

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目: 基于财务战略矩阵的牧原股份财务战略  
优化研究

研究生姓名: 徐敏

指导教师姓名、职称: 王宁郎 副教授 罗凡 高级经济师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2023年6月19日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 徐敏 签字日期： 2023.6.12

导师签名： 王方印 签字日期： 2023.6.12

导师(校外)签名： 罗凡 签字日期： 2023.6.12

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 徐敏 签字日期： 2023.6.12

导师签名： 王方印 签字日期： 2023.6.12

导师(校外)签名： 罗凡 签字日期： 2023.6.12

# **Research on the optimization of Makara's financial strategy based on the financial strategy matrix**

**Candidate : Xu Min**

**Supervisor: Wang Ninglang LuoFan**

## 摘 要

随着现代农业规模化、标准化以及产业一体程度的加深，规模化养殖企业迎来发展的春天，一大批生猪养殖类企业纷纷上市。在如此严峻的外部市场竞争下，如果一个公司要想充分发挥自己的资源优势，从而成为一个行业中的领头羊，选择恰到好处的发展战略是必不可少的一步。为了规避企业在发展过程中的经营风险，企业管理层在对战略的选择与制定上要充分利用现有资源，掌控好企业的战略走向。而财务战略作为企业战略的重要组成部分，它的正确性决定了企业创造价值能力的高低。一个好的财务战略可以使得企业资金得到充分利用，保证企业资金链不中断，既不会出现资金过剩也不会出现资金短缺，以此提高企业的价值创造能力。

在竞争激烈的畜牧业中，企业可以通过战略管理提升自身竞争力以保持市场竞争地位。而基于价值创造和可持续发展理论的财务战略矩阵，提供了一个可以动态衡量公司发展状况的财务战略管理模型。由此，选取畜牧业龙头企业牧原股份展开研究，通过计算企业 2017-2021 年的财务报表中的 EVA、销售增长率和可持续增长率来构建财务战略矩阵，对牧原股份在财务战略矩阵中所处的各象限所反映的财务战略问题进行了剖析，最终根据问题与公司实际状况，给出了具有针对性的改进意见，使其财务战略得到优化，在现有资源的基础上实现可持续盈利与长期发展的目的。

**关键词：**财务战略 财务战略矩阵 财务战略优化

## Abstract

With the deepening of the scale, standardisation and industrial integration of modern agriculture, large-scale breeding enterprises have ushered in the spring of development, and a large number of pig breeding enterprises have gone public. In a highly competitive market environment, choosing a suitable development strategy is an essential step for an enterprise to become a leading enterprise in the industry by taking advantage of its own resources. In order to avoid business risks in the process of development, the management of the enterprise should make full use of the available resources in the selection and formulation of the strategy and control the strategic direction of the enterprise. As an important part of the corporate strategy, the correctness of the financial strategy determines the level of the company's ability to create value. A good financial strategy can make full use of the enterprise's capital and ensure that the enterprise's capital chain is not interrupted, and that there is neither a surplus nor a shortage of capital, thus improving the enterprise's value creation ability.

In the highly competitive livestock industry, enterprises can enhance their competitiveness through strategic management in order to maintain their competitive position in the market. The financial strategy matrix, based on the theory of value creation and sustainable development, provides a financial strategy management model that can dynamically measure a company's development. The financial strategy matrix is constructed by calculating the EVA, sales growth rate and sustainable growth rate of the company's financial statements from 2017 to 2021, analysing the financial strategy issues in the

quadrant of the financial strategy matrix of Shepherd Plains, and finally proposing targeted optimisation suggestions through the issues in combination with the company's own situation, so that its financial strategy This will enable the company to optimise its financial strategy and achieve sustainable profitability and long-term growth on the basis of its existing resources.

**Keywords:** Financial strategy; Financial strategy matrix; Financial strategy optimisation

# 目 录

<b>1 绪论</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的与意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.1 研究意义	2
1.3 国内外文献研究现状	2
1.3.1 国外研究现状	3
1.3.2 国内研究现状	4
1.3.3 文献述评	7
1.4 研究内容与研究方法	8
1.4.1 研究内容	8
1.4.2 研究方法	10
<b>2 相关概念及理论基础</b>	<b>11</b>
2.1 财务战略	11
2.1.1 财务战略意义	11
2.1.3 财务战略内容	12
2.2 财务战略矩阵	13
2.2.1 财务战略矩阵含义	13
2.2.2 财务战略矩阵内容	14
2.3 基础理论	16
2.3.1 价值创造理论	16
2.3.2 可持续增长理论	16
<b>3 牧原股份公司简介及财务战略现状分析</b>	<b>18</b>
3.1 牧原股份公司概况	18
3.1.1 公司简介	18
3.1.2 公司总体战略	19
3.1.3 公司经营概况	20

3.2 牧原股份财务战略环境分析.....	24
3.2.1 外部环境分析.....	24
3.2.2 内部环境分析.....	24
3.3 牧原股份财务战略实施现状.....	25
3.3.1 投资战略现状.....	25
3.3.2 筹资战略现状.....	27
3.3.3 营运战略现状.....	30
3.3.4 股利分配现状.....	32
<b>4 财务战略矩阵在牧原股份中的应用及分析评价 .....</b>	<b>34</b>
4.1 牧原股份经济增加值计算分析.....	34
4.1.1 税后净营业利润.....	34
4.1.2 资本成本总额.....	34
4.1.3 加权资本成本.....	35
4.2 牧原股份可持续增长能力计算分析.....	37
4.2.1 销售增长率.....	37
4.2.2 可持续增长率.....	38
4.3 牧原股份财务战略矩阵构建.....	40
4.4 基于财务战略矩阵的牧原股份财务战略分析 .....	43
4.4.1 投资回报率低，投资方向单一.....	43
4.4.2 筹资依赖债务性筹资，筹资风险大.....	44
4.4.3 营运资本周转率差，营运资本利用率低.....	45
4.4.4 股利支付率不稳定，收益分配方式单一.....	46
<b>5 牧原股份财务战略优化建议 .....</b>	<b>47</b>
5.1 投资战略优化建议 .....	47
5.1.1 实施稳健投资战略，放缓扩张步伐.....	47
5.1.2 完善相关多元产品，加强多元投资.....	47
5.2 筹资战略优化建议 .....	48
5.2.1 控制举债规模，优化筹资方式.....	48
5.2.2 充分利用商业信用.....	48



---

5.3 营运战略优化建议 .....	48
5.3.1 合理控制营运资本.....	49
5.3.2 加快资产周转效率.....	49
5.4 股利分配战略优化建议.....	49
5.4.1 调整现金股利分配政策.....	49
5.4.2 完善股利支付方案，支持多元化分配.....	50
<b>6 研究结论与展望.....</b>	<b>51</b>
6.1 研究结论 .....	51
6.2 论文不足及展望 .....	52
<b>参考文献 .....</b>	<b>53</b>
<b>后记 .....</b>	<b>57</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

企业的发展与全面的战略创新和布局息息相关，如果企业想要拔得头筹，名列前茅则需要加强对企业总体战略的重视程度。企业总体战略是站在全局视角上，以前瞻性的思考来统筹企业长期发展的指导纲领，由财务活动和战略制定相结合的财务战略涵盖了企业如何增强其可持续发展能力筹集资金以及通过什么方式将筹集的资金应用于企业经营活动中。在实现财务战略的目标也就是企业价值最大化以及提升企业盈利水平方面，财务战略矩阵发挥了桥梁的作用。企业的价值创造能力与可持续能力通过矩阵体现出来，分析财务战略矩阵中所反映的财务状况，实现财务战略制定的目标。

改革开放以来，在经济持续高速增长、城乡居民收入水平提高和食物消费结构现代化等因素的推动下，我国生猪产业一直保持着快速增长的趋势以及我国是世界上猪肉消费和生产量最大的国家。我国对猪肉的需求量很大，目前猪肉在肉制品中所占比重高达62%，并位居动物蛋白消费量首位，即使在新冠疫情和“非洲猪瘟”的影响下，我国的生猪养殖行业仍然发展潜力巨大，2022年上半年数据显示，我国生猪存栏43057万头，较2021年底相比减少0.19万头，总体产能正常，处于绿色区域。

养殖散养户因受环境监管的制约和外出就业等机会成本的提升，退出养殖市场，使得国内养猪业的规模化程度提高，市场竞争格局得到优化。在2018年非洲猪瘟和2020年的疫情影响下，供需失衡导致猪肉价格持续上涨，投资者的目光也转向了猪企。牧原股份、温氏股份、正邦科技在2021年的营业收入在生猪养殖上市企业中均排在前列。牧原股份自从上市后，站在猪周期红利的风口，实现了利润的暴涨，如果牧原股份要保持自己在生猪养殖行业的领先优势，就不能忽略运营中存在的风险，更需要对企业的财务战略进一步分析和研究财务指标，尊重企业自身发展状况，吸取雏鹰农牧因不切实际财务战略导致退出股票交易市场的教训。牧原股份在考虑企业所处生命周期阶段的前提下，制定的多元化财务战略与当前环境紧密结合，提升企业的核心竞争力。基于此，本文以财务战略矩阵为分析工具，从价值创造和可持续发展的角度探讨其财务战略，对公司的最优资本结构进行合理配置，以保证公司的良性发展，进而达到公司的价值最大化。

## 1.2 研究目的与意义

### 1.2.1 研究目的

牧原股份自成立以来，经历多个“猪周期”，现已成为中国最大的规模化养殖企业，作为在 2021 年盈利位居首位的企业，牧原股份的财务战略值得探究。因此本文选取牧原股份近五年年度财务报告中的指标，通过计算数据对目前财务战略实施有基本了解后，构建出牧原股份财务战略矩阵，评价牧原股份的价值创造情况和资金利用情况，从中发现现行财务战略制定和执行中存在的问题，最后根据财务战略中存在的问题提出符合企业实际的优化建议，从而为企业的管理人员提供了一个更好的决策支持。

### 1.2.1 研究意义

#### (1) 理论意义

财务战略是企业在前进过程中在资金使用方面的向导，它是对公司未来发展方向最关键的一个方面。只有正确贯彻实施财务战略，企业才可以对资源进行合理配置并高效利用，从而获得最大的利润。有关我国财务战略的探讨，在我国现阶段虽然得到了一些研究成果，由于在实践中财务战略对综合性的要求较高，所以在理论和实践层面存在不足。特别是在研究中运用财务战略矩阵的少之又少，企业必须对财务战略矩阵所体现的资金状况和价值创造能力出发，并与企业生命周期阶段紧密联系，基于此的财务战略可以帮助企业更上一层楼。因此，本文以保障企业获得盈利和价值创造的可持续性为导向，系统探讨财务战略的选择和实施，从而在理论上促进财务战略的创新，并充实了财务战略的内容。

#### (2) 现实意义

首先，对于牧原股份的企业决策者来说可以通过对公司财务状况的分析，做出最优的选择，从而确保公司在今后的运营中，能够更好地发挥作用，确保公司的健康发展。其次，在企业实际决策中很少运用到财务战略矩阵理论，更多的是用来评价一些具体财务指标。本文采用了建立财务战略矩阵的方式，并与之相结合的方式，对财务战略进行了分析，为其他企业进行财务战略评价提供新视角。最后，选取生猪养殖行业中最具代表性的牧原股份进行案例研究，这将为同一行业中其他公司提供参考。

## 1.3 国内外文献研究现状

### 1.3.1 国外研究现状

#### (1) 财务战略相关研究

国外学者对于财务战略研究较早。Alfred. D. Chandler (1962) 首次在企业经营管理中活动中运用“战略”，财务战略的目的就是使企业合理安排资源<sup>[1]</sup>。美国学者 Ansoff (1975) 认为财务战略是总体战略中的职能战略，并明确提出定义以及详细解释内容与特点<sup>[2]</sup>。Clarke (1988) 将财务战略贯穿于企业竞争，认为其是面临各种外部环境时的统一指导，并将企业经营活动与财务活动相结合<sup>[3]</sup>。Ruth Bender 和 Keith Ward 等人 (1993) 将财务战略与生命周期理论相融合，并着重指出，在公司的各个时期要按照经营风险与财务风险的逆向搭配来选择自己的财务策略，这样可以在公司遇到困难的时候，帮助公司走出困境<sup>[17]</sup>。Stanley (1996) 认为财务战略主要是筹资、投资、运营及股利分配这四个战略层面，而公司的主要目的就是要实现公司的利益最大化，一个科学的财务战略是公司保持可持续发展的重要条件<sup>[19]</sup>。David Allen (1997) 提出在财务管理之中应用具体财务规则，最终实现企业价值最大化的目标，他把财务战略视为财务管理和战略管理结合后的工具，并以此评判财务战略是否符合当前企业发展<sup>[5]</sup>。Taylor (2013) 在财务战略中应囊括企业财务规划、投资风险、筹资风险、财务风险等相关要素<sup>[21]</sup>。Green Jenny (2017) 根据公司在各个阶段的发展特点和资本需要，公司在此基础上，选择一种与自身发展相适应的财务战略<sup>[7]</sup>。Husted B W 和 Allen D B (2019) 提高资金使用效率和融资渠道的稳定性可以促进企业的增长，并且在制定和执行财务战略过程中有效的财务信息披露不可或缺<sup>[9]</sup>。Ruihong Tang (2020) 把财务战略放在总体战略中的第一位，为了达到公司价值最大化的目的，公司在选择财务战略时，要符合整体战略，并将整体战略的变化对财务战略的影响程度考虑在内<sup>[18]</sup>。

#### (2) 财务战略矩阵相关研究

20 世纪末，西方学者开始以构建财务战略矩阵的方式深入探讨财务战略，在学者和企业管理层加大对财务战略矩阵的研究与应用后，财务战略矩阵的内容也趋于完善与成熟。

最早提出财务战略矩阵概念的是 Gabriel 和 Claude (2000)，他们表示财务战略矩阵的作用是检验企业资金运用是否与企业规模相匹配的工具，以企业现金状态为横轴检验企业是否具有可持续发展的能力，以企业价值状态为纵轴衡量企业是否创造价值，由此在制定财务战略时要综合考虑企业资金和价值创造能力<sup>[8]</sup>。Young (2001) 利用经济增加值 (EVA) 帮助管理人员对企业绩效进行考察，从而反映企业真实经营水平<sup>[24]</sup>。Colley

JL(2003)以稳定的现金流作为实现企业可持续发展的必要条件,并以此搭建了SGR模型,以现金流为重点可靠把握与分析企业可持续发展能力后,然后细化构建财务战略矩阵的方法<sup>[4]</sup>。Wet和Jager(2007)进一步充实了财务战略矩阵内容,与单纯使用经济增加值(EVA)研究财务战略相比,财务战略矩阵在分析企业财务战略方面更加全面和客观<sup>[12]</sup>。Shahmmansuri(2013)对与财务战略理论有关的资料进行整理后,他认为对财务战略矩阵的正确运用,能够有助于公司在众多的财务战略选择中做出最佳决定,企业管理层也可以借助财务战略矩阵象限准确判断企业经营的实际状况<sup>[20]</sup>。Foerster AT(2015)财务战略矩阵能够帮助企业进行战略分析,并在四种情形下帮助企业的管理者作出相应的财务决策<sup>[6]</sup>。Ridwan(2018)认为,企业可以使用财务战略矩阵作为诊疗工具,通过财务矩阵分象限诊断和评估企业在给定阶段的财务状况,以此评价企业的价值增长和资金增长状况<sup>[11]</sup>。Nicolas Pröllochs和Stefan Feuerriegel(2020)表示利用财务报告中的数据调整财务战略矩阵数据,并联系财务战略实施环境与同行业竞争者进行差异化分析,采取相应的应对措施消除缺点<sup>[15]</sup>。

有关财务战略矩阵应用方面,Vishwanath(2010)将经济增加值(EVA)作为Goderej公司的价值创造和绩效评估的依据,证实企业价值创造能力可以通过经济增加值客观反映出来<sup>[22]</sup>。Nicolas J和Sanz L(2014)证明了财务矩阵行之有效和实际指导意义,他们将苹果公司作为案例研究对象,根据企业的资金余缺状态和企业价值状态将其定位在矩阵第二象限中,随后结合苹果公司财务战略给出优化建议<sup>[16]</sup>。Ludmila C,NataliaK和Natalia Z(2019)过财务战略矩阵分析港口上市企业的财务战略和发展趋势,确定相应矩阵的各个阶段的顺序,以促进企业的发展<sup>[14]</sup>。Jardon CM(2020)分析文化产业公司当前的所使用财务战略与其在财务战略矩阵的位置所体现的战略选择相差无几<sup>[13]</sup>。

### 1.3.2 国内研究现状

#### (1) 财务战略研究

90年代以后,随着民营企业队伍发展壮大,外部市场竞争日益激烈,各学者在在不同出发点对财务战略进行了界定。在实体企业经营管理中可以体现财务战略的贯彻与落实。

侯龙文(1993)认为财务战略指的是企业管理者在对公司长期发展的内外因素进行全面的预测、分析和评估的基础上,为公司的长期生存和发展而制定的一种长期战略<sup>[32]</sup>。刘志远(1997)提出制定财务战略的目的就是为了企业目标而服务,公司的财务战略必须

