

巨星农牧 (603477.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，成本表现优秀

业绩简评

2023年3月30日公司披露2022年度报告，公司实现营业收入39.68亿元，同比增长33.02%；实现归母净利润1.58亿元，同比下滑38.96%。其中，2022Q4实现营业收入14.52亿元，同比增长61.56%；实现归母净利润2.55亿元，同比扭亏为盈。公司计划每股派发现金红利0.032元（含税）

经营分析

超额完成业绩承诺，计提超额业绩奖励：根据公司《业绩承诺补偿协议》及其补充协议，和邦集团与巨星集团承诺巨星有限2020-2022年度的净利润总和不低于5.77亿元，巨星有限三年合计实现净利润13.52亿元。根据协议规定，公司以现金形式给与巨星有限管理层、核心技术人员8505万元超额业绩奖励，计入管理费用和应付职工薪酬。

公司生猪出栏量高速增长，产能扩张稳步推进：2022年公司实现生猪出栏153万头，同比增长75.66%，生猪养殖实现营业收入29.90亿元，同比增长66.86%。其中育肥猪/仔猪/种猪分别为118.6万头/32万头/2.4万头。2022年Q4公司实现生猪出栏47.5万头，其中育肥猪/仔猪/种猪分别为36.6万头/10.2万头/0.7万头。截至2022年底，公司能繁母猪存栏量约为10.5万头，后备母猪存栏量约为6.5万头，公司固定资产/在建工程/生物性资产分别为19.26亿元/11.10亿元/4.39亿元，分别同比增长9.81%/31.05%/89.56%。公司能繁母猪存栏量持续增长，同时公司德昌项目建设稳步推进，现有产能持续释放，预计可以支撑公司未来出栏量的快速增长。

养殖利润表现优秀，降本增效稳步推进：随着公司养殖效率的稳步提升、种猪结构的持续优化、饲料原料成本的降低等因素的影响下，公司养殖完全成本呈现稳步下降态势。公司养殖完全成本从2022年初的17元/公斤下降至年末的16.1元/公斤，公司计划2023年完全成本下降至16元/公斤以内。

盈利预测、估值与评级

公司有望实现低成本高速扩张，预计2023-2024年分别实现生猪出栏量300/500万头。考虑到生猪产能的变动，我们下调2023年盈利预测，上调2024年盈利预测，预计2023-2025年对应归母净利润分别为4.41/18.44/10.33亿元，公司股票现价对应PE估值为29.94/7.2/12.8倍，维持“买入”评级。

风险提示

生猪价格不及预期；产能建设不及预期；动物疫病风险。

农林牧渔组

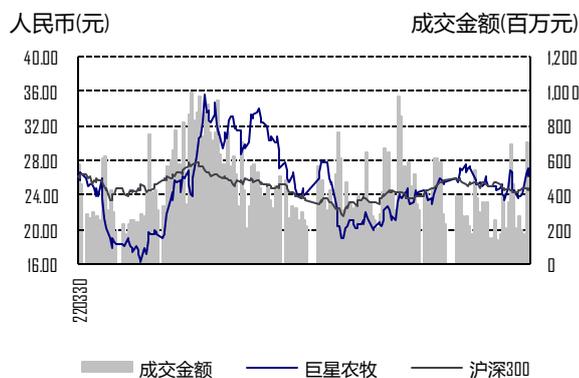
分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：26.11元

相关报告：

1.《区域养殖龙头，高成长穿越周期-巨星农牧首次覆盖报告》，2022.12.31



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,983	3,968	7,017	11,789	14,492
营业收入增长率	107.26%	33.02%	76.85%	68.00%	22.93%
归母净利润(百万元)	259	158	441	1,844	1,034
归母净利润增长率	102.84%	-38.96%	179.21%	317.74%	-43.91%
摊薄每股收益(元)	0.512	0.312	0.872	3.643	2.044
每股经营性现金流净额	0.31	0.95	0.07	3.35	1.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.87%	4.31%	11.50%	32.61%	15.52%
P/E	30.29	78.08	29.94	7.17	12.78
P/B	2.39	3.36	3.44	2.34	1.98

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,439	2,983	3,968	7,017	11,789	14,492
增长率		107.3%	33.0%	76.9%	68.0%	22.9%
主营业务成本	-998	-2,416	-3,389	-6,032	-9,087	-12,488
%销售收入	69.3%	81.0%	85.4%	86.0%	77.1%	86.2%
毛利	441	566	579	985	2,702	2,004
%销售收入	30.7%	19.0%	14.6%	14.0%	22.9%	13.8%
营业税金及附加	-8	-10	-10	-20	-33	-41
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-25	-38	-44	-86	-141	-174
%销售收入	1.7%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-112	-124	-228	-281	-460	-551
%销售收入	7.8%	4.2%	5.7%	4.0%	3.9%	3.8%
研发费用	-10	-15	-15	-35	-59	-72
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	286	379	282	563	2,009	1,166
%销售收入	19.9%	12.7%	7.1%	8.0%	17.0%	8.0%
财务费用	-19	-48	-82	-67	-87	-85
%销售收入	1.3%	1.6%	2.1%	1.0%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-3	-6	-3	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	-3	0	0	0
%税前利润	0.3%	4.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	278	296	160	460	1,922	1,081
营业利润率	19.3%	9.9%	4.0%	6.6%	16.3%	7.5%
营业外收支	-169	-19	-6	2	0	0
税前利润	109	278	154	462	1,922	1,081
利润率	7.6%	9.3%	3.9%	6.6%	16.3%	7.5%
所得税	25	-11	7	-12	-48	-27
所得税率	-22.8%	4.0%	-4.7%	2.5%	2.5%	2.5%
净利润	133	267	161	450	1,874	1,054
少数股东损益	6	8	3	9	30	20
归属于母公司的净利润	128	259	158	441	1,844	1,034
净利率	8.9%	8.7%	4.0%	6.3%	15.6%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	133	267	161	450	1,874	1,054
少数股东损益	6	8	3	9	30	20
非现金支出	96	242	297	269	295	329
非经营收益	-7	94	124	167	131	146
营运资金变动	151	-447	-101	-849	-604	-786
经营活动现金净流	373	155	482	37	1,695	743
资本开支	-542	-1,063	-996	-401	-605	-705
投资	-4	18	0	0	0	0
其他	129	10	4	-13	0	0
投资活动现金净流	-417	-1,035	-992	-415	-605	-705
股权募资	1	420	0	-250	0	0
债权募资	255	556	938	1,456	-165	866
其他	-61	34	-83	-121	-157	-172
筹资活动现金净流	195	1,010	855	1,086	-322	694
现金净流量	151	130	347	708	768	732

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	485	544	881	1,553	2,292	2,999
应收款项	219	142	137	408	679	835
存货	827	1,326	1,440	2,677	3,660	5,029
其他流动资产	32	105	76	160	239	327
流动资产	1,563	2,117	2,533	4,798	6,870	9,191
%总资产	36.4%	35.2%	34.9%	50.0%	57.4%	62.7%
长期投资	17	21	28	41	41	41
固定资产	1,916	2,833	3,475	3,707	4,032	4,423
%总资产	44.6%	47.1%	47.9%	38.7%	33.7%	30.2%
无形资产	750	732	726	726	726	726
非流动资产	2,732	3,899	4,721	4,789	5,099	5,475
%总资产	63.6%	64.8%	65.1%	50.0%	42.6%	37.3%
资产总计	4,295	6,016	7,254	9,588	11,969	14,665
短期借款	705	822	1,289	1,823	1,845	2,711
应付款项	568	828	765	1,433	2,039	2,793
其他流动负债	96	68	145	219	337	409
流动负债	1,369	1,718	2,199	3,476	4,222	5,913
长期贷款	179	689	225	76	76	76
其他长期负债	39	280	1,120	2,151	1,939	1,917
负债	1,588	2,688	3,544	5,703	6,237	7,905
普通股股东权益	2,660	3,289	3,671	3,837	5,654	6,662
其中：股本	468	506	506	506	506	506
未分配利润	329	543	673	1,088	2,906	3,914
少数股东权益	48	39	39	48	78	98
负债股东权益合计	4,295	6,016	7,254	9,588	11,969	14,665

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.273	0.512	0.312	0.872	3.643	2.044
每股净资产	5.684	6.499	7.254	7.581	11.172	13.164
每股经营现金净流	0.798	0.307	0.953	0.074	3.350	1.468
每股股利	0.080	0.050	0.082	0.052	0.052	0.052
回报率						
净资产收益率	4.80%	7.87%	4.31%	11.50%	32.61%	15.52%
总资产收益率	2.97%	4.31%	2.18%	4.60%	15.41%	7.05%
投入资本收益率	9.78%	7.52%	4.92%	7.26%	20.78%	10.05%
增长率						
主营业务收入增长率	159.05%	107.26%	33.02%	76.85%	68.00%	22.93%
EBIT增长率	460.24%	32.40%	-25.61%	99.37%	257.01%	-41.93%
净利润增长率	223.14%	102.84%	-38.96%	179.21%	317.74%	-43.91%
总资产增长率	201.66%	40.05%	20.58%	32.17%	24.84%	22.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.3	18.4	10.1	17.5	17.5	17.5
存货周转天数	246.8	162.6	149.0	162.0	147.0	147.0
应付账款周转天数	91.2	50.7	37.1	40.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	415.9	243.0	217.6	122.1	73.5	62.0
偿债能力						
净负债/股东权益	14.59%	29.08%	37.80%	54.45%	24.40%	23.05%
EBIT利息保障倍数	15.3	8.0	3.4	8.4	23.2	13.7
资产负债率	36.96%	44.68%	48.85%	59.48%	52.11%	53.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-31	买入	24.39	27.86~30.65

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402