

# 牧原股份 (002714.SZ)

## 深耕生猪养殖的龙头标杆，低成本助力穿越周期

买入

### 核心观点

**公司简介：全国生猪养殖龙头企业，单位超额盈利优势显著。**牧原股份是管理水平优秀的生猪标杆企业，成本长期保持行业第一，且公司在2023Q1-Q3持续挖潜，预计2023Q3商品猪完全成本约14.5元/kg，相较行业的单头养殖超额盈利近350元。公司产能储备充裕，截至2023年底，能繁存栏为312.9万头，2023年出栏生猪6382万头，2024年同比有望稳健增长。基于长期积累的二元回交育种体系，公司也有望在周期上行期实现种猪产能迅速上量，或受益猪价反转带来的量价齐升红利。

**生猪行业：周期已进入右侧，看好2024年板块景气上行。**2024年春节后猪价淡季不淡，表现超预期，一方面因为2023Q4北方猪病造成产能去化较大；另一方面，行业对今年下半年高猪价形成预期，二次育肥与压栏惜售较多，驱动猪价提前反映基本面。从周期角度看，行业从2022年底开始产能去化，截至目前已持续一年多，且2023年下半年北方猪瘟对阶段性产能扰动很大，行业实际产能并不多。我们认为后续产能大趋势会延续去化，一是高杠杆高成本产能在当前猪价下现金流依然承压；二是南方将进入雨季非瘟多发期。在实际行业产能不多的情况下，后续潜在重新亏损和猪瘟都可能启动更大的周期反转。

**公司看点：管理体系持续精进，行业高质量发展引领者。**牧原的管理能力处于行业领先，从价值的角度看，通过持续的超额盈利，未来公司有望继续做大做强。公司优秀的管理水平具体分软、硬实力两方面表现，软实力上，公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效；硬实力上，牧原从2018年开始布局智能化养猪，持续挖潜成本下降空间，引领养猪智能化技术升级，同时公司在土地、资金、人才等扩张必要要素上储备充裕，为未来产能持续扩张奠定坚实基础。此外，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，2023年合计屠宰生猪1326万头，同比增长80%，产能利用率由2022年的25%提升至46%。截至2023年年底，公司有育肥产能8000万头/年；投产10家屠宰厂，设计屠宰产能2900万头/年，养殖屠宰双发展战略有望打开增长新空间。

**盈利预测与估值：**预计23-25年归母净利润-42.67/152.60/251.82亿元，EPS分别为-0.78/2.79/4.60元。通过多角度估值，预计公司合理估值53.0-55.8元，相对目前股价有15%-25%溢价，维持“买入”评级。

**风险提示：**生猪及原料价格波动风险、不可控动物疫病大规模爆发的风险。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	78,890	124,826	115,157	139,907	150,469
(+/-%)	40.2%	58.2%	-7.7%	21.5%	7.5%
归母净利润(百万元)	6904	13266	-4267	15260	25182
(+/-%)	-74.9%	92.2%	—	457.6%	65.0%
每股收益(元)	1.31	2.42	-0.78	2.79	4.60
EBIT Margin	10.4%	12.5%	-2.3%	13.6%	19.6%
净资产收益率 (ROE)	12.7%	18.5%	-6.2%	19.3%	26.1%
市盈率 (PE)	34.2	18.5	-57.6	16.1	9.8
EV/EBITDA	21.2	13.1	40.7	11.3	8.0
市净率 (PB)	4.35	3.42	3.58	3.10	2.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

#### 农林牧渔 · 养殖业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
liruinan@guosen.com.cn  
S0980523030001

联系人：江海航  
010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	53.00 - 55.80元
收盘价	44.89元
总市值/流通市值	245340/164324百万元
52周最高价/最低价	49.94/31.17元
近3个月日均成交额	938.50百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《牧原股份(002714.SZ)-2023 季报点评：养殖成本稳步下降，经营性现金流保持正向流入》——2023-11-01
- 《牧原股份(002714.SZ)-2023 半年报点评：养殖成本稳步下降，屠宰板块发展向好》——2023-08-18
- 《牧原股份(002714.SZ)-2023 半年报业绩点评：Q2 生猪成本明显下降，养殖成绩进步显著》——2023-07-17
- 《牧原股份(002714.SZ)-2022 年年报及 2023 一季报点评：养殖成本稳步下降至 15.5 元/公斤以下，2023 年出栏有望稳步增长》——2023-04-30
- 《牧原股份(002714.SZ)-2022 年三季报点评：Q3 归母净利润为 81.96 亿元，有望受益猪价景气上行》——2022-10-25

## 内容目录

<b>公司概况：管理持续精进的生猪养殖龙头</b> .....	<b>5</b>
公司简介：深耕生猪养殖，下游延伸屠宰 .....	5
公司治理：股权结构稳定且集中，高管增持彰显发展信心 .....	5
经营情况：成本保持稳健下降趋势，头均超额收益明显 .....	7
<b>生猪行业：猪周期已进入右侧，看好生猪板块上行趋势</b> .....	<b>10</b>
本轮周期回顾：2021 年开启周期下行，亏损程度和时间长度达到历史极限 .....	10
本轮周期现状：行业资产负债表逐步恶化，养殖群体差异较大 .....	11
本轮周期预判：周期已进入右侧，看好下半年猪价景气上行 .....	12
<b>公司看点：软硬优势兼具，成本行业领先</b> .....	<b>15</b>
软实力优势：团队管理水平优秀，激励创新焕发活力 .....	15
硬实力优势：育种技术领先，行业智能化养猪先行者 .....	18
<b>盈利预测</b> .....	<b>24</b>
假设前提 .....	24
未来 3 年业绩预测 .....	25
盈利预测的敏感性分析 .....	26
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>27</b>
绝对估值：52.9-56.1 元 .....	27
相对估值：53.0-55.8 元 .....	28
投资建议 .....	29
<b>风险提示</b> .....	<b>30</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 牧原股份的业务范围涵盖饲料、育种、养殖、屠宰及加工等生猪全产业链	5
图 2: 牧原股份生猪、屠宰肉食收入的历年变化情况	5
图 3: 牧原历年生猪出栏量及屠宰量情况 (万头)	5
图 4: 牧原股份股东结构图 (截止 2023 年三季度)	6
图 5: 牧原股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	8
图 6: 牧原股份归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	8
图 7: 牧原股份在建工程及增速 (单位: 亿元、%)	8
图 8: 牧原股份固定资产及增速 (单位: 亿元、%)	8
图 9: 牧原股份生产性生物资产及增速 (单位: 亿元、%)	9
图 10: 牧原股份货币资金及增速 (单位: 亿元、%)	9
图 11: 本轮周期猪价复盘情况	10
图 12: 2010 年以来全国 22 个省市猪粮比价与盈亏线对比情况	11
图 13: 行业整体资产负债率较上轮周期明显抬升	11
图 14: 二元后备母猪价格处于历史底部	12
图 15: 淘汰母猪价格触底	12
图 16: 2024 年春节后猪肉价格 (元/kg) 表现淡季不淡	13
图 17: 样本仔猪出生量从 2023 年 9 月开始逐月下滑	13
图 18: 仔猪价格从 2024 年 1 月开始反弹	13
图 19: 样本二育销量近期环比增加	13
图 20: 样本宰后均重近期开始环比增加	13
图 21: 全国能繁母猪存栏月度环比变化情况	14
图 22: 行业窝均健仔数和配种分娩率在 2023 年冬季下滑明显	14
图 23: 2024 年 2 月底全国能繁存栏数量为 4024 万头, 位于产能正常波动的绿色区间	14
图 24: 牧原股份积极向上的企业文化培育出有责任心的员工, 助力公司成本持续下降	15
图 25: 牧原股份的经营宗旨与核心价值观等-牧原基本法	16
图 26: 师徒传帮带制度帮助新员工快速成长、实现标杆复制	17
图 27: 公司高管宣誓承诺	17
图 28: 牧原股份已完成一代 65 后领导与二代 90 后接班人的双核管理队伍搭建	18
图 29: 牧原的二元轮回育种体系示意图	19
图 30: 行业传统三元育种体系示意图	19
图 31: 空气过滤猪舍可实现单个栏舍的精准通风	20
图 32: 公司内乡楼房养殖猪场拥有全球最大的智能饲喂机器人, 实现饲料加工与智能饲喂一体化	20
图 33: 牧原股份已研发了包括智能声音采集器、无针注射器、消毒弥雾机、智能水源消毒机等多种先进的智能养殖设备	20
图 34: 智能养猪专家设备-前端实现温度、湿度、猪只卧姿、体重等多维度的检查监测	21
图 35: 智能养猪专家设备-后台物联网远程实时监控	21
图 36: 公司 2018-2022 年猪病检测投入达 9.2 亿元	21

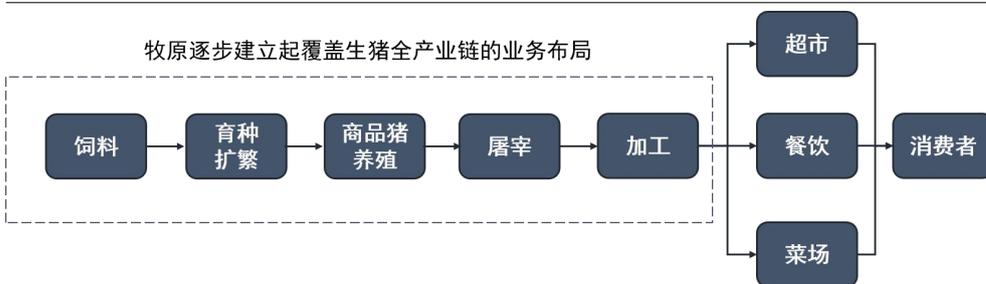
图 37: 公司拥有覆盖研发、检测、生产的领先兽医团队 .....	21
图 38: 公司员工数量保持稳健增加 .....	22
图 39: 公司 2019 年起加大了本科以上学历的员工招聘 .....	22
图 40: 牧原股份是行业楼房养猪先行者, 内乡 210 万头楼房养殖项目成本已达到领先水平 .....	22
表 1: 牧原股份上市来已累计实施 10 次分红 .....	6
表 2: 牧原部分董事、监事、高级管理人员及核心管理、技术、业务人员拟 2023 年 10 月起增持的金额 .....	7
表 3: 2018Q1-2023Q3 阶段生猪养殖行业上市企业整体结余现金数量不大 (单位: 亿元) .....	12
表 4: 公司员工持股计划及股权激励所认购股权比例合计超公司总股本 10% .....	16
表 5: 牧原围绕环控、饲喂、防疫等生猪生长需求推进智能化设备研发 .....	20
表 6: 牧原股份善用多种融资工具, 历史上合计股权及债权的直接融资规模已接近 400 亿元 .....	23
表 7: 牧原股份业务拆分 .....	25
表 8: 牧原股份未来 3 年盈利预测表 .....	25
表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	26
表 10: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	27
表 11: 资本成本假设 .....	27
表 12: 牧原股份 FCFE 估值表 .....	27
表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	28
表 14: 同类公司估值比较 .....	28

## 公司概况：管理持续精进的生猪养殖龙头

### 公司简介：深耕生猪养殖，下游延伸屠宰

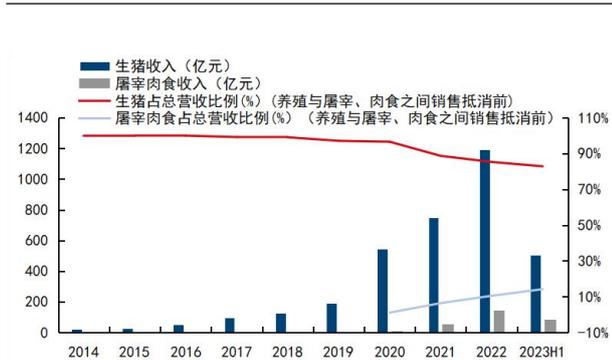
牧原股份是我国生猪养殖产业链一体化的龙头企业，已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰为一体的生猪产业链，2023 年公司实现生猪出栏 6381.6 万头，其中商品猪 6226.7 万头，仔猪 136.7 万头，种猪 18.1 万头，规模化养殖全国第一，预计 2024 年生猪出栏有望继续保持同比增长。公司深耕生猪养殖领域，并从 2020 年起逐步在下游屠宰加工板块延伸，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，2023 年合计屠宰生猪 1326 万头，同比增长 80%，产能利用率由 2022 年的 25% 提升至 46%。截至 2023 年年底，公司有育肥产能 8000 万头/年；投产 10 家屠宰厂，设计屠宰产能 2900 万头/年，养殖屠宰双发展战略有望打开增长新空间。

图1：牧原股份的业务范围涵盖饲料、育种、养殖、屠宰及加工等生猪全产业链



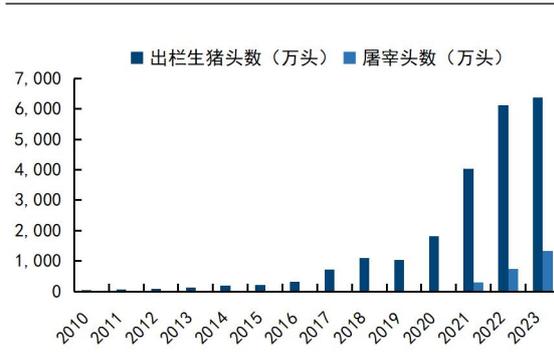
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：牧原股份生猪、屠宰肉食收入的历年变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：牧原历年生猪出栏量及屠宰量情况（万头）

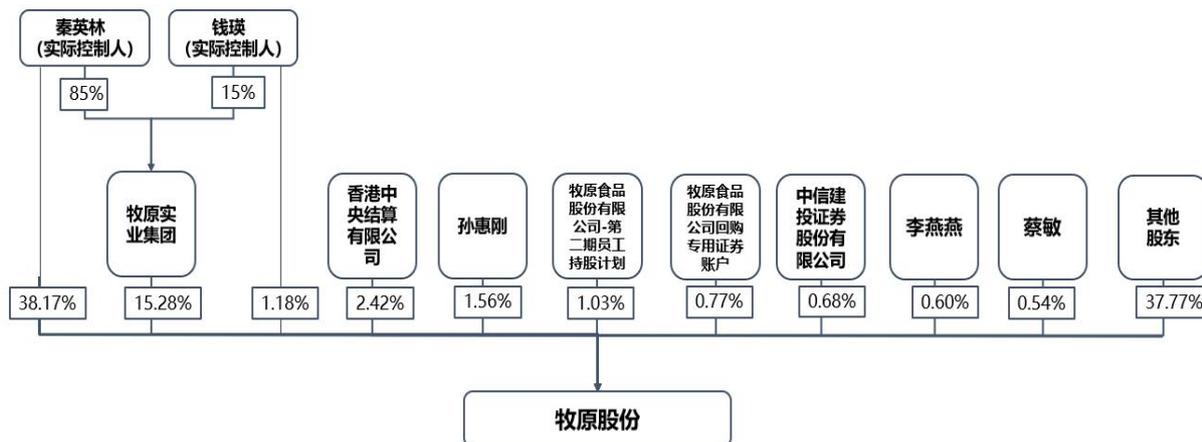


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预计

### 公司治理：股权结构稳定且集中，高管增持彰显发展信心

公司股权结构较为集中。秦英林及其妻子钱瑛为牧原股份的共同实际控制人，根据 2023 年三季报披露，两人直接持有及通过牧原实业间接持有牧原股份的股权比例合计为 54.63%，对公司拥有绝对控制权。此外，公司重视分红，2014 年上市以来实现对全体股东分红 10 次，累计分红 139.9 亿元，占历史盈利比例约 24.08%。

图4：牧原股份股东结构图（截止 2023 年三季度）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表1：牧原股份上市来已累计实施 10 次分红

分红统计	具体情况
上市年	2014 年
上市以来已实施现金分红	10 次
上市以来累计实现净利润（万元）	5,808,090.58
上市以来累计现金分红（万元）	1,398,635.63
上市以来分红率	24.08%
近三年累计净利润（万元）（2020 年至 2023Q3 末）	4,762,135.61
近三年累计现金分红（万元）（2020 年至 2022 年末）	1,081,587.58
近三年累计分红占比	22.71%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（上述近三年对应的统计时间为 2020 年至 2022 年）

**公司核心高管及骨干团队增持彰显对未来公司发展充满信心。**据公司 2023 年 10 月 19 日公告，公司控股股东及实际控制人之子，合计计划增持金额不低于人民币 5 亿元（含）且不超过人民币 10 亿元（含）。此外，据公司 2023 年 10 月 24 日公告，部分董事、监事、高级管理人员及核心管理、技术、业务人员，合计计划增持不低于人民币 10 亿元（含）且不超过人民币 12 亿元（含）的股份，拟自 2023 年 10 月 25 日起 6 个月内实施。截至 2024 年 1 月 19 日，公司部分董监高及核心人员增持股份计划已实施完成，合计增持 3043.93 万股，增持金额达 11.99 亿元，占公司总股本比例 0.557%；公司控股股东牧原集团、实际控制人之子秦牧原合计增持金额达 2001.28 万元，将继续按照相关增持计划，在增持期限内合规完成股份增持计划，彰显了公司高管及骨干团队对公司未来的发展前景充满信心。

表2: 牧原部分董事、监事、高级管理人员及核心管理、技术、业务人员拟 2023 年 10 月起增持的金额

姓名	职务	购买金额下限 (万元)	购买金额上限 (万元)
高瞻	首席财务官	5,900	6,000
曹治年	副董事长、常务副总裁、财务负责人	5,900	6,000
杨瑞华	副总裁	5,900	6,000
李彦朋	养猪生产首席运营官	4,400	4,500
王春艳	首席人力资源官 (CHO)	3,900	4,000
牛旻	兽医负责人	3,900	4,000
褚柯	副总裁	3,900	4,000
徐绍涛	牧原肉食总经理	2,400	2,500
袁合宾	首席法务官 (CLO)	2,400	2,500
王志远	发展建设总经理	2,400	2,500
秦军	董事会秘书、首席战略官	1,350	1,500
苏党林	监事会主席	1,350	1,500
张玉良	首席智能官 (CAIO)	280	300
李付强	监事	80	100
张萌	核心技术带头人	790	800
朱红倩	核心技术带头人	490	500
谢贤斌	核心技术带头人	490	500
夏德利	核心技术带头人	290	300
鲁璐	核心技术带头人	290	300
师子彪	核心技术带头人	290	300
周耀昌	核心技术带头人	290	300
杜静芳	核心技术带头人	290	300
胡义勇	核心技术带头人	290	300
何秋梅	核心技术带头人	290	300
张磊	核心技术带头人	390	400
其他核心管理、技术、业务人员		51,750	70,300
合计		100,000	120,000

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 经营情况: 成本保持稳健下降趋势, 头均超额收益明显

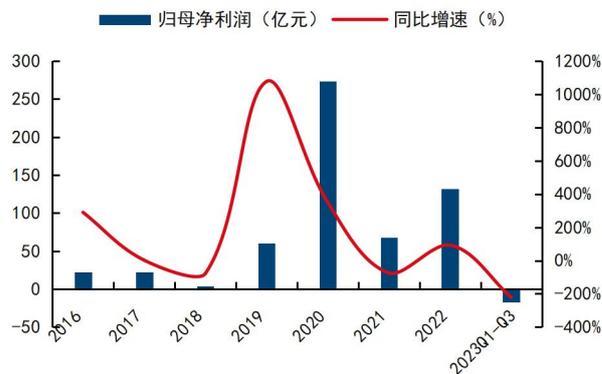
2023Q3 业绩表现优秀, 头均超额收益优势显著。公司 2023Q1-Q3 营收 829.7 亿元, 同比+2.72%, 归母净亏损 18.4 亿元, 同比减少 221.82%, 主要系 2023 年前三季度整体的生猪均价水平同比下降, 公司养殖盈利承压。单三季度看, 公司 2023Q3 归母净利盈利 9.37 亿元, 同比减少 88.57%, 环比扭亏为盈, 主要系 2023Q3 猪价虽然同比下降明显, 但环比回暖, 我们测算 2023Q3 牧原股份单头养殖盈利接近 80 元, 相较行业的超额收益明显。

图5: 牧原股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 牧原股份归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

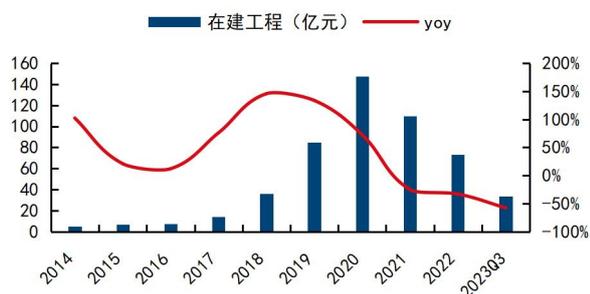


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预计

**养殖成本逐季改善, 资产负债率环比下降。**成本方面, 牧原股份在 2023Q1-Q3 保持下降趋势, 预计 2023Q3 平均商品猪完全成本达 14.5 元/kg 左右, 主要来源于饲料原材料价格下降, 及公司生猪养殖成绩明显改善, 在生猪健康管理、疫病净化等方面取得了显著成效。出栏方面, 2023 年公司实现生猪出栏 6381.6 万头, 其中商品猪 6226.7 万头, 仔猪 136.7 万头, 种猪 18.1 万头。截至 2023 年年底, 公司能繁母猪存栏为 312.9 万头, 2024 年出栏同比有望继续稳健增长。

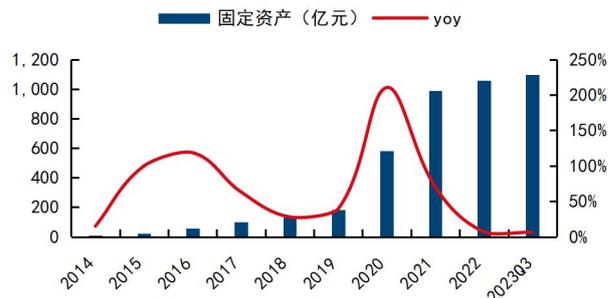
公司对扩产总体保持稳健策略, 截至 2023 年 9 月末, 公司在建工程为 34.76 亿元, 较 2023Q2 末减少 29.2%; 固定资产总额为 1103.38 亿元, 较 2023Q2 末增加 10.50%; 生产性生物资产达 78.12 亿元, 较 2023Q2 末增加 1.36%。此外, 公司 2023Q3 末资产负债率达 59.65%, 较 2023Q2 末减少 0.41pct; 货币资金达 157.63 亿元, 较 2023Q2 末减少 10.20%, 资金储备整体依然充裕。

图7: 牧原股份在建工程及增速 (单位: 亿元、%)



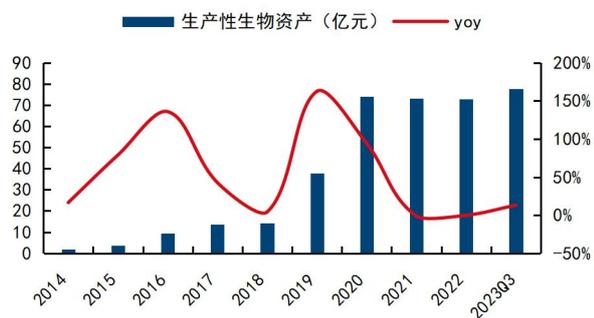
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 牧原股份固定资产及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预计

图9: 牧原股份生产性生物资产及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 牧原股份货币资金及增速 (单位: 亿元、%)



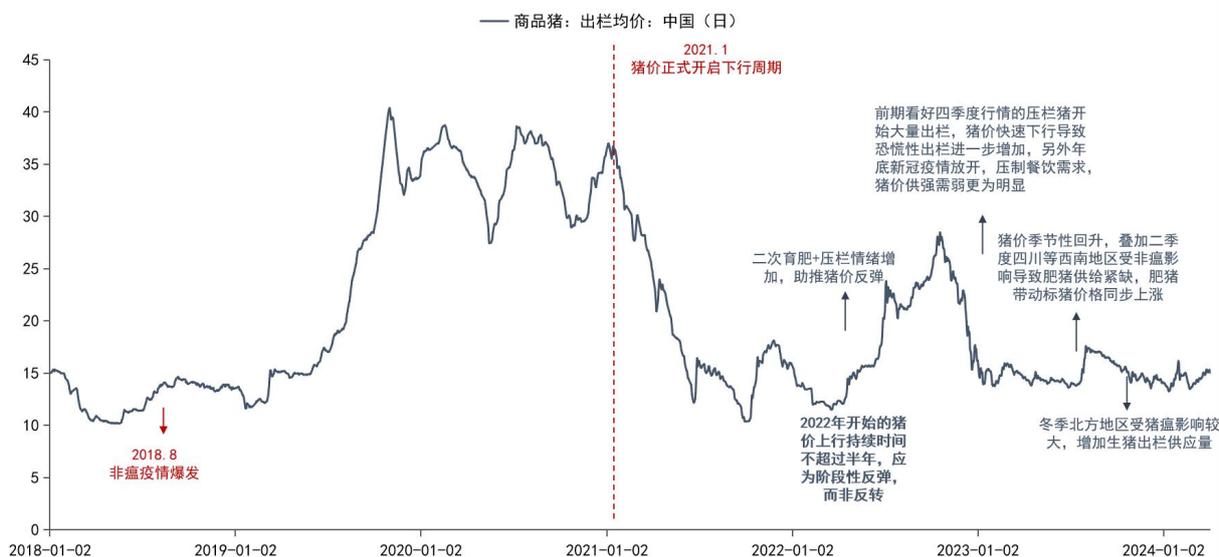
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预计

## 生猪行业：猪周期已进入右侧，看好生猪板块上行趋势

### 本轮周期回顾：2021 年开启周期下行，亏损程度和时间长度达到历史极限

本轮周期猪价自 2021 年开始进入下行，2018 年 8 月国内首次暴发非洲猪瘟疫情后，生猪供给明显收缩，猪价一路上行，2019-2020 年行业实现了高盈利，纷纷加大母猪及固定资产的产能扩张投入，从 2019 年年底开始全国能繁存栏环比转正，随着母猪产能恢复，商品猪供给增多，2021 年 1 月猪价正式开启下行周期，至今磨底时间接近 3 年。截至 2024 年 2 月末，农业部披露的全国能繁母猪存栏达 4024 万头，较最近的存栏次高点（2022 年 12 月末）累计去化 8.0%，较本轮周期能繁母猪存栏高点（2021 年 6 月末）累计去化 11.5%。

图11：本轮周期猪价复盘情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业在本轮猪价下行期经历了历史少有的深度亏损，猪粮比在 2021 年下半年、2022 上半年、2023 上半年重回历史最差。从 2010 年以来的猪粮比价水平来看，历史上猪价探底阶段，猪粮价最低基本不超过 5，连续亏损的时间半年就是极限。自 2022 年年底至今，行业基本维持亏损状态，截至 2024 年 3 月底的连续亏损持续时间已超过 15 个月，2023 年全年行业单头平均亏损预计接近 300 元左右，亏损程度及持续时间已达到历史极限水平。

图12: 2010 年以来全国 22 个省市猪粮比价与盈亏线对比情况

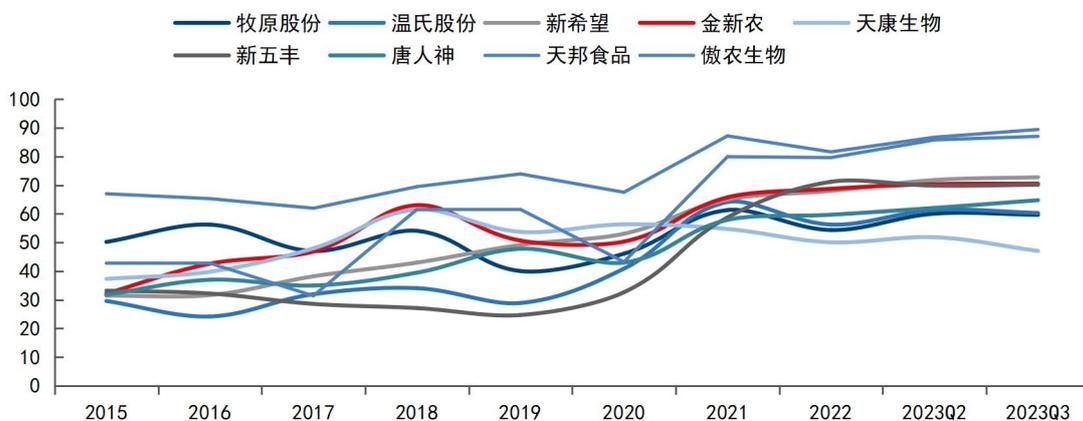


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 本轮周期现状：行业资产负债表逐步恶化，养殖群体差异较大

高盈利转化为固定资产开支，猪企杠杆率普遍再上新阶。2019-2020年行业的高盈利，由于周期顶部的持续扩张，均转化成固定资产。2021-2023年行业进入下行周期，产业经营活动现金流失血，主要靠筹资性现金流支撑，上市公司通过定增、可转债等方式融资来补充现金流。从上市公司报表来看，本轮周期行业整体的资产负债率较上一轮周期底部的最差阶段（2018年）明显抬升，行业资产负债率中枢水平达到70-75%，个别企业已接近90%，行业需要一波大的盈利才有望实现资产负债表修复。另外，上市公司间的资产负债率离散度也较大，资金储备与后续融资空间存在明显差异。非上市的规模企业融资渠道更加有限，主要依赖银行贷款和上游账期维持周转，行业整体资金面压力较大，周期底部信号明显。

图13: 行业整体资产负债率较上轮周期明显抬升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 2018Q1-2023Q3 阶段生猪养殖行业上市企业整体结余现金数量不大 (单位: 亿元)

单位: 亿元	经营性现金流净额加总	投资性现金流净额加总	筹资性现金流净额加总	结余现金数量
牧原股份	805.26	-1,304.50	590.35	91.10
温氏股份	507.45	-500.09	48.67	56.03
新希望	298.37	-720.44	492.52	70.45
金新农	9.21	-23.25	17.01	2.97
天康生物	36.87	-72.33	55.97	20.52
新五丰	-7.28	-12.83	34.31	14.20
唐人神	21.01	-91.08	92.68	22.61
正邦科技	14.95	-200.09	174.61	-10.53
天邦食品	55.37	-93.74	38.35	-0.03
傲农生物	23.77	-100.96	77.96	0.77

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**母猪价格触达历史底部，行业补栏情绪在资金压力与猪瘟疫情扰动下长期低迷。**根据钢联数据披露，2024年3月29日二元后备母猪价格约1544元/头，同比下降5.01%，处于历史底部位置。淘汰母猪价格同步触底，自2023年10月起跌破10元/公斤，2024年3月29日最新约9.74元/公斤。

图14: 二元后备母猪价格处于历史底部



资料来源: 钢联数据、国信证券经济研究所整理

图15: 淘汰母猪价格触底



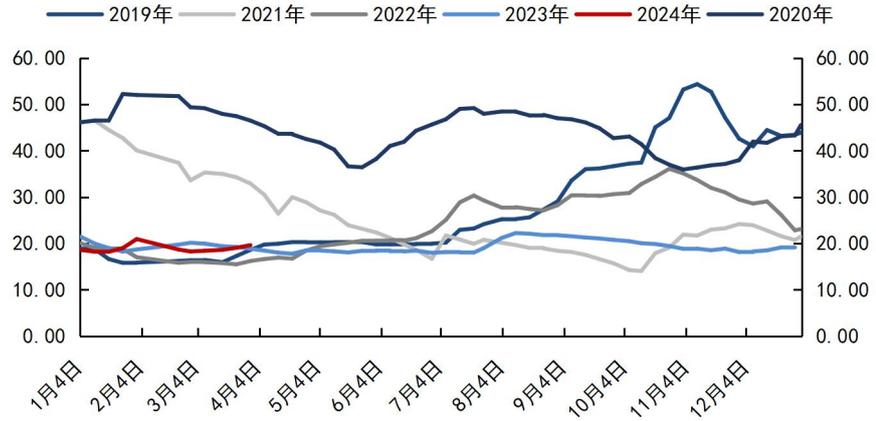
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 本轮周期预判：周期已进入右侧，看好下半年猪价景气上行

### 短期猪价分析：猪价表现淡季不淡，周期进入右侧

**2024年春节后猪价淡季不淡，表现超预期。**我们认为近期猪价走强有两方面原因，一方面，2023Q4北方区域受到冬季猪瘟影响带来的产能去化幅度较大，从协会统计的样本仔猪出生数来看，2023年9月开始出生仔猪数逐月环比下滑，2024年1月新生仔猪数较前期2023年8月高点累计下滑幅度达6%，相应的，断奶仔猪价格也在2024年1月开始拉涨，一定程度上反映行业仔猪供给阶段性收缩的趋势，考虑到从仔猪出生到育肥猪出栏大概需要6个月左右，由此可推导对应2024年Q2开始商品猪出栏数量会逐步收缩。另一方面，行业对今年下半年高猪价的基本面形成一致预期，近期二次育肥与压栏惜售开始增加，由此驱动猪价提前体现活猪供给收缩的基本面。

图16: 2024年春节后猪肉价格(元/kg)表现淡季不淡



资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图17: 样本仔猪出生量从2023年9月开始逐月下滑



资料来源: 畜牧业协会、国信证券经济研究所整理

图18: 仔猪价格从2024年1月开始反弹



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图19: 样本二育销量近期环比增加



资料来源: 涌益咨询、国信证券经济研究所整理

图20: 样本宰后均重近期开始环比增加

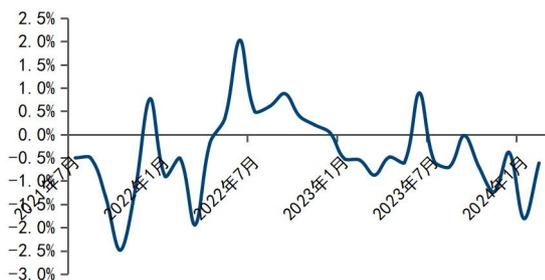


资料来源: 钢联数据、国信证券经济研究所整理

### 中期猪价预判：2024H2 行业供给收缩，看好下半年板块景气上行

2024H2 行业商品猪供给量预计将明显收缩。从母猪产能推导来看，2024H2 商品猪供应预计将明显低于 2023H2 同期，官方口径下，2024H2 商品猪出栏所对应 10 个月前能繁存栏均值为 4143 万头，整体低于 2023H2 出栏对应能繁均值约 5.2%；同时 2023Q4 行业生产效率受到冬季非洲猪瘟影响扰动较大，涌益咨询统计样本的产房存活率、断奶成活率、配种分娩率等生产指标数据在 2023 年 11 月-2024 年 1 月期间大幅下滑，预计将对 2024Q4 商品猪的供应端产生影响。

图21：全国能繁母猪存栏月度环比变化情况



资料来源：农业部、国信证券经济研究所整理

图22：行业窝均健仔数和配种分娩率在 2023 年冬季下滑明显

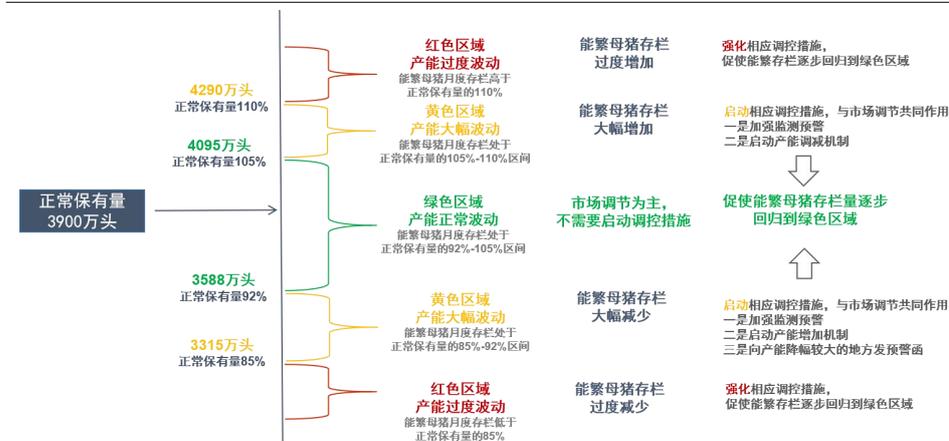


资料来源：涌益咨询、国信证券经济研究所整理

后续预计行业产能大趋势会延续去化。从周期角度看，行业从 2022 年底开始产能去化，截至目前已持续一年多，当前行业实际产能并不多。2024 年 2 月 29 日，农业农村部印发了《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》的通知，“十四五”后期，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 3900 万头左右。2024 年 2 月底全国能繁存栏数量为 4024 万头，位于产能正常波动的绿色区间。

我们认为后续产能大趋势会延续去化，一方面，行业高杠杆高成本产能在当前猪价下现金流依然承压，金融去杠杆压力持续存在；另一方面，南方即将进入雨季，考虑到南方养殖密度大幅提升，行业可能会持续受到非瘟疫情干扰。在实际行业产能不多的情况下，后续潜在重新亏损和猪瘟疫情都可能启动更大的周期反转。

图23：2024 年 2 月底全国能繁存栏数量为 4024 万头，位于产能正常波动的绿色区间



资料来源：农业部、国信证券经济研究所整理

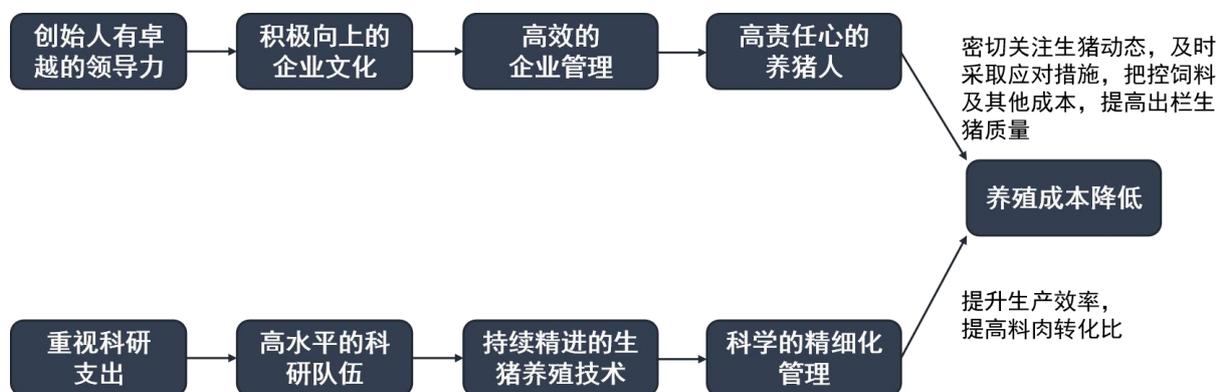
## 公司看点：软硬优势兼具，成本行业领先

### 软实力优势：团队管理水平优秀，激励创新焕发活力

#### ◆ 专业且专注的管理团队：董事长深耕养猪三十年，注重对员工责任心的培养。

牧原股份管理团队专业且专注，坚持技术创新驱动，引领养猪业工业化、自动化、智能化升级。公司董事长及总裁秦英林是行业内少有的专注养猪三十年，且科班出身的企业家。在企业文化塑造上，公司以“为大众生产安全健康的猪肉食品，推进行业健康发展”为使命，以“让人们吃上放心猪肉，享受丰盛人生，让公司成为一家受人尊重的企业”为愿景。在人才引进上，高度重视人才的价值取向，始终秉持选择“品性纯正，高度社会责任感”的选人理念，恪守“内方外正、坚守原则；诚实守信、勇担责任；乐于分享、甘于奉献”的用人理念，注重对员工社会责任感与工作责任心的培养。

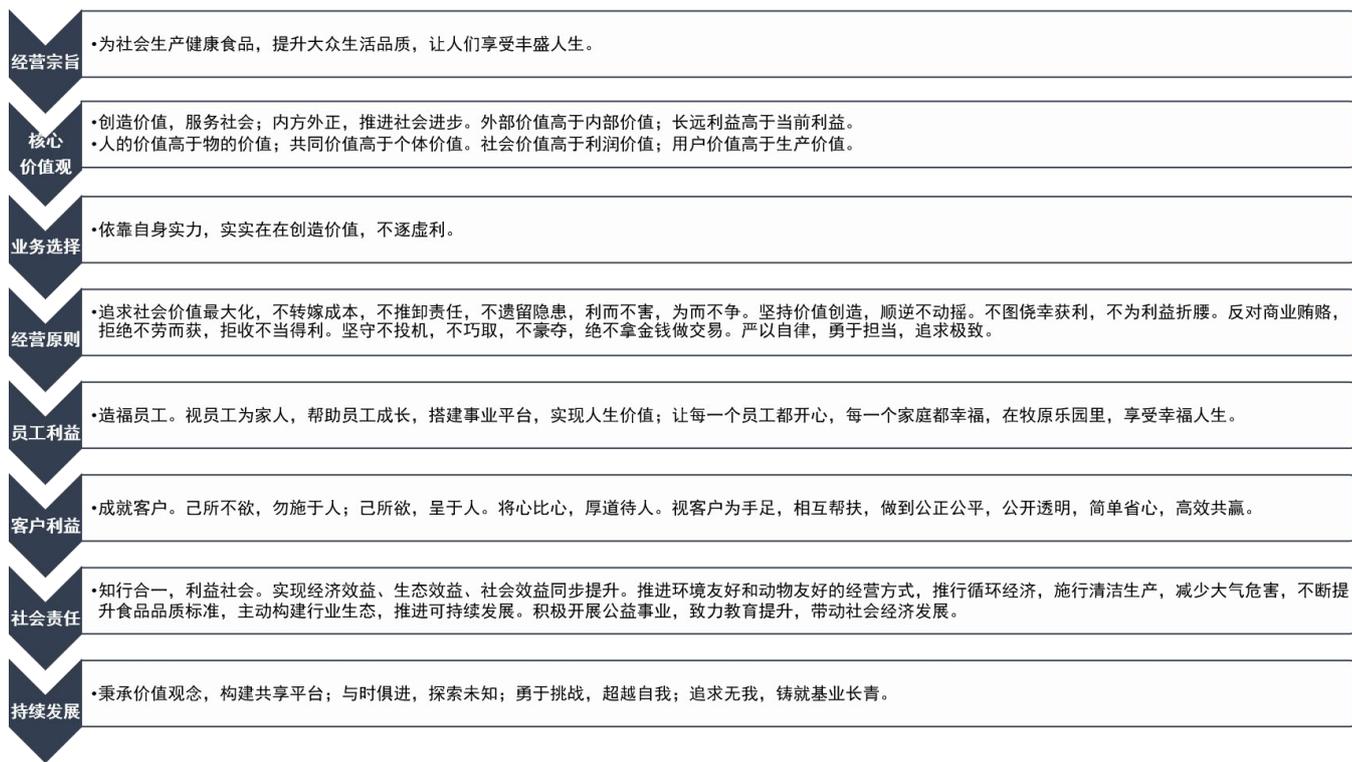
图24：牧原股份积极向上的企业文化培育出高责任心的员工，助力公司成本持续下降



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

在发展战略上，管理层坚持技术驱动，带动公司从资本密集型企业向技术密集型企业转型。自1992年创建以来，牧原持续钻研，成功对生猪育种、饲料营养、疫病防控、智能养殖、养猪环保等一系列养猪技术难题进行攻关，不断破局立新，目前公司拥有一支1700多人的养猪技术研发团队，累计申请专利1559项。通过推进智能化创新，公司研发出基于大数据、人工智能与工业互联网基础的智能设备与软件技术，并成功应用到养猪生产全环节，真正做到让猪住得好、吃得好，实现养猪流程的标准化，从而助力公司成本持续下降，单头超额盈利水平稳坐行业第一梯队。

图25: 牧原股份的经营宗旨与核心价值观等-牧原基本法



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 重视创业、创新文化：公司激励制度得当，充分调动员工的主观能动性。

牧原股份是生猪行业最早实行股权激励制度的企业之一，上市后于 2015 年至今陆续推出 3 期员工持股计划和 2 次限制性股票激励计划。截止到目前，牧原股份员工持股计划及股权激励所认购的股权比例合计超公司总股本 10%。

表4: 公司员工持股计划及股权激励所认购股权比例合计超公司总股本 10%

草案公告日	项目	参与对象	认购数量（万股）	占公告日股本总额比例
2015/9/26	第一期员工持股计划	公司董事（不包括独立董事）、监事、高管、公司及子公司员工等 500 人	2235.37	3.86%
2016/8/9	第二期员工持股计划	公司员工，不包括董事、监事、高管等 432 人	4053.51	3.50%
2017/6/30	第三期员工持股计划	公司董事（不包括独立董事）、监事、高级管理人员、公司及子公司员工等 5000 人	2669.24	2.30%
2019/12/2	限制性股票	核心管理和技术人员等 911 人	5338.81	2.47%
2022/2/12	限制性股票	高管、核心管理和技术人员等共计 6093 人	8108.07	1.54%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2023 年开始推行员工共创共享机制，对员工激励制度进行创新升级，有望进一步缩小场区成本差距。目前公司内部不同养殖区域、场线的成本方差依然较大，2023 年 1-9 月，公司生猪养殖平均成本为 15.0 元/kg，从场线成本分布情况来看，在平均成本上下波动 1-2 元/kg 的场线占比约 60%，在平均成本上下波动 2 元/kg 的场线占比约 85%。考虑到当前公司的智能化装备、营养管理、生物安全防控、健康管理等系统在全国范围内均已推广并应用，因此不同区域养殖成本的差异主要来源于管理人员和一线养殖员工的管理水平和执行能力差异。

因此为鼓励一线员工快速学习、并充分落地执行养猪新技术，公司 2023 年开始推行员工共创共享的激励机制，引导有能力的员工竞聘饲养更多单元的猪，并帮助能力不足的员工快速成长、提升，猪养得越好，奖金拿得越高，从而实现公司养殖成本降低、与员工自身奖金提升的共赢。从公司已试点情况来看，共创共享机制的激励效果显著，以辽宁区域的一位哺乳段共创合伙人作为例，实行共创共享激励机制后，业绩表现提升约 20%，奖金提升约 50%。截至 2023 年 11 月底，已推广共创制的养殖单元占公司整体养殖单元约 4%，预计未来随新制度推广落地，有望进一步带动公司养殖效率提升。

此外，公司重视创新研发激励，以创新成果为导向，无论内部外部人员、无论专业非专业人员、无论课题难度大小，奖励标准一致，通过充分奖励的措施，激发员工创新潜能。为了激发更多从 0 到 1 的突破者和领头人，推进创新与生产实践相结合，将研发成果转化落地，公司设立百亿创新项目奖金，将每年 6 月 22 日定为养猪节，对做出突出成果的创新带头人及团队给予重奖，有望进一步推进行业技术升级。

◆ 人才培养梯队完善：管理层实现新老两代的双核布局，助力公司长远发展。

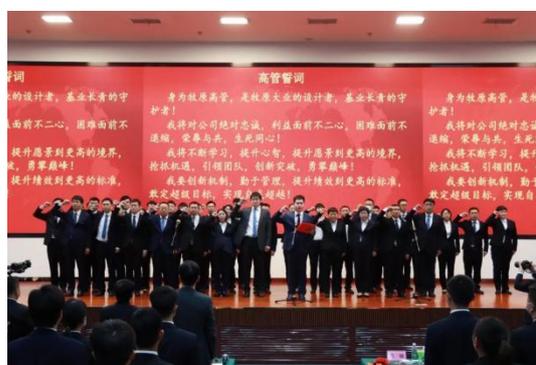
在新员工培养上，公司实行“师徒传帮带”制度，为每位新员工匹配品行纯正、技能精湛、经验丰富的优秀老员工作为师傅，有利于新入职员工快速适应新环境，掌握工作技能。在干部选拔上，公司敢于启用“少年大将军”，从实战中选拔人才，以业绩作为评价和选拔干部的核心标准，目前公司高层管理团队已完成一代 65 后领导与二代 90 后接班人的双核管理队伍搭建，每一个岗位干部都培养了相应的接班人，为公司长远发展打下了坚实基础。

图26: 师徒传帮带制度帮助新员工快速成长、实现标杆复制



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图27: 公司高管宣誓承诺



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图28: 牧原股份已完成一代 65 后领导与二代 90 后接班人的双核管理队伍搭建

一代高管 65后	秦军 1974 董事会秘书	杨瑞华 1977 副总裁	曹治年 1977 副董事长 财务负责人	秦英林 1965 董事长 总经理	钱瑛 1966 董事	褚柯 1982 副总裁	苏党林 1969 监事会主席	
二代接班人 90后	王志远 1988 运营管理部 经理	牛旻 1989 兽医总监	王春艳 1992 人资首席官 人事管理 绩效管理	高瞳 1994 首席财务官 运营管理	秦牧原 1995 副总裁 屠宰管理	李彦朋 1986 养猪生产 首席运营官	徐绍涛 1973 屠宰事业部 经理 屠宰业务	袁合宾 1988 首席法务官 合规管理

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

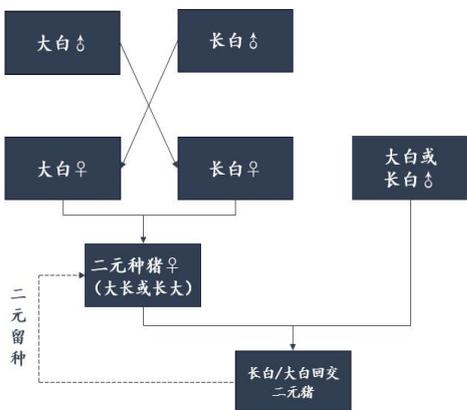
## 硬实力优势：育种技术领先，行业智能化养猪先行者

### ◆ 育种优势：二元回交种猪兼具肉用与种用，有助于种猪产能及时补充

牧原股份建立了独特的二元回交育种体系，能够实现种猪产能的迅速上量。牧原从1998年开始布局种猪育种的“种子计划”，自2002年开始实行轮回二元杂交育种体系，通过使用不同品系的大白和长白进行杂交，经过多个世代的杂交和个体持续选择，选育出专门用于轮回杂交的性状优良的长白和大白母本品系，以及相应的有着优良基因及遗传性状的终端父本品系，最终形成了兼具繁殖性能及生长性能优势，且遗传性状稳定的二元轮回杂交育种体系，可以用生产肉猪的方式，生产种猪，突破了种猪选育限制。相比之下，行业传统的三元育种体系以杜洛克、长白、大白三品种猪杂交获得三元商品猪，是目前全球杂交模式中采用最多的组合，该模式利用了二元母猪的母本杂种优势（繁殖性能优异）与杜洛克公猪的父本杂种优势（生长性能优异），但三元母猪的繁殖性能不及二元母猪。因此，三元母猪仅适宜作为商品猪使用，不宜留作种用。

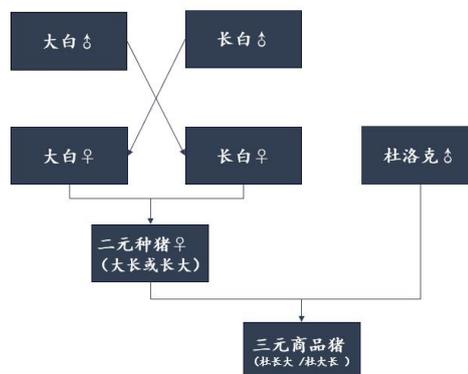
牧原育种体系培育出的二元母猪可同时满足种用及商品用的需求，每一代都能保持繁殖能力强、生长性能好、抗逆性好等优势。一方面，由于父母代种猪不再需要进行外购，既能够节省外购种猪的成本，又可降低从外引进种猪所带来的疫病风险，提高猪群的适应性。同时该体系可以实现肉、种兼用，迅速提供种猪，既能满足公司快速发展所需要的种猪供应，又能为市场供应优质种猪。因此具有稳定遗传性、高强适应性以及综合效益高的二元回交育种体系为牧原快速发展奠定了良好基础，有效降低了公司的养猪生产成本。目前牧原共拥有专业育种人员2300余人，核心种猪群规模居全国前列，具备为行业年供应3000万头优秀种猪的能力，有效应对了种猪卡脖子的难题。

图29: 牧原的三元轮回育种体系示意图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图30: 行业传统三元育种体系示意图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 研发优势: 技术创新为矛, 智能化、信息化升级助力生产效率全面提升

牧原股份从 2018 年底加大对智能化的投入, 于 2020 年 8 月成立全资子公司“河南牧原智能科技有限公司”, 全力布局养殖智能化设备研发。公司从技术元点发力, 围绕研发创新和经营管理, 持续推进营养研发、疾病净化、智能化创新等工作, 从生猪养殖业务底层逐一突破, 以实现成本进一步下降。具体来看:

1) 智能化设备研发: 围绕环控、饲喂、防疫等生猪生长需求, 公司推进空气过滤、智能饲喂、无针免疫等智能化设备研发推广, 提高养殖生产效率。

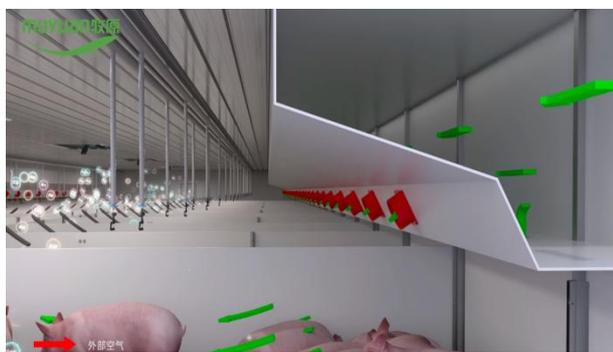
牧原立足养殖业务本身, 围绕业务需求进行智能化设备设计, 以通过智能化技术提高生产效率, 目前已实现了空气过滤猪舍、智能饲喂、无针注射等智能化技术的良好推广。其中, 空气过滤猪舍是从猪的生长环境需求出发, 建立养猪生产的环控业务逻辑, 保持最适宜的温度。智能饲喂是从猪的采食需求出发, 实现一日一配方的精准饲喂, 更加有利于料肉比的下降, 另外, 精准饲喂也可以对猪群采食量进行计量和监控, 采食量的背后体现的是猪群的健康水平, 因此通过分析采食量也可以对猪群健康状况进行及时预警。此外, 无针注射器是从猪的防疫设备出发, 同时结合了无针免疫、防疫监控、数据收集等功能, 使得防疫管理更精准, 操作更快捷方便, 也减轻了猪群免疫的应激反应, 未来有望逐步完成对各类疫苗的覆盖。总体上, 牧原已实现了包括电动捡猪机器、消毒弥雾机、智能环控器、板下清粪机器、自动清洗机器、温湿度传感器等 30 余款养猪装备的技术转化并量产, 在企业内部实现广泛应用。

表5: 牧原围绕环控、饲喂、防疫等生猪生长需求推进智能化设备研发

智能设备名称	对应生猪养殖需求	具体功能
空气过滤猪舍	适宜的生猪生长环境	空气过滤猪舍是从猪的生长环境需求出发，建立养猪生产的环控业务逻辑，使得猪舍保持最适宜的温度。空气经过新风过滤后进入猪舍，并且每一个猪舍栏位前都有一个精准通风口，实现栏与栏之前的空气不交叉，可以对猪舍内空气的有效管控，从而预防疫病的发生，也实现了猪场周围无臭气、不扰民。
智能饲喂	生猪采食控制与统计	智能饲喂是从猪的采食需求出发，实现一日一配方的精准饲喂，更加有利于料肉比的下降，另外，精准饲喂也可以对猪群采食量进行计量和监控，采食量的背后体现的是猪群的健康水平，因此通过分析采食量也可以对猪群健康状况进行及时预警。
无针注射器	生猪精准防疫	无针注射器是从猪的防疫设备出发，同时结合了无针免疫、防疫监控、数据收集等功能，使得防疫管理更精准，操作更快捷方便，也减轻了猪群免疫的应激反应，未来有望逐步完成对各类疫苗的覆盖。

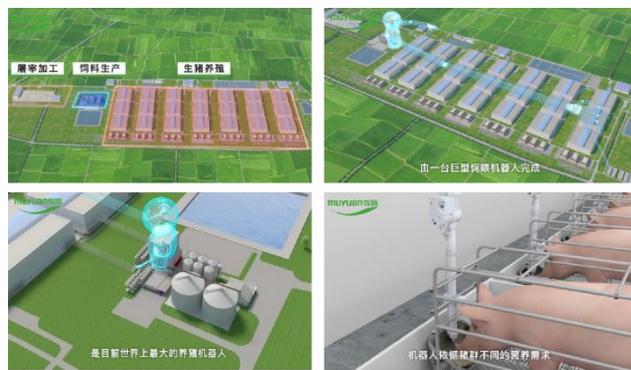
资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

图31: 空气过滤猪舍可实现单个栏舍的精准通风



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图32: 公司内乡楼房养殖猪场拥有全球最大的智能饲喂机器人，实现饲料加工与智能饲喂一体化



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图33: 牧原股份已研发了包括智能声音采集器、无针注射器、消毒弥雾机、智能水源消毒机等多种先进的智能养殖设备



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**2) 信息化系统升级：利用大数据收集与分析，实现精细化管理的颗粒度提升。**  
牧原股份通过信息化系统收集生猪养殖过程中的各类数据，可以对生猪生长情况进行第一时间的跟踪与预警，同时信息化系统的普及公司实现最小颗粒度的管理，精准管理到每一间猪舍、每一名员工、每一台设备、每一头猪，以提升养殖生产中的猪效、人效、物效。以猪舍内的智能养猪专家设备为例，该设备集温度、湿度、二氧化碳浓度、卧姿等多种检查监测功能于一体，可以实现远程监控，连通

物联网后台，通过人工智能技术对猪只健康实时诊断、实时预警、并调度其它机器人装备协同作业，减轻了一线员工压力，同时有利于及时发现生猪异常情况，提升猪群健康。

图34: 智能养猪专家设备-前端实现温度、湿度、猪只卧姿、体重等多维度的检查监测



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图35: 智能养猪专家设备-后台物联网远程实时监控



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

### 3) 疾病净化管理加强: 健康管理体系搭建完善, 兽医技术平台行业领先。

牧原股份生猪健康管理技术水平行业领先。公司的兽医研发及猪群健康管理团队实力雄厚, 目前已拥有接近 1.2 万余名员工, 打造了猪病控制系统“猪病天网工程”, 覆盖环控系统、生物安全、检测体系、免疫管理等猪病防治全环节, 2018-2022 年猪病研究费用接近 30 亿元, 其中, 仅猪病检测投入就达到 9.2 亿元, 2022 年公司已建立 130 个实验室, 普查样本 6200 万份, 挖掘出 151 种病毒、181 种细菌、27 种寄生虫病, 目前已打通蓝耳病、回肠炎等多种重大疾病的防控技术路径, 未来将致力于逐步实现养殖群体的多种疾病净化, 通过打造高健康猪群, 有望继续挖潜成本空间。

图36: 公司 2018-2022 年猪病检测投入达 9.2 亿元



资料来源: 畜牧科技与经济全球高层论坛、国信证券经济研究所整理

图37: 公司拥有覆盖研发、检测、生产的领先兽医团队



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

### ◆ 人、地、钱等硬件优势: 公司人才及土地储备充裕, 融资渠道多元化并进

牧原股份在人才储备上的优势明显, 近几年员工数量稳健提升。截至 2022 年末, 公司员工数量达 14 万人, 较 2021 年末增长 2.1%, 其中, 以负责生产的员工增加为主。同时, 公司员工素质也不断增强, 2022 年本科以上学历的员工人数达 15757

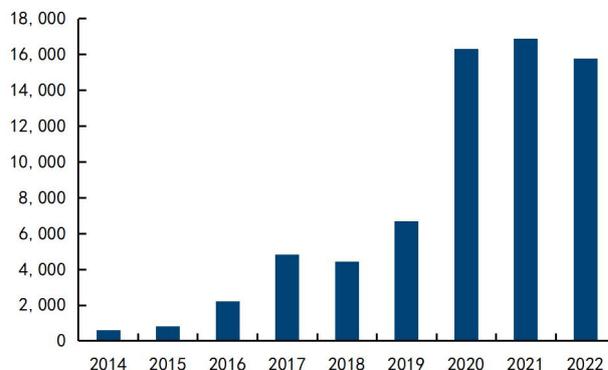
人，占总员工人数比例 11.22%。此外，随着公司推进生猪养殖的智能化升级，2020 年开始公司大力招揽智能化领域的相关人才，为未来公司产能快速扩张以及推进猪场智能化硬件升级奠定了坚实的人才基础。

图38: 公司员工数量保持稳健增加



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图39: 公司 2019 年起加大了本科以上学历的员工招聘



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**土地储备充足，“楼房养猪”进一步提升养殖容纳体量。**公司土地储备足够 1 亿头产能，远高于同业。对于生猪养殖企业而言，土地资源是限制产能扩张的第一难关，养殖用地申请的难度一直较高，首先，我国（尤其是南方地区）人口密度大，合适的大面积养殖用地较为稀缺；其次，环保政策趋严，畜禽养殖污染的监管加强，大部分小型养猪场无法实现粪尿污水等排放的净化处理，被强制关停。在拿地方面，牧原 2011 年就前瞻性布局 400 人以上的战略发展部，专门负责养殖用地环节的推进，提前储备了充足的土地资源，同时，牧原将生猪养殖与脱贫攻坚相结合，在贫困县优先产业投资，获得当地政府的大力支持，土地储备得以顺利进行，目前公司已建成和在建部分的项目足够支撑 1 亿头产能，已建成育肥产能接近 8000 万头。

图40: 牧原股份是行业楼房养猪先行者，内乡 210 万头楼房养殖项目成本已达到领先水平



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

**融资能力突出，奠定稳健发展基础。**公司善用多种融资工具，股权融资叠加债券融资的合计募集资金已接近 400 亿元。股权融资方面，上市后公司通过非公开发行股票的方式分别于 2015、2017、2019、2022 年募集资金 10 亿元、55.53 亿元、50 亿元、60 亿元，其中非公开发行优先股 24.76 亿元。债权融资方面，公司通过公司债券、超短期融资券、中期票据等多元化的方式来募集资金，且资金成本低

于行业平均水平。截至 2023 年 9 月末，公司货币资金为 157.63 亿元，公司也与银行保持稳定、良好的合作关系，中国农业银行、中国建设银行、中国银行等头部银行均将公司作为总行战略客户，目前公司整体授信额度超过 950 亿元，头部银行授信占比超过 70%，另外未用信额度超过 300 亿元，2023 年公司新增银行贷款成本基本在 4% 以下。

表6: 牧原股份善用多种融资工具，历史上合计股权及债权的直接融资规模已接近 400 亿元

公告日期	融资类型	融资年度	发行价格(元)	融资金额(亿元)
2022-12-08	增发	2022	39.97	60.00
2021-08-16	可转债	2021	100	95.50
2020-06-01	公司债	2020	100	6.00
2020-05-26	中期票据	2020	100	3.00
2020-05-20	短期融资券	2020	100	5.00
2020-04-20	中期票据	2020	100	5.00
2020-03-05	短期融资券	2020	100	5.00
2020-02-13	短期融资券	2020	100	5.00
2020-01-15	短期融资券	2020	100	5.00
2019-10-29	短期融资券	2019	100	5.00
2019-08-30	增发	2019	65.22	50.00
2019-06-05	短期融资券	2019	100	3.00
2019-01-18	公司债	2019	100	8.00
2018-12-14	短期融资券	2018	100	5.00
2018-11-12	短期融资券	2018	100	5.00
2018-10-10	短期融资券	2018	100	5.00
2018-08-15	中期票据	2018	100	10.00
2018-08-10	短期融资券	2018	100	6.00
2018-07-25	短期融资券	2018	100	5.00
2018-03-28	短期融资券	2018	100	4.00
2018-03-20	短期融资券	2018	100	5.00
2017-11-27	短期融资券	2017	100	9.00
2017-10-26	短期融资券	2017	100	5.00
2017-08-24	短期融资券	2017	100	2.00
2017-08-11	短期融资券	2017	100	6.00
2017-04-21	增发	2017	24.67	30.77
2017-04-19	中期票据	2017	100	4.00
2017-03-24	短期融资券	2017	100	5.00
2016-08-17	中期票据	2016	100	10.00
2015-12-30	增发	2015	30.42	10.00
2014-01-16	IPO	2014	24.07	7.22

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

考虑到 2023 年猪价亏损幅度超预期，我们下调此前对于公司 2023 年的盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利为-42.7/152.6 及 251.8 亿元（原预计为 51.1/152.6 及 496.9 亿元）。公司的盈利预测调整主要来源于，对 2023-2025 年行业生猪均价预期有所调整，具体来看基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司 2023-2025 年归母净利分别为 -43.1/152.6 及 251.8 亿元，EPS 分别为 -0.79/2.79/4.60 元

**生猪养殖业务：**销量方面，公司生猪产能保持稳健扩张，我们预计公司 2023-2025 年的生猪出栏量分别为 6382 万头、7000 万头、7100 万头。成本方面，考虑到公司持续精进管理，预计成本有望进一步下降。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2023-2025 年公司每公斤商品猪销售价格 14.5 元、17.0 元、18.0 元的预期（此前预计 2023-2025 年生猪均价分别为 16.0、17.0、22.0 元/公斤，2023 年实际猪价低迷程度超出预期，因此在盈利预测中进行了猪价预估调整）。最终我们预计公司生猪养殖业务 2023-2025 年营收为 1090.0/1325.3/1417.4 亿元，同比增速为-9%/22%/7%；2023-2025 年毛利率为 4%/20%/26%。

**屠宰业务：**该业务为公司除养殖以外重点发展的第二成长曲线，预计 2023-2025 年将实现生猪屠宰 1326、1500、1800 万头。考虑到公司屠宰业务为初始探索上量期，新团队经营仍需磨合，预计未来毛利率有望随业务经验积累在未来逐步企稳回升。因此我们预计公司屠宰业务 2023-2025 年收入分别为 223.4 亿元/294.7 亿元/375.2 亿元，同比增速为 52%/32%/27%；毛利率分别为-1.8%/0.5%/0.7%。

**原材料及其他业务：**该板块为公司养殖业务经营的附加业务，有望随生猪出栏扩张保持稳定增速，毛利率或将继续保持稳定。因此我们预计 2023-2025 年原材料及其他业务收入分别为 75.0 亿元/91.5 亿元/109.8 亿元，同比增速为 25%/22%/20%；毛利率分别为 2.0%/2.0%/2.0%。

**表7: 牧原股份业务拆分**

单位: 亿元, %	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>生猪养殖业务</b>						
收入	551.05	750.76	1197.44	1090.00	1325.29	1417.44
同比		36.2%	59.5%	-9.0%	21.6%	7.0%
毛利	342.14	131.24	220.57	45.43	268.04	373.98
毛利率(%)	62.1%	17.5%	18.4%	4.2%	20.2%	26.4%
<b>屠宰业务</b>						
收入	6.21	54.18	147.18	223.39	294.72	375.23
同比		772.5%	171.7%	51.8%	31.9%	27.3%
毛利	-0.08	0.07	-0.74	-3.99	1.47	2.63
毛利率(%)	-1.3%	0.1%	-0.5%	-1.8%	0.5%	0.7%
<b>内部抵消(养殖与屠宰、肉食之间销售抵消)</b>						
收入	-7.93	-57.72	-156.34	-236.80	-312.41	-397.74
同比		628%	171%	51%	32%	27%
毛利	-0.53	0.36	-2.67	-4.03	-5.62	-7.16
毛利率(%)	6.68%	-0.62%	1.71%	1.70%	1.80%	1.80%
<b>原材料及其他业务</b>						
收入	13.44	41.68	59.98	74.97	91.47	109.76
同比		210.1%	43.9%	25.0%	22.0%	20.0%
毛利	-0.04	0.43	1.23	1.50	1.83	2.20
毛利率(%)	-0.3%	1.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>合计</b>						
收入	562.77	788.9	1248.26	1151.57	1399.07	1504.69
同比		40.2%	58.2%	-7.7%	21.5%	7.5%
毛利	341.49	132.1	218.39	38.91	265.72	371.64
毛利率(%)	60.70%	17.00%	20.50%	3.38%	18.99%	24.70%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计 2023-2025 年的公司整体营收分别为 1151.57/1399.07/1504.69 亿元, 同比增速为 -8%/21%/8%, 毛利率 3.38%/18.99%/24.70%, 毛利为 38.91/265.72/371.64 亿元。

## 未来 3 年业绩预测

**表8: 牧原股份未来 3 年盈利预测表**

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	124826	115157	139907	150469
营业成本	102987	111266	113336	113305
销售费用	759	990	1139	1136
管理费用	4201	4062	4745	4823
研发费用	1142	1267	1474	1520
财务费用	2775	2160	1878	1277
营业利润	14854	(4774)	17165	28298
利润总额	14930	(4803)	17176	28338
归属于母公司净利润	13266	(4267)	15260	25182
EPS	2.42	-0.78	2.79	4.60
ROE	18%	-6.2%	19.3%	26.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利分别为 -42.7/152.6/251.8 亿元, EPS 分别为 -0.78/2.79/4.60 元。

## 盈利预测的敏感性分析

表9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	78,890	124,826	115,128	143,691	154,271
(+/-%)	40.2%	58.2%	-7.8%	24.8%	7.4%
净利润(百万元)	6904	13266	-3988	18510	28529
(+/-%)	-74.9%	92.2%	-130.06%	564.2%	54.1%
摊薄 EPS	1.31	2.42	-0.73	3.38	5.21
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	78,890	124,826	115,157	139,907	150,469
(+/-%)	40.2%	58.2%	-7.7%	21.5%	7.5%
净利润(百万元)	6904	13266	-4267	15260	25182
(+/-%)	-74.9%	92.2%	-132.17%	457.6%	65.0%
摊薄 EPS(元)	1.31	2.42	-0.78	2.79	4.60
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	78,890	124,826	115,186	136,124	146,668
(+/-%)	40.2%	58.2%	-7.7%	18.2%	7.7%
净利润(百万元)	6904	13266	-4624	12007	21833
(+/-%)	-74.9%	92.2%	-134.86%	359.7%	81.8%
摊薄 EPS	1.31	2.42	-0.84	2.19	3.99
总股本(百万股)	5,262	5,472	5,472	5,472	5,472

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 53.0-55.8 元, 维持买入评级。

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

**绝对估值: 52.9-56.1 元**

未来 10 年估值假设条件见下表:

表10: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	178.31%	40.18%	58.23%	-7.75%	21.49%	7.55%	12.00%	10.00%
营业成本/营业收入	39.32%	83.26%	82.50%	96.62%	81.01%	75.30%	80.00%	81.00%
管理费用/营业收入	5.58%	4.34%	3.35%	3.49%	3.36%	3.18%	3.15%	3.13%
销售费用/销售收入	0.52%	0.89%	0.61%	0.86%	0.81%	0.76%	0.73%	0.68%
营业税及附加/营业收入	0.09%	0.12%	0.15%	0.14%	0.13%	0.11%	0.13%	0.12%
所得税税率	-0.01%	-0.37%	-0.02%	-0.02%	-0.01%	-0.03%	-0.03%	-0.05%
股利分配比率	12.44%	129.89%	31.59%	25.00%	30.00%	32.00%	35.00%	28.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表11: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	-0.02%
无风险利率	2.50%	Ka	10.30%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.48
公司股价 (元)	44.89	Ke	12.14%
发行在外股数 (百万)	5472	E/(D+E)	80.88%
股票市值 (E, 百万元)	245651	D/(D+E)	19.12%
债务总额 (D, 百万元)	58077	WACC	10.84%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 52.9-56.1 元。

表12: 牧原股份 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	(2,592.2)	19,031.2	29,519.8	25,267.7	26,104.9
所得税税率	-0.02%	-0.01%	-0.03%	-0.03%	-0.05%
EBIT*(1-所得税税率)	(2,592.7)	19,033.1	29,528.7	25,275.3	26,118.0
折旧与摊销	11,337.9	12,427.8	13,265.7	14,092.0	14,912.6
营运资金的净变动	3,286.8	7,276.3	(5,326.9)	2,512.2	2,274.0
资本性投资	(15,055.0)	(13,216.1)	(12,170.3)	(12,480.5)	(12,122.3)
FCFF	(3,023.0)	25,521.2	25,297.2	29,399.0	31,182.3
PV (FCFF)	(2,727.5)	20,774.9	18,579.4	19,481.0	18,642.6
核心企业价值	352,314.1				
减: 净债务	54,452.8				
股票价值	297,861.2				
每股价值	54.43				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		10.6%	10.7%	10.84%	10.9%	11.0%
永续 增长 率变 化	1.9%	57.79	56.89	56.02	55.17	54.34
	1.7%	56.92	56.06	55.21	54.38	53.57
	<b>1.5%</b>	<b>56.10</b>	<b>55.25</b>	<b>54.43</b>	<b>53.63</b>	<b>52.84</b>
	1.3%	55.30	54.49	53.69	52.90	52.13
	1.1%	54.55	53.75	52.97	52.21	51.46

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 53.0-55.8 元

我们预计牧原股份 2023-2025 年 EPS 分别为-0.78/2.79/4.60, 采用 PE 法估值, 主要选取与公司同行业的生猪养殖公司进行比较, 分别为温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物、唐人神。

其中, **温氏股份**为生猪与黄鸡养殖双主业的农牧白马企业, 2023 年实现生猪出栏 2626 万头, 同比增长 47%, 生猪养殖规模位于全行业第二, 经营成本保持稳步下降。**巨星农牧**是生猪养殖后起之秀, 主营生猪养殖、饲料等业务, 近年出栏增速较快, 2023 年实现生猪出栏 268 万头, 同比增长 78%; 同时养殖成本位于行业前列。**华统股份**是浙江省生猪与屠宰一体化龙头, 2023 年实现生猪出栏 230 万头, 同比增长 92%, 基于浙江省的区域销价优势, 其单位超额收入明显, 同时伴随养殖体量扩张, 成本管控能力 2023 年逐季得到验证。**天康生物**是新疆兵团旗下的综合农牧企业, 主营涵盖养殖、饲料、动保等养殖全产业链, 2023 年实现生猪出栏 282 万头, 同比增长 40%。**唐人神**是立足湖南省的老牌生猪养殖企业, 2023 年实现生猪出栏 371 万头, 同比增长 72%, 成本表现处于行业中游水平。

根据下表可知, 上述五家公司 2024 年平均 PE 估值为 19.0x。其中, 具备明显高估值溢价的企业同时拥有两个特征: 1) 生猪出栏成长性较高, 有望在周期上行期受益量价齐升; 2) 有较高的单位养殖盈利, 成本保持稳步下降趋势。考虑到牧原股份养殖成本领先, 是上市公司最低水平, 但是由于公司在本轮周期底部采取稳健经营策略, 扩张增速放缓。我们认为公司出栏潜力被市场低估, 其作为行业内的生猪自繁自养龙头, 优质种猪产能储备充裕, 且拥有独特的二元回交育种体系, 未来伴随周期景气上行, 有望较同行实现更快的母猪补充速度。所以牧原股份较可比公司的平均估值水平应有一定的估值溢价, 参考同行估值水平, 给予公司 2024 年 19.0-20.0x 的估值目标, 对应公司股票合理估值区间为 53.0-55.8 元。

表14: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		2023 年 生猪出栏量 (万头)	2023 年 出栏增速 (%)	2023 年单头 养殖盈利预估 (元)
					2024E	2025E	2024E	2025E			
300498.SZ	温氏股份	买入	19.60	1,304	1.05	1.91	18.7	10.3	2,626	47%	-195
603477.SH	巨星农牧	买入	36.58	187	1.43	3.99	25.6	9.2	267	78%	-155
002840.SZ	华统股份	买入	22.12	137	0.9	1.98	24.6	11.2	230	92%	-197
002100.SZ	天康生物	买入	7.50	102	0.57	0.77	13.2	9.7	282	40%	-433
002567.SZ	唐人神	买入	6.29	90	0.49	0.86	12.8	7.3	371	72%	-372
平均值							19.0				
002714.SZ	牧原股份	买入	44.89	2,453	2.79	4.60	16.1	9.8	6,382	4%	-49

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测 (牧原股份外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测, 2023 年单头养殖盈利按公司已发布财报或业绩预告中值进行测算)

## 投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 53.0-55.8 元之间,相对于公司目前股价有 15%-25%溢价空间。考虑公司单位超额收益领先行业,且经营稳健,未来市占率有望持续提升,维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

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

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 53.0-55.8 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

### 盈利预测的风险

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

- 1、可能由于对猪价修复的估计偏乐观,我们预计 2023-2025 年公司商品猪销售均价分别为 14.5 元/公斤、17 元/公斤、18 元/公斤,导致未来生猪养殖业务的利润增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 2、可能由于对公司产能扩张的进展估计偏乐观,我们预计 2023-2025 年的生猪出栏量分别为 6382 万头、7000 万头、7100 万头,可能导致未来生猪养殖业务收入增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 3、可能由于对公司管理费用的估计偏乐观,我们预计公司的管理费用率将随产能利用率的提升呈现稳步下降的趋势,导致未来管理费用率偏低,从而导致盈利偏乐观的风险。

### 生猪价格大幅波动风险

过去一年来生猪价格波动幅度较大,而公司持续加码养殖业务,未来盈利受到生猪价格直接影响的比例或将提升,因此如果生猪价格出现较大波动,会直接导致公司的盈利水平随之大幅波动。

### 原料价格大幅波动风险

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

### 不可控的动物疫情引发的潜在风险

公司主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成公司的生猪高死亡率，造成公司严重损失。

### **新业务开拓及新员工引进引发的潜在风险**

屠宰业务作为公司新兴业务，未来将引进大批次人才，如果发生新员工工作效率不及预期的情况，可能会导致公司费用率上升，拉低公司的盈利水平。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12198	20794	16241	24633	32110	营业收入	78890	124826	115157	139907	150469
应收款项	400	729	631	764	842	营业成本	65680	102987	111266	113336	113305
存货净额	34476	38252	40955	41363	41229	营业税金及附加	92	185	165	183	166
其他流动资产	1678	2801	2584	3209	3226	销售费用	700	759	990	1139	1136
<b>流动资产合计</b>	<b>48753</b>	<b>62578</b>	<b>60413</b>	<b>69973</b>	<b>77410</b>	管理费用	3442	4201	4062	4745	4823
固定资产	110654	113800	117548	118374	117315	研发费用	808	1142	1267	1474	1520
无形资产及其他	863	952	915	878	841	财务费用	2178	2775	2160	1878	1277
投资性房地产	16689	15035	15035	15035	15035	投资收益	(13)	47	(15)	12	55
长期股权投资	307	582	742	892	1049	资产减值及公允价值变动	0	0	(6)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>177266</b>	<b>192948</b>	<b>194654</b>	<b>205151</b>	<b>211650</b>	其他收入	883	888	(1267)	(1474)	(1520)
短期借款及交易性金融负债	30041	38857	37007	29057	22497	营业利润	7668	14854	(4774)	17165	28298
应付款项	36669	28343	30854	36663	32706	营业外净收支	(58)	76	(29)	11	40
其他流动负债	11522	10967	13669	15318	13672	<b>利润总额</b>	<b>7611</b>	<b>14930</b>	<b>(4803)</b>	<b>17176</b>	<b>28338</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>78232</b>	<b>78167</b>	<b>81530</b>	<b>81038</b>	<b>68876</b>	所得税费用	(28)	(3)	1	(2)	(9)
长期借款及应付债券	22549	19568	21070	19050	18200	少数股东损益	735	1667	(536)	1918	3164
其他长期负债	7881	7142	7604	8589	8825	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6904</b>	<b>13266</b>	<b>(4267)</b>	<b>15260</b>	<b>25182</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>30430</b>	<b>26710</b>	<b>28673</b>	<b>27639</b>	<b>27025</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>108662</b>	<b>104877</b>	<b>110204</b>	<b>108677</b>	<b>95901</b>	净利润	6904	13266	(4267)	15260	25182
少数股东权益	14252	16287	15885	17227	19379	资产减值准备	(4)	0	0	0	0
股东权益	54352	71783	68565	79247	96370	折旧摊销	8111	11215	11338	12428	13266
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>177266</b>	<b>192948</b>	<b>194654</b>	<b>205151</b>	<b>211650</b>	公允价值变动损失	0	0	6	0	0
						财务费用	2178	2775	2160	1878	1277
						营运资本变动	11335	(13194)	3287	7276	(5327)
						其它	(215)	1141	(402)	1343	2152
						<b>经营活动现金流</b>	<b>26130</b>	<b>12428</b>	<b>9961</b>	<b>36307</b>	<b>35272</b>
						资本开支	(45375)	(14336)	(15055)	(13216)	(12170)
						其它投资现金流	(1)	(2)	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(45499)</b>	<b>(14613)</b>	<b>(15215)</b>	<b>(13366)</b>	<b>(12328)</b>
						权益性融资	2	9724	1049	0	0
						负债净变化	3585	(3277)	1502	(2020)	(850)
						支付股利、利息	(8967)	(4191)	0	(4578)	(8058)
						其它融资现金流	27734	15993	(1850)	(7950)	(6560)
						<b>融资活动现金流</b>	<b>16973</b>	<b>10781</b>	<b>701</b>	<b>(14548)</b>	<b>(15468)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(2396)</b>	<b>8596</b>	<b>(4553)</b>	<b>8393</b>	<b>7476</b>
						货币资金的期初余额	14594	12198	20794	16241	24633
						货币资金的期末余额	12198	20794	16241	24633	32110
						企业自由现金流	(17731)	(760)	(3023)	25521	25297
						权益自由现金流	13588	11956	(5532)	13673	16610

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

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

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

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

## 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032