建立在对其内部结构与外部环境的了解的基础上,同时指出财务战略和公司整体战略之间的关系是互补的,财务战略是公司整体战略的一部分<sup>[35]</sup>。

进入 21 世纪,我国学者对财务战略理论展开了更全面的研究。阎达五和陆正飞(2000)从企业财务管理视角出发,将财务战略分为扩张型、稳健型和收缩型,并且包含筹资、投资、营运和股利分配四方面<sup>[49]</sup>。魏明海(2001)认为财务战略是在企业整体战略所形成的框架内发挥作用,通过合理配置资金使企业利润维持可持续性<sup>[42]</sup>。宋建波和周华(2001)认为财务战略管理可以面向“技术(物质)增长”和价值管理,通过提高技术实现产品价值,最终实现企业管理的战略目标<sup>[40]</sup>。郭冰和郭泽光(2003)理解企业所处生命周期加以灵活资本运作,通过选择和合理化的投资战略和股息分配来实现价值提升<sup>[29]</sup>。黄德汉(2005)概括了一个公司发展的四个阶段的主要特征,从早期、快速增长到成熟和衰退,配合 SWOT 分析建议企业在不同阶段采取不同的、有针对性的财务策略是生命周期财务战略研究的目标<sup>[30]</sup>。谢国珍(2006)把可持续理论与财务战略结合起来,从而揭示出可持续发展理念与财务战略内涵之间的联系,对财务战略理论进行了更深层次的完善<sup>[48]</sup>。白羽、黄平(2013)指出“后危机时代”背景下,企业融资战略要积极、投资战略注重扩大主要业务和适当多元化、股利分配战略可以减小分配力度<sup>[25]</sup>。杨佳璐(2019)认为企业对自己所处的生命阶段有了错误的认识,就会在制定财务战略的时候犯下错误,进而造成了企业的管理决策的失误<sup>[54]</sup>。王茂屹(2019)提出企业财务战略从属于企业战略且处于核心位置,利润分配、资金筹措和投资活动又是财务战略的核心,而财务战略与公司战略的配合将最终实现公司的愿景<sup>[43]</sup>。王正斌(2020)分析了在战略目标导向下财务战略的应用,并阐明了财务战略在资源分配、资金利用和风险预防方面的作用<sup>[44]</sup>。于倩(2021)认为处于成长阶段的企业在面临外部激烈的市场竞争与环境时,制定财务战略将眼光放长远且与时俱进,同时分析企业所处的市场经济环境以及存在的风险,以此应对企业的经营变化,促进企业的可持续发展<sup>[50]</sup>。

在财务战略与企业核心竞争力的提升研究方面,姚吉(2003)表示企业和心理和财务战略具有内在一致性,而核心竞争力主要取决于长期利益,因此,以发展核心力为中心的财务战略更符合长期利益<sup>[52]</sup>。茅胜峰(2017)指出提高企业核心竞争力要确保其处在企业主导地位在,从而制定正确有效的财务战略<sup>[38]</sup>。胡雪蓉(2021)公司的财务战略决策与公司的核心竞争力有着非常紧密的关系,这两种能力可以互相影响,通过对它们进行持续的调整,公司最后将会形成与公司发展最相适应的核心竞争力以及与之相适应的财务发展战略<sup>[31]</sup>。

在财务战略应用到实际案例的研究中，王满和何新宇（2017）得出结论，华为把财务工作的重心转移到全面预算、决策和控制上，把重心转移到增值业务上，从而获得了成功的财务战略转变，这对其他公司来说，也是一种借鉴<sup>[45]</sup>。杨柳和汤谷良（2017）以万科、绿地等为例，指出了在轻资产模式下房地产公司的财务战略转变要求：调整公司的经营策略、资产结构，高效运用外部资金，使有限的资源发挥最大的作用，从而实现公司的发展目标<sup>[55]</sup>。周雨昕和刘春燕（2022）在疫情影响下，对餐饮企业的财务策略进行分析，“抄底”加快发展速度的海底捞，尽管它有足够的资金，但它的抗风险能力相对较弱，在疫情期间，由于它的逆向发展导致利润出现了断崖式的下降，它的品牌竞争力遭到了怀疑<sup>[56]</sup>。付华（2022）指出科技型企业制定财务战略时应适应科技企业总体竞争，并且在筹资策略层面要注重长期性和系统性以及在投资策略层面把握目标和投资相结合的价值导向<sup>[27]</sup>。

## （2）财务战略矩阵研究

王全喜（2001）加入 MVA 的财务战略矩阵可以确保企业的经营活动可以达到企业价值的最大化，帮助发现会导致企业价值下降的经营活动，并采取相应的措施。姚文韵（2006）指出财务战略通过货币的形式展现企业战略，她通过优质股和劣质股在矩阵的状态描绘出企业的生命周期，根据生命周期和象限位置快速地进行战略调整，实现公司的价值增长<sup>[51]</sup>。袁业虎（2006）认为通过建立财务可持续增长模型即财务战略矩阵体现企业现金流平衡，通过企业在矩阵中的定位可以帮助企业了解自身发展状况<sup>[53]</sup>。徐丹丹（2008）基于企业价值波动构建不确定性的 EVA 战略模型，使财务战略矩阵构建因素更加全面<sup>[47]</sup>。张文强（2009）将财务战略矩阵运用在企业并购中，并添加了企业发展中的不确定因素，帮助企业选择进行并购的目标对象<sup>[57]</sup>。张彤（2011）使用财务战略矩阵，来建立一个企业价值评估体系，这个体系还与企业生命周期理论相结合，并根据矩阵象限分析，对企业财务战略的制定展开指导<sup>[58]</sup>。赵鹏程（2013）认为财务策略矩阵是一个行之有效的财务预测工具，它可以让公司对未来可能出现的问题进行预先的预判，让公司在未来的发展过程中可以提前做出准备<sup>[59]</sup>。任立祺和何瑛（2021）利用一个新的战略角度即财务策略矩阵分析方法，对生物医药公司的财务能力进行了评价，并提出改进建议<sup>[39]</sup>。

近年来，有学者对财务战略矩阵不在局限于理论之中，而是将其运用到实际案例中去。曹伟、叶明和赵璨（2012）探索研究华润三九的财务战略矩阵，将企业在不同象限内财务战略实施情况与财务战略矩阵理论进行比较和分析，说明了财务战略矩阵在实践

中能够成为一种有效的分析和预测手段<sup>[26]</sup>。井洁琳（2015）通过达安基因三项措施，即改变财务政策，提高运营效率，增加股本资本，与价值增值型现金缺乏型企业所应采取的策略措施相比，二者大同小异，证明财务战略矩阵实用性<sup>[33]</sup>。李笑雪（2015）对 48 家能源上市公司数据进行实证分析，表示在财务战略矩阵下的价值状态越大，企业市销率就越小，资本状况愈大，则企业的经营活动所产生的现金流量净负债的值愈大<sup>[36]</sup>。顾煜和郜时良（2016）为处在成熟期的盐田港创建财务战略矩阵，得出了企业此阶段所面对的现状，并据此提出其在成熟阶段应采取的应对措施<sup>[28]</sup>。吴倩倩、李军毅和张帆（2018）借助财务战略矩阵发现中国神华在财务战略转型中遇到的窘境，为实现我国煤炭企业的绿色转型提供了相应的财务战略建议<sup>[41]</sup>。赖秀萍和聂力兵（2020）选择以整车制造业上市公司作为研究对象，基于财务战略矩阵，对在服务化转型过程中，企业财务战略的变化情况进行了分析，揭示了服务化转型对制造企业财务战略产生的影响，并发现了财务战略与企业战略转型之间的共动规律<sup>[34]</sup>。李子苑（2021）选取医药 CRO 行业中 A 企业为研究对象，发现并购战略活动中对价值创造产生较大波动，通过探讨影响价值创造的主要财务活动，最后为进一步的财务决策和管理活动提供建议<sup>[37]</sup>。

### 1.3.3 文献述评

通过对以上国内外财务战略理论以及财务矩阵理论的研读和梳理，可以明显看出对于财务战略的研究在过去和未来都是经久不衰的话题，对企业的长远发展有着不可忽视的作用。国外的学者在财务战略理论和财务战略矩阵理论的研究都早于我国，并且形成了较为完善的理论体系与框架，财务战略最初作为企业战略的从属并没有进行专业研究，它由企业战略演变而来，最初的研究从财务战略的概念、特点、目标等基础层面展开，重在学术理论探索，近年来随着研究深入财务战略应用方面转变。我国对于财务战略理论的研究始于 90 年代，在国外早期理论的基础上，日渐完善，将财务战略与企业投融资、营运及股利分配方面相结合，加入企业生命周期和外部不确定因素，更有利于提高企业资金使用效率和企业价值。

对于财务战略矩阵理论，国内外学者们意识到财务战略矩阵对企业的经营以及财务管理的重要意义，都是以公司的财务数据作为支撑，用销售增长率和可持续增长率的差值与经济增加值构建出矩阵模型。两者的差异点在于，国外偏好起源、发展、指标变化等方面理论研究，国内则更多喜欢应用到实际中去，并且领域也更广泛。此外，外部市场环境的变换也对财务战略矩阵研究提出了更高的要求，国内学者努力将更加不确定国际经济环境与国内市场参与者相联系，以便进行全方位的实证研究。不过把生猪养



殖企业作为对象利用财务战略矩阵理论的研究少之又少，因此本文拟在相关理论的支持下，从财务战略视角构建财务战略矩阵对生猪养殖业的龙头企业牧原股份进行案例研究，充实财务战略矩阵在牲畜养殖业的实际应用，希望对行业其他企业在制定财务战略时提供思路和启示。

## 1.4 研究内容与研究方法

### 1.4.1 研究内容

本文的研究内容主要从以下六个章节开展具体详述：

第一章为绪论。本章对论文的背景、研究目的和意义进行了详细的说明，其次主要阐述国内外的理论发展过程，引出论文重点研究内容，为后文的研究打下基础，使本选题尽可能的科学和完善，总结了论文的主要内容和结构。

第二章为相关概念与基础理论。本章从财务战略和财务战略矩阵展开论述，分别介绍概念及分类，最后介绍文章中涉及的理论，为论文写作和后续深入研究提供了基本的理论支撑。

第三章为牧原股份基本情况及财务战略现状。本章首先对当前牧原股份基本状况进行了分析介绍，其次，将牧原股份的内外部环境结合对财务战略进行分析，最后，通过从财务战略四个层面全面了解牧原股份现行财务战略实施情况。

第四章为牧原股份财务战略矩阵的构建及其财务战略分析评价。本章首先利用牧原股份 2017-2021 年年度财务报告可获取的数据计算计算相关指标，如收入增长率、可持续增长率和经济增加值，然后以 EVA 为纵轴销售增长率与可持续增率差值为横轴，最后，利用财务战略矩阵分析和评估四个战略层面：投资、融资、营运和股息分配。

第五章为牧原股份财务战略优化建议。为解决牧原股份现有财务战略与实际发展不同步的问题，分别提出优化投资、筹资、营运和股利分配战略的建议。

第六章是结论与展望。本章对本文的研究结果进行归纳总结，指出研究的不足，并对其相关展望。

基于上述概述，本文框架图如图 1.1 所示：

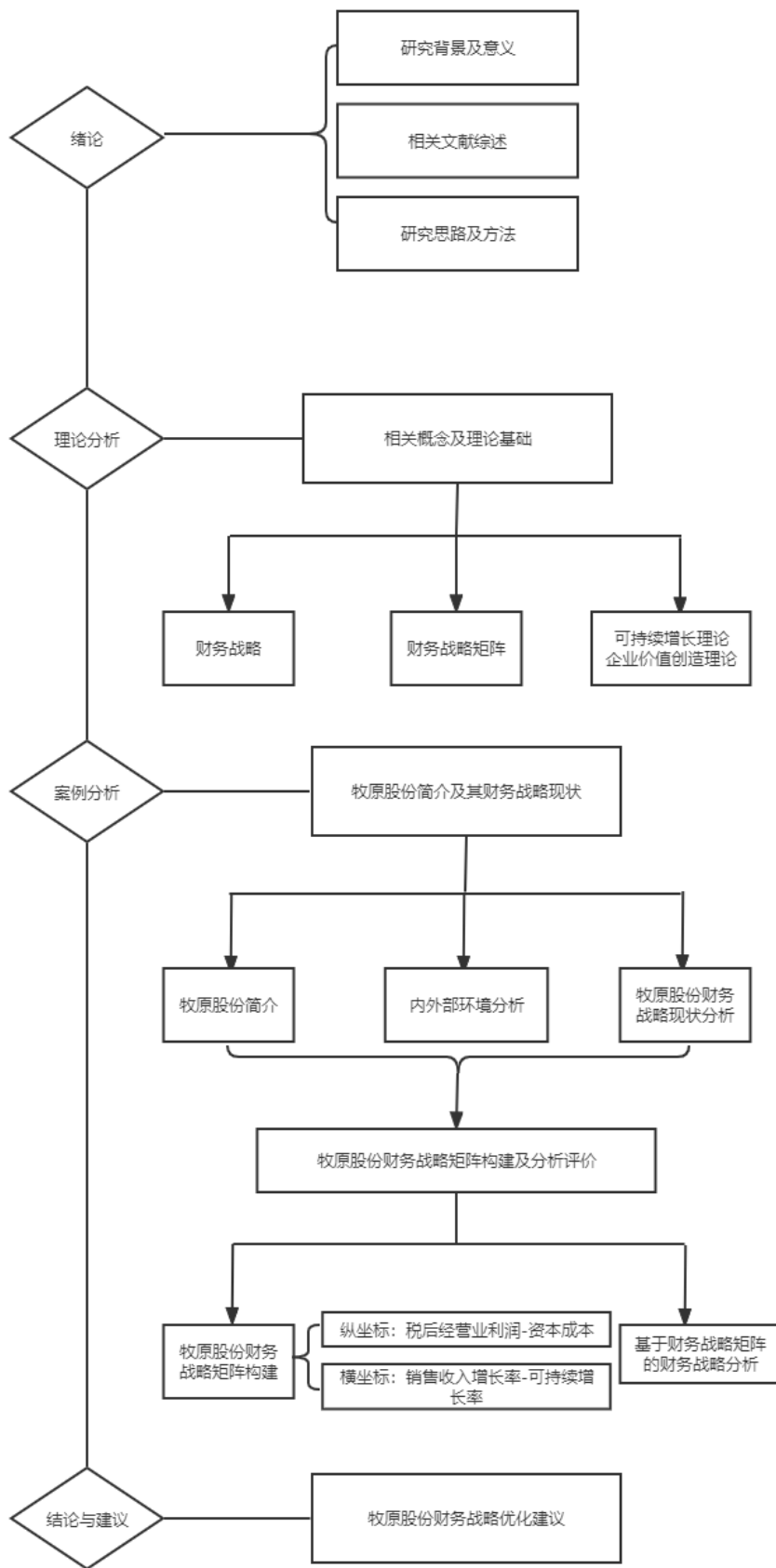


图1.1 研究框架图

## 1.4.2 研究方法

案例分析法。案例分析法是一种科学分析方法，它是对有代表性的事物（现象）进行详细而细致的研究，从而得到总体认识。论文选取牧原股份作为研究对象，对牧原股份财务战略进行深入研究，以财务战略矩阵为基础，对其财务战略进行了全面的分析与评价，重点在于牧原股份与公司的运营状态及发展模式的匹配程度，并针对该公司的可持续发展和价值创造，给出了相应的改进意见。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 财务战略

#### 2.1.1 财务战略意义

先从战略的释义来看，战略对全局的策略，具有规划性和指导性，细化到企业战略是指企业的未来方向，公司通过对自身内部和外部环境的分析，发现挑战和机遇，对公司的整体、长期和基本规划。而财务战略则是企业战略衍生到财务管理的一部分，它与其他战略相结合，对公司的资本活动做出一系列全面、长期、创造性的规划，以寻求平衡合理的现金流，增强公司的竞争优势，从而最终形成公司的财务管理优势，帮助公司不断发展。

#### 2.1.2 财务战略目标与特点

企业总体战略与财务战略二者对企业发展来说如鸟之两翼、车之两轮。从狭义上来讲，总体战略在企业实际发展过程中在总体层面给予财务战略指导，使之前进方向保持一致，而财务战略又可以根据在财务管理中的信息反馈给总体战略，二者相辅相成，共同保证企业目标即企业价值最大化。

企业的财务战略是一种功能性战略，它支持公司的整体战略，由于以公司的资金流作为财务管理的对象是相对独立的，这决定了财务战略的独立性。因此，财务战略具有整体战略的某些共同方面和独有特殊性。财务战略具体特点如表 2.1 所示：

表 2.1 财务战略特点

共性	全局性	财务战略整体战略是以财务视野为依据，在整个公司融资、投资和收入分配工作的基础上，以企业的长期发展需要为依据而制定的。
	风险性	外部环境和内部决策的变化会影响到公司的判断，企业的财务策略可根据财务风险与企业经营风险的对应关系，对企业所面对的总体风险进行动态调整。
	动态性	财务战略需要根据政策变化和相应的内外外部环境进行调整，以保持战略灵活性。

续表 2.1 财务战略特点

	长远性	财务战略不在当下，而是着眼于未来发展，以可持续发展目光对企业战略进行落实。
独有性	地位从属性	财务战略是总体战略的一个子集，从财务角度确保企业总体战略的顺利实施。
	对象特殊性	财务战略是对企业财务活动的一种规划，由于规划对象特殊易造成风险与收益、生产与资本管理等之间的矛盾冲突。

### 2.1.3 财务战略内容

#### （一）基于职能角度分类

就企业财务活动而言，财务战略可以细分为筹资战略、投资战略、运营战略、股利分配战略。

**筹资战略。**筹资战略是指企业为保证有充足的资金用于生产活动，企业运用灵活的融资渠道和融资方法，展开长期战略规划。由于投资的方向在筹资战略中得到了明确的指示，企业投资活动的成功和投资战略的执行取决于筹资战略。筹资渠道多样化，企业需要在不同时期要根据所处的外部环境、生命周期阶段、投入的资本和投入产出条件的变化，选择不同的渠道和方法进行融资。

**投资战略。**公司的投资战略的目的是在一段时间内获得与风险相关的报酬，使资本能够在回报高、风险低的领域进行投资，通过这种方式，资金得到了更有效利用。在一定程度上投资战略决定了企业能否会持续健康发展，这表明投资策略是财务战略的核心。企业必须考虑到总体战略方针、市场环境影响和政策约束等因素，规划和长期发展投资行为，合理判断每个投资项目能否为企业带来可观的经济效益。

**营运战略。**公司的营运资本管理策略包括在日常经营阶段的开支，例如采购、生产和销售，与下游客户、上游供应商等建立长期合作关系的过程两大内容。企业的营运资金可以用来衡量企业短期偿债能力，在长债短投下会给企业在偿还债务方面施压，相反在短债长投下会使企业面临资金链断裂风险。所以，一个有效的运营策略能够对公司的预算和执行进行合理的规划，从而保证公司的资本能够有效地运作，从而提升公司的利润。

**股利分配战略。**股利分配是将公司利润分配给利益相关者，如债权人、雇员、国家和股东。这意味着公司根据总体战略的要求和内部和外部环境的变化，实施完整的长期

股息支付战略。企业从经营和投资中获得的收入需要全面考虑企业的发展现状、未来的发展目标和股东对企业利润分配的需求，制定一个合理的股息分配策略，以解决诸如是否应该分配股息、应该分配多少股息、何时分配以及如何分配股息等问题。如果公司计划在未来一年实施扩张性投资战略，需要大量的资本需求，公司将选择低现金股息政策，以优先考虑其内部融资需求。所以，在确定分红政策时，必须考虑到公司的实际运营状况以及资本市场对分红的反应，来选择适当的分红政策。

## （二）基于综合角度分类

根据筹集和使用资金的特点可以将财务战略划分为积极的扩张型财务战略、稳健的发展型财务战略和防御的收缩型财务战略三种。

积极扩张性财务战略是指采用该种类型财务战略的企业，由于收益增速低于资产增速，因此，企业以扩张资金规模为目标，呈现出“高负债、低收益、低分配”的特征。企业需要保留由此产生的大多数或全部利润，而且需要利用机会进行筹资，以满足因这项战略资金迅速增加的企业需求。

稳健发展性财务战略指的是企业为了维持其市场表现的持续增长，并保持其规模的稳步扩大，对现有产品市场的发展和市场渗透而采用的一种战略，呈现出“低负债、高收益、中分配”的企业特征。采取这种策略的公司往往将利润余额视为资产扩张的主要来源，谨慎借贷以避免利息负担，并以稳定和持续的方式进行投资和融资活动，对内有利差，对外展现有良好的增长趋势。

防御收缩性财务战略是在企业外部环境和内部环境都面临困难的时候被迫采取的一种拯救措施，展现出“高负债、低收益、低分配”的此类企业预期没有良好的发展前景且具有经营风险，企业会在在投资和融资战略方面可能特别谨慎，通过在日常经营中减少成本和削减开支来减少现金流。

## 2.2 财务战略矩阵

### 2.2.1 财务战略矩阵含义

财务战略矩阵最初是通过选择适当的财务指标，从波士顿矩阵的构建基础上构建的。财务战略矩阵是在分析公司财务状况的基础上，帮助公司制定适当的战略计划，指导公司合理配置资金。它可以帮助企业理性投资，实现利润最大化以及企业如何改善自身生存的问题使企业确定最科学的战略部署进行积极规划。简单地说，财务战略矩阵是一种

将企业创造价值能力与可持续发展能力相结合，对企业的价值成长与财务状况进行分析与评价的一种工具，经常被用来作为一种对财务战略进行分析与评价的一种有效的模型。

财务矩阵的原理是以可持续增长理论和价值创造理论为基础，横纵坐标轴在财务战略矩阵中有各自被赋予的价值意义，现金余缺是用来反映横轴坐标的财务资金状况，它反映了企业业务发展发展与资金余额的关系；纵坐标是创造价值的能力，由公司的经济增加值指标来衡量，用于评估企业是否具有充分使用资本为利益相关者创造价值的水平能力。

### 2.2.2 财务战略矩阵内容

销售增长率减可持续增长率之后的差值反映横坐标轴的数值坐标，纵轴坐标由投资资本回报率和资本成本之间的差异来表示。横坐标和纵坐标在四个象限内交叉，形成一个财务战略矩阵，其中每个象限内的公司财务状况各不相同。具体内容如下图 2.1 所示：

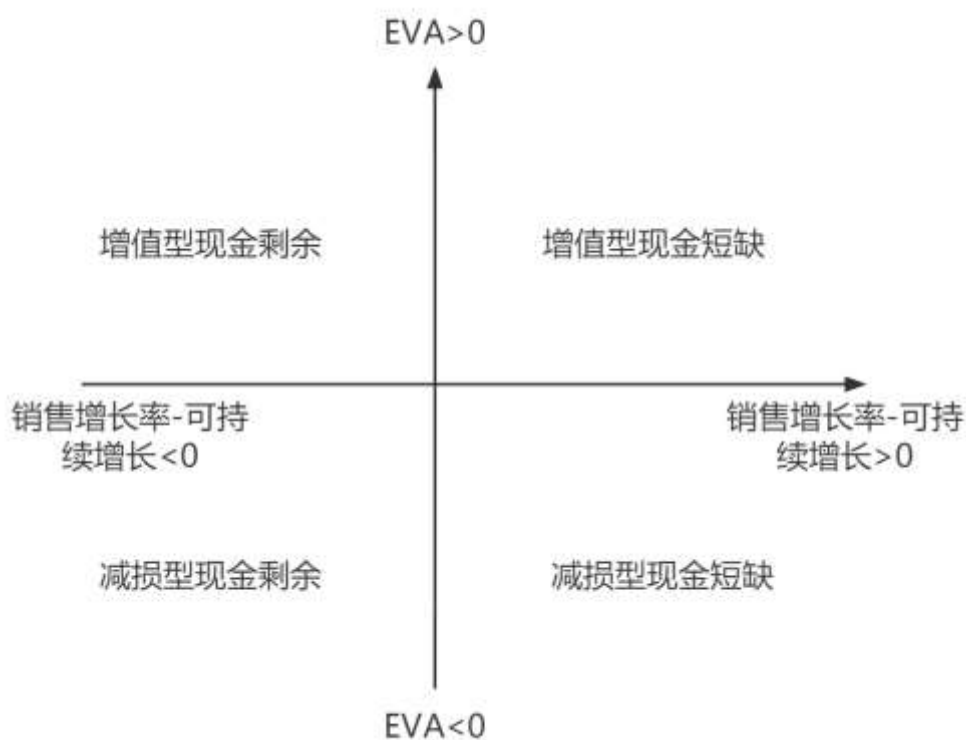


图 2.1 财务战略矩阵模型图

通过财务战略矩阵可以综合企业的价值创造能力和可持续增长能力对企业的财务战略进行评估，清晰明了直观企业财务状态。每个象限内对应的价值创造能力和可持续发展能力不同，由此对应的财务战略转变方向也就不同，具体情况表示如表 2.2 所示：

表 2.2 财务战略矩阵模型表

	第一象限	第二象限	第三象限	第四象限
企业发展阶段	快速成长期	稳定增长期	缓慢衰退期	完全衰退期
企业表现	增值型现金短缺	增值型现金剩余	减损性现金剩余	减损性现金短缺
投资资本回报率- 资本成本	大于 0	大于 0	小于 0	小于 0
销售增长率-可持 续增长率	小于 0	大于 0	大于 0	小于 0
具体表现	由于公司缺乏充足的流动资金，无法支撑其资本和长期发展的需求，因此，公司的发展速度越快，现金不足就会变得更加突出，因此，当公司面对一种资金不足的状况时，就会给公司带来了一定的财务风险。	公司有富余的资金用于自身的发展，同时也有大量的闲散资金。该区域的公司稳步成长，进入成熟阶段，公司的技术和外部的市场都比较稳固，公司应该尽量维持目前的状态。	企业价值创造能力低下，发展前景不明朗，这种模式的特征表现为：虽然公司可以获利，但是获利的范围越大，公司的市值就越小。	由于受到恶劣的外部市场条件和公司本身存在的问题，公司不但没有对公司的创造能力进行提升，反而一直在消耗公司的资金来维持公司的存在，最终公司面临着资金短缺、销售额低等问题，从而走向退市破产。
财务战略	增加筹资渠道； 增加筹资来源； 减少低效运营	协调闲置资金，增加投资； 提高股息率吸引投资者； 回购股票	开辟增加价值的新业务； 扩大高价值原有业务，改造低价值业务	提高营业利润率和资本使用率； 减少股利分配



## 2.3 基础理论

### 2.3.1 价值创造理论

价值创造理论是从长期角度考虑问题，核心含义为企业在日常经营活动中，所展开的一系列的资金活动，为今后为企业整体带来价值增值的一种能力。公司的价值创造是一个很重要的概念，它可以用来衡量公司的经营情况和财务表现，企业管理层需要相应的数据基础即价值创造来度量由公司盈利带来的现金流。

经济增加值（EVA）是由美国思腾思特管理咨询公司在 20 世纪 90 年代末提出的一种价值评价坐标，它通过从税后营业利润中扣除全部资本成本来代表公司的真实经济利润。EVA 为正值代表公司管理层在为企业创造价值；EVA 为负值代表公司管理层在毁损企业价值。EVA 与剩余收益有两点不同：首先，EVA 需要对会计数据进行一些调整，包括税后净营业利润和资本占用；其次，它要求根据资本市场上的资本机会成本来计算资本成本，而剩余收益是根据所需的投资回报率来计算的，而投资回报率会根据管理要求而变化，具有主观性，这种选择在一定程度上是主观的。因此，选择经济增加值更准确，更能反映公司的业绩。EVA 的计算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{税后净营业利润 (NOPAT)} - \text{调整投资资本 (TC)} * \text{加权平均资本成本 (WACC)} \\ &= (\text{NOPAT} / \text{TC} - \text{WACC}) * \text{TC} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{TC} \quad (\text{公式 2-1}) \end{aligned}$$

### 2.3.2 可持续增长理论

美国财务学家罗伯特·希金斯（Robert Higgins）于 1977 年首次提出可持续增长模型，他最初概述了企业的资源利用率和增长率之间的关系，并指出可持续增长率是企业在不耗尽资源的情况下所能达到的最高增长率。可持续发展理论强调的是持久、长效、稳定，主要优势在于它能确定影响和制约企业增长的关键财务因素，同时它的使用必须以保持目前的资本结构和分红比例不变、管理者不发行新股，不进行权益资本的筹资、企业经营效率稳定不变为条件。计算公式如下：

$$\text{可持续增长率 (SGR)} = \text{销售净利率 (P)} * \text{总资产周转率 (A)} * \text{留存收益率 (R)} * \text{权益乘数 (T)} \quad (\text{公式 2-2})$$

此公式达到了绝大多数企业对于财务管理目标中所要达到的要求，可以销售净利率和总资产周转率中获悉企业目前的经营能力和获利能力，在留存收益率中体现企业的股利发放在税后利润中的占比，权益乘数大小反映企业的财务杠杆率，权益乘数大，负债较多，由此导致的财务杠杆率也就偏大。

随后詹姆斯·范霍恩（James·C·Van Horne）在希金斯模型的基础上提出了静态可持续增长率以及动态可持续增长率模型。静态模型公式如下：

$$\text{可持续增长率 (SGR)} = \frac{P \cdot A \cdot R \cdot T}{1 - P \cdot A \cdot R \cdot T} \quad (\text{公式 2-3})$$

希金斯的模型和范霍恩的静态模型大体上是一致的，因为它们有相同的理论逻辑和出发点。这两个公式都从负债和所有者权益的加和等于资产的增加，企业的发展与股东权益有明显正相关关系，如果股东权益增加，那么对公司经济增长也有明显影响。但二者同样存在不同点，不同点如下表 2.3 所示：

表 2.3 希金斯模型与范霍恩模型异同点比较

	相同点	不同点
希金斯模型	基本原理一致，建立在统一的会计恒等式之上； 起点一致，统一从会计口径出发	股东权益乘数为期初数值； 不限定时点使用
范霍恩模型		股东权益乘数为期末数值； 适用时点偏事前估计

基于希金斯模型较为准确，可以对不同的市场阶段进行统计分析，且计算数据来自于财务报表，数据容易获取，所以本文选择采用希金斯模型计算可持续增长率。

### 3 牧原股份公司简介及财务战略现状分析

#### 3.1 牧原股份公司概况

##### 3.1.1 公司简介

牧原食品股份有限公司（股票代码 002714，简称牧原股份）1992 年成立，2014 年上市公司。目前已形成集饲料加工、生猪育种、养殖、屠宰加工为一体的猪肉产业链。30 多年来，牧原股份坚持“让人们吃上放心猪肉”的愿景，在全国 100 多市 200 多县区遍布 292 个子分公司，牧原通过迅速扩大、完善和延伸产业链，现在与其他一线猪企相比已成为猪企翘楚。2021 年数据显示年出栏生猪 4026 万头，同比增长 122%，年屠宰产能 2200 万头，龙头老大地位难以撼动。

截止到 2022 年 12 月 12 日，牧原股份十大股东合计持股数为 3,246,252,477 股，占总股本比例 60.99%，钱瑛和秦英林夫妇二人持股比例 39%以上，具体前十股份结构如表 3.1 所示：

表 3.1 牧原股份前十大股东持股情况

名次	股份类型	持股数（股）	占总股本持股比例
秦英林	流通 A 股, 限售流通 A 股	2,086,287,906	39.20%
牧原实业集团有限公司	流通 A 股	684,812,822	12.87%
香港中央结算有限公司	流通 A 股	152,553,589	2.87%
钱瑛	流通 A 股, 限售流通 A 股	64,445,240	1.21%
孙惠刚	流通 A 股	62,443,706	1.17%
牧原食品股份有限公司-第二期员工持股计划	流通 A 股	56,443,800	1.06%
中信建投证券股份有限公司	流通 A 股	38,351,062	0.72%
海南鸿宝投资有限公司	流通 A 股	37,510,929	0.70%
李燕燕	流通 A 股	33,435,630	0.63%
蔡敏	流通 A 股	29,967,793	0.56%
合计		3,246,252,477	60.99%

牧原股份坚持做高品质猪肉的生产者和社会进步的推动者，不改利国利民本色，成功做到将经济、生态和社会效益的同步提升，对其他企业的发展具有借鉴意义。首先在经济效益方面，牧原集团被誉为“猪中茅台”，牧原集团一直以来都是以“自繁自养”的方式发展，但因为前期投资太大，规模太小，所以增长速度很慢，但在应对周期波动和农户端不稳定因素制约时，利润公司独享，优势尽显。特别是 2016 年以来，在非洲猪瘟疫情、环保等多重因素影响下，公司进入爆发式增长阶段。在生态效益方面，多年来，牧原股份高度重视环保工作，公司创新打造“养殖—沼肥—绿色农业”为一体的“牧原生态环保模式”，组建专业队伍，发挥粪肥的资源价值，服务农民增产增收，农田地力提升，农业绿色发展。在社会效益方面，牧原股份是勇担时代使命，肩负时代责任的优秀企业，发挥自身产业优势积极扶贫累计帮扶 14 万户 39 万人口，同时在 2020 年新冠疫情防控与 2021 年郑州市特大暴雨防汛救灾中履行社会责任。基于以上原因，特选取牧原股份作为案例公司进行分析研究。

### 3.1.2 公司总体战略

经过 30 年的发展，牧原坚持为社会生产健康食品，提升大众生活品质，让人们享受丰盛人生的经营宗旨。牧原股份自上市以来，始终坚持规模化养殖向标准化、精细化、智能化养殖过渡，并推动其成为生猪养殖行业发展的趋势。牧原股份三级总体发展目标如下表 3.2 所示：

表 3.2 牧原股份三级总体发展目标

扩大养猪规模	公司以各个地区的资源禀赋以及生态系统的承受力为基础，对其进行调整和优化，推动生猪产业规模持续扩大，满足消费者对优质猪肉日益增长的需求。
创新驱动发展	在改良繁育技术上，本公司运用开放式核心群选择方法，对种猪进行持续的基因改良。在智能装备的更新上，公司对数字农业进行了探讨，并对养殖环境进行了智能监控，并对其进行了有效的推广。
延伸产业链	围绕农业延伸下游产业链，屠宰业务以生产优质猪肉为主，引进全球先进的自动化肉类加工生产线和公司引进全球先进的自动化控制肉类加工生产线和配套设备，实现生猪屠宰和分割的自动化和智能化。

资料来源：牧原股份公司年报

为实现以上三个总体发展目标，牧原股份从以下五个方面进行了具体部署和目标的

发展战略。

表 3.3 牧原股份发展战略

食品安全战略	为确保猪肉制品的安全和健康，制定严格的质量控制制度，强化对猪肉制品的监管。
科学育种战略	通过科学的繁育技术，来改良品种的基因特性，改进品种的肉质与味道，从而减少生产费用，提高生产效益。
全自养、全链条、智能化战略	持续贯彻全自养、全链条、智能化的发展策略，不断扩大饲料加工、种猪选育等各生产环节的业务范围。
标准化生产战略	拥有多个国家发明专利，包括猪舍设计，猪舍智能送料系统，猪舍智能液体喂养设备，猪舍智能液体喂养设备等，将推动中国猪舍的标准化和智能化。
人才战略	公司始终坚持“以人为本”的原则，坚持人才自主培养，制定了科学的工资制度，制定了一套完整、科学、有效的人才培训制度，为企业的迅速发展奠定了坚实的基础。

资料来源：牧原股份公司年报

### 3.1.3 公司经营概况

#### （一）营业收入

牧原集团在 2021 年度报告中指出，生猪养殖、销售及屠宰仍然是公司的主要经营方向，其生产的商品猪、仔猪及种猪是公司的核心销售产品。2021 年，公司销售生猪 4026 万头，仔猪 309.5 万头，种猪 28.1 万头，公司的营收达到了 789.9 亿元，超出产业平均水平 602 亿元，与去年同期相比公司的营收增加了 40.18%。牧原股份 2017 年至 2021 年的营业收入和净利润变化情况见图 3.1

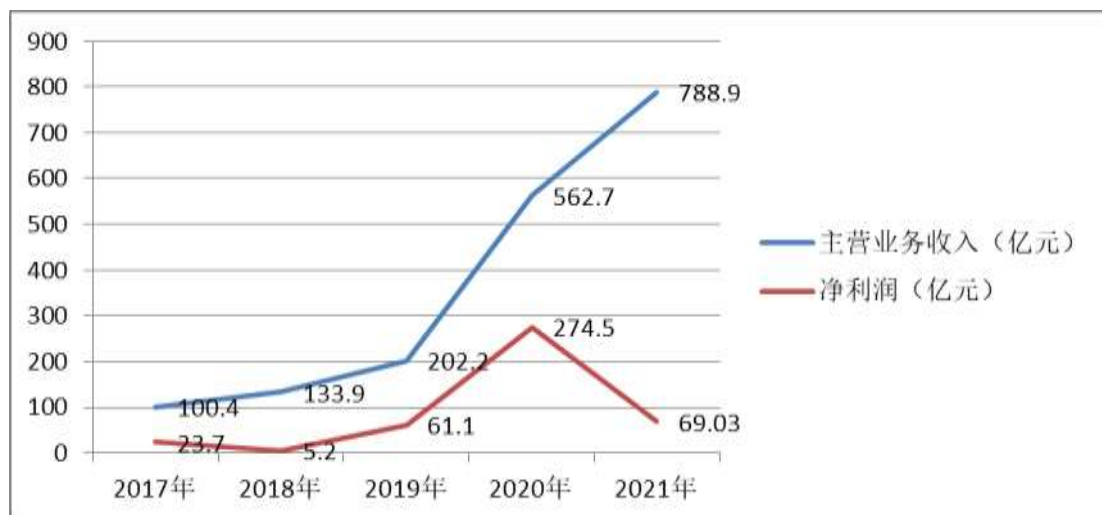


图 3.1 牧原股份 2017-2021 年度营业收入和净利润变化图

图 3.1 显示看出牧原股份近五年营业收入总体是呈逐年递增的趋势，增速由慢转快，17 年到 19 年的增速缓慢，仅为 1.01 倍，在经历过 18 年的猪瘟后 20 年营业收入大幅增长，高达 562.7 亿元，同比增加 178%，原因在于受 2020 年疫情影响，生猪价格同比增长 51.40%，生猪销量同比增加 76.67%，随之公司营业收入增加，2021 年较上年相比，增速变慢，仅为 40%。反观净利润，2018 年受非洲猪瘟的影响，净利润下降至 5.2 亿元，净利润率仅为 3.89%，19 年因为生猪市场价格上涨且牧原股份提升基础生物安全设施建设，保证生猪供应，净利润同比增长 10 倍之多，20 年净利润仍保持增长，净利润率为 48.78%，2021 年，成本大幅上升，猪价大幅下跌，因此净利润同比下降 74.9%，净利润波动明显加大。

## （二）生猪出栏量

受非洲猪瘟疫情、“猪周期”和部分地区禁养等因素叠加的影响，2019 年我国生猪存栏量和出栏数产生了较高等度的下降，据农业农村部数据显示，2019 年生猪存栏 31041 万头，出栏 5441 万头。随后国家发布一系列促进生猪生产恢复的政策，2021 年我国生猪出栏量 67,128 万头，较上年上升 27.4%；截止 2021 年末，生猪存栏量 44,922 万头，较上年增长 10.51%。根据表 3.3 显示 2017 年至 2021 年五家上市养猪公司的生猪出栏数量，每年 5 家企业生猪出栏量均上升。2019 年受到上年市场环境和生物环境影响，上升数量不明显，2020 年，行业产能呈现逐步恢复趋势，2021 年，行业产能基本恢复，市场供应明显回升。2017 年至 2019 年，温氏股份养猪业务持续稳步发展，稳坐国内养猪头把交椅，非洲猪瘟之后，牧原股份后来居上，势头强劲，2020 年更是以 1811.5 万头生猪出栏量的优势取代温氏股份成为了生猪养殖业的新龙头。2021 年牧原股份加大投

资建场，以断层 3523.9 万头的出栏量实现跨越式增长，成为生猪养殖行业的真正王者。

上市前五猪企 2017-2021 年生猪出栏量如表 3.4 所示：

表 3.4 2017-2021 上市前五猪企生猪出栏量（单位：万头）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
牧原股份	723.7	1101.1	1025.3	1811.5	4026.4
温氏股份	1904.2	2229.7	1851.6	954.6	1321.74
正邦科技	342.3	553.9	578.4	955.9	1492.66
新希望	171.9	256.96	354.9	829.2	997.81
天邦股份	101.42	216.97	243.9	307.7	428.01

资料来源：国家农业农村部数据整理

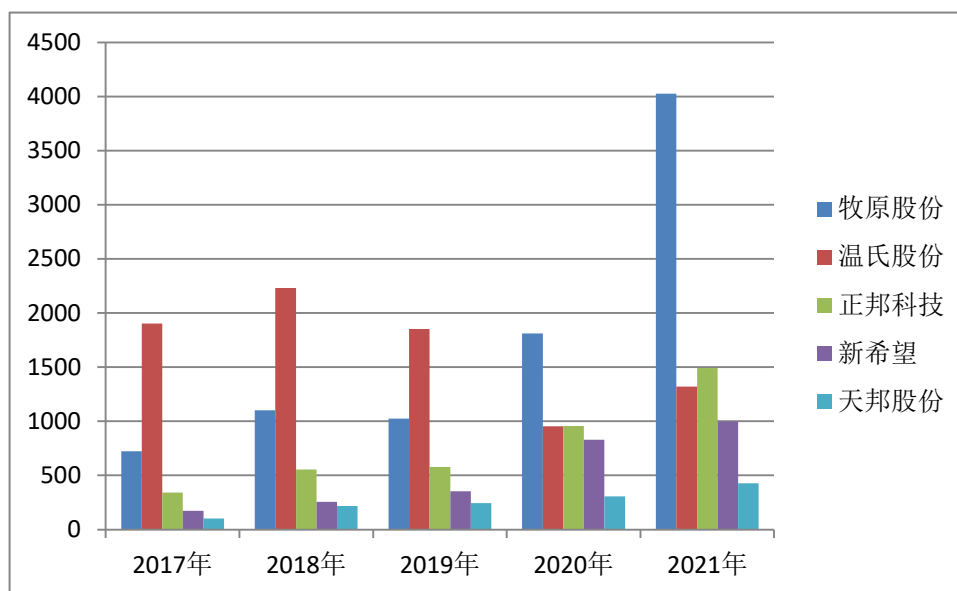


图 3.2 上市前五猪企 2017-2021 年生猪出栏量变化趋势图（单位：万头）

### （三）现金流量概况

现金流量表提供了关于公司现金流的信息，从而对公司的整体财务状况进行了客观评估，可以分析公司在未来产生现金的能力，并预测公司财务状况的未来发展。牧原股份 2017-2021 年度现金流量表概况如表 3.5 所示：

表 3.5 牧原股份 2017-2021 年度现金流量概况表（单位：万元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021
经营活动产生的现金流量净额	178,714	135,766	998,890	2,318,575	1,629,503
投资活动产生的现金流量净额	-644,140	-578,100	-1,279,894	-4,535,331	-3,596,771

续表 3.5 牧原股份 2017-2021 年度现金流量概况表 (单位: 万元)

筹资活动产生的现金流量净额	805,240	264,744	1,036,556	2,612,407	1,417,100
类型	正负正	正负正	正负正	正负正	正负正

数据来源: 牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

从表 3.5 中数据可以看出, 牧原股份 2017-2021 年产生的经营活动净流量金额高低起伏而且差异明显, 5 年均值为 105.2 亿元, 数额较大, 虽然从增长率来看出现负增长年份, 但牧原股份仍然展现出强大的造血能力。受 2018 年非洲猪瘟和 2020 年新冠疫情影响, 生猪价格反弹, 价格继续上涨, 2020 年牧原股份销售收入也飞速增加, 同比增加 131.97 亿元, 同比增长 132.1%, 2021 年行业景气度下滑, 猪价暴跌, 养猪成本上升, 牧原股份经营活动现金流净额为 162.95 亿元, 同比下降 29.7%, 现金获取能力受到影响。

受重资产运营模式的影响, 牧原股份在投资活动产生的现金流量净额 2017 年至 2021 年均呈现负值, 在企业前期需要大量建设猪场保证占据生猪市场份额, 在表 3.6 中可以看出公司正在加大扩建力度, 2017 年至 2021 年在经营活动中产生的现金流量金额中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金的比例均大于 1, 也说明在早期扩张中扩张的资金比营业收入的净现金流要多, 扩建带来风险也较大。

表 3.6 牧原股份购建固定资产、无形资产、其他长期资产表 (单位: 万元)

	2017	2018	2019	2020	2021
经营活动产生的现金流量净额(A)	178,714	135,766	998,890	2,318,575	1,629,503
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (B)	627,636	504,730	1,312,060	4,607,078	3,585,233
B/A	351.20%	371.76%	131.35%	198.70%	220.02%

数据来源: 牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

筹资活动产生的现金流量净额在 2017-2021 年间表现出来忽高忽低的趋势, 波动明显, 2018 年筹资活动现金流量净额为 26.47 亿元, 较上年同比减少 67.12%, 原因在于 2018 年偿还债务同时融资, 存在风险。2021 年牧原股份筹资活动净流量高达 141.71 亿元, 同比增长 36.7%。原因在于牧原股份为扩大规模而进行的设施建设进行了大量的投资, 依靠经营活动产生的现金流根本无法支撑公司的发展, 必须要不断地筹集资金, 才能维持公司的发展。牧原股份大规模融资也证实了其商业信贷、盈利能力和偿债能力的



改善，这对公司未来的发展是有益的。

## 3.2 牧原股份财务战略环境分析

### 3.2.1 外部环境分析

运用 PEST 模型，对牧原股份在政治与法律、经济、社会与文化、技术四个层次上的对财务战略实现进行了剖析，具体如表 3.7 所示：

表 3.7 牧原股份财务战略外部环境 PEST 分析表

分析因素	表现
政治和法律	国际：2018 年美国提出单边主义贸易、2018 年欧洲次贷危机、2019 中美贸易摩擦均导致猪肉价格变化，影响营业利润。
	国内：从 2008 年开始，政府对畜禽养殖业实行了免税；2021 年颁布中央一号文件意见，意见提到实施新一轮畜禽遗传改良计划；按照农业局的规定，“十四五”时期，能繁生猪的平均数量要保持在 4100 万头左右，最低保有量不少于 3700 万头；牧原股份获得政府补贴的情形包括：环保补贴、生产活动补贴、研发补贴、政府补贴以及其它补贴。
经济	2021 年生猪养殖的持续恢复导致市场猪肉供应由偏紧变为宽松，猪价出现回落；猪价下行期养猪成本上升，易造成养殖企业亏损；2022 年猪肉进口税率提升至 12%，猪肉进口量将减少。
社会文化	中国人对于猪肉的食用有着悠久的历史，可以上溯到先秦；现代社会对肉食的依赖性主要来自于对传统的传承，很大程度上来源于传统文化的延续；全国猪肉消费量保持平稳，平均每年消费量在 5000 万吨左右。
技术	传统畜牧业向现代畜牧业转变，生猪养殖行业向规模化、集约化发展，规模化养殖主体抗风险能力和成本具有优势；自动高效化养猪模式成为养猪业主要发展方向。

### 3.2.2 内部环境分析

从企业具有的优势与劣势对财务战略实施内部环境进行分析，具体情况如表 3.8 所示：

表 3.8 牧原股份财务战略内部环境分析表

优势	技术	牧原股份采用一体化产业链经营模式，具有标准化生产和规模化经营优势；积极投入智能养殖装备技术的研发，研发关键智能化技术与配套智能设备，实现生猪养殖全过程的智能化应用；科学育种，形成综合效益好的种猪群，建立独特的二元轮回育种体系。
	成本管理	牧原股份的经营模式具备集中采购优势，减少中间环节交易成本，使整个生产流程可稳定控制，增强公司抵抗市场风险的能力。
	人才管理	牧原股份的创始人带领着一群在行业内有着丰富经验和深厚理论基础的技术人员，组成了公司的核心研究团队；牧原股份依据价值创造进行价值分配，实现人岗准确分配；广纳贤能，引进各学科专业人才，储备优秀后备干部。
	发展机会	2022 年，全年生猪出栏达到了 6.995 亿头，牧原股份生猪出栏 6120.1 万头，市场份额占比高达 8.74%，进一步增强生猪市场话语权；牧原股份 2022 年成为首家营业收入破千亿猪股，预计营业收入 1220 亿元以上；从 2014 开始，政府就对畜牧业进行了大量的扶持和扶持，制定了相关的环保政策，随着生产力低下的产业被淘汰，牧原股份这样的大型、一体化、标准化的龙头公司，他们的市场份额将会越来越大，越来越稳定。
劣势	产品结构	牧原股份产品结构单一，以生猪养殖、销售为主，猪肉价格波动影响业务收入。
	潜在风险	牧原股份生产经营场所易受风灾、水灾、雪灾、地震等自然灾害；易受非洲猪瘟等疫情疾病影响。

### 3.3 牧原股份财务战略实施现状

#### 3.3.1 投资战略现状

##### （一）投资结构

以投资资金投出的方向为依据，企业的投资战略可以被划分为两种类型，即对内投资和对外投资。本文选取这两个指标进行投资战略分析，牧原股份 2017-2021 对内投资活动如表 3.9 所示，目的为扩大现有生产力。

表 3.9 牧原股份 2017-2021 对内投资活动金额（单位：万元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021
固定资产	1,059,696	1,354,461	1,886,425	5,853,049	9,955,093
在建工程	149,819	368,030	859,886	1,483,485	1,110,341
无形资产	35,449	35,054	43,182	76,803	86,303
生产性生物资产	140,187	146,122	383,501	744,239	735,102
合计	1,385,151	1,903,667	3,172,994	8,157,576	11,886,839

数据来源：牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

牧原股份 2017-2021 这五年间采取了较为扩张的投资战略，从表 3.9 中可以看出对内投资金额呈上升趋势，这说明牧原股份在投资中的资金流向，为加快抢占市场，增加了项目建设，并以生物安全控制、扩大产能等项目为主。牧原股份从饲料到屠宰场全流程完全由自己来负责，而且随着业务的不断扩张，各个子公司都要进行配套的生产，包括上游、中游、下游等环节，必然会造成大量的固定资产、在建工程等。2021 年公司在建工程同比下降 5.21%，原因在于在建工程转固定资产所致。

牧原股份在无形资产中的投资很小，包括土地使用权、软件、商标等，但在公司发展壮大后，租用的土地越来越多，土地使用权在无形资产中所占据的比重超过了 90%。从表 3.9 中数据也可以明显看出生产性生物资产也在连年增加，主要是由于 2018 年经历非洲猪瘟后，增加了种猪存栏量，扩大了产能，发挥一体化经营的优势，与其他竞争对手相比，增长速度特别快，这与牧原股份成为国内主要生猪供应商的企业战略相一致。

表 3.10 牧原股份 2017-2021 对外投资活动额

项目	2017	2018	2019	2020	2021
长期股权投资	11,442	13,348	15,332	18,375	30,715
合计	11,442	13,348	15,332	18,375	30,715

数据来源：牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

牧原股份对外投资主要体现在长期股权投资且占总资产比重较低，对自己主营业务极其专注，几乎没有对外兼并和收购。由表 3.10 数据可以看出，牧原股份近五年的对

外投资额整体处于上升状态，从 2017 年的 11442 万元上升到 2021 年的 30715 万元，主要包含河南龙大牧原肉食品有限公司、广东广垦牧原农牧有限公司、中证焦桐扶贫产业基金、融通农发牧原（崇州）有限责任公司、融通农发牧原（唐山）农牧有限责任公司，还是围绕主业展开的。

### （二）投资方向

从图 3.3 可以看出，牧原集团始终坚持以行业为核心的专业投资理念，其养殖率始终维持在 97%以上，实现了对生猪养殖的高度专业化，确保了生猪的存栏率，并将剩余的粮食和饲料对外出售，截止 2021 年底，公司已在全国设立 22 家屠宰子公司，屠宰产能为 2900 万头/年。

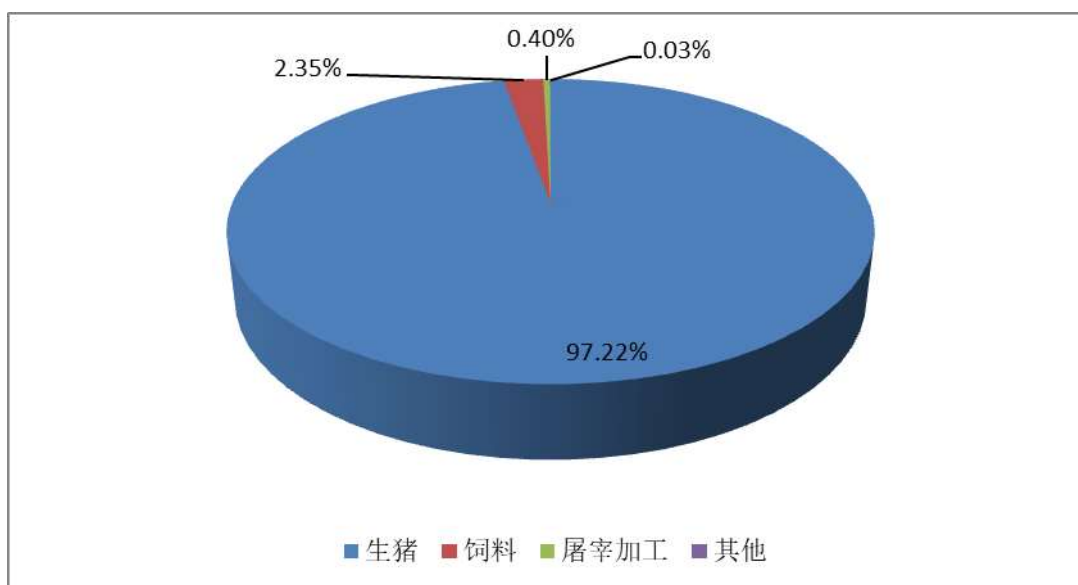


图 3.3 牧原股份 2021 年投资方向

### 3.3.2 筹资战略现状

牧原股份加快扩张速度加大了巨大的资金压力。要确保企业的生产能力和投资行为的可持续性，就必须清楚企业的融资状况。为此，本文对牧原股份的筹资规模及筹资周期的结构作了详细的剖析。

#### （一）筹资规模

公司的筹资策略反映在公司资金的规模上，按来源分类，包括所有者权益和负债，构成公司的总资产。

表 3.11 牧原股份 2017-2021 筹资规模 (单位: 万元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
资产	2,404,463	2,984,186	5,288,659	12,262,726	17,726,576
负债	1,130,803	1,613,423	2,117,502	5,652,202	10,866,164
所有者权益	1,273,660	1,370,763	3,171,157	6,610,524	6,860,412

数据来源: 牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

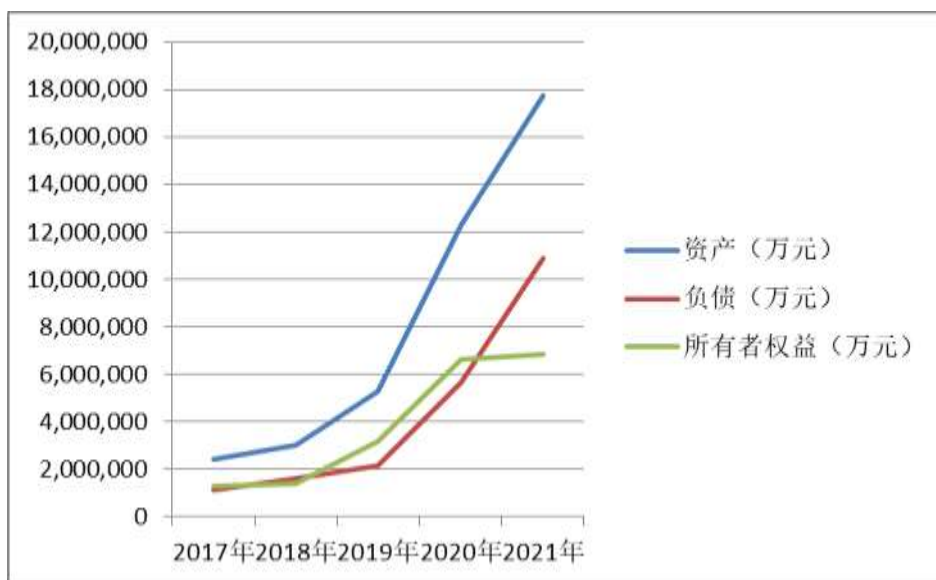


图 3.4 牧原股份 2017-2021 筹资规模变化

结合表 3.11 和图 3.4, 从整体上观察发现牧原股份近五年资产规模逐年递增, 从最初 2017 年的 240.44 亿元增长至 2021 年 1772.65 亿, 增长接近 7.37 倍, 在 2018 年牧原股份资产增长率为 24.11%, 原因在于生猪存栏增长率受到非洲猪瘟影响, 公司为了降低经营风险不能快速的发展, 从 2019 年牧原股份的资产增速加快。再看负债方面, 负债与资产变化基本保持一致, 为牧原股份进行投资活动提供了强大的资金支持。与之相比, 所有者权益分别在 2019 年和 2020 年, 金额增加了约 180 亿、343 亿以外, 其余年份增长量均在 25 亿以下。

通过分析可以得出, 牧原股份在现阶段的筹资规模整体呈现增长趋势, 处于发展阶段的公司需要筹集大量的资本来投资于生产活动, 以确保企业能够成长和扩大。

## (二) 筹资期限结构

从表 3.12 中得知, 牧原股份自身的金融资产几乎为货币资金, 表现出自身现金和短期借款表现紧张, 只有在 2017 年和 2019 年货币资金可以覆盖短期债务外, 其余年份均为负数。

表 3.12 牧原股份 2017-2021 年货币资金与短期借款 (单位: 万元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
货币资金	419,705.67	277,829.80	1,093,320.63	1,459,356.97	1,219,763.18
短期借款	356,033.26	471,492.05	425,608.34	1,653,250.91	2,229,161.79
差额	63,672.41	-193,662.65	667,712.29	-193,893.94	-1,009,398.61

数据来源: 牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

从表 3.13 可以得知, 牧原股份 2017-2021 近五年的资金来源主要由流动债务和股东权益为主, 牧原股份资产资本正朝着与之相匹配的方向发展。牧原股份在企业中的流动债务比例始终比非流动债务比例高, 这表明企业融资模式以短期融资为主, 而长期融资在融资中所占比例不大。2017-2020 四年间所有者权益占比仅有较小的波动, 2021 年下降 15.21 个百分点, 原因在于 2021 年牧原股份资产增加, 所以导致所有者权益占比减小。

表 3.13 牧原股份 2017-2021 年资金主要来源 (单位: 万元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
资产总额	2,404,463	2,984,186	5,288,659	12,262,726	17,726,576
流动负债	832,301	1,358,766	1,816,913	4,354,342	7,823,157
流动负债占比	34.61%	45.53%	34.35%	35.51%	44.13%
非流动负债	298,501	254,657	300,588	1,297,860	3,043,007
非流动负债占比	12.41%	8.53%	5.68%	10.58%	17.17%
所有者权益	1,273,660	1,370,763	3,171,157	6,610,524	6,860,412
所有者权益占比	52.97%	45.93%	59.96%	53.91%	38.70%

数据来源: 牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

在表 3.14 可以看出快速扩张的牧原股份 2017-2021 年间资产负债率一直居高不下, 几乎在 40%到 60%的区间范围内, 这也从侧面证明了牧原股份的债务融资规模大、融资风险高等特点。此外, 2018-2020 年资产负债率减少约 8 个百分点, 这表明了公司的债务压力在下降, 债务的数量在下降, 公司的财务风险也在下降。2021 年的资产负债

率高达 61.30%，原因也在于为了保证公司的发展，公司需要大量的资本来保证公司的持续发展。流动比率也是一个很重要的财务风险指标，从表 3.15 中我们可以看到，牧原股份的流动比率一直保持在 1 左右，并且还在不断的降低，2018、2020、2021 年的流动比率都低于 1，这意味着这三个年份的短期还款能力都很弱。

表 3.14 牧原股份 2017-2021 年资本结构情况表 (%)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
资产负债率	47.03%	54.07%	40.04%	46.09%	61.30%
流动比率	1.05	0.72	1.08	0.89	0.62

数据来源：牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

### 3.3.3 营运战略现状

营运资金是企业的流动资产与流动债务之间的差值，所以，营运资金的管理也就是企业对企业的流动资产与流动债务的管理。因此，本文从流动资产和流动负债的组成和流动资金两个方面对牧原股份的营运战略进行了研究。

由表 3.15 可以得出，牧原股份近五年的流动资产主要有货币资金和存货构成，其中货币资金占比最大，然后是存货从构成项目来看，企业货币资金从 2018 年呈增加趋势至 2020 年，增长了 4.25 倍，在 2020 年第三季度末货币资金大幅增加主要是公司销售收入增加和银行贷款增加。2021 年货币资金为 1219763 万元，较上年下降 16.41%，原因在于猪价连续下跌，牧原股份第三季度业绩出现了亏损，利润和现金流都在下降，公司在过去两年进行了大量投资，债务持续上升，没有足够的资金来支付短期内到期的债务。但总的来说牧原股份在整个行业里来说货币资金持有量较多。

牧原股份在 2017、2018 年没有应收账款的发生，近 3 年应收账款占流动资产的比例可以看作趋近于 0，说明企业对于上下游的讨价还价能力非常强，一手交钱，一手交货。

牧原股份近五年的存货逐步上升，从 2017 年的 418989 万元上升至 2021 年的 3447573 万元，增长约 7.22 倍，且 2021 较 2020 年同比增长 62.7%，这主要是公司养殖规模的持续扩大，消耗性生物资产存栏及原材料大幅增加，导致期末存货增加。牧原股份 2017-2020 年的预付款呈上升趋势，这说明公司在这段时间内的经营发展速度加快，

对原料、辅料、添加剂等的要求也越来越高，2021 年预付款项减少，主要是预付货款减少所致。

表 3.15 牧原股份 2017-2021 年流动资产构成情况（单位：万元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021
货币资金	419,706	277,830	1,093,321	1,459,357	1,219,763
应收账款	0	0	1,572	1,939	13,555
预付款项	8,413	9,271	50,769	249,492	108,952
存货	418,989	581,273	716,618	2,117,922	3,447,573
其他应收款	832	994	796	5,647	26,439
其他流动资产	26,275	108,703	96,160	60,292	58,880
流动资产合计	874,215	978,071	1,959,236	3,894,649	4,875,162

数据来源：牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

从表 3.16 可以看出，牧原集团的流动负债中，以短期借款、应付账款和其他应付款项为主，这三项加起来，在流动负债中的比重都超过了 60%。由于公司的扩大，对营运资金的要求较高，因此必须以短期借贷的形式来筹措。应付账款从 2017 年至 2019 年呈增加趋势，2019 年达到顶峰后又开始下降，2021 年同比增加 118%，原因在于公司应付货款、工程设备款增加，总体来看，应付账款是跟随企业整体负债规模缩减所同步的。与 2020 年相比，2021 年的应收账款增加了 273,750 万元，增长了 140%，这是由于公司以票据进行结算的规模有所扩大。其他应付款项从 2020 年的 402684 万元增长到 2021 年的 931372 万元，增长一倍，这主要是由于公司的反向保理和从牧原集团的贷款增长。

表 3.16 牧原股份 2017-2021 年流动负债构成情况（单位：万元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021
短期借款	356,033	471,492	425,608	1,653,251	2,229,162
应付票据	6,655	74,896	335,942	194,277	468,027
应付账款	152,029	271,263	509,801	1,462,344	3,198,865
预收账款	1,218	3,928	22,067	0	0
应付职工薪酬	17,586	23,584	47,055	169,091	163,896



续表 3.16 牧原股份 2017-2021 年流动负债构成情况 (单位: 万元)

应交税费	519	836	2,236	4,223	3,938
其他应付款	43,965	48,380	248,365	402,684	931,372
一年内到期的非流动负债	28,578	194,141	131,019	285,185	774,926
其他流动负债	219,730	259,756	79,913	111,065	1,991
流动负债合计	826,313	1,348,276	1,802,006	4,282,120	7,772,177

数据来源: 牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

营运资本指标反映了企业对上下游供应链的控制能力,是企业流动资产减去流动负债后的净额,体现企业的短期偿债能力。由表 3.17 可知牧原股份在 2018,2020 以及 2021 年均均为负数,保持较低的营运资本规模,不存在资金闲置的情况,以流动负债满足企业融资需求。从静态的角度来看,牧原股份在三年内流动资产比流动负债要少,这说明牧原股份在产业链上的控制力很强,但是,在一定程度上公司的经营风险增加了,而且,公司的短期偿还能力也下降了。

表 3.17 牧原股份 2017-2021 年营运资本 (单位: 万元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
流动资产	874,215	978,071	1,959,236	3,894,649	4,875,162
流动负债	826,313	1,348,276	1,802,006	4,282,120	7,772,177
营运资本	47,902	-370,205	157,230	-387,471	-2,897,015

数据来源: 牧原股份 2017-2021 公司年度财务报告

### 3.3.4 股利分配现状

正确的分红政策对企业的经营和企业的发展都具有重要的推动作用。反之,如果企业采用不恰当的收益分配方式,则会导致企业收益分配不公平,从而导致企业陷入财务危机。由表 3.18 中的数据可以得知,牧原集团在其成长历程中,始终保持着较高的股利支付率。

表 3.18 牧原股份 2017-2021 股利分配情况

项目	2017	2018	2019	2020	2021
分配方式	现金股利	现金股利	现金股利	现金股利	现金股利
含税现金分红金额（亿元）	7.99	1.04	12.13	54.92	13.2
每股收益（元）	2.12	0.17	2.82	7.46	1.28
每 10 股派息数（元）	6.9	0.5	5.5	14.61	2.48
股利支付率	32.55%	29.41%	19.50%	19.58%	19.38%

数据来源：同花顺财经

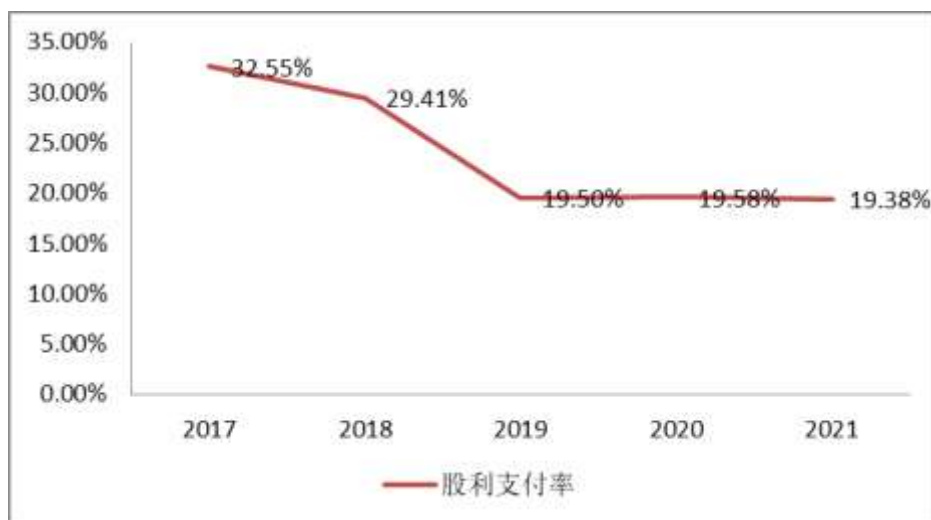


图 3.5 股利支付率变动图

根据表 3.18 中数据和图 3.5 分析可知牧原股份 2019 年-2021 年股利支付率整体波动不大,仅有 0.12 个百分点的变化,2020 年向股东每 10 股派发现金红利高达 14.61 元。牧原股份在最初上市的时候承诺每年以现金方式分配不少于 20%的可分配利润,而且在每一次的股利分配中,现金股利所占的比重,不能低于 40%。虽然 2018 年因为非洲猪瘟的原因,净利润只有 5.28 亿,但却有一亿四千万的现金红利,这让牧原股份的股东充满了活力,对未来充满了信心。总之,从这一次的分红政策中,我们可以看到牧原股份近年来的发展,它具有很强的盈利能力,它的成长速度和发展速度,都是业内的佼佼者。

## 4 财务战略矩阵在牧原股份中的应用及分析评价

### 4.1 牧原股份经济增加值计算分析

#### 4.1.1 税后净营业利润

税后净营业利润 (NOPAT) = 净利润 + (减值准备 + 财务费用 + 研发费用 + 销售费用) \* (1 - 所得税税率) + 少数股东权益 + 递延所得税负债增加额 - 递延所得税资产增加额 - 营业外收支净额 (公式 4-1)

因合并财务报表中已含有少数股东权益数据, 故不需要对该项目进行调整。牧原股份近 5 年净营业利润如下表 4.1 所示:

表 4.1 牧原股份 2017-2021 年税后净营业利润 (单位: 万元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
净利润	236,553	52,808	633,646	3,037,477	763,858
加: 研发费用	7,398	9,121	11,152	41,187	80,814
销售费用	3,885	5,414	11,075	29,204	69,974
财务费用	31,205	53,827	52,754	68,780	217,773
减值准备	46	66	154	425	0
(1-所得税税率)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
递延所得税负债增加额	0	0	0	0	0
递延所得税资产增加额	0	-483	-1,986	-312	-3,129
减: 营业外收入	1,879	5,585	6,144	18,505	32,258
加: 营业外支出	4,280	5,371	5,692	23,650	38,029
税后净营业利润	270854.5	103432	687559.25	3147007	1042920.75

数据来源: 计算整理后得出

#### 4.1.2 资本成本总额

资本成本指的是资本投资的机会成本, 它是指用资本投资于项目而放弃的其他投资机会的回报, 因此, 资本成本也被称为投资决策的贴现率, 可用于评估投资机会。资本

成本可分为债务资本成本（ $r_D$ ）和股权资本成本（ $r_E$ ），债务资本又包括短期债务和长期债务。计算公式如下：

资本成本总额（TC）=短期借款+一年内到期长期借款+长期借款+应付债券+股东权益合计+减值准备+递延所得税负债增加额+递延所得税资产增加额-在建工程（公式 4-2）

表 4.2 牧原股份 2017-2021 年资本总额（单位：万元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021
股东权益合计	1,273,660	1,370,763	3,171,157	6,610,524	6,860,412
短期借款	356,033	471,492	425,608	1,653,251	2,229,162
一年内到期的长期借款	28,578	194,141	131,019	285,185	774,926
长期借款	153,430	106,949	111,673	1,033,789	1,392,331
应付债券	139,262	139,039	178,987	159,307	862,576
加：减值准备	46	66	154	425	0
递延所得税负债增加额	0	0	0	0	0
递延所得税资产增加额	0	-483	-1,986	-312	-3,129
减：在建工程	149,819	368,030	859,886	1,483,485	1,110,341
资本成本总额	1,801,190	1,913,937	3,156,726	8,258,684	11,005,937

数据来源：计算整理后得出

### 4.1.3 加权资本成本

调整后资本总额包括权益资本成本和债务资本成本。计算方法如下：

加权平均资本成本（WACC）=（债务资本成本比例\*债务资本成本）\*（1-所得税税率）+权益资本成本比例\*权益资本成本（公式 4-3）

牧原股份的负债资金以银行信贷为主，故本论文拟以中国央行 2017-2021 年发布的一年及五年期贷款利率为参照，通过对其在企业负债中所占比例的权衡，测算企业的债务资本成本。计算情况如下：

债务资本成本=1 年期短期贷款利率\*短期借款占比+5 年期贷款利率\*长期借款占比（公式 4-4）

表 4.3 牧原股份 2017-2021 年债务资本成本

项目	2017	2018	2019	2020	2021
短期借款占比 (%)	69.88	81.51	79.22	61.53	61.55
1 年期贷款利率 (%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
长期借款占比 (%)	30.12	18.49	20.78	38.47	38.45
5 年期贷款利率 (%)	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
债务资本成本 (%)	4.47	4.42	4.43	4.50	4.50

数据来源：计算整理后得出

本文在计算权益资本成本采用资本资产定价模型 (CAPM)，计算公式如下：

$$K_s = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (\text{公式 4-5})$$

其中： $K_s$  是权益资本成本， $\beta$  是该股票的 Beta 系数， $R_m$  是股票市场的平均利率， $R_f$  是无风险利率， $R_m - R_f$  是市场风险溢价。

再投资中国债以国家信用为担保，所以国债是风险最低的，安全性极高，可以近似作为无风险收益率。因此，本文选择当前的五年期国库券利率作为无风险利率。 $\beta$  值取自国泰安数据库中的数据。市场风险溢价选自关于中国资本市场估值的学术研究，即 6.28%。计算数据如下：

表 4.4 牧原股份 2017-2021 年权益资本成本

项目	2017	2018	2019	2020	2021
无风险收益率 (%)	4.17	4.27	4.27	4.27	3.97
$\beta$ 系数	1.22	0.73	0.88	0.91	1.19
市场风险溢价 (%)	6.28	6.28	6.28	6.28	6.28
权益资本成本	11.83	8.85	9.80	9.98	11.44

数据来源：国泰安数据库

综上所述，可计算出牧原股份近 5 年的加权平均资本成本，计算数据如表 4.5 所示：

表 4.5 牧原股份 2017-2021 年加权平均资本成本

项目	2017	2018	2019	2020	2021
债务资本比例 (%)	47.03	54.07	40.04	46.09	61.30
债务资本成本 (%)	4.47	4.42	4.43	4.50	4.50
权益资本比例 (%)	52.97	45.93	59.96	53.91	38.70
权益资本成本 (%)	11.83	8.85	9.80	9.98%	11.44
加权平均资本成本	7.84	5.86	7.21	6.94	6.50

数据来源：计算整理后得出

## 4.2 牧原股份可持续增长能力计算分析

### 4.2.1 销售增长率

一个企业今年销售收入的增长额与去年销售收入的比率，即为销售增长率，可用来衡量企业经营发展状况。企业销售增长率越高，企业发展能力越强；相反，较低的销售增长率表明较低的企业发展能力。计算公式如下：

$$\text{销售收入增长率} = (\text{本年销售收入} - \text{上年销售收入}) / \text{上年销售收入} \quad (\text{公式 4-6})$$

表 4.6 牧原股份 2017-2021 年销售增长率

项目	2017	2018	2019	2020	2021
销售收入 (万元)	1,004,242	1,338,816	2,022,133	5,627,707	7,888,987
销售增长率 (%)	79.14%	33.32%	51.04%	178.31%	40.18%

数据来源：计算整理后所得

销售增长率变动图如图 4.1 所示：

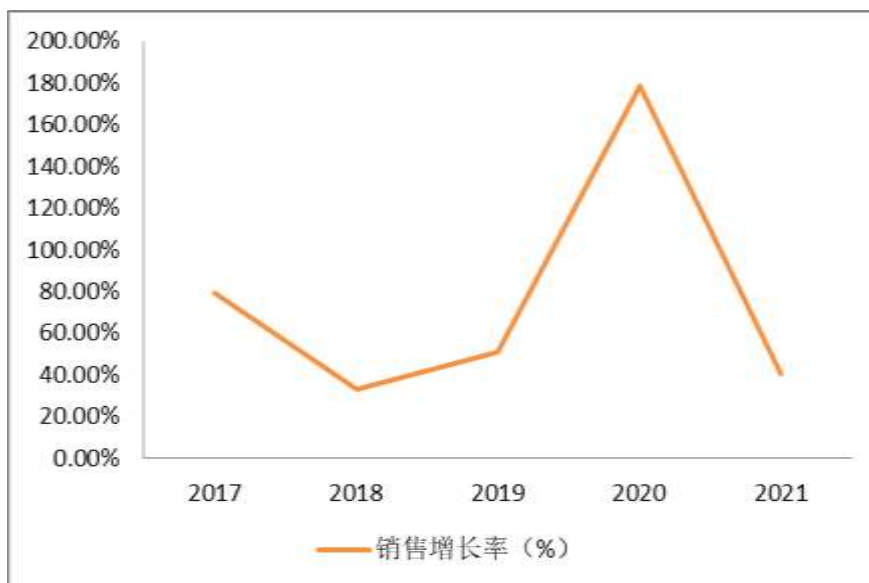


图 4.1 牧原股份 2017-2021 年销售增长率变动图

从表 4.6 中数据可以看出牧原股份的销售收入整体呈上升趋势,从 2017 年的 100.42 亿元增长至 2021 年的 788.89 亿元,在 2020 年的销售收入更是同比增长 178.31%。但是销售收入增长率变化较为明显,出现明显波动。

#### 4.2.2 可持续增长率

企业不增发新股、经营效率即销售净利率和资产周转率未发生变化、维持原有财务政策的情况下,企业的营业额可以达到的增长率。计算公式如下:

可持续增长率=销售净利率\*总资产周转率\*权益乘数\*留存收益率

=P\*A\*R\*T (公式 4-7)

销售净利率 (P) = 净利润/主营业务收入, 计算数据如下表 4.7 所示:

表 4.7 牧原股份 2017-2021 年销售净利率

项目	2017	2018	2019	2020	2021
销售收入 (万元)	1,004,242	1,338,816	2,022,133	5,627,707	7,888,987
净利润 (万元)	236,553	52,808	633,646	3,037,477	763,858
销售净利率	0.24	0.04	0.31	0.54	0.10

数据来源: : 计算整理所得

总资产周周转率 (A) = 销售收入/期末资产总额, 计算数据如下表 4.8 所示:

表 4.8 牧原股份 2017-2021 年总资产周转率

项目	2017	2018	2019	2020	2021
销售收入（万元）	1,004,242	1,338,816	2,022,133	5,627,707	7,888,987
期末资产总额（万元）	2,404,463	2,984,186	5,288,659	12,262,726	17,726,576
总资产周转率	0.42	0.45	0.38	0.46	0.45

数据来源：计算整理所得

留存收益率（R）=留存收益/净利润=1-股利支付率，在前文已计算出股利支付率，因此牧原股份留存收益率可以直接推演出来，计算数据如下表 4.9 所示：

表 4.9 牧原股份 2017-2021 年留存收益率

项目	2017	2018	2019	2020	2021
股利支付率	32.55%	29.41%	19.50%	19.58%	19.38%
留存收益率	67.45%	70.59%	80.50%	80.42%	80.62%

数据来源：计算整理后所得

权益乘数（T）=期末资产总额/所有者权益，计算数据如下表 4.10 所示：

表 4.10 牧原股份 2017-2021 权益乘数

项目	2017	2018	2019	2020	2021
期末资产总额（万元）	2,404,463	2,984,186	5,288,659	12,262,726	17,726,576
所有者权益（万元）	1,273,660	1,370,763	3,171,157	6,610,524	6,860,412
权益乘数	1.89	2.18	1.67	1.86	2.58

数据来源：计算整理所得

综上所述，可计算出牧原股份 2017-2021 年的可持续增长能力，计算数据如下：



表 4.11 2017-2021 牧原股份可持续增长率

项目	2017	2018	2019	2020	2021
销售净利率	0.24	0.04	0.31	0.54	0.10
总资产周转率	0.42	0.45	0.38	0.46	0.45
权益乘数	1.89	2.18	1.67	1.86	2.58
留存收益率	67.45%	70.59%	80.50%	80.42%	80.62%
可持续增长率	12.53%	2.72%	16.09%	36.95%	8.98%

数据来源：计算整理后所得

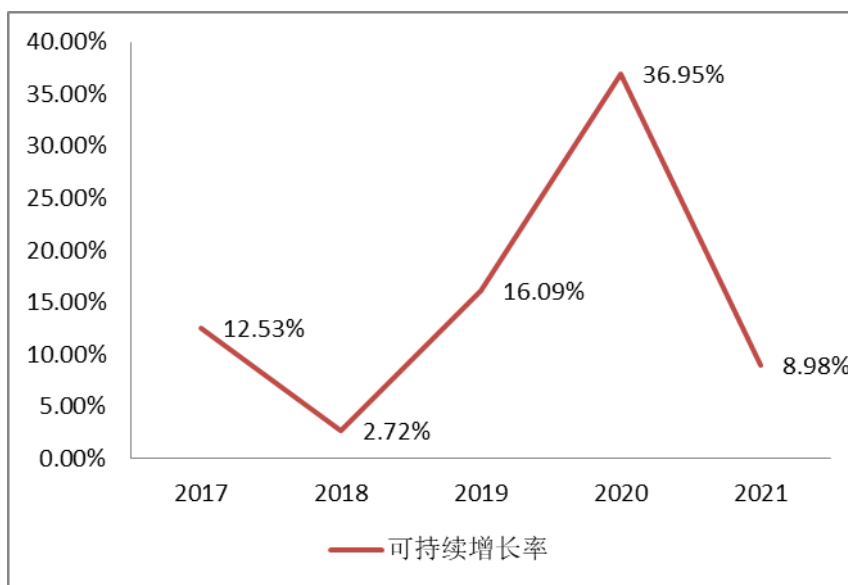


图 4.2 牧原股份 2017-2021 年可持续增长率变动图

从表 4.11 以及图 4.2 中可以明显看到，牧原股份可持续增长率在 2018-2020 年期间，整体呈现出了一种增长的态势，在 2020 年期间，随着猪肉价格的上涨，公司的销售收入也随之提高，公司的经营效率也随之提高，但是在 2020-2021 年期间，整体呈现出一种下滑的态势，这是因为外界的市场环境导致了公司的销售能力降低，降低公司的盈利水平，最终公司的可持续发展率降低。

### 4.3 牧原股份财务战略矩阵构建

表示企业是否具有创造价值的能力可以通过财务战略矩阵的纵轴体现，通常用经济增加值（EVA）表示，计算公式如下：

$$\text{经济增加值(EVA)} = \text{税后净营业利润} - \text{资本成本总额} \times \text{加权平均资本成本} \quad (\text{公式 4-8})$$

表 4.12 牧原股份 2017-2021 年经济增加值 (单位: 万元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
税后经营业利润	270,855	103,432	687,559	3,147,007	1,042,921
资本成本总额	1,801,190	1,913,937	3,156,726	8,258,684	11,005,937
加权平均资本成本	7.84%	5.86%	7.21%	6.94%	6.50%
EVA	129567.37	-8745.48	460108.07	2573893.90	327618.82

数据来源: 计算整理后所得

企业的资金状态利用财务战略矩阵的横轴现金余缺维度表示, 计算公式如下:

资金余缺维度=销售增长率-可持续增长率 (公式 4-9)

表 4.13 牧原股份 2017-2021 年现金余缺维度

项目	2017	2018	2019	2020	2021
销售增长率 (%)	79.14%	33.32%	51.04%	178.31%	40.18%
可持续增长率	12.53%	2.72%	16.09%	36.95%	8.98%
现金余缺维度	66.61%	30.60%	34.95%	141.35%	31.20%

数据来源: 计算整理后所得

通过对牧原股份财务战略矩阵横坐标和纵坐标的计算, 可以构建出牧原股份 2017-2021 年的财务战略矩。

表 4.14 牧原股份 2017-2021 财务战略矩阵表

项目	2017	2018	2019	2020	2021
EVA (万元)	129567.37	-8745.48	460108.07	2573893.90	327618.82
现金余缺维度	66.61%	30.60%	34.95%	141.35%	31.20%
价值状态	增值型	减损型	增值型	增值型	增值型
资金状态	现金短缺	现金短缺	现金短缺	现金短缺	现金短缺
象限分布	第一象限	第四现象	第一象限	第一象限	第一象限

数据来源: 计算整理后所得

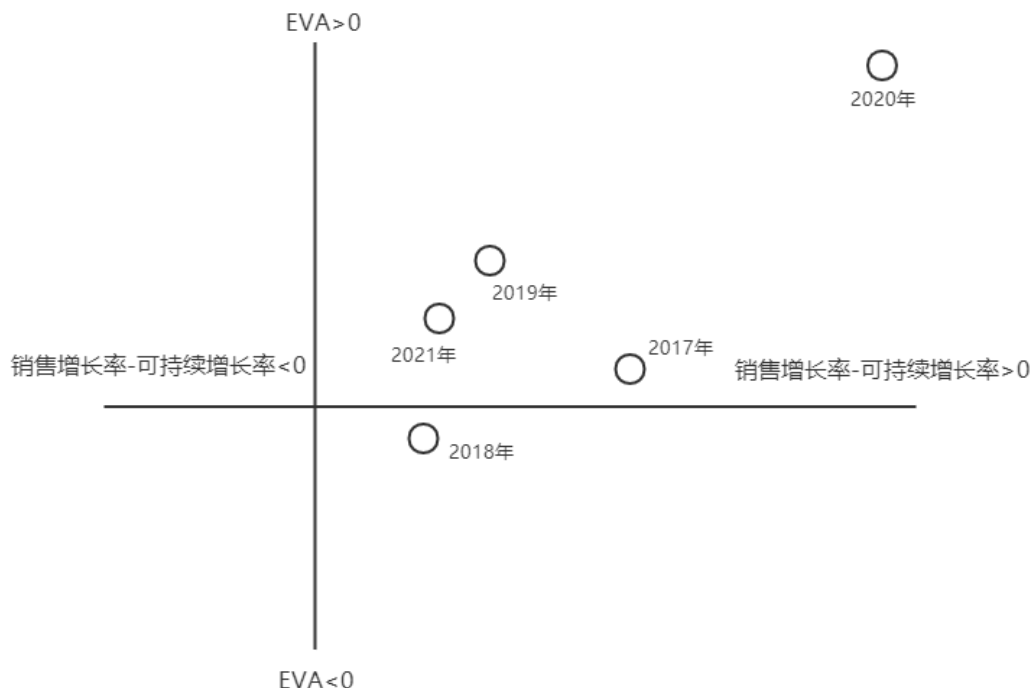


图 4.3 牧原股份 2017-2021 财务战略矩阵图

从图 4.3 牧原股份 2017-2021 年的财务战略矩阵图中，可以明显看到企业近 5 年在矩阵中的分布状况，并可以用来对企业的价值创能力和可持续发展能力进行评析。除了 2018 年牧原股份位于矩阵第四象限，其余年份均处于第一象限。

通过横轴传递出来的财务信息就是牧原股份 2017 年至 2021 年销售额增长速度始终高于可持续发展速度，在矩阵中表现为资金短缺状况，并且资金短缺状况有扩大的趋势。2020 年牧原股份资金短缺情况表现最为显著，可能是由于 2020 年生猪市场回暖，猪企之间的竞争激烈，牧原股份为了维持高市场占有率有关。牧原股份之所以会出现资金紧张情况，也与它自身的产品结构也就是生猪销售占比大有关，由于因为主营业务中生猪销售占比高达百分之九十以上，猪价的高低引起销售增长率的波动进而导致牧原股份销售增长率与可持续增长率的差值波动巨大。除此之外，牧原股份处于资金短缺状态还与企业为了扩大市场规模，投入资金逐年上涨，但是企业所需内饲料和养殖业务的相关生产成本增加有关。

从纵轴来看，2017 年、2019-2020 年牧原股份均位于财务战略矩阵纵坐标轴的上方，表明企业在这四年间一直在创造价值，牧原股份经济增加值增长迅速。经济增加值之所以增长迅速是因为税后净利润的增速大于资本总额增速和加权平均资本成本增速。但

2018年牧原股份价值增长能力下降至负数。此外，牧原股份五年间的税后净营业利润存在上下明显波动，2018年经济增加值出现负值，原因在于2018年猪瘟疫情，生猪价格较上年同比下降19.7%，营业收入受到影响，由于企业大量的信贷和担保贷款导致利息开支猛增加大企业财务杠杆。2019年以后，猪肉价格逐步上涨，市场需求高涨，企业利润也由此增加，业绩暴涨，有较强的价值增值能力。2021年经济增加值较上年相比下降87.27%，与企业基于经营扩张的需要加大流动资金需求，从而加大了负债资本；同年生猪价格下跌，税后经营利润受影响，导致最终经济增加值迅速降低。

## 4.4 基于财务战略矩阵的牧原股份财务战略分析

### 4.4.1 投资回报率低，投资方向单一

经图4.3牧原股份近五年的财务战略矩阵分布可以看出，企业在近五年除了2018年其余年份均在创造价值，但公司的加权平均资本成本在5.5%-8%的区间内波动，从侧面也体现出企业投资的项目预期收益率也在波动。牧原股份在财务战略矩阵中处于横轴右侧的一个重要原因就是：投资资本回报率低且资本成本高。结合表4.15可以看出牧原股份的投资投入呈现逐年递减的趋势，但投资流出逐年递增，2017-2021年的投资活动产生现金流量净额始终是小于零的，2021年比2017年降低了458.38%，说明近五年牧原股份的投资活动没有给企业产生预期的现金流量净额。牧原股份过去五年之所以会出现资金紧张的情况，与其采取的扩张策略有很大关系，公司从2019年在内部进行大规模投资，扩大种猪的数量，并升级猪舍，但是因为生猪耗费周期长，所以公司的资金回笼比较缓慢，导致公司的现金流比较紧张。因为畜牧业的运作模式与其他行业的运作模式不同，可供出售的金融资产和长期股权投资等在畜牧业企业的资产中只占很少的比例，所以牧原股份的投资活动是为了迅速抢占市场，并对工厂、生物等固定资产进行大量投资。

表 4.15 投资活动的产生的净现金流量（单位：万元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021
投资活动现金流入小计	146,497	604,730	245,066	237,359	2,116
投资活动现金流出小计	790,636	1,182,830	1,524,960	4,772,690	3,598,887
投资活动产生现金流量净额	-644,139	-578,100	-1,279,894	-4,535,331	-3,596,771

数据来源：牧原股份2017-2021年年度财务报告

对于企业的投资要区分是维持性投资还是扩张性投资，牧原股份属于长期资产投资扣除折旧摊销的净投资即扩张性投资，是一个快速增长型企业。但牧原集团的投资节奏很快，金额也很大，虽然投入了大量的资金，但回报并不是很好。牧原股份的资产总额呈现增长状态，投资项目的增加都需要大量的资金进行新的开发，而且这些开发周期很长，对公司的运营造成了很大的影响，造成了很大的投资风险。

#### 4.4.2 筹资依赖债务性筹资，筹资风险大

在图 4.3 牧原股份的财务战略矩阵图中可以看出，牧原股份在 2017 年-2021 年的资金都处于短缺状态，目前的资本不足无法支持公司的业务发展和日常运作。公司缺乏资金，仅仅依靠内部资金是不能满足发展需求的。因此，企业为了持续运营，一直需要对外借款，债务增加导致财务费用也在逐年增长，这给企业的盈利能力造成了较大的影响。

在牧原股份财务战略矩阵中，牧原股份 2021 年的 EVA 较上年同比下降 87%，也与它的资本结构和筹资战略有关。因为牧原股份是自育自繁自养的重资产模式，在资本结构中存在大量流动负债，在投资战略上偏向于对固定资产的投资，从 2017 年起筹资金额高速增加，为维持企业的财务状况而进行的大规模的短期借贷，也加重了有息负债率，但是回报率低于债务利息率，资金短缺状态下的牧原股份没有足够的资金来偿还巨额债务。因此，牧原股份需要不停借新还旧，使得公司面临较大的财务风险。

根据牧原股份 2017-2021 年度财务报表数据，对牧原股份近五年负债情况进行分析，以说明在当前财务战略矩阵情况下牧原股份的筹资情况。在表 4.16 中可以看出，牧原股份的现金比率、流动比率、速动比率均出现了小幅的上升与下降的趋势，现金比率波动明显，2021 年现金比率仅为 0.15，表明公司用现金偿还流动负债困难，流动比率 5 年均值为 0.87，流动比率状况不好，意味着公司很难用流动资产来偿付债务，同时也意味着公司的现金流动性很差，很可能会出现资金链断裂的问题。

2021 年牧原股份资产负债率飙升至 61.30%，较高的资产负债率也会导致较高的财务费用，2021 年，牧原集团的资产增速达到了 44.55%，而负债却达到了 92.24%，从这一数据可以看出，公司的现金流严重短缺，资本运作效率低下，偿债能力下降，筹资风险增大。同时，牧原股份的重资产经营模式也带来了一些风险，在新一轮的“猪周期”来临之际，牧原股份假如像 2018 年的利息保障倍数一样降至 1.87，这个比例是很有风险的，如果“猪周期”继续走弱，或猪肉价格异常走低，牧原股份由于自身的债务负担问题，很有可能面临破产。

表 4.16 牧原股份 2017-2021 年偿债能力表

年份	现金比率	流动比率	速动比率	利息保障倍数	资产负债率
2017	0.50	1.05	0.55	8.15	47.03%
2018	0.20	0.72	0.29	1.87	54.07%
2019	0.60	1.08	0.68	12.26	40.04%
2020	0.34	0.89	0.41	33.31	46.09%
2021	0.16	0.62	0.18	4.37	61.30%
均值	0.36	0.87	0.42	11.99	49.71%

数据来源：牧原股份 2017-2021 年年度财务报告

#### 4.4.3 营运资本周转率差，营运资本利用率低

通过第三章牧原股份剖析营运战略，公司的营运资金主要是由短期现金构成的，所以公司的短期债务还款压力增大，再结合在处于财务战略矩阵第一象限的牧原股份来看，企业正处在一个快速发展的阶段，因此，企业的资金不足将会是一个长期的问题，公司的财务风险进一步加剧。

通过财务战略矩阵可以看出，牧原股份除了 2018 年在第四象限内，其余年份由于经营方式为重资产运营，现金流紧张均处于第一象限增长型现金短缺状态，处于此状态所展现出的营运问题就是企业的营运资本周转率低。对一个公司的经营能力进行评估的一个主要指标是：存货和总资产的周转率，因此从这两方面分析牧原股份在财务战略矩阵中象限所处位置体现的营运战略。

从表 4.17 可以看到，牧原股份的库存周转速度和总资产周转速度都很慢，没有将库存转化为现金的能力。牧原股份尽管在 2021 年猪价整体震荡运行态势下销售收入为 788.9 亿元，2021 年在“猪周期”价格下行期，且养殖成本上升，一旦生猪平均价格连续下跌，生猪供应量持续加大，多地猪肉供应仍然出现过剩的情况下，牧原股份存货变现能力较低，资金回笼难度增加，以牧原股份现在的债务状况，很有可能会出现破产的情况。将牧原股份存货周转率与同行业温氏股份比较来看，温氏股份几乎是牧原股份的一倍，这意味着它的库存已经出现了严重的过剩。如果存货不能实现及时的变现，降低流动资产流动性，将会造成公司的资本运营难以进行，进一步加剧牧原股份的资金短缺情况。

牧原股份的总资产周转率与温氏股份相比仍然存在差距，归根到底依然是重资产的

运营方式引起的，牧原股份在建工程、固定资产、生产性生物资产占比较大，生猪养殖行业易受疫病的侵害，资产周转速度受影响，所以牧原股份在营运资金的问题也导致企业处于资金短缺情况。

表 4.17 牧原股份与温氏股份 2017-2021 总资产周转率和存货周转率对比表

项目	2017	2018	2019	2020	2021
(牧原) 存货周转率 (次)	2.07	2.41	2.00	1.56	2.36
(温氏) 存货周转率 (次)	4.07	3.93	4.17	1.67	4.98
(牧原) 总资产周转率 (次)	0.42	0.45	0.38	0.46	0.45
(温氏) 总资产周转率 (次)	1.23	1.11	1.22	1.03	0.73

数据来源：网易财经

#### 4.4.4 股利支付率不稳定，收益分配方式单一

因为牧原股份一直在履行上市以来的现金分红承诺，自上市以来累计分红 9 次，累计分红金额 99.83 亿元，即使股利政策与企业发展阶段不匹配，牧原股份仍然坚持现金股利分配政策。因为股利分配战略中的股利支付率也是影响企业在财务战略矩阵中分布位置的重要因素，牧原股份在 2017-2021 年处于资金短缺状态，与企业的股利支付率较高有很大的联系，因此从牧原股份过去 5 年的股息发放情况来看，牧原股份 2017 年-2019 年股息发放率波动很大且不稳定，2019 年较上年相比股息发放降低了 9.91 个百分点，2019-2021 年股息发放率逐步稳定。股息率的波动将会对公司的投资者产生不信任，从而导致公司的亏损。

牧原股份一直以来都是采用现金分红这种简单分红方式，公司目前正在需要大量资金支持它快速发展的阶段。同时，在市场竞争激烈状态下，企业经营需要大量资金，但是企业自身经营产生的现金流不足以支持销售增长，但每年以金额高达约 10 亿元的股利进行利润分配，这使得其资金链存在很大的压力，对于本就资金短缺的牧原股份来说无异于饮鸩止渴。

## 5 牧原股份财务战略优化建议

### 5.1 投资战略优化建议

#### 5.1.1 实施稳健投资战略，放缓扩张步伐

通过对牧原股份在财务战略矩阵中所处的位置分析，牧原股份除 2018 年外其余年份均处于第一象限，此象限的牧原股份企业经营状况良好，价值不断提升但是企业经营产生的现金流无法支撑现阶段的发展。结合目前牧原股份采取的积极投资策略来看，牧原股份的过度投资，将导致企业现金流严重不足，从而对公司未来发展产生不利影响。牧原股份 2014 年上市以来，基于自养一体化模式全资设立了 285 家子公司，耗用大量资金的固定资产和增速加快公司规模扩大都反映出牧原在投资策略上的急迫，进而反映出投资战略的目的即加强对主要业务的投资，以提高生产效率，进而提高市场份额。牧原股份的扩张是通过大力举债实现的，投资成本越来越高，企业债务压力很大。所以，牧原股份在财务战略矩阵第一象限高速发展的时候，必须要适当地收缩业务，让资金能够跟得上公司的发展速度，必须要调整自己的投资策略，降低投资节奏。因此，牧原股份在扩大规模的过程中，必须要保持井然有序，设立子公司要提前正确做好预算，在对项目进行可行性分析的时候，要将市场的情况和国家的宏观政策都考虑进去，在进行投资的过程中，要强化对风险的控制，要稳扎稳打，稳步发展，稳字当头。

#### 5.1.2 完善相关多元产品，加强多元投资

牧原股份将投资战略的重心放在生猪养殖业务上，在长期处于资金短缺的状态下，仍然占用大量资金进行固定资产和在建工程的投资。2021 年占据牧原股份营业收入 97.92% 的生猪养殖业务收入为 772.49 亿元，至于贸易业务、屠宰肉食等其他业务只有 3% 不到的营收，单一的产品结构使得牧原股份经济增加值的呈现不稳定发展变化。牧原股份 2018 年受到非洲猪瘟的冲击，处在财务战略矩阵的四象限，其价值创造能力为负，利润率大幅下降，且面临着巨大的经济下行压力。因此牧原股份在面对内部产品单一和外部生猪价格下跌环境变化时的变化时，在保持主业的同时，可以考虑进行相关业务的扩展，例如借鉴温氏股份增加畜禽品种，牧原股份若能强化对该项目的可行性分析，并进行适当的投资组合，那么在猪周期来临之际，在生猪产业盈利能力下降的情况下，仍有其它产业可以盈利。同样也要要做好投资的计划，不能因为回报时间太久，而出现资



金不足的情况，也不能让公司陷入倒闭的危险之中，警惕再次出现如雏鹰农牧一样随意农牧业布局化失败的多元化投资战略。

## 5.2 筹资战略优化建议

### 5.2.1 控制举债规模，优化筹资方式

牧原股份的固定资产和在建项目增长迅速，在财务战略矩阵中一直处于资金短缺状态并且资金牧原股份短缺状态是长期性的，那么仅仅依靠公司内部资金是无法满足企业发展需求的。从筹资战略实施现状可以了解到牧原股份依然靠银行借款来满足筹资需求，并且一直加大有息债务比例，如果政府在贷款方面做出了重大的改变，牧原股份将会受到巨大的打击，从而影响到牧原集团的快速发展。另外从 2018 年牧原股份开始频繁的融资活动，2017 年至 2021 年通过发向超短期融资券共融资约 90 亿元，2021 年通过公开发行可转化公司债券融资金额 95.50 亿元，虽然牧原股份在筹资渠道上发展了新型的筹资方式，但是在 2021 年末，公司还特地从银行等处申请了 700 亿元的信贷额度，表示将用于生产经营和投资建设，进一步加大了牧原股份的负债规模。通过牧原股份的前十大股东中可以清晰看到秦英林和他的妻子持股比例在 39%以上，所以，在上市公司中可以考虑通过转让一些股份来获得对外投资等形式的权益融资。通过出让股权牧原股份无需抵押担保以及偿还高额利息费，并且股权融资风险小，可以降低企业资产负债率和财务风险。

### 5.2.2 充分利用商业信用

牧原股份在财务战略矩阵中连续五年都是资金短缺这一状况，可以通过商业信用获得更多融资补助弥补资金不足。根据牧原股份的年报显示，近年来牧原股份获得的商业信用融资逐年上升但占比较小。商业信用融资是一种可以让公司少息甚至是零息的融资方式，它可以利用商品交易来形成资金流动，公司可以通过延迟向供应商支付款项或提前收取客户预付款来构建一个资金池，这样就可以得到资金的利用，从而减少公司的资金成本。牧原股份应该继续保持企业商业信誉，充分利用商业信用融资，提升资金效力，在某种程度上降低债务所造成的资金流量的约束，提高了资金的周转率，这样可以更有效的吸收资金。

## 5.3 营运战略优化建议

### 5.3.1 合理控制营运资本

由于企业的营运资本是流动资产减去流动负债后的净额，在公司中，它可以作为一种缓冲器，因此，运营资本的数额较大，公司的短期偿付能力也就较高。牧原股份流动资产主要依靠短期、长期资金进行筹资，公司的还款压力较大，2019-2021 牧原集团的运营资金出现了明显的减少，然而最近三年，公司的短期债务融资规模在不断的增加，这说明公司最近三年的流动资金非常少，这使得公司的正常运营和短期债务的偿还都受到了很大的限制，同时，公司还存在着库存和应付款项的问题，这些都会对公司的可持续发展能力造成不利的影响，从而对公司的发展造成了很大的冲击，同时也会对公司的盈利水平造成很大的威胁。所以，企业要对营运资金进行科学的管理，重点强化企业的短期偿债能力，对当前的运营资本结构进行优化。

### 5.3.2 加快资产周转效率

企业的可持续发展率与总资产转率有联系，而库存周转率又对总资产周转率有一定的作用，因此，从根本上说，解决当前牧原股份的现金紧张问题，最好的办法就是加快库存的周转速度。从 2017 年到 2021 年，牧原集团都存在着库存周转率偏低的问题，原材料、库存货物、消耗性生物资产等库存的大量积压都导致存货周转率偏低。所以牧原股份可以分批分季节采购，同时借助数字化管理将存货数量与企业的采购系统结合起来，建立一个资产管理的体系，并要对其进行定期的报告和整理，并要有一个详细的记载，以避免长期的闲置造成的资源的消耗，科学合理的降低存货数量，加快资产周转。还可以加大研发方面的投资，改善饲养方式，从而减少饲养时间，提高生猪出栏速度，以提高资产周转效率。

## 5.4 股利分配战略优化建议

### 5.4.1 调整现金股利分配政策

在牧原股份财务战略矩阵图中，可以清晰看到牧原股份一直处于资金短缺状态，尤其是在 2020 年表现的更为明显。牧原集团实施高额的现金分红，会使盈余比例减少，从长远来看，牧原集团的资本结构将进一步恶化。但是，在我国上市公司中，发放现金红利不但会引起公司的资金流出，也会引起公司的资金紧张，进而影响公司的股票价格。

快速成长期的牧原股份正在加速扩大规模，且重资产的经营模式对于资金需求也较高，但为了不让投资人担心公司的长远发展，牧原股份又应该分配股利。所以，对牧原

牧原股份在企业的财务战略矩阵中的位置进行综合考量并结合公司的实际情况，对分红的强度进行相应的调节，调整股利支付力度，适当减少现金股利分配和增加利润留存，这样不仅可以使公司的股东权益得到最大程度的保证，同时也可以保证公司的长期发展。

#### **5.4.2 完善股利支付方案，支持多元化分配**

公司在派发红利时，也可以采用其它的派发方法，例如，股份红利。股份红利是指公司向股东派发股份的行为。发放股票红利不需要公司支付现金，这对企业通过留存的现金进行投资经营和长久发展来说是非常有利的。在牧原股份持续资金紧张时，公司可以采用多种分红方法进行分红，选择合理的股利支付政策有助于提升投资者的信任，对推动公司的生产和公司的发展具有重要意义。

除此之外，牧原股份继续推行针对员工的合理的股权激励制度，牧原股份目前已经完成了三个阶段的员工持股，共筹集到了 20 多亿元的资金。这样可以让雇员更加主动地为公司工作，从而提高雇员的生产力，同时也可以让公司的运作更加高效。通过建立一个科学的股权激励体系，可以让管理层把公司的长期发展放在第一位，而不在执着于一项特定的财务指标，进而提升公司运营水平，为公司创造更多的收益。

## 6 研究结论与展望

### 6.1 研究结论

本文以牧原股份作为案例研究对象，运用财务战略和财务战略矩阵有关原理，从筹资战略、投资战略、营运战略、股利分配战略四个角度，对其财务战略进行深入剖析，进而建立起牧原股份财务战略矩阵图，并根据矩阵图，针对牧原股份所处的象限区域，发现财务战略中的薄弱环节，并给出了具体的改进措施，从而希望企业的财务战略更加合理化。通过研究，文章主要有以下结论：

(1) 根据牧原股份 2017 年-2021 年的公司财务数据的计算，构建出牧原股份 2017-2021 年财务战略矩阵，基于此发现：牧原股份 2017、2019、2020、2021 这四年都处于第一象限，属于价值增值，资金短缺状态，在 2018 年牧原股份位于第四象限，呈现价值减损，依旧处于资金短缺状态。总的来说，牧原股份近几年价值增值能力呈现波动，资金短缺状态加剧。

(2) 根据牧原股份在财务战略中所处的位置和财务战略执行情况来看：筹资战略上存在筹资手段单一，筹资风险大等问题；投资战略方面投资回报较低且投资方向单一；营运战略方面资产周转效率不高，营运资本利用率低下；利润分配战略方面收益分配方式单一。

(3) 针对牧原股份在财务战略中存在的问题，提出以下优化建议：在投资战略中采取稳妥的投资战略，降低企业发展速度；增加投资组合，加强多元投资。在筹资战略中控制举债规模，优化筹资方式；充分利用商业信用融资。在营运战略中科学管理营运资本；加快资产周转效率。在股利分配战略中调整现金股利分配政策；完善股利支付方案，支持多元化分配。

牧原股份作为生猪养殖行业典型的重资产企业代表，财务战略中存在的问题具有普遍性，因此，对它的财务战略进行深入的分析 and 探讨，将会对其他公司的发展起到一定的参考作用。企业需要认识到财务战略中某个方面存在的问题，实质就是企业的经营水平和战略的执行没有得到很好的落实。未来，企业在进行与其有关的战略的时候，必须对内外情况进行多角度斟酌，并与企业的财务数据进行综合分析，只有如此，企业才可以更好地制订出适合企业的财务策略，从而让企业的可持续发展的程度得到提升。

## 6.2 论文不足及展望

本文的缺陷有：第一，是财务战略矩阵方法有关的参数，对其的计算并没有完全地加以考量，例如税后经营利润，因为 EVA 的创立者对这个参数的严谨程度进行了超过 100 个的修正，所以要将其完全运用到公司的分析中是非常困难的；二是由财务数据推演内部战略研究视角具有局限性，由于本文所采用的数据都是从上市公司公布的年度报告中提取出来的，有关值的计算只是表象，其客观性和公允性有待斟酌。

综上所述，首先，我期望在以后的研究中可以以公司的实际状况为依据，来改进本文存在的缺陷，让我们可以对以财务战略矩阵为分析工具的研究变得更清晰、更深入，让我们可以从更多的视角来进行对财务战略的分析。其次，在针对今后生猪养殖业财务战略在提出、选择、制定和实施的时候，要与整个行业的发展状况以及企业本身的实际状况进行全面的分析，从更多能够对企业的发展产生重要作用的财务战略的视角着手而不只是局限本文的四个角度。从而，期望在以后对企业的财务策略和财务战略矩阵分析中，有一定的借鉴作用。

## 参考文献

- [1] 艾尔弗雷德·钱德勒(Alfred Chandler).战略与结构:美国工商企业成长的若干篇[M]. 云南: 云南人民出版社, 2002
- [2] Ansoff H I. Managing strategic surprise by response to weak signals[J]. *California Management Review*, 1975, 18(2): 21-33.
- [3] Clarke R G. Strategic financial management[M]. Irwin Professional Publishing, 198
- [4] Colley J L. Company strategy[M]. China Financial and Economic Publishing House, 2003: 156-163.
- [5] David Allen, An Introduction to Strategic Financial Strategy[M]. London: Kogan Page Limited, 1997: 69
- [6] Foerster A T. Financial crises, unconventional monetary policy exit strategies, and agent' expectations [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2015, 76 (NOV. ): 191-207.
- [7] Green jenny. Small and medium-sized enterprise financial strategy choice in different periods[J]. *Journal of Strategy and Management*, 2017: 351-370.
- [8] Gabriel Hawawini, Claude Viallet 著, 王全喜等译. 经理人员财务管理: 创造价值的过程[M]. 北京: 机械工业出版社, 2000: 286-302.
- [9] Husted B W, Allen D B. Strategic corporate social responsibility and value creation [J]. *Management International Review*, 2019, 49(6): 781.
- [10] Higgins R C, Koski J L, Mitton T. Analysis for financial management[M]. Chicago: Irwin, 1995.
- [11] Jagus Ridwan & Ari Warokka. Analysis of Financial Matrix Strategy to Know The Value Creation Growth of Sustainable Companies. State University of Jakarta, 2018, 7-15.
- [12] J. V. v H. De Wet & P. De Jager. An Appropriate Financial Perspective For a Balanced Scorecard[J]. *Southern African Business Review*, 2007, 11(2): 98-113.
- [13] Jardon CM, X Martinez-Cobas, Culture and competitiveness in small-scale Latin-American forestry-based enterprising communities[J]. *Journal of Enterprising Communities People and Places in the Global Economy*, 2020, ahead-of-print.
- [14] Ludmila C Natalia K Natalia Z. The basis of port enterprise financial strategy[J]. Te

- cliology audit and production reserves,2019,5.
- [15]Nicolas Pröllochs, Stefan Feuerriegel. Business analytics for strategic management:Identifying and assessing corporate challenges via topic modeling[J]. Information & Management, 2020, 57(1): 55-72.
- [16]Nicolas Marin Ximenez J, J. Sanz. L. Financial Decision-Making in a High-Growth-Company: The Case of Apple Incorporated[J]. Management Decision, 2014, 52(9): 1591-1610.
- [17]Ruth Bender, Keith Ward. Corporate Financial Strategy[M].Taylor and Francis:2002-05-03.
- [18]Ruihong Tang, Lei Yang Financing strategy in fresh product supply chains under Ecommerce environment [J] . Electronic Commerce Research and Applications2020.39 (6) : 24-28
- [19]Stanley F. Slater, Thomas J. Zwirlein. The Structure of Financial Strategy: Patterns in Financial Decision Making[J]. Managerial and Decision Economics,1996(1):253-266.
- [20]Shahmansuri. E & Ghanbari. S. A Survey on financial strategies in corporations[J]. Universal Journal of Management and Social Sciences, 2013, 03: 7-20.
- [21]TaylorM P. What is good university financial management?[J]Perspectives: Policy and Practice in Higher Education, 2013, 17(4): 141-147.
- [22]Vishwanath. S R. EVA Financial Management at Godrej Consumer Products Ltd[J]. Asian Case Research Journal, 2010, 14(01): 31-61.
- [23]Venkateshwar K. Reddy, Thomas J. Zwirlein, Stanley F. slater. Evaluating Strategic Investments Complementing Discounted Cash Flow Analysis with Options Analysis [J].Industrial Marketing Management,1996,(27):447-458.
- [24]Young S D, O'byrne S F, Young D S, et al. EVA and value-based management [M]. McGraw-Hill Professional Publishing, 2000.
- [25]白羽, 黄平. 后危机时代企业财务战略定位的思考[J]. 科技管理研究, 2013, 03:229-231+245.
- [26]曹伟, 叶明, 赵璨. 财务战略矩阵在企业中的应用探讨——以华润三九为例[J]. 会计之友, 2012(07) :38-40.

- [27]付华. 资本视角下科技企业财务战略规划研究——评《财务管理分析》(第8版)[J]. 领导科学, 2022(01):161.
- [28]顾煜, 郜时良. 财务战略矩阵在港口物流企业的应用——以盐田港为例[J]. 会计之友, 2016(05):12-15.
- [29]郭冰, 郭泽光. 企业发展的财务战略[J]. 山西财经大学学报, 2003(02):89-92.
- [30]黄德汉. 企业集团财务战略的周期特征[J]. 经济管理, 2005(15):34-38.
- [31]胡雪蓉. 基于核心竞争力视角的企业财务战略决策分析[J]. 产业与科技论坛, 2021, 20(05):210-211.
- [32]侯龙文. 企业财务战略研究[J]. 财会通讯, 1993(02):19-22. [2]
- [33]井洁琳. 财务战略矩阵在生物制品行业的应用——以达安基因公司为例[J]. 财会月刊, 2015(18):79-82.
- [34]赖秀萍, 聂力兵. 制造企业服务化转型财务战略演化探究——以中国整车制造上市公司为例[J]. 财会通讯, 2020(06):3-7.
- [35]刘志远. 企业财务战略[M]. 大连:东北财经大学出版社, 1997.
- [36]李笑雪, 李政. 我国能源行业上市公司财务战略探析——基于财务战略矩阵的视角[J]. 经济问题, 2015(11):125-128.
- [37]李子苑. 基于财务战略矩阵医药服务企业价值创造研究[J]. 财会学习, 2021, (31):13-16.
- [38]茅胜峰. 试析企业财务战略管理与企业核心竞争力的提升[J]. 商场现代化, 2017(23):111-112.
- [39]任立祺, 何瑛. 辉瑞的价值创造与财务竞争力综合分析[J]. 财务与会计, 2021(10):29-33.
- [40]宋建波, 周华. 战略财务管理:理论整合与应用初探[J]. 财会通讯, 2001(06):10-12.
- [41]吴倩倩, 李军毅, 张帆. “十三五”背景下煤炭行业财务战略探究——以中国神华为例[J]. 财会月刊, 2018(13):111-118.
- [42]魏明海. 财务战略[M]. 北京:北京财政经济出版社, 2001:3-10.
- [43]王茂屹. 基于财务战略视角下财务管理与企业战略管理的协调发展分析[J]. 财会学习, 2019(04):30-31.
- [44]王正斌. 财务战略管理在企业中的应用[J]. 财会学习, 2020(18):83-84.



- [45]王满,何新宇.企业财务战略转型之路的探索与实践[J].财务与会计,2017(04):30-32.
- [46]王全喜.MVA财务战略矩阵在财务管理中的应用[J].现代财经—天津财经学院学报,2001,10:57-60
- [47]徐丹丹,基于不确定性的EVA战略模型研究[J].经济研究导刊,2008,05:80-82.
- [48]谢国珍.基于可持续发展的企业财务战略制定与实施[J].会计之友,2006(07):83-85.
- [49]阎达五,陆正飞.论财务战略的相对独立性——兼论财务战略及财务战略管理的基本特征[J].会计研究,2000,000(009):2-6.
- [50]于倩.论企业成长阶段的财务战略管理研究框架构建[J].商场现代化,2021(20):156-158.
- [51]姚文韵,财务战略矩阵与生命周期的耦合研究[J].税务与经济,2006,05:53-56.
- [52]姚吉.财务战略管理的中心:企业核心能力的识别[J].上海会计,2003(07):28-29.
- [53]袁业虎.基于现金流量与价值创造的财务战略[J].商业研究,2006(13):172-174.
- [54]杨佳璐.浅析不同发展周期企业财务战略[J].财会学习,2019(24):63+65.
- [55]杨柳,汤谷良.中国房地产企业的财务战略转型——以万科集团和绿地香港“轻资产”模式为例[J].财会月刊,2017,(04):F76-80.
- [56]周雨昕,刘春燕.疫情冲击下龙头餐饮企业财务战略选择与效果——基于海底捞的案例[J].财会通讯,2022(06):97-103.
- [57]张文强,华晓龙,院美芬.财务战略矩阵的改进模型在并购选择中的应用[J].内蒙古大学学报(哲学社会科学版),2009,02:76-81.
- [58]张彤.财务战略矩阵在企业财务战略中的应用[J].企业研究,2011(22):139-140.
- [59]赵鹏程.从财务战略矩阵看民营企业发展战略选择[J].会计之友,2013(25):71-73.

## 后记

前方的道路还很漫长，我还没有看到尽头，但是我将继续追寻下去。再见了，我的学生时代！

桃李不言，下自成蹊。谢谢我的导师，他是一位严谨、博闻强记、乐观开朗的好老师。在三年的研究生学习期间，老师不仅在学习上给予了我无微不至的帮助，而且在日常的生活上，他还教导我要以一种乐观的态度去对待生活上的一切。老师在我写文章的过程中，耐心地指导我，细心的批阅，每个细节上的错误都一一指出，他对我的重视和责任心让我受益良多。在此，我还要对在读研期间的所有授课老师和本论文的评审老师表示感谢，我很荣幸能够得到诸位优秀老师的指导，希望各位老师都能工作顺利，身体健康。

寸草春晖，山高海深。感谢我永远的精神支柱我的父母，谢谢他们一直在背后鼓励我，无论我做出什么选择，他们都会无条件地支持我。感谢你们不是超人，却为我变成了万能。

人生万事须自为，跬步江山即寥廓。感谢走的很慢但一直在向前的自己，但愿自己永远保持正直、勇敢、独立，学会感受人生的每一分钟，感受夏夜的风，感受冬日的雪，感受潮汐和落日，享受活在当下的每一分钟。