

巨星农牧 (603477.SH)

逆势扩张的川渝种猪龙头

逆周期扩张布局、有望充分把握猪价反转后的景气上行期。销售结构优、育肥成本低有望护航其头均盈利持续优于行业。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- 重组聚焦生猪养殖。**巨星农牧前身为振静股份，2020年7月完成重组后确定了以生猪养殖为主，稳健发展饲料、皮革、商品鸡养殖的战略定位。2021年，公司共出栏生猪87万头（同比增长177%），其中种猪销量占比达10%；生猪养殖业务在公司的收入及毛利占比分别达60%和83%。2021年底，公司的基础母猪存栏量在全国排第21名、在川渝地区排第4名，是川渝地区的种猪龙头企业。
- 底部信号纷现，猪价反转可期。**从母猪产能、猪价绝对值、养殖盈利和猪饲料销量四个维度来看，猪价的周期底部或已显现，22H2猪价反转可期，预计22Q3养殖盈利有望反转。参考历史经验及行业的现金流现状，我们判断猪价见底并不意味着产能见底，母猪产能去化或有短期波折，但预计要到2022年年底或2023年上半年才会触底，周期弹性仍然可期。
- 出栏结构+育肥成本双优，规模逆势加速扩张。**目前公司母猪存栏已超10万头、且仍在稳步扩张，育肥舍年出栏产能约200万头、年底或超300万头，同时资产负债率低、员工储备充足，有望实现出栏规模的逆势扩张。我们预计2022/23/24年公司出栏量分别为150万头/270万头/400万头。受益于种猪体系优势及非瘟防控优势，公司在上一轮周期中凭借高种猪销量占比和低育肥成本实现了优于行业的头均盈利水平（平均头均盈利高达590元），未来有望通过加强非瘟防控、提升养殖效率等途径继续改善成本，维持头均盈利优势。
- 首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。**逆周期扩张布局，公司有望充分把握猪价反转后的景气上行期。同时，在销售结构优、育肥成本低的加持下，公司有望维持优于行业的头均盈利水平。预计2022/23/24年分别实现归母净利润0.71亿元/18.03亿元/17.60亿元。考虑到前两轮周期顶点年份时龙头猪企的PE估值通常在11倍~20倍，保守对公司2023年盈利给以10X PE估值，目标价35.6元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：猪价表现/公司规模扩张进度/公司成本表现不及预期、突发重大不可控疫情等等。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1439	2983	3919	7295	9548
同比增长	159%	107%	31%	86%	31%
营业利润(百万元)	278	296	101	1821	1778
同比增长	514%	7%	-66%	1699%	-2%
归母净利润(百万元)	128	259	71	1803	1760
同比增长	223%	103%	-73%	2439%	-2%
每股收益(元)	0.25	0.51	0.14	3.56	3.48
PE	86.7	42.7	155.9	6.1	6.3
PB	4.2	3.4	3.3	2.1	1.6

资料来源：公司数据、招商证券。注：股价为2022年6月10日收盘价。

强烈推荐 (首次)

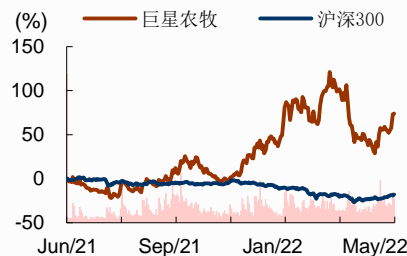
消费品/农林牧渔
 目标估值：35.60元
 当前股价：21.87元

基础数据

总股本(万股)	50609
已上市流通股(万股)	48173
总市值(亿元)	111
流通市值(亿元)	105
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	-9.5
资产负债率	49.1%
主要股东	四川和邦投资集团有限公司
主要股东持股比例	25.62%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	71	64
相对表现	7	87	83



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

熊承慧 S1090521030002
 xiongchenghui@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司简介：重组聚焦生猪养殖.....	5
二、底部信号纷现，猪价反转可期.....	10
三、出栏结构+育肥成本双优，规模逆势加速扩张.....	14
1、出栏：产能投建+现金充足，逆势扩张可期.....	16
1) 母猪存栏：已超 10 万头，预计稳步增长.....	16
2) 猪舍产能：2022 年底肥猪舍产能或超 300 万头.....	16
3) 现金和员工储备充足.....	19
2.销售结构优+育肥成本低，盈利中枢高于行业.....	20
1) 种猪销售占比高带来高盈利.....	21
2) 非瘟防控得当+种猪体系完善，育肥成本低.....	22
四、首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级.....	26
五、风险提示.....	28

图表目录

图 1：重组实现转型，未来聚焦发展生猪养殖.....	5
图 2：主营业务收入构成.....	5
图 3：主营业务毛利构成.....	5
图 4：生猪养殖盈利弹性大.....	6
图 5：巨星农牧生猪出栏情况.....	6
图 6：饲料业务平稳发展.....	8
图 7：皮革业务稳健发展.....	8
图 8：商品鸡业务平稳发展.....	8
图 9：实际控制权稳定.....	8
图 10：国内猪周期示意图.....	10
图 11：2009 年的周期中母猪存栏和猪价线性相关.....	11
图 12：2014 年的周期中母猪存栏和猪价不再线性相关.....	11
图 13：2018 年非洲猪瘟疫情导致母猪产能大幅去化.....	11
图 14：2021 年下半年国内母猪产能开始去化.....	11
图 15：过往周期底部通常经历 2~3 个亏损期.....	12
图 16：过往周期中猪价底部通常出现在猪料销量下滑后.....	12

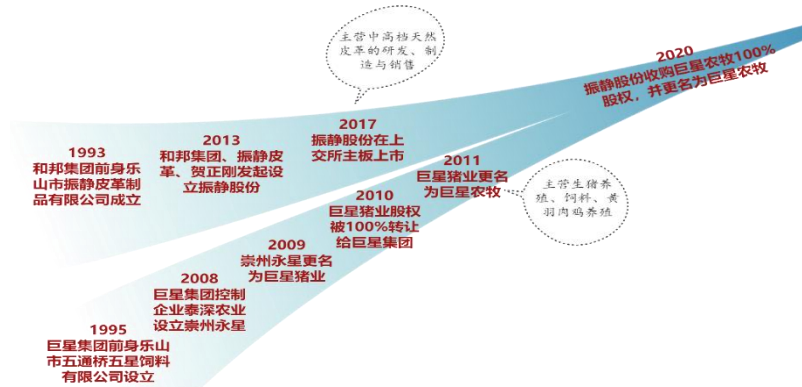
图 17: 近三年国内肥猪、仔猪及母猪的价格走势.....	13
图 18: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司的现金流情况.....	13
图 19: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司速动比率.....	13
图 20: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司资产负债率.....	13
图 21: 早期育肥规模扩张主要依靠开发养户.....	14
图 22: 代养费随猪价增长而提高.....	14
图 23: “公司+农户”和“自繁自养”核心区别在于育肥环节是否外包.....	14
图 24: Pipestone 核心价值观.....	15
图 25: 四川省是养猪大省.....	15
图 26: 近两年公司开始加速扩张生猪出栏规模.....	16
图 27: 公司的种猪存栏持续增长.....	16
图 28: 公司的生产性生物资产保持增长.....	16
图 29: 公司的固定资产持续高速增长.....	17
图 30: 公司的在建工程主要是猪舍产能.....	17
图 31: 公司的资本开支持续高速增长.....	17
图 32: 2022 年公司的猪舍产能有望快速增长.....	18
图 33: 巨星农业和同业公司的产能利用率对比.....	19
图 34: 公司的断奶仔猪存活量/生猪产能情况.....	19
图 35: 2022Q1 上市猪企的资产负债率.....	19
图 36: 2022Q1 上市猪企的流动比率.....	19
图 37: 2022Q1 上市猪企的流动负债占比.....	20
图 38: 近十年自繁自养生猪和外购仔猪育肥的养殖利润.....	20
图 39: 公司的生产人员储备充足.....	20
图 40: 公司的人均薪酬大幅提升.....	20
图 41: 上市猪企的生猪养殖业务毛利率对比.....	21
图 42: 巨星农牧和牧原股份的出栏结构对比.....	21
图 43: 种猪的销售毛利率明显高于仔猪和肥猪.....	21
图 44: 西南地区的年更新种猪逾 200 万头.....	21
图 45: 猪价高时, 猪企的种猪销售占比较高.....	21
图 46: 巨星农牧和同行公司的生猪养殖成本对比.....	22
图 47: 巨星农牧和同行公司的肥猪养殖毛成本对比.....	22
图 48: 散养户的生猪养殖成本构成.....	22

图 49: 规模猪场的生猪养殖成本构成	22
图 50: 仔猪价格及变化趋势	23
图 51: 二元母猪价格及变化趋势	23
图 52: 巨星农牧生猪成本构成	23
图 53: 牧原股份生猪成本构成	23
图 54: 巨星农牧的 PSY 领先同业	24
图 55: PIC 的种猪 PSY 可达 32 头	24
图 56: 近两年饲料原料价格持续上涨	25
图 57: 近期猪饲料价格呈上涨趋势	25
图 58: 巨星农牧历史 PE Band	27
图 59: 巨星农牧历史 PB Band	27
表 1: 2016 年至 2021 年上市公司的生猪出栏量一览	6
表 2: 国内龙头猪企在 2021 年年底的基础母猪存栏情况	7
表 3: 截至目前公司的业绩承诺兑现度很高	9
表 4: 历轮猪周期中的猪价表现	10
表 5: 历史周期底部的养殖亏损情况	12
表 6: 巨星农牧生猪养殖基地分布及出栏量 (单位: 万头)	15
表 7: 现经营猪场可饲养母猪规模近 10 万头	17
表 8: 2022 年预计新增种猪存栏产能超 7.7 万头、自育肥出栏产能 117 万头	18
表 9: 可转债募集资金用途	20
表 10: PIC 种猪性能优秀	24
表 11: 巨星农牧的收入及盈利拆分和预测	26
表 12: 前两轮周期顶点年份时龙头猪企的 PE 估值情况	27
表 13: 巨星农牧、牧原股份和正邦科技的历史头均盈利情况	27
表 14: 公司肥猪完全成本为 16 元/公斤时的 2022 年盈利敏感性分析	28
表 15: 公司肥猪完全成本为 16.5 元/公斤时的 2022 年盈利敏感性分析	28
表 16: 公司肥猪完全成本为 17 元/公斤时的 2022 年盈利敏感性分析	28
附: 财务预测表	29

一、公司简介：重组聚焦生猪养殖

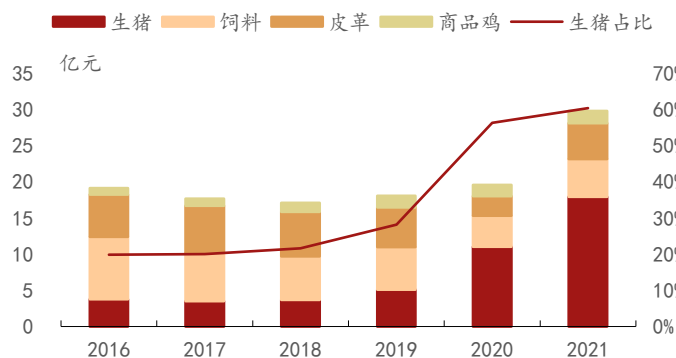
重组实现转型，未来聚焦发展生猪养殖。巨星农牧前身为振静股份，主营中高端皮革的制造与销售。2020年7月，振静股份收购巨星有限100%股权，并更名为巨星农牧。收购标的“巨星有限”原为巨星集团控制企业，集团初期以饲料业务为主营，于2007年进入生猪养殖及禽养殖行业，在2016年确定了“聚焦养猪、大力发展生猪养殖”的战略，是四川省最早的规模化养殖企业之一，在育种技术、管理水平等方面具有一定优势。本次重组后，巨星农牧将聚焦生猪养殖业务，实现生猪销售量快速增长，同时稳健发展饲料和皮革等业务。

图 1：重组实现转型，未来聚焦发展生猪养殖



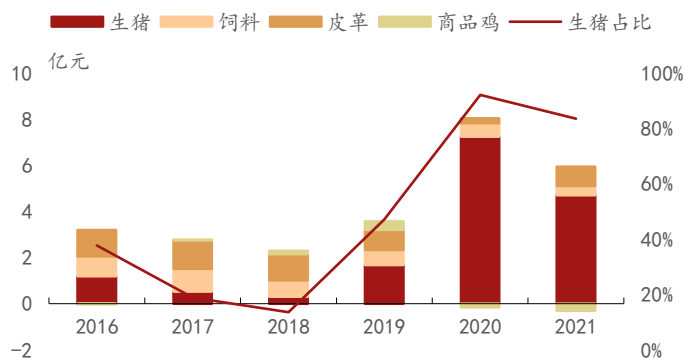
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：主营业务收入构成



资料来源：公司公告、招商证券。注：因公司于2020年7月完成对巨星有限收购，合并报表中生猪业务数据为2020年7月以后数据。为便于对比，本处包含了巨星有限2016年-2020年1-6月财务数据进行分析。后同。

图 3：主营业务毛利构成



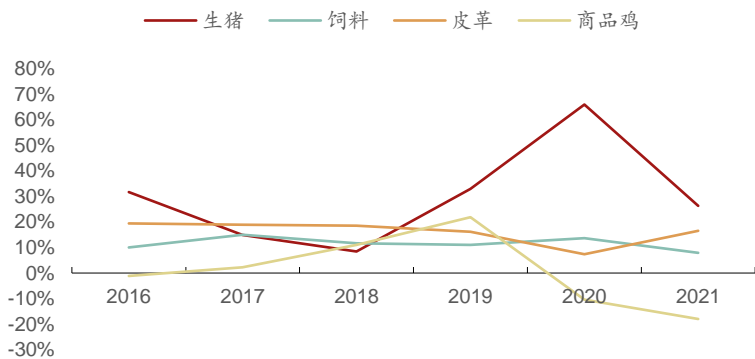
资料来源：公司公告、招商证券

生猪养殖是其主要收入与利润来源。巨星农牧主营业务包括生猪养殖、饲料生产、皮革制造与销售、肉鸡养殖四个板块，生猪养殖是目前公司的主要收入与利润来源，同时也是未来发展重心。2016年以来，生猪养殖业务的收入和毛利润在巨星农牧的收入和毛利润中的占比持续增长，生猪养殖业务收入占比从20%增长至60%、毛利占比从38%增长至83%。2021年，巨星农牧实现营业收入29.8亿元，其中生猪养殖17.9亿(占比60%)、饲料5.19亿(占比17%)、皮革4.95亿(占比17%)、肉鸡养殖1.67亿(占比5.6%)；实现毛利5.66亿元，其中生猪养殖4.70亿(占比83%)、饲料0.41亿(占比7.2%)、皮革0.82亿(占比14.5%)、肉鸡养殖-0.30亿(占比-5.3%)。

