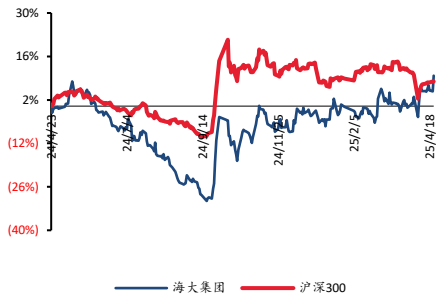


年报&一季报点评：饲料养殖双轮驱动，业绩持续快速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 16.64/16.63
总市值/流通(亿元) 909.07/908.4
12个月内最高/最低价 54.9/34.13 (元)

相关研究报告

<<年报点评：饲料销量逆市增长，市场占有率进一步提升>>--2023-04-30
<<季报点评：养殖业务大幅扭亏为盈，饲料业务持续逆势增长>>--2022-10-24
<<年报点评：主业量利齐升，综合优势明显>>--2018-04-25

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190511050002

事件：公司近日发布24年报及25年一季报。24年实现营收1146.01亿元，同比-1.316%；归母净利为45.03亿元，同比64.3%；扣非后归母净利润为45.39亿元，同比78.6%；基本EPS为2.71元；分红预案为每10股派发现金红利11元（含税）。24Q4单季实现营收297.4亿元，同比1.88%；归母净利润8.8亿元，同比+79.74%；25Q1单季实现营收256.28亿元，同比10.6%；归母净利润12.82亿元，同比48.99%；点评如下：

饲料业务业绩逆势增长，销量和市占率进一步提升。公司2024年饲料产品实现营收912.02亿元，同比-4.95%；毛利率为9.74%，较上年提升了1.21个百分点。收入有所下降，主要受原料价格带动产品价格下跌的影响，但饲料销量保持较快增长，使得收入降幅收窄。2024年，实现饲料销量2652万吨（含内部养殖耗用量约210万吨），同比+9%。分品种来看，禽料/猪料/水产料的外销量分别为1265万吨、564万吨、585万吨，同比+12%、-3%和+11%。分地区来看，公司在国内市场的饲料外销量2206万吨，同比+5%。同期，全国工业饲料总产量同比下降2.1%，预计公司饲料业务在国内市场的占有率进一步提升至约8%，实现了逆势上升；公司在海外地区的饲料外销量为236万吨，同比+40%。公司饲料业务近年来在海外市场的产能扩张步伐较快，产能快速爬坡将带来饲料产销量的持续增长。公司未来发展目标是到2030年饲料销量达到5150万吨，其中海外市场饲料外销中期目标为720万吨。2024年，公司饲料业务毛利率上升，主要是由于高毛利的水产料增速更快，产品结构优化所致。

生猪养殖业务盈利高增，出栏量增长较快。2024年，公司农产品业务实现收入188.26亿元，同比+21.52%；毛利率为18.28%，较上年提升12.05个百分点。其中，水产种苗业务实现营业收入14亿元；生猪养殖业务出栏生猪600万头，同比增长约三成，综合养殖成本不断优化，并带动生猪养殖业务和农产品业务毛利率的上升。公司生猪养殖业务持续聚焦团队能力建设和轻资产模式创新，培养业务核心竞争力，预计未来规模将保持稳步增长。

盈利预测及评级：给予“增持”评级。预计公司25-27年归母净利润为52.06/67.26/73.17亿元，EPS为3.13/4.04/4.4元，对应PE为17.46/13.52/12.42倍，给予“买入”评级。

风险因素：猪价变化不达预期，饲料销量增长不达预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	114,601	124,966	139,433	156,107
营业收入增长率(%)	31.77%	4.15%	18.99%	9.90%
归母净利(百万元)	4,504	5,206	6,726	7,317
净利润增长率(%)	64.30%	15.58%	29.19%	8.79%
摊薄每股收益(元)	2.71	3.13	4.04	4.40
市盈率(PE)	20.18	17.46	13.52	12.42

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,476	3,478	6,992	12,851	17,163
应收和预付款项	2,812	2,781	3,473	4,480	5,406
存货	9,936	11,290	12,386	13,743	15,527
其他流动资产	2,681	5,939	6,678	6,547	6,927
流动资产合计	20,906	23,489	29,529	37,621	45,023
长期股权投资	217	280	322	371	426
投资性房地产	30	93	0	0	0
固定资产	18,754	19,697	18,455	17,246	16,059
在建工程	688	427	413	407	403
无形资产开发支出	1,796	1,843	1,777	1,716	1,662
长期待摊费用	191	295	295	295	295
其他非流动资产	2,165	2,017	2,089	2,175	2,268
资产总计	44,747	48,141	52,880	59,831	66,136
短期借款	1,396	252	250	250	250
应付和预收款项	6,671	7,738	7,651	8,895	9,708
长期借款	3,028	1,770	1,700	1,700	1,700
其他负债	12,741	13,284	12,988	14,391	15,750
负债合计	23,835	23,044	22,589	25,237	27,409
股本	1,664	1,664	1,664	1,664	1,664
资本公积	5,416	5,151	5,151	5,151	5,151
留存收益	13,358	17,031	10,540	14,663	18,617
归母公司股东权益	19,647	23,905	28,920	33,043	36,996
少数股东权益	1,264	1,191	1,371	1,551	1,731
股东权益合计	20,911	25,096	30,291	34,594	38,728
负债和股东权益	44,747	48,141	52,880	59,831	66,136

现金流量表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	12,698	7,996	4,311	8,772	7,843
投资性现金流	-3,820	-6,406	-259	-396	-411
融资性现金流	-5,653	-3,610	-538	-2,516	-3,120
现金增加额	3,225	-2,020	3,513	5,860	4,312

利润表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	116,117	114,601	124,966	139,433	156,107
营业成本	106,281	101,640	111,467	123,369	138,453
营业税金及附加	139	149	162	181	203
销售费用	2,259	2,608	2,695	2,986	3,382
管理费用	3,402	4,048	4,208	4,632	5,252
财务费用	513	370	42	-87	-243
资产减值损失	-121	-220	-239	-267	-299
投资收益	246	-9	164	97	111
公允价值变动	-15	25	0	0	0
营业利润	3,876	6,023	6,796	8,715	9,471
其他非经营损益	3,518	5,394	6,691	8,608	9,343
利润总额	3,518	5,394	6,691	8,608	9,343
所得税	647	718	1,305	1,702	1,846
净利润	2,872	4,676	5,386	6,906	7,497
少数股东损益	130	172	180	180	180
归母股东净利润	2,741	4,504	5,206	6,726	7,317

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	3.58%	5.56%	5.34%	6.12%	5.84%
销售净利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入增长率	1.28%	31.77%	4.15%	18.99%	9.90%
EBIT 增长率	-9.26%	62.84%	15.18%	28.22%	8.56%
净利润增长率	-7.21%	64.30%	15.58%	29.19%	8.79%
ROE	9.32%	13.63%	13.67%	16.89%	21.68%
ROA	14.26%	20.33%	19.45%	21.29%	20.45%
ROIC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EPS (X)	1.65	2.71	3.13	4.04	4.40
PE (X)	33.16	20.18	17.46	13.52	12.42
PB (X)	4.63	3.80	3.14	2.75	2.46
PS (X)	0.78	0.79	0.73	0.65	0.58
EV/EBITDA (X)	18.55	14.20	12.24	9.83	9.10

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。