

生猪业务驱动业绩反转，成本控制与产能扩张构筑成长动能

投资要点

- 业绩总结：**公司 2024 年半年度实现营业收入 60.78 亿元，同比增长 50.43%；实现归母净利润 5.19 亿元，较上年亏损 6.45 亿元实现扭亏为盈。2024Q4 实现营业收入 21.23 亿元，同比增长 105.14%，归母净利润 2.59 亿元，扭亏为盈。
- 点评：量价齐升推动业绩强势反转。**2024 年，公司生猪出栏量较去年同期显著增长，同时生猪销售价格逐步上涨，使得生猪养殖业务实现扭亏为盈，成为公司业绩增长的主要驱动力。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%；规模上，2024 年，公司生猪出栏量达到 275.52 万头，其中商品猪出栏 268.38 万头，较上年增加 50.76%。公司通过优化种猪育种、提高饲料转化率等措施，有效降低了养殖成本，提高了盈利能力。其他业务上，2024 年公司饲料业务实现营收 3.67 亿元，同比-19.86%，饲料产量 80.68 万吨；皮革业务实现营收 1.28 亿元，同比+49.96%。
- 生猪出栏显著增长，高质量发展成本持续降低。**2024 年，公司生猪出栏量达到 275.52 万头，其中商品猪出栏 268.38 万头，较上年增加 50.76%。公司通过自繁自养模式和“公司+农户”模式，不仅提高了养殖效率，还有效减轻了资金压力。公司商品猪完全成本保持在 6.75 元/斤以内，其中商品猪养殖成本为 6.13 元/斤（2023 年肥猪生产成本 7.34 元/斤）。公司规划的 2025 年商品猪完全成本目标为 6.5 元/斤以内。公司计划 2025 年实现商品猪出栏 400 万头以上，公司现有 18 万头以上种猪场产能和 26 万头以上存栏种猪，能够有效保障公司生猪养殖产能规模的稳健、持续增长。
- 新项目稳步推进，产能扩张支撑公司养殖业务规模再上新台阶。**公司德昌巨星生猪繁育一体化项目在 2024 年四季度已完成计划母猪的配种工作并达到满产状态，预计 2025 年上半年出栏提供商品猪产品。截至 2024 年底，公司已在多个地区建立了养殖基地，如雅安市雨城区的饲料厂项目，计划总投资 1.5 亿元，正处于筹备阶段。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.57 元、2.17 元、2.83 元，对应动态 PE 分别为 12/9/7 倍。给予公司 2025 年 15 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 23.55 元。
- 风险提示：**养殖端突发疫情风险，市场价格波动风险、产能建设进度或不及预期、下游需求或不及预期等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,078	8,153	10,494	12,546
增长率	50.43%	34.13%	28.72%	19.55%
归属母公司净利润（百万元）	519	802	1,108	1,441
增长率	180.36%	54.73%	38.06%	30.09%
每股收益 EPS（元）	1.02	1.57	2.17	2.83
净资产收益率 ROE	15.71%	19.56%	21.26%	21.67%
PE	17.42	12.39	8.97	6.90
PB	2.74	2.42	1.91	1.49

数据来源：ifind，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)	5.10
流通 A 股(亿股)	5.10
52 周内股价区间(元)	15.59-36.93
总市值(亿元)	99.41
总资产(亿元)	87.64
每股净资产(元)	6.03

相关研究

- 巨星农牧（603477）：降本增效成果显著，业绩出色（2024-11-07）
- 巨星农牧（603477）：牢铸成本优势，养殖业务扭亏为盈（2024-09-06）

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 2025-2027 年生猪出栏增速为 50%/26%/20%。同时根据当前生猪行业产能情况，预计 2025-2027 年公司生猪销售均价增速为 -10%/3%/0%。对应毛利率水平分别为 20%/21%/20%。

假设 2：公司饲料业务稳定发展，2025-2027 销售量增速为 26%/16%/16%，预计 2025-2027 年公司饲料销售均价增速为 3%/-1%/-1%，对应毛利率 9%/8%/7%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
生猪	收入	5,573.86	7,524.71	9,782.12	11,738.55
	增速	60.94%	35.00%	30%	20%
	成本	4,394.28	6020	7728	9391
	毛利率	21.16%	20.00%	21.00%	20.00%
饲料	收入	366.6	476.58	548.07	630.28
	增速	-19.86%	30.00%	15.00%	15.00%
	成本	343.37	434	504	586
	毛利率	6.34%	9.00%	8.00%	7.00%
皮革	收入	128.43	141.27	152.57	164.78
	增速	49.96%	10.00%	8%	8%
	成本	166.29	148	145	148
	毛利率	-29.48%	-5.00%	5.00%	10.00%
其他	收入	9.36	10.30	11.33	12.46
	增速	-72.71%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	9.49	9	10	11
	毛利率	-1.39%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	6,078.25	8,152.86	10,494.09	12,546.07
	增速	50.43%	34.13%	28.72%	19.55%
	成本	4,913.44	6611.06	8387.24	10136.51
	毛利率	19.16%	18.91%	20.08%	19.21%

数据来源：ifind，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 2025 年平均 PE 为 10 倍。考虑到公司生猪养殖效率高，未来产能扩张成长空间广的因素，适当溢价予以公司 2025 年 15 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 23.55 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	38.25	-0.78	3.27	3.77	4.03	/	11.70	10.15	9.49
605296	神农集团	29.14	-0.76	1.35	2.04	2.19	/	21.59	14.28	13.31
300761	立华股份	18.21	-0.53	1.92	2.08	2.14	/	9.48	8.75	8.51
平均值							14.26	11.06	10.44	14.26
603477	巨星农牧	19.49	-1.28	1.02	1.57	2.17	/	17.42	12.39	8.97

数据来源：ifind，西南证券整理

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	6,078	8,153	10,494	12,546	净利润	525	812	1,117	1,457
营业成本	4,913	6,611	8,387	10,137	折旧与摊销	483	414	467	480
营业税金及附加	11	19	23	27	财务费用	207	127	149	158
销售费用	39	53	79	86	资产减值损失	49	9	12	14
管理费用	290	383	519	603	经营营运资本变动	-66	-340	-120	-333
财务费用	205	127	149	158	其他	66	110	161	155
资产减值损失	-43	-9	-12	-14	经营活动现金流净额	1,265	1,132	1,786	1,931
投资收益	-3	0	0	0	资本支出	-856	-1,018	-1,053	-940
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-4	-3	-4	-6
其他经营损益	8	20	24	25	投资活动现金流净额	-860	-1,021	-1,057	-946
营业利润	482	815	1,122	1,463	短期借款	-95	115	220	80
其他非经营损益	46	0	0	0	长期借款	-164	0	0	0
利润总额	528	815	1,122	1,463	股权融资	0	0	0	0
所得税	2	3	4	6	支付股利	-117	-127	-149	-158
净利润	525	812	1,117	1,457	其他	46	0	0	0
少数股东损益	7	9	9	16	筹资活动现金流净额	-330	-12	71	-78
归属母公司股东净利润	519	802	1,108	1,441	现金流量净额	75	98	800	906
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	577	675	1,475	2,381	成长能力				
应收和预付款项	151	257	278	347	销售收入增长率	50.43%	34.13%	28.72%	19.55%
存货	2,093	2,707	3,391	4,189	营业利润增长率	176.43%	69.23%	37.65%	30.44%
其他流动资产	12	12	12	12	净利润增长率	180.36%	54.73%	38.06%	30.09%
长期股权投资	10	13	17	23	EBITDA 增长率	6563.22%	8.99%	28.20%	20.90%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	4,104	4,426	4,729	4,844	毛利率	19.16%	18.91%	20.08%	19.21%
无形资产和开发支出	88	80	70	61	三费率	8.79%	6.91%	7.12%	6.75%
其他非流动资产	35	35	35	35	净利率	8.64%	9.96%	10.65%	11.61%
资产总计	8,764	10,080	12,011	14,094	ROE	15.71%	19.56%	21.26%	21.67%
短期借款	1,058	1,173	1,393	1,473	ROA	5.92%	7.96%	9.22%	10.23%
应付和预收款项	571	736	915	1,137	ROIC	11.17%	12.16%	13.99%	15.25%
长期借款	451	451	451	451	EBITDA/销售收入	20.46%	16.63%	16.56%	16.75%
其他负债	3,345	3,571	3,984	4,308	营运能力				
负债合计	5,426	5,931	6,744	7,370	总资产周转率	0.74	0.87	0.95	0.96
股本	510	510	510	510	固定资产周转率	1.63	2.07	2.34	2.56
资本公积	2,302	2,302	2,302	2,302	应收账款周转率	109.84	79.92	77.37	82.28
留存收益	566	1,368	2,475	3,917	存货周转率	2.71	2.75	2.75	2.67
归属母公司股东权益	3,301	4,102	5,210	6,651	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	38	47	57	73	资本结构				
股东权益合计	3,339	4,150	5,267	6,724	资产负债率	61.91%	58.84%	56.15%	52.29%
负债和股东权益合计	8,764	10,080	12,011	14,094	带息债务/总负债	63.54%	60.06%	56.09%	52.41%
					流动比率	0.81	0.91	1.07	1.27
					速动比率	0.19	0.21	0.34	0.48
					股利支付率	16.50%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1,244	1,355	1,738	2,101	每股收益	1.02	1.57	2.17	2.83
PE	17	12	9	7	每股净资产	6.47	8.04	10.21	13.04
PB	3	2	2	1	每股经营现金	2.48	2.22	3.50	3.79
PS	1	1	1	1	每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	10	9	7	5					
股息率	0.97%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：ifind，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。

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
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
	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
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@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
	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	lzt@swsc.com.cn