

规模逆势增长，养殖成绩持续好转竞争力增强

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。公司 2023 年实现营收 899.21 亿元，同比+7.4%，归母净利亏损 63.90 亿元，同比-220.81%。2024Q1 实现营收 218.48 亿元，同比+9.38%，归母净利亏损 12.36 亿元，同比减亏 55.03%。
- 点评: 规模逆势增长，养殖成绩持续好转竞争力增强。** 公司利润同比出现大幅下降主要原因系报告期内黄羽鸡价格总体相对低迷，猪价持续低迷。2023 年公司销售肉猪 2626 万头，同比增长 46.65%，收入 462.56 亿元，同比增长 12.67%，毛猪销售均价 14.81 元/公斤，同比下降 22.26%；销售肉鸡 11.83 亿只，同比增长 9.51%，收入 346.95 亿元，同比增长 2.21%。2024 一季度分业务来看，公司养猪业务亏损约 9 亿元。养鸡业务在低迷行情下，一季度仍实现微利。2024Q1 生猪行情仍处低谷，公司生猪及肉鸡养殖成绩持续改善，带动公司亏损收窄。
- 公司生猪产能稳步发展，养殖成绩持续改善。** 2023 年公司销售肉猪 2626 万头，同比增长 46.65%。截至 3 月末，公司能繁母猪约 155 万头，后备母猪较为充足。3 月份，公司养猪业务 PSY 已提升至 23 左右；猪苗生产成本约 370 元/头；肉猪上市率 92%。一季度，公司养猪成本控制较为理想。一季度肉猪养殖综合成本降至 7.6 元/斤左右，季度环比下降 0.5 元/斤左右。其中 3 月份肉猪养殖综合成本降至 7.4 元/斤左右。公司 2024 年肉猪销售目标为 3000-3300 万头，相比 2023 年增加 400-700 万头。目前公司肉猪有效饲养能力已提升至 3500 万头以上。
- 黄鸡养殖稳步发展，高景气度具有可持续性。** 2023 年公司销售肉鸡 11.83 亿只，同比增长 9.51%。一季度毛鸡出栏完全成本降至 6.4 元/斤左右，其中 3 月份已降至 6.3 元/斤左右。黄鸡行业当前产能低位，高景气度具有可持续性。全周期看，公司每只鸡可盈利 2-3 元。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.09 元、1.69 元、1.35 元，对应动态 PE 分别为 18/11/14 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产能释放不及预期、下游需求不及预期、养殖端突发疫情等风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 89,902 | 112,717 | 126,158 | 136,318 |
| 增长率 | 7.40% | 25.38% | 11.93% | 8.05% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -6,390 | 7,247 | 11,274 | 8,972 |
| 增长率 | -220.81% | 213.42% | 55.57% | -20.42% |
| 每股收益EPS(元) | -0.97 | 1.09 | 1.69 | 1.35 |
| 净资产收益率 ROE | -19.33% | 17.93% | 21.81% | 14.79% |
| PE | — | 17.60 | 11.32 | 14.22 |
| PB | 4.04 | 3.16 | 2.47 | 2.10 |

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) | 66.52 |
| 流通 A 股(亿股) | 54.45 |
| 52 周内股价区间(元) | 16.23-20.23 |
| 总市值(亿元) | 1,275.86 |
| 总资产(亿元) | 946.77 |
| 每股净资产(元) | 4.68 |

相关研究

- 温氏股份(300498): 成本下降景气回升, 三季度扭亏为盈(2023-11-01)
- 温氏股份(300498): 畜禽价格低迷 H1 业绩承压, 降本增效 Q2 环比减亏(2023-09-03)

盈利预测

关键假设：

1) 公司是我国最大肉鸡养殖企业，市占率继续扩大，预计公司 2024-2026 年出栏肉鸡数量增速为 10%/10%/8%。当前肉鸡价格总体低迷，产能去化提供支撑，养殖景气回升。预计 2024-2026 年公司平均鸡板块销售均价增速为 6%/3%/0%。预计 2024-2026 年肉鸡板块对应毛利率水平分别为 13%/16%/16%；

2) 考虑到公司产能情况，我们预计公司 2024-2026 年出栏生猪数量增速为 20%/11%/8%。当前 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。后续猪价预计进入上行周期。预计 2024-2026 年公司生猪销售均价增速为 10%/0%/0%。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 9%/11%/11%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

| 业务情况 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------|----------|-----------|------------|------------|------------|
| 合计 | 收入 (百万元) | 89,921.10 | 112,716.88 | 126,158.41 | 136,317.63 |
| | yoy | 7.40% | 25.35% | 11.93% | 8.05% |
| | 成本 (百万元) | 89,146.81 | 100,505.83 | 109,592.99 | 118,417.00 |
| | 毛利率 | 0.86% | 10.83% | 13.13% | 13.13% |
| 猪板块 | 收入 (百万元) | 48,503.63 | 64,024.79 | 71,067.52 | 76,752.92 |
| | yoy | 13.75% | 32.00% | 11% | 8% |
| | 成本 (百万元) | 50,318.28 | 58,263 | 63,250 | 68,310 |
| | 毛利率 | -3.74% | 9.00% | 11.00% | 11.00% |
| 鸡板块 | 收入 (百万元) | 36,663.67 | 42,749.84 | 48,435.57 | 52,310.41 |
| | yoy | 3.04% | 16.60% | 13.30% | 8.00% |
| | 成本 (百万元) | 34,717.99 | 37,192 | 40,686 | 43,941 |
| | 毛利率 | 5.31% | 13.00% | 16.00% | 16.00% |
| 其它 | 收入 (百万元) | 4,753.80 | 5,942.25 | 6,655.32 | 7,254.30 |
| | yoy | -13.60% | 25.00% | 12.00% | 9.00% |
| | 成本 (百万元) | 4,110.54 | 5,050.91 | 5,657.02 | 6,166.15 |
| | 毛利率 | 13.53% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |

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：立华股份、牧原股份、巨星农牧，三者 2024 年平均 PE 为 21 倍。考虑到公司生猪养殖出栏量保持高增速，养殖成本快速改善，肉鸡行业稳定增长的同时始终保持明显的成本优势，予以公司一定溢价，予以 2024 年 24 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 26.16 元。

表 2：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300761.SZ | 立华股份 | 21.84 | -0.53 | 1.17 | 1.71 | 1.44 | -41.21 | 18.67 | 12.77 | 15.17 |
| 603477.SH | 巨星农牧 | 34.82 | -1.27 | 1.25 | 3.64 | 3.21 | -27.42 | 27.86 | 9.57 | 10.85 |
| 002714.SZ | 牧原股份 | 43.62 | -0.78 | 2.55 | 4.87 | 4.00 | -55.92 | 17.11 | 8.96 | 10.91 |
| 平均值 | | | | | | | -41.52 | 21.21 | 10.43 | 12.31 |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 21.55 | -0.97 | 1.09 | 1.69 | 1.35 | -22.20 | 19.78 | 12.71 | 15.98 |

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 | 89,902 | 112,717 | 126,158 | 136,318 | 净利润 | -6,389 | 7,481 | 11,452 | 9,187 |
| 营业成本 | 89,147 | 100,506 | 109,593 | 118,417 | 折旧与摊销 | 5,435 | 3,988 | 4,067 | 4,225 |
| 营业税金及附加 | 143 | 178 | 200 | 216 | 财务费用 | 1,329 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 907 | 1,115 | 1,260 | 1,355 | 资产减值损失 | 249 | -693 | -678 | -683 |
| 管理费用 | 4,413 | 5,711 | 6,292 | 6,853 | 经营营运资本变动 | 5,193 | -2,922 | 446 | -645 |
| 财务费用 | 1,213 | 14 | 13 | 0 | 其他 | 1,776 | -2,110 | -2,406 | 0 |
| 资产减值损失 | -245 | 693 | 678 | 683 | 经营活动现金流净额 | 7,594 | 5,744 | 12,881 | 12,084 |
| 投资收益 | 857 | 1,762 | 2,127 | 0 | 资本支出 | -6,249 | -1,112 | -919 | -1,207 |
| 公允价值变动损益 | -512 | 50 | 50 | 0 | 其他 | 2,934 | 1,645 | 1,767 | -349 |
| 其他经营损益 | 226 | 401 | 452 | 0 | 投资活动现金流净额 | -3,315 | 533 | 847 | -1,556 |
| 营业利润 | -6,137 | 7,583 | 11,514 | 9,274 | 短期借款 | 1,386 | 701 | 929 | 853 |
| 其他非经营损益 | -234 | 0 | 0 | 0 | 长期借款 | -2,556 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | -6,371 | 7,583 | 11,514 | 9,274 | 股权融资 | 1,926 | 108 | 0 | 0 |
| 所得税 | 18 | 102 | 61 | 87 | 支付股利 | -2,425 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | -6,389 | 7,481 | 11,452 | 9,187 | 其他 | -2,907 | -1,256 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 1 | 233 | 178 | 214 | 筹资活动现金流净额 | -4,576 | -446 | 929 | 853 |
| 归属母公司股东净利润 | -6,390 | 7,247 | 11,274 | 8,972 | 现金流量净额 | -294 | 5,830 | 14,658 | 11,381 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 4,266 | 10,096 | 24,754 | 36,135 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1,385 | 1,892 | 1,986 | 2,181 | 销售收入增长率 | 7.40% | 25.38% | 11.93% | 8.05% |
| 存货 | 20,336 | 24,946 | 26,468 | 28,863 | 营业利润增长率 | -200.31% | 223.56% | 51.84% | -19.45% |
| 其他流动资产 | 3,309 | 3,309 | 3,309 | 3,309 | 净利润增长率 | -220.81% | 213.42% | 55.57% | -20.42% |
| 长期股权投资 | 1,359 | 1,704 | 2,075 | 2,437 | EBITDA 增长率 | -97.41% | 3409.38% | 34.60% | -13.43% |
| 投资性房地产 | 77 | 72 | 69 | 65 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 37,873 | 36,339 | 34,717 | 32,940 | 毛利率 | 0.84% | 10.83% | 13.13% | 13.13% |
| 无形资产和开发支出 | 1,512 | 1,384 | 1,253 | 1,122 | 三费率 | 7.27% | 6.07% | 6.00% | 6.02% |
| 其他非流动资产 | 157 | 160 | 160 | 160 | 净利率 | -7.11% | 6.64% | 9.08% | 6.74% |
| 资产总计 | 92,895 | 102,831 | 117,394 | 129,656 | ROE | -19.33% | 17.93% | 21.81% | 14.79% |
| 短期借款 | 2,475 | 3,176 | 4,105 | 4,958 | ROA | -6.88% | 7.05% | 9.60% | 6.92% |
| 应付和预收款项 | 11,029 | 11,871 | 13,150 | 14,135 | ROIC | -7.47% | 9.92% | 13.04% | 9.38% |
| 长期借款 | 7,597 | 7,597 | 7,597 | 7,597 | EBITDA/销售收入 | 0.37% | 10.28% | 12.36% | 9.90% |
| 其他负债 | 35,947 | 36,751 | 37,654 | 38,890 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 57,048 | 59,395 | 62,506 | 65,580 | 总资产周转率 | 0.94 | 1.15 | 1.15 | 1.10 |
| 股本 | 6,652 | 6,652 | 6,652 | 6,652 | 固定资产周转率 | 2.59 | 3.33 | 3.85 | 4.32 |
| 资本公积 | 9,824 | 9,932 | 9,932 | 9,932 | 应收账款周转率 | 169.75 | 188.10 | 176.90 | 174.57 |
| 留存收益 | 16,591 | 23,839 | 35,113 | 44,085 | 存货周转率 | 4.38 | 4.44 | 4.26 | 4.28 |
| 归属母公司股东权益 | 33,061 | 40,416 | 51,691 | 60,663 | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | | | | |
| 少数股东权益 | 2,786 | 3,020 | 3,197 | 3,412 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 35,847 | 43,436 | 54,888 | 64,075 | 资产负债率 | 61.41% | 57.76% | 53.24% | 50.58% |
| 负债和股东权益合计 | 92,895 | 102,831 | 117,394 | 129,656 | 带息债务/总负债 | 57.25% | 54.04% | 52.84% | 51.66% |
| | | | | | 流动比率 | 1.07 | 1.34 | 1.68 | 1.91 |
| | | | | | 速动比率 | 0.28 | 0.46 | 0.83 | 1.06 |
| | | | | | 股利支付率 | -10.35% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | -0.97 | 1.09 | 1.69 | 1.35 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.97 | 6.08 | 7.77 | 9.12 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.14 | 0.86 | 1.94 | 1.82 |
| | | | | | 每股股利 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | |
| EBITDA | 330 | 11,585 | 15,593 | 13,500 | | | | | |
| PE | — | 18 | 11 | 14 | | | | | |
| PB | 4 | 3 | 2 | 2 | | | | | |
| PS | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | |
| EV/EBITDA | 490 | 13 | 9 | 9 | | | | | |
| 股息率 | 0.50% | 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 |
