

巨星农牧 (603477.SH)

平稳过冬，蓄势迎接猪价反转

2022H1 公司养猪业务头均亏损 367~396 元，其中单二季度盈利转正。周期反转向上，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。维持“强烈推荐”投资评级。

- **平稳过冬，2022Q2 盈利转正。**公司披露 2022 年半年度业绩预告，预计 2022H1 亏损 2.5~2.7 亿元、同比下降 187%~194%；共销售生猪 68.12 万头、同比增加 119%，头均亏损 367~396 元。上半年亏损主要系生猪销售价格下降、销售规模上升所致。其中，单二季度预计实现归母净利润 4113~6113 万元、同比变化幅度为-28%~7.2%，盈利转正或主要系资产减值损失冲回、养殖成本下降等因素带来。
- **周期反转向上，2022Q3 猪价有望维持强势。**从母猪产能、行业盈利以及猪料销量等多维度来看，猪价或已从 2022 年 3 月底实现反转。根据国家统计局以及农业农村部数据，2021 年 6 月能繁母猪存栏见顶，7~10 月能繁母猪产能加速去化。按照产能传导周期推算，2022Q3 生猪出栏或持续收缩，而需求端或季节性好转。供给收缩叠加需求边际改善，2022Q3 猪价有望维持强势。从猪价、动保批签发、猪精销量等数据来看，本轮周期产能去化幅度前期或被低估、行业现金流紧张程度或超预期，参考往轮周期长度和猪价走势，周期高点或在明年年底前后、猪价高点或超预期。
- **公司出栏量、盈利兑现能力强。**1) 逆势扩张能力强：一方面，截至 2022Q1，公司猪舍产能稳步扩建，固定资产 18.3 亿元、环比增长 4%，在建工程 8.68 亿元、环比增长 2%；另一方面，公司种猪储备充足，2021 年底公司能繁母猪存栏 6.66 万头（公司公告数据）、2022Q1 末约 10 万头（草根调研数据）。2) 销售结构优：2020/21 年公司种猪销售占比约 20%/10.3%。考虑到周期反转、猪价上行期间母猪补栏积极性较高，预计公司的种猪销量占比在下半年将明显回升。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**平稳过冬，2022Q2 公司盈利转正。周期反转向上，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。维持“强烈推荐”投资评级。
- **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	133.5	65.8	240.0	9.5	9.7
PB	6.4	5.2	5.1	3.3	2.5

资料来源：公司数据、招商证券。注：股价为 2022 年 7 月 13 日收盘价

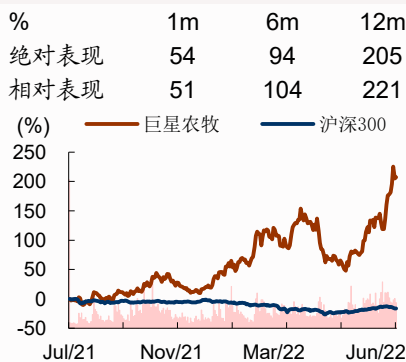
强烈推荐 (维持)

消费品/农林牧渔
目标估值：
当前股价：33.68 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)	170
流通市值 (亿元)	162
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《巨星农牧 (603477) — 逆势扩张的川渝种猪龙头》2022-06-12

熊承慧 S1090521030002

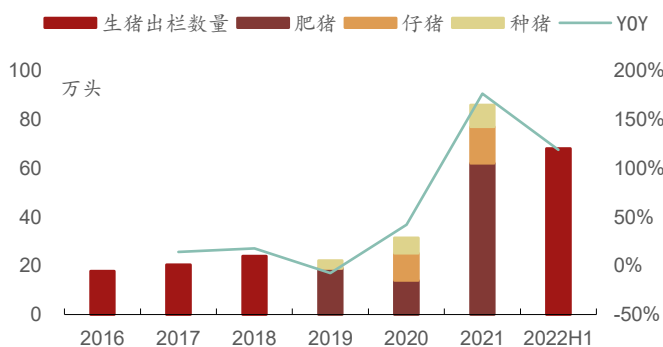
✉ xiongchenghui@cmschina.com.cn

表 1: 巨星农牧季度业绩回顾

(百万元)	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2E
营业收入	651	628	720	734	630	899	735	--
营业毛利	201	231	292	171	-36	139	-86	--
营业费用	10	10	9	13	8	8	10	--
管理费用	26	74	32	38	26	27	33	--
财务费用	7	7	10	10	14	14	17	--
投资收益	-1	1	6	-1	14	-6	--	--
营业利润	174	127	240	70	-78	64	-309	--
归属母公司净利	55	93	231	57	-86	56	-311	41.13~61.13
EPS (元)	0.12	0.20	0.49	0.11	-0.17	0.11	-0.61	--
主要比率								
毛利率	30.9%	36.8%	40.6%	23.3%	-5.7%	15.5%	-11.7%	--
营业费用率	1.5%	1.6%	1.3%	1.8%	1.3%	0.9%	1.4%	--
管理费用率	12.9%	32.0%	11.0%	22.2%	-72.2%	19.4%	-38.4%	--
营业利润率	26.7%	20.2%	33.3%	9.5%	-12.4%	7.1%	-42.0%	--
净利率	8.4%	14.8%	32.1%	7.8%	-13.7%	6.2%	-42.3%	--
YoY								
收入	389%	352%	824%	788%	-3%	43%	2%	--
归属母公司净利	347%	3129%	-6975%	-432%	-256%	-40%	-235%	-28%~7.2%

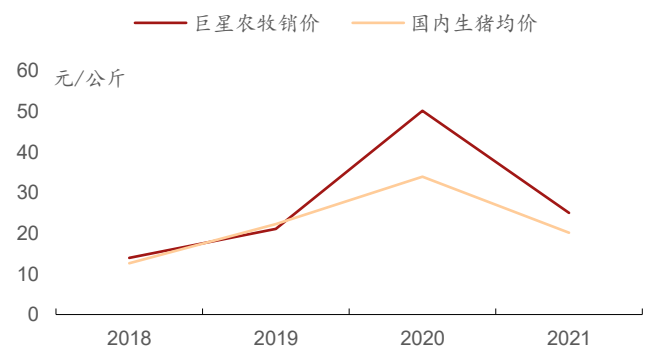
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 巨星农牧历史出栏及变化



资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 巨星农牧生猪销售均价和国内生猪均价



资料来源: 公司公告、中国种猪信息网、招商证券

表 2: 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

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	133.5	65.8	240.0	9.5	9.7
PB	6.4	5.2	5.1	3.3	2.5
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。

张正芳：中央财经大学经济学本科、国际商务硕士，2022年7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。