

创新助力成本优势，穿越周期稳健增长

■ 证券研究报告

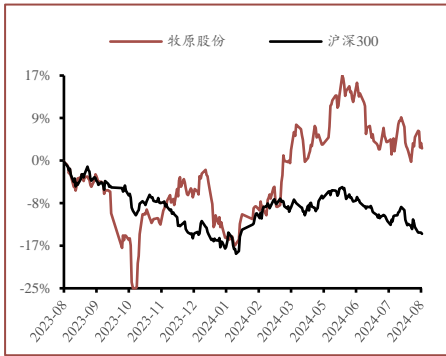
★ 投资评级:增持(维持)

基本数据

2024-08-09

收盘价(元)	43.30
流通股本(亿股)	38.11
每股净资产(元)	11.54
总股本(亿股)	54.65

最近 12 月市场表现



分析师 余剑秋

SAC 证书编号: S0160522050003

yujq01@ctsec.com

相关报告

- 《Q2 业绩扭亏为盈，养殖成本持续下行》 2024-08-05
- 《Q1 业绩暂承压，出栏稳步扩张，成本优势稳固》 2024-04-28
- 《Q3 扭亏为盈，降本增效持续推进》 2023-10-31

核心观点

- ❖ **生猪养殖龙头，布局猪肉产业链一体化。**公司于1992年成立，2012年开始省外扩张，专注养猪30余年；2020年开启屠宰业务，目前已形成集饲料加工、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等环节于一体的猪肉产业链。公司生猪养殖规模快速增长，年出栏量自2018年的1101万头增长至2023年的6382万头，2023年市占率达到8.8%，排名全国第一。
- ❖ **猪价开启上行周期，养殖利润可期。**2023年以来行业15个月亏损，企业现金流压力较大，叠加冬季非瘟疫情影响，被动及主动母猪去化幅度较为充分；2024Q2起，母猪去化传导的供应量下滑开始体现，猪价开启上行周期，8月1日，生猪价格达到10.43元/kg，相比年初上涨32.8%。由于原料价格下行、企业降本增效效果体现，2024Q2以来养殖企业成本较快下行，猪价和成本“剪刀差”扩大，企业养殖利润有望表现出更大的弹性。
- ❖ **科技赋能效率提升，成本优势稳固。**公司头均盈利年平均领先行业近100元/头，具备显著的成本优势，这依赖于：1)在饲料上，公司充分发挥规模采购优势，且注重饲料营养研究，研发智能饲喂系统，应用低蛋白日粮；2)育种上，建立二元回交育种体系，保持杂交优势，降低种猪成本和疾病风险；3)智能化应用上，推动猪舍迭代创新（开发四层空气过滤和精准通风系统），运用信息化系统，进行环境控制和精细化管理，提升人工养殖效率和猪群健康水平。公司始终坚持研发创新，信息化、智能化等多维度提升生产管理效率，有望持续推进实现成本向下600元/头的目标，保持成本领先优势。
- ❖ **公司有望实现长期稳健发展。**公司屠宰业务坚持精细化运营，产能利用率持续提升，有望实现较快增长；养殖业务坚持稳步高质量发展，土地储备充足，并积极探索楼房养殖模式，进一步提升单位土地储备养殖容量。公司规模稳健增长下，资本开支需求下降，资产负债率预计稳步下行，分红率有望提升。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司2024-2026年实现营业收入1283.8/1296.2/1289.0亿元，归母净利润分别为181.2/200.6/206.6亿元，8月9日收盘价对应2024-2026年PE分别为13.1/11.8/11.5倍，考虑到公司生猪养殖业务，行业地位和成本优势稳固，预计充分受益于猪价上行周期，我们维持公司“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料价格波动风险、动物疫病风险、极端灾害风险、成本下降不达预期风险

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	124826	110861	128379	129616	128895
收入增长率(%)	58.23	-11.19	15.80	0.96	-0.56
归母净利润(百万元)	13266	-4263	18123	20056	20659
净利润增长率(%)	92.16	-132.14	525.09	10.67	3.01
EPS(元/股)	2.49	-0.79	3.32	3.67	3.78
PE	19.58	—	13.06	11.80	11.45
ROE(%)	18.48	-6.79	23.57	21.58	18.93
PB	3.72	3.58	3.08	2.55	2.17

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 08 月 09 日收盘价计算）

内容目录

1	牧原股份：生猪养殖龙头，布局猪肉产业链一体化.....	5
2	行业：规模化趋势有望延续，猪价开启上行周期.....	8
3	公司：科技赋能效率提升，成本优势稳固.....	11
3.1	产业链一体发展，仍具成长空间.....	11
3.2	多维度持续创新，成本优势稳固.....	13
3.2.1	原料采购及原料替代优势.....	13
3.2.2	育种体系优势.....	15
3.2.3	数字化、智能化优势.....	16
3.2.4	养殖成本具下降空间.....	18
3.3	负债率有望下行，分红回报可期.....	19
4	盈利预测及投资建议.....	20

图表目录

图 1. 公司主要业务及产品.....	5
图 2. 公司发展历程.....	5
图 3. 公司股权结构较为集中（截至 2024H1）.....	6
图 4. 2023 年公司本科学历以上员工人数占比为 11.3%.....	6
图 5. 2023 年公司技术人员员工人数占比为 6.4%.....	6
图 6. 公司薪酬福利体系.....	7
图 7. 公司多次实施员工持股计划和股票激励计划.....	7
图 8. 公司营业收入整体维持增长趋势.....	7
图 9. 公司净利润呈现周期性波动.....	7
图 10. 公司研发人员数量和研发投入金额较快增长.....	8
图 11. 公司头均药品和疫苗费用整体呈下降趋势.....	8
图 12. 不同规模生猪养殖户数占比.....	8
图 13. 出栏量排名前五的企业市占率持续提升.....	8
图 14. 猪价（单位：元/kg）波动具备周期性.....	9
图 15. 本轮（第五）周期猪价（单位：元/kg）进入上行阶段.....	9
图 16. 2023Q1 至 2024Q1 行业产能持续去化.....	9

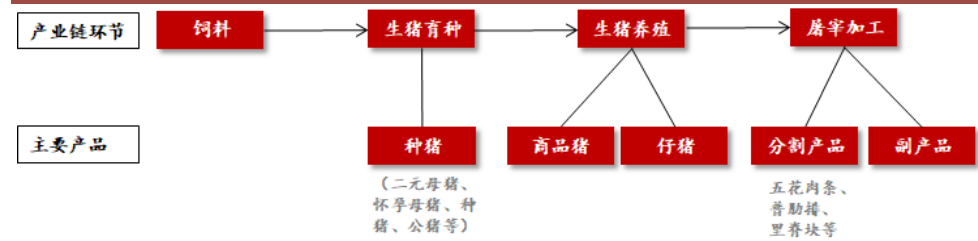
图 17. 中国生猪存栏量 2024 年以来较明显下行.....	9
图 18. 二元母猪价格 2022 年以来持续低位震荡.....	10
图 19. 上市猪企资产负债率 2022 年以来一直处于高位.....	10
图 20. 2023 年全国猪肉消费量为 5974 万吨.....	10
图 21. 2024 年以来新发地白条肉批发量同比普遍为负.....	10
图 22. 玉米和豆粕价格 2023Q4 以来较快下行.....	11
图 23. 2024 年 5 月起养殖利润快速提升.....	11
图 24. 公司生猪出栏量实现较快增长.....	11
图 25. 美国前十大养殖公司母猪存栏量及市占率.....	11
图 26. 公司资本开支 2022 年以来相对稳定.....	12
图 27. 公司生产性生物资产稳步增长.....	12
图 28. 2020-2023 年公司屠宰产能及养殖产能稳步增长.....	12
图 29. 2021-2023 年公司屠宰量和猪肉产品销量快速增长.....	12
图 30. 2023 年公司子公司数量达到 308 个.....	13
图 31. 公司楼房养殖模式.....	13
图 32. 公司头均盈利水平普遍高于行业水平.....	13
图 33. 公司 2023 年成本有所下行.....	13
图 34. 公司原料采购价格普遍低于大宗价.....	14
图 35. 公司饲料产能及产能利用率较快提升.....	14
图 36. 公司无豆粕原料配方.....	14
图 37. 公司致力于生产安全适口饲料.....	14
图 38. 公司豆粕用量占比明显低于行业平均水平.....	15
图 39. 公司饲料配方较为灵活.....	15
图 40. 公司育种体系发展过程.....	16
图 41. 公司轮回二元体系.....	16
图 42. 2023 年公司母猪入账成本处于行业较低水平.....	16
图 43. 公司智能化平台.....	17
图 44. 公司猪舍空气过滤和精准通风功能.....	17
图 45. 公司开发的智能设备.....	18
图 46. 公司成本挖潜空间.....	19
图 47. 国内养殖成本（单位：元/kg）仍然具备下行空间.....	19
图 48. 各国与公司 PSY（单位：头数/年）对比.....	19
图 49. 2021H2 以来固定资产增速明显放缓.....	20

图 50. 2022 年以来在建工程余额逐步下降.....	20
图 51. 2020-2023 年公司头均折旧额增速较快	20
图 52. 公司分红率受周期影响有一定波动.....	20
表 1. 公司业务拆分.....	21
表 2. 可比公司指标对比.....	22
表 3. 可比公司估值.....	22

1 牧原股份：生猪养殖龙头，布局猪肉产业链一体化

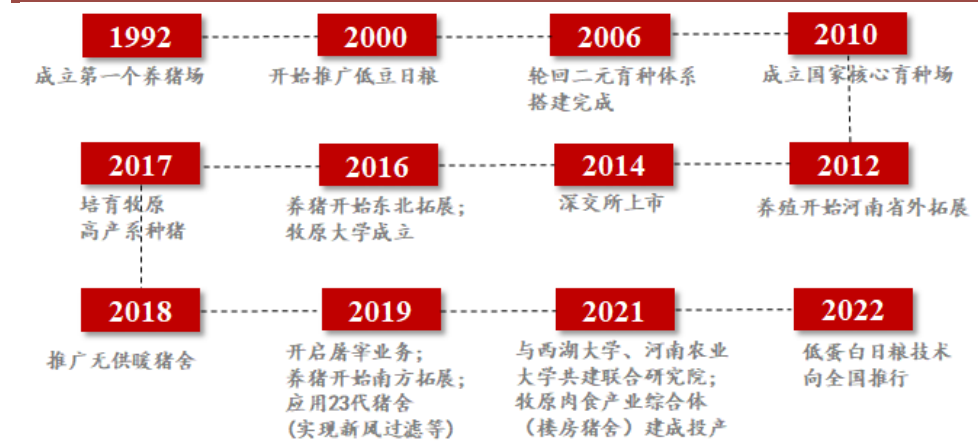
生猪养殖龙头，布局猪肉产业链一体化。公司于1992年成立，专注养猪30余年，以“自繁自育自养一体化”为主要养殖模式，目前已形成集饲料加工、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等环节于一体的猪肉产业链。横向发展上，公司2012年向河南省外拓展，2019年向南方省份拓展，2023年公司共销售生猪6381.6万头，占全国生猪出栏量的比例为8.78%；纵向延伸上，公司2020年起开启屠宰业务，2023年屠宰生猪1326.0万头，占生猪定点屠宰企业屠宰量的比例为3.86%。公司抓住行业规模化提升的发展契机，高度重视创新研发，持续推动工业化、信息化、智能化养猪，维持公司在养殖效率上的竞争优势。

图1.公司主要业务及产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

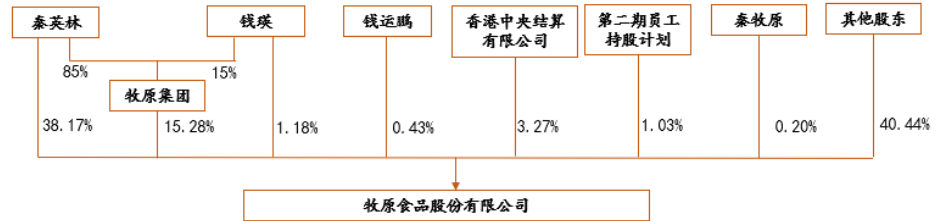
图2.公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司股权结构较为集中。公司的创始人兼现任董事长秦英林先生，及其妻子钱瑛女士为公司的共同实际控制人；截至2024H1，两人直接及间接持有公司的股权比例合计为54.63%，股权结构多年以来稳定。

图3.公司股权结构较为集中（截至 2024H1）

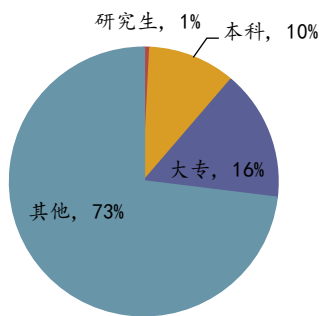


数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

公司管理团队稳定专业。公司主要高管任职时间较长，多数具备畜牧相关专业背景，董事长兼总经理秦英林先生拥有三十多年的生猪养殖经验以及企业管理经验，与钱瑛、杨瑞华、苏党林、褚柯、李彦朋、牛旻等技术骨干构成核心研发团队；公司亦重视年轻精英人才的培养，公司高管呈现年轻化趋势，目前肉食总裁秦牧原、首席财务官高瞳、养猪生产首席运营官李彦朋、发展建设总经理王志远、首席人力资源官（CHO）王春艳、首席智能官（CAIO）张玉良、首席法务官（CLO）袁合宾，均为不足 40 岁的年轻人才。

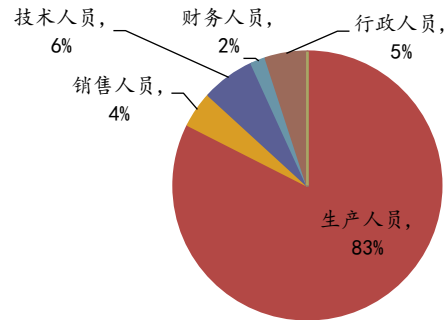
公司重视高学历和专业化人才的引进和培养。在垂直一体化的经营模式，信息化和智能化的趋势下，公司需要更多高素质的管理和技术人才。2023 年，公司本科学历以上员工人数达到 14827 人，占比 11.3%；技术人员员工人数达到 8388 人，占比 6.4%。公司长期开展系统化培训，推行师徒带教机制、星级饲养员评定，快速有效提升各岗位业务水平。

图4.2023 年公司本科学历以上员工人数占比为 11.3%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图5.2023 年公司技术人员员工人数占比为 6.4%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司持续完善薪酬和激励体系，激发员工积极性。1) 公司薪酬福利体系中，卓越薪酬除基础工资外，包含集团利润奖、个人创新奖、分管业务业绩奖等多种绩效奖金奖励方式。2) 截至 2023 年，公司共实施三次员工持股计划和 2019 年、2022 年

两次股票激励计划，覆盖范围包括董监高、核心管理人员和核心技术人员，总覆盖人数超过 7000，有效提振员工的工作积极性。3) 公司坚持按劳分配和成果导向，以价值创造为基础进行价值分配。2023 年公司创新性地推出**共创共享机制**，员工可根据个人能力竞聘选择饲养某一批次，公司与相关责任员工共创共享批次利润。截至 2023 年 11 月底，已推广共创制的养殖单元占公司整体养殖单元约 4%，未来若推广顺利，有望进一步带动公司养殖效率提升，缩小场区成本差距。

图6.公司薪酬福利体系



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图7.公司多次实施员工持股计划和股票激励计划

股票激励计划

时间	参与人数	参与人群
2019年	909	董监高(3人)、核心管理和技术人员(906人)
2022年	6093	董监高(11人)、核心管理和技术人员(6082人)

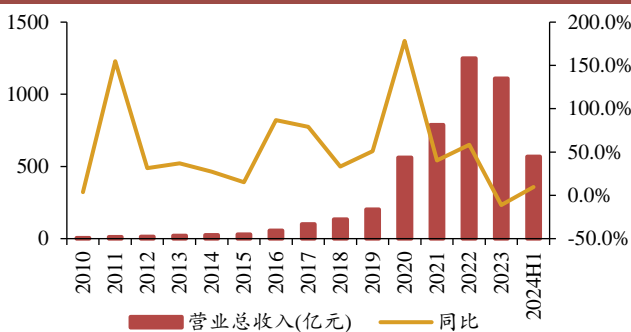
员工持股计划

时间	参与人数	参与人群
第一次	<500	董监高(5人)、其他员工
第二次	432	不包括董监高
第三次	<5000	董监高(7人)、其他员工

数据来源：公司公告，财通证券研究所

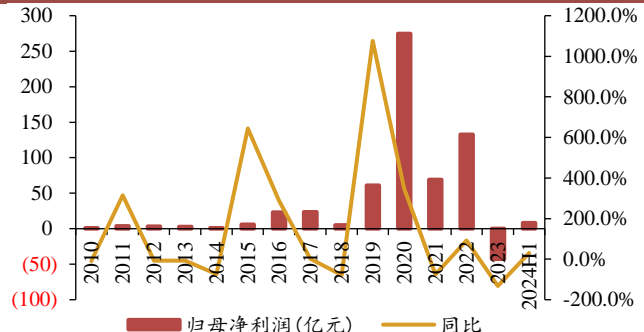
公司营业收入较快增长，净利润呈周期性波动。1) 公司营业收入主要来源于生猪销售，生猪销售量增长是公司营业收入增长的主要来源。2018-2023 年，公司生猪年出栏量自 1101 万头增长至 6382 万头，CAGR 为 42.1%；带动营业收入自 133.88 亿元增长至 1108.61 亿元，CAGR 为 52.6%。2) 由于生猪价格波动，公司净利润呈明显周期性波动。由于猪价持续低位震荡，公司 2023 年业绩承压，亏损 42.6 亿元；伴随猪价逐步反转上行，2024 年上半年公司扭亏为盈，实现盈利 8.3 亿元。

图8.公司营业收入整体维持增长趋势



数据来源：公司公告，财通证券研究所

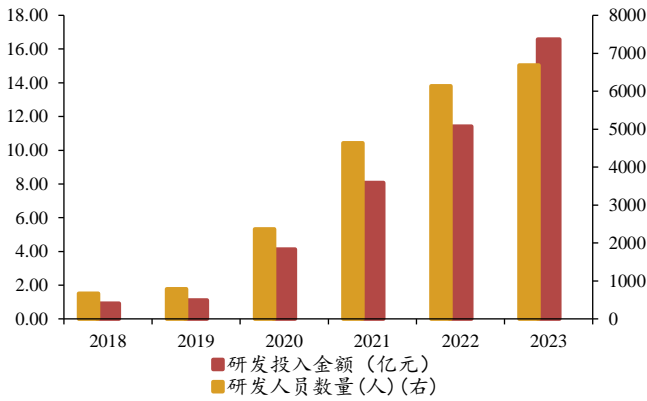
图9.公司净利润呈现周期性波动



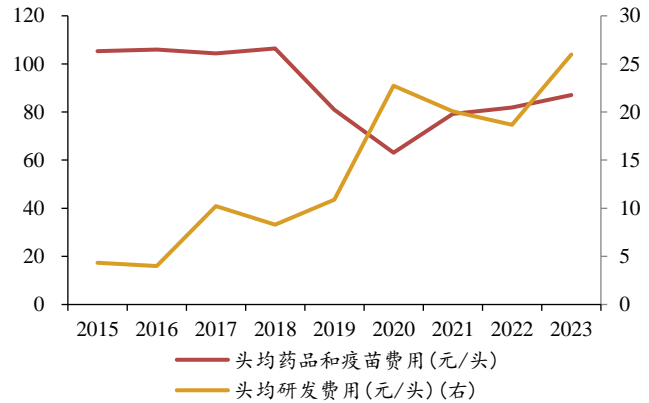
数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司坚持创新引领，持续进行研发投入。公司非常重视研发创新，在猪舍设计、饲料营养、疾病防控、环保公益、智能化设备等方面持续投入，研发应用先进养

殖技术。公司开展产学研合作，如与西湖大学、河南农业大学等院校及科研机构合作共建产业研究院，聚焦合成生物、智能化养殖、环保管理、疫病防控、营养健康等领域。2018-2023年，公司研发投入金额从0.91亿元提升至16.58亿元（CAGR为78.6%），研发人员数量从669人提升至6681人（CAGR为58.4%）。公司生物安全防控水平持续提升，公司头均药品和疫苗费用从2018年的106.43元/头下降至2023年的87.05元/头。

图10.公司研发人员数量和研发投入金额较快增长


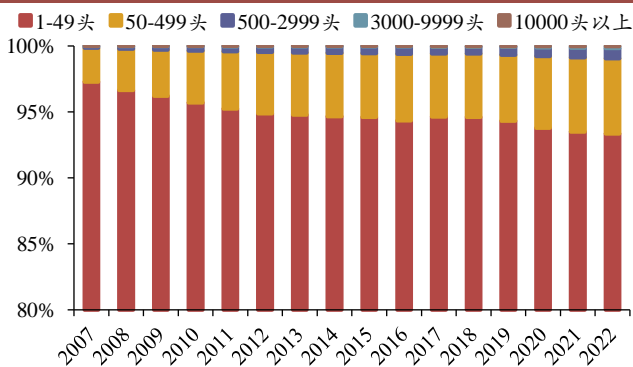
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图11.公司头均药品和疫苗费用整体呈下降趋势


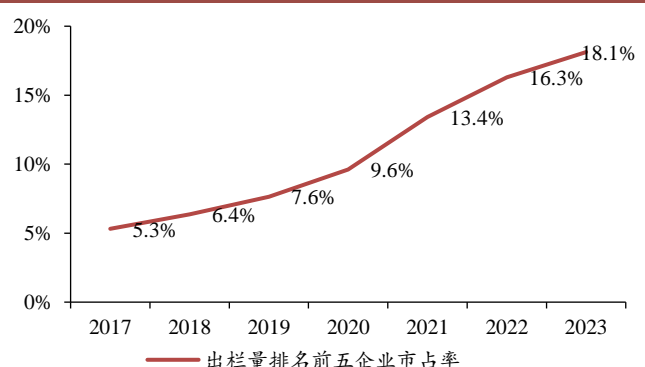
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2 行业：规模化趋势有望延续，猪价开启上行周期

生猪养殖行业规模化趋势有望延续。规模养殖场凭借相对完善的疾病防控系统、标准高效的生产管理体系和更强的资金筹集储备能力，保持成本优势，安全度过猪价低迷时期，顺势实现规模的扩张。2018-2023年，生猪出栏量CR5快速上行，从6.4%升至18.1%。在目前养殖行业规范化、信息化、智能化的趋势下，规模养殖企业的相对优势仍能够保持，行业规模化趋势或延续。

图12.不同规模生猪养殖户数占比


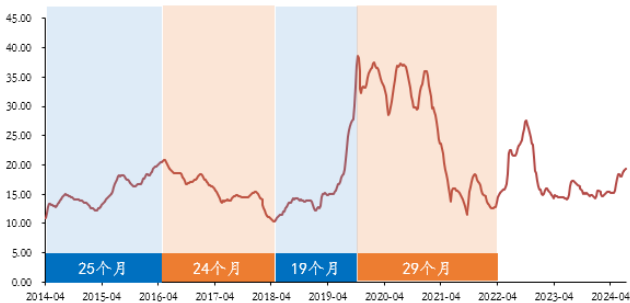
数据来源：《中国畜牧兽医年鉴》，农业农村部，Wind，财通证券研究所

图13.出栏量排名前五的企业市占率持续提升


数据来源：各公司公告，各公司官网，Wind，财通证券研究所

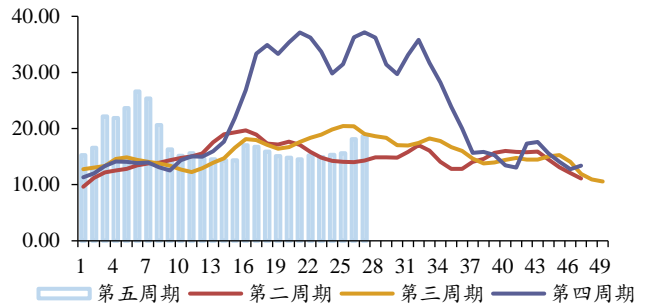
猪价波动具备周期性。从2006年开始，我国经历了4轮完整猪周期，在整体演绎节奏、时长上却有较高相似性，其中平均上行时长约20个月，最短上行期15个月。本轮猪周期于2022年4月开启，短期受二次育肥及压栏现象的推动，猪价一度快速上行；2023年1月至2024年4月，生产效率较快恢复下生猪供应压力较大，猪价持续低迷；2024年5月起，产能去化及猪病影响传导下，供应压力开始缓解，推动猪价进入上行周期。

图14.猪价（单位：元/kg）波动具备周期性



数据来源：Wind，财通证券研究所

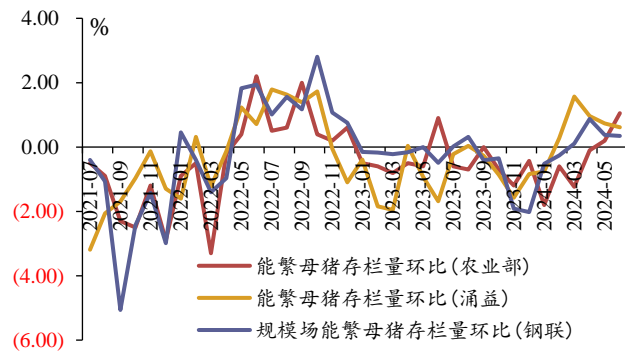
图15.本轮（第五）周期猪价（单位：元/kg）进入上行阶段



数据来源：Wind，财通证券研究所

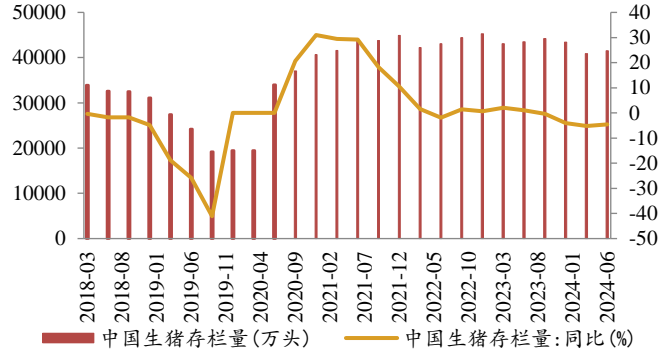
供应端：产能去化相对充分，2024年起供应压力逐步缓解。1) **能繁母猪存栏：**2023年以来，猪价持续低位震荡，企业亏损程度较深，对于母猪的主动淘汰逐步增加；10月以后，北方非洲猪瘟疫情较为严重，仔猪、商品猪、母猪的被动淘汰增加，产能去化加速；综合而言，本轮周期整体产能去化幅度相对充分。依据农业农村部数据，能繁母猪存栏2023年1月到2024年4月累计下滑9.5%；依据涌益咨询（样本散养户较多），2022年11月到2024年1月能繁母猪存栏累计下滑11.7%；依据Mysteel，2023年1月到2024年2月规模场能繁母猪存栏累计下滑6.2%。2) **生猪存栏量：**产能去化传导的供应环比减少在2024年开始体现，依据农业农村部，2024年上半年中国生猪存栏量较明显下滑，截至6月为41533万头，同比-4.6%。

图16.2023Q1至2024Q1行业产能持续去化



数据来源：农业农村部，涌益咨询，Mysteel，Wind，财通证券研究所

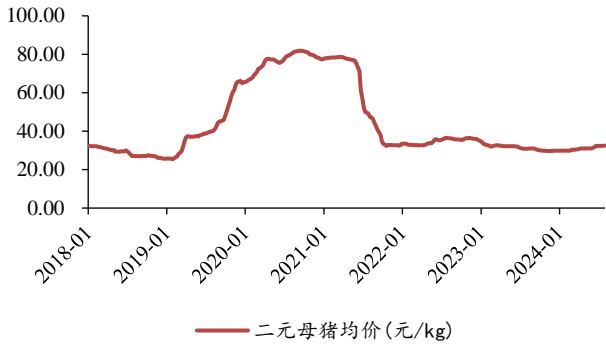
图17.中国生猪存栏量2024年以来较明显下行



数据来源：农业农村部，Wind，财通证券研究所

我们预计，产能回补或较为缓慢。自2021年4月到2024年4月的37个月中，行业亏损的月份达到26个月，自繁自养养殖模式下平均亏损幅度达到272元/头；企业现金流压力较大，截至2024Q1，上市猪企合计资产负债率达到67.2%。即使在2024Q2开始盈利后，生猪养殖企业整体仍趋于谨慎，二元母猪价格持续低位震荡也能够侧面验证。我们预计，由于现金流压力及疾病防控压力的存在，产业产能回补速度或较为缓慢。

图18.二元母猪价格 2022 年以来持续低位震荡



数据来源：农业农村部，Wind，财通证券研究所

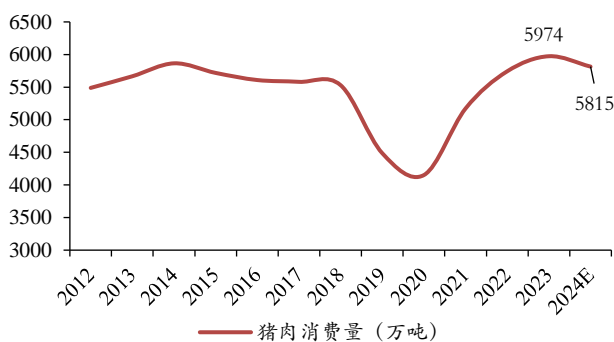
图19.上市猪企资产负债率 2022 年以来一直处于高位



数据来源：各公司公告，Wind，财通证券研究所
注：上市猪企选取牧原股份、温氏股份、新希望等 12 家企业

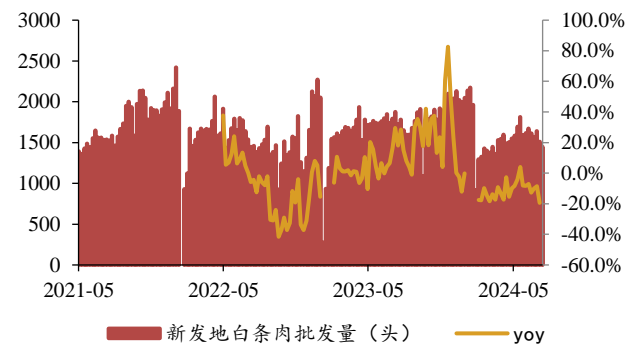
需求端：整体较为稳定。从宏观角度看，猪肉仍为家庭消费主流肉类，韧性较强，2023 年猪肉消费量为 5974 万吨，已恢复到非洲猪瘟疫情前的水平。从微观角度看，依据 Mysteel，2023 年以来，新发地白条肉批发量同比基本为负，反映短期终端成交相对平淡。我们预计，需求整体对猪价的影响较为中性；2024H2 伴随猪肉消费逐步进入季节性旺季，需求环比 2024H1 有望有所改善。

图20.2023 年全国猪肉消费量为 5974 万吨



数据来源：USDA，财通证券研究所

图21.2024 年以来新发地白条肉批发量同比普遍为负

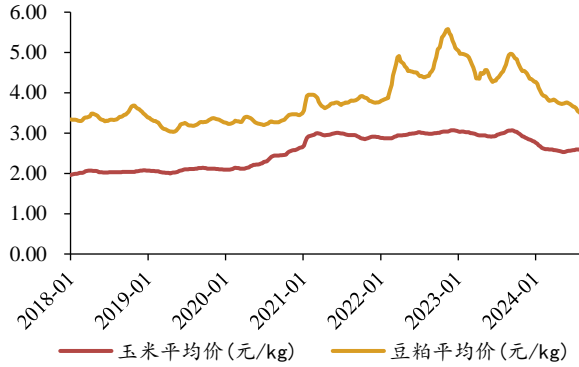


数据来源：Mysteel，财通证券研究所

利润端：价格成本剪刀差扩大，养殖利润快速提升。2023 年 12 月以来，饲料原料价格快速下行，2024 年以来（截至 8 月 1 日）玉米/豆粕价格较年初下滑 7.5%/18.5%。叠加疫情影响逐渐消退，养殖企业生产降本增效成果持续体现，企

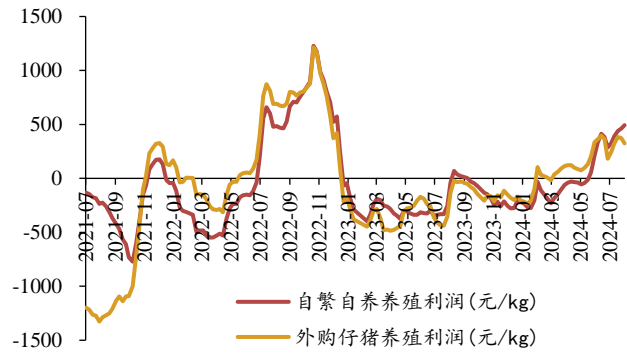
业养殖成本 2024Q2 以来步入快速下行通道，猪价上行成本下行下“剪刀差”扩大，养殖利润快速提升。

图22.玉米和豆粕价格 2023Q4 以来较快下行



数据来源：农业农村部，Wind，财通证券研究所

图23.2024 年 5 月起养殖利润快速提升



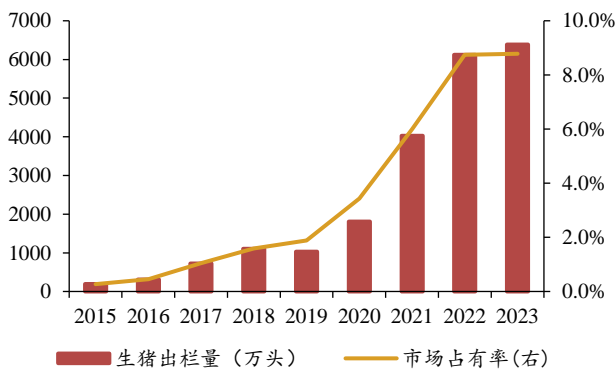
数据来源：Wind，财通证券研究所

3 公司：科技赋能效率提升，成本优势稳固

3.1 产业链一体发展，仍具成长空间

公司把握行业发展机遇，生猪出栏量取得较快增长。2015-2023 年，公司出栏量从 192 万头增长到 6382 万头，CAGR 为 55%；出栏量市场占有率从 0.27%增长至 8.78%；累计资本开支投入达到 1453 亿元。公司产能稳步上行，截至 2024H1，公司生产性生物资产达到 102.56 亿元，能繁母猪存栏量达到 330.9 万头。公司当前市占率（8.8%），相比美国养殖龙头公司史密斯菲尔德（18.2%），仍然具备较大提升空间。

图24.公司生猪出栏量实现较快增长

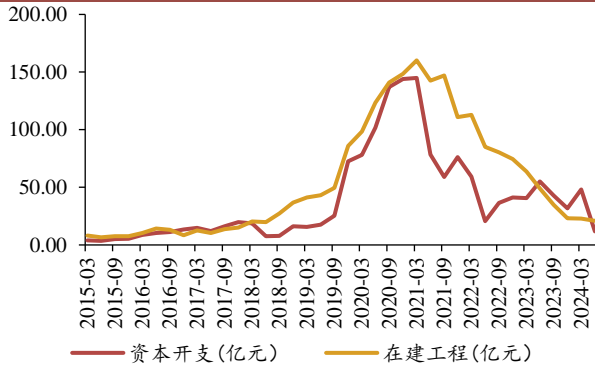


数据来源：公司公告，财通证券研究所

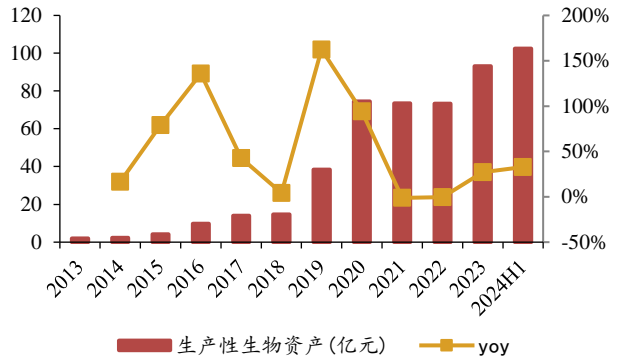
图25.美国前十大养殖公司母猪存栏量及市占率

美国前十大养殖公司	2022年母猪存栏量(头)	市占率
Smithfield/WH Group	1113500	18.2%
Pipestone System	461000	7.6%
Triumph Foods	435000	7.1%
Seaboard Foods	365000	6.0%
Iowa Select Farms	242000	4.0%
JBS USA	240000	3.9%
Carthage System	180400	3.0%
Prestage Farms	178000	2.9%
The Maschoffs	156000	2.6%
AMVC Management Services	150000	2.5%
合计	3520900	57.7%

数据来源：Swineweb，USDA，财通证券研究所

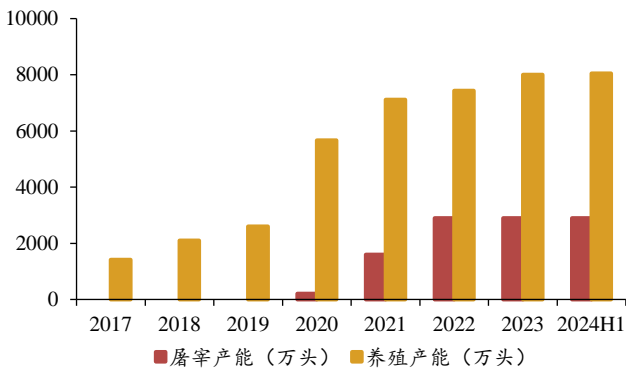
图26.公司资本开支 2022 年以来相对稳定


数据来源：公司公告，财通证券研究所

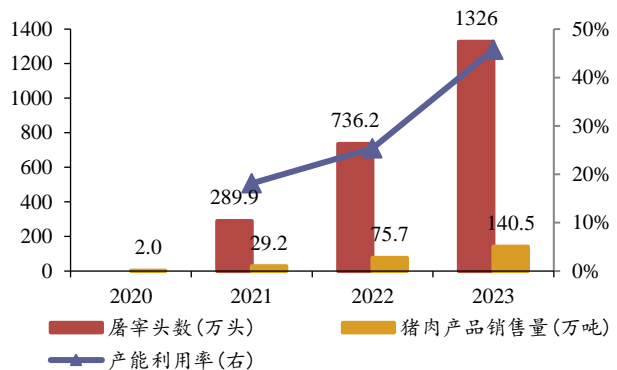
图27.公司生产性生物资产稳步增长


数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司加快布局屠宰，向高品质、智能化升级。公司 2020 年开始加快布局屠宰业务，加强公司的一体化布局 and 食品安全优势。2023 年公司屠宰生猪量 1326 万头（同比+80.1%），销售鲜、冻品等猪肉产品 140.5 万吨（同比+85.6%）；屠宰产能利用率约为 45.7%。公司在产品上，提升品质和出成率，优化产品结构；在渠道上，开拓及深耕市场，与 B 端连锁餐饮及连锁商场等客户开展合作，优化物流管理；在流程上，持续推进生产自动化、布局精细化、融合数字化；公司的屠宰业务的规模和利润空间有望进一步释放。

图28.2020-2023 年公司屠宰产能及养殖产能稳步增长


数据来源：公司公告，财通证券研究所

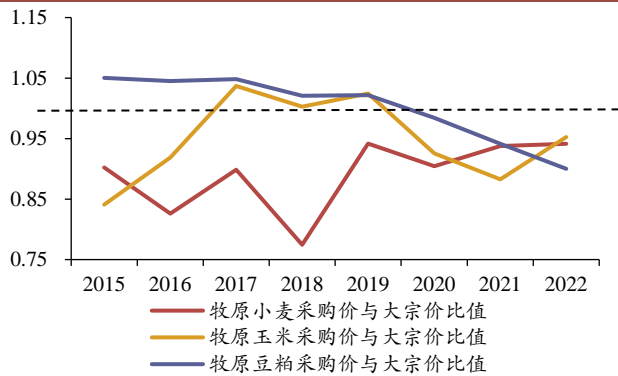
图29.2021-2023 年公司屠宰量和猪肉产品销量快速增长


数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司的产能储备充足。1) 截至 2023 年，公司子公司已达 308 个，分布 25 个省份，其中屠宰子公司数量 26 个；公司屠宰产能达到 2900 万头，养殖产能达到近 8000 万头；公司前瞻性地进行了养殖用地的储备，已具备合计接近 1 亿头产能的土地储备，能够支撑中期增长。2) 公司在原有“自繁自养”养殖模式上，积极探索楼房养殖模式，进一步提升单位土地储备养殖容量。公司的内乡牧原肉食产业综合体于 2020 年开建，包含 21 栋 6 层楼房，年出栏可达 210 万头，由于饲料、养殖、屠宰的一体化，大大降低物流成本，目前成本在公司内部已较为领先；截至

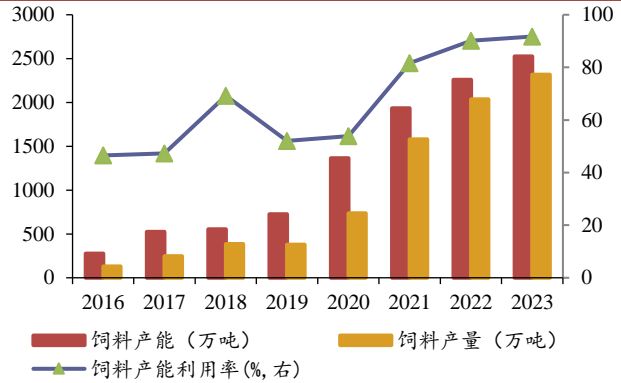
公司在饲料原料采购方面具备规模化和产地优势。1) 规模化采购优势。公司饲料保持自给自足，2023 年产能达到 2526 万吨，产能利用率达到 91.72%。伴随饲料生产规模的快速增加，公司在原材料采购上的议价能力更强。2) 产地优势。公司子公司主要布局在华北、东北等地区，河南是小麦产量第一大省，东北是玉米主产区，充分保障公司饲料原料的供给。除此之外，公司加强与国内外主要粮商的合作关系，充分利用金融工具持续优化供应链管理，历史上看，公司采购成本普遍低于行业平均价格，2022 年，公司玉米采购价为 2711 元/吨，市场均价为 2846 元/吨；小麦采购价为 2940 元/吨，市场均价为 3122 元/吨。

图34.公司原料采购价格普遍低于大宗价



数据来源：公司公告，Wind，财通证券研究所

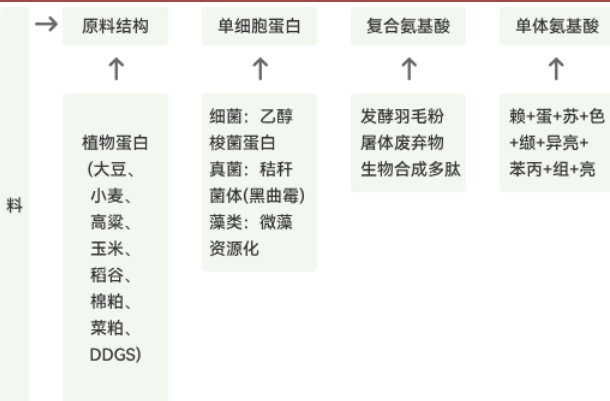
图35.公司饲料产能及产能利用率较快提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司注重饲料营养研究。1) 针对不同种群、不同生理阶段的生猪，公司运用析因法动态调整营养模型，实现精细化饲料配方调整，有效提升猪群生长效率和健康，反映原材料性价比，降低饲料成本。2) 公司研发的智能饲喂系统依据猪群生长曲线，分析猪健康情况，调整营养配方，自动下料和供水，可实现一日一配方的精准饲喂，有利于料肉比的下降；也可以进行采食量的监控，及时分析猪群的健康水平。3) 在加工、运输环节，公司通过饲料高温灭菌、管链密闭输送、饮水超滤消毒等方式全方位把控，确保饲料生物安全，保障猪群健康。

图36.公司无豆日粮原料配方



数据来源：公司官网，财通证券研究所

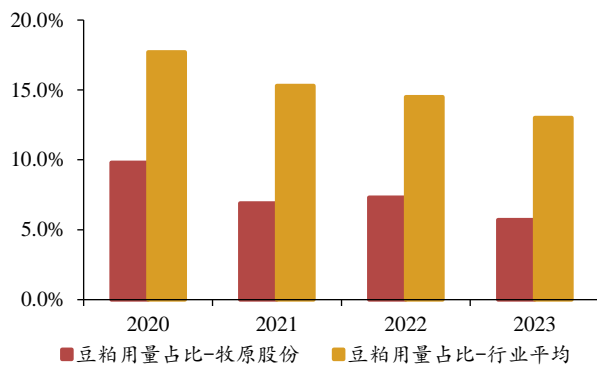
图37.公司致力于生产安全适口饲料



数据来源：公司公告，财通证券研究所

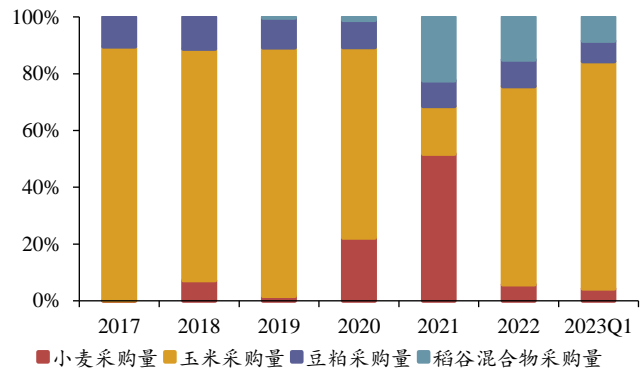
公司不断探索原粮替代，推动绿色发展。在原料替代方面，为应对原料成本变动，公司引入大麦、高粱、杂粕等原料，并进行芽麦等低成本原料的替代尝试。公司1992年开始进行低蛋白日粮尝试，2000年推广应用，通过添加发酵氨基酸等降低豆粕使用量，2021年开始向行业分享。2022/2023年公司豆粕用量占比7.3%/5.7%，远低于行业14.5%/13%的水平。公司借助合成生物学技术，进一步探索配方替代，释放经济效益，2022年，公司成立牧原合成生物；2023年，与西湖大学合作聚焦合成生物领域、与元素驱动（杭州）生物科技有限公司合作成立河南牧元安粮合成生物技术有限公司，聚焦豆粕减量替代和其他生物基产品。

图38.公司豆粕用量占比明显低于行业平均水平



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图39.公司饲料配方较为灵活



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2.2 育种体系优势

公司探索建立了二元回交育种体系。公司在2002年开始探索轮回二元回交育种体系，直到2017年才逐渐成熟，形成遗传性能稳定的牧原高产系种猪。二元回交育种体系，是从核心群选留公猪直接应用至父母代种猪，用长白/大白公猪替代杜洛克父本，从而开展多品系轮回杂交生产。公司的二元回交体系的优点包括：“肉、种兼用”的情况下，可快速补充母猪；可减少外部引种，降低引种带来的疾病风险和种猪成本；能够保持杂交优势，相比三元母猪表现出更强的繁殖性能，提升种群适应性等等。公司销售的种猪，在繁殖性能、生长速度等各方面得到市场认可，截至2023年末，公司已出资设立11家种猪公司开展种猪育种及销售业务，销售的种猪达到18.1万头。

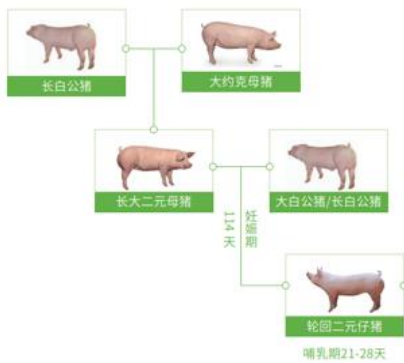
公司持续开展研究，保持核心种群优势。公司联合各大高校与科研院所，开展种猪智能测定、种猪大数据遗传评估、种猪种质资源分子鉴定等关键技术研究；运用种猪B超背膘测定仪、BLUP遗传性能评估软件等多种选育方法，收集大量表型测定数据，通过科学的遗传评估，严格执行选留标准，以确保公司核心种猪群性能的保持和提升。

图40.公司育种体系发展过程



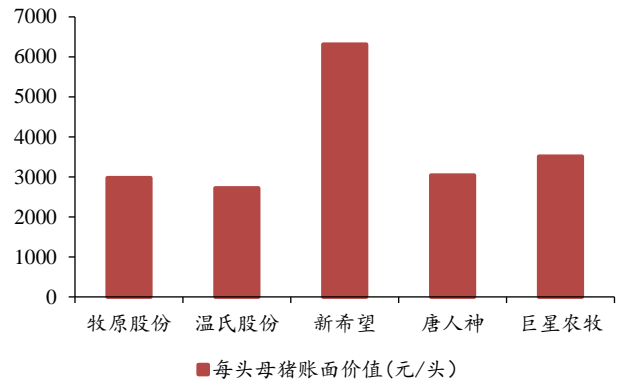
数据来源：公司官网，财通证券研究所

图41.公司轮回二元体系



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图42.2023年公司母猪入账成本处于行业较低水平



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2.3 数字化、智能化优势

养殖行业体现出工业化、数字化、智能化趋势。行业规模化趋势下，规模养殖企业对于标准化管理的需求增加，持续提升养殖设备自动化水平，推进生产流程标准化。当前物联网、大数据、云计算、人工智能等技术不断成熟，以公司为代表的集团企业由于稳固竞争优势的需要，开始前瞻布局智能化养殖，以持续提升猪群健康和养殖效率，降低成本。

图43.公司智能化平台



数据来源：公司官网，财通证券研究所

猪舍的迭代是公司技术创新的重要内容。公司猪舍设计迭代已经超过 20 代，前期猪舍创新主要集中在通风性、恒温性、清洁性等基础功能上，2007 年研发应用第 9 代全封闭式现代化猪舍；2009 年应用第 11 代生物发酵床猪舍；2015 年应用第 15 代采用热交换技术供暖的猪舍；2018 年推广第 22 代无供暖猪舍。非洲猪瘟疫情发生后，公司的猪舍创新主要在于通过精准通风、有效空气过滤、除臭灭菌等功能，降低病毒传播风险。公司对传统猪舍在进风端，加装 4 层精密过滤装置，拦截病菌携带体、气溶胶颗粒物等；过滤后的空气通过各级独立风道，精准输送至指定位置，提升通风效率；分阶段制定优化温度标准，采用喷淋装置、温度检测仪等实时监控调整环境湿度。

图44.公司猪舍空气过滤和精准通风功能



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司的智能化、信息化应用还体现在：

1) **辅助进行环境控制。**公司运用巡检机器人，搭载摄像头、麦克风、热像仪、温湿度传感器等智能传感器，采集猪群的图像、视频、声音、体表温度、环境温度、NH₃、CO₂、粉尘等数据（比如智能声音采集设备能够检测猪群的咳嗽等声音），及时对猪群状态进行监测、分析和决策，及时切断传播路径，提升猪群健康。

2) **提升人工养殖效率。**公司自主研发了智能环控、智能饲喂、智能巡检、猪脸识别、无人驾驶、自动清洗、自动性能测定等关键技术与配套设备，应用到养猪生产的各个环节，降低人工劳动强度，减少了人猪直接接触，全面提升生物安全等级。比如智能无针注射器，通过联网技术能精准控制注射剂量，能避免传统针头带来的交叉感染风险，减少猪群应激风险。

图45.公司开发的智能设备



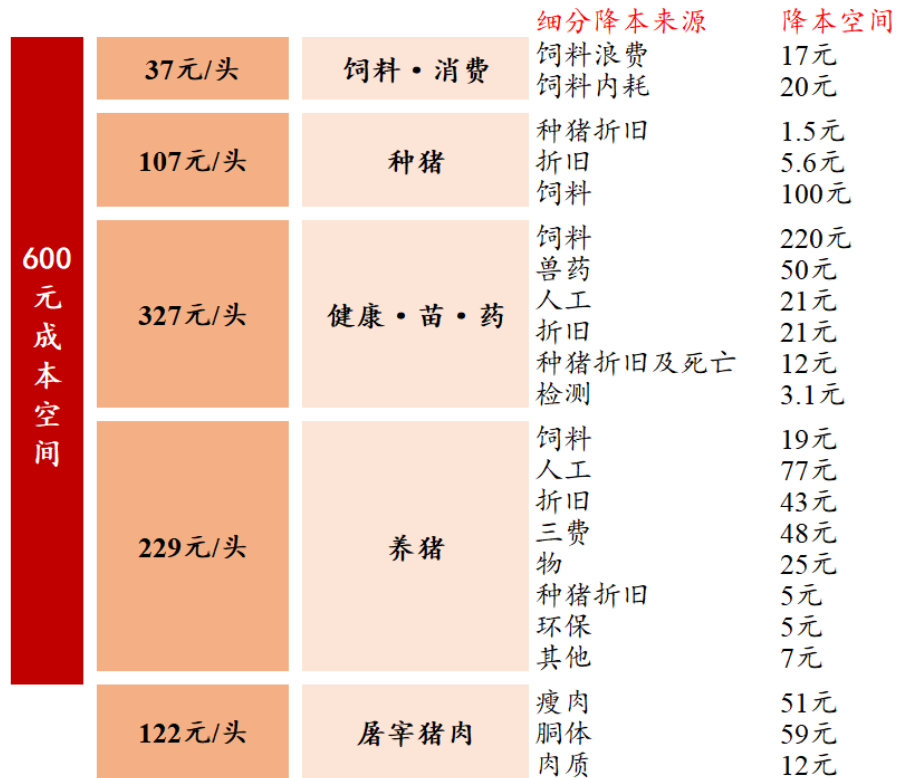
数据来源：公司官网，财通证券研究所

3) **辅助进行精细化管理：**为更全面严格地管理大量生产员工，规范其生产行为和消毒程度，公司开发智能监控平台，对生产过程中的各种流程和成果指标进行全域监控，各项参数实现数据化和可视化，管理到每一间猪舍、每一名员工、每一台设备、每一头猪，实时共享，实现精细化管理。公司设立深圳牧原数字技术、郑州牧原数字技术、河南牧原智能科技等子公司持续进行智能化相关装备和技术、软件开发、大数据分析的研发创新，截至2023年，河南牧原智能科技共取得370项专利，其中发明专利90项。

3.2.4 养殖成本具下降空间

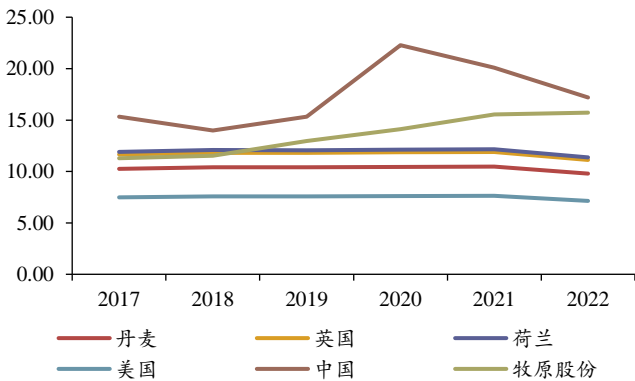
公司生猪养殖成本具备下行空间。相较于美国、丹麦、英国等国，中国养殖成本仍然处于较高水平，主要由于：1) 较高料肉比，公司2023年11月料肉比2.86，美国为2.6，丹麦为2.4；2) 规模化优势尚未完全体现；3) 生产效率有提升空间，公司2023年PSY为26.4，低于丹麦等国；4) 原料采购成本相对较高。公司2022年提出每头猪在饲料、种猪、动保、养猪端还有600元利润空间可以挖掘，若完全挖潜下，公司完全成本有望下降5元/kg左右（假设生猪均重为120kg），支撑公司保持成本的领先优势。

图46.公司成本挖潜空间



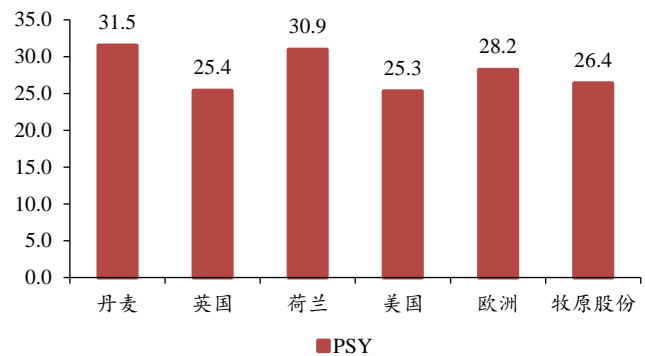
数据来源：公司投资者开放日，财通证券研究所

图47.国内养殖成本（单位：元/kg）仍然具备下行空间



数据来源：AHDB,《全国农产品成本收益资料汇编》，发改委，公司公告，Wind，财通证券研究所

图48.各国与公司PSY（单位：头数/年）对比

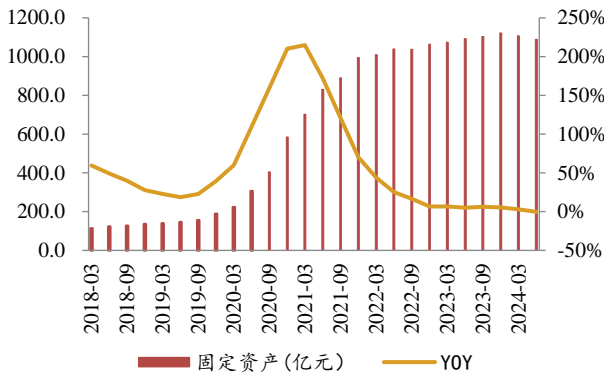


数据来源：AHDB，公司公告，财通证券研究所
注：牧原股份PSY为2023年数据，国家PSY为2022年数据

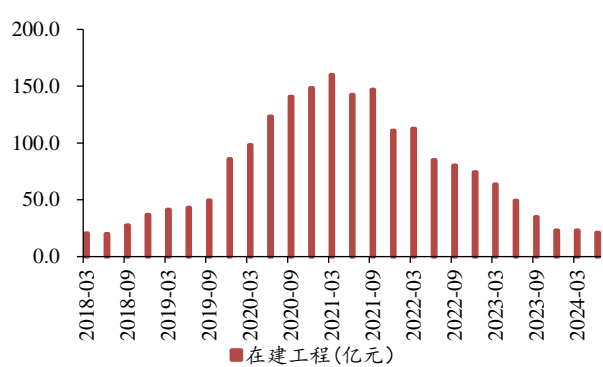
3.3 负债率有望下行，分红回报可期

公司长期利润和分红回报可以期待：1) 公司资本开支需求下降。假设头均生猪投资1400元、头均屠宰投资200元、1亿头养殖产能目标、屠宰产能匹配50%，对应还需要资本开支约322亿元，预计公司按照平稳节奏投入，对应每年资本开支需求有所下降。2) 头均折旧额压力减小：从资本开支下降，到固定资产增速放缓，

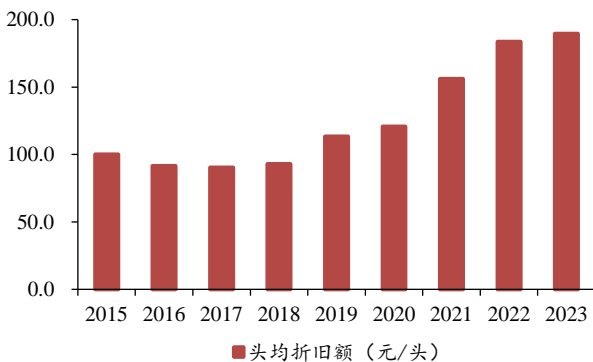
到产能利用率爬坡下头均折旧额下降，需要一定的传递时间。公司近两年头均折旧额仍处在高位，未来具备下降空间。3) **资产负债率有望下行**：由于资本开支减少、折旧压力有望减轻，周期价格上行情况下利润正向贡献较大，现金流预计较为充沛，公司资产负债率有望逐步下行。4) **分红回报有望提升**：公司的分红率伴随周期有一定波动，2023年由于公司上市以来首次亏损，没有进行分红。公司的盈利的基础来自于自身的强成本优势和稳固的市场地位，我们预计，后续伴随公司长期资本开支需求的下降，盈利水平的好转和资产负债率的下行，公司有望提供更高的分红回报。

图49.2021H2 以来固定资产增速明显放缓


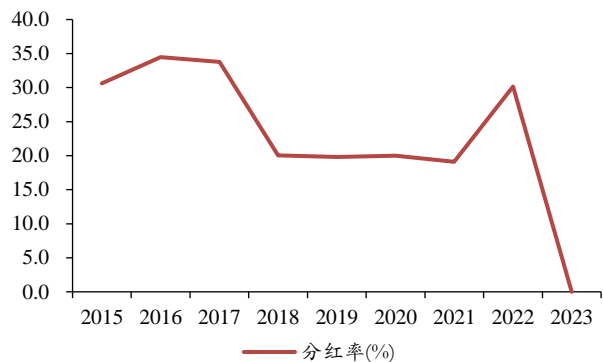
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图50.2022 年以来在建工程余额逐步下降


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图51.2020-2023 年公司头均折旧额增速较快


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图52.公司分红率受周期影响有一定波动


数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司 2024-2026 年主要业务业绩做出如下预测：

- 1) **生猪养殖业务**：我们预计，2024-2026 年，公司生猪养殖收入分别为 1256.6/1268.7/1261.3 亿元，同比+16.1%/+1.0%/-0.6%。销量方面，公司生猪出栏量稳健增长，预计 2024-2026 年出栏量分别为 6800/7300/7800 万头；价格方

面，2024H2 起生猪价格进入上行周期，2024-2025 年均价均处于较高水平，预计 2024-2026 年商品猪销售均价分别为 16.8/15.8/14.7 元/kg；毛利率方面，伴随饲料原料成本下行和生产效率提升，预计公司养殖成本下行较为明显，对应 2024-2026 年毛利率为 22.0%/23.4%/23.8%。

2) 其他业务：我们预计公司屠宰业务较快发展，2024-2026 年生猪屠宰量为 1500/1800/2100 万头。公司屠宰产能利用率仍处于爬坡阶段，毛利率有望持续改善。

综合测算，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1283.8/1296.2/1289.0 亿元，增速分别为+15.8%/+1.0%/-0.6%。公司日常费用支出方面较为稳定，我们认为，伴随公司负债的下行，财务费用率会有所下行，2024-2026 年期间费用率为 7.1%/6.8%/6.4%。综合考虑我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 181.2/200.6/206.6 亿元。

表1.公司业务拆分

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
生猪养殖业务	收入(亿元)	750.8	1197.4	1082.2	1256.6	1268.7	1261.3
	YOY	36.2%	59.5%	-9.6%	16.1%	1.0%	-0.6%
	生猪出栏量(万头)	4026	6120	6382	6800	7300	7800
	YOY	122.3%	52.0%	4.3%	6.5%	7.4%	6.8%
	销售均价(元/kg)	16.9	17.7	14.5	16.8	15.8	14.7
	毛利率	17.5%	18.4%	2.9%	22.0%	23.4%	23.8%
其他版块	收入(亿元)	38.1	50.8	26.4	27.2	27.4	27.7
	YOY	225.4%	33.3%	-48.1%	3.0%	1.0%	1.0%
合计	收入(亿元)	788.9	1248.3	1108.6	1283.8	1296.2	1289.0
	YOY	40.2%	58.2%	-11.2%	15.8%	1.0%	-0.6%
	毛利率	16.7%	17.5%	3.1%	20.8%	22.0%	22.2%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

估值分析：

从 PE 角度分析，我们预计，2024-2026 年公司 EPS 为 3.3/3.7/3.8，参考 8 月 9 日收盘价，对应 PE 为 13.1/11.8/11.5 倍。选取温氏股份、新希望、巨星农牧、唐人神作为可比公司（生猪养殖规模较大），参考 2024 年 PE，公司估值处于行业偏低水平。考虑到公司生猪养殖业务，行业地位和成本优势稳固，预计充分受益于猪价上行周期，我们维持公司“增持”评级。

表2.可比公司指标对比

	2023年出栏量 (万头)	2023年出栏量增速	2023年底能繁母猪存栏量 (万头)
温氏股份	2622	46.7%	155
新希望	1768	20.9%	82
巨星农牧	267	74.7%	11
唐人神	371	72.1%	15
牧原股份	6382	4.3%	313

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

表3.可比公司估值

证券名称	收盘价 (元)	EPS					PE					PB(TTM)
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
温氏股份	19.78	0.82	-0.97	0.82	1.63	1.56	24.10	-	24.12	12.13	12.68	4.32
新希望	9.60	-0.36	0.04	0.24	0.79	0.77	-	175.12	40.59	12.16	12.42	2.24
巨星农牧	20.52	0.31	-1.28	0.89	2.30	2.56	65.69	-	23.06	8.92	8.02	3.85
唐人神	5.48	0.11	-1.09	0.30	0.70	0.78	48.37	-	18.40	7.87	7.06	1.48
行业平均									26.54	10.27	10.04	
牧原股份	43.30	2.49	-0.79	3.32	3.67	3.78	19.58	-	13.06	11.80	11.45	3.75

数据来源：Wind，财通证券研究所

备注：截止2024.8.9，其中新希望、唐人神盈利预测采用wind一致预测

5. 风险提示

原材料价格波动风险。成本占比较高的主要有玉米、豆粕、小麦、高粱等饲料原料的国际贸易存在较大不确定性，价格波动的风险将中长期存在。如果全球大宗农产品的供应偏紧，价格上行，将推高产业链成本，对公司盈利水平产生不利影响。

动物疫病风险。动物疾病的大规模发生与流行，可能会导致生猪的疾病甚至死亡，从而导致生猪出栏量下行，对公司收入和业绩产生明显不利影响。

极端灾害风险。自然灾害和极端气候可能造成经营活动无法正常开展；也可能会增加疾病传播风险，从而增加疫情防控成本，对公司盈利水平产生不利影响。

成本下降不达预期风险：如果公司降本增效成果、产能爬坡等不及预期，公司养殖成本下降可能不及预期，公司盈利可能不及预期。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						财务指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	124826.21	110860.73	128379.06	129615.90	128894.75	成长性					
减:营业成本	102987.06	107414.79	101686.48	101096.20	100263.91	营业收入增长率	58.2%	-11.2%	15.8%	1.0%	-0.6%
营业税费	185.30	189.56	218.24	220.35	219.12	营业利润增长率	93.7%	-125.1%	635.0%	10.6%	3.0%
销售费用	758.74	982.63	1142.57	1153.58	1147.16	净利润增长率	92.2%	-132.1%	525.1%	10.7%	3.0%
管理费用	4201.40	3876.28	4493.27	4601.36	4640.21	EBITDA 增长率	59.3%	-56.9%	196.1%	8.2%	2.2%
研发费用	1142.40	1657.73	1283.79	1296.16	1288.95	EBIT 增长率	80.0%	-103.7%	3,445.5%	7.8%	0.3%
财务费用	2907.72	3054.14	2207.28	1771.17	1150.94	NOPLAT 增长率	79.4%	-103.7%	-3,447.2%	7.8%	0.3%
资产减值损失	0.00	-202.48	50.00	20.00	-10.00	投资资本增长率	17.9%	1.3%	6.0%	3.1%	1.9%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	28.4%	-15.9%	21.4%	20.0%	16.9%
投资和汇兑收益	46.89	-6.39	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	14853.69	-3731.91	19965.01	22089.40	22752.35	毛利率	17.5%	3.1%	20.8%	22.0%	22.2%
加:营业外净收支	76.34	-438.18	-50.00	-50.00	-50.00	营业利润率	11.9%	-3.4%	15.6%	17.0%	17.7%
利润总额	14930.03	-4170.09	19915.01	22039.40	22702.35	净利润率	12.0%	-3.8%	15.5%	17.0%	17.6%
减:所得税	-3.37	-2.22	0.00	0.00	0.00	EBITDA/营业收入	23.9%	11.6%	29.7%	31.8%	32.7%
净利润	13266.16	-4263.28	18122.66	20055.85	20659.14	EBIT/营业收入	14.2%	-0.6%	17.2%	18.4%	18.6%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	20793.55	19429.11	22090.09	26105.61	28985.48	固定资产周转天数	311	369	332	332	334
交易性金融资产	3.04	21.18	21.18	21.18	21.18	流动营业资本周转天数	-21	-12	-10	-10	-9
应收账款	176.59	167.84	174.51	135.13	158.46	流动资产周转天数	183	209	186	198	209
应收票据	60.00	129.09	84.88	59.14	84.07	应收账款周转天数	0	1	0	0	0
预付账款	2101.54	535.05	508.43	505.48	501.32	存货周转天数	127	134	147	148	152
存货	38251.72	41930.81	41113.15	42010.39	42656.91	总资产周转天数	534	631	560	574	590
其他流动资产	699.13	1194.17	1194.17	1194.17	1194.17	投资资本周转天数	441	503	460	470	482
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	18.5%	-6.8%	23.6%	21.6%	18.9%
长期股权投资	581.85	718.75	718.75	718.75	718.75	ROA	6.9%	-2.2%	8.9%	9.6%	9.7%
投资性房地产	125.54	109.20	109.20	109.20	109.20	ROIC	11.7%	-0.4%	13.7%	14.3%	14.1%
固定资产	106358.72	112150.49	116846.32	117792.91	117984.99	费用率					
在建工程	7441.27	2308.34	2654.17	2827.09	2913.54	销售费用率	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
无形资产	952.35	1155.19	1235.19	1315.19	1395.19	管理费用率	3.4%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%
其他非流动资产	670.49	549.48	549.48	549.48	549.48	财务费用率	2.3%	2.8%	1.7%	1.4%	0.9%
资产总额	192947.61	195404.55	203853.64	209549.53	213151.05	三费/营业收入	6.3%	7.1%	6.1%	5.8%	5.4%
短期债务	29165.44	46929.02	38929.02	25929.02	10929.02	偿债能力					
应付账款	25186.20	23463.03	23143.27	23585.64	23928.32	资产负债率	54.4%	62.1%	55.9%	48.5%	40.8%
应付票据	3157.05	2513.90	2683.41	2989.21	3138.02	权益权益比	119.1%	163.9%	126.8%	94.2%	69.0%
其他流动负债	107.22	42.07	42.07	42.07	42.07	流动比率	0.80	0.67	0.76	0.95	1.25
长期借款	10646.39	9863.45	11123.27	11123.27	11123.27	速动比率	0.28	0.21	0.26	0.36	0.50
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	6.13	-0.20	8.85	11.34	15.50
负债总额	104877.23	121367.90	113951.98	101628.47	87017.64	分红指标					
少数股东权益	16287.03	11208.60	13000.95	14984.50	17027.71	DPS(元)	0.74	0.00	0.73	0.73	0.82
股本	5472.28	5465.35	5465.35	5465.35	5465.35	分红比率	0.30	0.00	0.22	0.20	0.22
留存收益	49743.87	41477.54	55550.19	71586.05	87755.18	股息收益率	1.5%	0.0%	1.7%	1.7%	1.9%
股东权益	88070.38	74036.66	89901.66	107921.06	126133.41	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	2.49	-0.79	3.32	3.67	3.78
净利润	13266.16	-4263.28	18122.66	20055.85	20659.14	BVPS(元)	13.12	11.50	14.07	17.00	19.96
加:折旧和摊销	12131.74	13534.77	15989.95	17412.11	18253.07	PE(X)	19.6	—	13.1	11.8	11.5
资产减值准备	23.11	206.64	-50.00	-20.00	10.00	PB(X)	3.7	3.6	3.1	2.5	2.2
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	3131.05	3370.27	2498.71	2102.53	1542.53	P/S	2.1	2.0	1.8	1.8	1.8
投资收益	-46.89	6.39	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	10.3	22.1	7.5	6.5	6.0
少数股东损益	1667.24	95.41	1792.35	1983.55	2043.21	CAGR(%)					
营运资金的变动	-7361.55	-3442.73	115.70	-115.99	-335.55	PEG	0.2	—	0.0	1.1	3.8
经营活动产生现金流量	23010.55	9892.82	38519.37	41468.04	42222.39	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-15928.72	-17218.81	-22633.05	-18350.00	-18300.00	REP					
融资活动产生现金流量	2420.57	3198.97	-13225.33	-19102.53	-21042.53						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 09 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。