

巨星农牧 (603477.SH) 整合全球优质资源，现代化养殖巨星登场

2021年12月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

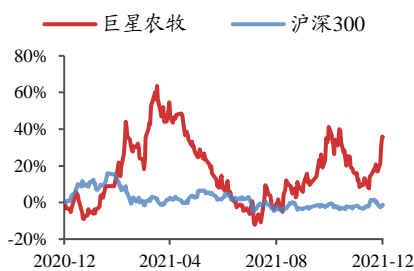
陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2021/12/23
当前股价(元)	15.18
一年最高最低(元)	18.68/9.54
总市值(亿元)	76.82
流通市值(亿元)	67.33
总股本(亿股)	5.06
流通股本(亿股)	4.44
近3个月换手率(%)	199.7

股价走势图



数据来源: 聚源

● 巨星农牧，以极致效率提供猪肉食品，首次覆盖给予“买入”评级

公司前身为振静股份，2020年7月公司完成资产重组。当前，公司主营业务为养殖业务，主销产品为生猪、黄羽鸡、饲料及牛皮革产品。2021年前三季度公司养殖业务贡献总营收的90%。周期下行阶段，公司兼具行业成本领先优势及资金相对优势，公司有望实现养殖产能的逆周期扩张，在下一轮周期上行阶段实现出栏放量。我们预计2021-2023年公司生猪出栏量分别为100/200/500万头。基于此，我们看好公司未来养殖综合优势，我们预计2021-2023年归母净利润为2.61/-2.15/22.70亿元，EPS为0.52/-0.42/4.48元，当前股价对应PE为29.5/-35.9/3.4倍；首次覆盖给予“买入”评级。

● 聚焦“一体化”养殖，实现养殖全程自主可控及降本增效

“一体化”养殖模式核心优势并非人工成本及养殖效率的差异，而是更好实现养殖全环节的自主可控。一方面，“粮进肉出”是我国养殖行业变革的大方向，其将更好保障我国食品安全；另一方面，后非瘟时代，养殖行业开始愈加关注生物安全防治的自主可控能力，生物安全系数较高意味着企业抵御系统性风险的能力增强，继而在稳产保供的前提下更容易实现经济效益的最大化。巨星农牧未来将着力发展一体化养殖模式，新建及在建产能均为一体化项目。

● 公司兼具成本领先及资金优势，预实现逆周期产能跨越

公司整合全球优质资源，科学化养殖。在育种方面与PIC达成深度合作，公司近两年PSY达到27头/年，在养殖管理方面，公司与Pipstone展开深度合作，各项生产指标均达到行业头部水平。2021年上半年，公司仔猪断奶成本320元/头，育肥猪养殖成本约16.5元每公斤；预计2021年全年养殖成本17.7元/公斤；预计公司2022年公司育肥猪养殖成本有望降至16.5元/公斤。此外，公司兼具内外资金优势，养殖规模预实现逆周期跨越。

● **风险提示:** 非瘟疫情反复带来的系统性风险；后期融资节奏与产能扩建节奏；消费低迷抑制猪价反弹节奏等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	556	1,439	3,251	4,580	12,517
YOY(%)	-10.2	159.1	125.9	40.9	173.3
归母净利润(百万元)	40	128	261	-215	2,270
YOY(%)	-33.0	223.1	104.3	-182.3	-1157.6
毛利率(%)	16.3	30.7	17.4	3.5	23.5
净利率(%)	7.1	8.9	8.0	-4.7	18.1
ROE(%)	4.5	4.9	9.3	-8.4	47.3
EPS(摊薄/元)	0.08	0.25	0.52	-0.42	4.48
P/E(倍)	195.1	60.4	29.5	-35.9	3.4
P/B(倍)	9.0	2.9	2.7	2.9	1.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 巨星农牧—以极致效率提供猪肉食品	4
1.1、 聚焦生猪养殖，上市主体顺利完成主营转型.....	4
1.2、 养殖业务主体地位稳固，未来出栏以育肥猪为主.....	5
1.3、 占据养殖区位优势，“立足四川，走向全国”.....	6
2、 养殖模式：“农户代养”转“一体化自养”	8
2.1、 非瘟常态化下，生物防治能力驱动行业养殖管理升级.....	8
2.2、 “粮进肉出一体化”显著增强养殖生产质量控制优势.....	11
3、 养殖成本：养殖效率及养殖成本行业领先	12
3.1、 全程一体化，有效缩减交易成本	12
3.2、 PIC 育种实力筑牢公司前端成本优势	14
3.3、 Pipestone 管理能力协助公司压低期间成本	15
4、 资金优势：内外资金优势，支撑公司逆周期扩张	16
4.1、 公司当前债务压力低于行业平均水平	16
4.2、 优秀偿债能力将支撑公司达成逆周期扩张目标.....	17
4.3、 控股股东财力雄厚，护航公司跨越扩张	17
5、 盈利预测与投资建议	18
6、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 专注生猪产业链，致力成为世界级农牧食品企业.....	4
图 2： 两集团实力雄厚，强强联合助力生猪养殖业务规模提升.....	4
图 3： 巨星农牧实际控制权稳定	5
图 4： 公司养殖业务营收大幅提升（亿元）	5
图 5： 2021 年前三季度养殖业务营收占比已升至 90%.....	5
图 6： 养殖业务并入抬高公司整体毛利率	6
图 7： 受益于养殖业务，盈利能力及盈利规模提升	6
图 8： 2020-2021H1 公司生猪销售均价高于行业平均水平（元/公斤）	6
图 9： 2020-2021H1 公司种猪及仔猪出栏占比较高	6
图 10： 公司采取“立足四川，走向全国”的发展策略	7
图 11： 截至 2021Q3 公司生产性生物资产 2.53 亿元.....	8
图 12： 预计公司 2021-2025 年出栏量复合增速达 99.7%.....	8
图 13： 公司以饲料业务起家，业务协同助力增产增效.....	9
图 14： 公司前、中、后全程服务代养户	9
图 15： 完备收益考核机制保障养户权益	9
图 16： 公司“德昌生猪繁育一体化项目”将于 2021 年 6 月投产	10
图 17： “德昌项目”工程建设主体已临近封顶	10
图 18： “德昌项目”内部饲喂教槽已陆续安装.....	10
图 19： 公司着力打造“粮进肉出”一体化模式.....	11
图 20： 公司种猪场及智慧养殖园区选址优异	12
图 21： 生猪养殖头均成本相对头均产值波动较小	13
图 22： 饲料、仔畜、人工约占总养殖成本的 90%以上	13

图 23: Pipestone 对巨星合作养殖产场生产指标的变动记录	15
图 24: 2021 年 10 月合作场 PSY 提升至 33.91 头/年	15
图 25: 合作场窝均活仔数及断奶仔猪成活率逐月提升	15
表 1: 预计 2021 年底公司满产产能将达到 230.0 万头	7
表 2: “一体化自养”有助于贯彻高标准生物防治标准	10
表 3: 后非瘟时代, 我国生物安全防治正在由“运猪”转向“运肉”	11
表 4: 巨星农牧自繁自养养殖成本行业领先	12
表 5: 所有养殖模式中一体化自养模式的可实现成本最低 (以 2021 年上半年为样本数据参考)	13
表 6: 公司各项生产指标均处于行业领先水平	14
表 7: 2021 年上半年 PIC 向公司采购种猪 1659.8 万元	14
表 8: 截至最新报告期, 公司短期偿债能力显著优于行业平均	16
表 9: 截至最新报告期, 公司场期偿债压力低于行业平均水平	16
表 10: 截至 2021 年 10 月 30 日, 公司在建工程资金需求为 28.51 亿元	17
表 11: 公司控股股东及一直行动人质押融资平仓风险较低	17
表 12: 主要生猪养殖公司估值对照表	18

1、巨星农牧—以极致效率提供猪肉食品

1.1、聚焦生猪养殖，上市主体顺利完成主营转型

巨星农牧前身为四川振静股份有限公司，主营业务为天然皮革进口、加工及销售。2020年7月，振静股份全资收购巨星农牧100%股权，本次资产重组完成后，公司主营业务新增畜禽养殖及饲料生产和销售，并变更证券简称为“巨星农牧”。收购标的“巨星农牧”最早成立于1995年，初期以饲料业务为主营，于2007年进入产业链下游生猪养殖及禽养殖行业，经过15年在养殖行业的持续沉淀，公司逐渐确立了以生猪养殖为主营产品的产业链一体化发展战略。

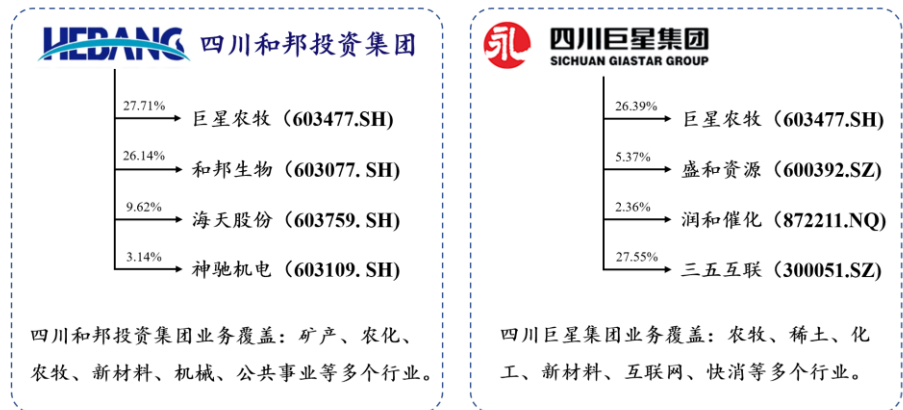
图1：专注生猪产业链，致力成为世界级农牧食品企业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

强强联合，共同助力生猪养殖业务规模提升。上市公司实控人、振静股份董事长贺正刚先生早年就职于乐山市商业局系统食品公司，从事生猪行业相关工作超20年。基于对生猪养殖行业熟悉，及在非瘟疫情侵扰下对生猪养殖行业前景的长期看好，故做出以振静股份为上市主体，全资收购巨星农牧，将公司主营业务由制造及工业（皮革 OEM/ODM）转型至畜禽养殖业的公司战略转型决策。和邦集团及巨星集团均为四川省优质企业且业务覆盖面较广，旗下不乏多家优质上市公司。

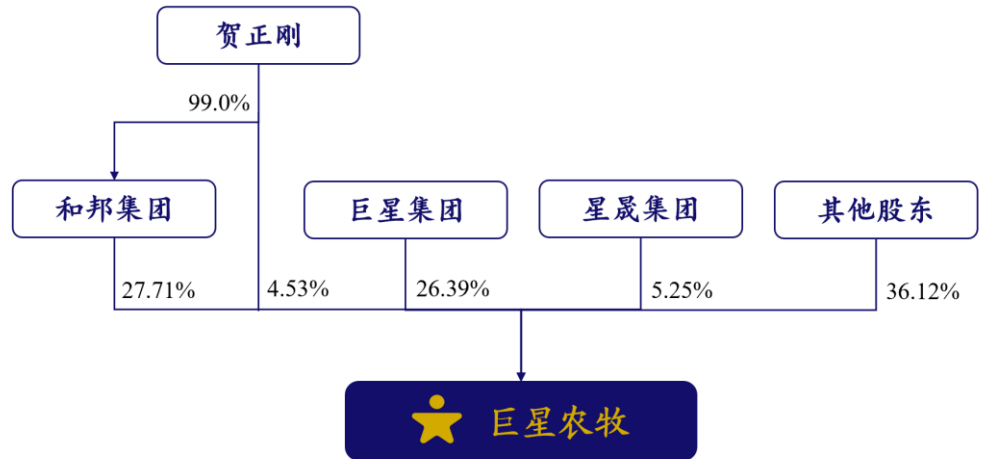
图2：两集团实力雄厚，强强联合助力生猪养殖业务规模提升



资料来源：Wind、开源证券研究所

巨星农牧实际控制权稳定。截至最新报告期，公司控股股东贺正刚先生及其控股和邦集团作为一致行动人持股比例为 32.24%；巨星集团及其一致行动人合计持股比例为 27.14%。基于交易完成后两方持股比例相近，双方分别出具保障控制权稳定的承诺，巨星集团仅负责公司运营管理，不拥有董事会席位，和邦集团控制权稳定。

图3: 巨星农牧实际控制权稳定

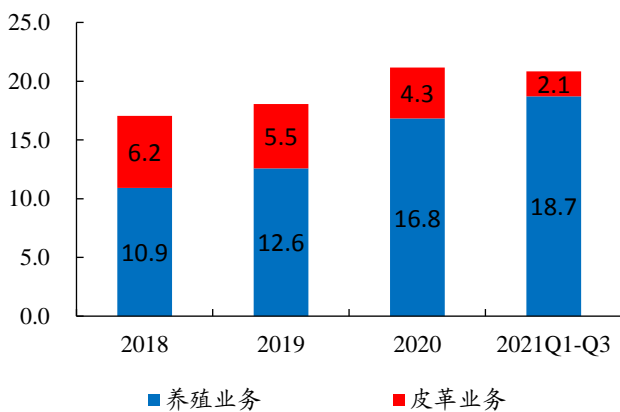


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 养殖业务主体地位稳固，未来出栏以育肥猪为主

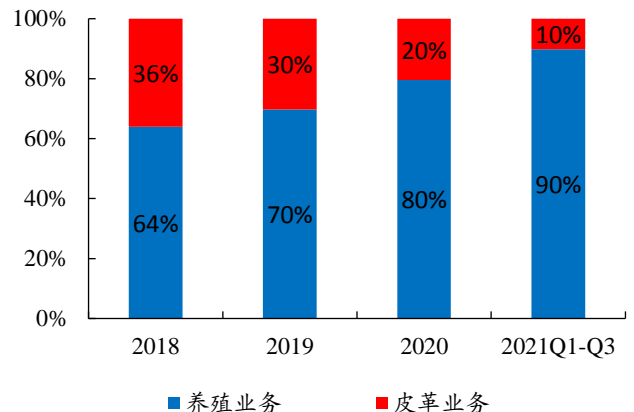
2021 年前三季度，公司养殖业务贡献总营收的 90%。合并完成后，上市公司销售产品主要为生猪、黄羽鸡、饲料及牛皮革产品，分属于养殖业务及皮革业务两大业务单元。2021 年前三季度公司实现营收 20.8 亿元，其中养殖业务及皮革业务分别实现营收 18.7、 2.1 亿元，分别贡献总营收的 90%及 10%，养殖业务主体地位稳固。

图4: 公司养殖业务营收大幅提升 (亿元)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

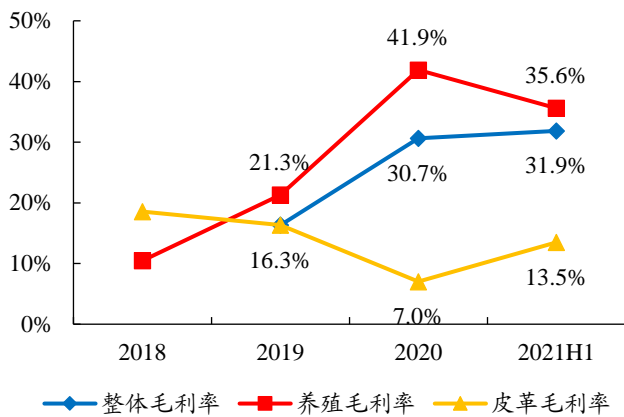
图5: 2021 年前三季度养殖业务营收占比已升至 90%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

养殖业务助力公司盈利能力提升。分业务来看，公司原有皮革加工业务盈利能力相对较弱，2018-2019 年公司皮革业务平均毛利为 17.4%，2020 年受到新冠疫情对下游市场的冲击，市场需求收窄，需求压低行业毛利，皮革业务盈利能力下降。与之相对，2018 年以来由于受非瘟疫情影响，生猪养殖行业出现供给收缩，猪价走高并于 2020 年维持高位运行，行业盈利水平较高。养殖业务的并入，显著抬高公司整体盈利能力，公司净利润及净利润率随之得到同步提升。

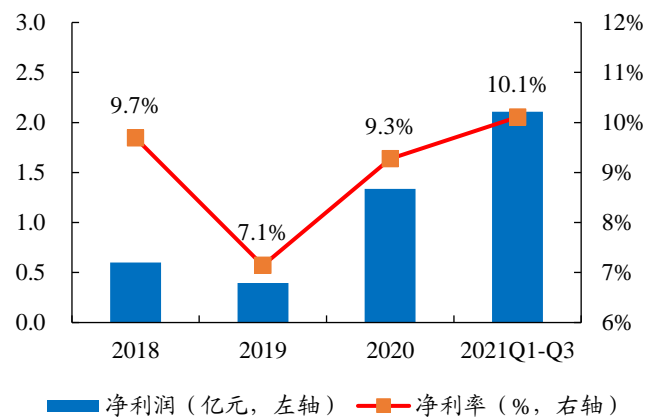
图6: 养殖业务并入抬高公司整体毛利率



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 巨星农牧 2020 年年报仅并入 2020 年下半年巨星有限(养殖业务)财务数据, 2021 年三季度公司没有分口径披露销售毛利润

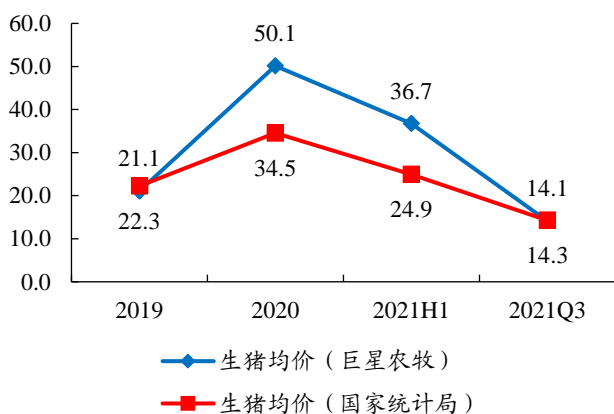
图7: 受益于养殖业务, 盈利能力及盈利规模提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

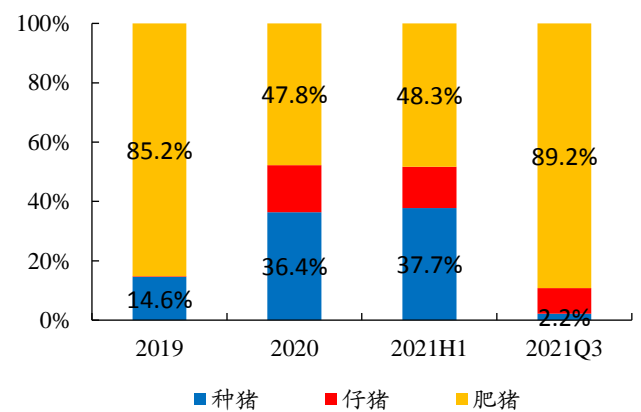
公司未来出栏结构将以育肥猪为主。公司 2020 年及 2021 年上半年盈利能力强于行业平均水平, 其主要原因系生猪出栏结构导致。公司于 2017 年 9 月底与 PIC 中国签订《封闭式扩繁协议》。经过 2 年的横向及纵向扩繁, 公司于 2020 年开始履约向 PIC 中国以锁定价格 (7500 元/kg+超重费) 回售 C 系种母猪; 此外, 公司还通过外销及向直投公司销售的形式销售种猪, 销售基础定价与市场价格接轨。2020 年至 2021 年上半年全行业处于能繁产能回补阶段, 种猪及仔猪溢价明显, 公司由此受益, 销售单价与盈利能力得到同步抬升。2021 年三季度, 公司生猪出栏结构重新回到以育肥猪为主, 销售价格也重新与行业季度均价相吻合。

图8: 2020-2021H1 公司生猪销售均价高于行业平均水平 (元/公斤)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图9: 2020-2021H1 公司种猪及仔猪出栏占比较高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、 占据养殖区位优势, “立足四川, 走向全国”

公司产能布局“立足四川, 走向全国”。根据《全国生猪生产发展规划(2016-2020 年)》, 四川省作为我国生猪生产发展的重点区域, 担负稳定我国猪肉供给的重要责任。公司作为四川省内重点龙头企业, 于近年来提出“立足四川, 走向全国”的发展战略, 欲乘借区位政策倾斜, 强化自身原生优势, 公司当前在建产能主要集中四川省境内。以规划、储备产能来看, 公司未来将走出四川, 进行全国布局。

图10: 公司采取“立足四川, 走向全国”的发展策略


资料来源: 巨星农牧公众号、开源证券研究所

预计公司 2021 年底自育肥固定产能将达到 230 万头以上。截至 2020 年底, 公司生猪养殖储备建设土地可实现年出栏生猪超 1000 万头, 其中在建及已规划及产能超 500 万头。2020 年底, 随着公司叙永后山、泸县方洞等 8 大猪场已相继投产, 公司合计新增设计母猪饲养规模 4.5 万头, 年产仔猪数量可增加超过 100 万头。2021 年 7 月公司非公开发行股票募集资金净额 4.08 亿元, 其中 2.48 亿元用于投建德昌项目。公司于近期计划发行可转债募集资金不超过 10 亿元, 用于投入至宜宾、古蔺、德昌等 6 个养殖项目的建设。预计公司当前募投项目达产后可新增存栏母猪饲养规模 8.7 万头, 可新增年出栏生猪约 230 万头, 叠加农户代养产能(年出栏量 20 万头以上), 预计公司 2021 年可用育肥产能将突破 250.0 万头。

表1: 预计 2021 年底公司满产产能将达到 230.0 万头

项目名称	已/预投产时间	设计母猪饲养规模 (万头)	年产仔数量 (万头)
叙永后山猪场	2020 年	0.8	22.1
泸县方洞猪场	2020 年	0.2	5.5
崇州观胜猪场	2020 年	0.2	5.0
崇州兴裕猪场	2020 年	0.2	5.0
屏山中都猪场	2020 年	0.8	22.1
邛崃冉义猪场	2020 年	0.6	16.5
剑阁开封猪场	2020 年	0.5	14.9
乐山剑锋猪场	2020 年	1.2	33.1
古蔺皇华种猪场	2021 年 9 月	0.9	22.5
古蔺石宝种猪场	2021 年 12 月	1.0	25.0
德昌生猪繁育一体化项目	2022 年 6 月	3.6	97.2
甲茶父母代种猪场	2022 年 6 月	0.5	14.6

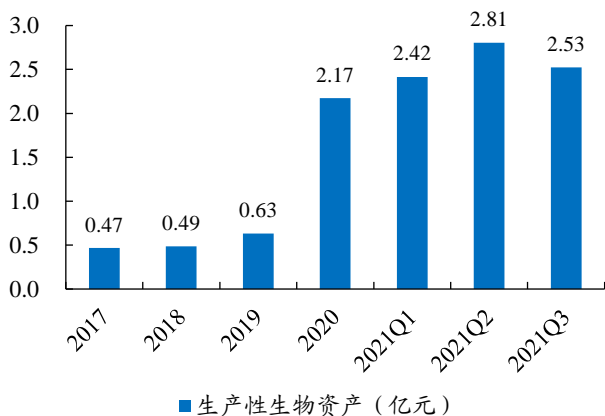
项目名称	已/预投产时间	设计母猪饲养规模 (万头)	年产仔数量 (万头)
宜宾屏边种猪场	2022年12月	2.4	60.0
平塘更打生猪繁育一体化项目	2022年12月	0.3	9.1
雅安巨星三江生猪繁育一体化项目	2022年12月	0.4	10.8
规划待建产能	待定	5.1	130.0
截至2019年养殖产能		2.3	58.5
截至2020年养殖产能		6.8	182.5
截至2021年养殖产能		8.7	230.0
截至2022年养殖产能		16.0	421.7
全部项目达产后产能		21.0	551.7

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：图表列示公司自建一体化养殖产能，在此之外公司合作养殖产能约20-25万头/年

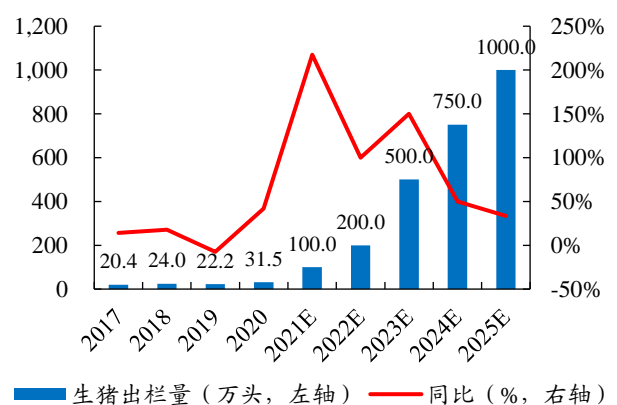
生产性生物资产规模亦同步提升。以生产性生物资产口径看，截至2021Q3公司生产性生物资产规模2.53亿元，较2020年末提升16.2%，对应能繁母猪头均价值2806元/头，较2020年末的头均价值上升391元/头。公司2021Q3生产性生物资产统计口径发生变更，仅统计能繁母猪，前期统计口径为能繁母猪与后备母猪合计，因此实际能繁存栏量未出现环比收缩。**以能繁母猪口径看**，2020年末公司能繁母猪存栏6.8万头，截至2021Q3公司能繁母猪存栏量约9.0万头，可支撑公司2022年200万头以上出栏目标（育肥猪及仔猪）。**以生猪出栏量口径看**，2021年上半年公司出栏生猪31.2万头，预计公司2021年全年可实现出栏100万头目标。2022-2025年，我们预计公司生猪出栏量分别为200、500、750及1000万头（含育肥猪、保育仔猪和种猪等），5年CAGR达99.7%。

图11：截至2021Q3公司生产性生物资产2.53亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：预计公司2021-2025年出栏量复合增速达99.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

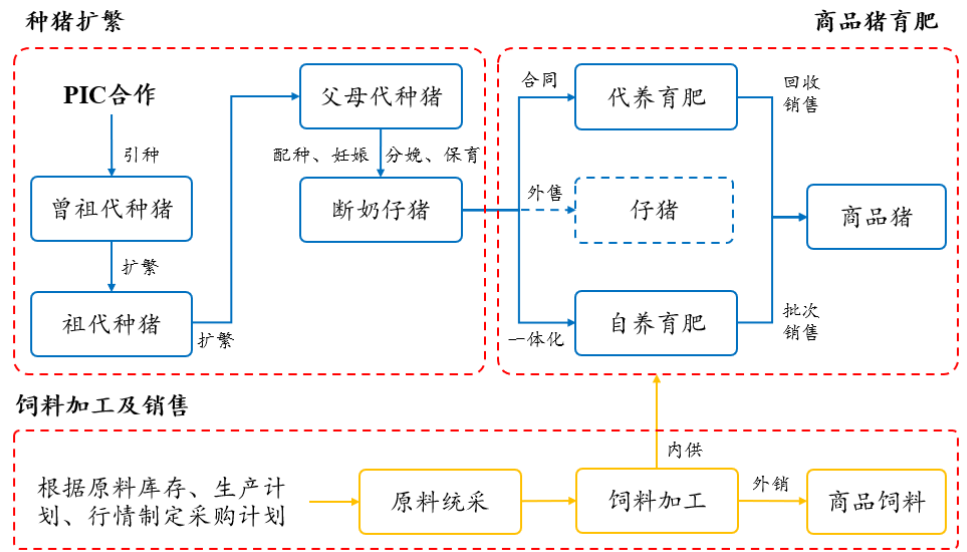
2、养殖模式：“农户代养”转“一体化自养”

2.1、非瘟常态化下，生物防治能力驱动行业养殖管理升级

公司一体化经营模式基础牢固。公司业务最早起步于饲料加工及销售，经过多年的发展，公司已形成了集饲料生产、销售，畜禽育种、扩繁、养殖为一体生产模式。上游饲料加工业务与下游养殖业务协同促进，进而实现生产效率及效益的持续提升。

具体而言，营养技术研发中心根据养殖过程中的原料供应情况和全程协同精准经营理念及时调整配方，持续助力养殖场增产增效的目标。

图13: 公司以饲料业务起家，业务协同助力增产增效

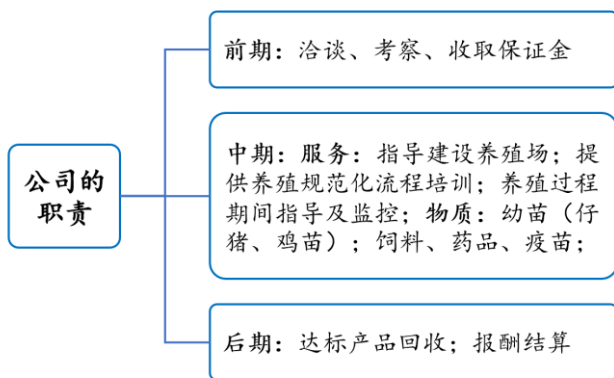


资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司现阶段采用紧密型“公司+农户”及“一体化自养”相结合的双轨养殖模式。

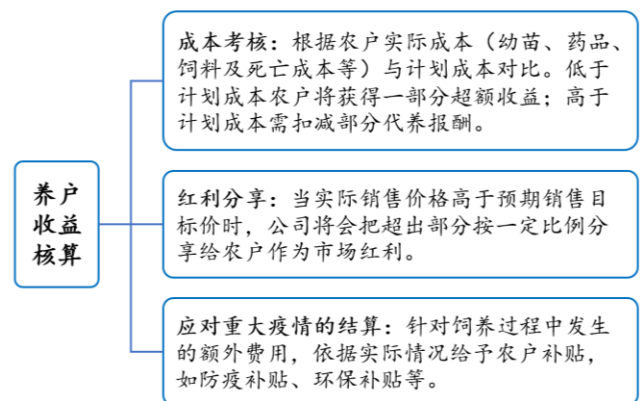
“公司+农户”的养殖模式下，公司负责生猪、鸡的育种和扩繁，农户负责育肥。农户作为公司养殖产业链条的一环，通过委托养殖合作协议约定，按分工合作方式进行生产，按内部流程定价和核算方式计算收益。借助完备的考核机制，保障养殖效率的同时也充分保障了养户的权益，实现共赢。

图14: 公司前、中、后全程服务代养户



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图15: 完备收益考核机制保障养户权益



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司未来将着力发展一体化养殖模式。近年来，公司亦在加大布局生猪繁育一体化生产模式。目前在建项目包括德昌、平塘、雅安三个繁育一体化项目。据公司最新公告，截至2021年10月31日，公司德昌巨星生猪繁育一体化养殖项目公猪舍已完工，生活区及饲料区部分主体结构已基本完成，养殖区主体施工进展完成度约70%，养殖区、饲料区、环保区设备已开始进场安装，预计德昌一体化场将于2022年6月正式投产。公司现有“公司+农户”超20万头养殖规模将在后期保留，但未来新建产能都将聚焦“一体化”自养模式。

图16: 公司“德昌生猪繁育一体化项目”将于2021年6月投产



资料来源: 巨星农牧公众号

图17: “德昌项目”工程建设主体已临近封顶



资料来源: 开源证券研究所

注: 拍摄时间为2021年12月7日

图18: “德昌项目”内部饲喂教槽已陆续安装



资料来源: 开源证券研究所

注: 拍摄时间为2021年12月7日

“一体化自养”的比较优势在于实现生物安全防护自主可控。根据“佃农理论”，无论哪种合约模式下，企业及工人（代养户）都将朝着效率最大化和收益最大化努力。因此，“一体化自养”相对“公司+农户”养殖在当前阶段更受到规模化养殖企业青睐的根本原因是，非瘟常态化下，规模化养殖场更加看重生物安全防护的自主可控能力。生物安全系数较高意味着企业抵御系统性风险的能力增强，继而在稳产保供的前提下实现经济效益的最大化。

表2: “一体化自养”有助于贯彻高标准生物防治标准

	一体化养殖模式	“公司+农户”养殖模式
模式	公司易于实施较为严格的统一管理制度及标准，易于控制质量及生产指标	养户按公司要求自建猪舍，自主经营易于激发养户管理责任心，降低委托代理风险
优点	1、前期需重资产投入，但长期综合成本较低；	1、轻资产运作，可实现生猪规模快速扩张；

	一体化养殖模式	“公司+农户”养殖模式
差异比较	2、公司制定统一的疾病防疫标准，将较大程度地减少疾病传播； 2、公司制定统一的猪场建设标准及养殖设备，养殖机械化程度大幅提升，养殖环境明显改善	2、生物安全防疫标准较难统一，管理要求及标准较难做到严格执行，存在疫病传播风险； 3、盘活农村地区闲置土地资源，增加就业，容易获得政府支持

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、“粮进肉出一体化”显著增强养殖生产质量控制优势

后非瘟时代，猪肉生产及运输逐渐由“运猪”转型“运肉”。根据2020年5月21日农业农村部发布的《非洲猪瘟防控强化措施指引》，2021年4月1日起，逐步限制活猪调运，除种猪仔猪外，其他活猪原则上不出大区。一方面我国生猪调运要求趋于严格，另一方面生猪调运相较猪肉调运不再具备高速公路绿色通道优势。根据国务院办公厅《关于进一步做好非洲猪瘟防控工作的通知》，自2018年10月27日开始，运输生猪等所有活畜禽的车辆不再享受鲜活农产品“绿色通道”政策。

表3：后非瘟时代，我国生物安全防治正在由“运猪”转向“运肉”

发布时间	文件或通知名称	具体要求
2018年10月24日	《关于进一步做好非洲猪瘟防控工作的通知》	自2018年10月27日开始，运输生猪等所有活畜禽的车辆不再享受鲜活农产品“绿色通道”政策。
2020年5月21日	《非洲猪瘟防控强化措施指引》	2021年4月1日起，逐步限制活猪调运，除种猪仔猪外，其他活猪原则上不出大区。
2021年4月21日	《非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控工作方案（试行）》	2021年5月1日起在全国范围开展非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控工作，将全国划分为5个大区开展分区防控工作。
2021年11月26日	《关于协助东部区实施生猪调运有关措施的函》	东部区六省（直辖市）于2021年12月1日起，不再接收东部区外未经“点对点”调运备案的生猪调入东部区屠宰。

资料来源：中国政府网、农业农村部、开源证券研究所

公司着力打造“粮进肉出”一体化模式。公司产品质量控制优势主要体现在三个方面，饲料加工、养殖管理、屠宰加工。公司饲料业务通过了ISO9001质量管理体系，实现从原料采购、入库、检测和领用、生产加工过程中各关键控制点的全程跟踪加管理，为公司养殖业务提供了安全可靠的饲料来源。而后端屠宰加工环节的质量把控，则能充分落实食品安全，助于打造企业品牌肉，建立良好的企业及品牌形象。

图19：公司着力打造“粮进肉出”一体化模式



资料来源：巨星农牧微信公众号

“智慧一体化园区”提高养殖中间环节管理可控。养殖环节管理作为质量控制的最核心内容，高标准往往能产生“一劳永逸”的效果。一方面，养殖厂区的高标准建设将有效降低生猪疫病风险；另一方面，高标准育肥舍也能够较为显性地提升养殖效率。公司通过与 Pipestone、PIC、GSI 及四川省畜牧科学研究所的深度合作实现了从厂房选址、种猪选育到饲养中间过程管理的全程高标准建设，为公司高养殖效率及低养殖成本打下了坚实基础。

图20: 公司种猪场及智慧养殖园区选址优异



资料来源：巨星农牧公众号

3、 养殖成本：养殖效率及养殖成本行业领先

巨星农牧综合养殖成本行业领先。截至 2021Q3，主要上市生猪养殖企业仔猪断奶成本、生猪单位完全成本横向对比来看，公司养殖成本优势明显。而促成公司综合养殖成本优势的内涵要素除上述所提及的外部支持性优势外，公司养殖能力主要体现在：（1）全程-成本控制；（2）前端-育种优势；（3）期间-养殖管理优势。

表4: 巨星农牧自繁自养养殖成本行业领先

名称	2021Q3 能繁母猪存栏 (万头)	PSY (头/年)	仔猪断奶成本 (元/头)	2021Q3 完全成本 (元/公斤)
牧原股份	268	24	250	14.7
正邦科技	100	22	550	19.8
温氏股份	110	23	430	22.0
新希望	110	18	470	22.0
天邦股份	38	25	600	23.0
中粮家佳康	25	25	350	16.0
傲农生物	26	24	450	21.0
巨星农牧	9	27	320	16.0

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1、 全程一体化，有效缩减交易成本

饲料、仔猪、人工成本约占生猪养殖总成本的九成以上。以 2015-2019 年生猪养

殖行业产值-成本统计来看，生猪养殖成本相对变化率相对产值变化较小。生产总成本拆分来看，饲料费约占48%，仔猪费约占30%，人工费用约占19%，三者作为生猪养殖总成本的最主要组成，合计占比超95%。因此对应三方面的成本控制能力成为养殖企业降本增效的关键着力点。

图21: 生猪养殖头均成本相对头均产值波动较小

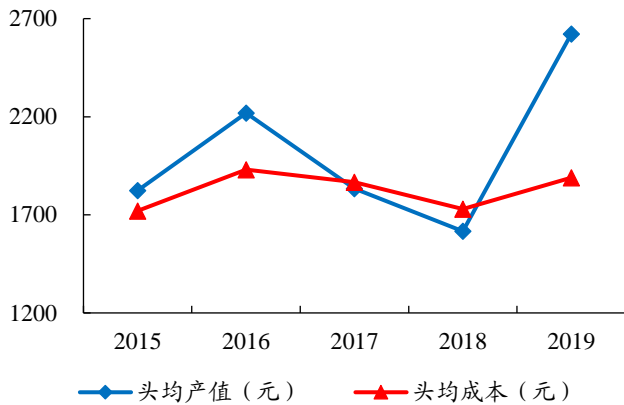
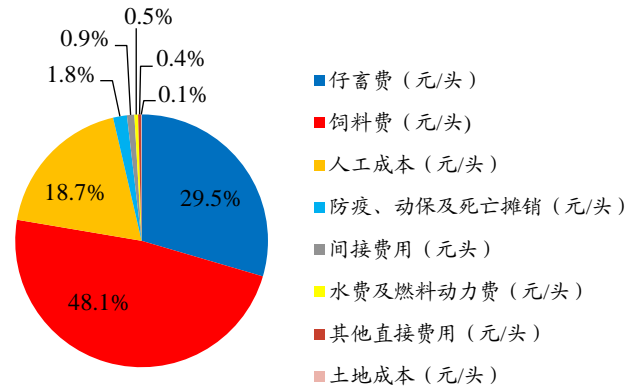


图22: 饲料、仔猪、人工约占总养殖成本的90%以上



数据来源:《全国农产品成本收益(2020)》、开源证券研究所

数据来源:《全国农产品成本收益(2020)》、开源证券研究所

全程一体化,有效缩减交易成本。2021年上半年,部分规模化养殖企业养殖成本居高,主要系前期高价外购仔猪所带来滞后显现。如上图,生猪养殖期间成本主要由饲料成本和人工成本组成,由于饲料行业采用成本加成的盈利模式,因此采购饲料将不可避免交易费用的产生,进而叠高成本;而人工成本来看,规模化自育肥与代养费之间的差异也在随着自动化养殖工厂的崛起而拉大差异。结合行业及公司情况进行具体测算如下:

表5: 所有养殖模式中一体化自养模式的可实现成本最低(以2021年上半年为样本数据参考)

	头均成本 (元/头)	一体化 自养	一体化 代养	规模育肥 (优)	规模育肥 (差)	散养育肥
前端成本						
种猪/仔猪						
① 自育种猪+配种产子	207	✓	✓			
② 外购种猪+配种产子	239			✓	✓	
③ 外购仔猪	1200					✓
料肉比/饲料						
① 转化率高+自产料	990	✓	✓			
② 转华率高+外购料	1050			✓		
③ 转化率低+自产料	1188					
④ 转化率低+外购料	1260				✓	✓
人工成本						
① 自养	50	✓		✓	✓	
② 代养	280		✓			✓
其他费用	100	✓	✓	✓	✓	✓
成本合计						
头均成本 (元/头)		1347	1577	1439	1649	2840
单位成本 (元/只)		11.2	13.1	12.0	13.7	23.7

数据来源:各公司公告、涌益咨询、开源证券研究所

- 注：1、种猪胎次数为 7 胎，胎均健仔数为 9 只/胎，折旧终值为 600 元（1800 元*30%）；
 2、母猪年耗料量为 1100kg/年（孕期 350kg，空怀期 3kg/日）；
 3、自产料成本为 3300 元/吨，外购料成本为 3500/吨；
 4、自养模式人均育肥量为 2000 头（月薪 20K/月，育肥期 5 个月）；代养模式下头均代养费约 280 元/头（2021H1 行业平均）；
 5、规模养殖场亦主要采用雇员制，其他费用含水电燃气、折旧摊销、动保、死淘等其他直接及间接费用

3.2、PIC 育种实力筑牢公司前端成本优势

仔猪成本作为生猪养殖的第二大成本项，是各家猪场成本差异的核心要素。得益于较早与世界知名种猪改良公司 PIC 开展深度合作，借助全球领先的育种优势，公司母猪受胎率、分娩率、窝均产子数、窝均断奶仔猪数量均处于行业领先地位。公司 2020 年母猪生产性能指标 PSY 达到 27 头/年，预计 2021 年接近 28 头/年，显著领先于国内及国际平均水平。2021 年上半年公司仔猪落地成本约为 320 元/头，领先的育种优势帮助公司实现优异的前端成本控制。

此外，基因优势还体现在低携带病率、低患病率及高生产速度方面。PIC 种猪不携带蓝耳、伪狂犬 GE、PED、非洲猪瘟等常见猪传染病病毒；且后续养殖过程中患病率较低；且后代具有生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好、适应性强和繁殖性能强的特性。

表6：公司各项生产指标均处于行业领先水平

	2019 年 中国 Ave.	2020 年 中国 Ave.	2019 年 美国 Ave.	PIC 目标值	2020 年 巨星农牧	2021 年 巨星农牧
配种性能						
42 天受胎率 (%)	-	-	-	93.0%	93.3%	95.1%
分娩性能						
分娩率	81.9%	77.4%	84.1%	91.0%	90.0%	92.5%
每窝总仔数	11.9	11.46	14.7	14.8	15.5	15.4
每窝活仔数	11.0	10.6	13.2	14.5	14	14.5
断奶性能						
每头母猪窝断奶仔猪数	9.9	9.6	11.5	12.0	12.5	13.1
PSY	19.8	17.5	26.1	-	29.0	31.9

数据来源：Pipestone、开源证券研究所

注：目标值：PIC 为客户场设定的数值；

2020 年：2019 年 11 月-2020 年 10 月；2021 年：2020 年 11 月-2021 年 10 月

公司于 2017 年 9 月 25 日与 PIC 中国签署《封闭扩繁总协议》，协议的初始期限至 2024 年 4 月（初始期限到期后，协议自动续展 24 个月，除非任何一方在初始期限届满之前的 24 个月之前以书面形式通知不再续展）。协议的有效期限内，PIC 中国向公司提供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪。此外，公司亦将横向扩繁过程所选出性能指标较好的纯系曾祖代母猪及祖代母猪反向销售给 PIC 公司，进而侧面印证公司种源性能及扩繁育种性能优异。

表7：2021 年上半年 PIC 向公司采购种猪 1659.8 万元

期间	采购金额 (万元)	占生猪成本比例	销售金额 (万元)	占生猪收入比例
2020 年	174.48	0.63%	1356.33	2.04%
2021 年 1-6 月	223.74	0.50%	1659.79	1.91%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、Pipestone 管理能力协助公司压低期间成本

期间养殖管理能力决定可变柔性成本。养殖成本中除以仔猪、饲料、人工为代表的固定成本支出项外，可变成本的控制亦不可忽视。各单位（公司）养殖管理能力的差异主要可借助断奶成活率、期间死亡率、期间患病率、生长效率等指标进行量化，且间接反映在育肥全成本中。养殖管理能力作为柔性指标，虽然可通过定量指标进行量化，但实际中间调整的过程却难度极高（人员管理、技术培训、流程监控等）。

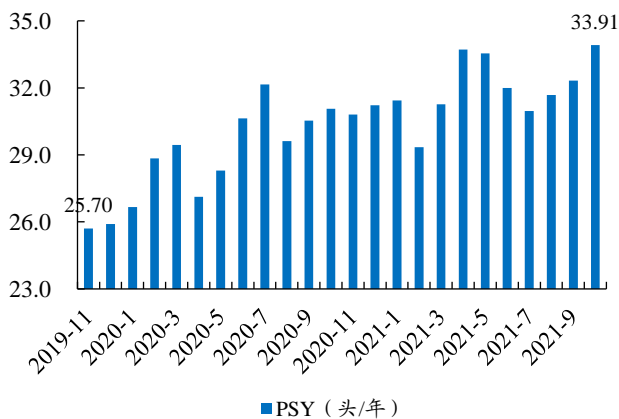
图23: Pipestone 对巨星合作养殖产场生产指标的变动记录

GIGUANN 生产性能													
Breakdown: Periods, Report date range: Between 2011/01 and 21/10/31													
	2011/01	2012/01	21/01/01	21/02/01	21/03/01	21/04/01	21/05/01	21/06/01	21/07/01	21/08/01	21/09/01	21/10/01	ACUM
配种性能	1012	1097	1072	1053	1170	1132	1058	1112	1175	1242	1072	1106	13341
配种总量	0.0	0.0	0.1	0.3	0.8	0.4	0.6	0.5	0.5	0.2	0.1	0.1	0.3
同一母猪多次配种率	99.8	98.5	99.8	99.7	99.9	99.9	99.7	99.4	98.8	99.9	99.8	100.0	98.6
断奶前首次配种次数	6.6	6.4	7.0	7.5	8.3	8.2	8.5	8.2	5.8	6.8	5.7	5.8	6.6
断奶后首次配种次数	88.0	88.3	87.5	83.2	78.9	88.7	87.9	86.7	97.6	84.8	85.1	88.3	86.9
母猪产仔数	95.7	95.5	95.8	95.3	94.9	94.7	95.1	95.4	94.8	94.2	95.2	95.2	95.1
仔猪断奶数	115	211	202	239	264	274	226	198	319	267	278	200	2792
首次配种日期	244.9	208.0	210.8	211.3	216.3	216.3	221.6	219.8	207.4	208.7	202.3	196.4	212.1
首次配种到首次断奶日期	23.7	29.2	19.3	19.2	16.2	15.6	19.0	14.9	9.9	18.5	13.3	16.1	17.2
首次配种到首次断奶日期与配种间隔的比率	88.7	84.8	76.2	77.8	84.9	75.7	73.7	75.4	42.6	62.2	81.1	72.4	68.7
分娩性能													
分娩数量	1021	966	1067	924	907	1036	1031	1037	1120	1262	1011	1093	12268
平均胎次	2.0	2.2	2.8	2.9	3.1	2.6	2.8	3.1	3.2	3.4	2.9	3.4	2.9
母猪存活数	15.7	15.9	16.0	15.9	15.8	14.9	15.1	15.4	15.9	15.3	14.9	15.1	15.4
母猪存活率	14.2	14.8	15.0	15.0	14.9	14.0	14.2	14.5	14.3	14.5	14.2	14.7	14.5
死胎率	7.4	5.7	3.9	3.4	4.7	4.7	4.5	3.2	3.9	3.8	3.0	1.9	4.2
木乃伊率	2.2	2.3	2.5	2.2	1.0	1.3	1.5	1.0	1.2	1.2	1.2	0.8	1.5
高死亡率	13.5	11.7	13.5	13.8	13.4	13.4	13.4	13.9	13.4	13.1	13.6	13.8	13.6
分娩率	89.7	90.5	93.0	93.1	92.4	95.2	92.3	93.5	93.2	93.2	93.6	91.7	92.5
死产数	11	20	12	7	10	30	17	13	20	16	13	26	187
高死亡率仔猪数	2.43	2.45	2.41	2.37	2.42	2.45	2.46	2.44	2.41	2.41	2.41	2.44	2.43
断奶性能													
断奶数量	12932	12250	13742	11951	12579	14237	13110	14161	13445	13890	13831	15324	161422
断奶成活率	1024	961	1062	925	910	1058	954	1088	1080	1087	1087	1226	12268
断奶成活率-保育下活数	112	117	134	93	169	232	243	211	219	259	220	236	2245
断奶成活率-保育下活数	136	143	162	156	222	297	262	249	286	284	255	262	2694
断奶成活率-保育下活数	12485	12792	13105	12319	12844	13718	13603	13199	12366	13144	13392	13344	13344
平均断奶日期	21.4	21.7	23.2	23.3	22.8	21.7	21.5	21.6	21.2	21.0	22.3	20.3	21.8
平均断奶日期	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
断奶成活率-保育下活数	12.6	9.8	12.5	17.3	13.8	5.0	2.7	9.8	10.5	9.0	6.8	4.1	9.5
断奶成活率-保育下活数	30.80	31.22	31.43	29.26	31.27	33.71	33.39	32.00	32.97	31.68	32.33	33.91	31.88
断奶成活率-保育下活数													
断奶成活率-保育下活数	5154	5201	5187	5296	5439	5370	5439	5548	5626	5574	5635	5481	5481
断奶成活率-保育下活数	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
断奶成活率-保育下活数	180	226	217	243	265	254	303	247	316	295	325	309	309
断奶成活率-保育下活数	167	141	195	91	206	282	152	198	433	327	173	477	2506
断奶成活率-保育下活数	35	38	32	43	45	41	42	42	84	41	41	42	507
断奶成活率-保育下活数	42.0	51.8	49.1	59.8	86.8	37.2	66.1	77.5	121.0	86.5	83.5	86.6	88.0
断奶成活率-保育下活数	43.6	52.2	45.1	22.4	45.3	63.8	41.8	44.2	80.8	68.8	37.2	100.7	53.7
断奶成活率-保育下活数	8.2	8.7	7.2	10.6	10.1	9.2	9.2	9.4	13.4	8.6	8.8	8.9	9.4

资料来源: Pipestone

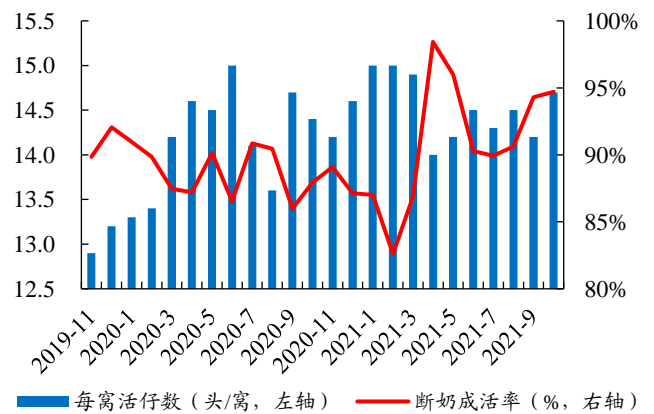
Pipestone 作为全球知名的生猪养殖托管服务商，拥有世界先进的养猪技术和管理经验。公司于2016年9月27日与 Pipestone 签订了《管理及技术服务合同》，合同有效期7年。协议期限内，Pipestone 将向公司提供包括：猪场选址、设计、建设、设施设备配置，为猪场生产操作流程等方面引入全套养殖理念和生产技术体系。以 Pipestone 服务公司的合作场生产指标看，近两年来 PSY、窝均活仔数、断奶成活率指标均有明显的提升。此外，Pipestone 还将向公司提供养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询服务等附加服务支持，进而实现合作场养殖管理能力的横向复制。

图24: 2021年10月合作场 PSY 提升至 33.91 头/年



数据来源: Pipestone、开源证券研究所

图25: 合作场窝均活仔数及断奶仔猪成活率逐月提升



数据来源: Pipestone、开源证券研究所

借鉴行业领先技术，达成科学养殖，降本增效目标。从公司对固定成本及可变成本的现代化管控中可以看出公司是一家将现代化养殖作为发展方向的企业。从行业更为长期的发展趋势及长期成本可下降空间来看，我们认为“一体化”养殖模式及“现代化”对长期降本增效的助力意义非凡，一方面体现在更低的可实现成本；另一方面则体现在标准化流程将大大降低期间风险对生产效益的扰动。

4、资金优势：内外资金优势，支撑公司逆周期扩张

4.1、公司当前债务压力低于行业平均水平

公司内部资金实力优于行业平均。截至2021年9月30日最新报告期，我们将公司短期偿债能力及长期偿债能力与A股主要10家生猪养殖企业进行横向比较。短期偿债能力来看，公司流动比率为1.27，高于行业平均水平；剔除生猪企业主营业务中饲料外售收入占比较高企业来看，公司保守速动比例0.43，亦高于行业平均水平；此外公司现金短债比及现金流量利息保障倍数均明显高于行业平均水平。对比行业即期现状来看，公司短期债务压力较小。

表8：截至最新报告期，公司短期偿债能力显著优于行业平均

短期偿债能力					
股票代码	公司简称	流动比率	保守速动比率	现金短债比	现金流量利息保障倍数
002714.SZ	牧原股份	0.71	0.16	41.21	16.83
300498.SZ	温氏股份	1.75	0.67	-22.39	-5.00
000876.SZ	新希望	0.84	0.38	-3.74	-5.69
002157.SZ	正邦科技	0.81	0.23	-10.49	-6.35
002124.SZ	天邦股份	0.61	0.19	-23.01	-0.83
002385.SZ	大北农	1.10	0.66	11.41	-1.08
002567.SZ	唐人神	1.96	1.07	-11.52	0.91
603363.SH	傲农生物	0.54	0.19	7.59	1.28
002100.SZ	天康生物	1.52	0.76	105.97	27.52
002548.SZ	金新农	0.91	0.44	-4.00	0.60
平均值		1.08	0.47	9.10	2.82
603477.SH	巨星农牧	1.27	0.43	11.42	13.96

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：流动比率、保守速动比率、现金短债比均截至最新报告期2021年9月30日，现金流量利息保障倍数截至2021年6月30日。

长期偿债压力来看，截至最新报告期，公司资产负债率为41.98，低于行业平均水平，后期债务性融资空间仍存；公司权益乘数低于行业平均水平，公司杠杆比率较小，后期股权性融资空间仍存；公司负债/全部投入资本及长期资本负债率分别为28.68及18.63，亦显著低于行业平均。当前节点来看，公司长期债务压力相对行业较小，后期债权及股权融资空间相对充裕。

表9：截至最新报告期，公司长期偿债压力低于行业平均水平

长期偿债能力					
		资产负债率	权益乘数	带息负债/全部投入资本	长期资本负债率
002714.SZ	牧原股份	57.77	2.37	40.78	36.28
300498.SZ	温氏股份	61.67	2.61	50.79	53.89
000876.SZ	新希望	64.83	2.84	57.68	56.53

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

长期偿债能力					
002157.SZ	正邦科技	75.23	4.04	60.21	51.89
002124.SZ	天邦股份	74.54	3.93	51.87	48.40
002385.SZ	大北农	49.64	1.99	37.16	26.13
002567.SZ	唐人神	54.38	2.19	41.88	44.24
603363.SH	傲农生物	79.96	4.99	67.65	65.96
002100.SZ	天康生物	54.78	2.21	46.32	30.80
002548.SZ	金新农	58.36	2.40	44.51	38.72
平均值		63.12	2.96	49.89	45.28
603477.SH	巨星农牧	41.98	1.72	28.68	18.63

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：表中列示长期偿债能力衡量指标均截至最新报告期 2021 年 9 月 30 日

4.2、优秀偿债能力将支撑公司达成逆周期扩张目标

优秀偿债能力支撑公司达成逆周期扩张目标。以当前节点公司在建工程建设进度及转固时间看，公司新扩增产能后期资金需求量为 28.51 亿元。截至最新报告期（2021 年 9 月 30 日）公司流动资产 20.61 亿元，其中现金及现金等价物 5.10 亿元，存货 12.59 亿元。此外，公司于近期计划发行 10 亿元可转债，募资成功后将用于投入至最大单一在建产能“德昌一体化项目”中，少量资金将用于补充流动资金。

表10：截至 2021 年 10 月 30 日，公司在建工程资金需求为 28.51 亿元

	预计完工时间	项目总投资额	已投入金额	资金需求
德昌巨星生猪繁育一体化新项目	2022 年 6 月	19.21	2.63	16.57
巨星甲茶父母代种猪场项目	2022 年 6 月	1.07	0.38	0.69
宜宾巨星屏边种猪场项目	2022 年 12 月	5.04	0.04	5.00
古蔺巨星石宝种猪场项目	2021 年 12 月	2.11	0.24	1.87
古蔺巨星皇华种猪场项目	2021 年 9 月	1.40	0.29	1.11
平塘巨星更打生猪繁育一体化项目	2022 年 12 月	1.81	0.30	1.51
雅安巨星三江生猪繁育一体化项目	2022 年 12 月	2.14	0.37	1.76
合计		32.77	4.26	28.51

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、控股股东财力雄厚，护航公司跨越扩张

公司控股股东及一致行动人旗下资产雄厚。和邦集团除控股巨星农牧、和邦生物外，还持有多家上市公司股权。此外，和邦集团旗下还经营有四个煤矿，年合计产能超 80 万吨/年。因此公司旗下资产经营及投资活动现金流净额为集团的融资还款提供保障。短期公司控股股东及一致行动人虽质押比例相对较高，但其补仓预警价格及平仓价格远低于当前公司市价，短期平仓风险较低。预计股东后期将借助多种融资渠道助力公司达成养殖规模跨越目标。

表11：公司控股股东及一直行动人质押融资平仓风险较低

股东	质押融资起止时间	股份质押数 (万股)	占其持股 比例 (%)	占公司总股本 比例 (%)	补仓预警价格 (元/股)	平仓价格 (元/股)	融资金额 (亿元)
贺正刚	2020.9.24-2023.9.24	1960	92.41%	3.87%	7.8	6.8	1.3
和邦集团	2021.12.13-2022.12.13	4940	38.10%	9.76%	7.0	6.1	3.0

2020.3.25-2022.3.25	1070	8.26%	2.11%	9.9	8.9	0.7
2020.4.7-2022.4.7	1070	8.26%	2.11%	9.9	8.7	0.7
2021.9.9-2023.9.24	600	4.63%	1.19%	7.8	6.8	1.3

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：截至 2021 年 12 月 17 日

背靠两大集团，外部资金优势显现。基于公司对未来养殖模式及新建产能的战略规划，集团及控股股东对生猪养殖产业的战略投入倾斜较为明显。因此，除公司短期债务压力优势外，公司背靠和邦集团及巨星集团，展现出较强的外部支持资金优势及营运安全性。非瘟后周期背景下，巨星农牧逐渐展现出较强的营运抗压能力，公司有望在未来 2-3 年借逆周期扩张实现养殖规模跨越。

5、盈利预测与投资建议

周期下行阶段，公司兼具行业成本领先优势及资金相对优势，公司有望实现养殖产能的逆周期扩张，在下一轮周期上行阶段实现出栏放量。关键假设如下：

- (1) **出栏量：**我们预计 2021-2023 年公司生猪出栏分别为 100/200/500 万头；
- (2) **出栏结构：**我们预计 2021-2023 年公司育肥猪出栏量将占比公司总出栏量的 80%以上，其余为仔猪、小种猪及部分淘汰种猪；
- (3) **养殖成本：**我们预计公司 2021-2023 年育肥猪全成本分别为 17.7/ 16.5/ 16.0 元/公斤；
- (4) **销售均价：**我们预计行业 2021-2023 年生猪销售均价分别为 16.7/ 15.0/ 19.0 元/公斤。

基于此，我们看好公司未来养殖综合优势，预计 2021-2023 年归母净利润为 2.61/-2.15/22.70 亿元，EPS 为 0.52/-0.42/4.48 元，当前股价对应 PE 为 29.5/-35.9/3.4 倍；对比 2023 年行业估值均值水平来看，公司业绩弹性比较优势明显，首次覆盖给予“买入”评级。

表12：主要生猪养殖公司估值对照表

股票代码	公司简称	当前股价	EPS				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002714.SZ	牧原股份	50.1	5.22	1.63	1.36	8.10	9.6	30.8	36.9	6.2
300498.SZ	温氏股份	19.4	1.17	-1.61	0.09	1.86	16.5	-12.0	215.1	10.4
000876.SZ	新希望	15.0	1.10	-1.44	-0.19	1.05	13.7	-10.4	-79.1	14.3
603363.SH	傲农生物	12.1	0.84	-0.29	-0.97	1.89	14.3	-41.6	-12.4	6.4
均值										9.3
603477.SH	巨星农牧	15.2	0.25	0.52	-0.42	4.48	60.7	29.5	-35.9	3.4

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2021 年 12 月 23 日；盈利预测均采用开源证券农林牧渔团队预测值

6、风险提示

非瘟疫情反复带来的系统性风险；后期融资节奏与产能扩建节奏；消费低迷抑制猪价反弹节奏等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	985	1563	5955	6154	21142
现金	284	485	1791	2367	6612
应收票据及应收账款	155	195	811	487	3164
其他应收款	1	18	8	34	74
预付账款	6	26	55	54	248
存货	523	827	3276	3198	11031
其他流动资产	15	12	13	13	13
非流动资产	439	2732	3649	4565	10659
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	376	1640	2565	3287	8433
无形资产	43	117	127	141	157
其他非流动资产	20	976	956	1137	2069
资产总计	1424	4295	9604	10718	31801
流动负债	544	1369	6438	7836	26524
短期借款	252	686	4473	5685	19915
应付票据及应付账款	259	375	1598	1489	5314
其他流动负债	33	308	367	662	1294
非流动负债	2	218	185	163	220
长期借款	0	179	159	132	191
其他非流动负债	2	39	27	31	30
负债合计	546	1588	6623	7999	26744
少数股东权益	26	48	60	50	153
股本	240	468	506	506	506
资本公积	374	1836	1836	1836	1836
留存收益	241	357	546	390	2042
归属母公司股东权益	852	2660	2920	2670	4903
负债和股东权益	1424	4295	9604	10718	31801

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	55	373	-1365	593	-3493
净利润	40	133	273	-224	2373
折旧摊销	21	93	136	196	391
财务费用	8	19	46	67	58
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-15	151	-1826	561	-6312
其他经营现金流	2	-23	6	-6	-3
投资活动现金流	-49	-417	-1060	-1106	-6483
资本支出	49	611	941	908	6097
长期投资	0	-7	-0	-0	-0
其他投资现金流	0	188	-118	-198	-386
筹资活动现金流	-42	195	-201	-75	-27
短期借款	0	434	-145	48	-16
长期借款	0	179	-21	-27	59
普通股增加	0	228	38	0	0
资本公积增加	0	1463	0	0	0
其他筹资现金流	-42	-2109	-74	-96	-70
现金净增加额	-35	151	-2626	-588	-10002

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	556	1439	3251	4580	12517
营业成本	465	998	2686	4421	9582
营业税金及附加	5	8	11	16	44
营业费用	13	25	42	60	125
管理费用	17	112	120	169	238
研发费用	4	10	25	35	95
财务费用	8	19	46	67	58
资产减值损失	0	-5	-15	-30	0
其他收益	0	7	20	30	50
公允价值变动收益	0	1	0	1	1
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	5	2	3	3
营业利润	45	278	358	-125	2429
营业外收入	1	8	8	8	8
营业外支出	0	177	88	103	110
利润总额	46	109	278	-220	2326
所得税	6	-25	5	4	-47
净利润	40	133	273	-224	2373
少数股东损益	0	6	12	-10	103
归母净利润	40	128	261	-215	2270
EBITDA	74	241	542	227	3364
EPS(元)	0.08	0.25	0.52	-0.42	4.48

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-10.2	159.1	125.9	40.9	173.3
营业利润(%)	-34.1	514.1	29.1	-134.7	2051.1
归属于母公司净利润(%)	-33.0	223.1	104.3	-182.3	-1157.6
获利能力					
毛利率(%)	16.3	30.7	17.4	3.5	23.5
净利率(%)	7.1	8.9	8.0	-4.7	18.1
ROE(%)	4.5	4.9	9.3	-8.4	47.3
ROIC(%)	4.1	5.1	5.3	0.4	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	38.3	37.0	69.0	74.6	84.1
净负债比率(%)	-3.4	15.8	98.5	131.1	270.7
流动比率	1.8	1.1	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	2.9	8.2	6.5	7.1	6.9
应付账款周转率	1.9	3.1	2.7	2.9	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.25	0.52	-0.42	4.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.74	-2.70	1.17	-6.90
每股净资产(最新摊薄)	1.68	5.26	5.70	5.20	9.61
估值比率					
P/E	195.1	60.4	29.5	-35.9	3.4
P/B	9.0	2.9	2.7	2.9	1.6
EV/EBITDA	103.9	34.0	19.7	49.7	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn