

2024年11月08日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

接轨双胞胎模式，未来重回行业领先梯队可期

—正邦科技（002157.SZ）公司事件点评报告

增持(维持)

事件

分析师：娄倩 S1050524070002
louqian@cfsc.com.cn
联系人：卫正 S1050124080020
weizheng2@cfsc.com.cn

2024年10月30日，正邦科技发布2024年三季度报告。

投资要点

基本数据

2024-11-08

当前股价(元)	3.45
总市值(亿元)	321
总股本(百万股)	9298
流通股本(百万股)	5971
52周价格范围(元)	2.32-3.49
日均成交额(百万元)	140.6

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《正邦科技（002157）：业绩改善成本优化，回归良性发展轨道》2024-09-03
- 《正邦科技（002157）：财务健康重塑，重整转型引领未来发展新篇章》2024-08-15

■ 双胞胎助力复工复产，正邦重新扬帆起航

正邦科技2024前三季度实现营业收入58.37亿元，同比增长0.9%；实现归母净利润3.01亿元，同比大幅扭亏为盈；实现扣非后归母净利润-2.96亿元，亏损同比大幅收窄。自2023年7月23日公司确定双胞胎信达联合体为重整投资人，双胞胎持续助力正邦全面复工复产。同时，正邦全方位学习双胞胎的养殖管理体系和企业文化，出台了一系列激励措施为奋斗者增收，激活各业务板块组织活力，进一步推动复工复产进度，Q3归母净利润已实现扭亏为盈。Q3单季度实现营业收入26.15亿元，同比增长60.1%；实现归母净利润4.28亿元，扣非后归母净利润-0.26亿元。后续我们看好正邦科技将会复制双胞胎企业优秀的养殖体系，并且双胞胎的注资将会按计划完成，正邦未来有望重新回到生猪养殖行业领先梯队。

■ 养殖成本大幅优化，有望延续下降趋势

伴随着复工复产，产能利用率的恢复，正邦科技养殖成本持续优化。除去闲置的折旧及摊销费用，目前公司断奶仔猪运营成本自2023年年底600元/头下降至400元/头以下；育肥运营成本从2023年年底20元/公斤下降至9月底15元/公斤，下降幅度近25%。目前公司整体的产能利用率不足50%，所以闲置折旧及摊销费用导致养殖完全成本还处于相对高位，但我们有信心随着复产计划加速推进，产能利用率和成本优化表现将会持续提升，最终复制双胞胎行业一流的生产指标表现和成本控制能力。生产指标方面，公司PSY提高明显，目前已经恢复至25-26，育肥上市率91%以上。

■ 生猪出栏逐月回升，轻资产模式产能迅速恢复

正邦科技2024Q3单季度销售生猪88.77万头，销售量逐月上涨，7/8/9月分别销售22.99/27.70/38.08万头，8/9月分别环比增长20.5%/37.5%，实际应用的产能恢复速度正在不断加快。产能具体表现，11个母猪场已经复产，截止2024Q3末，能繁母猪存栏约25.7万头，较年初增加近7万头，后备

母猪 5.85 万头，预计 2024 年年底公司能繁母猪存栏数能够回到 28 万头以上。公司育肥端目前以“公司+农户”的轻资产模式为主，目前出栏占比超 80%，后续预计将持续坚持轻资产育肥产能恢复的模式。

■ 负债率显著下降，双胞胎有望持续注资

截至 2024Q3 末，正邦科技资产负债率为 47.05%，较 2024 年年初下降 6.92pcts，负债率逐季下降，目前已经到达行业较低水平。归属于母公司所有者权益 116.33 亿元，较 2024 年年初增长 16.4%，主因增加重整投资人投资款 11.1 亿元。双胞胎集团曾发表承诺，将会在正邦科技重整完成后的 2 年内启动资产注入，并且在重整完成后的 4 年内完成相关资产的注入。我们看好双胞胎集团能够兑现注资承诺，中短期内助力正邦学习内化双胞胎优秀的养殖体系，长期实现合并上市。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 87.55、133.08、174.01 亿元，EPS 分别为 0.06、0.08、-0.05 元，当前股价对应 PE 分别为 62.2、41.3、-70.2 倍。我们预计相较 2022 年盈利期，本轮猪周期盈利期将会持续更长时间，主因中小散户产能恢复速度较慢。但是伴随行业整体产能不断回升，预计步入 2026 年，猪肉供给量会显著提升，导致猪价处于较低水平，行业盈利水平下降。重点关注公司 α 收益，我们中短期看好正邦科技学习内化双胞胎优秀的生产效率和成本把控表现，长期看好双胞胎兑现注资承诺，最终实现合并上市，故给予“增持”投资评级。

■ 风险提示

生猪养殖行业疫病风险；自然灾害和极端天气风险；产业政策变化风险；猪价上涨不及预期；饲料及原料市场行情波动风险；宏观经济波动风险，复产进度不及预期风险，双胞胎注资情况不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	6,992	8,755	13,308	17,401
增长率（%）	-51.5%	25.2%	52.0%	30.8%
归母净利润（百万元）	8,529	515	776	-457
增长率（%）	-163.7%	-94.0%	50.6%	-158.9%
摊薄每股收益（元）	0.92	0.06	0.08	-0.05
ROE（%）	105.9%	6.0%	8.4%	-5.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,442	2,888	3,352	2,829
应收款	470	504	656	715
存货	1,230	1,163	1,726	2,247
其他流动资产	153	193	293	348
流动资产合计	4,295	4,747	6,028	6,139
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	7,076	7,376	7,570	7,682
在建工程	3,268	2,814	2,451	2,161
无形资产	257	244	232	219
长期股权投资	113	113	113	113
其他非流动资产	2,486	2,486	2,486	2,486
非流动资产合计	13,200	13,033	12,851	12,660
资产总计	17,494	17,780	18,879	18,799
流动负债:				
短期借款	355	255	255	255
应付账款、票据	1,622	1,453	1,850	2,247
其他流动负债	2,556	2,556	2,556	2,556
流动负债合计	4,591	4,337	4,771	5,202
非流动负债:				
长期借款	187	187	187	187
其他非流动负债	4,663	4,663	4,663	4,663
非流动负债合计	4,850	4,850	4,850	4,850
负债合计	9,441	9,187	9,621	10,052
所有者权益				
股本	9,250	9,298	9,298	9,298
股东权益	8,053	8,593	9,258	8,747
负债和所有者权益	17,494	17,780	18,879	18,799

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7776	548	826	-486
少数股东权益	-752	33	50	-29
折旧摊销	1154	367	381	390
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-9562	-161	-383	-204
经营活动现金净流量	-1383	787	874	-329
投资活动现金净流量	-473	154	169	178
筹资活动现金净流量	2302	-105	-155	-27
现金流量净额	446	836	887	-178

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,992	8,755	13,308	17,401
营业成本	7,993	7,550	11,210	16,348
营业税金及附加	21	27	41	54
销售费用	50	123	160	174
管理费用	1,441	963	1,065	1,305
财务费用	789	20	20	21
研发费用	0	20	27	35
费用合计	2,281	1,126	1,271	1,535
资产减值损失	-1,065	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	14,174	100	50	50
营业利润	8,659	252	886	-436
加:营业外收入	66	400	70	50
减:营业外支出	926	100	100	100
利润总额	7,798	552	856	-486
所得税费用	22	3	30	0
净利润	7,776	548	826	-486
少数股东损益	-752	33	50	-29
归母净利润	8,529	515	776	-457

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-51.5%	25.2%	52.0%	30.8%
归母净利润增长率	-163.7%	-94.0%	50.6%	-158.9%
盈利能力				
毛利率	-14.3%	13.8%	15.8%	6.1%
四项费用/营收	32.6%	12.9%	9.6%	8.8%
净利率	111.2%	6.3%	6.2%	-2.8%
ROE	105.9%	6.0%	8.4%	-5.2%
偿债能力				
资产负债率	54.0%	51.7%	51.0%	53.5%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.9
应收账款周转率	14.9	17.4	20.3	24.3
存货周转率	6.5	6.5	6.5	7.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.92	0.06	0.08	-0.05
P/E	3.7	62.2	41.3	-70.2
P/S	4.6	3.7	2.4	1.8
P/B	3.2	3.1	2.9	3.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 农业组介绍

姜倩：农业首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，聚焦生猪养殖产业链研究。

卫正：农业组组员，中国人民大学学士，香港科技大学硕士，2024 年 8 月入职华鑫证券研究所。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。