



巨星农牧 (603477.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

聚焦生猪养殖 成本与成长性俱佳

业绩简评

公司披露 2023 年半年报，上半年实现营收 19.74 亿元，同比增长 29.39%；实现归母净利润-3.48 亿元，同比下滑 31.96%。其中，Q2 实现营收 10.80 亿元，同比增长 36.57%；实现归母净利润-1.43 亿元，同比由盈转亏，业绩符合预期。23H1 公司对期末存栏生物资产和皮革存货计提 1.14 亿元减值准备。

经营分析

生猪出栏量快速增长，未来成长可期。 23H1 公司实现生猪养殖业务营收 16.63 亿元，同比+53.17%；实现生猪出栏量 123.82 万头，同比+81.77%，其中商品猪出栏 85.1 万头，23 年生猪出栏 280 万头的目标稳步推进。截至报告末期，公司能繁母猪存栏约 12.5 万头且计划于年底增加至 16 万头以上；生产性生物资产 4.45 亿元，较年初+1.4%；固定资产 20.76 亿元，较年初+7.8%，未来生猪出栏成长性可期。

成本行业领先且持续优化。 公司优选 PIC 高性能种猪，在产仔率、存活率与料肉比上存在显著优势，公司母猪 PSY 可以达到 28 以上，生猪的生产效率位居行业前列。同时公司在养殖端持续精细化管理，通过加强养殖户管理、精细化喂养等方式持续提高养殖成绩。根据我们测算，公司 23Q2 完全养殖成本已经达到 16 元/公斤左右，公司养殖成本优势突出且有望持续下降。

其他业务板块稳健经营。 23H1 公司饲料生产量 35.68 万吨，同比+16.26%，其中外销饲料 4.91 万吨，同比-0.41%，公司饲料业务实现营收 2.29 亿元，同比-0.06%。公司在四川、重庆、云南等地拥有多个饲料生产基地，现有饲料生产能力超 100 万吨/年，随着生猪出栏量的增加有望增强协同效应。皮革产品实现收入 2.29 亿元，同比-66.04%，皮革业务下滑主要系上半年下游需求不振。

盈利预测、估值与评级

23H1 生猪价格低迷，行业上半年陷入深度亏损状态，目前生猪供给依旧充足，下半年生猪价格或维持成本线上下。考虑到全年猪价低于我们此前预期，我们下调公司 2022/2023/2024 年 EPS 预测至 0.09/3.17/2.52 元（原为 0.87/3.64/2.04 元），公司股票现价对应 PE 估值为 293/8/10 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。

食品饮料组

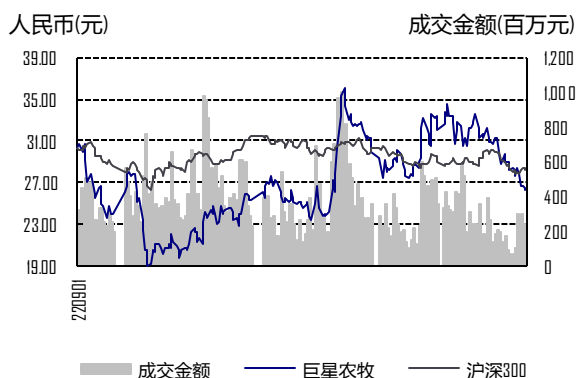
分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.32 元

相关报告：

- 《巨星农牧公司点评：业绩符合预期，成本表现优秀》，2023.3.30
- 《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	5,399	9,910	11,689
营业收入增长率	107.26%	33.02%	36.06%	83.56%	17.95%
归母净利润(百万元)	259	158	45	1,604	1,276
归母净利润增长率	102.84%	-38.96%	-71.49%	3459.73%	-20.49%
摊薄每股收益(元)	0.512	0.312	0.089	3.170	2.521
每股经营性现金流净额	0.31	0.95	-0.17	3.02	2.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.87%	4.31%	1.31%	31.97%	20.35%
P/E	30.29	78.08	293.18	8.24	10.36
P/B	2.39	3.36	3.84	2.63	2.11

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	5,399	9,910	11,689
增长率		107.3%	33.0%	36.1%	83.6%	18.0%
主营业务成本	-998	-2,416	-3,389	-4,928	-7,582	-9,630
%销售收入	69.3%	81.0%	85.4%	91.3%	76.5%	82.4%
毛利	441	566	579	470	2,328	2,059
%销售收入	30.7%	19.0%	14.6%	8.7%	23.5%	17.6%
营业税金及附加	-8	-10	-10	-16	-28	-33
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-25	-38	-44	-66	-119	-140
%销售收入	1.7%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-112	-124	-228	-216	-386	-444
%销售收入	7.8%	4.2%	5.7%	4.0%	3.9%	3.8%
研发费用	-10	-15	-15	-16	-30	-35
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	286	379	282	156	1,765	1,406
%销售收入	19.9%	12.7%	7.1%	2.9%	17.8%	12.0%
财务费用	-19	-48	-82	-67	-89	-78
%销售收入	1.3%	1.6%	2.1%	1.2%	0.9%	0.7%
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	54	1,676	1,329
营业利润率	19.3%	9.9%	4.0%	1.0%	16.9%	11.4%
营业外收支	-169	-19	-6	2	0	0
税前利润	109	278	154	55	1,676	1,329
利润率	7.6%	9.3%	3.9%	1.0%	16.9%	11.4%
所得税	25	-11	7	-1	-42	-33
所得税率	-22.8%	4.0%	-4.7%	2.5%	2.5%	2.5%
净利润	133	267	161	54	1,634	1,296
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	45	1,604	1,276
净利率	8.9%	8.7%	4.0%	0.8%	16.2%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	133	267	161	54	1,634	1,296
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	163	125	126
营运资金变动	151	-447	-101	-570	-524	-477
经营活动现金净流	373	155	482	-84	1,530	1,274
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	1,268	-94	11
其他	-61	34	-83	-118	-151	-152
筹资活动现金净流	195	1,010	855	901	-246	-141
现金净流量	151	130	347	403	680	428

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	485	544	881	1,248	1,898	2,300
应收款项	219	142	137	314	571	673
存货	827	1,326	1,440	2,187	3,053	3,878
其他流动资产	32	105	76	131	200	253
流动资产	1,563	2,117	2,533	3,880	5,722	7,105
%总资产	36.4%	35.2%	34.9%	44.8%	52.9%	56.5%
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%	42.8%	37.3%	35.2%
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%	55.2%	47.1%	43.5%
资产总计	4,295	6,016	7,254	8,669	10,821	12,580
短期借款	705	822	1,289	1,635	1,728	1,739
应付款项	568	828	765	1,168	1,700	2,154
其他流动负债	96	68	145	152	284	332
长期借款	1,369	1,718	2,199	2,955	3,711	4,225
其他长期负债	179	689	225	76	76	76
负债	1,588	2,688	3,544	5,181	5,724	6,214
普通股股东权益	2,660	3,289	3,671	3,440	5,019	6,268
其中：股本	468	506	506	506	506	506
未分配利润	329	543	673	692	2,270	3,519
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	8,669	10,821	12,580

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.273	0.512	0.312	0.089	3.170	2.521
每股净资产	5.684	6.499	7.254	6.798	9.916	12.385
每股经营现金净流	0.798	0.307	0.953	-0.165	3.024	2.516
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%	1.31%	31.97%	20.35%
总资产收益率	2.97%	4.31%	2.18%	0.52%	14.83%	10.14%
投入资本收益率	9.78%	7.52%	4.92%	2.18%	19.85%	13.78%
增长率						
主营业务收入增长率	159.05%	107.26%	33.02%	36.06%	83.56%	17.95%
EBIT 增长率	460.24%	32.40%	-25.61%	-44.67%	#####	-20.33%
净利润增长率	223.14%	102.84%	-38.96%	-71.49%	#####	-20.49%
总资产增长率	201.66%	40.05%	20.58%	19.51%	24.82%	16.26%
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	158.7	87.4	76.9
偿债能力						
净负债/股东权益	14.59%	29.08%	37.80%	64.01%	32.88%	20.17%
EBIT 利息保障倍数	15.3	8.0	3.4	2.3	19.9	18.1
资产负债率	36.96%	44.68%	48.85%	59.76%	52.90%	49.40%

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
2	2023-03-30	买入	26.11	N/A

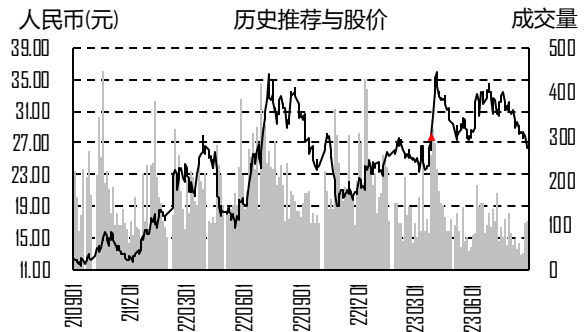
来源：国金证券研究所

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究