

## 牢铸生物安全优势，优质养殖企业稳步发展

### 投资要点

- **投资逻辑:** 1) 当前生猪价格在 12.2 元/公斤左右，养殖持续亏损，产能去化趋势明显，出清仍需时间；2) 公司引进 PIC 优质祖代种猪，繁育四阴种猪，饲料转化率高，肉质形状好等优点，市场认可度高；3) 公司生猪稳步扩张，21 年销售 87 万头，同比增长 176%，饲料与养殖正向协同促进降本增效。
- **当前生猪价格处于底部，养殖企业持续亏损，产能去化趋势明显。** 本轮猪周期受到非洲猪瘟疫情影响，整体波动较为剧烈，2019 年我国生猪出栏 54419 万头，同比下降 21.6%，2019 年 11 月前后，生猪价格达 41 元/公斤，为历史最高水平，后 2020 年于高位波动调整，2021 年初，价格进入下行通道。截至 2022 年一月，农业农村部数据显示能繁母猪存栏 4290 万头，环比下降 0.9%，同比下降 3.7%，产能进一步去化，但产能去化的过程中存在有结构调整，能繁母猪 PSY 等指标逐步提升，出清仍需时间，预计价格拐点将在 22 年底或是 23 年上半年出现。截至 3 月 14 日全国生猪价格在 12.2 元/公斤左右，仍处于亏损区间，养殖企业的现金流成为度过周期寒冬的必要条件，公司 2021 年流动资产合计 21.2 亿元，占总资产比例 35.2%，资产负债比为 44.7%，均优于行业平均水平，有利于公司合理控制产能。
- **公司与国际优秀生猪养殖企业进行合作，优质高效的四阴种猪铸造优势。** 2016 年 9 月公司与 pipestone 签订了《管理及技术服务合同》，合同有效期 7 年，帮助公司从选址开始到生猪生产操作流程地细节等诸多方面引入全套养殖理念和生产技术体系；2017 年 9 月公司与种猪改良公司 PIC 签署了《封闭扩繁总协议》，为期 7.5 年。公司从 PIC 购置供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪，在其基础之上繁育初四阴种猪，不携带蓝耳、伪狂犬 GE、PED (猪流行性腹泻)、非洲猪瘟等常见猪传染病病毒，且在后续养殖过程中患病率较低。后代拥有生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好、适应性强和繁殖性能强的特性。除生物层面，公司在硬件设施层面同样注重防疫安全，公司针对老旧猪场以最新防疫标准为参考进行改良升级，新厂的建设过程中，猪场选址采用千点评分体系，养殖区内采用猪群检测净化体系，并建立三级洗消隔离防疫体系。
- **把握一体化经营优势，产能有序扩张，饲料与养殖协同正向发展。** 公司 2007 年开始生猪规模化养殖，20 年全年巨星出栏 31.5 万头，21 年生猪出栏量 87 万头，同比增长 176.2%，生猪板块实现销售收入 17.9 亿元。公司根据市场情况调整销售节奏，在生猪价格高时加大销售量，在仔猪种猪需求旺盛时，则将销售对象转向毛利率更高的仔猪与种猪。目前公司已布局 11 个生猪养基地，建成 19 个标准化种猪场，有助于在周期出现反转时迅速反应进行扩产。饲料板块与畜禽养殖业务互为正反馈形成协同作用，饲料营养部门及时对配方进行调整有助于养殖场增产增效同时，降低外部采购饲料的风险，有效提高成本管控效率，料肉比进一步降低，从饲料业务角度来说，不断调整配方的过程有助于提升竞争力。二者相互促进，形成良性互动，增强公司盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 -0.44 元、3.10 元、5.50 元，23-24 年对应动态 PE 分别为 7 倍、4 倍，参考同行业 2023 年平均 PE9 倍，考虑公司生猪养殖效率高，未来产能扩张成长空间广等因素，适当溢价予以公司 2023 年 12 倍 PE，首次覆盖，予以“买入”评级，给予目标价 37.2 元。
- **风险提示:** 公司产能扩张不及预期；养殖端出现疫情；产品销售不及预期等。

| 指标/年度          | 2021A   | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|----------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 2982.92 | 8467.93  | 14029.18 | 22711.17 |
| 增长率            | 107.26% | 183.88%  | 65.67%   | 61.89%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 258.98  | -223.64  | 1570.17  | 2783.98  |
| 增长率            | 102.84% | -186.35% | 602.09%  | 77.30%   |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.51    | -0.44    | 3.10     | 5.50     |
| 净资产收益率 ROE     | 8.01%   | -7.41%   | 34.25%   | 37.81%   |
| PE             | 41      | -47      | 7        | 4        |
| PB             | 3.19    | 3.42     | 2.25     | 1.40     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

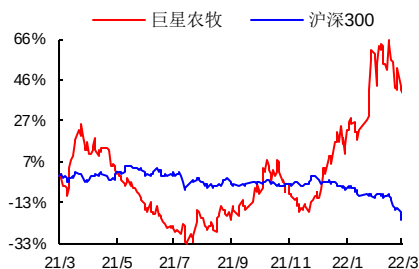
邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 刘佳宜

电话: 021-68415832

邮箱: liujy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 5.06      |
| 流通 A 股(亿股)   | 4.82      |
| 52 周内股价区间(元) | 9.83-24.3 |
| 总市值(亿元)      | 103.29    |
| 总资产(亿元)      | 60.16     |
| 每股净资产(元)     | 6.50      |

### 相关研究

## 目 录

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>1 公司概况：一体化规模养殖企业</b>        | <b>1</b>  |
| <b>2 周期底部盘整，资金实力不可或缺</b>       | <b>2</b>  |
| 2.1 生猪价格维持低位，静待周期拐点            | 2         |
| 2.2 规模养殖占比提升，资金优势支撑发展          | 5         |
| <b>3 “一体化”养殖降本增效，注重生物安全铸优势</b> | <b>7</b>  |
| 3.1 养殖经验丰富，产能稳步扩张              | 7         |
| 3.2 饲料板块协同发展，有效降低养殖成本          | 10        |
| 3.3 优质高效四阴种猪，多方面提升养殖效率         | 10        |
| <b>4 盈利预测与估值</b>               | <b>13</b> |
| 4.1 盈利预测                       | 13        |
| 4.2 相对估值                       | 14        |
| <b>5 风险提示</b>                  | <b>14</b> |

## 图 目 录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1: 公司 2021 年营收结构情况 .....              | 1  |
| 图 2: 公司 2021 年毛利润结构情况 .....             | 1  |
| 图 3: 2016-2021 公司营业收入及增速 .....          | 1  |
| 图 4: 2016-2021 公司归母净利润及增速 .....         | 1  |
| 图 5: 2012-2020 国内猪肉消费量 (单位: 千吨) .....   | 2  |
| 图 6: 2012-2021Q3 生猪出栏量 (单位: 万头) .....   | 2  |
| 图 7: 生猪生产周期示意图 .....                    | 2  |
| 图 8: 2006 年来三个周期生猪价格走势 (单位: 元/公斤) ..... | 3  |
| 图 9: 截止 2021 年全球非瘟分布情况 .....            | 4  |
| 图 10: 能繁母猪存栏月环比变动情况 (单位: %) .....       | 4  |
| 图 11: 生猪存栏量月环比变动情况 (单位: %) .....        | 4  |
| 图 12: 能繁母猪存栏数量 (单位: 万头) .....           | 5  |
| 图 13: 2021 年以来生猪价格变化情况 (单位: 元/公斤) ..... | 5  |
| 图 14: 十家上市猪企生猪出栏量 (单位: 万头) .....        | 6  |
| 图 15: 2021Q3 各大养殖企业流动资产占比 .....         | 7  |
| 图 16: 生猪企业 2021Q3 资产负债率情况 .....         | 7  |
| 图 17: 公司股权结构情况 .....                    | 8  |
| 图 18: “公司+农户”运营模式流程图 .....              | 8  |
| 图 19: 玉米现货价格 (单位: 元/吨) .....            | 10 |
| 图 20: 豆粕现货价格 (单位: 元/吨) .....            | 10 |
| 图 21: 巨星养殖板块核心优势 .....                  | 11 |
| 图 22: 叙永巨星后山种猪场 .....                   | 12 |
| 图 23: 乐山巨星剑锋种猪场 .....                   | 12 |
| 图 24: 叙永巨星后山种猪场 .....                   | 13 |
| 图 25: 乐山巨星剑锋种猪场 .....                   | 13 |

## 表 目 录

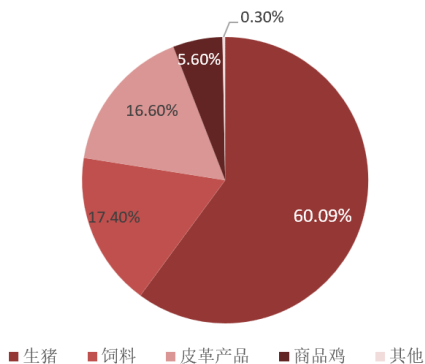
|                         |    |
|-------------------------|----|
| 表 1: 畜禽养殖环保政策要求 .....   | 6  |
| 表 2: 公司主要猪场项目建设情况 ..... | 9  |
| 表 3: 分业务收入及毛利率 .....    | 13 |
| 表 4: 可比公司估值 .....       | 14 |
| 附表: 财务预测与估值 .....       | 15 |

## 1 公司概况：一体化规模养殖企业

乐山巨星农牧股份有限公司（原名四川振静股份有限公司）始创于 1993 年，原主营中高端皮革的制造和销售，于 2020 年 7 月完成对巨星农牧有限公司重组后，增加了以生猪养殖为主的主营业务并更名。2008 年 7 月，巨星农牧前身崇州永星种猪养殖有限公司由成都泰深农业发展有限责任公司出资设立。经过多年发展成长，公司在生猪养殖板块拥有较为完整的一体化产业链，是集种猪、饲料、商品猪生产于一体的农业产业化经营企业。巨星农牧有限公司作为全资子公司，先后荣获“中国畜牧行业百强优秀企业”、“畜牧产业扶贫工作优秀企业”、“产业扶贫先锋企业”、“农业产业化国家重点龙头企业”等称号。

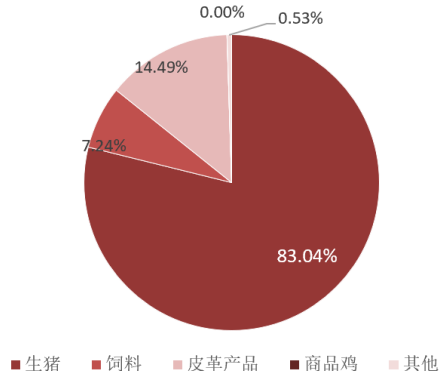
**公司主营业务结构：**公司主营业务主要包括生猪养殖、饲料、皮革产品以及商品鸡的养殖，2021 年全年实现营业收入 29.8 亿元，其中生猪养殖实现营收 17.9 亿元，占比达 60.1%，饲料业务与皮革产品带来的营收相对接近分别为 5.2 亿元、5 亿元，占比在 17% 左右；全年共实现毛利 5.7 亿元，生猪养殖实现毛利 4.7 亿元，占比达 83% 左右，商品鸡板块略微亏损 0.3 亿元，饲料和皮革产品分别贡献毛利 0.4 亿元、0.8 亿元。

图 1：公司 2021 年营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

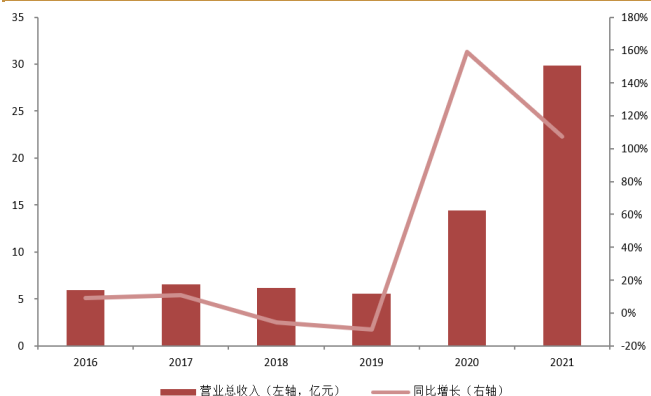
图 2：公司 2021 年毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

**公司业绩状况：**2021 年全年公司营业收入为 29.8 亿元，同比增长 107.3%，归母净利润为 2.6 亿元，同比增加 102.8%，扣非后归母净利润为 3.1 亿元，21 年度非经常性损益主要为生产性生物资产处置损益-5058.8 万，2020、2021 业绩实现快速上涨主要系因在 2020 年 7 月完成收购，增添生猪养殖板块，未来随公司经营不断完善，业绩有望进一步提升。

图 3：2016-2021 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016-2021 公司归母净利润及增速



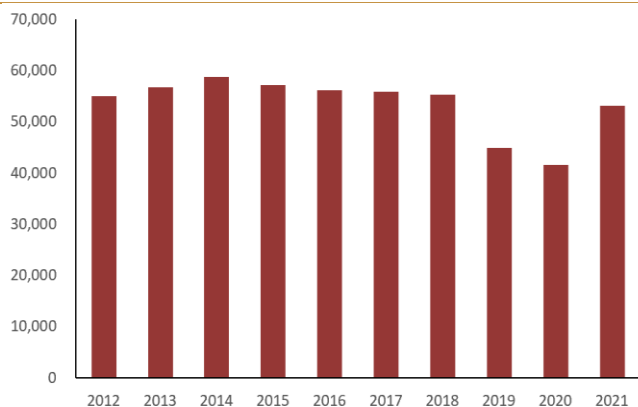
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 周期底部盘整，资金实力不可或缺

### 2.1 生猪价格维持低位，静待周期拐点

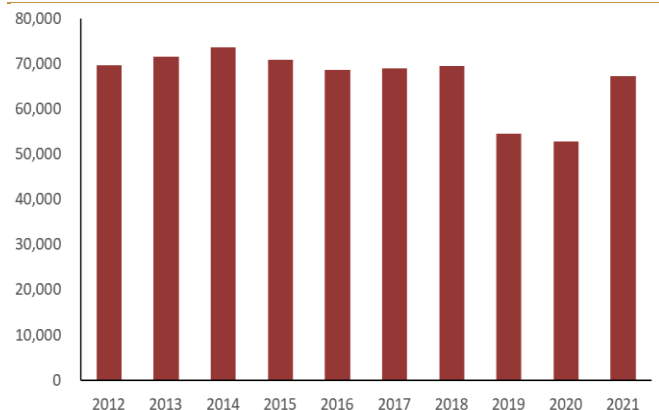
我国生猪市场规模庞大，猪肉消费能力强。根据国家统计局的数据显示，2020 年中国生猪出栏量为 5.3 亿头，2021 年出栏超 6.7 亿头，同比增长 27.4%，全年猪肉产量 5296 万吨，同比增长 28.8%，在非洲猪瘟爆发前，2015-2018 年间平均年出栏量在 7 亿头左右，猪肉在我国居民的饮食结构中扮演十分重要的角色。按照猪肉年产量 5500 万吨、以往猪周期猪肉价格 20-25 元/公斤的水平进行粗略估计，生猪市场规模大约为 1.1-1.4 万亿。

图 5：2012-2020 国内猪肉消费量（单位：千吨）



数据来源：USDA，西南证券整理

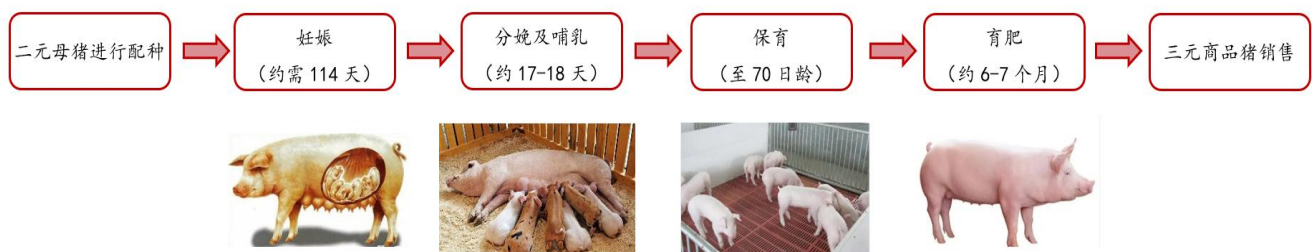
图 6：2012-2021Q3 生猪出栏量（单位：万头）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

因生猪生产周期较长，且我国当前生猪养殖集中度并不高，散户因缺乏对于市场进行理性判断及预测的能力，可能会出现随生猪价格的涨跌而盲目扩产或是退出市场的情况。在猪肉价格景气时，养殖户为了追逐利润，增加能繁母猪和生猪供给，造成猪价下跌，养殖户减少供给，猪价重新上涨，如此循环。生猪的生产周期决定了一轮完整的猪周期大约需要 3-4 年，而一年内因消费淡季与旺季而存在“小周期”价格波动。后备母猪由仔猪成长为能繁母猪需约 7 个月，后经配种妊娠期约为 4 个月，诞下仔猪后需经 1-2 月的保育期以及后续 5-6 月的育肥期，达到理想标准后即可出栏进行屠宰售卖，从能繁母猪受孕至生猪出栏需至少 10 个月的时间，一定程度上可为 10-12 个月后生猪产量提供参考。

图 7：生猪生产周期示意图



数据来源：百度百科，西南证券整理

自 2006 年以来，我国经历大约四轮猪周期。第一轮为 2006 年 7 月至 2010 年 5 月，本轮周期中猪价于 2008 年 4 月达到峰值，上行周期持续 21 个月，下行时常约 27 个月。05、06 年期间，生猪价格处于历史低位，大量能繁母猪淘汰，产能出清，最终价格因供需关系而在 7 月迎来反弹。在此过程中受到高致病性蓝耳病的影响，生猪补栏速度延缓，供给难以跟上，叠加 08 年初春节消费旺盛的影响，价格最高达到 17.4 元/公斤，较 2006 年年中低位上涨近 157%，后供给逐渐增加，且出现瘦肉精事件，市场消费意愿受到影响，二者共同作用导致猪价下跌。第二轮周期为 2010 年 6 月-2014 年 4 月，生猪价格于 11 年 9 月到达高点 19.92 元/公斤，上行周期 15 个月，下行持续 32 个月，在此轮周期中并未出现新型传染病的爆发，主要是受到供需关系的影响，2010 年中国能繁母猪数量的减少开始在生猪供应端有所体现，价格迎来反弹，后也因产能的恢复而一路下行，2013 年 5 月国家开启冻猪肉收储工作以稳定市场，短期价格小幅反弹。第三轮周期为 2014 年 5 月-2018 年 5 月，价格于 2016 年 6 月达到 21.2 元/公斤的峰值，上行 25 个月，下行 23 个月。2014 年起因受到环保政策的影响，大量散户退出市场，叠加 2015 年上半年爆发的猪丹毒疫情，生猪存栏受到影响，价格走高，后因供需关系进入下行通道，并伴随季节性调整。

图 8：2006 年来三个周期生猪价格走势（单位：元/公斤）

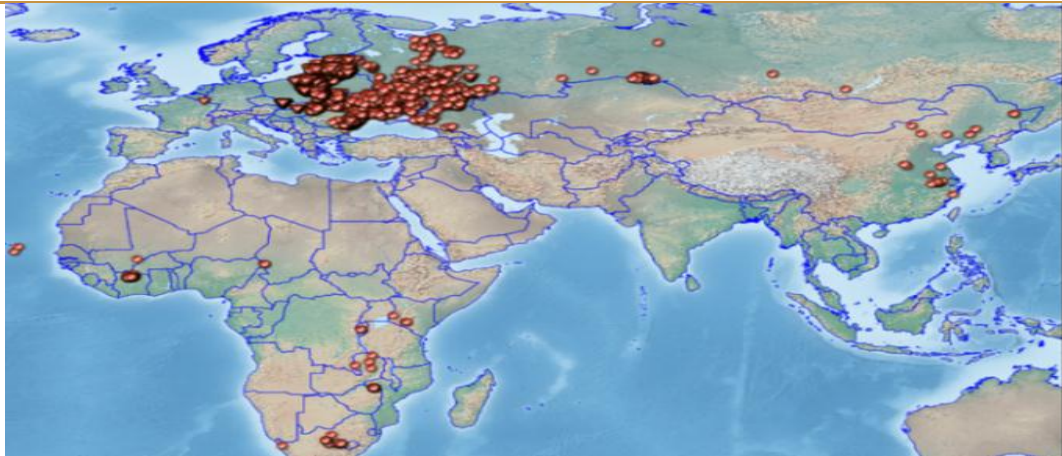


数据来源：wind，西南证券整理

本轮猪周期受到非洲猪瘟的影响各项指标波动幅度较以往扩大。非洲猪瘟 1921 年首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，对防控工作要求很高。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。2018 年 9 月农业农村部与财政部

联合印发《关于做好非洲猪瘟强制扑杀补助工作的通知》中提到，为农户及地方不瞒报可能存在的疫情，对扑杀动物进行 1200 元/头的补偿。从数据来看，2018 年我国发生非洲猪瘟 99 起，2019 年 63 起，2020 年 19 起，2021 年 14 起，疫情得到有效防控，疫情报告数量、扑杀生猪数量大幅下降，虽是总体平稳，对于防控仍存在较高要求。

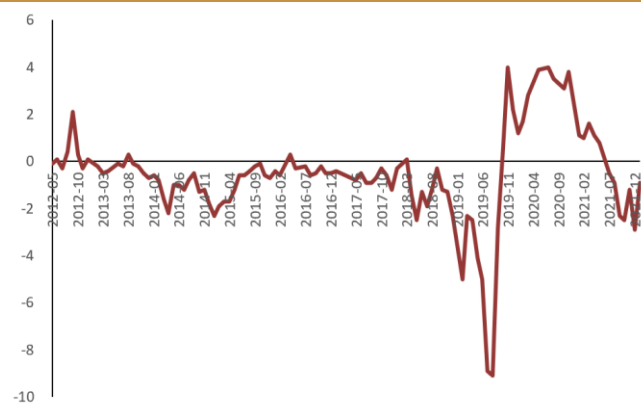
图 9：截止 2021 年全球非瘟分布情况



数据来源：维基百科，西南证券整理

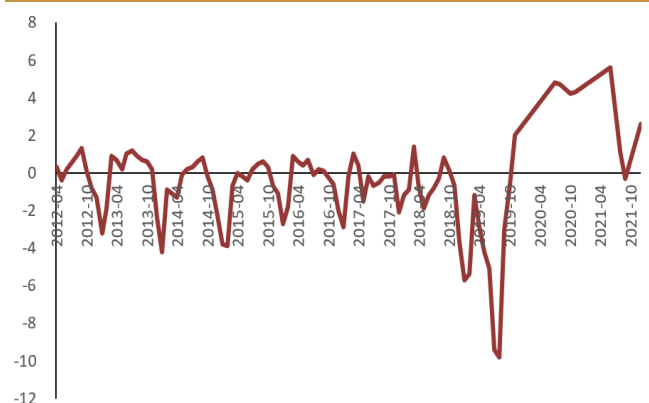
受此疫情影响，我国能繁母猪的数量在 2019 年大幅减少，至 2019 年 11 月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加 0.6%，在 12 月生猪存栏量也首次实现环比增长 2%。《2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示 2019 年末，我国生猪存栏 31041 万头，同比下降 27.5%；生猪出栏 54419 万头，同比下降 21.6%；全年猪肉产量 4255 万吨，同比下降 21.3%。从价格角度看，2019 年 11 月前后，生猪价格达 41 元/公斤，为历史最高水平，后 2020 年于高位波动调整，2021 年初，价格进入下行通道。未来生猪价格仍将于底部进行盘整，预计拐点将出现于 22 年底或是 23 年上半年。从供给的角度来看，生猪供应仍相对充足，农业农村部有关司局负责人陈光华在 2021 年 11 月 5 日的新闻发布会上表示，21 年 3 月以来全国规模猪场每月新生仔猪数量都在 3000 万头以上，并持续增长。仔猪育肥 6 个月后可以出栏上市，预计 22 年一季度上市的肥猪数量同比还会明显增长，生猪供应相对过剩局面还会持续一段时间。

图 10：能繁母猪存栏月环比变动情况（单位：%）



数据来源：wind，西南证券整理

图 11：生猪存栏量月环比变动情况（单位：%）

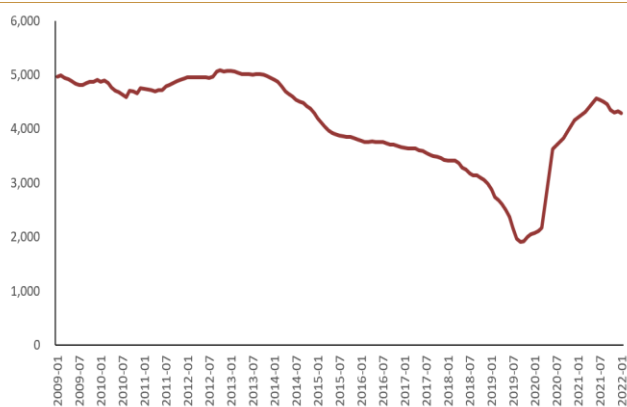


数据来源：wind，西南证券整理

**能繁母猪产能去化趋势明显，但产能出清仍需时间。**依照农业农村部数据显示，2021年7月能繁母猪存栏量环比下降0.5%，出现产能降低趋势，截至2022年1月能繁母猪存栏4290万头，环比下降0.9%，同比下降3.7%。本次周期中能繁母猪从数量、结构、生产效率三个主要方面与以往不同。从数量上看，非洲猪瘟后扩繁热情高涨，21年6月时能繁母猪存栏量达到4565万头。根据农业农村部9月印发的《生猪产能调控实施方案（暂行）》，能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，95%-105%的波动区间为绿色区域，90%—95%和105%—110%区间为黄色区域，低于正常存栏量的90%或高于正常存栏量的110%为红色区域。当前能繁母猪数量4290万头高出4100万头4.6%，踏入绿色区间。

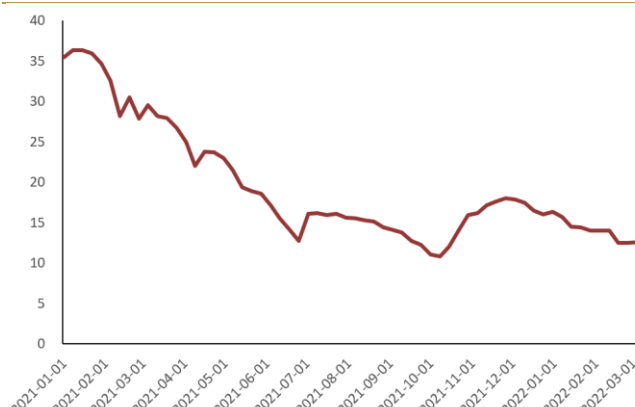
从产能结构端来看，因非洲猪瘟疫情影响，19、20年为保证供给，存在有将三元母猪作能繁母猪使用的策略，其生产效率及质量不及传统二元母猪，因而在淘汰过程中将先经历落后产能的去化，从而达到结构性调整的效果。从生产效率的角度分析，随规模养殖率提高以及科学化养殖的普及，能繁母猪PSY（每头母猪每年所能提供的断奶仔猪的头数）指标等均有所提升，因此若要生猪数量下降，在其他条件不变的情况下，能繁母猪数量需减少的幅度有所提升。由此三方面综合来看，未来生猪价格仍将在底部盘整，产能进一步出清，预计将于22年底或是23年初迎来价格反转。

图 12：能繁母猪存栏数量（单位：万头）



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：2021 年以来生猪价格变化情况（单位：元/公斤）



数据来源：wind，西南证券整理

## 2.2 规模养殖占比提升，资金优势支撑发展

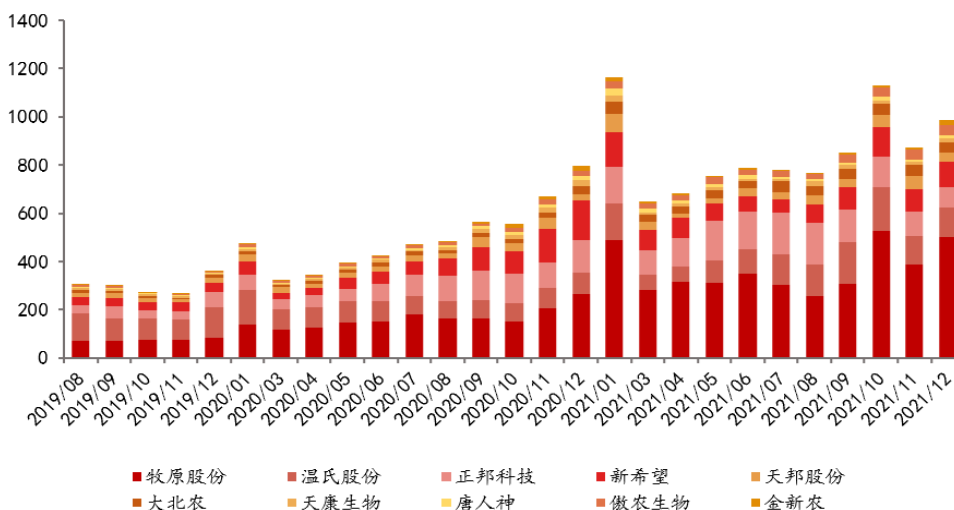
从养殖行业发展的角度来看，在强调环保要求的推动下，规模场占比不断提升，部分中小养殖户无法满足环保要求或是因选择外出打工地机会而退出养殖市场。按照中国每年出栏7亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有14亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自2014年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。

**表 1：畜禽养殖环保政策要求**

| 时间      | 政策                          | 重点内容                                                                     |
|---------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 2015.01 | 《环保法》                       | 进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定。                            |
| 2015.04 | 《水污染防治行动计划》                 | 科学划定畜禽养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。                 |
| 2015.11 | 《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》 | 要求主产区制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。 |
| 2016.11 | 《畜禽养殖禁养区划定技术指南》             | 要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。                       |
| 2016.12 | 《“十三五”生态环境保护规划》             | 要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。                                 |
| 2021.12 | 《加强畜禽粪污资源化利用计划和台账管理的通知》     | 进一步提高畜禽粪污资源化利用的规范化、标准化水平，积极推动畜禽粪肥就地就近还田利用，加强畜禽养殖场（户）粪污资源化利用              |

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

自 2015 年至 2019 年的五年内，中大型规模化养殖场的占比由 45% 上升至 62%，一方面散户减少使得猪类养殖场总数由 5000 万减少至 2600 万户，另一方面年出栏达 5 万头的大规模养殖场上升趋势明显，由 200 户左右上升至 450 户左右。而未来，行业集中度有望进一步提升，2019 年至 2021 年，生猪出栏量较大的十家上市养殖公司（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）占总生猪出栏量的比例有所提升，2021 年国内生猪出栏总量为 6.7 亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 9428 万头，占比达 14%。

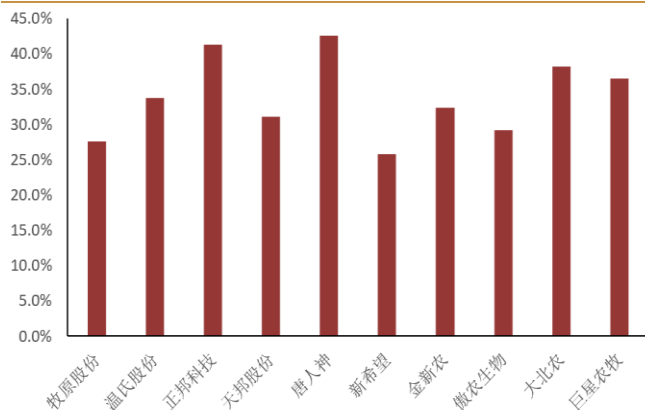
**图 14：十家上市猪企生猪出栏量（单位：万头）**


数据来源：各公司公告，西南证券整理；注：因各家披露情况不同，各年 1 月为当年 1 月、2 月销售合计数据

在养殖亏损的寒冬中，养殖企业需保持资金流动性并合理控制产能。参考 3 月 11 日生猪价格 12.2 元/公斤，若假设行业内生猪平均养殖成本为 16 元/公斤，出栏均重在 110 公斤，则头均产生亏损约 418 元，养殖户或是养殖企业均需拥有足够的现金流而不至于破产无法继续经营。截至 2021 年三季度，巨星农牧经营活动净现金流为 1 亿元，投资活动现金流净额

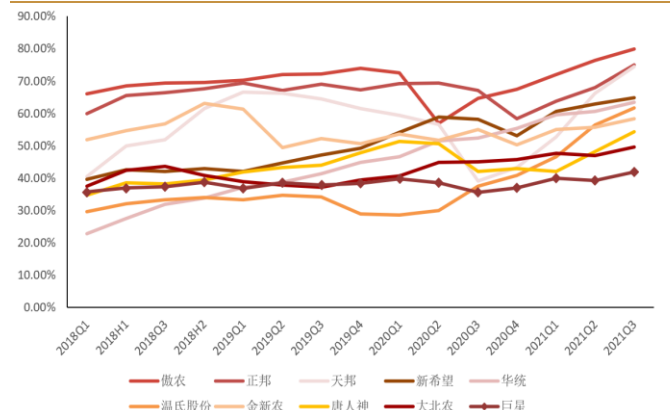
-8.9 亿元，筹资活动净现金流 8.8 亿元，现金及现金等价物净增加额 9554.4 万元，期末现金及现金等价物 4.7 亿元。从资产负债表角度来看，公司流动资产 10.6 亿元，占总资产比重 36.6%，在同行业中处于较高水平，在所选参考公司样本（牧原股份、温氏股份、正邦科技、天邦股份、唐人神、新希望、金新农、傲农生物、大北农、巨星农牧）中位列第四；流动负债 11.6 亿元，占总负债的 49%，资产负债率 42% 左右，在行业中处于最低水平。

图 15：2021Q3 各大养殖企业流动资产占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 16：生猪企业 2021Q3 资产负债率情况



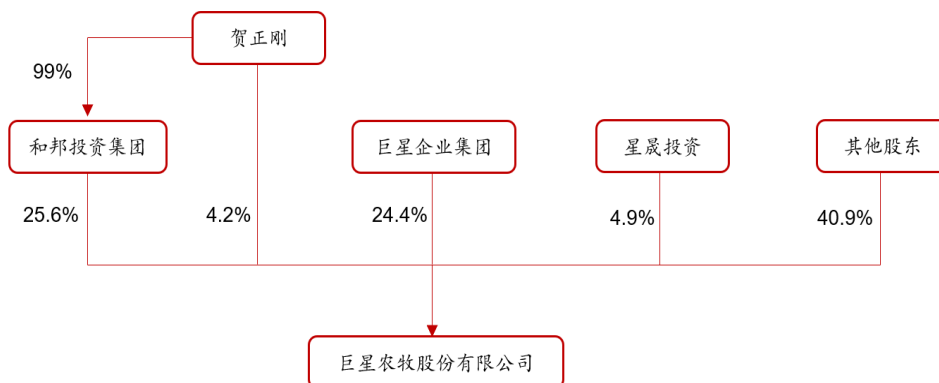
数据来源：wind，西南证券整理

## 3 “一体化”养殖降本增效，注重生物安全铸优势

### 3.1 养殖经验丰富，产能稳步扩张

2020 年 7 月巨星农牧前身振静股份全资收购巨星农牧 100% 股权，并变更证券简称为巨星农牧。振静股份经营范围包括皮革及其制品生产、销售、皮革技术推广服务、家具制造销售等。标的公司巨星农牧原名为崇州永星种猪养殖有限公司，成立于 2008 年 7 月，核心业务聚焦于：饲料生产、生猪养殖、肉鸡养殖三个板块，最终标的资产交易作价确定为 18.2 亿元，以现金支付 1.2 亿元，以发行股份的方式支付 17 亿元，交易完成后当前公司大股东分别为四川和邦投资（25.6%）、四川巨星企业集团（24.4%）、成都星晟（4.9%）、贺正刚（4.2%）等。贺正刚先生及其控股的和邦股份作为一致行动人持股比例共计 32.2%，巨星及其一致行动人持股比例为 27.1%，巨星集团负责公司的运营管理，并未拥有董事会成员，公司股权结构及控制权相对稳定。

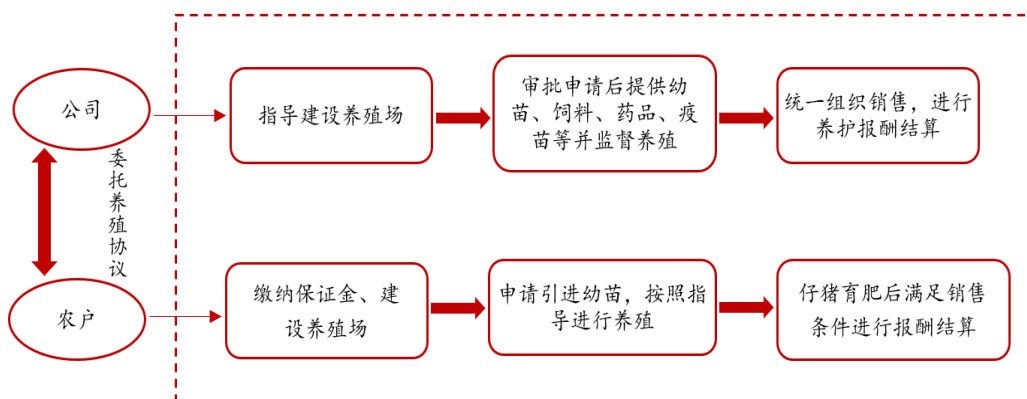
图 17：公司股权结构情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司同时发展“公司+农户”以及自繁自养两种生产模式，以保障养殖效率为首要目的。紧密型“公司+农户”的模式中，农户向公司申请猪苗后负责育肥阶段，其所有权不发生改变仍归属于公司，且过程中所需要的饲料、药品、疫苗等均有公司统一供应，且合作寄养户需接受公司监督检查，到育肥结束后公司按照合同约定与其结算报酬，并负责最终的销售环节。合作式养殖使用轻资产快速撬动社会资源，利用企业自身管理与技术优势，整合农村土地以及劳动力资源。而一体化则是全流程由公司自主经营，具体包括公司与 PIC 公司引进高质量、高健康的种猪种群、完成祖代和父母代扩繁、种猪选育、仔猪生产、商品猪育肥，自繁自养的场地方面则分为完全自建与租赁两种模式，若为自建则存在有固定资产较高、前期投入较多等，但后续扩产过程中受优质农户数量的制约相对较小，可迅速作出反应。

图 18：“公司+农户”运营模式流程图



数据来源：wind，西南证券整理

公司在自 2007 年起开始生猪规模化养殖，出栏体量不断提高，2021 年公司生猪出栏量 87 万头，同比增加 308.9%，大幅上涨主要系 2020 年度仅将 7-12 月报表纳入合并范围内，实现生猪板块销售收入 17.9 亿元，公司根据市场情况调整销售节奏，在生猪价格高时加大销售量，在仔猪种猪需求旺盛时，则将销售对象转向毛利率更高的仔猪与种猪。目前公司已布局 11 个生猪养基地，建成 19 个标准化种猪场。公司生产性生物资产规模不断提升，2021 年公司生产性生物资产 2.3 亿元，其中种猪占比 97.9%，鸡禽占比 2.1%。年末同比增长 6.5%。

公司养殖业务以西南地区为核心，坚持“立足四川，走向全国”的发展战略。四川省是我国的养殖大省，生猪出栏量连续多年居前，2020、2021 年出栏 5614.4 万头、6314.8 万头，同比增长 12.5% 占全国出栏约 9.4%，如今公司主要产能分布在西南地区，但以结合各地生猪供需的实际情况，充分调研市场后，在需求旺盛、拥有供应链优势的地区开发土地和资源，陆续在长三角、珠三角、京津冀地区设立的项目公司，进行产能布局。

**表 2：公司主要猪场项目建设情况**

| 建设项目          | 产能（母猪：头）                                     | 投产/预计投产 | 头均金额(万头) | 项目投入(万元)   |
|---------------|----------------------------------------------|---------|----------|------------|
| 泸县巨星兆雅猪场      | 2400                                         | 2017    | 1.13     | 2707.6     |
| 剑阁巨星圈龙猪场      | 3500                                         | 2018    | 1.25     | 4380.5     |
| 剑阁巨星高观猪场      | 5400                                         | 2019    | 1.35     | 7263.49    |
| 泸县巨星福集猪场      | 6000                                         | 2019    | 1.28     | 7685.53    |
| 叙永后山猪场        | 8000                                         | 2020    | 1.01     | 8093.0     |
| 泸县方洞猪场        | 2000                                         | 2020    | 1.22     | 2439       |
| 崇州观胜猪场        | 1800                                         | 2020    | 1.14     | 2059       |
| 崇州兴裕猪场        | 1800                                         | 2020    | 1.15     | 2069       |
| 屏山中都猪场        | 1800                                         | 2020    | 1.15     | 2069       |
| 邛崃冉义猪场        | 8000                                         | 2020    | 1.06     | 8484       |
| 剑阁开封猪场        | 6000                                         | 2020    | 0.95     | 5675       |
| 乐山剑锋猪场        | 5400                                         | 2020    | 0.98     | 5291       |
| 宜宾巨星屏边种猪场     | 2.4 万头的楼房种猪场；建成后将达到年出栏生猪 60 万头               | 2022.12 | 2.1      | 50,355.47  |
| 古蔺巨星石宝种猪场     | 1 万头的楼房种猪场；建成后将达到年出栏生猪 25 万头                 | 2022.4  | 2.1      | 21,103.75  |
| 古蔺巨星皇华种猪场     | 0.9 万头的种猪场；建成后将达到年出栏生猪 22.5 万头               | 2021.12 | 1.6      | 14,008.37  |
| 平塘巨星更打生猪繁育一体化 | 3380 头的种猪育肥一体化生猪养殖场；建成后将达到年出栏生猪 9.13 万头      | 2022.12 | 5.4      | 18,105.59  |
| 雅安巨星三江生猪繁育一体化 | 饲养规模为 0.4 万头的种猪育肥一体化生猪养殖；建成后将达到年出栏生猪 10.8 万头 | 2022.12 | 5.3      | 21,359.33  |
| 德昌巨星生猪繁育一体化   | 3.6 万头的种猪育肥一体化生猪养殖；建成后将达到年出栏生猪 97.2 万头       | 2022.6  | 5.3      | 192,075.84 |

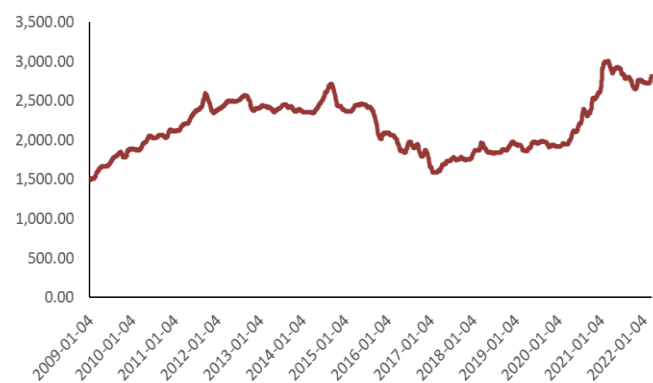
数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

2020 年叙永后山猪场、泸县方洞猪场、崇州观胜猪场、崇州兴裕猪场、屏山中都猪场、邛崃冉义猪场、剑阁开封猪场、乐山剑锋猪场相继投产。22 年完成建设的项目中，雅安、平塘、德昌均为一体化繁育项目，巩固加强公司一体化产业链优势。平塘项目新建母猪饲养规模 3380 头种猪育肥一体化生猪养殖场生产育肥猪，建设各类猪舍包括配怀舍，分娩舍，公猪舍，后备舍、隔离舍和育肥舍及待售舍，项目建成后出栏生猪 9.13 万头，雅安项目母猪饲养规模 0.4 万头，达产后年出栏生猪 10.8 万头，德昌项目新建母猪规模 3.6 万头，达产后年生猪出栏 97.2 万头。22 年在生猪价格处于底部的情况下，预计公司将对产能实施控制，静待未来反转出现后迅速反应进行扩产。

## 3.2 饲料板块协同发展，有效降低养殖成本

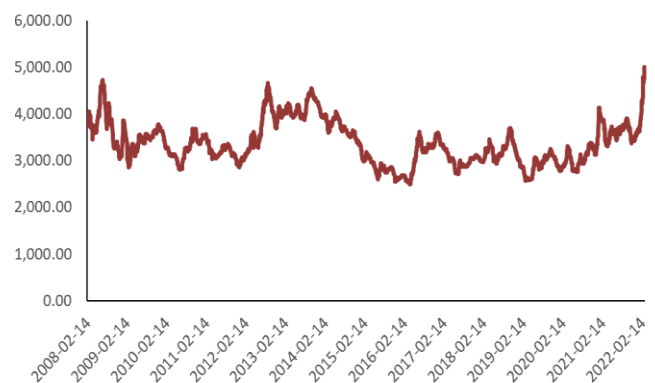
公司拥有多年饲料经营经验，形成饲料加工与畜禽养殖的一体化产业链，有助于养殖成本管控。饲料行业是畜牧业以及水产养殖业发展的物质基础，经历了 40 余年的迅速发展，当前是已成为国民经济的重要基础产业之一，中国也是全球第一饲料生产大国。近年来行业竞争加剧、玉米、豆粕等作为饲料原材料价格不断攀升，截至 2022 年 3 月 14 日现货玉米价格 2811.4 元/吨、豆粕价格 4978.6 元/吨，均处于历史高位。中小型饲料企业的盈利和生存空间日益缩小，饲料企业数量逐年减少，大中型企业积极寻求并购整合机会，行业集中度不断提升，中国饲料工业协会统计数据，2020 年，全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 749 家；饲料产量 1.3 亿吨，占全国饲料总产量的 52.8%。品牌影响力弱、研发水平较低、盈利能力不足的企业逐步被市场淘汰，行业集中度进一步提高是行业发展的必然趋势，在迅速增长时期过后，现阶段的饲料行业进入成熟整合阶段。且随着食品安全受重视程度不断提高，饲料作为动物食品安全性的重要影响因素，其安全性十分重要，我国饲料行业已逐渐转向“安全、高效、环保”的方向进行研发和市场推广，以保障食品安全。

图 19：玉米现货价格（单位：元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：豆粕现货价格（单位：元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

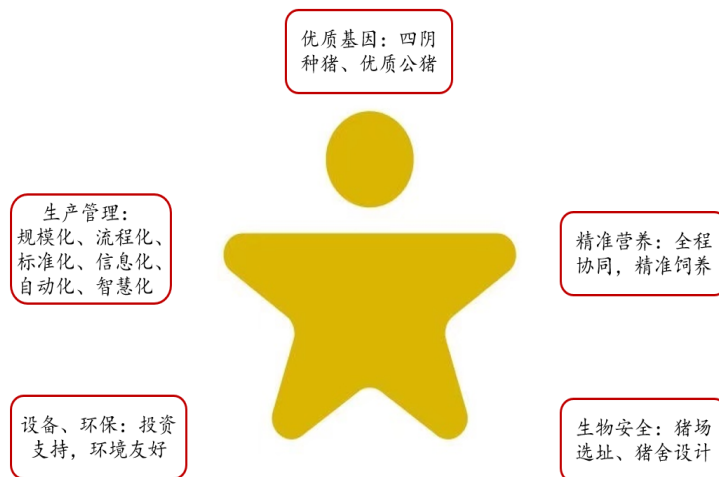
公司经自 2008 年起便经营饲料相关的业务，主要产品包括猪饲料、禽饲料和水产饲料，拥有研发实力以及完善的营销网络，在西南地区拥有多个饲料生产基地，采用以销定产的模式，饲料子公司每月初根据原材料库存、生产计划、市场行情制定采购计划，从供应商名单中挑选并进行询价，结合价格和品质确定最终的供应商，经采购中心审核后签署合同。饲料生产完成后部分用于供应公司内部养殖基地，剩余部分采用直销与经销相结合的销售模式，同步进行不断拓宽市场。

**饲料业务板块与畜禽养殖业务互为正反馈形成协同作用。**对于养殖端来说，营养技术研发中心根据原材料以及养殖过程中的情况及时对营养理念以及配方进行调整，有助于养殖场增产增效同时，降低外部采购饲料的风险，有效提高成本管控效率，提高生猪养殖盈利水平。在营养技术支持下，公司基本实现了种猪、仔猪、商品猪繁育以及生猪养殖所需饲料的研发、生产，做到生猪养殖 7 阶段精准饲喂，**料肉比得到进一步降低**。从饲料端的角度来说，不断调整配方的过程有助于提升饲料业务的竞争力，提高市场认可度以及份额。

## 3.3 优质高效四阴种猪，多方面提升养殖效率

养殖效率是生猪养殖企业的核心竞争力，具体体现在成本管控、动物安全防护等多个方面。公司拥有极致效率的运作体系，以设备、环保、生物安全为基础保障，优质的管理以及精准营养不断推动，把握优质基因优势稳步经营，以全球视角始终围绕“高品质、高效率、可持续”三大核心经营原则，一切建立在生产更安全、更健康更优质的肉食品的原则上，以此满足并领先于市场需求，降低养殖成本并致力于环境友好、社区友好、平衡协调家庭农场以及消费者的利益。

图 21：巨星养殖板块核心优势



数据来源：wind，西南证券整理

公司从硬件设备以及养殖管理等多个方面强化生物安全防护优势。坚持“严格选址、高标准建设、封闭隔断、洗消毒疫、持续监测、迅速处置”的管控思路，通过对非瘟病毒的研究，在存活、传播、发病等关键环节严格进行防疫。非洲猪瘟病毒于我国不断演绎的过程中，致死性减弱，传染性增强。1921 年非洲猪瘟首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，目前还没有可用于预防和治疗疫苗，因此对防控工作要求很高。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。根据农业农村部的数据显示，2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 99、63、19 起，共计扑杀生猪 63、39、1.4 万头，发生数量以及扑杀数量的减少主要是归功于防疫力度以及重视程度的提升，但与毒株的演绎也有不可分割的关系。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示，2020 年在对黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙古、河北和湖北等省的农场和屠宰场的为期 6 个月的检测中，收集到 3660 个样本，发现并分离出 22 株流行毒株，由特征判断是 II 型非洲猪瘟，属于低致死率的自然变异流行株。非洲猪瘟病毒向流行性方向发展，出现非瘟弱毒株，弱毒株毒性降低但感染几率成倍增加，且其潜伏期可高达 30 天或更久，不易检测，发病猪场更难发现、难根除、难控制。

针对老旧种猪场，公司以最新防疫标准为参考进行改良升级，在新猪场的建设过程中，公司按照 PIC 千点评分体系选址，该评分体系中针对附近猪的数量、附近猪的密度、区域内猪的密度、被评估猪场的规模、5km 内猪场的数量、区域内猪场最低评分、其他可能的污染源、地形类型、道路类型、其他动物、气候共计 11 项进行打分，满分 1000 分，严格执行打

分制度保障选址生物安全性，在此基础上遵循自动化、工业化、智慧化的原则设计猪场，猪场配备亚高效新风系统过滤、三级反渗透膜饮用水过滤、三分钟 85 度高温灭菌饲料生产线，确保猪只饮食饮水安全在养殖过程中采用多级隔离洗消毒防疫体系，在各基地建立了猪群监测净化体系，有效将病毒隔离在猪场外。人员方面公司专门设立非瘟防控组织机构，设立流程及管理办法，进行标准化防范。对于与农户进行合作的养殖模式，公司安排专人进行驻场管理，同时生物安全员进行不定期检查以保证公司防疫措施与理念精准有效落实。利用高科技设备，根据产能和布局设立生物安全实验室，检测生猪健康状况，做到提前防范、尽早发觉、尽快处理。

图 22：叙永巨星后山种猪场



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 23：乐山巨星剑锋种猪场



数据来源：公司公众号，西南证券整理

**公司掌握育种技术优势，且与国际领先农牧企业合作，提高生产管理效率。**育种方面公司掌握有 BLUP（最佳线性无偏估计）遗传评估法、全基因组选择育种技术和种猪性能测定技术。BLUP 技术可校正固定环境效应，降低随机交配造成的偏差，对有亲缘关系的不同群体联合评估，提高育种值估计的准确性。全基因组选择育种可以捕获基因组中的全部遗传变异，针对肉质或是屠宰性状这类低遗传力和难以度量的性状可以进行选择，并缩短世代间隔，对后备种猪提前选择，在集中测定后可实现高生长速度和低料肉比的种猪的选育。公司与知名养猪服务技术公司 pipestone 合作，2016 年 9 月，双方签订了《管理及技术服务合同》，合同有效期 7 年，其向公司提供包括场所设计咨询方案，基因审查、推荐和监督，养殖人员技术支持及培训等在内多地多项生猪养殖咨询服务，帮助公司从选址开始到生猪生产操作流程的细节等诸多方面引入全套养殖理念和生产技术体系，保障生产效率。

**四阴种猪为公司提供品质保障。**公司与种猪改良公司 PIC 合作，从 PIC 购置供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪，选取生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪，**在其基础之上繁育初四阴种猪，不携带蓝耳、伪狂犬 GE、PED（猪流行性腹泻）、非洲猪瘟等常见猪传染病毒，且在后续养殖过程中患病率较低。**其后代具有产仔率高、存活率高、料肉比低等多项优点。同时公司根据生猪配种、生产、保育以及育肥等不同阶段的特点以及需求保证精准饲养和全程协同营养配种、产房、保育舍均实现标准化流程，加强饲养管理阶段的质量管理控制。优质的种猪以及精准的营养保障了公司长期的成本竞争优势，公司建立高质量核心种群，未来为公司提供大量优质的种猪、仔猪，使得公司各项指标均处于行业领先水平。**公司与 PIC 合作关系稳定**，2017 年 9 月双方签署了《封闭扩繁总协议》，协议的初始期限为七年零六个月，初始期限到期后，协议自动续展 24 个月，除非任何一方在初始期限届满之前的 24 个月之前以书面形式通知不再续展。

公司注重科研创新，以多所国内外高等院校和科研院所为主要依托，建成整合全球优质科研资源的研究院。主要针对繁育、营养和饲养、疾控、工程环保四大板块建设研究中心以及多个科研试验基地在专家委员会的指导下建设打造世界领先的牧业科技研究院、畜牧领域重大应用技术创新基地、科技成果转化示范基地和行业高端科技人才聚集高地。

图 24：叙永巨星后山种猪场



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 25：乐山巨星剑锋种猪场



数据来源：公司公众号，西南证券整理

人才体系建设是养殖企业长远发展的核心，公司注重人才团队的培养，坚持“培养标准化、人才年轻化”的理念，毕业生经过校园招聘后，经历 2-3 年的轮岗学习，在公开竞聘考核达标之后，完成从技术员、储备组长到储备生产经理、储备场长的身份转变，成为公司培养体系下下一路成长的生产一线的核心管理人员。目前公司已形成了成熟的人才批量复制体系，打造了一支“年轻化、专业化、具有高度执行力”的人才队伍。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

假设 1：根据公司当前产能布置的情况，我们预计公司 2022-2024 年出栏生猪数量在 150/300/600 万头，对应三年平均生猪销售价格对应为 15/21/20 元/公斤，公司养殖完全成本对应为 16.5/16/16 元/公斤，整体毛利率为-8%/27%/25%。

假设 2：公司饲料业务稳定发展，在价格基本维持稳定的假设下，2022-2024 销售量增速为 70%/65%/50%，对应毛利率 8%/8%/8%；商品鸡业务板块因禽类父母带存栏处于相对低位，未来或将迎来景气度提升，2022-2024 销售金额增速为 50%/45%/30%，毛利率为 3%/5%/5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 |     | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E    |
|--------|-----|---------|---------|---------|----------|
| 生猪     | 收入  | 1792.16 | 3046.67 | 7159.68 | 13961.37 |
|        | 增速  | 169.48% | 70.00%  | 135.00% | 95.00%   |
|        | 毛利率 | 26.21%  | -8.00%  | 27.00%  | 25.00%   |

| 单位：百万元 |     | 2021A    | 2022E    | 2023E     | 2024E     |
|--------|-----|----------|----------|-----------|-----------|
| 饲料     | 收入  | 519.16   | 882.57   | 1456.24   | 2184.37   |
|        | 增速  | 142.99%  | 70.00%   | 65.00%    | 50.00%    |
|        | 毛利率 | 7.92%    | 8%       | 8.00%     | 8.00%     |
| 商品鸡    | 收入  | 166.68   | 1571.06  | 2356.60   | 3417.07   |
|        | 增速  | 92.81%   | 50.00%   | 45.00%    | 30.00%    |
|        | 毛利率 | -17.73%  | 3.00%    | 5.00%     | 5.00%     |
| 皮革     | 收入  | 495.46   | 1483.81  | 1528.32   | 1574.17   |
|        | 增速  | 14.55%   | 15.00%   | 10.00%    | 10.00%    |
|        | 毛利率 | 16.56%   | 15.00%   | 15.00%    | 15.00%    |
| 其他     | 收入  | 9.47     | 1483.81  | 1528.32   | 1574.17   |
|        | 增速  | -77.19%  | 3.00%    | 3.00%     | 3.00%     |
|        | 毛利率 | 33.69%   | 30.00%   | 30.00%    | 30.00%    |
| 合计     | 收入  | 2,982.92 | 8,467.92 | 14,029.16 | 22,711.15 |
|        | 增速  | 156.75%  | 183.88%  | 65.67%    | 61.89%    |
|        | 毛利率 | 26.22%   | 6.40%    | 20.35%    | 20.01%    |

数据来源：Wind，西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取行业中的四家相关公司：牧原股份、天邦股份、华统股份、立华股份，四者 2023 年平均 PE 为 9 倍，考虑到公司生猪养殖效率高，未来产能扩张成长空间广等因素，适当溢价予以公司 2023 年 12 倍 PE，首次覆盖，予以“买入”评级，给予目标价 37.2 元。

表 4：可比公司估值

| 证券代码   | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |       |       |       | PE（倍） |        |        |       |
|--------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
|        |      |       | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E |
| 002714 | 牧原股份 | 49.22 | 7.30   | 1.62  | 1.57  | 5.55  | 10.53 | 30.39  | 31.29  | 8.87  |
| 002124 | 天邦股份 | 6.22  | 2.47   | -1.80 | -0.35 | 0.76  | 5.91  | -3.45  | -18.02 | 8.20  |
| 300761 | 立华股份 | 33.24 | 0.63   | -0.73 | 2.30  | 4.07  | 49.31 | -45.84 | 14.27  | 8.06  |
| 002840 | 华统股份 | 15.68 | 0.30   | -0.18 | 0.84  | 1.56  | 34.73 | -79.94 | 17.17  | 9.22  |
| 平均值    |      |       |        |       |       |       | 25    | -25    | 11     | 9     |
| 603477 | 巨星农牧 | 20.64 | 0.27   | 0.51  | -0.44 | 3.10  | -     | 41     | -47    | 7     |

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

公司产能扩张不及预期；养殖端出现疫情；产品销售不及预期等。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 现金流量表 (百万元)       | 2021A           | 2022E           | 2023E          | 2024E          |
|---------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 2982.92        | 8467.93         | 14029.18        | 22711.17        | 净利润               | 266.64          | -229.85         | 1616.29        | 2868.96        |
| 营业成本          | 2416.44        | 7926.21         | 11173.99        | 18166.84        | 折旧与摊销             | 210.68          | 245.82          | 276.58         | 292.44         |
| 营业税金及附加       | 10.39          | 35.08           | 55.04           | 90.76           | 财务费用              | 47.67           | 174.10          | 193.44         | 175.90         |
| 销售费用          | 37.97          | 127.02          | 210.44          | 340.67          | 资产减值损失            | -2.62           | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 123.94         | 423.40          | 701.46          | 1022.00         | 经营营运资本变动          | -251.49         | -2407.00        | -918.75        | -2740.48       |
| 财务费用          | 47.67          | 174.10          | 193.44          | 175.90          | 其他                | -115.67         | -8.55           | -10.00         | -10.24         |
| 资产减值损失        | -2.62          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>155.21</b>   | <b>-2225.49</b> | <b>1157.56</b> | <b>586.58</b>  |
| 投资收益          | 12.33          | 10.00           | 10.00           | 10.00           | 资本支出              | -991.74         | -10.00          | -10.00         | -10.00         |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -43.74          | -1.15           | 0.38           | -0.13          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1035.48</b> | <b>-11.15</b>   | <b>-9.62</b>   | <b>-10.13</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>296.42</b>  | <b>-207.88</b>  | <b>1704.82</b>  | <b>2924.99</b>  | 短期借款              | 27.92           | 2393.83         | -676.44        | 33.55          |
| 其他非经营损益       | -18.80         | -35.02          | -33.78          | -34.19          | 长期借款              | 510.21          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>277.62</b>  | <b>-242.89</b>  | <b>1671.04</b>  | <b>2890.80</b>  | 股权融资              | 412.28          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 10.99          | -13.04          | 54.75           | 21.84           | 支付股利              | -38.37          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 净利润           | 266.64         | -229.85         | 1616.29         | 2868.96         | 其他                | 97.82           | -277.80         | -193.44        | -175.90        |
| 少数股东损益        | 7.66           | -6.21           | 46.12           | 84.99           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1009.87</b>  | <b>2116.03</b>  | <b>-869.88</b> | <b>-142.36</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 258.98         | -223.64         | 1570.17         | 2783.98         | <b>现金流量净额</b>     | <b>129.79</b>   | <b>-120.61</b>  | <b>278.06</b>  | <b>434.10</b>  |
|               |                |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 财务分析指标            | 2021A           | 2022E           | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 544.00         | 423.40          | 701.46          | 1135.56         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 230.42         | 1246.63         | 1753.04         | 2792.60         | 销售收入增长率           | 107.26%         | 183.88%         | 65.67%         | 61.89%         |
| 存货            | 1326.22        | 5099.18         | 6836.51         | 11307.17        | 营业利润增长率           | 6.73%           | -170.13%        | 720.10%        | 71.57%         |
| 其他流动资产        | 16.46          | 9.81            | 14.07           | 23.00           | 净利润增长率            | 99.73%          | -186.20%        | 603.19%        | 77.50%         |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA 增长率        | 42.34%          | -61.78%         | 925.69%        | 56.03%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 2601.08        | 2380.47         | 2129.10         | 1861.88         | 毛利率               | 18.99%          | 6.40%           | 20.35%         | 20.01%         |
| 无形资产和开发支出     | 723.23         | 708.95          | 694.66          | 680.37          | 三费率               | 7.03%           | 8.56%           | 7.88%          | 6.77%          |
| 其他非流动资产       | 574.35         | 583.43          | 592.51          | 601.59          | 净利率               | 8.94%           | -2.71%          | 11.52%         | 12.63%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>6015.78</b> | <b>10451.87</b> | <b>12721.35</b> | <b>18402.16</b> | ROE               | 8.01%           | -7.41%          | 34.25%         | 37.81%         |
| 短期借款          | 714.06         | 3107.89         | 2431.46         | 2465.00         | ROA               | 4.43%           | -2.20%          | 12.71%         | 15.59%         |
| 应付和预收款项       | 497.02         | 2087.79         | 2828.01         | 4562.82         | ROIC              | 9.76%           | -0.63%          | 27.04%         | 35.36%         |
| 长期借款          | 689.26         | 689.26          | 689.26          | 689.26          | EBITDA/销售收入       | 18.60%          | 2.50%           | 15.50%         | 14.94%         |
| 其他负债          | 787.72         | 1464.35         | 2053.76         | 3097.24         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2688.05</b> | <b>7349.29</b>  | <b>8002.48</b>  | <b>10814.32</b> | 总资产周转率            | 0.58            | 1.03            | 1.21           | 1.46           |
| 股本            | 506.09         | 506.09          | 506.09          | 506.09          | 固定资产周转率           | 1.88            | 4.57            | 7.27           | 12.42          |
| 资本公积          | 2210.39        | 2210.39         | 2210.39         | 2210.39         | 应收账款周转率           | 19.82           | 16.40           | 12.89          | 14.08          |
| 留存收益          | 577.16         | 353.51          | 1923.68         | 4707.66         | 存货周转率             | 2.24            | 2.47            | 1.87           | 2.00           |
| 归属母公司股东权益     | 3288.93        | 3070.00         | 4640.16         | 7424.14         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 97.43%          | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | 38.80          | 32.59           | 78.71           | 163.70          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3327.73</b> | <b>3102.58</b>  | <b>4718.87</b>  | <b>7587.84</b>  | 资产负债率             | 44.68%          | 70.32%          | 62.91%         | 58.77%         |
| 负债和股东权益合计     | 6015.78        | 10451.87        | 12721.35        | 18402.16        | 带息债务/总负债          | 52.21%          | 51.67%          | 39.00%         | 29.17%         |
|               |                |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.23            | 1.06            | 1.32           | 1.55           |
|               |                |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.46            | 0.26            | 0.35           | 0.40           |
|               |                |                 |                 |                 | 股利支付率             | 14.82%          | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                |                |
|               |                |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.51            | -0.44           | 3.10           | 5.50           |
|               |                |                 |                 |                 | 每股净资产             | 6.58            | 6.13            | 9.32           | 14.99          |
|               |                |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.31            | -4.40           | 2.29           | 1.16           |
|               |                |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.08            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
|               |                |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E           | 2023E           | 2024E           |                   |                 |                 |                |                |
| EBITDA        | 554.77         | 212.04          | 2174.84         | 3393.33         |                   |                 |                 |                |                |
| PE            | 40.98          | -47.45          | 6.76            | 3.81            |                   |                 |                 |                |                |
| PB            | 3.19           | 3.42            | 2.25            | 1.40            |                   |                 |                 |                |                |
| PS            | 3.56           | 1.25            | 0.76            | 0.47            |                   |                 |                 |                |                |
| EV/EBITDA     | 19.86          | 63.25           | 5.72            | 3.55            |                   |                 |                 |                |                |
| 股息率           | 0.36%          | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |                   |                 |                 |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄滢  | 销售经理            | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理            | 18516516105  | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 崔露文 | 销售经理            | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理            | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理            | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 陈含月 | 销售经理            | 13021201616  | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn     |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |