

(报告出品方/分析师：东亚前海证券 汪玲)

1. 专注生猪养殖，自繁自养模式下高速扩张

1.1. 全产业链布局，专注生猪养殖

生猪养殖第一龙头，30年来聚焦养猪主业。牧原食品股份是中国最大的生猪养殖企业。

公司于1992年建立，历经30年发展，已形成了“自繁自育自养一体化”养殖模式，集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等环节于一体，现已覆盖生猪养殖全产业链。

图表 1. 公司主营业务营业收入构成



图表 3. 公司前十大股东（截至 2022 年三季报）

股东名称	股权占比 (%)
秦英林	39.20
牧原实业集团有限公司	12.87
香港中央结算有限公司	3.05
钱瑛	1.21
孙惠刚	1.18
牧原食品股份有限公司-第二期员工持股计划	1.06
海南鸿宝投资有限公司	0.83
李燕燕	0.63
蔡敏	0.56

激励范围扩大，股权激励增强信心。

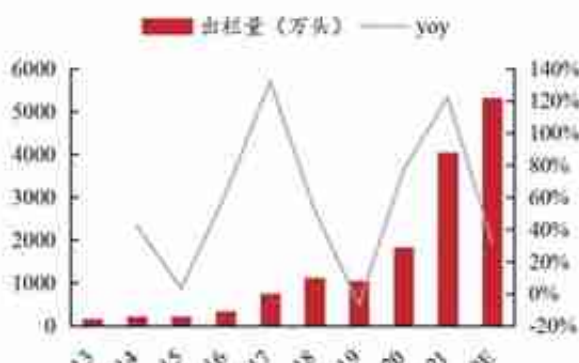
公司在 2022 年 2 月 12 日发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，并于 2022 年 3 月进行本次激励计划的首次授予，向符合授予条件的董监高及核心管理、技术和业务人员共 5577 名激励对象授予 7460.65 万股限制性股票。

此外，公司于 2022 年 10 月发布《关于第二期员工持股计划存续期展期的公告》，将第二期员工持股计划再次延期至 2024 年 4 月 23 日；并于 12 月 12 日发布公告拟于接下来 12 个月内以自有资金回购总金额不低于 10 亿元、不高于 20 亿元

的公司股票以支持公司员工持股计划或股权激励计划，股权激励工作持续推进。

相比 2019 年股权激励，本年度股权激励计划激励范围进一步扩大，且激励计划的延期与股份回购均充分表明了公司对于未来经营情况的信心，同时有助于公司核心骨干团队建设，提高员工工作的积极性，助力公司经营目标的达成。

图表 5. 公司生猪出栏量高速扩张



图表 6. 公司营业收入快速增长

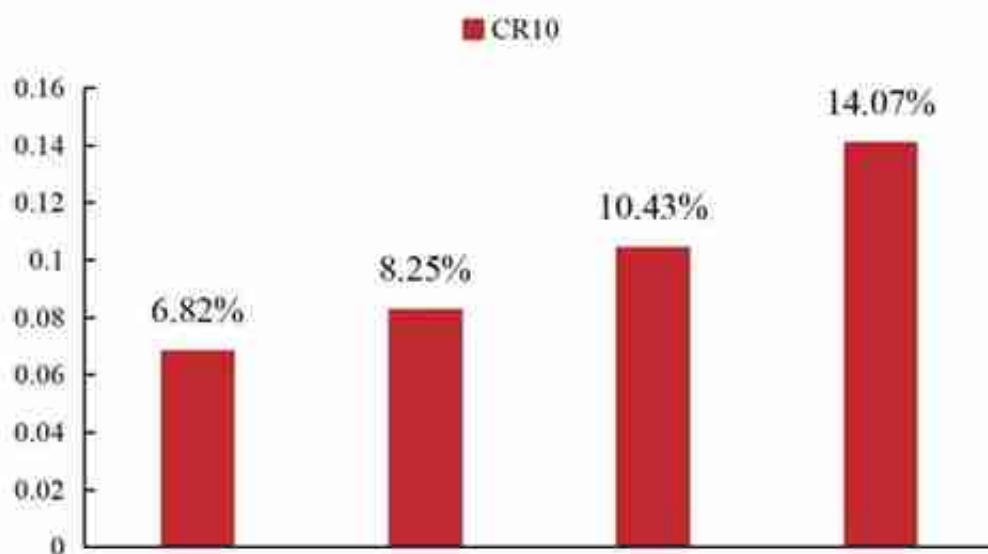




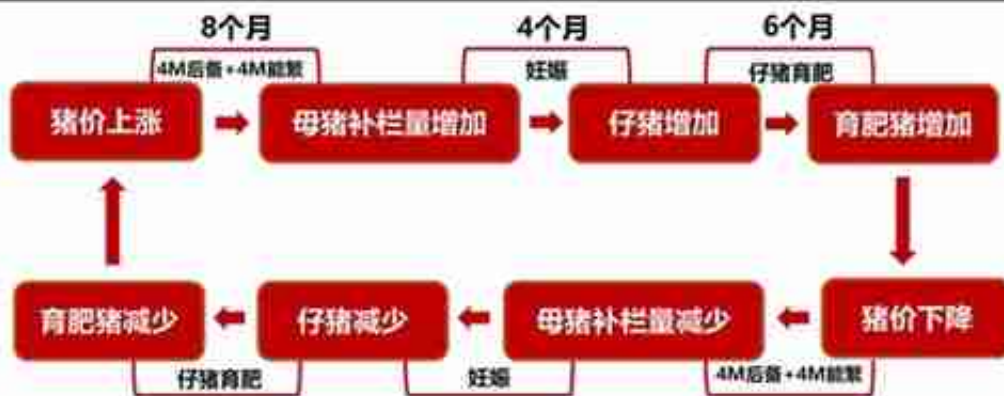
2021年我国年生猪出栏量为 67128 万头，同比增长 27.37%。

按2021年生猪平均价格 20.28 元/ 公斤，出栏体重 125 公斤/头，全国年出栏量 67128 万头测算，生猪养殖市场规模高达 1.70 万亿元

图表 13. 2018-2021 年国内前十大猪企市占率



图表 16. 猪周期的形成逻辑



2006 年至今我国共历经四轮完整猪周期。

2006 年 7 月到 2010 年 4 月为第一轮猪周期。

此轮猪周期上行阶段主要受 2006 年蓝耳病疫情暴发驱动，蓝耳病在全国的蔓延造成生猪供给的大幅下降，猪价快速上涨，上行周期共持续 20 个月；随后产能快速增长，生猪供给恢复，叠加金融危机、猪流感和瘦肉精事件一定程度削弱了猪肉消费需求，猪价加速进入下行周期。

2010 年 5 月到 2014 年 4 月为第二轮猪周期。

此轮猪周期上行周期主要系口蹄疫和仔猪流行性腹泻导致生猪供给下降；随后产能恢复，猪价下跌。在周期下行阶段，政府在 2012 年 5-8 月、2013 年 4-5 月以及 2014 年 3 月分别开展猪肉收储行动，在相应时间段对猪价有一定的提振作用。整体来看，第二轮猪周期为相对经典的猪周期，由内在的供需关系主导。

2014 年 5 月到 2018 年 4 月为第三轮猪周期。

2014 年《家畜规模养殖污染防治条例》要求明确禁养区划分标准，随后多项环保政策陆续出台，要求依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户。

环保力度逐渐加大的背景下，大量不符合标准的中小散户退出市场，市场集中度不断提高，驱动猪价进入上行通道。由于前期淘汰低效能繁母猪导致母猪生产效率的提升，即使环保政策下产能持续出清，猪肉供给仍然有所增加，驱动猪价自 2016 年 5 月起进入下行区间。

2018 年 4 月到 2022 年 3 月为第四轮猪周期。

2018年非洲猪瘟的暴发导致行业产能大幅下降，加速前一轮周期筑底，同时产能的巨大缺口驱动猪价快速上涨，不断创造历史新高，2019年11月1日猪价上涨至40.98元/千克，自繁自养生猪利润达到3079.73元/头，外购仔猪养殖利润达到2781.06元/头。

2020年生猪供需两端同时受新冠疫情暴发影响，局部地区封控导致餐饮团餐减少，一定程度影响猪肉消费；同时地区间严格的管控措施也影响生猪的调运，进而影响局部地区生猪供给。

疫情反复的影响下，2020年猪价高位震荡。前期超高养殖利润驱动着养殖场产能快速恢复，2021年春节后生猪供给大幅增加，供过于求，猪价深跌。

图表 18. 历史猪周期详情

周期	趋势	周期时间	持续时间	价格		
				最高值	最低值	价格变动幅度
第一轮周期	上行周期	2006.07-2008.03	20个月	17.45	6.76	158.14%
	下行周期	2008.03-2010.04	25个月	17.45	8.98	-94.32%
第二轮周期	上行周期	2010.05-2011.07	14个月	19.61	9.7	102.16%
	下行周期	2011.08-2014.04	32个月	19.92	10.45	-90.62%
第三轮周期	上行周期	2014.05-2016.06	25个月	21.2	10.01	111.79%
	下行周期	2016.07-2018.04	21个月	19.14	10.43	-83.51%
第四轮周期	上行周期	2018.04-2019.11	18个月	40.98	10.01	309.39%

2.3. 规模化趋势明显，龙头企业布局加快

动物疫病的发生倒逼养殖业提高疫病防控水平，中小散户加速退出市场。

动物疫病的发生使得规模场和中小散户均面临着巨大的生物安全防控压力，倒逼养殖场提高疫病防控水平。

中小散户防疫意识薄弱，同时在资金、技术、人才、管理方面处于劣势，生物安全防控措施较差，导致动物疫病发生时中小散户受影响较大。

然而规模场生物安全防控软硬实力兼具，抗动物疫病风险能力较高，规模化成为养殖业未来发展的必然趋势。

2018年非洲猪瘟疫情发生后，散户在加速退出市场，2018-2020年，年出栏数在500头以下的散户数量减少1075.75万家，5万头以上规模场数量反而增加了111家。

图表 21. 养殖业相关环保政策

时间	政策	重点内容
2014.01	《家畜规模养殖污染防治条例》	明确家畜养殖应考虑环境承载力,对畜禽养殖污染防治提出要求,科学确定养殖品种、规模、总量,明确禁养区划分标准、激励和处罚内容
2015.01	《环保法》	进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律、法规规定
2015.04	《水污染防治计划》	科学划定畜禽养殖禁养区,依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户,京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划,合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域,按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场,引导向非超载区转移
2016.5	《土壤环境保护和污染防治行动计划》	国务院发布“土十条”,要求明确合理确定畜禽养殖布局和规模,强化畜禽养殖污染防治
2016.11	《家畜养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后,地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署,配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作
2016.11	《“十三五”生态环境保护规划》	要求2017年年底前,各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户
2017.8	《畜禽粪污资源化利用行动方案(2017—2020年)》	要求规模养殖场粪污处理设施装备配套率达到95%以上,大规模养殖场粪污处理设施装备配套率提前一年达到100%
2018.1	《中华人民共和国环境保护税法》	针对养殖业,提出了纳入征税范围的养殖场标准,即明确了征收环保税的畜禽养殖场的品种(猪、牛、鸡、鸭)以及最低存栏规模
		要求到2025年,重点区域农业面源污染得到初步控制,规模

周期波动剧烈，规模企业能够穿越周期，强者恒强。

近些年，资本的介入和人才的流入加剧了行业竞争，带来养殖业洗牌和变革。然而在猪价大幅波动期间，规模化养殖场抗风险能力较强，凭借资金、技术、人才、疫病防控等优势，能够穿越周期，获得市场份额的提升。

1) 规模场成本控制能力较强：

规模企业由于管理经验丰富、拥有先进的设备和科技研发水平，可以将各项成本控制在较低水平。

规模企业行业地位较高，议价能力较强，例如能够在饲料原材料成本大幅增加形势下，利用自身的采购和渠道优势获取较低价格的原材料；同时养殖业全产业链发展趋势使得规模企业将饲料的研发生产内部化，饲料部门能够为养殖业务提供最具性价比的饲料和精细化的营养技术支持；此外，规模企业生猪养殖效率较高，能够降低死亡率，提高成活率，降低单位出栏生猪成本。

2) 土地等紧缺资源获取能力较强：

规模企业环保合规，凭借自身的市场影响力和行业地位，保持良好政企关系，更容

易获取规模扩张所需土地等紧缺资源。

3) 融资能力较强：

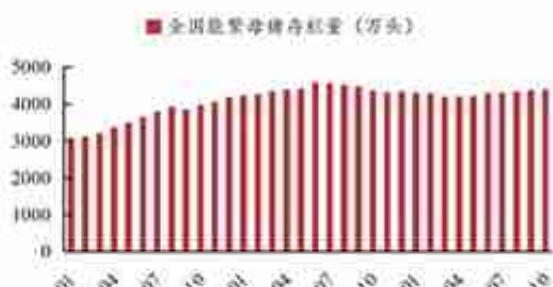
规模企业可以通过非公开发行股票、发行可转换债券、短期融资券、银行授信等多渠道筹措资金满足日常经营活动需求的同时，为产能逆势扩张提供稳定保障。

4) “物竞天择，适者生存”的自然法则下，散户因综合实力薄弱而逐渐被淘汰。

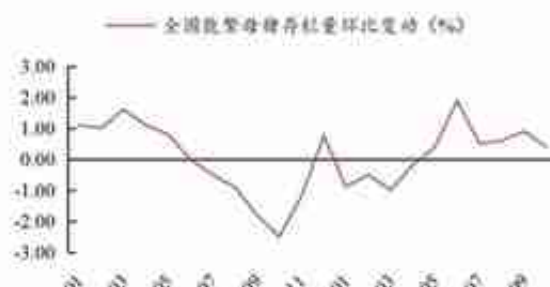
可以看到，规模生猪养殖利润普遍高于散养生猪，甚至在散养生猪利润亏损时，规模生猪养殖利润仍为盈利状态。同时由于我国猪肉消费需求刚性，当中小散户退出市场时，为规模养殖企业腾出了更大的市场空间，规模企业通过多渠道融资保证现金流充沛基础上，逆势扩张可在周期上行阶段实现量利齐增。

近些年头部养殖企业的固定资产呈增长态势，2020年普遍加速扩张；2021年即使猪价进入下行周期，规模化养殖集团逆势扩张的步伐仍未停止。

图表 24. 全国能繁母猪存栏量



图表 25. 全国能繁母猪存栏环比变动



3.全产业链布局，协同优势带来成本领先

一体化养殖模式获取低成本优势。

公司采取“自繁自育自养”一体化的养殖模式，布局全产业链，减少了中间环节的交易成本，有效避免了上下游供需不均衡对公司生产造成的影响，各环节协同以获取低成本优势。

图表 26. 饲料成本是公司营业成本的主要组成部分



图表 27. 2021 年公司饲料成本有所上升

元/公斤	饲料	职工薪酬	折旧	药品及疫苗费用	其他合计
2018	6.38	0.66	0.90	1.03	1.54
2019	6.46	1.00	1.09	0.78	2.27
2020	6.41	1.81	1.21	0.63	1.53

公司生猪完全成本低于同行，核心竞争力较强。

根据测算结果，2016-2021 年公司的生猪单位重量成本低于大规模场平均生猪养殖成本，远小于散养生猪平均成本，且在非瘟疫情暴发以及饲料成本一路攀涨的情况下，公司的成本优势不断扩大。

根据各家上市猪企公布的生猪养殖完全成本最新数据来看，目前公司养殖完全成本在 15.5 元/公斤左右，同行业其他公司成本大部分在 16~17 元/公斤左右。

可以看出，即使饲料成本高企，公司生猪养殖成本和同行业公司相比仍有相对优势。

同时，公司提出了 2022 年公司成本目标为阶段性实现 14.5 元/公斤-15 元/公斤的养殖完全成本的目标，为达到此目标，公司将持续推进管理优化、自查管理问题，同时强化一线生产技术标准的执行和措施落实，通过提升管理考核要求提升人员能力，人岗匹配程度有望提升。

由于生猪本质上为同质化产品，养殖企业的核心竞争力体现在成本端，成本优势使得公司在猪价高企时具备行业领先的盈利能力。

图表 31. 河南的小麦价格低于全国平均价格



公司多渠道扩充粮源，实现采购低成本目标。

首先，公司积极优化供应商结构，与国内大型粮食企业达成战略合作；同时，公司成立了国际贸易团队，积极开拓全球采购新渠道，适时进行进口替代。

拓展渠道的同时，公司拥有专业的行情研判团队，对饲料原料行情研判体系进行不断完善，寻找战略性采购时机。

最后，公司在布局供应链时着重围绕粮食产区，为提升对产区粮源品质的管控能力，积极探索创新农业生产模式和订单农业，构建公司采购生态。通过采购渠道优化和行情研判进行战略性采购，实现采购低成本目标。

3.1.2. 饲料豆粕减量效果领先同业

公司低蛋白日粮配方助力豆粕减量替代。生猪饲料中占比最大的为玉米和小麦，主要用于满足生猪成长的能量需求，豆粕则是蛋白质摄取的主要途径，后者占比虽然较玉米和小麦更低，但价格相对较高。

为降低传统饲料对玉米和豆粕的依赖程度，公司在原有“玉米+豆粕”和“小麦+豆粕”的配方基础上，研发了针对大麦和饲料原料加工副产品的应用技术，大幅提升饲料原料利用率。

2022年11月24日，农业农村部公布了8家企业典型案例，公司在豆粕平均用量占比和豆粕减量均领先于同业。

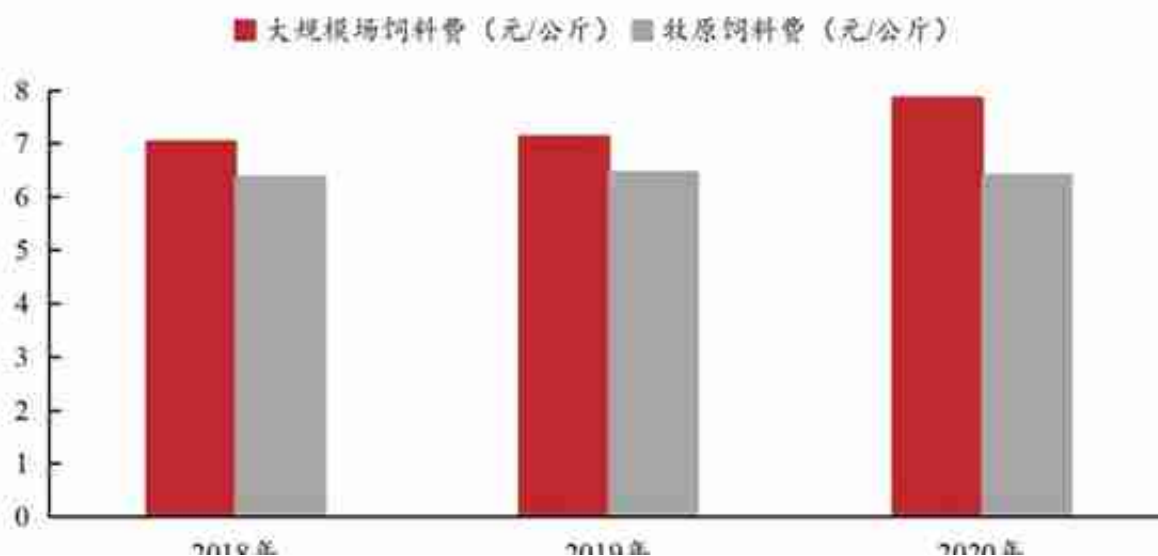
2021 年，公司生猪养殖合计使用配合饲料 1580 万吨，其中豆粕用量占比约 6.9%，较行业平均水平低 8.4 pct，预计 2022 年公司豆粕减量可达 198 万吨，豆粕减量替代效果有望持续扩大，助力公司成本领先。

公司未来希望通过增加各类氨基酸的使用来继续降低豆粕用量的需求，2022 年 12 月 13 日，公司成立了子公司“河南牧原合成生物技术有限公司”，旨在探索对于部分自身用量较大的氨基酸实现合成量产，以降低自身生产成本，强化供应链管理与稳定性。

图表 35. 公司饲料原材料采购量和均价 (万吨、元/吨)

	2017		2018		2019		2020		2021		2022.1-3	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
小麦	0.15	2263	24.22	1913	6.29	2237	176.63	2186	768.48	2459	34.32	2929
玉米	207.31	1775	275.09	1888	329.54	1981	532.75	2062	249.17	2501	208.24	2685
豆粕	24.3	3170	37.93	3278	39.31	2967	76.43	2992	134.15	3420	25.45	4107

图表 38. 公司饲料成本低于大规模场平均饲料成本



饲料自产自用减少交易成本，全流程智能化生产护猪群健康成长。

公司目前具有千万吨以上的饲料加工能力，自产自用减少交易成本。

公司饲料基本用于内部养殖，在饲料加工生产环节实现了生产自动化，不仅配料精准，同时确保饲料生产安全，保证猪群健康和猪肉食品安全源头无风险。

同时，公司在饲料加工生产环节实现了全流程智能化生产，研发并应用 85℃、8 分

钟的高温延时灭菌工艺，灭菌后的高温饲料经过冷却至输送至饲养单元，全程无人接触，能够保证饲料生物安全。

公司还搭建了饲喂信息化系统，实现对饲料质量、采食情况和猪群生长性能的监控、分析、反馈，保证饲料品质、营养精准供给，猪群健康生长。

同时，随着饲料厂新建产能的释放和生猪存栏规模的不断上升，饲料产量和产能利用率均大幅提升。

图表 40. 饲料智能生产，无人化操作



图表 41. 目前具有千万吨以上的饲料加工能力



3.2. 育种优势突出，养殖环节效率提升

3.2.1. 种猪自给自足，国内育种地位领先

致力于丰富种猪资源，国内育种领域地位领先。2018年非洲猪瘟的暴发使得国内生猪产能受到重创，2020年中国进口种猪创造历史新高，解决种猪问题更加紧迫。

2021年2月21日，中央一号文件发布，明确提出打好种业翻身仗，深入实施农作物和禽畜良种联合攻关。

农业农村部部长唐任健表示，要加快启动实施种源“卡脖子”技术攻关，缩小生猪等品种和国际先进水平的差距，确保重要农产品种源自主可控。

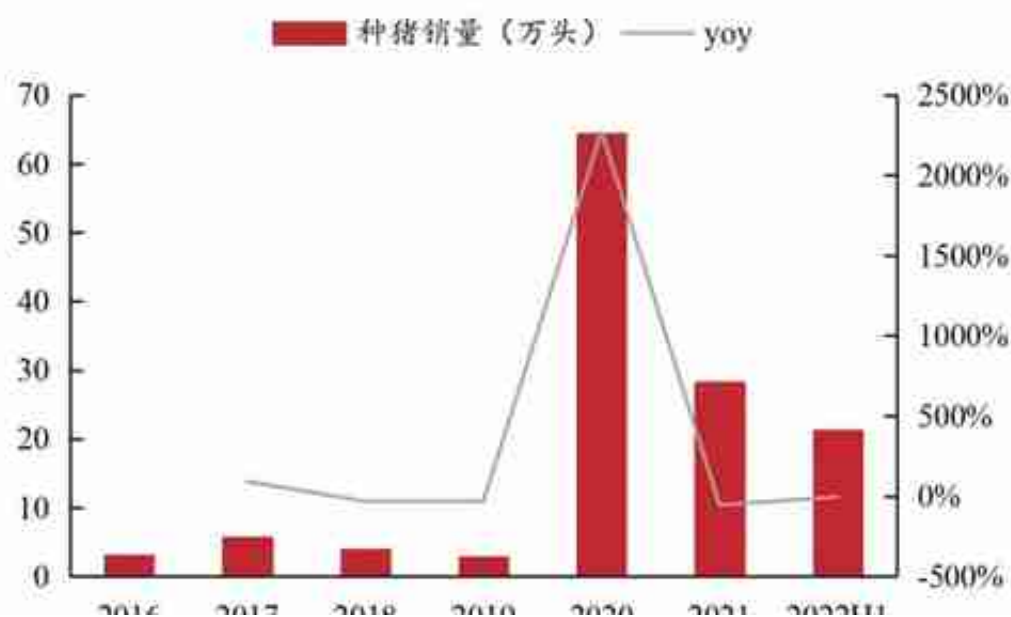
公司通过科学化的育种技术，不断提高种猪的遗传性能，改善猪肉的品质和口感，降低饲养成本，提高养殖效率，形成了遗传性能稳定、一致性好、适应性强、综合效益好的种猪集群，目前已经摆脱了对进口种猪的依赖。同时，轮回二元育种体系凭借自身优势为种猪供应提供有力支撑，当前公司种仔猪实现完全自给，并可向社会供应优质种仔猪。

2016-2021年公司种猪销量整体呈增长的态势，受2020

年猪价高景气影响，2020 年公司种猪销量快速增至 64.3 万头，2021 年猪价进入下行周期，种猪销量有所下降；2022 年上半年公司销售种猪 21.1 万头，同比减少 3.65%。

截至 2021 年末，公司已成立 11 家种猪公司开展种猪育种及销售业务；根据公司 2022 年 7 月披露信息，目前公司核心种猪群数量在 10 万头左右，预计未来种猪销量将会不断增加。

图表 43. 公司种猪销量整体呈增长态势



3.2.2. 智能化生猪养殖，助力公司降本增效

研发驱动生猪养殖智能化，推进互联网与畜牧养殖深度融合。

2017 年起，公司加大在物联网、大数据等技术方面的投入，推出智能养殖管理平台，结合大数据分析模型，实现全场景数据化高效管控，传统生猪产业加速转型升级。

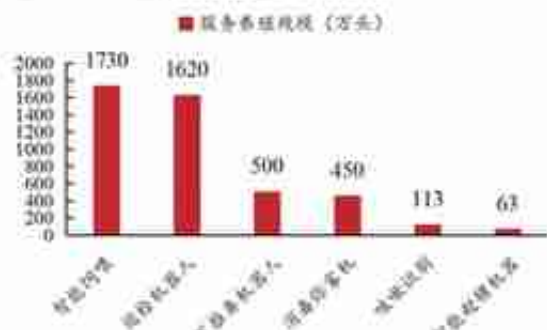
此外，公司积极投入智能养殖设备和技术的研发，针对猪舍环境无人智能控制、生猪健康自动识别预警、福利养殖设施装备和猪场生物安全与工程防疫等关键技术进行攻关，研发出了智能环控、精准饲喂、智能巡检、自动清洗、自动性能测定等关键智能化技术与配套智能设备，实现了生猪养殖全过程的智能化应用。

2015-2021 年公司研发人员数量和投入快速增长，CAGR 分别为 82.83%和 114.26%。

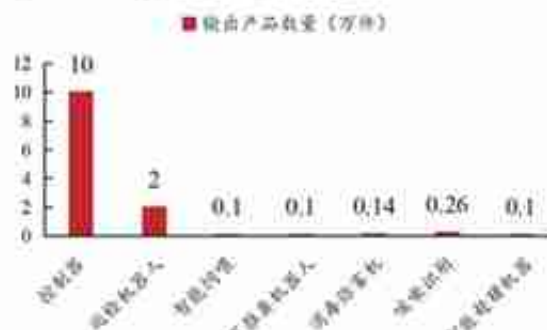
截至 2021 年 12 月 31

日，公司有多项智能化在研项目，预计落地后将会进一步助力降本增效。

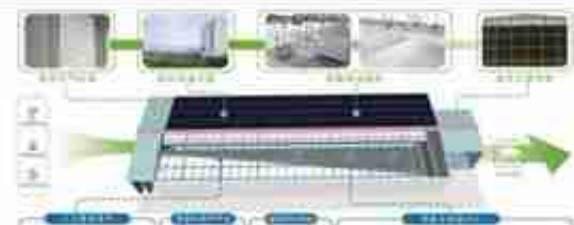
图表 48. 公司部分智能装备服务养殖规模



图表 49. 公司部分智能装备输出产品数量



图表 51. 公司新型智能猪舍



图表 52. 公司无供暖猪舍



3.3.积极布局下游屠宰，产业链一体化持续推进

屠宰产能逐渐和养殖布局相匹配，有利于降低运输成本。2018 年非洲猪瘟后，为了更好地防控非瘟疫情，加强生猪调运管理，国家 2019 年到 2021 年多次对生猪产业提出了“运猪”向“运肉”转变，鼓励生猪就地屠宰，实现养殖、屠宰匹配。

公司积极响应国家政策，在养殖产能密集区域配套建设规模化屠宰厂，公司屠宰厂从周边的养殖子公司采购商品猪，经过静养、屠宰、分割、包装、检疫等流程产出鲜冻猪肉产品，随后通过销售部门向全国客户进行销售。

屠宰产能和养殖布局相匹配有助于降低运输成本。

截至 2022 年 11 月 29 日，公司已投产 10 家屠宰厂，投产产能合计 2900 万头/年，根据目前规划，预计 2022 年投产总屠宰产能将超过 3000 万头/年。

屠宰业务与养殖业务协同，有利于提高产品附加值。

公司所屠宰生猪来源均为自有养殖场，且均饲喂自产饲料，全程把控产品品质和食

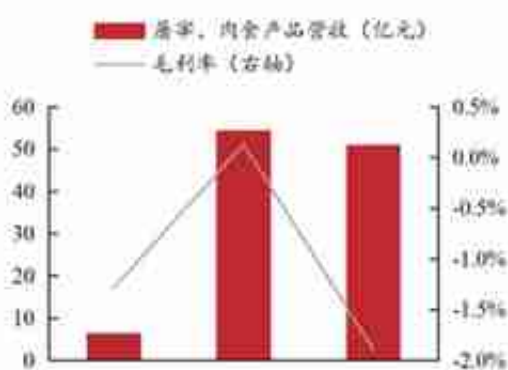
品安全。

公司通过布局屠宰业务完成了生猪全产业链的闭环，通过延伸产业链可以提高产品附加值，同时开拓终端市场获得市场份额的提升；在猪价下行期间也可以与养殖环节猪价波动形成对冲，减轻猪价下跌对公司的影响。

2022 年上半年共计屠宰生猪 351.5 万头，销售鲜、冻品猪肉 33.68 万吨，肉食业务营收达 50.75 亿元，同比增长 121.22%，毛利率为-1.89%。由于公司屠宰板块投产时间较短，产能利用率仍处于上升阶段，2022 年上半年未实现盈利。

下一步，公司将致力于提高内部运营能力及产品品质，并持续拓展客户群体及销售渠道，提升产能利用率，最终改善屠宰板块的经营业绩。

图表 54. 公司屠宰业务营收和毛利率



图表 55. 公司屠宰产能居于行业前列

公司	屠宰产能情况	公告时间
牧原股份	公司目前已投产 10 家屠宰厂，投产产能合计 2900 万头/年	2022/11/29
双汇发展	单班年屠宰生猪 2,300 多万头的生产产能	2022/8/17
新希望	4 家千喜鹤屠宰场，设计产能合计 650 万头	2022/6/6
天邦食品	公司首个自建的年产能规模 500 万头的生猪屠宰加工厂在安徽临泉正式投产，年屠宰产能达 350 万头左右	2022/8/29

公司大力开拓生鲜猪肉销售网络，销售范围覆盖广泛。

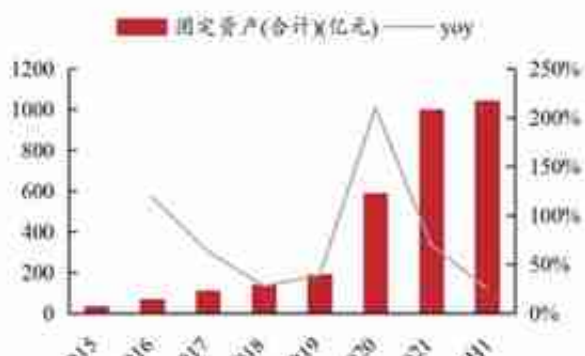
公司猪肉产品达 200 余种，销售范围覆盖全国 22 省（区）77 个城市。

公司扎根河南，布局东北和南方，广泛的销售服务站布局便于开拓当地市场，同时可以更高效快速地服务客户，提升客户满意度。

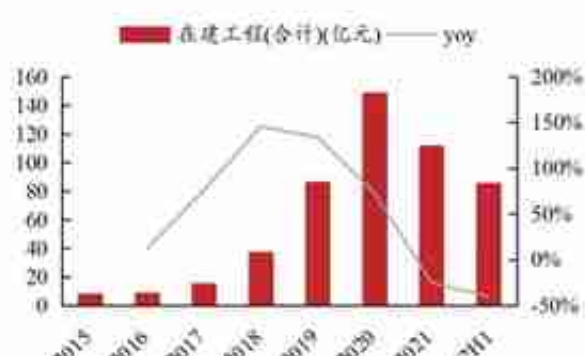
公司目前有农批经销商、连锁商超、连锁餐饮、食品加工企业、新零售企业客户超过五千家。目前公司农贸客户占 70%，商超客户占 15%，餐饮、食品加工企业等大客户占 15%。

屠宰业务的布局有利于公司利用自身优势开拓终端市场，未来公司将通过提升销售、运营能力，持续提升经营业绩。

图表 58. 公司固定资产持续增长



图表 59. 2015-2021 公司在建工程 CAGR 达 56.39%



独特的轮回二元育种体系下，杂交母猪兼具种用和商品用需求，灵活角色铸就公司产能快速扩张护城河。

公司在 30 年的发展过程不断探索创新，提出用白猪（大白或长白）作为终端父本代替杜洛克，建立了独特的轮回二元育种体系。

通过轮回二元育种体系培育的母猪在繁殖性能、生长速度、瘦肉率和胴体品质等方面可同时满足种用和商品用两种需求。

在扩张速度加快，或因外部冲击导致产能大幅去化时，轮回二元母猪可以留种转做能繁母猪，缩短补充能繁母猪所需时间，为抢占市场空间提供强有力的支撑；在能繁母猪数量充沛时，轮回二元母猪则可作为商品猪销售。

2021 年末公司能繁母猪存栏量为 283.1 万头，2019-2021 年能繁母猪存栏量 CAGR 为 48.53%；2022Q2 公司能繁母猪数量较 Q1 有所下降，主要系能繁母猪的淘汰优化。经过前期的逐步恢复，能繁母猪数量预计年底能够达到 280 万头左右。

图表 64. 公司部分融资事件

时间	融资渠道	融资事件
2016	中期票据	2016年度第一期中期票据的发行规模为10亿元
2017	非公开发行股票、中期票据、超短期融资券	1. 非公开发行股票募集的资金总额30.77亿元; 2. 2017年度第一期中期票据发行规模为4亿元; 3. 5期超短期融资券发行规模合计27亿元
2018	非公开发行优先股、中期票据、超短期融资券、绿色债券	1. 非公开发行优先股募集的资金总额为24.76亿元; 2. 2018年度第一期中期票据的发行规模为10亿元; 3. 7期超短期融资券发行规模合计35亿元; 4. 发行绿色债券不超过10亿元
2019	非公开发行股票、超短期融资券、公开发行扶贫专项公司债券	1. 非公开发行股票募集的资金总额为50亿元; 2. 2期超短期融资券发行规模合计8亿元; 3. 公开发行扶贫专项公司债券发行总额8亿元
2020	中期票据、超短期融资券、专项短期公司债券	1. 2020年度第一期中期票据发行规模为5亿元; 2. 4期超短期融资券发行规模合计20亿元; 3. 面向合格投资者公开发行扶贫专项短期公司债券发行规模6亿元
2021	公开发行可转换公司债券	发行可转债募集资金总额为95.50亿元
2022	非公开发行股票、借款、拟发行CFD	1. 非公开发行募集资金总额不低于50亿元; 2. 向控股股东牧原实业集团借款额度上调:公司及控股子公司向关联方牧原实业申请借款额度调整为不超过100亿元人民币,公司可

图表 67. 公司盈利预测各业务拆分

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计(百万)	78,889.86	121,639.60	146,587.62	154,549.51
营业成本合计(百万)	65,679.89	96,697.32	104,343.05	119,831.44
毛利率	20.11%	25.79%	40.49%	28.97%
生猪养殖业务				
出栏量(万头)	4,026.30	6,100.00	7,000.00	8,000.00
销售均价(元/千克)	16.91	17.80	18.50	17.00
营业收入(百万)	75,076.11	119,057.64	142,450.00	149,600.00
营业成本(百万)	61,951.64	93,664.25	100,100.00	114,400.00
毛利率	17.48%	27.11%	42.31%	30.77%
屠宰、肉食				
营业收入(百万)	5,417.92	12,375.00	17,850.00	23,520.00
营业成本(百万)	5,411.05	12,238.88	17,510.85	22,932.00
毛利率	0.13%	1.10%	1.90%	2.50%
减:生猪与屠宰、肉食之间销售抵消				
营业收入(百万)	-5,771.59	-14,484.31	-19,953.87	-26,910.56
营业成本(百万)	-5,807.36	-13,756.56	-19,237.82	-25,484.66
其他业务				
营业收入(百万)	4,127.42	4,691.27	6,337.62	8,449.57
营业成本(百万)	4,127.42	4,691.27	6,337.62	8,449.57
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

5.2.估值

5.2.1. PE 估值法

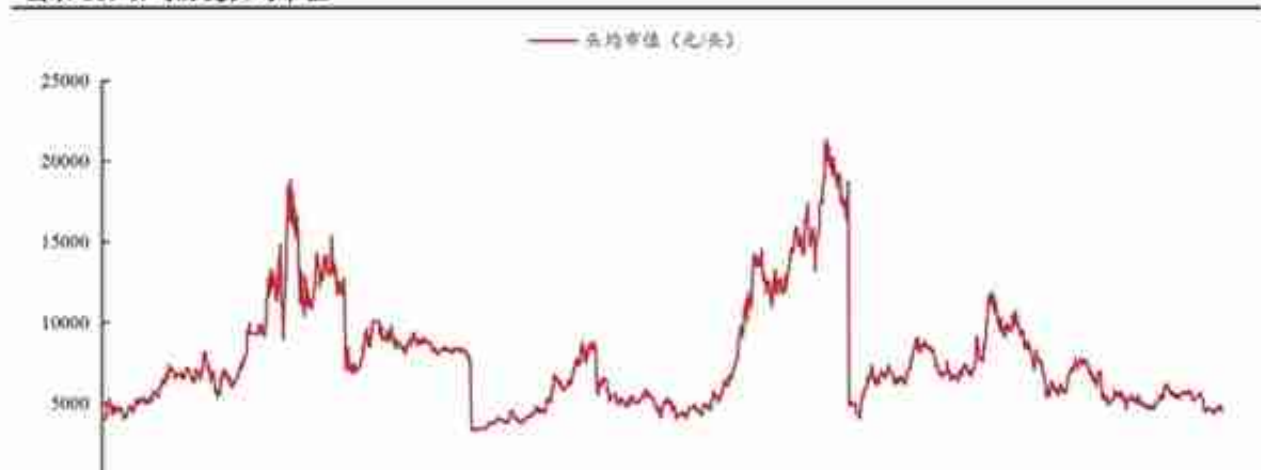
我们预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 分别为 2.90、5.66、4.46 元, 对应 PE

分别为16.85/8.62/10.94X。

我们选取温氏股份、傲农生物、天邦食品、天康生物作为可比公司，2022/2023/2024行业平均 PE 为 48.09/6.81/9.36X。

可以看到 2023/2024 年公司 PE 高于行业平均，享有一定估值溢价。

图表 69. 公司历史平均市值



6.风险提示

非洲猪瘟等动物疫病：

生猪养殖过程中发生的疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪圆环病毒等。如果防控不力，非瘟等动物疫病再次流行，会直接引发生猪产量下降，进而引发生猪养殖公司盈利下降或亏损的风险。

猪价反弹不及预期：

生猪价格影响因素较多，若猪价反弹不及预期，则生猪养殖盈利能力受限。

极端天气影响下原材料价格波动：

养殖业饲料成本会随农产品价格波动而变化，玉米、豆粕等粮食价格的上涨会带来养殖业饲料成本的上升。

报告属于原作者，我们不做任何投资建议！如有侵权，请私信删除，谢谢！

精选报告来自【远瞻智库】[藏经阁-远瞻智库|为三亿人打造的有用知识平台](#)