

降本增效穿越低谷，成长可期

投资要点

- 事件:**公司发布2023年三季报，前三季度公司营业总收入11.5亿元，同比下降3.94%，归母净利润6786.51万元，同比下降21.73%。按单季度数据看，第三季度营业收入4.13亿元，同比下降6.6%，第三季度归母净利润2335.64万元，同比下降20.87%。
- 点评:**降本增效穿越低谷。2023年前三玉米、大豆等大宗原料价格高位运行，生猪养殖景气度低，生猪价格较同期下降约10%。对高端饲料需求偏弱。在此背景下，公司从研发投入、产品品质、原料采购以及内部运营管理多角度入手，强化内部协作管理，实现降本增效。
- 规模化进入新阶段，养殖结构向工字型演化。**2021-2022年，牧原、温氏等13家上市猪企固定资产折旧占营收比例均值为7.3%、8.0%，显著高于2015-2020年3.0%-3.7%的水平。这主要是因为非瘟以来，规模养殖场普遍于疾病防控装备、研发上投入较大。而散户疫情防控成本较为灵活，非瘟常态化后相对养殖成本有优势。2023年以来，全国生猪疫情总体平稳，预计规模化进入新阶段，散养户难以被进一步快速淘汰，养殖结构向工字型演化。若非瘟疫苗成功上市，家庭农场可以较为简单的解决非瘟问题，则这一进程有望被加速。
- 产能去化或加速，成本下降助力养殖利润回升。**据农业农村部数据，6月以来，仔猪价格由35.7元/公斤持续下跌至10月25日25.6元/公斤，累计下跌28.3%。行业的长期亏损叠加仔猪利润快速降低，产能去化有望加速，利好后市猪价。2023年10月31日玉米、豆粕价格分别为2.63元/公斤、4.23元/公斤，分别较年初下降7%、9.5%。饲料原料降价有利于进一步降低养殖成本，旺季猪价上升与成本的下降助力养殖利润回升。
- 募资扩张饲料产能，未来3年产能将增加145%。**面对不断增长的市场需求，公司计划未来三年扩大猪饲料产能。公司目前产能61.7万吨，全部项目完成后，公司将新增产能达90万吨，产能增长145.9%。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计2023~2025年公司EPS为0.66、0.96、1.22元，对应动态PE分别为23/16/12倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:**生猪及猪肉价格波动的风险、动物疫情风险、规模扩张不及预期的风险、产品竞争力降低的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,658	1,907	2,647	3,175
增长率	-18.50%	15.00%	38.76%	19.98%
归属母公司净利润(百万元)	120	110	161	205
增长率	-17.50%	-8.52%	46.41%	27.18%
每股收益EPS(元)	0.90	0.66	0.96	1.22
净资产收益率ROE	9.80%	8.77% 1.38%		12.65%
PE	23.26	22.95	15.67	12.32
PB	2.88	2.01	1.78	1.56

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: 赵磐
电话: 18518090774
邮箱: zhaopan@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)	1.68
流通A股(亿股)	0.81
52周内股价区间(元)	14.11-25.58
总市值(亿元)	25.25
总资产(亿元)	13.44
每股净资产(元)	7.21

相关研究

- 邦基科技(603151): 受益养殖工字化发展趋势，公司有望迎量价齐升 (2023-07-11)

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	1,658	1,907	2,647	3,175	净利润	120	110	161	205
营业成本	1,431	1,655	2,270	2,711	折旧与摊销	15	29	31	31
营业税金及附加	2	2	3	4	财务费用	2	0	0	0
销售费用	28	42	71	86	资产减值损失	3	0	0	0
管理费用	38	46	66	79	经营营运资本变动	-78	45	-56	-52
财务费用	-1	0	0	0	其他	-61	-184	-136	-2
资产减值损失	-0	0	0	0	经营活动现金流净额	59	181	134	182
投资收益	1	1	2	2	资本支出	-172	-50	-55	-22
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	172	50	55	22
其他经营损益	1	2	2	3	投资活动现金流净额	-182	-55	-56	-22
营业利润	126	127	186	236	短期借款	0	3	1	1
其他非经营损益	12	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	138	127	186	236	股权融资	698	0	0	0
所得税	18	17	25	31	支付股利	-1	-84	0	0
净利润	120	110	161	205	其他	-697	81	0	-1
少数股东损益	-1	0	-0	-0	筹资活动现金流净额	682	-84	1	1
归属母公司股东净利润	120	110	161	205	现金流量净额	560	43	79	161
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
货币资金	747	790	869	1,030	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
应收和预付款项	73	59	86	113	成长能力	-18.50%	15.00%	38.76%	19.98%
存货	185	143	206	277	销售收入增长率	-19.29%	0.67%	46.96%	26.57%
其他流动资产	0	0	0	0	营业利润增长率	-17.50%	-8.52%	46.41%	27.18%
长期股权投资	5	7	10	11	净利润增长率	-16.34%	11.29%	39.86%	22.78%
投资性房地产	0	0	0	0	EBITDA 增长率				
固定资产和在建工程	300	308	318	299	获利能力	13.73%	13.23%	14.23%	14.63%
无形资产和开发支出	54	66	78	87	毛利率	3.91%	4.60%	5.20%	5.20%
其他非流动资产	15	19	19	19	三费率	7.22%	5.78%	6.08%	6.45%
资产总计	1,392	1,410	1,607	1,860	净利率	9.80%	8.77%	11.38%	12.65%
短期借款	20	23	24	26	ROE	8.64%	7.80%	10.03%	11.01%
应付和预收款项	87	76	100	136	ROA	8.61%	8.59%	11.14%	12.39%
长期借款	0	0	0	0	ROIC	0.00%	0.00%	0.00%	8.40%
其他负债	-107	-99	-125	-162	EBITDA/销售收入				
负债合计	162	154	190	239	营运能力	1.71	1.36	1.75	1.83
股本	168	168	168	168	总资产周转率	9.52	7.48	10.68	13.84
资本公积	715	715	715	715	固定资产周转率	42.48	43.51	55.37	48.10
留存收益	345	371	532	737	应收账款周转率	10.00	10.07	12.98	11.21
归属母公司股东权益	1,228	1,254	1,415	1,620	存货周转率				
少数股东权益	2	2	2	2	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
股东权益合计	1,230	1,256	1,417	1,622	资本结构	11.63%	10.92%	11.81%	12.83%
负债和股东权益合计	1,392	1,410	1,607	1,860	资产负债率	16.45%	17.72%	14.97%	12.53%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	带息债务/总负债	6.42	6.68	6.31	6.10
EBITDA	140	155	217	267	流动比率	5.09	5.61	5.05	4.77
PE	23	23	16	12	速动比率	0.00%	76.33%	0.00%	0.00%
PB	3	2	2	2	股利支付率				
PS	2	1	1	1	每股指标	0.90	0.66	0.96	1.22
EV/EBITDA	20	11	8	6	每股收益	7.31	7.47	8.42	9.64
股息率	2.38%	0.00%	0.00%	0.00%	每股净资产	0.35	1.08	0.80	1.08
					每股经营现金	0.50	0.00	0.00	0.00
					每股股利	-18.50%	15.00%	38.76%	19.98%

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
行业评级	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
	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 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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@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	yfliyu@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
北京	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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
	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.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	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	cryrf@swsc.com.cn