

## 牢铸成本优势，规模快速增长

### 投资要点

- **业绩总结：**公司2023年半年度实现营业收入19.74亿元，同比增长29.39%；归母净利润-3.48亿元，同比下降31.96%。分季度看，2023Q2实现营业收入10.80亿元，同比增长36.57%，归母净利润-1.43亿元，同比由盈转亏，二季度亏损幅度较一季度收窄。
- **点评：**公司业绩情况主要受到生猪价格影响。公司2023H1合计出栏生猪123.8万头，同比增长82%，保持快速扩张趋势，营收显著增长。但随着生猪产能的恢复，2023H1国内生猪出栏量持续增长，导致生猪价格持续下跌，这是公司2023年上半年度出现亏损的主要原因。2023Q2合计出栏接近73万头，环比Q1增长43%，成本的进一步下降是环比减亏的主要原因。此外，公司根据企业会计准则的要求，对期末存栏生物资产和皮革存货计提了约1.14亿元的减值准备。23H1公司饲料产量35.68万吨，同比+16.26%；外销4.91万吨，同比-0.41%。公司饲料外销均价为4659元/吨，同比+0.34%，饲料业务总体经营情况同比持平。
- **生猪出栏高速增长，公司养殖业务规模有望再上新台阶。**公司2023H1合计出栏生猪123.8万头，同比增长82%。2023Q2合计出栏接近73万头，环比Q1增长43%。能繁母猪方面，截至报告期末，公司能繁母猪12.5万头，年底预计增至16万头以上，生猪产能充足，预计公司2023年生猪出栏有望达280万头，较2022年或实现翻倍增长。7月份全国能繁母猪存栏量4271万头，同比环比均下降0.6%，为4100万头正常保有量的104.2%，处于产能调控的绿色合理区域上线。能繁母猪产能已连续7个月去化，养殖景气有望底部反转。
- **与国际领先企业深度合作，成本持续下降优势显著。**据我们测算，公司2023上半年生猪完全养殖成本约16元/公斤—16.5元/公斤。公司生猪养殖成本位于行业前列且养殖成本持续下降，预计公司全年生猪养殖成本可降至16元/公斤。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，保障生物安全，提高养殖效率，有助于在周期之中把握自身发展节奏。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为-0.46元、2.01元、3.46元，对应动态PE分别为-13/8倍，维持“买入”评级，目标价32.16元。
- **风险提示：**养殖端突发疫情，下游需求不及预期等风险。

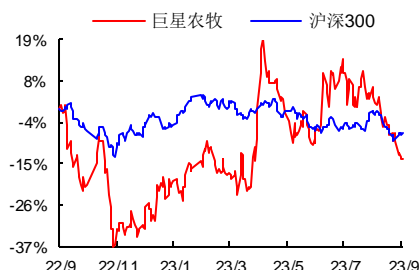
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3967.94	5635.95	9682.99	14181.41
增长率	33.02%	42.04%	71.81%	46.46%
归属母公司净利润（百万元）	158.09	-232.18	1019.69	1750.23
增长率	-38.96%	-246.87%	339.17%	71.64%
每股收益EPS（元）	0.31	-0.46	2.01	3.46
净资产收益率ROE	4.35%	-7.39%	24.51%	29.59%
PE	84.26	-	13.06	7.61
PB	3.59	4.13	3.12	2.19

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

### 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)	5.06
52周内股价区间(元)	19.06-36.06
总市值(亿元)	133.16
总资产(亿元)	74.22
每股净资产(元)	6.02

### 相关研究

1. 巨星农牧（603477）：高效养殖牢铸优势，穿越周期稳步发展（2023-03-30）
2. 巨星农牧（603477）：盈利水平明显改善，高效养殖稳健扩张（2022-10-30）

## 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 2023-2025 年出栏生猪数量在 280/450/650 万头。同时根据当前生猪行业产能情况，预计 2023-2025 年公司生猪销售均价增速为 -15%/15%/5%。对应毛利率水平分别为 5%/20%/20%。

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，2023-2025 销售量增速为 5%/10%/10%，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，2023-2025 销售金额增速为 20%/25%/25%，毛利率为 2%/5%/5%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
生猪	收入	2991.41	4666.60	8633.21	13036.15
	增速	66.68%	56.00%	85.00%	51.00%
	成本	2449.68	4433.27	6906.57	10428.92
	毛利率	18.11%	5.00%	20.00%	20.00%
饲料	收入	551.74	579.33	637.26	700.99
	增速	6.28%	5.00%	10.00%	10.00%
	成本	506.33	535.88	586.28	644.91
	毛利率	8.23%	8%	8.00%	8.00%
商品鸡	收入	115.36	138.43	173.04	216.30
	增速	-30.79%	20.00%	25.00%	25.00%
	成本	120.60	135.66	164.39	205.49
	毛利率	-4.54%	2.00%	5.00%	5.00%
皮革	收入	302.65	242.12	230.01	218.51
	增速	-38.92%	-20.00%	-5.00%	-5.00%
	成本	306.13	230.01	195.51	185.74
	毛利率	-1.15%	5.00%	15.00%	15.00%
其他	收入	6.78	9.47	9.47	9.47
	增速	-28.40%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	5.88	8.05	6.63	6.63
	毛利率	13.27%	15.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	3,967.94	5,635.95	9,682.99	14,181.41
	增速	156.75%	42.04%	71.81%	46.46%
	成本	3687.84	5342.87	7859.38	11471.67
	毛利率	7.06%	5.20%	18.83%	19.11%

数据来源：Wind，西南证券

## 相对估值

我们选取行业中的三家相关公司：牧原股份、神农集团、立华股份，三者 2024 年平均 PE 为 13 倍。考虑到公司生猪养殖效率高，未来产能扩张成长空间广的因素，适当溢价予以公司 2024 年 16 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 32.16 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002714	牧原股份	40.58	2.49	1.48	4.34	5.06	16.72	27.45	9.35	8.00
605296	神农集团	22.25	0.49	0.15	1.13	1.71	45.74	148.55	19.61	13.04
300761	立华股份	18.52	2.11	0.96	2.24	2.23	17.21	28.41	10.87	11.15
平均值							26.56	68.14	13.28	10.73
603477	巨星农牧	26.31	0.31	-0.46	2.01	3.46	84.26	-57.37	13.06	7.61

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3967.94	5635.95	9682.99	14181.41	净利润	161.38	-238.35	1047.52	1795.73
营业成本	3388.62	5342.87	7859.37	11471.67	折旧与摊销	249.78	282.48	322.61	343.15
营业税金及附加	10.28	16.28	27.01	40.03	财务费用	82.23	157.66	152.84	110.85
销售费用	43.70	73.27	135.56	184.36	资产减值损失	-0.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	228.08	264.89	455.10	638.16	经营营运资本变动	-80.47	-567.12	-596.07	-994.57
财务费用	82.23	157.66	152.84	110.85	其他	70.31	-14.92	0.84	3.72
资产减值损失	-0.83	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>482.40</b>	<b>-380.25</b>	<b>927.75</b>	<b>1258.88</b>
投资收益	-3.47	10.00	10.00	10.00	资本支出	-436.94	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-554.62	0.00	0.00	0.00
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>-991.56</b>	<b>-10.00</b>	<b>-10.00</b>	<b>-10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>160.45</b>	<b>-209.02</b>	<b>1063.10</b>	<b>1746.34</b>	短期借款	-201.26	970.63	-562.56	-913.11
其他非经营损益	-6.24	-32.40	-32.58	-32.52	长期借款	-464.59	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>154.20</b>	<b>-241.42</b>	<b>1030.52</b>	<b>1713.82</b>	股权融资	0.02	0.00	0.00	0.00
所得税	-7.17	-3.07	-17.00	-81.91	支付股利	-26.32	0.00	0.00	0.00
净利润	161.38	-238.35	1047.52	1795.73	其他	1547.44	-1179.30	-152.84	-110.85
少数股东损益	3.29	-6.17	27.83	45.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>855.29</b>	<b>-208.67</b>	<b>-715.40</b>	<b>-1023.96</b>
归属母公司股东净利润	158.09	-232.18	1019.69	1750.23	<b>现金流量净额</b>	<b>346.60</b>	<b>-598.92</b>	<b>202.35</b>	<b>224.92</b>
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	880.72	281.80	484.15	709.07	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	210.48	473.86	682.00	1000.29	销售收入增长率	33.02%	42.04%	71.81%	46.46%
存货	1439.60	2490.27	3555.45	5242.69	营业利润增长率	-45.87%	-230.28%	408.61%	64.27%
其他流动资产	1.90	3.08	4.89	7.36	净利润增长率	-39.48%	-247.70%	339.48%	71.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-11.23%	-53.07%	565.71%	43.01%
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	3036.19	2779.23	2482.13	2164.50	毛利率	14.60%	5.20%	18.83%	19.11%
无形资产和开发支出	717.87	703.17	688.47	673.76	三费率	8.92%	8.80%	7.68%	6.58%
其他非流动资产	967.17	976.36	985.55	994.74	净利率	4.07%	-4.23%	10.82%	12.66%
<b>资产总计</b>	<b>7253.94</b>	<b>7707.77</b>	<b>8882.64</b>	<b>10792.41</b>	ROE	4.35%	-7.39%	24.51%	29.59%
短期借款	512.80	1483.43	920.87	7.77	ROA	2.22%	-3.09%	11.79%	16.64%
应付和预收款项	523.89	915.22	1313.27	1883.74	ROIC	6.17%	-1.12%	24.85%	34.45%
长期借款	224.67	224.67	224.67	224.67	EBITDA/销售收入	12.41%	4.10%	15.89%	15.52%
其他负债	2282.25	1858.25	2150.11	2606.78	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3543.60</b>	<b>4481.57</b>	<b>4608.92</b>	<b>4722.96</b>	总资产周转率	0.60	0.75	1.17	1.44
股本	506.09	506.09	506.09	506.09	固定资产周转率	2.16	2.72	4.38	6.73
资本公积	2210.41	2210.41	2210.41	2210.41	应收账款周转率	36.19	29.13	29.38	29.42
留存收益	708.93	476.74	1496.44	3246.67	存货周转率	2.45	2.72	2.60	2.61
归属母公司股东权益	3671.22	3193.25	4212.94	5963.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.73%	—	—	—
少数股东权益	39.12	32.95	60.78	106.28	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3710.33</b>	<b>3226.20</b>	<b>4273.72</b>	<b>6069.45</b>	资产负债率	48.85%	58.14%	51.89%	43.76%
负债和股东权益合计	7253.94	7707.77	8882.64	10792.41	带息债务/总负债	42.54%	55.30%	41.56%	21.23%
					流动比率	1.15	1.04	1.45	2.06
					速动比率	0.50	0.24	0.36	0.51
					股利支付率	16.65%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	492.46	231.12	1538.56	2200.34	每股收益	0.31	-0.46	2.01	3.46
PE	84.26	-57.37	13.06	7.61	每股净资产	7.33	6.37	8.44	11.99
PB	3.59	4.13	3.12	2.19	每股经营现金	0.95	-0.75	1.83	2.49
PS	3.36	2.36	1.38	0.94	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	27.95	62.95	8.95	5.74					
股息率	0.20%	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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com



	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn