

巨星农牧

(首次评级)

(603477.SH)

证券研究报告

区域养殖龙头，高成长穿越周期

公司简介

巨星农牧前身为振静股份，2020年7月重组后公司发展重心放至生猪养殖，同时发展皮革、饲料肉鸡养殖等业务，已经成为西南地区养殖头部企业。2021年公司实现生猪出栏87.1万头，营业收入29.83亿元，同比增长107.30%；实现归母净利润2.59亿元，同比增长102.34%。2022年前三季度公司实现营业收入25.16亿元，同比增长26.72%，实现归母净利润-0.97亿元，同比下滑147.78%。

持续投建生猪产能，出栏量保持高速增长：

公司合并重组后大力发展生猪养殖业务，目前公司能繁母猪存栏量已超过10万头，公司育肥产能超过200万头且有大量养殖产能在建设中，公司年出栏100万头的一体化项目有望在23年中落地。公司合并以来通过增发与发行可转债的方式募集资金14.2亿元，公司目前账面资金充足、资产负债率为52%，有望通过产能扩张实现出栏量的快速增长。我们预计公司2022/23/24年生猪出栏量分别为150万头/300万头/500万头，同比增长72%/100%/67%，公司成长性突出。

生产效率持续优化迭代，养殖成本行业领先：

公司由“公司+农户”模式逐步发展至“自繁自养一体化”养殖，公司有望实现养殖全环节自主可控，提升防疫能力，通过迭代内控管理模式持续提升养殖效率。公司在育种端与PIC达成深度合作，PSY水平已经达到28，三季度完全养殖成本已经降至16.6元/公斤，同时公司生产指标有望持续优化，饲料成本规模效应有望加强，年底完全成本有望降至16元/公斤，处于行业领先地位。

行业产能补充速度较慢，养殖规模化持续提升：

受到官方能繁母猪存栏数据、资金、猪价等多因素的扰动，目前行业内产能补充速度较为缓慢，预计23年全年生猪均价有望达到20元/公斤。一体化养殖企业成本端占有优势且持续扩张，规模企业成长性依旧，行业集中度有望再度提升。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2022-2024年公司实现营业收入37.8亿元/77.4亿元/106.2亿元，同比+26.6%/+105.0%/+37.2%，归母净利润1.7亿/14.1亿/11.4亿元，同比-33.28%/+715.88%/-18.86%，对应EPS为0.34/2.79/2.26元。公司生猪出栏量增速与成本控制能力行业领先，参考生猪养殖行业2023年8-24倍PE估值，考虑到公司成长性突出且养殖成本行业领先，给予2023年11XPE，目标价30.65元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

生猪价格不及预期；产能建设不及预期；动物疫病风险；可转债转股以及股东减持风险。

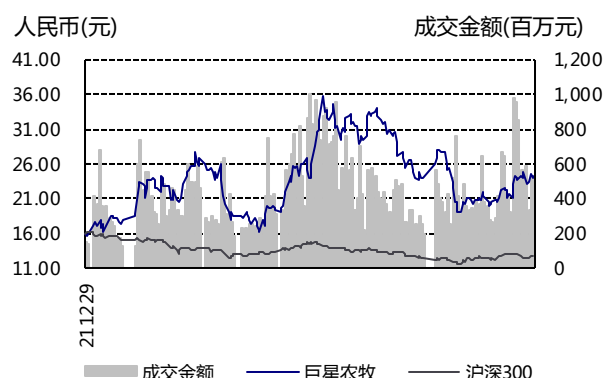
农林牧渔组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：24.17元

目标价（人民币）：30.65元



公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,439	2,983	3,776	7,741	10,624
营业收入增长率	159.05%	107.26%	26.58%	105.02%	37.24%
归母净利润(百万元)	128	259	173	1,410	1,144
归母净利润增长率	223.14%	102.84%	-33.28%	715.88%	-18.86%
摊薄每股收益(元)	0.273	0.512	0.341	2.786	2.260
每股经营性现金流净额	0.80	0.31	0.80	2.53	1.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.80%	7.87%	5.03%	29.25%	19.27%
P/E	40.02	30.29	71.12	8.72	10.74
P/B	1.92	2.39	3.58	2.55	2.07

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、公司简介：重组聚焦生猪养殖，区域龙头快速扩张.....	4
1.1 重组后公司架构稳定，公司聚焦生猪养殖.....	4
二、成长性：出栏量维持高速增长，公司未来可期.....	5
2.1 区域性向全国化发展，公司成长路径明晰：.....	5
2.2 上市后持续融资，成长确定性强：.....	7
三、竞争力：种猪优势+养殖模式持续迭代，持续降本提升利润.....	8
3.1 养殖模式更新迭代，一体化养殖降本增效：.....	9
3.2 种猪性能优秀，生产指标行业领先：.....	11
3.3 规模效率有望凸显，饲料成本有望下降：.....	12
四、行业周期：产能回补进程较慢，规模企业持续扩张.....	13
4.1 生猪产能恢复较慢，景气区间有望拉长.....	13
4.2 生猪养殖行业规模化持续进行，规模企业成长性犹存.....	14
五、盈利预测与投资建议.....	16
盈利预测.....	16
投资建议及估值.....	17
六、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 巨星农牧有限公司发展历程.....	4
图表 2： 公司股权结构稳定.....	4
图表 3： 公司业绩补偿措施.....	4
图表 4： 公司营业收入快速增长.....	5
图表 5： 生猪养殖业务已经成为主要营收来源.....	5
图表 6： 公司归母净利润.....	5
图表 7： 公司毛利率和净利率水平.....	5
图表 8： 公司生猪出栏量保持高速增长.....	6
图表 9： 公司能繁母猪储备充足.....	6
图表 10： 公司固定资产水平持续增加.....	6
图表 11： 公司在建工程水平.....	6
图表 12： 公司主要产能项目.....	6
图表 13： 公司直接融资情况统计.....	7
图表 14： 公司现金储备充足.....	8
图表 15： 公司资本开支情况.....	8
图表 16： 可比公司资产负债率.....	8
图表 17： 可比公司流动比率.....	8
图表 18： 公司控股股东股权质押情况.....	8
图表 19： 公司养殖完全成本行业领先.....	8
图表 20： 自繁自养与“公司+农户”养殖模式对比.....	9

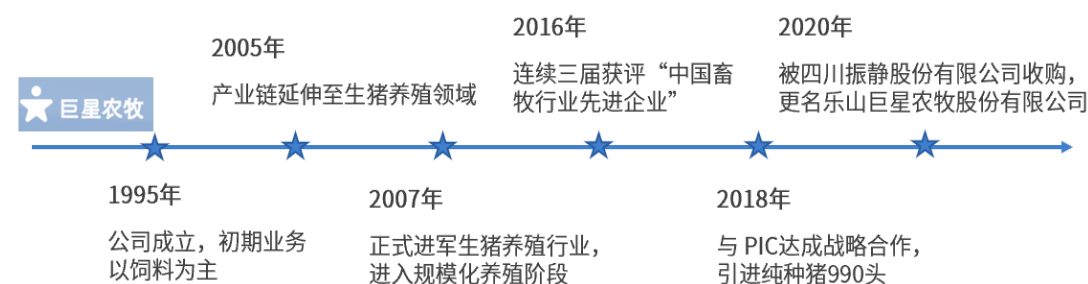
图表 21: 代养费用跟随猪价波动而变化.....	10
图表 22: 公司 2021 年存栏结构.....	10
图表 23: 公司德昌项目示意图.....	10
图表 24: “粮进肉出”一体化养殖模式.....	10
图表 25: 我国生猪调运逐渐向猪肉调运转变.....	10
图表 26: 2021 年 PIC 中国客户场母猪效率高于行业平均.....	11
图表 27: 巨星高观场与 PIC 合作后月度 PSY 持续提升.....	11
图表 28: Pipstone 合作场 PSY 水平行业领先.....	11
图表 29: 公司 PSY 水平行业领先.....	12
图表 30: 公司头均毛利水平行业领先（元/头）.....	12
图表 31: 公司出栏结构持续优化.....	12
图表 32: 2021 年种猪销售毛利较高（元/头）.....	12
图表 33: 饲料成本在生猪养殖成本中占比较大.....	12
图表 34: 2021 年头均饲料成本对比（元/头）.....	12
图表 35: 公司生产饲料主要用于内部养殖.....	13
图表 36: 生猪养殖补充产能有 10 个月的时滞性.....	13
图表 37: 猪周期演变示意图.....	13
图表 38: 历史上我国猪周期跨度均在 4 年左右.....	13
图表 39: 二元母猪价格涨幅较小（元/公斤）.....	14
图表 40: 能繁母猪回补速度较慢.....	14
图表 41: 二元母猪和三元母猪占比.....	14
图表 42: 淘汰母猪宰杀量.....	14
图表 43: 我国支持生猪养殖规模化发展.....	15
图表 44: 我国散养户规模依旧庞大.....	16
图表 45: 生猪养殖成本变动情况.....	16
图表 46: 生猪养殖成本变动情况.....	16
图表 47: 我国生猪养殖规模化程度逐年提升（CR10）.....	16
图表 48: 公司主要业务拆分表.....	16
图表 49: 可比公司估值分析.....	17
图表 50: 主要生猪养殖企业出栏量统计.....	18
图表 51: 完全成本为 15.5 元时生猪业务利润敏感性分析.....	18
图表 52: 完全成本为 16 元时生猪业务利润敏感性分析.....	18
图表 53: 完全成本为 16.5 元时生猪业务利润敏感性分析.....	19

一、公司简介：重组聚焦生猪养殖，区域龙头快速扩张

1.1 重组后公司架构稳定，公司聚焦生猪养殖

巨星农牧的前身为四川振静股份有限公司，四川振静股份有限公司于 1993 年成立，主要从事中高端皮革的研发、制造和销售，建立了汽车革、鞋面革、家私革三大产品线。2020 年 7 月，振静股份通过定增发股支付 17.025 亿元配合 1.175 亿元的现金，共计 18.2 亿元，完成对巨星农牧有限公司 100% 股权的收购，成功实现资产重组。2020 年 8 月，公司正式更名为乐山巨星农牧股份有限公司，主营业务转变为生猪养殖，2021 年公司实现生猪出栏 87.1 万头，成为西南地区养殖龙头企业。

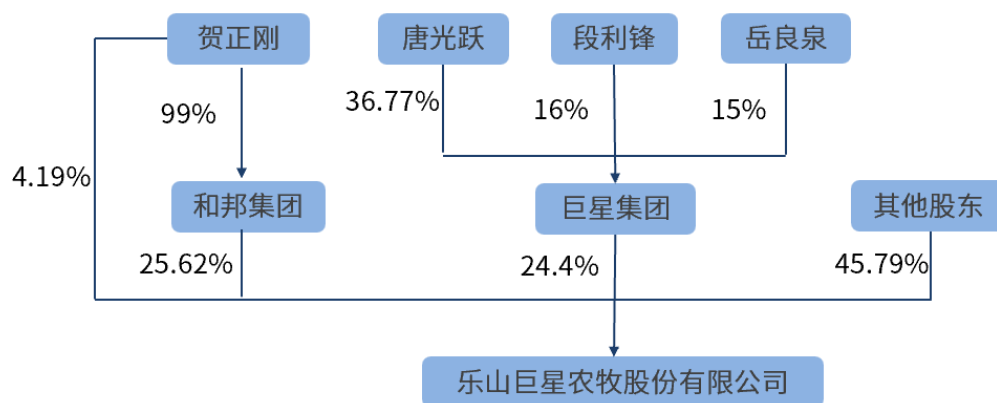
图表 1：巨星农牧有限公司发展历程



来源：公司公告，公司宣传画册，国金证券研究所

巨星农牧有限公司始建于 1994 年 8 月，公司初始发展阶段以饲料业务为主，2005 年开始进入生猪养殖行业，2018 年公司从美国 PIC 引进曾祖代原种猪近 1000 头，公司通过与国外先进养殖企业的合作和十余年规模化生猪养殖积累的丰富经验，发展成为西南地区领先的一体化生猪养殖企业。先后荣获“中国畜牧行业百强优秀企业”、“农业产业化国家重点龙头企业”等称号，拥有“国家生猪核心育种场”。

图表 2：公司股权结构稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

截至目前，贺正刚先生及其控制的和邦投资集团合计持有巨星农牧 32.24% 的股份，其中贺正刚先生直接持有 4.53%；巨星集团及其一致行动人合计持有巨星农牧 24.40% 的股份。交易双方为保证本次交易前后控制权的稳定，分别出具了关于控制权稳定的承诺函，和邦集团仍为上市公司控股股东，贺正刚先生仍为上市公司实际控制人。贺正刚先生在生猪养殖行业从业 20 余年，拥有丰富的产业经验，为公司在生猪养殖行业的发展奠定基础。

图表 3：公司业绩补偿措施

	业绩承诺	补偿措施	激励措施
巨星集团	2020-2022 年度的净利润总额	巨星集团、和邦集团应就未	补偿期内累积实际实现

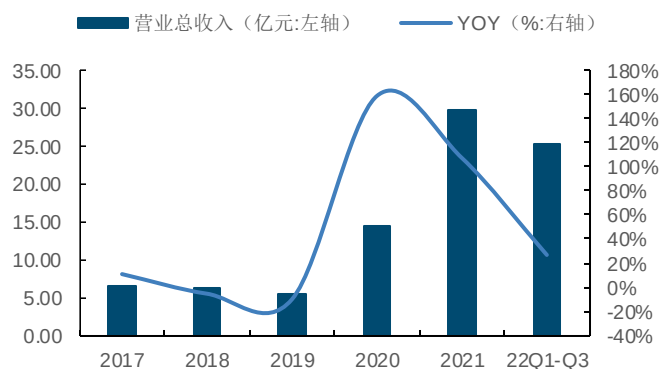
不低于 5.77 亿元	达到承诺净利润数的部分分	的净利润数高于 7.8 亿
2020-2022 年度的净利润分别	别按照 85%和 15%的比例向	元，则将超额净利润的
和邦集团	上市公司承担补偿责任，且	30%作为奖励一次性支付
不低于 1.58 亿元、1.59 亿元	巨星集团与和邦集团间负有	给管理人员、技术骨干
和 2.6 亿元	连带补偿责任	等奖励对象。

来源：公司公告，国金证券研究所

公司为确保管理团队的稳定、员工的积极性和业绩的快速增长，巨星集团和和邦集团共同签署了《业绩承诺补偿协定》，巨星集团承诺公司 2020-2022 年累计净利润不低于 5.77 亿元，和邦集团承诺公司 2020-2022 年的净利润分别不低于 1.58 元、1.59 亿元和 2.6 亿元。如果公司未能满足业绩承诺，巨星集团与和邦集团会分别就未达到承诺净利润数的部分分别按照 85%和 15%的比例向上市公司承担补偿责任。如果公司 2020-2022 年累计实现净利润超过 7.8 亿元，将会取出将超额净利润的 30%作为奖励一次性支付给上市公司经营管理团队，从而充分调动管理团队的积极性。截至 2021 年底，公司已经累计实现 9.93 亿元，超过最初设定目标。

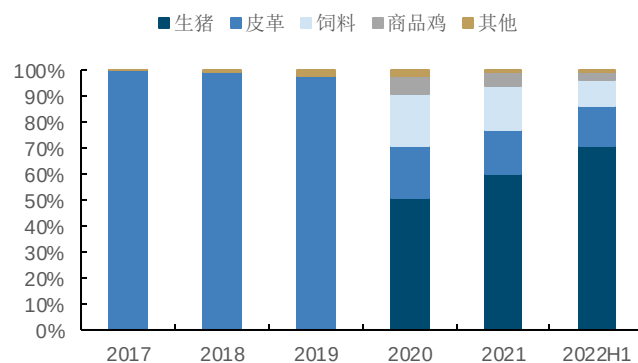
公司合并重组后营业收入快速增长，2021 年实现营业收入 29.83 亿元，同比增长 107.26%；2022 年上半年生猪价格低迷致使公司业绩承压，2022Q1-Q3 公司实现营业收入 25.16 亿元，同比增长 20.72%。生猪业务在公司营业收入占比中持续提升，2022H1 生猪养殖业务占公司营收比例为 71%。由于生猪养殖业务的周期性，公司归母净利润在合并后也出现了较大波动，截至三季度公司实现亏损归母净利润 0.97 亿元，随着生猪价格的逐渐好转以及四季度生猪出栏量的增加，公司有望实现全年盈利。

图表4：公司营业收入快速增长



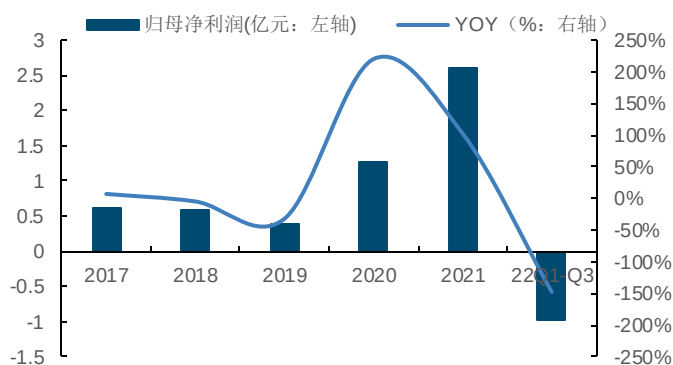
来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：生猪养殖业务已经成为主要营收来源



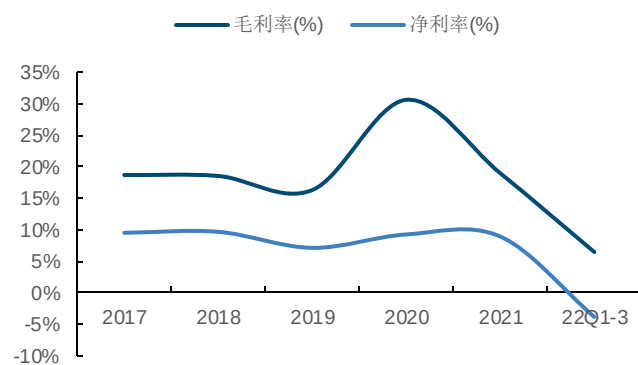
来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司毛利率和净利率水平



来源：公司公告，国金证券研究所

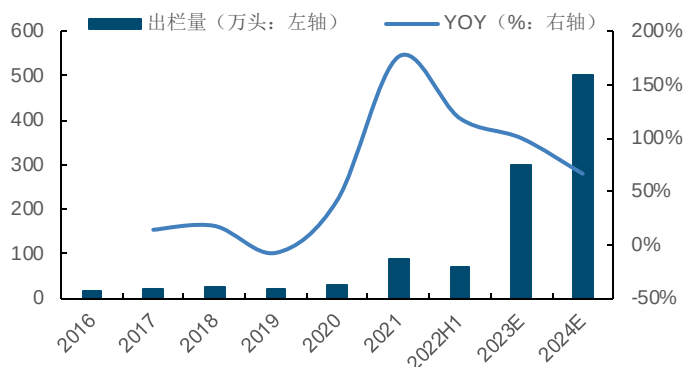
二、成长性：出栏量维持高速增长，公司未来可期

2.1 区域性向全国化发展，公司成长路径明晰：

巨星农牧自 2016 年开始确定聚焦生猪养殖业务，此后公司生猪出栏量开始加速增长。2016 年以来，公司除了 2019 年受到非洲猪瘟影响出栏量同比有所下降以外，其余年份出栏量均保持稳定增长，尤其是公司重组合并后，出栏量增速进一步加快。2021 年公司实现生猪出栏 87.1 万头，同比增长 177%；截至 2022H1，公司出栏生猪 68.12 万头，同比增长 119%，公司生猪出栏量保持高速增长。公司计划 2022-2024 年分别实现生猪出栏

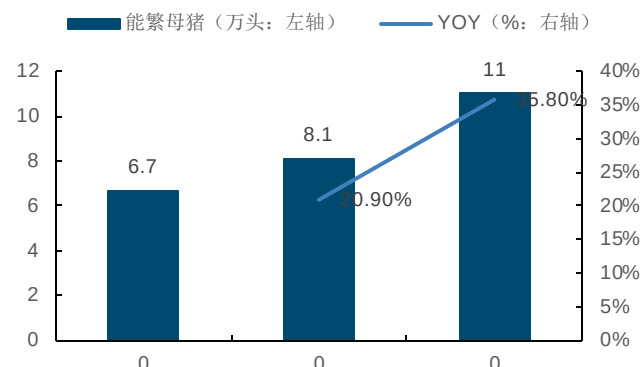
150 万头、300 万头、500 万头，同比增速分别为 72%、100%、67%，公司出栏量预计持续保持高速增长。

图表8：公司生猪出栏量保持高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：公司能繁母猪储备充足

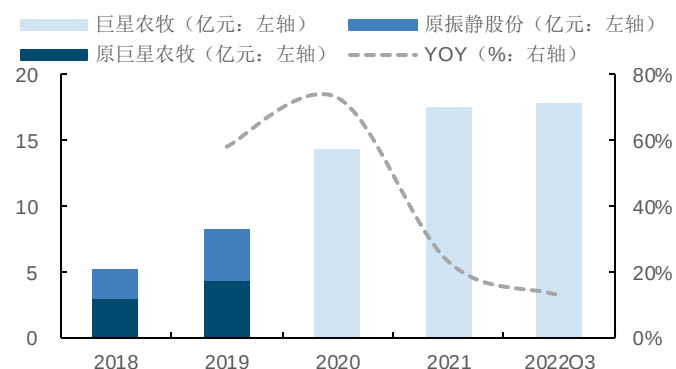


来源：公司公告，国金证券研究所

能繁母猪存栏量决定了公司自繁自养的产能，可以对公司未来生猪出栏量做有效支撑。2020 年以来，公司能繁母猪存栏量快速增长，截至 2022Q3 能繁母猪存栏量为 10 万头，后备能繁母猪存栏量为 5 万头。公司与 PIC 深度合作，母猪生产性能行业领先，目前的能繁母猪存栏量足以支撑 200 万头以上的仔猪年产量，同时公司能繁母猪仍在持续补充的过程中，公司未来出栏量的成长性可以得到强有力的保证。

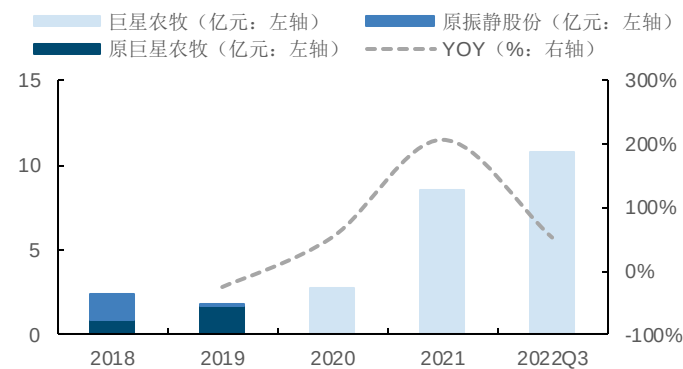
公司自合并以来固定资产保持较高速度的增长，2020 年与 2021 年公司固定资产分别同比上涨 73%和 23%。公司增加的固定资产主要是猪舍的建设，固定资产的快速增长为公司未来生猪产能奠定基础。目前公司仍有大量的在建工程，未来生猪养殖产能保持快速扩张，截至三季度公司有 10.78 亿元的在建工程，同比上涨 52.60%。

图表10：公司固定资产水平持续增加



来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：公司在建工程水平



来源：公司公告，国金证券研究所

公司资产重组后制定了出栏量 1000 万头的计划，现有建成和规划产能已经超过 500 万头。公司在合并重组前已经有年产 58 万头仔猪的产能，公司合并重组后持续增加产能水平，按照公司 2020 年以前的建设产能母猪 PSY 水平为 25，定增项目生产效率按照公司指引数据，如果公司在建猪场均实现在 2022 年达产，预计公司 2022 年底能繁母猪产能约为 15.97 万头，对应仔猪产能为 409 万头；根据公司公告内容，除下表统计的主要产能外，公司仍有其他在建和规划产能超过 100 万头。土地资源是限制养殖企业扩张的资源禀赋，公司自合并以来积极与各地区政府合作，在川渝地区主要通过自主建设，省外地区通过租赁、代养等方式布局省外产能，支撑公司生猪出栏量快速增长。根据公司公告，截至 2023 年实现川渝地区产能占比 50%，珠三角地区产能占比 20%，长三角地区产能占 20%，河北地区占 10%，公司有望从区域化龙头向全国化发展。

图表12：公司主要产能项目

项目名称	地区	(预计) 达产时间	设计母猪饲养规模 (万头)	年产仔数量 (万头)	投资 (万元)	养殖模式
泸县巨星兆雅猪场	四川	2017 年	0.24	6.00	2708	公司+农户
剑阁巨星圈龙猪场	四川	2018 年	0.35	8.75	4381	公司+农户
泸县巨星福集猪场	四川	2019 年	0.60	15.00	7263	公司+农户

剑阁巨星高观猪场	四川	2019 年	0.54	13.50	7586	公司+农户
截至 2019 年产能			2.29	58.48		
叙永后山猪场	四川	2020 年	0.80	20.00	28764	公司+农户
泸县方洞猪场	四川	2020 年	0.20	5.00	8092	公司+农户
崇州观胜猪场	四川	2020 年	0.18	4.50	7093	公司+农户
崇州兴裕猪场	四川	2020 年	0.18	4.50	6925	公司+农户
屏山中都猪场	四川	2020 年	0.80	20.00	31449	公司+农户
邛崃冉义猪场	四川	2020 年	0.60	15.00	26328	公司+农户
剑阁开封猪场	四川	2020 年	0.54	13.50	21234	公司+农户
乐山剑锋猪场	四川	2020 年	1.20	30.00	51704	公司+农户
截至 2020 年产能			6.79	170.98		
平塘巨星甲茶父母代种猪场	贵州	2021 年	0.54	13.50	10716	公司+农户
古蔺巨星皇华种猪场项目	四川	2021 年	0.90	22.50	14008	公司+农户
截至 2021 年产能			8.23	206.98		
古蔺巨星石宝种猪场项目	四川	2022 年	1.00	25.00	21104	公司+农户
截至 2022 年产能			9.23	231.98		
宜宾巨星屏边种猪场项目	四川	2023 年	2.40	60.00	50355	公司+农户
平塘巨星更打繁育一体化项目	四川	2023 年	0.34	9.13	18106	自繁自养
雅安巨星三江繁育一体化项目	四川	2023 年	0.40	10.80	21359	自繁自养
德昌巨星繁育一体化项目	四川	2023 年	3.60	97.20	192076	自繁自养
合计（预计截至 2023 年底）			15.97	409.11	531251	-
其它在建和规划产能（2021 披露）	-	-	5.08	130.00	-	-
合计			21.05	539.11	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 上市后持续融资，成长确定性强：

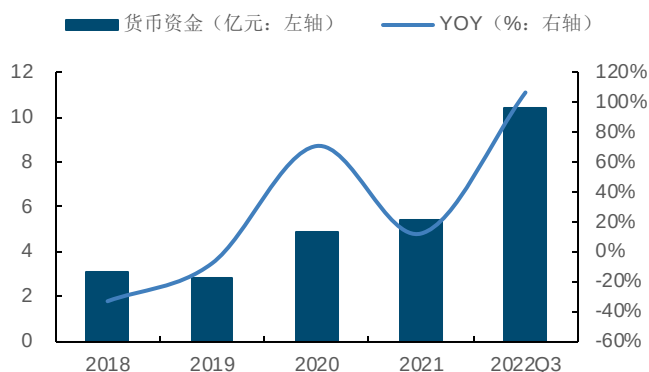
公司资金储备充足，规划产能建设完成度高。生猪养殖行业在上一轮周期中亏损严重，多家企业在上半年出现在建产能停滞，资产负债率创历史新高等情况，部分企业出栏量出现大幅萎缩。今年 4 月份以来生猪价格的好转有效缓解了生猪养殖企业的资金压力，但是各个企业之间在资金储备和使用情况上仍存在较大差异。从募资情况来看，巨星农牧分别在 2017 年通过 IPO 募集约 3.35 亿元，2020 年通过定向增发募集 17.03 亿元（用于完成合并重组），2021 年通过定向增发募集 4.20 亿元和 2022 年通过可转债的方式募集 10 亿元。可转债项目募集的资金主要用于生猪养殖项目的建设，公司现金的持续补充为公司的高成长性保驾护航，截至 2022Q3，公司仍有 10.39 亿元的货币资金，同比上涨 106.57%，可以有效支撑公司产能扩建。虽然今年上半年生猪价格低迷使得全行业扩张速度放缓，公司依旧保持较大量的资本开支，前三季度资本开支为 7.8 亿元，保证了公司产能建设稳步推进。

图表13：公司直接融资情况统计

公告日期	融资类型	融资年度	发行价格(元)	融资金额(万元)
2022-04-25	可转债	2022	100.00	100,000
2021-07-10	增发	2021	11.00	42,000
2020-07-22	增发	2020	7.47	170,250
2017-12-05	IPO	2017	5.58	33,480

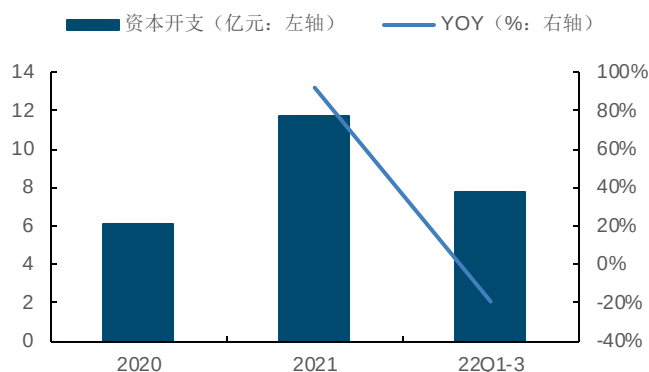
来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：公司现金储备充足



来源：公司公告，国金证券研究所

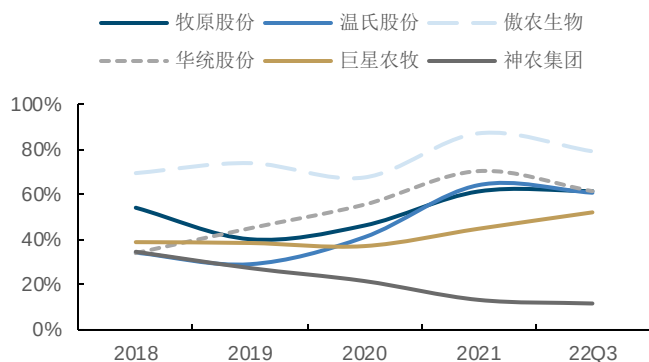
图表15：公司资本开支情况



来源：公司公告，国金证券研究所

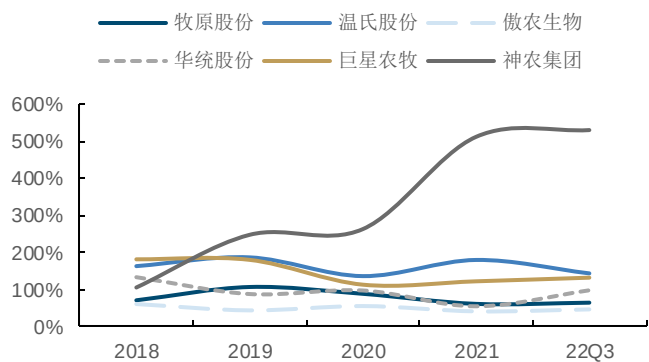
2021年下半年以来猪价快速下行，使得生猪养殖行业整体负债率处在历史较高水平，经营风险度较高。截至2022年三季度，公司资产负债率为52%，流动比率为133%，在生猪养殖行业中属于负债率低且账面资金充足的企业，公司未来扩产计划有望稳步推进。虽然公司控股股东质押比例相对较高，但其补仓预警价格及平仓价格远低于当前公司市价，短期平仓风险较低。此外，公司的主要控股股东和邦集团与巨星集团旗下业务多元化且战略上向养殖业务倾斜，有相对丰富的资金来源支撑养殖产能的快速扩张。

图表16：可比公司资产负债率



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表17：可比公司流动比率



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表18：公司控股股东股权质押情况

股东	质押起始日	预计质押结束日	质押股数 (万股)	占其持股比例	占公司总股本比例	质押成本	预警价格	平仓价格
四川和邦投资集团有限公司	2020-04-07	2023-04-07	1,070.23	8.25%	2.11%	13.17	7.90	6.85
四川和邦投资集团有限公司	2020-03-25	2023-03-25	1,070.23	8.25%	2.11%	11.30	6.78	5.87
四川和邦投资集团有限公司	2021-12-13	2022-12-13	2,469.77	19.05%	4.88%	13.20	7.92	6.87
四川和邦投资集团有限公司	2021-12-15	2022-12-15	2,469.77	19.05%	4.88%	13.49	8.10	7.02
四川和邦投资集团有限公司	2021-09-09	2023-09-24	600.00	4.63%	1.19%	11.96	7.17	6.22
贺正刚	2020-09-24	2023-09-24	1,960.00	92.41%	3.87%	13.50	8.10	7.02
合计					19.05%			

来源：公司公告，国金证券研究所（注：截至2022年12月1日）

三、竞争力：种猪优势+养殖模式持续迭代，持续降本提升利润

生猪具有大宗商品属性，全国范围内商品猪销售价格差异不大，养殖企业销售的产品难以形成差异化竞争和价格优势。因此，生猪养殖企业的竞争优势由成本控制决定，优秀的成本控制能力是生猪养殖企业的核心竞争力。公司作为区域龙头，在种猪繁育、养殖管理、疫病控制等方面拥有一定的优势，目前完全成本和头均毛利处在行业领先水平，在行业平均成本在17元/公斤的水平下，近期公司完全成本已经下降至16元/公斤左右，成本优势凸显。

图表19：公司养殖完全成本行业领先

公司	时间	完全成本
----	----	------

公司	时间	完全成本
牧原股份	2022/11/29	目前完全成本在 15.5 元/公斤左右
温氏股份	2022/11/24	近期综合成本为 16.2 元/公斤
新希望	2022/10/30	9 月份完全成本 16.9 元/公斤，年底计划 16 元/公斤
傲农生物	2022/9/19	二季度育肥成本 19.5 元/公斤，年底目标 17 元/公斤
大北农	2022/10/28	前三季度平均完全成本 17.4 元/公斤
天邦食品	2022/10/18	三季度销售全成本为 18.37 元/公斤
天康生物	2022/10/28	三季度完全成本 17.3 元/公斤，新疆地区 15.8 元/公斤
巨星农牧	2022/10/28	三季度完全成本 16.6 元/公斤

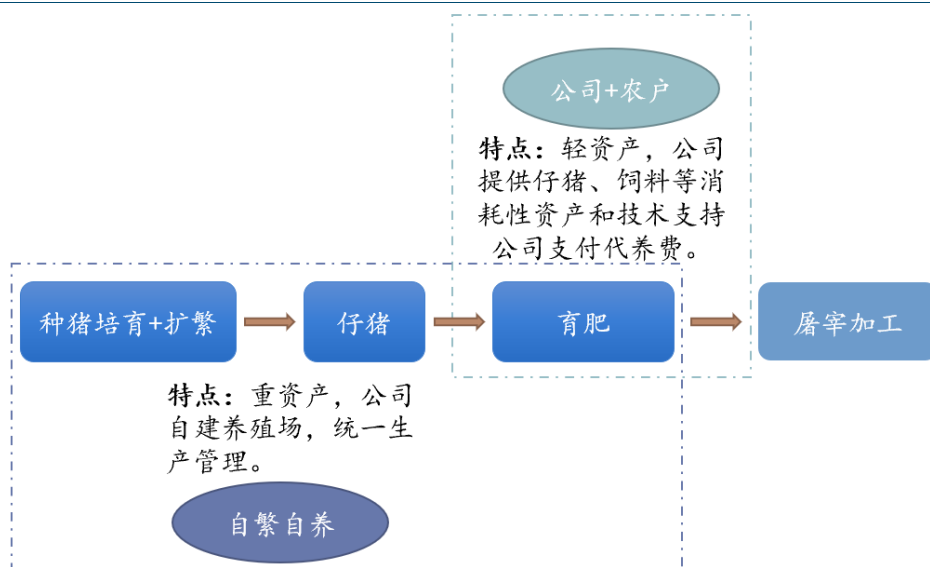
来源：各公司公告，国金证券研究所

公司目前处于快速成长期，公司有望凭借以下几点持续维持相对成本优势且持续优化成本：（1）新建产能由“公司+农户”养殖模式转向自繁自养，通过标准化管理优化生产指标、提升综合防疫能力，通过模式持续迭代提升综合养殖效率；（2）种猪生产效率优秀，通过内部选育和外部合作的方式持续优化种猪性能；（3）持续增强规模效应，原料采购成本有望持续下降。

3.1 养殖模式更新迭代，一体化养殖降本增效：

“公司+农户”模式即公司与农户签订合同，为合作农户提供种苗、饲料、疫苗、兽药等物资，同时公司为农户提供技术支持和指导，待养殖户育肥的生猪达到出栏标准后，公司负责进行生猪的销售并且支付与农户一定的费用。“公司+农户”模式下，公司可以减少修建养殖场的固定资产投入，仅需要评估农户的养殖条件，投入生物性资产、消耗性物资以及支付额外的代养费用，适合公司轻资产快速提升养殖量。自繁自养模式则需要通过自主建设或租赁养殖场，从饲料、种苗、育肥到销售等养殖全程均由公司自主完成，公司需要重资产投入，通过标准化管理保证养殖全程可控。

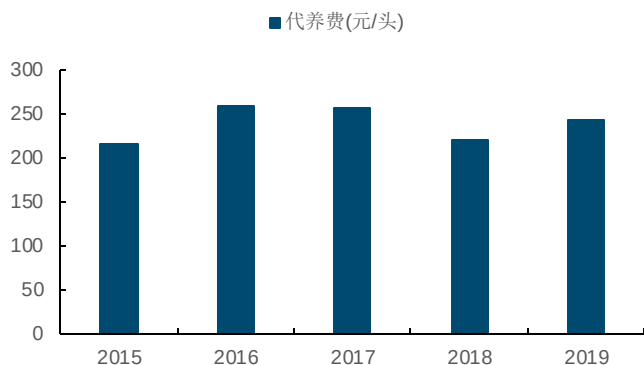
图表20：自繁自养与“公司+农户”养殖模式对比



来源：公司公告，国金证券研究所

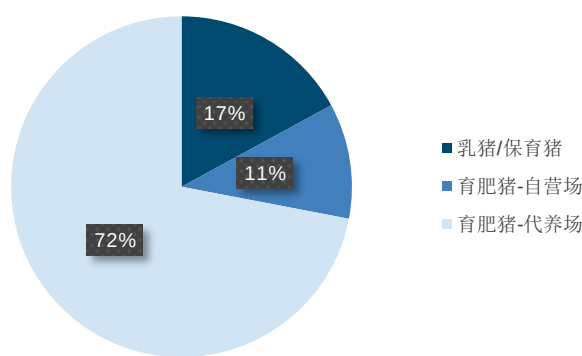
由“公司+农户”逐步转向自繁自养，迈向一体化发展新阶段。公司目前主要的养殖模式依旧是“公司+农户”的合作养殖模式，公司通过委托养殖合作协议，借助完备的成本考核与分红机制，充分调动养殖户的主观能动性，实现公司与农户双赢，公司养殖户平均养殖量也逐步提升。随着行业内规模化养殖程度的不断提高，优质农户开发难度逐渐提升且代养费会跟随生猪行情波动、“公司+农户”模式在非洲猪瘟常态化下生物防控能力较差。在以上因素的影响下，2021 年公司开始加大力度发展“一体化自繁自养”养殖模式。2021 年公司自繁自养生猪出栏大约 10 万头，占整体出栏量约 10%。随着公司一体化养殖项目逐渐落地使用，规划产能中自繁自养生猪产能超过 100 万头，公司自繁自养生猪出栏占比或将持续增加。

图表21：代养费用跟随猪价波动而变化



来源：温氏股份年度报告，国金证券研究所

图表22：公司 2021 年存栏结构



来源：公司公告，国金证券研究所

德昌项目是公司重要的种猪育繁一体化养殖场，该项目共计投资 19.21 亿元，预计于 2023 年 6 月份达产。该项目建成后可以容纳母猪 3.6 万头，实现年出栏生猪 97.2 万头，是公司未来一体化发展的重要养殖基地。一体化养殖提高了公司中间环节的标准化程度，公司可以制定统一的防疫标准，通过优化硬件设施提高养殖场抵御系统性风险的能力，从而在稳定生产的前提下实现经济效益的提升。同时公司可以进行标准化饲养管理，提高养殖机械化程度，通过提高全程存活率、降低料肉比、提升员工人效等方式持续优化养殖生产效率，从而提升综合收益水平。

图表23：公司德昌项目示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表24：“粮进肉出”一体化养殖模式



来源：公司公众号，国金证券研究所

非洲猪瘟爆发以来，为了减少非洲猪瘟对我国生猪生产的影响，政府鼓励从“生猪调运”向“鲜肉运输”转变，引导生猪屠宰加工向养殖集中区域转移，鼓励就近屠宰。2020 年 5 月发布的《非洲猪瘟防控强化措施指引》要求逐步限制活猪调运，除了种猪和仔猪外，原则上不对活猪进行跨大区调运，推行猪肉产品冷链运输，从“运猪”到“运肉”已经变为趋势，未来活猪调运的空间会越来越少。公司新建养殖产能着力打造“粮进肉出”一体化模式，从原料采购、饲料加工、生猪养殖到屠宰加工等流程全部在园区内完成，有效降低了疫病传播的概率，同时保障了食品安全。

图表25：我国生猪调运逐渐向猪肉调运转变

政策时间	政策名称	主要内容
2018 年 8 月	《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》	限制省内生猪调运，发生疫情的地区暂停生猪外调并且关闭省内所有生猪交易市场。经陆地跨省调运生猪不得途经发生疫情的省。加强生猪屠宰行业管理，利用好现有产能，统筹做好疫区封锁期间省内屠宰工作。
2018 年 9 月	《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》	对与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省（自治区、直辖市，以下简称“省”）调运，暂停生猪跨省调运时间从任一相邻省发生至其全部相邻省疫情解除封锁前。
2018 年 12 月	《关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知》	疫区所在的县（含县级市、区，下同）暂停生猪及生猪产品调出本县，疫区所在的省（含自治区、直辖市，下同）暂停生猪调出本省，符合条件的可以进行点对点运输。
2019 年 9 月	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	引导生猪屠宰加工向养殖集中区域转移，鼓励生猪就地就近屠宰，实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。顺应猪肉消费升级和生猪疫病防控的客观要求，实现“运猪”向“运肉”转变，逐步减少活猪长距离跨省（区、市）调运。
2020 年 5 月	《非洲猪瘟防控强化措施指引》	从 2021 年 4 月起，逐步限制活猪调运，除种仔猪外，其他猪原则上不出大区，出

政策时间	政策名称	主要内容
		大区的活猪必须按规定抽检合格后，指定路线“点对点”调运。

来源：农业农村部，国金证券研究所

3.2 种猪性能优秀，生产指标行业领先：

育种水平是决定养殖效率的重要因素之一，公司通过引进优秀性能种猪进行自主选育和联合育种的方式持续提升公司育种实力和种猪品质，目前公司种猪生产指标处于行业前列。自主育种方面，公司于2012年从加拿大引进850头加系纯种猪，在两年多时间里，公司共进行种猪性能测定5900余头，繁殖登记4600余窝，个体登记38000余头，严格开展种猪选育，生产性能得到大幅提升，公司内部种猪获得了数量和质量的更新。育种技术上，公司已掌握了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用于公司育种。通过BLUP遗传评估法，即利用系谱间的亲缘关系，校正固定环境效应和非随机交配造成的偏差，同时可对有亲缘关系的不同群体进行联合评估，可大幅提高育种值估计的准确性。

联合育种方面则与国际上优秀的种猪繁育公司PIC进行合作，公司与PIC中国于2017年签署《封闭扩繁总协议》，协议的初始期限至2024年4月，在协议有效期内PIC向公司提供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代母猪，公司在此基础上选育的四阴种猪（蓝耳、伪狂犬GE、PED、非洲猪瘟抗原抗体检测均为阴性）具有产仔率高、仔猪存活率高、料肉比低、疫苗药品需求量少等多种优点，有效降低了生产成本。

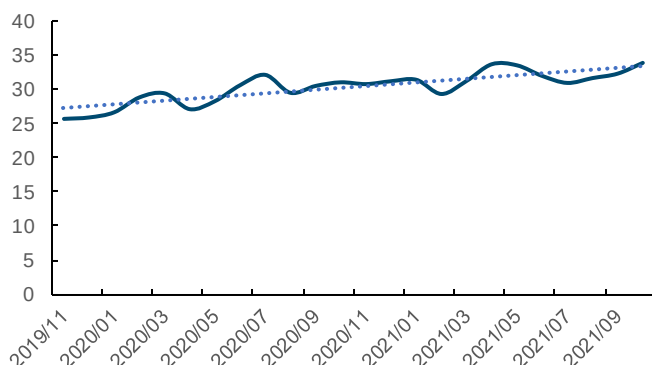
图表26：2021年PIC中国客户场母猪效率高于行业平均

	PIC客户场	行业平均水平	领先幅度
分娩率(%)	85.7%	72.6%	+13.1%
总产仔数(头)	12.3	13.8	+1.5
活产仔数(头)	12.6	11.3	+1.3
断奶数(头)	11.0	9.8	+1.2
年产窝数(头)	2.30	1.93	+0.37
PSY(头)	25.7	18.6	+7.1

来源：PIC官网，国金证券研究所

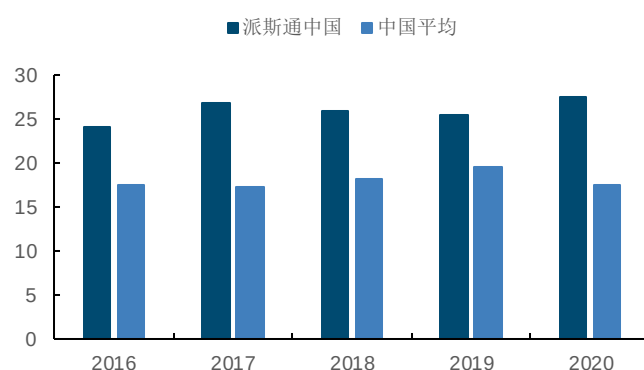
除了与PIC合作进行联合育种外，公司还与Pipstone合作引入先进的养殖技术和管理方式。公司在多年的生猪养殖经验中已经积累了丰富的规模化养殖管理方式，公司通过与Pipstone的合作持续优化养殖场的设计、建设、养殖生产流程，通过标准化、流程化和规模化的管理方式提高公司养殖效率和生物安全水平。2016年9月27日，巨星有限与Pipstone签订了《管理及技术服务合同》，合同有效期7年。在协议期限内，Pipstone负责向公司提供多项生猪养殖咨询服务，包括场所设计咨询方案，基因审查、推荐和监督，养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询服务等，公司生产效率在此过程中得到有效提升。

图表27：巨星高观场与PIC合作后月度PSY持续提升



来源：PIC官网，国金证券研究所

图表28：Pipstone合作场PSY水平行业领先

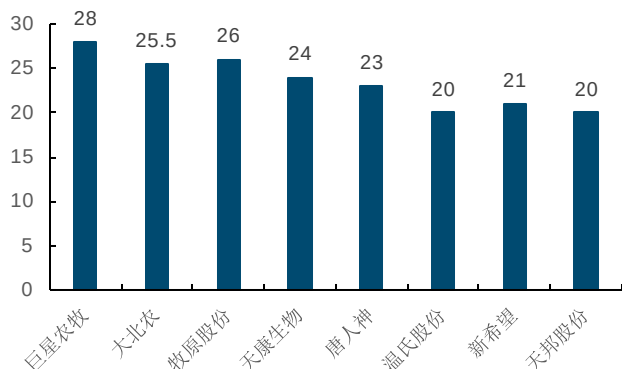


来源：Pipstone，国金证券研究所

公司通过长期自主选育优秀种猪和先进的管理体系，目前PSY水平已经达到了28头，远高于行业平均水平且优于大多数上市企业，公司高生产效率的种猪可以有效降低仔猪成本，从而实现降本增效。虽然公司目前的PSY水平已经达到行业较高水平，但是依旧有提升空间，预计随着公司选育种猪工作的持续进行，PSY水平有望达到30头，公司种猪优势凸显。2019年以来受到非洲猪瘟的影响，行业内缺少优质种猪，种猪销售可以获得

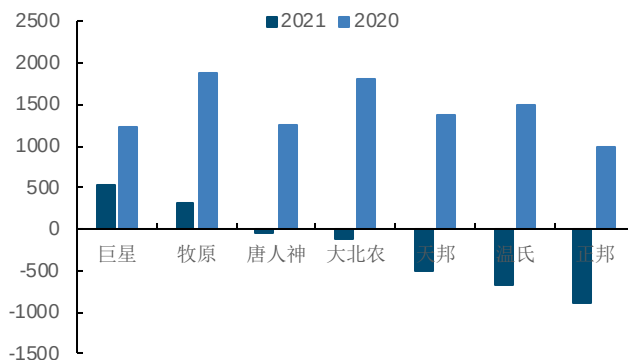
较好的利润回报。随着行业内种猪资源的补充以及公司出栏结构的优化，预计未来公司出栏种猪占比会持续降低。

图表29：公司PSY水平行业领先



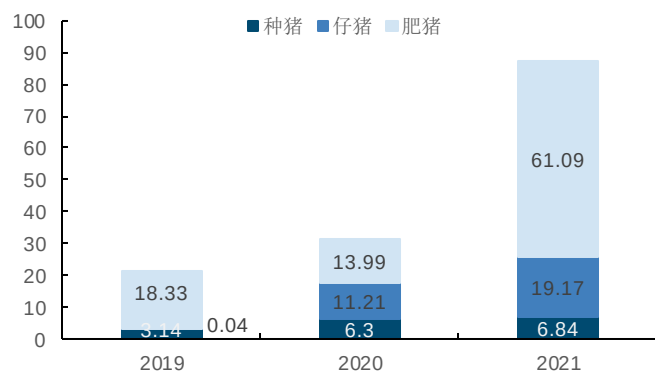
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表30：公司头均毛利水平行业领先（元/头）



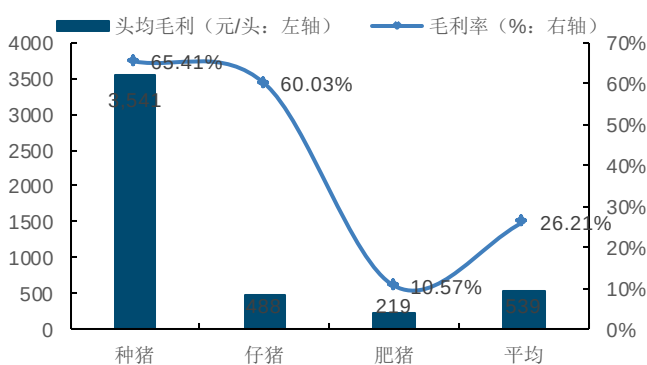
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表31：公司出栏结构持续优化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表32：2021年种猪销售毛利较高（元/头）

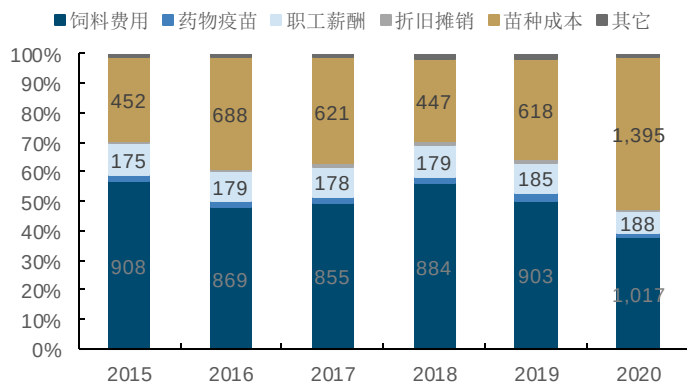


来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 规模效率有望凸显，饲料成本有望下降：

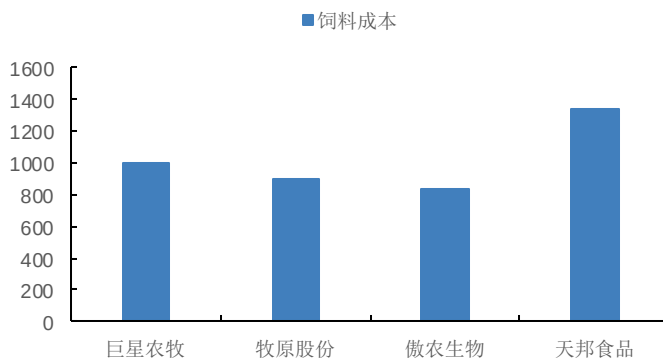
生猪养殖的主要成本由仔猪成本、饲料成本、疫苗成本、人工成本等构成，饲料原料成本占公司营业成本的 55%-60%之间，是生猪养殖成本中最重要的部分，通常情况下公司可以通过优化饲料配方和降低原材料采购成本实现降本增效。目前公司生猪养殖体量相比行业内龙头企业的规模仍有较大差距，公司虽然已经实现一体化养殖，但是饲料加工业务还未形成较强的规模效应，公司原材料采购成本与龙头企业相比存在一定的差距。随着公司养殖体量的持续增长，公司饲料业务有望实现较强的规模效应，从而实现原材料采购成本的下降。

图表33：饲料成本在生猪养殖成本中占比较大



来源：《中国农产品收益汇编》，国金证券研究所

图表34：2021年头均饲料成本对比（元/头）

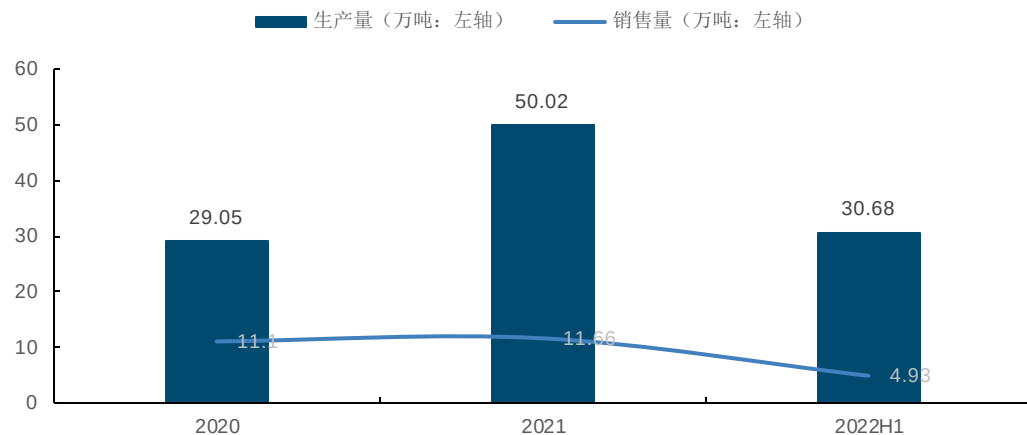


来源：各公司公告，国金证券研究所（未考虑出栏结构）

公司 1995 年以饲料业务起家，在饲料行业有完善的研发力量和营销网络，公司可以根据养殖端的需求及时调整饲料配方，从而实现协同效应降低综合养殖成本。同时公司在实践中实现饲料配方的持续优化，有望生产出优质产品进入原有饲料销售渠道进行售卖，从而提升饲料业务的综合竞争力。公司饲料产量和产能利用率得益于养殖业务的快速发

展实现高速增长，随着养殖目前公司饲料主要生产能力接近 100 万吨/年，生产能力足以支撑养殖业务的快速发展。

图表 35：公司生产饲料主要用于内部养殖



来源：公司公告，国金证券研究所

四、行业周期：产能回补进程较慢，规模企业持续扩张

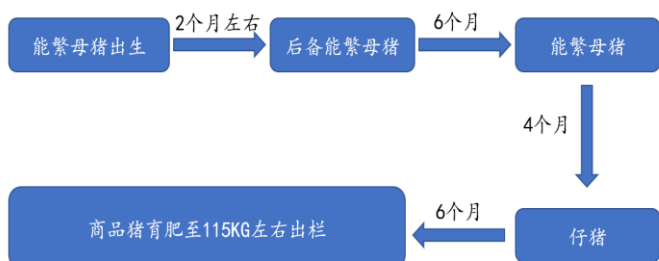
4.1 生猪产能恢复较慢，景气区间有望拉长

猪周期的形成原因是阶段性供需错配，供需不平衡主要源自供给端的波动。生猪生产具有一定的成长周期，从能繁母猪配种到商品猪出栏大约需要 10 个月的时间，如果能繁母猪存栏不足，后备母猪到配种阶段则需要 5 个月左右的时间，生猪供给端的恢复需要更长的时间，叠加养殖户对后市预期的不同使得决策存在一定的时滞性，所以生猪产能端的变化存在一定的滞后性。

由于散户产能在我国生猪养殖行业中占比超过 60%，散养户在生产过程中的计划性相对较弱，主要根据生猪价格表现安排生产，导致了我国生猪供给端根据养殖利润的变化呈现周期性波动。当生猪供给不足、价格上涨时，养殖户积极补充能繁母猪扩大生产，导致 1.5 年后商品猪供给量增加，生猪供大于求致使猪价开始下跌；当猪价跌破盈亏平衡线后，养殖户开始淘汰能繁母猪减少生产，1.5 年后生猪供给开始减少，猪价再次上涨，如此周而复始形成猪价以 4 年左右为周期的波动。

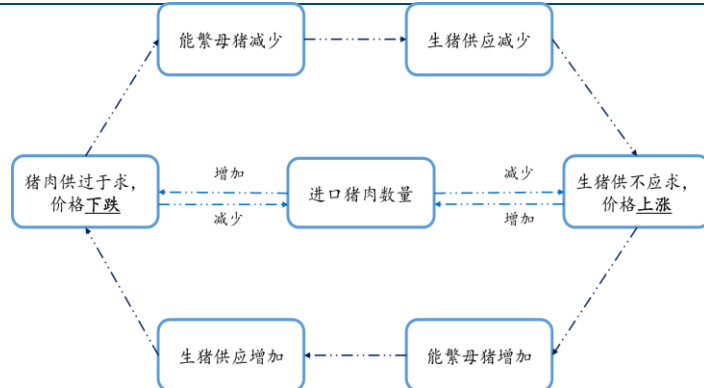
从我国 2006 年以来的 4 轮猪周期来看，纵使驱动因素有动物疫病、供需关系、政策因素等一个或多个因素综合作用，周期运行时长均在 4 年左右，且猪价下行的周期往往长于上行周期，总体呈现熊长牛短的态势，每一轮猪周期价格的最高点和最低点之间均有一倍以上的涨幅。

图表 36：生猪养殖补充产能有 10 个月的时滞性



来源：国金证券研究所

图表 37：猪周期演变示意图



来源：国金证券研究所

图表 38：历史上我国猪周期跨度均在 4 年左右

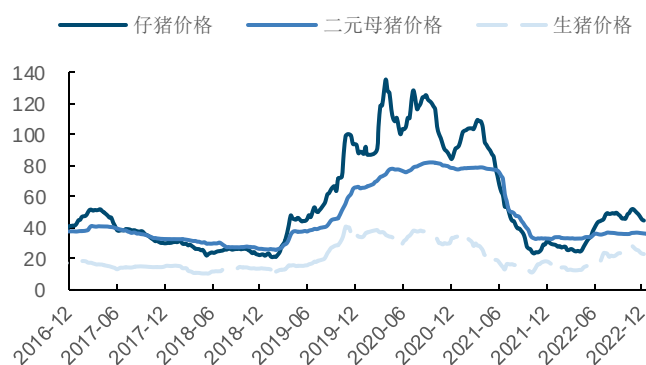
周期跨度	上行区间	下行区间	价格 (元/公斤)		
			最高价	最低价	波动幅度
第一轮 2006/7-2010/6	2006/7-2008/3	2008/4-2010/6	17.45	6.76	157%

		(20 个月)	(27 个月)			
第二轮	2010/7-2014/4	2010/7-2011/9 (14 个月)	2011/9-2014/4 (31 个月)	19.92	9.08	119%
第三轮	2014/5-2018/5	2014/5-2016/6 (25 个月)	2016/6-2018/5 (23 个月)	21.2	10.01	112%
第四轮	2018/6-2022/4	2018/6-2020/8 (26 个月)	2021/1-2022/4 (15 个月)	40.98	10.01	309%

来源: Wind, 国金证券研究所

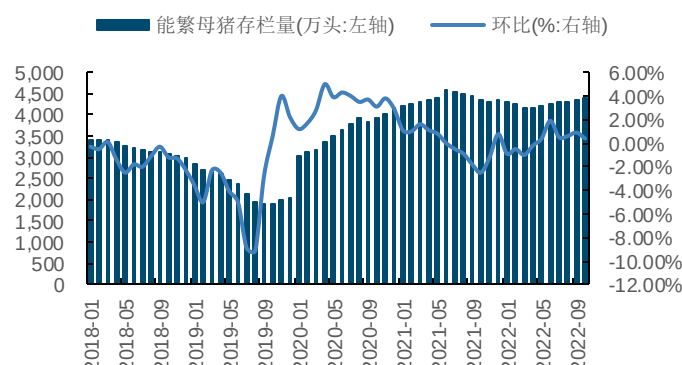
从以往生猪、仔猪和二元母猪价格走势来看, 生猪价格上涨会带动二元母猪与仔猪价格上涨, 主要原因是猪价上行使得养殖户对后市预期好转, 养殖户补栏积极性的提升带动仔猪与二元母猪价格上涨。由于上一轮猪周期中养殖户亏损严重, 同时官方能繁母猪存栏量数据显示产能去化不足, 养殖户对后市行业缺乏信心, 所以即便本轮生猪价格快速上涨, 养殖户对补充产能的积极性依旧较弱, 更多的是选择补充仔猪或者二次育肥的方式来获取短期盈利。从历史数据来看, 生猪、仔猪和二元母猪价格走势趋同, 而本轮猪价上行时仅有仔猪价格跟涨, 二元母猪价格上涨幅度很小, 同时销量也相对低迷, 反映出养殖户对补充母猪的积极性较弱。

图表39: 二元母猪价格涨幅较小(元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所

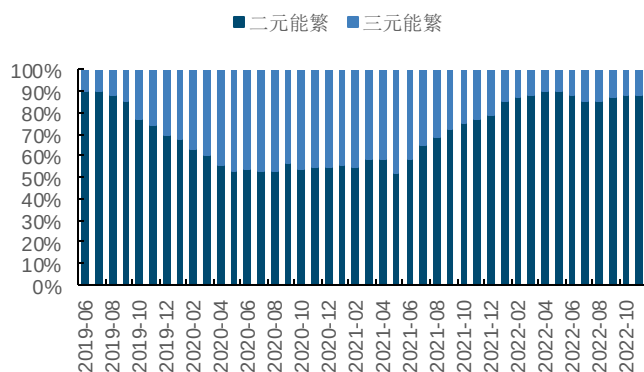
图表40: 能繁母猪回补速度较慢



来源: 农业农村部, 国金证券研究所

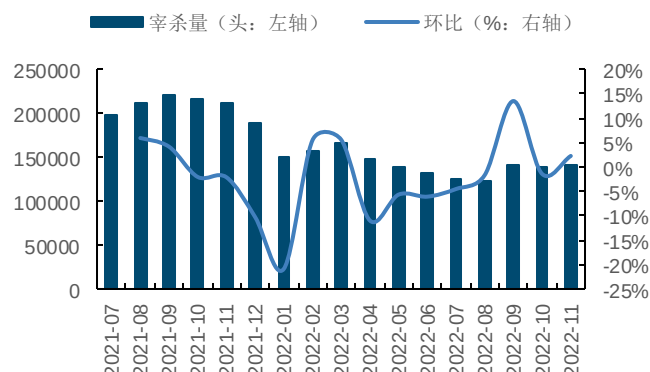
从能繁母猪存栏量数据来看, 自从4月份生猪价格上涨以来, 我国能繁母猪存栏量开始环比增长, 5-10月份分别环比+0.4%、+1.9%、+0.5%、+0.6%、+0.9%和0.4%。由于养殖户对后市行情预期较差, 能繁母猪存栏量补充相对缓慢, 部分散养户选择使用三元留种, 在减少资金投入的同时适量补充产能。根据涌益咨询数据, 三元能繁母猪占比由5月份的10%提升至7月份的15%, 随着这部分母猪产下仔猪后被淘汰, 三元母猪占比回落至11月份的12%。近期猪价的快速回落使得养殖户对后市情绪逐渐转悲, 养殖户补栏积极性进一步变差, 预计明年生猪整体价格好于今年。

图表41: 二元母猪和三元母猪占比



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

图表42: 淘汰母猪宰杀量



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

4.2 生猪养殖行业规模化持续进行, 规模企业成长性犹存

近年来, 国家高度重视生猪养殖行业的生产发展, 大力推行生猪养殖的规模化进程。2007年7月我国出台《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》, 以实施标准化规模养殖场项目建设为抓手, 推行了包括能繁母猪补贴、生猪调出大县奖励、支持规模化

养殖场贷款等一系列政策大力支持生猪养殖规模化发展。2013 年 5 月出台《关于稳定生猪生产的意见》，指出要强化技术指导与服务、强化信息的检测与预警、切实抓好生猪疫病防控、大力推进生猪标准化规模养殖，通过有关部门的沟通协作和上下联动，努力实现生猪生产的平稳发展。在 2016 年推出的《全国生猪生产发展规划》中提出确定生猪生产区域布局，将全国划分为重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区四个区域，在 2020 年实现规模化养殖比重达到 52%；在 2019 年的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》中提出到 2022 年规模化养殖率达到 58%左右，2025 年规模化养殖率达到 65%以上，政府近些年提出的政策均在大力支持生猪养殖规模化发展并且设立了量化目标，希望通过规模化来稳定生猪产能，促进生猪养殖行业健康发展。

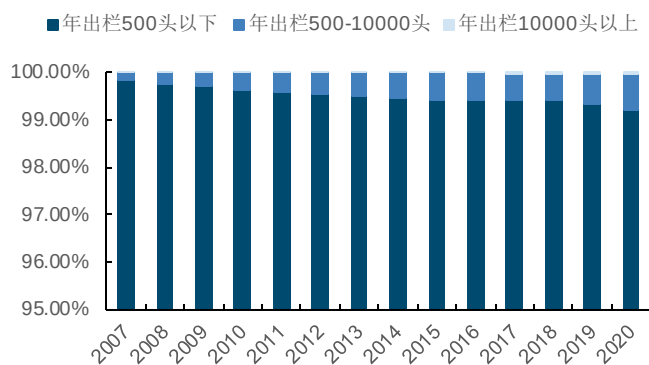
图表43：我国支持生猪养殖规模化发展

时间	相关政策/会议	主要内容
2007 年 7 月	《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》	实施能繁母猪补贴，启动母猪政策性保险，完善生猪良种繁育体系，支持标准化规模养殖场建设，给予生猪调出大县奖励，建立健全生猪疫病防控体系等。
2013 年 5 月	《关于稳定生猪生产的意见》	为稳定生猪生产，维护生猪养殖户切身利益保障市场稳定有效供给，强化技术指导与服务，大力推进生猪标准化规模养殖、强化信息监测预警、落实好各项扶持政策、切实抓好生猪疫病防控。
2016 年 4 月	《全国生猪生产发展规划》	规模企业屠宰量占比不断提升；生猪出栏率、母猪生产效率、劳动生产率持续提高；2020 出栏 500 头以上的规模养殖比重达到 52%。
2019 年 9 月	《关于做好稳定生猪生产中央预算内投资安排的通知》	对 2020 年底新建、改扩建种猪场、规模猪场，禁养区内规模养猪场异地重建给予一次性补助，用来支持生猪规模化养殖场、种猪场和建设动物防疫等基础设施建设。
2019 年 9 月	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	到 2022 年，产业转型升级取得重要进展，养殖规模化率达到 58%左右；到 2025 年，产业素质明显提升，养殖规模化率达到 65%以上。
2020 年 2 月	国务院常务会议	加快恢复生猪生产，将养殖场户贷款贴息补助范围由年出栏 5000 头以上调整为 500 头以上。
2020 年 9 月	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	到 2025 年畜禽养殖规模化率达到 70%以上，到 2030 年畜禽养殖规模化率达到 75%以上。
2021 年 8 月	《关于促进生猪产业持续健康发展的意见》	当本省（自治区、直辖市）能繁母猪存栏量月度同比减少 10%或生猪养殖连续严重亏损 3 个月以上，各地可按规定统筹相关资金对规模养殖场（户）给予一次性临时救助补贴；协同推进规模养殖场和中小养殖场（户）发展。
2021 年 9 月	对十三届全国人大四次会议第 6776 号建议的答复	国家将继续加大对生猪规模化养殖的扶持力度。对年出栏 1 万头以上的规模养殖场，挂牌建立国家级生猪产能调控基地；开展养殖技术指导培训，帮助规模养猪场（户）提高饲养管理水平。

来源：农业农村部，中国政府网，国金证券研究所

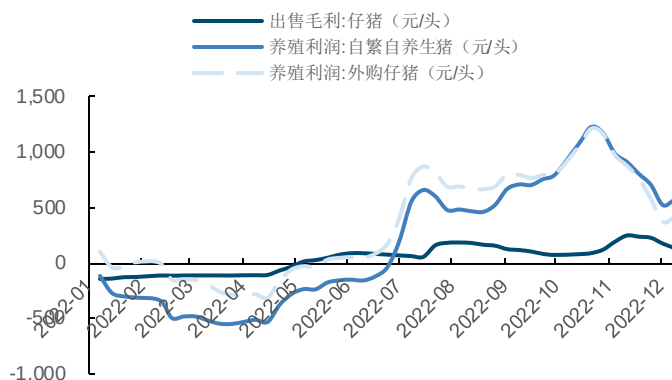
从养殖户结构来看，散养户依旧是我国最大的养殖群体。截至 2020 年，年出栏量在 500 头以下的养殖户数量占比为 99.22%，从数量上看散户群体依旧庞大，根据农业农村部数据，年出栏量 500 头以下的散养户生猪出栏量占比为 43%，散户的灵活性和占比较高决定了猪周期长期存在。从养殖成本来看，随着生猪价格回暖，仔猪销售开始出现利润，自繁自养的规模化企业长期来看相较外购仔猪的散养户存在成本优势，拉长周期来看，规模企业会逐渐挤占散养户的生存空间，从而提高行业集中度。截至 2022H1，我国生猪养殖行业 CR10 仅为 16.36%，头部企业仍在持续扩产过程中，美国 2019 年生猪养殖行业 CR5 就达到了 41%，未来我国生猪养殖行业规模化仍有提升空间。

图表44：我国散养户规模依旧庞大



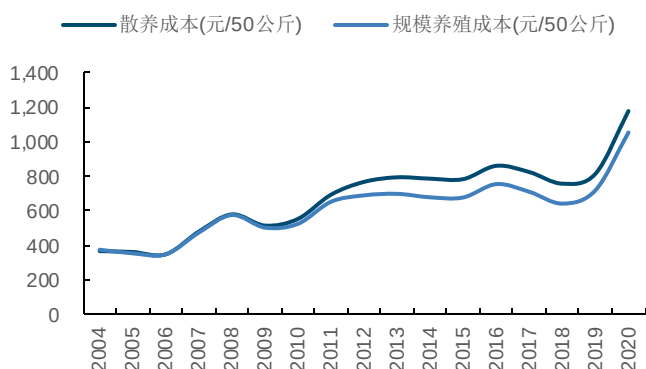
来源：Wind，国金证券研究所

图表45：生猪养殖成本变动情况



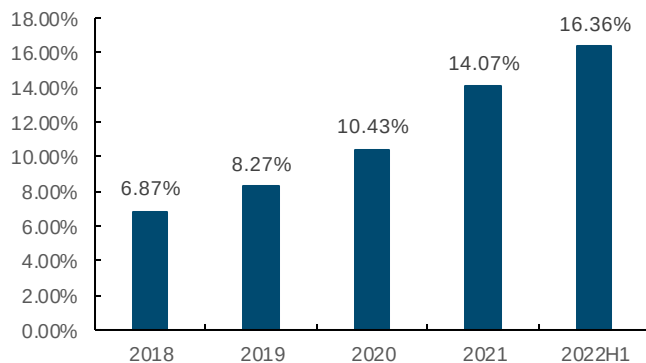
来源：Wind，国金证券研究所

图表46：生猪养殖成本变动情况



来源：《农产品收益汇编》，国金证券研究所

图表47：我国生猪养殖规模化程度逐年提升 (CR10)



来源：各公司公告，农业农村部，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

盈利预测

生猪养殖业务维持高速增长。公司合并重组后大量建设养殖产能，生猪出栏量有望保持高速增长。我们预计公司 2022-2024 年实现生猪出栏 150/300/500 万头，其中育肥猪 120 万头/270 万头/450 万头；仔猪 28 万头/26 万头/47 万头；种猪 2 万头/6 万头/3 万头。考虑到生猪养殖行业的周期性波动，我们预计 2022-2024 年育肥猪销售均价分别为每公斤 18.5/20/17 元；公司养殖成本端有望持续优化，预计 2022-2024 年育肥猪完全成本分别为每公斤 16.7/15.5/15 元，生猪养殖业务毛利率分别为 17.09%/28.66%/19.05%。

饲料业务稳定发展。公司饲料业务主要以保证内部供应为主，所以我们假设未来外销增速相对平稳，今年由于生猪产能去化的影响，饲料销量和毛利率均有所下滑，明年随着生猪产能的恢复，预计毛利率水平有所修复。我们预计 2022-2024 年销量分别为 10.35 万吨/10.87 万吨/11.41 万吨，饲料业务毛利率水平分别为 5%/8%/8%。

皮革业务稳定发展。皮革业务作为公司传统主业，有相对稳定的销售渠道和客户群体，今年受到疫情影响，皮革业务明显下滑。随着消费端的逐渐好转，我们预计公司皮革业务有望逐渐修复，2022-2024 年有望实现收入 3.20 亿元/3.52 亿元/3.87 亿元，毛利率在明年消费好转的背景下有望修复，预计 2022-2024 年毛利率分别为 10%/13%/13%。

商品鸡业务保持稳定。公司商品鸡养殖业务采取稳定养殖规模，持续优化管理的发展战略，因此我们假设未来商品鸡出栏量维持稳定，盈利端的波动主要源自鸡周期的变化。我们预计 2022-2024 年商品鸡出栏 300 万羽/360 万羽/432 万羽，每公斤销售单价为 14.3 元/14.1 元/13.9 元，毛利率水平为 3.5%/2.8%/2.2%。

图表48：公司主要业务拆分表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生猪业务					
营业收入(百万元)	665.04	1792.16	2863.43	6756.00	9582.00
YOY		169.48%	59.78%	135.94%	41.83%

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
出栏量(万头)	21.29	87.1	150	300	500
毛利润(百万元)	387.10	469.65	489.47	1936.20	1825.30
毛利率	58.21%	26.21%	17.09%	28.66%	19.05%
饲料业务					
营业收入(百万元)	213.65	519.16	496.94	521.79	525.05
YOY		143.00%	-4.28%	5.00%	0.63%
毛利润(百万元)	32.06	41.14	24.85	41.74	42.00
毛利率	15.01%	7.92%	5.00%	8.00%	8.00%
皮革业务					
营业收入(百万元)	432.53	495.46	320.00	352.00	387.20
YOY	-20.95%	14.55%	-35.41%	10.00%	10.00%
毛利润(百万元)	30.35	82.07	32.00	45.76	50.34
毛利率	7.02%	16.56%	10.00%	13.00%	13.00%
商品鸡业务					
营业收入(百万元)	86.45	166.68	85.80	101.52	120.10
YOY		92.81%	-48.52%	18.32%	18.30%
销量(万羽)	260.99	482.74	300.00	360.00	432.00
毛利润(百万元)	-14.80	-29.56	3.00	2.88	2.59
毛利率	-17.12%	-17.73%	3.50%	2.84%	2.16%
其他业务					
营业收入(百万元)	41.52	9.47	9.47	9.47	9.47
YOY	393.11%	-77.19%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利润(百万元)	6.43	3.19	1.89	1.89	1.89
毛利率	15.49%	33.69%	20.00%	20.00%	20.00%
合计					
营业收入(百万元)	1439.19	2982.93	3775.65	7740.78	10623.82
YOY	159.05%	107.26%	26.58%	105.02%	37.24%
毛利润(百万元)	441.14	566.49	551.21	2028.48	1922.13
毛利率	30.65%	18.99%	14.60%	26.21%	18.09%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

生猪养殖行业于今年 4 月份开启新一轮上行，根据能繁母猪存栏量数据和近期养殖户补栏情绪情况，我们判断 2023 年生猪价格处在较好盈利区间。公司产能端快速增长，同时养殖成本位于行业领先地位，我们预计公司生猪养殖业务有望实现量价齐升，饲料、商品鸡和皮革板块有望维持稳健增长。我们预测，2022-2024 年公司实现营业收入 37.8 亿元/77.4 亿元 /106.2 亿元，同比+26.6%/+105.0%/+37.2%，归母净利润 1.7 亿/14.1 亿 /11.4 亿元，同比-33.28%/+715.88%/-18.86%，对应 EPS 为 0.34/2.79/2.26 元。公司生猪出栏量增速与成本控制能力行业领先，参考生猪养殖行业 2023 年 8-24 倍 PE 估值，考虑到公司成长性突出且养殖成本行业领先，给予 2023 年 11XPE，目标价 30.65 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49：可比公司估值分析

公司名称	代码	现价(元)	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
牧原股份	002714.SZ	48.20	7.46	1.28	2.09	5.53	4.65	10.53	40.67	23.10	8.71	10.37
温氏股份	300498.SZ	19.01	1.18	-2.11	0.78	2.08	1.68	15.65	-9.13	24.52	9.14	11.34
华统股份	002840.SZ	16.59	0.31	-0.44	0.48	2.20	2.65	34.73	-40.96	34.53	7.53	6.27
神农集团	605296.SH	24.69	3.16	0.64	0.56	1.47	1.63	0.00	65.77	44.49	16.79	15.12
大北农	002385.SZ	8.71	0.48	-0.11	0.02	0.36	0.45	20.72	-98.66	394.12	23.90	19.41
新希望	000876.SZ	12.73	1.17	-2.20	0.06	1.18	1.25	20.41	-7.14	202.71	10.80	10.16
平均值								17.01	-8.24	120.58	12.81	12.11
中位数								18.03	-8.14	39.51	9.97	10.85
巨星农牧	603477.SH	24.17	0.38	0.53	0.34	2.79	2.26	40.02	30.29	71.12	8.72	10.74

来源：Wind，国金证券研究所（其他公司采用 Wind 一致性预期，日期采用 2022 年 12 月 29 日数据）

图表50：主要生猪养殖企业出栏量统计（万头）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2023 增速
牧原股份	311.4	723.7	1101.2	1025.33	1811.5	4026.3	6100-6200	7000	14.75%
温氏股份	1712.74	1894.41	2229.72	1861.65	954.55	1321.74	1800	2600	44.44%
新希望	116.69	239.96	255.37	354.99	829.25	997.81	1400	1850	32.14%
正邦科技	226.45	342.25	553.99	578.41	955.97	1492.67	600	800	33.33%
傲农生物	10.7	21.85	41.69	65.94	134.63	324.59	600	800	33.33%
天康生物	30.92	32.33	65.17	84.28	134.5	160.33	220	450	104.55%
巨星农牧	-	-	-	22.19	21.3	87.1	150	300	100.00%
唐人神	21.57	54.4	68.1	83.93	102.44	154.23	200	350	75.00%
大北农	-	-	168	164.18	185.28	430.78	450	600	33.33%
天邦食品	58.01	101.42	216.97	243.94	307.78	428	500	600	20.00%
金新农	33	37	24	40	80	107	120	-	-
神农集团	-	-	22	27	41	65	90	150	66.67%

来源：各公司公告，国金证券研究所（部分 23 年出栏数据为国金证券研究所估算）

六、风险提示

生猪价格不及预期：公司主营业务为生猪养殖，猪价不及预期会严重影响公司盈利情况。由于官方能繁母猪存栏量处于正常保有量 106% 的水平，明年生猪价格可能会存在过于乐观的判断。

产能建设不及预期：看好公司的主要逻辑在其低成本高速扩张，如果公司规划产能不能按照既定计划建设完成，公司业绩可能不及预期。

动物疫病风险：动物疫病爆发会使得整个行业出现系统性风险。

可转债转股以及股东减持风险：2022 年 10 月 31 日起，公司可转债能以 25.24 元/股的价格进行转股。截至 2022 年 11 月 21 日，持有公司股份 5% 以上股东四川巨星企业集团有限公司的一致行动人通过集中竞价交易合计减持公司股份 1,573,897 股，占公司总股本比例的 0.3110%，占减持计划比例的 53.34%，减持数量过半，本次减持计划尚未实施完毕。

图表51：完全成本为 15.5 元时生猪业务利润敏感性分析

营业利润：百万元		猪价：元/公斤					
		18	19	20	21	22	23
出栏量：万头	270	930	1221	1513	1805	2096	2388
	280	964	1267	1569	1872	2174	2476
	290	999	1312	1625	1938	2252	2565
	300	1033	1357	1681	2005	2329	2653
	310	1068	1402	1737	2072	2407	2742
	320	1102	1448	1793	2139	2484	2830

来源：公司公告，国金证券研究所

图表52：完全成本为 16 元时生猪业务利润敏感性分析

营业利润：百万元		猪价：元/公斤					
		18	19	20	21	22	23
出栏量：万头	270	784	1076	1367	1659	1950	2242
	280	813	1116	1418	1720	2023	2325
	290	842	1155	1469	1782	2095	2408
	300	871	1195	1519	1843	2167	2491
	310	900	1235	1570	1905	2239	2574
	320	929	1275	1620	1966	2312	2657

来源：公司公告，国金证券研究所

图表53：完全成本为 16.5 元时生猪业务利润敏感性分析

营业利润：百万元		猪价：元/公斤					
		18	19	20	21	22	23
出栏量：万头	270	638	930	1221	1513	1805	2096
	280	662	964	1267	1569	1872	2174
	290	686	999	1312	1625	1938	2252
	300	709	1033	1357	1681	2005	2329
	310	733	1068	1402	1737	2072	2407
	320	756	1102	1448	1793	2139	2484

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	556	1,439	2,983	3,776	7,741	10,624
增长率		159.1%	107.3%	26.6%	105.0%	37.2%
主营业务成本	-465	-998	-2,416	-3,224	-5,712	-8,702
%销售收入	83.7%	69.3%	81.0%	85.4%	73.8%	81.9%
毛利	91	441	566	551	2,028	1,922
%销售收入	16.3%	30.7%	19.0%	14.6%	26.2%	18.1%
营业税金及附加	-5	-8	-10	-11	-22	-30
%销售收入	1.0%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-13	-25	-38	-46	-93	-127
%销售收入	2.4%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-17	-112	-124	-151	-302	-404
%销售收入	3.0%	7.8%	4.2%	4.0%	3.9%	3.8%
研发费用	-4	-10	-15	-19	-39	-53
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	51	286	379	324	1,573	1,308
%销售收入	9.2%	19.9%	12.7%	8.6%	20.3%	12.3%
财务费用	-8	-19	-48	-75	-79	-90
%销售收入	1.4%	1.3%	1.6%	2.0%	1.0%	0.8%
资产减值损失	2	-3	-6	-29	-17	-24
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	0	0	12	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.3%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	278	296	185	1,477	1,194
营业利润率	8.1%	19.3%	9.9%	4.9%	19.1%	11.2%
营业外收支	1	-169	-19	2	0	0
税前利润	46	109	278	186	1,477	1,194
利润率	8.3%	7.6%	9.3%	4.9%	19.1%	11.2%
所得税	-6	25	-11	-5	-37	-30
所得税率	14.0%	-22.8%	4.0%	2.5%	2.5%	2.5%
净利润	40	133	267	182	1,440	1,164
少数股东损益	0	6	8	9	30	20
归属于母公司的净利润	40	128	259	173	1,410	1,144
净利率	7.1%	8.9%	8.7%	4.6%	18.2%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	40	133	267	182	1,440	1,164
少数股东损益	0	6	8	9	30	20
非现金支出	19	96	242	254	269	310
非经营收益	11	-7	94	150	102	127
营运资金变动	-15	151	-447	-181	-530	-701
经营活动现金净流	55	373	155	404	1,281	899
资本开支	-49	-542	-1,063	-451	-605	-705
投资	0	-4	18	0	0	0
其他	0	129	10	-13	0	0
投资活动现金净流	-49	-417	-1,035	-464	-605	-705
股权募资	0	1	420	0	0	0
债权募资	0	255	556	461	90	627
其他	-42	-61	34	-115	-129	-153
筹资活动现金净流	-42	195	1,010	345	-39	474
现金净流量	-35	151	130	286	637	669

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	284	485	544	810	1,431	2,086
应收款项	168	219	142	220	446	612
存货	523	827	1,326	1,402	2,255	3,434
其他流动资产	9	32	105	87	151	229
流动资产	985	1,563	2,117	2,519	4,283	6,361
%总资产	69.2%	36.4%	35.2%	38.2%	49.2%	56.8%
长期投资	0	17	21	35	35	35
固定资产	392	1,916	2,833	3,102	3,466	3,894
%总资产	27.5%	44.6%	47.1%	47.1%	39.8%	34.8%
无形资产	43	750	732	732	732	732
非流动资产	439	2,732	3,899	4,070	4,423	4,842
%总资产	30.8%	63.6%	64.8%	61.8%	50.8%	43.2%
资产总计	1,424	4,295	6,016	6,589	8,706	11,203
短期借款	252	705	822	377	654	1,281
应付款项	279	568	828	766	1,284	1,949
其他流动负债	13	96	68	113	222	301
流动负债	544	1,369	1,718	1,256	2,159	3,530
长期贷款	0	179	689	540	540	540
其他长期负债	2	39	280	1,310	1,110	1,099
负债	546	1,588	2,688	3,106	3,810	5,169
普通股股东权益	852	2,660	3,289	3,435	4,819	5,936
其中：股本	240	468	506	506	506	506
未分配利润	213	329	543	690	2,073	3,191
少数股东权益	26	48	39	48	78	98
负债股东权益合计	1,424	4,295	6,016	6,589	8,706	11,203

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.165	0.273	0.512	0.341	2.786	2.260
每股净资产	3.551	5.684	6.499	6.788	9.522	11.730
每股经营现金净流	0.229	0.798	0.307	0.799	2.531	1.777
每股股利	0.080	0.050	0.082	0.052	0.052	0.052
回报率						
净资产收益率	4.64%	4.80%	7.87%	5.03%	29.25%	19.27%
总资产收益率	2.77%	2.97%	4.31%	2.62%	16.19%	10.21%
投入资本收益率	3.89%	9.78%	7.52%	5.85%	21.63%	14.40%
增长率						
主营业务收入增长率	-10.23%	159.05%	107.26%	26.58%	105.02%	37.24%
EBIT 增长率	-35.81%	460.24%	32.40%	-14.60%	385.72%	-16.86%
净利润增长率	-33.00%	223.14%	102.84%	-33.28%	715.88%	-18.86%
总资产增长率	1.57%	201.66%	40.05%	9.53%	32.13%	28.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	120.2	44.3	18.4	17.5	17.5	17.5
存货周转天数	376.3	246.8	162.6	162.0	147.0	147.0
应付账款周转天数	154.8	91.2	50.7	40.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	246.3	415.9	243.0	193.9	97.6	75.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.69%	14.59%	29.08%	31.77%	15.58%	12.19%
EBIT 利息保障倍数	6.4	15.3	8.0	4.3	19.8	14.5
资产负债率	38.35%	36.96%	44.68%	47.14%	43.76%	46.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402