

生猪出栏维持高增, 养殖成本持续下降

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2023年年度报告。公司2023年全年实现营收85.8亿元, 同比-9.2%; 实现归母净利润-6.0亿元, 同比-789.3%。其中, Q4实现营业收入24.1亿元, 同比-20.4%; 归母净利润-2.5亿元, 同比-681.8%。
- 点评:** 生猪出栏维持高增, 猪价低迷导致亏损。公司利润同比出现大幅下降主要原因系随着公司猪场产能持续投产, 出栏量迅速增长但受供求关系影响生猪价格持续低位运行。2023年公司共计销售生猪230.3万头, 同比+91.1%; 销售均价15.0元/公斤, 同比-23.6%。公司2023年屠宰生猪448.17万头, 同比增长29.38%。报告期内饲料加工业务目前产能接近80万吨; 家禽销售数量约1131.24万羽, 屠宰量约1101.4万羽。
- 能繁母猪进一步加速去化, 养殖行业反转成确定性趋势。**国家统计局数据显示, 2024年一季度末, 全国生猪存栏40850万头, 对比去年同期减少2244万头, 同比下降5.2%, 创造4年来新低; 从生猪存栏量来看, 从2023年第三季度开始, 已经连续2个季度出现下降, 且降幅在快速拉大。2024年一季度末能繁母猪存栏量为3992万头, 同比下降7.3%, 能繁母猪创4年新低。产能与存栏的双底预示后续猪价将保持上行通道, 且盈利周期预计能持续较长时间。
- 产能进入快速释放期, 降本增效持续兑现。**2023年公司共计销售生猪230.3万头, 同比+91.1%。截止2023年3月, 公司能繁母猪目前15万头, 较2023年年底13万头增加2万头; 后续预计保持持续增长。母猪PSY进一步提升至25头左右, 未来伴随公司对种猪品系的更新换代, 生产效率仍有进一步提升空间。2024年公司规划出栏生猪400-500万头, 目前已有育肥产能310-330万头, 并正在通过代养的轻资产模式继续扩张产能。公司2023年四季度完全成本是16.5元每公斤。2024年成本目标是年内平均16元/公斤。成本下降的途径包括饲料价格和原材料价格下降、高健康度的种族群体更新、提高生产管理水平、降低饲料浪费、提高存活率等措施。
- 屠宰板块稳健增长。**公司2023年屠宰生猪448.17万头, 同比增长29.38%。公司目前的屠宰产能约为1400万头/年, 2024年生猪屠宰目标600万头。随着公司屠宰产量可以得到进一步提升, 业绩将有望保持持续增长。生猪全产业链的布局也有效保障了公司效益的稳定。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为1.11元、2.03元、1.99元, 对应动态PE分别为19/10/11倍。考虑到公司成本迅速下降, 出栏增速高于同行, 成长性强, 给予一定溢价, 予以24年23倍PE, 维持“买入”评级, 目标价25.53元。
- 风险提示:** 下游养殖业出现疫情的风险; 生猪出栏量不及预期的风险; 产品销售情况不及预期的风险等。

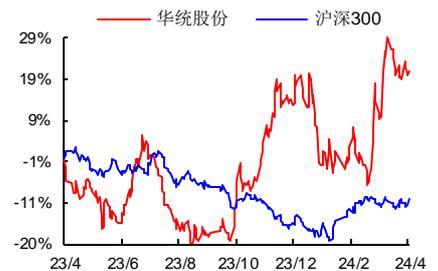
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,578	14,019	18,661	22,037
增长率	-9.24%	63.42%	33.11%	18.09%
归属母公司净利润(百万元)	-605	686	1,257	1,234
增长率	-789.34%	213.46%	83.23%	-1.83%
每股收益EPS(元)	-1.03	1.11	2.03	1.99
净资产收益率ROE	-29.18%	24.83%	31.27%	23.49%
PE	—	19.16	10.46	10.65
PB	6.16	4.76	3.27	2.50

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: 010-57758503
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)	6.19
流通A股(亿股)	4.68
52周内股价区间(元)	13.97-22.6
总市值(亿元)	131.52
总资产(亿元)	89.08
每股净资产(元)	3.33

相关研究

- 华统股份(002840): 华东生猪养殖一体化龙头, 成长性显著 (2023-12-15)

盈利预测

假设 1：公司将生猪养殖板块内部抵消至屠宰板块，我们分别测算，预计 2024-2026 年公司生猪出栏量分别为 400/550/700 万头。2024 年一季度末能繁母猪存栏量为 3992 万头，同比下降 7.3%，能繁母猪创 4 年新低。预计 2024-2026 年公司生猪销售均价增速为 10%/2%/-2%。随着价格的提升与产能利用率的提高，预计 2024-2026 年公司生猪板块对应毛利率水平分别为 12%/15%/14%。

假设 2：预计 2024-2026 年公司屠宰量分别为 600/750/850 万头，销售均价增速为 10%/2%/-2%，对应毛利率分别为 4%/6%/6%。综上得屠宰及肉类加工业务 2024-2026 年销售收入增速为 67%/34%/19%，毛利率为 8%/11%/11%。

假设 3：预计公司其他板块平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	8,578.50	14,019.10	18,661.27	22,036.80
	增速	-9.24%	63.42%	33.11%	18.09%
	成本	8611.19	12842.59	16603.87	19676.69
	毛利率	-0.38%	8.39%	11.02%	10.71%
屠宰及肉类加工业务 (生猪养殖板块内部抵消 至该板块)	收入	8056.96	13,475.90	18,095.45	21,447.37
	增速	-6.86%	67.26%	34.28%	18.52%
	成本	8088.33	12364	16105	19157
	毛利率	-0.39%	8.25%	11.00%	10.68%
畜禽养殖业务	收入	300.92	315.97	331.76	348.35
	增速	-38.38%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	321.28	265	279	293
	毛利率	-6.77%	16.00%	16.00%	16.00%
其他	收入	220.62	227.24	234.06	241.08
	增速	-29.58%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	201.58	213.60	220.01	226.61
	毛利率	8.63%	6.00%	6.00%	6.00%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取同样处于成长中的三家养殖为主的公司：温氏股份、巨星农牧、唐人神。三者 2024 年平均 PE 为 19 倍。考虑到公司成本迅速下降，出栏增速高于同行，成长性强，给予一定溢价，予以 24 年 23 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 25.53 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300498	温氏股份	19.21	0.81	-0.95	1.00	1.95	23.72	/	19.21	9.85
603477	巨星农牧	34.58	0.31	-1.27	1.40	3.74	111.55	/	24.70	9.25
002567	唐人神	5.66	0.10	-0.72	0.42	0.83	56.60	/	13.48	6.82
平均值							63.95	/	19.13	8.64
002840	华统股份	21.25	0.14	-1.03	1.11	2.03	151.79	/	19.16	10.46

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)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,578	14,019	18,661	22,037	净利润	-650	929	1,707	1,669
营业成本	8,611	12,843	16,604	19,677	折旧与摊销	457	504	568	634
营业税金及附加	23	26	34	40	财务费用	201	0	0	0
销售费用	86	112	149	175	资产减值损失	171	8	4	6
管理费用	221	230	309	361	经营营运资本变动	337	-67	-129	-25
财务费用	186	0	0	0	其他	12	-36	-40	0
资产减值损失	-165	-8	-4	-6	经营活动现金流净额	526	1,339	2,110	2,284
投资收益	1	29	30	0	资本支出	-1,078	-1,516	-1,427	-1,489
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-33	65	53	28
其他经营损益	119	155	212	0	投资活动现金流净额	-1,111	-1,451	-1,374	-1,461
营业利润	-647	945	1,751	1,704	短期借款	533	265	236	249
其他非经营损益	-7	0	0	0	长期借款	104	0	0	0
利润总额	-653	945	1,751	1,704	股权融资	244	4	0	0
所得税	-3	16	44	35	支付股利	-199	0	0	0
净利润	-650	929	1,707	1,669	其他	-472	0	0	-0
少数股东损益	-46	242	450	435	筹资活动现金流净额	211	269	236	249
归属母公司股东净利润	-605	686	1,257	1,234	现金流量净额	-374	157	972	1,071
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	628	785	1,757	2,829	成长能力				
应收和预付款项	87	102	137	160	销售收入增长率	-9.24%	63.42%	33.11%	18.09%
存货	965	1,187	1,564	1,816	营业利润增长率	-585.27%	246.03%	85.38%	-2.68%
其他流动资产	225	225	225	225	净利润增长率	-789.34%	213.46%	83.23%	-1.83%
长期股权投资	43	0	-31	-66	EBITDA 增长率	-100.88%	22583%	60.05%	0.81%
投资性房地产	66	69	73	76	获利能力				
固定资产和在建工程	5,919	6,785	7,516	8,224	毛利率	-0.38%	8.39%	11.02%	10.71%
无形资产和开发支出	288	307	326	345	三费率	5.75%	2.44%	2.45%	2.43%
其他非流动资产	14	14	14	14	净利率	-7.58%	6.62%	9.15%	7.57%
资产总计	8,908	10,292	12,541	14,727	ROE	-29.18%	24.83%	31.27%	23.49%
短期借款	1,963	2,228	2,464	2,713	ROA	-6.79%	6.67%	10.03%	8.38%
应付和预收款项	628	749	948	1,128	ROIC	-6.62%	11.37%	16.88%	13.87%
长期借款	1,696	1,696	1,696	1,696	EBITDA/销售收入	-0.08%	10.34%	12.43%	10.61%
其他负债	2,366	2,431	2,537	2,625	营运能力				
负债合计	6,653	7,104	7,646	8,163	总资产周转率	0.96	1.46	1.63	1.62
股本	615	619	619	619	固定资产周转率	1.96	2.65	3.20	3.51
资本公积	1,432	1,432	1,432	1,432	应收账款周转率	203.70	290.03	271.12	257.08
留存收益	113	799	2,057	3,291	存货周转率	8.67	11.93	12.07	11.64
归属母公司股东权益	2,073	2,764	4,021	5,255	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	182	425	875	1,309	资本结构				
股东权益合计	2,255	3,188	4,896	6,565	资产负债率	74.68%	69.02%	60.96%	55.43%
负债和股东权益合计	8,908	10,292	12,541	14,727	带息债务/总负债	70.88%	70.11%	68.23%	66.96%
					流动比率	0.56	0.60	0.84	1.03
					速动比率	0.21	0.23	0.43	0.61
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	-6	1,449	2,319	2,338	每股收益	-1.03	1.11	2.03	1.99
PE	—	19	10	11	每股净资产	3.37	4.47	6.50	8.49
PB	6	5	3	3	每股经营现金	0.86	2.16	3.41	3.69
PS	1	1	1	1	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-2,617	12	7	7					
股息率	0.00%	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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
