

2024年05月19日

**买入（首次覆盖）**

报告原因：业绩点评

**巨星农牧（603477）：出栏量快速增长，成本保持优势**

——公司简评报告

## 证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

数据日期	2024/05/17
收盘价	34.25
总股本(万股)	51,003
流通A股/B股(万股)	51,003/0
资产负债率(%)	62.19%
市净率(倍)	5.88
净资产收益率(加权)	-4.60
12个月内最高/最低价	39.39/25.35

**投资要点**

- 2024Q1同比减亏，德昌项目开始投产。**2023年公司实现营业收入40.41亿元，同比+1.83%；归母净利润-6.45亿元，同比-508.18%。2023年生猪价格持续下跌，导致出现亏损，公司对2023年末各项资产计提了1.11亿元的减值准备。2024Q1营业收入9.49亿元，同比增长6.16%；归母净利润-1.38亿元，同比+32.85%。其中，2023年公司生猪业务实现营收34.63亿元，同比增长15.81%。公司2023年生猪出栏267.37万头，同比+74.74%。根据投资者关系记录表，公司2024Q1生猪出栏量51.3万头，其中肥猪出栏量同比增加36.4%；2024Q1养殖成本13.82元/公斤，部分优秀养殖基地已实现盈利。公司2024年度养殖成本预计将在一季度基础上持续下降。德昌巨星生猪繁育一体化项目正在按计划开展引种工作，预计将于2024年5月末完成，支撑未来增速。
- 西南地区养殖龙头，与PIC合作打造高效种群。**2023年8月公司控股股东变更为巨星集团，公司实际控制人变更为唐光跃先生。同时，公司选举段利锋先生为公司董事长，聘任唐春祥先生为公司总经理，均深耕生猪养殖行业多年，管理经验丰富。转让完成后，公司将生猪养殖作为战略重心，有利于公司中长期发展。在育种方面，公司与世界知名的种猪改良公司PIC合作优化产能效率。以巨星农牧高观场为例，PIC为其服务的2年期间，生产成绩明显提升，各项生产指标大幅高于行业平均。此外，公司与世界知名的养猪服务技术公司Pipestone签订协议，引入Pipestone全套养殖理念和生产技术体系，生产业绩、生产效率 and 生物安全均得到较大提高。公司目前主要在西南布局种猪育种繁育基地，并根据基地具体情况配套建设育肥场。公司未来将继续通过租赁、收购、新建及改扩建猪场等多种方式结合来扩大产能，实现长远目标。
- 产能快速扩张，成本保持优势。（1）产能快速扩张，成本仍有下降空间。**2020年起公司进入快速发展阶段，2020年至2023年出栏量CAGR为104%。公司在规模快速扩张的同时，成本仍保持较低水平，2023年肥猪生产成本14.68元/公斤，在行业中表现优异。2024年公司将通过加强优选优育，提升PSY；加强养殖流程管理，减少疫病死亡率；提高三元杂交猪占比，降低育肥猪料肉比等措施提升养殖效率。预计2024年公司养殖成本仍有下降空间。  
**（2）公司募资建设产能，保障长期增长目标。**2023年12月公司发布定增预案，募集资金总额不超过12亿元，主要用于生猪养殖产能建设项目、养殖技术研发项目等，项目投产后预计合计实现肥猪出栏82.02万头，仔猪出栏2.59万头。公司在高效低成本养殖下保持快速扩张，养殖业务兑现能力强。
- 猪周期反转在即，养殖盈利将逐步恢复。**从产能来看，能繁母猪2023年1月开始去化，截至2024年3月能繁母猪产能3992万头，较2022年末下降9.07%左右。对应10个月以后的生猪出栏，传导至当前供给压力逐季减小。同时叠加下半年猪肉消费需求的提升，预计猪价将逐季向好。2024年猪价大概率好于2023年，周期反转在即。随着养殖行业盈利逐步恢复，公司凭借低成本和快速扩张，有望获得超额收益。
- 盈利预测：**随着前期项目的投产以及新增租赁场的交付，我们预计公司2024-2026年生猪出栏量分别为400/700/1000万头。预计2024-2026年公司实现归母净利润分别为5.57亿元、17.38亿元、11.69亿元，同比分别+186.38%、+211.86%、-32.78%，对应EPS分别为1.09元、3.41元、2.29元，对应当前股价2024-2026年PE分别为31、10和15倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ 风险提示：生猪出栏不及预期；原材料价格波动的风险；疫病风险。

#### 盈利预测与估值简表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,040.71	7,224.50	12,340.00	14,892.15
增长率（%）	1.83%	78.79%	70.81%	20.68%
归母净利润	-645.29	557.41	1,738.35	1,168.57
增长率（%）	-508.18%	186.38%	211.86%	-32.78%
EPS（元/股）	-1.28	1.09	3.41	2.29
市盈率（P/E）	—	31.34	10.05	14.95
市净率（P/B）	6.22	4.80	3.25	2.67

资料来源：携宁，东海证券研究所

注：截止时间2024年5月17日

## 正文目录

<b>1. 2024Q1 同比减亏，德昌项目开始投产</b> .....	<b>5</b>
<b>2. 西南地区养殖龙头，与 PIC 合作打造高效种群</b> .....	<b>6</b>
2.1. 巨星集团转为实控人，聚焦养殖 .....	6
2.2. 引入 PIC 种猪提升产能效率 .....	7
2.3. 专业管理团队构建护城河 .....	8
<b>3. 产能快速扩张，成本保持优势</b> .....	<b>9</b>
<b>4. 猪周期反转在即，行业有望逐步盈利</b> .....	<b>12</b>
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>13</b>
5.1. 可比公司估值.....	13
5.2. 盈利预测 .....	13
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1 公司营收及增速 .....	5
图 2 公司 2023 年营收分业务占比 .....	5
图 3 公司归母净利润及增速 .....	6
图 4 销售毛利率和净利率 .....	6
图 5 公司三费比率 .....	6
图 6 资产负债率 .....	6
图 7 公司股权结构（截至 2023 年末） .....	7
图 8 公司发展历程 .....	7
图 9 公司人才培养“星计划” .....	9
图 10 公司 2023 年分地区业务收入占比 .....	10
图 11 公司资本开支情况 .....	10
图 12 公司生猪出栏量及增速 .....	10
图 13 公司固定资产及增速 .....	10
图 14 公司在建工程及增速 .....	10
图 15 公司生产性生物资产及增速 .....	10
图 16 生猪均价 .....	12
图 17 能繁母猪存栏及环比 .....	12
图 18 育肥饲料销量环比 .....	12
图 19 肥标价差 .....	12
图 20 出栏体重 .....	13
图 21 冷冻肉库容率 .....	13
表 1 PIC 母猪繁殖数据 .....	8
表 2 公司生猪产能及产量情况 .....	8
表 3 巨星高观场生产成绩 .....	8
表 4 公司部分养殖产能概览 .....	11
表 5 定增生猪产能新建项目 .....	11
表 6 可比公司一览 .....	13
附录：三大报表预测值 .....	15

## 1.2024Q1 同比减亏，德昌项目开始投产

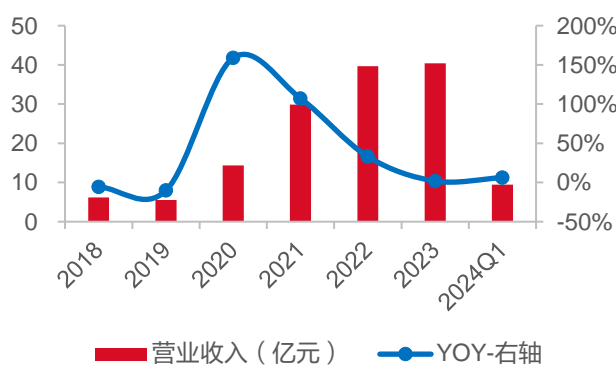
低猪价导致 2023 年亏损，2024Q1 同比减亏。2023 年公司实现营业收入 40.41 亿元，同比+1.83%；归母净利润-6.45 亿元，同比-508.18%，扣非后归母净利润-5.52 亿元，同比-296.78%。2023 年生猪价格持续下跌，导致出现亏损，公司对 2023 年末各项资产计提了 1.11 亿元的减值准备。2024Q1 营业收入 9.49 亿元，同比增长 6.16%；归母净利润-1.38 亿元，同比+32.85%；扣非后归母净利润为-1.12 亿元，同比+36.78%。

分业务来看，2023 年公司生猪业务实现营收 34.63 亿元，同比增长 15.81%。公司 2023 年生猪出栏 267.37 万头，同比+74.74%，其中仔猪出栏占比约为 32%，种猪出栏占比约为 1%；2023 年肥猪生产成本 14.68 元/公斤。根据投资者关系记录表，公司 2024Q1 生猪出栏量 51.3 万头，其中肥猪出栏量同比增加 36.4%；2024Q1 养殖成本 13.82 元/公斤，部分优秀养殖基地已实现盈利。公司 2024 年度养殖成本预计将在一季度基础上持续下降。德昌巨星生猪繁育一体化项目正在按计划开展引种工作，预计将于 2024 年 5 月末完成，支撑未来增速。

2023 年饲料业务实现营收 4.57 亿元，同比-17.09%；饲料生产 68.00 万吨，同比+5.21%；饲料销量 9.68 万吨，同比-17.86%。公司饲料业务主要用于养殖自用，外销量同比下降。2023 年皮革业务实现营收 0.86 亿元，同比-71.70%。受国内外经济形势的影响，市场需求低迷，皮革销售订单同比减少。2023 年商品鸡业务实现营收 0.26 亿元，同比-77.42%，商品鸡销量 78.80 万头，同比-73.89%。商品鸡业务关停导致销量减少，提前清理剩余存栏导致收入减少。

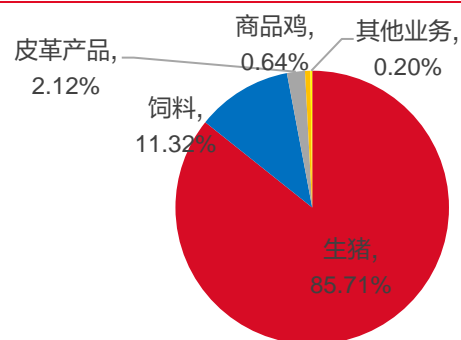
从费用率来看，2023 年，公司销售费用率为 0.96%（同比-0.14pct），管理费用率为 5.36%（同比-0.39pct），财务费用率为 2.66%（同比+0.59pct）。2024Q1 销售费用率 0.94%（环比-0.02pct），管理费用率 8.57%（环比+0.70pct），财务费用率 5.06%（环比+2.03pct）。2024Q1 公司资产负债率 62.19%（环比+2.34pct）。随着规模效应的提升，以及管理体系的优化，公司费用率仍有下降空间。

图1 公司营收及增速



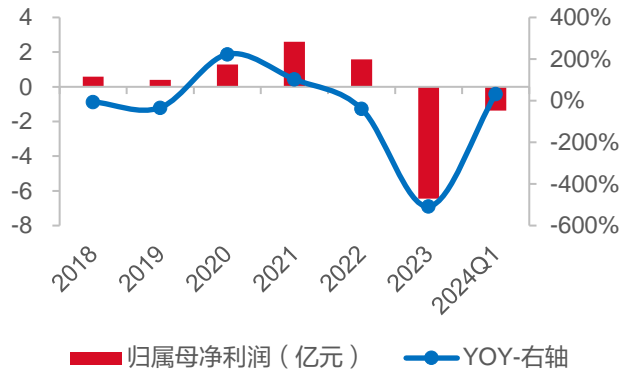
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 公司 2023 年营收分业务占比



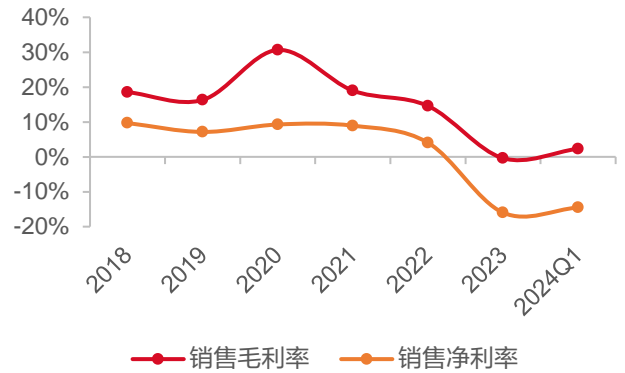
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 公司归母净利润及增速



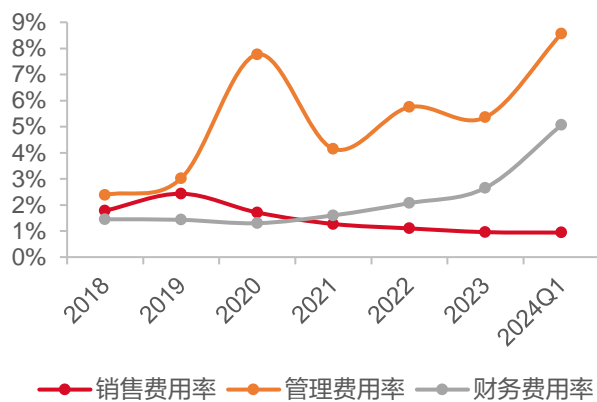
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 销售毛利率和净利率



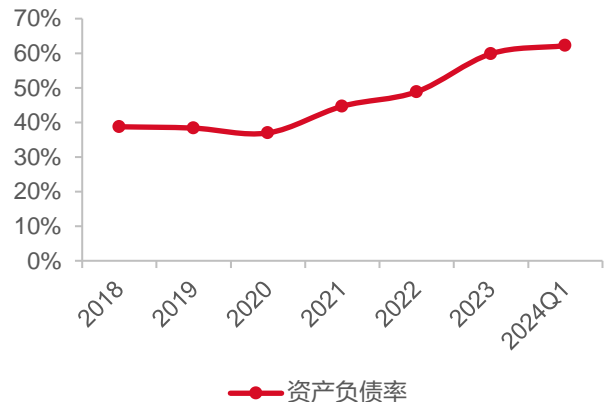
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 公司三费比率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 资产负债率



资料来源：Wind，东海证券研究所

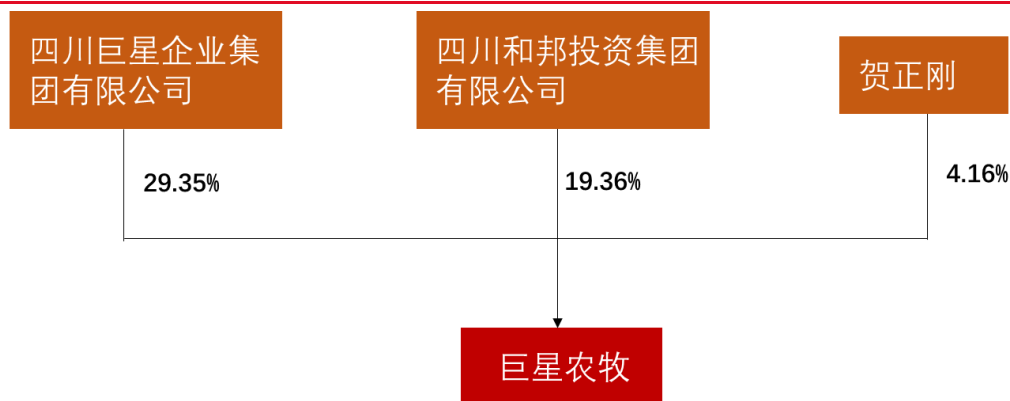
## 2.西南地区养殖龙头，与 PIC 合作打造高效种群

### 2.1.巨星集团转为实控人，聚焦养殖

巨星农牧自 2007 年正式进军生猪养殖行业，2017 年与 PIC 签署合作协议引入优质种猪，2020 年通过振静股份资产重组上市，目前已发展成为西南地区领先的生猪养殖企业。公司业务涵盖生猪养殖、肉鸡养殖、饲料业务以及皮革业务。公司专注于养殖产业链的建设和发展，截至 2023 年末，公司在全国建立了 30 个标准化种猪场，多个生猪养殖基地。

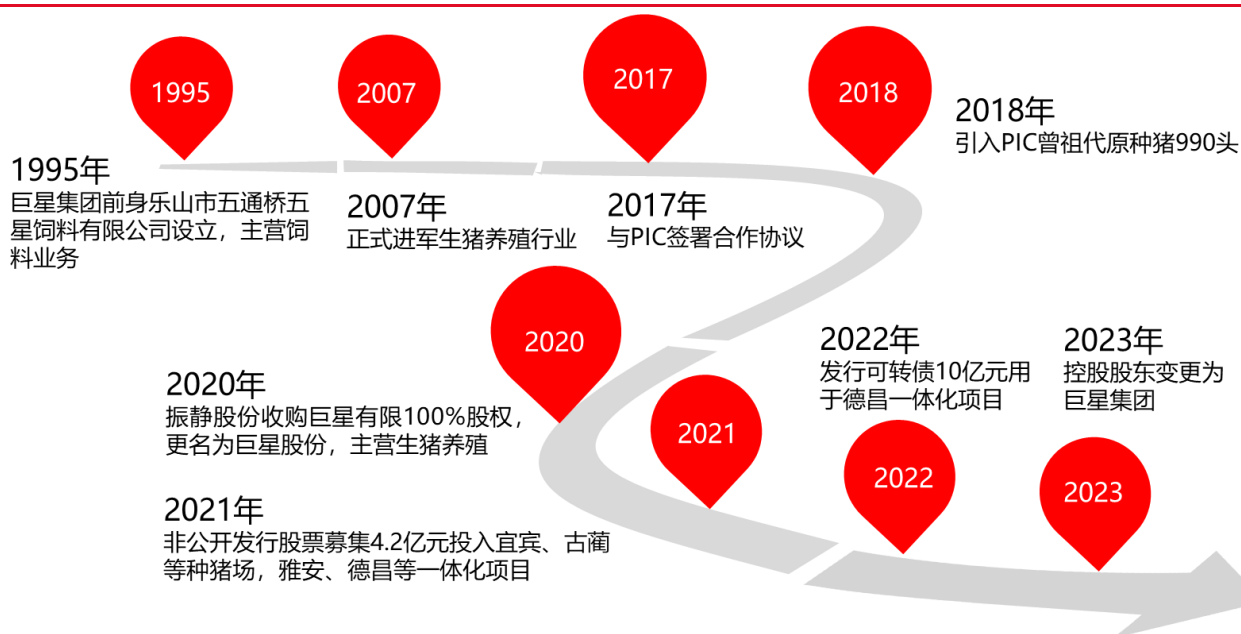
**控股股东变更为巨星集团，聚焦养殖业务。**2023 年 8 月，公司原控股股东和邦集团与巨星集团签署了《股份转让协议》。和邦集团向巨星集团转让 2600 万股公司股份，转让价格为 27.67 元/股。协议转让完成后，公司控股股东变更为巨星集团，公司实际控制人变更为唐光跃先生。公司选举段利锋先生为公司董事长，聘任唐春祥先生为公司总经理，均深耕生猪养殖行业多年，管理经验丰富。转让完成后，公司将更加聚焦于养殖业务，将生猪养殖作为战略重心，有利于公司中长期发展。

图7 公司股权结构（截至 2023 年末）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 公司发展历程



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.2.引入 PIC 种猪提升产能效率

**与 PIC 合作优化产能效率。** PIC 是世界知名的种猪改良公司，PIC 中国是其在中国的全资子公司。2017 年，巨星有限与 PIC 中国经友好协商，签署了《封闭扩繁总协议》。公司从 PIC 选取生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪，充分利用杂交优势和性状互补原理，使其后代综合表现出优良性状。

从 PIC 收集的 2023 年客户繁殖数据来看，PIC 母猪平均分娩率为 86.7%，领先行业平均水平 6.37%；窝均总产数、窝均活产数、窝均断奶数分别为 13.9、12.7、11.2，比行业平均高 1.05、0.79 和 0.78；平均 LSY 为 2.36，平均 PSY 为 26.4，LSY 和 PSY 比行业平均水平高 0.39 和 6.31。PIC 母猪在六项核心繁殖性状上全部领先于行业平均水平。



表1 PIC 母猪繁殖数据

	分娩率	窝均总产仔数 (头)	窝均活产仔数 (头)	窝均断奶数 (头)	年产窝数 LSY (窝)	PSY (头)
PIC 客户场平均	86.70%	13.9	12.7	11.2	2.36	26.4
前 10%客户	89.80%	14.5	13.6	12.5	2.49	31.8
行业平均	80.33%	12.85	11.91	10.42	1.97	20.09
PIC 领先行业平均	6.37%	1.05	0.79	0.78	0.39	6.31

资料来源:《PIC 中国 2023 年母猪繁殖数据报告》, 东海证券研究所

**预计公司自主养殖模式占比将不断提升。**公司养殖业务采用紧密型“公司+农户”和一体化自主养殖两种生产模式, 目前以紧密型“公司+农户”模式为主, 截至 2022 年自主运营育猪场生猪存栏量 37.19 万头, 占总存栏约 38%, 预计未来自主养殖模式的占比将不断提高。其中, 紧密型“公司+农户”模式由公司负责生猪、肉鸡育种和扩繁, 并提供养殖过程中的物资、指导, 农户负责育肥并获得代养费。一体化自主养殖生产模式由公司从 PIC 公司引进高质量、高健康种猪种群进行祖代和父母代扩繁, 种猪选育和扩繁、仔猪生产、商品猪育肥全程由公司负责。此外, 公司部分采用租赁模型轻资产运营, 截至 2021 年末, 公司共有租赁养殖场 27 个、租赁饲料厂 1 个。公司目前主要在西南布局种猪育种繁育基地, 并根据基地具体情况配套建设育肥场。公司未来将继续通过租赁、收购、新建及改扩建猪场等多种方式结合来扩大产能, 实现长远目标。

表2 公司生猪产能及产量情况

	2022 年	2021 年
自主运营育猪场生猪存栏量 (万头)	37.19	21.57
合作农户生猪存栏量 (万头)	60.81	54.35
产能 (万头/年)	260.00	155.98
产量 (万头)	153.01	87.10
产能利用率	58.85%	55.84%

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

**以巨星农牧高观场为例,** PIC 为其服务的 2 年期间, 生产成绩明显提升。高观场母猪存栏 5200 头, 猪场生物安全等级高、健康状况良好, 蓝耳病、PED 和伪狂犬 2 年时间内均保持阴性。高观场生产成绩优秀, 2021 年 PSY 高达 31.88, 每窝活仔数 14.5, 每头母猪窝断奶仔猪数 13.14, 各项生产指标大幅高于行业平均。

表3 巨星高观场生产成绩

	目标值	2020 年	2021 年	累计 2 年
分娩率	91%	90%	92.5%	91.4%
每窝总仔数 (头)	14.8	15.5	15.4	15.5
每窝活仔数 (头)	14.5	14.0	14.5	14.3
每头母猪窝断奶仔猪数 (头)	12.0	12.49	13.14	12.86
PSY		29.01	31.88	30.60

资料来源: PIC 中国公众号, 东海证券研究所

## 2.3. 专业管理团队构建护城河

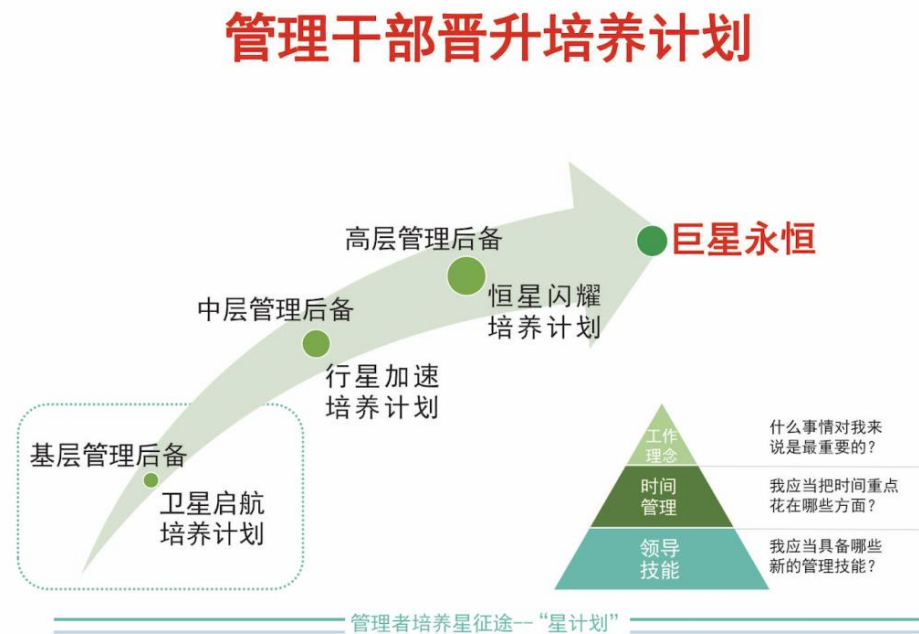
**与 Pipestone 合作提升养殖管理效率。**2016 年, 公司与世界知名的养猪服务技术公司 Pipestone 签订协议。Pipestone 服务体系成立于 1990 年, 2022 年 Pipestone 服务体系母猪存栏 46.1 万头, 位列全球第 6。Pipestone 负责向公司提供多项生猪养殖咨询服务, 包括



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。公司引入 Pipestone 全套养殖理念和生产技术体系，生产业绩、生产效率和生物安全均得到较大提高。

**管理团队专业，人才培养完善。**公司管理层方面，高管团队多为相关专业背景，且从事养殖行业多年。董事长段利锋为动物营养与饲料科学硕士，总经理唐春祥为动物营养与饲料科学硕士，且深耕行业多年。人才队伍方面，公司建立了一支包括遗传育种、畜牧、兽医、动物营养、食品加工、工程建设等专业博士、硕士及各种相关专业技术人员在内的现代畜牧专业的员工队伍。并每年依托四川农业大学、西南大学和成都农业职业技术学院举办“巨星班”，建立了长期的后备人才培养体系。聚焦团队专业化能力的提升以及优秀人才的引进，为公司各项业务持续发展奠定基础。

图9 公司人才培养“星计划”



资料来源：巨星农牧公众号，东海证券研究所

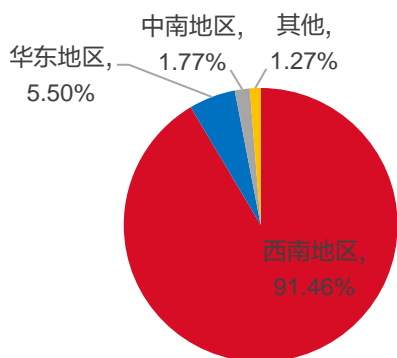
### 3. 产能快速扩张，成本保持优势

**产能快速扩张，成本仍有下降空间。**公司坚持“立足四川，走向全国”策略，2023年公司西南地区收入占比91.64%。2020年起公司进入快速发展阶段。2020年公司生猪出栏量31.5万头，同比增长41.96%；2023年出栏量达267.37万头，同比增长74.74%；2020年至2023年出栏量CAGR为104%。随着前期项目的投产以及新增租赁场的交付，预计公司未来出栏量继续保持快速增长。我们预计公司2024年、2025年生猪出栏量分别为400万头、700万头。公司在规模快速扩张的同时，成本仍保持较低水平，2023年肥猪生产成本14.68元/公斤，在行业中表现优异。2024年公司将通过加强优选优育，提升PSY；加强养殖流程管理，减少疫病死亡率；提高三元杂交猪占比，降低育肥猪料肉比等措施提升养殖效率。预计2024年公司养殖成本仍有下降空间。

自2020年起，公司固定资产、在建工程、生产性生物资产等均显著增加。2023年末公司固定资产37.53亿元，同比+94.85%；在建工程3.53亿元，同比-68.20%；生产性生物资产3.86亿元，同比-11.98%。2024Q1公司固定资产36.94亿元，同比+93.66%；在建工程4.00亿元，同比-67.38%；生产性生物资产3.77亿元，同比-17.14%。公司2023年及2024Q1

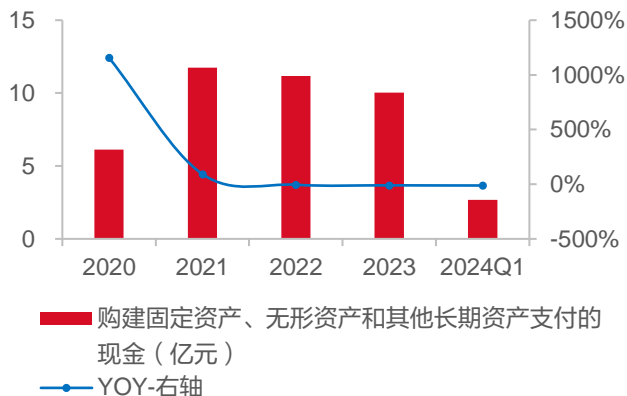
固定资产和在建工程同比变化幅度较大主要由于德昌项目完工结转影响。生产性生物资产下降主要由于后备猪入群成本的下降。

图10 公司 2023 年分地区业务收入占比



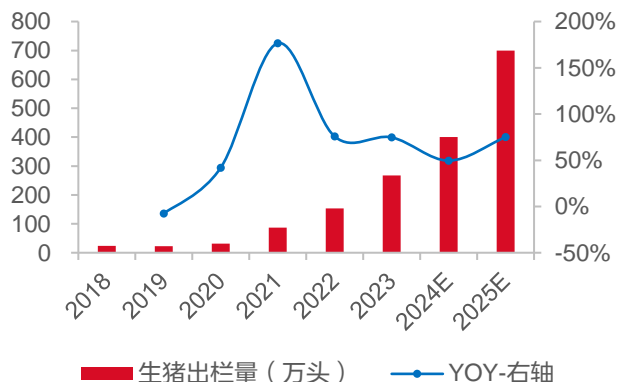
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 公司资本开支情况



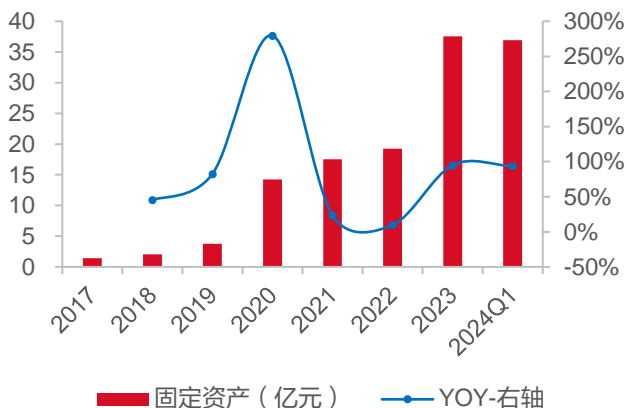
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 公司生猪出栏量及增速



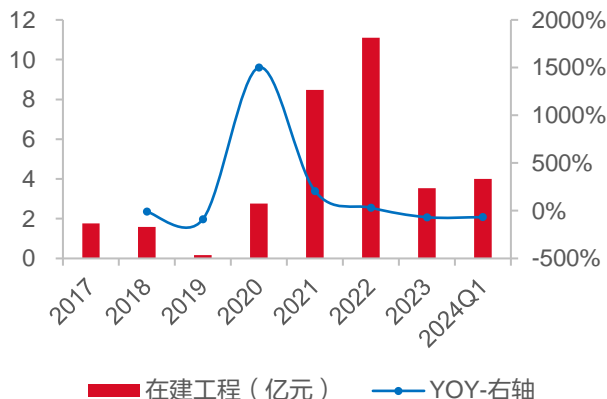
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 公司固定资产及增速



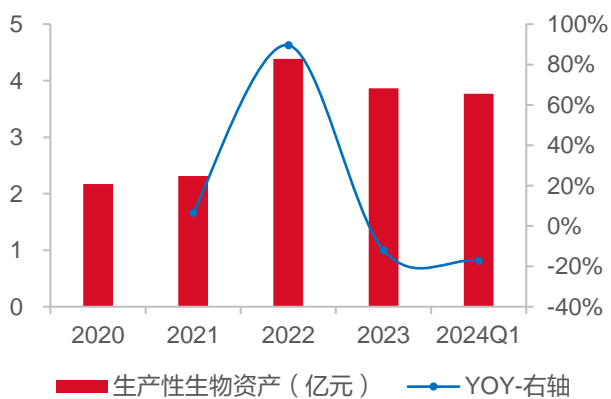
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 公司在建工程及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 公司生产性生物资产及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

**公司募资建设产能，保障长期增长目标。**2022 年公司发行可转债用 10 亿元用于德昌巨星生猪繁育一体化项目。其中 7.5 亿元投入德昌项目，2.5 亿元补充流动资金。该项目新建母猪饲养规模为 3.6 万头的种猪繁育一体化生猪养殖场，生产育肥猪，建设各类猪舍包括配怀舍，分娩舍，公猪舍，后备舍、隔离舍和育肥舍及待售舍，采用全程自养的方式。项目建

成后将达到年出栏生猪 97.2 万头的规模。公司在高效低成本养殖下保持快速扩张，母猪产能建设保障未来出栏规模，养殖业务兑现能力强。

2023 年 12 月公司发布定增预案，募集资金总额不超过 12 亿元，其中巨星集团拟认购股票数量不低于本次实际发行数量的 5.00%。主要用于生猪养殖产能建设项目 7.16 亿元、养殖技术研发项目 0.29 亿元、数字智能化建设项目 2.05 亿元及补充流动资金 2.5 亿元。生猪养殖产能新建项目共有 8 个，项目投产后预计将实现种猪存栏肥猪出栏 82.02 万头，仔猪出栏 2.59 万头。本次定增将进一步提升公司的种猪、育肥猪以及仔猪规模，支撑公司出栏量目标。

**表4 公司部分养殖产能概览**

	设计母猪饲养规模（头）
泸县巨星兆雅猪场	2,400
剑阁巨星圈龙猪场	3,500
剑阁巨星高观猪场	5,400
泸县巨星福集猪场	6,000
叙永后山猪场	8,000
泸县方洞猪场	2,000
崇州观胜猪场	1,800
崇州兴裕猪场	1,800
屏山中都猪场	8,000
邛崃冉义猪场	6,000
剑阁开封猪场	5,400
乐山剑锋猪场	12,000
平塘县巨星甲茶父母代种猪场	5,400
古蔺巨星石宝种猪场项目	10,000
古蔺巨星皇华种猪场项目	9,000
宜宾巨星屏边种猪场项目	24,000
平塘巨星更打生猪繁育一体化项目	3,380
雅安巨星三江生猪繁育一体化项目	4,000
德昌巨星生猪繁育一体化项目	36,000
<b>合计</b>	<b>154,080</b>

资料来源：公司公告，东海证券研究所

**表5 定增生猪产能新建项目**

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	拟用募集资 金(亿元)	规划
<b>生猪养殖产能新建项目</b>				
1	崇州林秀公猪站建设项目	0.42	0.20	可存栏种公猪 300 头
2	夹江巨星甘江种猪场建设项目	2.70	1.63	可存栏种猪 1 万头，“公司+农户”模式年出栏肥猪 25 万头
3	巨星更打优质生猪养殖小区	1.38	0.91	可存栏种猪 0.48 万头、“公司+农户”模式年出栏肥猪 12 万头
4	盐边巨星新民智慧养殖园区	3.44	1.98	可存栏种猪 1.09 万头、“公司+农户”模式年出栏肥猪 27.30 万头
5	屏山县屏边乡塘湾村种猪繁育场及配套环保设施建设项目	1.44	1.07	可存栏种猪 0.24 万头，“一体化自主养殖”模式年出栏肥猪 3.89 万头、出栏种仔猪 2.59 万头
6	石桥猪场建设项目	0.85	0.45	可存栏育肥猪 2.50 万头，年出栏肥猪 5.25 万头
7	巨星平舟智慧养猪园区	0.73	0.41	可存栏育肥猪 2.07 万头，年出栏肥猪 4.35 万头
8	叙永巨星观兴镇坝上村生猪标准化规模猪场建设项目	0.73	0.50	可存栏育肥猪 2.02 万头，年出栏肥猪 4.23 万头
	<b>合计</b>	<b>11.67</b>	<b>7.16</b>	<b>合计肥猪出栏 82.02 万头，仔猪出栏 2.59 万头</b>

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.猪周期反转在即，行业有望逐步盈利

**供给压力逐步缓解，支撑猪价好转。**根据钢联数据，4月肥猪饲料销量环比-5.94%，生猪供给压力开始有所缓解。截至5月17日生猪出栏均重122.79公斤，周环比-0.08公斤，出栏体重从前期高点有所回落；标肥价差收窄至-0.02元/公斤，二次育肥情绪下降。5月17日，重点屠宰企业冷冻猪肉库容率为23.96%，周环比-0.01pct，冻品库存持续下降。随着大猪的出清以及冻品库存的下降，短期影响供给端的因素逐步改善，支撑猪价逐步好转。

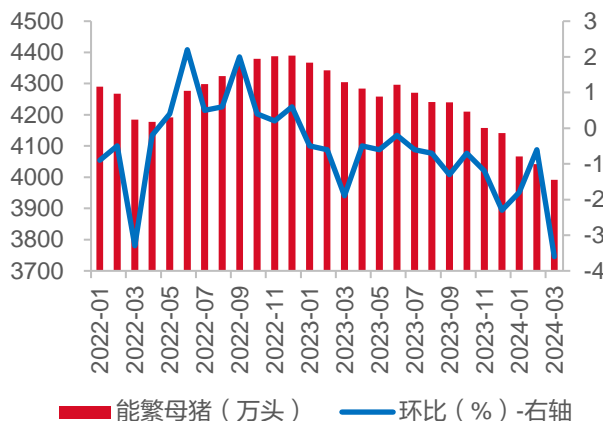
**猪周期反转在即，养殖盈利将逐步恢复。**从产能来看，能繁母猪2023年1月开始去化，截至2024年3月能繁母猪产能3992万头，较2022年末下降9.07%左右。对应10个月以后的生猪出栏，传导至当前供给压力逐季减小。同时叠加下半年猪肉消费需求的提升，预计猪价将逐季向好。2024年猪价大概率好于2023年，周期反转在即。

图16 生猪均价



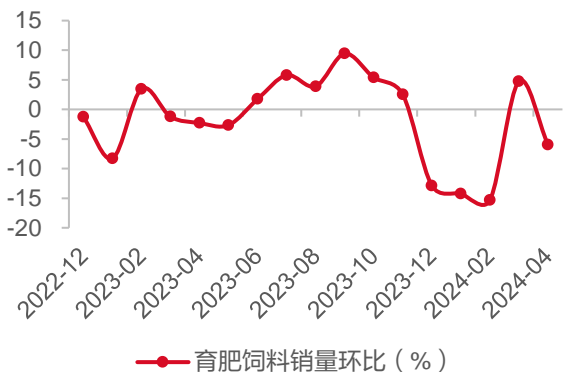
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图17 能繁母猪存栏及环比



资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 育肥饲料销量环比



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图19 肥标价差



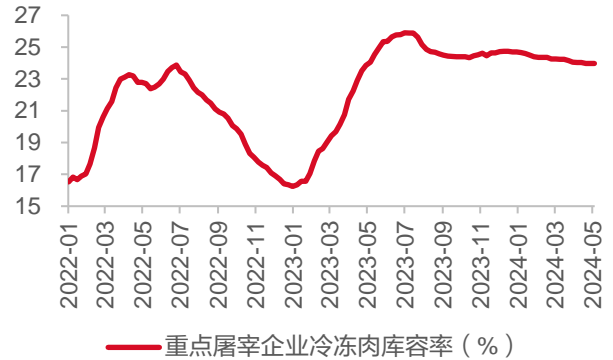
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图20 出栏体重



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 冷冻肉库容率



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 可比公司估值

我们选取牧原股份、温氏股份、华统股份、神农集团、唐人神进行比较分析。2025E 行业平均 PE 为 11.5，公司 PE 为 10，低于行业平均水平。

表6 可比公司一览

可比公司	证券代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
牧原股份	002714.SZ	2,606.43	47.69	2.47	4.75	3.95	19.30	10.04	12.07
温氏股份	300498.SZ	1,420.21	21.35	0.96	2.00	1.85	22.30	10.67	11.57
华统股份	002840.SZ	141.39	22.84	1.15	2.11	2.39	19.91	10.84	9.56
神农集团	605296.SH	224.98	42.85	0.92	2.60	2.40	46.56	16.48	17.86
唐人神	002567.SZ	94.29	6.58	0.18	0.70	0.82	37.54	9.41	8.00
平均值							29.12	11.49	11.81
巨星农牧	603477.SH	174.68	34.25	1.09	3.41	2.29	31.34	10.05	14.95

资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2024 年 5 月 17 日收盘），除“巨星农牧”外均为 Wind 一致预期

### 5.2. 盈利预测

**猪周期反转在即，养殖盈利将逐步恢复。**从产能来看，能繁母猪 2023 年 1 月开始去化，截至 2024 年 3 月能繁母猪产能 3992 万头，较 2022 年末下降 9.07% 左右。对应 10 个月以后的生猪出栏，传导至当前供给压力逐季减小。同时叠加下半年猪肉消费需求的提升，预计猪价将逐季向好。2024 年猪价大概率好于 2023 年，周期反转在即。随着养殖行业盈利逐步恢复，公司凭借低成本和快速扩张，有望获得超额收益。

随着前期项目的投产以及新增租赁场的交付，我们预计公司 2024-2026 年生猪出栏量分别为 400/700/1000 万头。预计 2024-2026 年公司实现归母净利润分别为 5.57 亿元、17.38 亿元、11.69 亿元，同比分别+186.38%、+211.86%、-32.78%，对应 EPS 分别为 1.09 元、3.41 元、2.29 元，对应当前股价 2024-2026 年 PE 分别为 31、10 和 15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6.风险提示

**生猪出栏不及预期。**如果公司新建产能投产不及预期，导致出栏增速不及预期，会对公司业绩产生影响。

**原材料价格波动的风险。**公司饲料主要原材料为玉米、豆粕等，原材料价格波动会对公司主营业务成本产生较大影响，进而影响公司的盈利能力。

**疫病风险。**动物疾病将导致生猪、黄羽鸡养殖效率下降甚至死亡，导致生产成本上升，影响公司经营效益。



## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,041	7,225	12,340	14,892	货币资金	446	890	1,537	1,289
%同比增速	2%	79%	71%	21%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	4,056	5,868	9,284	12,065	应收账款及应收票据	43	193	326	387
毛利	-15	1,357	3,056	2,827	存货	1,532	2,069	3,131	3,819
%营业收入	0%	19%	25%	19%	预付账款	65	164	279	362
税金及附加	10	18	37	37	其他流动资产	26	61	102	122
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	2,111	3,378	5,374	5,979
销售费用	39	72	160	149	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	217	397	703	834	固定资产合计	3,753	3,999	4,661	5,738
%营业收入	5%	6%	6%	6%	无形资产	99	93	87	82
研发费用	25	27	49	45	商誉	581	571	557	543
%营业收入	1%	0%	0%	0%	递延所得税资产	42	42	42	42
财务费用	107	106	130	153	其他非流动资产	1,134	1,544	2,405	3,653
%营业收入	3%	1%	1%	1%	<b>资产总计</b>	<b>7,721</b>	<b>9,626</b>	<b>13,127</b>	<b>16,037</b>
资产减值损失	-111	-55	-126	-206	短期借款	1,153	1,454	1,701	2,010
信用减值损失	-18	-8	-9	-10	应付票据及应付账款	405	799	1,212	1,575
其他收益	12	27	46	55	预收账款	0	0	0	0
投资收益	-3	14	31	30	应付职工薪酬	67	151	196	282
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	8	14	23	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他流动负债	1,143	1,176	1,655	2,013
资产处置收益	-97	-127	-219	-295	流动负债合计	2,775	3,593	4,787	5,909
<b>营业利润</b>	<b>-630</b>	<b>587</b>	<b>1,698</b>	<b>1,183</b>	长期借款	615	1,065	1,559	2,102
%营业收入	-16%	8%	14%	8%	应付债券	748	728	707	687
营业外收支	-9	-1	-3	-3	递延所得税负债	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>-639</b>	<b>586</b>	<b>1,695</b>	<b>1,180</b>	其他非流动负债	478	562	622	694
%营业收入	-16%	8%	14%	8%	<b>负债合计</b>	<b>4,621</b>	<b>5,952</b>	<b>7,679</b>	<b>9,397</b>
所得税费用	7	23	-79	-12	归属于母公司的所有者权益	3,068	3,636	5,374	6,543
净利润	-646	563	1,774	1,192	少数股东权益	32	38	73	97
%营业收入	-16%	8%	14%	8%	<b>股东权益</b>	<b>3,100</b>	<b>3,674</b>	<b>5,448</b>	<b>6,640</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-645</b>	<b>557</b>	<b>1,738</b>	<b>1,169</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>7,721</b>	<b>9,626</b>	<b>13,127</b>	<b>16,037</b>
%同比增速	-508%	186%	212%	-33%	<b>现金流量表</b>				
少数股东损益	-1	6	35	24	单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元/股)	-1.28	1.09	3.41	2.29	经营活动现金流净额	-105	949	2,166	2,187
<b>基本指标</b>					投资	0	0	0	0
	2023A	2024E	2025E	2026E	资本性支出	-897	-1,234	-2,185	-3,192
EPS	-1.28	1.09	3.41	2.29	其他	7	-3	34	31
BVPS	6.02	7.13	10.54	12.83	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-895</b>	<b>-1,244</b>	<b>-2,156</b>	<b>-3,164</b>
PE	—	31.34	10.05	14.95	债权融资	616	840	780	905
PEG	—	0.17	0.05	—	股权融资	0	16	0	0
PB	6.22	4.80	3.25	2.67	支付股利及利息	-126	-112	-143	-176
EV/EBITDA	-1,132.15	17.43	9.06	11.38	其他	57	-5	0	0
ROE	-21%	15%	32%	18%	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>547</b>	<b>739</b>	<b>637</b>	<b>728</b>
ROIC	-6%	9%	19%	11%	<b>现金净流量</b>	<b>-454</b>	<b>445</b>	<b>647</b>	<b>-249</b>

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为 2024 年 05 月 17 日收盘）



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089