

# 全球猪肉龙头的增长重构与价值重估

华泰研究

2026年4月16日 | 中国香港

首次覆盖

食品

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

13.25

吕若晨

SAC No. S0570525050002  
SFC No. BEE828

研究员

lvruochen@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

胡东\*

SAC No. S0570124070052

联系人

hudong024041@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

首次覆盖万洲国际给予“买入”评级，基于分部加权测算，给予公司26年13xPE，目标价13.25港元。万洲国际是全球领先的肉制品综合龙头，覆盖“养殖-屠宰-肉制品”全链条，业务横跨中国、北美、欧洲三大核心市场。我们认为，在当前的市场环境中，公司既是能够抵御宏观波动、获取稳健股息回报的防御标的，也是业绩稳健增长，估值具备提升空间的优质资产。

## 中国 (26E OP 占 35%)：肉制品市场龙头，消费属性筑压舱石

子公司双汇发展作为中国肉制品行业龙头，肉制品业务贡献万洲国际中国区域25年90%+的OP，凭借深厚品牌壁垒与全渠道布局筑牢消费属性压舱石。25年以来，受益于生猪价格低位运行释放成本红利，肉制品吨利攀至相对高位；屠宰业务紧抓行业整合窗口期积极扩量；养殖业务依靠效率提升持续减亏。展望26年，我们预计中国生猪价格维持低位震荡，成本端利好仍将支撑肉制品吨利维持4500元以上，公司或将用部分成本下降带来的利润进行渠道与终端投入，努力提升肉制品销量；屠宰业务或将在规模扩张中保持吨利稳健；养殖板块伴随技术优化与成本管控落地，有望实现大幅减亏。

## 北美 (26E OP 占 53%)：上游提效+下游提价，26年盈利韧性提升

子公司SFD蝉联美国生猪养殖30年以上的TOP1地位，同时为美国第四大肉制品企业（欧睿口径），依托“养殖-屠宰-肉制品”全链条布局与寡头行业格局筑牢竞争壁垒。在25年美国猪周期反转的背景下，公司北美出栏量虽伴随产能裁减目标延续下行，但猪价上行驱动营业利润大幅转正；25年肉制品和屠宰业务均受成本涨幅超售价涨幅影响，营业利润有所回落。展望26年，我们预计美国猪周期或处于高位平稳阶段，公司在美养殖-屠宰-肉制品的业务盈利韧性凸显。

## 欧洲 (26E OP 占 12%)：内生+协同效应或驱动26年双位数增长

欧洲市场通过并购构建波兰低成本产能+西欧高端渠道+南欧区域渗透的泛欧格局。25年，尽管欧洲生猪价格周期向下波动导致猪肉板块盈利回落，但公司肉制品业务实现量价齐升，主要系公司调节产品结构叠加并购协同效应释放。展望26年，我们预计欧洲在中东地缘事件、关税政策冲击下，上游经营具有不确定性，猪价或处于震荡偏弱区间；但下游肉制品业务既受益于成本红利，也受益于并购整合后的协同效应释放与泛欧分销网络深化。最终，我们预计26年欧洲或成为集团营收和利润增速最快的业务板块。

## 与市场观点的不同之处

我们认为当前市场仍未完成对公司的全面定价，一是未充分定价其高红利资产的内在价值，二是未充分反映公司消费属性强化、周期属性弱化的底层变化，三是低估了其中美欧全产业链全球化布局的稀缺风险对冲价值。公司高分红属性突出，25年综合股息率已攀升至10%+，我们预计26年常规股息率仍约4.7%（对应股利支付率50%），基于DDM测算公司内在价值约12.67港元/股；同时，公司主动优化资产结构压降盈利波动，叠加全球化布局形成的周期互补、地缘风险对冲优势，盈利稳定性持续增强，且消费属性强化有望推动公司估值中枢持续抬升。

## 盈利预测与估值

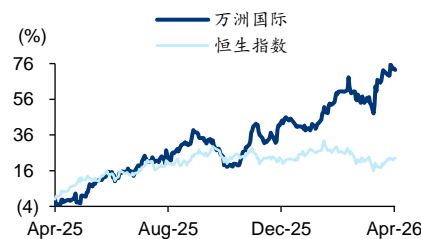
我们预计26-28年公司EPS分别为0.13/0.13/0.14美元，同时基于可比公司估值，我们以26E区域经营利润占比为权重，考虑控股折价20%后，测算公司综合合理26年PE中枢为13x，对应目标价13.25港元。

风险提示：需求恢复不及预期，饲料成本大幅波动，疫病扰动产能节奏等。

## 基本数据

收盘价(港币 截至4月15日)	10.64
市值(港币百万)	136,514
6个月平均日成交额(港币百万)	278.23
52周价格范围(港币)	6.47-10.84

## 股价走势图



资料来源：S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	28,026	28,994	30,193	31,443
+/-%	8.04	3.45	4.14	4.14
归属母公司净利润(百万)	1,567	1,641	1,723	1,826
+/-%	(2.79)	4.72	5.01	5.96
EPS(最新摊薄)	0.12	0.13	0.13	0.14
ROE(%)	14.34	14.78	15.02	14.72
PE(倍)	11.12	10.62	10.11	9.54
PB(倍)	1.56	1.58	1.46	1.35
EV EBITDA(倍)	8.23	7.95	7.67	7.05
股息率(%)	10.36	4.71	4.94	5.24

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,941	28,026	28,994	30,193	31,443
销售成本	(20,741)	(23,039)	(23,690)	(24,519)	(25,377)
<b>毛利润</b>	<b>5,200</b>	<b>4,987</b>	<b>5,304</b>	<b>5,675</b>	<b>6,067</b>
销售及分销成本	(1,845)	(1,845)	(1,909)	(1,988)	(2,070)
管理费用	(1,001)	(941.00)	(973.50)	(1,014)	(1,056)
其他收入/支出	50.00	411.00	292.72	168.92	39.27
财务成本净额	(91.00)	(45.00)	(43.90)	(41.37)	(17.37)
应占联营公司利润及亏损	11.00	13.00	13.00	13.00	13.00
<b>税前利润</b>	<b>2,410</b>	<b>2,475</b>	<b>2,592</b>	<b>2,722</b>	<b>2,884</b>
税费开支	(557.00)	(584.00)	(611.56)	(642.21)	(680.49)
少数股东损益	(241.00)	(324.00)	(339.29)	(356.30)	(377.53)
<b>归母净利润</b>	<b>1,612</b>	<b>1,567</b>	<b>1,641</b>	<b>1,723</b>	<b>1,826</b>
折旧和摊销	(632.00)	(635.00)	(466.04)	(485.85)	(505.94)
EBITDA	2,876	2,964	3,102	3,249	3,407
EPS (美元, 基本)	0.13	0.12	0.13	0.13	0.14

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	2,848	2,848	3,009	3,053	3,221
应收账款和票据	888.00	1,453	968.85	1,553	1,073
现金及现金等价物	2,055	2,388	2,285	2,206	3,280
其他流动资产	2,437	3,023	2,848	3,072	2,899
<b>总流动资产</b>	<b>8,228</b>	<b>9,712</b>	<b>9,110</b>	<b>9,884</b>	<b>10,474</b>
固定资产	5,877	6,629	6,681	6,731	6,780
无形资产	4,135	4,584	5,032	5,478	5,922
其他长期资产	1,601	985.00	991.38	991.14	984.28
<b>总长期资产</b>	<b>11,613</b>	<b>12,198</b>	<b>12,704</b>	<b>13,200</b>	<b>13,686</b>
<b>总资产</b>	<b>19,841</b>	<b>21,910</b>	<b>21,814</b>	<b>23,084</b>	<b>24,160</b>
应付账款	1,212	1,379	1,285	1,472	1,382
短期借款	1,196	1,818	1,818	1,818	1,818
其他负债	1,983	1,920	1,920	1,920	1,920
<b>总流动负债</b>	<b>4,391</b>	<b>5,117</b>	<b>5,023</b>	<b>5,210</b>	<b>5,120</b>
长期债务	3,013	2,753	2,577	2,401	2,225
其他长期债务	1,076	1,235	1,235	1,235	1,235
<b>总长期负债</b>	<b>4,089</b>	<b>3,988</b>	<b>3,812</b>	<b>3,636</b>	<b>3,460</b>
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	10,660	11,186	11,021	11,924	12,888
股东权益	10,661	11,187	11,022	11,925	12,889
少数股东权益	700.00	1,618	1,957	2,314	2,691
<b>总权益</b>	<b>11,361</b>	<b>12,805</b>	<b>12,979</b>	<b>14,238</b>	<b>15,580</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	10.81	11.12	10.62	10.11	9.54
PB	1.63	1.56	1.58	1.46	1.35
EV EBITDA	8.11	8.23	7.95	7.67	7.05
股息率 (%)	3.29	10.36	4.71	4.94	5.24
自由现金流收益率 (%)	11.49	4.70	11.05	5.52	12.27

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	2,876	2,964	3,102	3,249	3,407
融资成本	91.00	45.00	43.90	41.37	17.37
营运资本变动	38.00	(613.00)	404.64	(665.91)	394.46
税费	(557.00)	(584.00)	(611.56)	(642.21)	(680.49)
其他	71.00	714.07	(56.90)	(54.37)	(30.37)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,519</b>	<b>2,526</b>	<b>2,882</b>	<b>1,928</b>	<b>3,108</b>
CAPEX	(590.00)	(1,129)	(959.00)	(969.00)	(979.00)
其他投资活动	(22.00)	(67.07)	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(612.00)</b>	<b>(1,196)</b>	<b>(959.00)</b>	<b>(969.00)</b>	<b>(979.00)</b>
债务增加量	(70.00)	362.00	(176.00)	(176.00)	(176.00)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(490.00)	(574.00)	(1,806)	(820.47)	(861.60)
其他融资活动现金流	(424.00)	(769.00)	(43.90)	(41.37)	(17.37)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(984.00)</b>	<b>(981.00)</b>	<b>(2,026)</b>	<b>(1,038)</b>	<b>(1,055)</b>
现金变动	923.00	349.00	(103.08)	(79.05)	1,074
年初现金	1,156	2,055	2,388	2,285	2,206
汇率波动影响	(29.00)	(11.00)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>2,055</b>	<b>2,388</b>	<b>2,285</b>	<b>2,206</b>	<b>3,280</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(1.12)	8.04	3.45	4.14	4.14
毛利润	1.46	(4.10)	6.36	6.98	6.91
营业利润	63.43	8.65	3.93	4.69	4.86
净利润	156.28	(2.79)	4.72	5.01	5.96
EPS	156.28	(2.79)	4.72	5.01	5.96
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	20.05	17.79	18.29	18.79	19.29
EBITDA	11.09	10.58	10.70	10.76	10.84
净利率	6.21	5.59	5.66	5.71	5.81
ROE	15.73	14.34	14.78	15.02	14.72
ROA	8.26	7.51	7.51	7.68	7.73
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	20.20	19.51	19.14	16.88	5.92
流动比率	1.87	1.90	1.81	1.90	2.05
速动比率	1.23	1.34	1.21	1.31	1.42
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.33	1.34	1.33	1.34	1.33
应收账款周转天数	12.22	15.04	15.04	15.04	15.04
应付账款周转天数	21.28	20.24	20.24	20.24	20.24
存货周转天数	50.72	44.50	44.50	44.50	44.50
现金转换周期	41.66	39.29	39.29	39.29	39.29
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS	0.13	0.12	0.13	0.13	0.14
每股净资产	0.83	0.87	0.86	0.93	1.00

## 正文目录

我们与市场观点的不同之处 .....	5
万洲国际：中美欧三地布局的全产业链垂直一体化猪肉巨头 .....	6
中国：肉制品为利润压舱石，结构迭代与渠道深耕提升盈利质量 .....	10
生猪养殖：短期锚定减亏节奏，长期聚焦战略兑现 .....	10
(1) 行业视角：当前中国猪周期波动与成长属性弱化、猪价处于较低位置 .....	11
(2) 万洲视角：谨慎配套，轻资产发展 .....	12
生猪屠宰：Beta 是猪周期、Alpha 是规模效应 .....	14
(1) 供给端：屠宰利润 = 单头净利润 × 屠宰量 - 固定成本摊销 + 冻品库存损益 .....	14
(2) 需求端：总量占比仍居肉类消费 50%+ .....	16
(3) 企业端：Beta 是生猪价格周期波动、Alpha 是渠道网络和全球协同效应 .....	16
中国肉制品：双汇龙头地位显著，公司积极渠道改革创新 .....	20
(1) 高温：成本周期定盈利弹性，份额定盈利底盘 .....	22
(2) 低温：锚定于消费升级驱动的渗透率提升 .....	23
(3) 休闲：超额收益源于能否抓住渠道变革的机会 .....	23
(4) 速冻：业务占比尚低，双汇依托上游原料优势切入赛道 .....	24
北美：上游提效、下游提价，公司三大业务盈利可预见性提升 .....	26
生猪养殖：26 年猪价增速或趋弱，公司生猪养殖仍具韧性 .....	26
(1) 周期展望：26 年供给约束下，预计美国猪价高位平稳、盈利有支撑 .....	27
(2) 万洲视角：25 年周期改善+战略调整驱动上游业务盈利企稳 .....	29
生猪屠宰：行业已入寡头格局，SFD 持续精细化运营 .....	31
(1) 需求端：国内消费成熟，出口核心市场韧性凸显 .....	31
(2) 产业端：寡头垄断格局稳固，产业链利润向后端环节转移 .....	33
(3) 企业端：SFD 运营优化对冲市场压力，盈利表现优于行业 .....	34
美国肉制品：SFD 具备成本和产品结构纵深优势 .....	35
(1) SFD 优势一：养殖布局“降而不弱”，成本壁垒优于同业 .....	37
(2) SFD 优势二：价格带全覆盖+渠道协同的组合能力 .....	38
欧洲市场：借船出海，渠道与区域协同打开泛欧市场空间 .....	40
欧洲生猪：地缘事件冲击+需求偏弱，经营环境仍有较大不确定性 .....	40
(1) 周期展望：成本抬升+内外需双弱，下行磨底格局难改 .....	41
(2) 万洲视角：行业磨底中公司盈利水平或有承压 .....	43
生猪屠宰：短期面临外部挑战，长期依托全产业链协同和效率提升 .....	45
(1) 需求端：本土存量支撑，出口需求承压 .....	45
(2) 产业端：产能向政策宽松区域迁移，近期价差受需求侧压制收窄 .....	45
(3) 企业端：万洲国际欧洲屠宰业务逐步从规模依赖到价差与效率双驱动 .....	46
肉制品：持续并购，期待协同效应释放 .....	47
(1) 区域协同：东欧成本中心，西欧品牌高地 .....	48
(2) 渠道协同：地域互补、品类协同、平台统筹 .....	48



如何看待当前万洲国际的股价点位？ .....	50
25 年股价复盘：美国猪周期反转+SFD 分拆上市+分红提升催发股价抬升 .....	50
我们给予公司目标价 13.25 港元，首次覆盖予以“买入”评级 .....	51
(1) 市场尚未完全定价公司的红利价值 .....	51
(2) 市场尚未完全定价公司的消费属性 .....	52
(3) 市场尚未完全定价公司的抗风险韧性与确定性溢价 .....	52
(4) 可比估值：基于分部估值给予公司 26 年 13x P/E，目标价 13.25 港元 .....	53
风险提示 .....	54

## 我们与市场观点的不同之处

在低利率环境长期化、优质高收益资产稀缺的市场背景下，具备持续自由现金流创造能力、高分红回报、盈利稳定性强的核心资产，已成为市场资金共识的配置主线之一。万洲国际作为全球猪肉食品龙头，正是当前港股市场中稀缺的、契合这一配置主线的优质标的，**公司 25 年以来股价涨幅稳居食品饮料板块 (A+H 股) 前三。**

**高股息+强现金流类债属性。**在无风险利率持续低位、全社会资产配置压力凸显的环境中，能够持续兑现股东回报的资产正获得定价溢价，万洲国际正是此类资产的标杆。25 年公司将常规分红支付率从 30% 提升至 50%，叠加分拆带来的特别股息，25 年综合股息率已攀升至 10%+（股息支付率 60%+），分红兑现能力与稳定性稳居港股核心红利资产第一梯队。此外，公司管理层承诺以每年 50% 净利润为派息基准，我们预计 26 年常规股息率（对应当前股价）仍约 4.7%。稳定的高股息来源于公司全产业链协同的全球化布局，公司系中美欧三地布局的全产业链垂直一体化猪肉巨头，已初步形成周期互补、风险对冲的经营格局。

不过，我们认为市场仍未完成对公司的全面定价——

- **其一，公司作为红利资产尚未被完全定价**，基于戈登永续增长模型测算，公司内在价值约 12.67 港元/股。
- **其二，公司消费属性强化、周期属性弱化的底层变化尚未被估值充分反映**，美国市场主动缩减上游养殖产能，减少高波动的周期资产；欧洲市场持续向高稳定性的肉制品加工端倾斜，公司盈利波动性持续降低，自由现金流的稳定性与可持续性显著增强。当前公司 10-11 倍左右的 PE 估值，仍显著低于 A 股必需消费龙头 17-19 倍的估值中枢、H 股必需消费龙头 14-24 倍的估值中枢，随着市场逐步以消费股估值体系对其重新定价，公司有望迎来长期的估值抬升空间。
- **其三，市场低估了中美欧三地全产业链垂直一体化布局对公司盈利稳定性的长期支撑。**在当前中东地缘冲突持续发酵、全球能源与农产品供应链频繁受到扰动的宏观背景下，单一市场、单一业务经营的生猪及肉制品企业易面临输入性通胀、成本波动、供应链断裂的系统性风险，而公司凭借中美欧三地的产能布局与全产业链协同体系，或有望通过内部成本对冲、区域市场互补，有效平滑单一市场的地缘冲击、周期波动。但市场并未给这一稀缺的抗风险韧性给予合理的估值溢价。

我们认为，在当前的市场环境中，公司既是能够抵御宏观波动、获取稳健股息回报的防御标的，也是业绩稳健增长，估值具备提升空间的优质资产。我们基于分部加权测算，给予万洲国际 26 年 13x 目标 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

## 万洲国际：中美欧三地布局的全产业链垂直一体化猪肉巨头

**中国市场：主要依托双汇发展（公司前身）展开。**

- 1) 创业初期（58-90年）：**万隆担任漯河肉联厂厂长后，通过业务多元化与出口产品开发，使企业扭亏为盈。
- 2) 快速发展（91-99年）：**借助国际资本，双汇引进先进技术与设备，推动中国肉类产业升级，并于1998年在深交所上市，募资3亿元用于技术改造。
- 3) 升级优化（00-10年）：**00年双汇率先引入欧洲冷鲜肉生产线，确立中国肉类行业领先地位。
- 4) 稳定拓展（11年至今）：**13年，万洲国际收购美国史密斯菲尔德食品公司（Smithfield，后文均简称为“SFD”），成为全球最大猪肉食品企业之一，实现国际化布局，并于14年正式登陆港交所。

**美国市场：主要依托2013年收购的Smithfield展开。**

**1) 业务优化（13-23年）：**SFD于1936年创立于弗吉尼亚州，通过始于1980s的一系列并购成为美国最大的新鲜猪肉加工商之一。2013年被万洲国际收购后，推行“One Smithfield”战略，整合资源打造全产业链，提升效率与质量。近年重点优化生猪养殖和肉制品生产，2022年包装肉制品利润较2014年翻倍。

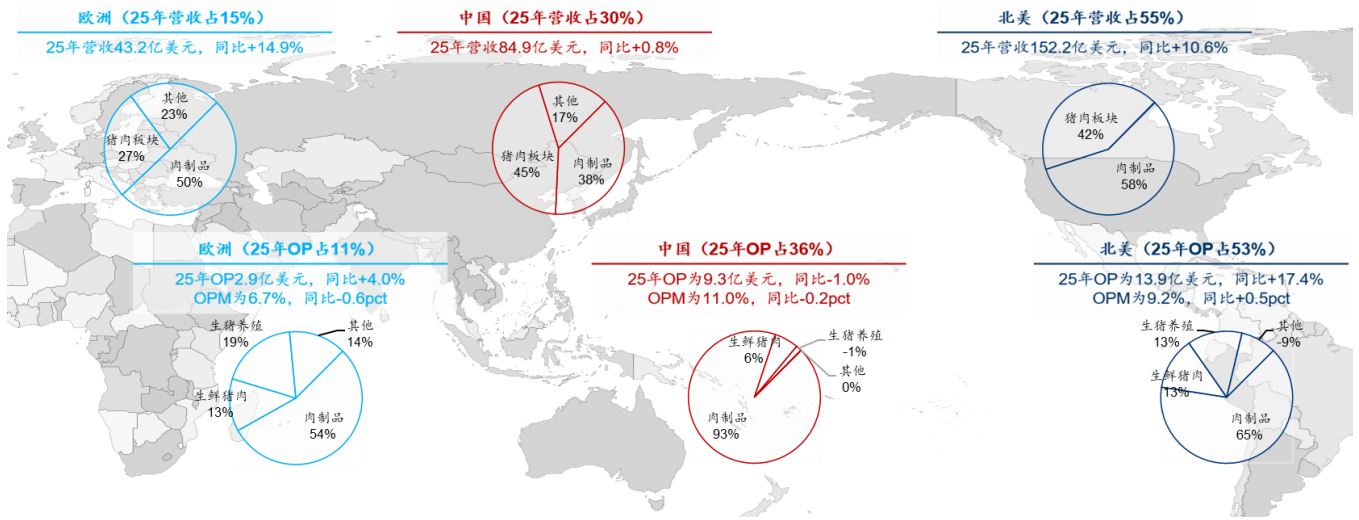
**2) 聚焦北美（24年至今）：**为专注区域市场，24年将欧洲业务剥离至万洲国际。24年7月收购Cargill田纳西州工厂，获取高端干香肠产能，满足美国市场对高附加值预制肉类的需求；25年1月，SFD成功在纳斯达克独立上市。26年1月以4.5亿美元全面收购Nathan's Famous（收购前SFD拥有其零售渠道的独家授权），从特许经营转为完全持有，永久锁定品牌权益，提升餐饮与零售渠道增长。

**欧洲市场：早期依托Smithfield获得业务基础，后续通过持续并购巩固市场地位。**

**1) 早期布局（13-22年）：**13年万洲国际收购Smithfield，借此获得其在欧洲已有的业务基础，随后公司持续对这些既有业务进行整合优化，并通过一系列收购巩固市场地位。

**2) 加速扩张（23年至今）：**23年2月完成对罗马尼亚肉制品生产商Goodies Meat Production的100%股权收购，增强了在东欧市场的业务实力；2023年5月收购DeVeris Polska的80%股权，以扩大波兰垂直整合业务，增加副产品加工能力；24年3月收购Argal集团50.1%的股份，提升公司在欧洲预制肉等高端产品领域的市场竞争力；25年7月旗下子公司Morliny Foods完成对宠物食品生产商Pupil Foods的收购，进一步拓展新业务领域。25年10月继续通过Morliny Foods收购了德国百年香肠制造商Wolf Essgenuss，巩固其欧洲肉制品及方便食品的地位。

图表1：万洲国际2025年中美欧三地的营收拆分及营业利润拆分



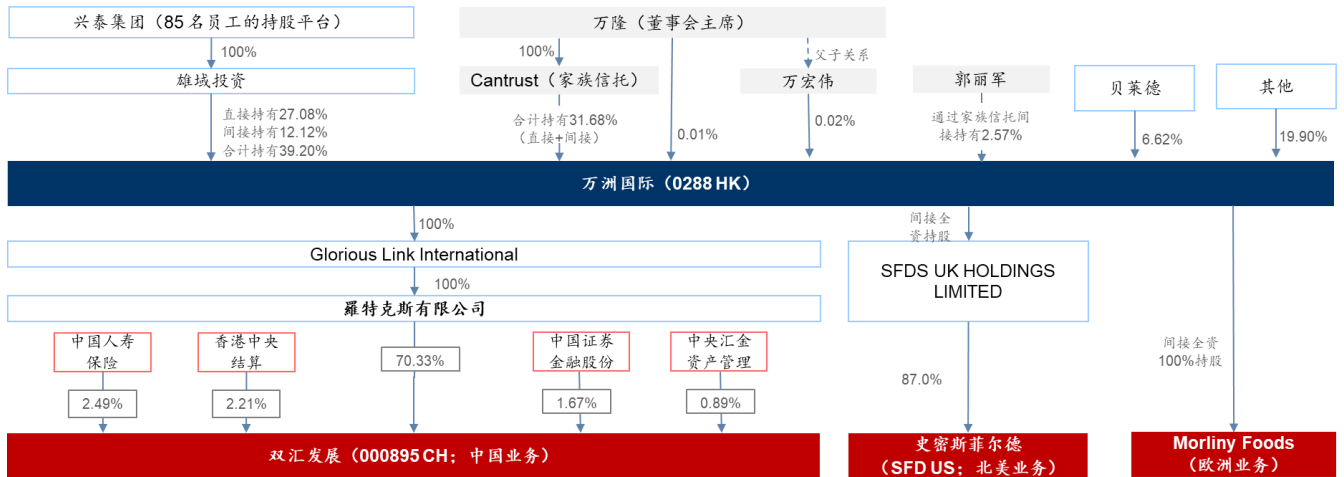
资料来源：中国标准地图服务，公司公告，华泰研究

公司通过股权纽带保障母子公司间的运营协同与风险隔离：

1) 从持股方看：兴泰集团作为员工持股平台通过雄域投资等渠道合计持有万洲国际 39.20% 的股份，确保了核心团队的利益对齐与治理稳定性；创始人万隆先生通过家族信托持有 31.68% 的股权，强化了战略决策的连续性和控制力。

2) 从子公司看：万洲国际作为控股核心，通过 100% 控股 Glorious Link International 等实体实控双汇发展的中国业务，同时借助间接全资持股的方式布局史密斯菲尔德的北美市场和 Morliny Foods 的欧洲业务，从而实现了从生产到销售的全球价值链整合。

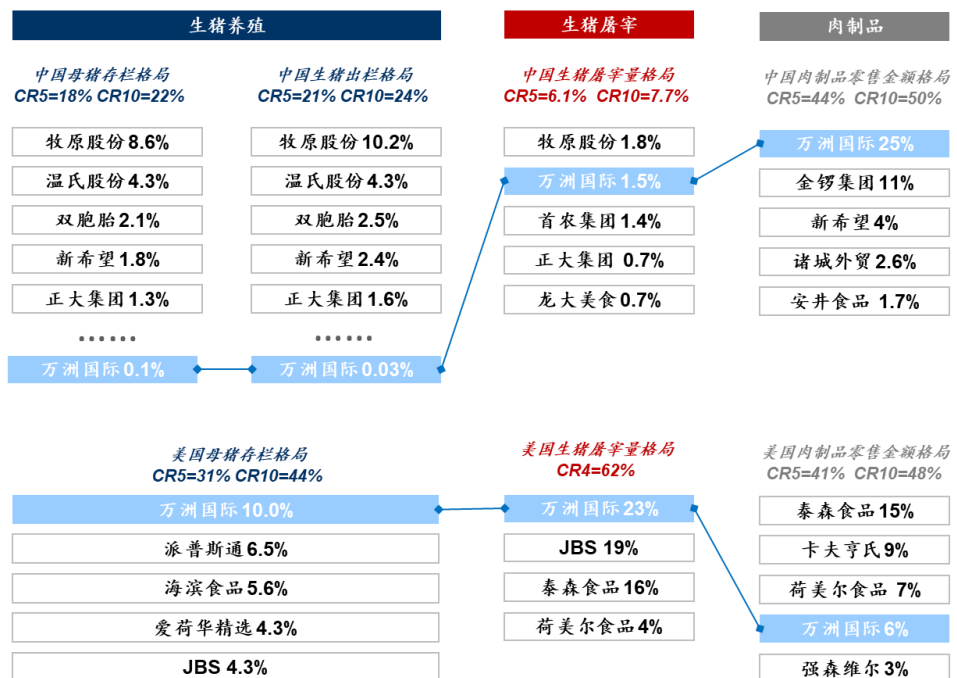
图表2：公司创始人万隆先生合计控制万洲国际 31.69% 股权，为公司第一大股东及实际控制人



注：万洲国际对 SFD 的持股数据为 25 年 9 月二次发行后的数据；双汇发展的股权数据为截至 25 年 9 月 30 日；万洲国际的股权数据为截至 25 年 6 月 30 日。  
资料来源：公司公告，华泰研究

万洲国际在各单一市场内构建全产业链一体化模式。公司通过垂直整合覆盖生猪养殖、屠宰分割、肉制品深加工到终端分销的完整链条，实现从农场到餐桌的全程可控。各市场内部通过产业链闭环降低运营风险、压缩中间成本，而跨市场联动（如北美低价猪肉供应中国）进一步放大资源调配效率。全产业链一体化有利于保障盈利稳定性（下游高毛利业务对冲上游周期性），使集团在通胀环境或供应链扰动中仍能维持盈利韧性。

图表3：万洲国际在主要市场的份额情况 (2024)



资料来源：欧睿，弗若斯特沙利文，新猪派，Wind，华泰研究

在中东地缘冲突持续发酵、全球能源与农产品供应链扰动加剧的背景下，公司依托中美欧三地全产业链垂直一体化的全球化布局，构建了跨区域周期互补、风险对冲的核心经营框架，充分凸显了平滑单一市场、单一业务经营波动的核心优势。

- **美国市场：**美国凭借全球农业核心国的资源禀赋与全产业链自主可控能力，构建了较强的地缘冲击抗风险韧性，本轮冲突对其农产品价格的影响或被大幅削弱。25年美国与巴西合计占据全球大豆供应量的69%，持续抬升的库销比从基本上奠定了供给宽松基调，或可有效对冲地缘情绪的短期扰动；同时美国拥有全球领先的本土页岩油气产能与完整的化工产业体系，对中东化肥断供的风险敞口低于欧洲；此外，海运费上涨对美国本土农产品价格或形成逆向压制，即为维持出口市场份额，当地厂商或被迫压低农产品离岸价以对冲运费上涨冲击，过剩货源滞留国内加剧本土市场供给宽松。
- **中国市场：**中国长期坚持粮食安全战略，我们认为本轮中东事件对国内饲料原料价格的影响整体或有限。玉米品类国内实现高自给率；针对对外依存度较高的大豆品类，25年中国自巴西进口大豆占比高达74%（数据来源中国海关总署），南美至中国的核心航运路线受中东红海冲突的直接物理干扰较小，叠加国内生猪养殖行业产能去化带来的下游需求偏弱，进一步抑制了油厂的高价采购意愿，从供需两端有效化解了输入性通胀压力。
- **欧洲市场：**生猪产业存在高度依赖进口饲料原料、高度依赖海外出口市场的双重结构性软肋，美以伊冲突爆发后原油、天然气价格大幅上行，直接推高当地规模化养殖全环节的刚性能耗成本，对养殖主体现金流形成即期冲击；中东化肥供应链断裂风险叠加北半球春耕备肥的需求刚性，化肥涨价向粮价的传导效应或将在26H2至27年初集中释放；同时红海航线通行风险抬升带来的海运费上涨，既推高了欧洲饲料原料进口到岸成本，也增加了猪肉产品出口物流成本，形成全链条双向成本打击。

展望来看，我们预计26-28年整体业绩呈现稳中有进、持续修复的特征。营收端，预计26-28年将维持3%-5%的平稳增长，营收规模稳步抬升；盈利端，随着高波动养殖产能持续减少、高附加值肉制品业务占比提升，公司毛利率或将稳步修复，叠加精细化费用管控下费用率维持平稳，公司营业利润率也将稳定在9.4%-9.5%的盈利中枢，归母净利润预计26-28年实现4.7%-6.0%的稳步增长，盈利质量与自由现金流创造能力持续增强。关于公司中国、北美、欧洲三大区域的详细分部盈利预测、核心假设与测算逻辑，我们将在后续章节中逐一展开说明。

图表4：万洲国际预测简表（含华泰研究预测）

（百万美元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
公司总营收（外部）	24,120	25,589	27,293	28,136	26,236	25,941	28,026	28,994	30,193	31,443
YoY	6.5%	6.1%	6.7%	3.1%	-6.8%	-1.1%	8.0%	3.5%	4.1%	4.1%
公司营业成本	18,871	20,563	22,297	22,959	21,111	20,741	23,039	23,690	24,519	25,377
公司毛利润	5,249	5,026	4,996	5,177	5,125	5,200	4,987	5,304	5,675	6,067
GPM	21.8%	19.6%	18.3%	18.4%	19.5%	20.0%	17.8%	18.3%	18.8%	19.3%
GPM YoY (pct)		-2.1	-1.3	0.1	1.1	0.5	-2.3	0.5	0.5	0.5
销售费用率	8.5%	7.5%	7.5%	7.4%	7.5%	7.1%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
YoY		-1.1	0.0	-0.1	0.1	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.0
管理费用率	3.4%	3.4%	2.9%	3.0%	3.4%	3.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
YoY		0.1	-0.5	0.1	0.4	0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
总营业利润	2,031	1,729	1,966	2,093	1,471	2,404	2,612	2,715	2,842	2,980
OP YoY		-14.9%	13.7%	6.5%	-29.7%	63.4%	8.7%	3.9%	4.7%	4.9%
OPM	8.4%	6.8%	7.2%	7.4%	5.6%	9.3%	9.3%	9.4%	9.4%	9.5%
OPM YoY (pct)		-1.7	0.4	0.2	-1.8	3.7	0.1	0.0	0.0	0.1
归母净利润	1,465	828	1,068	1,370	629	1,612	1,567	1,641	1,723	1,826
NP YoY		-43.5%	29.0%	28.3%	-54.1%	156.3%	-2.8%	4.7%	5.0%	6.0%
NPM	6.1%	3.2%	3.9%	4.9%	2.4%	6.2%	5.6%	5.7%	5.7%	5.8%
NPM YoY (pct)		-2.8	0.7	1.0	-2.5	3.8	-0.6	0.1	0.0	0.1

注：25年全年归母净利润（生物公允价值调整前）为15.91亿美元，同比+8.2%，与经营利润增长基本同步。25年全年归母净利润（生物公允价值调整后）为15.67亿美元，同比-2.8%，主要系生猪价格预期变动带来的公允价值波动，对报表净利润产生短期会计扰动。

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表5: 万洲国际 S&C 表 (含华泰研究预测)

(对外业务) 单位	中国市场				北美市场				欧洲市场				合计			
	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
<b>生猪养殖</b>																
营收	12.2	17.8	19.1	20.8	690.8	635.5	609.8	603.5								
YoY	130.2%	45.5%	7.7%	8.8%	-13.9%	-8.0%	-4.0%	-1.0%								
出栏量	597	990	1,089	1,198	12,946	11,911	11,315	11,089	3,740	3,815	3,853	3,892	17,283	16,716	16,257	16,178
YoY	176.2%	66.0%	10.0%	10.0%	-21.8%	-8.0%	-5.0%	-2.0%	4.7%	2.0%	1.0%	1.0%	-15.1%	-3.3%	-2.7%	-0.5%
头均出栏价	204.6	179.3	175.5	173.7	199.7	199.7	201.7	203.7								
YoY	-16.6%	-12.3%	-2.1%	-1.1%	10.2%	0.0%	1.0%	1.0%								
营业利润	-13.0	-5.0	2.1	3.1	227.0	185.1	189.0	198.3	53.5	53.3	56.2	59.2	268	233	247	261
YoY	减亏	减亏	转正	47.6%	转正	-18.5%	2.1%	5.0%	-53.0%	-0.4%	5.3%	5.5%	/	-12.8%	5.9%	5.4%
OPM	-11%	-3%	1%	1%	9%	8%	8%	9%								
YoY	+23.3	+7.8	+3.9	+0.4	+11.9	-1.0	+0.5	+0.5								
头均利润	-21.8	-5.0	1.9	2.6	17.5	15.5	16.7	17.9	14.3	14.0	14.6	15.2	15.5	14.0	15.2	16.1
YoY	减亏	减亏	转正	34.2%	转正	-11.4%	7.5%	7.1%	-55.1%	-2.3%	4.3%	4.4%	/	-9.8%	8.9%	5.9%
<b>屠宰</b>																
营收	3,762	3,840	4,064	4,346	5,753	5,840	5,927	6,017	1,075	1,077	1,161	1,251	10,590	10,756	11,152	11,613
YoY	-1.0%	2.1%	5.8%	6.9%	25.0%	1.5%	1.5%	1.5%	-0.9%	0.2%	7.8%	7.8%	11.6%	1.6%	3.7%	4.1%
屠宰量	13,139	16,338	17,860	18,994	29,872	30,320	30,472	30,624	5,931	6,166	6,290	6,415	48,943	52,824	54,622	56,034
YoY	27.7%	24.3%	9.3%	6.4%	5.6%	1.5%	0.5%	0.5%	5.5%	4.0%	2.0%	2.0%	10.8%	7.9%	3.4%	2.6%
屠宰均价	286.3	235	228	229	192.6	193	195	196	181.2	175	185	195	216.4	203.6	204.2	207.3
YoY	-22.4%	-17.9%	-3.2%	0.5%	18.3%	0.0%	1.0%	1.0%	-6.1%	-3.6%	5.7%	5.7%	0.8%	-5.9%	0.3%	1.5%
营业利润	57.0	79.8	88.7	97.2	217.0	231.9	241.4	251.0	36.5	36.5	39.4	42.5	310	348	369	391
YoY	-21.9%	40.0%	11.2%	9.5%	-17.9%	6.9%	4.1%	4.0%	119.7%	0.2%	7.8%	7.8%	-12.2%	12.2%	6.1%	5.7%
OPM	1.5%	2.1%	2.2%	2.2%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	2.9%	3.2%	3.3%	3.4%
YoY	-0.4	+0.6	+0.1	+0.1	-2.0	+0.2	+0.1	+0.1	+1.9	0.0	0.0	0.0	-0.8	+0.3	+0.1	+0.1
头均利润	4.3	4.9	5.0	5.1	7.3	7.6	7.9	8.2	6.1	5.9	6.3	6.6	6.3	6.6	6.8	7.0
YoY	-38.9%	12.6%	1.7%	3.0%	-22.3%	5.3%	3.5%	3.5%	108.3%	-3.6%	5.7%	5.7%	-20.8%	3.9%	2.6%	3.1%
<b>肉制品</b>																
营收	3,246	3,280	3,344	3,394	8,754	8,930	9,136	9,375	2,178	2,419	2,624	2,805	14,178	14,629	15,104	15,573
YoY	-4.8%	1.0%	2.0%	1.5%	5.3%	2.0%	2.3%	2.6%	12.9%	11.1%	8.4%	6.9%	3.8%	3.2%	3.2%	3.1%
销售量	1,363	1,411	1,453	1,489	1,280	1,286	1,295	1,307	419	435	446	454	3,062	3,132	3,194	3,250
YoY	-3.8%	3.5%	3.0%	2.5%	-0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	2.8%	3.8%	2.3%	1.8%	-1.5%	2.3%	2.0%	1.8%
销售均价	2.4	2.3	2.3	2.3	6.8	6.9	7.1	7.2	5.2	5.6	5.9	6.2	4.6	4.7	4.7	4.8
YoY	-1.0%	-2.4%	-1.0%	-1.0%	5.6%	1.5%	1.6%	1.7%	9.8%	7.0%	6.0%	5.0%	5.4%	0.9%	1.3%	1.3%
营业利润	891	870	893	913	1,097	1,164	1,218	1,278	155	184	205	225	2,143	2,218	2,316	2,415
YoY	-3.6%	-2.4%	2.7%	2.2%	-6.6%	6.1%	4.7%	4.9%	14.0%	18.9%	11.3%	9.6%	-4.1%	3.5%	4.4%	4.3%
OPM	27.4%	26.5%	26.7%	26.9%	12.5%	13.0%	13.3%	13.6%	7.1%	7.6%	7.8%	8.0%	15.1%	15.2%	15.3%	15.5%
YoY	+0.3	-0.9	+0.2	+0.2	-1.6	+0.5	+0.3	+0.3	+0.1	+0.5	+0.2	+0.2	-1.2	+0.0	+0.2	+0.2
吨利	0.7	0.62	0.61	0.61	0.9	0.90	0.94	0.98	0.37	0.42	0.46	0.50	0.70	0.71	0.73	0.74
YoY	0.2%	-5.7%	-0.3%	-0.3%	-6.3%	5.5%	3.9%	4.0%	10.9%	14.5%	8.8%	7.7%	-2.6%	1.2%	2.4%	2.5%
<b>其他业务</b>																
营收	1,469.0	1,615.9	1,777.5	1,955.2	17.0	17.0	17.0	17.0	979.0	1,272.7	1,463.6	1,610.0	2,465	2,906	3,258	3,582
YoY	21.9%	10.0%	10.0%	10.0%	-57.5%	0.0%	0.0%	0.0%	40.1%	30.0%	15.0%	10.0%	26.8%	17.9%	12.1%	9.9%
营业利润	-1.0	16.2	17.8	19.6	-148.0	-141.0	-148.7	-145.9	40.0	40.0	40.0	40.0	-109	-85	-91	-86
YoY	-97.2%	转正	10.0%	10.0%	减亏	减亏	增亏	减亏	440.5%	0.0%	0.0%	0.0%	减亏	减亏	增亏	减亏
OPM	-0.1%	1.0%	1.0%	1.0%	-870.6%	-829.4%	-874.5%	-858.2%	4.1%	3.1%	2.7%	2.5%	-4.4%	-2.9%	-2.8%	-2.4%
YoY	+2.9	+1.1	0.0	0.0	-478.1	+41.2	-45.1	+16.3	+3.0	-0.9	-0.4	-0.2	+5.1	+1.5	+0.1	+0.4
<b>合计</b>																
营收	8,489	8,753	9,205	9,715	15,215	15,422	15,690	16,012	4,322	4,819	5,298	5,716	28,026	28,994	30,193	31,443
YoY	0.8%	3.1%	5.2%	5.5%	10.6%	1.4%	1.7%	2.1%	14.9%	11.5%	9.9%	7.9%	8.0%	3.5%	4.1%	4.1%
营业利润	934	961	1,002	1,032	1,393	1,440	1,500	1,581	285	314	341	367	2,612	2,715	2,842	2,980
YoY	-1.0%	2.9%	4.3%	3.0%	17.4%	3.3%	4.2%	5.5%	4.0%	10.2%	8.4%	7.6%	8.7%	3.9%	4.7%	4.9%
OPM	11.0%	11.0%	10.9%	10.6%	9.2%	9.3%	9.6%	9.9%	6.6%	6.5%	6.4%	6.4%	9.3%	9.4%	9.4%	9.5%
YoY	-0.2	-0.0	-0.1	-0.3	+0.5	+0.2	+0.2	+0.3	-0.7	-0.1	-0.1	-0.0	+0.1	+0.0	+0.0	+0.1

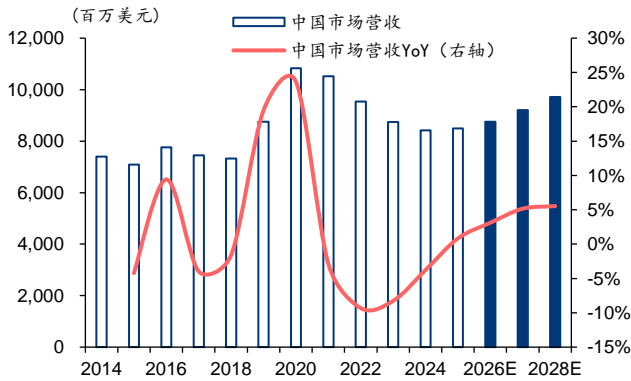
注: 图中营收数据均为对外销售收入数据, 而生猪养殖业务的 OPM 计算的分母为内部收入+外部收入, 主要系公司的生猪养殖出栏多为内部消化。

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究预测

## 中国：肉制品为利润压舱石，结构迭代与渠道深耕提升盈利质量

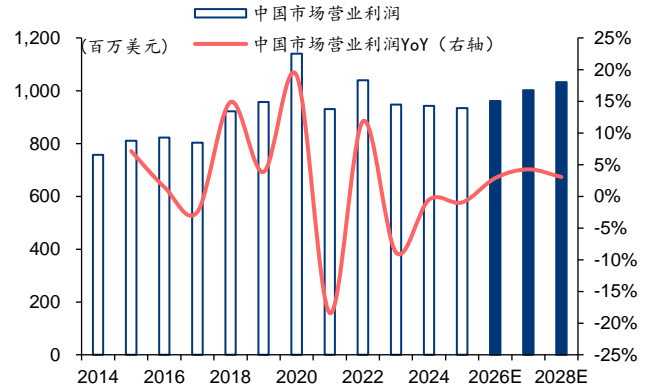
中国市场作为公司核心区域之一，25年营收底盘稳固但增长动能承压，营业利润在肉制品规模波动中仍保持相对韧性。营收端：2020年受猪周期上行、产品提价利好，营收冲高至108亿美元（同比+24%），随后受周期和市场环境影响逐步回落至25年的84.9亿美元（同比+0.8%），我们判断26年或受益于“稳利保量”策略，总营收有望实现温和增长（3.1%）。利润端：2020年触及11.4亿美元的阶段性高点后，受成本及需求端扰动回落至25年的9.3亿美元，我们预计26年受益于低价猪肉成本红利和养殖减亏，营业利润将回升至9.6亿美元（同比+2.9%）。

图表6：万洲国际在中国市场的总营收及增速情况



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表7：万洲国际在中国市场的营业利润及增速情况

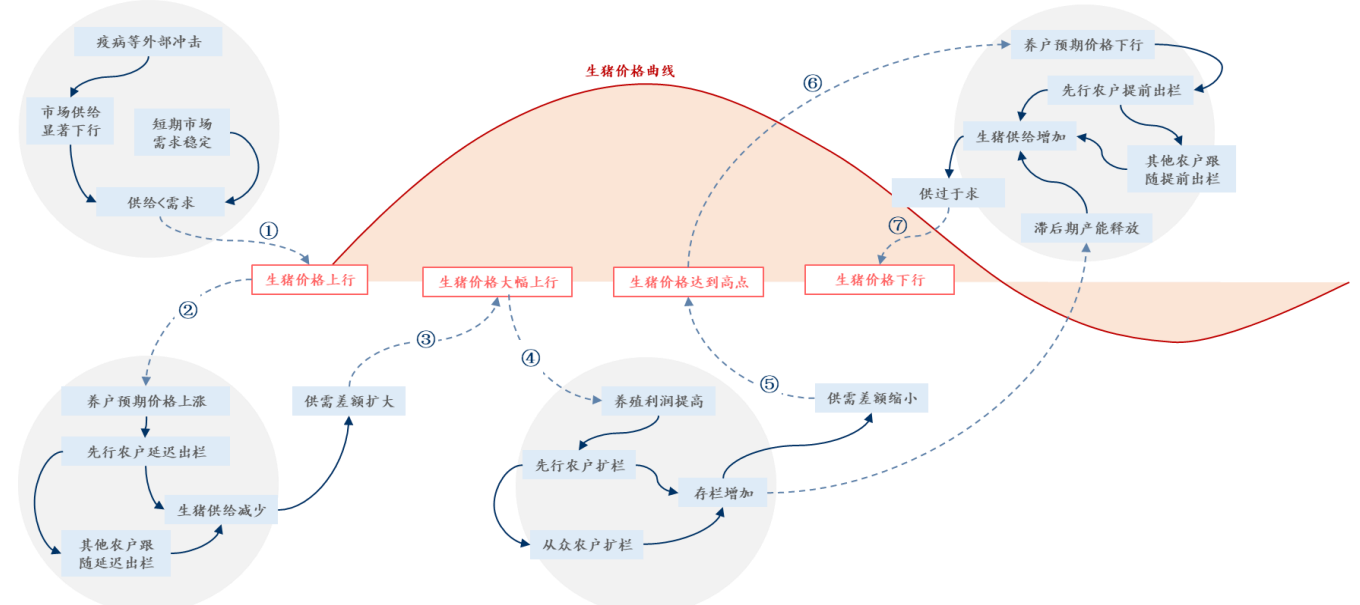


资料来源：USDA，华泰研究预测

## 生猪养殖：短期锚定减亏节奏，长期聚焦战略兑现

猪周期循环模式一般为“猪价上涨→母猪补栏提升→生猪供应过剩→肉价下跌→母猪淘汰加剧→生猪供应短缺→猪价再上涨”。一方面，生猪从配种到商品猪上市的生产周期约为10-11个月，涵盖母猪隔离配种、妊娠、哺乳、仔猪保育及育肥等阶段，生猪生产存在明显的时间滞后性；另一方面，从市场传导来看，当外部冲击引发生猪市场供需或供给出现变动时，先行农户会基于价格预期提前或延迟出栏，进而影响生猪市场供给，同时高利润诱导下先行农户增资扩栏会使生猪存栏增加，在滞后期生猪产能释放后进一步改变市场供给格局，这种生产周期的滞后与市场传导的连锁反应共同推动了猪周期的循环往复。

图表8：猪周期驱动因素分析



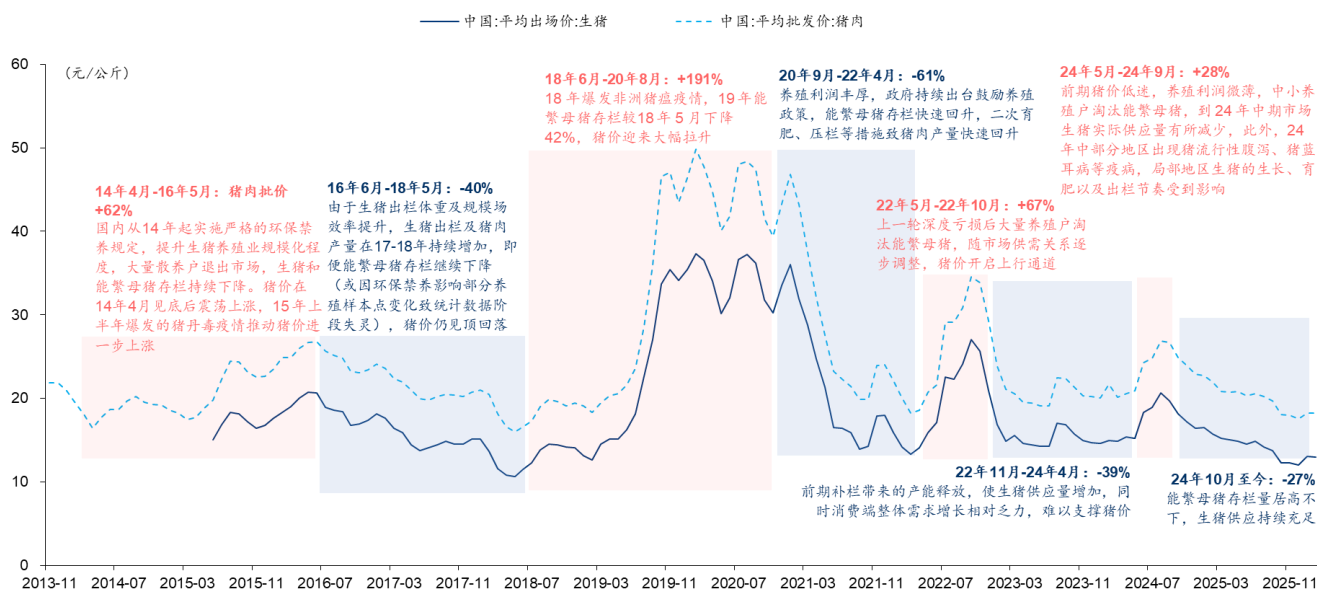
注：先行农户并非一个严格的官方统计学分类，主要由中小散户、专业二次育肥户以及部分灵活投机的中型规模场构成。

资料来源：华泰研究

### (1) 行业视角：当前中国猪周期波动与成长属性弱化、猪价处于较低位置

过去十年，中国生猪养殖行业的投资核心是“成长+周期”，但当前该属性已有所弱化。过去散养户因抗风险能力弱、成本控制差，在非洲猪瘟、环保政策等冲击下大量退出，规模猪企通过持续扩产“以量补价”，抢占市场份额。14-24年上市猪企出栏量占行业总量从不足5%提升至24%，结合我国年出栏7亿头左右的生猪体量及散养户“小而散”的留存现状，当前规模企业的市场集中度已处于较高水平。从24年开始，一方面散养户退出速度明显放缓，剩余散养户多为“适度规模化”（年出栏500-1000头）主体，具备一定成本控制能力，短期内或难以进一步退出；另一方面，规模猪企扩产动力减弱，头部企业如牧原、温氏的出栏增速已从21年的50%+降至24年的10%-15%，且扩产方向从单纯追求规模转向提升单场效率。这意味着未来供过于求或供不应求的极端情况出现概率降低，猪价周期性大幅波动的特征减弱，传统周期下“低买高卖”的投资机会吸引力也随之下降。

图表9：中国生猪周期价格复盘



注：24年10月至今为截至26年2月数据；价格变化幅度数据为猪肉批价数据。

资料来源：Wind，华泰研究

传统周期的盈利核心是扩产提份额，但当前规模扩张逻辑逐步失效，成本成为核心竞争力。

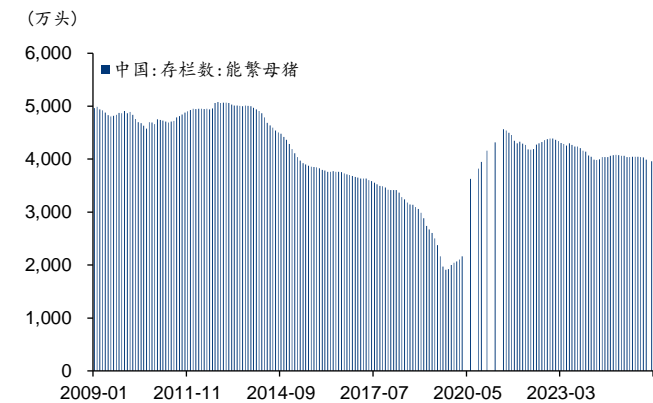
一方面，政策调控常态化，24年以来生猪产能政策调控的核心逻辑已从“短期保猪价”转向“长期保供需平衡”，通过能繁母猪存栏量预警机制、猪肉储备调节等平滑短期价格波动，稳定市场预期。这种政策引导下的弱周期状态，使行业更趋向于“低波动、稳盈利”的稳态。

另一方面，过去行业集中度较低，中小散户占比高，核心增长动力源于头部企业通过规模扩张抢占散户退出后的市场份额，规模扩张速度直接决定估值溢价。而当前行业规模化程度已显著提升，龙头企业市占率持续走高，单纯的规模扩张逻辑逐步失效，成本控制能力成为核心竞争力与估值定价的关键锚点。

展望26年全年，我们预计26年国内生猪价格将呈现上半年承压探底、下半年温和上行的走势，周期拐点将于26Q3-Q4正式确立，全年价格波动幅度较过往猪周期收窄。截至26年3月全国生猪均价已跌破10元/公斤关口，创下近年历史新低，价格击穿全行业盈亏平衡线，甚至跌破部分养殖主体的现金成本线。26H1猪价或持续承压本质是25年中期能繁母猪存栏惯性增长带来的供给释放、春节后行业压栏惜售与二次育肥导致的大体重肥猪集中出栏，叠加二季度猪肉消费传统淡季、终端消费意愿偏弱等多重因素共同作用的结果。而随25年10月起行业能繁母猪存栏加速去化的效应在26H2全面传导至商品猪供给端，生猪出栏量或将出现实质性的同比收缩，届时中秋、国庆、冬季腌腊等传统消费旺季将带动猪肉需求边际回暖，有望推动猪价在Q3前后确立明确的向上拐点并开启震荡上行通道。

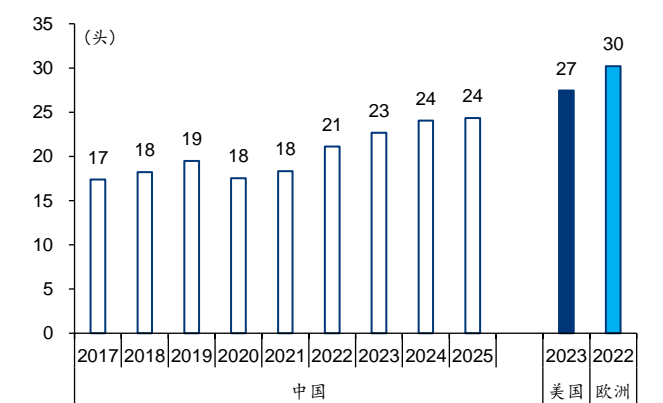
但另需要注意的是，当前行业平均 PSY 已从 2018 年的 18 头大幅提升至 24 头左右，生产效率跃升有效对冲了能繁母猪存栏量下降带来的供给收缩效应，叠加行业规模化集中度持续提升、头部企业抗风险能力增强，以及国家层面生猪产能精细化调控政策的引导，本轮猪周期已从过往的暴涨暴跌演变为温和波动，周期拐点确立后价格上行幅度或将相对有限。

图表 10: 中国能繁母猪存栏情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表 11: 中美欧市场行业 PSY (母猪年提供断奶仔猪数) 均值



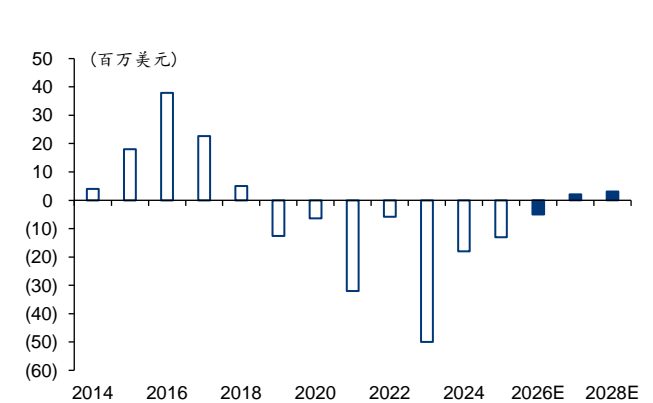
注: 万洲在欧洲 PSY 无论对标本土、中国还是全球其他优秀企业, 均处领先地位; 万洲在美国的通过剔除低效/高成本农场、关闭部分自有农场并转为合约养殖等措施, 预计 PSY 已接近或略超行业均值; 万洲在中国生猪养殖市场的效率或低于头部企业。

资料来源: Wind, 华泰研究

### (2) 万洲视角: 谨慎配套, 轻资产发展

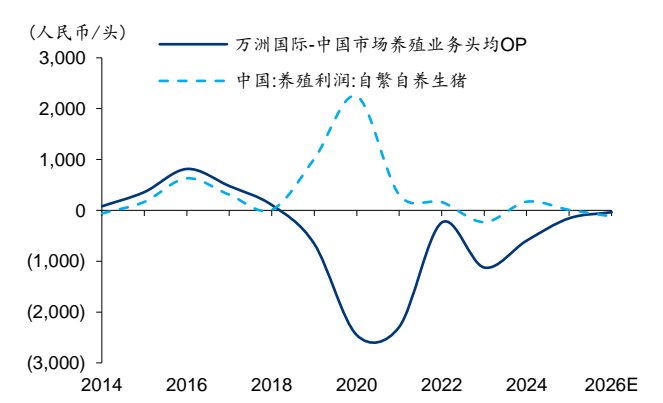
中国区生猪养殖业务或坚守谨慎配套、轻资产发展的核心原则。我们认为, 养殖环节在全产业链布局中可平滑上游周期波动、支撑下游屠宰及肉制品业务的协同价值, 但该业务并非公司中国区的核心专业领域, 其核心定位或仍是为屠宰和肉制品主业提供配套支持, 而非作为独立大规模扩张的利润中心。公司在 25 年业绩会上明确 26 年中国生猪养殖业务的具体经营指引, 出栏规模上目标实现现有产能满产, 全年出栏量达到约 100 万头, 较 2025 年约 60 万头的出栏量、60% 的产能利用率实现显著提升。

图表 12: 万洲国际在中国市场的生猪养殖业务 OP 情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表 13: 26YTD 中国生猪养殖头均 OP 为-119 人民币/头 (行业均值)



注: 26YTD 数据截至 26 年 4 月 1 日;

资料来源: Wind, 华泰研究预测

### 估值核心逻辑：短期锚定减亏节奏，长期聚焦战略兑现——

**1) 短期来看，随各方面经营改善，中国区生猪养殖业务或逐步从“亏损拖累项”向“边际改善项”切换。**尽管万洲国际当前养殖成本仍高于行业龙头，但随公司养殖技术磨合、精细化管理落地、产能利用率持续提升，单位成本的持续下行将不断缩小与行业先进水平的差距，进而推动估值从“亏损拖累项”向“边际改善项”切换。因此，短期我们给予公司该业务偏正向的估值判断，核心逻辑并非其当前盈利规模，而是成本改善趋势下的减亏潜力。考虑 26Q1 猪价下行趋势未改，我们判断公司 26Q1 生猪养殖业务或仍处于明显亏损状态，但随后续产能利用率持续提升，叠加下半年猪价或小幅回升，有望推动业务全年或实现亏损额同比大幅收窄。

**2) 长期估值：核心是在严控风险与资本开支的前提下，公司计划以轻资产模式实现配套产能的稳步优化，想象空间源于产业链闭环。**25 年公司的养殖-屠宰的配套比例仅 5%（据公司公告，25 年中国区生猪出栏 59.7 万头、生猪屠宰 1313.9 万头），内部的供应链协同支持效应尚不明显；展望来看，据双汇发展 25 年业绩会公开交流披露，后续生猪养殖业务的扩张模式上或采用轻资产作为未来发展的核心原则，通过合资合作、代养、参股现有企业、现有产能技改等方式推进布局。我们判断，该策略是公司基于自身中下游屠宰加工的核心优势与生猪行业周期特性做出的理性选择，旨在以最小的风险与资本占用获取全产业链协同效益，契合公司长期稳健经营的核心基调。

图表 14：万洲国际中国市场生猪养殖利润预测

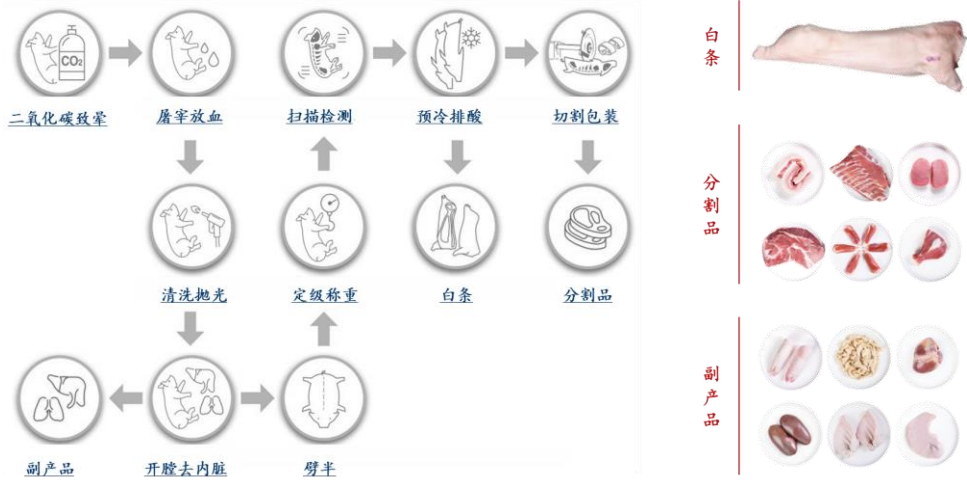
(百万美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
中国市场-总营收	8,756	10,828	10,516	9,536	8,748	8,418	8,489	8,753	9,205	9,715
YoY	19.5%	23.7%	-2.9%	-9.3%	-8.3%	-3.8%	0.8%	3.1%	5.2%	5.5%
中国市场-总OP	957	1,140	930	1,040	948	943	934	961	1,002	1,032
YoY	3.8%	19.1%	-18.4%	11.8%	-8.8%	-0.5%	-1.0%	2.9%	4.3%	3.0%
OPM	10.9%	10.5%	8.8%	10.9%	10.8%	11.2%	11.0%	11.0%	10.9%	10.6%
<b>中国市场-养殖业务</b>										
营收	2.0	0.9	2.7	4.4	7.0	5.3	12.2	17.8	19.1	20.8
YoY		-57%	210%	64%	58%	-24%	130%	46%	8%	9%
占中国市场总营收比重	0.02%	0.01%	0.03%	0.05%	0.08%	0.06%	0.14%	0.20%	0.21%	0.21%
OP	-12.6	-6.4	-32.0	-5.8	-50.0	-18.0	-13.0	-5.0	2.1	3.1
OPM	-63%	-74%	-119%	-13%	-72%	-34%	-11%	-3%	1%	1%
占中国市场总 OP 比重	-1.3%	-0.6%	-3.4%	-0.6%	-5.3%	-1.9%	-1.4%	-0.5%	0.2%	0.3%
中国市场-出栏量 (千头)	132	18	90	162	309	216	597	990	1089	1198
YoY		-58%	-86%	400%	80%	91%	-30%	176%	66%	10%
占其中国市场屠宰量比重	1.0%	0.3%	0.8%	1.4%	2.4%	2.1%	4.5%	6.1%	6.1%	6.3%
中国市场-屠宰量 (千头)	13,202	7,092	11,122	11,306	12,765	10,290	13,139	16,338	17,860	18,994
YoY		-19%	-46%	57%	2%	13%	-19%	28%	24%	9%

资料来源：Wind，华泰研究预测

### 生猪屠宰：Beta 是猪周期、Alpha 是规模效应

中国生猪屠宰加工行业的主要产品包括白条及分割品。白条指在生猪屠宰、去毛、去内脏、去头及去蹄，并沿脊椎纵向劈半后取得的猪肉。分割品指根据客户要求将白条进一步加工成特定部分，例如五花肉及带骨部分。据弗若斯特沙利文，24 年中国生猪屠宰加工行业仍由白条主导，其占总产量超过 80%，而分割品占约 20%。该产品结构在很大程度上由下游销售体系塑造，其中一大部分猪肉通过传统农贸市场销售，该等市场通常会直接从生猪屠宰公司接收白条，并在现场进行进一步加工以应对消费者需求。

图表 15：生猪屠宰加工的完整流程

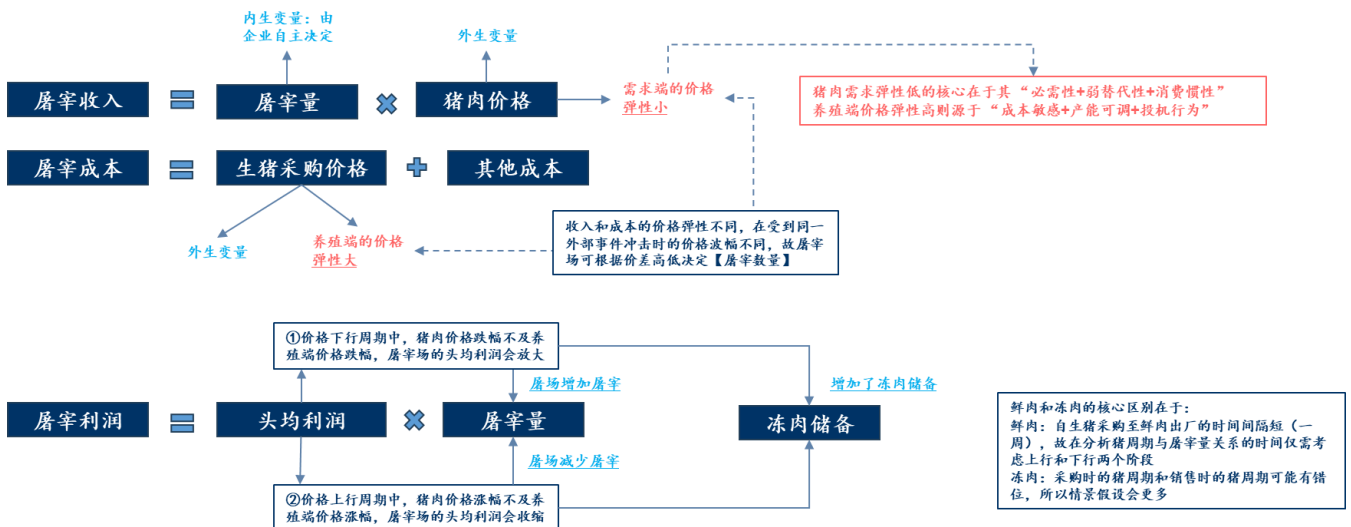


资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

#### (1) 供给端：屠宰利润 = 单头净利润 × 屠宰量 - 固定成本摊销 + 冻品库存损益

**单头净利润：核心来源为毛白价差，即白条肉出厂价与生猪采购价的差额，单头盈利的核心来源仅为上下游价格传导的时滞收益，以及规模效应带来的成本优势。**从价格属性来看，生猪采购价属于典型的快变量，单日即可随养殖户出栏情绪、短期供需格局出现显著波动；而白条肉出厂价及终端零售价格属于相对慢变量，商超、餐饮、批发等下游渠道多存在合同锁价约束，同时渠道商出于客户维护考量对调价较为谨慎，终端价格的提价与降价动作普遍较生猪采购价滞后 1-3 个月，价格传导时滞直接决定了毛白价差的短期波动方向。

图表 16：屠宰场利润定性拆解图



资料来源：华泰研究

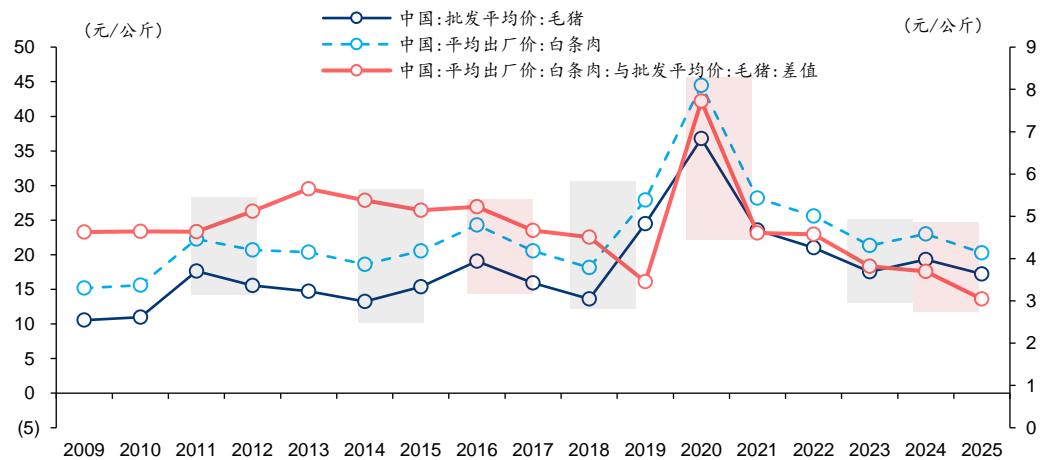
复盘来看，生猪价格的趋势性拐点（向上或向下），均为毛白价差的承压节点，仅在猪价进入持续上行、高位震荡阶段，上下游价格完成充分传导，毛白价差方进入修复扩张通道。

1) 生猪和猪肉价格呈高度同步的同向波动特征，主要系年度周期维度内，生猪养殖端的成本变动可充分、完整地传导至终端消费市场，上下游价格完成全链条传导，因此年度级别的价格趋势具备强一致性，不会出现趋势性的单边扩张或收缩。

2) 猪价由跌转涨的向上拐点期，毛白价差与猪价大概率反向运行，即价差收窄。此阶段生猪供给收缩驱动毛猪价格快速上行，养殖端价格弹性大于终端白条，直接导致毛白价差随猪价上涨快速收窄，成为屠宰环节盈利的核心承压窗口。

3) 猪价由涨转跌的向下拐点期，毛白价差与猪价整体同步下行，并未出现持续的反向扩张。当猪价趋势性下跌时，终端白条价格往往同步跟随下调，最终带动毛白价差随猪价同步回落。仅在猪价单月暴跌的极短窗口期，受价格传导时滞影响，价差会出现 1-3 个月的脉冲式走阔，但这属于短期阶段性现象，无法改变周期向下拐点内价差同步回落的中长期趋势。

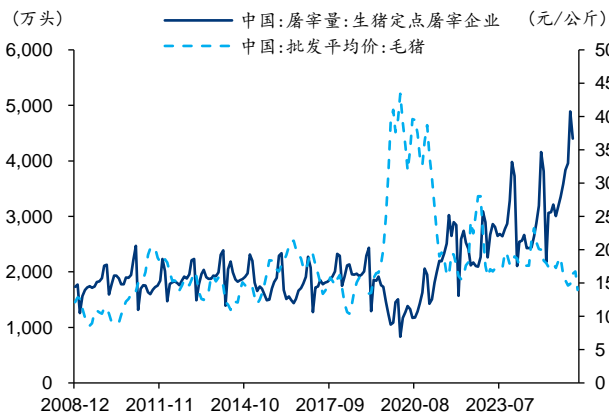
图表 17：生猪价格的趋势性拐点（向上或向下）均为毛白价差的承压节点



资料来源：钢联数据，华泰研究

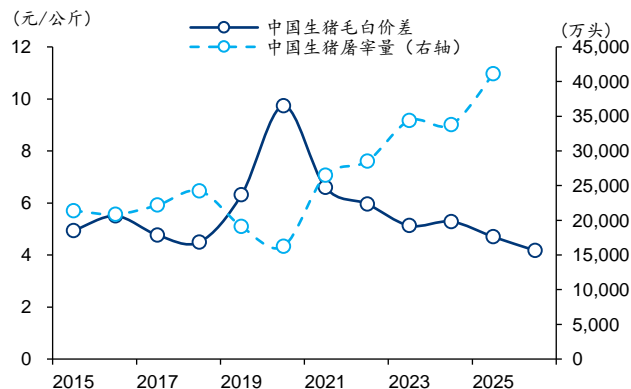
**屠宰量：**中长期趋势由市场可出栏生猪供给总量决定，与生猪价格呈现出较强的反向相关性。生猪价格进入中长期上行通道，多是由于生猪供给的趋势性短缺，叠加养殖户压栏惜售情绪升温，直接导致屠宰企业生猪采购难度加大，带动屠宰量趋势性下滑；反之，生猪价格进入中长期下行通道，多对应生猪供给的相对过剩，养殖户恐慌出栏意愿增强，屠宰企业生猪采购顺畅度显著提升，推动屠宰量实现趋势性上行。从成本端来看，生猪屠宰属于典型的重资产行业，厂房设备、人工薪酬等均以固定成本为主，而屠宰量的下滑则将同时面临营收收缩与单位成本抬升的双重压制。

图表 18：生猪屠宰量与生猪价格常常反向波动



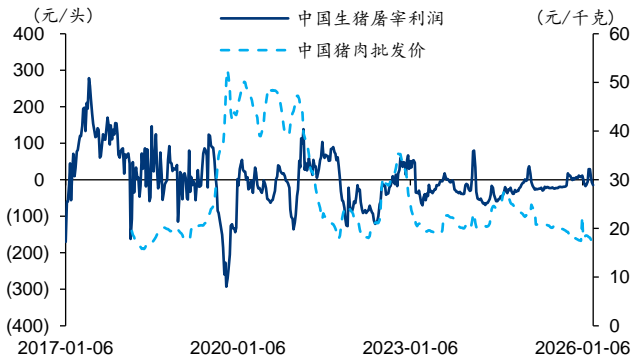
资料来源：Wind，华泰研究

图表 19：年度视角下，生猪屠宰量与毛白价差呈反向变化



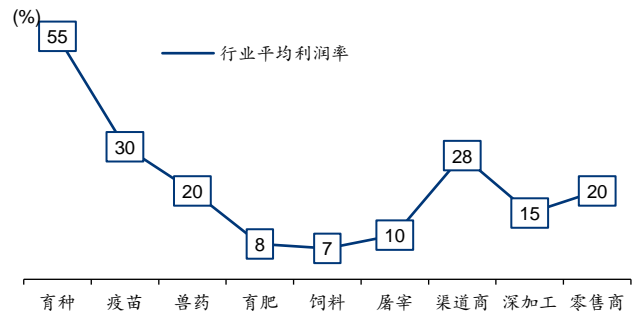
资料来源：Wind，华泰研究

图表20: 中国生猪屠宰利润 VS.猪肉价格



资料来源: Wind, 华泰研究

图表21: 生猪产业链利润微笑曲线



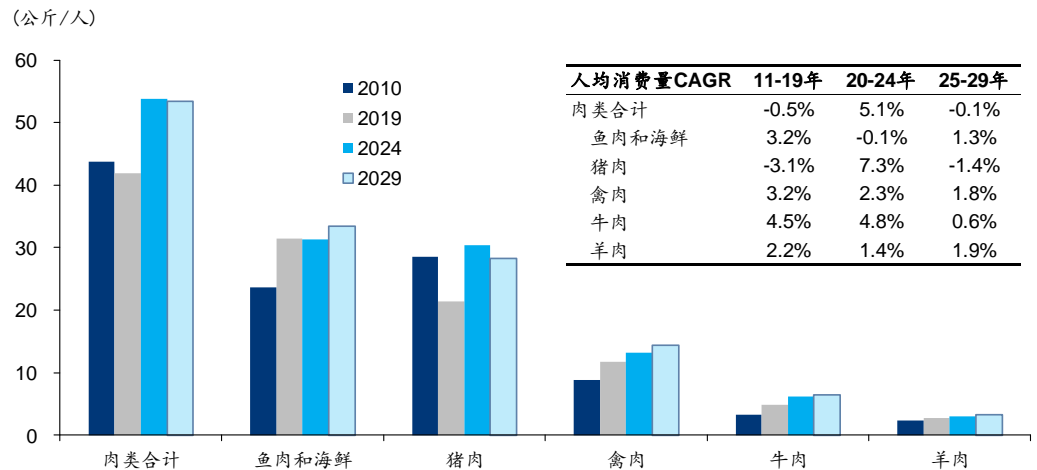
注: 2025年6月3日新猪派调研

资料来源: 新猪派, 华泰研究

**(2) 需求端: 总量占比仍居肉类消费 50%+**

中国猪肉消费基本步入平稳期。11-19年, 中国猪肉人均消费量 CAGR 为-3.1%, 从10年的28.5公斤/人/年降至19年的21.4公斤/人/年, 同期禽肉、牛肉 CAGR 分别达3.2%、4.5%, 蛋白替代效应(非洲猪瘟影响)与消费结构调整成为核心驱动, 猪肉在肉类消费中的主导地位出现松动。这一阶段的需求收缩, 倒逼生猪屠宰行业加速淘汰中小产能, 规模化、标准化成为行业转型关键词。20-24年猪肉需求进入快速修复期, 人均消费量 CAGR 回升至7.3%, 24年达30.4公斤/人/年, 超越2010年水平, 而肉类合计消费 CAGR 同步提升至5.1%, 反映猪肉作为基础蛋白的需求韧性。据《中国农业展望报告(2024-2033)》预测, 我国肉类消费结构将持续优化, 24-33年猪肉消费仍占主导但总量趋稳, 禽肉及牛羊肉消费稳步增长, 猪肉消费量预计年均减少0.5%, 长期稳定在5400万吨左右, 仍占肉类总消费的50%以上。

图表22: 中国市场人均肉类消费量及增速情况



资料来源: 欧睿预测, 华泰研究

**(3) 企业端: Beta 是生猪价格周期波动、Alpha 是渠道网络和全球协同效应**

复盘 2019 年至今万洲国际在中国市场的猪价与屠宰利润情况——

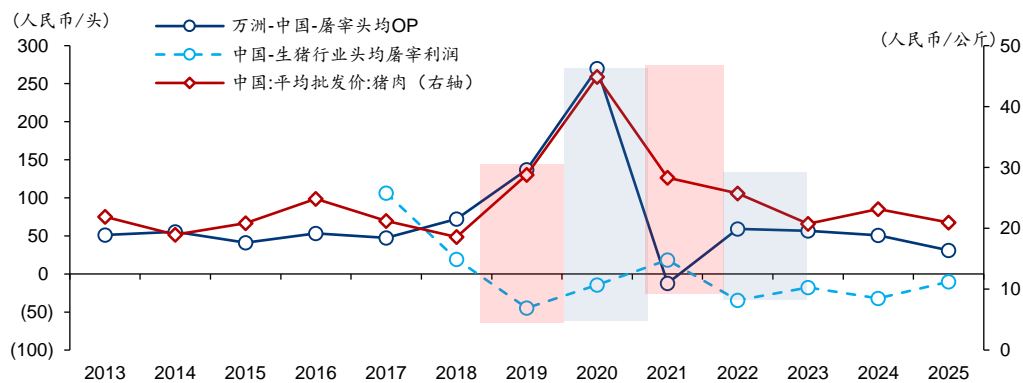
19 年: 非瘟影响下猪价大幅上行, 屠宰行业利润大幅收缩, 万洲通过进口业务填补利润。国内生猪供给缺口扩大, 猪价持续大幅上涨(19年毛猪批价同比+79.5%)。行业层面, 自营屠宰业务采购成本增速超白条肉售价增速(19年白条肉价格同比+54.0%), 2019年屠宰行业利润由正转负, 行业整体处于深度亏损区间。但万洲国际则凭借全球供应链协同优势实现差异化表现, 通过进口冻肉补充国内供给(进口价低于国内价), 进口业务贡献的利润增量覆盖国内自营业务亏损后, 其屠宰业务整体营业利润大幅上行, 显著跑赢行业。

**20年：猪价继续上行，万洲全球供应链优势持续凸显。**生猪供给缺口进一步扩大，毛猪价格持续上行，全年均价达 30.5 元/kg，同比+50.2%，虽较 2019 年 79.5% 的涨幅有所收窄，但仍处于历史高位。终端消费端对高价猪肉的接受度逐步适应，白条肉价格同步上行，全年同比+59.3%，涨幅超过毛猪价格 (+50.2%)，毛白价差有所改善。但从利润端看，屠宰行业仍未摆脱亏损：一方面，毛猪价格基数过高，即便白条肉涨幅领先，屠宰业务的成本端压力依旧显著；另一方面，部分区域受疫情零星复发影响，生猪调运效率下降，固定成本分摊压力未明显缓解。20 年万洲国际继续发挥全球供应链协同优势，进口冻肉采购策略进一步优化，其全球供应链优势在猪价高位期的盈利能力进一步凸显。

**21年：猪价快速下行，万洲此前进口冻肉面临减值风险。**国内生猪产能加速恢复，供给端宽松格局确立，猪价进入快速下行周期。全年毛猪批价均价同比-35.9%；白条肉批价均价同比-36.7%，毛白价差几无变化，但从量能维度看，生猪供给充足推动行业屠宰量显著改善，21 年全国规模以上屠宰企业屠宰量同比+62.9% (20 年同比-14.9%)，固定成本 (设备折旧、人工) 分摊压力显著下降。2021 年屠宰行业实现从深度亏损到盈利的跨越。2021 年国内猪价大幅下行后，万洲国际前期进口的冻肉面临存货减值风险；叠加国内自营业务虽随行业实现盈利，但利润增量被冻肉业务减值侵蚀，其屠宰 (生鲜肉) 业务利润由正转负，与行业盈利由负转正形成分化。

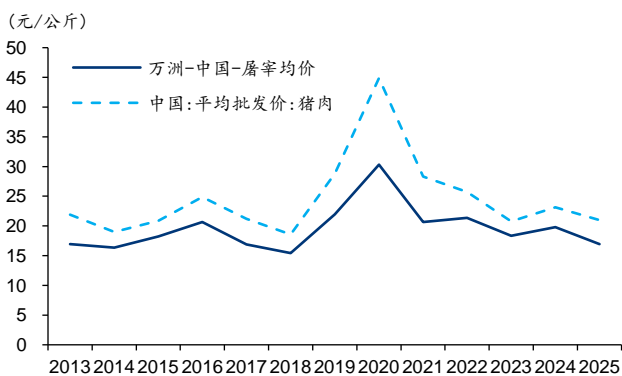
**22年至今：猪周期波幅收窄，屠宰行业持续亏损，万洲凭精细化运营实现头均利润恢复至 17 年 (非洲猪瘟前) 水平。**由于生猪供需逐步趋于均衡，猪价周期波幅显著收窄，导致猪价套利空间显著收窄；此外，猪价偏低导致屠宰竞争激烈、经济复苏偏慢导致需求偏弱，均拖累屠宰量，行业持续处于亏损区间。万洲国际通过优化产能布局、降本增效等举措实现头均利润保持稳健，2025 年其屠宰业务头均 OP 为 31 元/头，显著优于行业持续亏损的表现。

图表 23：万洲国际中国屠宰利润与行业屠宰利润对比



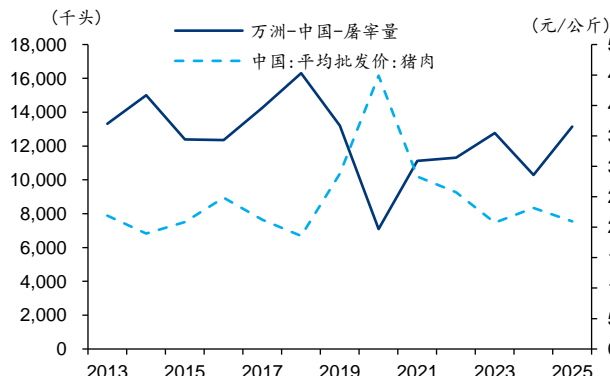
资料来源：公司公告，钢联数据，华泰研究

图表 24：万洲中国区的屠宰业务均价和猪肉批价走势基本一致



资料来源：钢联数据，公司公告，华泰研究

图表 25：万洲中国区的屠宰量和猪肉批价走势基本相反



资料来源：公司公告，钢联数据，华泰研究

伴随行业周期属性的持续弱化，屠宰企业盈利的 Beta 属性（猪价周期波动）显著收敛，超额收益的核心来源，已转向由网络壁垒、物流基础、资源协同构建的差异化 Alpha 能力。

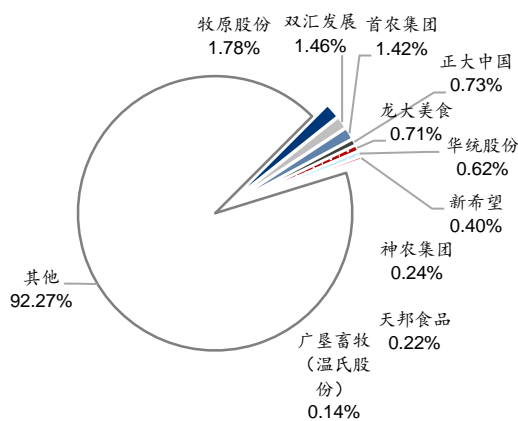
万洲国际中国区屠宰业务的核心竞争优势主要体现在——

**1) 产能的规模效应：**公司产能规模稳居行业第一梯队，更具备较大的产能释放空间，当前公司已建成单班 2000 万头、双班 3000 万头的全国化现代化屠宰产能，25 年实现生猪屠宰量约 1300 万头，对应单班产能利用率约 65%、双班产能利用率不足 50%。从行业格局来看，国内生猪屠宰行业格局极度分散，行业内存续经营的屠宰企业约 5000 家，头部企业市占率仍处于低位，而公司凭借领先的产量及产能规模，可充分摊薄屠宰环节的固定设备、人工、管理等刚性成本，在行业价格竞争中具备更强的抗风险能力，同时也为精细化分割、全渠道供货、全国化调配提供了稳定的货源基础。

**2) 渠道的规模效应：**公司搭建了“高利润+走量”双轮驱动的全渠道体系，或能充分消化大规模屠宰带来的全品类产品，保障产能利用率持续爬坡，同时直接接触终端消费市场，规避了对批发渠道的过度依赖，具备更强的终端议价能力与需求响应速度。其中，以自建品牌特约店、商超店中店为核心的高利润渠道，是公司利润安全垫的核心支撑，可通过品牌溢价持续获取稳定高盈利；以农贸市场为核心的走量渠道，是公司“扩量”战略的主要依托，可通过极致的价格与效率竞争实现屠宰规模的快速提升，在行业整合期快速承接中小企业退出释放的市场份额，为 26 年 1500 万头以上的屠宰量目标、未来 2-3 年超 2000 万头的长期规模目标提供了坚实的渠道支撑（来源 25 年双汇发展公开业绩会交流）。

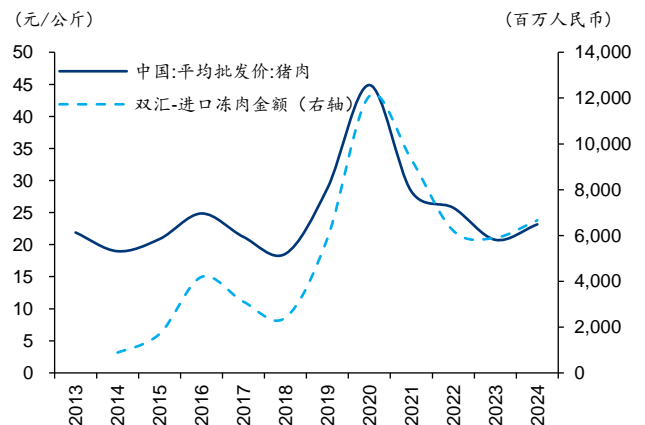
**3) 物流的规模效应：**双汇冷链物流体系在重资产投入、网络覆盖与运营规模上，处于国内肉类加工行业绝对领先地位。据中国新闻网（25 年 7 月），双汇物流拥有冷库 25 万吨，常温库、配送库 18.56 万平方米，自有车辆 1,200 余台，日运能达 20,000 吨，成为国家 5A 级物流企业，冷链自有运力行业排名第一，公司核心干线运输可实现国内绝大部分省份朝发夕至。当前国内生猪调运政策已逐步实现从“调猪”向“调肉”的转变，区域间生猪与猪肉价差持续扩大，多数中小屠宰企业受限于区域布局、冷链能力与资金实力，仅能实现本地化运营，无法把握跨区域的价差机会与市场增量。

图表26：24 年中国 TOP10 屠宰企业共计屠宰约 5,434 万头生猪，仅占全国生猪出栏量的 7.7%



资料来源：钢联数据，公司公告，华泰研究

图表27：万洲中国区的进口冻肉金额会进行顺周期调整



资料来源：公司公告，华泰研究

此外，精细化分割能力与全产业链协同能力也是双汇屠宰业务难以复制的核心竞争优势。只有依托稳定、大规模的生猪屠宰量，才能支撑标准化、全品类的精细化分割体系落地，充分摊薄分割环节的设备、研发、管理等边际成本，这是中小屠宰企业与单一养殖企业难以突破的核心瓶颈，公司凭借该能力实现生猪不同部位产品的差异化定价与价值最大化。同时，公司可实现屠宰与肉制品业务的高效联动，将市场接受度低的部位肉直接作为肉制品原料内部转化，既降低产品损耗也摊薄了肉制品原料成本，实现全产业链价值最大化。

图表28: 中国头部生猪屠宰企业情况对比

Wind代码	(单位)	牧原股份 002714.SZ	双汇发展 000895.SZ	龙大美食 002726.SZ	华统股份 002840.SZ
<b>公司基本信息</b>					
公司战略		垂直一体化与国际化	扎根肉类主业，深挖产业链潜力	食品为主体、养殖和屠宰为两翼	生猪全产业链一体化
总市值	亿人民币	2,658	997	36	110
PE TTM	x	17	20	-15	121
24年公司营收	亿人民币	1,379	594	110	91
24年毛利润	亿人民币	263	102	4	5
24年营业利润	亿人民币	199	62	-0.20	2
24年净利润	亿人民币	179	50	-0.02	1
24年毛利率		19%	17%	4%	6%
24年营业利润率		14%	10%	0%	2%
24年净利率		13%	8%	0%	1%
2024年ROE		25%	24%	0%	3%
固定资产占总资产比重		57%	45%	40%	53%
资产负债率		59%	43%	73%	72%
<b>公司屠宰业务基本信息</b>					
24年屠宰量	万头	1,252	1,029	501	435
24年屠宰量份额		1.78%	1.46%	0.71%	0.62%
24年产能利用率		43%	41%	30%+	30%+
24年屠宰收入	亿人民币	243	303	90	84
24年屠宰毛利率		1.0%	4.6%	2.3%	5.5%
24年屠宰毛利占比		1.0%	14%	49%	91%
业务定位		匹配其庞大的养殖产能	目标未来两三年快速扩大屠宰量	为食品业务提供低成本原材料	公司经营重心
区域布局		优先覆盖中原和东北	全国18个省(市)建有30+基地，具备全国化调节能力	山东为大本营	浙江为大本营

注：市值和 PE-TTM 数据为截至 2026 年 4 月 15 日数据；另外双汇发展和万洲国际分别处于 A 股和 H 股上市，会计准则有所不同，相关财务科目数额或有所差异。  
资料来源：公司公告，华泰研究

展望 26 年，我们判断，万洲国际中国区屠宰业务将继续以“稳利扩量、大产大销、快速上规模”为核心经营战略，紧抓低猪价环境下屠宰原料成本下行、缺乏竞争优势的中小屠宰企业加速退出带来的行业整合战略窗口期，公司在“稳吨利”的目标下，积极推动生猪屠宰业务销量实现双位数增长（来源 25 年公司业绩会公开交流）。我们预计公司 26 年屠宰量或达到 1500 万头以上，头均利润维持 30 元/头左右。

图表29: 万洲国际中国市场生猪屠宰利润预测

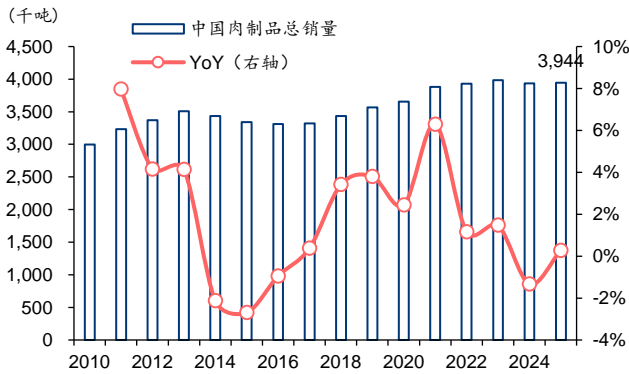
(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
中国市场-总营收	10,828	10,516	9,536	8,748	8,418	8,489	8,753	9,205	9,715
YoY	23.7%	-2.9%	-9.3%	-8.3%	-3.8%	0.8%	3.1%	5.2%	5.5%
中国市场-总OP	1,140	930	1,040	948	943	934	961	1,002	1,032
YoY	19.1%	-18.4%	11.8%	-8.8%	-0.5%	-1.0%	2.9%	4.3%	3.0%
OPM	10.5%	8.8%	10.9%	10.8%	11.2%	11.0%	11.0%	10.9%	10.6%
<b>中国市场-屠宰业务</b>									
营收	6072	5333	4414	3805	3799	3762	3840	4064	4346
YoY	28.5%	-12.2%	-17.2%	-13.8%	-0.2%	-1.0%	2.1%	5.8%	6.9%
占中国市场总营收比重	56%	51%	46%	43%	45%	44%	44%	44%	45%
OP	277.4	-21.0	99.8	104.0	73.0	57.0	79.8	88.7	97.2
YoY	5.9%	(转亏)	(转正)	4.2%	-29.8%	-21.9%	40.0%	11.2%	9.5%
OPM	5%	0%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
占中国市场总 OP 比重	24%	-2%	10%	11%	8%	6%	8%	9%	9%
头均OP (美元/头)	39.1	-1.9	8.8	8.1	7.1	4.3	4.9	5.0	5.1
YoY	97%	-105%	-568%	-8%	-13%	-39%	13%	2%	3%
<b>中国市场-屠宰业务-量价拆分</b>									
屠宰量 (千头)	7,092	11,122	11,306	12,765	10,290	13,139	16,338	17,860	18,994
YoY	-46%	57%	2%	13%	-19%	28%	24%	9%	6%
销售均价 (美元/kg)	4.4	3.2	3.2	2.6	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
YoY	1%	-49%	-17%	-17%	5%	-14%	-12%	-2%	-1%
屠宰产能 (千头)	23,730	23,130	25,060	25,050	25,210	26,240	26,240	26,240	26,240
产能利用率	30%	48%	45%	51%	41%	50%	62%	68%	72%

资料来源：Wind，华泰研究预测

### 中国肉制品：双汇龙头地位显著，公司积极渠道改革创新

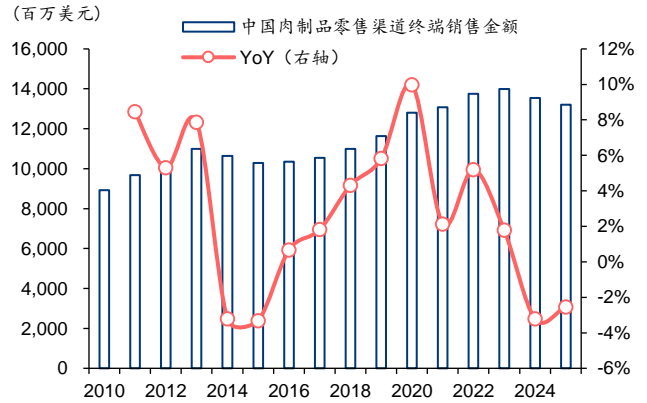
中国肉制品行业已进入总量平稳、结构分化的成熟阶段，25年消费量维持在394万吨左右，行业竞争转向存量市场的精细化挖掘。消费端呈现明显分化特征：一方面，高温肉制品等基础品类需求刚性但增速放缓，主要满足下沉市场与日常刚需；另一方面，低温肉制品（营养保留率较高）、休闲肉制品（契合即时消费需求）、餐饮用冻品（受益于餐饮连锁化率提升）等细分领域有所增长。双汇作为行业龙头，24-25年推行的高温、低温、冻品、零食四大专业板块改革，则是对行业存量竞争、渠道碎片化、消费场景多元化的回应，同时也成为我们判断行业未来变革方向的核心参照。

图表30：25年中国肉制品销量同比+0.3%，欧睿预计26年同比+1.4%



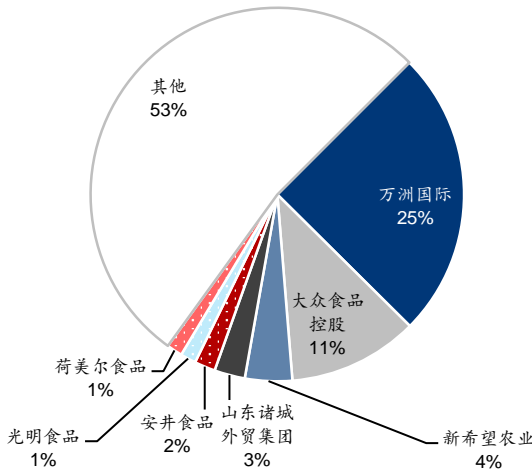
资料来源：欧睿，华泰研究

图表31：25年中国肉制品零售终端销售金额132亿美元、同比-2.5%



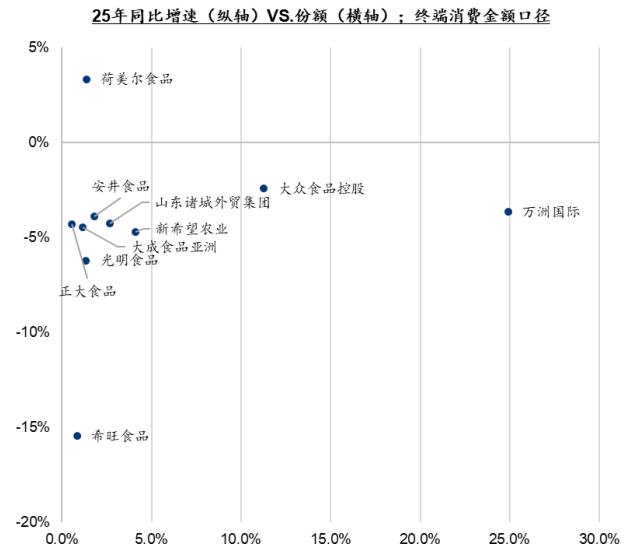
资料来源：欧睿，华泰研究

图表32：25年中国肉制品市场格局（终端消费金额口径）



资料来源：欧睿，华泰研究

图表33：25年中国肉制品行业TOP10的份额及增速情况

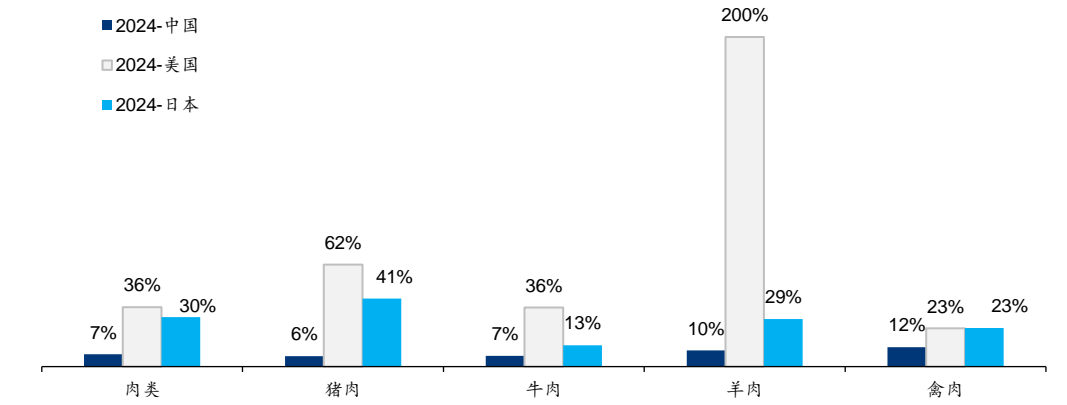


资料来源：欧睿，华泰研究

虽然市场常以肉制品渗透率提升作为肉制品赛道较具成长性的论据支撑，但我们仍需客观认识到，中外饮食差异一定程度上限制了肉制品的渗透发展：

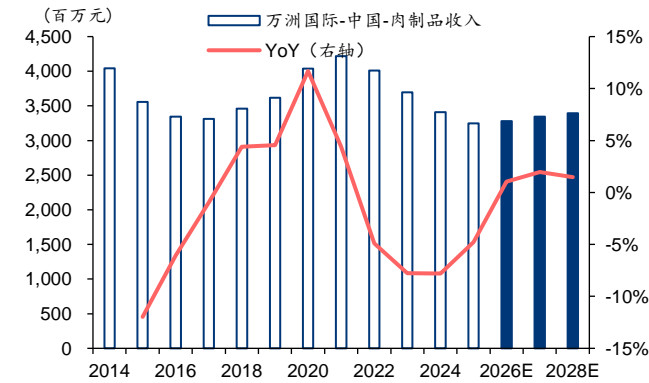
- 1) 中国饮食文化：**强调鲜食为本、现杀现吃、食材本味，尤其在猪肉消费中，鲜肉是家庭烹饪的核心原料，消费者普遍认为鲜肉口感优于加工肉、添加剂会破坏食材原味。而肉制品（高温肠、酱卤肉等）更多被视为佐餐配菜或应急食品，而非日常烹饪主力。
- 2) 美国饮食文化：**源于移民社会，且经历了20世纪工业化饮食革命，便捷、标准化的加工肉制品更契合其消费需求。早餐的培根、香肠，午餐的火腿三明治，晚餐的冷冻肉丸、预制牛排，均以加工肉制品为核心，消费者对添加剂安全、口感标准化的接受度更高。此外，美国家庭烹饪频率低于中国，对即食、快煮的肉制品需求远高于鲜肉，推动加工肉占比长期维持高位。

图表34：24年中美日肉制品销量占鲜肉销量比重（零售终端销量口径）



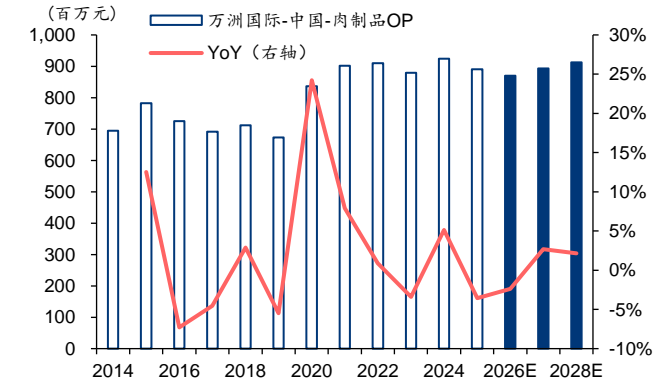
资料来源：欧睿，华泰研究

图表35：万洲国际-中国肉制品业务收入和同比增速



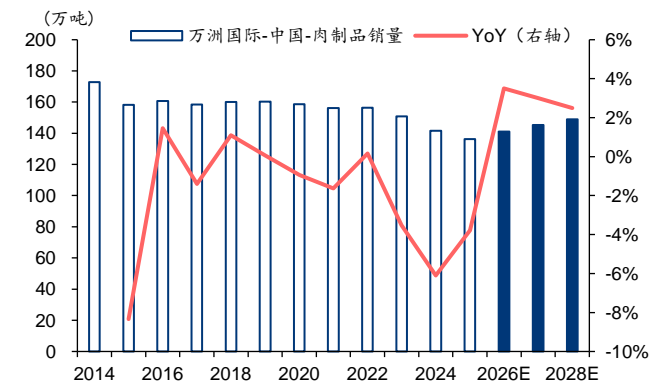
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表36：万洲国际-中国肉制品业务OP情况



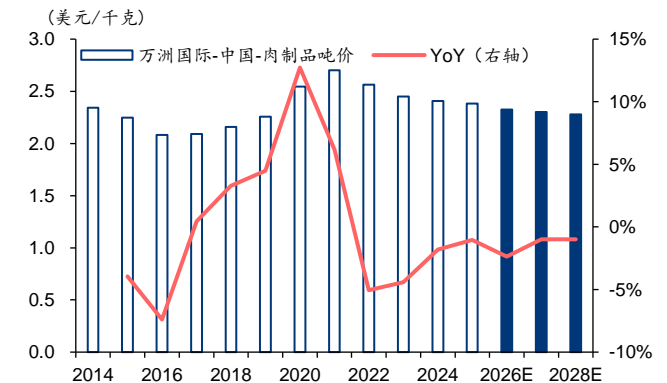
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表37：万洲国际-中国肉制品业务销量和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表38：万洲国际-中国肉制品业务吨价情况

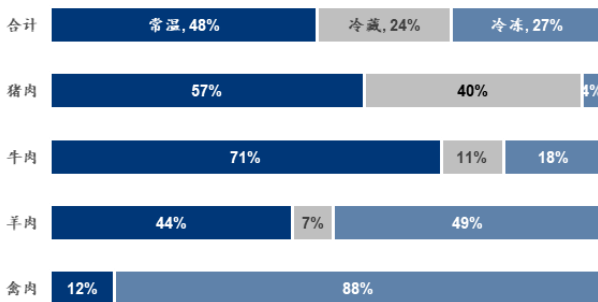


资料来源：公司公告，华泰研究预测

(1) 高温：成本周期定盈利弹性，份额定盈利底盘

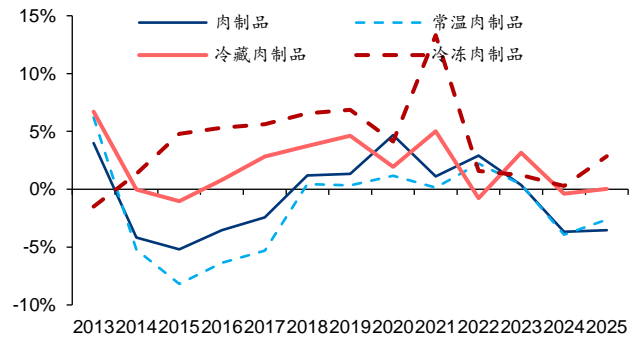
**量：行业存量基本盘稳固，龙头结构性份额机会构成盈利核心底盘。**高温肉制品行业整体已进入销量见顶回落的存量博弈阶段，近年来行业总销量增速已落入负增区间，但凭借长保质期、低冷链依赖、全渠道覆盖的先天优势，其存量基本盘依然稳固，24年占肉制品行业零售终端销量的48%、占猪肉制品零售终端销量的57%，是双汇等龙头企业营收与利润的核心载体。从需求刚性来看，高温肉制品在泡面搭档、户外应急等传统场景具备不可替代性，同时在三四线城市及下沉农村市场，依托高性价比+强便利性的组合优势，核心需求难以被低温肉制品、休闲卤味等替代品类完全分流，为行业提供了底层需求支撑。尽管行业大盘持续疲软，但龙头企业如双汇等积极拥抱零食量贩、会员制商超、社区团购等新兴渠道，通过优化产品规格适配渠道需求，或将加速抢占中小品牌的市场份额。

图表39：按肉类划分，24年中国市场不同存储方式的肉制品的占比(零售终端销量口径)



注：高温肉制品是按杀菌加工工艺划分，和低温肉制品是对标概念；常温肉制品是按流通条件划分，和冷藏/冷冻制品是对标概念；高温肉制品和常温肉制品有大范围交叉包含关系。  
资料来源：欧睿，华泰研究

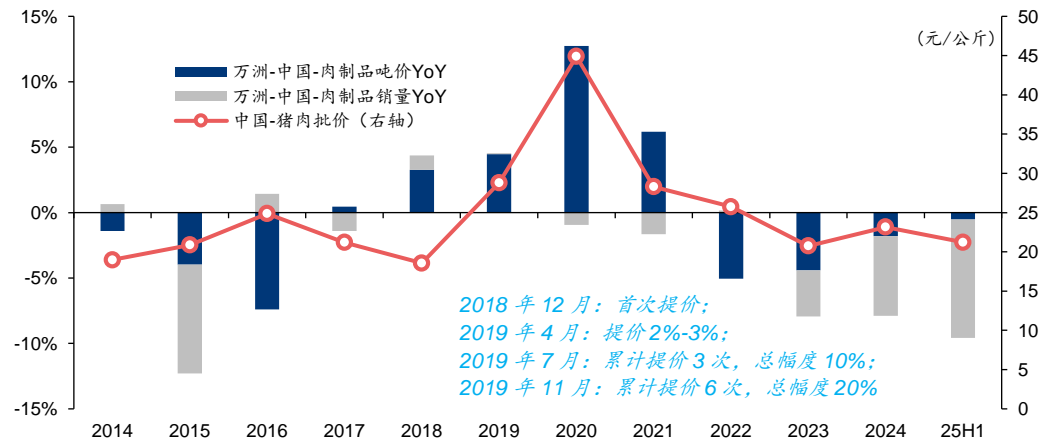
图表40：近年来常温（高温）肉制品行业总销量增速较为低迷



资料来源：欧睿，华泰研究

**价：成本传导是提价核心动因，但当前多重约束下提价落地难度较大。**复盘来看，过去高温肉制品的提价动作多以对冲猪价成本压力为核心目的，提价后则可凭借价格“棘轮效应”实现盈利中枢的持续抬升，但当前行业提价能力正面临多重约束。一是行业竞争格局削弱提价基础，高温肉制品生产壁垒低、产品同质化程度高、当前猪价成本低，存量博弈下中小产能低价抢量的价格战频发，叠加行业需求整体偏弱、替代品类持续分流，消费者价格敏感度有所提升，贸然提价极易引发市场份额流失；二是渠道变革大幅压缩提价空间，零食量贩、社区团购等主打高性价比的新兴渠道快速崛起，已成为龙头稳销量、抢份额的核心抓手，为适配渠道需求，企业需加大低价规格、高性价比产品的投放，不仅难以推动终端提价，反而对整体产品均价形成压制。

图表41：万洲中国肉制品业务的量价增速拆分与猪价对比



资料来源：公司公告，华泰研究

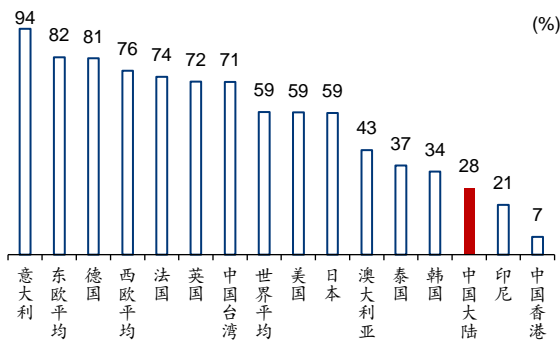
**利：猪周期主导盈利弹性，但价格战在一定程度上会对冲成本红利。**生猪成本周期是高温肉制品盈利弹性的第一主导因素，如 25 年猪价进入偏弱运行的下行周期，直接推动双汇肉制品吨利创下近年新高。针对猪周期波动，龙头企业可通过低价囤积冻肉的库存调节手段，将低成本红利周期适当延长。但需要注意的是，受行业低壁垒、同质化的属性影响，猪价下行周期往往伴随中小产能低价抢量的价格战，会一定程度上对冲成本红利，压缩行业整体的盈利改善空间。

**(2) 低温：锚定于消费升级驱动的渗透率提升**

从产品定义看，低温肉制品经 0-4℃ 巴氏杀菌处理，营养保留率超 90%，显著优于高温肉制品的 60%-70%，契合市场对新鲜、健康、低盐的消费需求，逐渐替代部分高温产品的佐餐与休闲场景。从规模看，若对标 24 年世界平均的低温与高温 6:4 的消费结构，中国低温肉制品占比仍有较高的提升空间（中国 24 年约 3:7）。

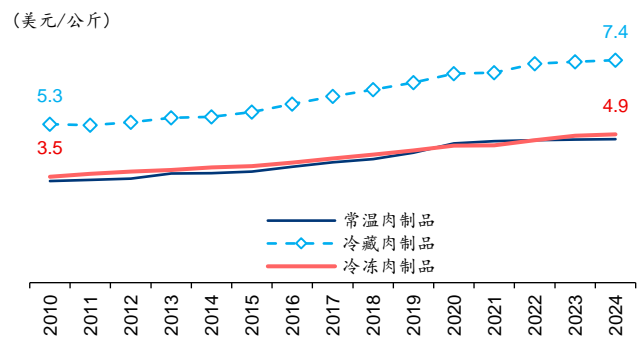
双汇低温肉制品的盈利逻辑集中在消费升级驱动渗透率加速提升、冷链壁垒构筑格局优化红利、高附加值叠加成本红利，但其掣肘同样明显——现有冷链物流集中于 B2B 干线大宗运输，与低温肉制品的核心需求存在错位。公司冷链运力核心用于解决从工厂到省级大仓/一级经销商冷库的长距离干线调拨，在这一环节具备极强的时效与成本优势；但低温肉制品的核心竞争壁垒在于短保周期下的末端流转效率，而公司传统多级分销模式下，产品从经销商冷库到终端网点的多层级流转，部分抵消了干线运输的时效优势，同时加剧了产品损耗与货架期透支。

图表 42：主要国家或地区 24 年冷藏肉制品占肉制品总销量比重



资料来源：欧睿，华泰研究

图表 43：中国肉制品零售终端销售均价：冷藏较常温价格高 50-60%



资料来源：欧睿，华泰研究

**(3) 休闲：超额收益源于能否抓住渠道变革的机会**

中国休闲肉制品赛道整体逐步进入存量竞争阶段。从弗若斯特沙利文的预测数据看，中国休闲肉制品行业的整体增长已逐步趋于平缓，20-24 年行业零售额 CAGR 为 5.6%，但预计 25-29 年 CAGR 将回落至 3.7%，增速明显放缓；25 年行业规模预计为 1,020 亿元，到 29 年预计仅增长至 1,180 亿元，四年间增量有限。对比休闲食品行业内其他品类，休闲肉制品的增速不仅低于调味类制品、果类零食等品类，也略低于行业整体 4.1% 的 25-29 年 CAGR 水平。

**图表44：弗若斯特沙利文预计 25 年中国休闲肉制品规模为 1020 亿元，25-29 年规模 CAGR 为 3.7%**

零售额 (亿人民币)	2020	2024	2025E	2029E	20-24 CAGR	25-29 CAGR
炒货食品及坚果	1,414	1,610	1,650	1,840	3.3%	2.8%
面包、蛋糕和糕点	829	1,020	1,070	1,270	5.3%	4.4%
香脆休闲食品	876	1,020	1,040	1,120	3.9%	1.9%
<b>休闲肉制品</b>	<b>787</b>	<b>980</b>	<b>1,020</b>	<b>1,180</b>	<b>5.6%</b>	<b>3.7%</b>
糖果	853	930	960	1,040	2.2%	2.0%
饼干	778	880	900	980	3.1%	2.2%
巧克力	641	680	700	750	1.5%	1.7%
调味类制品	412	560	600	800	8.0%	7.5%
果类零食	378	520	560	780	8.3%	8.6%
休闲蔬菜制品	242	390	420	540	12.7%	6.5%
果冻	178	310	350	570	14.9%	13.0%
其他	193	220	230	270	3.3%	4.1%
休闲豆制品	168	210	220	270	5.7%	5.3%
<b>中国休闲食品行业</b>	<b>7,749</b>	<b>9,330</b>	<b>9,720</b>	<b>11,410</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.1%</b>

注：休闲肉制品包含水产制品。

资料来源：弗若斯特沙利文预测，华泰研究

我们对公司休闲食品板块持相对乐观展望，预计该板块 26 年双位数销量增长。当前虽整体规模尚小仍处于高速发展起步阶段，但已展现出强劲的增长韧性与成长潜力，25 年公司休闲食品业务实现销量约 3.8 万吨，同比增幅约 30%，在公司百万吨级的肉制品总销量中占比仍较低，该业务的增长与新兴渠道高速增长高度绑定，25 年公司新兴渠道销量整体实现 30% 以上增长，其中零食量贩渠道增速高达 80%，为新兴渠道中增幅最大的细分板块，休闲零食类在公司新兴渠道销量中的占比已达到约三分之一。我们预计 26 年公司休闲食品业务实现双位数增长，重点深化与零食很忙、赵一鸣等全国性及地方大型零食系统的合作，锁定十大核心零食系统推进高温、低温、冻品等多品类入驻，通过“总对总”对接模式为零食专门店定制开发小包装、混合礼包等适配渠道消费特点的产品，持续推动休闲食品业务的规模化扩张与渗透率提升。但需注意的是，零食量贩等大众新渠道因竞争激烈，价格呈现向下趋势，这也倒逼双汇加大市场费用投入以抢占份额，短期或对单品毛利形成压力。

**图表45：我们预计 26 年双汇发展肉制品业务的销量渠道分布中，新渠道占比 25% 左右（下图单位：%）**


资料来源：公司公告，华泰研究测算&预测

#### (4) 速冻：业务占比尚低，双汇依托上游原料优势切入赛道

双汇发展在速冻市场和预制菜市场的份额和内部收入占比还很小。预制菜与速冻食品的业务边界并非泾渭分明，二者的核心交集在于速冻预制菜：速冻食品企业（如安井）原本聚焦面米、调制食品，如今通过叠加小酥肉、酸菜鱼等速冻菜肴切入预制菜；专业预制菜企业（如味知香）则会选择速冻工艺延长产品保质期，两者在便捷化、标准化的消费场景中形成直接竞争。而肉制品企业（如双汇）与农业企业（如圣农），则是依托上游原料优势（猪肉、白羽鸡），将屠宰/养殖的初加工产品升级为预制菜，既拓展了产品附加值，也借助预制菜的形态触达更多终端场景。

图表46：双汇预制菜和速冻食品业务的同业对比

(亿人民币)	肉制品类企业			预制菜企业		速冻食品企业	
	双汇发展	龙大美食	得利斯	味知香	千味央厨	安井食品	三全食品
股票代码	000895.SZ	002726.SZ	002330.SZ	605089.SH	001215.SZ	603345.SH	002216.SZ
总市值	997	36	31	34	37	316	112
PE-TTM	20	-15	-88	47	67	23	21
25Q1-3总营收	447	76	24	5	14	114	50
25Q1-3 YoY	1.2%	-4.9%	14.9%	3.9%	1.0%	2.7%	-2.4%
25Q1-3总毛利	81	2	2	1	3	23	12
25Q1-3 YoY	0.9%	-40.0%	6.7%	-12.4%	-5.3%	-7.8%	-7.4%
25Q1-3 GPM	18%	3%	8%	21%	23%	20%	24%
25H1毛利拆分	肉制品 82% 生猪屠宰 14% 其他 4%	生猪屠宰 52% 预制菜 36% 其他 12%	低温肉制品 35% 预制菜 22% 生猪屠宰 17% 其他 27%	预制菜 99% 其他 1%	预制菜 100%	速冻调制食品 66% 速冻菜肴制品 13% 速冻面食制品 18% 其他 3%	速冻面食制品 94% 速冻调制食品 3% 其他 3%
销售渠道	2C为主	2B为主	2B为主	2C为主	2B为主	2B为主	2C为主

注：PETTM和总市值数据为截至2026年4月15日数据；由于部分公司季报中未披露详细业务拆分数据，且未披露25年年报，故此处的毛利拆分主要以25H1数据为基准。

资料来源：公司公告，华泰研究

综合来看，我们对万洲国际中国市场肉制品的盈利预测，核心围绕成本红利释放、份额优先取舍、专业化板块破局的主线展开。25年猪价下行周期下，双汇虽凭借原料成本优势实现吨毛利冲高，但行业存量竞争加剧的背景下，低价博弈风险抬升。我们预计公司26年或选择将部分毛利转化为市场费用投入，以让渡短期毛利弹性换份额稳固的战略，对冲量价齐跌风险，这一取舍决定了其短期盈利不会极致冲高，但能支撑营收底盘的稳定。综合来看，我们预测双汇肉制品业务的收入将维持平稳（核心靠结构优化对冲总量疲软），利润则在毛利让渡份额的情况下有所下滑。

图表47：万洲国际中国市场肉制品业务的利润预测

(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
中国市场-总营收	10,828	10,516	9,536	8,748	8,418	8,489	8,753	9,205	9,715
YoY	23.7%	-2.9%	-9.3%	-8.3%	-3.8%	0.8%	3.1%	5.2%	5.5%
中国市场-总OP	1,140	930	1,040	948	943	934	961	1,002	1,032
YoY	19.1%	-18.4%	11.8%	-8.8%	-0.5%	-1.0%	2.9%	4.3%	3.0%
OPM	10.5%	8.8%	10.9%	10.8%	11.2%	11.0%	11.0%	10.9%	10.6%
<b>中国市场-肉制品业务</b>									
营收	4,037	4,216	4,009	3,697	3,409	3,246	3,280	3,344	3,394
YoY	11.7%	4.4%	-4.9%	-7.8%	-7.8%	-4.8%	1.0%	2.0%	1.5%
占中国市场总营收比重	37%	40%	42%	42%	40%	38%	37%	36%	35%
OP	836	902	910	879	924	891	870	893	913
YoY	24.2%	7.9%	0.9%	-3.4%	5.1%	-3.6%	-2.4%	2.7%	2.2%
OPM	21%	21%	23%	24%	27%	27%	27%	27%	27%
占中国市场总OP比重	73%	97%	88%	93%	98%	95%	91%	89%	88%
吨OP (人民币/吨)	3,635	3,727	3,918	4,050	4,664	4,674	4,409	4,395	4,381
YoY	25%	3%	5%	3%	15%	0%	-6%	0%	0%
<b>中国市场-肉制品业务-量价拆分</b>									
肉制品销量	1,587	1,561	1,563	1,508	1,417	1,363	1,411	1,453	1,489
YoY	-0.9%	-1.6%	0.2%	-3.5%	-6.1%	-3.8%	3.5%	3.0%	2.5%
肉制品吨价 (美元/kg)	2.54	2.70	2.56	2.45	2.41	2.38	2.32	2.30	2.28
YoY	12.7%	6.2%	-5.1%	-4.4%	-1.8%	-1.0%	-2.4%	-1.0%	-1.0%
肉制品产能 (千吨)	2,120	2,060	2,140	2,090	2,080	2,070	2,070	2,070	2,070
产能利用率	74%	76%	73%	70%	68%	65%	68%	70%	72%

资料来源：Wind，华泰研究预测

## 北美：上游提效、下游提价，公司三大业务盈利可预见性提升

### 生猪养殖：26 年猪价增速或趋弱，公司生猪养殖仍具韧性

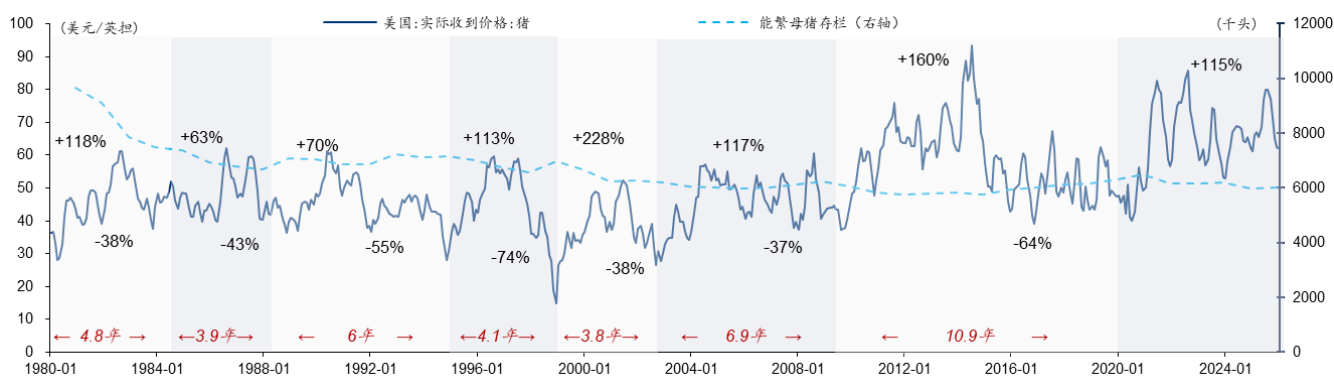
美国生猪周期的演进历程：从散户主导到规模化成熟，整体可划分为三个关键阶段：

**1) 散户主导阶段 (1980s 前)：**此阶段市场以 500 头以下散户养殖为主，由于部分散户决策非理性、风险抵御能力弱，叠加产能调整的时间滞后(生猪从补栏到出栏需 18-24 个月)，市场供需错配频繁，呈现出 3-4 年的短周期波动特征，价格波动率较高。

**2) 规模化加速阶段 (1980s-1990s)：**下游屠宰行业规模化率先完成，通过长期合同订单模式倒逼上游养殖端整合，叠加鸡肉消费崛起对猪肉市场的挤压，大量低效散户退出市场，SFD 等养殖巨头逐步形成。此阶段行业出现亏损时间拉长、亏损幅度加深的特征。

**3) 规模化深水期 (2000s 至今)：**产业集中度趋于稳定，5000 头以上规模养殖场产能占比维持在 56% 左右，能繁母猪存栏进入 570-630 万头的窄幅波动区间。周期跨度显著拉长，近两轮完整周期分别长达 7 年和 11 年，核心在于规模企业产能调整更趋理性。

图表 48：美国猪周期复盘



资料来源：USDA，华泰研究

美国生猪养殖市场高度规模化，但价格波动依然剧烈，核心原因在于——

**1) 生猪养殖固有的生物学繁育时滞与“蛛网模型”的刚性约束，这一规律不会因产业规模化升级而发生本质改变。**规模化经营仅能改变行业产能调整的节奏，却无法突破生猪生物学生产周期的刚性约束，也就不能从根源上消除蛛网效应带来的供需错配与价格周期性波动。

**2) 高度规模化与合同生产制重塑了周期形态、放大了边际价格波动。**大型养殖企业面临较高的固定资产沉没成本，在价格下行、行业亏损的磨底期，不会像散户一样快速退出市场，而是选择硬扛亏损维持运营，导致行业产能去化进程较为缓慢。同时，美国生猪产业全面普及的合同生产制，带来了现货市场流动性枯竭的副作用，截至 2010 年美国生猪现货市场交易占比已降至 5% 左右，这种模式虽然降低了产业链内部的交易成本、平滑了企业自身的经营风险，却导致现货市场的价格发现功能变得较为脆弱，微小的边际供需失衡，例如单月生猪出栏量不及预期、短期出口需求激增等，都会在这个狭小的现货市场中被放大，引发现货价格的剧烈跳涨或急跌。

**3) 饲料成本端的大宗商品化，将全球农产品市场的波动直接引入了生猪产业。**美国生猪养殖行业中，饲料成本约占生猪生产总成本的 60%+，而玉米、豆粕作为生猪核心饲料原料，是高度金融化、全球化的大宗商品，其价格较易受极端天气、全球主产区产量预期、地缘政治冲突等影响而出现剧烈波动，这种波动会通过成本端向生猪价格形成杠杆式传导。

**4) 高度的出口依存度，使得美国生猪市场暴露在全球贸易格局与地缘政治的宏观风险之下。**一方面，美国是全球最大的猪肉出口国之一，其猪肉出口量约占国内年度总产量的 20%+ (图 62)，这种高出口依存度使得美国国内生猪价格对全球贸易环境的变化较为敏感。另一方面，全球其他主要猪肉生产国的产能周期，也会通过贸易渠道传导至美国市场。

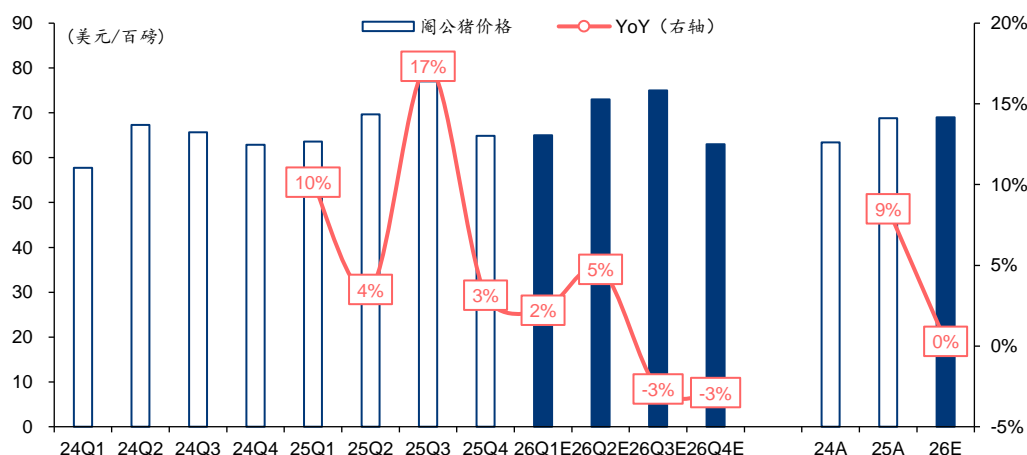
**5) 牛肉等替代蛋白的价格周期共振。**在美国消费者的肉类消费结构中，牛肉、猪肉和禽肉存在显著的替代关系，近年来美国牛周期处于深度去产能阶段，牛群存栏量降至数十年来的低点，25年美国新鲜牛肉零售均价创下历史新高，高昂的牛肉价格迫使部分消费者转向相对便宜的猪肉，为美国国内猪肉需求提供了强有力的底层支撑，使得生猪价格在面临供给压力时仍能保持一定韧性。

**6) 尽管美国生猪养殖的生物安全水平处于全球前列，但高密度的规模化养殖模式，使得疫病一旦爆发便会快速传播、破坏力惊人。**猪繁殖与呼吸综合征、猪流行性腹泻病毒等疫病的爆发，会直接导致仔猪存活率骤降，造成数月后的生猪供应断崖式下跌，这种由疫病引发的供给冲击具有极强的不可预测性和脉冲性，往往会在市场毫无防备的情况下扭转供需预期，引发生猪价格的剧烈飙升，成为猪周期波动的重要触发因素之一。

**(1) 周期展望：26年供给约束下，预计美国猪价高位平稳、盈利有支撑**

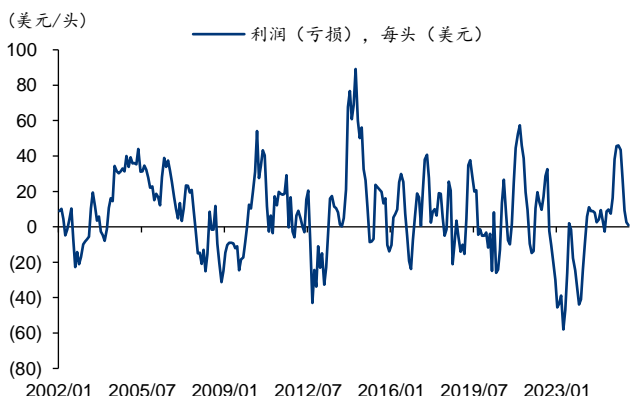
**25年美国猪价高企主要系：1) 需求侧：**美国牛肉行业处于长周期供给收缩阶段，牛肉零售价攀至历史高位，猪肉成为核心替代选项。**2) 供给侧：**23-24年行业阶段性亏损引发内生性去产能，24/25年底能繁母猪存栏同比分别-3.3%/+0.1%，25年美国猪肉产量同比下滑0.8%。**3) 成本侧：**养殖利润修复延缓产能去化。24年底以来猪价回升与饲料成本下降形成共振，养殖端利润由负转正，盈利改善削弱行业进一步去产能的动力，导致周期震荡时间延长。**4) 外部：**PRRS(猪繁殖与呼吸综合征)等疾病持续存在，形成被动去产能效果。

图表49：据USDA，25年美国生猪价格同比+8.5%，预计26年同比+0.3%



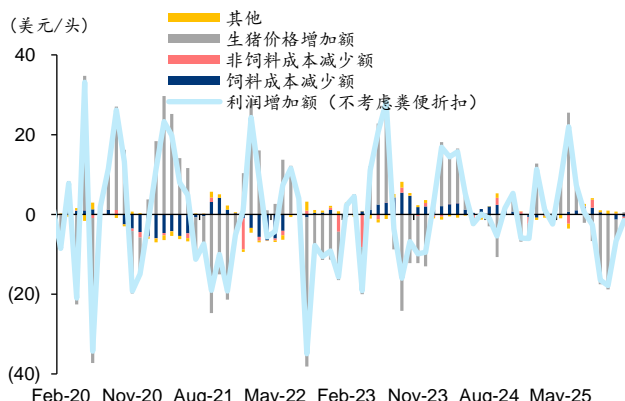
资料来源：USDA 预测，华泰研究

图表50：25Q4随猪价回落，美国养猪利润迅速回落（自繁自养模式）



资料来源：爱荷华州立大学测算，华泰研究

图表51：2020年至今美国生猪养殖利润的贡献拆分（自繁自养模式）



资料来源：爱荷华州立大学测算，华泰研究

我们预计 26 年美国生猪行业将维持供需基本面健康、猪价高位平稳运行的景气格局。

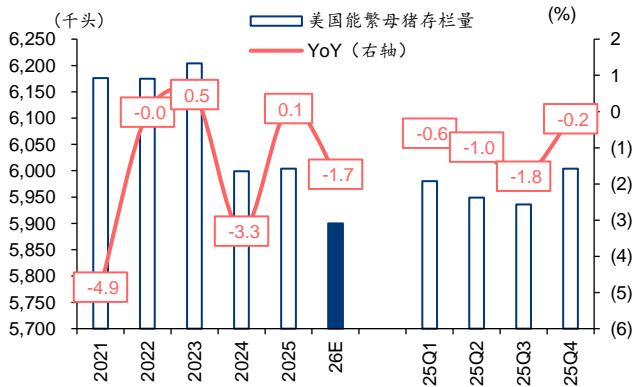
**1) 供应端：我们预计 26 年美国生猪市场整体供应平稳、增幅有限。**USDA 预测 26 年美国猪肉供应将增加 2.5%，但据万洲 25 年业绩会披露，当前美国生猪养殖行业无大规模扩产动力，主要系当前供需格局合理。此外，26 年供应小幅增长或主要来自 PSY 提升带来的生产效率改善和出栏均重增加，而非能繁母猪的主动补栏，难以对行业供需平衡形成实质性冲击。

**2) 需求端：持续保持强劲韧性，为行业景气度提供支撑。**核心支撑来自三大维度，一是美国市场动物蛋白消费需求整体旺盛，新饮食指南进一步提升了动物蛋白的消费地位；二是美国牛肉价格持续高企且屡创新高，我们预计 27-28 年或达周期高点（参考我们于 26 年 2 月 28 日外发的报告《再论中国肉牛：当前市场的三个共识与三个分歧》），高性价比猪肉的替代需求将得到持续拉动；三是 GLP-1 药物使用人群需增加优质蛋白摄入，对猪肉需求形成正面利好，多重因素共同保障猪肉需求的稳定性。

**3) 成本端：即使考虑近期中东地缘事件影响，我们预计 26 年美国生猪养殖饲料成本或仍然较为平稳。****玉米：**当前库存使用比仍处于 12.9% 的相对高位（高于 2024/25 年的 10.3%），高库存短期对价格形成压制。**豆粕：**近期中东地缘事件催化全球油价上涨，叠加此前美国环境保护署（EPA）提出的 26-27 年生物质柴油掺混义务（RVOs），为豆油需求提供了较为强劲的政策护航。美国大豆压榨业或进入历史性的高景气周期，产能持续扩张，但为满足豆油需求而进行的压榨扩张，或将直接导致豆粕的严重过剩。另从需求端看，豆粕出口面临激烈竞争，26 年巴西或迎来大豆丰产，进一步压制北美大豆及豆粕价格。

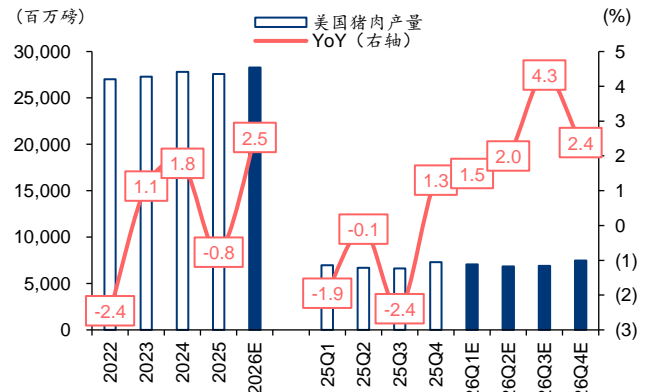
**4) 价格端：我们预计 26 年美国生猪价格全年均价与 25 年基本相当，整体呈现季节性高位平稳特征，价格走势或将延续“一四季度低、二三季度高”的常规季节性模式。**

图表 52：USDA 预计 26 年美国能繁母猪存栏同比-1.7%



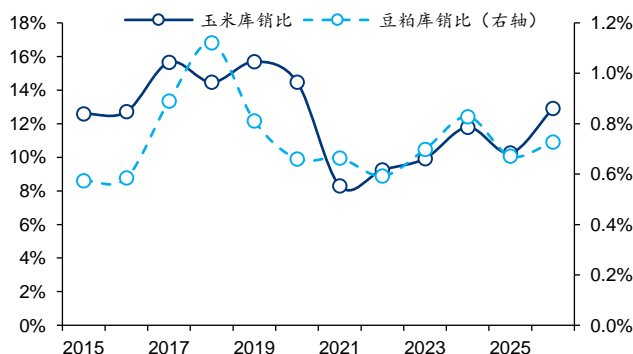
资料来源：USDA 预测，华泰研究

图表 53：USDA 预计 26 年美国猪肉产量同比+2.5%



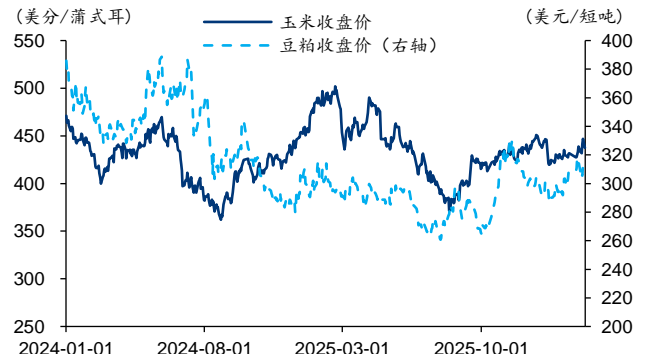
资料来源：USDA 预测，华泰研究

图表 54：USDA 预计 26 年美国玉米、豆粕的库销比分别为 12.9%/0.7%



资料来源：USDA 预测，华泰研究

图表 55：美国玉米和豆粕的期货收盘价

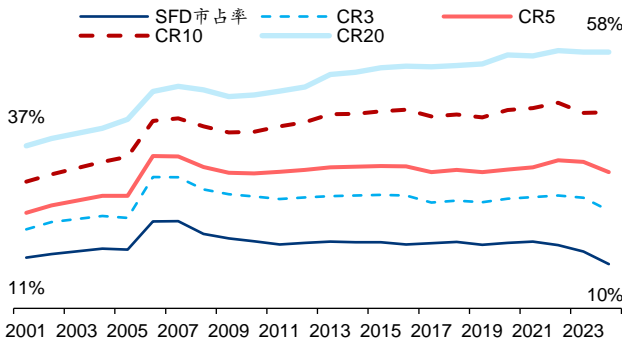


资料来源：USDA 预测，华泰研究

(2) 万洲视角：25年周期改善+战略调整驱动上游业务盈利企稳

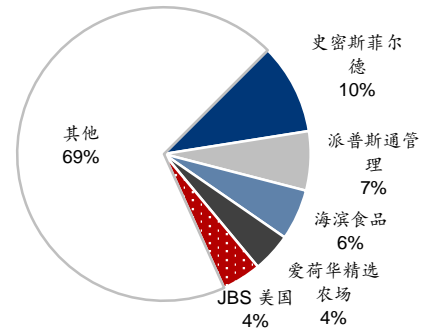
SFD 是美国最大的生猪养殖企业和猪肉生产商，25年1月重返公开市场（IPO）。SFD 于1936年在美国弗吉尼亚州成立，专注于区域性猪肉加工业务。1980s至2000s初，公司通过一系列收购实现快速扩张，逐步整合美国猪肉加工市场。1999年，公司在纽约证券交易所上市，至2007年已成为全美最大猪肉生产商。2013年，万洲国际以47亿美元收购SFD并完成私有化，此后公司启动“*One Smithfield*”战略，核心举措包括将40余个独立品牌整合为12个核心品牌（如Smithfield、Farmland），关闭低效产能并削减40%的SKU。2022年起，公司开始优化养殖业务，关闭密苏里州疾病高发猪场，终止与低效合同养殖户合作；24年8月，公司将欧洲业务剥离给万洲国际，专注北美市场。25年1月，SFD完成纳斯达克IPO（股票代码SFD），重返公开市场。

图表56：近30年来，SFD均为美国母猪存量数份额第一



资料来源：Successful Farming，华泰研究

图表57：2024年美国市场母猪存栏数量格局

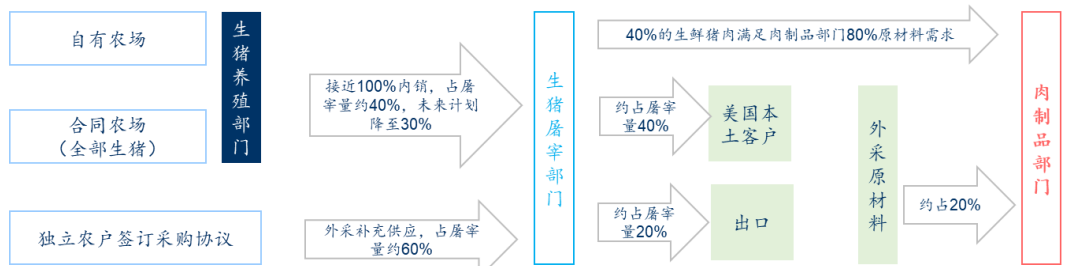


资料来源：Successful Farming，华泰研究

**收入端：**SFD 几乎所有生猪销售都是向屠宰部门进行的公司内部生猪销售。公司自有农场和合同农场（合同农场所有的生猪），25年内部供应的原材料约能满足屠宰部门40%的需求（来源25年业绩会公开交流）；生鲜猪肉部门还通过与美国各地的独立农户签订多年协议建立合作关系，并向其采购生猪以补充供应。内部供应的生猪养殖业务在地理分布上十分多元，涵盖东海岸、中西部、密苏里州和犹他州，地理多样性能够减轻美国某一地区可能爆发的疾病所带来的影响。此外，东海岸的地理位置使SFD能更方便向30+国家出口产品。

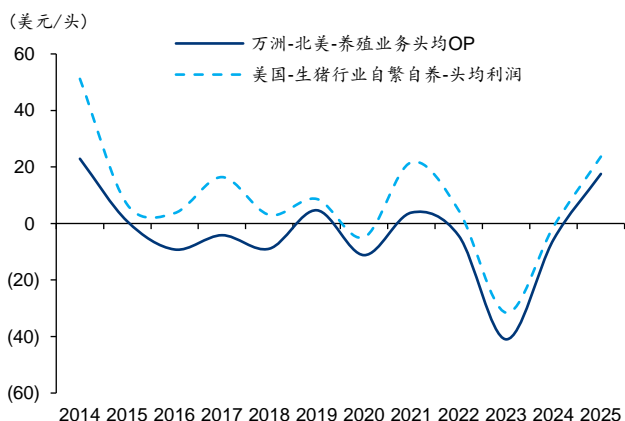
**盈利端：**SFD 养殖业务历史上长期处于绩效滞后于行业的状态，主要系其养殖产能多通过并购整合形成，且收购后公司资源更多向中下游肉制品加工与渠道改革倾斜。25-26年我们看到公司对养殖业务提效重视度的显著提升，1) 聚焦种猪性能短板，21年起推行种猪汰换计划，通过系统性汰换优化种猪基因，我们预计该计划或于26年底基本完成，26-27年释放效益。2) 优化产能布局与合作模式，为降低生猪周期和大宗商品价格波动的影响，SFD正减少自养生猪数量。从中期来看，据SFD招股说明书，其目标将自有生猪供应比例从50%（2019年）降至中期的30%（25年已降至约40%）。

图表58：25年公司肉制品板块约80%的原材料从内部的生鲜猪肉板块采购；生鲜猪肉板块使用的生猪约40%由内部生猪养殖板块供应；在生猪养殖板块的养殖成本中约60%来自动物饲料，饲料主要由玉米和豆粕构成



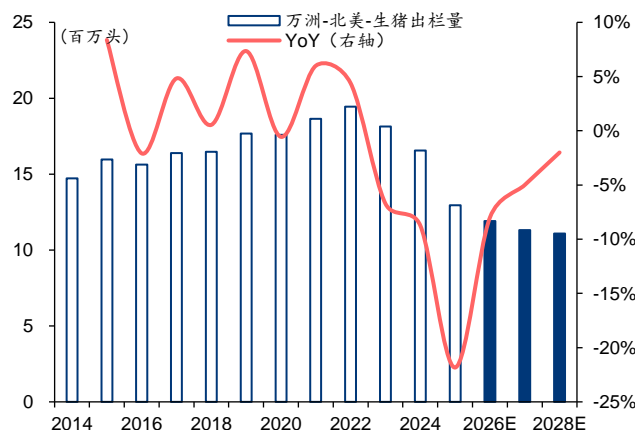
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 59: SFD 生猪养殖业务头均 OP 略低于行业头均利润均值



资料来源: 爱荷华州立大学测算, Wind, 华泰研究

图表 60: 参考公司指引, 我们预计万洲北美的生猪出栏量持续下滑



资料来源: Wind, 华泰研究预测

展望 26 年, 我们预计在行业供应平稳、需求有支撑、价格高位企稳的背景下, 万洲美国生猪养殖业务有望实现盈利韧性。据 SFD 对 26 年的业绩指引, 其给出 26 年美国生猪养殖业务 1.5 亿-2 亿美元的经营利润指引, 其中位数与 2025 年美国业务 1.76 亿美元的实际利润基本持平。同时, 成本与效率优化层面, 成本端玉米、豆粕等核心饲料原料价格预计基本稳定于历史合理区间, 油脂虽受油价影响或小幅上涨但成本占比不高, 公司已通过 25 年秋收季后集中采购锁定 26 年大部分出栏生猪的饲料成本, 对下半年未锁定部分通过期货套保对冲价格波动风险 (地缘等相关影响已纳入公司业绩指引范围, 资料来源 25 年业绩公开交流会)。

图表 61: 万洲国际美国市场生猪养殖板块利润拆分

(百万美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
北美市场-总营收	13,159	12,363	14,184	15,765	14,175	13,760	15,215	15,422	15,690	16,012
YoY	-0.2%	-6.0%	14.7%	11.1%	-10.1%	-2.9%	10.6%	1.4%	1.7%	2.1%
北美市场-总 OP	932	415	919	940	330	1,187	1,393	1,440	1,500	1,581
YoY	51.5%	-55.5%	121.4%	2.3%	-64.9%	259.7%	17.4%	3.3%	4.2%	5.5%
OPM	7.1%	3.4%	6.5%	6.0%	2.3%	8.6%	9.2%	9.3%	9.6%	9.9%
<b>北美市场-养殖业务</b>										
外部营收	877.0	733.1	1033.1	1190.7	886.4	802.2	690.8	635.5	609.8	603.5
YoY		-16.4%	40.9%	15.3%	-25.6%	-9.5%	-13.9%	-8.0%	-4.0%	-1.0%
占北美市场总营收比重	6.7%	5.9%	7.3%	7.6%	6.3%	5.8%	4.5%	4.1%	3.9%	3.8%
内部营收	2,405	2,010	2,833	3,265	2,431	2,200	1,894	1,743	1,672	1,655
YoY		-16.4%	40.9%	15.3%	-25.6%	-9.5%	-13.9%	-8.0%	-4.0%	-1.0%
OP	82.8	-197.0	72.0	-85.0	-744.0	-94.2	227.0	185.1	189.0	198.3
OPM	3%	-7%	2%	-2%	-22%	-3%	9%	8%	8%	9%
占北美市场总 OP 比重	8.9%	-47.5%	7.8%	-9.0%	-225.5%	-7.9%	16.3%	12.9%	12.6%	12.5%
头均 OP (美元/头)	4.7	-11.2	3.9	-4.4	-41.0	-5.7	17.5	15.5	16.7	17.9
<b>北美市场-养殖业务-量价拆分</b>										
出栏量 (百万头)	17.7	17.6	18.6	19.5	18.1	16.6	12.9	11.9	11.3	11.1
YoY	7%	-1%	6%	4%	-7%	-9%	-22%	-8%	-5%	-2%
出栏均价	186	156	207	229	183	181	200	200	202	204
YoY	11%	-16%	33%	10%	-20%	-1%	10%	0%	1%	1%

注: 生猪养殖业务的 OPM 计算的分子为内部收入+外部收入。

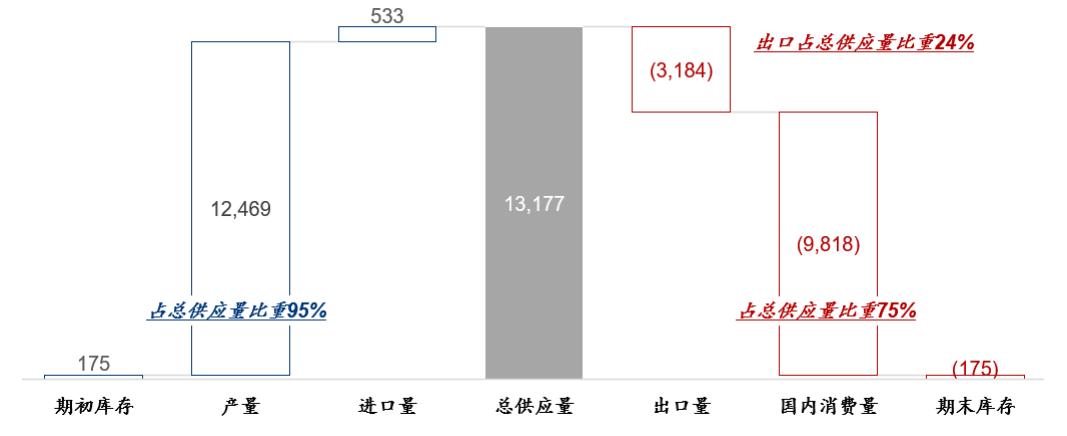
资料来源: 公司公告, 华泰研究测算

### 生猪屠宰：行业已入寡头格局，SFD 持续精细化运营

#### (1) 需求端：国内消费成熟，出口核心市场韧性凸显

美国屠宰端产出的猪肉主要流向两大场景：国内端，生鲜猪肉消费进入成熟稳态，26 年总消费量或达 982 万吨（USDA 预计），25 年零售渠道占比 82% 的格局强化了需求刚性，后续增长更多依赖价格自然传导而非量的扩张；出口端，墨西哥作为核心市场，25 年出口占比稳定在 40% 且需求韧性较强，而日韩、中国大陆等传统市场需求阶段性疲软，向中国大陆出口量较峰值大幅回落，不过加拿大、澳大利亚等分散市场的增量一定程度上对冲了传统市场的收缩。

图表 62：USDA 预计的 2026 年美国猪肉供需表：国内消费占 75%、出口占 24%（下图单位：千吨）



资料来源：USDA，华泰研究

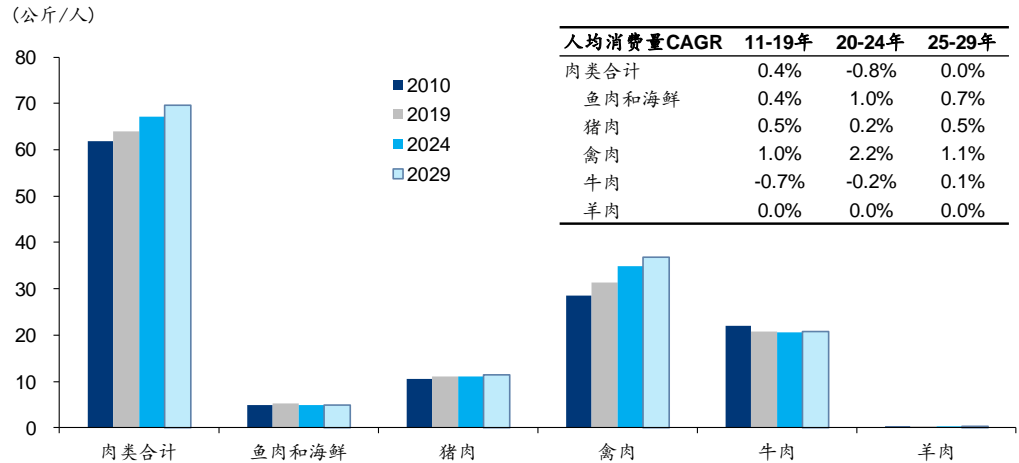
图表 63：全球主要地区猪肉产销供需表（千吨）

		24A	25E	26E	25E 占比	25E YoY	26E YoY	25E 进口 占其总供应量比		25E 出口 占其总供应量比	
猪肉产量分布	#1 中国大陆	57,060	57,150	57,150	49%	0.2%	0.0%	俄罗斯	0%	巴拿马	0%
	#2 欧盟	21,278	21,800	21,530	18%	2.5%	-1.2%	巴西	0%	中国香港	0%
	#3 美国	12,611	12,463	12,469	11%	-1.2%	0.0%	欧盟	0%	安哥拉	0%
	#4 巴西	4,500	4,680	4,740	4%	4.0%	1.3%	中国大陆	2%	多米尼加	0%
	#5 俄罗斯	4,315	4,380	4,440	4%	1.5%	1.4%	越南	3%	萨尔瓦多	0%
	其他	16,501	16,524	16,839	14%	0.1%	1.9%	美国	4%	中国澳门	0%
世界	116,265	116,997	117,168	100%	0.6%	0.1%	乌克兰	6%	乌拉圭	0%	
猪肉消费量分布	#1 中国大陆	58,269	58,305	58,285	50%	0.1%	0.0%	南非	6%	洪都拉斯	0%
	#2 欧盟	18,364	18,930	18,885	16%	3.1%	-0.2%	全球	7%	新加坡	0%
	#3 美国	9,915	9,834	9,818	8%	-0.8%	-0.2%	阿根廷	8%	日本	0%
	#4 俄罗斯	4,098	4,127	4,167	4%	0.7%	1.0%	加拿大	9%	菲律宾	0%
	#5 越南	3,878	4,013	4,128	4%	3.5%	2.9%	中国台湾	16%	哥伦比亚	0%
	其他	20,378	20,699	20,998	18%	1.6%	1.4%	智利	23%	中国大陆	0%
世界	114,902	115,908	116,281	100%	0.9%	0.3%	哥伦比亚	27%	越南	0%	
猪肉出口量分布	#1 美国	3,232	3,163	3,184	31%	-2.1%	0.7%	韩国	29%	中国台湾	0%
	#2 欧盟	3,013	2,970	2,750	27%	-1.4%	-7.4%	巴拿马	32%	阿根廷	0%
	#3 巴西	1,531	1,725	1,790	17%	12.7%	3.8%	澳大利亚	32%	乌克兰	0%
	#4 加拿大	1,438	1,445	1,465	14%	0.5%	1.4%	菲律宾	40%	韩国	1%
	#5 俄罗斯	220	255	275	3%	15.9%	7.8%	英国	43%	新西兰	1%
	其他	868	862	869	8%	-0.7%	0.8%	日本	49%	危地马拉	2%
世界	10,302	10,420	10,333	100%	1.1%	-0.8%	墨西哥	54%	俄罗斯	6%	
猪肉进口量分布	#1 墨西哥	1,470	1,600	1,615	17%	8.8%	0.9%	危地马拉	55%	南非	6%
	#2 日本	1,487	1,460	1,480	16%	-1.8%	1.4%	新西兰	61%	墨西哥	6%
	#3 中国大陆	1,306	1,270	1,255	13%	-2.8%	-1.2%	中国香港	74%	澳大利亚	7%
	#4 英国	753	730	730	8%	-3.1%	0.0%	安哥拉	77%	全球	8%
	#5 菲律宾	596	700	750	8%	17.4%	7.1%	多米尼加	78%	英国	11%
	其他	3,359	3,490	3,584	38%	3.9%	2.7%	萨尔瓦多	78%	欧盟	14%
世界	8,971	9,250	9,414	100%	3.1%	1.8%	中国澳门	79%	美国	24%	
							乌拉圭	86%	智利	34%	
							洪都拉斯	91%	巴西	37%	
							新加坡	95%	加拿大	59%	

资料来源：USDA 预测，华泰研究

**美国国内生鲜肉消费:已进入成熟稳态。**20-24年美国生鲜猪肉人均总消费 CAGR 为 0.2%，增速低于禽肉 (2.2%)，24 年总消费量约 992 万吨，在肉类消费结构中占比 15%，整体规模波动较小。从渠道看，生鲜猪肉 82%的销量集中于零售渠道，餐饮与机构渠道占比分别为 16%、2%，零售主导的结构进一步强化了需求的刚性，即便宏观环境波动，家庭日常采购仍能支撑基础消费，使得屠宰需求难以出现大幅波动。美国生鲜猪肉消费已达饱和状态，后续需求增长更多依赖价格自然上涨(如通胀、成本传导)，而非消费量扩张，欧睿预计 25-29 年美国生鲜猪肉消费量同比增幅仅 0.5%。

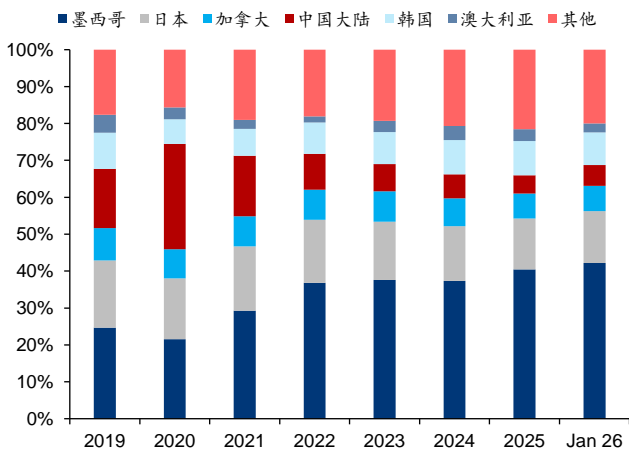
图表64：美国市场人均生鲜肉类消费量及增速情况



资料来源：USDA，华泰研究

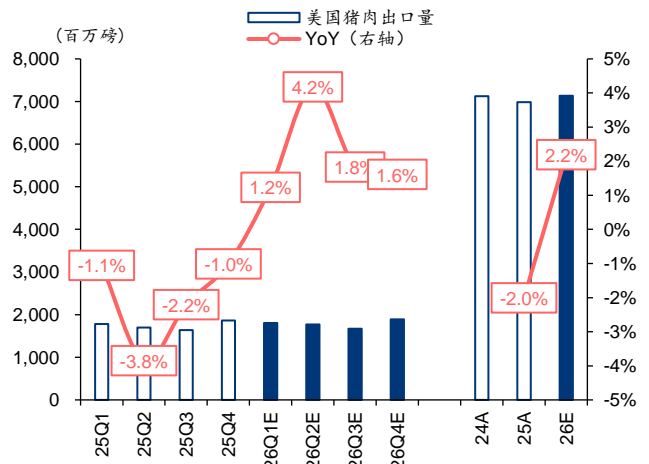
**25 年美国出口猪肉情况：25 年美国猪肉出口量同比-2.0%，其中核心市场（墨西哥）稳、传统市场（东亚/中国）弱、分散市场（其他）增。**从美国猪肉出口的区域分布与趋势看，墨西哥始终是核心出口市场，25 年出口量达 282 万吨，出口占比稳定在 40%，出口量同比 +6.1%，体现出需求的高稳定性；日韩为第二梯队市场，其中对日本 25 年出口量 96 万吨、占比 14%，但同比下滑 8.9%，对韩国出口量 65 万吨、占比 9%，同比下滑 2.2%，显示出东亚市场需求的阶段性疲软；中国大陆市场出口规模持续收缩，25 年出口量仅 34 万吨、占比 5%，同比下滑 25.9%，较 2020 年的 207.4 万吨高点大幅回落，是近年出口结构中收缩最显著的区域；加拿大、澳大利亚等市场占比均低于 10%。

图表65：2019-2026M1 美国猪肉出口分布情况



资料来源：USDA 预测，华泰研究

图表66：USDA 预计 26 年美国猪肉出口量同比+2.2%



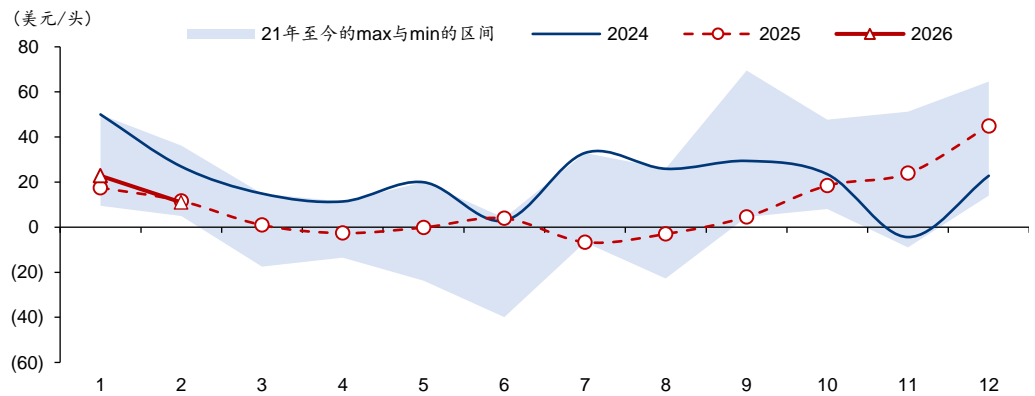
资料来源：USDA 预测，华泰研究

(2) 产业端：寡头垄断格局稳固，产业链利润向后端环节转移

中美对比看，美国生猪屠宰环节是产业链一体化中的主导者，中国生猪屠宰则处于整合的过渡状态。美国屠宰业已形成 SFD、JBS、泰森三足鼎立的寡头格局(24年CR3近60%)，行业通过纵向一体化模式掌握产业链话语权，实现冷鲜/深加工为主的标准化生产，利润重心后移至屠宰加工与终端零售。中国屠宰业仍处整合加速期(24年CR10市占率仅8%)，热鲜肉消费习惯与私屠滥宰问题制约集中度提升，产业链利润集中于周期波动大的养殖端。

**25Q4 以来美国生猪屠宰行业利润率转正，成本端回落驱动盈利修复。**盈利修复的核心驱动是成本端与需求端的价差扩张：成本侧，25年11月美国生猪市场价格同比下降6.4%、环比下降15.8%，生猪采购成本的快速回落成为盈利弹性的核心来源；需求侧，美国国内猪肉消费呈现刚性特征，终端价格调整滞后于成本变化，叠加牛肉零售价格创历史新高带来的替代效应，猪肉终端需求与售价维持稳健，进一步放大了价差红利。

图表67：25Q4 以来美国猪肉屠宰行业的头均利润同比有所修复



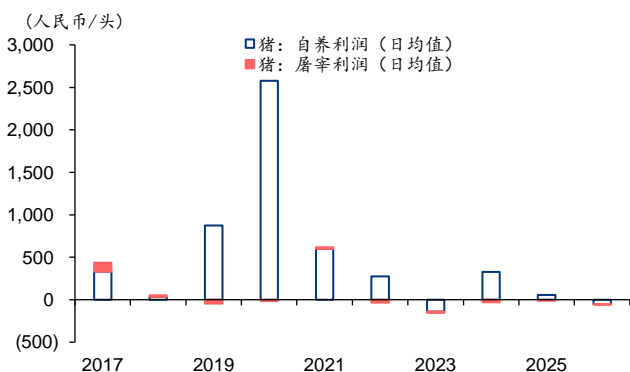
资料来源：HedgersEdge.com, 华泰研究

图表68：中美生猪屠宰产业对比

核心维度	美国生猪屠宰产业	中国生猪屠宰产业
发展阶段	高度成熟期：20世纪80年代末已基本完成规模化	整合加速期：目前处于规模化加速阶段
市场集中度	极高(寡头垄断)：24年CR3=58%，龙头SFD市占率约23%	较低(大而散)：24年CR10仅约8%
产业链地位	强势主导：屠宰端规模化先于养殖端，拥有强话语权	相对弱势：屠宰端分散，话语权较弱
整合路径	自下而上：屠宰企业向上游整合养殖，掌握定价权	自上而下：头部养殖企业(如牧原)向下游布局屠宰，主导一体化
产品形态	冷鲜/深加工为主：标准化程度高，冷链物流发达，产品货架期长	热鲜肉占比高：消费偏好现杀现卖，限制了集中屠宰和远距离运输
利润分布	后端转移：产业链利润重心向屠宰及终端零售转移，利润相对稳定	前端为主：利润主要集中在养殖环节，屠宰毛利低且受开工率影响大

资料来源：Wind, 华泰研究

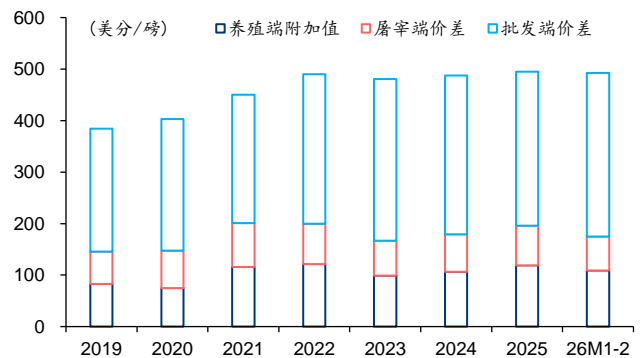
图表69：中国生猪产业链：利润集中在上游养殖端、波动性大



注：26YTD 数据为截至 26 年 4 月 1 日数据。

资料来源：钢联数据, 华泰研究

图表70：美国生猪产业链：利润集中在后端、屠宰端价差平稳



资料来源：USDA, 华泰研究

### (3) 企业端：SFD 运营优化对冲市场压力，盈利表现优于行业

**SFD 在美国生猪屠宰行业稳居头部地位，具备显著的规模优势与全产业链配套能力。**公司 25 年生猪屠宰量约占美国生猪年出栏量的 22%（据 USDA，25 年美国生猪总出栏 1.349 亿头；据公司公告，25 年万洲北美生猪屠宰量 2987 万头），是美国生猪屠宰行业的核心头部企业。产业链配套层面，25 年公司屠宰业务的自有猪场猪源供应占比约 40%（北美合计屠宰 2987 万头，合计养殖出栏 1295 万头）。产品流向结构上，公司屠宰产品约 40% 供应内部肉制品业务，约 40% 用于美国本土市场销售，约 20% 用于出口（图 58）。运营表现方面，25 年行业生猪-猪肉价差持续收缩的承压背景下，公司通过横向拓展高附加值渠道、纵向提升生产效率、销售端精细化管理的三维运营策略，成功对冲部分行业性盈利压力（来源 25 年业绩公开交流会）。

**SFD 管理层对 26 年美国区屠宰业务指引整体偏积极，预计 26 年经营利润目标区间为 2.0-2.6 亿美元，指引中位数较 25 年实现中单位数增长；**头均利润层面，公司 25 年屠宰业务头均利润为 7.3 美元/头（低于当年 9 美元的预设目标），26 年目标实现头均利润稳步增长，并设定中长期头均利润不低于 10 美元的经营目标。此外，公司制定了三大核心战略举措：

- 1) 持续优化产品结构，减少低毛利大宗商品类产品占比，重点提升精细分割、小包装、调理类等高溢价产品的供给比例，最大化单头生猪的盈利价值；
- 2) 推进渠道结构优化，从过往依赖批发出口的经营模式，转向精耕零售与餐饮终端渠道，同时调动物制品销售骨干至生鲜肉分部，全面强化终端销售能力；
- 3) 深化全链条降本增效，在生产端全面推广工厂最佳运营实践、调整工厂考核机制实行单厂单独核算，同时通过资本开支改造老旧工厂，持续提升整体运营效率。

整体来看，美国生猪屠宰行业 25 年虽面临肉猪价差收窄的阶段性盈利压力，但行业供需格局健康、集中度高，无大规模产能扩张带来的恶性竞争风险，26 年行业盈利环境有望改善。我们判断，SFD 作为行业头部企业，凭借全产业链协同优势与精细化运营能力，在 25 年逆势实现了屠宰业务的稳定盈利，26 年或将通过产品、渠道、效率的多维度内生优化，稳步推进利润增长与头均盈利水平提升，向中长期头均 10 美元的利润目标稳步迈进。

图表 71：万洲国际美国市场屠宰业务板块利润拆分

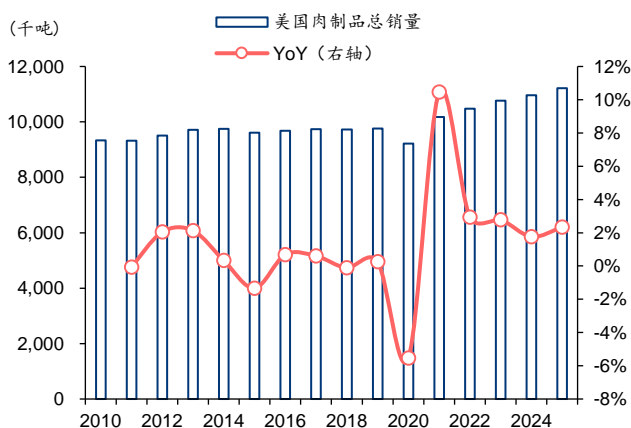
(百万美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
北美市场-总营收	13,159	12,363	14,184	15,765	14,175	13,760	15,215	15,422	15,690	16,012
YoY	-0.2%	-6.0%	14.7%	11.1%	-10.1%	-2.9%	10.6%	1.4%	1.7%	2.1%
北美市场-总OP	932	415	919	940	330	1,187	1,393	1,440	1,500	1,581
YoY	51.5%	-55.5%	121.4%	2.3%	-64.9%	259.7%	17.4%	3.3%	4.2%	5.5%
OPM	7.1%	3.4%	6.5%	6.0%	2.3%	8.6%	9.2%	9.3%	9.6%	9.9%
<b>北美市场-屠宰业务</b>										
外部营收	4,467	4,436	4,552	5,239	4,974	4,602	5,753	5,840	5,927	6,017
YoY	-7%	-1%	3%	15%	-5%	-7%	25%	1%	2%	2%
占北美市场总营收比重	34%	36%	32%	33%	35%	33%	38%	38%	38%	38%
OP	150	164	-8	42	120	264	217	232	241	251
OPM	3.4%	3.7%	-0.2%	0.8%	2.4%	5.7%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%
占北美市场总OP比重	16%	40%	-1%	4%	36%	22%	16%	16%	16%	16%
头均OP (美元/头)	4.3	5.0	-0.2	1.3	3.9	9.3	7.3	7.6	7.9	8.2
<b>北美市场-屠宰业务-量价拆分</b>										
屠宰量 (百万头)	34.5	32.8	32.4	31.5	30.8	28.3	29.9	30.3	30.5	30.6
YoY	2%	-5%	-1%	-3%	-2%	-8%	6%	2%	1%	1%
出栏均价 (美元/磅)	0.70	0.73	0.76	0.90	0.87	0.88	1.04	1.04	1.05	1.06
YoY	-8%	5%	4%	18%	-3%	1%	18%	0%	1%	1%
<b>北美市场-猪肉业务合计 (养殖+屠宰)</b>										
外部营收	5,345	5,169	5,585	6,430	5,860	5,404	6,444	6,475	6,537	6,620
YoY	-3%	8%	15%	-9%	-8%	19%	0%	1%	1%	
占北美市场总营收比重	41%	42%	39%	41%	41%	39%	42%	42%	42%	41%
OP	233	-33	64	-43	-624	170	444	417	430	449
OPM	4.4%	-0.6%	1.1%	-0.7%	-10.6%	3.1%	6.9%	6.4%	6.6%	6.8%
占北美市场总OP比重	25%	-8%	7%	-5%	-189%	14%	32%	29%	29%	28%

资料来源：公司公告，华泰研究测算

### 美国肉制品：SFD 具备成本和产品结构纵深优势

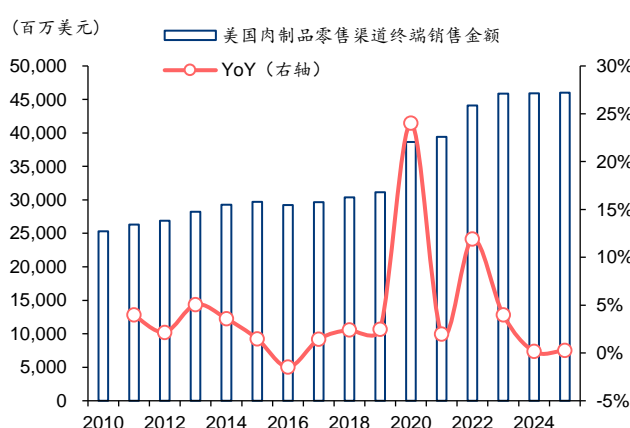
美国肉制品市场已进入成熟阶段。据欧睿，25 年美国肉制品总销量同比+2.3%达 1122 万吨，零售渠道终端销售额达 460 亿美元，同比+0.3%，量价组合反映市场需求韧性较强。渠道结构上，餐饮渠道是核心消费场景，25 年占比达 59%，高于零售渠道的 41%，这一结构与美国餐饮消费习惯深度绑定，肉制品（如培根、香肠）作为快餐、家庭餐饮的基础食材，需求稳定性较强。整体而言，美国肉制品市场是典型的成熟消费市场，需求以存量替代与场景复苏为主，渠道端依赖餐饮场景的持续景气，量价表现具备较强的抗周期属性。

图表 72：美国肉制品总销量情况：25 年同比+2.3%



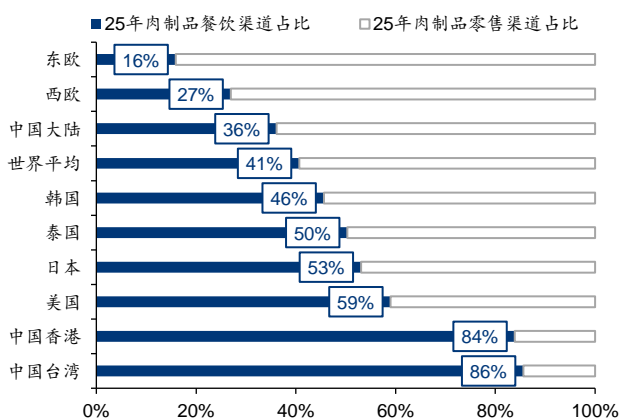
资料来源：欧睿，华泰研究

图表 73：美国肉制品零售端销售额：25 年为 460 亿美元、同比+0.3%



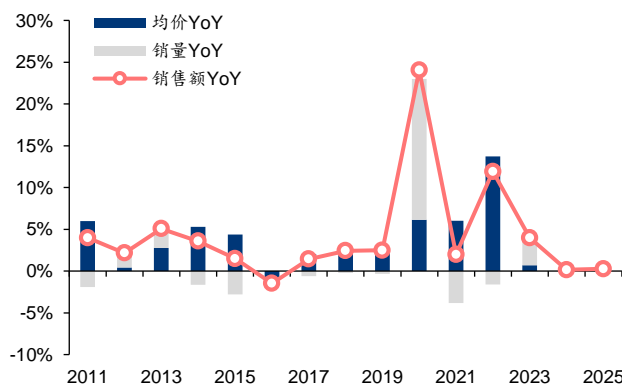
资料来源：欧睿，华泰研究

图表 74：25 年世界主要地区肉制品消费的渠道拆分



资料来源：欧睿，华泰研究

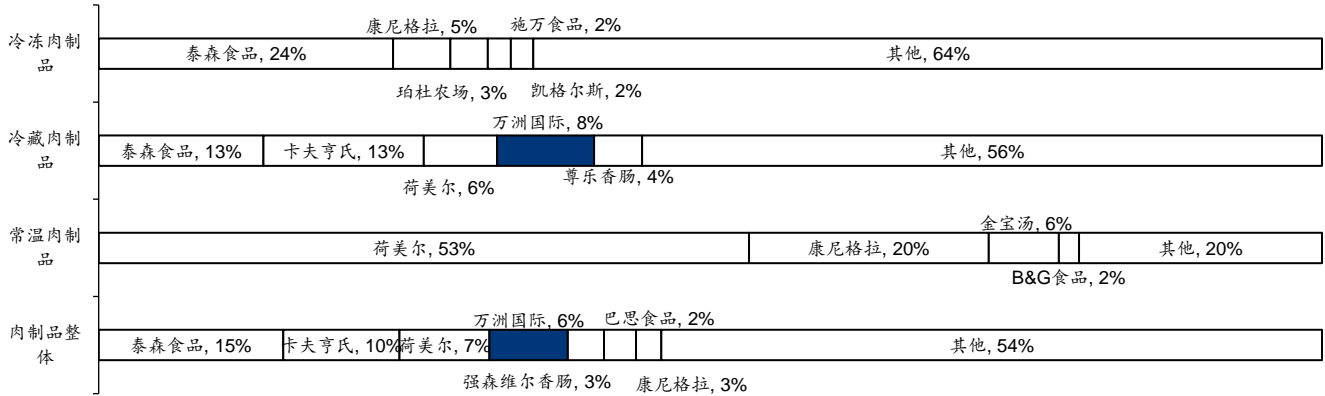
图表 75：美国肉制品零售端量价增速拆分



资料来源：欧睿，华泰研究

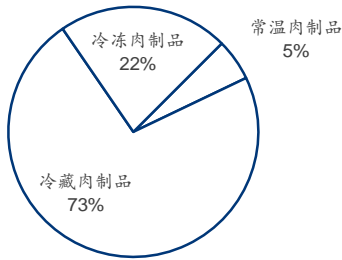
美国肉制品市场竞争格局：头部企业主导细分赛道、整体集中度稳中略降，其中 SFD 是美国最大的垂直整合猪肉生产商和包装肉制品企业之一。据欧睿，从终端消费金额口径看，25 年泰森食品以 15% 的份额居美国整体肉制品市场首位，加上卡夫亨氏（10%）、万洲国际（6%）、荷美尔（7%）合计占据 38% 的市场份额；同时，零售商自有品牌份额从 15 年的 15% 升至 25 年的 22%，挤压了传统肉制品企业的空间，也使得行业 CR5、CR10（不含自有品牌）分别从 45%、53% 降至 41%、49%，集中度呈温和下行趋势。分品类看，不同肉制品赛道的竞争格局差异显著：常温肉制品呈现高度集中特征，荷美尔以 53% 的份额占据绝对主导，康尼格拉（20%）为第二梯队；冷冻、冷藏肉制品则相对分散，泰森食品在冷冻（24%）、冷藏（13%）领域均居首位，但该细分市场仍存中小企业的生存空间。

图表76: 25年美国肉制品市场竞争格局(零售终端销售额口径)



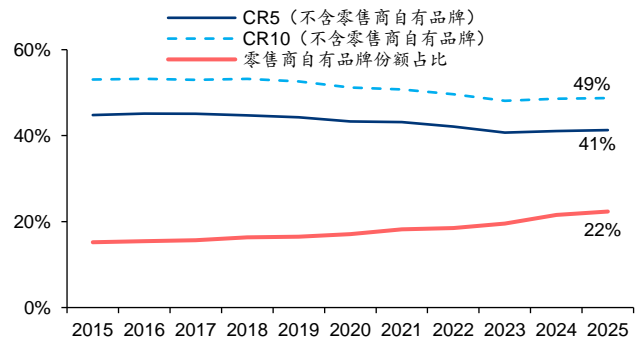
资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表77: 25年美国肉制品品类格局(终端消费金额口径)



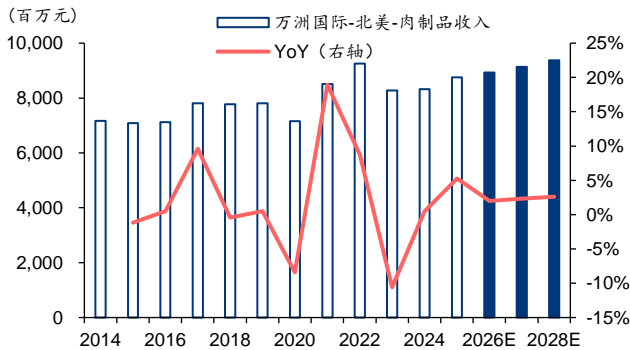
资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表78: 美国肉制品市场集中度(终端消费金额口径)



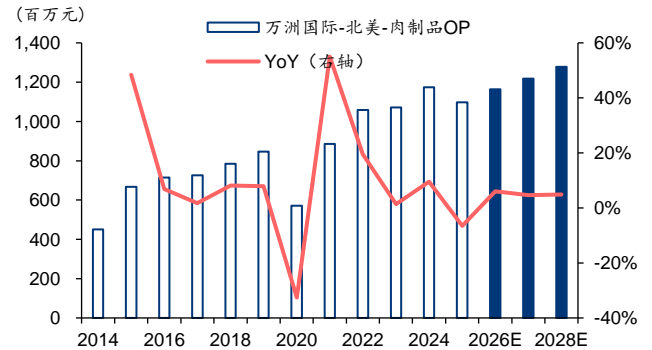
资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表79: 万洲国际-北美肉制品业务收入和同比增速



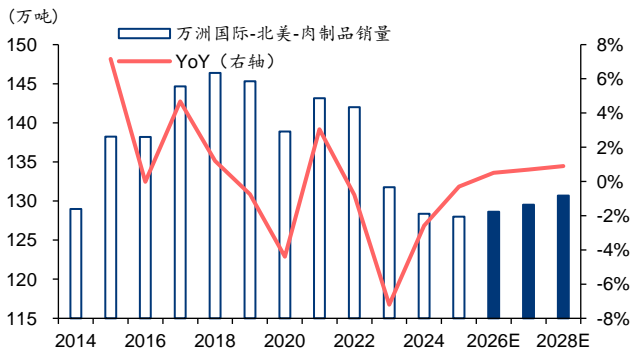
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表80: 万洲国际-北美肉制品业务OP情况



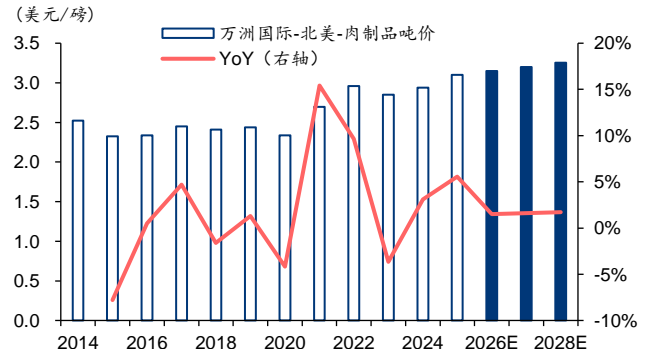
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表81: 万洲国际-北美肉制品业务销量和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表82: 万洲国际-北美肉制品业务吨价情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

**(1) SFD 优势一：养殖布局“降而不弱”，成本壁垒优于同业**

**成本端，公司计划将生猪自养占屠宰量的比例降至 30%，这一水平仍显著高于荷美尔（全外购）、泰森食品（<10%）、JBS（美国市场约 13%）等同业。**对肉制品业务而言，这一布局的价值体现在两方面：1) **周期波动中的盈利安全垫**：北美猪价周期波动剧烈，而 SFD 保留 30%的自养比例，既能避免完全依赖外部采购的成本失控风险，又能通过合同采购灵活对冲周期下行压力。2) **产业链协同的长期价值**：相较于 JBS（北美养殖重心在牛肉）、泰森（养殖重心在肉鸡）、荷美尔食品（养殖重心在火鸡）等同业，SFD 的养殖-屠宰-肉制品协同始终聚焦猪肉赛道，即使自养比例下调，其自有+合同的供应链体系仍能保障原料品质的一致性，而品质稳定性也是北美肉制品市场中溢价能力的核心来源之一。

**价格端，公司具备突出的成本传导与价格管理能力，约 40%-50%的产品采用公式定价模式（来源公司公告&SFD 招股说明书），销价与原料部位价格绑定可实现自动调价，其余产品则为品牌协商定价；**同时依托从养殖、屠宰到肉制品加工的完整全产业链优势，既保障了五花肉等核心原料的稳定供应，也形成了显著的成本端优势，叠加 Smithfield 等多个全国性 & 区域性品牌构成的全价格带产品矩阵，以及“调价格、调结构、控成本”的成熟运营策略，构建了其核心竞争壁垒。25 年公司肉制品业务出现吨利阶段性下滑，核心原因是原料成本出现双位数上涨，而公司产品均销价仅上调约 5.6%，调价节奏滞后未能完全覆盖成本涨幅。

图表 83：SFD 与竞对的基本业务情况对比

公司名称	史密斯菲尔德 SFD	泰森食品 Tyson Foods	荷美尔食品 Hormel Foods	康尼格拉 Conagra	JBS 集团 JBS	PPC 公司 Pilgrim's Pride
Wind 代码	SFD.O	TSN.N	HRL.N	CAG.N	JBS.N	PPC.O
市值 (亿美元)	113	229	114	68	193	83
PE-TTM	11	115	23	-158	10	8
近5年PE分位数	89%	87%	43%	0%	93%	17%
24年总营收 (亿美元)	141	533	119	121	772	179
24年营业利润 (亿美元)	11	14	10	9	45	16
24年归母净利 (亿美元)	10	8	8	3	18	11
24年营业利润率	7.5%	2.6%	8.5%	7.1%	5.8%	8.9%
24年归母净利率	6.7%	1.5%	6.8%	2.9%	2.3%	6.1%
24年ROE	16%	4%	10%	4%	25%	26%
24年ROIC	11%	3%	7%	2%	6%	15%
24年资产负债率	45%	50%	40%	59%	80%	60%
24年渠道销售占比	零售 55% 餐饮 20% 出口 13% 工业客户 11%	零售 46% 餐饮 30% 出口 14% 工业客户 10%	零售 62% 餐饮 32% 出口 6%	食品杂货及零食 41% 冷藏及冷冻产品 40% 餐饮 10% 国际业务 9%	北美牛肉 31% 美国猪肉 10% 鸡肉 23% 预制食品 11% 国际业务 25%	零售 51% 餐饮 33% 出口 6% 其他 10%
24年产品销售占比	肉制品 61% 鲜猪肉 36% 生猪养殖 3%	鲜冻牛肉 38% 鲜冻猪肉 11% 鲜冻鸡肉 31% 预制食品 18% 国际业务 4%	易腐类产品 70% 耐储存类产品 30%			鲜鸡肉 63% 预制食品 27% 出口 6% 其他 4%
24年销售区域占比	美国 84% 其他 16%	美国 96% 其他 4%	美国 95% 其他 5%	美国 90% 其他 10%	美国 49% 巴西 26% 澳大利亚 9% 加拿大 5% 欧洲 7% 墨西哥 3% 其他 16%	美国 59% 欧洲 29% 墨西哥 12%
24年美国加工内市场份额	5.9%	12.8%	6.4%	2.7%	0.1%	(JBS子公司)
业务模式						
猪肉	垂直整合	以屠宰加工为主 (养殖占比低)	以屠宰加工为主 (养殖依赖外购)	仅加工(无养殖)	垂直整合	垂直整合
禽类	(无)	垂直整合 (自养自加工)	火鸡垂直整合 鸡肉部分外购	仅加工(无养殖)	垂直整合	垂直整合
牛肉	(无)	仅屠宰加工 (无养殖)	(无)	仅加工(无养殖)	垂直整合	(无)
上游业务敞口详情	100%的生猪养殖 产量内部消化, 40%-50%的加工 用生猪来自自身 养殖	不足10%的加工 用生猪来自自身 养殖	主要养殖火鸡, 生猪依赖外部供 应	猪肉/鸡肉均依赖 外部供应	美国市场13%的 加工用生猪来自 自身养殖; 整体 65%的生猪采购 来自自身养殖	英国市场34%的 加工用生猪来自 自身养殖

注：市值和 PETTM 数据为截至 26 年 4 月 14 日数据，由于部分公司未披露 25 年年报，故此处统一以 24 年财务数据作为比较基础；

资料来源：公司公告，华泰研究

(2) SFD 优势二：价格带全覆盖+渠道协同的组合能力

SFD 的产品结构优势，体现在价格带全覆盖+渠道协同的组合能力，这一布局既对冲了消费需求波动的风险，又能在不同市场环境下灵活兑现盈利弹性。从行业对比看，北美肉制品企业普遍具备较广的渠道覆盖（如泰森、JBS 均布局零售与餐饮），但 SFD 的差异化在于价格带的纵深覆盖能力：以包装午餐肉为例，其品牌矩阵覆盖了 2 美元/磅至 11 美元/磅以上的全价格区间，既通过 Armour 等价值型品牌抢占大众市场份额（覆盖行业 87% 的主流需求），又通过 Prime Fresh 等高端品牌切入溢价赛道（对应行业 1% 的高毛利市场）。

全价格带布局的价值在于，一是需求韧性更强：经济下行周期中，价值型品牌可承接大众消费的性价比需求；经济复苏周期中，高端品牌又能享受消费升级的溢价红利，使肉制品业务的收入波动小于聚焦单一价格带的同业。二是渠道协同效应：据 SFD 的 25 年业绩公告，其肉制品业务中零售端销售额占比 63%，其“品牌+代工”双轨策略既能通过代工产品绑定沃尔玛、Costco 等大客户的流量，又能通过全价格带品牌矩阵提升货架占比；餐饮端占比 31%，全价格带产品可匹配麦当劳（大众需求）、高端餐厅（品质需求）等不同客户的采购需求，进一步强化渠道粘性。

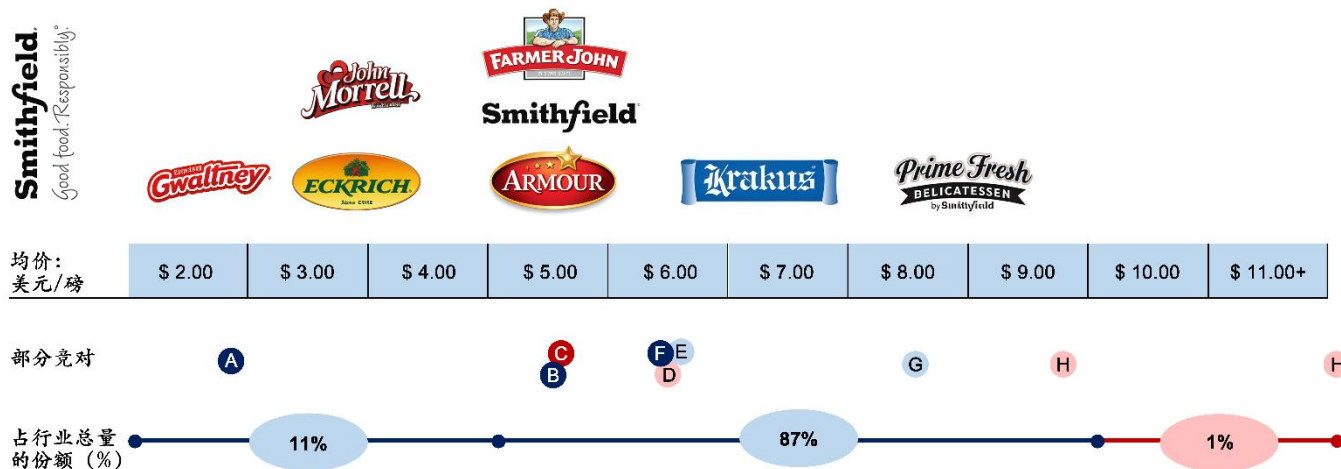
图表 84：SFD 的多元化品牌组合覆盖全消费场景（2024 年）

品牌	全国性品牌 National			超区域品牌 Super-Regional			价值型品牌 Value			特色品牌 Specialty				
	Smithfield	Eckrich	Nathan's Famous	Farmland	Farmer John	John Morrell	Armour	Cook's	Gwaltney	Kretschmar	Margherita	Carando	Krakus	Curly's
占 SFD 肉制品销售额比重	52%			12%			17%			16%				
早餐	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓					
午餐	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
晚餐	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
零食	✓	✓	✓				✓			✓	✓	✓		

资料来源：公司公告，SFD 招股说明书，华泰研究

图表 85：SFD 通过覆盖多价格区间的品牌组合满足各类消费者的需求

包装午餐肉 - 公司品牌与部分竞对平均零售价格对比



资料来源：公司公告，华泰研究

公司管理层对 26 年美国肉制品业务展望乐观，核心目标是推动业务恢复量利双增：肉制品板块 26 年营业利润目标区间为 11-12 亿美元，指引中位数较 25 年实现中单位数或略超中单位数增长，销量预计实现小幅增长、企稳回正。公司 26 年盈利增长的核心逻辑清晰：

- 1) 26 年预计原料成本整体保持平稳，25 年滞后的调价动作或将在 26 年逐步落地，修复吨均盈利水平；
- 2) 持续优化产品结构和渠道结构，提升干香肠、高端午餐肉、即食培根、小包装产品等高毛利、高附加值品类的销售占比，并推进产品创新与高端化。在巩固零售渠道基本盘的同时，积极拓展餐饮服务渠道，针对餐饮渠道开发专属创新产品。
- 3) 通过产线自动化改造、流程优化及运营效率提升，通过资本开支持续提升产线自动化水平。

整体来看，我们判断，美国肉制品行业需求具备刚性支撑，行业格局清晰稳定，SFD 作为行业头部企业，凭借全产业链布局、全价格带产品矩阵与成熟的运营管理能力，行业地位稳固，抗周期能力突出。展望 26 年，随着原料成本趋于平稳（公司对上游原材料有锁价、期货对冲）、价格传导逐步到位，叠加产品结构持续升级、运营效率不断优化，我们认为公司肉制品业务有望顺利实现量利双增的修复目标，延续长期盈利增长的发展轨迹。

图表 86：万洲国际北美市场肉制品板块利润拆分

(百万美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
北美市场-总营收	13,159	12,363	14,184	15,765	14,175	13,760	15,215	15,422	15,690	16,012
YoY	-0.2%	-6.0%	14.7%	11.1%	-10.1%	-2.9%	10.6%	1.4%	1.7%	2.1%
北美市场-总 OP	932	415	919	940	330	1,187	1,393	1,440	1,500	1,581
YoY	51.5%	-55.5%	121.4%	2.3%	-64.9%	259.7%	17.4%	3.3%	4.2%	5.5%
OPM	7.1%	3.4%	6.5%	6.0%	2.3%	8.6%	9.2%	9.3%	9.6%	9.9%
<b>北美市场-肉制品业务</b>										
营收	7,814	7,157	8,512	9,260	8,279	8,317	8,754	8,930	9,136	9,375
YoY	0.5%	-8.4%	18.9%	8.8%	-10.6%	0.5%	5.3%	2.0%	2.3%	2.6%
占北美市场总营收比重	59%	58%	60%	59%	58%	60%	58%	58%	58%	59%
OP	847	571	885	1,058	1,072	1,174	1,097	1,164	1,218	1,278
YoY	7.9%	-32.6%	55.0%	19.5%	1.3%	9.5%	-6.6%	6.1%	4.7%	4.9%
OPM	11%	8%	10%	11%	13%	14%	13%	13%	13%	14%
占北美市场总 OP 比重	91%	138%	96%	113%	325%	99%	79%	81%	81%	81%
吨 OP (美元/吨)	583	411	618	745	814	914	857	905	940	978
YoY	72.8%	71.4%	70.0%	109.7%	112.4%	80.0%	76.3%	79.2%	81.0%	82.5%
<b>北美市场-肉制品业务-量价拆分</b>										
肉制品销量 (千吨)	1,453	1,389	1,431	1,420	1,318	1,284	1,280	1,286	1,295	1,307
YoY	-0.8%	-4.4%	3.0%	-0.8%	-7.2%	-2.6%	-0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
肉制品吨价 (美元/磅)	2.44	2.34	2.70	2.96	2.85	2.94	3.10	3.15	3.20	3.25
YoY	1.3%	-4.2%	15.4%	9.7%	-3.7%	3.1%	5.6%	1.5%	1.6%	1.7%
肉制品产能 (千吨)	1,740	1,710	1,730	1,620	1,620	1,600	1,580	1,580	1,580	1,580
产能利用率	82%	75%	80%	85%	83%	87%	83%	81%	82%	83%

资料来源：公司公告，华泰研究测算

## 欧洲市场：借船出海，渠道与区域协同打开泛欧市场空间

### 欧洲生猪：地缘事件冲击+需求偏弱，经营环境仍有较大不确定性

欧盟通过共同市场组织确立统一的胴体分级、价格通报体系，成员国间生猪及制品实现关税豁免与自由流通，同时配套危机储备计划、产业补贴等政策工具，对外则以统一关税与进口配额形成贸易合力，使欧盟成为全球第二大猪肉出口区域。

欧洲生猪养殖业已步入高度成熟的规模化与集约化发展阶段，形成了与中美两国的超大型集团重资产扩张截然不同的产业路径，呈现适度规模家庭农场+高度集中合作社的双层规模化结构。欧洲生猪养殖规模化渗透率稳居全球第一梯队，与美国基本持平。不过，由于严苛的环保与动物福利法规，天然限制了欧洲超大型单体农场的发展，但其通过合作社模式完成了产业的高度集中：一方面，家庭农场通过联合体实现饲料采购、疫病防控、养殖标准的统一化运作，显著压降成本、提升管理效率；另一方面，合作社深度掌控下游屠宰加工环节，完成了产业链的纵向整合，农户作为股东既获得了稳定的收购价，也拥有了对抗下游零售端的议价权，构筑了欧洲模式最核心的组织壁垒。

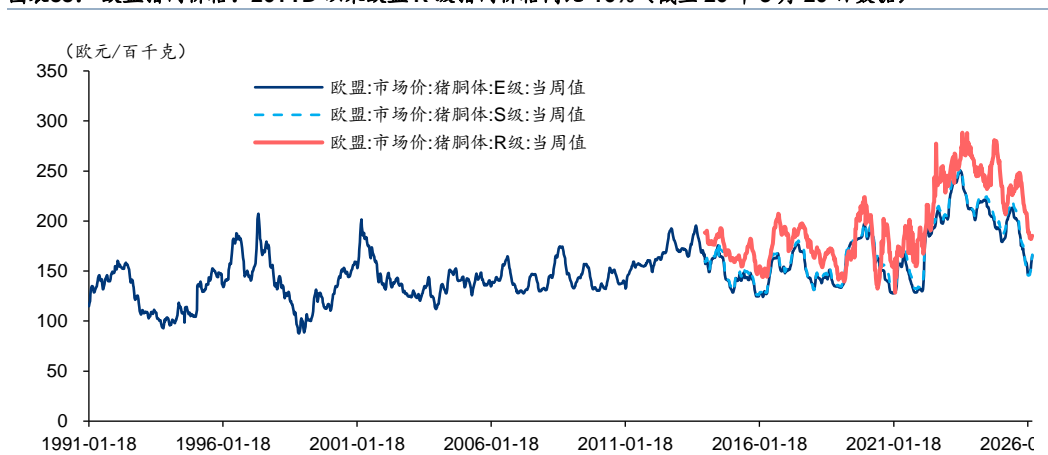
图表87：美欧生猪产业链对比

对比维度	美国生猪产业	欧洲生猪产业 (德国、西班牙为主)	核心共性
周期跨度	价格周期显著延长至8年左右，历史平均价格振幅高达67%	德国等局部市场周期较短（2-4年），但欧洲整体价格波动依然剧烈	规模化并未消灭周期，高昂的沉没成本、出口贸易、上游大宗传导等加剧了短期波动性
反转驱动力	出口需求激增、产能长时间累积、极端天气与突发疫病	动物疫病（非瘟、蓝耳等）、严苛的环保政策、国际贸易摩擦	传统的供需内生调节机制弱化，周期反转高度依赖外部因素（疫病、政策）的强力催化
组织模式	屠宰端绝对主导的合同生产制，实现高度的以产定销	养殖与屠宰高度配套，聚焦种猪育种与高附加值肉制品深加工	通过产业链上下游一体化或长协订单，平滑单一养殖环节的利润波动风险
成本结构	依赖本土低价玉米/大豆，但群体间管理水平差异导致成本方差显著	饲料、能源高度依赖进口，受地缘局势影响大，合规（环保/福利）成本极高	成本方差是盈利博弈的基础，极端成本波动会迅速击穿防线，引发被动去产能

资料来源：Wind，华泰研究

当前欧盟生猪价格走势依然低迷：23年受俄乌冲突推高饲料成本、非洲猪瘟加速产能被动去化的影响，供给收缩驱动白条均价升至2.28欧元/kg的历史顶点；24年全球粮价回落缓解成本压力，节日消费退潮后内需走弱，叠加出口受阻带来的内部供应过剩，活猪均价从3月的2.17欧元/kg震荡回落至12月的1.92欧元/kg；25H1德国口蹄疫禁令解除、季节性消费回暖带动价格反弹至4月的2.01欧元/kg，但25Q3中国反倾销调查引发市场恐慌，价格快速回落（反倾销政策于25年12月落地、期限5年）。此外，25H2受波兰、意大利等多地发生非洲猪瘟疫情影响，价格总体继续下跌。进入26年，欧盟猪价依然未能摆脱低迷态势。

图表88：欧盟猪肉价格：26YTD以来欧盟R级猪肉价格同比-16%（截至26年3月20日数据）



注：S级为瘦肉率≥60%的超瘦型胴体，E级为瘦肉率55%-60%的高瘦肉型胴体，二者瘦肉率高但脂肪含量偏低，不符合欧洲主流鲜食消费及传统火腿、香肠加工的口感需求，多用于对瘦肉率要求高的深加工或出口市场；而R级为瘦肉率45%-50%的标准型胴体，肥瘦比例均衡，适配欧洲本土主流的家庭鲜食、传统肉制品加工需求，也是欧盟猪肉价格监测最核心的基准品类。

资料来源：Wind，华泰研究

### (1) 周期展望：成本抬升+内外需双弱，下行磨底格局难改

纵观近年来的欧盟猪价走势，其核心驱动逻辑可总结为——

**1) 供给端：**欧盟严苛的环保政策和动物福利法规，从根本上限制了生猪产能的扩张，并加速了中小散户的退出。同时，非洲猪瘟的零星爆发（如德国、西班牙、波兰等地）不仅直接导致产能受损，更引发了长期的贸易禁令，深刻改变了欧盟内部的供需格局。

**2) 需求与贸易端：**高度依赖出口的脆弱性。欧盟是全球猪肉产业的核心参与主体之一，是全球第二大猪肉生产地、消费地、出口地。其内部消费相对平稳甚至呈下降趋势（受健康饮食观念影响），因此价格对出口形势高度敏感。近年来，随着中国生猪产能恢复及进口需求下降，加之中国对欧盟猪肉实施反倾销措施，欧盟猪肉出口遭遇重创。同时，在国际市场上，欧盟猪肉面临着来自美国、巴西等低成本生产国的激烈竞争，其价格劣势日益凸显。

图表89：欧盟猪肉出口目的地分布

(千吨)	2021 占比	2022 占比	2023 占比	2024 占比	25M1-10 占比	25M1-10 YoY
中国大陆	2,575 41.5%	1,553 29.2%	1,160 27.3%	1,124 26.4%	892 24.5%	-4%
英国	921 4.9%	891 16.8%	902 21.2%	897 21.0%	726 19.9%	-3%
菲律宾	351 5.7%	429 8.1%	291 6.8%	366 8.6%	318 8.7%	1%
日本	380 6.1%	467 8.8%	356 8.4%	355 8.3%	241 6.6%	-20%
韩国	284 4.6%	320 6.0%	242 5.7%	251 5.9%	222 6.1%	5%
越南	132 2.1%	90 1.7%	118 2.8%	136 3.2%	153 4.2%	32%
美国	144 2.3%	136 2.5%	102 2.4%	114 2.7%	99 2.7%	1%
科特迪瓦	90 1.5%	100 1.9%	81 1.9%	87 2.0%	85 2.3%	23%
澳大利亚	134 2.2%	157 3.0%	94 2.2%	100 2.3%	78 2.2%	-5%
马来西亚	16 0.3%	38 0.7%	55 1.3%	48 1.1%	61 1.7%	49%
中国台湾	78 1.3%	82 1.5%	61 1.4%	50 1.2%	70 1.9%	79%
刚果	45 0.7%	54 1.0%	53 1.3%	57 1.3%	61 1.7%	32%
中国香港	154 2.5%	78 1.5%	68 1.6%	53 1.2%	47 1.3%	11%
塞尔维亚	63 1.0%	87 1.6%	78 1.8%	76 1.8%	45 1.2%	-25%
乌克兰	96 1.5%	103 1.9%	53 1.2%	26 0.6%	55 1.5%	+++
新西兰	49 0.8%	46 0.9%	30 0.7%	37 0.9%	34 0.9%	13%
刚果	41 0.7%	44 0.8%	27 0.6%	27 0.6%	35 0.9%	48%
其他	646 10.4%	642 12.1%	474 11.2%	456 10.7%	419 11.5%	-
总计	6,200	5,316	4,248	4,260	3,640	3%
YoY		-14.3%	-20.1%	0.3%	2.6%	

注：截至 26 年 2 月的最新文件中，欧盟分国别猪肉出口数据仅更新至 25M1-10。

资料来源：欧盟委员会农业与农村发展总局，华泰研究

此外，本轮中东地缘冲突带来的全球能源、饲料与航运供应链扰动，给欧洲生猪养殖带来了阶段性经营不确定性。欧洲生猪产业本身存在饲料原料进口依赖度高、猪肉出口占比大的结构性特征，本轮地缘冲突通过能源成本上行、饲料粮涨价预期、航运物流成本抬升三大路径，对行业全链条成本形成阶段性压力，叠加生猪疫病的潜在扰动，26 年欧洲生猪行业整体经营环境仍存在一定的波动风险，也给公司欧洲业务的短期成本管控与盈利释放带来了一定挑战。

不过，我们认为短期行业环境的波动不改公司欧洲业务的长期增长逻辑，业务结构优化与盈利提升的路径清晰明确。一方面，公司欧洲业务已实现养殖、屠宰、肉制品加工的全链条覆盖，其中生猪自养配套比例超 60%，或部分平抑外部生猪价格波动带来的采购成本扰动；另一方面，公司欧洲业务持续向高毛利、高稳定性的肉制品加工端倾斜，不断优化产品结构，拓展商超、餐饮等多元化渠道，持续提升高附加值产品的营收占比，弱化养殖周期与外部成本波动对盈利的影响。

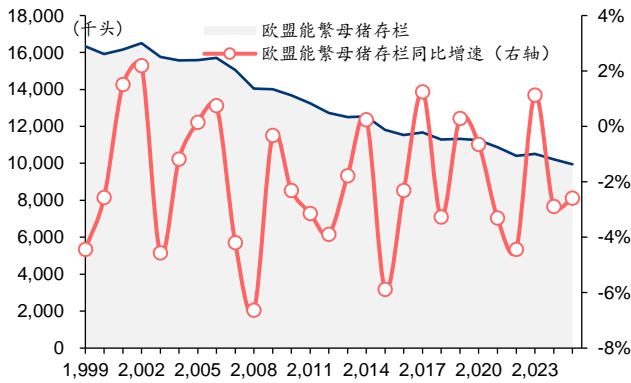
图表90：全球主要地区的大豆供需表

		(千吨)	23/24	24/25	25/26 E	25/26E 占比	24/25 YoY	25/26 YoY	25/26进口占其总供应量比	25/26出口占其总供应量比	
大豆产量分布	#1 巴西	154,500	171,500	180,000	42%	11.0%	3.0%	乌克兰	0%	泰国	0%
	#2 美国	113,273	119,047	115,989	27%	3.1%	-2.6%	巴拉圭	0%	日本	0%
	#3 阿根廷	48,210	51,108	48,000	11%	6.0%	-6.1%	巴西	0%	越南	0%
	#4 中国大陆	20,840	20,650	20,900	5%	-0.9%	1.2%	乌拉圭	0%	伊朗	0%
	#5 巴拉圭	11,000	10,200	11,500	3%	-7.3%	12.7%	美国	1%	中国台湾	0%
	其他	48,579	54,687	50,789	12%	12.6%	-7.1%	南非	2%	巴基斯坦	0%
世界	396,402	427,192	427,178	100%	7.8%	0.0%	印度	2%	韩国	0%	
大豆消费量分布	#1 中国大陆	121,800	127,400	132,900	31%	4.6%	4.3%	朝鲜	3%	沙特	0%
	#2 美国	65,445	69,088	73,129	17%	5.6%	5.8%	澳大利亚	4%	以色列	0%
	#3 巴西	58,255	62,000	65,400	15%	6.4%	5.5%	加拿大	5%	秘鲁	0%
	#4 阿根廷	43,833	50,036	47,900	11%	14.2%	-4.3%	俄罗斯	6%	黎巴嫩	0%
	#5 欧盟	15,995	16,995	16,520	4%	6.3%	-2.8%	缅甸	7%	朝鲜	0%
	其他	78,362	87,883	88,307	21%	12.2%	0.5%	阿根廷	9%	菲律宾	0%
世界	383,690	413,402	424,156	100%	7.7%	2.6%	叙利亚	20%	委内瑞拉	0%	
大豆消费之榨油	#1 中国大陆	99,000	103,500	108,000	29%	4.5%	4.3%	厄瓜多尔	21%	阿联酋	0%
	#2 美国	62,196	66,546	70,080	19%	7.0%	5.3%	塞尔维亚	42%	摩洛哥	0%
	#3 巴西	54,405	58,000	61,000	17%	6.6%	5.2%	津巴布韦	54%	巴拿马	0%
	#4 阿根廷	36,583	43,236	41,000	11%	18.2%	-5.2%	波黑	59%	危地马拉	0%
	#5 欧盟	14,500	15,400	15,000	4%	6.2%	-2.6%	瑞士	60%	厄瓜多尔	0%
	其他	64,480	72,355	72,878	20%	12.2%	0.7%	中国大陆	63%	新加坡	0%
世界	331,164	359,037	367,958	100%	8.4%	2.5%	哥伦比亚	67%	瑞士	0%	
大豆消费之食用	#1 中国大陆	16,800	17,600	18,400	71%	4.8%	4.5%	欧盟	76%	巴巴多斯	0%
	#2 印尼	2,760	2,600	2,900	11%	-5.8%	11.5%	阿联酋	80%	古巴	0%
	#3 日本	900	900	900	3%	0.0%	0.0%	伊朗	81%	尼加拉瓜	0%
	#4 印度	700	750	700	3%	7.1%	-6.7%	委内瑞拉	81%	叙利亚	0%
	#5 越南	530	540	550	2%	1.9%	1.9%	韩国	83%	中国大陆	0%
	其他	2,149	2,228	2,316	9%	3.7%	3.9%	印度尼西亚	85%	印度尼西亚	0%
世界	23,839	24,618	25,766	100%	3.3%	4.7%	越南	86%	墨西哥	0%	
大豆消费之饲用	#1 阿根廷	7,250	6,800	6,900	23%	6.2%	1.5%	日本	87%	印度	0%
	#2 中国大陆	6,000	6,300	6,500	21%	3.0%	3.2%	墨西哥	88%	英国	0%
	#3 巴西	3,850	4,000	4,400	14%	3.9%	0.0%	泰国	89%	塞尔维亚	1%
	#4 美国	3,249	2,542	3,049	10%	-21.8%	9.9%	土耳其	90%	欧盟	2%
	#5 欧盟	1,275	1,375	1,300	4%	7.8%	5.5%	埃及	90%	马来西亚	2%
	其他	7,063	8,730	8,283	27%	23.6%	5.1%	马来西亚	91%	智利	2%
世界	28,687	29,747	30,432	100%	3.7%	3.3%	英国	91%	土耳其	2%	
大豆出口量分布	#1 巴西	104,191	103,143	114,000	61%	-1.0%	10.5%	巴基斯坦	91%	缅甸	7%
	#2 美国	46,266	51,227	42,864	23%	10.7%	-16.3%	伊拉克	93%	阿根廷	10%
	#3 阿根廷	5,114	7,874	8,250	4%	54.0%	4.8%	菲律宾	94%	乌干达	13%
	#4 巴拉圭	7,987	6,405	7,700	4%	-19.8%	20.2%	秘鲁	95%	南非	15%
	#5 加拿大	4,850	5,448	5,100	3%	12.3%	-6.4%	沙特阿拉伯	95%	澳大利亚	18%
	其他	9,427	10,126	9,254	5%	7.4%	-8.6%	中国台湾	96%	俄罗斯	20%
世界	177,835	184,223	187,168	100%	3.6%	1.6%	以色列	97%	俄纳	20%	
大豆进口量分布	#1 中国大陆	112,000	108,000	112,000	60%	-3.6%	3.7%	白俄罗斯	97%	美国	34%
	#2 欧盟	13,466	14,710	14,000	8%	9.2%	-4.8%	智利	98%	乌克兰	40%
	#3 阿根廷	7,787	6,324	7,500	4%	-18.8%	13.6%	挪威	99%	巴西	52%
	#4 墨西哥	6,456	6,434	6,700	4%	-0.3%	4.1%	摩洛哥	100%	巴拉圭	65%
	#5 埃及	3,321	4,798	4,900	3%	44.5%	2.1%	巴拿马	100%	加拿大	66%
	其他	35,390	38,929	40,510	22%	0.0%	4.1%	新加坡	100%	乌拉圭	81%
世界	178,420	179,195	185,610	100%	0.4%	3.6%					

注：USDA 对美国大豆的市场年度有法定固定规则：每年9月1日启动，至次年8月31日结束，因此2021/22 美豆市场年度完整周期为 2021.9.1-2022.8.31。

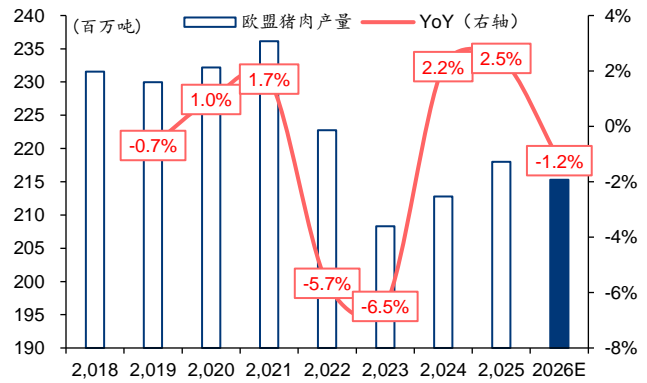
资料来源：USDA，华泰研究

图表91: USDA 预计欧盟 25 年能繁母猪存栏数同比-2.6%



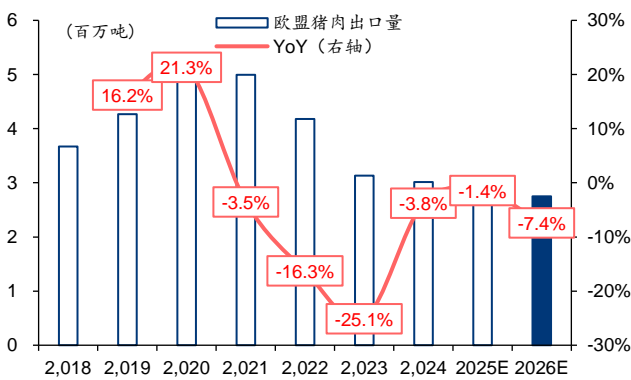
资料来源: USDA 预测, 华泰研究

图表92: USDA 预计欧盟 26 年猪肉产量同比-1.2%



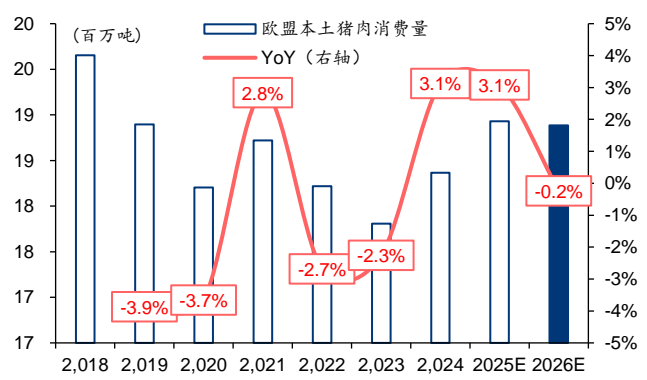
资料来源: USDA 预测, 华泰研究

图表93: USDA 预计欧盟 26 年猪肉出口量同比-7.4%



资料来源: USDA 预测, 华泰研究

图表94: USDA 预计欧盟 26 年猪肉本土消费量同比-0.2%



资料来源: USDA 预测, 华泰研究

## (2) 万洲视角: 行业磨底中公司盈利水平或有承压

公司当前已在欧洲形成“养殖(25年出栏360万头)→屠宰(配套产能500万头)→肉制品(年销量40万吨)”的完整全产业链布局。25年万洲在欧洲的生猪出栏量占全欧份额测算仅约1.6%(据USDA, 25年欧盟27国生猪总出栏2.295亿头;据公司公告, 25年万洲欧洲生猪出栏量为374万头),但在波兰、罗马尼亚等中东欧市场已是当地头部养殖商之一。公司在波兰推行“公司+农户”模式,罗马尼亚则通过47个自有农场实现100%垂直整合的“自繁自养”模式,同时搭建“饲料-养殖-屠宰-加工”全产业链体系。17年起,公司战略性收购Pini Group旗下屠宰及加工资产,实现了100%内部屠宰消化。此外,其欧洲养殖业务的PSY、饲料转化率、疾病死亡率等核心绩效指标长期处于行业先进水平,历史上仅21-22年因极端行情与非洲猪瘟影响出现亏损,其余年份均保持盈利,25年欧洲业务实现总经营利润2.85亿美元,其中养殖业务贡献0.53亿美元(同比-52%),主要受动物疫情及中国加征反倾销保证金影响养殖盈利同比减少。

展望26年,公司欧洲生猪养殖业务Q1或仍将面临较大经营压力,全年行业不确定性仍存,但公司凭借行业领先的养殖效率与全产业链协同优势,具备将养殖业务亏损控制在可控范围的能力:一方面,养殖端依托低成本与高配套率控波动,中东欧低成本区域的选址、超60%的养殖-屠宰配套率(25年公司生猪出栏量374万头、屠宰量593万头),叠加成熟的生产管理体系,降低了养殖成本的波动弹性;另一方面,全产业链协同对冲单一环节压力,公司并非仅依赖养殖业务,而是通过“养殖+屠宰”的内部闭环布局,用屠宰环节的加工利润部分对冲养殖端的盈利下滑,避免了单一环节周期波动对整体盈利的冲击。综合来看,尽管26年养殖端盈利或随行业周期承压,但养殖控成本+全链做对冲的组合,或支撑公司欧洲区域的盈利基本盘稳健。

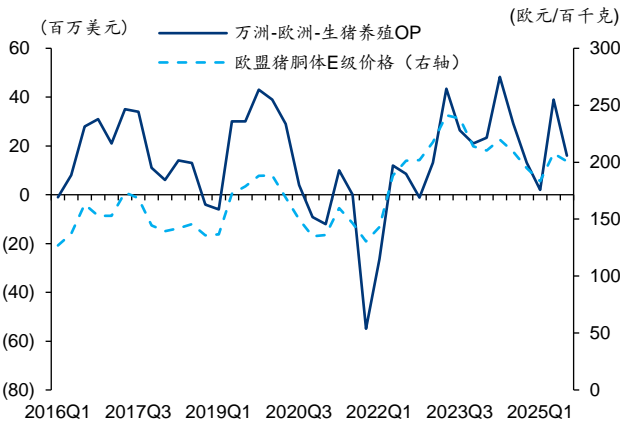


图表95：万洲国际欧洲市场生猪养殖板块利润拆分

(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
欧洲市场-总营收	2,398	2,593	2,835	3,313	3,763	4,322	4,819	5,298	5,716
YoY	9.6%	8.1%	9.3%	16.9%	13.6%	14.9%	11.5%	9.9%	7.9%
欧洲市场-总OP	174	117	113	193	274	285	314	341	367
YoY	23%	-33%	-3%	71%	42%	4%	10%	8%	8%
OPM	7.3%	4.5%	4.0%	5.8%	7.3%	6.6%	6.5%	6.4%	6.4%
<b>欧洲市场-养殖业务</b>									
OP	62.8	-57.0	-6.9	104.0	114.0	53.5	53.3	56.2	59.2
占欧洲市场总OP比重	36.1%	-48.8%	-6.1%	53.9%	41.6%	18.8%	17.0%	16.5%	16.2%
头均OP (美元/头)	16.4	-13.7	-1.9	30.4	31.9	14.3	14.0	14.6	15.2
出栏量 (百万头)	3,835	4,149	3,549	3,425	3,573	3,740	3,815	3,853	3,892
YoY	-4%	8%	-14%	-3%	4%	5%	2%	1%	1%

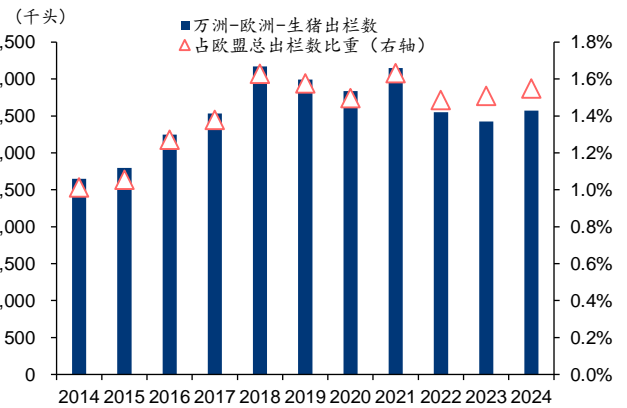
资料来源：公司公告，华泰研究测算

图表96：欧洲猪价和万洲国际欧洲分部养殖利润基本同向波动



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

图表97：万洲国际欧洲市场出栏量及份额情况



资料来源：USDA 预测，华泰研究

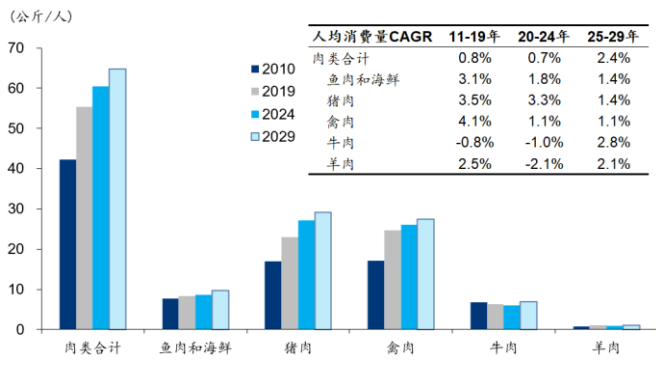
## 生猪屠宰：短期面临外部挑战，长期依托全产业链协同和效率提升

### (1) 需求端：本土存量支撑，出口需求承压

**本土鲜肉需求：25年占比约86%，整体以存量需求为主。**从人均消费看，西欧市场人均猪肉消费已进入饱和阶段，20-24年人均消费量CAGR为-1.4%，25-29年预计延续弱增长(CAGR-0.5%)；而东欧市场仍存提升空间，20-24年人均猪肉消费CAGR达3.3%，25-29年预计保持1.4%的温和增长。不过从整体看，欧洲本土消费以存量需求为主，25年本土消费量占总供应量的86% (USDA预测)，消费结构向禽肉倾斜、人口老龄化等因素，使得本土需求难以形成增量支撑。

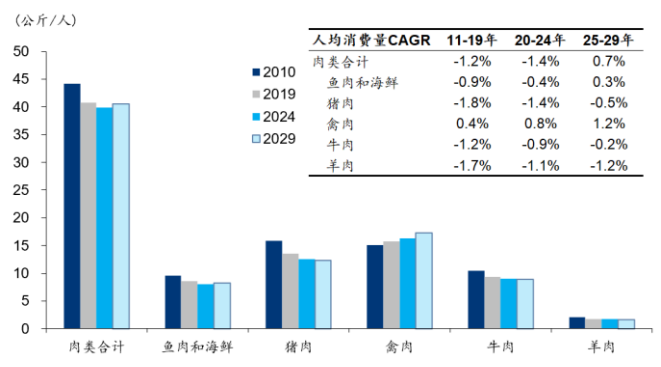
**出口需求：占比约14%但压力加剧，外部市场收缩明显。**据前文所述，USDA预计25年欧盟猪肉出口量同比下滑1.4%，26年降幅将扩大至7.4%。从出口流向看，核心市场中国的占比从2021年的41.5%持续回落至2025M1-10的24.5%，出口量同步下滑；尽管英国、越南等市场占比有所提升，但新兴市场的增量难以对冲中国市场的收缩(图88)，叠加欧盟猪肉价格竞争力弱于美、巴等国，26年出口需求对欧洲屠宰行业的拉动作用或将进一步减弱。

图表98：东欧市场人均生鲜肉类消费量及增速情况



资料来源：欧睿预测，华泰研究

图表99：西欧市场人均生鲜肉类消费量及增速情况

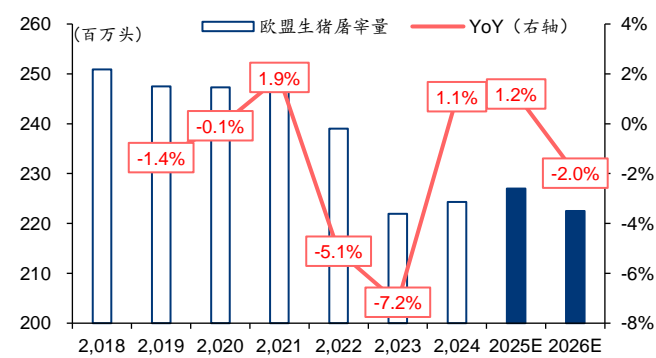


资料来源：欧睿预测，华泰研究

### (2) 产业端：产能向政策宽松区域迁移，近期价差受需求侧压制收窄

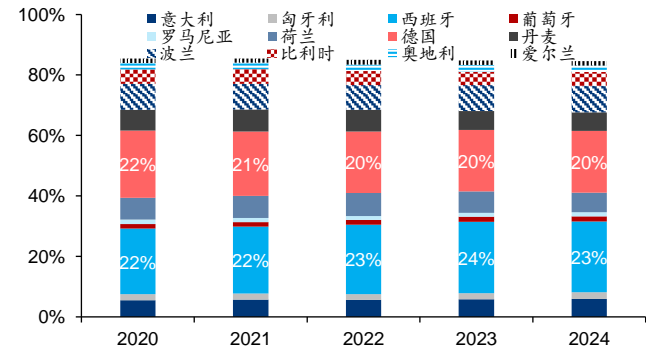
**屠宰产能中心南移。**美国以规模化屠宰+全国流通为主，中国偏向区域分散+渠道分层，而欧盟更强调垂直整合+合规前置，即头部企业多绑定上游养殖产能形成一体化布局，同时需满足严苛的环保、动物福利要求，合规成本占比显著高于中美市场。受环保政策趋严、能繁母猪存栏持续去化、能源成本高企等因素影响，行业量缩趋势明确。此外，欧盟屠宰产能正加速向政策宽松区域南迁：德国受非洲猪瘟冲击及严苛环保约束，5年间在欧盟27国的屠宰量占比下滑1.8pct至20.4%；而西班牙凭借相对宽松的养殖环境与垂直一体化优势，屠宰量占比升至23.4%，已取代德国成为欧盟最大生猪屠宰产地。

图表100：USDA 预计 26 年欧洲屠宰量同比-2.0%



资料来源：Wind，华泰研究

图表101：屠宰量区域格局

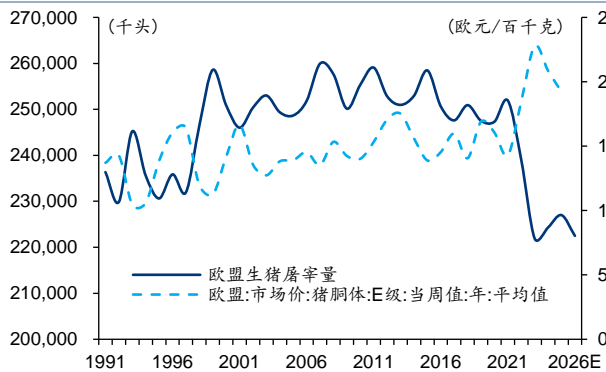


资料来源：Wind，华泰研究

**欧盟屠宰行业价差：周期错位下的阶段性利润分化。**从历史规律看，欧盟屠宰量与猪价呈反向联动，通常猪价下行周期中屠宰端可依托量增（屠宰量提升）摊薄成本、扩大价差。但此轮周期呈现需求侧冲击下的阶段性错位：25年虽猪价随需求疲软同比回落，但生猪存栏收缩（24年底总存栏降2.9%）使收猪成本刚性较强，叠加德国口蹄疫禁令导致的出口转内销冲击，屠宰企业内部市场竞争加剧，肉价跌幅大于猪价跌幅；同时部分区域（如荷兰）受环保政策影响屠宰量增长受限，产能利用率不足推高固定成本，短期形成肉价跌、猪价韧的剪刀差，挤压利润空间。

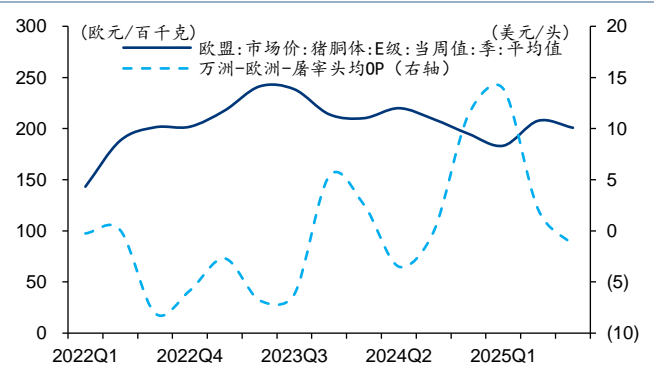
**26年欧洲屠宰行业运营环境的不确定性主要来自两大外部因素，一是西班牙持续爆发的非洲猪瘟疫情导致当地猪价低迷，直接影响上游养殖端经营表现，进而传导至屠宰业务的猪源稳定性与成本结构；二是美以伊战争推高了欧洲燃油、电力等能源价格及整体运营成本，对屠宰全环节形成刚性成本压力。**

图表102： 欧盟市场：生猪屠宰量与价格走势基本呈反向变化



资料来源：Wind，华泰研究

图表103： 万洲国际欧洲市场屠宰头均OP与行业价格走势对比



资料来源：Wind，华泰研究

**(3) 企业端：万洲国际欧洲屠宰业务逐步从规模依赖到价差与效率双驱动**

**展望2026年，公司欧洲区屠宰业务短期仍面临经营压力，但全年将围绕效率提升推进经营动作。**万洲国际欧洲屠宰业务以高周转+全链协同构筑经营韧性，当前呈现小而精、效率优的特征。25年欧盟27国生猪总屠宰量达2.27亿头（来源USDA），万洲国际欧洲市场屠宰量达593万头，占市场比重为2.6%，市场份额较小但产能利用率高达89%（显著高于中国的50%，北美为94%）。公司欧洲区屠宰业务将始终锚定全产业链协同的核心定位，以内部整合与效率提升为核心发展主线，不依赖大规模资本开支实现稳健增长。

图表104： 万洲国际欧洲市场屠宰板块利润拆分

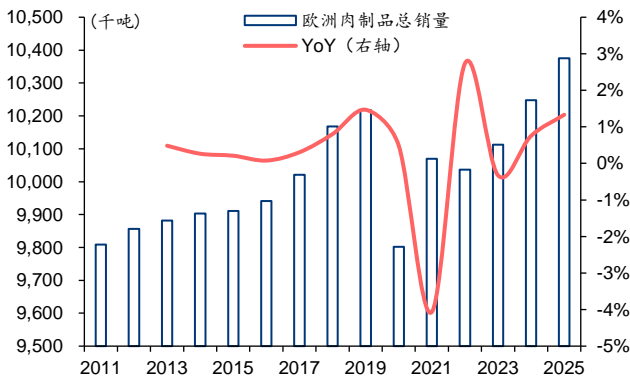
(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
欧洲市场-总营收	2,398	2,593	2,835	3,313	3,763	4,322	4,819	5,298	5,716
YoY	9.6%	8.1%	9.3%	16.9%	13.6%	14.9%	11.5%	9.9%	7.9%
欧洲市场-总OP	174	117	113	193	274	285	314	341	367
YoY	23%	-33%	-3%	71%	42%	4%	10%	8%	8%
OPM	7.3%	4.5%	4.0%	5.8%	7.3%	6.6%	6.5%	6.4%	6.4%
<b>欧洲市场-屠宰业务</b>									
OP	40	49	-14	-14	17	36	37	39	42
占欧洲市场总OP比重	23%	42%	-12%	-7%	6%	13%	12%	12%	12%
头均OP (美元/头)	5.9	6.9	-2.3	-2.5	3.0	6.1	5.9	6.3	6.6
屠宰量 (百万头)	6.8	7.1	6.1	5.6	5.6	5.9	6.2	6.3	6.4
YoY	11%	5%	-15%	-7%	0%	5%	4%	2%	2%
屠宰产能 (百万头)	7.6	7.6	5.7	5.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
屠宰产能利用率	89%	93%	106%	98%	85%	89%	93%	95%	96%

资料来源：公司公告，华泰研究测算

### 肉制品：持续并购，期待协同效应释放

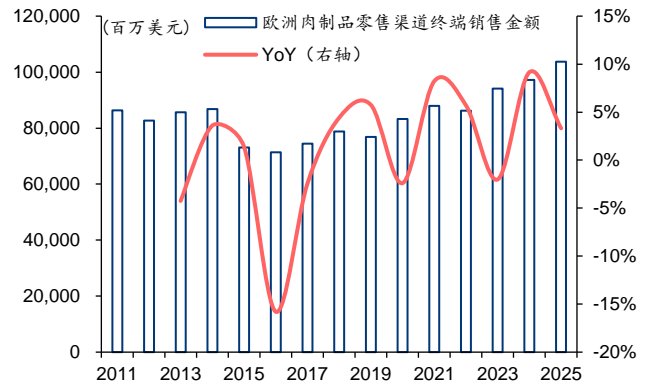
欧洲肉制品行业呈现量稳价增、结构分化、格局分散的特征。据欧睿，25年行业总销量同比微增1.3%至近1037.5万吨，零售端销售额达1038亿美元（同比+3.3%），21年以来增长主由价格驱动，反映市场已进入存量竞争、消费升级的成熟阶段；结构上以冷藏肉制品为主（25年西欧/东欧占比分别达76%/82%），这与当地冷链基础设施完善、消费者偏好直接相关。格局层面，24年西欧市场零售商自有品牌占比高达50%（欧睿零售端销售金额口径），主要系西欧商超渠道高度集中，且消费者对“性价比+新鲜度”的关注高于品牌溢价，倒逼肉制品企业绑定渠道推出自有产品。而东欧市场虽品牌分散度更高，其中万洲国际已通过并购实现24年的3%市占率（欧睿零售端销售金额口径）。

图表105：欧洲肉制品总销量情况：25年同比+1.3%



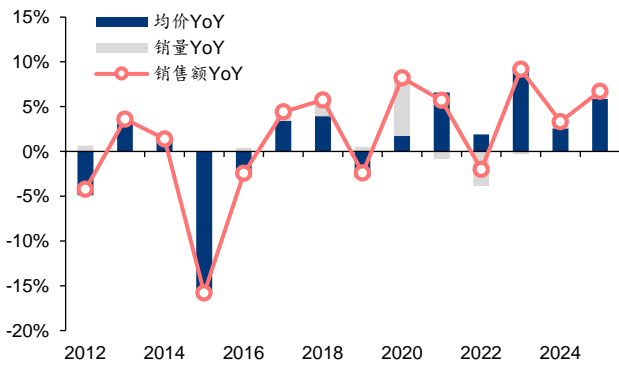
资料来源：欧睿，华泰研究

图表106：欧洲肉制品零售端销售额：25年为1038亿美元、同比+3.3%



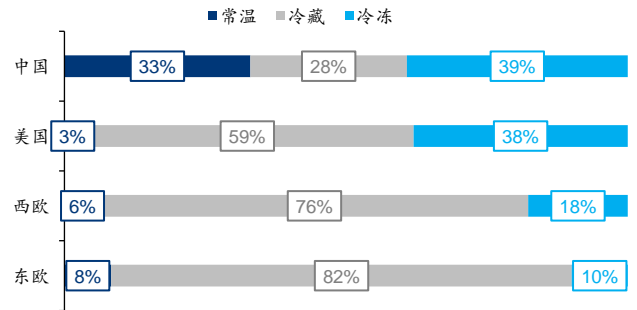
资料来源：欧睿，华泰研究

图表107：欧洲肉制品零售端量价拆分：21年以来主要为价格驱动增长



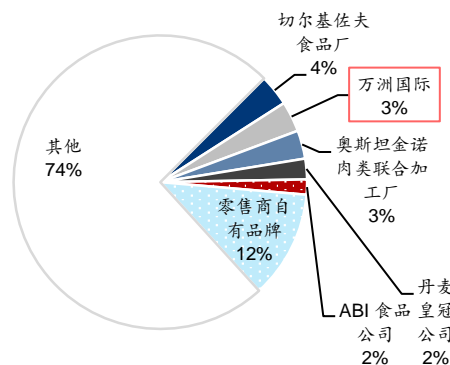
资料来源：欧睿，华泰研究

图表108：25年中美欧肉制品总销量结构对比：欧洲以冷藏肉制品为主



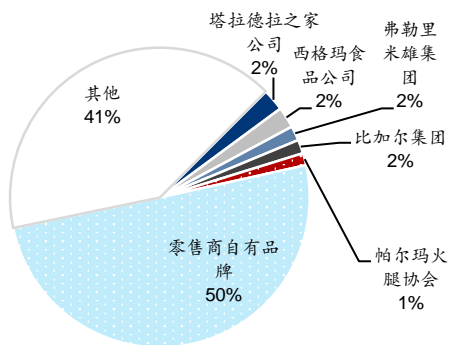
资料来源：欧睿，华泰研究

图表109：24年东欧主要肉制品品牌格局（零售端销售金额口径）



资料来源：欧睿，华泰研究

图表110：24年西欧主要肉制品品牌格局（零售端销售金额口径）



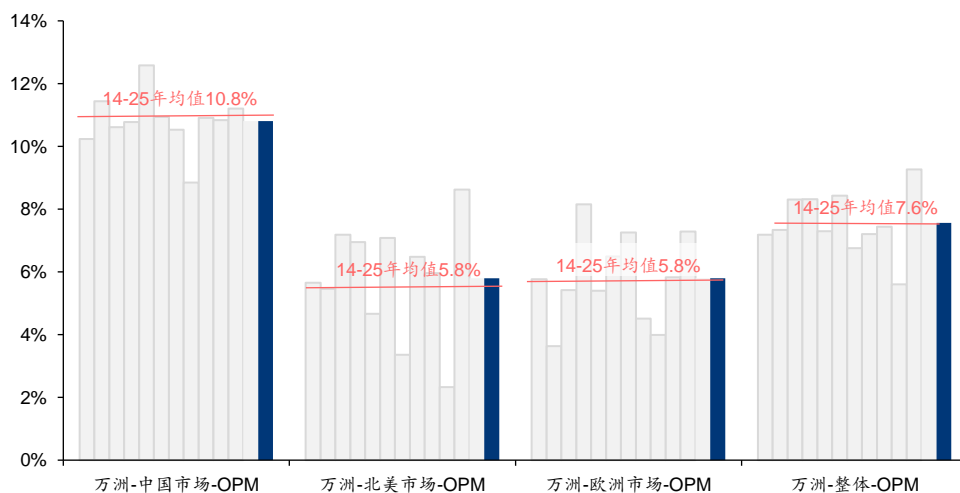
资料来源：欧睿，华泰研究

### (1) 区域协同：东欧成本中心，西欧品牌高地

万洲国际以欧洲业务平台 **Morliny Foods** 为核心，在肉制品领域推进密集的并购布局。23-25 年的标的选择既覆盖区域市场补位，也延伸至产业链高附加值环节。23 年全资收购罗马尼亚 Goodies，快速补充中东欧地区沙乐美肠、火腿等特产类肉制品产能，强化区域市场根基；24 年控股西班牙 Argal（收购 50.1% 股权），借助其在预制肉类、火腿等品类的优势，建立南欧市场的增长支点，25 年已实质贡献盈利增量；25 年 10 月收购德国百年香肠巨头 Wolf Group（德国第四大香肠制造商，拥有 3 个工厂、年产能 2.8 万吨），填补在欧洲最大肉类消费国德国的高端品牌空白；同月收购波兰 Pupil Foods（交易价值 8300 万美元），跨界布局宠物食品赛道，挖掘屠宰副产品的高附加值潜力。

并购背后是万洲国际对欧洲业务的战略重构：24 年 8 月，公司将欧洲业务从史密斯菲尔德体系中剥离，独立为 **Morliny Foods** 平台，既实现了融资与运营的本土化聚焦，也针对性解决“养殖强、肉制品弱”的结构痛点。其在欧洲（尤其是波兰）已具备年出栏 360 万头、屠宰 500 万头以上的上游产能，但此前肉制品环节的规模与盈利均滞后，而通过收购 Argal、Wolf 等高利润率标的，可快速抬升欧洲业务现有利润率，缩小与公司整体水平的差距。

图表 111：2014-2025 年万洲各细分市场的 OPM 情况



资料来源：公司公告，华泰研究

区域协同视角看，万洲国际通过欧洲区域并购构建的东欧成本中心+西欧/南欧品牌高地网络，已形成清晰的地域协同逻辑，其核心是依托不同区域的资源禀赋实现产业链价值最大化。在成本端，波兰、罗马尼亚作为中东欧产能基地，承载了万洲欧洲核心的养殖、屠宰产能，凭借当地较低的生产要素成本，成为稳定的原料供应中枢；而德国、西班牙则定位为利润输出端，如德国 Wolf Group 的百年高端香肠品牌与成熟零售渠道，直接切入欧洲最大消费市场的高溢价赛道；西班牙 Argal 的火腿、预制肉产品线，匹配南欧市场对高毛利熟食的需求，二者共同解决了欧洲业务规模有余、利润不足的痛点。

### (2) 渠道协同：地域互补、品类协同、平台统筹

万洲国际通过欧洲独立业务平台 **Morliny Foods** 的密集并购，已构建起地域互补、品类协同、平台统筹的全维度渠道协同体系。核心是依托标的企业成熟渠道资源实现“借船出海”，同时通过跨区域、跨品类的渠道复用，放大泛欧市场覆盖效能与单渠道价值。从地域布局看，收购德国 Wolf Group 直接获取其覆盖德国主流零售连锁店的分销网络，一举突破欧洲最大肉类消费市场渠道壁垒，更为波兰 Animex 等自有基地的产品打开西欧高端零售通道，实现低成本产能+核心市场渠道的双向赋能；控股西班牙 Argal 则以其稳固的本土渠道为支点，辐射意大利、葡萄牙等南欧市场，凭借地缘优势快速渗透区域市场，使西班牙成为欧洲业务的重要利润增长极；而在中东欧传统优势区域，收购波兰 Pupil Foods 与罗马尼亚 Goodies 进一步加密分销网络，既巩固了本土市场份额，也为西欧、南欧市场的产品供应提供了后方渠道支撑，形成“西进南下东稳”的泛欧渠道格局。

**品类维度的渠道复用则进一步提升了协同价值密度：**针对 Pupil Foods 的宠物食品业务，公司将其渠道资源与现有肉制品分销网络深度融合，实现“人类食品+宠物食品”在商超渠道的协同销售，大幅降低宠物食品新业务的市场进入成本，同时提升对零售终端的货架占有率；对于 Wolf 的地理标志香肠、Argal 的西班牙火腿等特色高附加值产品，公司借助英国、波兰等地的现有欧盟分销渠道推动泛欧分销，让单一国家的特色品牌快速转化为全欧布局的品类优势，增强对大型零售商（KA 渠道）的议价能力与合作粘性。

**24 年 8 月 Morliny Foods 独立运营平台的成立，为渠道协同提供了关键的运营保障。**通过统一的战略调度、销售团队管理与物流协调，分散于德、西、波等国的渠道资源实现高效联动，不同国家的工厂可互为代加工与分销仓储节点，例如波兰基地的产品可通过 Wolf 渠道快速触达德国消费者，德国高端品牌则可借助中东欧渠道提升区域利润率，最终实现全欧渠道网络的运营效率最大化与价值增值。

图表 112：万洲国际欧洲市场肉制品业务利润测算

(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
欧洲市场-总营收	2,398	2,593	2,835	3,313	3,763	4,322	4,819	5,298	5,716
YoY	9.6%	8.1%	9.3%	16.9%	13.6%	14.9%	11.5%	9.9%	7.9%
欧洲市场-总OP	174	117	113	193	274	285	314	341	367
YoY	23%	-33%	-3%	71%	42%	4%	10%	8%	8%
OPM	7.3%	4.5%	4.0%	5.8%	7.3%	6.6%	6.5%	6.4%	6.4%
<b>欧洲市场-肉制品业务</b>									
营收	973	1,080	1,290	1,547	1,929	2,178	2,419	2,624	2,805
YoY	7.9%	11.0%	19.4%	19.9%	24.7%	12.9%	11.1%	8.4%	6.9%
占欧洲市场总营收比重	41%	42%	46%	47%	51%	50%	50%	50%	49%
OP	92	108	97	99	136	155	184	205	225
YoY	71.1%	16.9%	-10.2%	2.1%	37.4%	14.0%	18.9%	11.3%	9.6%
OPM	9%	10%	8%	6%	7%	7%	8%	8%	8%
占欧洲市场总 OP 比重	53%	92%	86%	51%	50%	54%	59%	60%	61%
吨OP (美元/吨)	308	321	268	267	333	370	423	460	496
YoY	66.0%	4.4%	-16.6%	-0.4%	24.9%	10.9%	14.5%	8.8%	7.7%
<b>欧洲市场-肉制品业务-量价拆分</b>									
肉制品销量 (千吨)	300	336	362	371	408	419	435	446	454
YoY	3.1%	12.0%	7.7%	2.5%	10.0%	2.8%	3.8%	2.3%	1.8%
肉制品吨价 (美元/kg)	3.24	3.21	3.56	4.17	4.73	5.19	5.56	5.89	6.18
YoY	4.6%	-0.9%	10.9%	17.0%	13.4%	9.8%	7.0%	6.0%	5.0%
肉制品产能 (千吨)	420	480	330	330	510	550	550	550	550
产能利用率	71%	70%	110%	112%	80%	76%	79%	81%	82%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 如何看待当前万洲国际的股价点位？

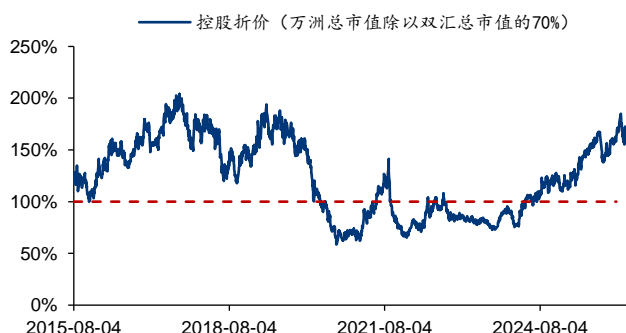
### 25 年股价复盘：美国猪周期反转+SFD 分拆上市+分红提升催化股价抬升

万洲国际长期存在显著的控股折价现象，2015 年以来其总市值与双汇发展 70% 股权价值的比值多次下探至 100% 以下，形成估值倒挂，折价核心源于：

- 1) **A/H 股估值体系分野。**双汇发展作为 A 股必需消费白马，受益于境内市场流动性溢价与消费龙头估值偏好，PE (TTM) 长期维持在 18 倍左右；而万洲国际作为港股上市的控股平台，受制于港股整体流动性偏弱，估值长期被压制。
- 2) **综合企业属性与业务周期错配的折价。**万洲国际横跨中美欧三大市场，双汇发展与 SFD 的猪周期往往不同步，虽能平滑集团整体业绩，但也掩盖了单一市场的增长弹性，增加了投资者的定价难度。
- 3) **治理结构与流动性的约束。**双汇发展的利润需通过分红层层上缴至万洲国际，中间存在税务损耗与时间成本，降低了资金回流效率；此前 SFD 作为非上市主体，财务透明度不足，进一步加剧了市场对其价值的低估。

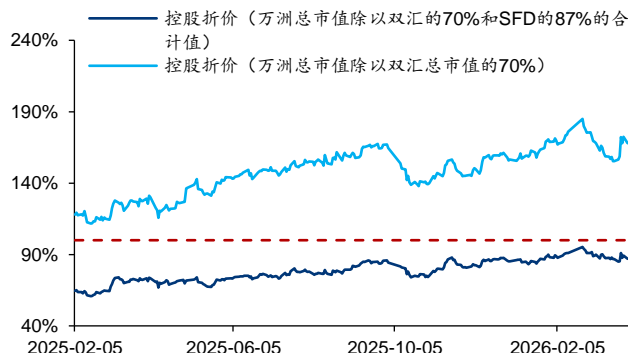
一系列积极变化正推动 25 年以来控股折价持续收窄。25 年以来万洲总市值/双汇 70% 市值的比值已回升至 160% 左右，而叠加 SFD 87% 股权价值后的折价指标也同步改善。核心催化在于 SFD 分拆上市实现价值显性化，降低了定价模糊性；独立上市后的 SFD 具备了自主融资能力，减轻了对万洲国际的资金依赖，有助于优化集团资产负债表，缓解历史债务包袱带来的估值压制。同时，25 年美国生猪价格周期反转为公司带来盈利弹性。此外，万洲国际将常规分红支付率从 30% 提升至 50%，叠加特别股息，强化了估值安全垫。

图表113：控股折价（万洲总市值除以双汇总市值的 70%）



注：截至 25 年 12 月底，万洲持股双汇份额为 70.33%。  
资料来源：Wind，华泰研究

图表114：同时考虑 SFD 和双汇则当前万洲国际仍存在控股折价



注：截至 25 年 12 月底，万洲持股 SFD 股份份额为 87.0%。  
资料来源：Wind，华泰研究

我们认为当前公司的控股折价（~20%）处于较为合理水平。若仅考虑双汇发展与 SFD 两大核心资产时，万洲国际总市值对应的隐含折价约 17%，若进一步叠加欧洲业务约 10% 的税后利润贡献，公司对应隐含折价率约 20%，当前市场主流控股型企业的控股折价多分布于 22%-48% 区间，我们认为万洲国际当前的控股折价具备合理性：

- 公司业务高度聚焦肉制品主业，旗下中美欧三大板块形成全产业链协同布局，并无跨界多元化投资带来的价值损耗，从根源上规避了控股平台最核心的折价来源；
- 公司核心资产均为上市主体（双汇发展+SFD），经营数据与估值水平可直接锚定，欧洲业务盈利贡献相对较小，整体信息透明度高于以非上市资产为主的控股型平台；
- 公司坚持稳定高分红政策，母公司层面无大额低效资本开支，旗下核心资产现金流回流顺畅，有效化解了市场对控股平台资金沉淀、股东回报能力不足的核心担忧。

图表115：控股公司的估值折价多在 22-48% 区间

可比公司	代码	25 年的控股折价区间	中概
怡和集团	J36 SI	28-33%	30%
太古股份	0019 HK	22-28%	25%
复星国际	0656 HK	42-48%	45%

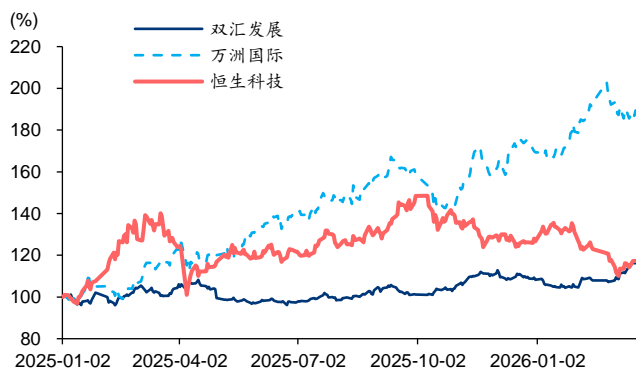
资料来源：彭博，华泰研究

## 我们给予公司目标价 13.25 港元，首次覆盖予以“买入”评级

### (1) 市场尚未完全定价公司的红利价值

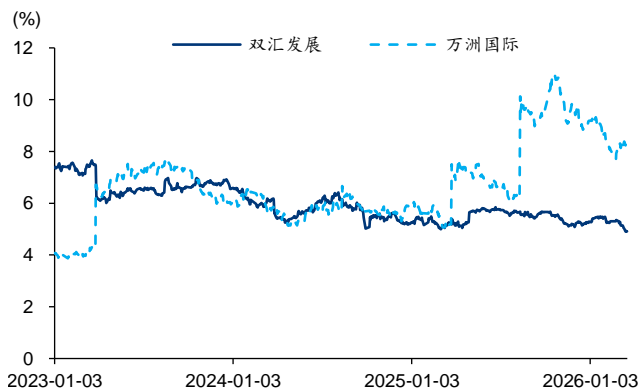
25 年分拆子公司带来的特别股息叠加常规分红，将综合股息率推升至 10%+；管理层明确将常规支付率提升至 50%，建立稳定回报机制。我们从股利折现模型视角对万洲国际内在价值进行测算，进一步验证其高股息+低估值的投资性价比。基于戈登永续增长模型，并采用 CAPM 测算股权资本成本，同时选取 2.5% 作为永续增长率。最终测算得出，在基础情形下，以 50% 分红支付率对应的 26 年 0.51 港元/股预期股利测算，公司内在价值约为 12.67 港元/股。

图表 116：25 年以来万洲国际和双汇发展的累计股价涨跌幅



资料来源：Wind，华泰研究

图表 117：23 年以来双汇发展和万洲国际的股息率 (TTM)

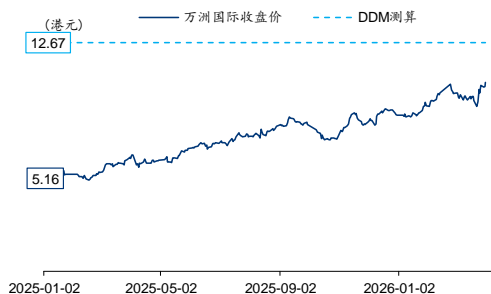


资料来源：Wind，华泰研究

图表 118：基于 DDM 对万洲国际的估值和目标价测算

#### 股利折现模型 (DDM)

<b>股权资本成本</b>	<b>6.5%</b>	
无风险收益率	1.80%	选取 10 年期国债收益率
beta	0.67	选取恒生消费指数、过去一年、周度普通收益率进行计算
风险溢价	7%	恒生指数过去 20 年的年化收益率约为 9%-10%，同期 10 年期国债收益率约 2%-3%，差值落在 6%-8%，7% 属中性取值
<b>26E 每股股利 (港元)</b>	<b>0.51</b>	
26E EPS (美元)	0.13	华泰研究预测
26E EPS (港元)	1.01	华泰研究预测
26E 股利支付率	50%	华泰研究预测 (管理层有明确指引)
<b>永续增长率</b>	<b>2.5%</b>	考虑 2.0% 的通胀 + 0.5% 的微弱增长
<b>DDM 测算的股份 (港元)</b>	<b>12.67</b>	



资料来源：尼尔森，华泰研究

图表 119：DDM 敏感性分析 (港元/股)

		股权资本成本						
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
永 续 增 长 率	1.0%	12.67	11.26	10.13	9.21	8.44	7.79	7.23
	1.5%	14.49	12.67	11.26	10.13	9.21	8.44	7.79
	2.0%	16.91	14.49	12.67	11.26	10.13	9.21	8.44
	2.5%	20.31	16.91	14.49	12.67	11.26	10.13	9.21
	3.0%	25.41	20.31	16.91	14.49	12.67	11.26	10.13
	3.5%	33.94	25.41	20.31	16.91	14.49	12.67	11.26
	4.0%	51.08	33.94	25.41	20.31	16.91	14.49	12.67

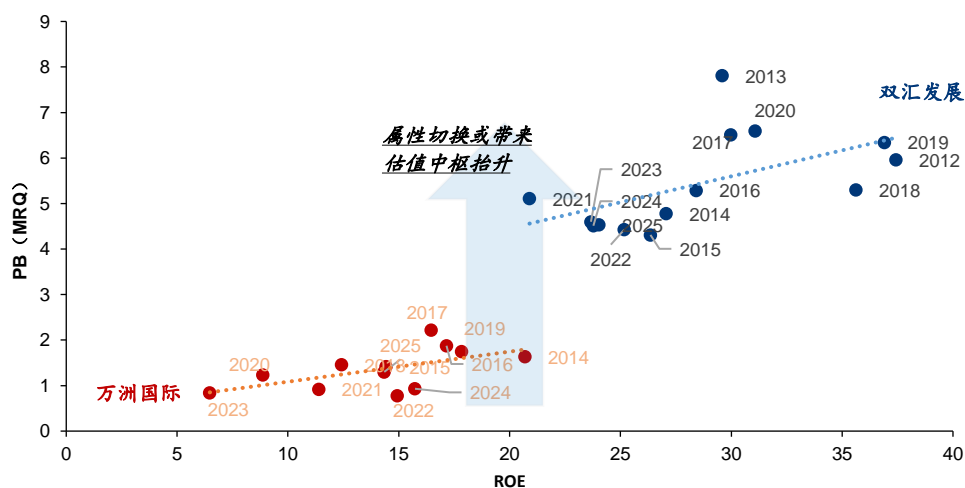
资料来源：彭博，华泰研究

## (2) 市场尚未完全定价公司的消费属性

万洲国际的周期与消费属性并非静态，而是随业务结构调整呈现消费属性强化、周期波动弱化的趋势。从区域业务属性拆解来看，中国市场的消费属性已形成坚实基础，肉制品业务贡献了中国区域绝大部分利润，凭借品牌壁垒与成本转嫁能力，构筑了集团消费属性的压舱石。美国市场层面，SFD 正主动缩减上游生猪养殖产能，通过主动剥离部分高波动的周期资产，从经营策略层面削弱周期属性对业绩的扰动；欧洲市场层面，公司通过持续并购肉制品企业拓展版图，将业务重心向具备消费属性的加工端倾斜，进一步提升高稳定性盈利资产的占比。

从估值逻辑来看，消费属性的强化与周期属性的弱化，恰好契合市场对“确定性溢价”的定价偏好。相较于周期股依赖供给侧与重置成本的低估值逻辑，消费股凭借永续经营的确定性可获得更高的估值溢价，当前万洲国际 10-11 倍左右的 PE 估值，仍显著低于 A 股必需消费龙头 17-19 倍的估值中枢（如双汇发展 26E 18xPE、贵州茅台 26E 19xPE、青岛啤酒 26E 17xPE；Wind 一致预期）、H 股必需消费龙头 14-24 倍的估值中枢（如康师傅控股 26E 14xPE、海天味业 H 26E 24xPE、东鹏饮料 H 26E 19xPE；Wind 一致预期），核心源于市场对其周期波动风险的折价。随着美欧业务结构优化落地，集团盈利波动性将进一步降低，自由现金流的稳定性与可持续性有望增强，叠加 50% 的分红承诺形成的类债券属性，市场有望逐步以消费股的估值体系对其重新定价，为其打开长期估值抬升空间。

图表 120：万洲国际与双汇发展的 PB-ROE 曲线



资料来源：公司公告，华泰研究

## (3) 市场尚未完全定价公司的抗风险韧性与确定性溢价

市场此前对公司跨国布局的估值折价，核心源于两大线性悲观预期：一是逆全球化背景下跨境监管的尾部风险，二是美国养殖业务高波动带来的周期属性折价，而 25 年以来两大压制估值的核心因素均已出现超预期的边际改善（北美业务独立上市+部分剥离上游资产），市场对优化动作给予了初步定价，25 年以来公司控股折价持续收窄。

不过，在中东地缘冲突持续发酵、全球供应链频繁受到扰动的宏观背景下，我们认为市场仍未充分定价公司全球化布局的稀缺“反脆弱”价值。市场此前仅将公司的中美欧三地布局视为简单的猪周期互补工具，并未认识到其在极端地缘冲击下，对单一市场输入性通胀、供应链断裂风险的对冲能力，是当前生猪及肉制品行业中较为稀缺的核心壁垒。本轮中东地缘冲突已通过能源、化肥、航运三大路径，对全球生猪产业链形成一定冲击，区域内单一市场、单一业务主体普遍面临显著的盈利波动压力，而公司凭借三大区域本土化的全产业链布局、精细化的套保工具等，有望有效对冲了阶段性成本压力，保障了整体盈利的稳定性。

#### (4) 可比估值：基于分部估值给予公司 26 年 13x P/E，目标价 13.25 港元

基于万洲国际全球肉制品综合龙头的业务属性，我们分区域选取可比标的，覆盖其核心布局的中国、北美、欧洲市场，确保估值锚的业务匹配度。中国市场：选取牧原股份（生猪养殖+屠宰）、伊利股份和海天味业（A股必需消费品龙头）、安井食品（下游预制菜食品龙头）；北美市场：选取泰森食品、荷美尔食品、JBS，均为北美肉制品龙头，覆盖上游养殖、中游屠宰及下游加工全环节，匹配万洲北美业务的周期+消费属性；欧洲市场：选取 Cranwick（伦敦上市），其以肉制品加工、屠宰为主的业务结构，与万洲欧洲并购后聚焦加工端的布局一致。

在本次估值分析中，我们最终锚定分区域可比估值法作为公司合理价值的核心定价依据。核心逻辑在于，万洲国际的盈利来源横跨中国、北美、欧洲三大市场，不同区域的业务属性、行业格局、盈利稳定性存在显著分化。相较于股利折现模型对永续增长率、股权资本成本等参数的高度敏感性，分区域可比估值法直接锚定全球同赛道龙头的真实交易定价，更贴合港股及全球资本市场对消费龙头的定价逻辑，也能够更直观地体现公司业务结构优化带来的估值重估空间。由于万洲国际各区域业务的盈利贡献存在显著差异，我们以 26 年预期区域经营利润占比（中国 35%、北美 53%、欧洲 12%）为权重，再扣除 20% 控股折价，测算得出其综合合理 P/E 中枢约 13x，结合此前我们给予公司 26E EPS 为 0.13 美元，对应目标价 13.25 港元。

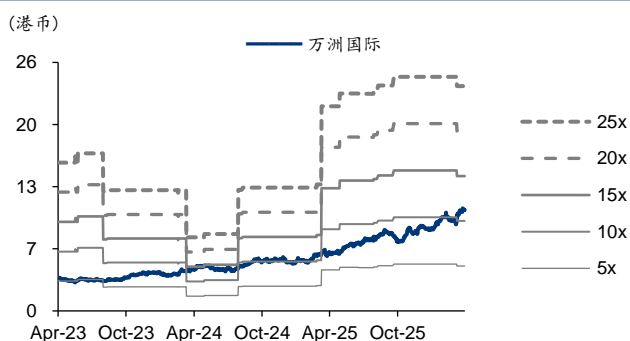
图表 121：万洲国际可比估值

公司代码	公司简称	股价 (当地货币)	PE (倍)				EPS (当地货币)				26- 28CAGR
			2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	
002714 CH	牧原股份	46.05	16	22	9	10	2.88	2.09	4.87	4.57	17%
603288 CH	海天味业	40.92	33	31	28	25	1.23	1.34	1.48	1.63	10%
600887 CH	伊利股份	25.69	15	13	12	\	1.76	1.90	2.06	\	\
603345 CH	安井食品	94.80	22	19	17	15	4.40	5.07	5.66	6.42	13%
	均值		21	21	17	17	2.57	2.60	3.52	4.21	18%
	万洲中国区营业利润占比		36%	35%	35%	35%					
	营业利润占比*PE均值		8	7	6	6					
TSN US	泰森食品	63.38	16	14	11	10	3.90	4.45	5.65	6.39	18%
HRL US	荷美尔食品	20.66	14	13	12	13	1.45	1.56	1.65	1.65	4%
JBS US	JBS	17.75	11	10	8	6	1.60	1.84	2.23	2.83	21%
	均值		14	12	11	10	2.32	2.61	3.18	3.62	16%
	万洲北美区营业利润占比		53%	53%	53%	53%					
	营业利润占比*PE均值		7	7	6	5					
CWK LN	Cranwick	52.80	18	17	16	15	2.94	3.08	3.24	3.52	6%
	万洲欧洲区营业利润占比		11%	12%	12%	12%					
	营业利润占比*PE均值		2	2	2	2					
	利润加权后的PE均值合计		17	16	13	13					
	控股折价		20%	20%	20%	20%					
	考虑控股折价和利润加权后PE		14	13	11	10					
0288 HK	万洲国际	10.64	11	11	10	10	0.12	0.13	0.13	0.14	6%
	USD/HKD	7.83									

注：中国区股价和 EPS 货币单位为人民币，北美区为美元，欧洲区为英镑；日期截至 2026 年 4 月 15 日；万洲国际股价货币单位为港元，EPS 单位为美元。

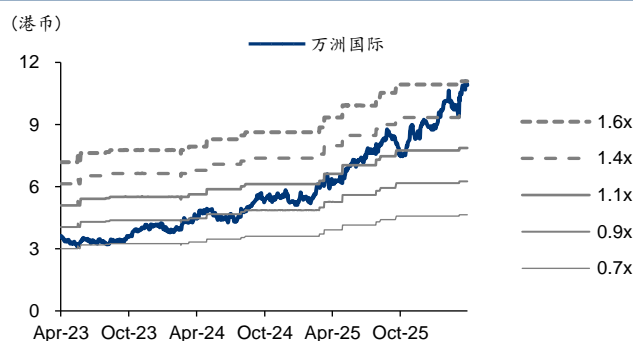
资料来源：Wind，彭博，华泰研究

图表122: 万洲国际 PE-Bands



资料来源: S&amp;P、华泰研究

图表123: 万洲国际 PB-Bands



资料来源: S&amp;P、华泰研究

### 风险提示

- 1) **需求恢复不及预期的风险。**若宏观经济复苏力度偏弱,居民可支配收入增长放缓,将直接削弱消费者的消费意愿与消费能力;同时,若餐饮、团餐、加工食品等终端消费场景恢复节奏慢于预期,终端需求增长动力不足,将对养殖及加工企业的产品销售、库存去化与盈利预期产生负面冲击。
- 2) **饲料成本波动超预期的风险。**养殖高度依赖玉米、豆粕、青贮饲料等大宗原料,若全球供应链扰动、极端气候(如干旱、洪涝影响饲料作物种植与产量)或地缘政治因素导致饲料原料价格波动幅度超出企业锁价与成本传导能力范围,将持续推高养殖端成本压力,压缩企业盈利空间。
- 3) **疫病扰动产能节奏的风险。**若主产区爆发重大动物疫病,将引发区域内存栏下降、出栏节奏打乱,同时可能触发运输管控、屠宰加工受限、扑杀补贴不到位等连锁问题,既影响短期市场供给稳定性,也可能因疫病防控成本上升、产能恢复周期拉长,对行业长期产能布局与市场供应节奏产生持续扰动。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，吕若晨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 万洲国际（288 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师吕若晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 万洲国际（288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司