

## 牢铸成本优势, 养殖业务扭亏为盈

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2024年中报。2024H1公司实现营业收入22.33亿元, 同比+13.13%; 实现归母净利润-0.45亿元, 同比减亏87.13%。其中, 2024Q2公司实现营业收入12.84亿元, 实现归母净利润0.93亿元, 同比扭亏为盈。
- 点评:** 生猪业务扭亏为盈, 皮革业务拖累利润。报告期内, 公司生猪养殖业务持续降本增效, 同时生猪销售价格逐步回升, 实现扭亏为盈。2024H1公司共出栏生猪109.45万头, 其中商品猪出栏量106.18万头, 同比+24.69%; 生猪产品实现营业收入20.39亿元, 同比+22.56%。受产能去化影响, 生猪价格自4月份15元/公斤连续上涨至6月份18.5元/公斤。但公司皮革业务受到下游市场需求不振的影响, 销量与收入同比下降, 导致公司报告期经营业绩未能盈利。
- 行业产能去化持续兑现, 负债率限制产能增长。** 上半年, 全国生猪出栏36395万头, 同比减少1153万头, 下降3.1%。受产能去化影响, 生猪价格自4月份15元/公斤连续上涨至8月份20元/公斤。二季度末能繁母猪存栏4038万头, 同比减少259万头, 下降6.0%, 2024年7月全国能繁母猪存栏量4041万头, 环比上涨0.1%, 增速缓慢。
- 生猪出栏高速增长, 公司养殖业务规模有望再上新台阶。** 2024H1公司共出栏生猪109.45万头, 其中商品猪出栏量106.18万头, 同比+24.69%, 商品猪出栏量实现高速增长。2024上半年德昌巨星生猪繁育一体化项目已经交付和引种, 下半年还有多个养殖场项目计划进行交付和引种, 公司现有存栏种猪24万头以上, 能够有效保障公司生猪养殖产能规模的持续增长。
- 公司通过“技术+管理”双轮驱动持续改进生产管理推动降本增效。** 公司严格执行落实生物安全防控措施, 加强遗传基因、猪群健康管理并优化养殖流程管理, “PSY、料肉比”等生猪养殖主要生产指标持续改进提升, 2024年二季度PSY达到29以上, 料肉比降至2.6以内, 对生猪养殖业务成本的持续下降作用明显, 2024年6月、7月公司商品猪养殖成本分别为6.44元/斤、6.35元/斤, 商品猪完全成本均在7元/斤以内。巩固行业成本优势地位。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.41元、2.34元、2.86元, 对应动态PE分别为13/8/6倍, 维持“买入”评级, 目标价22.14元。
- 风险提示:** 养殖端突发疫情、下游需求不及预期等风险。

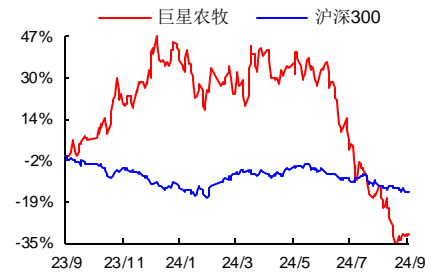
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,041	6,073	8,472	10,095
增长率	1.83%	50.28%	39.52%	19.15%
归属母公司净利润(百万元)	-645	717	1,196	1,458
增长率	-508.18%	211.09%	66.80%	21.90%
每股收益EPS(元)	-1.28	1.41	2.34	2.86
净资产收益率ROE	-21.04%	18.88%	3.95%	22.60%
PE	—	12.63	7.57	6.21
PB	6.22	2.38	1.81	1.40

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)	5.10
流通A股(亿股)	5.10
52周内股价区间(元)	16.85-37.98
总市值(亿元)	90.54
总资产(亿元)	81.32
每股净资产(元)	5.51

### 相关研究

- 巨星农牧(603477): 规模快速增长, 成本优势助力Q3扭亏为盈 (2023-11-01)

## 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 2024-2026 年出栏生猪数量在 350/500/600 万头。同时根据当前生猪行业产能情况，预计 2024-2026 年公司生猪销售均价增速为 20%/0%/0%。预计公司养殖成本后续随母猪生产效率提高有进一步的下降，2024-2026 年对应毛利率水平分别为 19%/21%/21%。

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，2024-2026 销售量增速为 10%/10%/10%，对应毛利率 8%/8%/8%。

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
生猪	收入	3,463.30	5,437.38	7,775.45	9,330.55
	增速	15.81%	57.00%	43%	20%
	成本	3,499.84	4404	6143	7371
	毛利率	-1.06%	19.00%	21.00%	21.00%
饲料	收入	457.47	503.22	553.54	608.89
	增速	-17.09%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	421.52	463	509	560
	毛利率	7.86%	8.00%	8.00%	8.00%
皮革	收入	85.64	94.20	101.74	109.88
	增速	-71.70%	10.00%	8%	8%
	成本	86.91	118	86	93
	毛利率	-1.48%	-25.00%	15.00%	15.00%
其他	收入	34.30	37.73	41.50	45.65
	增速	-72.15%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	47.25	34	37	41
	毛利率	-37.76%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	4,040.71	6,072.53	8,472.24	10,094.97
	增速	1.83%	50.28%	39.52%	19.15%
	成本	4055.52	5018.95	6775.70	8065.80
	毛利率	-0.37%	17.35%	20.02%	20.10%

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 15.7 倍。予以公司 2024 年 15.7 倍 PE，予以“买入”评级，目标价 22.14 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002714	牧原股份	38.09	-0.78	3.16	4.42	3.70	---	12.05	8.62	10.29
605296	神农集团	27.31	-0.76	1.20	2.49	2.47	---	22.76	10.97	11.06
300761	立华股份	18.98	-0.53	1.56	1.88	1.50	---	12.17	10.10	12.65
平均值							---	15.66	9.89	11.33
603477	巨星农牧	17.75	-1.28	1.41	2.34	2.86	---	12.63	7.57	6.21

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	4,041	6,073	8,472	10,095	净利润	-646	729	1,211	1,472
营业成本	4,056	5,019	6,776	8,066	折旧与摊销	367	479	582	675
营业税金及附加	10	17	22	27	财务费用	112	0	0	0
销售费用	39	67	89	105	资产减值损失	130	5	6	5
管理费用	217	309	457	533	经营营运资本变动	-191	-567	-196	-123
财务费用	107	14	13	0	其他	124	-67	-65	-0
资产减值损失	-111	-5	-6	-5	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-105</b>	<b>579</b>	<b>1,538</b>	<b>2,029</b>
投资收益	-3	17	15	0	资本支出	-897	-1,127	-1,155	-1,146
公允价值变动损益	0	50	50	0	其他	2	16	15	0
其他经营损益	12	47	55	0	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-895</b>	<b>-1,111</b>	<b>-1,141</b>	<b>-1,146</b>
<b>营业利润</b>	<b>-630</b>	<b>725</b>	<b>1,186</b>	<b>1,454</b>	短期借款	640	156	198	331
其他非经营损益	-9	0	0	0	长期借款	391	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-639</b>	<b>725</b>	<b>1,186</b>	<b>1,454</b>	股权融资	0	17	0	0
所得税	7	-4	-25	-18	支付股利	-126	0	0	0
净利润	-646	729	1,211	1,472	其他	-359	503	0	0
少数股东损益	-1	12	15	15	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>547</b>	<b>675</b>	<b>198</b>	<b>331</b>
归属母公司股东净利润	-645	717	1,196	1,458	<b>现金流量净额</b>	<b>-454</b>	<b>143</b>	<b>595</b>	<b>1,215</b>
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	446	589	1,184	2,399	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	108	286	327	365	销售收入增长率	1.83%	50.28%	39.52%	19.15%
存货	1,532	2,261	2,830	3,349	营业利润增长率	-492.67%	215.04%	63.66%	22.61%
其他流动资产	11	11	11	11	净利润增长率	-508.18%	211.09%	66.80%	21.90%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	-103.27%	6428.69%	46.25%	19.54%
投资性房地产	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4,106	4,701	5,267	5,715	毛利率	-0.37%	17.35%	20.02%	20.10%
无形资产和开发支出	99	92	84	77	三费率	8.97%	6.43%	6.60%	6.32%
其他非流动资产	25	26	26	26	净利率	-15.98%	12.00%	14.29%	14.59%
<b>资产总计</b>	<b>7,721</b>	<b>9,444</b>	<b>11,221</b>	<b>13,466</b>	ROE	-21.04%	18.88%	23.95%	22.60%
短期借款	1,153	1,309	1,507	1,839	ROA	-8.36%	7.59%	10.66%	10.82%
应付和预收款项	405	677	796	947	ROIC	-6.25%	9.84%	13.66%	13.68%
长期借款	615	615	615	615	EBITDA/销售收入	-0.48%	20.05%	21.02%	21.09%
其他负债	2,448	3,001	3,250	3,541	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4,621</b>	<b>5,602</b>	<b>6,169</b>	<b>6,942</b>	总资产周转率	0.54	0.71	0.82	0.82
股本	509	510	510	510	固定资产周转率	1.42	1.43	1.59	1.59
资本公积	2,285	2,301	2,301	2,301	应收账款周转率	51.81	62.42	50.99	54.19
留存收益	47	764	1,960	3,417	存货周转率	2.73	2.65	2.66	2.61
归属母公司股东权益	3,068	3,797	4,993	6,450	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	32	44	60	74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3,100</b>	<b>3,841</b>	<b>5,052</b>	<b>6,525</b>	资产负债率	59.85%	59.32%	54.97%	51.55%
负债和股东权益合计	7,721	9,444	11,221	13,466	带息债务/总负债	67.99%	66.20%	63.34%	61.06%
					流动比率	0.76	0.87	1.04	1.24
					速动比率	0.18	0.21	0.33	0.53
					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	-19	1,218	1,781	2,129	每股收益	-1.28	1.41	2.34	2.86
PE	—	13	8	6	每股净资产	6.02	7.44	9.79	12.65
PB	6	2	2	1	每股经营现金	-0.21	1.14	3.02	3.98
PS	5	1	1	1	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-1,132	10	7	5					
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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---