



Q2 实现盈利，猪价回暖经营向好

投资要点

- **业绩总结:** 2022年H1公司实现营业收入15.3亿元,同比增长4.9%,归母净利润为-2.6亿元,同比减少191.6%,扣非后归母净利润为-2.3亿元,同比减少180.1%。单二季度实现营收7.9亿元,同比增长7.7%,环比增长7.7%,归母净利润为0.5亿元,同比减少17.3%,环比增长115.2%。
- **点评:** 单二季度已开始实现盈利,未来经营情况向好。上半年整体亏损的主要原因在于生猪价格景气度低,即使公司上半年出栏68.1万头,同比明显增长,生猪产品实现营业收入10.9亿元,但价格下跌使之无法实现盈利;养殖户整体补栏意愿较弱,毛利水平较高的种猪以及仔猪销量较低;饲料原材料价格偏高使得公司养殖成本提高,进一步压缩了盈利空间,报告期内公司生产饲料30.7万吨,对外销售4.9万吨,实现营收2.3亿元。随生猪价格进入回暖趋势,公司下半年营业利润有望得到改善,长期看好。
- **生猪价格趋势向上,存在回调可能,养殖企业盈利能力修复。** 6月多方因素使得短期猪价迅速上涨至23元/公斤左右,当前逐步回落至21元/公斤左右,从能繁母猪产能的角度分析,自21年6月以来出现能繁母猪存栏减少趋势,12月出现小幅反弹,后恢复下降至5月出现同比上升。2022年4月能繁母猪存栏量4177万头较21年6月高点4564万头去化8.5%左右,22年H2随节日到来以及气温降低、腌腊行情等因素,需求增长,价格有望迎来小幅提振,后续或将因产能有所恢复而出现价格回调。参考历史情况,2013年10月至15年9月左右去化幅度达到23%左右,对应猪价上行约97%;最近一轮周期中,能繁母猪数量自2017年底去化至2019年10月,幅度约40%左右,价格对应上升260%左右。母猪产能结构调整以及生产效率不断提高,因此若要生猪数量下降,在其他条件不变的情况下,能繁母猪数量需减少的幅度有所提升。
- **公司牢铸生物安全优势,与国际优秀生猪养殖企业合作,提升自身竞争力。** 2016年9月公司与pipestone签订了《管理及技术服务合同》,合同有效期7年,帮助公司从选址开始到生猪生产操作流程地细节等诸多方面引入全套养殖理念和生产技术体系;2017年9月公司与种猪改良公司PIC签署了《封闭扩繁总协议》,为期7.5年。公司从PIC购置供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪,在其基础之上繁育初四阴种猪,不携带蓝耳、伪狂犬GE、PED(猪流行性腹泻)、非洲猪瘟等常见猪传染病病毒,且在后续养殖过程中患病率较低。后代拥有生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好、适应性强和繁殖性能强的特性。除生物层面,公司在硬件设施层面同样注重防疫安全,公司针对老旧猪场以最新防疫标准作为参考进行改良升级,新厂的建设过程中,猪场选址采用千点评分体系,养殖区内采用猪群检测净化体系,并建立三级洗消隔离防疫体系。20年全年巨星出栏31.5万头,21年生猪出栏量87万头,同比增长176.2%,公司根据市场情况调整销售节奏,在生猪价格高时加大销售量,在仔猪种猪需求旺盛时,则将销售对象转向毛利率更高的仔猪与种猪。目前公司已布局11个生猪养基地,建成19个标准化种猪场,有助于在周期出现反转时迅速反应进行扩产。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为-0.35元、2.98元、5.31元,对应2023-2024年动态PE分别为11/6倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 养殖业突发疫情;产能扩张不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2982.92	8288.72	13608.02	21889.91
增长率	107.26%	177.87%	64.18%	60.86%
归属母公司净利润(百万元)	258.98	-175.67	1510.09	2687.06
增长率	102.84%	-167.83%	759.64%	77.94%
每股收益EPS(元)	0.51	-0.35	2.98	5.31
净资产收益率ROE	8.01%	-5.73%	33.03%	37.04%
PE	65	-96	11	6
PB	5.06	5.34	3.58	2.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 刘佳宜
电话: 021-68415832
邮箱: liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.06
流通A股(亿股)	4.82
52周内股价区间(元)	10.63-35.65
总市值(亿元)	168.43
总资产(亿元)	60.16
每股净资产(元)	6.50

相关研究

1. 巨星农牧(603477): 短期业绩承压, 未来盈利能力逐步提升 (2022-04-30)
2. 巨星农牧(603477): 牢铸生物安全优势, 优质养殖企业稳步发展 (2022-03-17)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2982.92	8288.72	13608.02	21889.91	净利润	266.64	-180.54	1554.44	2769.09
营业成本	2416.44	7752.78	10866.54	17550.90	折旧与摊销	210.68	245.82	276.58	292.44
营业税金及附加	10.39	34.34	53.39	87.48	财务费用	47.67	170.04	186.30	167.56
销售费用	37.97	107.75	190.51	284.57	资产减值损失	-2.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	123.94	389.57	680.40	985.05	经营营运资本变动	-252.27	-2341.10	-873.16	-2622.07
财务费用	47.67	170.04	186.30	167.56	其他	-114.89	-8.94	-9.93	-10.21
资产减值损失	-2.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	155.21	-2114.73	1134.23	596.81
投资收益	12.33	10.00	10.00	10.00	资本支出	-991.74	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-43.74	-1.15	0.38	-0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1035.48	-11.15	-9.62	-10.13
营业利润	296.42	-155.77	1640.88	2824.36	短期借款	27.92	2270.06	-672.34	-5.03
其他非经营损益	-18.80	-35.02	-33.78	-34.19	长期借款	510.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	277.62	-190.79	1607.10	2790.17	股权融资	412.28	0.00	0.00	0.00
所得税	10.99	-10.24	52.65	21.07	支付股利	-38.37	0.00	0.00	0.00
净利润	266.64	-180.54	1554.44	2769.09	其他	97.82	-273.74	-186.30	-167.56
少数股东损益	7.66	-4.88	44.36	82.03	筹资活动现金流净额	1009.87	1996.32	-858.64	-172.58
归属母公司股东净利润	258.98	-175.67	1510.09	2687.06	现金流量净额	129.79	-129.57	265.97	414.09
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	544.00	414.44	680.40	1094.50	成长能力				
应收和预付款项	230.42	1220.07	1701.37	2693.05	销售收入增长率	107.26%	177.87%	64.18%	60.86%
存货	1326.22	4988.86	6650.66	10927.50	营业利润增长率	6.73%	-152.55%	953.38%	72.12%
其他流动资产	16.46	9.63	13.67	22.20	净利润增长率	99.73%	-167.71%	760.98%	78.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	42.34%	-53.12%	708.87%	56.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2601.08	2380.47	2129.10	1861.88	毛利率	18.99%	6.47%	20.15%	19.82%
无形资产和开发支出	723.23	708.95	694.66	680.37	三费率	7.03%	8.05%	7.77%	6.57%
其他非流动资产	574.35	583.43	592.51	601.59	净利率	8.94%	-2.18%	11.42%	12.65%
资产总计	6015.78	10305.85	12462.38	17881.07	ROE	8.01%	-5.73%	33.03%	37.04%
短期借款	714.06	2984.12	2311.78	2306.75	ROA	4.43%	-1.75%	12.47%	15.49%
应付和预收款项	497.02	2042.13	2750.04	4407.90	ROIC	9.76%	0.27%	26.43%	34.93%
长期借款	689.26	689.26	689.26	689.26	EBITDA/销售收入	18.60%	3.14%	15.46%	15.00%
其他负债	787.72	1438.44	2004.97	3001.73	营运能力				
负债合计	2688.05	7153.95	7756.04	10405.65	总资产周转率	0.58	1.02	1.20	1.44
股本	506.09	506.09	506.09	506.09	固定资产周转率	1.88	4.47	7.05	11.97
资本公积	2210.39	2210.39	2210.39	2210.39	应收账款周转率	19.82	16.36	12.84	14.05
留存收益	577.16	401.49	1911.58	4598.64	存货周转率	2.24	2.45	1.87	2.00
归属母公司股东权益	3288.93	3117.97	4628.06	7315.12	销售商品提供劳务收到现金营业收入	97.43%	—	—	—
少数股东权益	38.80	33.92	78.28	160.31	资本结构				
股东权益合计	3327.73	3151.89	4706.34	7475.43	资产负债率	44.68%	69.42%	62.24%	58.19%
负债和股东权益合计	6015.78	10305.85	12462.38	17881.07	带息债务/总负债	52.21%	51.35%	38.69%	28.79%
					流动比率	1.23	1.07	1.33	1.56
					速动比率	0.46	0.27	0.35	0.40
					股利支付率	14.82%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.51	-0.35	2.98	5.31
					每股净资产	6.58	6.23	9.30	14.77
					每股经营现金	0.31	-4.18	2.24	1.18
					每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	554.77	260.08	2103.76	3284.35					
PE	65.03	-95.88	11.15	6.27					
PB	5.06	5.34	3.58	2.25					
PS	5.65	2.03	1.24	0.77					
EV/EBITDA	31.09	75.07	8.83	5.53					
股息率	0.23%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn