

光明肉业（600073.SH）

布局全球的优质牛肉标的，有望受益牛肉涨价利好催化

优于大市

核心观点

公司是较为稀缺的优质牛肉上市标的，拥有新西兰稳定的牛羊肉资源。公司前身为上海梅林正广和股份有限公司，是光明食品集团旗下肉类产业核心企业，主要产品包括牛肉、羊肉、猪肉、罐头食品、肉制品，及糖果、蜂蜜和饮用水等，拥有梅林B2、银蕨、苏食、爱森、联豪、冠生园、大白兔、正广和等知名品牌。2016年12月公司成功收购新西兰银蕨农场牛肉有限公司50%股份实现控股，银蕨农场是新西兰最大的牛羊肉企业之一，此次收购让光明肉业获得来自新西兰的优质牛羊肉资源，也为拓展海外市场、提升品牌国际影响力奠定基础。2025Q1公司营收同比+8.46%至61.54亿元，归母净利润同比+66.82%至1.66亿元，受益于牛价景气上行，牛羊肉板块开始贡献正向盈利。

肉牛养殖持续深亏驱动产能去化，2025年国内肉牛供给预计迎来拐点。国内肉牛养殖已加速出清，出栏节奏明显加快，钢联样本下2025年1月肉牛出栏月环比+6%、同比+39%，肉牛存栏同比-22%；出栏体重加速回落。参考猪周期，非瘟导致2019年末全国能繁存栏同比减少近40%，对应2020年生猪年均价较2019年上涨约60%，该轮周期生猪单月最高均价在2019年10月达36.6元/kg，较2018年单月最低均价11.1元/kg上涨约230%。我们预估未来在母牛产能充分去化、进口收缩驱动下，肉牛或将实现显著弹性，考虑到本轮母牛产能去化自2023年开始，而从母牛补栏到肉牛出栏需2年以上，我们预计国内肉牛价格自2025年起反转，景气高点有望出现在2027年，预计高点均价有望较2024年底底部均价6.4万元/吨上涨80%至11.5万元/吨。

公司牛肉业务有望受益牛价反转，谨慎预估若景气高点较2024年底底部涨价22%至2022年前高均价，牛羊肉归母净利润增厚约5.2亿元。公司子公司银蕨农场近五年全年牛羊肉产销量接近35-40万吨，占新西兰总产量30%，其中牛肉占比接近60%，主要出口至中国和美国，有望受益于未来全球牛肉价格上行趋势。此外，公司旗下的综合食品、生猪养殖及肉制品等非牛肉业务板块合理估值预计接近65-72亿元。公司牛羊肉业务2023-2024年由于牛价低迷导致业绩亏损，未来伴随牛价周期上行或迎净利扭亏，估值有望迎来修复。

盈利预测与估值：首次覆盖，给予“优于大市”评级。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为4.96/6.01/7.05亿元，利润年增速分别为129.7%/21.1%/17.3%，每股收益分别为0.53/0.64/0.75元，预估合理价格区间为10.4-11.1元，较当前股价有28-37%溢价空间。

风险提示：行业发生不可控牛羊猪疫情死亡事件，贸易政策变化引发的盈利不确定性风险，牛羊猪价格大幅波动带来的盈利波动。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,367	21,987	23,265	24,051	24,712
(+/-%)	-10.5%	-1.7%	5.8%	3.4%	2.8%
归母净利润(百万元)	226	216	496	601	705
(+/-%)	-55.1%	-4.2%	129.7%	21.1%	17.3%
每股收益(元)	0.24	0.23	0.53	0.64	0.75
EBIT Margin	0.0%	0.9%	3.1%	4.1%	4.9%
净资产收益率(ROE)	4.6%	4.4%	10.1%	12.1%	14.0%
市盈率(PE)	33.7	35.2	15.3	12.6	10.8
EV/EBITDA	34.0	24.0	13.8	11.1	9.5
市净率(PB)	1.53	1.55	1.54	1.53	1.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

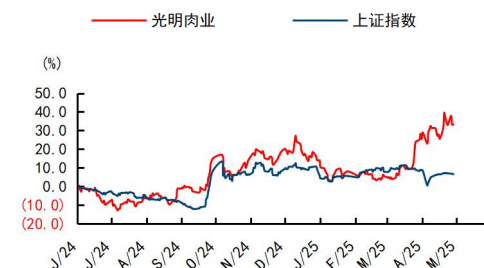
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	10.40 - 11.10元
收盘价	8.11元
总市值/流通市值	7605/7605百万元
52周最高价/最低价	8.67/5.24元
近3个月日均成交额	171.56百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司简介：光明集团旗下肉类产业核心企业，拥有新西兰稳定的牛羊肉资源	5
公司沿革及经营概况：上海国资委下属企业，光明集团旗下肉类产业核心企业	5
公司业务分析：品牌食品业务盈利稳定，牛羊肉业务周期波动明显	7
行业分析：看好 2025 年肉牛供给反转，预计持续到 2027 年	9
肉牛行业概况：我国是牛肉生产消费大国，产业高度分散、养殖模式仍较为传统	9
国产展望：供给出清级别或及 2019 年猪周期	14
进口展望：海外景气先行，后续国内进口预计量减价增	17
公司看点：牛肉业务有望贡献显著弹性，品牌食品业务稳步经营	19
牛肉业务：子公司银蕨农场是新西兰最大的牛肉屠宰企业，有望受益未来全球牛肉价格上行趋势	19
品牌食品业务：公司休闲食品与罐头食品市占率领先，拥有多个知名品牌	21
猪肉业务：实现养殖-屠宰-深加工的全产业链布局，冷鲜肉与深加工产品占比稳步提升	22
盈利预测	24
假设前提	24
未来 3 年业绩预测	26
盈利预测情景分析	28
估值与投资建议	29
绝对估值：10.4-11.3 元	29
相对估值：10.2-11.1 元	30
投资建议	31
风险提示	32
附表：财务预测与估值	34

图表目录

图 1: 光明肉业主营业务覆盖牛羊猪等肉类业务和糖果、蜂蜜等品牌食品业务	5
图 2: 光明肉业拥有上海梅林、联豪等高蛋白肉类品牌, 以及冠生园、大白兔等老字号品牌	5
图 3: 光明肉业发展历程	6
图 4: 光明肉业股权结构 (截至 2025 年 3 月 31 日)	6
图 5: 光明肉业营业收入按产品拆分情况	7
图 6: 光明肉业营业收入按地区拆分情况	7
图 7: 光明肉业营业收入与同比增速变化情况	7
图 8: 光明肉业归母净利与同比增速变化情况	7
图 9: 光明肉业单季度营业收入与同比增速变化情况	8
图 10: 光明肉业单季度归母净利与同比增速变化情况	8
图 11: 光明肉业毛利率与净利率	8
图 12: 光明肉业分业务毛利率情况	8
图 13: 从母牛配种完成到出栏肉牛通常需要 2 年左右时间	9
图 14: 全球牛肉产量及消费一览	10
图 15: 全球牛肉产量分布情况	10
图 16: 全球牛肉消费量分布情况	10
图 17: 全球牛肉产量分布情况	11
图 18: 全球牛肉进出口分布情况	11
图 19: 国内进口牛肉主要来自南美洲 (2024 年数据)	11
图 20: 目前内外牛肉价差明显, 国内牛肉价格明显高于海外平均水平	12
图 21: 国内牛肉价格销售价格高于进口牛肉均价	12
图 22: 中国玉米价格明显高于美国和巴西	12
图 23: 美国肉牛育肥的单公斤增重成本中, 饲料成本仅 1.6 美元/kg (折合人民币不到 12 元/kg) ...	12
图 24: 国内肉牛养殖群体高度分散, 90%以上主体的养殖规模不足 10 头	13
图 25: 美国肉牛产业高度集中	13
图 26: 2011 年之后, 国内牛肉消费快速增长, 只能通过进口补充	14
图 27: 国内肉牛价格在 2023 年之前整体保持上行趋势, 周期特征并不明显	14
图 28: 2024 年国内牛肉行情加速回落	15
图 29: 2024 年国内肉牛养殖陷入深度亏损	15
图 30: 国内肉牛出栏节奏明显加快	16
图 31: 国内肉牛存栏 2024 年结束增长	16
图 32: 2024 年下半年补栏情绪触底, 犊牛价格逼近育肥公牛价格	16
图 33: 国内牛肉和原奶价格存在明显正相关关系 (元/kg)	17
图 34: 目前国内奶牛存栏为 1200 万头左右	17
图 35: 2024 年全球牛肉价格重回上行趋势	17
图 36: 国内来自巴西的牛肉进口数量近期回落明显	17
图 37: 中国商务部 2024 年底宣布对进口牛肉进行保障措施立案调查	18

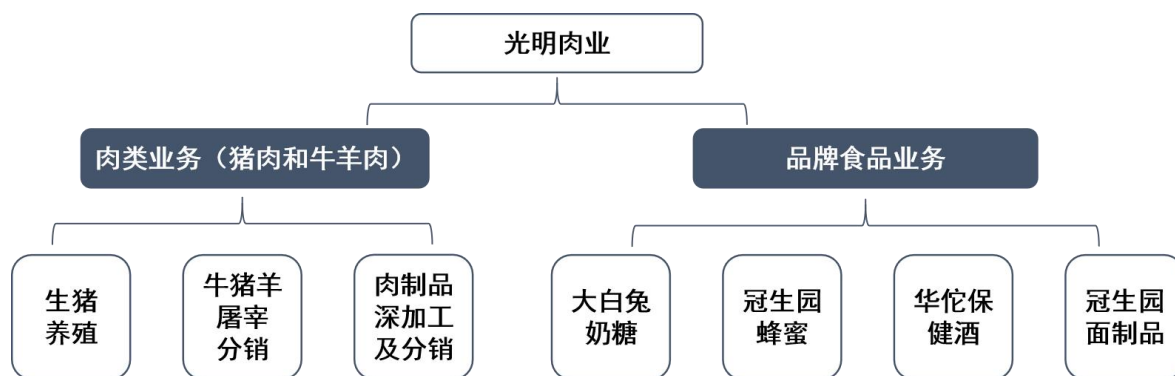
图 38: 2025 年中央一号文首提“推进肉牛、奶牛产业纾困, 稳定基础产能”	18
图 39: 子公司新西兰银蕨农场经营规模与同比增速变化情况	19
图 40: 子公司新西兰银蕨农场全年牛羊肉产销量近五年维持在 35-40 万吨左右	19
图 41: 非洲猪瘟导致 2019 年末能繁母猪存栏同比减少接近 40%、2020 年生猪均价较 2019 年上涨约 60%	20
图 42: 子公司新西兰银蕨农场净利润与国内牛肉平均批发价具有明显正相关关系	20
图 43: 光明肉业休闲食品业务收入及同比变化情况	22
图 44: 光明肉业休闲食品业务净利润及同比变化情况	22
图 45: 光明肉业生猪养殖业务收入及同比变化情况	23
图 46: 光明肉业生猪养殖出栏量情况	23
图 47: 光明肉业猪肉制品业务收入及同比变化情况	23
图 48: 光明肉业猪肉制品板块毛利率情况	23
图 49: 在周期景气上行期, 公司牛羊肉业务销价增速通常高于成本增速	24
图 50: 公司牛羊肉业务历史单位毛利在周期景气上行期的弹性较大	24
表 1: 国内肉牛主要养殖品种一览	9
表 2: 全球牛肉供需平衡表(单位: 千吨)	17
表 3: 子公司新西兰银蕨农场经营业绩影响因素分析	20
表 4: 历史不同牛价景气下, 光明肉业牛羊肉子公司银蕨农场盈利复盘	21
表 5: 未来不同牛价景气高点下, 光明肉业牛羊肉子公司银蕨农场盈利预估	21
表 6: 子公司银蕨农场盈利预测与假设	25
表 7: 光明肉业业务拆分	26
表 8: 光明肉业未来 3 年少数股东损益预测表(亿元)	27
表 9: 未来 3 年盈利预测表	27
表 10: 情景分析(乐观、中性、悲观)	28
表 11: 公司盈利预测假设条件(%)	29
表 12: 资本成本假设	29
表 13: 光明肉业 FCFF 估值表	29
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	30
表 15: 与可比综合食品公司估值比较	30
表 16: 与可比肉制品销售公司估值比较	31
表 17: 与可比猪禽肉类等周期公司估值比较	31

公司简介：光明集团旗下肉类产业核心企业，拥有新西兰稳定的牛羊肉资源

公司沿革及经营概况：上海国资委下属企业，光明集团旗下肉类产业核心企业

公司前身为上海梅林正广和股份有限公司，是光明食品集团旗下的肉类产业核心企业，在行业内占据重要地位。目前公司以肉类为核心主业，业务涵盖综合食品制造及食品分销；主要产品包括猪肉、牛肉、羊肉、罐头食品、肉制品，及糖果、蜂蜜和饮用水等，拥有梅林 B2、银蕨、苏食、爱森、联豪、冠生园、大白兔、正广和等知名品牌。公司致力于成为上海特大型城市肉食品供应底板、打造“安全、优质、健康、美味、便捷”肉食品标杆。2016 年 12 月光明肉业成功收购新西兰银蕨农场牛肉有限公司 50%股份实现控股，新西兰银蕨农场是新西兰最大的牛羊肉企业之一，此次收购让光明肉业获得了来自新西兰的稳定优质牛羊肉资源，也为公司拓展海外市场、提升品牌国际影响力奠定了坚实基础。

图1：光明肉业主营业务覆盖牛羊猪等肉类业务和糖果、蜂蜜等品牌食品业务



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

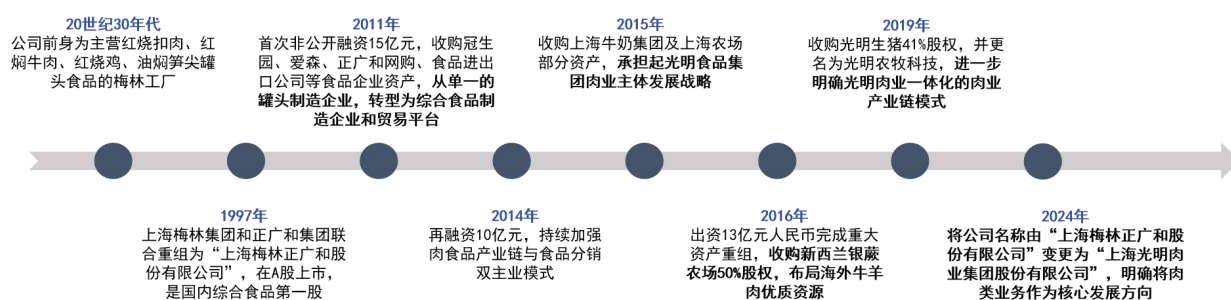
图2：光明肉业拥有上海梅林、联豪等高蛋白肉类品牌，以及冠生园、大白兔等老字号品牌



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司前身为梅林罐头厂，通过重组兼并成为综合性食品企业，2024 年确立了以肉业为核心的发展战略。从发展历程看，光明肉业前身为主营红烧扣肉、红焖牛肉、红烧鸡、油焖笋尖罐头食品的梅林工厂，20 世纪 30 年代便开始经营，1997 年上海梅林集团和正广和集团联合重组为“上海梅林正广和股份有限公司”，同年在 A 股上市，是国内综合食品第一股。公司上市后的发展历程分为三个阶段：1）1997-2010 年是以罐头业务为主的平稳发展期；2）2011-2016 年公司通过两次再融资从单一的罐头制造企业转型为综合食品制造企业和贸易平台，处于业务版图快速发展阶段；3）2017 年至今公司平稳发展，进一步巩固肉业产业链，并于 2024 年将公司名称由“上海梅林正广和股份有限公司”变更为“上海光明肉业集团股份有限公司”，明确将肉类业务作为核心发展方向。

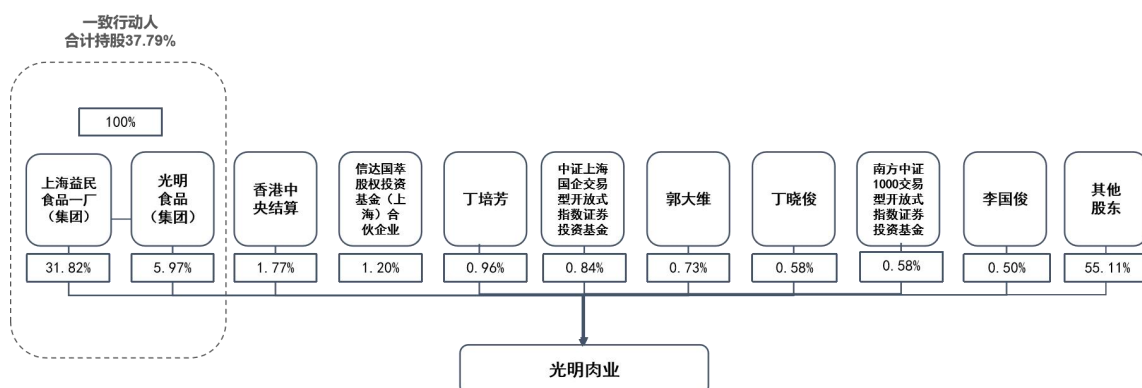
图3：光明肉业发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权集中度较高，为上海市国资委下属企业。公司第一大股东为光明食品集团，与上海益民食品一厂为一致行动人，间接和直接合计持有光明肉业的股份比例达到总股本的 37.79%。穿透股权来看，光明食品集团实控人为上海市国有资产监督管理委员会，对光明食品集团的持股比例合计达到 100%。

图4：光明肉业股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）

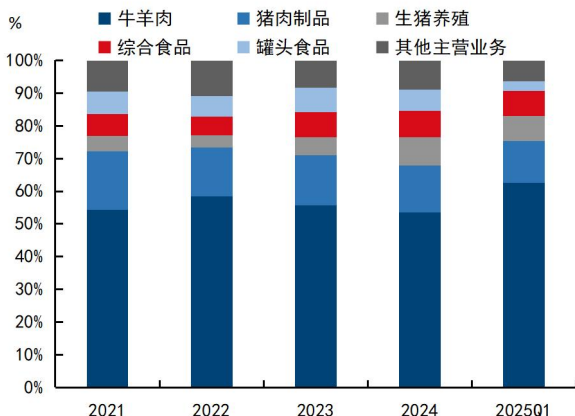


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业务分析：品牌食品业务盈利稳定，牛羊肉业务周期波动明显

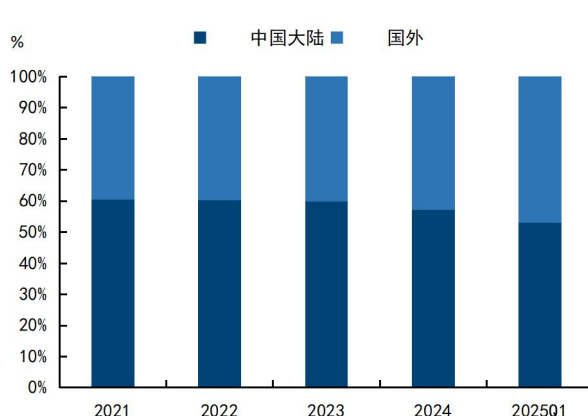
公司主营业务收入主要来自于肉业产业，牛羊肉占主营业务收入的比重超过 50%。按产品类别拆分来看，公司 2024 年营业收入中牛羊肉、猪肉制品、生猪养殖、综合食品、罐头食品、其他主营业务的占比分别为 53%、14%、9%、8%、7%、9%。按地区拆分来看，公司 2024 年营业收入的国外地区占比达 43%。

图5：光明肉业营业收入按产品拆分情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：光明肉业营业收入按地区拆分情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025Q1 归母净利实现同比增长 66.82%，牛肉板块业绩弹性显现。2024 年公司营收同比下滑 1.7%至 219.87 亿元，归母净利同比下滑 4.22%至 2.16 亿元；一方面，由于 2024 年国内牛肉价格下跌及进口牛肉竞争加剧，公司 2024 年牛羊肉业务收入同比下滑 5.14%，由此导致公司 2024 年整体营业收入承压。另外，公司旗下冠生园食品业务稳步发展，公司 2024 年综合食品业务收入同比上涨 5.15%。而从 2025Q1 表现来看，公司营收同比+8.46%至 61.54 亿元，归母净利同比+66.82%至 1.66 亿元，受益于牛价景气上行趋势，牛羊肉业务板块开始贡献正向盈利，2025Q1 牛羊肉业务收入同比增长 21.36%至 38.47 亿元，占公司总营收比例提升至 63%。

图7：光明肉业营业收入与同比增速变化情况



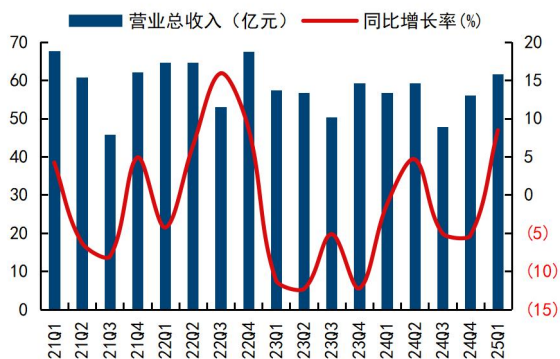
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：光明肉业归母净利与同比增速变化情况



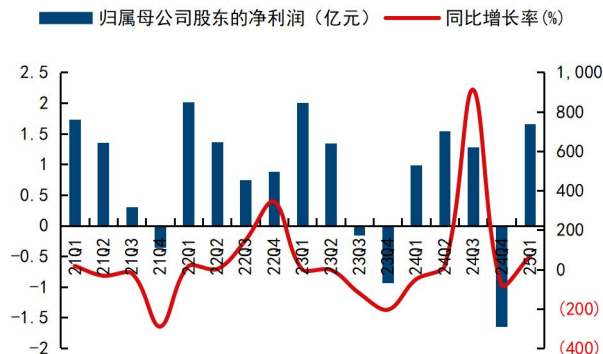
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9: 光明肉业单季度营业收入与同比增速变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

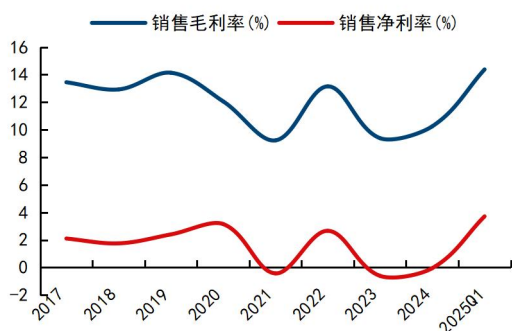
图10: 光明肉业单季度归母净利润与同比增速变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

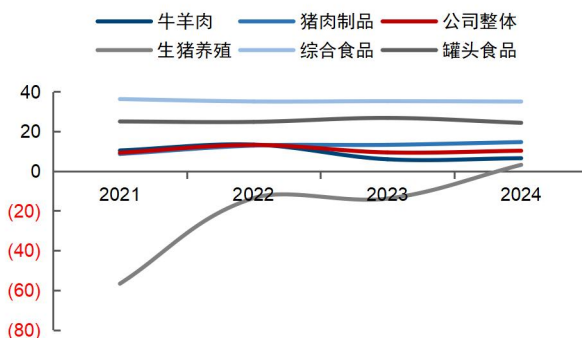
公司毛利率及净利率随猪牛羊周期波动，品牌食品业务盈利水平基本保持稳定。2024 年公司毛利率同比+0.86pct 至 10.25%，净利率同比+0.56pct 至 -0.05%；2025Q1 毛利率同比+4.34pct 至 14.38%，净利率同比 3.13pct 至 3.71%。分具体业务来看，2024 年公司牛羊肉毛利率同比+0.53pcts 至 6.49%，国内 2024 年牛羊肉价格继续承压，公司积极调整全球销售配给实现毛利率同比改善；2024 年公司猪肉制品毛利率+1.41pcts 至 14.62%，公司坚持把新品开发作为提升产品竞争力的重要抓手，及时分析具体情况和自身资源，调整销售渠道建设方向；2024 年公司生猪养殖毛利率同比+17.01pcts 至 3.16%，受益于 2024 年猪价阶段性回升以及成本的有效管控；2024 年公司综合食品毛利率同比-0.19pcts 至 35.01%，近三年基本稳定在 35%左右；2024 年公司罐头食品毛利率同比-2.44pcts 至 24.31%，罐头食品 2024 年销售动销缓慢，工厂减少生产进行主动去库，增加了成本端摊销水平。

图11: 光明肉业毛利率与净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 光明肉业分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业分析：看好 2025 年肉牛供给反转，预计持续到 2027 年

肉牛行业概况：我国是牛肉生产消费大国，产业高度分散、养殖模式仍较为传统

肉牛繁育特性：供给调节高度滞后，从配种到出栏需要 2 年左右

国内肉牛养殖品种分为本土品种、国外品种和杂交改良品种三类。①本土品种包括鲁西黄牛、秦川牛等，生长周期长，普遍需 24-30 个月出栏，但肉质风味独特；②国外品种包括西门塔尔牛、夏洛莱牛等，生长周期明显更快，普遍 12-18 个月出栏，适合规模化快速育肥，目前在我国养殖量中的占比较高；③杂交改良品种是指本土品种与国外品种的杂交后代，调和了各自的风味和效率优势，出栏周期缩短至 14-24 个月。

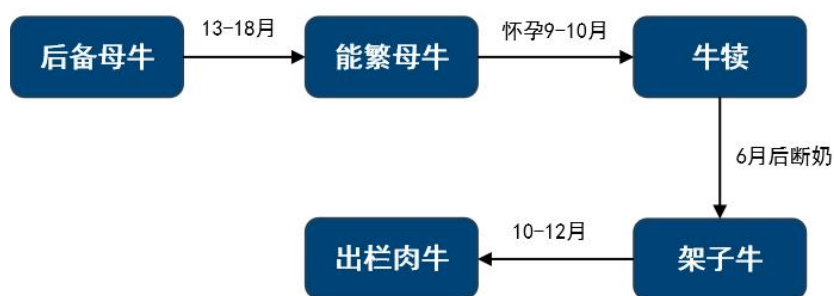
表1：国内肉牛主要养殖品种一览

分类	代表品种	出栏日龄（月）	出栏体重（kg）	屠宰率	日增重（kg）	核心优势
本土品种	鲁西黄牛	24-30	680	56.21%	0.91	肉质细腻，改良后屠宰率提升至 62%
	秦川牛	22.5-24	800	58.30%	1.18	耐粗饲，西北干旱区适应性强
进口品种	西门塔尔牛	16-18	600-800	55%-65%	1.5-2	综合性能最优，国内养殖占比最高
	夏洛莱牛	12-18	500-600	60%-70%	1.4-1.88	胴体瘦肉率 80%-85%，肌肉发达
杂交改良品种	华西牛	18-20	900	62.39%	1.36	自主培育，全国气候适应性强
	安格斯×本地黄牛	12-18	400-500	60%-65%	比本地牛快 50%	肉质接近纯种安格斯

资料来源：搜狐网，国信证券经济研究所整理

从母牛补栏到肉牛出栏需要两年以上时间。通常情况下养户从补栏能繁母牛完成配种需要 2-3 月准备时间，此后从怀孕到断奶再到出栏还需要大概 2 年时间，因此肉牛供给调节的滞后性要明显高于其他畜禽品种。

图13：从母牛配种完成到出栏肉牛通常需要 2 年左右时间



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

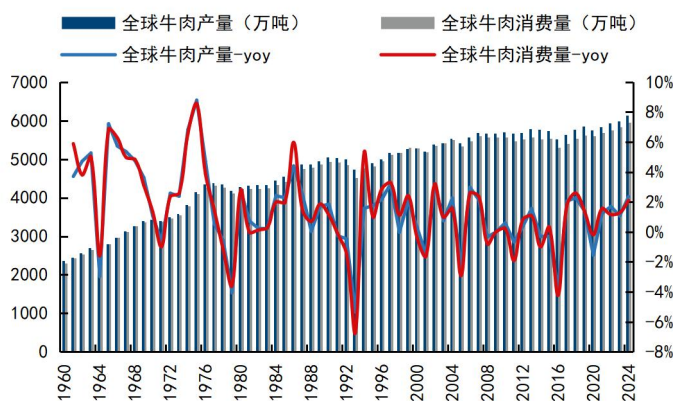
国内供需情况：中国是全球重要牛肉生产消费区域之一

中国于全球牛肉产量中占比为 13%。2024 年，全球牛肉产量为 6138 万吨，近十年复合增速为 0.63%，维持低速扩张趋势。其中我国产肉量仅位居全球第三，2024 年为 780 万吨，近十年复合增速为 1.25%。

中国于全球牛肉消费中占比为 19%。2024 年，全球牛肉消费量为 5955 万吨，近十

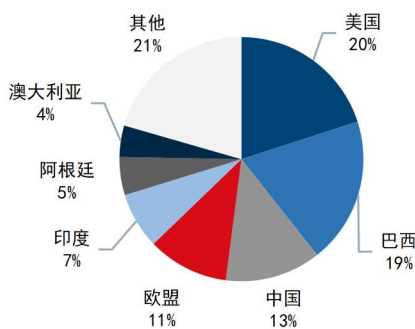
年复合增速为 0.76%，增速略高于产量。其中我国作为全球重要牛肉消费国之一，2024 年消费量为 1156 万吨，近十年复合增速为 4.73%，明显高于国内产量增速且存在较大缺口。

图14: 全球牛肉产量及消费一览



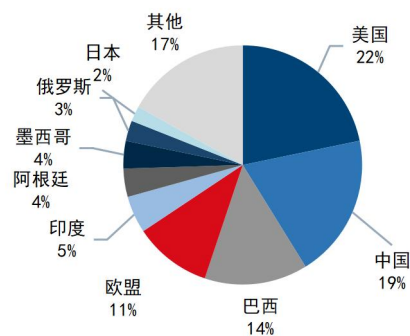
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图15: 全球牛肉产量分布情况



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图16: 全球牛肉消费量分布情况



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

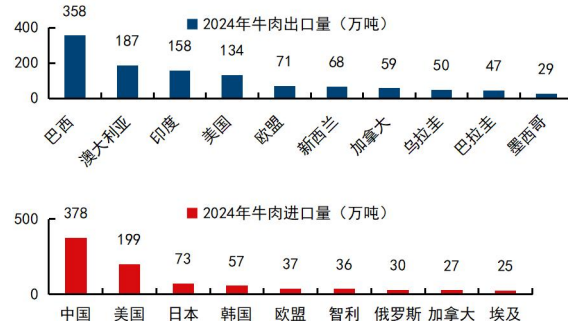
产消缺口也让中国成为全球最大的牛肉进口国。中国目前是全球最大的牛肉进口国。随着居民收入水平提高，国内牛肉消费增速近年明显快于供给增速，供需缺口驱动进口增长，2024 年国内牛肉进口量已接近 380 万吨，占国内全年消费的 30% 以上，目前已成为全球最大牛肉进口国。国内进口牛肉主要来自南美洲。美洲和大洋洲是目前全球最重要的牛肉输出地，2024 年国内进口牛肉中，来自巴西、阿根廷、乌拉圭、澳大利亚和新西兰的牛肉比例分别为 47%/21%/9%/8%/5%。

图17: 全球牛肉产量分布情况



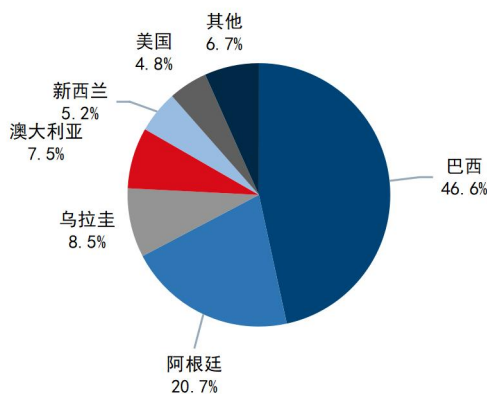
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图18: 全球牛肉进出口分布情况



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图19: 国内进口牛肉主要来自南美洲 (2024 年数据)

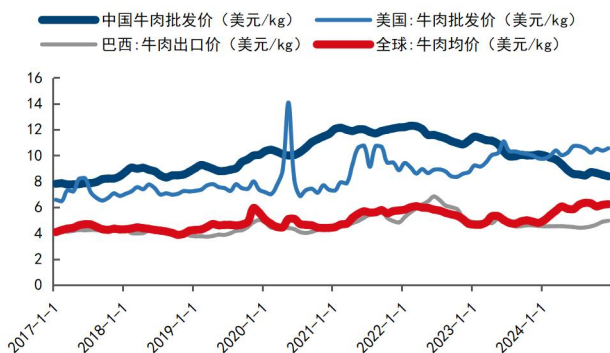


资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

国内外对比: 目前国内外牛肉价差明显, 由成本、品质等多因素决定

国内牛肉价格明显高于海外平均水平。2024 年 12 月, 国内牛肉批发均价 60.26 元/kg (按当月汇率折合 8.38 美元/kg), 明显高于全球均价 6.23 美元/kg 和巴西出口均价 4.95 美元/kg。造成上述现象原因主要有三: ①饲料原料、人力成本等方面存在比较劣势, 国内肉牛养殖成本偏高; ②国产品种牛肉风味更佳且鲜销为主, 在牛肉火锅等中式餐饮消费场景中具备刚性溢价; ③欧美牛肉品质分级严格, 当地谷饲牛基于等级的溢价明显, 而产自南美的低价冻牛肉 (尤其是草饲牛) 多用于中美等消费国的预制菜、连锁餐饮等深加工渠道。

图20: 目前内外牛肉价差明显, 国内牛肉价格明显高于海外平均水平



资料来源: 农业农村部, USDA, 巴西海关, 国信证券经济研究所整理

图21: 国内牛肉价格销售价格高于进口牛肉均价



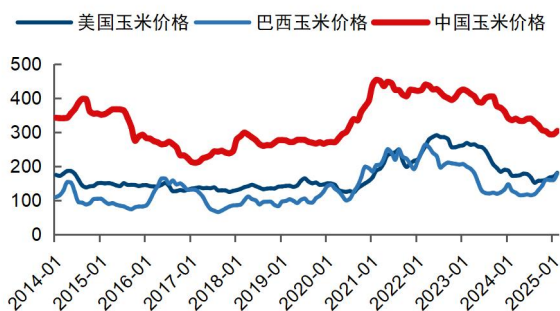
资料来源: 农业农村部, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

中国肉牛增重成本明显高于海外市场

农业资源禀赋及生产技术差导致国内饲料原料成本远高于海外市场。一方面国内人多地少, 地块分散, 规模化、机械化作业基础差, 单亩生产成本明显更高; 另一方面国内转基因技术渗透率低, 玉米等饲用粮单产明显低于美国和巴西, 最终导致国内饲用粮生产成本及价格明显高于美国和巴西。

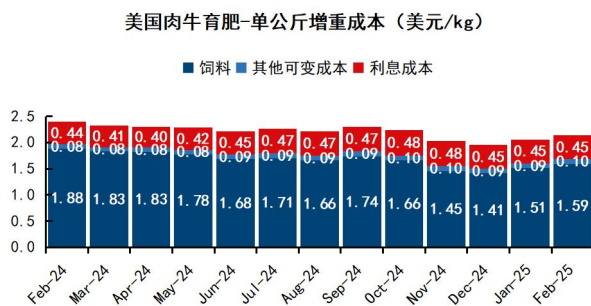
饲料成本偏高导致了国内肉牛在饲喂模式和成本方面的比较劣势。由于缺乏廉价饲用粮资源, 国内在肉牛育肥阶段的增重成本明显高于美国等海外产区(单公斤饲料成本在 15 元以上), 且精饲料使用比例明显偏低导致国内肉牛生长的周期明显长于美国等海外产区, 这是国内肉牛产业在全球始终处于比较劣势的重要原因之一。

图22: 中国玉米价格明显高于美国和巴西



资料来源: 钢联数据, USDA, CONAB, 国信证券经济研究所整理

图23: 美国肉牛育肥的单公斤增重成本中, 饲料成本仅 1.6 美元/kg (折合人民币不到 12 元/kg)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理 (注: 横轴为出栏时间)

中国肉牛养殖规模化程度明显低于海外

美国肉牛产业规模化水平高, 格局高度集中。模式方面, 美国肉牛养殖专业化分工明确, “种牛场→母牛繁育场→架子牛饲养场→育肥场→屠宰场”形成了成熟

的垂直联盟；格局方面，美国肉牛养殖由规模化主体主导，超 85%出栏量来自年出栏 1000 头以上育肥场，部分牧场存栏量可达 20 万头。专业分工和规模养殖让美国肉牛养殖的各环节的效率和摊薄做到极致，其中育肥环节的单公斤增重的综合成本目前只有 2.14 美元/kg（折合人民币仅 15 元/kg 左右）。

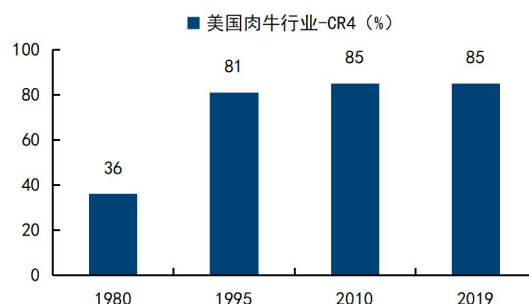
我国肉牛产业高度分散，养殖模式仍较为传统。模式方面，国内肉牛产业起步晚，良种覆盖率低，且仍以散养模式为主，繁育和育肥环节的割裂导致各环节效率均较低；格局方面，国内肉牛养殖主体高度分散，其中 90%以上养户的养殖规模不足 10 头。受制于模式，目前国内育肥环节的肉牛单公斤增重的综合成本普遍在 20 元/kg 以上，明显高于海外市场。

图24: 国内肉牛养殖群体高度分散，90%以上主体的养殖规模不足 10 头



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图25: 美国肉牛产业高度集中



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

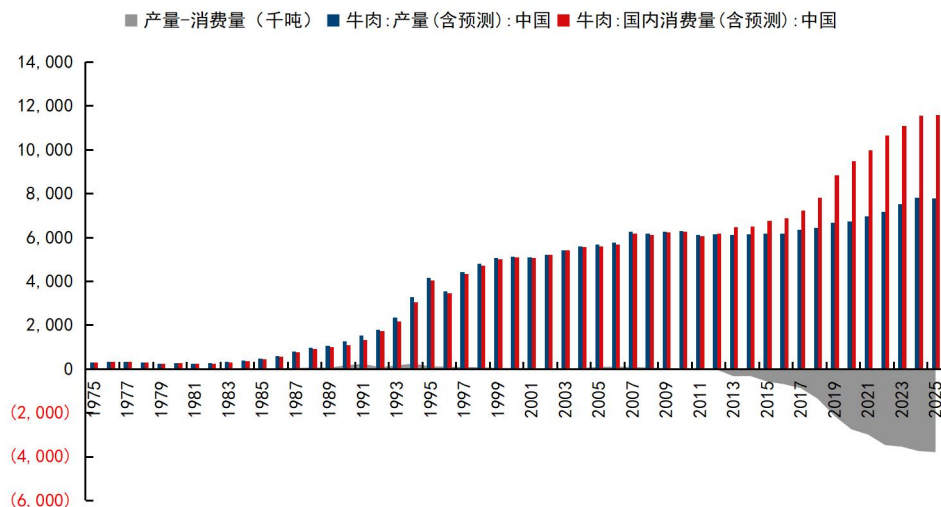
行情复盘：本轮国内牛价周期的不一样之处

2023 年之前是供给追赶消费。2010 年后受国内经济发展、人均收入提升提高影响，以牛肉为代表的高价肉类消费开始快速增加，2012-2022 年十年间国内牛肉消费复合增速高达 5.59%，远高于产量复合增速（1.57%，主要原因系品种落后且资本不愿介入）。产需缺口即使被进口补充，但由于中式餐饮场景对本土鲜牛肉消费存在刚性，牛肉价格中枢依旧维持上行，并在 2019 年超级猪周期催化下一度涨至近 80 元/kg 的历史高位。

2023-2024 年是消费难敌供给。在 2019 年后高价行情刺激下，基于品种改良和资本扩张，国内肉牛养殖产能扩张提速，2022-2024 年国内牛肉产量快速释放，同比增速分别为 3%/5%/4%，明显高于前期。最终叠加进口牛肉以及 2024 年国内母牛、奶牛集中淘汰的压力，牛肉行情在 2023-2024 年期间维持回落走势。

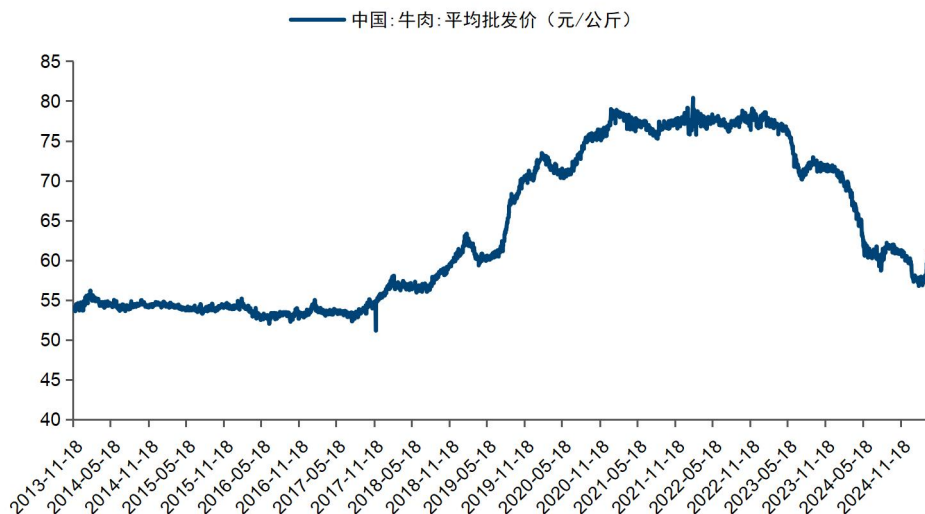
中期行情矛盾将聚焦供给侧。考虑到当前国内消费慢增、猪肉等替代品行情平淡，中期行情上行有赖于产能库存出清以及进口量价调整。另外考虑到国内牛肉人均消费仍低于欧美等发达国家，长期视角的需求上行仍是国内牛肉价格的重要支撑。

图26: 2011 年之后, 国内牛肉消费快速增长, 只能通过进口补充



资料来源: 农业农村部, USDA, 巴西海关, 国信证券经济研究所整理

图27: 国内肉牛价格在 2023 年之前整体保持上行趋势, 周期特征并不明显



资料来源: 农业农村部, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

国产展望：供给出清级别或及 2019 年猪周期

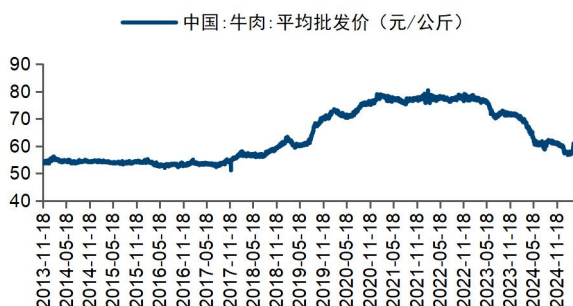
肉牛行业养殖持续深亏驱动出清去化, 2025 年国内肉牛供给预计迎来拐点

2024 年国内行情加速回落, 养殖主体陷入深度亏损。供给过剩局面下, 国内牛肉价格自 2023 年 6 月份开始已累计下跌近 20 个月。截至 2025 年 2 月末, 国内肉牛出栏价格已降至 23.77 元/公斤, 较去年同期下跌 6.20%; 牛肉市场价格已降至 51.38 元/公斤, 较去年同期下跌 6.50%, 较 2023 年高点则已累计下跌近 25%。据

中国畜牧业协会相关报道称，截至 2024 年 11 月，国内出栏一头肉牛的亏损已高达 1600 元，连续 8 个月亏损超过 1000 元。考虑到国内肉牛养殖高度分散（90% 以上养户的养殖规模不足 10 头），实际养殖成本分布高度离散，部分成本管理能力较差的中尾部养殖户的单头亏损幅度预计更高。

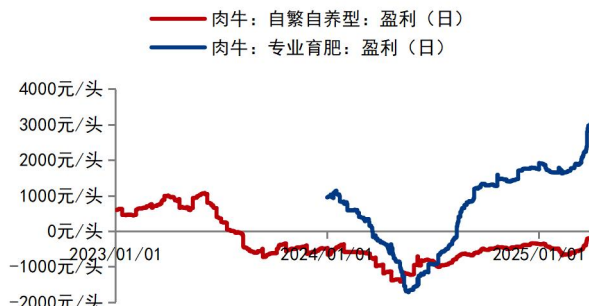
类似于 2019 年前的生猪养殖行业，目前国内肉牛养殖仍以散户为主，养殖格局高度分散，养殖环节信息高度不对称，且出栏滞后时间明显长于生猪，因此在长期深亏状态下，行业产能及存栏大概率出现超调情况，我们预计有望孕育类似 2019 年猪周期的大级别行情。

图28：2024 年国内牛肉行情加速回落



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图29：2024 年国内肉牛养殖陷入深度亏损



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

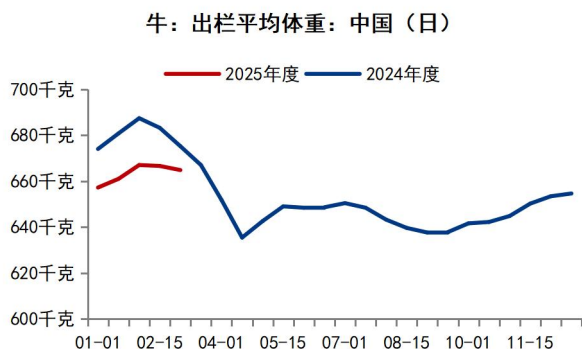
国内肉牛供给出清级别或及 2019 年猪周期

从出栏情况来看，国内肉牛养殖端加速出清，出栏节奏明显加快。钢联样本显示 2025 年 1 月国内肉牛出栏量月环比增加 6%，年同比增加 39%，肉牛存栏同比减少 22%；体重则维持加速回落走势，截至 2025 年 3 月 1 日为 665 公斤，同比减少 10kg，较上年最高点累计减少 23kg。

从补栏情况来看，2024 年国内肉牛存栏结束增长。行情低迷导致养户补栏情绪触底，犊牛价格逼近育肥公牛价格。据国家统计局统计，截至 2024 年末国内肉牛存栏为 1 亿头，同比减少 4.39%，结束了连续 5 年的增势。

从产能情况来看，基础母牛存栏自 2023 年中以来持续调减。据中国畜牧业协会相关报道介绍，国内基础母牛存栏量自 2023 年中开启去化，受此影响 2024 年 1-11 月国内累计新生犊牛同比减少 8% 以上。按新生犊牛到成牛 2 年滞后出栏推算，2025 年下半年国内肉牛存出栏预计将迎来拐点。

图30: 国内肉牛出栏节奏明显加快



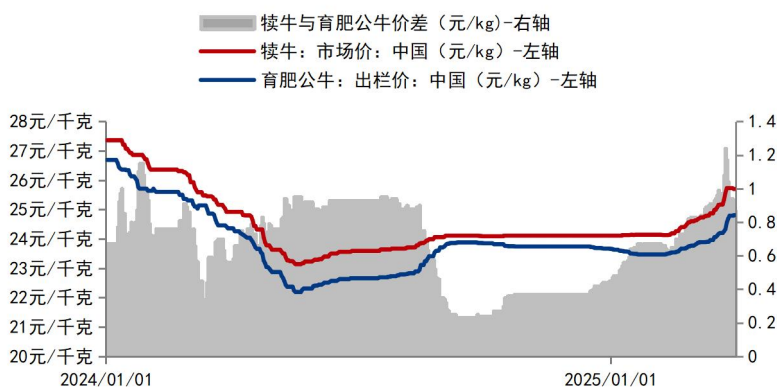
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图31: 国内肉牛存栏 2024 年结束增长



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图32: 2024 下半年补栏情绪触底，犊牛价格逼近育肥公牛价格



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

国内奶牛集中淘汰影响 2025 年预计趋弱

奶牛是国内牛肉市场的补充肉源。一方面，目前国内西门塔尔及相关杂交牛在我国目前肉牛存栏中的占比达 60-70%，其可以实现乳肉兼用，即母牛可用于产奶，而公牛除去留种和死淘，主要用于肉牛养殖屠宰；另一方面，国内奶牛淘汰后也会进入肉牛屠宰渠道，成为低价肉源补充。上述特征决定了牛肉和原奶行情的相关性。当原奶行情较差时，奶牛淘汰量增加会导致低价牛肉供给增加，进而施压牛肉行情；而当原奶行情相对更好时，奶牛淘汰减少，且乳用母牛比例增加，进而导致牛肉供给的减少，同步带动牛肉行情。

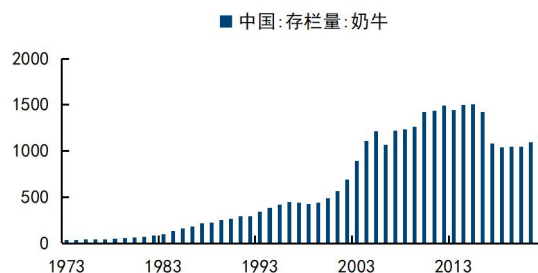
2024 年原奶行情低迷导致奶牛集中淘汰，2025 年相关影响预计趋弱。目前国内奶牛存栏约 1200 万头左右，正常情况每年淘汰 10-20%，但极端低迷行情下，每提升 10% 的淘汰率（按照屠宰率 50%，均重 700kg）会产生约 40 万吨低价牛肉增量。2024 年原奶行情低迷导致淘汰增加施压牛肉市场，但考虑到 2025 年奶牛淘汰基数预计下降且原奶行情有所企稳，预计来自奶牛出清的压力或趋弱。

图33: 国内牛肉和原奶价格存在明显正相关关系 (元/kg)



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图34: 目前国内奶牛存栏为 1200 万头左右



资料来源: 中国奶业年鉴, 国信证券经济研究所整理

进口展望: 海外景气先行, 后续国内进口预计量减价增

海外牛肉景气先行, 2025 年进口牛肉压力预计减少

2025 年中国肉牛进口预计量减价增。在主产区减产, 主销区需求强劲带动下, 全球牛肉价格自 2024 年筑底回升, 截至 2025 年 2 月全球牛肉销售均价为 6.62 美元/kg, 较 2023 年末低点已累计上涨近 40%。本轮国内肉牛价格景气启动明显慢于海外市场, 受内外景气差影响, 2025 年以来巴西出口至中国的牛肉数量环比下滑明显, 与出口至美国的情况形成鲜明对比。同时考虑到下半年国内进口调控政策有望落地, 我们认为 2025 年国内肉牛市场来自进口牛肉的压力预计明显变小。

表2: 全球牛肉供需平衡表 (单位: 千吨)

	2022	2023	2024	2025E	yoy
期初库存	547	598	518	497	-4.05%
产量	59328	59961	61377	60895	-0.79%
进口	10229	10323	11125	11180	0.49%
出口	11919	12040	12972	12944	-0.22%
消费	57587	58324	59551	59159	-0.66%
期末库存	598	518	497	469	-5.63%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所

图35: 2024 年全球牛肉价格重回上行趋势



资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理

图36: 国内来自巴西的牛肉进口数量近期回落明显



资料来源: 巴西海关, 国信证券经济研究所整理

海内外肉牛产业比较劣势短期难逆转，亟待进口调控

近年随着海外进口牛肉冲击，国内牛肉自给率从2019年的80%降至2024年的73%，2024年国内牛肉创历史新低，其中育肥环节单头亏损达千元以上，屠宰环节开工率不足50%，全产业链高度承压。

为了应对外部压力，国内已开始进行肉牛反倾销和保障措施调查。2024年12月27日，中国商务部宣布对进口牛肉进行保障措施立案调查（当前国内牛肉进口关税12%，增值税率9%），调查期设定为2019年1月至2024年6月，覆盖了鲜、冷、冻等各类牛肉产品；2025年2月23日，中央一号文发布，首提“推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能”；2025年3月31日，商务部贸易救济调查局在北京正式召开进口牛肉保障措施案听证会，最终裁决结果初步预计将在8月底公布，届时可能采取“进口配额+增加关税”方式对国内肉牛进口量价进行调节。

图37：中国商务部2024年底宣布对进口牛肉进行保障措施立案调查

一、立案调查及调查期

自本公告发布之日，商务部对进口牛肉发起保障措施调查，本次调查确定的调查期为2019年1月1日至2024年6月30日。

二、被调查产品

被调查产品名称：牛肉。

英文名称：Meat of bovine animals.

产品描述：被调查产品为活牛（牛属）经屠宰加工后的牛肉产品，包括鲜、冷或冻的整头及半头牛肉、带骨牛肉以及去骨牛肉。

该产品归在《中华人民共和国进出口税则》：02011000、02012000、02013000、02021000、02022000、02023000。

资料来源：中国商务部，国信证券经济研究所整理

图38：2025年中央一号文首提“推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能”

一、持续增强粮食等重要农产品供给保障能力

（一）深入推进粮油作物大面积单产提升行动。稳定粮食播种面积，主攻单产和品质提升，确保粮食稳产丰产。进一步扩大粮食单产提升工程实施规模，加大高产高效模式集成推广力度，推进水肥一体化，促进大面积增产。加力落实新一轮千亿斤粮食产能提升任务。多措并举巩固大豆扩种成果，挖掘油菜、花生扩种潜力，支持发展油茶等木本油料。推动棉花、糖料、天然橡胶等稳产提质。

（二）扶持畜牧业稳定发展。做好生猪产能监测和调控，促进平稳发展。推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能。落实灭菌乳国家标准，支持以家庭农场和农民合作社为主体的奶业养殖加工一体化发展。严格生猪屠宰检疫执法监管，强化重大动物疫病和重点人畜共患病防控。提升饲草生产能力，加快草原畜牧业转型升级。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

综合上述分析，我们认为在国内产能去化以及进口缩量涨价影响下，2025年国内肉牛供给预计边际趋紧，牛周期有望于2025年迎来拐点，牛肉价格后续或维持筑底上行走势，光明肉业子公司银藤农场相关牛肉业务有望受益于未来牛肉价格景气上行。

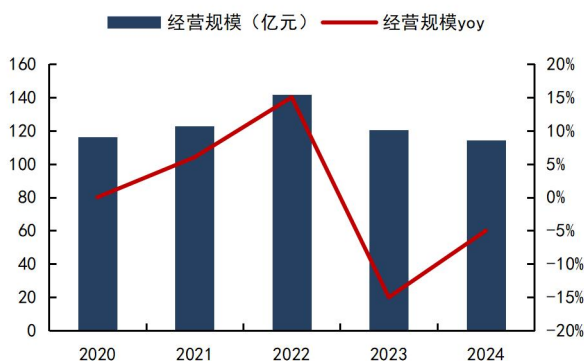
公司看点：牛肉业务有望贡献显著弹性，品牌食品业务稳步经营

牛肉业务：子公司银蕨农场是新西兰最大的牛肉屠宰企业，有望受益未来全球牛肉价格上行趋势

◆ **新西兰银蕨农场拥有当地超过 1.6 万户牲畜供应商，也是中国市场最大的新西兰红肉供应商**

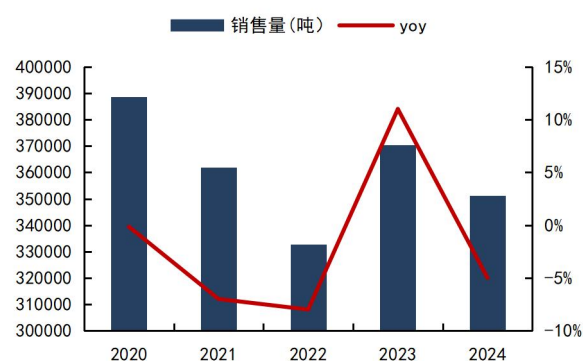
公司的牛羊肉屠宰分销业务布局于牛羊肉资源丰富的新西兰，主要由子公司新西兰银蕨农场有限公司承担，产品主要为“银蕨”品牌的牛肉、羔羊肉、绵羊肉、鹿肉以及相关产品，是新西兰最大的牛羊鹿肉屠宰企业之一。公司拥有 14 家屠宰加工厂，超过 16,000 户牲畜供应商，产量占新西兰牛、羊、鹿肉总产量的 30%，同时公司产品向全球 60 多个国家出口，也是中国市场最大的新西兰红肉供应商。光明肉业通过境外投资掌控海外优质资源和全球化的市场渠道，将其以质量和安全著称的产品引入国内，加快国内销售通路对接的同时开发适合国内市场的零售产品，通过经销商渠道和线下结合电子商务平台零售渠道两种方式进行销售。

图39：子公司新西兰银蕨农场经营规模与同比增速变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：子公司新西兰银蕨农场全年牛羊肉产销量近五年维持在 35-40 万吨左右



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从历史来看，子公司银蕨农场的业绩表现跟牛肉价格有显著的正相关关系，2021 年及 2022 年受益于较高的牛羊肉价格，银蕨农场分别实现净利润 4.70 亿元、8.39 亿元，同比增长 59%、79%；而牛肉市场价格自 2022 年 9 月开始大幅下跌并在 2023 年持续承压下行，由此导致 2023 年银蕨农场净利润亏损 1.33 亿元；2024 年牛价继续下行，银蕨农场净利润继续亏损 1.41 亿元。

表3: 子公司新西兰银蕨农场经营业绩影响因素分析

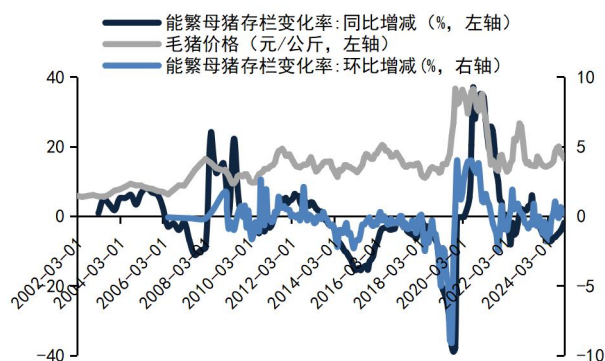
时间	子公司经营业绩变动与市场变化情况
2020 年	新西兰银蕨 2020 年经营规模 116.24 亿, 净利润 2.96 亿。在全球新冠大流行的背景下, 通过市场调整和控制成本策略, 承受住了疫情所导致的市场不确定性以及产能所造成的影响。此外公司还积极采取措施降本增效, 部分抵消国际市场波动对盈利的影响; 并积极开拓新市场化解库存, 因而取得了超出预期的业绩。另外, 除继续拓展原有国内分销渠道外, 公司积极开发银蕨产品在中国的零售渠道, 推出适合中国消费者的“银蕨农场”品牌零售包装牛羊肉系列产品并于 8 月成功上市, 目前已进入绿地超市等零售渠道销售。同时银蕨农场已连续三年参加进博会宣传品牌, 其官方微信号和京东旗舰店亦于 2020 年投入营运。
2021 年	新西兰银蕨 2021 年经营规模 122.66 亿, 净利润 4.70 亿。由于全球各国政府推行经济刺激政策在拉动消费增长的同时也推动了全球通胀, 加上不利的农业气候条件、海运物流阻塞、南美和澳大利亚红肉供应减少等因素, 红肉国际市场价格高位运行, 有利于牛羊肉产品的全球性销售。新西兰银蕨受益于 2021 年较高的国际牛羊肉价格, 净利润同比增长 58.52%。
2022 年	新西兰银蕨 2022 年经营规模 141.53 亿, 净利润 8.39 亿。2022 年俄乌冲突造成的能源和粮食紧张以及劳动力紧缺、供应链不畅造成的市场供应不足等因素共同推高了全球通胀至 21 世纪的最高水平, 导致国际牛肉市场价格延续了去年的高位态势。受益于处于历史高位的国际市场牛肉价格, 以及新西兰元整体走弱的汇率, 增厚了公司牛羊肉业务的利润空间。
2023 年	新西兰银蕨 2023 年经营规模 120.61 亿, 净利润-1.33 亿。牛肉市场价格自 2022 年 9 月开始大幅下跌并在 2023 年持续承压下行, 极大压缩了新西兰银蕨的盈利空间。面对预期之外的飓风灾害和一直延续的劳动力短缺问题等不利因素, 新西兰银蕨 2023 年净利润同比下降。
2024 年	新西兰银蕨 2024 年经营规模 114.30 亿, 净利润-1.41 亿。2024 年公司面对多重经营压力, 从生产端来看, 国际市场红肉行情回暖使得农户存栏以期在冬季获得更高利润, 影响了牛只的旺季屠宰量。从销售端来看, 2024 年以来美国国产牛肉产量下降和消费需求增长推动美国牛肉价格持续上涨, 以日韩为代表的东南亚市场也较为活跃, 牛肉需求和价格更有竞争力; 中国市场需求和价格持续低迷, 缺乏竞争力, 使更多牛肉流入到北美和东南亚市场。公司积极调整面对, 一方面调整产品全球销售配给, 配给更多牛肉至北美和东南亚市场, 提高利润空间, 另一方面专注于加快库存周转的举措, 弥补了屠宰量不足而减少的销售。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 牛肉业务有望受益牛价周期反转, 预估本轮牛价 2027 年周期高点或较 2024 年底底部均价增长 80%

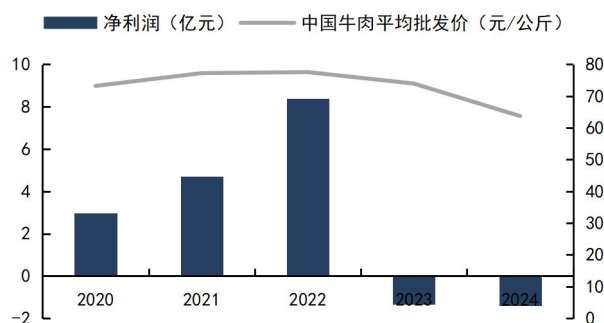
历史上公司牛肉业务净利表现与牛价水平强相关, 我们认为在全球牛肉价格上行的背景下, 国内牛肉价格将受益能繁母牛产能去化、行业累库迎来大幅上涨, 预计上涨幅度和速度可能会更强于海外。参考生猪行业产能去化带来的周期价格上涨幅度, 非洲猪瘟导致 2019 年末的能繁母猪存栏同比减少接近 40%, 对应 2020 年生猪年均价较 2019 年上涨约 60%, 该轮周期的猪价单月最高均价在 2019 年 10 月达 36.6 元/kg, 较 2018 年单月最低均价 11.1 元/kg 上涨约 230%。因此我们预估未来国内肉牛行业在能繁母牛产能充分去化、以及进口收缩的驱动下, 亦有望实现显著的价格上涨弹性。考虑到本轮母牛产能去化自 2023 年开始, 而从母牛补栏到肉牛出栏需要 2 年以上时间, 我们预估国内肉牛价格自 2025 年起反转, 牛肉景气高点有望出现在 2027 年, 预计高点均价有望较 2024 年底底部均价 6.4 万元/吨上涨 80%至 11.5 万元/吨。

图41: 非洲猪瘟导致 2019 年末能繁母猪存栏同比减少接近 40%、2020 年生猪年均价较 2019 年上涨约 60%



资料来源: 农业部, Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 子公司新西兰银蕨农场净利润与国内牛肉平均批发价具有明显正相关关系



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从历史上银蕨农场净利复盘来看，在前期牛价景气高点 2022 年，全国牛肉批发价均价接近 7.8 万元/吨，公司牛羊肉子公司实现盈利 8.4 亿元；在牛价景气底部 2024 年，全国牛肉批发价均价接近 6.4 万元/吨，公司牛羊肉子公司实现亏损 1.4 亿元。我们将公司在牛肉周期高点盈利与低点盈利对比来看，测算得出，牛肉价格每涨价 1 万元/吨，对应公司牛羊肉业务利润增厚约 7.4 亿元。

目前牛肉批发价接近 5.9 万/吨，自 2025 年初至今已上涨 16%。结合当前肉牛行业产能去化及未来进口收缩影响，我们中性预估本轮牛价周期高点较 2024 年周期底部涨价 80%，谨慎预估本轮牛价周期高点较 2024 年周期底部涨价 22%至 2022 年前高均价（后续对公司的盈利预测出于谨慎原则，遵循该保守预估假设），在谨慎情形假设下，周期高点的牛肉均价将较 2024 年每吨涨价约 1.4 万元，对应银蕨农场利润增厚约 1.4 ✖ 7.4 = 10.4 亿元净利润；考虑到公司持股比例 50%，则牛羊肉板块归母利润对应增厚约 5.2 亿元。

表4: 历史不同牛价景气下，光明肉业牛羊肉子公司银蕨农场盈利复盘

	国内牛肉均价（万元/吨）	银蕨农场净利（亿元）	销售量（万吨）	单吨净利（元）
牛价景气高点 2022 年	7.8	8.4	33	2521
牛价景气底部 2024 年	6.4	-1.4	35	-404

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

表5: 未来不同牛价景气高点下，光明肉业牛羊肉子公司银蕨农场盈利预估

	国内牛肉均价（万元/吨）	银蕨农场净利（亿元）	销售量（万吨）	单吨净利（元）	预估结果
谨慎预估 （景气高点较 2024 年涨价 22%）	7.8	10.4	36.5	2838	保守预估下，牛肉板块归母净利增厚约 5 亿元
中性预估 （景气高点较 2024 年涨价 80%）	11.5	38	36.5	10724	中性预估下，牛肉板块归母净利增厚约 19 亿元
乐观预估 （景气高点较 2024 年涨价 150%）	15.9	71	36.5	20107	乐观预估下，牛肉板块归母净利增厚约 35 亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

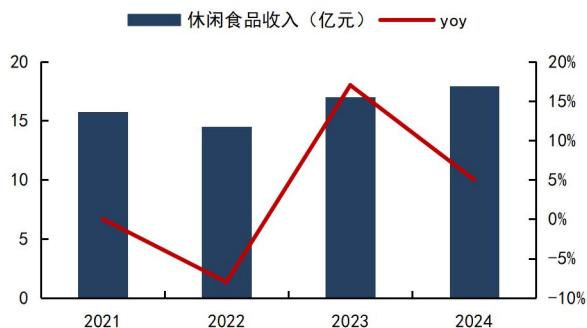
品牌食品业务：公司休闲食品与罐头食品市占率领先，拥有多个知名品牌

公司在罐头、蜂蜜、糖果等多领域拥有多个知名品牌。其中，在肉类罐头行业，“梅林 B2”是中华老字号。其梅林证章 LOGO 由盾牌商标与出口编号 B2 整合而成，便于消费者辨识。上海梅林午餐肉是核心产品，细分市场占有率先。旗下梅林有限作为协会理事单位，参与制定罐头产品标准。在休闲食品行业，冠生园旗下“大白兔”“冠生园”为驰名商标与老字号，其中，大白兔奶糖市场占有率位列第一，近年借品牌年轻化及跨界合作持续扩大影响力；冠生园蜂蜜作为行业龙头，通过包装、品种创新，满足年轻群体需求。2024 年公司休闲食品业务收入同比增长 5%至 17.91 亿元，净利润同比增长 9%至 3.75 亿元，维持较好增速表现。

光明肉业的品牌食品业务在老字号品牌基础上，积极丰富产品的年轻化矩阵，未来有望维持稳健增长。公司拥有深厚的老字号品牌积淀，旗下集聚了“上海梅林（创立于1930年）、冠生园（百年历史）、大白兔（诞生于1959年）”等国家级老字号品牌，拥有广泛的国民认知度。同时，公司致力于对产品矩阵进行年轻化创新，品类创新上，公司推出碎片化场景产品，如上海梅林片装火腿午餐肉（减钠31%且蛋白提升）、联豪爆汁和牛粒等即食产品，覆盖早餐、露营、电竞等新兴消费场景；技术突破上，冠生园实现糖果包装全自动化（异物检出率降低90%），梅林有限开发冷鲜肉解冻工艺（血红蛋白流失率大幅下降）；健康理念上，公司开发高蛋白低脂产品系列，如90%含肉量的沙嗲牛肉干，契合健康消费趋势。

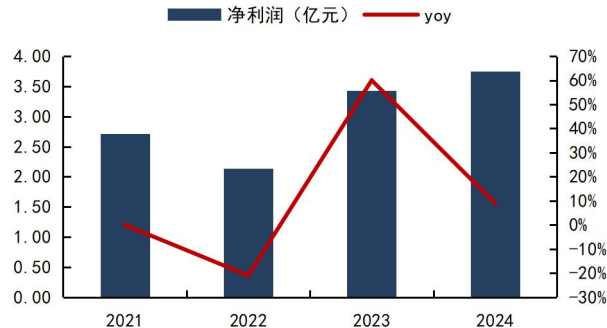
跨界营销精准触达，多渠道布局加强市场渗透。公司积极开展各类联名，与《穿越火线》推出联名款午餐肉，结合电竞赛事实现品牌年轻化破圈；同时推进潮流IP合作，大白兔与ROBBI推出赛博甜心联名手办，获美国DesignerCon展会热销；并积极开展综艺冠名，独家冠名《开播！短剧季》，通过场景化植入提升品牌曝光度。渠道方面，公司线上与线下渠道布局同步强化，线下覆盖长三角3000+商超，爱森、苏食等品牌建立社区专卖店网络；线上通过正广和电商平台实现O2O融合，联豪牛排品类线上销售额同比增长45%；特通渠道方面，与东航食品战略合作，旗下爱森产品入驻“东航那碗面”航空场景。基于上述积极的经营举措，未来公司有望在保持传统市场份额的同时，持续开拓年轻消费群体和高端细分市场，巩固其作为肉类全产业链龙头企业的市场竞争地位。

图43: 光明肉业休闲食品业务收入及同比变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44: 光明肉业休闲食品业务净利润及同比变化情况

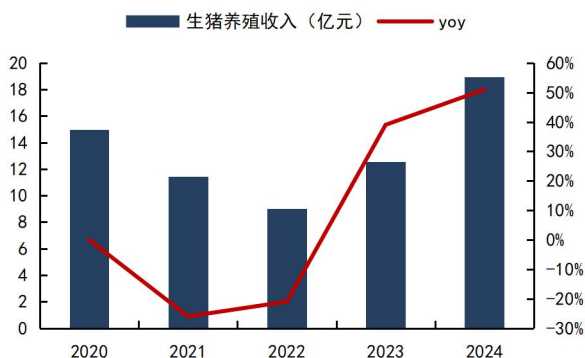


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

猪肉业务：实现养殖-屠宰-深加工的全产业链布局，冷鲜肉与深加工产品占比稳步提升

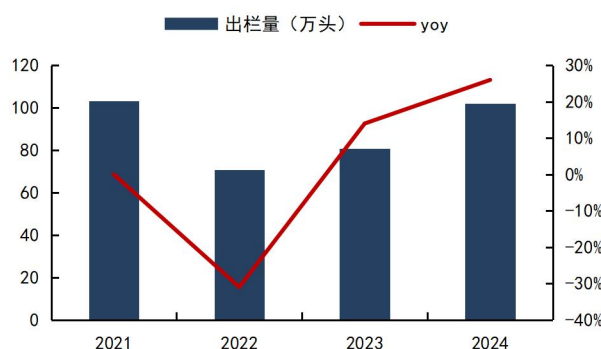
公司通过子公司光明农牧科技有限公司，实现了从生猪养殖到屠宰加工、肉制品深加工的全产业链布局，各环节实现有效产业协同，发挥了稳定经营业绩的作用，一定程度上平滑了猪周期带来影响。如光明农牧向江苏苏食供应生猪，落实生猪屠宰框架协议；光明农牧根据上海爱森要求定向提供特定规格生猪，保持爱森产品质量稳定等。2024年全年公司生猪总出栏量102万头，受益于2024年生猪景气恢复，2024年子公司光明农牧净利润同比减亏2.0亿元至-3.8亿元。

图45: 光明肉业生猪养殖业务收入及同比变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 光明肉业生猪养殖出栏量情况

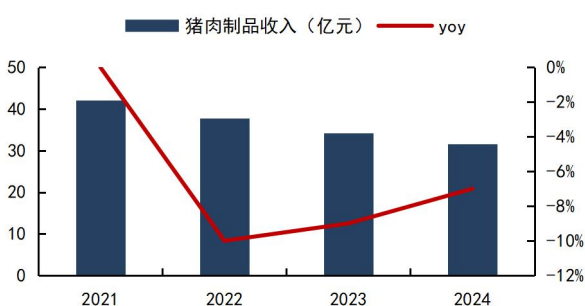


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司的猪肉屠宰分销业务主要由子公司江苏淮安苏食肉品有限公司和上海爱森肉品食品有限公司从事, 产品为“苏食”和“爱森”品牌的各类分切冷鲜猪肉及冷冻猪肉。公司聚焦中国长三角区域, 是长三角地区大型现代化生猪屠宰加工分销企业之一, 屠宰分销业务向下游延伸, 专注于华东地区冷链物流和市场体系建设, 专注于特色化、功能化、专业化的渠道网络和新模式的建立, 积极推行“集中分割, 成品包装, 冷链配送, 连锁经营”的先进经营模式, 积极探索“连锁专卖、市场批发、卖场配送、伙食单位直供”四种肉品流通渠道。

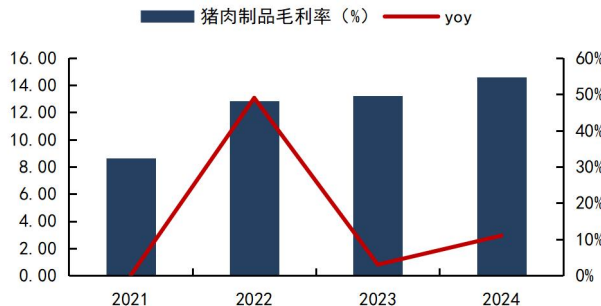
冷鲜肉与深加工产品等猪肉制品 2024 年营业收入为 31.66 亿元, 毛利率为 14.62%, 同比增长 1.41 pcts。公司在肉制品深加工领域充分发挥淮安二期大型中央厨房现代化工厂的原料优势、技术优势、服务优势和产能优势, 自有产品加工和客户定制加工双线并行的中央厨房定制加工平台模式稳定运行, 预计未来猪肉制品板块有望保持稳健增长。

图47: 光明肉业猪肉制品业务收入及同比变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图48: 光明肉业猪肉制品板块毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

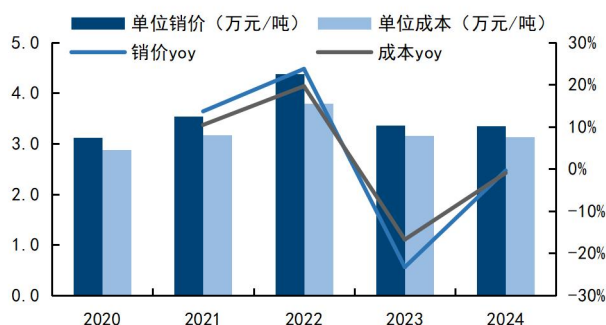
牛羊肉业务：销量方面，基于全球供应链布局优势，预计公司牛羊肉业务销量将保持稳健增长，我们预计公司牛羊肉销量 2025-2027 年分别同比增长 2%/1%/1%至 35.8/36.2/36.5 万吨。

销价方面，我们预计 2025 年起牛价将迎来景气上行。参考生猪行业产能去化带来的周期价格上涨幅度，非洲猪瘟导致 2019 年能繁母猪存栏同比减少接近 40%，对应 2020 年生猪年均价较 2019 年上涨约 60%，考虑到肉牛繁育周期更长，我们预估国内肉牛价格自 2025 年起反转，牛肉景气高点有望出现在 2027 年，谨慎预估 2027 年均价有望较 2024 年均价 6.4 万元/吨上涨 22%至 7.8 万元/吨（2022 年前高），对应国内牛肉销售均价在 2025-2027 年预计分别同比增长 12.0%/4.5%/4.3%至 7.1/7.5/7.8 万元/吨。考虑到公司牛羊肉业务中，牛肉销售占比约 60%，除了国内之外也会销往北美、英国、其他亚欧国家和地区、中东以及新西兰本土，而海外牛肉价格增速预计略低于国内，因此我们预计公司牛羊肉板块的单位销价增速将低于国内牛肉销售均价增速，预估 2025-2027 年分别同比增长 9.0%/3.5%/2.0%至 3.65/3.78/3.85 万元/吨。

成本方面，从历史情况来看，在景气上行期，公司牛羊肉业务销价增速通常高于成本增速，而景气下行期，销价降幅通常则快于成本降幅。在成本端，新西兰银蕨农场以草饲养殖为主，肉牛存栏和养殖成本相对稳定，而在价格上，由于公司拥有国内渠道，因此公司销价会跟随国内价格上涨，在国内价格的景气上行周期，贸易价差会有所拉大。考虑到 2024 年是国内牛价周期底部，2025 年启动上行，且国内牛价上涨速度预计快于海外，因此我们预计公司 2025-2027 年牛羊肉成本增速将略低于销价增速，我们保守预计 2025-2027 年公司营业成本增速分别低于销价增速 5.0%/1.5%/1.0%，则预计公司单位营业成本将分别同比增长 4.0%/2.0%/1.0%至 3.26/3.32/3.35 万元/吨。

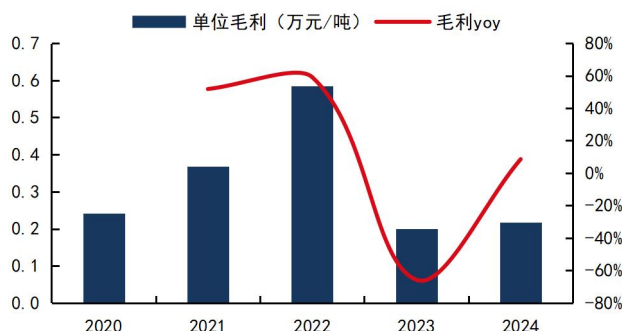
毛利方面，综合考虑上述销量、销价、成本假设，预计 2025-2027 年公司牛羊肉单吨毛利分别达 0.39/0.46/0.50 万元/吨，将分别同比增长 81%/16%/9%。

图49：在周期景气上行期，公司牛羊肉业务销价增速通常高于成本增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图50：公司牛羊肉业务历史单位毛利在周期景气上行期的弹性较大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

最终我们预计公司牛羊肉业务 2025-2027 年营收为 130.73/136.65/140.78 亿元，同比增速为 11%/5%/3%；2025-2027 年毛利为 14.10/16.51/18.22 亿元，2025-2027 年毛利率为 10.79%/12.08%/12.94%。

此外，费用方面，公司持续加强供应链调整与管理，将加快库存周转，有望实现吨均费用水平下降，我们预计公司 2025-2027 年吨费用率分别为 6.5%/6.2%/5.9%。

综合上述假设，我们测算得出，子公司新西兰银蕨农场吨净利在 2025-2027 年有望分别实现 1564/2221/2713 元，对应子公司 2025-2027 年净利润分别为 5.60/8.03/9.91 亿元，对应归母净利润分别为 2.80/4.02/4.96 亿元。

表6: 子公司银蕨农场盈利预测与假设

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
子公司净利润（亿元）	2.96	4.70	8.39	-1.33	-1.42	5.60	8.03	9.91
归母净利润（亿元）	1.48	2.35	4.19	-0.66	-0.71	2.80	4.02	4.96
吨销价（元）	31166	35417	43815	33612	33477	36490	37767	38522
yoy		14%	24%	-23%	-0.4%	9%	4%	2%
吨成本（元）	28745	31742	37970	31608	31302	32554	33205	33537
yoy		10%	20%	-17%	-1%	4%	2%	1%
吨毛利（元）	2421	3674	5845	2003	2175	3936	4562	4985
yoy		52%	59%	-66%	8.6%	81%	16%	9%
吨费用（元）	1659	2376	3324	2362	2579	2372	2342	2273
吨费用率	5.32%	6.71%	7.59%	7.03%	7.70%	6.5%	6.2%	5.9%
吨净利（元）	762	1298	2521	-359	-404	1564	2221	2713

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

猪肉制品业务：公司屠宰业务产能充足，预计销量有望保持较为稳健的增速，由于 2025 年行业生猪产能较 2024 年同比有所恢复，猪价同比预计下行，导致猪肉制品销售价格将同步下行，因此预计将导致屠宰加工业务收入端承压，但成本端有望受益产能利用率提升，因此我们预计 2025-2027 年收入 31.03/31.34/31.96 亿元，同比增速分别为-2%/1%/2%，毛利率分别为 14.8%/15.2%/15.3%。

生猪养殖业务：公司生猪养殖规模稳健发展，由于猪价在 2025-2026 年同比预计下行，因此公司生猪业务盈利预计整体略有承压，我们预计 2025-2027 年公司生猪养殖收入增速分别为-8%/-4%/-3%，预计 2025-2027 年毛利率分别为-6.0%/-11.2%/-14.0%。

综合食品业务：公司旗下糖果、蜂蜜等综合食品业务预计将保持稳健增长，预计 2025-2027 年综合食品业务收入增速分别为 9%/8%/7%，毛利率预计基本保持稳定，预计 2025-2027 年毛利率分别为 35.2%/35.5%/35.6%。

罐头食品业务：公司罐头食品业务梅林品牌在行业中具有优势地位，预计 2025-2027 年罐头食品业务收入增速分别为-2%/2%/3%，毛利率预计基本保持稳定，预计 2025-2027 年毛利率分别为 25.2%/25.3%/25.4%。

其他主营业务：公司其他业务为养殖与食品链附属业务，非公司发展重心，预计 2025-2027 年其他业务收入增速分别为 2%/2%/2%，毛利率预计基本保持稳定，预计 2025-2027 年毛利率分别为 0.5%/1.1%/1.2%。

表7: 光明肉业业务拆分

单位: 亿元, %	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
牛羊肉						
收入	145.79	124.49	117.58	130.73	136.65	140.78
同比	14%	-15%	-6%	11%	5%	3%
毛利	19.45	7.42	7.64	14.10	16.51	18.22
毛利率(%)	13.34	5.96	6.49	10.79	12.08	12.94
猪肉制品						
收入	37.77	34.20	31.66	31.03	31.34	31.96
同比	-10%	-9%	-7%	-2%	1%	2%
毛利	4.85	4.52	4.63	4.59	4.76	4.89
毛利率(%)	12.85	13.21	14.62	14.80	15.20	15.30
生猪养殖						
收入	9.00	12.54	18.96	17.51	16.89	16.45
同比	-21%	39%	51%	-8%	-4%	-3%
毛利	-1.22	-1.74	0.60	-1.05	-1.89	-2.30
毛利率(%)	-13.59	-13.85	3.16	-6.00	-11.20	-14.00
综合食品						
收入	14.50	17.03	17.91	19.52	21.08	22.56
同比	-8%	17%	5%	9%	8%	7%
毛利	5.08	6.00	6.27	6.87	7.48	8.03
毛利率(%)	35.06	35.20	35.01	35.20	35.50	35.60
罐头食品						
收入	15.56	16.80	14.30	14.01	14.29	14.72
同比	-2%	8%	-15%	-2%	2%	3%
毛利	3.86	4.50	3.48	3.53	3.62	3.73
毛利率(%)	24.78	26.76	24.31	25.20	25.30	25.35
其他主营						
收入	27.25	18.61	19.45	19.84	20.24	20.64
同比	20%	-32%	5%	2%	2%	2%
毛利	0.84	0.30	(0.07)	0.10	0.22	0.25
毛利率(%)	3.08	1.61	-0.38	0.50	1.10	1.20
合计						
收入	249.87	223.67	219.86	232.64	240.50	247.11
同比	6%	-10%	-2%	6%	3%	3%
毛利	32.86	21.00	22.55	28.14	30.70	32.82
毛利率(%)	13.15	9.39	10.26	12.10	12.77	13.28

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计 2025-2027 年的公司整体营收分别为 232.64/240.50/247.11 亿元, 同比增速为 6%/3%/3%, 毛利率 12.10%/12.77%/13.28%, 毛利为 28.14/30.70/32.82 亿元。

未来 3 年业绩预测

公允价值变动损失假设: 光明肉业在 2024 年 12 月 31 日对相关资产进行了减值测试, 计提减值准备共计 1.41 亿元, 其中存货跌价准备 8990 万元, 主要系受生猪市场价格影响, 公司对成本高于可变现净值的存货计提跌价准备, 考虑到公司未来几年猪肉价格下跌带来的存货减值将与牛肉价格上涨带来的存货溢价有一定对冲, 另外跌价带来的存货减值未来也会在生猪实际销售发生后冲销回经营利润, 因此我们在未来几年的盈利预测中不对该项变动进行预估。

长期资产减值准备 4963 万元, 主要系公司下属光明农牧因持续亏损、资金及环保压力, 主动关停部分牧场生产经营, 考虑到后续公司无其他关停计划, 因此我们

未来几年不对该项减值进行考虑。

少数股东损益假设：公司少数股东损益主要来自于子公司光明农牧科技有限公司（生猪养殖板块）、银蕨农场（牛羊肉板块）、江苏省苏食肉品有限公司及江苏淮安苏食肉品有限公司（猪肉制品板块）。我们对其盈利预测如下：

表8：光明肉业未来3年少数股东损益预测表（亿元）

	少数股东持股比例	少数股东损益 2025E	少数股东损益 2026E	少数股东损益 2027E
江苏省苏食肉品有限公司	40%	0.04	0.04	0.04
江苏淮安苏食肉品有限公司	40%	0.16	0.16	0.16
光明农牧科技有限公司	49%	-2.37	-2.68	-2.98
银蕨农场	50%	2.80	4.02	4.96
合计		0.64	1.54	2.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表9：未来3年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21987	23265	24051	24712
营业成本	19733	20450	20980	21430
销售费用	867	889	878	865
管理费用	1088	1077	1091	1084
研发费用	64	65	70	69
财务费用	39	71	79	89
营业利润	127	762	1011	1238
利润总额	103	762	1023	1244
归属于母公司净利润	216	496	601	705
EPS	0.23	0.53	0.64	0.75
ROE	4.4%	10.1%	12.1%	14.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设，我们得到公司2025-2027年归母净利分别为4.96/6.01/7.05亿元，利润年增速分别为129.7%/21.1%/17.3%，每股收益分别为0.53/0.64/0.75元。

盈利预测情景分析

表10: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	22,367	21,987	23,674	25,439	26,479
(+/-%)	-10.5%	-1.7%	7.7%	7.5%	4.1%
净利润(百万元)	226	216	780	1186	1367
(+/-%)	-55.1%	-4.2%	261.0%	52.0%	15.3%
摊薄 EPS	0.24	0.23	0.83	1.26	1.46
中性预测					
营业收入(百万元)	22,367	21,987	23,265	24,051	24,712
(+/-%)	-10.5%	-1.7%	5.8%	3.4%	2.8%
净利润(百万元)	226	216	496	601	705
(+/-%)	-55.1%	-4.2%	129.7%	21.1%	17.3%
摊薄 EPS(元)	0.24	0.23	0.53	0.64	0.75
悲观的预测					
营业收入(百万元)	22,367	21,987	23,175	23,903	24,515
(+/-%)	-10.5%	-1.7%	5.4%	3.1%	2.6%
净利润(百万元)	226	216	329	429	527
(+/-%)	-55.1%	-4.2%	52.4%	30.2%	23.0%
摊薄 EPS	0.24	0.23	0.35	0.46	0.56
总股本(百万股)	938	938	938	938	938

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 10.4-11.1 元, 给予优于大市评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 10.4-11.3 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表11: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	5.80%	-10.49%	-1.70%	5.81%	3.38%	2.75%	6.50%	8.90%
营业成本/营业收入	86.85%	90.61%	89.75%	87.90%	87.23%	86.72%	87.22%	88.08%
管理费用/营业收入	4.34%	4.91%	4.88%	4.60%	4.51%	4.36%	4.41%	4.41%
销售费用/销售收入	3.64%	3.86%	3.94%	3.82%	3.65%	3.50%	3.61%	3.54%
所得税税率	39.97%	-70.69%	110.79%	26.50%	26.20%	25.80%	25.97%	25.79%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	26.50%
无风险利率	2.00%	Ka	9.70%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.45
公司股价 (元)	8.1	Ke	12.18%
发行在外股数 (百万)	938	E/(D+E)	69.57%
股票市值 (E, 百万元)	7596	D/(D+E)	30.43%
债务总额 (D, 百万元)	3322	WACC	9.66%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 10.4-11.3 元。

表13: 光明肉业 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	730.6	978.8	1,207.1	1,114.7	993.1
所得税税率	26.50%	26.20%	25.80%	25.97%	25.79%
EBIT*(1-所得税税率)	537.0	722.3	895.7	825.3	737.0
折旧与摊销	426.7	468.0	501.3	535.2	568.6
营运资金的净变动	(214.6)	(153.2)	(272.1)	13.9	(75.3)
资本性投资	(472.4)	(508.5)	(524.7)	(496.8)	(505.0)
FCFF	276.8	528.7	600.2	877.5	725.3
PV(FCFF)	252.4	439.6	455.2	606.9	457.5
核心企业价值	13,072.3				
减: 净债务	2,884.8				
股票价值	10,187.5				
每股价值	10.86				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.5%	9.6%	9.66%	9.8%	9.9%
永续 增长 率变 化	1.9%	11.79	11.56	11.33	11.11	10.89
	1.7%	11.54	11.31	11.09	10.87	10.66
	1.5%	11.29	11.07	10.86	10.65	10.45
	1.3%	11.06	10.85	10.64	10.44	10.25
	1.1%	10.84	10.64	10.44	10.24	10.05

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：10.2-11.1 元

我们对公司三大主营业务牛羊肉、综合食品、生猪养殖及肉制品加工进行分部估值。

其中，公司非牛羊肉业务板块包含综合食品（冠生园）、生猪养殖及肉制品加工：

综合食品业务方面，冠生园旗下品牌“大白兔”、“冠生园”是中国驰名商标和中华老字号品牌，在奶糖、蜂蜜等休闲食品细分行业市场份额领先。按照公司公告披露，休闲食品业务 2024 年净利润同比增长 9%至 3.75 亿元，过去三年 CAGR 为 11%，我们中性预计 2025 年净利润有望维持稳定增速 7%至 4.01 亿元。考虑到公司休闲食品业务盈利相对稳定，我们采取 PE 法估值，选取同行业的休闲食品公司进行比较，分别为洽洽食品、甘源食品、桃李面包，上述三家可比公司 2025 年平均 PE 估值为 13.4x，参考同行估值水平，考虑到公司业务增速稳健，我们中性给予公司综合食品业务 2025 年 10.0-11.0x 的估值目标，对应其综合食品业务约 40-44 亿元合理估值。

表15: 与可比综合食品公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS 2025E	2026E	PE 2025E	2026E	主营业务
002557.SZ	洽洽食品	未评级	23.40	118	2.10	2.39	11.1	9.8	坚果休闲食品
002991.SZ	甘源食品	未评级	71.24	66	5.12	6.05	13.9	11.8	坚果及膨化烘焙休闲食品
603866.SH	桃李面包	未评级	5.45	87	0.36	0.39	15.1	14.0	面包及糕点品牌食品
可比公司平均							13.4	11.9	
600073.SH	光明肉业	优于大市	8.10	76	0.61	1.01	13.3	8.0	牛羊肉、休闲食品、猪肉制品、生猪养殖

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测（光明肉业外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测）

养猪与肉制品业务方面，对于生猪养殖业务，公司 2024 年实现生猪养殖出栏 102 万头，假设养殖规模与 2024 年基本保持一致，参考行业内生猪养殖上市企业 2025 年出栏对应的较低养殖资产头均市值接近 1000 元，考虑到公司养殖成本处于行业偏高但稳步改善阶段，我们中性预计公司生猪养殖资产头均市值约 800-1000 元，对应生猪养殖资产合理估值约 8.2-10.2 亿元。

另外公司肉制品和午餐肉等深加工业务预计 2025 年实现约 1.5 亿元利润，选取同行业的肉制品公司进行比较，分别为双汇发展、安井食品、华统股份，上述三家可比公司 2025 年平均 PE 估值为 15.2x，参考同行估值水平，我们中性给予 11.0-12.0 倍 PE，则对应其肉制品和午餐肉等深加工业务约 16.5-18 亿元合理估值。

表16: 与可比肉制品销售公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		主营业务
					2025E	2026E	2025E	2026E	
000895.SZ	双汇发展	优于大市	26.81	929	1.53	1.60	17.5	16.8	生猪屠宰、肉制品、养殖
603345.SH	安井食品	优于大市	76.98	226	5.63	6.31	13.7	12.2	速冻肉制品及米面制品
002840.SZ	华统股份	优于大市	10.63	67	0.74	0.93	14.4	11.4	生猪养殖、屠宰、肉制品
可比公司平均							15.2	13.5	
600073.SH	光明肉业	优于大市	8.10	76	0.61	1.01	13.3	8.0	牛羊肉、休闲食品、猪肉制品、生猪养殖

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测 (光明肉业外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测)

总体上, 综合上述假设与预估, 我们预计公司非牛肉业务合理估值接近 65-72 亿元。

另外, 未来公司牛羊肉业务弹性预计较大, 参考前述盈利预测与假设, 我们预计 2025 年牛羊肉归母净利润有望同比扭亏实现接近 2.8 亿元利润, 选取同行业的猪禽肉类公司进行比较, 分别为圣农发展、牧原股份、温氏股份, 上述三家可比公司 2025 年平均 PE 估值为 13.1x, 考虑到公司牛羊肉业务品牌规模较小, 但未来两到三年的景气趋势较猪禽肉更强, 参考可比公司估值水平, 我们中性给予公司牛羊肉业务 2025 年 11.0-11.5 倍 PE, 对应约 30.8-32.2 亿元合理市值区间。

表17: 与可比猪禽肉类等周期公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		主营业务
					2025E	2026E	2025E	2026E	
002299.SZ	圣农发展	优于大市	16.11	200	0.90	1.13	17.9	14.3	白羽鸡养殖、屠宰与深加工
002714.SZ	牧原股份	优于大市	39.50	2,158	3.63	4.07	10.9	9.7	生猪养殖、屠宰
300498.SZ	温氏股份	优于大市	16.86	1,122	1.62	1.63	10.4	10.3	生猪、黄鸡养殖与屠宰
可比公司平均							13.1	11.4	
600073.SH	光明肉业	优于大市	8.10	76	0.61	1.01	13.3	8.0	牛羊肉、休闲食品、猪肉制品、生猪养殖

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测 (光明肉业外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测)

综上所述, 参考上述分部估值情况, 我们预计公司 2025 年总体合理估值区间为 96-104 亿元, 对应公司股票合理估值区间为 10.2-11.1 元。

投资建议

公司是行业内优质的牛肉标的, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.96/6.01/7.05 亿元, 利润年增速分别为 129.7%/21.1%/17.3%, 每股收益分别为 0.53/0.64/0.75 元, 预估合理价格区间为 10.4-11.1 元, 较当前股价有 28-37%溢价空间。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 10.4-11.1 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年养殖业务增速的预测,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对国内猪价周期景气修复的估计偏乐观,我们在盈利预测中预计国内牛肉销售均价在 2025-2027 年预计分别同比增长 12.0%/4.5%/4.3%至 7.1%/7.5%/7.8 万元/吨,可能导致未来牛羊肉业务的利润增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 2、可能由于对公司糖果、蜂蜜等综合食品业务的经营增速估计偏乐观,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 3、可能由于对公司管理费用的估计偏乐观,我们预计公司的管理费用率将随供应链管理的强化呈现稳步下降的趋势,可能导致未来管理费用率偏低,从而导致盈利偏乐观的风险。

猪牛羊价格大幅波动风险

肉类业务作为公司的核心战略发展方向,如果未来猪牛羊价格出现较大波动,会直接导致公司的盈利水平随之大幅波动。

原料价格大幅波动风险

饲料成本占养殖成本的比例较大,如果玉米、豆粕等原材料价格上涨幅度过大,将拉低公司的养殖盈利水平。

不可控的动物疫情引发的潜在风险

如果发生不可控的动物疫情,可能会造成公司生猪养殖出现高死亡率,从而导致

公司严重损失。

出口贸易环境变化引发的潜在风险

由于公司子公司新西兰银蕨农场将牛羊肉从新西兰出口到全球 60 多个国家,可能存在由于各国贸易政策变化、及汇率波动变化引发的盈利不确定性风险。

发生资产减值变动损失的风险

公司生猪存货价值的变动主要取决于生猪市场价格于公司成本的关系,由于受周期价格波动影响较大,可能存在发生较多资产减值变动损失的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3619	3456	3294	3538	3449	营业收入	22367	21987	23265	24051	24712
应收款项	1737	1731	1817	1748	1891	营业成本	20267	19733	20450	20980	21430
存货净额	2993	2585	2842	2705	2846	营业税金及附加	51	47	54	53	57
其他流动资产	648	996	1054	1102	1095	销售费用	863	867	889	878	865
流动资产合计	8998	8769	9007	9093	9281	管理费用	1113	1088	1077	1091	1084
固定资产	4595	4189	4229	4274	4302	研发费用	63	64	65	70	69
无形资产及其他	163	161	156	150	145	财务费用	52	39	71	79	89
投资性房地产	1155	1343	1343	1343	1343	投资收益	118	101	102	112	120
长期股权投资	410	424	438	450	463	资产减值及公允价值变动	(188)	(253)	0	0	0
资产总计	15320	14885	15171	15309	15533	其他收入	(29)	67	(65)	(70)	(69)
短期借款及交易性金融负债	3260	3198	3215	3620	3726	营业利润	(79)	127	762	1011	1238
应付款项	2178	2155	2213	2198	2127	营业外净收支	0	(24)	0	12	6
其他流动负债	2486	2279	2425	2253	2425	利润总额	(79)	103	762	1023	1244
流动负债合计	7925	7632	7853	8071	8277	所得税费用	56	114	202	268	321
长期借款及应付债券	200	57	107	100	140	少数股东损益	(361)	(227)	64	154	218
其他长期负债	441	482	452	327	231	归属于母公司净利润	226	216	496	601	705
长期负债合计	641	540	560	428	372	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8566	8171	8412	8499	8649	净利润	226	216	496	601	705
少数股东权益	1805	1818	1824	1834	1852	资产减值准备	(6)	4	12	1	1
股东权益	4949	4895	4935	4976	5032	折旧摊销	465	471	427	468	501
负债和股东权益总计	15320	14885	15171	15309	15533	公允价值变动损失	188	253	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	52	39	71	79	89
每股收益	0.24	0.23	0.53	0.64	0.75	营运资本变动	(513)	(307)	(215)	(153)	(272)
每股红利	0.51	0.24	0.49	0.60	0.69	其它	412	3	(7)	10	17
每股净资产	5.28	5.22	5.26	5.31	5.37	经营活动现金流	772	641	714	926	952
ROIC	-0.50%	-0.18%	5%	7%	8%	资本开支	(76)	198	(472)	(508)	(525)
ROE	4.56%	4.41%	10%	12%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	9%	10%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(119)	185	(486)	(520)	(538)
EBIT Margin	0%	1%	3%	4%	5%	权益性融资	0	343	0	0	0
EBITDA Margin	2%	3%	5%	6%	7%	负债净变化	(564)	(143)	30	(32)	50
收入增长	-10%	-2%	6%	3%	3%	支付股利、利息	(479)	(223)	(457)	(560)	(649)
净利润增长率	-55%	-4%	130%	21%	17%	其它融资现金流	1195	(599)	17	405	106
资产负债率	68%	67%	67%	67%	68%	融资活动现金流	(891)	(989)	(389)	(163)	(502)
股息率	6.3%	2.9%	6.0%	7.4%	8.5%	现金净变动	(238)	(163)	(162)	243	(88)
P/E	33.7	35.2	15.3	12.6	10.8	货币资金的期初余额	3857	3619	3456	3294	3538
P/B	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	货币资金的期末余额	3619	3456	3294	3538	3449
EV/EBITDA	34.0	24.0	13.8	11.1	9.5	企业自由现金流	(107)	342	277	529	600
						权益自由现金流	524	(400)	272	843	691

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032