

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：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

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：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 半年报业绩预告点评：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

公司概况：管理持续精进的生猪养殖龙头	5
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
生猪行业：猪周期已进入右侧，看好生猪板块上行趋势	10
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
公司看点：软硬优势兼具，成本行业领先	15
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
盈利预测	24
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
估值与投资建议	27
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
风险提示	30
附表：财务预测与估值	32

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

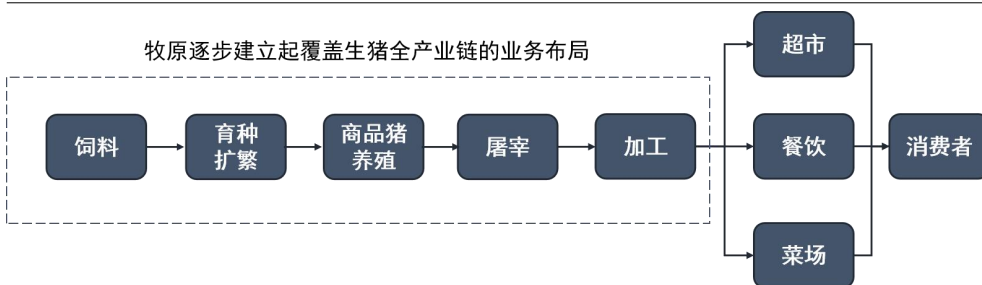
图 37: 公司拥有覆盖研发、检测、生产的领先兽医团队	21
图 38: 公司员工数量保持稳健增加	22
图 39: 公司 2019 年起加大了本科以上学历的员工招聘	22
图 40: 牧原股份是行业楼房养猪先行者, 内乡 210 万头楼房养殖项目成本已达到领先水平	22
表 1: 牧原股份上市来已累计实施 10 次分红	6
表 2: 牧原部分董事、监事、高级管理人员及核心管理、技术、业务人员拟 2023 年 10 月起增持的金额	7
表 3: 2018Q1-2023Q3 阶段生猪养殖行业上市企业整体结余现金数量不大 (单位: 亿元)	12
表 4: 公司员工持股计划及股权激励所认购股权比例合计超公司总股本 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

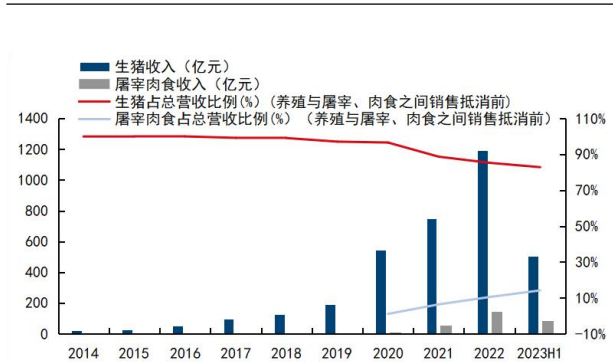
牧原股份是我国生猪养殖产业链一体化的龙头企业，已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰为一体的生猪产业链，2023 年公司实现生猪出栏 6381.6 万头，其中商品猪 6226.7 万头，仔猪 136.7 万头，种猪 18.1 万头，规模化养殖全国第一，预计 2024 年生猪出栏有望继续保持同比增长。公司深耕生猪养殖领域，并从 2020 年起逐步在下游屠宰加工板块延伸，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，2023 年合计屠宰生猪 1326 万头，同比增长 80%，产能利用率由 2022 年的 25% 提升至 46%。截至 2023 年年底，公司有育肥产能 8000 万头/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



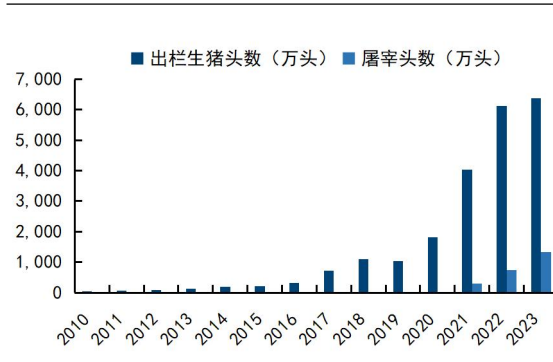
资料：公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：牧原股份生猪、屠宰肉食收入的历年变化情况



资料：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）

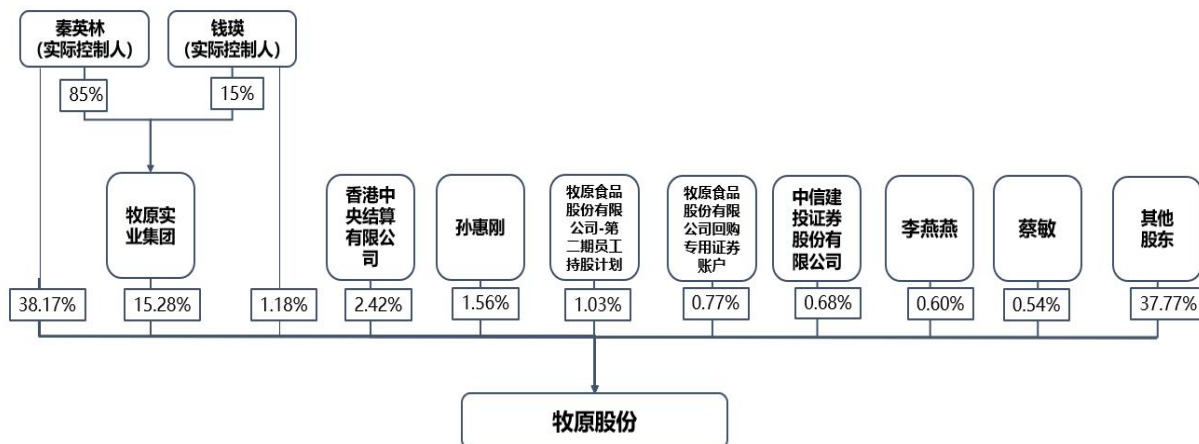


资料：Wind，国信证券经济研究所整理及预计

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：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：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

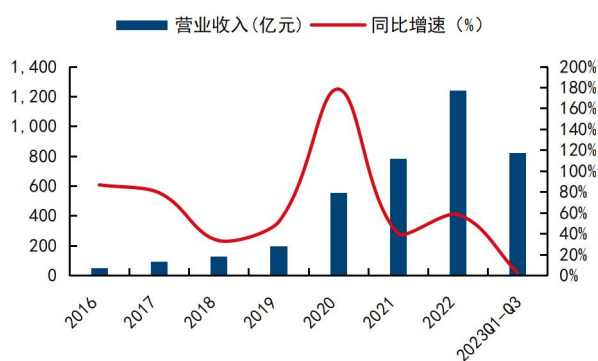
姓名	职务	购买金额下限 (万元)	购买金额上限 (万元)
高瞻	首席财务官	5,900	6,000
曹治年	副董事长、常务副总裁、财务负责人	5,900	6,000
杨瑞华	副总裁	5,900	6,000
李彦朋	养猪生产首席运营官	4,400	4,500
王春艳	首席人力资源官 (CHO)	3,900	4,000
牛旻	兽医负责人	3,900	4,000
褚柯	副总裁	3,900	4,000
徐绍涛	牧原肉食总经理	2,400	2,500
袁合宾	首席法务官 (CLO)	2,400	2,500
王志远	发展建设总经理	2,400	2,500
秦军	董事会秘书、首席战略官	1,350	1,500
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 : 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

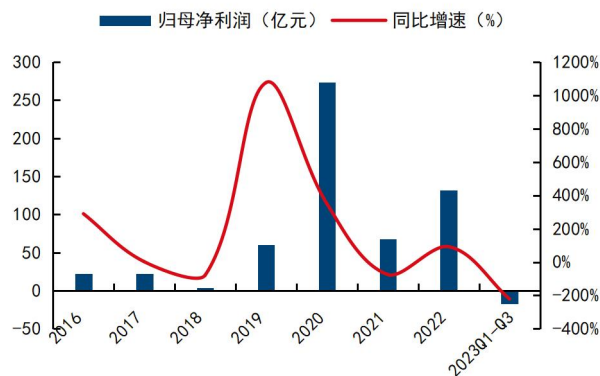
2023Q3 业绩表现优秀，头均超额收益优势显著。公司 2023Q1-Q3 营收 829.7 亿元，同比+2.72%，归母净亏损 18.4 亿元，同比减少 221.82%，主要系 2023 年前三季度整体的生猪均价水平同比下降，公司养殖盈利承压。单三季度看，公司 2023Q3 归母净利盈利 9.37 亿元，同比减少 88.57%，环比扭亏为盈，主要系 2023Q3 猪价虽然同比下降明显，但环比回暖，我们测算 2023Q3 牧原股份单头养殖盈利接近 80 元，相较行业的超额收益明显。

图5: 牧原股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料 : 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 : 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 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。

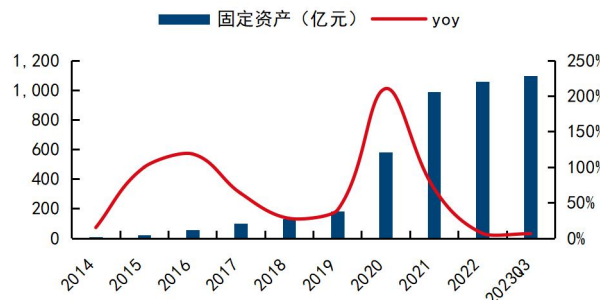
公司对扩产总体保持稳健策略, 截至 2023 年 9 月末, 公司在建工程为 34.76 亿元, 较 2023Q2 末减少 29.2%; 固定资产总额为 1103.38 亿元, 较 2023Q2 末增加 10.50%; 生产性生物资产达 78.12 亿元, 较 2023Q2 末增加 1.36%。此外, 公司 2023Q3 末资产负债率达 59.65%, 较 2023Q2 末减少 0.41pct; 货币资金达 157.63 亿元, 较 2023Q2 末减少 10.20%, 资金储备整体依然充裕。

图7: 牧原股份在建工程及增速 (单位: 亿元、%)



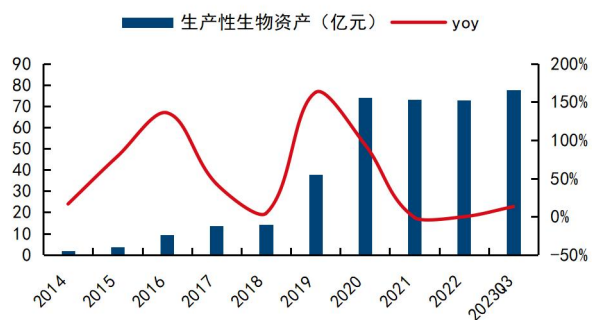
资料 : Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 牧原股份固定资产及增速 (单位: 亿元、%)



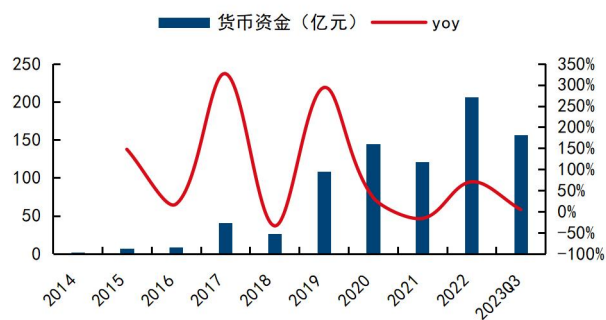
资料 : Wind, 国信证券经济研究所整理及预计

图9: 牧原股份生产性生物资产及增速 (单位: 亿元、%)



资料 : 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 : 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：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

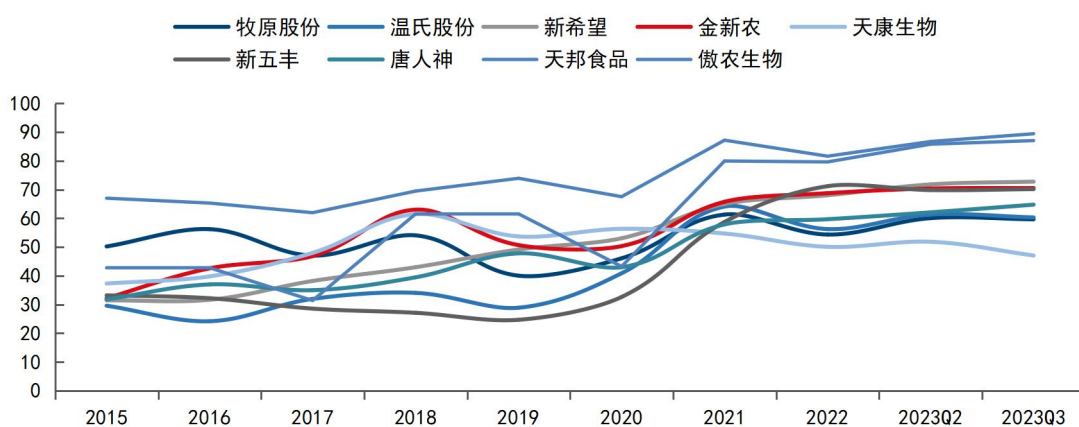


资料 : Wind, 国信证券经济研究所整理

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 : 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 : 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 : 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



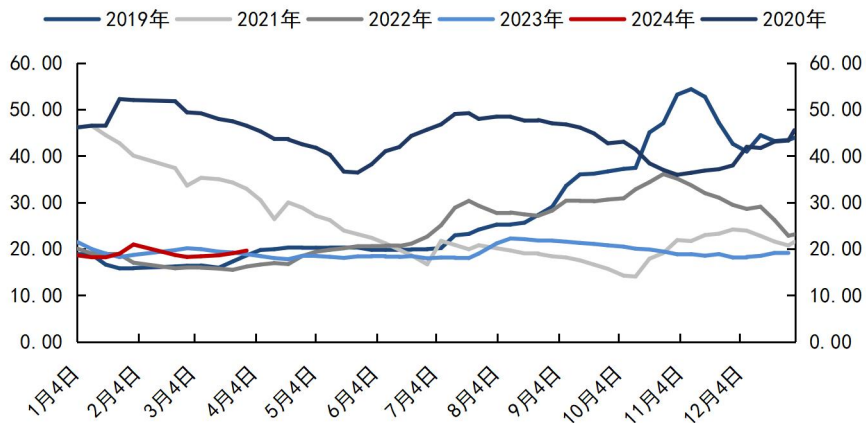
资料 : Wind, 国信证券经济研究所整理

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：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



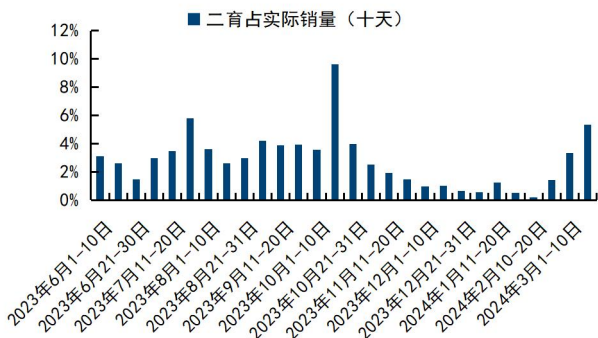
资料：畜牧业协会、国信证券经济研究所整理

图18: 仔猪价格从2024年1月开始反弹



资料：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：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

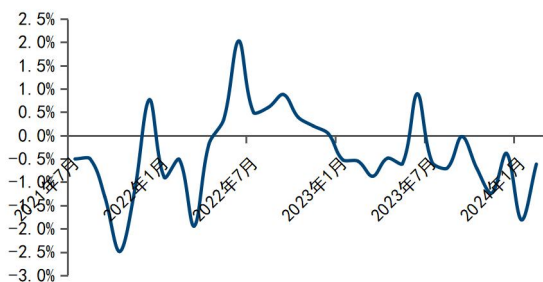


资料：钢联数据、国信证券经济研究所整理

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：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

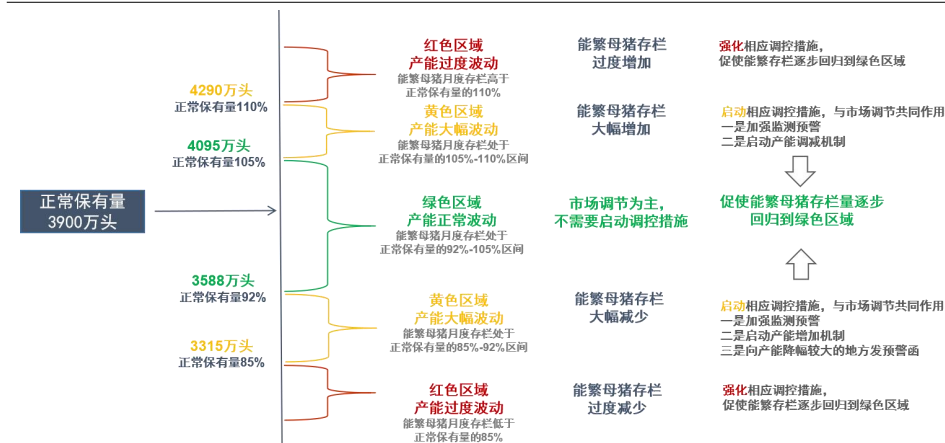


资料：涌益咨询、国信证券经济研究所整理

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：农业部、国信证券经济研究所整理

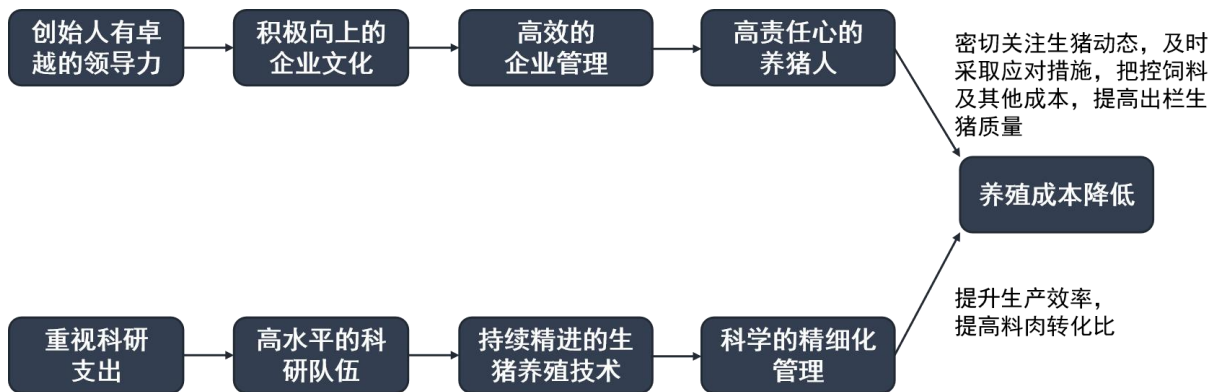
公司看点：软硬优势兼具，成本行业领先

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。

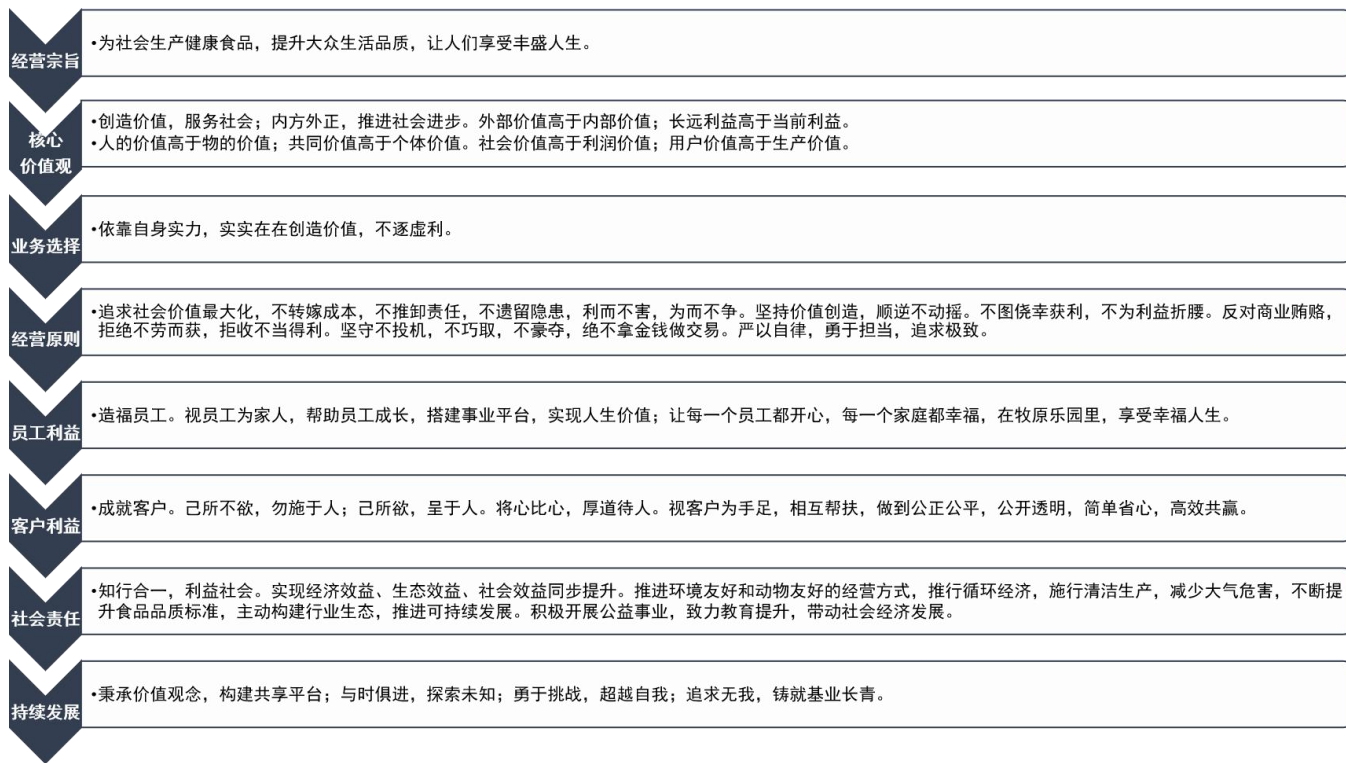
图24：牧原股份积极向上的企业文化培育出高责任心的员工，助力公司成本持续下降



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：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：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 于管理人员和一线养殖员工的管理水平和执行能力差异。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/535124213214011140>