

2024年06月06日

成本显著下降，四周批尽显工业化高周转

京基智农(000048)

主要观点：

地产业务稳步去化，生猪养殖主业地位渐凸显

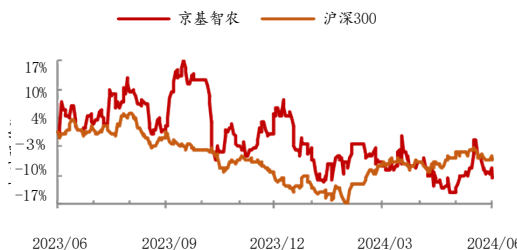
2023年公司归母净利润同比增长125.89%，存量去化的房地产业务依然为公司收入和利润的主要来源。2023年，公司实现营业收入124.17亿元，同比+107.10%，实现归母净利润17.46亿元，同比+125.89%。2024Q1，公司实现营业收入12.58亿元，同比-81.12%；实现归母净利润0.54亿元，同比-95.56%。其中生猪养殖业务实现收入6.79亿元，收入占比54%，主业地位凸显，地产业务实现收入3.99亿元，收入占比32%，存量去化持续推进；饲料和禽业务实现收入1.77亿元，营收占比14%。2024Q1生猪养殖业务亏损0.39亿元，地产业务盈利1.09亿元，禽和饲料业务盈利0.02亿元。存量去化的地产业务仍然为公司收入和利润的主要来源，但2024Q1生猪养殖业务主业地位逐渐凸显，成为公司收入来源的最大贡献板块。

降本显著，高州4月养殖成本降至12.44元/kg

公司2021-2023年的生猪出栏量分别为13.22/126.44/184.50万头，随着产能利用率提升和公司生猪养殖业务经营逐渐走上正轨，公司养殖成本显著下降。2021-2023年，公司育肥猪平均生产成本分别为17.7/16.9/16元/公斤，2024年1-4月，公司育肥猪平均生产成本进一步下降至13.5元/公斤，完全成本约14.6元/kg。随着完全成本下降及猪价上升，公司2024年4月实现扭亏为盈，根据投资者问答，公司商品猪出栏均重保持在110-120kg，公司4月商品猪头均盈利为70.4-76.8元/头。2023年各项目生猪完全成本都有显著下降，当商品猪出栏体重为110-120公斤时，徐闻项目的完全成本为17.41-17.63元/公斤，对应2022年为19.73-19.74元/公斤，每公斤成本降幅为2.2元/公斤左右；高州项目的完全成本为15.24-15.27元/公斤，对应2022年为15.99-16.30元/公斤，每公斤成本降幅为0.73-1.06元；文昌项目的完全成本为19.02-19.39元/公斤，对应2022年为20.27-20.32元/公斤，每公斤成本降幅为1元左右。2024年4月，公司标杆项目高州项目平均养殖成本已降至12.44元/公斤，降本显著。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	16.74
股票代码：	000048
52周最高价/最低价：	22.5/15.81
总市值(亿)	88.82
自由流通市值(亿)	87.59
自由流通股数(百万)	523.24



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

相关研究

1. 【华西农业】京基智农(000048.SZ)点评：地产贡献净利或超20亿，降本对冲猪价下跌

2024.01.25

2. 【华西农业】京基智农(000048.SZ)点评：养殖放量&降本显著，看好工业化养殖新星

2024.01.11

3. 【华西农业】京基智农(000048)点评：发布股票激励计划，降本提量可期

2023.09.17

▶ 多因素助力成本下降，四周批高周转模式是关键

公司自 2019 年明确以“深化农业主业”为核心的发展战略，确立以现代农业为主业，对于房地产业务仅存量开发，至兴建猪

场，到现在不到 5 年时间，已实现生猪出栏量接近 200 万头，且在猪价持续磨底时期，实现成本显著下降，是多方努力的结果，探索究竟我们认为以下几点为公司成本下降的主要原因：（1）产能利用率逐渐提高，四周批全进全出生产模式达到效益最高、最经济的状态，工业化高周转带来产能高利用率和猪群健康度提

