

# 生产力决定生产关系，工业化重塑养殖生态

## 京基智农(000048)

### 报告摘要

公司2019年正式进军生猪养殖行业，得益于工业化养殖快速落地，到2022年实现生猪出栏量超100万头仅用了3年，并做到了优异的生产成绩，高州项目2022年生产成本约为14.93元/公斤，贺州成本低于高州，且今年将进一步改善，成绩斐然。

京基的成功源于对工业化养殖的深刻理解和坚定执行，从最开始的顶层设计就摒弃了传统散户囿于低投入而严重依赖手工劳作的脏乱差，也不同于一般规模养殖企业根据猪价涨跌而随时调整扩张节奏的趋利避害。作为跨界新势力，京基秉承效率致胜的简单商业哲学，把低成本作为企业生存和发展的唯一目标，而不是一味地追求规模扩张，“先做强再做大”的理念一以贯之，任凭猪价波动而绝不动摇。

在生猪养殖行业，随着劳动力成本不可逆的快速上升，对于企业而言，极致的成本控制必须依赖于高度工业化标准化的全新养殖模式，尤其是对于人多地少的粤港澳大湾区等经济发达地区，高标准高投入的楼房养殖成为不二选择。经过测算，在不考虑重大疫病和环保投入的情况下，京基的楼房养猪完全成本有望做到15元/公斤以内，成为成本竞争力高的规模养殖主体。其核心在于楼房养殖的满产满负最接近于工业化流水线的生产模式，就像一台放大的流水作业机器一样日夜无休，高效运转。唯有如此，才能最大可能降低由于猪舍、设备、母猪和人工空闲所造成的成本浪费，提高效率。对于制造业而言，在原料成本不可控的条件下，产能利用率是决定成本的最关键因素。楼房养猪通过高度集约化的模式最大限度利用场地、设备、母猪和人工，进而提高单位产出也就是生产效率，这是低密度养殖无可比拟的优势。

凡事有利必有弊，高密度带来的生物安全风险和环保压力也是不容忽视的两大风险，企业必须要在高效率和高风险之间寻求最佳的平衡。公司文昌项目由于前期设计不合理，发生环保事故，公司积极配合，投入大量人力物力进行整治，目前各项指标达标且项目设立公众开放日，增进公众对项目的理解。生物安全上，公司生物安全防控系统和日常管理双管齐下，表现优异，高州项目入选国家级非洲猪瘟无疫小区。

### 投资建议

我们分析：(1) 公司生猪养殖业务稳步推进，今年出栏或将接近200万头，基本实现满产满负，猪业板块持续为公司贡献收入；(2) 房地产业务是公司的战略支持型业务，山海御园2023H1结算金额75.26亿元，预售中的山海公馆项目将在下半

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	20.13
股票代码：	000048
52周最高价/最低价：	25.81/15.47
总市值(亿)	105.33
自由流通市值(亿)	105.33
自由流通股数(百万)	523.24



### 分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110005  
联系电话：0755-23947349

### 相关研究

- 【华西农业】京基智农(000048)点评：养殖地产齐发力，业绩同比大增  
2023.01.16
- 【华西农业】京基智农(000048)深度报告：深圳速度的生猪新贵，开启工业化养殖新时代  
2022.11.15
- 【华西农业】京基智农(000048)三季报点评：猪价回暖养殖业务受益，三季度扭亏为盈  
2022.11.01

年开始入伙交付，将继续给公司贡献可观的收入和利润弹性。

(3) 生猪价格今年上半年持续低迷，拖累生猪养殖板块的业绩。基于此，我们下调公司 23 年营业收入 137.19 亿元至 133.97 亿元，下调公司 24 年营业收入 117.74 亿元至 116.74 亿元，新增预测公司 2025 年营业收入为 139.22 亿元。上调公司 23 年归母净利 20.25 亿元至 20.37 亿元，下调公司 24 年归母净利 10.26 亿元至 10.08 亿元，新增预测公司 25 年归母净利润为 15.19 亿元。上调公司 23 年 EPS 3.87 元至 3.89 元，下调公司 24 年 EPS 1.96 元至 1.93 元，新增预测公司 25 年 EPS 为 2.90 元，2023 年 8 月 18 日股价 20.13 元对应 23-25 年 PE 分别为 5/10/7X，维持“买入”评级。

### 风险提示

生猪市场价格波动风险，生猪产能释放进程不及预期风险，饲料原材料价格波动风险，房地产项目推进进展及收入确认不及预期风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,221	5,996	13,397	11,674	13,922
YoY (%)	-20.9%	86.1%	123.4%	-12.9%	19.3%
归母净利润(百万元)	389	773	2,037	1,008	1,519
YoY (%)	-55.1%	98.6%	163.5%	-50.5%	50.7%
毛利率 (%)	50.5%	33.7%	45.7%	34.6%	35.5%
每股收益 (元)	0.74	1.48	3.89	1.93	2.90
ROE	15.4%	29.5%	34.6%	11.9%	12.5%
市盈率	27.05	13.62	5.17	10.45	6.93

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 三年沉淀，生猪养殖业务稳步落地.....	4
2. 工业化提升效率，成本多维优化.....	6
2.1. 摒弃手工劳作，工业化成就高人效.....	6
2.2. 折旧年限延长，头均折旧被进一步摊薄.....	7
2.3. 生物安全&环保系统优化，迈向楼房高效养殖 2.0.....	8
2.4. 环保整改，降本提质是方向.....	9
2.5. 种猪持续更新淘汰，高价&低效种猪影响逐渐消失.....	10
3. 机器轰鸣，生猪养殖行业迎来工业革命.....	12
3.1. 推进神速，3年即实现生猪年出栏量超 100 万头.....	12
3.2. 竞争加剧，业绩为王.....	12
3.3. 工业化生产模式可复制，掀起行业革命.....	15
4. 盈利预测与投资建议.....	16
5. 风险提示.....	17

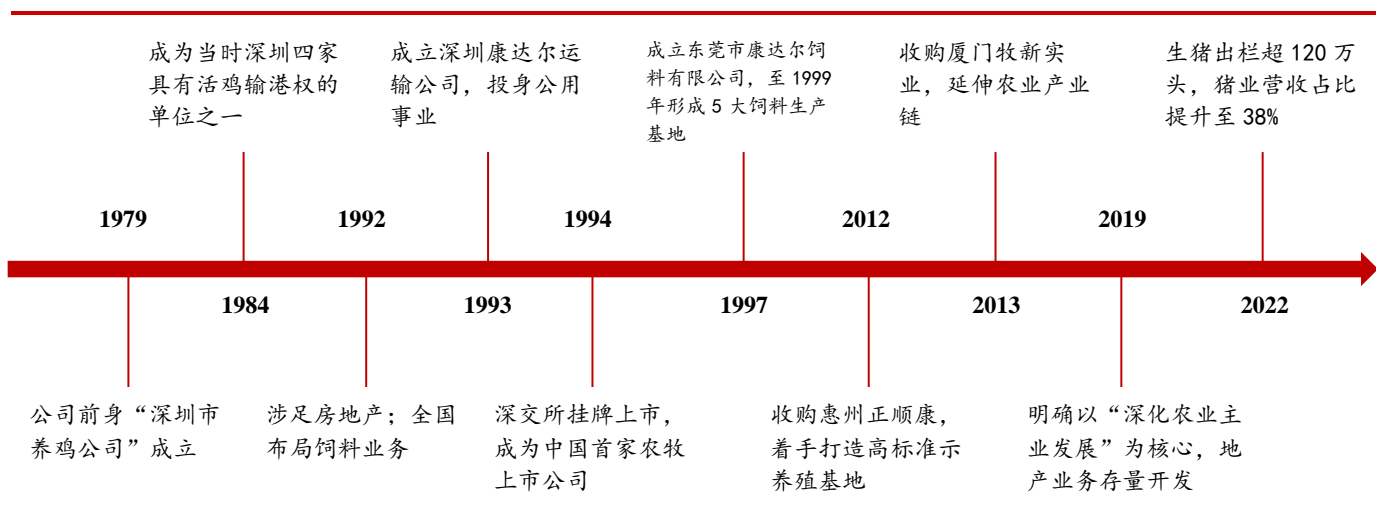
## 图表目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 2018-2022 年，公司营业总收入构成.....	5
图 3 目前现代农业中，收入主要由猪业贡献.....	5
图 4 项目配置标准化内、外洗消中心.....	8
图 5 “红橙黄绿”四色防疫体系.....	8
图 6 公司文昌项目整治过程.....	9
图 7 2019 年以来二元母猪均价情况.....	10
图 8 2022 年以来公司商品猪出栏均重（剔除仔猪影响）.....	11
图 9 2021 年以来公司生猪出栏量.....	12
图 10 2022 年生猪出栏结构中，肥猪占比接近 80%.....	12
图 11 2021 年以来自繁自养生猪养殖利润情况.....	13
图 12 2021 年以来公司育肥猪平均生产成本.....	14
图 13 2021 年以来公司断奶仔猪平均生产成本.....	14
图 14 牧原股份生猪养殖完全成本细分情况.....	15
图 15 京基智农生猪养殖完全成本细分情况.....	15
表 1 公司存量地产业务概况.....	5
表 2 公司与养猪龙头人效对比.....	6
表 3 猪企育肥人效对比（头/人）.....	6
表 4 主要上市猪企固定资产折旧年限对比.....	7
表 5 折旧年限对头均折旧影响的敏感性测试.....	7
表 6 文昌项目环保主要问题及整改措施.....	9
表 7 公司各项目引种投产时间.....	10
表 8 公司生产性能稳步改善.....	11
表 9 主要上市猪企育肥猪完全成本（元/公斤）.....	13
表 10 高州项目 2022 年生产成绩.....	14
表 11 京基智农主要业务经营预测（单位：百万元）.....	16

## 1. 三年沉淀，生猪养殖业务稳步落地

**多元业务布局，战略核心是现代农业。**公司具有深厚的农业根基，1979 年公司前身“深圳市养鸡公司”成立，定位于保障深圳及中国香港对活鸡、鸡肉的需求；1984 年成为当时深圳四家具有活鸡输港权的单位之一，1997 年，“康达尔黄鸡 128 配套系”成为全国首个通过国家级审定的黄鸡配套系，2012 年收购惠州正顺康畜牧发展有限公司（现更名为“惠州京基智农畜牧有限公司”），着手打造高标准示范养殖基地，目前惠州京基智农已成为国家指定的肉鸡供港基地。饲料业务方面，1992 年公司从陕西高陵为起点，全国布局饲料业务，1999 年在全国形成 5 大饲料生产基地。另外，公司还曾涉足房地产业务、金融投资业务、公用事业业务等，2019 年公司进一步明确以“深化农业主业发展”为核心的发展战略，对地产业务仅做存量业务开发。

图 1 公司发展历程

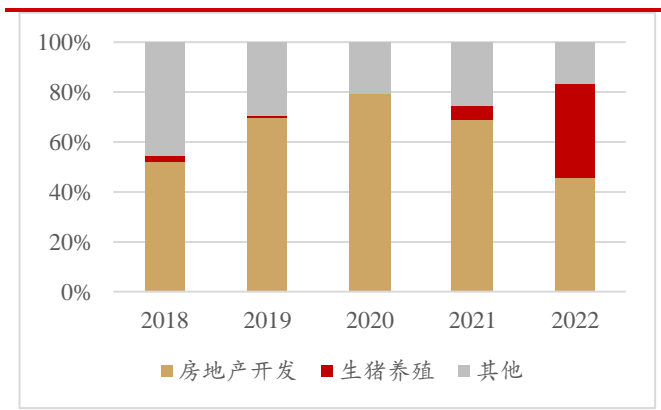


资料来源：公司官网，华西证券研究所

**三年沉淀，聚焦生猪养殖的现代农业战略逐步落地。**从公司营业总收入的构成来看，2018-2022 年，房地产开发业务的收入占比经历了先增后降的过程。2018-2020 年，房地产业务收入占比由 52% 提升至 79%，随着房地产业务发展战略调整至存量开发，至 2022 年公司房地产业务收入占比降至 45%。2019 年公司明确以“深化农业主业发展”为核心的发展战略后，便开始着手布局生猪养殖产业链项目，2021-2022 年，公司生猪养殖业务贡献的收入占比由 0 增加至 38%。

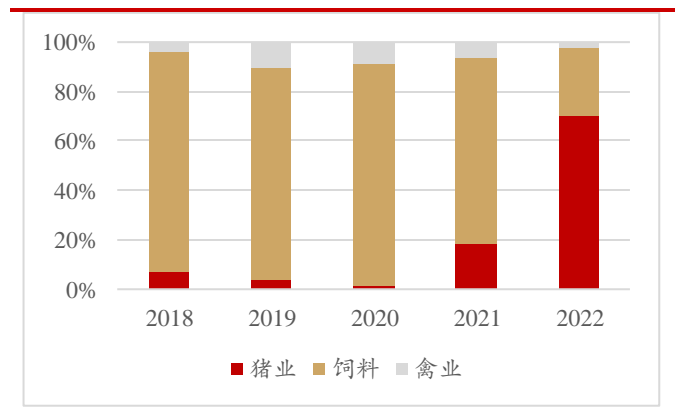
**公司现代农业涵盖禽畜养殖&饲料，目前生猪养殖为主业。**从公司现代农业业务的构成来看，2018-2022 年，随着生猪养殖产业链项目的逐步推动和产能释放，公司饲料业务优先保障内部供给，多余产量外销，公司饲料业务收入占比由 89% 缩减至 27%。2021 年公司生猪出栏量 13.22 万头，2022 年同比增长 856.32% 至 126.44 万头，随着公司生猪养殖产能的释放，猪业贡献的收入迅速增长，2020-2022 年，现代农业板块中，猪业贡献的收入占比由 1% 快速增长至 70%。2023 年上半年，公司生猪出栏 84.32 万头，同比增长 66%。

图 2 2018-2022 年，公司营业总收入构成



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 目前现代农业中，收入主要由猪业贡献



资料来源：Wind，华西证券研究所

**存量房地产业务方面**，目前公司在售项目包括山海御园和山海公馆。根据公司投关活动记录表，山海御园为现房销售，总货值约 110 亿元，已于 2022 年 12 月底开始分批次办理集中入伙交付及确认销售收入，2022 年确认销售收入约 27 亿元，2023 年上半年结算金额 75.26 亿元。山海公馆于 2022 年 6 月份开始开盘预售，总货值约 38 亿元，至 2023 年上半年累计预售额达 15.61 亿元，预计 2023 年下半年开始逐步交付，售房合同约定最迟交付时间为 2023 年 12 月。关于深圳宝安沙井的旧改项目，据公司公告，公司于 2020 年 6 月与第三方签署《城市更新项目合作协议》，约定由第三方负责沙井城市更新项目规划、计划申报以及项目所有开发工作计资金投入，公司将获得安置补偿物业面积约 12.3 万平方米。该部分回迁物业估算市场价值超 50 亿元，目前改项目尚处于前期开发阶段。

据公司投关活动记录表及 2023 年半年报，山海公馆 2022 年 6 月开盘预售，2022 年年底预售额超 10 亿元，2023 年上半年累计预售金额 15.61 亿元，在售项目正在有序推进。我们认为在以现代农业为核心的发展战略下，公司的房地产业务销售收入的确认能够为现代农业提供充裕现金流，使其有实力通过巨额投资实现工业化发展。

表 1 公司存量房地产业务概况

存量房地产业务	项目	位置	货值	收入确认情况	备注
在售	山海御园	深圳市宝安区	约 110 亿元	2022: 约 27 亿元 2023H1: 75.26 亿元	现房销售；2022 年 12 月底开始分批次办理集中入伙交付
在售	山海公馆	深圳市宝安区	约 38 亿元	2023H1 累计预售 15.61 亿元	2022 年 6 月开盘；2023 年下半年开始逐步交付；最迟交付时间为 2023 年 12 月
前期开发	沙井项目	深圳市宝安区	回迁物业估算市 值超 50 亿元	-	第三方负责开发；公司获得安置补偿物业面积约 12.3 万平方米

资料来源：公司公告，华西证券研究所



## 2. 工业化提升效率，成本多维优化

### 2.1. 摒弃手工劳作，工业化成就高人效

巨额投入造就了养猪项目的高智能化，日常饲喂、清理等全部实现自动化，摒弃传统养殖繁复的手工劳作，真正实现了“人管机器，机器养猪”。机器主导，模式转变，养猪开始具备工业属性，工业化养猪下首先带来的是人员效率的提高。据公司公告，公司高州项目一条“6750”生产线约配备 105 人，一条“6750”生产线年出栏生猪为 15 万头，每万头出栏生猪仅需 7 人。牧原股份 7 月曾在答投资者问时表示，公司目前 10 万头全猪场的人员标准配置为 100 人左右，每万头生猪需 10 人。从新希望的种猪场配置来看，以年供应 15 万头仔猪为基准，通常配备 130 人，每万头出栏仔猪约需 8.67 人。公司在人员效率上具有显著优势。

表 2 公司与养猪龙头人效对比

	京基智农	牧原股份	新希望
生产线产能（万头）	15	10	15（仔猪）
人员配置（人）	105	100	130
每万头人员配置（万头/人）	7	10	8.67

资料来源：公司公告、投资者问答，华西证券研究所

从育肥端人均饲养量来看，据公司公告，高州项目育肥场人效约 3400-3500 头/人，牧原股份公告称，在育肥阶段，根据猪舍条件及人员熟练程度，公司 1 名饲养员可同时饲养 2400-3600 头生猪，新希望 2022 年 8 月答投资者问时表示，自育肥端由于满负荷率不高，人效为 1000 头/人，放养可以实现每人管理 3000 头。傲农生物在答投资者问时表示，在“公司+农户”模式下，成熟区域平均一人管理的猪只数量约为 2500 头。

无论是生产线人员配置，还是育肥端的人均饲养量，公司都显示出了领先优势。高效率的背后是公司生产成本中较低的人工成本，公司真正实现了“人管机器，机器养猪”。

表 3 猪企育肥人效对比（头/人）

高州项目	牧原股份	新希望	傲农生物
3400-3500	2400-3600	自育肥：1000 放养：3000	2500（公司+农户；成熟区域）

资料来源：公司公告、投资者问答，华西证券研究所

## 2.2. 折旧年限延长，头均折旧被进一步摊薄

楼房养殖项目前期需要巨额固定资产投入，但从头均折旧来看，其相对于平层更有优势，主要源于楼房养殖项目的折旧年限更长。据各公司年报中固定资产折旧方法，下表所列公司固定资产均采用年限平均法、残值率均为 5%，主要区别在折旧年限。以房屋及建筑物为例，京基智农的折旧年限为 20-35 年、牧原股份的折旧年限为 10-20 年、新希望的折旧年限为 5-40 年、神农集团的折旧年限为 10-20 年、东瑞股份的折旧年限为 20-30 年，京基智农房屋及建筑物、机器设备及运输工具折旧年限平均值最大。因此尽管前期投入大，在固定资产使用年限更长的情况下，每年折旧成本将被进一步摊薄。高固定资产投入叠加较长投资年限，带来的是较低折旧成本。

表 4 主要上市猪企固定资产折旧年限对比

折旧年限 (年)	京基智农	牧原股份	新希望	神农集团	东瑞股份
房屋及建筑物	20-35	10-20	5-40	10-20	20-30
机器设备	10-15	3-10	3-15	5-10	5-10
运输工具	5-12	6	3-10	5	5
其他	5-7	3-10	3-5	5-10	5

资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司高州项目固定资产投入为 9.58 亿元，年出栏生猪 45 万头，我们假设公司固定资产的残值率为 5%，在其他条件不变的情况下，我们对固定资产折旧年限对头均折旧的影响进行了敏感性测试，随着固定资产折旧年限的增加，出栏生猪的头均折旧逐渐降低，当固定资产折旧年限为 30 年的时候，头均折旧仅为 67.41 元/头。

表 5 折旧年限对头均折旧影响的敏感性测试

固定资产投入 (亿元)	9.58	9.58	9.58	9.58	9.58	9.58	9.58	9.58	9.58	9.58	9.58
生猪年出栏量 (万头)	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
折旧年限 (年)	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
残值率	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
头均折旧 (元/头)	101.12	96.31	91.93	87.93	84.27	80.90	77.79	74.91	72.23	69.74	67.41

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 2.3. 生物安全&环保系统优化，迈向楼房高效养殖 2.0

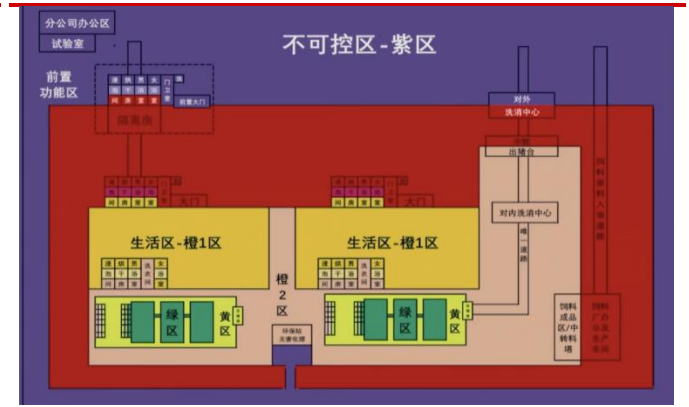
高密度养殖带来的生物安全风险不容忽视，立体聚落式下，一旦某个区域出现疫病，疫情将迅速蔓延，危及整栋楼甚至整个项目的生产。公司在项目建设之初便意识到这个问题，防控系统+日常管理双管齐下，生物安全防控成绩优异。在防控体系上，公司采用了目前企业普遍使用的风险等级分区防控模式，严格按照“红橙黄绿”四色防疫体系进行安全等级划分；在日常管理的细节中，通过减少人流和物流的接触来降低生物安全风险。

图 4 项目配置标准化内、外洗消中心



资料来源：京基智农微信公众号，华西证券研究所

图 5 “红橙黄绿”四色防疫体系



资料来源：京基智农微信公众号，华西证券研究所

尽管楼房由于养殖密度大，疫病传播速度快，在日常的管理中，楼房养殖具有一定的优越性。相对于传统平层来说，楼房项目各生产区段距离间隔更短，中转、洗消、生物安全等环节大幅减少人流和物流，从而更有效做到生物防疫，提升猪群健康度降低药物使用，在降本增效方面优势明显。

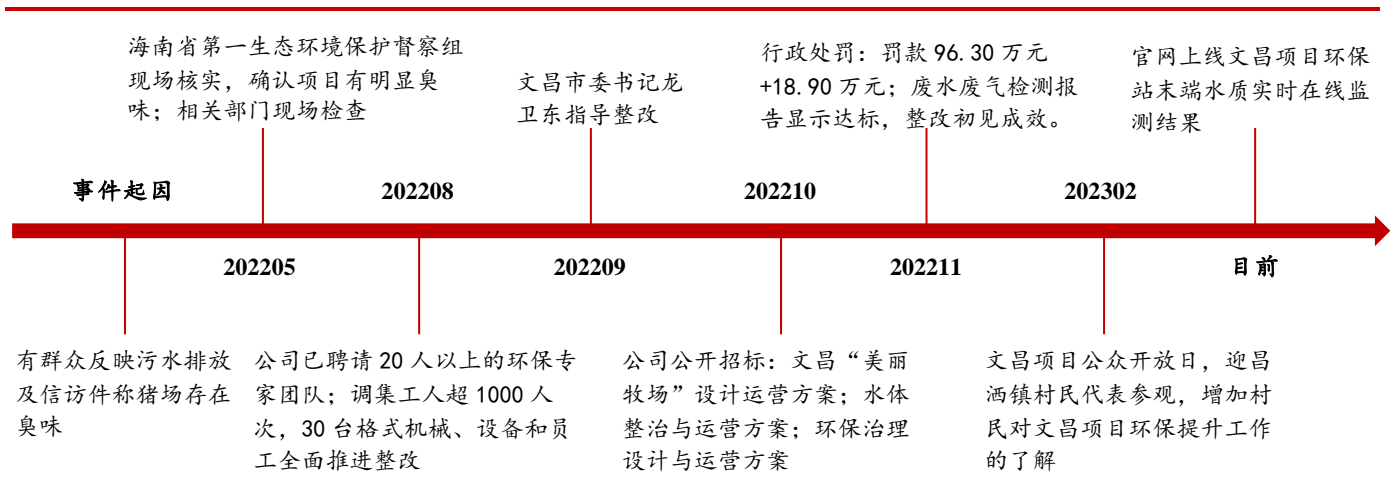
**科学精准防控，未来将对生物安全防控做减法。**非瘟防控常态化下，生物安全防控开支成为一项固定支出，在效率和成本比拼的时代，做好科学防控、精准防控至关重要。对于未来生物安全的改进方向，公司提出，目前建立了风险等级分区的防控模式，通过检测、隔离、洗消等方式防止病毒入侵，但是下属公司在执行过程中容易出现层层加码、过度防控的问题，过度检测或过度洗、消、烘既产生资源浪费，又会增加成本。因此，对于生物安全防控，公司未来的方向包括：(1) 优化内部流程，提高疾病防控能力；(2) 针对生物安全、物流、猪流等方面作出更合理的安排；(3) 对生物安全防控做减法，建立简单、科学、高效的生物安全防控体系。在对生物安全防控做减法上。据新猪派，公司技术研究院院长张桂红教授在 2022 新猪派养猪产业峰会发表主题演讲时表示，生物安全防控非瘟传入的关键点是严格控制人员、车辆、物资三种因素，生物安全防控是越有效越好，而不是越繁琐越好。我们认为，未来随着公司对生物安全防控做减法，做到科学、精准防控，一方面有利于减少公司对生物安全防控上的投入，另一方面提升优化防控方式有望进一步提高防控效率，共同推动公司生物安全防控方面的成本下降。



## 2.4. 环保整改，降本提质是方向

公司生猪养殖产业链项目致力于打造现代环保型高效生态养殖场，强调资源化利用和种养结合。道阻且长，作为养殖行业的新进入者，公司的探索并不是一帆风顺，由于项目前期设计不合理等问题，公司文昌项目出现环保事故，有群众反映污水排放问题并且有信访件称公司猪场存在臭味，后相关部门核实问题，公司举集团之力全面推进各项整改工作，通过聘请 20 人以上的环保专家团队，制定综合环保治理方案，对相关环保设施进行系统性升级改造。同时加大人力、物力、财力投入，全面推进生态环保问题整改。2022 年 11 月，公司发布文昌项目废水废气检测报告，多项指标达标，整治初见成效。为重拾周边居民的信任，公司文昌项目设立公众开放日，迎接居民参观，增进居民对文昌项目环保提升公众的了解。目前官网上线末端水质实时在线监测结果，提高公司环保透明度，巩固环保整治成果。

图 6 公司文昌项目整治过程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 6 文昌项目环保主要问题及整改措施

问题	整改措施
污水井淤堵以及雨水倒灌	将原有污水管路进行彻底清理，对 258 个管井进行全面的重新修筑，确保雨污分流
固废治理	实现粪污沼渣等固废全流程密闭处理；猪粪资源化利用，实现种养循环。
猪场明显臭气	升级猪舍除臭系统、增加二级除臭设施等有效控制臭气影响
猪场周边环境问题	对场区环境进行了全面绿化，同时对周边马潭沟等区域进行了全方位治理。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

经此一役，公司对于项目环保的理解更为深刻。据公司公告，未来公司将强化环保体系，通过引入更多新技术，在降低环保成本的同时，提升环保设施的可靠性，并通过拓展种植用地缓冲环保压力。公司未来的环保升级有利于生产成本的进一步降低，兼顾高质量和高效率发展。

## 2.5. 种猪持续更新淘汰，高价&低效种猪影响逐渐消失

**适逢周期高点，高价引进种猪。**公司 2019 年 7 月明确以“深化农业主业”为核心的发展战略，2019 年 8 月徐闻项目签约，2020 年 5 月 20 日，徐闻一期项目实现引种投产，成为京基智农首个投产的项目，而后高州一期、徐闻二期、文昌项目均在 2021 年 5 月前完成引种投产。公司作为行业的新进入者，生产之初尚无自供种体系，需要外购种猪，当时适逢非瘟后周期高点，非瘟侵袭下产能尚未恢复，种猪价格奇高，2020 年 4 月至 2021 年 6 月，80kg 二元母猪单价超过 6000 元/头。高价引进种猪导致公司种猪成本及折旧费用较高。

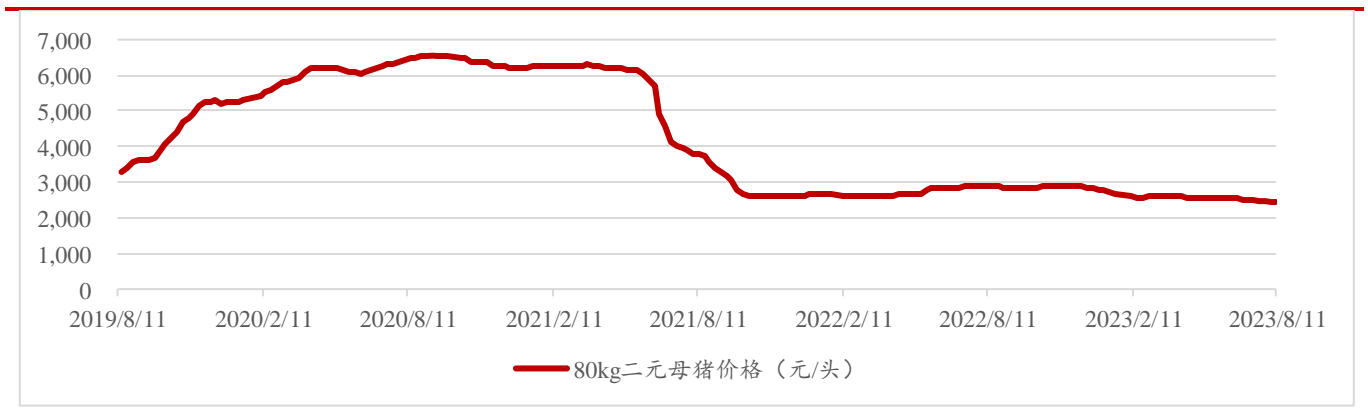
作为自繁自养一体化生产的企业，公司意识到种猪对于生产的重要性。据公司 2021 年 9 月公告，公司已在徐闻项目构建 1500 头的核心群和 6000 头的扩繁群，为未投产项目提供一定量种猪需求，2021 年 10 月公司已实现种猪自供，因此在 2021 年 9 月后引种投产的贺州一期、二期项目由于种猪自供在种猪成本及折旧上具有优势，综合成本优异。

表 7 公司各项目引种投产时间

项目	徐闻一期	高州一期	徐闻二期	文昌	贺州一期	贺州二期
投产时间	2020/5/20	2020/10/28	2020/11/30	2021/4/28	2021 年 9 月	2022 年 9 月

资料来源：公司公告、京基智农微信公众号、徐闻县人民政府，华西证券研究所

图 7 2019 年以来二元母猪均价情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

目前公司项目内部已实现种猪自供，降低母猪成本从而降低生产成本。对于之前引进的高价种猪，据公司公告，公司种猪折旧年限为 3 年，2020 年引种至今，公司开始主动更新淘汰种猪，随着种猪的持续更新，前期高价种猪对公司成本的影响逐渐消失，公司育肥综合成本有望进一步降低。

**种猪持续更新，性能改善显著。**2020 年公司引种时正值产能短缺，价高且种猪性能无法得到百分百保证，随着公司各项目相继投产运行走上正轨，公司持续淘汰更新种猪，努力消除低效种猪和高价种猪对公司成本的影响。公司种猪更新使得公司生产成绩出现明显改善，从各生产指标来看：2022 年 10 月以来，公司配种分娩率稳步提升，至 2023 年 2 月已提升至 88.50%，比 2022 年 10 月增加 3.26pct。2022Q1 至 2022 年年底，公司育肥猪上市率显著提升 2.53pct，受冬季疫病影响，2023 年 1 月和 2 月有所下降，随着各项目对疾病防控的加强，育肥猪上市率逐步恢复，2023 年 6 月接近 90%。公司 PSY 提升显著，2023Q1PSY 为 24 头，相比 2022Q1 增加 3.4 头。

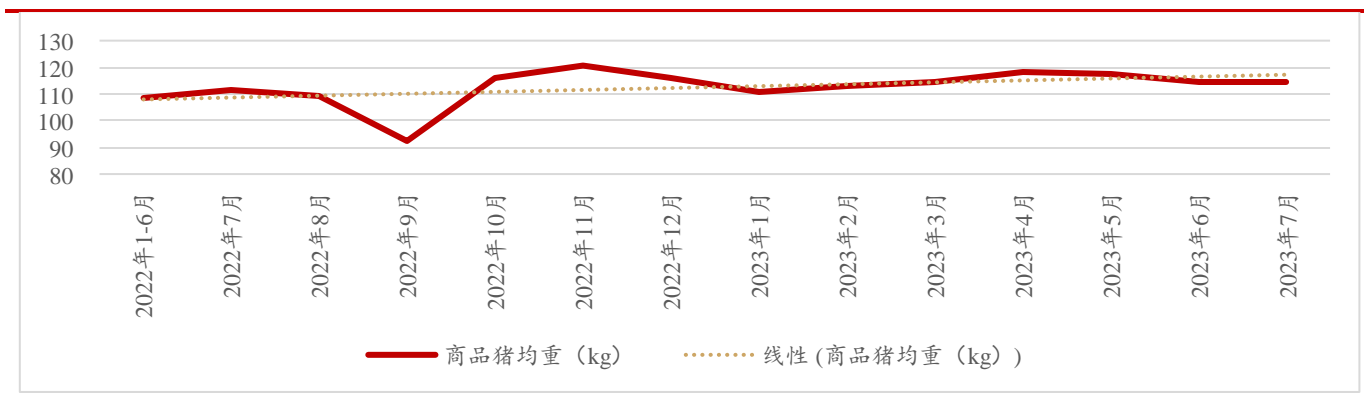
表 8 公司生产性能稳步改善

时间	配种分娩率	育肥猪上市率	PSY (头)
2022Q1	—	86.00%	21.6
2022 年 10 月	85.24%	86.67%	25
2022 年 11 月	87.00%	86.00%	—
2022 年 12 月	87.53%	88.53%	24.9
2023 年 1 月	88.38%	87.72%	—
2023 年 2 月	88.50%	85.70%	24.3
2023Q1	—	—	24
2023 年 6 月	—	89.40%	25

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**育肥猪性能同步改善，出栏均重稳步上升。**对于育肥猪来说，我们认为母猪生产性能提升，能够提升仔猪健康度从而优化肥猪性能如日增重有望增加，剔除仔猪影响后，公司育肥猪出栏体重稳步增加，虽然饲料消耗可能增加，但有助于摊薄折旧和费用等，推动成本进一步下降，改善盈利能力。

图 8 2022 年以来公司商品猪出栏均重（剔除仔猪影响）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

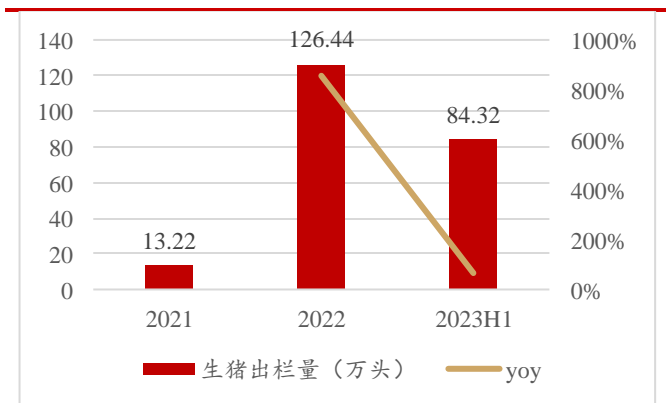
### 3. 机器轰鸣，生猪养殖行业迎来工业革命

2019 年明确以“深化农业主业”为核心的发展战略，至今仅 4 年，公司在生猪养殖上已取得了傲人成绩：2022 年生猪出栏量首次超 100 万头，成本持续改善，荣获“保供稳价突出贡献度单位”……

#### 3.1. 推进神速，3 年即实现生猪年出栏量超 100 万头

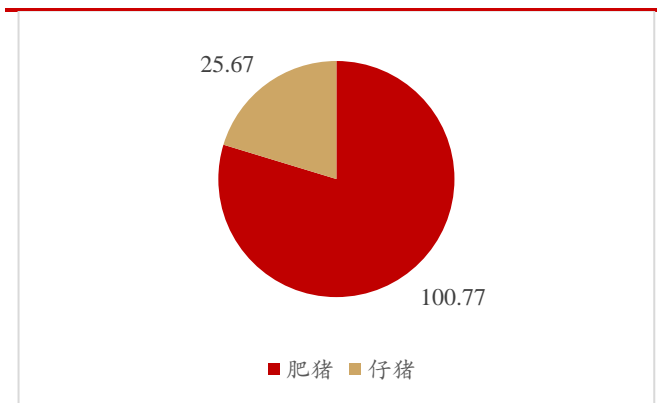
3 年即实现年出栏超 100 万头，2023 年基本能够实现满产满负。2019 年公司生猪养殖产业链项目开始开工建设，项目建设过程中边建边引种，2021 年即开始出栏生猪，进展神速。2022 年公司生猪养殖产能快速释放，全年出栏生猪 126.44 万头，3 年即实现生猪年出栏量超 100 万头，在生猪出栏结构中，大部分为肥猪，2022 年出栏肥猪 100.77 万头，占比 79.70%。目前公司在建及已建成产能为 225 万头，据公司公告，公司 2023 年计划出栏生猪 200 万头，目前公司贺州二期（30 万头）尚在建设中，今年基本上能够实现满产满负。2023 年上半年，公司出栏生猪 84.32 万头，肥猪占比 83.33%，年度目标完成进度 42.16%。未来扩张上，一方面，据公司公告，目前公司土地储备产能约 200 万头；另一方面，公司正在积极探索行业另一主流养殖模式——代养模式，目前已在贺州试点“公司+农户”，高质量养殖模式探索不停。

图 9 2021 年以来公司生猪出栏量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 2022 年生猪出栏结构中，肥猪占比接近 80%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 3.2. 竞争加剧，业绩为王

散户成本 14.50 元/公斤，成本只有做到低于 14.50 元/公斤才能完胜市场。我国养猪历史悠久，早期为农业活动的组成部分，农户在耕种之余简单搭建猪圈圈养几头猪，年底宰杀腌制存储，可满足未来一年的猪肉需求，多余部分可供出售。农户养殖成本一般不考虑人工和折旧，主要成本在猪苗、饲料、药苗水电等。假设农户外购仔猪且肥猪出栏体重为 120 公斤，截止 2023 年 7 月 26 日，15 公斤仔猪价格为 469.20 元/头，生猪饲料价格为 3.55 元/公斤，假设料肉比为 3:1，其他（药苗、水电等）成本为 150 元/头。我们可以测算出目前农户养殖的成本在略低于 14.50 元/公斤，从当前时点来看，若仔猪价格和饲料原料价格不变，高于散户成本即为低效产能，未来都有较大的被替换的风险，唯有做到低于散户 14.50 元/公斤的成本的工业化养殖才能完胜市场。

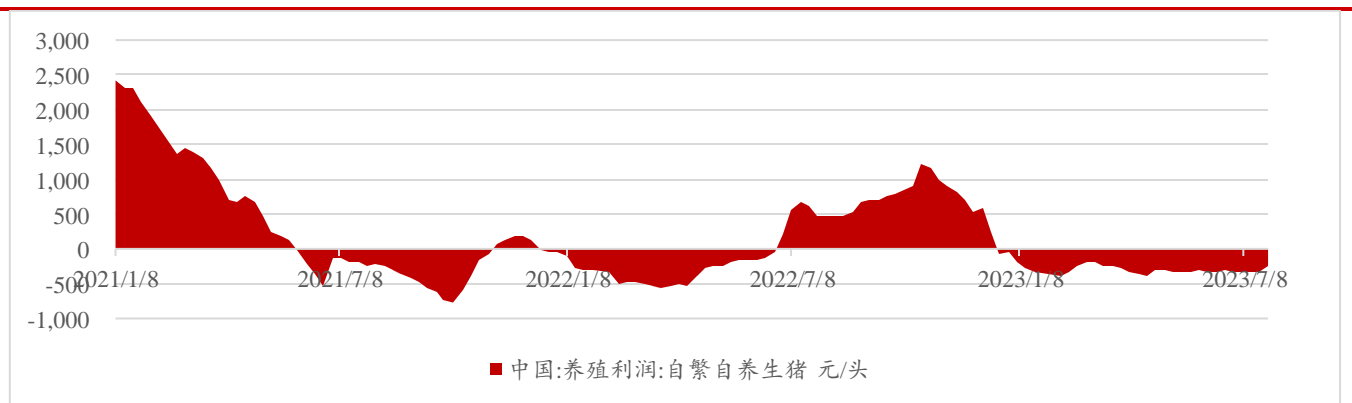
表 9 主要上市猪企育肥猪完全成本（元/公斤）

公司	完全成本（元/公斤）	成本时间	2022 年生猪出栏量（万头）
牧原股份	14.60	2023 年 6 月	6120.10
温氏股份	16.80	2023 年 4 月	1790.86
新希望	16.50	2023 年 5 月	1461.39
傲农生物	18.20	2023 年第一季度	518.93
大北农	17.15	2022 年	443.12
天邦食品	19.50	2023 年第一季度	442.15
京基智农	17.80	2023 年 6 月	126.44
金新农	18.27	2023 年 6 月	125.64
华统股份	17.80	2023 年第一季度	120.48
神农集团	16.55	2023 年 7 月	92.90

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**非瘟拔高行业成本，波动行情下行业追求降本增效。**2018 年非洲猪瘟进入我国，给生猪养殖行业带来灾难性影响，包括短时间内造成生猪产能大幅下降和拔高行业整体成本。非瘟病毒发展至现在，尚无有效的药苗，目前行业主要方法是生物安全防控与拔牙检测。极限生物安全要求尽可能减少猪群与病毒的接触，隔离、消杀等都增加了生猪养殖的成本。而后生猪产能迅速恢复，2021Q1 猪价快速下降，同年 6 月自繁自养生猪开始陷入亏损，截止 2023 年 7 月底，我国自繁自养生猪亏损时间达 18 个月。在行情波动频繁，且亏损时长较长的情况下，行业普遍寻求降本增效的方法。只有降低成本，亏损状态下减少亏损，才能提高公司在低迷行情下活下去的几率。

图 11 2021 年以来自繁自养生猪养殖利润情况

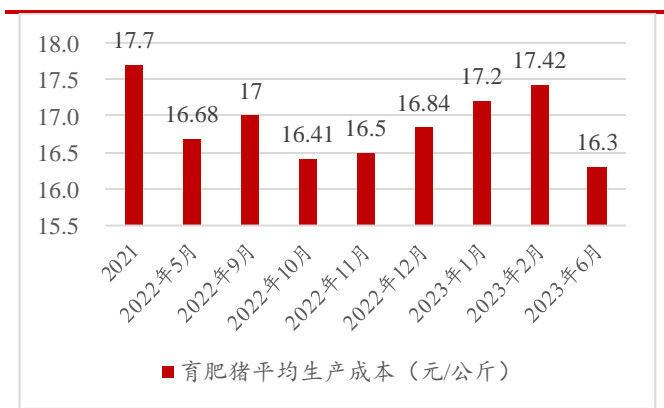


资料来源：Wind，华西证券研究所



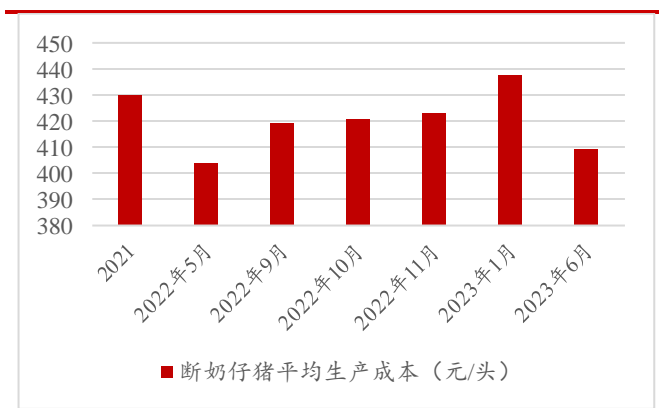
尽管公司本身拥有四十多年的养殖积淀，已开展多年禽畜养殖及饲料业务，2019年公司大举进军生猪养殖行业。在生物安全防控上，公司用科学、高标准的生物安全防控体系和日常的精细化管理交出了满意的答卷。从公司的成本情况来看，公司2021年育肥猪平均生产成本为17.70元/公斤，随着公司产能释放，经营逐步走上正轨，公司2022年育肥猪平均生产成本开始稳步下降，2022年11月公司育肥猪平均生产成本已经降至16.50元/公斤，2022年全年为16.90元/公斤，相比2021年下降0.8元/公斤。受冬季疫病影响，公司育肥猪平均生产成本从2022年12月开始有所上升，至2023年2月升至17.42元/公斤，随着冬季结束，疫病影响缓解，近几个月公司成本逐步改善，2023年6月，公司育肥猪平均生产成本降至16.30元/公斤，为公司综合面2021年以来最好成绩。另外，随着猪群健康度提升，母猪生产性能提高，公司断奶仔猪的平均生产成本也出现明显改善。

图 12 2021 年以来公司育肥猪平均生产成本



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 2021 年以来公司断奶仔猪平均生产成本



资料来源：公司公告，华西证券研究所

整体成绩尚受拖累，贺州、高州项目表现亮眼。受项目建设进度未达产满负、个别项目成本影响，据公司投关活动记录表，公司2023年6月整体育肥猪生产成本在16.30元/公斤，处于行业中游水平。高州项目作为公司首个投产的立体楼宇聚落式项目，投产以来表现亮眼，体现出了工业化养猪的优越性。据公司公告，2022年1-9月，高州项目的肥猪生产成本为14.90元/kg；2022年全年，高州公司销售生猪超40万头，育肥猪平均生产成本为14.93元/kg，2023年一季度，受前期饲料采购成本较高及冬春交替期间腹泻等因素影响，成本略有上升。我们认为近期，随着饲料采购成本较高因素消失，疫病情况好转等，公司成本有望进一步下降，从高州项目的生产成绩来看，已经入行业前列，且与散户养殖成本差距较小。据公司公告，未来公司将通过种猪更新、提升健康度等进一步提升效率降低成本。

表 10 高州项目 2022 年生产成绩

销售量 (万头)	肥猪生产成本 (元)	保育育肥成活率	全程平均成活率
超 40	14.93	93.50%	近 90%

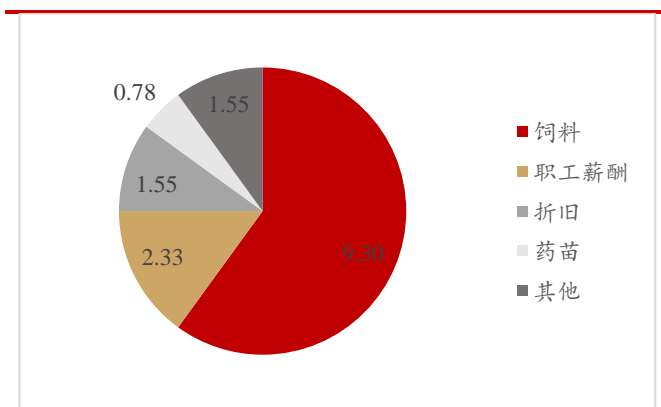
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.3. 工业化生产模式可复制，掀起行业革命

我们认为，公司高州项目成绩斐然的主要原因在于公司“6750”楼房养殖真正实现了工业化生产。工业化和智能化极大节省了用工成本。据公司公告，高州项目育肥场单人饲养量为 3400-3500 头（存栏）/人，配怀舍单人饲养量为 180-210 头（存栏）/人，一条“6750”生产线约配备 105 人。一条生产线仅育肥猪存栏就高达 72000 头，仅需工作人员 105 人，全流程人效 3400-3500 头（存栏）/人，真正实现了人管机器、机器养猪，高速运转的工业化生猪养殖，真正让养猪走向现代化。

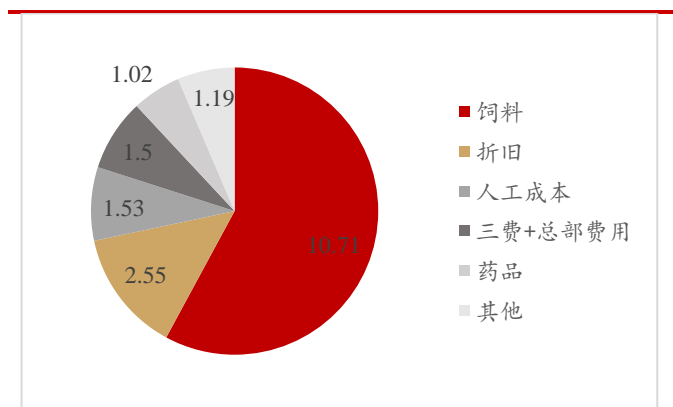
工业化提升效率推动成本降低。据公司投资者关系活动记录，2022 年 1-9 月，公司育肥猪平均生产成本约为 17 元/kg。从成本构成来看，饲料成本约占 63%，人工成本约占 9%，折旧约占 15%，药品约占 6%，其他约占 7%。另外再加上 1.50 元/公斤的三费和总部费用，公司完全成本约为 18.50 元/公斤，根据占比计算，每公斤生猪养殖完全成本中，人工成本为 1.53 元，在行业中处于领先地位。以行业龙头牧原股份为例，据测算，2022 年 9 月，其人工成本为 2.33 元/公斤，比京基智农高 0.8 元/公斤。高人效带来的好处显而易见，一方面能够极大降低生猪养殖完全成本；另一方面，由于人员数量大幅下降，单人薪酬提升空间大，激励力度大使得员工积极性和责任心大幅提升，最终转化为优秀的生产成绩。

图 14 牧原股份生猪养殖完全成本细分情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 京基智农生猪养殖完全成本细分情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**工业化才能推动质变。**目前生猪养殖行业分为两大阵营——散户和规模场，散户以其灵活性频繁进出行业，推动周期变换，大家普遍认为散户在生物安全防控和环保方面不及规模场，就生物安全来说，目前针对非瘟通用的拔牙检测技术散户一般不具备，一旦疾病来袭便有可能全军覆没。但从成本角度来说，散户一般不算折旧和人工成本，成本低于绝大多数规模场和集团公司，叠加规模较小，其能够承受的价格底部更低。尽管现在对于农民来说，其养猪所面临的机会成本更高，一旦猪价上升至一定程度，复养的概率很大。因此我们认为，在养猪行业竞争加剧的时代，集团场不仅要在集团场之间竞争，更重要的是要降本增效，做到成本低于散户成本，这样才能完胜市场，无惧风雨。目前降成本的路径无非：（1）调整饲料配方或优化原料采购，降低饲料成本；（2）提高母猪性能&猪群健康度；（3）提升产能利用率，满产满负。但我们认为这种降成本方式是量变，其过程是缓慢且漫长的，真正能够推动质变或者说引发养猪革命的方式还得看工业化养殖，其带来的成本下降是明显、深刻且能够以低成本不断被复制的。目前我们在京基智农看到了这种现象，且看好其未来的发展。

## 4. 盈利预测与投资建议

公司主要涉及房地产开发、饲料生产和生猪养殖，假设将针对以上业务展开讨论。

**房地产开发：**公司的房地产业务持续存量开发，目前在售项目为山海御园和山海公馆，2023年上半年山海御园结算金额75.26亿元，山海公馆2023年下半年开始逐步交付，我们预计未来随着交房收入确认，存量地产项目将为公司带来可观的收入和利润。综上，我们预计，23-25年公司房地产开发业务的收入增速分别为189.94%/-57.96%/-54.55%；毛利率分别为70.00%/70.50%/70.50%。

**饲料生产：**面对大宗商品价格高位震荡，公司提前对原料端进行研判，拓宽采购渠道，保持相对优势；内部提升管理、持续节能降耗，外部积极开拓市场，实现收入增长，盈利能力进一步增强。我们预计，22-24年公司饲料生产业务收入增速分别为30%/35%/5%；毛利率分别为11%/11%/10%。

**生猪养殖：**公司目前在建及已建成产能为225万头，均采用“6750”养殖模式和四周批全进全出的生产模式，智能化叠加管理高效，明年产能将进一步释放。随着母猪替换和满产满负，成本有望进一步下降。基于以上分析，我们预计，23-25年公司生猪养殖收入增速分别为93.68%/50.00%/60.00%；毛利率分别为15.00%/23.22%/35.00%。

表 11 京基智农主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2022E	2023E	2024E	2025E
房地产开发				
收入	2707.48	7850.00	3300.00	1500.00
成本	1227.62	2355.00	973.50	442.50
毛利	1479.86	5495.00	2326.50	1057.50
毛利率	54.66%	70.00%	70.50%	70.50%
饲料生产				
收入	866.16	1126.00	1752.20	1839.81
成本	771.85	1168.14	1576.98	1655.83
毛利	94.31	129.79	175.22	183.98
毛利率	10.89%	11.00%	11.00%	10.00%
生猪养殖				
收入	2271.84	4400.00	6600.00	10560.00
成本	1849.34	3740.00	5067.48	6864.00
毛利	422.50	660.00	1532.52	3696.00
毛利率	18.60%	15.00%	23.22%	35.00%
其他				
收入	150.19	20.69	21.73	22.16
成本	124.21	14.49	15.21	15.51
毛利	25.98	6.21	6.52	6.65
毛利率	17.30%	30.00%	30.00%	30.00%
费用率				
销售费率	4.43%	6.05%	6.20%	4.10%
管理费率	3.56%	3.40%	2.20%	2.50%
财务费率	0.59%	0.36%	0.36%	0.30%

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们下调公司 23 年营业收入 137.19 亿元至 133.97 亿元，下调公司 24 年营业收入 117.74 亿元至 116.74 亿元，新增预测公司 2025 年营业收入为 139.22 亿元。上调公司 23 年归母净利 20.25 亿元至 20.37 亿元，下调公司 24 年归母净利 10.26 亿元至 10.08 亿元，新增预测公司 25 年归母净利润为 15.19 亿元。上调公司 23 年 EPS 3.87 元至 3.89 元，下调公司 24 年 EPS1.96 元至 1.93 元，新增预测公司 25 年 EPS 为 2.90 元，2023 年 8 月 18 日股价 20.13 元对应 23-25 年 PE 分别为 5/10/7X，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**生猪价格波动风险。**生猪养殖为公司未来发展的战略重点，由于生猪养殖存在明显的周期性，价格也会波动，生猪价格出现快速下跌或大幅波动等情形，将给公司生产经营带来风险。

**非瘟疫情反复风险。**疫病是禽畜养殖行业所面临的主要风险。目前非洲猪瘟疫苗仍未上市，对于非洲猪瘟的防控仍然是生猪养殖公司的重中之重。从公司角度而言，如果养殖过程中出现非瘟疫情，将会大幅增加企业的防疫支出并且导致生猪出栏量不及预期，进而影响公司盈利能力。

**原材料价格波动风险。**公司生猪养殖的成本中，饲料成本占养殖总成本的比重最大。公司养殖的饲料主来源于自产饲料，玉米、豆粕为公司饲料产品的主要原材料，上述原材料的价格波动对公司养殖成本的影响较大。

**环保风险。**生猪养殖过程中会产生污水、粪污和臭气，若环保设施不到位会出现污染或产生臭气扰民。一旦出现环保问题，需要整改会影响公司经营，增加成本。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,996	13,397	11,674	13,922	净利润	796	2,088	1,035	1,560
YoY (%)	86.1%	123.4%	-12.9%	19.3%	折旧和摊销	453	30	57	88
营业成本	3,973	7,278	7,633	8,978	营运资金变动	289	9,957	529	1,955
营业税金及附加	383	2,010	1,634	1,895	经营活动现金流	1,021	11,998	1,598	3,605
销售费用	265	804	724	571	资本开支	-1,924	-2,103	-2,069	-2,005
管理费用	214	455	257	348	投资	76	0	0	0
财务费用	36	48	42	42	投资活动现金流	-1,848	-1,764	-1,783	-1,727
研发费用	37	108	70	70	股权募资	0	121	0	0
资产减值损失	-5	-18	-24	-16	债务募资	712	-207	0	0
投资收益	22	339	286	278	筹资活动现金流	-559	-134	-42	-42
营业利润	1,047	2,870	1,438	2,125	现金净流量	-1,386	10,100	-227	1,836
营业外收支	-54	-30	-39	-41					
利润总额	993	2,840	1,399	2,084	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	197	752	364	524	<b>成长能力</b>				
净利润	796	2,088	1,035	1,560	营业收入增长率	86.1%	123.4%	-12.9%	19.3%
归属于母公司净利润	773	2,037	1,008	1,519	净利润增长率	98.6%	163.5%	-50.5%	50.7%
YoY (%)	98.6%	163.5%	-50.5%	50.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.48	3.89	1.93	2.90	毛利率	33.7%	45.7%	34.6%	35.5%
					净利率	13.3%	15.6%	8.9%	11.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	4.4%	5.2%	2.4%	3.0%
货币资金	2,145	12,246	12,019	13,856	净资产收益率 ROE	29.5%	34.6%	11.9%	12.5%
预付款项	105	357	299	362	<b>偿债能力</b>				
存货	6,095	13,911	14,628	16,619	流动比率	0.69	0.88	0.86	0.87
其他流动资产	1,039	1,292	1,236	1,282	速动比率	<b>0.23</b>	<b>0.43</b>	<b>0.40</b>	<b>0.41</b>
流动资产合计	9,384	27,807	28,182	32,119	现金比率	0.16	0.39	0.37	0.38
长期股权投资	15	15	15	15	资产负债率	84.8%	84.6%	79.9%	75.6%
固定资产	4,823	7,888	11,482	15,608	<b>经营效率</b>				
无形资产	48	58	66	72	总资产周转率	0.34	0.34	0.27	0.28
非流动资产合计	8,152	11,137	14,515	18,400	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	17,536	38,944	42,696	50,519	每股收益	1.48	3.89	1.93	2.90
短期借款	227	20	20	20	每股净资产	5.01	11.26	16.17	23.27
应付账款及票据	1,505	3,146	3,149	3,712	每股经营现金流	1.95	22.93	3.05	6.89
其他流动负债	11,830	28,485	29,635	33,144	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	13,561	31,650	32,805	36,876	<b>估值分析</b>				
长期借款	1,155	1,155	1,155	1,155	PE	13.62	5.17	10.45	6.93
其他长期负债	158	158	158	158	PB	3.56	1.79	1.24	0.87
非流动负债合计	1,313	1,313	1,313	1,313					
负债合计	14,874	32,963	34,117	38,189					
股本	523	644	644	644					
少数股东权益	40	90	117	157					
股东权益合计	2,662	5,981	8,579	12,330					
负债和股东权益合计	17,536	38,944	42,696	50,519					

资料来源：公司公告，华西证券研究所



## 分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪金麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。