

巨星农牧(603477)

猪价低迷拖累 23 年业绩表现，成本下降持续进行

事件：

公司披露 2023 年报，实现营收 40.41 亿元，同比增长 1.83%；归母净利润 -6.45 亿元，同比下降 508.18%。

公司披露 2024 年一季报，实现营收 9.49 亿元，同比增长 6.16%，环比下降 8.33%；归母净利润-1.38 亿元，同比增长 32.85%，环比增长 54.37%。

➤ 生猪价格低迷，拖累公司 23 年业绩表现。

2023 年公司销售毛利率为-0.37%(同比-14.97pcts)，销售净利率为-15.98% (同比-20.05pcts)。利润下滑主要系生猪价格大幅下跌及公司对消耗性生物资产、固定资产等计提了存货跌价准备与资产减值损失。费用方面，公司 2023 年销售/管理/研发/财务费用分别为 0.39/2.17/0.25/1.07 亿元，同比分别-11.52%/-5.02%/+65.60%/+30.48%；其中研发费用增长主要系咨询费增加所致，财务费用增长主要系银行借款利息支出增加所致。

➤ 生猪生产成绩持续优化，现金流较为充裕。

公司 2023 年生猪养殖板块实现营收 34.63 亿元(同比+15.81%)，生猪销量为 267.37 万头(同比+74.74%)，板块毛利率为-1.06%(同比-19.14pcts)，生猪养殖板块受猪价低迷影响，呈现亏损状态。2024 年 Q1 公司生猪出栏量为 51.3 万头，其中肥猪出栏量同比增加 36.4%，公司养殖成本 6.91 元/斤，生产成绩持续优化。截至 2024 年 Q1，公司资产负债率为 62.19%，货币资金规模为 3.90 亿元，现金流较为充裕。

➤ 禽业务关停，皮革业务承压发展。

公司 2023 年皮革产品板块实现营收 0.86 亿元(同比-71.70%)，板块毛利率为-1.48%(同比-0.33pcts)。公司 2023 年禽业务板块实现营收 0.26 亿元(同比-77.41%)，商品鸡销量为 78.80 万羽(同比-73.89%)，板块毛利率为-53.26%(同比-48.71pcts)，由于本期商品鸡业务关停，公司提前清理剩余存栏，致该板块业绩下滑显著。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 68.95/104.97/138.39 亿元，同比增速分别为 70.65%/52.23%/31.83%，归母净利润分别为 4.25/11.98/14.39 亿元，同比增速分别为 165.91%/181.55%/20.20%，EPS 分别为 0.83/2.35/2.82 元/股。鉴于公司生猪出栏增长显著，成本管控能力良好，轻资产扩张路径清晰，我们给予公司 2024 年 6.5 倍 PB，目标价 40.95 元，给予“买入”评级。

风险提示：猪价波动风险；疫情风险；原材料价格波动风险

行业： 农林牧渔/养殖业
投资评级： 买入(首次)
当前价格： 35.78 元
目标价格： 40.95 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	510.03/510.03
流通 A 股市值(百万元)	18,248.84
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	62.19
一年内最高/最低(元)	39.39/25.35

股价相对走势



作者

分析师：王明琦
执业证书编号：S0590524040003
邮箱：wmq@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3968	4041	6895	10497	13839
增长率(%)	33.02%	1.83%	70.65%	52.23%	31.83%
EBITDA(百万元)	531	-165	981	1808	2058
归母净利润(百万元)	158	-645	425	1198	1439
增长率(%)	-38.96%	-508.18%	165.91%	181.55%	20.20%
EPS(元/股)	0.31	-1.27	0.83	2.35	2.82
市盈率(P/E)	115.4	-28.3	42.9	15.2	12.7
市净率(P/B)	5.3	6.4	5.6	4.2	3.2
EV/EBITDA	25.6	-131.8	21.9	11.7	9.9

数据来源：公司公告、iFinD、国联证券研究所预测。股价为 2024 年 05 月 10 日收盘价

相关报告

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	881	446	621	945	1245
应收账款+票据	113	47	185	282	372
预付账款	74	65	159	242	319
存货	1440	1532	2619	3782	5092
其他	25	22	45	69	91
流动资产合计	2533	2111	3629	5320	7119
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2697	4472	4856	5097	5202
在建工程	1110	353	282	212	141
无形资产	108	99	74	49	25
其他非流动资产	807	685	678	675	675
非流动资产合计	4721	5610	5890	6034	6043
资产总计	7254	7721	9520	11354	13162
短期借款	513	1153	1896	1764	1278
应付账款+票据	399	405	785	1133	1525
其他	1287	1218	1749	2532	3405
流动负债合计	2199	2775	4429	5429	6208
长期带息负债	1218	1584	1325	1022	686
长期应付款	102	237	237	237	237
其他	25	25	25	25	25
非流动负债合计	1345	1846	1587	1285	948
负债合计	3544	4621	6016	6714	7156
少数股东权益	39	32	39	60	84
股本	506	509	510	510	510
资本公积	2210	2285	2285	2285	2285
留存收益	955	273	669	1786	3127
股东权益合计	3710	3100	3504	4640	6006
负债和股东权益总计	7254	7721	9520	11354	13162

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	161	-646	433	1218	1464
折旧摊销	295	367	414	457	490
财务费用	82	107	134	133	103
存货减少(增加为“-”)	-113	-92	-1088	-1163	-1309
营运资金变动	-101	-191	-431	-235	-233
其它	158	350	1158	1233	1381
经营活动现金流	482	-105	620	1643	1896
资本支出	-1132	-869	-700	-600	-500
长期投资	0	-6	0	0	0
其他	140	-20	-66	-70	-72
投资活动现金流	-992	-895	-766	-670	-572
债权融资	189	1006	483	-434	-823
股权融资	0	3	1	0	0
其他	666	-463	-164	-215	-201
筹资活动现金流	855	547	320	-649	-1024
现金净增加额	347	-454	175	324	301

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3968	4041	6895	10497	13839
营业成本	3389	4056	5815	8397	11304
营业税金及附加	10	10	20	30	39
营业费用	44	39	41	63	83
管理费用	243	242	310	472	623
财务费用	82	107	134	133	103
资产减值损失	-1	-111	-66	-100	-132
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	-3	2	2	2
其他	-35	-104	-67	-75	-81
营业利润	160	-630	444	1229	1475
营业外净收益	-6	-9	-11	-11	-11
利润总额	154	-639	433	1218	1464
所得税	-7	7	0	0	0
净利润	161	-646	433	1218	1464
少数股东损益	3	-1	7	20	24
归属于母公司净利润	158	-645	425	1198	1439

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	33.02%	1.83%	70.65%	52.23%	31.83%
EBIT	-27.32%	-324.93%	206.58%	138.36%	15.99%
EBITDA	-5.28%	-131.08%	694.14%	84.27%	13.82%
归属于母公司净利润	-38.96%	-508.18%	165.91%	181.55%	20.20%
获利能力					
毛利率	14.60%	-0.37%	15.67%	20.01%	18.32%
净利率	4.07%	-15.98%	6.27%	11.60%	10.58%
ROE	4.31%	-21.04%	12.28%	26.14%	24.31%
ROIC	8.07%	-9.05%	11.21%	21.28%	22.18%
偿债能力					
资产负债率	48.85%	59.85%	63.20%	59.13%	54.37%
流动比率	1.2	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3
营运能力					
应收账款周转率	35.1	85.4	37.2	37.2	37.2
存货周转率	2.4	2.6	2.2	2.2	2.2
总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1
每股指标(元)					
每股收益	0.3	-1.3	0.8	2.3	2.8
每股经营现金流	0.9	-0.2	1.2	3.2	3.7
每股净资产	6.7	5.6	6.3	8.5	11.2
估值比率					
市盈率	115.4	-28.3	42.9	15.2	12.7
市净率	5.3	6.4	5.6	4.2	3.2
EV/EBITDA	25.6	-131.8	21.9	11.7	9.9
EV/EBIT	57.4	-40.9	37.9	15.6	12.9

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年05月10日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