

## 牧原股份 (002714.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

崔彬辉  
农林牧渔行业研究

2026年6月5日

## 基本信息

所属行业	消费品
当前股价	35.13
总市值	2028.05 亿
PE-TTM	20.73
PB-MRQ	2.35

## 估值结果

价值	2666 亿
DDM 估值 上行空间	31%
状态	偏低估
价值	2541 亿
动态估值 上行空间	25%
状态	偏低估

## 四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

牧原股份是全球领先的自育自繁自养一体化生猪养殖企业，构建了从饲料加工、种猪育种、商品猪养殖到屠宰加工的完整生猪产业链，在规模化养殖、成本控制、生物安全等关键领域占据主导地位，深度绑定下游屠宰及食品加工渠道，形成了“成本优势+规模效应+生物安全防控”的一体化竞争优势。

公司成长空间中等，未来增长主要依赖海外生猪产能稳步扩张、国内养殖效率持续提升及屠宰业务放量，整体呈现周期波动与长期成长并存的特征。盈利趋势向好，当前生猪行业低谷，看好明后两年利润反转，受益于成本控制能力持续增强与养殖效率提升，头均盈利长期高于行业平均水平。产业格局欠佳，主因生猪行业门槛一般，产能难以去化，同时，生猪行业主要为生物性资产，容易受到疫病的影响。公司护城河深厚，依托成本壁垒（行业最低养殖成本）、规模壁垒（千万头级出栏规模），形成的“成本+规模+技术”综合护城河，但护城河持续性受到挑战，主因养殖技术易扩散。

基于生猪产能稳步扩张、养殖效率持续提升及屠宰业务放量的假设，市场逐步认可其“生猪养殖行业成本领先者”定位。根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于合理估值区间。

## 我们区别于市场的观点

我们认为生猪养殖行业商业模式较差，该行业长期面临“高投入、高风险、低回报”的困境，且产品高度同质化，产品难以储存，价格极低时，只能出货，面临激烈的价格战。不同于消费品或高端制造业，猪肉作为标准大宗商品，消费者对来源无感知，导致企业无法通过差异化定价获取超额利润。此外，行业深受不可控的生物疫病风险和剧烈的供需周期扰动，难以支撑长期的高估值溢价。

## 风险提示

若生猪市场供需格局变化导致猪价持续低迷，或行业产能去化速度不及预期，则可能拉长亏损周期，对公司盈利水平和现金流造成较大压力。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	5
图2：预测2026年毛利占比 .....	5
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	7
表1：护城河详解表 .....	9
表2：公司整体业绩预测 .....	11
表3：公司分业务业绩预测 .....	11
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	12
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	12

## 1. 基本信息

牧原股份是中国生猪养殖及猪肉产业链领域的领军企业，总部位于河南南阳，在河南、山东、黑龙江等多个省份拥有大规模的现代化生猪养殖基地和屠宰加工厂。作为全球最大的生猪养殖企业，其生猪出栏量连续多年位居全球第一。公司主营业务涵盖饲料加工、生猪育种、商品猪饲养、屠宰肉食等板块，形成了集“饲料-育种-养殖-屠宰”于一体的垂直一体化产业链，产品主要为商品猪、仔猪、种猪以及鲜、冻分割猪肉产品，致力于为社会提供安全、健康的高品质猪肉食品。

公司实际控制人为秦英林、钱瑛夫妇。董事长为秦英林，董事会秘书为秦军。

## 2. 业务介绍

对于牧原股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

国内生猪：

公司作为国内乃至全球最大的生猪养殖企业，其核心业务是以“自繁自养”模式进行商品猪、种猪及仔猪的规模化养殖与销售。凭借独特的轮回二元育种体系、智能化养殖技术和精细化管理，公司在行业内建立了显著的成本领先优势，完全成本持续下降并稳居行业第一梯队。2025年，公司商品猪出栏量达7798.1万头，连续多年位居全球首位，在国内市场具备强大的规模效应与抗周期能力。我们对该业务的市场界定为国内范围。

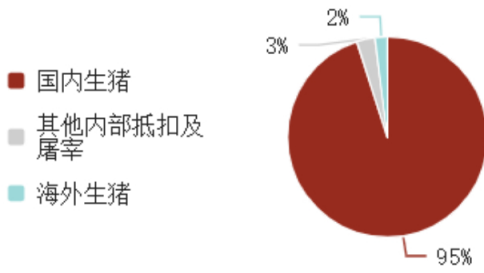
其他内部抵扣及屠宰：

该板块是公司产业链纵向延伸的关键环节，主要包括屠宰肉食业务及内部交易抵销。屠宰业务作为公司的第二增长曲线，近年来发展迅猛，2025年屠宰量超2800万头并首次实现年度盈利，产能利用率接近满产。业务涵盖白条、分割品及副产品的生产与销售，销售网络覆盖全国。财报中的“内部抵扣”项，主要源于公司将自养生猪按市场价销售给旗下屠宰子公司用于加工，在合并报表时进行抵销处理，体现了养殖与屠宰两大主业间的协同效应。我们对该业务的市场界定为国内范围。

海外生猪：

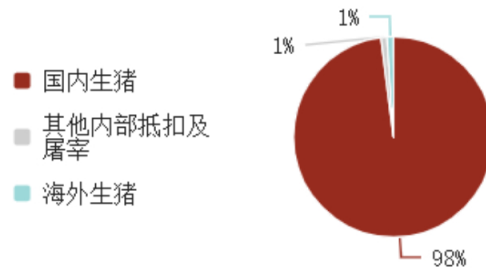
公司正积极从技术输出向实体产能落地转型，开启国际化战略布局。首站落子越南，通过与当地龙头企业BAF合作，提供猪场设计、生物安全防控等技术服务，并共同投资建设高科技楼房养殖项目。2026年的核心目标是在越南成功落地自有养殖产能，打通本地化运营路径，将国内已验证成功的低成本、高效率养殖模式复制到海外市场，打造新的长期增长极。我们对该业务的市场界定为东南亚范围。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

### 3. 商业模式

公司属于生猪养殖及屠宰加工行业，具备显著的重资产与轻营销强度属性。在深耕育种、饲料生产、生猪养殖、疫病防控及屠宰加工等全流程大规模固定资产投入。在营销方面，生猪是典型的大宗商品，无需大规模市场推广即可实现产品快速销售，营销强度较低。

#### 3.1 资产强度



公司资产强度较高，公司采用自繁自养模式，前期在猪舍、设备等固定资产上投入巨大，截至2025年末固定资产超千亿元，形成高资本密集度特征。2026年一季度资产负债率降至50.73%，较2024年末显著优化；流动比率提升至0.91倍，短期偿债能力增强。

#### 3.2 营销强度



公司营销强度极低，其销售费用占营收比例连续三年低于1.5%，无广告促销等市场推广投入。作为生猪养殖龙头，公司依赖规模化出栏与渠道直联实现销售，生猪行业属于大宗商品，几乎无差异化，无需大规模营销支撑。

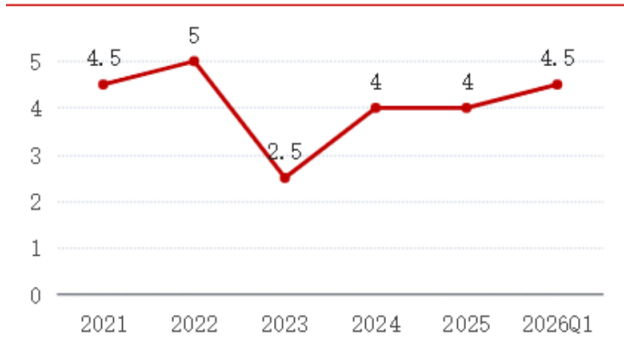
### 4. 历史经营绩效

牧原股份展现出“财务底盘稳固、盈利弹性强劲、成长趋于稳健”的特征。其业务控制力星级始终维持高位，体现了“重资产”模式下强大的产业链话语权与抗风险韧性；盈利能力则呈现显著的周期性修复。公司已告别高速扩张阶段，转而通过提质增效与现金流优化，逐步增强股东价值回馈。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3: 近年公司盈利能力趋势图



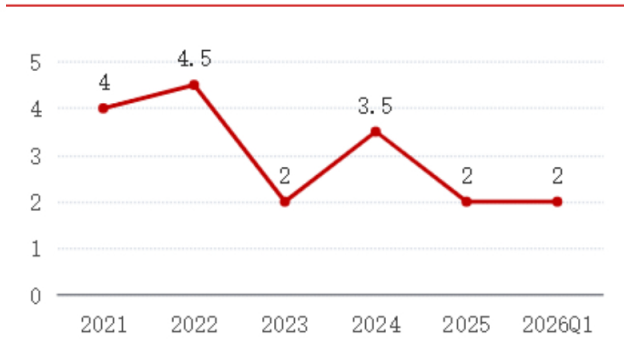
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司盈利能力呈现出显著的周期性波动特征。2021年至2022年, 公司盈利星级维持在高水平, 显示出极强的获利能力; 但受行业周期下行影响, 2023年该星级急剧下滑至低谷。随后在2024年迅速回升至中等水平, 并在2025年保持平稳。2026年第一季度, 其盈利星级攀升至高位, 但面临生猪价格磨底的负面影响, 后续星级可能面临承压状态。

## 4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



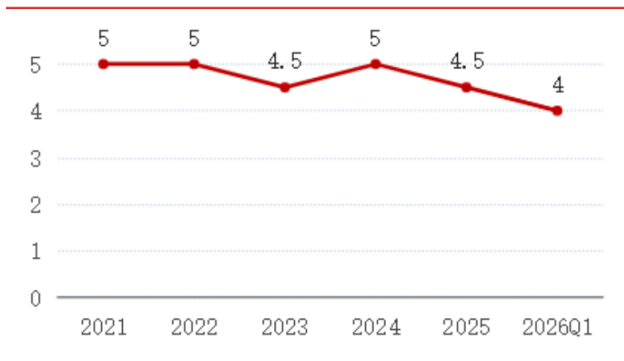
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司的历史成长能力星级经历了“冲高一探底—回升”的反转过程。2022年成长星级达到高点后, 2023年骤降至低位, 反映出行业低迷期对规模扩张的抑制。2024年虽反弹至中等水平, 但在2025年及2026年第一季度稳定在较低水平。虽然公司盈利能力已改善, 但在经历了前期的快速扩张后, 当前的成长趋于稳健营收与规模的增速相对平缓, 进入了以提质增效为主的平稳增长期。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



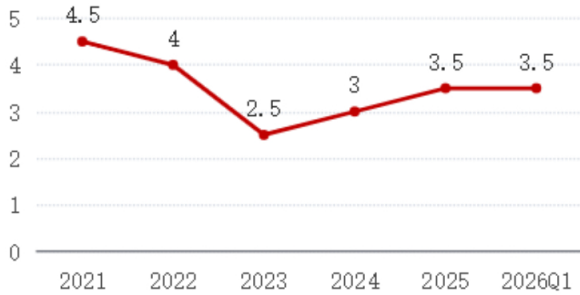
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司业务控制力始终保持在高水平。2021至2022年星级高, 彰显了其“重资产”模式下强大的产业链掌控力。尽管2023年受行业周期冲击小幅回落至中等偏上水平, 但2024年迅速反弹至高位。2026年一季度虽微降至中等偏上水平, 但仍处于高位区间。生猪行业有期货, 流动性较好, 因此公司具有对上下游占款的能力, 业务控制力星级高。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

公司股东回报能力呈现出明显的周期波动与修复趋势。该指标从2021年的较高水平下滑, 至2023年触及低谷, 这与猪周期下行导致利润缩水直接相关。但自2024年起, 随着盈利能力的修复, 股东回报能力回升至中等水平, 并在2025年至2026年一季度稳定在中等水平。随着公司扩张期接近尾声, 资本开支下降, 自由现金流提升, 其向股东回报能力有望增强。

## 5. 四维评级

公司成长空间中等, 未来增长主要依赖海外生猪产能稳步扩张、国内养殖效率持续提升及屠宰业务放量, 整体呈现周期波动与长期成长并存的特征。盈利趋势向好, 当前生猪行业低谷, 看好明后两年利润反转, 受益于成本控制能力持续增强与养殖效率提升, 头均盈利长期高于行业平均水平。产业格局欠佳, 主因生猪行业门槛一般, 产能难以去化, 同时, 生猪行业主要为生物性资产, 容易受到疫病的影响。公司护城河深厚, 依托成本壁垒(行业最低养殖成本)、规模壁垒(千万头级出栏规模), 形成的“成本+规模+技术”综合护城河, 但护城河持续性受到挑战, 主因养殖技术易扩散。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间呈现出“内稳外扩、结构分化”的鲜明特征。在国内市场, 公司作为年出栏超7000万头的绝对龙头, 市占率已处于高位, 规模扩张的边际效应递减, 叠加行业增速放缓与环保约束, 传统养殖业务成长空间受限, 仅能依托集约化趋势在种猪繁育、屠宰加工等细分领域寻求结构性优化; 而在海外市场, 公司凭借技术输出与产能复制的强劲势头, 深度渗透东南亚等区域, 受益于全球猪肉需求增长与海外高端市场的广阔空间, 境外业务正成为突破成长天花板的核心增长极。

#### 国内生猪(2星):

公司在国内生猪养殖市场的成长空间相对受限, 呈现出“规模见顶、结构优化”的特征。作为国内生猪养殖行业的绝对龙头, 公司年出栏量已突破7000万头, 在国内市场的占有率处于较高水平, 传统规模扩张的边际效应递减。尽管受益于国内生猪产业的集约化趋势以及公司在智能化养殖、成本控制等方面的领先优势, 在高端种猪繁育、屠宰加工等细分领域仍具备一定的结构性增长机会, 但整体行业增速放缓以及环保政策的约束限制了爆发式增长的可能性, 成长空间评级较低。

### 海外生猪(5星):

公司在海外生猪养殖市场的成长空间广阔，展现出“全球化布局、产能输出”的强劲势头。受益于全球猪肉需求的稳定增长以及公司在海外高端猪肉市场的深度渗透，境外业务已成为公司重要的增长极。公司凭借极具竞争力的技术实力，在东南亚的份额持续扩张，成长天花板显著抬高，因此给予高成长空间评级。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势呈现“内外双驱、稳中向好”的格局。国内业务受益于生猪产能去化带来的供需改善，猪价有望迎来反转周期，公司凭借极致的成本控制能力，将在价格回升阶段充分释放业绩弹性，盈利修复确定性高；海外业务则依托东南亚市场的高猪价红利与产能扩张预期，长期盈利空间广阔，整体盈利趋势保持坚挺。

### 国内生猪(4星):

公司国内生猪业务的盈利趋势向好，核心逻辑在于国内生猪价格有望迎来反转。随着行业产能去化逐步兑现，供需格局边际改善，猪价上行周期可期。作为国内养殖龙头，牧原凭借极致的成本控制能力，在猪价回升阶段将充分释放业绩弹性，盈利水平有望快速修复并持续提升，因此给予较高盈利趋势评级。

### 海外生猪(3.5星):

公司海外业务的盈利趋势保持坚挺，当前东南亚生猪价格较高，短期可能面临生猪价格下滑的风险。长期来看，随着公司在海外扩张产能，未来能贡献丰厚的利润，故给予较高的盈利趋势评级。

## 5.3 产业格局

★★☆☆☆

在产业格局层面，无论国内还是海外市场，均面临“高度同质化、红海竞争”的严峻挑战。国内生猪作为标准化大宗农产品，产品差异化壁垒极低，市场竞争高度依赖成本与价格战，叠加行业集中度低、散户与规模场混战、产能去化缓慢的现状，整体处于供过于求的激烈博弈阶段；海外生猪市场同样面临同质化竞争，中国生猪养殖企业起步较晚，同质化竞争激烈，产业竞争环境整体一般。

### 国内生猪(1.5星):

国内生猪产业格局中面临“高度同质化、红海竞争”的严峻挑战。尽管公司是行业龙头，但生猪作为最基础的大宗农产品，产品标准化程度极高，除极少数品牌肉外，大部分出栏生猪在品质上难以形成差异化壁垒，导致市场竞争主要依赖成本与价格战。目前国内养殖行业集中度依然较低，散户与规模场混战，产能去化缓慢，行业整体处于供过于求的激烈博弈阶段，给予较低产业格局评级。

### 海外生猪(1.5星):

海外生猪产业格局中面临“高度同质化、红海竞争”的严峻挑战。全球肉类市场已被JBS、史密斯菲尔德、嘉吉等百年跨国巨头高度垄断，这些巨头掌握了从育种、饲料到深加工、全球分销的完整产业链，且品牌壁垒极深。中国生猪养殖企业在国际市场上起步较晚，同质化竞争激烈，故给予较低的产业格局评级。

## 5.4 护城河



国内生猪业务凭借“全自养、全产业链”的重资产模式，依托极致的成本控制、独特的育种体系及智能化管理体系，构筑了极宽的护城河，市占率与盈利能力均处于行业绝对领先地位；然而，由于养殖核心技术相对透明且易于扩散，叠加行业整体效率提升可能收窄成本差距，其护城河的持续性面临挑战。海外生猪业务虽同样致力于建立极致的成本与高效养殖体系，护城河宽度较高，但受制于海外市场环境复杂，其护城河的持续性同样面临不确定性。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
国内生猪	(4.5星) 公司国内生猪养殖业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为8.6%，公司市占率约为12%，业务控制力为4星。公司在全国范围内具备无与伦比的成本领先优势与规模效应，其“全自养、全产业链”的重资产模式构筑了极高的进入壁垒。护城河主要依赖于极致的成本控制能力、独特的轮回二元育种体系以及高度智能化的生产管理体系，壁垒深厚。	(4星) 该业务拥有成本和管理护城河，但持续性面临挑战。1) 公司凭借饲料配方优化、智能化应用和精细化管理，将养殖完全成本降至约12元/公斤的行业最低水平，形成了强大的成本护城河。然而，养猪业的核心技术与工艺（如低蛋白日粮、猪舍设计等）相对透明，且易于被竞争对手学习和扩散，导致成本优势的超额收益难以长期维持；2) 虽然公司的重资产模式和庞大产能构成了短期难以逾越的规模壁垒，但在行业整体技术水平和生产效率不断提升的背景下，公司与追赶者的成本差距存在收窄的可能，因此护城河的持续性相对有限。
海外生猪	(4.5星) 公司海外生猪养殖业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，该业务尚处于起步阶段，稳态期ROIC预测为11%，目前市占率极低，业务控制力为3星。公司的护城河主要建立极致的成本控制能力和高效的生猪养殖体系。	(4星) 该业务具有成本和管理护城河，但护城河持续性面临挑战。1) 虽然公司在技术和管理经验上对东南亚本土企业具有代际优势，但海外市场环境复杂，面临着政策法规差异、地缘政治风险以及文化冲突等多重挑战，这增加了商业模式复制的难度；2) 随着国际粮商和跨国农业巨头在东南亚市场的深耕与博弈，竞争日益激烈。若无法快速实现本地化团队建设和深度运营，其先发优势将难以转化为长期的可持续壁垒。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

根据壹评级的DDM估值模型和动态估值模型，基于国内生猪价格维持在中枢水平且产能扩张放缓、海外业务持续扩张贡献增量，牧原股份当前处于合理状态。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为海外生猪、国内生猪等，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

海外生猪

收入假设

量：公司海外业务聚焦于年出栏量约1.1亿头的东南亚市场（其中越南约5300万头，印尼约3500万头）。目前处于从“技术输出”到“产能落地”的关键阶段。乐观情景下，若公司能成功复制国内模式并占据5%的市场份额，远期销量有望达到约550万头，成为公司继国内业务后的第二增长曲线；悲观情景下，若海外市场拓展受阻，该部分增量将归于零，对公司整体估值的影响预计在10%左右。

价：当前东南亚地区生猪价格显著高于国内，且波动性更小，为公司提供了良好的盈利窗口。长期来看，随着公司产能的投放和市场竞争格局的变化，价格可能面临一定压力，但凭借其在高端市场的定位和供应链优势，价格中枢有望维持在相对可观的水平。

#### 盈利能力假设

短期：受益于当前东南亚市场的高猪价红利，海外业务盈利能力保持坚挺。凭借从国内移植的成本控制能力和高效养殖体系，其盈利水平预计将显著优于当地竞争对手。

长期：通过海外基地的本地化生产、规模化效应以及管理经验的持续积累，单位成本有望进一步下降。在乐观情景下，若成功实现550万头的出栏目标，该业务有望贡献公司终局净利润的约8%，ROIC有望持续提升，成为公司未来重要的利润增长点。

#### 国内生猪

##### 收入假设

量：公司经历了2017-2022年的爆发式增长后，现已进入稳健增长期。2025-2030年，预计出栏量将从6518万头稳步提升至9953万头，年复合增速回落至5%左右，核心逻辑转向“稳份额+降本增效”。市占率方面，以国内7亿头总出栏量为基数，公司市占率已从2020年的2.6%攀升至2025年的11.1%，并预计在2030年达到14.8%，最终稳定在16.5%左右。

价：当前国内生猪价格处于周期底部，但核心逻辑在于猪价有望迎来反转。随着行业供需格局边际改善，猪价上行周期可期。长期看，生猪作为大宗农产品，价格主要由市场供需决定，公司产品难以形成差异化溢价，价格将围绕行业成本中枢波动。