养殖盈利弹性较大。分产品毛利率来看，生猪养殖业务及商品鸡养殖业务毛利率弹性较高、呈现周期性波动，饲料业务及皮革业务毛利率较为稳定。2016年至2021年间，巨星农牧生猪养殖业务毛利率位于8%~66%之间，2021年生猪养殖毛利率26%；商品鸡养殖毛利率在2016年至2019年持续增长、自-1%增长至22%，近三年持续下滑、从2019年的22%下滑到了2021年的-18%；饲料业务毛利率水平较为稳定，基本处于8%~15%之间，2021年饲料业务毛利率8%；皮革业务毛利率除在2020年因新冠疫情、汛情影响以及消费行业疲软致使公司下游客户需求量减少等因素

下滑至 7% 以外，其余年份皮革业务毛利率均处于 16%~19% 之间。

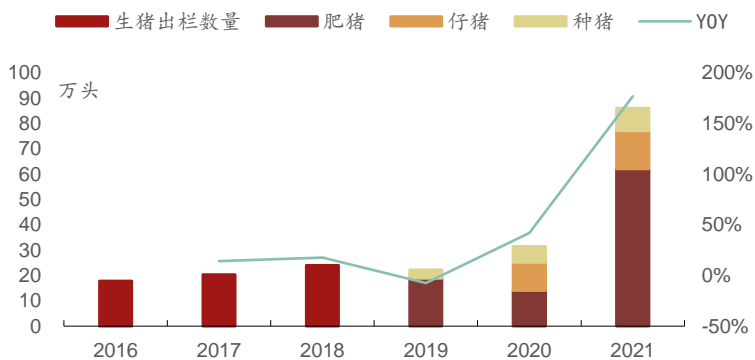
图 4：生猪养殖盈利弹性大



资料来源：公司公告、招商证券

生猪出栏快速增长，以肥猪为主。巨星农牧自 2007 年进入生猪养殖行业、2012 年从加拿大引入约 860 头杜长大原种猪，后种猪规模维持在 8000 头左右；2016 年确定了聚焦养猪、大力发展生猪养殖的战略，并与 Pipestone 深度合作，提升生猪养殖管理水平；2018 年开始引入 PIC 种猪，种猪性能实现了优化，生猪养殖规模有所扩大。公司早期采用紧密型“公司+农户”养殖模式，于近两年开始逐渐开展自育肥。重组后，生猪养殖是公司未来的发展重心，生猪销售量亦将实现快速增长。2021 年出栏生猪 87.1 万头、同比增长 177%，其中约 62 万头肥猪、15 万头仔猪、9 万头种猪，肥猪销售占比大幅提升。目前在全国布局了 11 个生猪养殖基地，现经营 28 个猪场，包括 23 个种猪场、5 个育肥场，几乎全部坐落于四川省境内。从 2021 年出栏数据和基础母猪存栏数据来看，巨星农牧出栏量在上市公司中排名第 12，基础母猪存栏数在全国猪企中排名第 21、在川渝地区猪企中排名第 4，是川渝地区种猪龙头。

图 5：巨星农牧生猪出栏情况



资料来源：公司公告、招商证券。注：2019 年之前无销售结构数据。

表 1：2016 年至 2021 年上市公司的生猪出栏量一览

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
牧原股份	311	724	1101	1025	1811	4026
正邦科技	226	342	551	578	956	1493
温氏股份	1713	1904	2230	1850	955	1322
新希望	117	190	255	350	829	998
大北农	40	64	168	163	185	431
天邦科技	58	101	217	235	308	428
中粮肉食	171	223	255	199	205	344
傲农股份	11	22	41	66	138	324
天康生物	33	49	65	90	134	160
唐人神	14	54	68	85	102	154
金新农	-	37	24	40	80	107

巨星农牧	18	20	24	22	32	87
神农集团	-	-	22	40	41	65
合计	2712	3731	5021	4742	5775	9939

数据来源：公司公告、招商证券

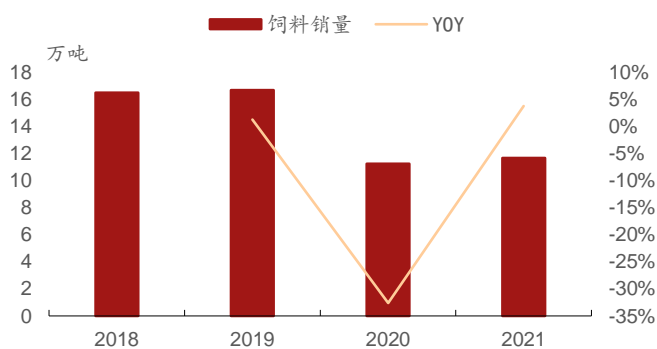
表 2：国内龙头猪企在 2021 年年底的基础母猪存栏情况

号	公司名称	基础母猪 (万头)	总部所在 省份/地区	序号	公司名称	基础母猪 (万头)	总部所在 省份/地区
1	牧原集团	270	河南省	16	佳和农牧	10	湖南省
2	温氏集团	110	广东省	17	海大集团	10	广东省
3	新希望六和集团	110	四川省	18	铁骑力士集团	10	四川省
4	正邦集团	100	江西省	19	金新农	10	广东省
5	天邦集团	43	浙江省	20	广西农垦集团	9	广西省
6	正大集团	38	泰国曼谷	21	巨星农牧	8	四川省
7	双胞胎集团	30	江西省	22	光明集团	8	上海市
8	德康集团	30	四川省	23	金龙集团	8	湖北省
9	扬翔集团	28	广西省	24	日泉农牧	8	贵州省
10	傲农集团	26	福建省	25	新五丰	8	湖南省
11	中粮集团	25	北京市	26	力源集团	8	广西省
12	大北农集团	23	北京市	27	京基智农	7.5	广东省
13	大象集团	17	山西省	28	齐全农牧	7	四川省
14	天康生物	12	新疆维吾尔自治区	29	环山集团	6.8	山东省
15	唐人神	12	湖南省	30	龙大肉食品股份	6.6	山东省

数据来源：中国猪业高层交流论坛、招商证券。注：数据统计日期为 2021 年 10 月~11 月。

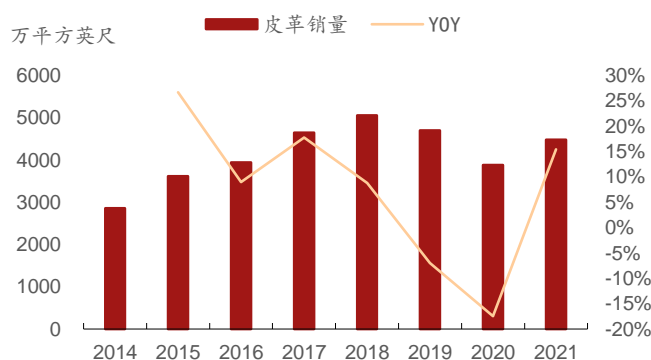
饲料、皮革等业务稳健发展。1) 在饲料业务方面，巨星农牧在四川、重庆、云南等地拥有多个饲料生产基地，现有饲料产能 95 万吨左右，2021 年生产饲料 50 万吨、外销 16.7 万吨，未来巨星农牧的饲料产能将主要用于供应自身养殖业务，对外销售方面采用稳定战略。2) 在皮革业务方面，巨星农牧较早在澳大利亚进行了原皮采购业务布局，拥有原皮供应优势，且皮革生产技术水平与世界接轨，获得了英国皮革技术中心 BLC 颁发的金牌认证；目前公司拥有汽车革、鞋面革、家私革三大产品线，采用以销定产的生产模式，完整的产品链条和柔性化的生产方式能够满足客户多样化、个性化的需求。2021 年巨星农牧销售皮革产品约 4478 万平方英尺、同比增长 13%，主要系随着新冠肺炎疫情的减弱及下游市场行情的回暖，公司产能不断恢复，以及下游客户需求量增加所致。3) 在黄羽肉鸡养殖业务方面，现有丹棱土肉鸡种鸡场和王场种鸡场两个 20 万套土肉鸡种鸡场，采用紧密型“公司+农户”合作养殖模式，2021 年销售商品鸡约 483 万羽、同比增长约 15%。

图 6: 饲料业务平稳发展



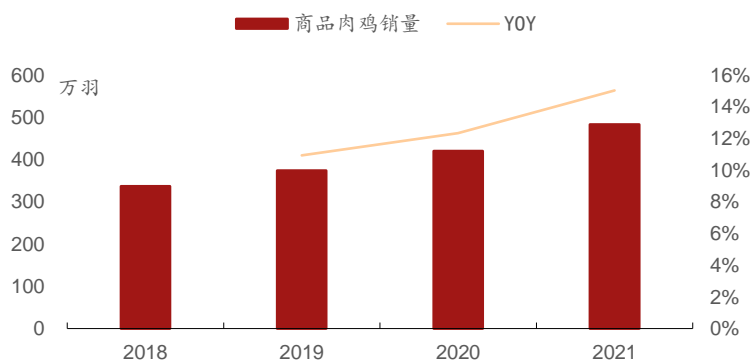
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 皮革业务稳健发展



资料来源: 公司公告、招商证券

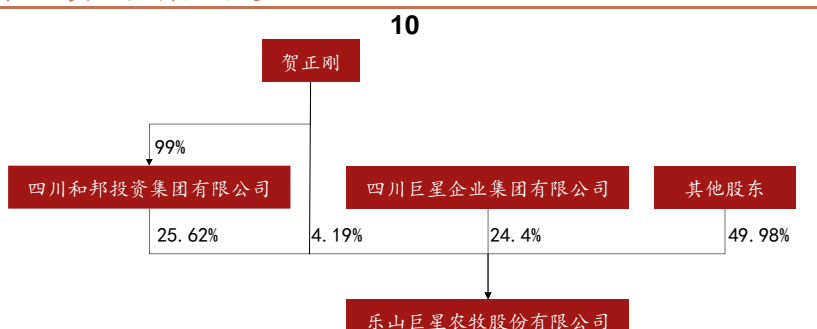
图 8: 商品鸡业务平稳发展



资料来源: 公司公告、招商证券。注: 2020 年商品肉鸡销售羽数为估算值。

资产重组后实际控制权稳定。2020 年 7 月, 振静股份发行 2.279 亿股并支付现金 1.175 亿元收购了巨星集团 100% 股权。本次重组前贺正刚及其控制的和邦集团合计持有上市公司股份比例为 52.71%, 重组后贺正刚及和邦集团作为一致行动人持股比例为 32.24%、仍为上市公司的控股股东及实际控制人, 巨星集团及其一致控制人持股比例合计 27.14%。同时, 和邦集团和贺正刚与巨星集团分别做了自交易完成之日起 36 个月内的控制权稳定承诺, 巨星集团及其一致行动人不拥有董事会席位。截至 2022 年一季报, 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 29.81%; 巨星集团及其一致行动人持股比例合计 24.40%, 和邦集团控制权稳定。

图 9: 实际控制权稳定



资料来源: 公司公告、招商证券

业绩承诺激励管理层、员工积极性。在 2020 年 7 月的重大资产重组中, 巨星集团、和邦集团作出了巨星农牧 2020、2021、2022 年度的净利润总额不低于 5.77 亿元的承诺, 和邦集团作出了巨星农牧 2020、2021、2022 年度的净利润分别不低于 1.58 亿、1.59 亿和 2.6 亿元的承诺。如未实现此承诺, 则巨星集团、和邦集团应就未达到承诺净利润数的部分分别按照 85%和 15%的比例向上市公司承担补偿责任; 若巨星农牧于补偿期内累计实现净利润数高于 7.8

亿元则将超额净利润的 30% 作为奖励一次性支付给奖励对象。奖励对象包括公司董事、监事，原巨星农牧及其分子公司的总经理、副总经理、总监及部门经理级等中高级管理人员、下属核心技术人员等。2020 年和 2021 年，巨星农牧的业绩均实现了对应承诺。

表 3: 截至目前公司的业绩承诺兑现度很高

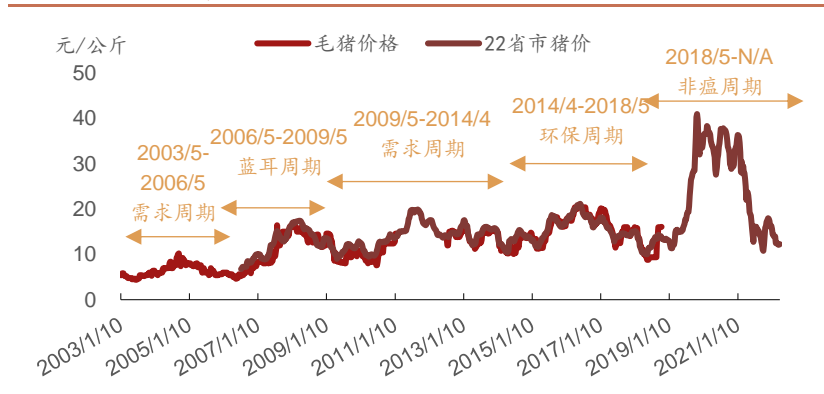
	承诺业绩 (亿元)	实际业绩 (亿元)	差额 (亿元)	实现率
2020 年	1.58	5.89	4.31	373%
2021 年	1.59	4.05	2.46	254%
2022 年	2.60	-	-	
2020 年-2021 年合计	5.77	9.93		

资料来源：公司公告、招商证券

二、底部信号纷现，猪价反转可期

国内猪价每四年一轮周期。我国的生猪价格呈现出4年一轮的周期波动，每轮周期的猪价弹性在1倍以上。以猪价波谷为划分节点的话，国内猪价在过去20年里共经历了约5轮周期：

图 10：国内猪周期示意图



资料来源：中国种猪信息网、农业农村部、招商证券。

表 4：历轮猪周期中的猪价表现

	猪价底部	上行时长（月）	猪价顶点	下行时长（月）	周期最大涨幅
需求周期	2003 年 5 月	16	2004 年 9 月	20	82%
蓝耳疫情周期	2006 年 5 月	22	2008 年 3 月	14	259%
需求周期	2009 年 5 月	28	2011 年 9 月	31	122%
环保周期	2014 年 4 月	26	2016 年 6 月	23	103%
非瘟疫情周期	2018 年 5 月	21	2020 年 2 月	≥20	309%

资料来源：中国种猪信息网、农业部、招商证券

1) 2003 年 5 月到 2006 年 5 月的需求周期：在此期间，国内经济增速较高，人均猪肉消费量持续提升，猪价自 2003 年 5 月的 4.4 元/公斤最高涨至 2004 年 9 月的 10.2 元/公斤、弹性达 132%，后随猪肉供给量的增加而回落。

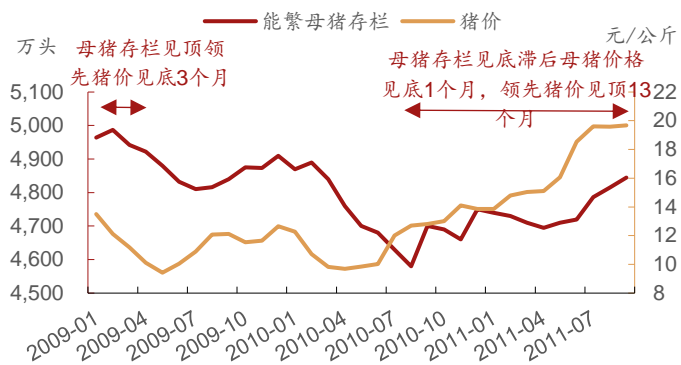
2) 2006 年 5 月到 2009 年 5 月的蓝耳疫情周期：2006 年突发的蓝耳疫情加剧了行业产能的去化，带动猪价自最低 4.6 元/公斤上涨至 2008 年 3 月的 16.4 元/公斤、弹性达 259%。

3) 2009 年 5 月至 2014 年 4 月的需求周期：人均猪肉消费量仍有提升，猪价自 9.0 元/公斤上涨至 2011 年 9 月的 19.9 元/公斤、弹性达 122%。在本轮周期中，行业的规模化提升不明显，能繁母猪存栏和猪价变化线性相关。母猪存栏见顶 3 个月后，猪价就已见底。

4) 2014 年 4 月至 2018 年 5 月的环保周期：环保标准的提高带动行业规模化程度提升，大量中小散户淘汰出行业，带动母猪存栏的持续去化，在本轮周期中，环保及规模化的提升带动行业 MSY 提升，从而出现了 2013 年母猪存栏持续下降、而猪价久不见底的现象。事后来，本轮周期的产能去化开始于母猪同比/环比降幅持续扩大时（即 2014 年 2 月）。而母猪产能的见顶也和前一轮周期一样，领先猪价见底 3 个月的时间。

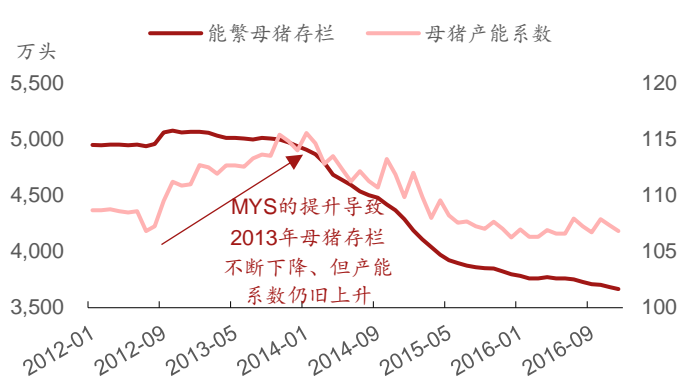
5) 2018 年 5 月启动的非瘟周期：受致死率高且没有疫苗的非洲猪瘟疫情影响，国内的母猪产能在本轮周期中的去化幅度深于往轮（约 34%~44%），猪价的弹性也表现得明显强于历史（自 2018 年最低 10.0 元/公斤涨至最高 41.0 元/公斤，弹性达 309%）。在本轮周期中，母猪产能的见顶领先猪价见底约 10 个月，传导时间较前两轮的 3 个月有所拉长。我们判断背后的原因可能包括两方面：一方面，前期产能去化太慢，到第 3 个月时去化幅度仅 1%，后期去化幅度达到 4.4% 时猪价才见底；另一方面，需求萎缩导致供需匹配周期拉长。

图 11: 2009 年的周期中母猪存栏和猪价线性相关



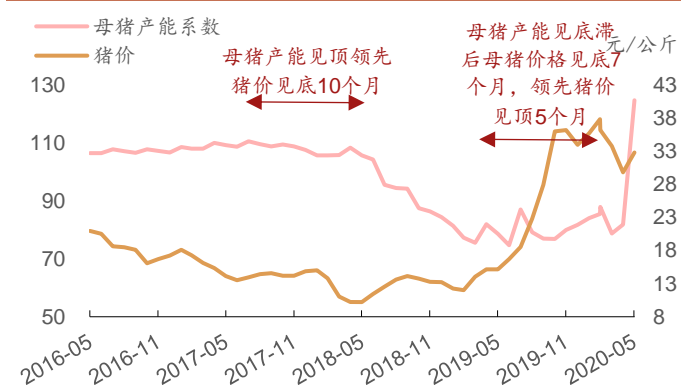
资料来源: wind、农业农村部、招商证券

图 11: 2014 年的周期中母猪存栏和猪价不再线性相关



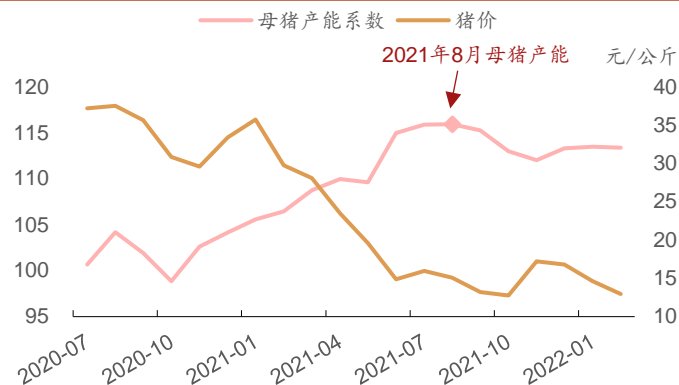
资料来源: wind、农业农村部、国家统计局、招商证券

图 12: 2018 年非洲猪瘟疫情导致母猪产能大幅去化



资料来源: wind、农业农村部、国家统计局、招商证券

图 13: 2021 年下半年国内母猪产能开始去化



资料来源: 农业农村部、国家统计局、涌益咨询、招商证券

周期底部信号纷纷显现，22H2 反转可期。我们从四个维度对周期进行观测，整体判断猪价底部或出现在 2022 年 3 月至 6 月期间，2022 年下半年猪价有望进入反转向上的通道。

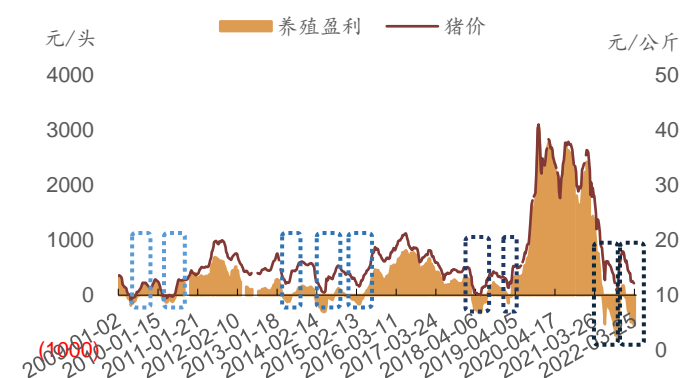
1) 母猪产能: 全国的能繁母猪存栏在 2021 年 6 月已经见顶、至 2022 年 4 月已持续下行 10 个月的时间。按照农业农村部及国家统计局的监测数据，截至 2022 年 4 月，国内的能繁母猪存栏已累计下降约 8.5 个百分点。考虑二元母猪存栏的占比或带动行业 MSY 如 2014 年那轮周期一样出现提升，我们估算国内母猪产能见顶的时点在 2021 年 8 月，截至 4 月的产能去化幅度约 4.4 个百分点。那么，参考过去三轮周期中产能见顶 3~10 个月后猪价见底的历史经验，估算猪价的底部或出现在 2021 年 10 月至 2022 年 6 月期间。

2) 猪价绝对值: 以往周期的底部，猪价最低跌至行业现金成本（如 2018 年最低跌至 10 元/公斤）。而本轮周期中，一方面，非疫情影响死淘率、饲料成本上升等因素使得行业的现金成本较过往周期有了整体抬升；另一方面，受产能恢复、母猪淘汰、恐慌情绪等因素的影响，2021 年 10 月的生猪价格已跌破行业现金成本，后期也在现金成本线以下运行较长时间，即出现了明显的超跌。因此，从猪价绝对值这个维度来看，2021 年 9 月-10 月和 2022 年 3 月-4 月的猪价均已在底部区域。

3) 养殖盈利: 在以往周期中，自繁自养生猪的盈利通常会经历 2-3 个亏损期才会进入持续盈利阶段，而猪价底部通常在倒数第二个亏损期出现。具体来看，猪价的底部通常出现在开始出现亏损 2~13 个月后，到猪价见底时的累计亏损时长约 2~6 个月。目前，国内的生猪养殖亏损已进入第二期（去年 6-11 月为第一期），前期亏损时长累计约 9 个月，首次亏损至今已有 10 个月。我们认为，周期的核心是供需的匹配，亏损时长比深度更重要。因此，参考过往周期的规律，本轮周期底部或出现在 2021 年 9 月至 2022 年 6 月期间。

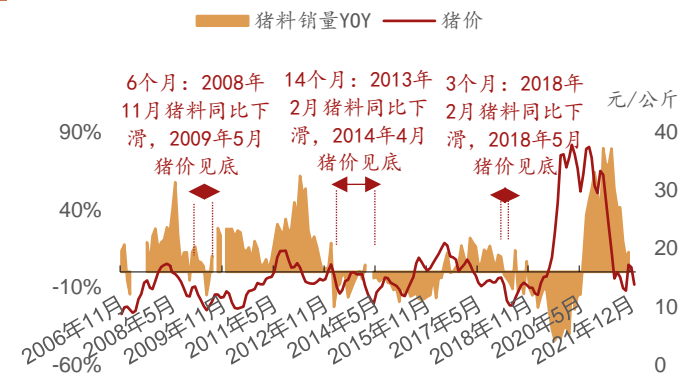
4) 猪饲料销量: 以往周期中，猪价的底部通常出现在猪料销量同比下滑后，但每次的滞后时长不同。其中，2018 年的周期底部中，猪价见底滞后猪料下滑 3 个月，约相当于存栏中大猪的平均育肥周期。而今年 1 至 2 月，国内的猪料销量合计增速已收敛至 3%，3 月的猪料销量同比下滑 2.2%，参考历史经验，预计猪价底部或出现在 2022 年 3 月后。

图 14: 过往周期底部通常经历 2-3 个亏损期



资料来源: wind、招商证券

图 15: 过往周期中猪价底部通常出现在猪料销量下滑后



资料来源: 饲料工业协会、wind、招商证券

表 5: 历史周期底部的养殖亏损情况

	第一个 亏损期	第二个 亏损期	第三个 亏损期	周期合计 亏损时长	猪价见底时 点	猪价见底前 亏损时长
2009-2011 需求周期	4 个月	4 个月	--	8 个月	第一个亏损期	1.5 个月
2014-2016 环保周期	3 个月	6 个月	6 个月	15 个月	第二个亏损期	6 个月
2018-2020 非瘟周期	4.5 个月	1.5 个月	--	6 个月	第一个亏损期	2 个月
新一轮周期	5 个月	>4 个月	--	>9 个月		4/? 个月

资料来源: wind、农业农村部、招商证券

22Q3 盈利反转可期。截至目前，全国生猪均价已经反弹至 15.9 元/公斤，广东等部分地区猪价已经突破 18 元/公斤。而成本方面，去年下半年以来，龙头猪企纷纷通过停止外购仔猪、优化母猪种群、缓建猪舍、精简团队等多渠道改善生猪养殖成本；截至 22Q1，上市猪企的生猪育肥成本多已将至 19 元/公斤以内；预计上市猪企的育肥成本仍有进一步下降的空间。按照目前的猪价和养殖成本演变趋势，预计 22Q3 生猪养殖行业及上市公司的盈利有望反转。

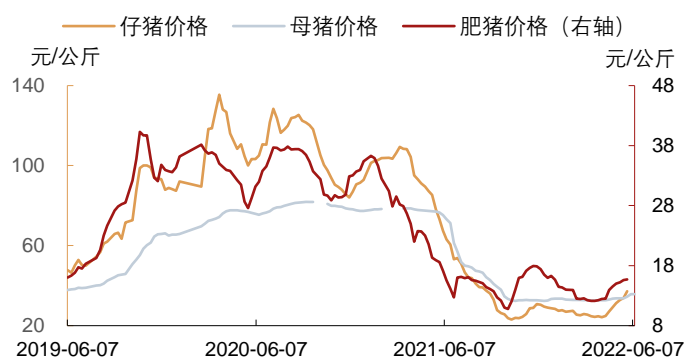
母猪产能尚未见底，周期弹性可期。参考历史经验及行业的现金流现状，我们判断猪价见底并不意味着产能见底，母猪产能去化或有短期波折、但尚未见底。具体来说：

1) 历史经验：过往周期中，当肥猪价格见底后，母猪产能约在 5-7 个季度后方才见底。我们可以从母猪价格和能繁母猪存栏两个指标来验证这一结论。A. 母猪价格：过去三轮周期中，母猪价格的底部通常出现在肥猪价格见底后 3-5 个季度，如 2009 年 5 月肥猪价格见底、2010 年 7 月母猪价格才见底，又例如 2014 年 4 月肥猪价格见底、2015 年 3 月母猪价格见底。B. 能繁母猪存栏：2009 年启动的那一轮需求周期中，2009 年 5 月肥猪价格见底后，能繁母猪存栏在 2009 年 8 月至 12 月曾出现阶段性的回升、但在 2010 年上半年又重归下行通道、直至 2010 年 8 月才触底。我们分析，母猪产能见底滞后于猪价见底背后的逻辑或在于，一方面，猪价见底约 1 年后养殖盈利才彻底转正，行业现金流进入实质性好转阶段，从而带动补栏积极性和补栏能力的共同提升，另一方面，后备母猪转为能繁仍需要时间。

2) 行业现金流受损严重：猪企普遍债务压力加剧，负债率大多新高。整体来看，过去两个季度中，上市猪企的债务压力仍在加剧，且债务结构有所恶化。A. 资产负债率新高：16 家上市猪企的平均资产负债率在 21Q4 提升至 65%、在 22Q1 进一步提升至 68%，已远高于上一轮周期底部（2018 年）时 40%-46% 的水平。B. 流动比率新低：16 家上市猪企的平均流动比率在 21Q4 下降至 83%、在 22Q1 进一步下降至 76%。C. 流动负债占比持续两个季度回升：16 家上市猪企的流动负债占比在 21Q4 回升至 57%、在 22Q1 进一步回升至 59%，显示猪企的债务结构有所恶化。另外，猪企普遍现金流紧张，22Q1 生猪养殖上市公司合计净流出 77 亿元。

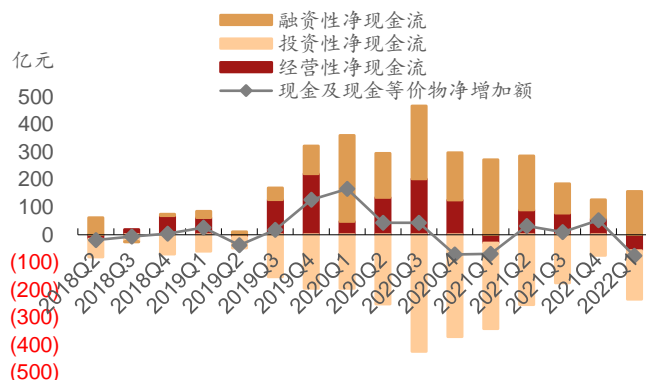
结合历史经验，我们判断母猪产能短期或有反复，但预计要到 2022 年年底或 2023 年上半年才会触底。而截至 2022 年 4 月，母猪产能去化幅度已有 4.4 个百分点，叠加未来新一轮产能去化的影响，本轮周期的产能去化幅度或与 09 年需求周期或 14 年环保周期相当，仍有望支撑一轮较高弹性的猪价周期。

图 17: 近三年国内肥猪、仔猪及母猪的价格走势



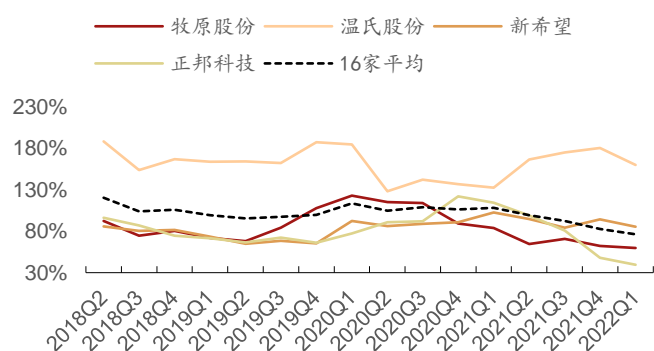
资料来源: 中国种猪信息网、博亚和讯、招商证券

图 18: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司的现金流情况



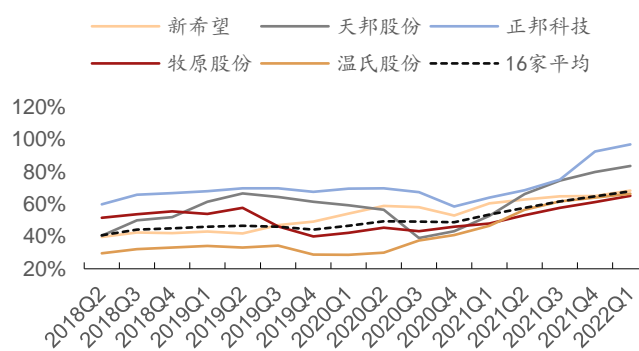
资料来源: 公司公告、招商证券

图 19: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司速动比率



资料来源: 公司公告、招商证券。注: 样本公司包括牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、金新农、巨星农牧、神农集团、罗牛山、新五丰、东瑞股份、傲农生物、华统股份。

图 20: 18Q2 至 22Q1 生猪养殖上市公司资产负债率



资料来源: 公司公告、招商证券。注: 样本公司包括牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、金新农、巨星农牧、神农集团、罗牛山、新五丰、东瑞股份、傲农生物、华统股份。

三、出栏结构+育肥成本双优，规模逆势加速扩张

养殖模式：“公司+农户”逐渐转向自繁自育。巨星农牧之前主要采用紧密型“公司+农户”养殖模式，即公司负责育种和扩繁，农户负责商品猪的养殖。在此模式下，公司负责向农户提供幼苗、饲料、药品、疫苗等物资供应，合作农户在公司的养殖规程培训、指导下开展育肥饲养工作，待生猪达到出栏标准后，公司负责最终的销售并与合作农户结算相应的报酬。截至2020年7月，巨星农牧已开展合作以及已签署合同的农户户数达420户，最大可承担商品猪的育肥数量超140万头。由于优质养户开发逐渐困难、猪价较高时农户代养费也较高、非瘟背景下“公司+农户”模式疫情防控管理难度加大等原因，公司自2021年开始逐渐转向自育肥。2021年巨星农牧自育肥出栏约10万头、占公司出栏肥猪的比重约16%，未来自育肥规模或将逐渐增加。

图 16：早期育肥规模扩张主要依靠开发养户

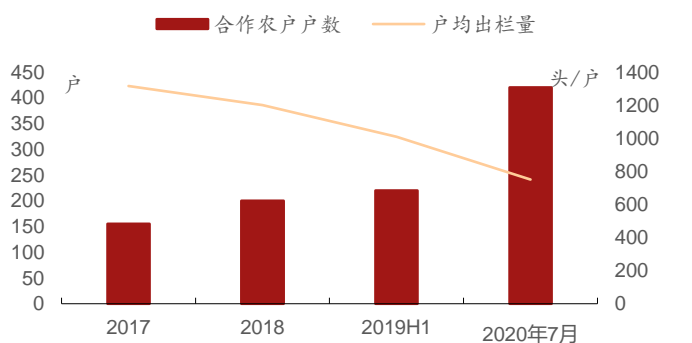
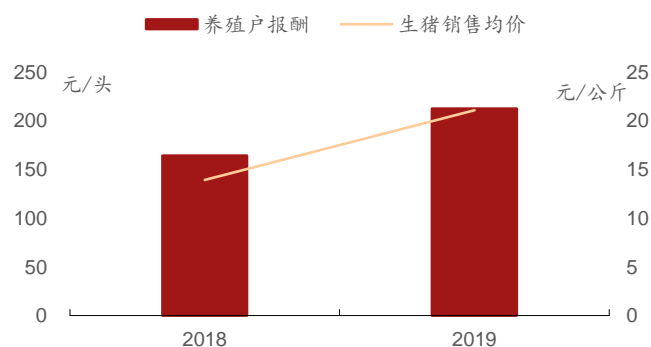


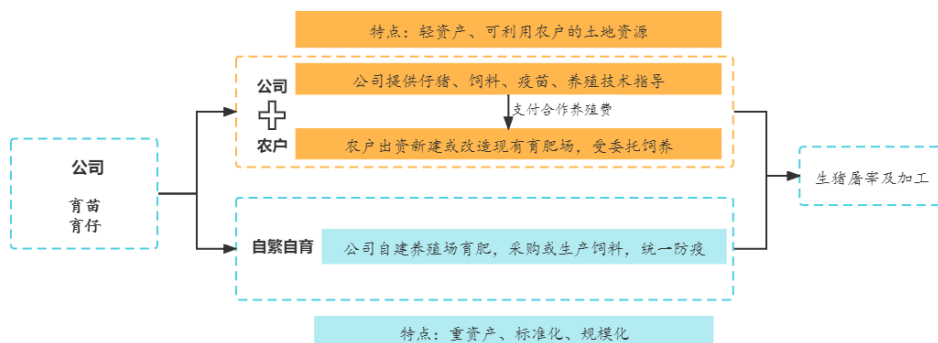
图 17：代养费随猪价增长而提高



资料来源：wind、招商证券。注：户均出栏量基于年末出栏量计算。

资料来源：wind、招商证券

图 18：“公司+农户”和“自繁自养”核心区别在于育肥环节是否外包



资料来源：公开资料整理，招商证券

养殖技术与管理：与 Pipestone 合作引入高水平养殖技术和养殖管理。巨星农牧的生产管理团队有丰富的猪场实践经验，多年来在规模化猪场管理的探索实践积累了丰富的养殖管理经验。在此基础上，与 Pipestone 深度合作后，从猪场的选址、设计、建设、设施设备的配置、猪场的生产操作流程等方面引入全套养殖理念和生产技术体系，实现了规模化、流程化和标准化的生产管理体系，公司的生产业绩、生产效率和生物安全均得到较大提高。Pipestone 是一家世界知名的养猪服务技术公司，拥有世界先进的养猪技术和管理经验。2016年9月，巨星农牧与 Pipestone 签订了《管理及技术服务合同》，合同有效期7年。Pipestone 向巨星农牧提供多项生猪养殖咨询服务，包括场所设计咨询方案、基因审查、推荐和监督，养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询服务等。

图 19: Pipestone 核心价值观



资料来源: Pipestone 官网、招商证券

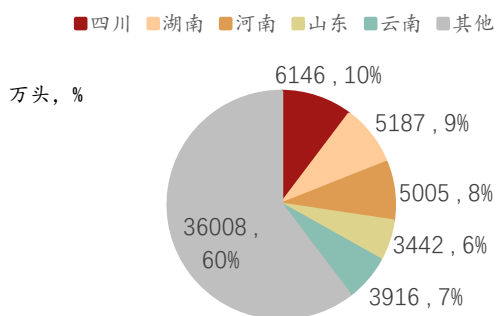
产能布局: 立足四川, 走向全国。目前, 巨星农牧的生猪养殖产能主要集中于四川省内。在全力发展自繁自养模式的发展规划指导下, 公司加快了项目布局和建设进度, 并结合各地生猪供应的实际需求积极在贴近消费市场、靠近供应链的地区开发土地和资源, 已陆续在长三角、珠三角、京津冀地区设立了项目公司、布局产能。公司规划到 2023 年川渝地区产能占比约占 50%、珠三角地区约占 20%、长三角地区约占 20%、河北地区约占 10%。四川省是养猪大省, 生猪出栏量连续多年位居全国前列。根据公开数据, 四川省往年生猪出栏量基本在 6500~7500 万头之间, 但 2019 年受非瘟疫情影响出栏量明显下降至 4853 万头。根据《四川省促进恢复生猪生产八条举措》, 四川省 2020 年要恢复生猪出栏量至 6000 万头, 但 2020 年四川省生猪出栏量仅 5614 万头。《四川省“十三五”农业和农村经济发展规划》中指出, 力争全省生猪出栏基本稳定在 7200 万头, 未来四川省在产能恢复过程中, 公司生猪养殖业务具有广阔的增长空间。

表 6: 巨星农牧生猪养殖基地分布及出栏量 (单位: 万头)

省份	城市	2017	2018	2019H1
四川省	成都	19.07	15.32	6.82
四川省	广元	0.91	4.06	2.97
四川省	泸州	0.23	4.17	3.66
四川省	眉山	0.16	0.17	0.30
四川省	乐山	0.00	0.02	0.01
四川省	宜宾	-	0.27	0.14
贵州省	-	-	-	-
合计		20.38	24.01	13.89

资料来源: 公司公告、招商证券

图 20: 四川省是养猪大省

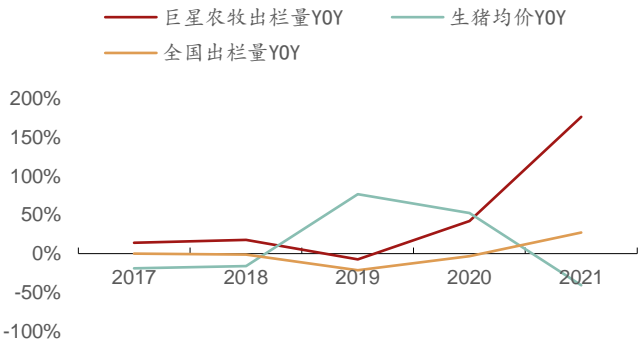


资料来源: 农业农村部、招商证券

1、出栏：产能投建+现金充足，逆势扩张可期

21年出栏量达87万头，近5年复合增速达37%。自巨星农牧在2016年确定了聚焦养猪、大力发展生猪养殖的战略之后，其生猪出栏规模就开始了加速增长。2016年至2021年，公司的生猪出栏量由18万头增长到87万头、复合增速达到了37%。除2019年受非洲猪瘟冲击而导致出栏量同降7%以外，其余年份公司的出栏量增速均是不断加快的，2021年的出栏量同比增速达177%。随着公司产能的稳步建设，预计2022-2024年公司出栏量有望达150万头、270万头、400万头，同比增速分别为72%、80%、48%。

图 26：近两年公司开始加速扩张生猪出栏规模

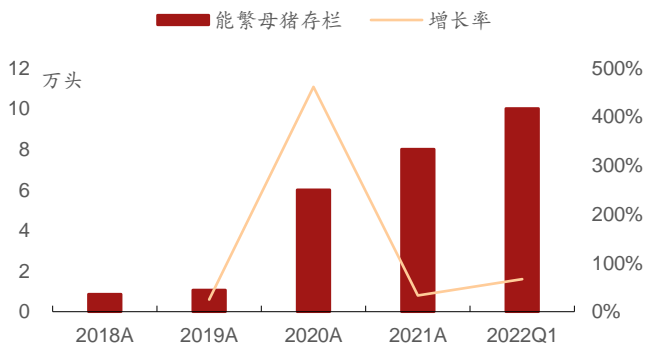


资料来源：wind、公司公告、招商证券

1) 母猪存栏：已超 10 万头，预计稳步增长

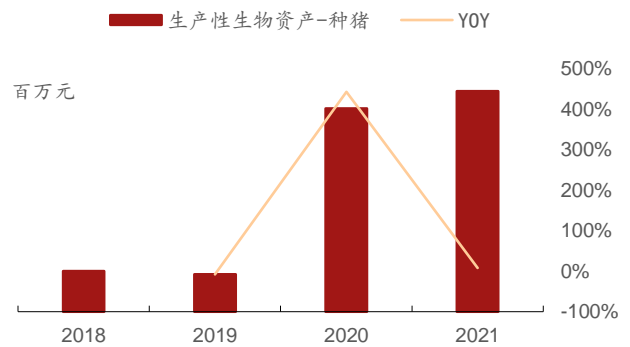
母猪存栏已超 10 万头。2020 年以来，公司的种猪规模进入快速增长通道。根据草根调研，截至 2022 年一季度末，公司的能繁母猪存栏约 10 万头、较 2021 年底增加了约 2 万头，约可支撑 200 万头左右的仔猪年产量。考虑到公司的 GP 和 GGP 母猪较为充足，预计能繁母猪存栏可继续稳步增长；而公司的种猪体系优势、与 PIC 的合作支撑有望护航其继续实现高 PSY，从而支撑其生猪销售规模的持续增长。

图 27：公司的种猪存栏持续增长



资料来源：公司公告、招商证券。注：2020 年数据为估算数据。

图 28：公司的生产性生物资产保持增长



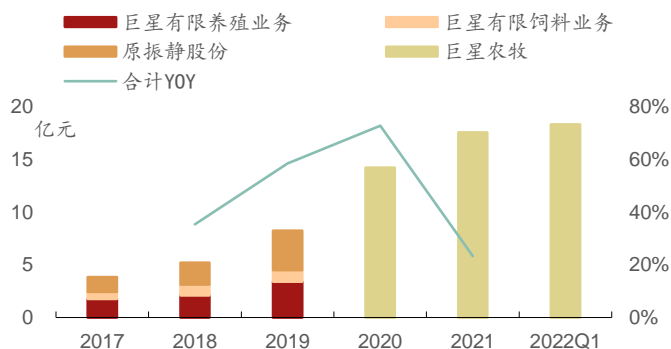
资料来源：公司公告、招商证券。注：2019 年及之前的为原巨星有限的数

2) 猪舍产能：2022 年底肥猪舍产能或超 300 万头

固定资产、在建工程、资本开支大幅增长。固定资产反映了公司的猪舍产能，在建工程和资本开支则直接影响未来一年或两年内的产能增幅。2021 年末，巨星农牧的固定资产 17.54 亿元、同比增长 23%，新增的固定资产主要是猪舍产能；在建工程 8.47 亿、同比增长 207%，以养殖产能的新建/改扩建为主（2021 年底养殖新建/改扩建工程约 8.35 亿元、同比 221%）。2022 年一季度，巨星农牧的固定资产和在建工程继续保持了高速增长，分别同比增长 24%和 157%。2021 年，公司的资本开支达 11.74 亿元、同比增速高达 92%，约可支撑 60 万头左右的生猪产能增量；2022

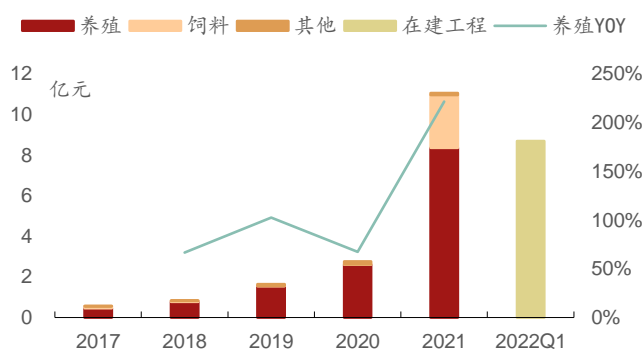
年一季度，公司的资本开支达 2.67 亿元、同比增速达 45%，继续维持高位。

图 29: 公司的固定资产持续高速增长



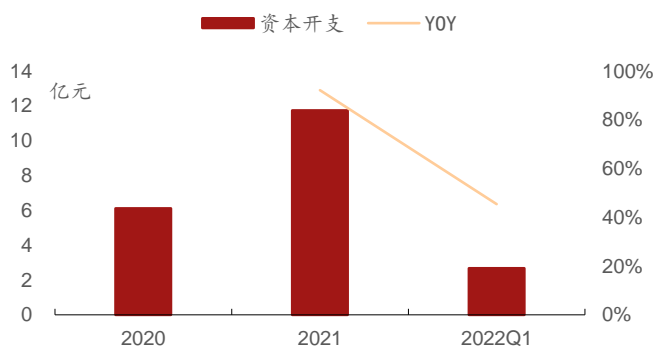
资料来源：公司公告、招商证券

图 30: 公司的在建工程主要是猪舍产能



资料来源：公司公告、招商证券。注：2019 年及之前的为原巨星有限的数据

图 31: 公司的资本开支持续高速增长



资料来源：公司公告、招商证券

现有种猪存栏产能 10 万头、育肥年出栏产能约 200 万头。截至 2021 年底，公司经营猪场约 28 个，包括 23 个种猪场和 5 个育肥场，其中 8 个于 2020 年投产、2 个于 2021 年底投产。1) 母猪舍：2021 年底母猪舍的产能或已达 10 万头（估算同比增长 15%~20%）。据公司公告披露的数据，兆雅猪场等 14 个种猪场的设计母猪饲养规模合计达 7.63 万头，其余 9 个种猪场未披露具体数据，若保守按每个种猪场可饲养母猪 2500 头计算，则现经营种猪场可饲养母猪规模近 10 万头。2) 育肥舍（自有+农户）：2021 年底育肥舍出栏产能近 200 万头。巨星农牧现经营 5 个育肥场，我们估算平均每个育肥场年出栏产能约 10 万头、公司自育肥出栏产能逾 50 万头；截至 2020 年 7 月，巨星农牧已开展合作以及已签署合同的农户足最大可寄养规模已达 72 万头、假定合作农户每年出栏两个批次的育肥猪，同时考虑到公司处于扩张期且与农户的合作关系较为稳定，我们估算合作农户育肥年出栏产能已超 140 万头。

表 7: 现经营猪场可饲养母猪规模近 10 万头

猪场	设计母猪饲养规模：头	投产时间	类型	猪场	类型
兆雅猪场	2400	2017	种猪场	红旗猪场	种猪场
圈龙猪场	3500	2018	种猪场	燎原猪场	种猪场
高观猪场	5400	2019	种猪场	天府猪场	种猪场
福集猪场	6000	2019	种猪场	黄丰猪场	种猪场
兴裕猪场	1800	2020	种猪场	捷为猪场	种猪场
观胜猪场	1800	2020	种猪场	阆中鸿宇猪场	种猪场
开封猪场	5400	2020	种猪场	都江堰猪场	种猪场
方洞猪场	2000	2020	种猪场	籍田猪场	种猪场
屏山中都猪场	8000	2020	种猪场	田家种猪场	种猪场
叙永后山猪场	8000	2020	种猪场	集贤猪场	育肥场
冉义猪场	6000	2020	种猪场	响滩育肥场	育肥场
剑峰猪场	12000	2020	种猪场	古蔺普安猪场	育肥场

平塘甲茶种猪场	5000	2021年12月	种猪场	古蔺稻香猪场	育肥场
古蔺皇华种猪场	9000	2021年12月	种猪场	元山猪场	育肥场
合计	76300				

资料来源：公司公告、招商证券

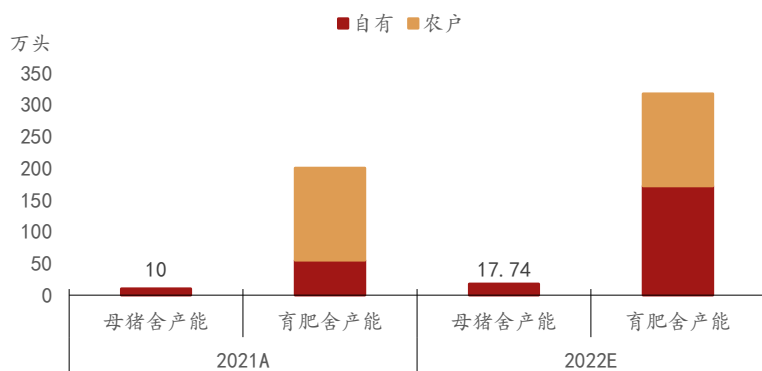
预计 2022 年底种猪存栏产能达 17 万头、育肥年出栏产能逾 300 万头。截至 2021 年底，公司的在建猪场有 5 个，包括 2 个种猪场和 3 个繁育一体化猪场，合计设计产能包括存栏 7.74 万头的母猪舍、出栏 117 万头的育肥舍。预计 5 个猪场在 2022 年均能完成建设并达到可投产状态。也就是说若在建猪场 2022 年均顺利达产，公司的种猪存栏产能将达 17 万头、自育肥产能的年出栏规模或达 170 万头、合计育肥产能（自有+农户）的年出栏规模逾 300 万头。

表 8: 2022 年预计新增种猪存栏产能超 7.7 万头、自育肥出栏产能 117 万头

猪场	设计规模	育肥方式	预计投产时间
古蔺巨星石宝种猪场	1 万头种猪存栏的楼房种猪场，建成后将达到年出栏生猪 25 万头	农户代养	2022 年 4 月
宜宾巨星屏边种猪场	2.4 万头种猪存栏的楼房种猪场，建成后将达到年出栏生猪 60 万头	农户代养	2022 年 12 月
德昌巨星生猪繁育一体化项目	3.6 万头种猪存栏的繁育一体化养殖场，建成后将达到年出栏生猪 97.2 万头	全程自养	2022 年 6 月
平塘巨星更打生猪繁育一体化项目	3380 头种猪存栏的繁育一体化养殖场，建成后将达到年出栏生猪 9.13 万头	全程自养	2022 年 12 月
雅安巨星三江生猪繁育一体化项目	0.4 万头种猪存栏的繁育一体化养殖场，建成后将达到年出栏生猪 10.8 万头	全程自养	2022 年 12 月
合计	7.74 万头种猪存栏，年出栏生猪 202.13 万头		

资料来源：公司公告、招商证券

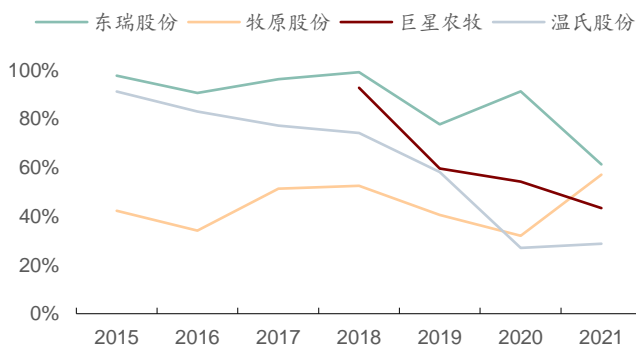
图 32: 2022 年公司的猪舍产能有望快速增长



资料来源：公司公告、招商证券测算

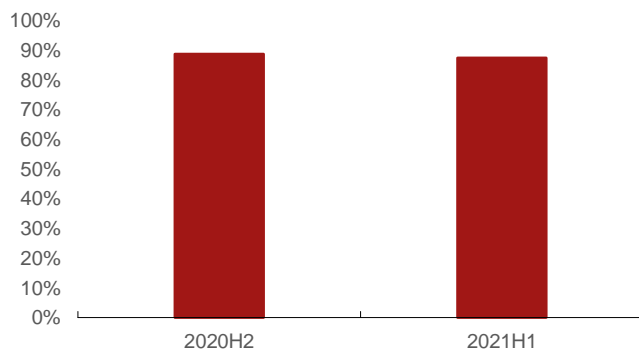
生猪产能释放期到来，产能利用率或提升。2021 年上半年，公司的母猪产能利用率约 43%（生猪产量/各养殖场能繁母猪全部投入且充分利用得到的能够产出的理论最大生猪量），原因在于公司近两年新建猪场项目陆续投产，截至期末时部分母猪产仔时间不长、猪只日龄较小，处于哺乳期、保育阶段的仔猪数量较多，还未达到出栏条件，这是生猪养殖行业企业普遍存在的现象。从公司自产的断奶仔猪存活数量与产能匹配情况来看，2021 年上半年断奶仔猪存活量/产能为 88%，这是由于新投产种猪在引种后无法全部一次性配种、需根据母猪生产固有规律按计划及批次排产所致。考虑到公司的母猪产能释放期即将到来，预计未来公司的母猪产能利用率有望提升。考虑到 2018 年/2019 年公司的产能利用率分别为 93%/60%，保守估计公司的利用率或可回升至 60%~80%的水平。结合公司的母猪存栏及猪舍产能情况，我们预计公司 2022 年/2023 年的生猪出栏量或可达 150 万头/270 万头，相当于 70%左右的产能利用率。

图 33: 巨星农业和同业公司的产能利用率对比



资料来源: 公司公告、招商证券。注: 因数据限制, 巨星农牧 2020 年数据仅为 2020H2 数据、2021 年数据为 2021H1 数据。

图 34: 公司的断奶仔猪存活量/生猪产能情况

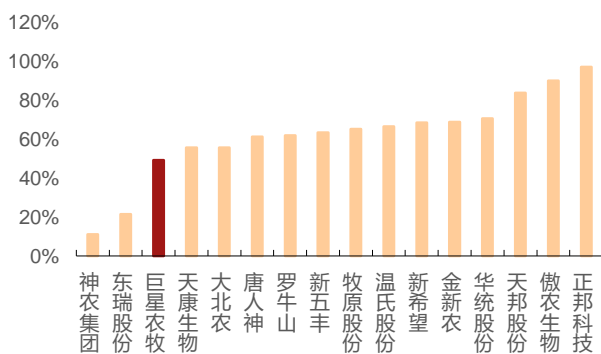


资料来源: 公司公告、招商证券

3) 现金和员工储备充足

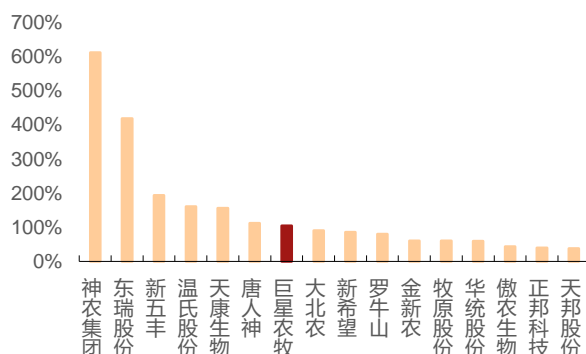
下行周期关注资金压力, 巨星农牧资金充足。4 月以来, 猪价明显回暖。但是, 目前猪价仍在行业成本线以下, 生猪养殖行业仍整体处于亏损状态; 同时, 豆粕、玉米、小麦等饲料原料持续涨价带动养殖现金成本抬升, 加剧生猪养殖行业的成本压力。在猪价低迷以及饲料原料价处高位双重压力下, 资金保障是一大关键因素。从募资情况来看, 巨星农牧分别在 2017 年 12 月 IPO 募集了约 3.35 亿元、在 2021 年 7 月定向增发募集了约 4.2 亿元、在 2022 年 4 月发行了 10 亿元的可转债, 其中可转债募集资金用于投建生猪养殖等项目的时候、还用于补充流动资金。目前巨星农牧库存现金充裕, 截至 2022 年一季度, 公司还有 4.28 亿货币现金, 可以有效把控正常的生产经营节奏; 截至一季度末, 巨星农牧资产负债率 49%、流动比率 105%、流动负债占比约 62%, 是上市猪企中少有的负债率低、账面现金充足的猪企。同时, 巨星农牧还背靠和邦集团以及巨星集团, 这两大集团及控股股东对养殖产业的战略投入均有一定倾斜。因此整体来看, 巨星农牧资金整体安全性较高, 有望顺利度过周期底部、迎来行情反转。

图 35: 2022Q1 上市猪企的资产负债率



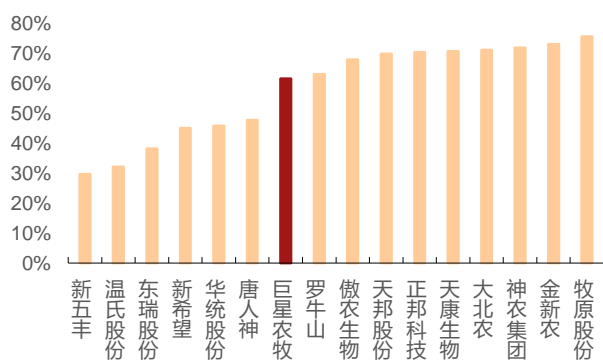
资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 2022Q1 上市猪企的流动比率



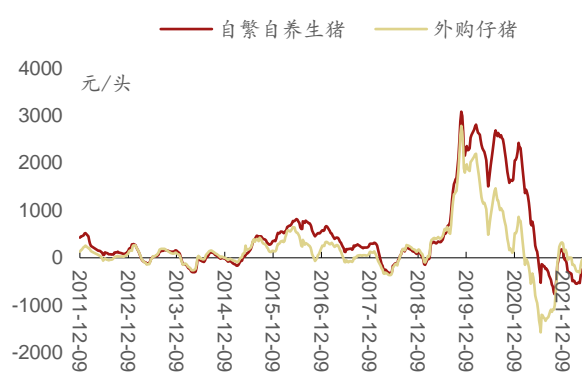
资料来源: 公司公告、招商证券

图 37: 2022Q1 上市猪企的流动负债占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 38: 近十年自繁自养生猪和外购仔猪育肥的养殖利润



资料来源: 公司公告、招商证券

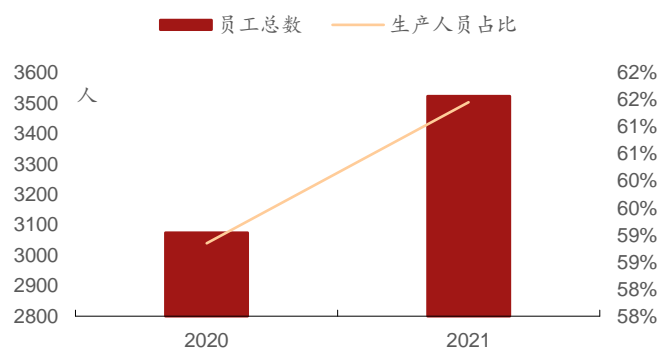
表 9: 可转债募集资金用途

	项目总投资额 (亿元)	募集资金承诺投资总额 (亿元)	新增年出栏产能 (万头)	头均投资额 (元/头)
德昌巨星生猪繁育一体化项目	19.2	7.5	97.2	1976
补充流动资金	2.5	2.5		
合计	21.7	10.0		

资料来源: 公司公告、招商证券

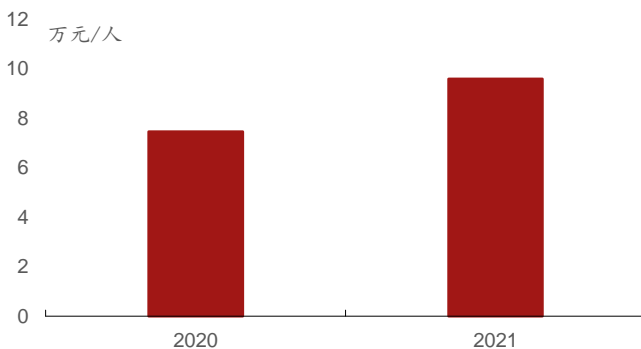
2021 年末生产人员超 2000 人，员工储备充足。2021 年巨星农牧员工总数增加了约 450 人到 3500 余人，其中生产人员增加了 350 余人到 2165 人。若假设 2022 年人效达到 900 头/人、那么 150 万头的生猪出栏约需要近 1700 名生产人员，公司为 2022 年的出栏已经提前储备足了生产人员。同时，2021 年巨星农牧员工人均薪酬为 9.6 万元、同比增长了 29%，员工稳定性较强。

图 39: 公司的生产人员储备充足



资料来源: 公司公告、招商证券

图 40: 公司的人均薪酬大幅提升

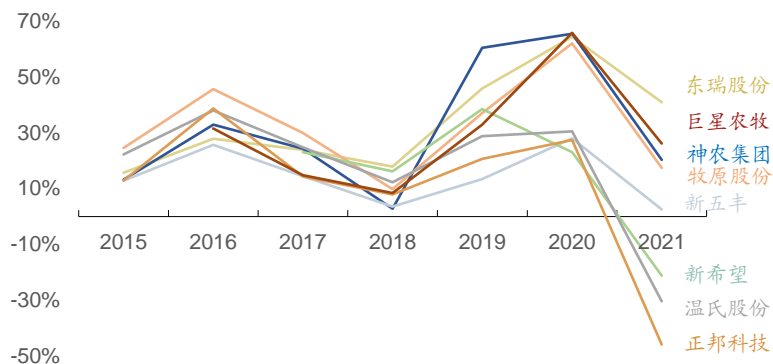


资料来源: 公司公告、招商证券

2、销售结构优+育肥成本低，盈利中枢高于行业

巨星农牧生猪养殖毛利率处于行业领先水平。2021 年，巨星农牧生猪养殖业务毛利率 26%、仅次于供港龙头猪企东瑞股份、较行业龙头牧原股份高出近 10 个百分点。2016 年至 2019 年，巨星农牧生猪养殖业务毛利率并无明显优势；2020 年，巨星农牧生猪养殖业务毛利率 66%、优势初现。我们分析，巨星农牧生猪养殖业务毛利率的优势主要来源于种猪销售占比高和育肥成本较低两方面。

图 41: 上市猪企的生猪养殖业务毛利率对比

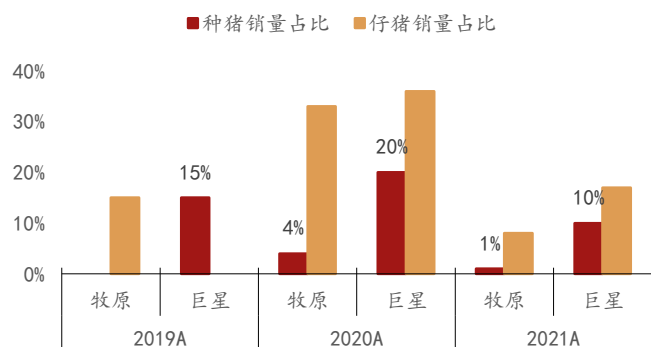


资料来源: 公司公告、招商证券

1) 种猪销售占比高带来高盈利

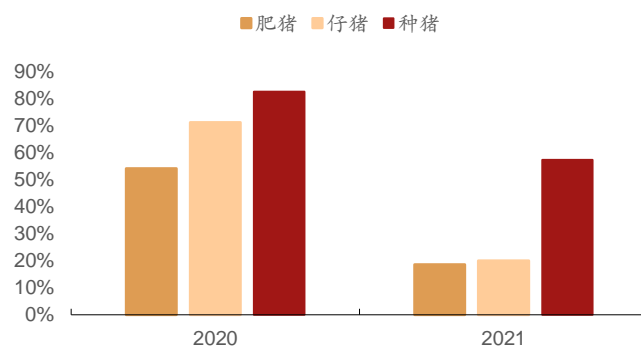
巨星农牧种猪销售占比较高。2019 年至 2021 年, 巨星农牧的种猪销售占比分别为 15%、20%、10%, 而牧原股份同期种猪销售占比则分别为 0.3%、3.6%和 0.7%, 种猪销售的高毛利率及高销量占比拉高了巨星农牧生猪养殖业务的整体毛利率。

图 42: 巨星农牧和牧原股份的出栏结构对比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 43: 种猪的销售毛利率明显高于仔猪和肥猪



资料来源: 公司公告、招商证券。注: 样本为巨星农牧。

种猪销售高占比未来有望维持。从市场容量和猪周期两个角度来看, 巨星农牧较高的种猪销售占比有望维持。1) 市场容量: 据我们的测算, 西南地区每年的种猪更新量超过 200 万头。若假设 2023 年巨星农牧出栏生猪 300 万头, 种猪销售占比达到 10%, 则销售种猪约 30 万头, 占西南地区种猪更新量不到 15%, 完全能够被消化。2) 猪周期: 从历史周期来看, 猪价上行期间母猪的补栏积极性较高, 猪企的种猪销售占比也会较高。如牧原股份在 2020 年猪价高企时的种猪销售占比达到了 3.5%, 而其余年份均不到 1%。结合我们前文对 2023 年猪价的判断, 预计巨星农牧的种猪销售高占比有望维持。

图 44: 西南地区的年更新种猪逾 200 万头

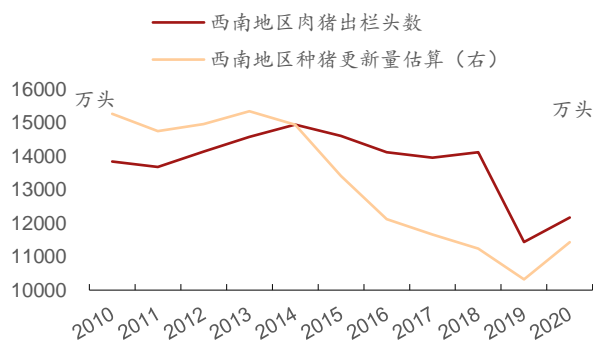
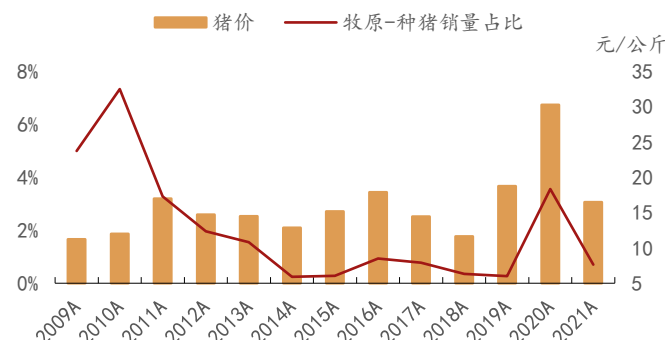


图 45: 猪价高时, 猪企的种猪销售占比较高



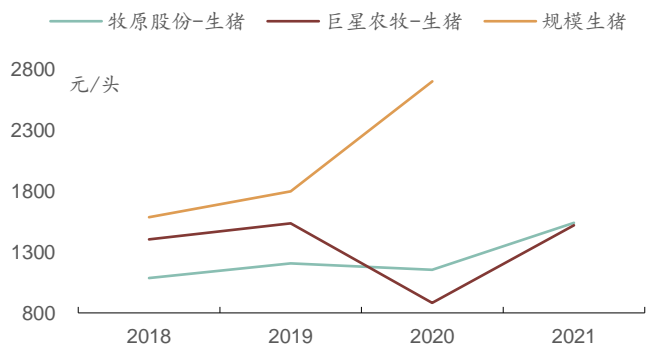
资料来源：农业农村部、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

2) 非瘟防控得当+种猪体系完善, 育肥成本低

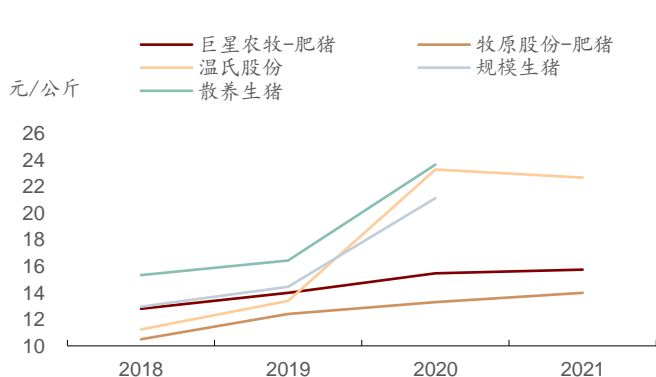
育肥成本控制得当, 相对优势渐显。2018 年以来, 在生猪养殖行业成本中枢抬升的背景下, 巨星农牧仍维持了低位成本, 从而形成了明显的相对优势。从生猪头均养殖成本来看, 2018 年, 巨星农牧生猪头均养殖成本约 1404 元/头、高于牧原股份的 1010 元/头、略低于规模猪场的平均水平 (1585 元/头)。2018 年底非瘟爆发后, 受仔猪价格上涨、死淘率提升带动饲料成本上升、叠加防疫成本提升等因素的影响, 生猪养殖行业的成本整体抬升。规模猪场的生猪养殖头均成本在 2020 年上涨到了 2699 元、较 2018 年提升了 70% (1114 元/头), 其中仔猪成本提升了 948 元/头、饲料成本提升了 133 元/头、医疗防疫成本提升了 8 元/头。但巨星农牧的生猪头均养殖成本仅小幅上涨, 2021 年其生猪头均养殖成本 1518 元、较 2018 年上涨 8%, 同期牧原股份生猪头均养殖成本为 1539 元、较 2018 年上涨了 42%。从肥猪单重毛成本来看, 2018 年, 巨星农牧的肥猪养殖成本约 13 元/公斤、略高于业内龙头牧原股份和温氏股份、与行业平均水平无明显差异; 2021 年, 巨星农牧的肥猪养殖成本约 16~17 元/公斤、与牧原股份相近、远低于温氏股份。

图 46: 巨星农牧和同行公司的生猪养殖成本对比



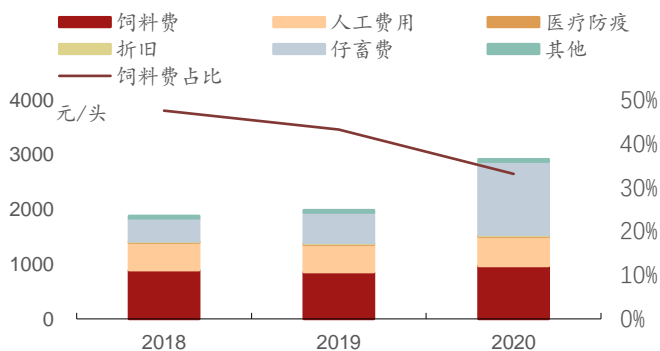
资料来源: 公司公告、全国农产品成本收益资料汇编、招商证券

图 47: 巨星农牧和同行公司的肥猪养殖毛成本对比



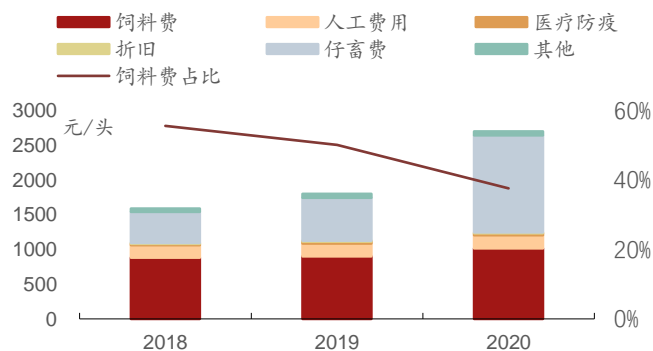
资料来源: 公司公告、全国农产品成本收益资料汇编、招商证券

图 48: 散养户的生猪养殖成本构成



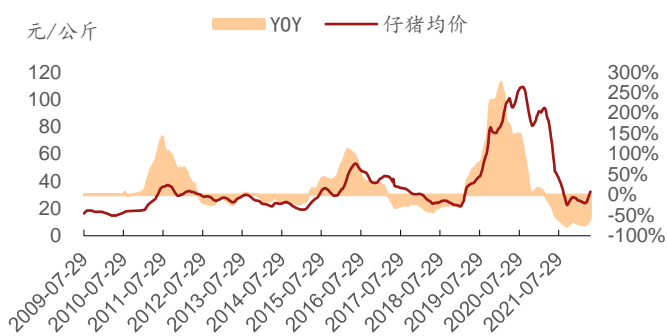
资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编、招商证券

图 49: 规模猪场的生猪养殖成本构成



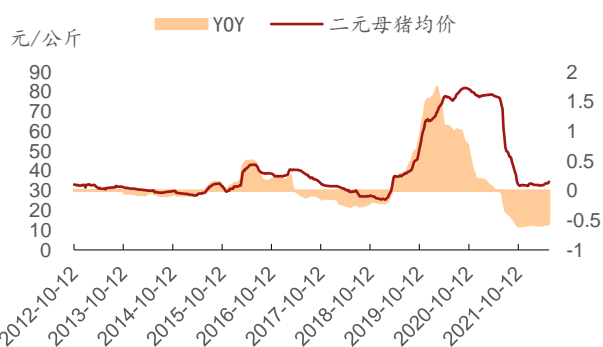
资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编、招商证券

图 50: 仔猪价格及变化趋势



资料来源: 农业农村部、招商证券

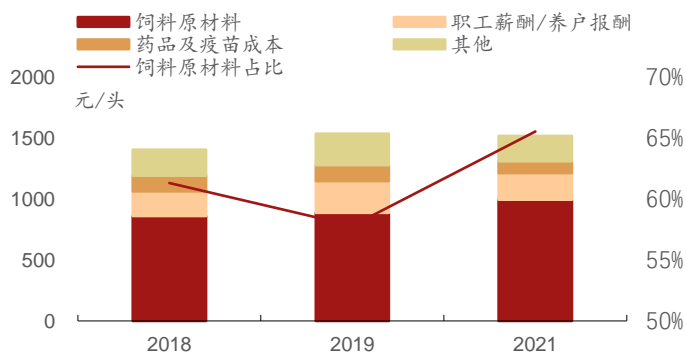
图 51: 二元母猪价格及变化趋势



资料来源: 农业农村部、招商证券

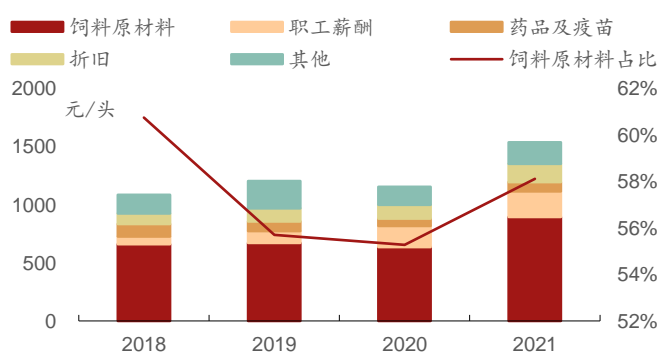
饲料及薪酬成本涨幅较小形成相对优势。 巨星农牧生猪养殖成本主要包括饲料原材料、药物及疫苗、委托养殖费用、职工薪酬、资产折旧、评估增值摊销、制造费用及其他七项, 2021 年这七项分别为饲料原材料 995 元/头 (占比 66%)、药物及疫苗 98 元/头 (占比 6%)、委托养殖费用 192 元/头 (占比 13%)、职工薪酬 26 元/头 (占比 2%)、资产折旧 69 元/头 (占比 5%)、评估增值摊销 12 元/头 (占比 1%)、制造费用及其他 127 元/头 (占比 8%); 同期牧原股份的生猪头均养殖成本构成主要为饲料原材料 894 元/头 (占比 58%)、药品及疫苗 79 元/头 (占比 5%)、职工薪酬 222 元/头 (占比 14%)、资产折旧 156 元/头 (占比 10%)、其他费用 187 元/头 (占比 12%)。横向对比来看, 巨星农牧的饲料原材料成本略高于牧原股份, 职工薪酬、折旧及其他费用方面巨星农牧略低于牧原。纵向对比来看, 巨星农牧的饲料原材料成本、职工薪酬/养户报酬、药品及疫苗成本、其他成本在 2021 年分别较 2018 年增长了 16%、8%、-24%、-2%, 同时间区间内牧原股份的生猪养殖成本构成增长幅度分别为饲料原材料增长 36%、职工薪酬增长 227%、药品及疫苗减少 26%、折旧费用增长 68%、其他费用增长 18%, 可以看出巨星农牧在 2021 年的成本优势主要来源于饲料原材料成本和职工薪酬/养户报酬上涨幅度远小于其他企业而形成的相对优势。

图 52: 巨星农牧生猪成本构成



资料来源: 公司公告、招商证券

图 53: 牧原股份生猪成本构成



资料来源: 公司公告、招商证券

我们分析, 巨星农牧维持成本低位的途径主要包括:

1) 快速实现非洲猪瘟有效防控, 减少效率损失。2019 年, 巨星农牧因疫病被扑杀 4.7 万头生猪、其中种猪被扑杀 3400 头。公司随即针对非瘟疫情作出了快速反应、实现了非瘟疫情的有效防控, 2020 年便无生猪因疫病被扑杀。具体而言, 公司坚持“严格选址、高标准建设、封闭隔断、洗消防疫、持续监测、迅速处置”的管控思路。首先, 在猪场的物理隔离防疫硬件设施方面, 公司在新猪场的建设中十分注重生物安全性, 猪场配备了高效新风系统过滤、三级反渗透膜饮用水过滤、三分钟 85 度高温灭菌饲料生产线等以保障猪只生物安全; 针对老旧猪场, 公司以最新防疫标准为参考进行了改良升级; 针对合作农户, 公司通过提供建厂补贴等方式促进其对自有养殖场配置防鼠墙、防蚊纱帐、中转料塔、空气过滤 (部分场) 等物理隔离防疫硬件设施或进行升级。其次, 公司在养殖过程中采用多级隔离洗消防疫体系, 在各基地建立了猪群监测净化体系, 有效将病毒隔离在猪场外; 针对合作农户, 公司要求农户在每批次仔猪进场前需对养殖场进行全面清洗消毒, 并对每批次养殖的猪只按免疫要求注射疫苗, 还要求合作农户实行封闭式管理。最后, 公司利用高科技设备, 根据产能和布局设立生物安全实验室, 检测生猪健康状况, 做到提前防范、尽早

发觉、尽早处理。

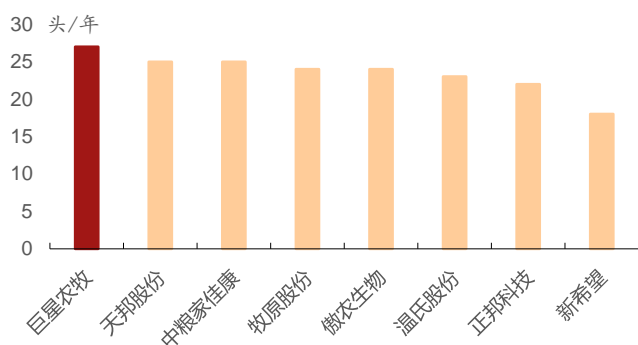
2) 通过引进优秀性能种猪、提升养殖管理水平等方式提高养殖效率、降低生产成本。育种是养殖效率的先决性因素，巨星农牧先后从加拿大、美国引进原种猪，优质种猪群为巨星农牧后续发展提供了强力支持。2012 年巨星农牧从加拿大引进新加系种猪 850 头，通过不断自主选育明显提升了育种实力；2015 年巨星农牧获国家核心育种场授牌；为进一步丰富各种特色的种质资源，巨星农牧于 2018 年再次引种，从美国 PIC 引进 990 头曾祖代原种猪，在维持高产仔数的同时，把料肉比降到了最低 2.4:1，优势尽显。育种模式上，目前巨星农牧育种工作采取自主育种与联合育种双管齐下的模式。其中，自主育种以 850 头新法系原种猪为基础，通过 2500 头大约克参考群进行基因组选育，近交、同质选配，在仔猪出生之后进行一次预选留，并在断奶后对长势、体型、外貌、性状遗传、背膘和眼肌面积等指标先后分 3 轮进行选留，以保持种猪优良基因和性能；而联合育种则是与 PIC 合作，利用 PIC 的育种软件，对采集的数据进行分析、评估，巨星农牧参考评估报告进行选留，PIC 也会派驻遗传服务专员，制定育种周报和月报，制定配种计划方向，巨星农牧育种人员则根据报告做单场配种、评估、选留。2017 年 9 月，巨星农牧与 PIC 签署了为期 7 年零 6 个月的《封闭扩繁总协议》，且协议到期后将自动续展 24 个月。在此协议内，PIC 向巨星农牧供应曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪。巨星农牧在此基础上繁育的四阴种猪（蓝耳、伪狂犬 GE、PED、非洲猪瘟抗原抗体检测均为阴性）具有产仔率高、仔猪成活率高、料肉比低、疫苗药品需求量少等多种优点，有效降低了生产成本。育种技术上，巨星农牧掌握有 BLUP（最佳线性无偏估计）遗传评估法、全基因组选择育种技术和种猪性能测定技术，可对屠宰性状等低遗传力和难以度量的性状进行选择，并提高育种值估计的准确性，育种效率较高。经过多年的育种，巨星农牧建立了高质量的核心种群，在繁殖性能、生长速度、胴体品质等多方面具有明显优势，产仔率高、仔猪成活率高、疫苗药品需求量少。近两年，公司的母猪 PSY 提升至 27 头，远高于行业平均水平。巨星农牧的 PSY 在 2018 年和 2019 年分别为 22.75 头和 23.57 头，与 PIC 合作后通过猪种的更换及科学饲养，近两年公司平均 PSY 达到了 27 头，2019 年新投产的圈龙猪场和高观猪场 PSY 近 30 头。

表 10: PIC 种猪性能优秀

	PIC	对手 A
初配日龄	>203 天	240~250 天
初配体重	135~150 公斤	150~170 公斤

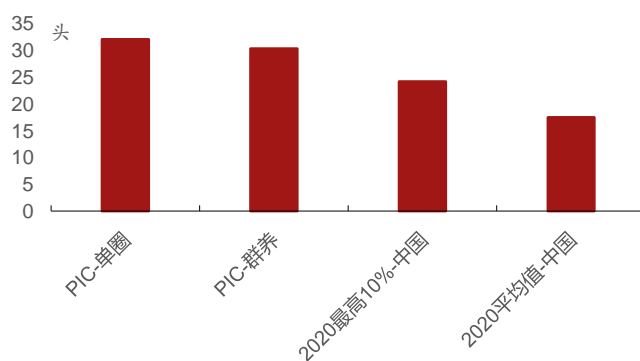
资料来源：PIC 官网、招商证券

图 54: 巨星农牧的 PSY 领先同业



资料来源：公司公告、招商证券。注：2021 年数据。

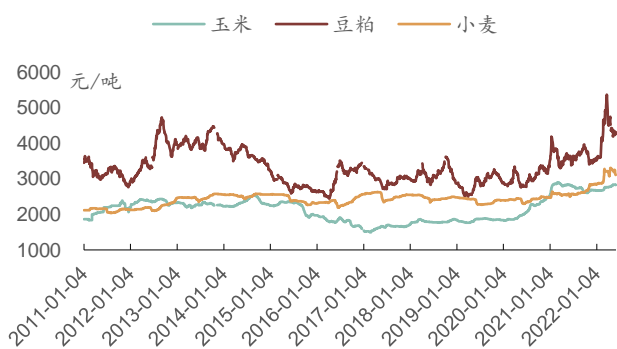
图 55: PIC 的种猪 PSY 可达 32 头



资料来源：Pipestone 官网、招商证券

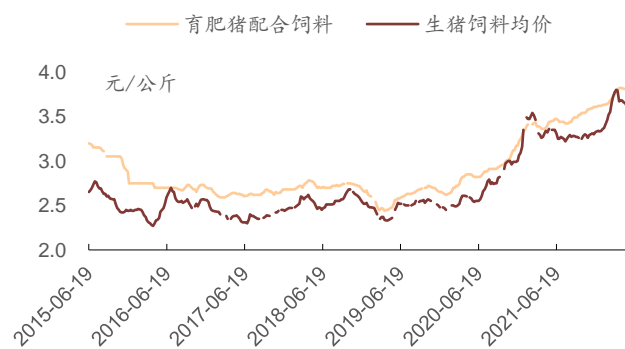
防疫提效对抗原料压力，成本优势仍有望保持。2022Q1 以来，玉米、豆粕、小麦等饲料原料出现了明显涨价，而饲料企业及养殖企业的库存周期一般仅 1~3 个月，目前低位的原料库存或已消耗殆尽，因此饲料原料涨价对生猪养殖行业的成本压力或进一步显现。但是，考虑到公司有望通过加强非瘟防控、提升养殖效率等途径继续改善成本，预计巨星农牧的成本仍有望下行、相对优势有望保持。

图 56: 近两年饲料原料价格持续上涨



资料来源: 农业农村部、汇易网、招商证券

图 57: 近期猪饲料价格呈上涨趋势



资料来源: 博亚和讯、国家发改委、招商证券

四、首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级

逆周期扩张布局，公司有望充分把握猪价反转后的景气上行期。同时，在高种猪销售占比、低育肥成本的加持下，公司有望维持优于行业的头均盈利水平。预计 2022/23/24 年分别实现归母净利润 0.71 亿元/18.03 亿元/17.60 亿元。考虑到前两轮周期顶点年份时龙头猪企的 PE 估值通常在 11 倍~20 倍，对公司 2023 年盈利给以 10X PE 估值，目标价 35.6 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 11：巨星农牧的收入及盈利拆分和预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	百万元	2,983	3,919	7,295	9,548
收入 YOY			31.4%	86.2%	30.9%
营业成本	百万元	2,416	3,477	4,939	7,111
毛利润	百万元	566	442	2,356	2,437
毛利率		19.0%	11.3%	32.3%	25.5%
生猪养殖业务					
生猪养殖业务收入	百万元	1,792	2,710	6,000	8,163
生猪养殖业务成本	百万元	1,323	2,400	3,790	5,883
生猪养殖业务毛利	百万元	470	310	2,210	2,280
生猪养殖业务毛利率		26.2%	11.4%	36.8%	27.9%
生猪销量	万头	87	150	270	400
生猪养殖头均毛利	元/头	539	207	819	570
饲料业务					
饲料业务收入	百万元	519	545	572	601
饲料业务成本	百万元	478	491	515	541
饲料业务毛利	百万元	41	55	57	60
饲料业务毛利率		7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
皮革业务					
皮革业务收入	百万元	495	545	600	659
皮革业务成本	百万元	413	474	522	574
皮革业务毛利	百万元	82	71	78	86
皮革业务毛利率		16.6%	13.0%	13.0%	13.0%
商品鸡业务					
商品鸡业务收入	百万元	167	108	112	112
商品鸡业务成本	百万元	196	103	103	103
商品鸡业务毛利	百万元	-30	5	9	9
商品鸡业务毛利率		-17.7%	4.6%	8.0%	8.0%
其他业务					
其他业务收入	百万元	9	10	11	13
其他业务成本	百万元	6	9	10	11
其他业务毛利	百万元	3	2	2	2
其他业务毛利率		33.7%	15.5%	15.5%	15.5%

资料来源：公司公告、招商证券

表 12: 前两轮周期顶点年份时龙头猪企的 PE 估值情况

		最高市值 (亿元)	其他业务估值 (亿元)	生猪业务盈利(亿 元)	出栏量(万 头)	头均盈利	年度盈利对应 PE
2016 年	牧原股份	343	0	23	311	747	15
	温氏股份	1918	300	121	1713	706	13
	正邦科技	193	10	9	226	415	20
2020 年	牧原股份	3635	0	275	1811	1516	13
	温氏股份	2032	300	87	955	911	20
	正邦科技	660	0	57	956	601	11

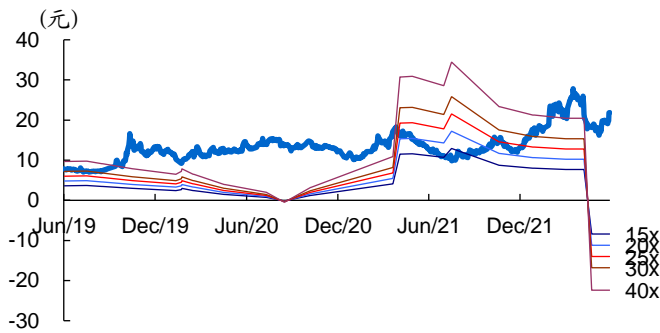
资料来源: wind、公司公告、招商证券

表 13: 巨星农牧、牧原股份和正邦科技的历史头均盈利情况

	出栏量(万头)				盈利(亿元)				头均盈利(元/头)				2018-2021 年平均头 均盈利 (元/头)
	2018A	2019A	2020A	2021A	2018A	2019A	2020A	2021A	2018A	2019A	2020A	2021A	
巨星农牧	24.0	22.2	31.5	87.1	0.15	1.09	5.89	2.59	61	491	1870	297	590
牧原股份	1101	1025	1811	4026	5	61	275	69.04	47	597	1516	171	515
正邦科技	551	578	956	1493	2	16	57	-188	35	285	601	-1261	-314

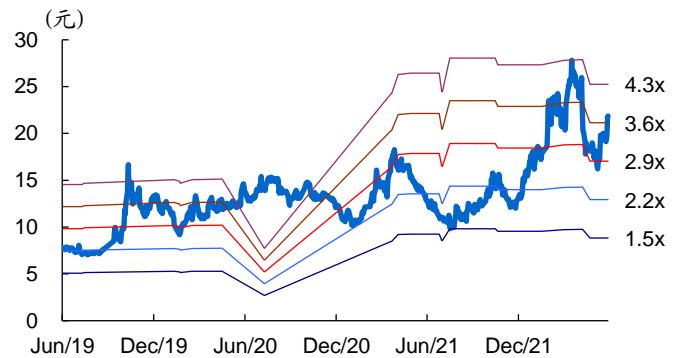
资料来源: 公司公告、招商证券

图 58: 巨星农牧历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 59: 巨星农牧历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

五、风险提示

- 1、猪价表现不及预期：以 2022 年为例，假设公司肥猪完全成本为 16 元/公斤时，猪价涨幅每低于预期 1 元/公斤，对我们的盈利预测影响幅度约 1.43~1.91 亿元。
- 2、公司规模扩张进度不及预期：以 2022 年为例，假设公司肥猪完全成本为 16 元/公斤时，公司出栏量每少于预期 10 万头，对我们的盈利预测影响幅度约 0.68~1.27 亿元。
- 3、公司成本表现不及预期：以 2022 年为例，公司肥猪完全成本每上涨 0.5 元/公斤，对我们的盈利预测影响幅度约 0.55~0.74 亿元。
- 4、突发重大不可控疫情，等。

表 14：公司肥猪完全成本为 16 元/公斤时的 2022 年盈利敏感性分析

盈利：百万元		猪价：元/公斤					
		20	21	22	23	24	25
出栏量：万头	120	790	933	1076	1219	1363	1506
	130	857	1013	1168	1323	1478	1633
	140	925	1092	1259	1427	1594	1761
	150	993	1172	1351	1530	1709	1888
	160	1060	1251	1443	1634	1825	2016

数据来源：公司公告、招商证券

表 15：公司肥猪完全成本为 16.5 元/公斤时的 2022 年盈利敏感性分析

盈利：百万元		猪价：元/公斤					
		20	21	22	23	24	25
出栏量：万头	120	734	878	1021	1164	1308	1451
	130	798	953	1108	1263	1418	1574
	140	861	1028	1195	1362	1529	1696
	150	924	1103	1282	1461	1640	1819
	160	987	1178	1369	1560	1751	1942

数据来源：公司公告、招商证券

表 16：公司肥猪完全成本为 17 元/公斤时的 2022 年盈利敏感性分析

盈利：百万元		猪价：元/公斤					
		20	21	22	23	24	25
出栏量：万头	120	679	823	966	1109	1252	1396
	130	738	893	1048	1203	1359	1514
	140	796	963	1131	1298	1465	1632
	150	855	1034	1213	1392	1571	1750
	160	913	1104	1295	1486	1677	1868

数据来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1563	2117	2669	3765	5443
现金	485	544	457	548	854
交易性投资	3	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	195	106	118	219	287
其它应收款	18	22	28	53	69
存货	827	1326	1897	2694	3879
其他	35	119	169	250	354
非流动资产	2732	3899	4107	4282	4430
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1423	1754	2060	2322	2548
无形资产商誉	946	955	859	773	696
其他	363	1190	1188	1186	1185
资产总计	4295	6016	6775	8047	9873
流动负债	1369	1718	2405	1864	1921
短期借款	686	714	1300	471	100
应付账款	375	453	651	925	1332
预收账款	14	23	33	47	68
其他	293	528	420	420	420
长期负债	218	970	970	970	970
长期借款	179	689	689	689	689
其他	39	280	280	280	280
负债合计	1588	2688	3375	2834	2891
股本	468	506	506	506	506
资本公积金	1836	2210	2210	2210	2210
留存收益	356	572	643	2447	4207
少数股东权益	48	39	41	50	59
归属于母公司所有者权益	2660	3289	3360	5163	6923
负债及权益合计	4295	6016	6775	8047	9873

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	373	155	48	1526	1256
净利润	133	267	73	1812	1769
折旧摊销	93	236	345	378	406
财务费用	25	51	66	59	33
投资收益	(0)	(12)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	148	(389)	(435)	(740)	(965)
其它	(27)	3	9	26	22
投资活动现金流	(417)	(1035)	(547)	(547)	(547)
资本支出	(611)	(1174)	(556)	(556)	(556)
其他投资	195	139	9	9	9
筹资活动现金流	195	1010	412	(888)	(404)
借款变动	(1147)	871	478	(829)	(371)
普通股增加	228	38	0	0	0
资本公积增加	1463	374	0	0	0
股利分配	(360)	(468)	0	0	0
其他	11	194	(66)	(59)	(33)
现金净增加额	152	130	(87)	91	305

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1439	2983	3919	7295	9548
营业成本	998	2416	3477	4939	7111
营业税金及附加	8	10	14	25	33
营业费用	25	38	55	95	124
管理费用	112	124	196	328	430
研发费用	10	15	20	36	48
财务费用	19	48	66	59	33
资产减值损失	2	(57)	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	7	9	9	9	9
投资收益	0	12	0	0	0
营业利润	278	296	101	1821	1778
营业外收入	8	19	10	10	10
营业外支出	177	37	35	10	10
利润总额	109	278	76	1821	1778
所得税	(25)	11	3	9	9
少数股东损益	6	8	2	9	9
归属于母公司净利润	128	259	71	1803	1760

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	159%	107%	31%	86%	31%
营业利润	514%	7%	-66%	1699%	-2%
归母净利润	223%	103%	-73%	2439%	-2%
获利能力					
毛利率	30.7%	19.0%	11.3%	32.3%	25.5%
净利率	8.9%	8.7%	1.8%	24.7%	18.4%
ROE	7.3%	8.7%	2.1%	42.3%	29.1%
ROIC	15.4%	7.8%	3.1%	31.8%	25.5%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	44.7%	49.8%	35.2%	29.3%
净负债比率	20.6%	25.1%	29.4%	14.4%	8.0%
流动比率	1.1	1.2	1.1	2.0	2.8
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	1.0	1.1
存货周转率	1.5	2.2	2.2	2.2	2.2
应收账款周转率	8.2	19.8	34.9	43.3	37.7
应付账款周转率	3.1	5.8	6.3	6.3	6.3
每股资料(元)					
EPS	0.25	0.51	0.14	3.56	3.48
每股经营净现金	0.74	0.31	0.09	3.02	2.48
每股净资产	5.26	6.50	6.64	10.20	13.68
每股股利	0.92	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	86.7	42.7	155.9	6.1	6.3
PB	4.2	3.4	3.3	2.1	1.6
EV/EBITDA	36.8	24.6	27.3	6.2	6.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

熊承慧：中科院生物学博士，武汉大学学士。2年实业经验，7年卖方研究经验。曾就职于国际种业龙头孟山都生物技术部门，继而先后在华泰证券、中信证券担任分析师。2021年3月加入招商证券，任农林牧渔首席分析师。

李秋燕：广西大学硕士。5年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021年6月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022年2月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。