升；（2）据公司投关活动记录表，饲料成本在生猪养殖成本中占比超过一半，原料及饲料成本下降直接带来成本显著下降；（3）

正文 目录

1. 地产业务稳步去化，生猪养殖主业地位渐凸显	4
2. 降本显著，高州 4 月养殖成本降至 12.44 元/kg	6
3. 多因素助力成本下降，四周批高周转模式是关键	7
3.1. 四周批全进全出，尽显工业化高周转	8
3.2. 饲料全面自供叠加原料价格下降，推动成本降幅可观	12
3.3. 精细化管理提升健康度，生产成绩提升显著	13
3.4. 高价种猪淘汰，自供种降低种猪折旧摊销	14
4. 能繁母猪持续去化，猪价开始底部回升	15
5. 盈利预测与投资建议	16
6. 风险提示	18

图表 目录

图 1 2014-2024Q1 公司归母净利润情况	4
图 2 2024Q1 年公司营收构成（亿元）	4
图 3 2023 年公司生猪出栏量情况	5
图 4 2023 年生猪产品结构（万头）	5
图 5 2021Q1-2024Q1 公司资产负债率情况	5
图 6 2021Q1-2024Q1 公司三费情况	5
图 7 公司育肥猪生产成本下降显著	6
图 8 “6750” 楼房养殖模式示意图	9
图 9 2021-2024E 公司产能利用率情况	9
图 10 四周批生产模式示意图	9
图 11 “6750” 模式下的四周批运转	12
图 12 公司各项目配建饲料厂情况	13
图 13 2021-2024 年原料及饲料价格走势（元/吨）	13
图 14 公司断奶仔猪生产成本显著下降	13
图 15 目前公司育肥猪上市率稳定在 90%	13
图 16 2018-2022 年能繁母猪存栏量及同比变化	15
图 17 2018 年以来二元母猪平均价	15
图 18 22-24 年能繁母猪存栏量及环比变化	16
图 19 24 年下半年对应前 10 个月能繁母猪存栏量	16
表 1 公司徐闻、高州和文昌项目 2022 年和 2023 年成本测算	7
表 2 批次化计算模式	8

表 3 四周批模式运转模拟（6000 头二元母猪）	10
表 4 以 6000 头二元母猪为例，各批次化生产模式运转情况	11
表 5 京基智农主要业务经营预测（单位：百万元）	17
表 6 可比公司盈利预测	18

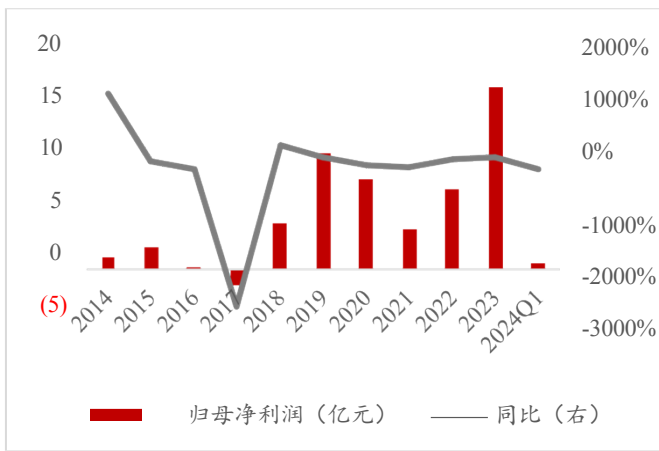
1. 地产业务稳步去化，生猪养殖主业地位渐凸显

2023 年公司归母净利润同比增长 125.89%，存量去化的房地产业务依然为公司收入和利润的主要来源。2023 年，公司实现营业总收入 124.17 亿元，同比+107.10%，实现归母净利润 17.46 亿元，同比+125.89%。其中房地产业务实现收入 85.82 亿元，营收占比 69%，生猪养殖业务实现收入 28.13 亿元，营收占比 23%；饲料和禽养殖等业务实现收入 9.87 亿元，营收占比 8%。2023 年，公司实现归母净利润 17.46 亿元，

其中房地产业务盈利 23.22 亿元，生猪养殖业务亏损 5.6 亿元，其他业务亏损 0.16 亿元。2023 年，公司存量去化的房地产业务依然为公司收入和利润的主要来源。

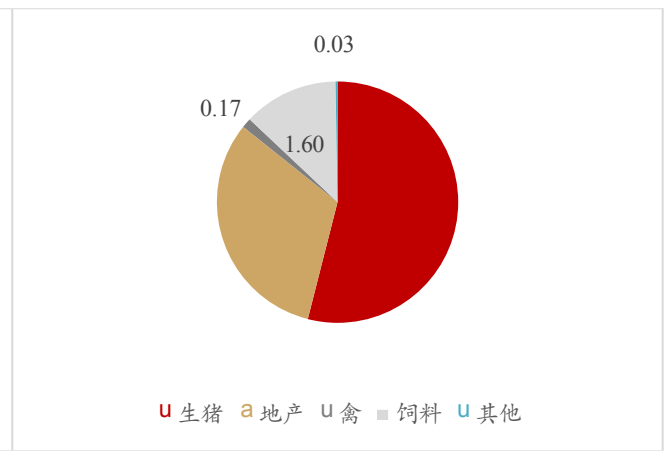
2024Q1，公司实现营业总收入 12.58 亿元，同比-81.12%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比-95.56%。其中生猪养殖业务实现收入 6.79 亿元，收入占比 54%，主业地位凸显，房地产业务实现收入 3.99 亿元，收入占比 32%，存量去化持续推进；饲料和禽业务实现收入 1.77 亿元，营收占比 14%。2024Q1 生猪养殖业务亏损 0.39 亿元，房地产业务盈利 1.09 亿元，禽和饲料业务盈利 0.02 亿元。存量去化的房地产业务仍然为公司收入和利润的主要来源，但 2024Q1 生猪养殖业务主业地位逐渐凸显，成为公司收入的最大贡献板块。

图 1 2014-2024Q1 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2024Q1 年公司营收构成 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司以自繁自养生猪为主，2023 年开始探索代养模式。自繁自养项目上，2023 年公司共有四个项目合计 225 万头产能，包括徐闻项目年出栏 90 万头，高州项目年出栏 45 万头，文昌项目年出栏 30 万头和贺州项目年出栏 60 万头。2023 年公司在贺州试点“公司+农户”模式，1-9 月份出栏量约为 4.5 万头，我们预计代养方面公司全年生猪出栏量约为 6 万头，2024 年公司规划代养出栏 60 万头。从各项目的生猪出栏量来看，据公司公告，2022 年，徐闻、高州、文昌和贺州项目分别出栏生猪 51.40 万头、40.58 万头、28.67 万头和 5.79 万头。徐闻项目最早投产且承接公司的自供种任务，我们预计 2023 年该项目外销量/产能比为 85%，高州项目 2022 年产能利用率

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

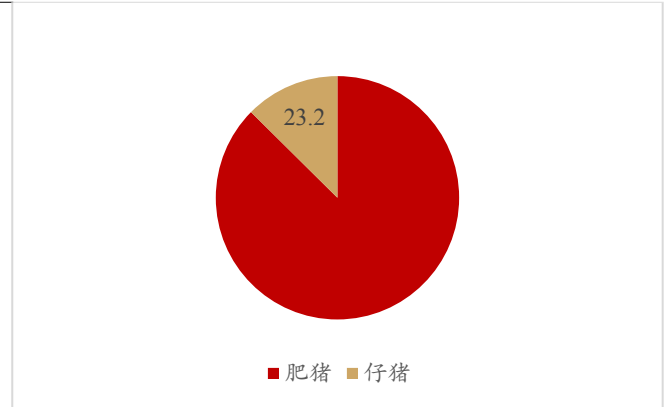
90%，2023 年有望实现满产满付，预计出栏量为 45 万头，文昌项目 2022 年产能利用率为 96%，受环保整改影响，我们预计外销量/产能比例为 70%，贺州项目 2022 年产能利用率为 10%，贺州二期 2022 年年底投产，且 2023 年 2 月贺州二期项目配种尚未分娩，不考虑贺州代养出栏量，我们预计贺州项目外销量/产能比为 60%。基于此，我们预计 2023 年公司徐闻项目出栏 76.5 万头，高州项目出栏 45 万头，文昌项目出栏 21 万头，贺州项目出栏 36 万头。2024 年，公司规划出栏生猪 280 万头，包括自繁自养项目的满产满付（225 万头）和代养约 60 万头。2024 年 1-4 月，公司生猪出栏 65.25 万头，同比 19.27%，已完成出栏规划进度 23.30%。

图 3 2023 年公司生猪出栏量情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2023 年生猪产品结构 (万头)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

由于商品房预售时收取的售楼款项计入合同负债，会影响公司的资产负债率水平。2021Q3-2022Q4，合同负债对公司资产负债率影响尤为显著，几乎都在 40 个百分点。随着公司存量房地产业务的持续去化，2023Q1-2024Q1，合同负债对资产负债率的影响减小，由 15 个百分点降至 2 个百分点。从公司剔除合同负债后的资产负债率来看，2022Q3 以来呈现持续上升态势，主要原因在于猪价自 2022Q3 高位回落，后在低位持续震荡，持续亏损的背景下资产负债率攀升，但基本低于行业平均水平。随着公司成本下降和猪价回暖，公司 4 月商品猪销售已扭亏为盈，未来资产负债率有望持续改善。从公司三费情况来看，由于房地产业务持续去化，公司销售费率自 2023Q2 开始高位回落，管理费率有所提升，财务费用占营收比例尽管近几个季度有所增长，但保持在较低水平。

图 5 2021Q1-2024Q1 公司资产负债率情况

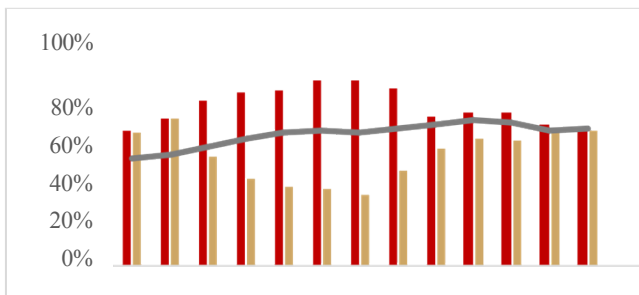
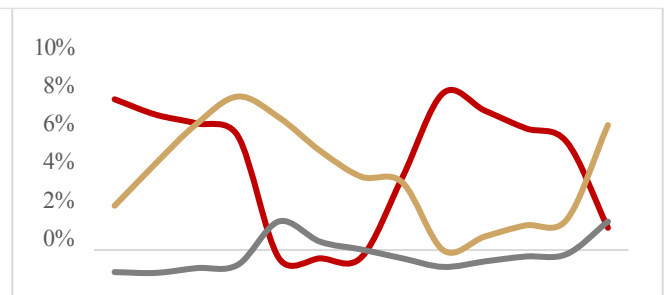
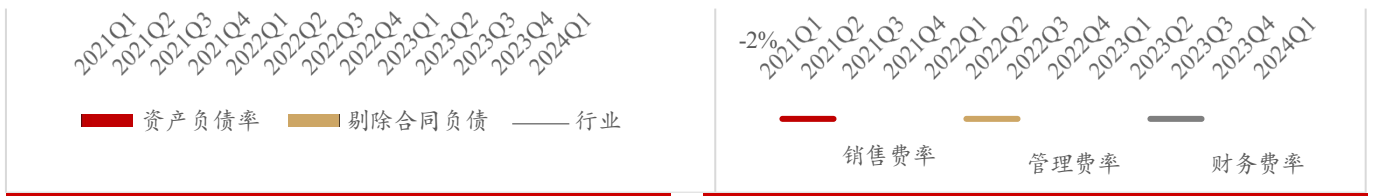


图 6 2021Q1-2024Q1 公司三费情况





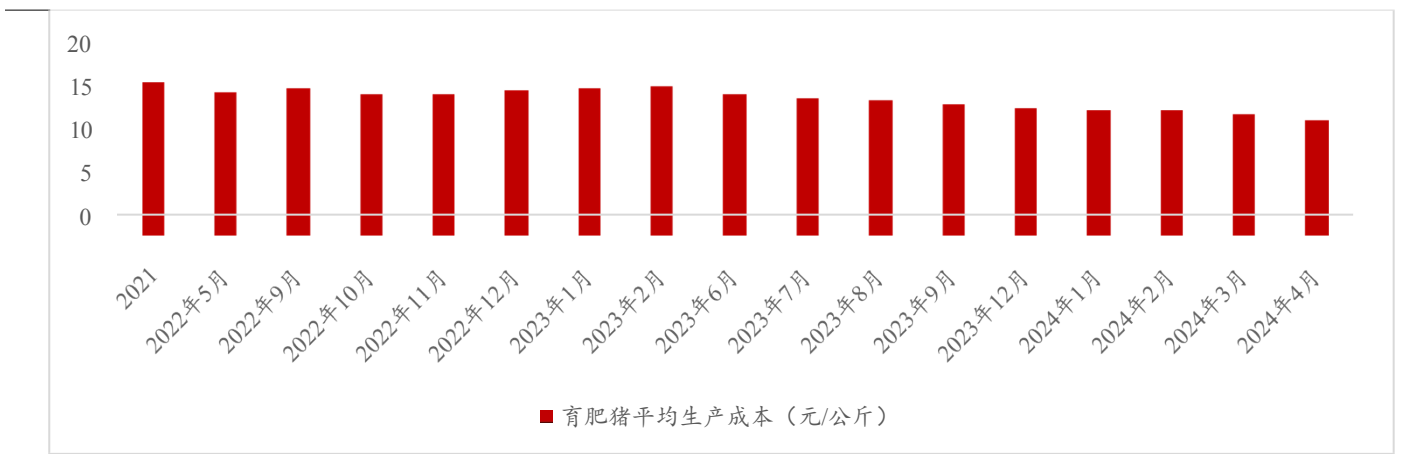
资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 降本显著，高州 4 月养殖成本降至 12.44 元/kg

成本显著下降，对冲猪价下跌风险。2018 年非瘟导致猪价大幅波动，环保政策&生物安全防控难度升级，行业集中度提升，后猪价波动幅度相对减小，且大型养殖集团资金实力相对散户更雄厚，融资渠道多元，抗低猪价能力强，猪价磨底时间更长，因此，养殖成本对于公司的生存经营至关重要。公司 2021-2023 年的生猪出栏量分别为 13.22/126.44/184.50 万头，随着产能利用率提升和公司生猪养殖业务经营逐渐走上正轨，公司养殖成本显著下降。2021-2023 年，公司育肥猪平均生产成本分别为 17.7/16.9/16 元/公斤，2024 年 1-4 月，公司育肥猪平均生产成本进一步下降至 13.5 元/公斤，完全成本约 14.6 元/kg。随着完全成本下降及猪价上升，公司 2024 年 4 月实现扭亏为盈，根据投资者问答，公司商品猪出栏均重保持在 110-120kg，公司 4 月商品猪头均盈利为 70.4-76.8 元/头。

图 7 公司育肥猪生产成本下降显著



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们根据公司披露的 2023 年和 2022 年徐闻、高州和文昌项目净利润情况测算了各项目生猪生产成本，我们假设：(1) 2023 年各项目商品猪销售均价等于公司销售均价，其中公司销售均价采用肥猪销售量对月度商品猪销售均价加权平均；(2) 不考虑仔猪销量；(3) 当商品猪出栏体重为 110-120 公斤时。

高州保持优势生产，健康度提升徐闻成本下降显著，文昌成本未来仍有较大下降空间。2023 年各项目生猪完全成本都有显著下降，当销售均重为 110-120 公斤时，徐闻项目的完全成本为 17.41-17.63 元/公斤，对应 2022 年为 19.73-19.74 元/公斤，每公斤成本降幅为 2.2 元/公斤左右；高州项目的完全成本为 15.24-15.27 元/公斤，

对应 2022 年为 15.99-16.30 元/公斤，每公斤成本降幅为 0.73-1.06 元；文昌项目的完全成本为 19.02-19.39 元/公斤，对应 2022 年为 20.27-20.32 元/公斤，每公斤成本降幅为 1 元左右。

表 1 公司徐闻、高州和文昌项目 2022 年和 2023 年成本测算

2022 年度	净利润 (万元)	生猪出栏量 (万头)	商品猪销售均 价 (元/公斤)	销售均重 (公斤)		成本 (元/公斤)	
徐闻京基智农	-342.2	51.4	19.68	110	120	19.74	19.73
高州京基智农	16,456.18	40.58	19.68	110	120	15.99	16.30
文昌京基智农	-2,030.78	28.67	19.68	110	120	20.32	20.27
2023 年度	净利润 (万元)	生猪出栏量 (万头)	商品猪销售均 价 (元/公斤)	销售均重 (公斤)		成本 (元/公斤)	
徐闻京基智农	-22883.42	76.5	14.91	110	120	17.63	17.41
高州京基智农	-1745.04	45	14.91	110	120	15.27	15.24
文昌京基智农	-10346.46	21	14.91	110	120	19.39	19.02

资料来源：公司公告，华西证券研究所

徐闻项目成本改善最为明显，据公司投资者活动记录表，徐闻生产成绩的显著改善主要受益于猪群健康度的提升，另外生产效率提高和产能利用率提升也降低了头均折旧与费用摊销，最终表现为成本改善。目前徐闻项目在三个项目中成绩中等，我们认为未来徐闻项目能够通过吸取优秀项目经验提升管理水平，成本仍有较大下降空间。

文昌项目也取得了显著进步，但目前完全成本水平依然较高，主要原因在于前期项目发生环保事故，环保问题整改，既需要公司投入大量的人力物力，整改过程中项目也需要清栏，影响正常的生产经营，据公司官网定期公布的项目检测报告，文昌项目目前整改顺利，公司官网定期对相关指标进行公示，未来随着项目恢复正常生产经营、满产满付，单位成本有望进一步下降。

高州项目为公司的标杆项目，继续保持优势生产。考虑到费用，根据公司投关活动记录表中 2022 年育肥平均成本及三费贡献，我们预计 2022 年公司整体完全成本接近 18 元/公斤，而高州项目仅为 16 元/公斤左右（见“表 1”测算），优势显著。高州项目成绩优异的主要原因在于“6750”工业化模式的良好运转，高度工业化和智能化极大节约了用工成本，另外高州项目是公司自供种体系搭建完毕之后才引种，内部供种均匀且成本较低。2023 年，随着饲料成本的进一步下降，高州项目完全成本继续下降，全年头均亏损控制在 50 元/头以内（见“表 1”测算）。据公司投资者问答，2024 年 4 月，高州项目平均养殖成本已降至 12.44 元/公斤，降本显著。

3. 多因素助力成本下降，四周批高周转模式是关键

公司自 2019 年明确以“深化农业主业”为核心的发展战略，确立以现代农业为主业，对于房地产业务仅存量开发，至兴建猪场，到现在不到 5 年时间，已实现生猪

出栏量接近 200 万头，且在猪价持续磨底时期，实现成本显著下降，是多方努力的结果，探其究竟我们认为以下几点为公司成本下降的主要原因：（1）产能利用率逐渐提高，四周批全进全出生产模式达到效益最高、最经济的状态，工业化高周转带来产能高利用率和猪群健康度提升；（2）据公司投关活动记录表，饲料成本在生猪养殖成本中占比超过一半，原料及饲料成本下降直接带来成本显著下降；（3）精细化管理提升健康度，各生产指标稳定向好；（4）前期外购高价种猪逐步淘汰，由公司徐闻扩繁场

补充新的后备母猪，断奶仔猪成本中母猪折旧摊销等下降，带来断奶仔猪成本和养殖成本显著下降。

3.1. 四周批全进全出，尽显工业化高周转

据四川省农业农村厅，猪批次化生产模式是借鉴早期的工业化批次式生产模式，在实际应用中逐渐转变为猪等禽畜生产模式。此模式利用了全进全出的生产方式，将生产阶段或日龄在同一批次的猪只圈养在一起，又同一批次转群或出栏，使猪群的健康状况、生产性能（增重速度、饲料报酬及上市日龄等）保持在最佳状态。相比传统连续生产的方式，批次化生产将不同阶段的猪只隔离，在实际生产中，由连续难以分割状态的猪群，人为分为若干个群体，每个群体生产状态一致，利于批量针对性的管理。

根据信得科技微信公众号，从母猪繁育周期来看，母猪妊娠期约为 114 天，泌乳期为 21-28 天，因此仔猪一般在 21-28 天后断奶，断奶至配种间隔为 5 天，那么母猪从妊娠到下次配种的周期大概为 140-147 天。根据信得科技微信公众号，目前常用的批次间隔为 1 周批、3 周批和 4 周批，因此母猪批次数为母猪繁育周期除以批次间隔。

1 周批和 3 周批均需将分娩舍分为多组，4 周批能够实现整个分娩环节全进全出。

表 2 批次化计算模式

	分娩舍使用时间	分娩舍配套数	配怀舍栏位配套数
1 周批 (21 天断奶)	28 天 (21 天的泌乳+3 天提前上产床+4 天洗消)	4 套 (28/7 天)	(存栏规模-3 套产房存栏数) *110%
1 周批 (28 天断奶)	35 天 (28 天的泌乳+3 天提前上产床+4 天洗消)	5 套 (35/7 天)	(存栏规模-4 套产房存栏数) *110%
3 周批	42 天 (28 天泌乳+3 天提前上产床+4 天洗消+7 天干燥)	2 套 (42/21 天)	(存栏规模-1 套产房存栏数) *110%
4 周批	28 天 (21 天泌乳+3 天提前上产床+4 天洗消)	1 套 (28/28 天)	存栏规模*110%

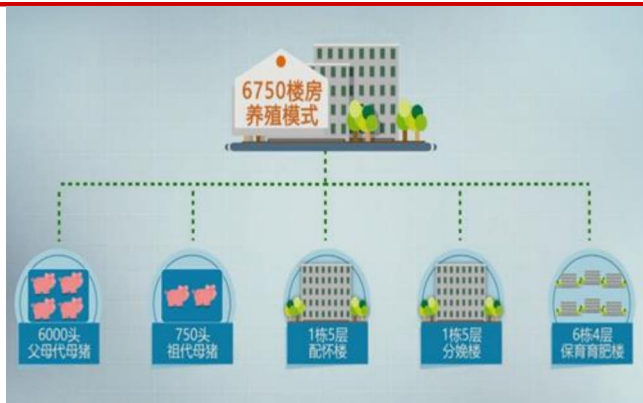
资料来源：信得科技微信公众号，华西证券研究所

公司项目无论是平层还是楼房养殖均采用“6750”养殖模式及四周批全进全出模式。“6750”模式是指每条生产线配备 750 头祖代母猪和 6000 头父母代母猪，对应 6 栋育肥楼，年出栏生猪 15 万头，繁育育肥一条龙封闭式管理，基本无需对外引种，也减少了仔猪和后备母猪的周转，极大降低了疫病传播风险；在生产上，采用四周批全进全出模式，全场分娩舍母猪为 1 个批次，所有小猪在 7 天内出生，21 天断奶，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

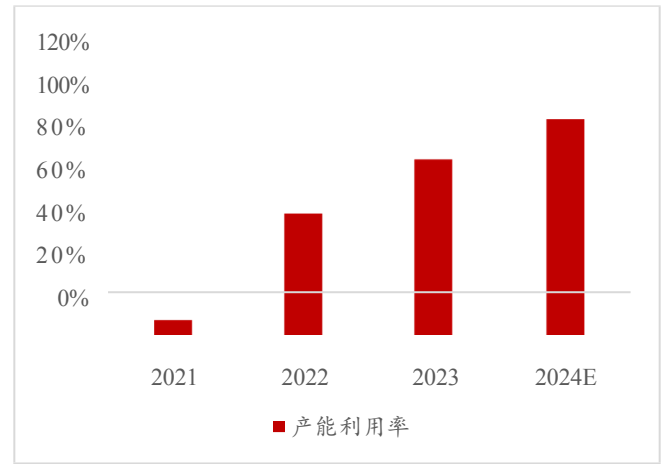
每 4 周转入、转出销售一次。四周批模式讲究四同时：同时配种，同时分娩，同时断奶，同时出栏。随着产能利用率提升，养殖成本中职工薪酬、总部费用、折旧、水电等支出摊薄，且满产满付使得经营达到效率最高、最经济的状态。

图 8 “6750” 楼房养殖模式示意图



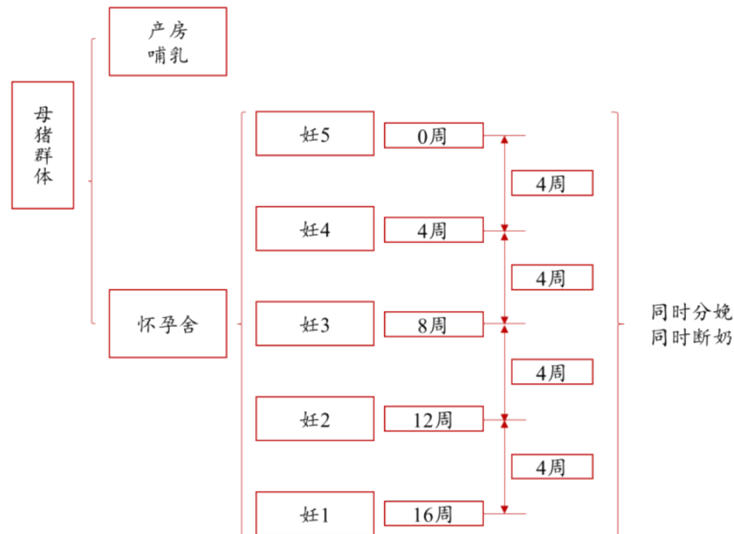
资料来源：京基智农微信公众号，华西证券研究所

图 9 2021-2024E 公司产能利用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 四周批生产模式示意图



资料来源：华西证券研究所

(1) 首先，四周批模式母猪繁殖周期为 140 天（妊娠&提前上产床 114 天+哺乳 21 天+断配 5 天），每 4 周（28 天）一批，每批次分为 5 群进行，每群母猪数量为 1200 头，我们将其编号为妊 1、妊 2、妊 3、妊 4、妊 5；(2) 假设 2023 年最后一批小猪断奶时间为 2023/12/31，由妊 1 提供，根据妊娠 114 天，哺乳 21 天可以推断其妊娠开始于 2023/8/18，由于每 28 天集中分娩、断奶，因此如下表所示，妊 2、妊 3、妊 4、妊 5 分别于 2023/9/15、2023/10/13、2023/11/10、2023/12/8 开始妊娠，断

配结束的妊 1 于 2024/1/5 日进入新一轮；(3) 假设配种分娩率为 88%、窝均断奶仔猪数为 11 头、育肥猪上市率为 90%，因此四周批模式下，一年可实现 13 批集中分娩和断奶，6000 头母猪可提供分娩窝数 13728 窝，断奶仔猪数 151008 头，出栏肥猪 135907.2 头。(4) 每批次母猪的产房占用时间为 4 周，每四周转入转出一次，因此当配种分娩率为 100%时，6000 头母猪需配备 1200 个产房，可实现全进全出。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/988031033001007005>