

# 牧原股份 (002714)

证券研究报告

2023年09月16日

## 跨周期的长期投资价值

### 1、育种与成本加持，脱颖而出的周期成长股

牧原股份自2014年上市以来，公司市值增长25倍，实现了市值的大幅增长。其核心竞争力来源于公司高于行业平均的头均盈利（轮回二元育种模式使得公司可以根据各品种猪只盈利情况调整出栏结构；公司断奶仔猪及育肥完全成本行业领先）及持续高速的出栏增长（轮回二元仔猪肉种兼用，扩大了母猪产能基数且节约了产能扩张时间；低蛋白日粮精准饲喂体系使其生长效率不亚于正统二元体系）。

**1) 育种：**牧原自2002年开始创新型轮回二元育种体系，即用白猪（长白或大白）作终端父本取代杜洛克。该育种体系有以下优势：①轮回二元仔猪肉种兼用，将育种时间由常规5年压缩至1年，理论上一头曾祖代年可扩繁商品代仔猪由700头增长至2117头，产能释放杠杆呈数倍放大；②区别于行业三元母猪，牧原公猪更新快，能保持良好的杂种优势。同时配套低蛋白日粮饲喂体系，使得公司猪群表现出良好的生产性能，公司目前PSY已达到28，超过友商水平；③当行业仔猪、母猪价格处于高位时，公司可迅速加大商品母猪选育比例，能在短期内带来更大仔猪及母猪销量。2020年公司仔猪销售比例高达32.8%、种猪销售比例高达3.5%。

**2) 成本：**公司目前育肥完全成本14.3元/kg，断奶仔猪成本300元/头，明显领先于行业友商，公司成本优势来源于五方面：①**育种：**母猪肉种兼用，可节省父母代母猪生产成本，大大减轻了育种养殖成本和人力、管理负担；②**饲料：**2000年推广应用低蛋白日粮，添加适宜种类和数量的生物合成氨基酸，降低豆粕使用量。2022年，牧原全年豆粕用量占比7.3%，远远领先于全国14.5%水平；③**猪舍：**公司自有建筑公司充分发挥集采优势，降低建设成本。其次统一建设标准，配合智能设备使用，使得全群健康状态及生产效率得到了显著提升；④**疫病防控：**公司近5年猪病累计财务投入30亿元，公司拥有130个实验室，2022年普查样本6200万份。牧原猪病天网工程覆盖151型病毒、181型细菌和27种寄生虫病；⑤**员工：**牧原通过持续推行师徒制以及提供专业化、多样化的学习平台及学习资源等方式来提升基层员工素质，公司人均养殖头数近年逐步提升。

### 2、盈利预测和投资建议

维持“买入”评级。预计2023-2025年，牧原股份实现收入1216.07/1747.54/1876.06亿元，同比-2.58%/+43.70%/+7.35%，预计实现归母净利润78.29/393.56/368.56亿元，对应EPS1.43/7.20/6.74元。考虑到牧原股份未来两年出栏量持续增长，结合未来景气周期猪价及成本带来的盈利空间，给予牧原股份2024年10-12倍PE，对应目标市值为3936~4723亿，对应目标价格72~86元，维持“买入”评级。

**风险提示：**猪价不达预期；公司出栏不达预期；非洲猪瘟疫情风险；成本下降不达预期；测算具有主观性风险。

| 财务数据和估值       | 2021      | 2022       | 2023E      | 2024E      | 2025E      |
|---------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)     | 78,889.87 | 124,826.21 | 121,607.34 | 174,753.81 | 187,606.27 |
| 增长率(%)        | 40.18     | 58.23      | (2.58)     | 43.70      | 7.35       |
| EBITDA(百万元)   | 17,089.04 | 27,822.08  | 24,816.57  | 58,697.89  | 55,584.14  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 6,903.78  | 13,266.16  | 7,829.04   | 39,355.90  | 36,856.42  |
| 增长率(%)        | (74.85)   | 92.16      | (40.98)    | 402.69     | (6.35)     |
| EPS(元/股)      | 1.26      | 2.43       | 1.43       | 7.20       | 6.74       |
| 市盈率(P/E)      | 32.05     | 16.68      | 28.26      | 5.62       | 6.00       |
| 市净率(P/B)      | 4.07      | 3.08       | 2.79       | 2.02       | 1.61       |
| 市销率(P/S)      | 2.80      | 1.77       | 1.82       | 1.27       | 1.18       |
| EV/EBITDA     | 18.65     | 10.99      | 9.59       | 3.44       | 3.28       |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |          |
|-------|----------|
| 行业    | 农林牧渔/养殖业 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格  | 40.48元   |
| 目标价格  | 元        |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 5,465.35    |
| 流通A股股本(百万股) | 3,636.09    |
| A股总市值(百万元)  | 221,237.35  |
| 流通A股市值(百万元) | 147,188.99  |
| 每股净资产(元)    | 11.55       |
| 资产负债率(%)    | 60.06       |
| 一年内最高/最低(元) | 60.80/39.10 |

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**陈潇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《牧原股份-公司点评:年度出栏预期上修，养殖盈利持续高位》2022-12-08
- 《牧原股份-公司点评:3月出栏量简报》2022-04-07
- 《牧原股份-公司点评:养殖龙头高增长可期，成本下降仍有空间！》2022-01-19

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 育种与成本加持，脱颖而出的周期成长股 .....             | 4  |
| 2. 育种自成体系，当下优势再突出 .....                 | 6  |
| 2.1. 行业二元育种为主，非瘟阶段流行三元母猪 .....          | 6  |
| 2.1.1. 二元育种兼具繁殖与生长性能 .....              | 6  |
| 2.1.2. 非瘟阶段三元母猪盛行 .....                 | 6  |
| 2.2. 牧原二元轮回技术积淀良久，兼具二三元母猪优势 .....       | 7  |
| 2.2.1. 肉种兼用，产能杠杆大且扩繁时间短 .....           | 7  |
| 2.2.2. 杂种优势&饲料配套，效率不逊二元 .....           | 8  |
| 2.3. 育种卡脖子且易受干扰，牧原育种优势放大 .....          | 8  |
| 2.3.1. 行业引种需求高，受政策及疫病影响大 .....          | 9  |
| 2.3.2. 牧原育种自主性强，产能波动下优势尽显 .....         | 9  |
| 3. 成本行业领先，五维度打造竞争壁垒 .....               | 11 |
| 3.1. 饲料价格上涨&非瘟干扰，行业成本抬升 .....           | 11 |
| 3.2. 牧原成本优势明显，五维度打造核心竞争力 .....          | 11 |
| 3.2.1. 育种体系：肉种兼用，种猪折旧摊销低 .....          | 12 |
| 3.2.2. 饲料成本：低豆粕添加比例，多种配方精准饲养 .....      | 12 |
| 3.2.3. 智能化猪场：建设理念领先，智能设备如虎添翼 .....      | 13 |
| 3.2.4. 疫病防控：建设猪病天网工程，自主研发疫苗 .....       | 15 |
| 3.2.5. 员工建设：人才梯队建设完善&员工待遇高，人效稳步提升 ..... | 16 |
| 4. 盈利预测与相对估值 .....                      | 17 |
| 4.1. 盈利预测 .....                         | 17 |
| 4.2. 相对估值 .....                         | 17 |
| 5. 风险提示 .....                           | 19 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1：公司股价与生猪均价 .....         | 4  |
| 图 2：牧原核心竞争力 .....           | 4  |
| 图 3：行业不同群体头均盈利水平 .....      | 5  |
| 图 4：二元母猪与三元母猪占比 .....       | 6  |
| 图 5：牧原轮回二元育种体系 .....        | 7  |
| 图 6：扩繁金字塔 .....             | 7  |
| 图 7：猪企 PSY 水平 .....         | 8  |
| 图 8：中国进口种猪数量（头） .....       | 9  |
| 图 9：国内历年进口种猪来源国分布 .....     | 9  |
| 图 10：我国能繁母猪存栏量（万头） .....    | 9  |
| 图 11：仔猪、母猪价格与生猪均价 .....     | 9  |
| 图 12：牧原、全国能繁母猪存栏环比与猪价 ..... | 10 |
| 图 13：牧原商品猪、仔猪、种猪销售占比 .....  | 10 |

|   |    |
|---|----|
| 图 14: 玉米及豆粕价格 (元/吨) .....               | 11 |
| 图 15: 行业历年成本情况 (元/kg) .....             | 11 |
| 图 16: 牧原断奶仔猪成本与友商水平 (元/头) .....         | 11 |
| 图 17: 牧原完全成本与友商水平 (元/kg) .....          | 11 |
| 图 18: 母猪头均价值 (元/头) (截止至 2023H1 末) ..... | 12 |
| 图 19: 我国豆粕价格波动明显大于小麦价格 (元/吨) .....      | 12 |
| 图 20: 牧原与行业平均豆粕使用量占比 .....              | 12 |
| 图 21: 公司致力于有效降低豆粕使用量 .....              | 13 |
| 图 22: 公司致力于持续降低氨基酸成本 .....              | 13 |
| 图 23: 公司精准饲喂体系 .....                    | 13 |
| 图 24: 牧原栏位建设费用 (元/平方米) .....            | 14 |
| 图 25: 猪舍内环境控制 .....                     | 14 |
| 图 26: 牧原智能化管控平台 .....                   | 15 |
| 图 27: 牧原历年兽医部总投资 (亿元) .....             | 15 |
| 图 28: 牧原疫病实验室及监测费用投入 (个, 万元) .....      | 15 |
| 图 29: 牧原薪资与农村及城镇人均收入对比 (元/年) .....      | 16 |
| 图 30: 牧原人均饲养量 (头/人) .....               | 16 |
| <br>                                    |    |
| 表 1: 部分猪企出栏复合增速 .....                   | 5  |
| 表 2: 二元与三元母猪生产指标对比 .....                | 6  |
| 表 3: 自主研发疫苗品类 (个) .....                 | 16 |
| 表 4: 公司盈利预测 .....                       | 17 |
| 表 5: 可比公司估值 .....                       | 18 |

## 1. 育种与成本加持，脱颖而出的周期成长股

牧原股份始建于 1992 年且于 2014 年成功在深交所上市，上市市值为 84 亿元，经过数轮周期后，截止 2023 年 9 月 6 日，公司最新市值为 2223 亿元，市值累计增长 25 倍，相较于猪价的起落轮回，公司成功实现了市值的大幅增长。

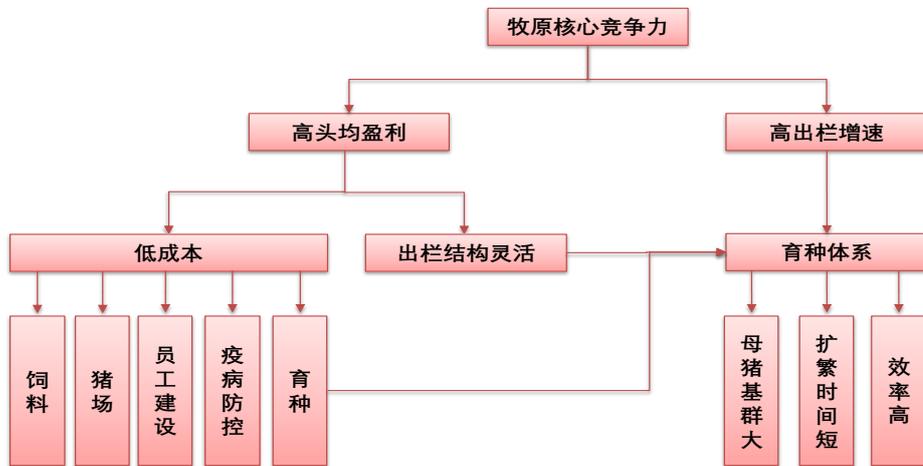
图 1: 公司股价与生猪均价



资料来源: wind, 天风证券研究所

牧原能够实现稳定市值增长的核心竞争力便来自于其优异的头均盈利以及出栏增速。

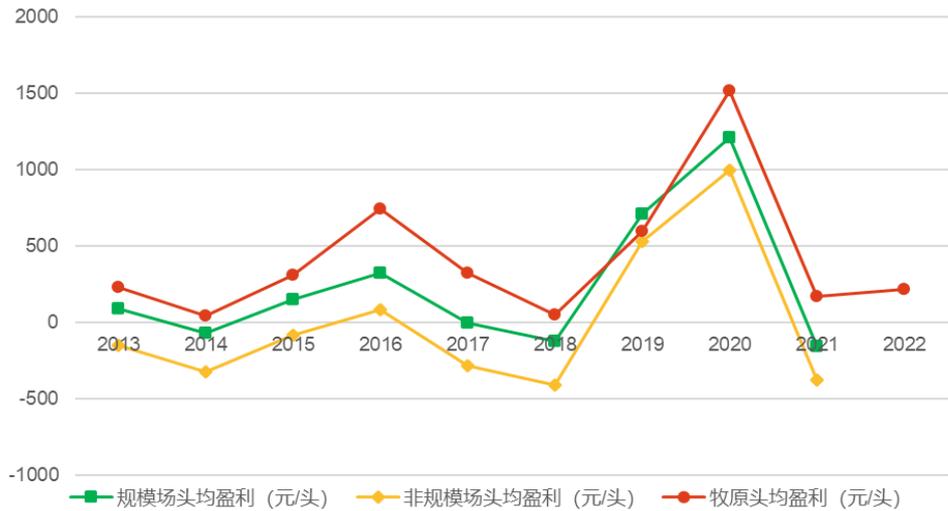
图 2: 牧原核心竞争力



资料来源: wind, 全国农产品成本收益资料汇编等, 天风证券研究所

销售策略灵活&成本行业领先，头均盈利优于行业平均水平。得益于二元轮回育种体系（纯种、二元、商品猪同时选育且无需国外引种），公司母猪群充沛且受外界干扰小，因此公司可做到相对灵活的销售策略（在行业母猪、仔猪紧缺情况下公司母猪、仔猪储备不仅可满足自用，亦能满足外销需求，因此公司可以根据各品种猪只盈利情况调整出栏结构）。此外优质低成本母猪配合公司低蛋白日粮饲养体系，且在智能化猪舍及优秀员工建设体系加成下，公司断奶仔猪及育肥完全成本处于行业领先地位。2014 年-2021 年间，牧原平均头均盈利为 443 元/头，远高于规模场和非规模场的头均盈利水平。

图 3：行业不同群体头均盈利水平



资料来源：wind，全国农产品成本收益资料汇编，天风证券研究所

(备注：规模场及非规模场头均盈利为(猪价-成本)\*115kg；牧原头均盈利为净利润/出栏头数)

**肉种兼用&高生产效率，出栏增长持续且高速。**二元轮回育种体系（纯种、二元、商品猪同时选育）扩大了母猪产能基数、节约了产能扩张时间。同时配套低蛋白饲喂体系使其生长指标不亚于正统二元体系。在行业母猪产能紧缺时，公司实现快速扩张，2013年-2022年间，公司生猪出栏量年均复合增速高达 53.33%，优于行业友商。

表 1：部分猪企出栏复合增速

|      | 时间区间(年)   | 初始年度生猪销售数据(万头) | 2022 年生猪销售数据(万头) | 时间长度(年) | 复合增长率  |
|------|-----------|----------------|------------------|---------|--------|
| 唐人神  | 2015-2022 | 11             | 216              | 7       | 53.55% |
| 牧原股份 | 2013-2022 | 131            | 6120             | 9       | 53.33% |
| 新希望  | 2011-2022 | 25             | 1461             | 11      | 44.73% |
| 正邦科技 | 2007-2022 | 8              | 845              | 15      | 36.07% |
| 天邦食品 | 2014-2022 | 46             | 442              | 8       | 32.70% |
| 温氏股份 | 2014-2022 | 1218           | 1791             | 8       | 4.93%  |

资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

## 2. 育种自成体系，当下优势再突出

### 2.1. 行业二元育种为主，非瘟阶段流行三元母猪

**国外瘦肉型猪品种盛行，我国养猪业稳定发展。**解放初期，出于对猪油脂的需求，国内养猪业照搬苏联的养猪模式，商品肥猪多为脂用型或脂肉兼用型。到 20 世纪 90 年代，高瘦肉率的猪越来越受到消费者的喜爱。在这种形势下，瘦肉率高、且适应性强的美、加系种猪成为我国首选的引进猪种。我国先后从丹麦、美国、英国、瑞典、法国等国家引进了大白、长白、杜洛克、皮特兰等世界著名瘦肉型猪品种，以及 PIC、斯格等猪配套系。目前引进品种已基本适应我国的生态条件，为开展我国生猪遗传改良工作奠定了良好的基础。

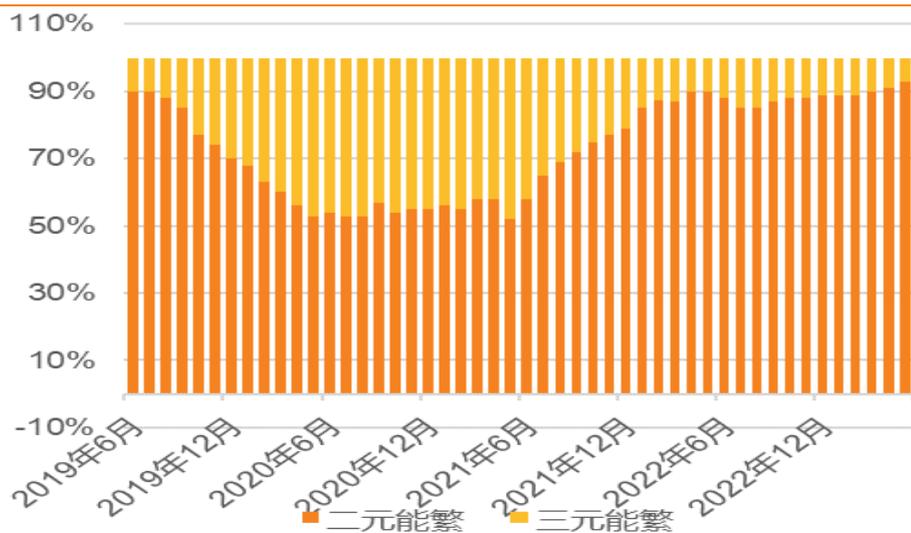
#### 2.1.1. 二元育种兼具繁殖与生长性能

**生产性能理想，二元母猪为市场主流。**二元为不同纯种之间的杂交品种，一般是大白和长白互相配种，繁育出来的杂交品种。在能繁母猪中，由于适应性强、饲养容易、母性好、产仔多、较易分娩等特点，二元母猪是公认性能最好的。是多数养殖场、养殖户喜欢饲养的基础母猪群。

#### 2.1.2. 非瘟阶段三元母猪盛行

**非瘟时期母猪紧缺，三元母猪优势突出。**受非洲猪瘟疫情影响，我国母猪存栏量急剧下降，在此客观条件下，三元母猪留种成为许多猪场提高经济效益首选，其占比迅速提升。而随着国内母猪产能的恢复，生产效率更优的二元母猪再度成为行业主流。

图 4：二元母猪与三元母猪占比



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

**三元母猪具有一定优点：**1) 繁育周期短。由于三元母猪为商品猪选育所得，相较于传统二元选育，大大缩短了母猪种群扩繁时间；2) 经济效益明显。传统二元母猪价格较高，而三元母猪成本即为商品肥猪成本，成本大大降低。

**三元母猪具有一定弱点：**1) 三元母猪配种成功率和成功分娩率较低。三元母猪发情率较低，存在发情延迟、发情不整齐、屡配不孕等现象；与二元母猪相比，三元母猪配种成功率和成功分娩率偏低；2) 产仔数较少、泌乳力较低。三元母猪窝均产仔数偏低，与二元母猪相比窝均产仔数降低 3 头左右；奶水不足，仔猪成活率较低，头胎仔猪腹泻严重，生长肥育性能较差。3) 三元母猪的繁殖障碍有所严重，二胎综合征更为明显，二胎母猪不易发情，繁育效率较低。

表 2：二元与三元母猪生产指标对比

| 胎龄 (胎) | 留种数量 | 配种成功 | 成功分娩 | 断奶健仔 | PSY | 生产周期 | 生产成本 (元) |
|--------|------|------|------|------|-----|------|----------|
|--------|------|------|------|------|-----|------|----------|

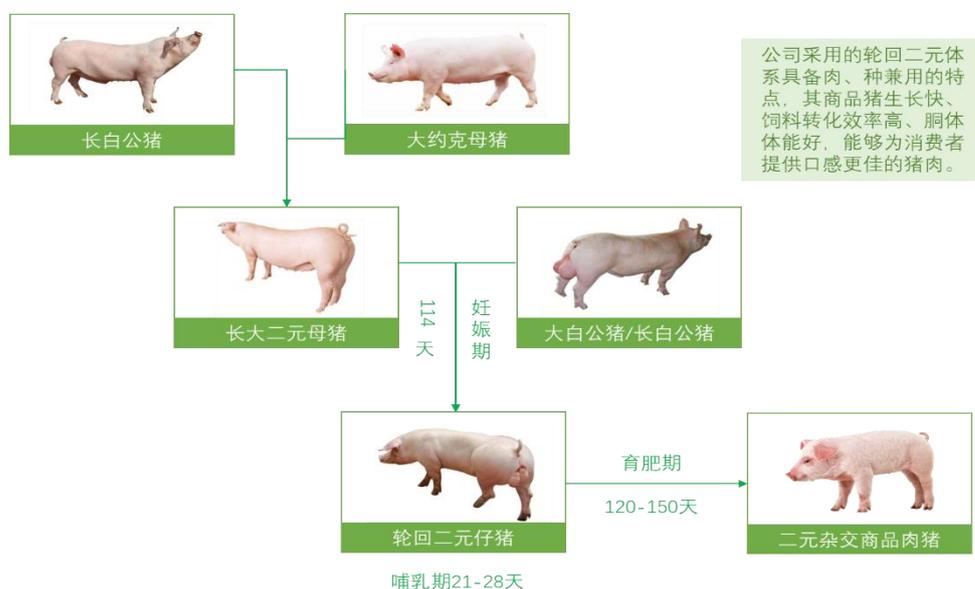
|      | (个) | 率 (%) | 率 (%) | 数 (个) | (年) |   |
|------|-----|-------|-------|-------|-----|---|
| 二元母猪 | 7.5 | 100   | 95%   | 11    | 21  | 3 |
| 三元母猪 | 2.5 | 100   | 65%   | 8     | 14  | 1 |

资料来源：涌益咨询，天风证券研究所（备注：该数据为 2021 年 1 月涌益咨询公布数据）

## 2.2. 牧原二元轮回技术积淀良久，兼具二三元母猪优势

**饲料成本优化目标带动牧原育种体系发展。**20 世纪 90 年代，高瘦肉率的猪越来越受到消费者的喜爱。在这种形势下，瘦肉率高、且适应性强的美、加系种猪成为我国首选的引进猪种。美、加的猪育种体系饲料原料是以玉米、豆粕为主，鉴于豆粕价格较高（在 2013 年之前，单位豆粕价格约为玉米的两倍），**公司将降低豆粕使用量作为降低成本主攻方向，而小麦在饲料中大比例添加将致使杜长大模式养殖效率大幅降低。**因此自 2002 年公司开始创新型轮回二元育种体系，即用白猪（长白或大白）作终端父本取代杜洛克。

图 5：牧原轮回二元育种体系

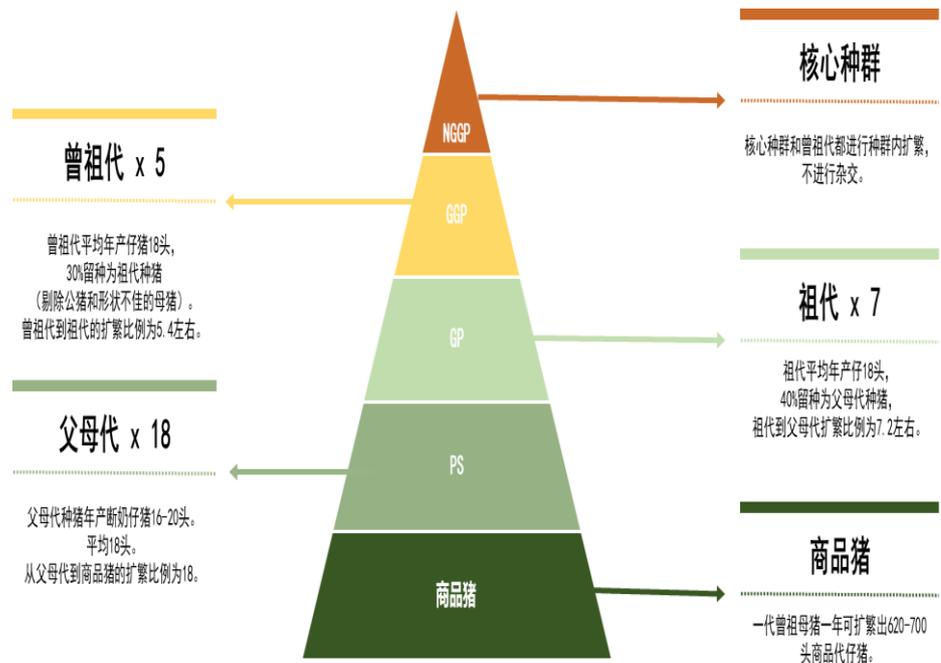


资料来源：2020 年牧原股份社会责任报告，天风证券研究所

### 2.2.1. 肉种兼用，产能杠杆大且扩繁时间短

**母猪种群基数放大&扩繁时间缩短。**曾祖代到商品代有一定的扩繁倍数。若以正常三元商品猪繁育流程来看，一般情况下，1 头曾祖代母猪年产 5.4 头祖代母猪，1 头祖代母猪年产 7.2 头父母代母猪，1 头父母代母猪年产 16-22 头商品代仔猪。一头曾祖代年可扩繁 620-700 头商品代仔猪。若在此基础上采用二元轮回育种（轮回二元仔猪均可进行选育），假设商品代仔猪中母猪占比 50%（以 1 头父母代母猪年产 18 头商品猪仔猪为前提），配种成功率为 75%，若以公司目前 28 的 PSY 水平预计，**因此可用于生产商品猪的母猪群体由 7.2 头增长至 14.0 头（ $7.2+18*50%*75%$ ），同时，一头曾祖代年可扩繁商品代仔猪由 700 头（ $5.4*7.2*18$ ）增长至 2117 头（ $5.4*14.0*28$ ），产能释放杠杆呈数倍放大。**与此同时，牧原育种使用经典数据遗传，三管齐下（纯种、二元、商品猪同时选育），将育种时间由常规 5 年压缩至 1 年，大大缩短了产能释放时间。

图 6：扩繁金字塔



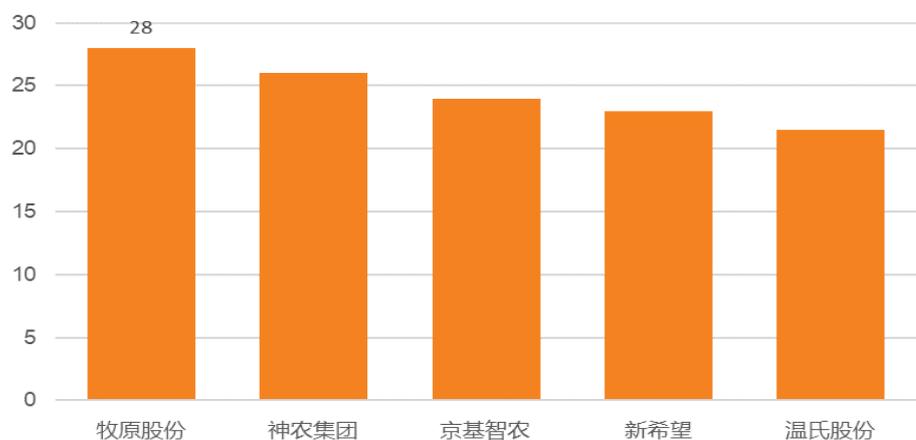
资料来源：新猪派公众号，天风证券研究所

### 2.2.2. 杂种优势&饲料配套，效率不逊二元

**杂种优势带动遗传性稳定。**2021年公司便公开表示不从国外引进种猪，但其二元轮回杂交模式却始终保持着很好的杂种优势。因为作为一个独立育种单位的牧原的每一个猪场，都与公司内其他猪场间通过公猪精液，形成常态化的基因交流；**同时公猪更新快，使用期为1.5年。**因此轮回杂交母猪群体中基因型杂合的比例高，因而能保持良好的杂种优势。同时，因为不同品系大白和长白培育理念、目标、过程、地点不一致，品系间遗传差异较大，因而，杂种优势明显，遗传性稳定，群体整齐度好。

**配套饲料体系放大生产性能。**公司二元轮回杂交母猪采用自己研制的低蛋白饲料后，母猪的生产性能与饲料类型改变前并无差异。公司低蛋白饲料体系完全适用于长大二元轮回杂交体系，其猪群表现出良好的生产性能，诸如繁殖力、饲料转化率、生长速度等，且兼有种肉两用之特色。公司目前PSY已达到28，超过友商水平。

图 7：猪企 PSY 水平



资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

备注：牧原股份数据截止至 2023M5；神农集团数据截止至 2023M4；京基智农数据截止至 2023Q1；新希望数据截止至 2023M5；温氏股份数据截止至 2023M3。

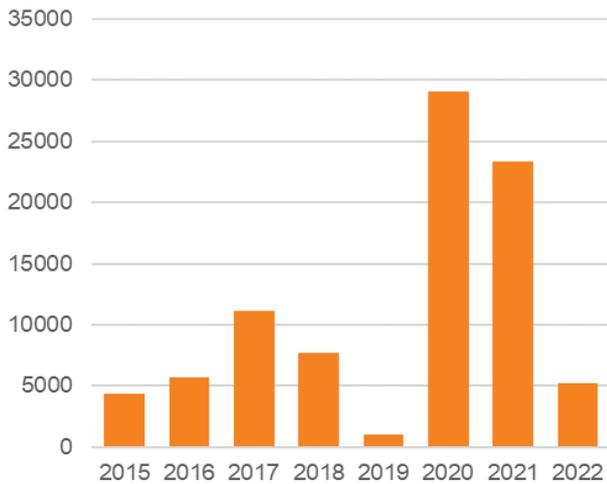
### 2.3. 育种卡脖子且易受干扰，牧原育种优势放大

### 2.3.1. 行业引种需求高，受政策及疫病影响大

**种猪对外依存度较高。**总体上看，作为全球最大的猪肉生产国和消费国，我国生猪育种体系虽然已经初步建立，但国内不少企业对国外种业集团存在习惯性依赖，特别是行业中壁垒最高的原种猪对外依存度较高，缺乏主导市场的自主培育品种，不少企业长期面临“引种、维持、退化、再引种”的恶性循环。

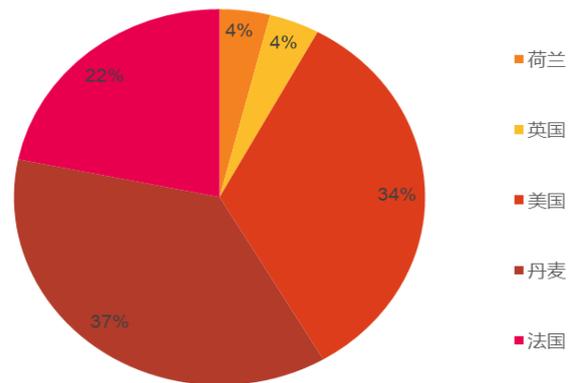
**引种受政策影响较大。**在过去的 10 多年里，中国的种猪主要来自美国。美系猪由于体型好、四肢粗壮、生长速度快、料肉比仍较低，一直是国内养殖场比较推崇的品系。而 2020 年受国际环境的影响，中国开始从欧洲等国家进口，美国份额被迫下降。2021 年进口种猪主要来自丹麦、美国与法国。国内育种体系亦受此影响而被动调整。

图 8：中国进口种猪数量（头）



资料来源：中华人民共和国海关总署，天风证券研究所

图 9：国内历年进口种猪来源国分布



资料来源：新猪派公众号，中华人民共和国海关总署，天风证券研究所

备注：数据截止至 2022 年 2 月

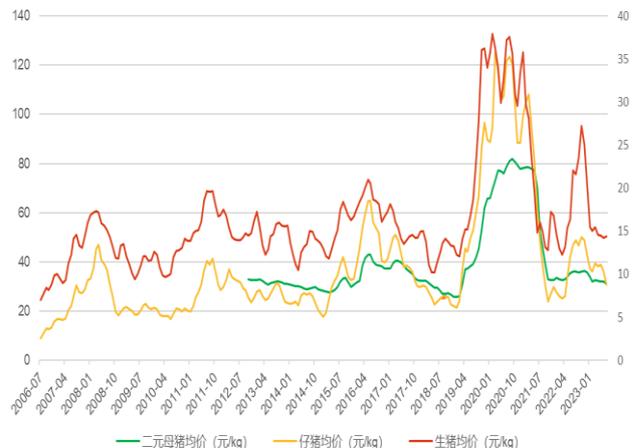
**引种受疫病影响较大。**2018 年非洲猪瘟在国内出现，2019 年非洲猪瘟疫情仍在持续发生，我国能繁母猪存栏量在此期间大量减少，而 2019 年受非洲猪瘟影响，种猪进口几乎停滞，仅进口了 1018 头丹系种猪。由于原种猪对外依存度较高，因此在引种受阻情况下，国内能繁母猪存栏量持续减少，行业补栏进度被迫放缓，带动母猪价格持续冲高。

图 10：我国能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：仔猪、母猪价格与生猪均价



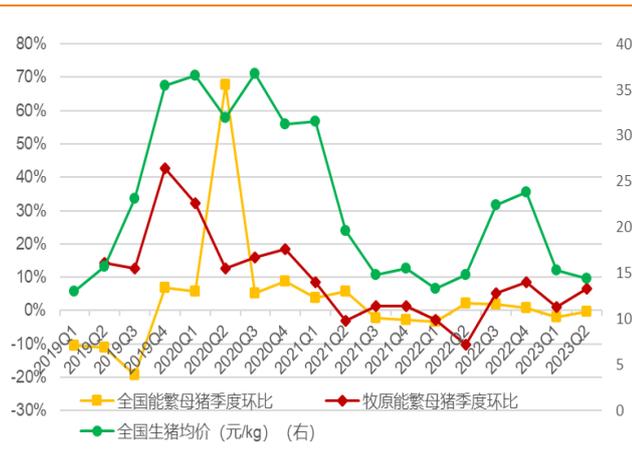
资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3.2. 牧原育种自主性强，产能波动下优势尽显

得益于轮回二元育种体系，2021 年公司便公开表示自有种群规模基本能够满足自身选育和扩繁需求，已不需要从国外引种，规避政策及疫病导致国外引种受阻而带来公司产能生产

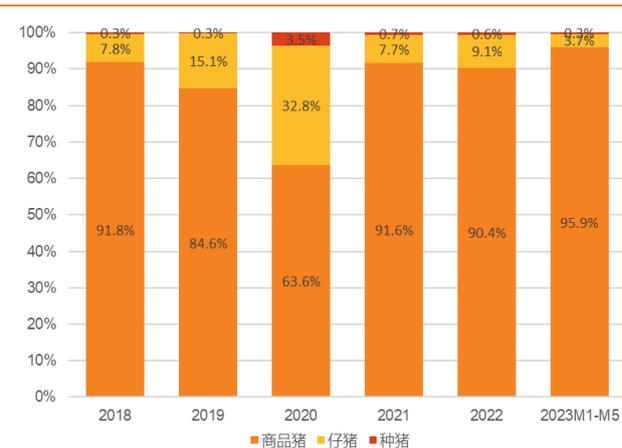
效率退化及大幅波动的风险，公司产能可保持自主性和安全性。此外，公司肉种兼用模式导致产能储备充分且产能调节灵活度高，当行业补栏情绪较高且种猪短缺导致仔猪、母猪价格处于高位时，公司可迅速加大商品母猪选育比例，能在短期内带来更大仔猪及母猪销量。在 2019-2021 年行业因产能短缺带来旺盛仔猪、母猪补栏需求时，公司既能满足自身产能扩张需求，又能加大仔猪及母猪销售比例。2020 年间，公司仔猪销量为 595 万头，销售比例高达 32.8%、同时种猪销售比例高达 3.5%，带动公司在 2020 年实现了 1515 元的头均盈利，远高于行业平均水平。而随着 2021 年以来猪价持续回落，仔猪及母猪补栏需求锐减，导致仔猪、母猪价格弹性相较生猪价格更弱，公司迅速调整策略，大量减少仔猪及种猪销售比例。

图 12：牧原、全国能繁母猪存栏环比与猪价



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：牧原商品猪、仔猪、种猪销售占比



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 成本行业领先，五维度打造竞争壁垒

#### 3.1. 饲料价格上涨&非瘟干扰，行业成本抬升

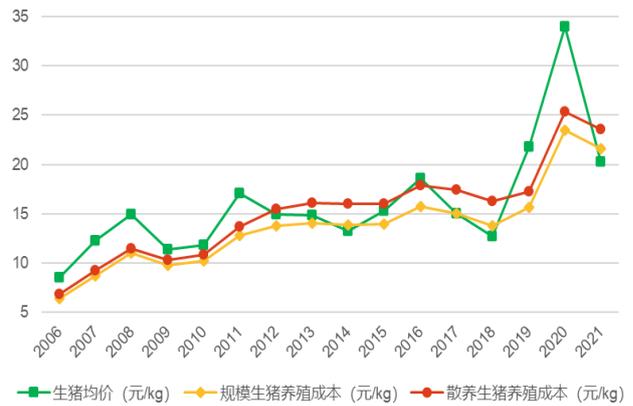
饲料成本占养殖总成本的 50-60%，随着行业近几年主要饲料原材料玉米及豆粕价格的上涨，行业饲料成本亦水涨船高，与此同时，2018 年非瘟爆发后亦带来的行业防控支出增加，因此行业成本在近几年出现大幅上涨。2021 年规模场/非规模场成本分别为每公斤 21.63/23.56 元，较 2018 年分别增加每公斤 7.85/7.27 元。

图 14：玉米及豆粕价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：行业历年成本情况（元/kg）

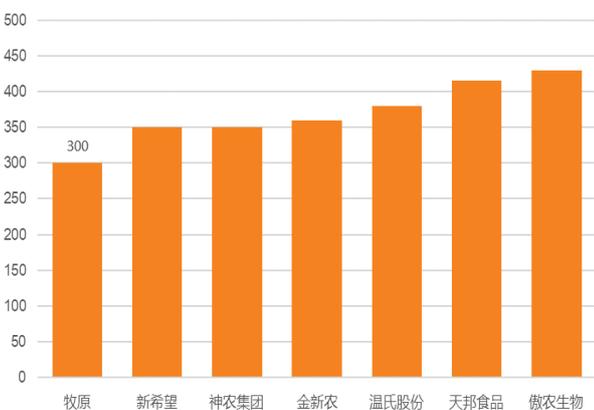


资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，wind，天风证券研究所

#### 3.2. 牧原成本优势明显，五维度打造核心竞争力

公司目前育肥完全成本 14.3 元/kg，断奶仔猪成本 300 元/头，明显领先于行业友商，公司成本优势来源于五方面：①育种：母猪肉种兼用，可节省父母代母猪生产成本且无需单独维持两个纯繁种群，大大减轻了育种养殖成本和人力、管理负担；②饲料：2000 年推广应用低蛋白日粮，添加适宜种类和数量的生物合成氨基酸，降低豆粕使用量。2022 年，牧原全年豆粕用量占比 7.3%，远远领先于全国 14.5%水平；③猪舍：公司自有建筑公司充分发挥集采优势，降低建设成本；其次统一建设标准，配合智能设备使用，使得全群健康状态及生产效率得到了显著提升；④疫病防控：公司近 5 年猪病累计财务投入 30 亿元，2022 年公司猪病研究财务投入高达 9.38 亿元，公司拥有 130 个实验室，2022 年普查样本 6200 万份。牧原猪病天网工程：覆盖 151 型病毒、181 型细菌和 27 种寄生虫病；⑤员工：牧原通过持续推行师徒制以及提供专业化、多样化的学习平台及学习资源等方式来提升基层员工素质，公司人均养殖头数近年逐步提升。

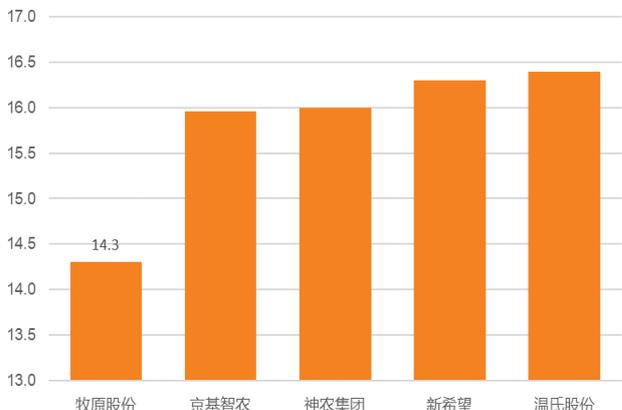
图 16：牧原断奶仔猪成本与友商水平（元/头）



资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

备注：牧原股份数据截止至 2023M7；新希望数据截止至 2023M8；神农集团数据截止至 2023M8；金新农数据截止至 2023M8；温氏股份数据截止至

图 17：牧原完全成本与友商水平（元/kg）



资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

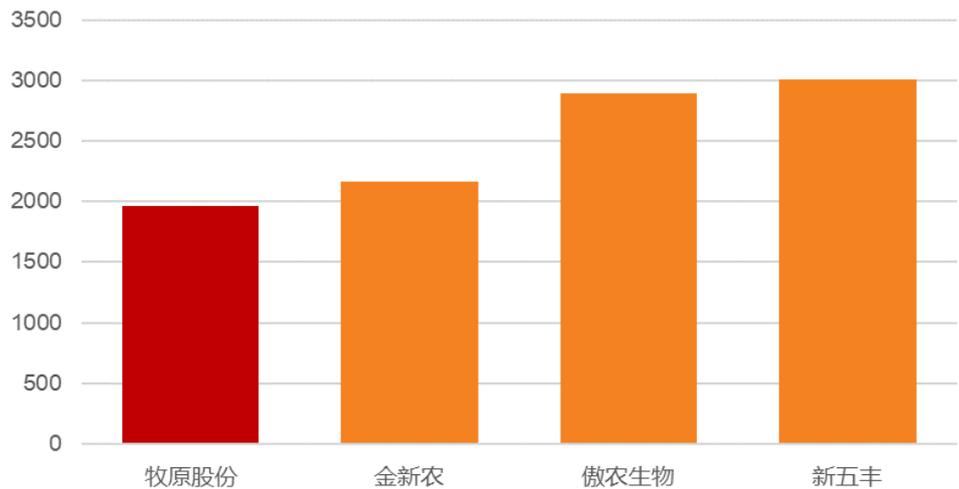
备注：以上成本均截止至 2023M7。

2023M5；天邦食品数据截止至 2023Q1；傲农生物数据截止至 2023Q1。

### 3.2.1. 育种体系：肉种兼用，种猪折旧摊销低

公司在发展过程不断探索创新，建立了独特的轮回二元育种体系。从核心群选留公猪直接应用至父母代母猪，进行多品系轮回杂交生产，其优点是：①每代的父母代母猪都可保持杂交优势。特别是繁殖力、抗逆性能更好等遗传力低的性状；②可节省父母代母猪生产成本，无需外购父母代母猪；③可降低大量引进父母代母猪带来的疾病风险；④有利于本场猪群适应性的提高。截止 2023H1，牧原母猪头均价值 1960 元/头，低于行业友商水平。

图 18：母猪头均价值（元/头）（截止至 2023H1 末）



资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所（备注：头均价值=生产性生物资产/母猪存栏量）

### 3.2.2. 饲料成本：低豆粕添加比例，多种配方精准饲养

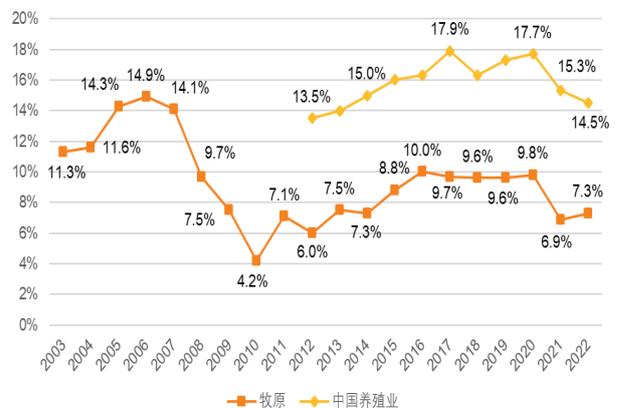
**低蛋白日粮成本优势明显。**牧原自 1992 年开始进行低蛋白日粮初试，2000 年推广应用，在保障猪群生长性能和猪肉品质的前提下，添加适宜种类和数量的生物合成氨基酸，降低豆粕使用量。且公司低蛋白日粮配方持续优化，公司从 2003 年至 2022 年累计消耗饲料 5747 万吨，豆粕减量 548 万吨，节省了 54%。2022 年牧原全年豆粕用量占比 7.3%，远远低于行业的 14.5%。2022 年公司饲料综合成本在 3200 元/吨左右。而 2022 年我国育肥配合饲料均价为 3800 元/吨，公司饲料成本优势突出。

图 19：我国豆粕价格波动明显大于小麦价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

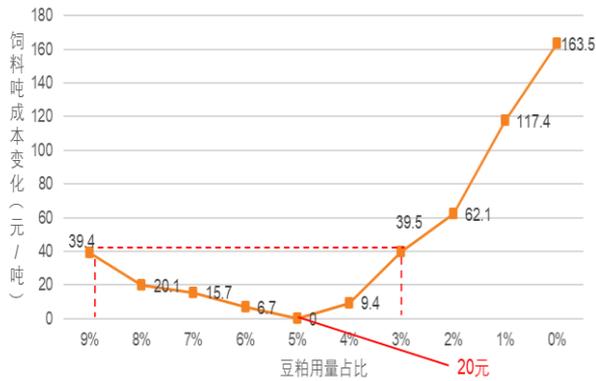
图 20：牧原与行业平均豆粕使用量占比



资料来源：国际畜牧网公众号，第十九届畜牧科技与经济（全球）高层论坛，天风证券研究所

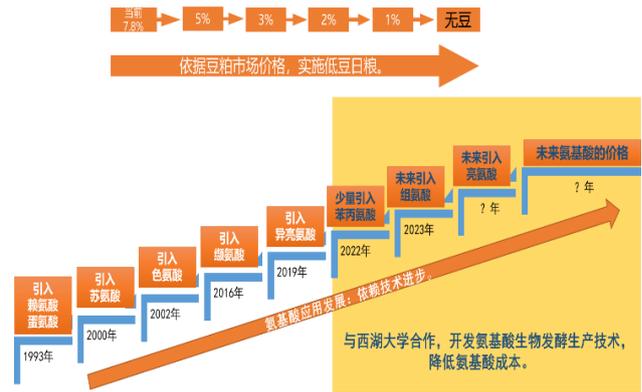
**继续降低豆粕使用量。**目前公司正持续加大研发投入，持续精进，通过与西湖大学合作，降低氨基酸成本，致力于让无豆养猪常态化。

图 21：公司致力于有效降低豆粕使用量



资料来源：北斗农科微信视频号，第十九届畜牧科技与经济（全球）高层论坛，天风证券研究所

图 22：公司致力于持续降低氨基酸成本



资料来源：国际畜牧网公众号，第十九届畜牧科技与经济（全球）高层论坛，天风证券研究所

**多配方精准饲喂。**公司通过与国内外主要粮商达成业务合作关系，积极多渠道扩充粮源，锁定原粮供应，降低风险。牧原子公司遍布全国各地，公司根据粮食市场行情变化趋势及时调整配方，采用灵活采购策略，进行不同品种间的原料置换，降低采购成本。比如在 2020 年玉米价格快速上涨过程中，牧原就在行业内大规模使用小麦。针对不同种群、不同生理阶段的生猪，依据猪群生产性能表现，运用析因法设计动态营养模型，为猪群提供最适营养。通过变频混合技术，可根据猪群生长性能动态调整营养供给，实现一日一配方、精准供给营养。公司在饲料加工生产环节实现了全流程智能化生产，系统一键启动，自动运行，实现全程无人接触，饲料生物安全零风险，保障猪群健康。**公司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。育肥阶段料肉比由去年同期的 3.0 左右下降到目前的 2.9 以下，且仍处于持续优化过程中。**

图 23：公司精准饲喂体系



资料来源：北斗农科微信视频号，第十九届畜牧科技与经济（全球）高层论坛，天风证券研究所

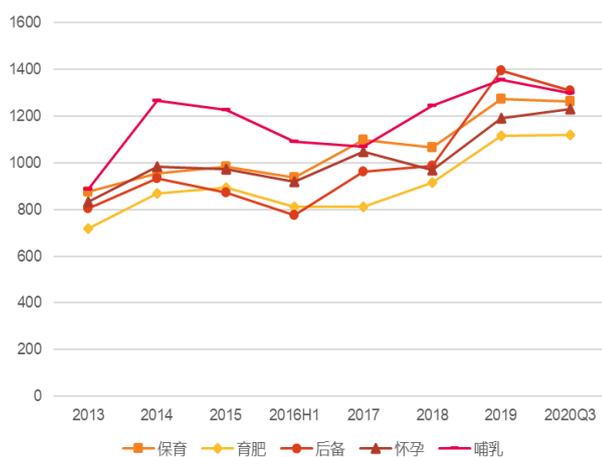
### 3.2.3. 智能化猪场：建设理念领先，智能设备如虎添翼

建筑公司保证猪舍质量&节约成本。牧原实业集团有限公司于 2016 年 9 月 18 日设立牧原建筑，设立初衷是为了帮助建筑商规范管理，适应新的税收政策变化，进行成本管理。近几年，随着牧原股份建设规模的不断扩大，牧原建筑在实际运营中，还发挥了两个积极的

作用：一是发挥集采优势，通过大规模集中采购大宗建筑材料和设备，降低建设成本；二是在公司发展过程中，形成了一批长期合作的优质工程建筑商，通过对长期合作优质建筑商的系统管理，牧原建筑能够有效整合优质建设施工资源，统一建设标准，对加快建设速度、确保工程质量起到了积极的推动作用，为近年来牧原股份的快速发展提供了有力保障。随着近年来猪舍建设规格的提升，公司栏位单位建设费用处于稳定维增状态。

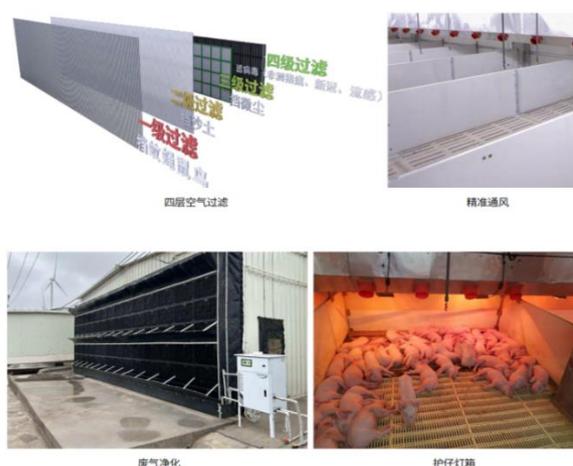
**智能猪舍促进生产效率提升。**2018 年全面推广无供热猪舍，使猪舍在外界近-40℃的极端环境且不直接消耗任何化石燃料的情况下，将猪舍内部温度保持在 22~25℃。2019 年牧原研发应用新型智能猪舍，猪舍外空气经四层过滤后进入猪舍；通过智能化精准控制，实现每个栏位独立通风；猪舍出风口进行废气净化，灭菌率 99.9%，为猪群打造健康、舒适的成长环境。公司育肥阶段日增重已由前期的 700 突破至 800 克/天。此外，存活率的提升和料肉比的下降也在很大程度上得益于此。

图 24：牧原栏位建设费用（元/平方米）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：猪舍内环境控制



资料来源：牧原股份 2022 年度环境、社会及公司治理(ESG)报告，天风证券研究所

**物联网&智能设备提高养殖效率。**公司以现代工业装备、先进材料、高通量检测、物联网和人工智能技术为依托，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、智能饲喂、智能巡检（可实时监测猪舍内温湿度、有害气体、声音等十余项指标）、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。同时通过开发物联网平台，把前端智能设备采集的数据进行统一汇总处理，建立大数据分析模型，实现养猪全场景数据高效管控。公司信息化系统目前拥有 2100 项指标，数据量高达 10 亿/天，极大程度促进了公司对于各生产环节的掌控。

图 26：牧原智能化管控平台



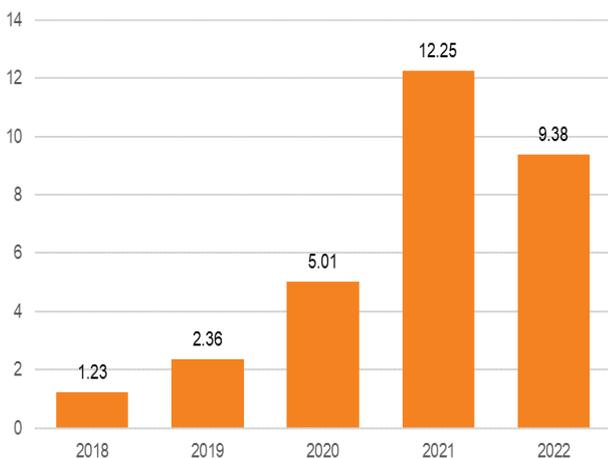
资料来源：国际畜牧网公众号，第十九届畜牧科技与经济（全球）高层论坛，天风证券研究所

### 3.2.4. 疫病防控：建设猪病天网工程，自主研发疫苗

**公司升级猪舍规划布局。**公司采用分区管理，减少交叉风险；全面升级猪舍设计，高效过滤空气，有效降低病毒传播风险；采用独立通风系统，避免猪圈交叉通风。同时，公司通过饲料高温灭菌、管链密闭输送、饮水超滤消毒、出风灭菌除臭、智能装备应用升级等方式，实现对猪群的全方位把控，减少人畜接触，提升全程疾病防控能力。在养殖过程中采取“后备独立隔离驯化”、“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施，确保公司防疫体系安全、有效。

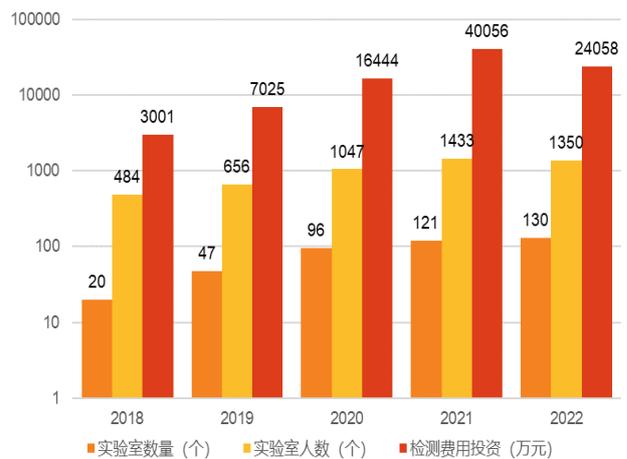
**搭建猪病天网工程。**公司在近 5 年加大了猪病研究费用，累计财务投入 30 亿元，2022 年公司猪病研究财务投入高达 9.38 亿元，为 2018 年的 7.6 倍。公司猪病研究团队亦逐年壮大，实验室、实验室人数及检测费用投资均呈增长趋势。仅 2022 年公司普查样本量便达到了 6200 万份。在此基础上公司搭建了独有猪病天网工程，覆盖 151 型病毒、181 型细菌和 27 种寄生虫病。

图 27：牧原历年兽医部总投资（亿元）



资料来源：北斗农科微信视频号，第十九届畜牧科技与经济（全球）高层论坛，天风证券研究所

图 28：牧原疫病实验室及监测费用投入（个，万元）



资料来源：国际畜牧网公众号，第十九届畜牧科技与经济（全球）高层论坛，天风证券研究所

**自制疫苗节约成本。**公司建立自有实验室，进行自主研发，有效节约了部分疫苗的外采费用。

表 3：自主研发疫苗品类（个）

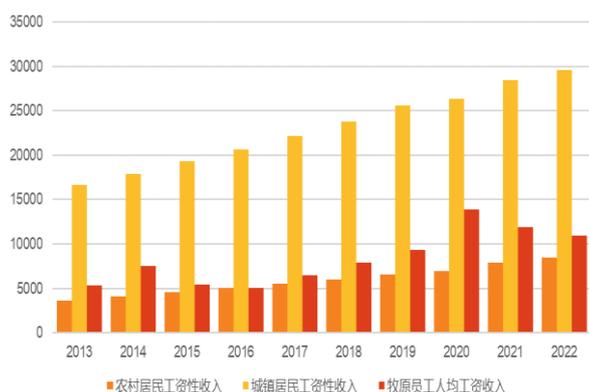
| 分类 | 病原   | 自制苗 |     |     | 噬菌体 |
|----|------|-----|-----|-----|-----|
|    |      | 活疫苗 | 灭活苗 | 亚单位 |     |
| 细菌 | 链球   |     | 23  | 6   | 3   |
|    | 副猪   |     | 14  | 6   |     |
|    | 传胸   |     | 4   | 4   |     |
|    | 巴氏   |     | 3   | 1   | 2   |
|    | 波氏   |     | 1   |     | 1   |
|    | 大肠   | 2   | 2   |     | 5   |
|    | 葡萄球菌 |     |     |     | 4   |
|    | 梭菌   |     | 1   | 1   | 4   |
|    | 沙门   |     |     |     | 2   |

资料来源：北斗农科微信视频号，第十九届畜牧科技与经济（全球）高层论坛，天风证券研究所

### 3.2.5. 员工建设：人才梯队建设完善&员工待遇高，人效稳步提升

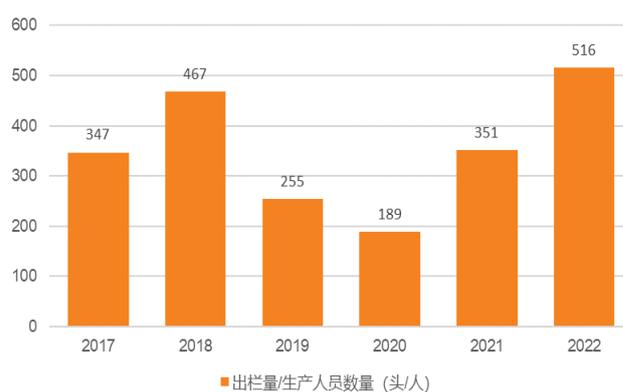
为防止在扩张过程中新员工占比提升所带来的员工平均素质大幅下降问题。牧原秉承“坚持选拔与培养相结合理论与实践相结合”的人才培养理念，以及“最优秀的人培养更优秀的人”的师徒传帮带理念，结合公司未来发展战略、实际经营需要及员工成长与发展计划，依托公司企业文化、愿景管理、目标管理、运营管理及专业技术等多方面全方位的赋能培养机制，提供专业化、多样化的学习平台及学习资源，培养复合型人才，助力员工成长。随着时间推移，有经验的熟练员工占比逐渐提升，提升了平均素质，2022 年，牧原员工培训投入超 5 亿元，培训覆盖比例 100%，员工年人均培训时长超 100 小时。与此同时，考虑到猪场绝大多数分布在农场及偏远地区，因此以牧原员工待遇来看，虽然相较城镇员工工资性收入偏低，但相较农场居民工资性收入，牧原员工收入处于当地领先水平。因此在完善的人才梯队建设以及远高本地待遇的情况下，公司生产人员虽从 2017 年的 2 万余人增长至 2022 年的近 12 万人，但公司人均饲养量由 2017 年的 347 头/人增长至 2022 年的 516 头/人，人效显著提升。

图 29：牧原薪资与农村及城镇人均收入对比（元/年）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：牧原人均饲养量（头/人）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与相对估值

### 4.1. 盈利预测

我们预测假设如下：

#### 1) 生猪养殖业务：

**猪价：**目前猪价仍处于成本线附近，但鉴于四季度生猪供应压力较大，猪价仍旧承压，在上半年猪价低迷，下半年猪价反弹幅度有限情况下，预计 2023 年全年均价或处于行业成本线下，同时考虑到当前阶段产能的持续去化以及猪病导致行业复养难度加大，2024 年行业或仍处于高盈利状态，预计 2024 年全年均价相较 2023 年或有明显提升。鉴于 2024 年高盈利或带动行业补栏，因此 2025 年均价或同比有所下降。

**成本：**截止 2023 年 7 月，公司完全成本为 14.3 元/kg，鉴于公司产能利用率不断爬坡，生产效率持续提高，预计 2023/2024/2025 年公司完全成本将持续处于下行通道。

**出栏量：**截止 2023 年 7 月，公司能繁母猪存栏量在 300 万头左右，公司生猪存栏量超过 4000 万头，根据公司经营计划，我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量分别为 6800/7800/8800 万头；

**2) 其他业务：**公司积极向省外扩张屠宰业务，产能利用率具备较大提升空间，预计屠宰板块实现稳定利润增长；此外贸易等其他板块保持稳定，盈亏平衡。

表 4：公司盈利预测

|        |          | 2022    | 2023E   | 2024E    | 2025E    |
|--------|----------|---------|---------|----------|----------|
| 总计     | 营业收入（亿元） | 1248.26 | 1216.07 | 1747.54  | 1876.06  |
|        | 营业成本（亿元） | 1029.87 | 1053.44 | 1231.55  | 1380.15  |
|        | 毛利（亿元）   | 218.39  | 162.63  | 515.99   | 495.92   |
|        | 毛利率（%）   | 17.50%  | 13.37%  | 29.53%   | 26.43%   |
| 生猪养殖板块 | 收入（亿元）   | 1197.45 | 1139.85 | 1633.20  | 1704.56  |
|        | 成本（亿元）   | 973.50  | 979.51  | 1,122.93 | 1,220.65 |
|        | 毛利（亿元）   | 223.95  | 160.34  | 510.28   | 483.91   |
|        | 毛利率（%）   | 18.70%  | 14.07%  | 31.24%   | 28.39%   |
| 其他板块   | 收入（亿元）   | 50.82   | 76.22   | 114.34   | 171.50   |
|        | 成本（亿元）   | 56.37   | 73.94   | 108.62   | 159.50   |
|        | 毛利（亿元）   | -5.56   | 2.29    | 5.72     | 12.01    |
|        | 毛利率(%)   | -10.93% | 3.00%   | 5.00%    | 7.00%    |

资料来源：wind，天风证券研究所

综上，预计 2023-2025 年，牧原股份实现收入 1216.07/1747.54/1876.06 亿元，同比 -2.58%/+43.70%/+7.35%，预计实现归母净利润 78.29/393.56/368.56 亿元，同比 -40.98%/+402.69%/-6.35%。

### 4.2. 相对估值

我们选取同类公司比较，我们认为牧原股份和同板块的以下公司的发展阶段和行业地位有相似之处，可参考其 2024 年 PE。

表 5: 可比公司估值

| 可比公司 | 主营业务   | 2024PE |
|------|--|--------|
| 巨星农牧 | 主要从事养殖及饲料生产和销售;中高档天然皮革的研发、制造与销售。主要产品有黄羽鸡、猪饲料、禽饲料、水产饲料、牛皮革                                    | 11.3   |
| 新五丰  | 主营业务为生猪养殖、肉品销售以及饲料加工,公司主要产品包括生猪、肉品和饲料  | 6.5    |
| 温氏股份 | 主营业务为肉鸡和肉猪的养殖及其销售;兼营肉鸭、奶牛、蛋鸡、鸽子等的养殖及其产品的销售。主要产品为肉鸡和肉猪,其他产品为肉鸭、鸡蛋、原奶及其乳制品、生鲜肉食品及其加工品、农牧设备和兽药等 | 9.3    |
| 唐人神  | 围绕“生物饲料、健康养殖、品牌肉品”的生猪全产业链开展经营,主要产品包括饲料、肉制品、动物保健品、生猪等   | 11.9   |

资料来源: wind, 同花顺 IFinD, 天风证券研究所

注: 一致性预期截至 2023.9.15

以上 5 家公司 2024 年 PE 的最高值为 11.9 倍, 最低值为 6.5 倍。我们认为公司行业地位稳固、业务拓展有序, 参考可比公司估值, **考虑到牧原股份成本明显优于友商**, 结合未来景气周期猪价及成本带来的盈利空间, **给予牧原股份 2024 年 10-12 倍 PE, 对应目标市值为 3936~4723 亿, 对应目标价格 72~86 元, 维持“买入”评级。**

## 5. 风险提示

- 1、猪价不达预期：猪价受供需格局的影响，对公司的盈利起到重要作用，若行业产能去化不达预期，猪价或低于预期，从而导致公司利润不达预期。
- 2、公司出栏不达预期：出栏量不及预期。若因疫情变化、国家政策变化或价格变动等因素的影响，导致公司养殖扩张节奏发生变化，从而导致公司未来的生猪出栏量不达预期，公司未来的高成长性或将受到影响。
- 3、非洲猪瘟疫情风险：非洲猪瘟疫情持续存在，虽然公司在非瘟疫情防控方面已经取得了显著的成果，但是若后续疫情进一步加剧，公司或因疫情损失，对公司经营造成影响。
- 4、成本下降不达预期：公司养殖成本下降趋势虽然随着产能利用率的提升、生产经营指标提升而下降，但在饲用原材料价格上涨背景下，成本有可能下降不及预期。
- 5、测算具有主观性风险：因对于公司未来盈利预测的假设具有主观性，考虑到实际情况可能与假设有所出入，因此测算结果或与实际情况存在差异。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)        |                    |                    |                    |                    |                    | 利润表(百万元)         |                 |                  |                 |                  |                  |
|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|
|                   | 2021               | 2022               | 2023E              | 2024E              | 2025E              |                  | 2021            | 2022             | 2023E           | 2024E            | 2025E            |
| 货币资金              | 12,197.63          | 20,793.55          | 44,806.07          | 82,110.05          | 102,554.64         | 营业收入             | 78,889.87       | 124,826.21       | 121,607.34      | 174,753.81       | 187,606.27       |
| 应收票据及应收账款         | 135.55             | 236.59             | 112.88             | 283.33             | 160.98             | 营业成本             | 65,679.90       | 102,987.06       | 105,344.27      | 123,154.54       | 138,014.55       |
| 预付账款              | 1,089.52           | 2,101.54           | 1,024.18           | 1,712.59           | 587.66             | 营业税金及附加          | 92.17           | 185.30           | 144.01          | 223.52           | 246.87           |
| 存货                | 34,475.73          | 38,251.72          | 61,280.92          | 41,281.32          | 72,985.78          | 销售费用             | 699.74          | 758.74           | 510.75          | 699.02           | 1,050.60         |
| 其他                | 854.22             | 1,194.95           | 891.88             | 715.90             | 768.47             | 管理费用             | 3,442.21        | 4,201.40         | 2,675.36        | 4,194.09         | 4,690.16         |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>48,752.65</b>   | <b>62,578.35</b>   | <b>108,115.93</b>  | <b>126,103.19</b>  | <b>177,057.52</b>  | 研发费用             | 808.15          | 1,142.40         | 608.04          | 1,048.52         | 2,063.67         |
| 长期股权投资            | 307.15             | 581.85             | 581.85             | 581.85             | 581.85             | 财务费用             | 2,177.73        | 2,774.70         | 3,648.22        | 2,621.31         | 2,251.28         |
| 固定资产              | 99,550.93          | 106,358.72         | 107,070.32         | 105,942.62         | 103,963.41         | 资产/信用减值损失        | (17.59)         | (23.11)          | (11.62)         | (14.14)          | (16.61)          |
| 在建工程              | 11,103.41          | 7,441.27           | 6,292.70           | 6,175.62           | 6,105.37           | 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.00             | 25.26           | 0.76             | (9.19)           |
| 无形资产              | 863.03             | 952.35             | 927.08             | 901.82             | 876.55             | 投资净收益            | 1.73            | (86.13)          | 4.17            | (7.04)           | (21.82)          |
| 其他                | 16,688.60          | 15,035.08          | 11,520.41          | 13,098.39          | 14,076.90          | 其他               | (1,662.48)      | (1,967.86)       | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>128,513.11</b>  | <b>130,369.26</b>  | <b>126,392.36</b>  | <b>126,700.30</b>  | <b>125,604.08</b>  | <b>营业利润</b>      | <b>7,668.31</b> | <b>14,853.69</b> | <b>8,694.49</b> | <b>42,792.40</b> | <b>39,241.53</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>177,265.76</b>  | <b>192,947.61</b>  | <b>234,508.29</b>  | <b>252,803.48</b>  | <b>302,661.61</b>  | 营业外收入            | 322.58          | 376.91           | 236.50          | 280.26           | 304.06           |
| 短期借款              | 22,291.62          | 29,165.44          | 30,000.00          | 30,000.00          | 30,000.00          | 营业外支出            | 380.29          | 300.57           | 243.57          | 290.23           | 303.67           |
| 应付票据及应付账款         | 36,668.91          | 28,343.26          | 56,607.71          | 47,428.27          | 59,290.16          | <b>利润总额</b>      | <b>7,610.60</b> | <b>14,930.03</b> | <b>8,687.42</b> | <b>42,782.43</b> | <b>39,241.92</b> |
| 其他                | 18,816.06          | 19,808.75          | 28,161.44          | 22,531.99          | 31,111.64          | 所得税              | (27.98)         | (3.37)           | (11.52)         | 4.28             | 32.96            |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>77,776.59</b>   | <b>77,317.45</b>   | <b>114,769.15</b>  | <b>99,960.26</b>   | <b>120,401.80</b>  | <b>净利润</b>       | <b>7,638.58</b> | <b>14,933.40</b> | <b>8,698.93</b> | <b>42,778.15</b> | <b>39,208.96</b> |
| 长期借款              | 13,923.31          | 10,646.39          | 7,500.00           | 7,500.00           | 7,500.00           | 少数股东损益           | 734.81          | 1,667.24         | 869.89          | 3,422.25         | 2,352.54         |
| 应付债券              | 8,625.76           | 8,921.28           | 8,921.28           | 8,921.28           | 8,921.28           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>6,903.78</b> | <b>13,266.16</b> | <b>7,829.04</b> | <b>39,355.90</b> | <b>36,856.42</b> |
| 其他                | 7,881.00           | 7,142.40           | 7,142.40           | 7,142.40           | 7,142.40           | 每股收益(元)          | 1.26            | 2.43             | 1.43            | 7.20             | 6.74             |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>30,430.07</b>   | <b>26,710.06</b>   | <b>23,563.67</b>   | <b>23,563.67</b>   | <b>23,563.67</b>   | <b>主要财务比率</b>    | <b>2021</b>     | <b>2022</b>      | <b>2023E</b>    | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     |
| <b>负债合计</b>       | <b>108,661.64</b>  | <b>104,877.23</b>  | <b>138,332.82</b>  | <b>123,523.93</b>  | <b>143,965.48</b>  | <b>成长能力</b>      |                 |                  |                 |                  |                  |
| 少数股东权益            | 14,252.35          | 16,287.03          | 16,963.07          | 19,601.71          | 21,398.58          | 营业收入             | 40.18%          | 58.23%           | -2.58%          | 43.70%           | 7.35%            |
| 股本                | 5,262.36           | 5,472.28           | 5,465.35           | 5,465.35           | 5,465.35           | 营业利润             | -74.80%         | 93.70%           | -41.47%         | 392.18%          | -8.30%           |
| 资本公积              | 9,122.54           | 17,631.34          | 17,631.34          | 17,631.34          | 17,631.34          | 归属于母公司净利润        | -74.85%         | 92.16%           | -40.98%         | 402.69%          | -6.35%           |
| 留存收益              | 37,964.66          | 49,743.87          | 55,828.27          | 86,172.65          | 114,323.59         | <b>获利能力</b>      |                 |                  |                 |                  |                  |
| 其他                | 2,002.21           | (1,064.15)         | 287.43             | 408.50             | (122.74)           | 毛利率              | 16.74%          | 17.50%           | 13.37%          | 29.53%           | 26.43%           |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>68,604.12</b>   | <b>88,070.38</b>   | <b>96,175.47</b>   | <b>129,279.56</b>  | <b>158,696.13</b>  | 净利率              | 8.75%           | 10.63%           | 6.44%           | 22.52%           | 19.65%           |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>177,265.76</b>  | <b>192,947.61</b>  | <b>234,508.29</b>  | <b>252,803.48</b>  | <b>302,661.61</b>  | ROE              | 12.70%          | 18.48%           | 9.88%           | 35.88%           | 26.84%           |
|                   |                    |                    |                    |                    |                    | ROIC             | 13.45%          | 19.10%           | 11.17%          | 47.32%           | 45.97%           |
|                   |                    |                    |                    |                    |                    | <b>偿债能力</b>      |                 |                  |                 |                  |                  |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2021</b>        | <b>2022</b>        | <b>2023E</b>       | <b>2024E</b>       | <b>2025E</b>       | 资产负债率            | 61.30%          | 54.36%           | 58.99%          | 48.86%           | 47.57%           |
| 净利润               | 7,638.58           | 14,933.40          | 7,829.04           | 39,355.90          | 36,856.42          | 净负债率             | 58.88%          | 42.73%           | 11.76%          | -20.11%          | -29.26%          |
| 折旧摊销              | 8,113.37           | 11,215.71          | 12,462.24          | 13,270.04          | 14,074.73          | 流动比率             | 0.62            | 0.80             | 0.94            | 1.26             | 1.47             |
| 财务费用              | 2,290.31           | 3,131.05           | 3,648.22           | 2,621.31           | 2,251.28           | 速动比率             | 0.18            | 0.31             | 0.41            | 0.85             | 0.86             |
| 投资损失              | 12.67              | (46.89)            | (31.79)            | (29.17)            | (23.79)            | <b>营运能力</b>      |                 |                  |                 |                  |                  |
| 营运资金变动            | (5,078.15)         | (7,315.49)         | 17,728.38          | 2,929.99           | (11,037.52)        | 应收账款周转率          | 1,018.31        | 670.85           | 695.96          | 882.13           | 844.48           |
| 其它                | 3,318.25           | 1,092.78           | 895.15             | 3,423.01           | 2,343.35           | 存货周转率            | 2.83            | 3.43             | 2.44            | 3.41             | 3.28             |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>16,295.03</b>   | <b>23,010.55</b>   | <b>42,531.24</b>   | <b>61,571.08</b>   | <b>44,464.46</b>   | 总资产周转率           | 0.53            | 0.67             | 0.57            | 0.72             | 0.68             |
| 资本支出              | 38,785.48          | 15,462.79          | 12,000.00          | 12,000.00          | 12,000.00          | <b>每股指标(元)</b>   |                 |                  |                 |                  |                  |
| 长期投资              | 123.40             | 274.70             | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 每股收益             | 1.26            | 2.43             | 1.43            | 7.20             | 6.74             |
| 其他                | (74,876.59)        | (31,666.21)        | (23,964.84)        | (23,971.73)        | (23,976.21)        | 每股经营现金流          | 2.98            | 4.21             | 7.78            | 11.27            | 8.14             |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>(35,967.71)</b> | <b>(15,928.72)</b> | <b>(11,964.84)</b> | <b>(11,971.73)</b> | <b>(11,976.21)</b> | 每股净资产            | 9.94            | 13.13            | 14.49           | 20.07            | 25.12            |
| 债权融资              | 19,096.92          | 3,060.18           | (5,960.05)         | (2,621.31)         | (2,251.28)         | <b>估值比率</b>      |                 |                  |                 |                  |                  |
| 股权融资              | 1,378.61           | 1,648.87           | (593.84)           | (9,674.07)         | (9,792.39)         | 市盈率              | 32.05           | 16.68            | 28.26           | 5.62             | 6.00             |
| 其他                | (6,304.53)         | (2,288.49)         | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 市净率              | 4.07            | 3.08             | 2.79            | 2.02             | 1.61             |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>14,171.00</b>   | <b>2,420.57</b>    | <b>(6,553.89)</b>  | <b>(12,295.37)</b> | <b>(12,043.66)</b> | EV/EBITDA        | 18.65           | 10.99            | 9.59            | 3.44             | 3.28             |
| 汇率变动影响            | 14.40              | (133.02)           | (27.62)            | (36.21)            | (45.61)            | EV/EBIT          | 35.51           | 18.40            | 19.26           | 4.44             | 4.39             |
| <b>现金净增加额</b>     | <b>(5,487.29)</b>  | <b>9,369.39</b>    | <b>23,984.90</b>   | <b>37,267.77</b>   | <b>20,398.98</b>   |                  |                 |                  |                 |                  |                  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | A 栋 23 层 2301 房          | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 邮编：570102                | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 电话：(0898)-65365390       | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |