

24年生猪业务量价齐增, 成本控制成效显著

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2024年年报。2024年公司实现营收1379.47亿元, 同比增长24.43%; 归母净利润178.81亿元, 同比扭亏为盈(去年同期亏损42.63亿元)。其中24Q4公司实现营收411.72亿元, 同比+47.61%; 归母净利润74.00亿元, 同比扭亏为盈(去年同期亏损24.21亿元)。
- 点评: 生猪养殖业务量价齐增, 屠宰业务盈利能力改善。** 公司经营业绩实现量价齐增扭亏为盈, 主要原因为报告期内公司生猪出栏量、生猪销售均价较去年同期上升, 且生猪养殖成本较去年同期下降。2024年, 公司销售生猪7160.2万头, 同比增长12.20%。其中, 商品猪6547.7万头, 仔猪565.9万头, 种猪46.5万头。成本控制上, 2024年公司生猪养殖完全成本降至14元/公斤, 其中2024年12月降至13元/公斤, 2025年2月进一步降至12.9元/公斤。生猪价格上, 2024年随养殖业景气回升, 2024年生猪年度均价约16.8元/公斤, 较2023年均价15.0元/公斤上涨12%。
- 高质量发展, 生猪产能稳健扩张、养殖成本持续降低。** 在生产成绩改善及饲料价格下降的共同作用下, 公司生猪养殖完全成本从2024年1-2月的15.8元/kg下降到年底的13元/kg左右, 2025年2月份进一步下降至12.9元/kg。公司之前提出的600元降本空间已实现一半以上, 2025年公司的成本目标是通过健康管理、种猪育种、营养配方、智能化应用等方面的改善实现全年平均12元/kg。产能上, 截至2024年末, 公司生猪养殖产能约8,100万头/年, 能繁母猪存栏为351.2万头。出栏规划上: 公司计划2025年出栏商品猪7200-7800万头, 同比增加10%-19%; 仔猪800-1200万头, 同比增加41%-112%。
- 屠宰业务持续战略性推进, 盈利能力改善实现单月盈利。** 公司在生猪养殖领域扎根深耕, 并从2020年开始逐步向下游屠宰加工板块拓展, 公司利用优势生猪养殖切入屠宰肉食板块, 积极推进产业链纵向发展。2024年, 公司屠宰生猪1252.44万头, 虽然同比小幅减少, 但公司持续优化客户结构与产品结构, 提升运营质量, 头均亏损从2023年的70元下降至2024年的50元左右, 并在2024年12月实现单月盈利。截至2024年底, 公司已投产屠宰产能2900万头/年, 所有屠宰生猪均来源于公司自有养殖场。屠宰业务的战略性推进为公司带来了第二成长曲线, 通过延伸产业链获取进一步发展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为3.55元、4.47元、5.82元, 对应动态PE分别为11/9/7倍。给予2025年13倍估值, 对应目标价46.15元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产能扩张不及预期、产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	137,947	146,239	160,822	176,860
增长率	24.43%	6.01%	9.97%	9.97%
归属母公司净利润(百万元)	17,881	19,394	24,399	31,820
增长率	519.42%	8.46%	25.81%	30.41%
每股收益EPS(元)	3.30	3.55	4.47	5.82
净资产收益率ROE	24.82%	21.39%	21.20%	21.66%
PE	11.65	10.91	8.67	6.65
PB	2.92	2.33	1.84	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

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)	54.63
流通A股(亿股)	38.11
52周内股价区间(元)	35.63-49.35
总市值(亿元)	2,090.06
总资产(亿元)	1,876.49
每股净资产(元)	13.00

相关研究

- 牧原股份(002714): 降本增效量价齐升, Q2业绩扭亏为盈(2024-08-08)
- 牧原股份(002714): 疫情短期扰动, 成本优势突出(2024-05-06)

盈利预测

关键假设：

1) 生猪养殖业务：销量方面，公司生猪产能保持稳健扩张，我们预计公司 2025-2027 年的生猪出栏量增速分别为 20%、7%、7%。生猪价格周期波动，预计 2025-2027 年公司生猪销售均价增速为-11%/3%/3%。随着养殖降本空间的挖掘与产能利用率的提高，预计 2025-2027 年公司生猪板块对应毛利率水平分别为 20%/22%/25%；

2) 屠宰肉食业务：预计 2025-2027 年将实现生猪屠宰量增速分别为 20%、10%、10%，屠宰价格不变。考虑到公司屠宰业务为初始探索上量期，新团队经营仍需磨合，随着产能利用率逐年提升，预计屠宰业务毛利率逐年增加。因此我们预计公司屠宰业务 2025-2027 年毛利率分别为 1.5%/1.8%/2.1%；

3) 其他业务：该板块为公司养殖业务经营的附加业务，有望随生猪出栏扩张保持稳定增速，预计随公司发展正常增长。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

业务情况 (百万元)		2024A	2025E	2026E	2027E
生猪	收入	136,229.33	144,403.09	158,843.40	174,727.74
	YOY	25.88%	6.00%	10%	10%
	成本	110,063.93	115522	123898	131046
	毛利率(%)	19.21%	20.00%	22.00%	25.00%
屠宰、肉食产品	收入	24,273.64	29,128.37	32,041.20	35,245.33
	YOY	11.03%	20.00%	10.00%	10.00%
	成本	24,024.58	28691	31464	34505
	毛利率(%)	1.03%	1.50%	1.80%	2.10%
内部抵销	收入	-24,435.77	-29,322.92	-32,255.22	-35,480.74
	YOY	7.21%	20.00%	10.00%	10.00%
	成本	-24,294.47	-29322.92	-32255.22	-35480.74
	毛利率(%)	0.58%	0.00%	0.00%	0.00%
饲料原料	收入	1,432.32	1,546.91	1,670.66	1,804.31
	YOY	-52.62%	8.00%	8.00%	8.00%
	成本	1,458.47	1531.44	1653.95	1786.27
	毛利率(%)	-1.83%	1.00%	1.00%	1.00%
其他	收入	447.38	483.17	521.82	563.57
	YOY	-17.75%	8.00%	8.00%	8.00%
	成本	414.02	449.35	485.30	524.12
	毛利率(%)	7.46%	7.00%	7.00%	7.00%
合计	收入	137,946.89	146238.61	160821.87	176860.21
	YOY	24.43%	6.01%	9.97%	9.97%
	成本	111,666.53	116871.78	125246.35	132380.63
	毛利率(%)	19.05%	20.08%	22.12%	25.15%

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值

综合考虑业务范围,选取了养殖行业 2 家上市公司作为估值参考,其中温氏为行业龙头,已实现全国化布局,体量较大;巨星农牧是区域优势生猪养殖企业,体量相对较小,品类相对单一。

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
300498	温氏股份	16.63	-0.96	1.49	1.60	1.53	/	11.16	10.39	10.87
603477	巨星农牧	18.60	-1.27	1.24	2.13	2.04	/	15.00	8.73	9.12
平均值							/	13.08	9.56	9.99
002714	牧原股份	38.26	-0.79	3.30	3.55	4.47	/	11.65	10.91	8.67

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看,公司 2025 年估值为 11 倍,行业平均值为 10 倍,略高于行业平均估值水平。但公司作为行业龙头,伴随公司未来生猪养殖成本优势巩固和屠宰肉食业务开拓加速,叠加效率提升和规模效应等因素,业绩将呈现高质量增长趋势,预计利润进一步释放弹性,给予 2025 年 13 倍估值,对应目标价 46.15 元,维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	137,947	146,239	160,822	176,860	净利润	18,925	20,033	25,052	32,825
营业成本	111,667	116,872	125,246	132,381	折旧与摊销	15,109	16,118	17,108	18,138
营业税金及附加	223	232	256	280	财务费用	3,290	2,445	2,875	3,296
销售费用	1,096	1,161	1,301	1,417	资产减值损失	13	0	0	0
管理费用	3,332	3,656	4,021	4,422	经营营运资本变动	-611	8,448	22	-345
财务费用	2,975	2,445	2,875	3,296	其他	818	-2	0	-0
资产减值损失	-13	0	0	0	经营活动现金流净额	37,543	47,042	45,058	53,913
投资收益	100	2	0	0	资本支出	-12,243	-10,991	-10,539	-10,279
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-1,003	-174	-170	-174
其他经营损益	3,010	3	0	0	投资活动现金流净额	-13,246	-11,165	-10,709	-10,453
营业利润	20,011	20,032	25,050	32,820	短期借款	-1,671	15,041	13,680	14,361
其他非经营损益	-1,114	0	0	0	长期借款	-1,066	0	0	0
利润总额	18,896	20,032	25,050	32,820	股权融资	1,020	-750	0	0
所得税	-29	-1	-2	-5	支付股利	-8,256	-2,445	-2,875	-3,296
净利润	18,925	20,033	25,052	32,825	其他	-15,255	0	-0	0
少数股东损益	1,044	639	653	1,005	筹资活动现金流净额	-25,229	11,847	10,805	11,065
归属母公司股东净利润	17,881	19,394	24,399	31,820	现金流量净额	-932	47,724	45,154	54,525
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,952	64,675	109,830	164,354	成长能力				
应收和预付款项	908	1,396	1,732	1,728	销售收入增长率	24.43%	6.01%	9.97%	9.97%
存货	41,970	45,069	48,002	50,893	营业利润增长率	636.20%	0.10%	25.05%	31.02%
其他流动资产	1,395	1,395	1,395	1,395	净利润增长率	519.42%	8.46%	25.81%	30.41%
长期股权投资	904	1,088	1,264	1,444	EBITDA 增长率	195.10%	1.59%	16.69%	20.47%
投资性房地产	103	90	79	68	获利能力				
固定资产和在建工程	108,770	103,632	96,958	89,057	毛利率	19.05%	20.08%	22.12%	25.15%
无形资产和开发支出	1,187	1,285	1,378	1,463	三费率	5.37%	4.97%	5.10%	5.16%
其他非流动资产	620	620	620	620	净利率	13.72%	13.70%	15.58%	18.56%
资产总计	187,649	234,235	276,338	326,078	ROE	24.82%	21.39%	21.20%	21.66%
短期借款	45,258	60,299	73,979	88,339	ROA	9.53%	8.28%	8.83%	9.76%
应付和预收款项	20,717	29,239	31,857	33,395	ROIC	14.92%	11.96%	12.32%	13.19%
长期借款	8,797	8,797	8,797	8,797	EBITDA/销售收入	27.54%	26.39%	28.00%	30.68%
其他负债	35,341	39,081	39,833	40,850	营运能力				
负债合计	110,112	137,416	154,466	171,382	总资产周转率	0.72	0.69	0.63	0.59
股本	5,463	5,463	5,463	5,463	固定资产周转率	1.26	1.39	1.58	1.83
资本公积	13,729	13,729	13,729	13,729	应收账款周转率	691.42	651.46	706.51	707.78
留存收益	54,856	74,250	98,650	130,469	存货周转率	2.66	2.69	2.69	2.68
归属母公司股东权益	72,032	90,676	115,076	146,895	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	5,504	6,143	6,796	7,801	资本结构				
股东权益合计	77,536	96,819	121,871	154,696	资产负债率	58.68%	58.67%	55.90%	52.56%
负债和股东权益合计	187,649	234,235	276,338	326,078	带息债务/总负债	69.09%	66.31%	67.85%	69.53%
					流动比率	0.72	1.00	1.24	1.49
					速动比率	0.20	0.58	0.85	1.13
					股利支付率	42.43%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	37,989	38,594	45,034	54,254	每股收益	3.30	3.55	4.47	5.82
PE	12	11	9	7	每股净资产	13.19	16.60	21.07	26.89
PB	3	2	2	1	每股经营现金	6.87	8.61	8.25	9.87
PS	2	1	1	1	每股股利	1.41	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	7	6	5	3					
股息率	3.66%	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
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

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	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	ljleng@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
北京	姚航	资深销售经理	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
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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	lzh@swsc.com.cn
