分部至 11 省 21 市 25 县。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

生猪出栏量保持较快增长，占全国生猪出栏总量的比例不断上升。2015-2023年，公司生猪出栏量除2019年小幅回落外，其他年份均保持较快增长。2023年，公司生猪出栏量已达到6382万头，同比增长4.3%。2015-2023年，公司生猪出栏量CAGR

高达 55%，占全国生猪出栏总量的比例由 0.3% 提升至 8.8%，市场占比不断上升。截至 2023 年 6 月末，公司生猪养殖产能已超过 7,800 万头/年。

图 1：公司生猪出栏量及其同比增速（万头，%）

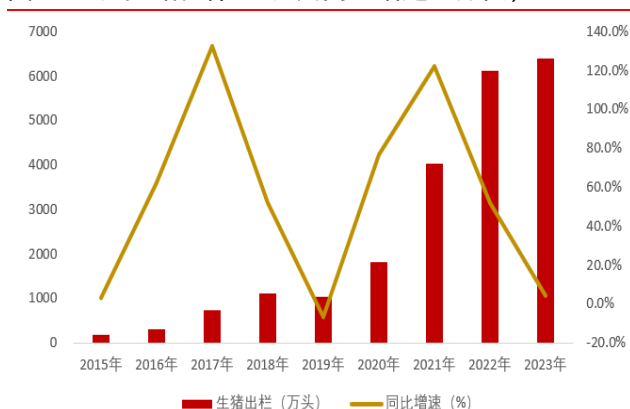
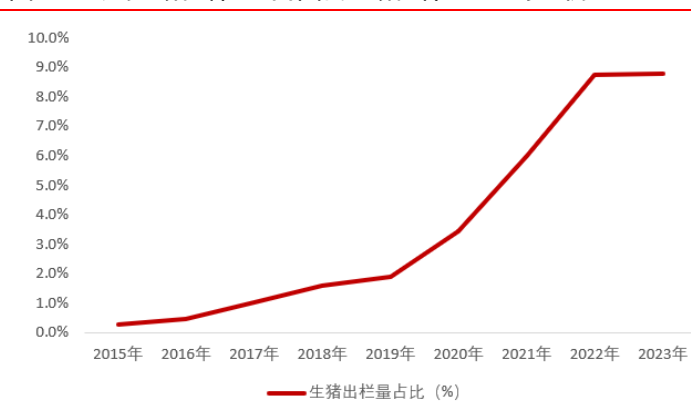


图 2：公司生猪出栏量占国内生猪出栏总量的比例（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

**屠宰业务不断发展壮大。**公司自 2008 年起开始关注肉食屠宰业务发展。2019 年，公司正式布局屠宰业务，在养殖集中区域就近屠宰生猪，从“运猪”到“运肉”，助力实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。近几年，公司屠宰业务快速发展。截至 2023 年 6 月末，公司已在河南、山东、安徽、东北等生猪养殖产能较为集中的地区成立 25 家属宰子公司，已投产 10 家属宰厂，年屠宰产能达到 2900 万头。目前公司屠宰业务已分布于 11 省（区）22 市 26 县（区）。2023 年，公司屠宰生猪达到 1326 万头，同比增长 80%，产能利用率由 2022 年的 25% 提升至 46%。

图 3：公司生猪屠宰量（万头）

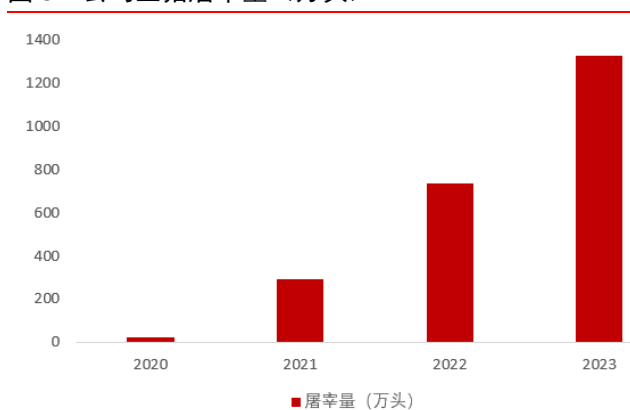
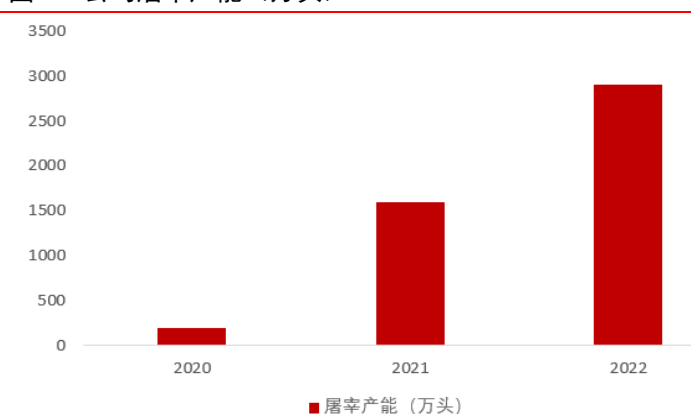


图 4：公司屠宰产能（万头）



资料来源：公司《2022 年社会责任报告》，公司官网，东莞证券研究所

**大力拓展全国生鲜猪肉销售网络。**截至 2023 年上半年末，公司屠宰肉食业务已在全国 20 个省级行政区设立 60 余个服务站，已服务农批经销商、连锁商超、连锁餐饮、食品加工企业、新零售企业客户 13,000 余家，已得到荷美尔、九田家、永辉、盒马、叮咚买菜等客户的高度认可，达成深度战略合作。

图 5：牧原肉食合作伙伴



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

## 1.2 收入规模保持正增长 净利润有所波动

收入规模保持正增长，归母净利润有所波动。随着生猪养殖规模的扩大，公司营业收入保持正增长，2015-2022 年营业总收入由 30.03 亿元增长至 1248.26 亿元，CAGR 约为 59.5%。2023 年前三季度，公司实现营业收入 829.69 亿元，同比增长 2.72%。归母净利润方面，2015-2023 年，公司归母净利润虽然受生猪价格影响而有所波动，但依然保持一定规模的盈利。2023 年，归母净利润受生猪价格下跌及拟对部分消耗性生物资产计提减值准备影响预计将亏损 39 亿元-47 亿元。

图 6：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）

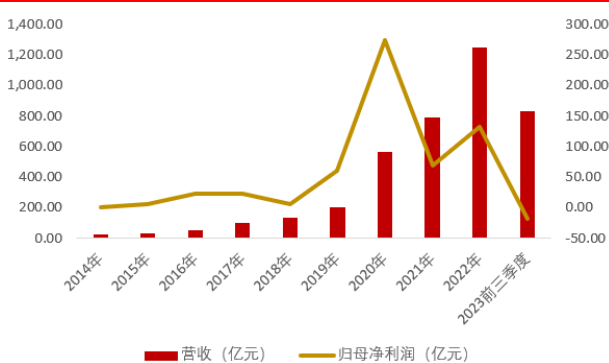
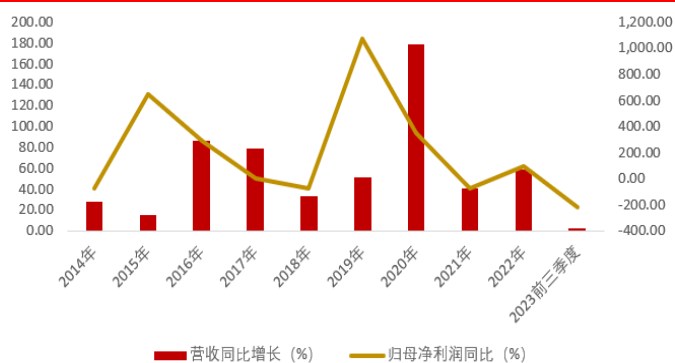


图 7：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

## 1.3 优化激励机制 激发员工干劲

不断优化激励机制，激发员工干劲。公司始终将“人才作为企业发展的第一资源”，把人才作为企业的一把手工程，不断加大对人才的引进力度，积极从国内外高校引进合成生物、信息化、智能化、畜牧兽医、育种、营养等领域的专业人才。截至 2022 年末，公司拥有员工 14.31 万人，大学生 4 万人。公司不断优化激励机制，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。公司推行全面薪酬制度，按照“一人一薪酬，一岗一

方案”等原则，制定定制化的激励机制。注重对创新研发人才的奖励，将每年6月22日定为养猪节，设立百亿创新项目奖金，对做出突出成果的创新带头人及团队给予重奖。给予核心人才股权激励。截至2022年末，公司共实施三次员工持股计划和三次限制性股票激励计划，共有13000余人次持股。其中2022年限制性股票激励计划拟授予的激励对象总人数为6093人，包括11名董监高和6082名核心管理、技术和业务人员，覆盖范围广。

表2：公司2022年限制性股票激励计划激励对象及股票授予数量

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
曹治年	常务副总裁、财务负责人	16.35	0.20%	0.00%
杨瑞华	副总裁	24.52	0.30%	0.00%
褚柯	副总裁	9.81	0.12%	0.00%
秦军	董事会秘书、首席战略官	4.35	0.05%	0.00%
高瞳	财务部负责人	24.52	0.30%	0.00%
王春艳	首席人力资源官	19.62	0.24%	0.00%
李彦朋	养猪生产首席运营官	14.72	0.18%	0.00%
张玉良	首席智能官	9.81	0.12%	0.00%
徐绍涛	牧原肉食总经理	9.81	0.12%	0.00%
袁合宾	首席法务官	8.18	0.10%	0.00%
王志远	发展建设总经理	8.18	0.10%	0.00%
核心管理、技术和业务人员（6,082人）		6,336.58	78.15%	1.20%
预留部分		1,621.62	20.00%	0.31%
合计		8,108.07	100.00%	1.54%

资料来源：公司《2022年限制性股票激励计划(草案)(修订稿)》，东莞证券研究所

## 1.4 竞争优势显著

**智能化赋能生猪养殖。**公司以实现生产无人值守为主要方向，持续开展科技创新，利用大数据、5G、人工智能等前沿技术，探索研发出智能环控、智能饲喂、智能养猪专家、智能健康管理系统、智能屠宰等多种智能产品，逐步向饲料智能化、养殖智能化、屠宰智能化迈进，推动生产效率不断提高。（1）智能化猪舍：公司从1992年采用双曲砖拱结构建造的第一代猪舍，到2020年研发应用的高度智能化的肉食产业综合体，持续创新猪场设计。公司新型智能猪舍内部应用了智能环控、智能饲喂、智能养猪专家等先进的智能化技术设备，通过科技创新实现生产效率提升的同时保障食品安全和环境保护，实现了经济效益，生态效益和社会效益同步提升。（2）智能环控：公司在猪舍入风口增设空气过滤模块，其高效精密过滤器级别达MERV16等级，接近ICU标准，新鲜空气经过4层过滤，将直径大于0.3微米的粒子完全隔绝在外，有效隔绝病毒，为猪群创造洁净的生长环境。通过智能化精准控制，实现母猪舍单猪独立通风，育肥舍单圈独立通风，猪群生病不交叉感染，减小疫病传播范围。猪舍出风口进行灭菌除臭，过滤杀灭99.9%的空气游菌，实现场区周边无臭气，不扰民。（3）智能饲喂：公司养殖场应用智能饲喂系统，自动收集

采食量、饮水量等信息，并依据猪群生长曲线及猪只健康状况 调整营养配方，自动下料和供水，实现精细化饲喂。（4）智能养猪专家：公司集成多种传感器，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。

图 8：公司智能化平台



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

**生猪育种优势。**公司于 1998 年开始建立自主育种体系，1999 年探索轮回二元育种，2006 年搭建完成其独特的轮回二元育种体系。该育种体系从核心群选留公猪直接应用至父母代母猪，进行多品系轮回杂交生产，其优点是：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。公司生产的二元母猪，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需求，形成了遗传性能稳定、杂交优势明显的独特轮回二元育种体系，为公司快速发展奠定基础，为种猪供应、生猪产能恢复提供有力支撑。根据公司《2022 年社会责任报告》，公司已成立 11 个专业生猪育种公司，拥有 2300 多名专业育种人员和规模居行业前列的核心种猪群，具备为行业年供应 3000 万头种猪的能力，彻底摆脱了对进口种猪的依赖。

图 9：公司育种技术发展历程



启动“种子计划”，开始建立自主育种体系	1998
剔除种猪氟烷基因	2001
选育公猪，探索轮回二元育种	2002
进行种猪高产选育，提升产仔数	2008
开始进行肉质测定和监控	2012
引入种猪高产基因	2013
开展酮体屠宰测定	2014
应用全基因组选择技术，成立肉质实验室	2015
全群推广应用种猪配套系	2016
培育牧原高原产系，多品系配套生产	2017
与中国农科院北京畜牧兽医研究所合作启动全基因组选择研究	2018
参与“国家畜禽良种联合攻关计划”，积极参与全国生猪遗传改良工作	2019
牧原被遴选为国家畜禽种业阵型企业	2022

数据来源：公司《2022 年社会责任报告》，东莞证券研究所

**营养技术优势，推动行业绿色可持续发展。**公司在现有“玉米+豆粕”型、“小麦+豆粕”型配方技术的基础上，持续研发引入木薯、大麦、高粱、原料副产品等杂粮杂粕，实现对原料的充分应用，同时研究应用低蛋白日粮。公司自 1992 年起进行低蛋白日粮初试，2000 年在生长猪群开始推广应用。在满足猪群生长需求的情况下，通过在饲料中补充适量 5-6 种合成氨基酸，减少豆粕等蛋白原料使用量。经过多年对低蛋白日粮技术的创新研发及实践，公司有效降低了养猪豆粕用量。2022 年，公司全年豆粕用量占比 7.3%，较社会养殖 14.5% 的豆粕用量占比减少了 7.2%。采用低蛋白日粮技术不仅能通过节降饲料成本实现头均经济效益的增长，还可通过减少多余氮元素的消耗实现氮减排，并节约大量用于大豆生产的农业用地，在保护生态环境和保障国家粮食安全方面产生巨大的生态效益和社会效益。公司从 2011 年开始在行业中大力推广和分享相关技术，2021 年将低蛋白日粮技术无偿贡献给行业，努力推进行业绿色可持续发展。

表 3：公司推广低蛋白日粮产生的效益

效益类别	指标	头均	公司	全国
经济效益	降低成本	30 元	18.4 亿元	195 亿元
社会效益	节省资源-大豆	31.9 公斤	195 万吨	2074 万吨
	节省资源-耕地	0.24 亩	1469 万亩	1.53 亿亩
生态效益	氮减排	1.3 公斤	8.0 万吨	84.5 万吨

资料来源：公司《2022 年社会责任报告》，东莞证券研究所

**成本控制能力领先于行业。**公司坚持一体化经营，集中采购、统一管理，减少中间环节交易成本，并凭借在智能化、育种、营养、疫病防控等方面的技术优势及管理优势，成本控制能力处于行业领先水平。2023年以来，公司生猪养殖完全成本整体呈下降趋势，1-9月平均成本为15.0元/kg，其中，一季度为15.7元/kg，二季度为15.0元/kg，三季度为14.5元/kg；2023年全年约为15.0元/kg，较2022年全年的15.7元/kg明显下降。随着公司逐步打通各项技术路径，成本有望进一步下降。公司未来主要的降成本措施主要有：第一，加强生产管理。持续推动优秀成绩的复制、推广，消灭成本在16元/kg以上的场线，降低养殖成本离散度，实现整体成本的下降。第二，加强健康管理。做好疾病净化及防控工作，提升猪群健康水平，提高日增重、全程成活率等生产指标，降低生猪养殖成本。

图 10：公司生猪养殖完全成本（元/公斤）

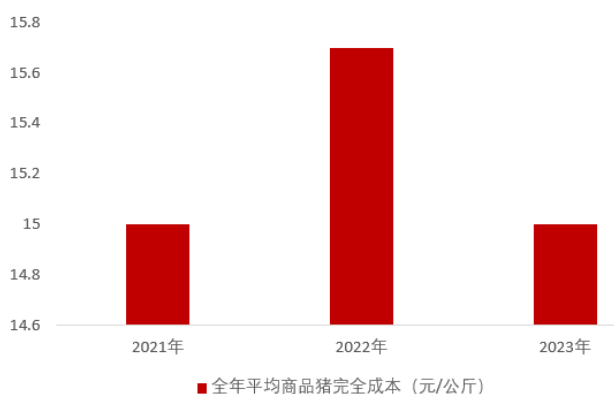
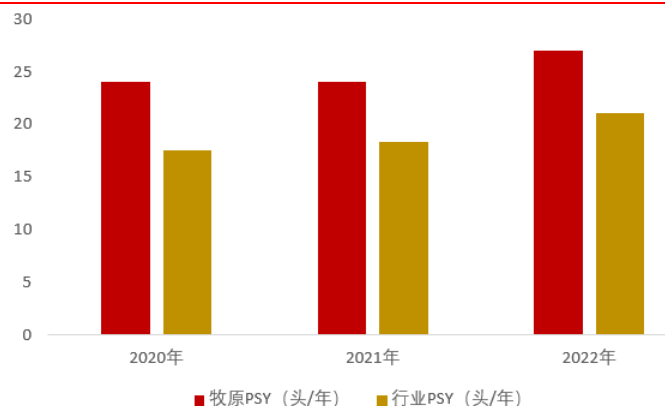


图 11：公司与行业平均 PSY（头/年）



资料来源：公司投资者关系活动记录表，东莞证券研究所

资料来源：公司投资者关系活动记录表，同花顺 iFinD，东莞证券研究所

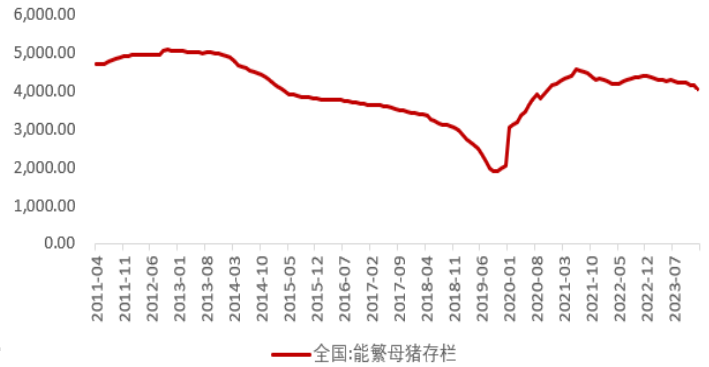
## 2. 母猪产能持续去化 行业有望迎来周期回升

### 3.1 能繁母猪产能持续去化

2023年能繁母猪存栏持续回落，后续仍有去化空间。自2023年1月开始，我国能繁母猪存栏量逐步回落。截至2023年12月末，我国能繁母猪存栏量达到4142万头，较2022年末减少了248万头，下降了5.6%。2024年1月，我国能繁母猪存栏量持续下降，1月末环比2023年12月末下降了75万头至4067万头。

图 12：我国能繁母猪存栏量环比增减（%）

图 13：我国能繁母猪存栏量（万头）



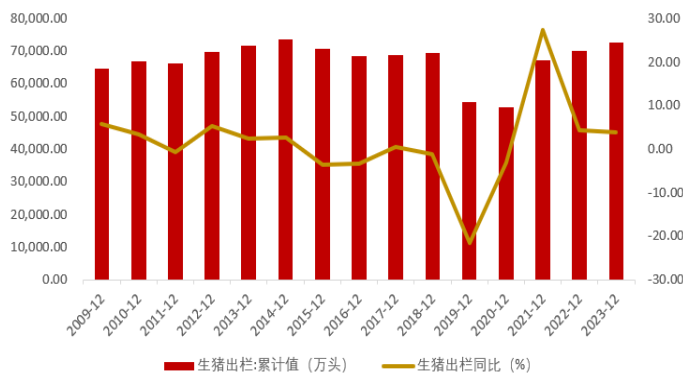
资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

### 3.2 生猪供给有望逐步回落

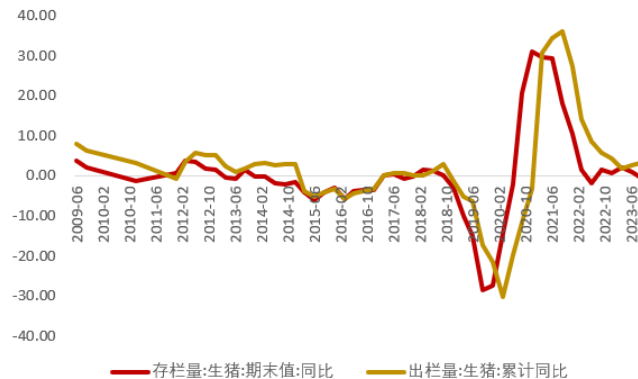
我国 2023 年生猪出栏量同比有所提升，预计 2024 年生猪供给有望逐步回落。2023 年，我国生猪累计出栏 72662 万头，同比增长 3.8%；其中 Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别出栏 19899 万头、17649 万头、16175 万头和 18939 万头，分别同比增长 1.7%、3.7%、4.7% 和 5.4%。截至 2023 年 12 月末，我国生猪存栏量达到 43422 万头，同比下降 4.1%。展望 2024 年，根据生猪养殖周期，生猪供给约滞后能繁母猪供给约 10 个月左右的时间，我们根据 2023 年能繁母猪存栏量趋势进行推算，预计 2024 年生猪供给有望逐步回落。

图14：我国生猪出栏量累计值及其同比增速（万头，%）



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图15：我国生猪存栏量与出栏量累计同比增速（%）



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

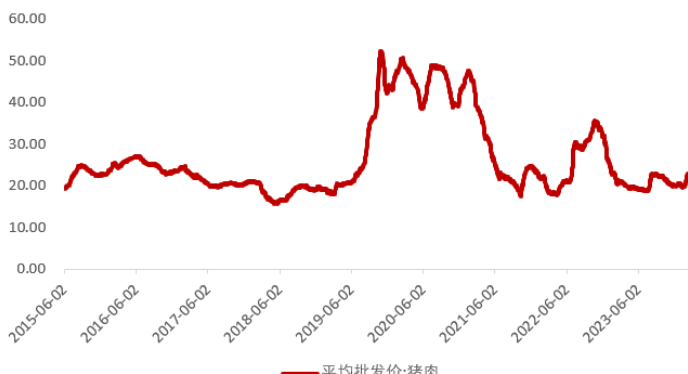
### 3.3 生猪价格有望回升

2023 年生猪价格整体表现较弱，预计 2024 年有望逐步回升。2023 年 1-6 月份，全国外三元生猪均价由年初的 16-17 元/公斤，逐步回落至 13-14 元/公斤；7-8 月迅速回升至 17-18 元/公斤；9 月份逐步回落。截至 2023 年 12 月 31 日，全国外三元生猪平均价格 14.26 元/公斤，较 2023 年 8 月初高点回落了 19%。2023 年生猪价格整体表现较弱主要原因在于生猪供给较为充裕。进入 2024 年以来，我国外三元生猪价格年前由低点 13.43 元/公斤逐步回升至 16-17 元/公斤，年后逐步回落。截至 2 月 25 日，全国外三元生猪平均价 14.15 元/公斤。未来随着能繁母猪存栏量下降传导至生猪供给，预计 2024 年我国生猪价格有望逐步回升。

图 16：全国外三元生猪价格（元/公斤）



图 17：我国猪肉平均批发价（元/公斤）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

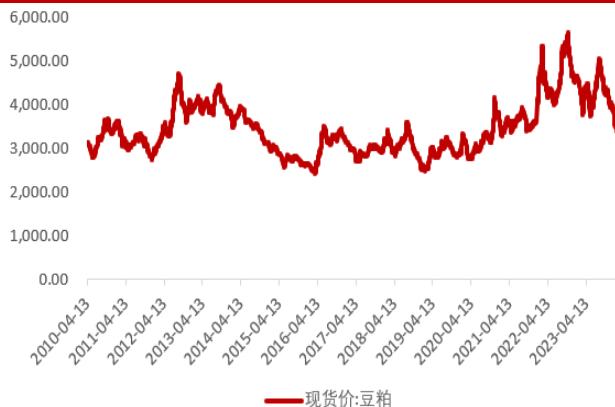
### 3.4 生猪养殖成本有望持续回落

我国玉米、豆粕现货价格持续回落，目前仍处于近几年相对高位水平。2023 年，我国玉米、豆粕现货价由年初的高位有所回落。截至 2023 年 12 月 29 日，玉米现货价 2566.86 元/吨，较年初下跌 12.6%；豆粕现货价 3962 元/吨，较年初下跌 15.4%。进入 2024 年以来，我国玉米、豆粕现货价持续回落。截至 2 月 23 日，玉米现货价 2435.1 元/吨，较年初回落 5.1%；豆粕现货价 3352 元/吨，较年初回落 12.9%，目前玉米、豆粕价格仍处于近几年相对高位水平。

图 18：我国玉米现货价（元/吨）



图 19：我国豆粕现货价（元/吨）



数据来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

数据来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

预计 2024 年生猪养殖成本或将持续回落。

（1）全球玉米价格。根据美国农业部 2024 年 2 月全球农产品供需报告预测，预计 2023/24 年度全球玉米产量 12.33 亿吨，比上月预测值减少 316 万吨；总消费量 12.11 亿吨，比上月预测值减少 31 万吨；期末库存 3.22 亿吨，比上月预测值减少 316 万吨；库存消费比 26.9%，比上月预测值持平。预计 2023/24 年度全球玉米产需差 2181 万吨，全球玉米供需形势整体宽松，预计国际玉米价格中枢有望持续回落。

表 4：美国农业部 2024 年 2 月全球玉米供需平衡表（百万吨）

2023/24 年度	期初库存	产量	进口量	饲用量	国内总消费	出口量	期末库存
------------	------	----	-----	-----	-------	-----	------

	1月	300.56	1235.73	190.76	763.73	1211.07	200.89	325.22
全球	2月	300.25	1232.57	189.82	761.75	1210.76	200.82	322.06
	1月	34.55	389.69	0.64	144.15	316.63	53.34	54.91
美国	2月	34.55	389.69	0.64	144.15	316.37	53.34	55.17
	1月	10.27	127	1.2	63.5	77.5	54	6.97
巴西	2月	10.27	124	1.2	63.5	77.5	52	5.97
	1月	1.11	55	0.02	9.8	14.1	41	1.03
阿根廷	2月	1.11	55	0.02	9.8	14.1	41	1.03
	1月	2.8	30.5	0.02	4.5	5.5	21	6.82
乌克兰	2月	2.8	30.5	0.02	4	5	23	5.32
	1月	0.91	17	0.05	10.5	11.6	5.3	1.06
俄罗斯	2月	0.91	17	0.05	10.5	11.6	5.3	1.06
	1月	7.23	60.1	23.5	58.3	79.2	4.2	7.43
欧盟	2月	7.23	60.1	23	58	78.9	4.2	7.23
	1月	3.03	30.86	17.95	39.8	48.1	0.61	3.13
东南亚	2月	3.03	30.76	17.95	39.7	48	0.61	3.13
	1月	206.04	288.84	23	225	306	0.02	211.86
中国	2月	206.04	288.84	23	225	306	0.02	211.86

资料来源：USDA，东莞证券研究所

**(2) 中国玉米价格。**根据农业农村部 2024 年 2 月中国农产品供需形势分析报告，本月预测 2023/24 年度中国玉米种植面积 44219 千公顷，较上年增加 1149 千公顷，增幅 2.7%；预计总产量 28884 万吨，较上年度增加 4.2%。需求方面，预计 2023/24 年度玉米消费量 29500 万吨，较上年度增加 1.5%。进出口方面，预计玉米进口量减少至 1750 万吨，较上年度下降 6.5%。预计 2023/24 年度国内玉米产区批发均价可能在 2400-2600 元/吨，进口玉米到岸税后均价 2150-2350 元/吨，价格中枢有望下移。

表 5：2024 年 2 月中国玉米供需平衡表

	2021/22	2022/23 (2月估计)	2023/24 (1月预测)	2023/24 (2月预测)
产量(万吨)	27255	27720	28884	28884
进口(万吨)	2189	1871	1750	1750
消费(万吨)	28770	29051	29500	29500
出口(万吨)	0	1	1	1
结余变化(万吨)	674	539	1133	1133
国内玉米产区批发均价(元/吨)	2641	2744	2400-2600	2400-2600
进口玉米到岸税后均价(元/吨)	2876	2682	2400-2600	2150-2350

资料来源：农业农村部《2024 年 2 月中国农产品供需形势分析》，东莞证券研究所

备注：玉米市场年度为当年的 10 月至下年 9 月

**(3) 全球大豆。**根据美国农业部 2024 年 2 月全球农产品供需报告预测，2023/24 年度全球大豆产量 3.98 亿吨，比上月预测值减少 77 万吨；总消费量 3.83 亿吨，比上

月预测值减少 63 万吨；全球大豆期末库存 1.16 亿吨，比上月预测值增加 143 万吨；库存消费比 30.3%，比上月预测值增加 0.4%。预计 2023/24 年度全球大豆产需差 1518 万吨，全球大豆供给整体宽松，价格中枢将有望继续回落。

表 6：美国农业部 2024 年 2 月全球大豆供需平衡表（百万吨）

	2023/24 年度	期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内总用量	出口量	期末库存
全球	1 月	101.87	398.98	168.35	329.4	383.66	170.94	114.6
	2 月	103.57	398.21	167.85	329.29	383.03	170.57	116.03
美国	1 月	7.19	113.34	0.82	62.6	65.97	47.76	7.62
	2 月	7.19	113.34	0.82	62.6	65.97	46.81	8.57
阿根廷	1 月	17.21	50	6.1	35.5	42.75	4.6	25.96
	2 月	17.21	50	6.1	35.5	42.75	4.6	25.96
巴西	1 月	35.35	157	0.45	53.75	57.5	99.5	35.8
	2 月	37.35	156	0.45	53.75	57.5	100	36.3
中国	1 月	33.79	20.84	102	98	120.5	0.1	36.03
	2 月	33.79	20.84	102	98	120.5	0.1	36.03
欧盟	1 月	1.32	3.06	13.8	15	16.59	0.3	1.29
	2 月	1.22	3.06	13.8	14.9	16.49	0.3	1.29
东南亚	1 月	0.73	0.47	10.14	5.13	10.36	0.02	0.96
	2 月	0.67	0.47	9.64	4.63	9.81	0.02	0.95
墨西哥	1 月	0.22	0.14	6.4	6.48	6.54	0	0.22
	2 月	0.22	0.14	6.4	6.48	6.54	0	0.22

资料来源：USDA，东莞证券研究所

**（4）中国大豆。**根据农业农村部 2024 年 2 月中国农产品供需形势分析报告，本月预测 2023/24 年度中国大豆种植面积 10470 千公顷，较上年度增加 2.2%，大豆单产达到每公顷 1991 公斤，较上年度增加 0.5%；大豆产量达到 2084 万吨，较上年度增加 2.8%。预计 2023/24 年度大豆消费量 11700 万吨，较上年度增加 2.5%。受国产大豆增产和养殖业豆粕减量替代影响，大豆进口量下降至 9725 万吨，较上年度减少 1.5%。预计 2023/24 年度中国大豆销区批发均价可能在 5600-5800 元/吨，进口大豆到岸税后均价在 4800-5000 元/吨，价格中枢有望回落。

表 7：2024 年 2 月中国大豆供需平衡表

	2021/22	2022/23 (2 月估计)	2023/24 (1 月预测)	2023/24 (2 月预测)
产量 (万吨)	1640	2028	2084	2084
进口 (万吨)	9030	9795	9725	9725
消费 (万吨)	10797	11415	11692	11700
出口 (万吨)	10	9	15	15
结余变化 (万吨)	-137	399	94	94
国产大豆销区批发均价 (元/吨)	6472	5982	5600-5800	5600-5800
进口大豆到岸税后均价 (元/吨)	4940	5288	4800-5000	4800-5000

资料来源：农业农村部《2024年2月中国农产品供需形势分析》，东莞证券研究所

备注：大豆市场年度为当年的10月至次年9月

### 3.5 生猪养殖盈利有望回升

2023 年头均盈利持续为负，预计 2024 年有望缓慢回升。2023 年，我国生猪养殖头均盈利整体较差，其中自繁自养生猪仅 8 月份实现小幅盈利，其他时间均在亏损；外购仔猪头均盈利一直为负。截至 2024 年 2 月 23 日，自繁自养生猪养殖利润为-190.16 元/头，外购仔猪养殖利润为 7.88 元/头。未来伴随能繁母猪产能去化传导至生猪产能，生猪价格有望逐步回升，养殖成本有望回落，预计 2024 年生猪头均盈利有望缓慢回升。

图 20：我国自繁自养生猪养殖利润（元/头）



图 21：我国外购仔猪养殖利润（元/头）



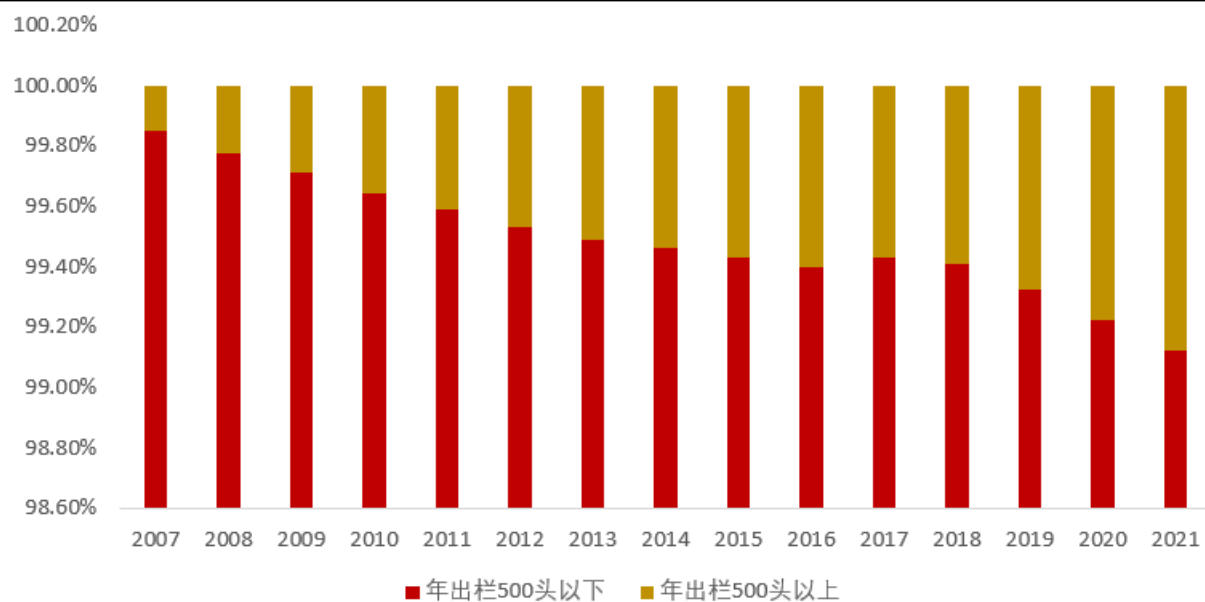
资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

### 3.6 我国生猪养殖规模化和集中度还有较大提升空间

我国生猪规模养殖场持续增加，规模化程度还有较大提升空间。2007-2021 年，我国生猪年出栏 500 头以下的养殖场数量由 8222.4 万个减少至 1992.3 万个，减少了 6230 万个，减少幅度达到约 76%，占比由 99.85%下降至 99.12%；年出栏 500 头以上的养殖场数量由 12.46 万个增长至 17.69 万个，增加了 5.22 万个，增长幅度达到 41.9%，占比由 0.15%提升至 0.88%，其中年出栏 5 万头以上的超大型养殖场数量由 50 个增长至 849 个，增长幅度高达 1598%。近几年在国家政策和市场的共同作用下，我国生猪养殖规模化程度不断上升。2022 年，我国生猪养殖规模化率由 2019 年的 46.9%提升至 65.1%。而美国在 2010 年年出栏量 500 头以上的养殖场出栏量占比就超过了 95%，超大型养殖场（年出栏 $\geq$ 50000 头）出栏量占比超过了 10%。我国生猪养殖规模化程度未来还有较大提升空间。

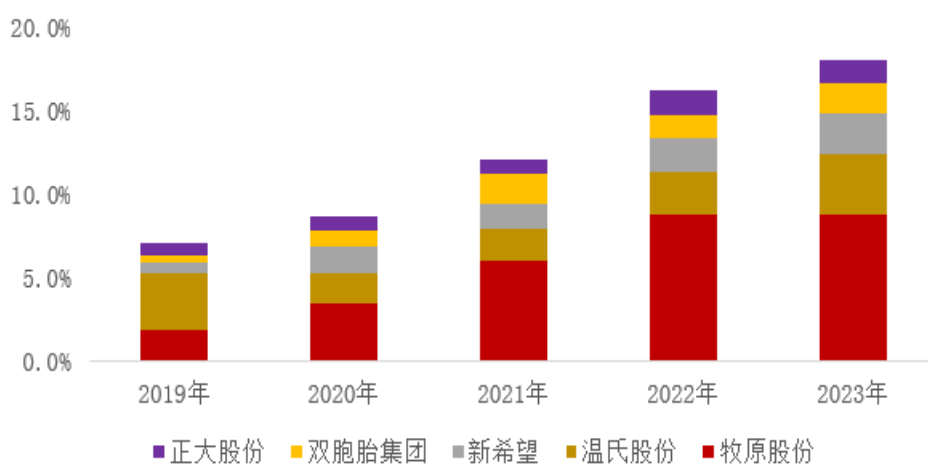
图 22：我国生猪养殖年出栏户数占比（%）



数据来源：中国畜牧业年鉴，同花顺 iFinD，东莞证券研究所

我国生猪养殖行业集中度低，格局相对分散。我国生猪养殖行业具有典型的“小企业，大市场”的特点。虽然目前行业的市场规模超过万亿，但行业集中度较低。以生猪出栏量作为衡量行业集中度的标准，2023 年我国生猪出栏量 72662 万头，前五大猪企牧原股份、温氏股份、新希望、双胞胎集团、正大股份生猪出栏量分别为 6382 万头、2626 万头、1768 万头、1352 万头和 1000 万头（来自新猪派调研），占全国生猪出栏量的比例分别为 8.8%、3.6%、2.4%、1.9%和 1.4%，占比合计为 18.1%；CR5 较 2019 年提升了 10.6 个百分点。

图 23：我国生猪养殖企业生猪出栏量占比 (%)



数据来源：同花顺 iFinD，wind，新猪派，猪场动力网，东莞证券研究所

我国生猪养殖行业的集中度还有较大提升空间。与美国相比，我国生猪养殖行业的集中度还较低。美国生猪养殖行业 2019 年 CR5 已达到 32.6%，远高于我国 2023 年 CR5 的集中度水平。美国最大的生猪养殖企业史密斯菲尔德 2019 年的市场份额为 14.66%，约是牧原股份 2023 年国内市场份额的 1.7 倍。未来随着我国生猪养殖规模化程度持续提高，我国生猪养殖龙头的集中度有望不断上升。



### 3. 投资策略

维持对公司的“买入”评级。预计公司 2023-2024 年 EPS 分别为-0.75 元和 2.6 元，对应 2024 年 PE 约为 15 倍。公司是我国生猪养殖一体化龙头，不断延伸产业链，屠宰肉食业务不断发展壮大。公司竞争优势明显，仍不断精进内功。我国生猪养殖行业短期有望迎来周期回升，行业中长期规模化和集中度仍有较大提升空间。维持对公司的“买入”评级。

表 8：公司盈利预测简表（2024/2/28）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	124,826	106,312	130,090	157,312
营业总成本	112,050	112,582	118,017	137,987
营业成本	102,987	105,619	110,471	129,964
营业税金及附加	185	106	130	157
销售费用	759	638	650	629
管理费用	4,201	3,189	3,773	4,405
财务费用	2,775	1,967	1,821	1,573
研发费用	1,142	1,063	1,171	1,258
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	14,854	-3,892	14,941	22,765
加：营业外收入	377	300	300	300
减：营业外支出	301	600	600	600
利润总额	14,930	-4,192	14,641	22,465
减：所得税	-3	1	-3	-4
净利润	14,933	-4,193	14,644	22,470
减：少数股东损益	1,667	-105	439	674
归母公司所有者的净利润	13,266	-4,088	14,204	21,796
摊薄每股收益(元)	2.43	(0.75)	2.60	3.99
PE（倍）	16	-51	15	10

数据来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

### 4. 风险提示

**（1）发生疫病的风险。**疫病是生猪养殖行业所面临的主要风险之一，若公司周边地区或自身场区疫病发生频繁，或者公司疫病防控体系执行不力，公司将可能面临生猪发生疫病所引致的产量下降、盈利下降，甚至亏损等风险。

**（2）原材料价格波动的风险。**小麦、玉米和豆粕等是生猪养殖主要的原材料，上述大宗农产品价格波动对公司的主营业务成本、净利润均会产生较大影响。

**（3）生猪价格波动的风险。**我国生猪市场呈现明显的周期性波动。未来，若生猪销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，则公司存在业绩难以保持持续增长，甚至大幅下降或者亏损的风险。

**（4）食品安全的风险。**若公司的医务人员，尤其是专业医务人才流向竞争对手，或无法为新设立的医院吸引足够数量的合格医务人员，则可能会对公司在该等区域经营能力和业绩造成不利影响。

**（5）厦门眼科中心收入占比较高的风险。**虽然公司严格按照国家的相关产品标准组织生产，建立了完善的食品安全控制体系，但公司一旦发生食品安全问题，将直接影响到公司的生产经营和盈利能力，从而在一段时间内会影响公司的经营业绩。

**（6）自然灾害风险。**公司生猪养殖场分布在全国 24 个省级行政区。在公司生产场地及其周边地区若发生自然灾害，可能给公司带来直接损失。同时，自然灾害所导致的通讯、电力、交通中断，生产设施、设备的损坏，也可能给公司的生产经营造成不利影响。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn