

农林牧渔

2025年12月30日

牧原股份

(002714)

——领先成本助穿越周期，双擎共振启价值新程

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2025年12月30日

收盘价(元)	50.89
一年内最高/最低(元)	59.68/35.72
市净率	3.7
股息率%(分红/股价)	2.95
流通A股市值(百万元)	193,921
上证指数/深证成指	3,965.12/13,604.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年09月30日

每股净资产(元)	13.89
资产负债率%	55.50
总股本/流通A股(百万)	5,463/3,811
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《牧原股份(002714)点评：成本稳步下降优势显著，生猪龙头稳健高质量发展》
2025/10/31

《牧原股份(002714)点评：业绩兑现分红提升，生猪龙头量增本降高质量发展》
2025/08/21

证券分析师

朱琺逸 A0230521080004
zhuji@swsresearch.com

联系人

朱琺逸 A0230521080004
zhuji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 生猪养殖龙头企业，步入发展新阶段。**牧原股份是国内规模最大的生猪养殖产业链企业，业务覆盖饲料加工、生猪育种、养殖及屠宰加工全产业链。上市以来，公司凭借卓有远见的布局 and 持之以恒的努力，实现了生猪出栏量的跨越式增长：2014-2024年出栏量 CAGR 达 44%，2024年市占率已超 10%；2025H1 公司出栏生猪 4691 万头（其中商品猪 3839 万头，仔猪 829 万头，种猪 23 万头）。当前公司已从“扩量”步入“提质”新阶段，正在“国内高质量降本增效+海外规模化拓展”双引擎的驱动下开启全球化发展新篇章。
- 养殖成本管控力是周期下行期的企业核心竞争力。**当前生猪行业供给充裕，景气持续低迷，猪价低位震荡，养殖场户普遍陷入亏损。在此背景下，养殖成本管控能力成为企业穿越周期的核心壁垒，直接决定盈利水平与现金流表现，极致的成本控制是企业在行业低谷中生存与发展的根本。牧原当前养殖成本处于行业最优水平，已优化至接近 11 元/公斤。
- 再论牧原养殖成本优势的来源：饲料、育种和管理体系深度融合。**①**饲料：**依托粮食主产区布局，集中采购构筑原材料价格优势；低豆粕配方技术的运用（2024 年豆粕占比 7.3%，远低于行业 13.7%）助力饲料成本下降：2025 年上半年，公司单头商品猪饲料成本已下降至 909.2 元/头。②**育种：**成熟的二元回交体系实现防疫闭环与杂交优势，高更新率保障种猪生产效率持续优化，也带来了优异的仔猪成本表现；③**养殖过程管理：**智能设备与疫病防控体系协同发力，提升猪群健康度；④**人员管理：**双核管理层年轻化，搭配多轮股权激励计划，绑定核心人才，赋能高效运营。
- 牧原的投资回收期已开启。**当前公司大规模产能建设阶段已近尾声，2024 年资本开支首次小于固定资产折旧，2025 年资本开支计划进一步降至 90 亿元左右。公司正持续优化资产负债结构中（2025 年三季报资产负债率 55.50%，环比 2024 年报下降 3.18pcts），企业自由现金流自 2024 年起大幅转正。同时股东回报得到显著重视，当前公司已提升股东分红比例（2024-2026 年最低现金分红比例提至 40%），正式步入“追求盈利质量、创造稳定现金流、积极回报股东”的发展新阶段。
- 投资分析意见：**生猪养殖龙头已进入国内高质量发展与海外规模化开拓的新阶段。在中长期猪价中枢和稳定性提升的背景下，公司有望凭借养殖成本优势实现持续的超额利润。当前公司发展也进入了新的投资回收期，现金流稳定性提升，股东回报也将持续体现，看好公司中长期投资价值。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 1404.17/1255.25/1407.51 亿元，同比+1.8%/-10.6%/+12.1%；实现归母净利润 157.17/204.22/253.48 亿元（前次预测为 174.93/241.90/316.45 亿元），当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 18X/14X/11X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险；养殖疫情风险；生猪价格波动的风险等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	137,947	111,790	140,417	125,525	140,751
同比增长率(%)	24.4	15.5	1.8	-10.6	12.1
归母净利润(百万元)	17,881	14,779	15,717	20,422	25,348
同比增长率(%)	-	41.0	-12.1	29.9	24.1
每股收益(元/股)	3.30	2.74	2.88	3.74	4.64
毛利率(%)	19.1	18.7	17.2	24.1	26.9
ROE(%)	24.8	19.2	19.1	22.3	25.2
市盈率	16		18	14	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 1404.17/1255.25/1407.51 亿元，同比+1.8%/-10.6%/+12.1%；实现归母净利润 157.17/204.22/253.48 亿元（考虑到猪价实际表现，小幅下调盈利预测；前次预测为 174.93/241.90/316.45 亿元），当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 18X/14X/11X。我们给予公司合计目标市值 3354 亿元，较当前市值（12 月 30 日）上涨空间约 20.64%，维持“买入”评级。

关键假设点

①**生猪养殖**：前期产能较为充足，预计 2026 年生猪供给或仍将较为充裕，猪价延续低迷；当前养殖亏损叠加政策引导下能繁母猪存栏减少，预计后续（2027 年）猪价运行中枢或将有所上抬。公司响应国家政策号召，淘汰低效产能，预计出栏规划将有所调整。我们预计公司 2025-2027 年出栏生猪 8987/8761/10005 万头。商品猪销售均价假设为 13.7/13.0/13.2 元/公斤，公司养殖成本假设为 11.0/10.0/9.8 元/公斤。

②**屠宰、肉食业务**：当前公司已经成为中国第一大屠宰肉食企业，年屠宰量产能约 2900 万头。预计后续公司将通过销售渠道开拓，进一步提升产能利用率；同时不断改善产品结构，提高分割品占比以提升盈利水平。预计 2025-2027 年分别屠宰生猪 2713/2800/3000 万头；盈利能力有所提升，假设公司屠宰、肉食业务毛利率为 2.5/3.0%/3.5%。

有别于大众的认识

市场普遍认为，生猪养殖行业在规模化行至深水区后，“猪周期”的运行节奏难以把握。同时，市场对于牧原养殖成本优势的来源，和未来发展方向的认知上存在预期差，对于牧原中长期的发展方向和投资价值也未理解透彻。

我们认为，这一轮生猪养殖行业面临产业链环节共同亏损（商品猪、仔猪养殖）叠加产能调控政策对头部企业产能的持续限制，产能调减的幅度将更大，板块底部向上的趋势正逐步确立，优质猪企盈利中枢和稳定性提升下将迎来估值重塑。牧原作为行业的龙头企业，其优质的养殖成本管控能力能帮助公司平稳度过变化的周期。而牧原养殖成本的显著优势，是饲料、育种、管理体系深度融合的体现，也是“管好人，养好猪”持续发力的成果。未来公司养殖成本仍有进一步优化的空间。与此同时，我们认为当前牧原的发展已经进入“投资回报期”：正从大规模资本投入产能建设的成长属性，向追求盈利质量、创造稳定现金流，积极回报股东的价值属性转变。公司新周期下的投资价值亟待重新认知。

股价表现的催化剂

产能调减速度加快，未来猪价预期上调；养殖效率优化，公司成本进一步下降；股东回报价值持续体现等。

核心假设风险

原材料价格波动的风险；养殖疫情风险；生猪价格波动的风险等。

目录

1. 牧原股份：重提质，启出海，步入发展新阶段	6
2. 再论牧原养殖成本优势的来源：完善的养殖体系，可持续的优化路径	10
2.1 养殖成本的管控能力是企业度过周期下行期的核心竞争力	10
2.2 牧原养殖成本优势的来源：饲料、育种、管理体系的深度融合	12
2.2.1 饲料：强大的原料采购能力，低豆粕配方技术助力降本	12
2.2.2 育种：成熟的二元回交体系，杂交优势+高更新率保证生产效率	15
2.2.3 养殖过程管理：软硬件共同发力，保障猪只健康	16
2.2.4 人员管理：管理层年轻化，高效利润激励机制绑定人才	19
3. 新周期新征程，投资回报期开启	21
4. 盈利预测与估值	24
4.1 收入成本拆分与盈利预测	24
4.2 估值分析	25
5. 风险提示	26

图表目录

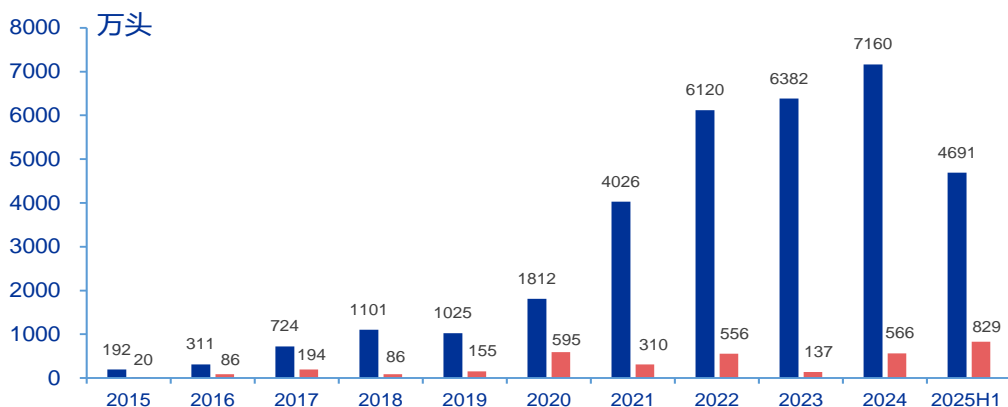
图 1：公司生猪出栏量实现了跨越式的增长	6
图 2：2014-2025H1 公司营业收入一览	6
图 3：2014-2025H1 公司归母净利润一览	6
图 4：“国内高质量降本增效” + “海外规模化拓展布局”，公司发展进入新时代	7
图 5：行业产能与价格周期波动未来或将趋于平缓	8
图 6：公司海外市场开拓大事一览	8
图 7：BAF 越南与公司签约合作	9
图 8：越南 BAF 拟与牧原战略合作共建首个高层养猪项目	9
图 9：2025 年猪价呈现震荡下跌趋势	10
图 10：仔猪出生量持续环比增长	10
图 11：前期能繁母猪产能整体平稳	10
图 12：月度成本趋势图	11
图 13：生猪养殖成本主要拆分项	12
图 14：公司养殖、屠宰业务主要布局在河南、山东等粮食主产区	13
图 15：公司饲料产量变化与出栏量增速匹配	13
图 16：玉米、豆粕等原料采购价格低于行业平均	13
图 17：饲料豆粕含量占比变化	14
图 18：头均饲料成本变化	14
图 19：公司种猪生产以二元轮回体系为主	15
图 20：牧原种猪的生产效率数据突出	16
图 21：母猪头均账面价值	16
图 22：牧原智能巡检机器保障猪群健康	16
图 23：牧原智能猪舍运用了多种技术优化养殖环境	16
图 24：公司新型智能猪舍为猪群提供了安全舒适的生长环境	17
图 25：多源信息融合提升生猪疫病监测预警能力——牧原数智化杰出案例	18
图 26：“天网工程”——牧原综合疫病防控系统	19
图 27：PSY、存活率有所提升	20
图 28：日增重、料肉比显著优化	20
图：牧原股份当前已进入投资回报期	

图 30: 2014-2025H1 公司资本开支与固定资产折旧	21
图 31: 固定资产增速下降, 整体规模稳定略有下降.....	21
图 32: 牧原股份——规模增加与盈利提升共振	22
图 33: 公司资产负债率有所下降	22
图 34: 总负债规模调降中.....	22
图 35: 公司现金分红规模和股利支付率有显著提升.....	23
图 36: 公司企业自由现金流转正	23
表 1: 历轮“猪周期” 复盘.....	7
表 2: 牧原智能化养殖体系覆盖环境、饲喂、疫病、免疫四大环节	17
表 3: 创始“一代”元老领导正与“二代”年轻 90 后们形成公司双核管理布局 .	19
表 4: 公司推出的员工持股计划与限制性股票激励计划一览.....	20
表 5: 公司主要业务收入拆分与预测 (单位: 亿元)	24
表 6: 部分涉及生猪养殖业务的上市公司头均市值估值水平一览 (元/头)	25

1. 牧原股份：重提质，启出海，步入发展新阶段

自牧原上市以来，公司手握天时地利——猪价（盈利）与资金支持，凭借卓有远见的布局 and 持之以恒的努力（人和），实现了生猪出栏量级的跃升，成为国内体内最大，具备显著养殖成本优势的行业龙头，业务涵盖饲料加工、生猪育种、生猪养殖、屠宰加工等产业链各个环节。截止 2025 年上半年，公司出栏生猪 4691 万头，其中商品猪 3839 万头，仔猪 829 万头，种猪 23 万头；2014-2024 年公司出栏量 CAGR 达 44%。

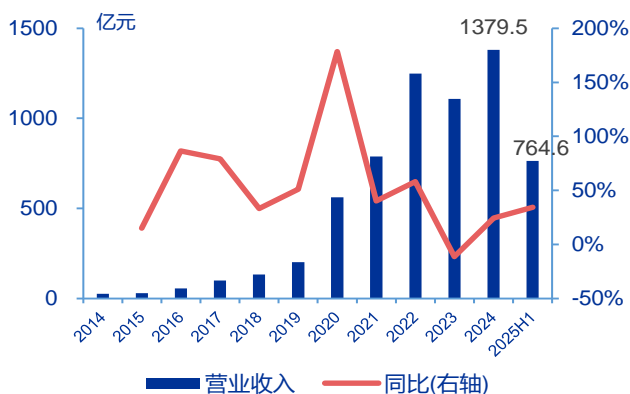
图 1：公司生猪出栏量实现了跨越式的增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

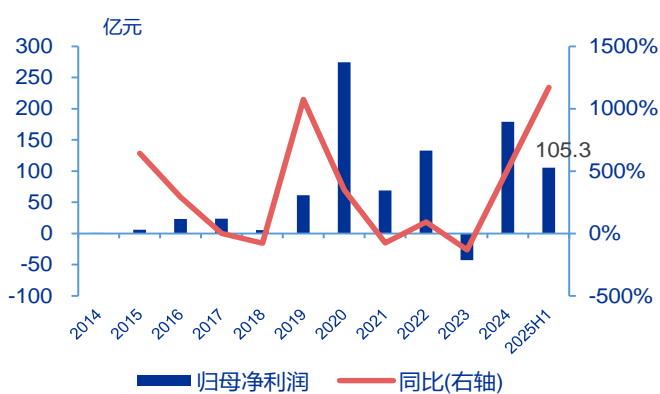
营业收入和利润规模实现了显著增长。2024 年公司实现营业收入 1379.5 亿元，归母净利润 178.81 亿元。2014-2024 年公司营收 CAGR 达 48.7%。2025 年上半年，公司实现营业收入 764.6 亿元，归母净利润 105.3 亿元。

图 2：2014-2025H1 公司营业收入一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2014-2025H1 公司归母净利润一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

站在行业步向新一轮“周期”的起点，**牧原当前也正从“扩量”向“提质”转变，走向新发展阶段**：在前期大规模的资本开支后，当前公司产能建设已基本完成，发展方向由扩张转向优化升级。同时，以先进技术和智能化为切入点，公司有望开启“出海”布局的新版图。在“国内高质量运营+海外规模化拓展”的双引擎驱动下，公司正扬帆起航，驶向发展新时代。

图 4：“国内高质量降本增效” + “海外规模化拓展布局”，公司发展进入新时代


资料来源：公司公告，申万宏源研究

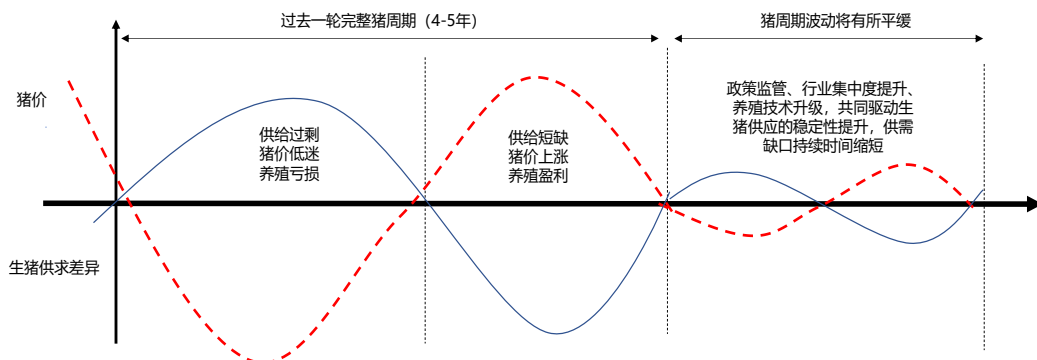
公司发展方向优化，契合当前行业与周期的新特征、新变化：过去行业产能受到疫情、养殖盈利等内外生因素的共同影响，整体波动较大。而当前行业规模化已行至“深水区”，规模化企业的扩张面临资金、政策等多方面的制约难以持续进行；另一方面看，养殖场户在技术升级、经验积累下，对于产能变化、价格信号的反应和调节的能力显著加快、加强（通过配种比例调节产能，通过出栏体重调节库存的行为显著增加）。**中长期看，行业的整体趋势或将是产能波动减弱，供给波动趋缓，价格中枢上抬。在此背景下，公司减少国内资本开支，努力压降负债，持续提升养殖效率降本增效，国内业务正从“走量”转向“提质”。**

表 1：历轮“猪周期”复盘

时期	轮次	开始时间	结束时间	上行时间 (月)	下行时间 (月)	产能调减引发因素	产能调减 幅度	期间猪价最大 涨幅
前“非瘟”时期	第一轮	2002年6月	2006年6月	27	21	季节性价格波动	-	68%
	第二轮	2006年7月	2010年6月	22	25	蓝耳病	-	163%
	第三轮	2010年7月	2014年4月	16	30	仔猪腹泻	5.40%	91%
	第四轮	2014年5月	2018年5月	25	23	环保拆迁	29.10%	78%
非洲猪瘟“周期”	第五轮	2018年6月	2021年8月	21	16	非洲猪瘟	45.70%	247%
后“非瘟”时期	第六轮	2021年9月	2024年3月	13	17	二次育肥	8.50%	132%
	第七轮	2024年4月	至今	5	-	养殖盈利、政策等	9.20%	46%

资料来源：农业农村部，申万宏源研究

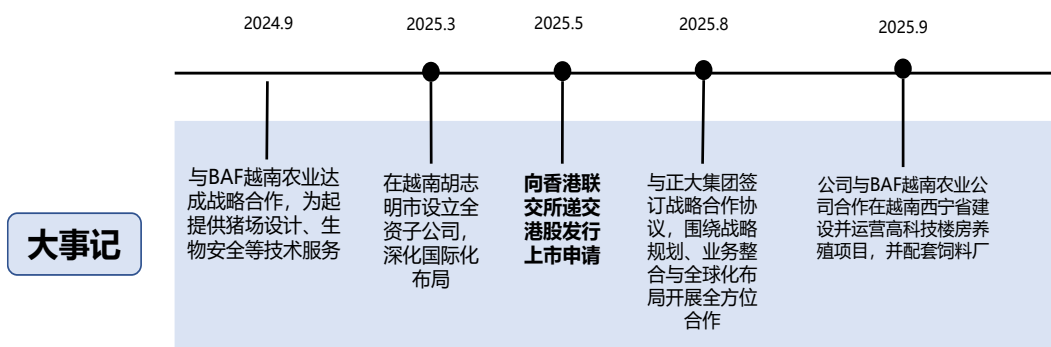
图 5：行业产能与价格周期波动未来或将趋于平缓



资料来源：公司公告，申万宏源研究

与此同时，公司发展的另一大重心正转向“出海开拓”。根据公告显示，公司计划逐步开展全球业务，以先进的技术及智能化养猪设备作为切入点，在猪肉消费潜力较大的海外主要市场进行布局，逐步建立当地化的研发中心及生产基地。

图 6：公司海外市场开拓大事一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2024 年，公司通过技术输出的方式开启了出海之旅。公司与越南 BAF 农业股份有限公司签订了战略合作协议，为其提供猪场设计、生物安全等技术服务。

当前，公司已在越南成立子公司，轻资产输出生物安全经验，分享智能养殖与成本管控技术。2025 年上半年，在越南非洲猪瘟较为严重的情况下，公司通过轻资产的模式，对合作企业进行技术服务、人员培训赋能，帮助其提升生物安全水平，使得合作企业疫病防控效果明显提升。2025 年 5 月，公司启动赴港上市，计划在巨大发展潜力的海外市场建立当地化的研发中心和生产基地。同时，将在全球进行多元化的供应链布局，与国际育种专家合作，提升育种能力和育种技术的商业化。

2025 年 9 月，牧原股份与 BAF 越南农业公司合作在越南西宁省建设并运营高科技楼房养殖项目，并配套饲料厂。项目年存栏母猪 6.4 万头，预计建成达产后每年可向社会提供优质商品猪 万头。饲料厂年产能约 万吨，总投资金额达 万亿越南盾。

根据公司公告显示，公司将支持 BAF 实现到 2030 年将养殖规模扩大到 45 万头母猪存栏和 1000 万头商品猪出栏的目标。

图 7：BAF 越南与公司签约合作



资料来源：今日头条，申万宏源研究

图 8：越南 BAF 拟与牧原战略合作共建首个高层养猪项目



资料来源：猪场动力网，申万宏源研究

2. 再论牧原养殖成本优势的来源：完善的养殖体系，可持续的优化路径

2.1 养殖成本的管控能力是企业度过周期下行期的核心竞争力

行业景气持续低迷，猪价低位震荡：猪价自年初 15-16 元/kg 下跌至四季度 11-12 元/kg 左右（截止 12 月 28 日，全国外三元生猪均价为 12.21 元/kg，涌益咨询数据）。当前养殖场户再次陷入亏损：自繁自养与外购仔猪养殖分别亏损 130.1、162.8 元/头（Wind 数据）。

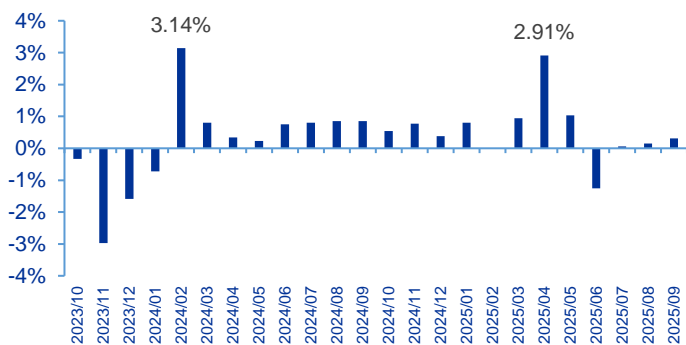
图 9：2025 年猪价呈现震荡下跌趋势



资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

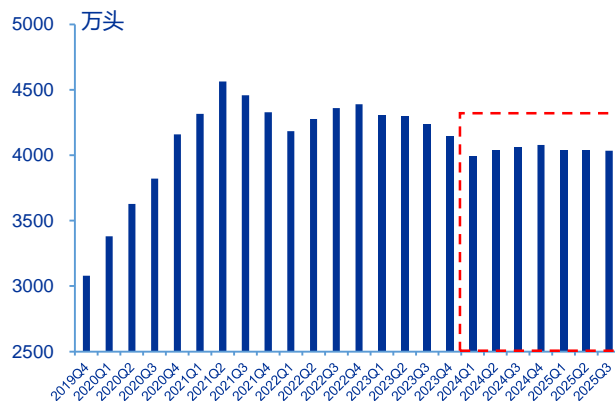
从母猪存栏、仔猪出生量等前瞻性指标看，供给仍处惯性释放阶段，2026 上半年前供给压力较大。据涌益数据，2025Q1、Q2 仔猪出生量环比分别增长 1.6%/3.8%，Q3 仍维持高位（环比-0.2%）。据畜牧业协会，2025Q1-3 新生仔猪数逐季环比增长 1.5%/2.4%/2.4%。从前期平稳的能繁母猪存栏推算，仔猪供应依然充裕，后续供给仍将惯性平稳释放。

图 10：仔猪出生量持续环比增长



资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

图 11：前期能繁母猪产能整体平稳



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

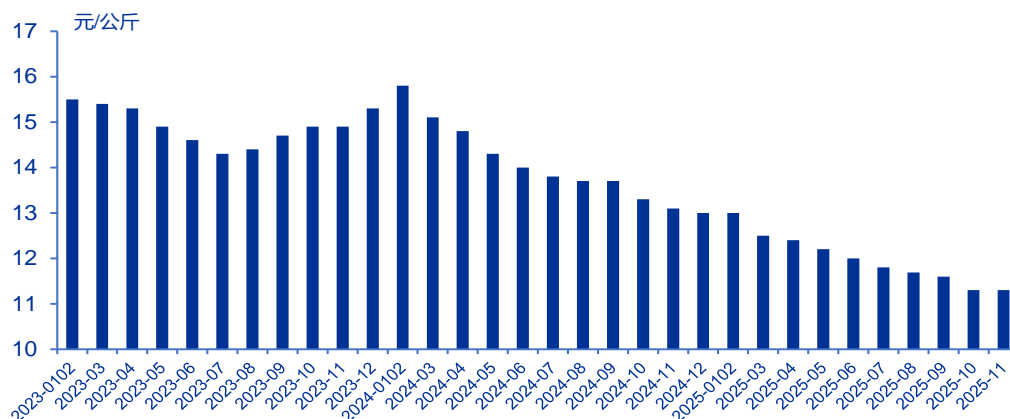
周期下行期中，养殖成本的管控能力是企业的“核心竞争力”。猪价下行周期中成本高低直接决定了养殖企业的盈利与亏损，影响现金流的表现，极致的成本控制是生存和发展的根本。当前，牧原股份的养殖成本表现位于行业最优水平，也是公司显著优于其他猪企的核心竞争优势。

公司的养殖成本优势来自于何？未来能否延续优化趋势？

实际上，公司养殖成本的优势并非一蹴而就，成本下降之路走的并不“一帆风顺”。在公司 2019-2020 年的高速发展阶段中，曾因过度重视规模提升，忽视了生产和人员的管理，从而致使成本显著异常上升。2021 年初，公司提出了由“高速发展”转向“高质量发展”，优化成本成为了公司主要的任务。

虽然其后公司也经历过阶段性的降本“镇痛”（例如 2023 年底因复杂养殖环境、人员养殖方法贯彻不到位导致的成本上升），但在前期反复的尝试与试错中，公司摸索出一套独特的成本优化路径，并已经进化成为**成本管控的体系化系统**。养殖完全成本从 2024 年初的接近 16 元/公斤，持续优化至当前接近 11 元/公斤的水平。

图 12：月度成本趋势图

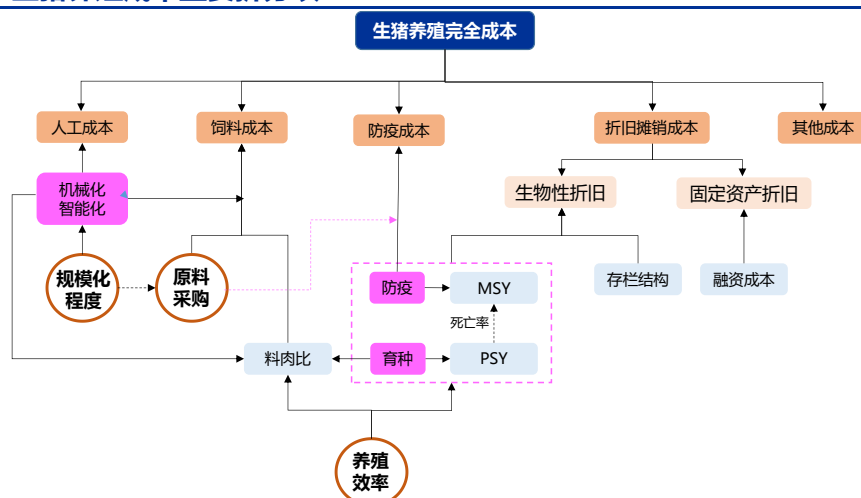


资料来源：公司公告，申万宏源研究

回顾牧原降本走过的漫漫长路，如何剖析牧原养殖成本优势的来源？我们需要溯本求源，回归养殖成本的组成来寻找答案。

生猪成本的主要拆分项主要包括饲料、仔猪、兽药与防疫、人工、水电、折旧摊销等项目。从生产经营的过程中看，养殖成本的优势主要来源于**技术的持续迭代更新**（对应饲料成本（原料使用），仔猪成本（母猪成本）），和**管理端的持续优化改善**（对应人工成本，存活率、料肉比等养殖效率指标，费用项等）。

图 13: 生猪养殖成本主要拆分项



资料来源：申万宏源研究

2.2 牧原养殖成本优势的来源：饲料、育种、管理体系的深度融合

2.2.1 饲料：强大的原料采购能力，低豆粕配方技术助力降本

公司内部养殖的饲料需求主要通过第三方供应商采购，加之公司自身从事的少量原料贸易业务所满足。伴随公司养殖规模的大幅增长，饲料产销量显著提升：2024 年公司生产饲料 2529 万吨，同比+9.2%；2025 年上半年生产饲料 1400 万吨左右，逐步适配自身养殖规模。

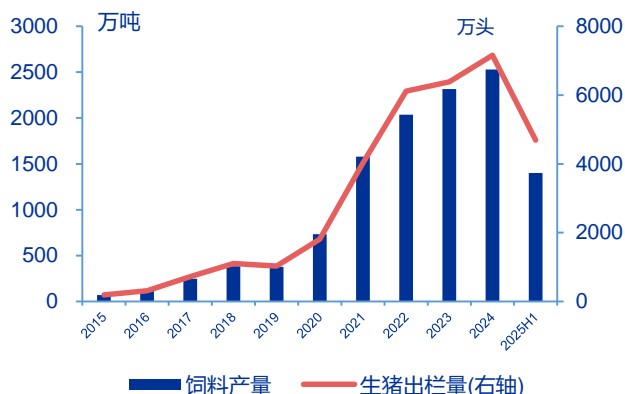
饲料产能与周边生猪养殖场的分布、规模相配套。公司养殖产能主要分布于粮食主产区，包括河南、山东、河北、安徽、江苏以及东北地区。这些区域本身即为饲料原料（玉米、小麦）的主要生产区域，公司依托原料产区资源，保障饲料原料稳定供应，玉米等原料采购价格及运输成本更具优势。当前，公司已与国内外主要粮商达成了业务合作关系，围绕粮食产区扩充粮源，进行采购布局，集中采购，统一管理。参考公司公告数据，2020-2022 年，公司小麦、玉米、豆粕等主要原材料采购价格均低于行业平均水平（2023-2025 未公布相关数据）。

图 14: 公司养殖、屠宰业务主要布局在河南、山东等粮食主产区



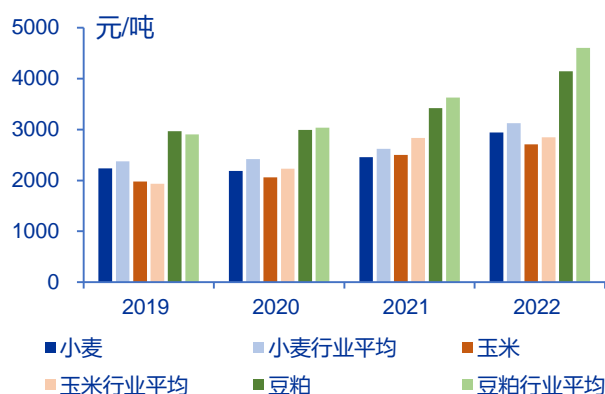
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 15: 公司饲料产量变化与出栏量增速匹配



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 玉米、豆粕等原料采购价格低于行业平均



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

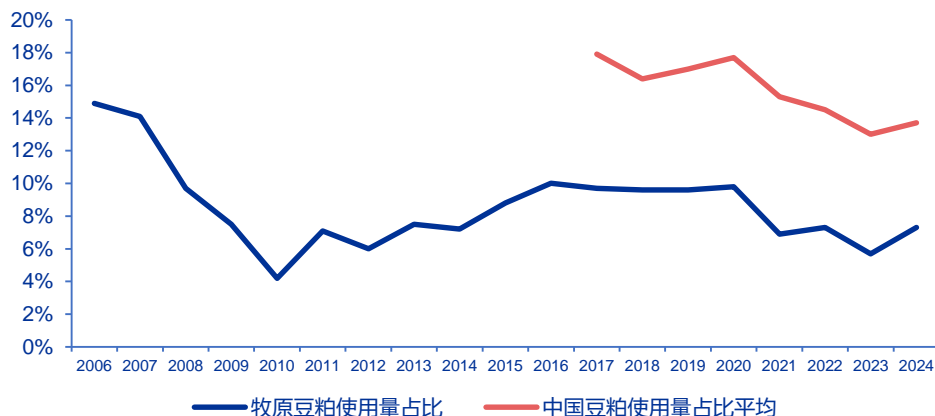
注: 2023-2025 年未公告相应采购均价数据。

在“玉米+豆粕”型、“小麦+豆粕”型配方技术的基础上, 公司持续研发引入大麦、高粱、原料副产品、杂粮杂粕作为配方原料。通过饲料原料价格监控系统, 公司可以根据售价变动, 动态调整饲料原料的配比, 及时调整配方; 并采用灵活采购策略, 进行不同品种间的原料置换, 有效控制饲料成本。

低豆粕日粮技术助力牧原饲料成本下降。为了摆脱行业对于豆粕的依赖, 公司长期探索运用低蛋白配方营养体系: 自 1992 年起公司便进行了低豆粕日粮初试, 2000 年公司便已开始探索优化豆粕日粮技术在养殖过程中的应用。通过精准添加 5-6 种合成氨基酸, 在满足猪群生长需求的情况下, 降低蛋白饲料的添加量。减少豆粕等蛋白原料使用量。

经过多年的创新研发及实践, 2024 年全年, 公司饲料中豆粕用量占比为 7.3%, 远低于社会养殖豆粕用量 (2024 年为 13.70%)。当前公司正与西湖大学联合攻关合成生物学技术, 致力降低氨基酸生产成本, 推动“无豆粕养猪”常态化, 有望进一步降低原料成本。

图 17: 饲料豆粕含量占比变化

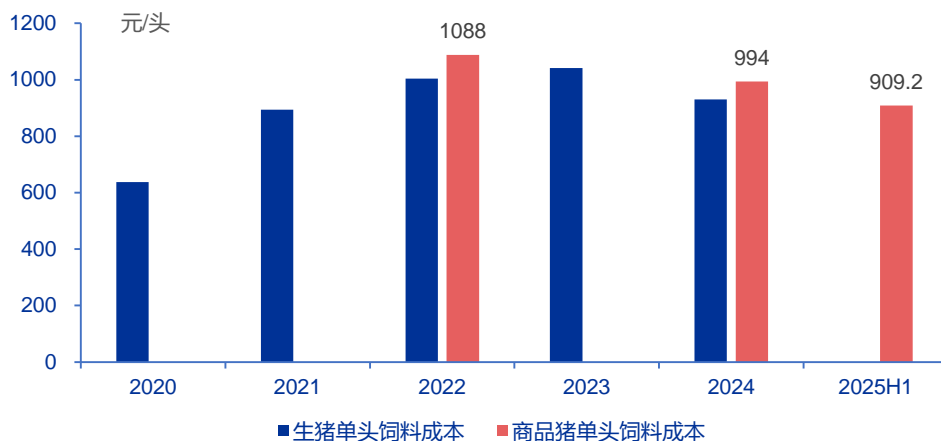


资料来源：公司公告，申万宏源研究

同时，养殖规模优势帮助公司积累了大量的饲料营养和猪只消化数据。并通过长期研究，建立了**饲料原料净能和可消化氨基酸营养参数数据库**，针对不同品种、生长阶段的猪群，构建了**精细化的营养需要量模型**，实时优化不同猪群及季节的日粮配方。这使得公司对猪只的营养供给可以精确到“满足需求即可”，避免了传统养殖中因营养过剩造成的浪费。

生猪头均饲料成本显著下降：2024 年公司生猪头均饲料成本测算为 929.97 元/头，同比下降 111.93 元/头；而从公司商品猪头均饲料成本看，2022 年为 1088 元/头，2024 年下降至 994 元/头，2025 年上半年则进一步下降至 909.2 元/头。

图 18: 头均饲料成本变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2.2 育种：成熟的二元回交体系，杂交优势+高更新率保证生产效率

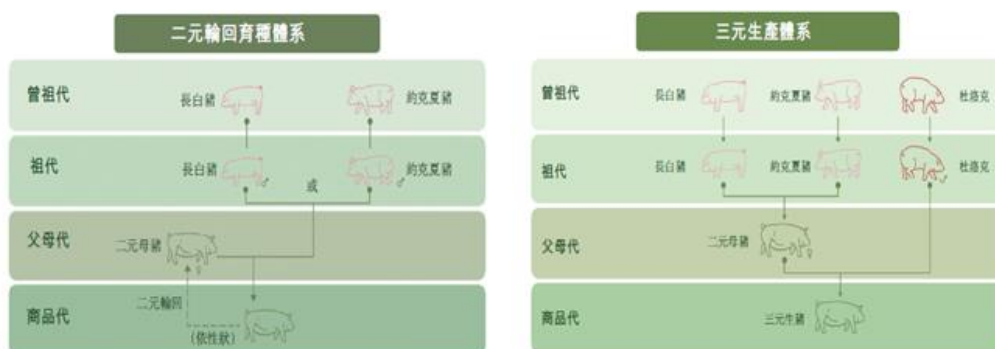
持续探索创新，构建完善的二元轮回育种体系。公司在二元轮回育种体系的布局经验超过 20 年，二元轮回育种体系的优势主要在于几大方面：

①**防疫能力优势**：轮回二元体系通过内部封闭循环，牧原完全摆脱了对外部引种的依赖，从源头切断非洲猪瘟、蓝耳病、PEDV 等重大疫病的传入通道，杜绝了由引种带来的疫病风险。

②**杂交优势**：公司持续从生产二元商品猪中选择产仔多、瘦肉率高的种母猪，保证了每代母猪的杂交优势。同时通过猪场间的基因交流，实现了高于普通二元轮回杂交的杂种优势，表现为突出的繁殖性能与抗逆性。

③**可灵活主动加快淘汰更新率，提高高性能种猪占比**。母猪年更新率提升，显著规避了母猪生产效率的下滑，“高淘高补”保障了母猪群体的生产性能高效。提高迭代更新母猪速度的同时难以被模仿，构筑了较高的技术壁垒。

图 19：公司种猪生产以二元轮回体系为主



资料来源：公司公告，申万宏源研究

同时，公司也根据营运计划和市场需求采用部分三元生产体系：当前主要是在轮回二元体系基础上，优化配种结构，将部分父母代父本替换为杜洛克种猪。

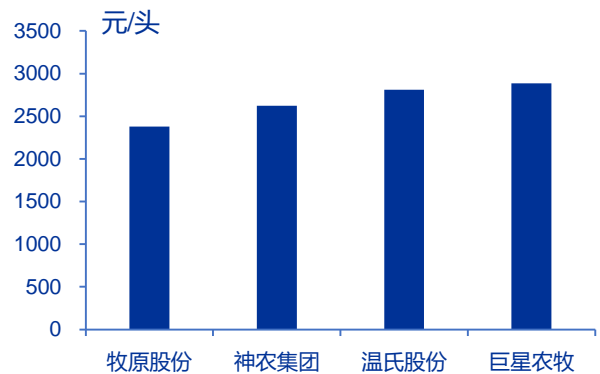
母猪成本大幅降低，仔猪和折旧摊销成本也因而显著降低：轮回二元母猪具备肉种兼用的特性，帮助公司彻底规避了高价外购种猪，大幅降低了母猪的入账成本。截止 2025 年中报，牧原能繁母猪头均账面价值仅 2380 元/头，远低于同期其他上市公司能繁母猪账面价值水平（约 2773 元/头）。**种猪优势带来仔猪初始成本优势**：较低的母猪成本也使得单头仔猪分摊成本减少，带来了更低的断奶仔猪成本：截止 11 月，公司断奶仔猪成本已经下降至 230-240 元/头，显著低于行业平均水平（11 月行业 15kg 仔猪平均价格为 296 元/头，涌益咨询）。

图 20: 牧原种猪的生产效率数据突出



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 21: 母猪头均账面价值



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.2.3 养殖过程管理: 软硬件共同发力, 保障猪只健康

保障猪群健康是猪企成本优化的根本, 养殖过程管理则尤为重要。近些年来, 公司通过提升硬件设施的质量和效果, 持续升级、优化猪舍内部的养殖环境; 同时也采用了高效、高质量的疫病防控措施, 智能化升级养殖流程, 实现了猪价健康度的显著提升, 为公司成本的下降提供了卓越的帮助。这些创新型的技术要素, 在公司养殖体系中快速复制、深度迭代升级, 即在彼时实现了领先行业的成本优化速度, 也构筑了持续领先的高度“数字化”、“智能化”管理体系, 形成了精准数据化养猪的“护城河”。

持续开展科技创新。当前公司持续推进智能化设备应用, 显著提升生产管理水平: 包括应用智能巡检机器人、智能水源消毒机、无针注射器、自动刷圈机器人等多种智能装备, 减少了人与猪直接接触, 降低疫病传播风险, 提升养殖效率。

智能巡检机器人的使用帮助公司人员减少巡圈频率, 降低疫病传播风险; 同时通过各种科学方式, 监测猪舍内的各种环境指标, 预警猪只异常状况。

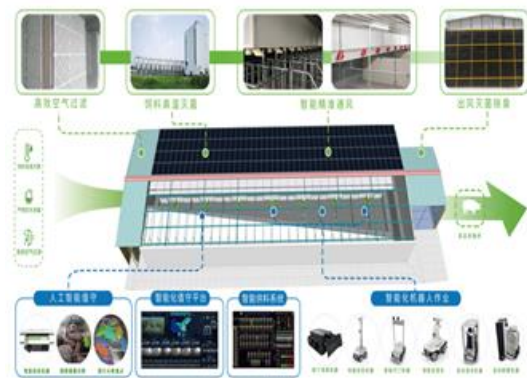
育肥猪群的养殖密度也在智能化装备的使用下有所提高: 部分场区单圈存栏从 60 头提升到 75 头以上。同时, 也降低了对于生产人员的需求数量, 提升生产管理水平。

图 22: 牧原智能巡检机器人保障猪群健康



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 23: 牧原智能猪舍运用了多种技术优化养殖环境



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

当前，牧原的智能化养殖体系覆盖**猪舍环境控制、精准智能饲喂、疫病监测和智能免疫**四大关键环节。

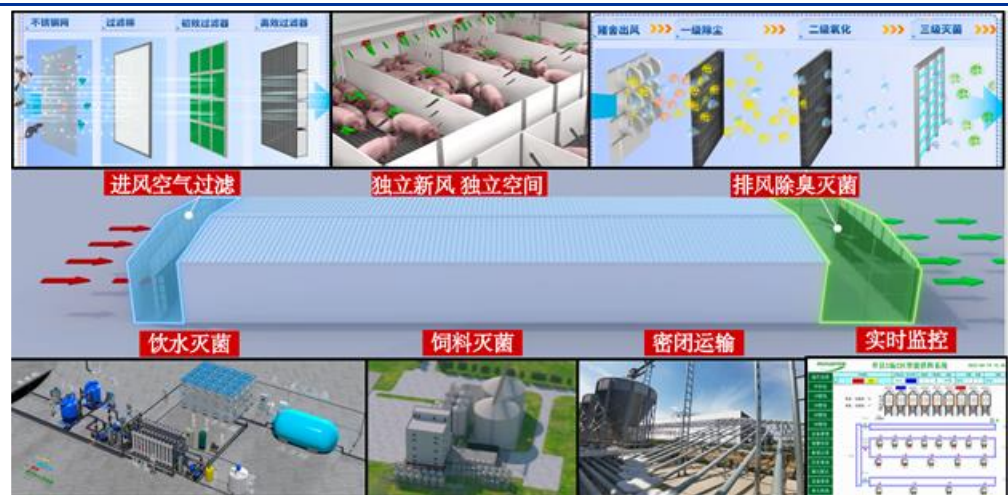
表 2：牧原智能化养殖体系覆盖环境、饲喂、疫病、免疫四大环节

环节	智能设备	具体功能
环境控制	空气过滤猪舍	牧原自主研发的智能空气过滤猪舍，采用四层精密过滤系统，非洲猪瘟、新型冠状病毒等病毒细菌拦截率高达 99.3%，进入猪舍的空气质量为 M16 级，接近 ICU 空气标准，保障猪群健康。在出风端，对猪舍排出的臭气进行集中处理，实现无臭气、不扰民。
	生猪自动化精准环境控制系统	系统在全部养殖场同步运行，通过自动化通风、温湿度与灯光联动，实时采集舍内环境数据并智能调节，为猪只提供稳定舒适的小气候，从而加快生长并降低疫病和死亡率。
精准饲喂	数字化精准饲喂管理系统	以 156 万套智能饲喂设备为核心，依托全封闭管链运输，将猪群品种、性别、日龄和实时生长数据转化为精准配方，持续比对投喂量与增重效果，形成“喂——测——优”闭环，显著提升饲料利用率。
疫病监测	畜禽疫病监测预警系统	由 13 万台声音监控器和 1 万余台轨道巡检机器人组成，前者捕捉咳嗽声波实现早期预警，后者搭载多类传感器同步监测环境与体征，二者协同完成低成本、全天候健康筛查。
智能免疫	智能免疫系统	采用无针高压射流技术，将药液一次性注入皮下，同步完成消毒、标记与数据回传，显著降低猪只应激和交叉感染风险，并实现免疫档案全程可追溯。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

①**猪场是养殖管理的底层设计**：自成立伊始，公司便不断对猪舍设计、建设进行研究和创新。当前已研发出的新型智能猪舍，实现了进风端四层空气过滤，空气质量接近 ICU 标准，保障猪只健康；在出风端灭菌除臭，实现无臭气。并建立猪群舒适度标准，通过智能环境控制系统实现对猪舍环境的智能调控，同时基于物联网技术对养殖全过程进行实时监控，打造健康舒适的生长环境，呵护猪群健康。

图 24：公司新型智能猪舍为猪群提供了安全舒适的生长环境



资料来源：第七届中国猪业科技大会，申万宏源研究

②**智能饲喂提升生长速度**：公司当前采用的智能饲喂系统能减少人和猪之间的接触，通过配置全封闭管链运输系统，结合猪群品种、性别、年龄、生理状态数据与生长数据，制定

精准的饲料投喂方案。结合投喂数据与生长指标，不断优化猪营养方案，形成饲喂—生长—改进饲喂—提高生长的正反馈，提高饲料利用率，减少饲料浪费。显著提升了猪只的生长效率。目前，牧原已应用智能饲喂设备 156 万套。

③**疫病防控管理系统**：当前公司建立了完整的疫病防控管理体系。通过升级猪舍规划布局，实行“大区域、小单元”布局，防止疫病交叉感染和外界病原侵入。在养殖过程中公司采取“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，确保防疫体系安全、有效。当前，公司已经打通对生猪生产成绩影响较大的主要疾病的净化路径，截至 2025 年，公司内部已基本实现伪狂犬全群净化，正在推进对蓝耳病等疾病的全群净化工作。

图 25：多源信息融合提升生猪疫病监测预警能力——牧原数智化杰出案例



资料来源：中国畜牧业协会智能畜牧分会，申万宏源研究

强化猪病研究，“天网工程”帮助公司构建了综合的疫病防控系统。其是针对生猪疾病病因的广泛研究为基础的综合疾病防控系统，覆盖了 181 种细菌、151 种病毒及 27 种寄生虫。通过整合先进的环境控制系统、生物安全体系及免疫管理，实现了对猪群健康状态、饲喂量、环境参数等关键指标的实时追踪与数据化分析。既解决了传统养殖“人管人”模式下的效率损耗与标准不统一问题，也通过算法模型优化了猪群管理的精准度。

图 26：“天网工程”——牧原综合疫病防控系统



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2.4 人员管理：管理层年轻化，高效利润激励机制绑定人才

牧原的人员管理是以人才为核心，结合制度、体系和文化，兼具激励与约束的系统性工程。“管好人”才能“管好养殖”，“管好成本”。

两代管理层“双核”布局。以公司创始人秦英林先生领衔的畜牧技术元老，与钱瑛、杨瑞华、苏党林、褚柯、李彦朋、牛旻等核心骨干共同构成高度重视人才的价值取向，共构“价值观选人-育人-用人”的人才引擎。现阶段，包括高瞳、李彦朋、袁合宾王艳春等 85-95 后已全面接管运营、法务、财务等关键条线；管理层平均年龄下移，高学历化正带来新的管理升级，叠加“双核领导人”决策-实战双通道，人员管理效率持续提升。

表 3：创始“一代”元老领导正与“二代”年轻 90 后们形成公司双核管理布局

一代高管团队	出生年份	职位	二代高管团队	出生年份	职位
秦英林	1965	董事长、总裁	高瞳	1994	首席财务官(CFO)
钱瑛	1966	董事	李彦朋	1986	养猪生产首席运营官 (COO)
曹治年	1977	副董事长、财务总监	袁合宾	1988	首席法务官(CLO)
杨瑞华	1977	董事、副总裁	王艳春	1992	首席人力资源官(CHO)
秦军	1974	董事会秘书、首席战略官	牛旻	1989	首席兽医师
褚柯	1982	副总裁	秦牧原	1995	副总裁、屠宰管理
徐绍涛	1973	牧原肉食总经理			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

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。在**人才培养**上，公司具有完善的专业培训体系，对管理干部、大学生、养殖技工针对性开展价值观、管理能力、业务能力的培训；师徒传帮带，为每位新员工匹配品行纯正、技能精湛、经验丰富的优秀员工作为师傅，让新入职员工快速适应新环境，掌握工作技能，全面提升人才素质和业务能力，快速成长。

在**人才选拔**上，启用“少年大将军”，从实战中选拔人才，不断完善干部选拔和培养机制，公司以业绩作为评价和选拔干部的核心标准，让人才成为助推企业战略成功的基石。**员工考核体系完善，晋升通道畅通。**当前公司已经建立了多维度的绩效管理和晋升机制，全

面、客观地评价员工的综合绩效，为员工提供清晰明确的职业晋升路径，将晋升通道与任职资格相挂钩，明确职级要求。

在人才激励上，通过充分奖励的措施，激发员工创新潜能。采用明确的利润激励机制，绑定核心人才。遵循“谁创造谁收益、多创造多收益”原则，通过股权激励计划将核心管理层及技术人员薪酬与业绩挂钩，充分激发积极性。激励方案设置双重考核目标——**公司级**（全年出栏量）与**个人级**（绩效考核），并据此制定相应持股计划，确保精准覆盖每位员工。2025年公司更是推出了经营者、奋斗者、经营者持股计划，将公司的发展成果与高管、生产经营类管理干部、核心骨干员工们进行分享。

表 4：公司推出的员工持股计划与限制性股票激励计划一览

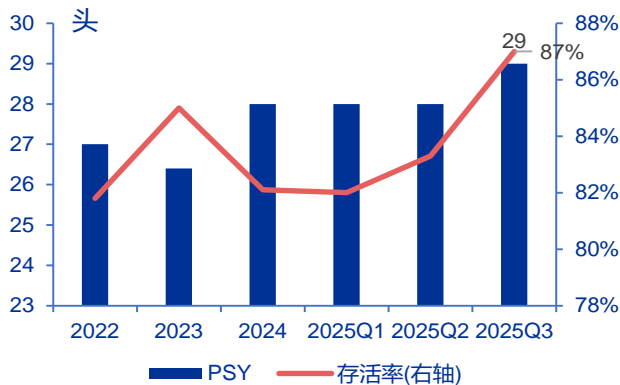
持股计划	实施时间	持股数量	持股员工数	人均持股数量
		(万股)	(人)	(万股)
第一期员工持股计划	2015年	2235	495	4.52
第二期员工持股计划	2016年	4054	432	9.38
第三期员工持股计划	2017年	2669	5000	0.53
限制性股票激励计划	2019年	5339	914	5.84
限制性股票激励计划	2022年	7461	5577	1.34
2025年经营者持股计划	2025年	961	219	4.39
2025年奋斗者持股计划	2025年	2350	3884	0.61
2025年经营者持股计划	2025年	876	1334	0.66

资料来源：公司公告，申万宏源研究

在饲料、育种、养殖过程与人员管理的共同优化作用下，公司养殖成绩显著提升，成本有望因此持续优化。根据农业农村部数据显示：当前通过应用智能化养殖技术，牧原猪场整体生产效率提升 35%以上。巡检预警准确率超过 95%，猪只成活率提高 3%；1 名饲养员年出栏商品猪达 10000 头，远高于行业平均水平。育肥猪达 115 kg 平均出栏日龄不超过 160 天，头均药费降低 42 元，母猪年提供断奶仔猪提高 1.2 头；预计后续公司养殖成绩有望进一步优化。

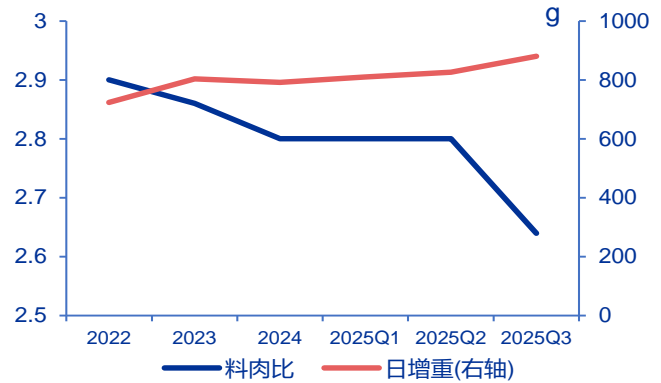
从生产指标的数据看，截止 2025 年三季度，公司 PSY 已提升至 29，料肉比已下降至 2.64，日增重超过 880g，全程存活率超过 87%。生产效率指标已位居行业领先水平。

图 27：PSY、存活率有所提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：日增重、料肉比显著优化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 新周期新征程，投资回报期开启

我们认为：牧原新一轮发展阶段已经开启。公司发展经营的重心已经从“大规模资本投入产能建设”转向“追求盈利质量、创造稳定现金流，积极回报股东”，新的牧原正扬帆起航。

图 29：牧原股份当前已进入投资回报期

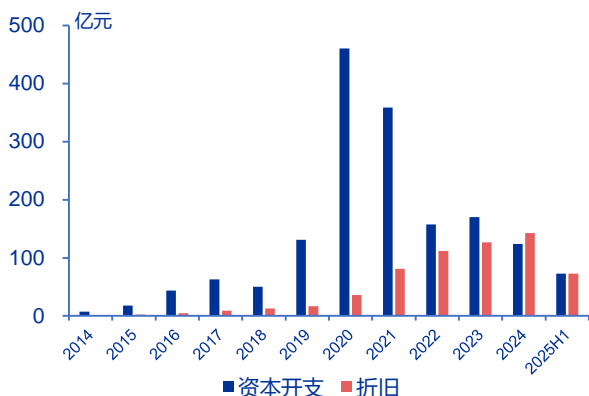


资料来源：公司公告，申万宏源研究

前期公司持续投入产能建设，快速扩张抢占市场份额，市占率已超 10%。2019-2021 年是公司大额资本开支投入的顶峰年份，后续公司持续快速扩张，出栏量从 2019 年的 1025.3 万头持续增长至 2023 年 6381.6 万头，增长幅度超过 500%；市占率也从 2019 年的 1.9% 快速增长至 2024 年的 10.2%。

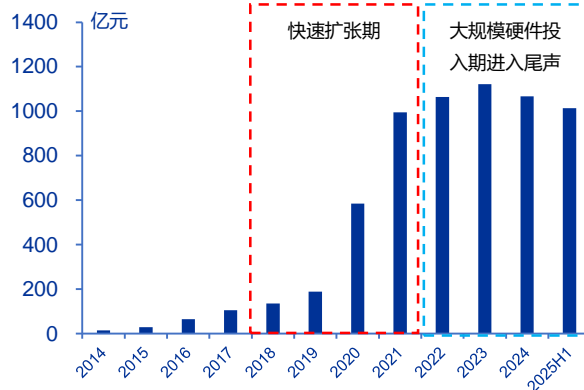
当前，大规模的资本投入和产能建设阶段已渐入尾声：2024 年公司资本开支规模 123.8 亿元，首次小于固定资产折旧规模（142.67 亿元）；2025 年上半年 72.9 亿元，预计全年计划下降至 90 亿元左右，较上年进一步下降。提升产能利用率成为了公司的工作重点。

图 30：2014-2025H1 公司资本开支与固定资产折旧



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：固定资产增速下降，整体规模稳定略有下降

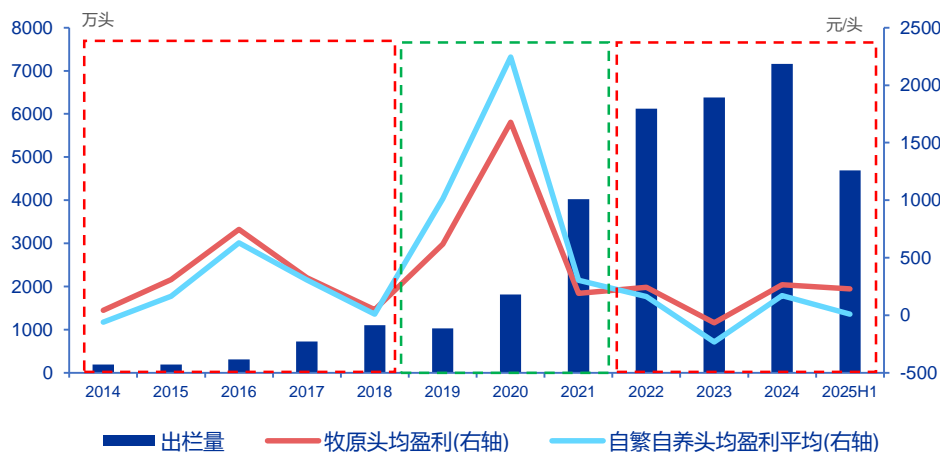


资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们认为：公司已进入新的高质量发展阶段，主要依靠精细化管理和全产业链优势持续创造利润，同时优化资产负债结构，积极回报股东。公司价值亟待进一步认知。

前文已述，公司在成本端的壁垒已经形成：牧原通过数十年的技术积累，在出栏量显著增长的同时，实现了显著低于行业平均水平的养殖成本，头均盈利已经开始持续领先行业：2025H1 公司头均盈利较行业高 220 元/头左右。

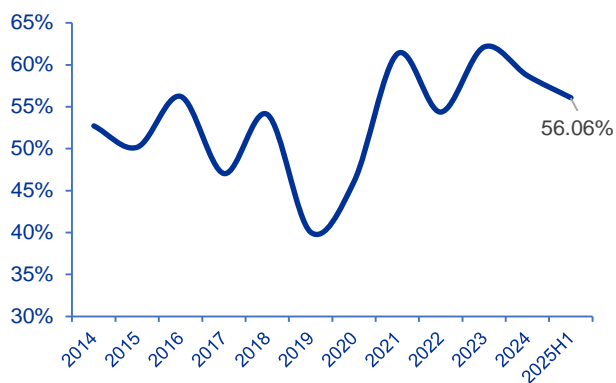
图 32：牧原股份——规模增加与盈利提升共振



资料来源：公司公告，申万宏源研究

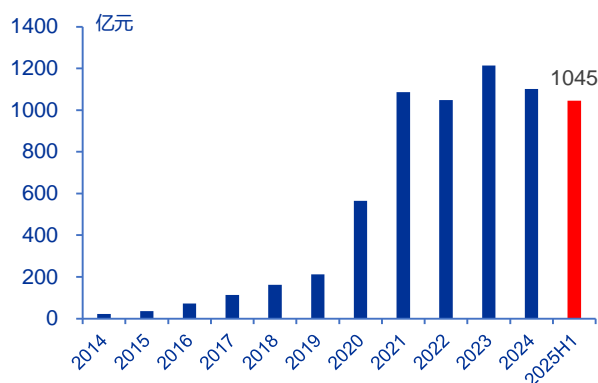
积极压降债务规模，调整负债占比，财务结构持续优化。自 2023 年起，公司经营策略逐渐趋于稳健，降负债、去杠杆成为主要的工作重点。总负债规模持续下降：截止 2025 年中报，公司负债总规模 1045 亿元，同比-11.74%；资产负债率下降至 56.06%，同比下降 5.75pcts。

图 33：公司资产负债率有所下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：总负债规模调降中

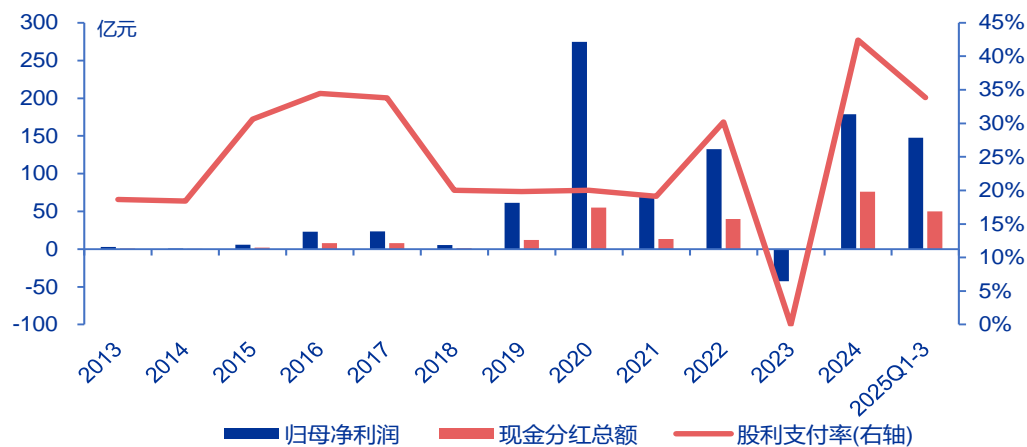


资料来源：公司公告，申万宏源研究

重视股东回报，经营成果的“分享期”开启。公司分红比例提升，分红频率增加，且通过“分红+回购”的组合回报股东。2024 三季度，公司修订未来三年（2024-2026 年度）股东分红回报规划：在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，利润分配的最低现金分红

比例提升至 40%（年内多次分红的，进行累计计算）。2025 年前三季度，公司现金分红 50 亿元，股利支付率达到了 33.8%。

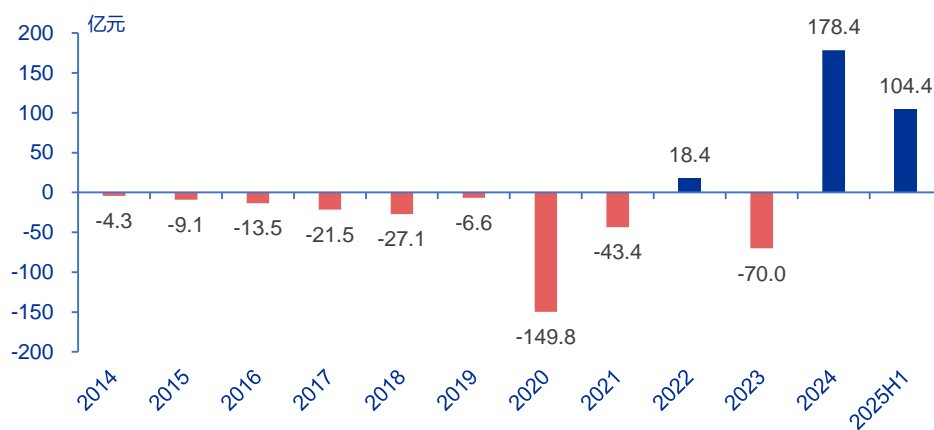
图 35：公司现金分红规模和股利支付率有显著提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

与此同时，公司可自由支配的现金规模或将显著增长，自由现金流规模增加。2024 年公司企业自由现金流首次大幅转正，为 178.4 亿元，2025 年上半年延续流入（规模 104 亿元）。伴随着公司净利润规模的增长，资本开支规模显著下降，自由现金流规模或将显著增加。

图 36：公司企业自由现金流转正



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 收入成本拆分与盈利预测

深耕生猪养殖产业链，当前公司已发展成为全球最大的生猪养殖企业，当前业务涉及上游养殖、下游屠宰及肉制品销售业务等。我们对公司的盈利预测，是基于公司产业链各项业务（主要考虑养殖业务和屠宰、肉食业务）的假设和盈利预测汇总而得。

①**生猪养殖**：前期产能处于相对高位水平，预计 2026 年生猪供给或仍将较为充裕，猪价延续低迷态势，同比有所下跌；当前养殖持续亏损，产能迎来加速去化，加之政策引导下能繁母猪存栏减少，预计后续（2027 年）猪价运行中枢或将有所上抬。公司响应国家政策号召，淘汰低效产能，预计出栏规划将有所调整。我们预计公司 2025-2027 年出栏生猪 8987/8761/10005 万头。商品猪销售均价假设为 13.7/13.0/13.2 元/公斤，公司养殖成本假设为 11.0/10.0/9.8 元/公斤。

②**屠宰、肉食业务**：主要包括生猪屠宰及销售鲜、冻肉类产品业务。当前公司已经成为中国第一大屠宰肉食企业，年屠宰量规模超过 2700 万头。当前产能约 2900 万头。预计后续公司将通过销售渠道开拓，进一步提升产能利用率；同时不断改善产品结构，提高分割品占比以提升盈利水平。预计公司 2025-2027 年分别屠宰生猪 2713/2800/3000 万头；盈利能力有所提升，假设公司屠宰、肉食业务毛利率为 2.5/3.0%/3.5%。

表 5：公司主要业务收入拆分与预测（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、养殖业务						
营业收入	1197	1082	1362	1351	1200	1348
yoy		-10%	26%	-1%	-11%	12%
毛利润	221	32	262	231	289	365
yoy		-86%	727%	-12%	25%	26%
毛利率	18.4%	2.9%	19.2%	17.1%	24.1%	27.1%
二、屠宰、肉食业务						
营业收入	147	219	243	453	444	483
yoy		49%	11%	87%	-2%	9%
毛利润	-1	0	2	11	13	17
yoy		148%	602%	355%	18%	27%
毛利率	-0.5%	0.2%	1.0%	2.5%	3.0%	3.5%
三、贸易业务						
营业收入	55	30	14	24	27	28
yoy		-45%	-53%	70%	10%	5%
毛利润	1	-1	0	10	12	13
yoy		-212%	56%	3835%	24%	10%
毛利率	1.0%	-2.0%	-1.8%	40.1%	45.3%	47.6%
四、其他业务						
营业收入	4.9	5.4	4.5	6.0	6.6	7.2
yoy		11%	-18%	34%	10%	10%

毛利润	0.7	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1
yoy		-46%	-11%	-64%	10%	10%
毛利率	14.1%	6.9%	7.5%	2.0%	2.0%	2.0%
五、减：养殖与屠宰肉食之间销售抵消						
营业收入	-156	-228	-244	-431	-422	-459
yoy		-46%	-7%	-76%	2%	-9%
毛利润	-3	3	-1	-11	-13	-16
yoy		201%	-152%	-662%	-18%	-27%
毛利率	-	-	-	-	-	-
合计						
营业收入	1248	1109	1379	1404	1255	1408
毛利润	218	34	263	242	302	379

资料来源：公司公告，申万宏源研究

基于以上核心假设，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 1404.17/1255.25/1407.51 亿元，同比 +1.8%/-10.6%/+12.1%；实现归母净利润 157.17/204.22/253.48 亿元（考虑到猪价实际表现，小幅下调盈利预测；前次预测为 174.93/241.90/316.45 亿元），当前股价对应 2025-2027PE 分别为 18X/14X/11X。

4.2 估值分析

生猪养殖本质上属于资产依赖型行业，牧原作为重资产型的自繁自养龙头企业则更是如此。头均市值是估值参考的方向之一，其本质是对于出栏量规模的理性定价，规避了行业天然周期性下猪价波动导致的盈利大幅波动（即不适合采用 PE 估值方法）。

当前行业内涉及生猪养殖业务的其他 6 家上市公司（剔除部分生猪业务收入占比较低的可比公司）对应 2026 年出栏量的头均市值均值为 3228 元/头。前文已述，我们预计公司 2026 年生猪出栏量为 8761 万头，当前市值对应出栏量的头均市值约 3173 元/头。值得注意的是，养殖成本比较优势会显著影响头均市值水平（成本较低的企业头均盈利水平更高，对头均市值造成影响）。考虑养殖成本优势溢价，我们给予公司 2026 年头均市值 3828 元/头（公司平均成本仅为行业平均水平的 84.3%），对应目标市值 3354 亿元。

表 6：部分涉及生猪养殖业务的上市公司头均市值估值水平一览（元/头）

	2025 头均市值	2026 头均市值
温氏股份	2609	2762
巨星农牧	2216	2333
金新农	3138	3400
东瑞股份	2121	2191
神农集团	4818	4984
京基智农	3538	3699
平均值	3073	3228
牧原股份	3093	3173

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：头均市值参考数据截至 年 月 日。

综上所述，我们给予公司目标市值 3354 亿元，较当前市值（12 月 30 日）涨幅空间约 20.64%，维持“买入”评级。

5. 风险提示

公司主要业务涉及生猪养殖产业链关键环节，我们认为其可能存在以下主要风险，提醒各位投资者加以关注。

主要风险包括但不限于：

①**原材料价格波动的风险**。公司生猪饲料的主要原材料包括玉米、小麦、豆粕等，大宗农产品的价格波动，将对公司养殖成本产生不利影响。

②**养殖疫情的风险**。公司生猪养殖规模庞大，当前已经具有完善的疾病防控体系，采取了包括硬件措施提升、管理措施强化在内的防控措施。但倘若疫病防控体系执行不力，则可能面临疫病所导致的产量下降，盈利下滑甚至亏损等风险。

③**生猪价格波动的风险**。商品猪的价格仍受到传统产能和供给周期的影响而有所波动。若生猪价格大幅下跌，或后续公司出栏规模低于价格下跌的幅度，则公司可能会出现亏损，或业绩大幅下滑的风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	110,861	137,947	140,417	125,525	140,751
营业收入	110,861	137,947	140,417	125,525	140,751
养殖业务	108,224	136,229	135,117	119,969	134,800
屠宰、肉食业务	21,862	24,274	45,333	44,390	48,292
贸易业务	3,023	1,432	2,435	2,678	2,812
其他业务	544	447	598	658	724
减：养殖与屠宰肉食之间销售抵消	-22,793	-24,436	-43,067	-42,170	-45,878
营业总成本	117,175	121,040	125,831	104,935	114,533
营业成本	107,415	111,667	116,228	95,297	102,845
养殖业务	105,061	110,064	111,974	91,033	98,333
屠宰、肉食业务	21,827	24,025	44,200	43,058	46,602
贸易业务	3,083	1,458	1,458	1,466	1,473
其他业务	506	414	586	645	709
减：养殖与屠宰肉食之间销售抵消	-15,367	-24,294	-41,990	-40,905	-44,272
税金及附加	190	223	225	206	228
销售费用	983	1,096	1,264	1,130	1,267
管理费用	3,876	3,332	3,651	3,264	3,660
研发费用	1,658	1,747	1,685	1,506	1,689
财务费用	3,054	2,975	2,777	3,533	4,844
其他收益	2,806	3,010	2,000	1,000	500
投资收益	-6	100	42	37	42
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0	0
资产减值损失	-202	-13	0	0	0
资产处置收益	-10	6	0	0	0
营业利润	-3,732	20,011	16,629	21,627	26,760
营业外收支	-438	-1,114	-492	-681	-762
利润总额	-4,170	18,896	16,137	20,945	25,998
所得税	-2	-29	0	0	0
净利润	-4,168	18,925	16,137	20,945	25,998
少数股东损益	95	1,044	420	524	650
归母净利润	-4,263	17,881	15,717	20,422	25,348

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-4,168	18,925	16,137	20,945	25,998
加：折旧摊销减值	12,889	14,315	8,540	9,440	10,107
财务费用	3,370	3,290	2,777	3,533	4,844
非经营损失	13	-137	-20	-41	-47
营运资本变动	-3,792	-669	7,065	2,606	-859
其它	1,585	1,819	-848	0	0
经营活动现金流	9,893	37,543	33,651	36,483	40,043
资本开支	16,958	12,243	9,615	7,010	6,000
其它投资现金流	-261	-1,003	49	56	27
投资活动现金流	-17,219	-13,246	-9,566	-6,954	-5,973
吸收投资	1,069	1,020	0	0	0
负债净变化	18,283	-5,470	-18,554	-8,208	-3,500
支付股利、利息	7,747	8,256	10,364	14,535	21,181
其它融资现金流	-8,406	-12,523	4,732	3	-252
融资活动现金流	3,199	-25,229	-24,186	-22,739	-24,933
净现金流	-	-	-	-	-

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	63,583	61,319	55,120	55,143	66,633
现金及等价物	19,450	16,955	16,853	23,642	32,780
应收款项	1,008	999	1,651	1,227	1,293
存货净额	41,931	41,970	35,221	28,878	31,165
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,194	1,395	1,395	1,395	1,395
长期投资	825	1,010	1,010	1,010	1,010
固定资产	123,774	118,125	119,184	116,744	112,637
无形资产及其他资产	7,223	7,195	7,181	7,177	7,196
资产总计	195,405	187,649	182,496	180,073	187,476
流动负债	94,659	85,477	67,842	55,973	54,467
短期借款	55,580	53,462	35,708	28,000	25,000
应付款项	27,373	21,885	22,779	18,677	20,156
其它流动负债	11,705	10,129	9,355	9,296	9,311
非流动负债	26,709	24,636	26,585	26,089	25,337
负债合计	121,368	110,112	94,428	82,062	79,804
股本	5,465	5,463	5,463	5,463	5,463
其他权益工具	1,017	1,017	0	0	0
资本公积	14,873	10,729	13,729	13,729	13,729
其他综合收益	-5	-34	-34	-34	-34
盈余公积	2,198	2,585	3,370	4,392	5,659
未分配利润	39,280	52,271	59,616	68,014	75,757
少数股东权益	11,209	5,504	5,924	6,448	7,098
股东权益	74,037	77,536	88,069	98,012	107,672
负债和股东权益合计	195,405	187,649	182,496	180,073	187,476

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。