##### 盈利能力假设

短期：在猪价回升阶段，公司凭借极致的成本控制能力（完全成本约11.5元/公斤），将充分释放业绩弹性，盈利水平有望快速修复并持续提升，显著优于行业平均水平。

长期：通过“轮回二元”育种体系、智能化管理和精细化管理，公司的成本优势将持续巩固。然而，由于养殖行业核心技术（如低蛋白日粮、猪病诊断）相对透明且易于被学习，成本差距存在收窄的可能。若行业整体效率提升，公司的超额收益将面临挑战，但凭借深厚的护城河，其稳态期ROIC有望稳定在8.6%的行业领先水平。

表2: 公司整体业绩预测

牧原股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1108.6	1379.5	1441.4	1186.1	1398.7	1512.8	1590.1	1656.8
归母净利润(亿)	-42.8	178.8	155.0	61.2	208.7	270.6	294.9	302.3
归母净利润增速(%)	-132.3	517.7	-13.3	-60.5	240.8	29.7	9.0	2.5
经营性净利润(亿)	-39.3	189.7	157.9	62.6	213.2	276.4	301.3	308.8
经营性净利润增速(%)	-125.6	582.7	-16.7	-60.4	240.8	29.7	9.0	2.5
经营性归母净利润(亿)	-40.2	179.2	154.7	61.2	208.7	270.6	294.9	302.3
经营性归母净利润增速(%)	-129.5	545.9	-13.7	-60.4	240.8	29.7	9.0	2.5

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

国内生猪	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1082.2	1362.3	1402.1	1146.3	1358.4	1471.4	1545.0	1602.4
收入增速(%)	-9.6	25.9	2.9	-18.2	18.5	8.3	5.0	3.7
经营性净利润(亿)	-40.4	189.4	146.1	48.8	199.3	262.3	286.6	292.8
经营性净利率(%)	-3.7	13.9	10.4	4.3	14.7	17.8	18.6	18.3
经营性净利润增速(%)	-125.5	569.3	-22.9	-66.6	308.3	31.6	9.3	2.1
其他内部抵扣及屠宰	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	26.4	17.2	39.4	39.8	40.2	40.6	41.0	41.4
收入增速(%)	-48.1	-34.9	129.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	1.1	0.2	11.8	13.8	13.9	14.0	14.2	14.4
经营性净利率(%)	4.1	1.4	29.9	34.6	34.6	34.6	34.6	34.7
经营性净利润增速(%)	122.2	-78.0	4914.2	16.8	1.1	1.0	1.1	1.1
海外生猪	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.8	4.1	13.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	399.9	400.0	220.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.5	1.7
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.8	8.1	11.3	13.2
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	938.3	595.8	275.2

数据来源: 壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测 (亿)
其他内部抵扣及屠宰	1.0%	中低	一般	一般	7.5%	10.28	15.0
海外生猪	5.0%	中等-	一般	较强	7.8%	14.09	9.5
国内生猪	0.7%	中低	一般	较强	7.8%	11	203.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
其他内部抵扣及屠宰(亿)	98.2	80.5	178.6	-	49.6	-	129.0
海外生猪(亿)	-18.8	68.4	49.6	-	-	-	49.6
国内生猪(亿)	1132.0	1230.7	2362.7	-	-	-	2362.7
公司整体测算(亿)	1211.4	1379.6	2591.0	-	49.6	-	2541.4

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
其他内部抵扣及屠宰(亿)	128.3	82.3	210.6	-	51.3	-	159.3
海外生猪(亿)	-3.2	67.0	63.8	-	-	-	63.8
国内生猪(亿)	1546.8	895.9	2442.7	-	-	-	2442.7
公司整体测算(亿)	1671.9	1045.3	2717.2	-	51.3	-	2665.9

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等偏上水平，核心在于其身处典型的强周期行业，猪价受供需、疫病等多重因素影响而剧烈波动，导致短期盈利预测难度较大；然而，生猪价格的长期中枢始终围绕行业成本线波动，而公司凭借全行业最低的成本优势构筑了坚实的业绩“安全垫”和明确的盈利锚点。此外，生猪作为大宗商品，其价格数据高频、透明、易于跟踪，使得投资者能够及时验证和修正预期，这种“高波动性”与“高可见度”并存的特性，共同决定了其处于中等偏上水平的估值确定性。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的可持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。