

巨星农牧 (603477.SH)

2022 半年报点评：2022Q2 盈利转正，生猪养殖成本行业领先

买入

核心观点

养殖规模逆势扩张，短期业绩承压明显。公司 2022H1 实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 4.88%；归母净利润亏损 2.64 亿元，同比减少 191.60%；扣非归母净利润亏损 2.34 亿元，同比减少 180.13%。从 2022Q2 业绩表现来看，公司实现归母净利 0.47 亿元，受益猪价企稳回升，扭亏为盈。生猪养殖是公司的核心业务。按产品分类，2022H1 公司生猪养殖、饲料销售、商品鸡、皮革产品的收入占比分别达 71.2%、15.02%、3.48%、10.10%。2022H1 公司生猪出栏 68.12 万头，同比增加 118.51%，在周期底部依旧保持快速扩张趋势。

聚焦生猪养殖，多重优势助力业绩持续释放。公司生猪养殖业务采用一体化自主养殖和紧密型“公司+农户”两种生产模式，在生猪育种和养殖管理方面优势明显。育种方面，2017 年种猪改良公司 PIC 与公司达成战略合作，是公司目前最主要的种猪供应商。公司在 PIC 提供的曾祖代公猪、曾祖代和祖代小母猪基础上繁育的种猪具有产仔率高、存活率高、料肉比低的特点，生产指标表现优秀。据公司披露，目前公司的圈龙猪场及高观猪场均采用 PIC 优质种猪，两者在 2019 年、2020 年实际经营中实现的平均 PSY 高达 29.17，处于行业领先。管理方面，公司与知名养猪服务技术公司 Pipestone 达成合作，由其向公司提供生猪养殖咨询服务，包括场所设计、基因审查、养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询等，有效提高了公司养殖业务效率和安全性。综合两方面优势，公司生猪养殖业务的盈利能力已处于行业领先水平。

德昌项目建设稳步推进，公司养殖业务规模有望再上新台阶。2022 年 4 月，公司通过发行可转债完成募集资金 10 亿元，其中 2.5 亿元将用于补充公司流动资金，剩余 7.5 亿元则将全部用于投资建设“德昌巨星生猪繁育一体化项目”（简称“德昌项目”）。据公司介绍，德昌项目预计总投资 19.21 亿元，将采用全程自养模式，场内种猪均采用 PIC 优质种猪，平均 PSY 预计可达 29。目前德昌项目建设进度正按照计划有序推进，未来满产后母猪存栏规模预计可达 3.6 万头，可支撑的生猪出栏规模预计为 97.20 万头，公司生猪养殖业务或将迎来新一轮高质量扩张。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“买入”评级。公司生猪养殖规模和产能正稳步扩张，成长性充足，未来有望在猪价上行周期实现量价齐增。预计公司 22-24 年归母净利润为 2.92/14.80/15.68 亿元，对应当前股价 PE 为 57.6/11.4/10.7 X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,439	2,983	6,396	10,985	12,329
(+/-%)	159.1%	107.3%	114.4%	71.7%	12.2%
净利润(百万元)	128	259	292	1480	1568
(+/-%)	223.1%	102.8%	-12.9%	406.4%	5.9%
每股收益(元)	0.27	0.51	0.58	2.92	3.10
EBIT Margin	19.9%	12.7%	6.6%	14.8%	12.9%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	7.9%	8.3%	31.9%	27.4%
市盈率 (PE)	122.0	65.0	57.6	11.4	10.7
EV/EBITDA	45.9	33.3	33.8	12.6	12.5
市净率 (PB)	5.85	5.12	4.78	3.64	2.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：李瑞楠

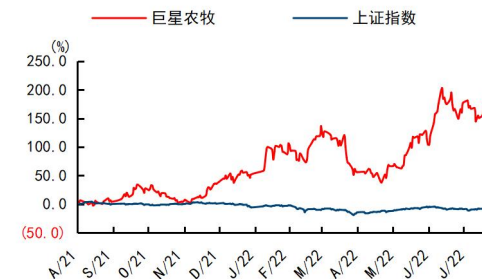
021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	33.28 元
总市值/流通市值	16840/16041 百万元
52 周最高价/最低价	36.10/10.58 元
近 3 个月日均成交额	569.22 百万元

市场走势

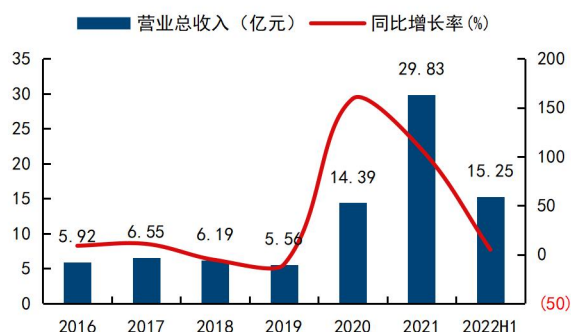


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

公司 2022H1 业绩承压，2022Q2 实现扭亏为盈。根据公司发布的 2022 年半年度报告，公司 2022H1 实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 4.88%；归母净利亏损 2.64 亿元，同比减少 191.60%；扣非归母净利亏损 2.34 亿元，同比减少 180.13%。从 2022Q2 业绩表现来看，公司实现归母净利 0.47 亿元，受益猪价企稳回升，扭亏为盈。生猪养殖是公司的核心业务，按产品分类，2022H1 公司生猪养殖、饲料销售、商品鸡、皮革产品的收入占比分别达 71.2%、15.02%、3.48%、10.10%。2022H1 公司生猪出栏 68.12 万头，同比增加 118.51%，在周期底部依旧保持快速扩张趋势。分业务具体来看：（1）**生猪板块**：2022H1 生猪出栏量达 68.12 万头，共实现收入 10.86 亿元，同比增长 25.12%，于总收入中占比为 71.19%。（2）**饲料板块**：2022H1 饲料生产量达 30.69 万吨，对外销售量达 4.93 万吨，共实现收入 2.29 亿元，同比减少 6.97%，于总收入中占比为 15.01%。另外，皮革产品、商品鸡业务分别实现收入 1.54 亿元、5267 万元，占比较小。

图1：巨星农牧营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：巨星农牧单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



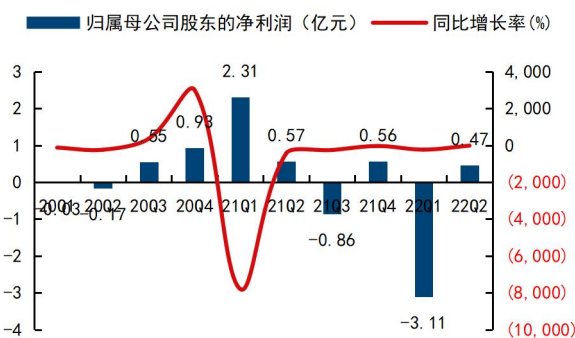
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：巨星农牧归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

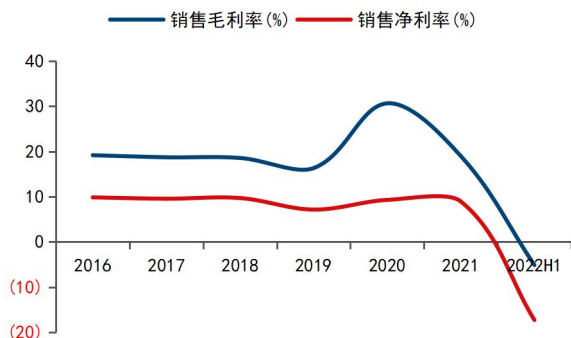
图4：巨星农牧单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

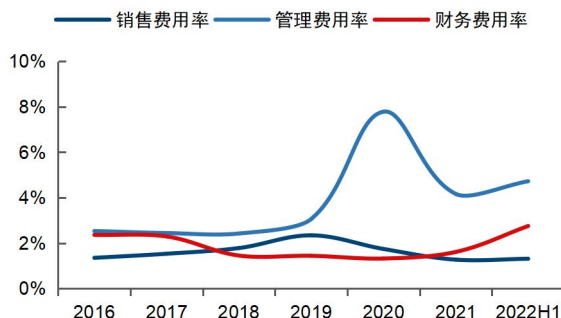
毛利率随生猪价格周期波动，财务费用率上升明显。2022H1 销售毛利率为-5.14%，同比减少 37.00pct；销售净利率为-17.29%，同比减少 37.68pct。2022H1 费用率整体略有提升，销售期间费用率合计 9.50%，同比提升 13.23pct。其中，销售费用率为 1.29%（-12.84pct），管理费用率 5.47%（-0.54pct），财务费用率 2.74%（+95.71pct），财务费用率明显提升主要系主要系 2022H1 公司银行借款利息增加，以及未确认融资费用摊销增加。

图5: 巨星农牧毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

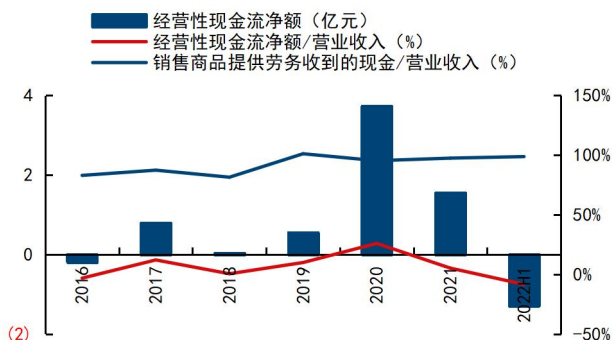
图6: 巨星农牧三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

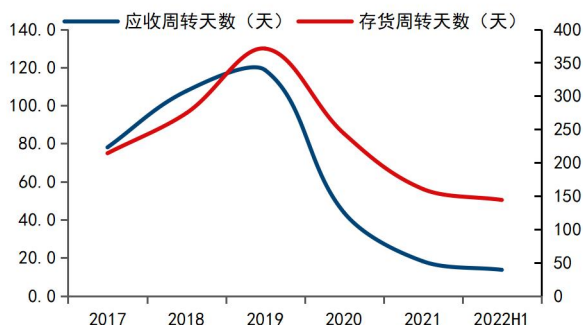
经营性现金流收缩明显, 应收及存货周转率小幅提升。2021H1 经营性现金流净额为-1.29 亿元(-142%), 经营性现金流净额占营业收入比例为-8.46% (+21.32%), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 98.69% (-2.31%), 现金流状况受猪价低迷影响而整体承压明显。在主要流动资产周转方面, 2022H1 公司应收周转天数达 13.70 天(-38.56%), 存货周转天数达 186.43 天(-22.77%), 周转效率提升明显。

图7: 巨星农牧经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 巨星农牧主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级, 公司生猪养殖规模和产能正稳步扩张, 成长性充足, 未来有望在猪价上行周期实现量价齐增。预计公司 22-24 年归母净利润为 2.92/14.80/15.68 亿元, 对应当前股价 PE 为 57.6/11.4/10.7 X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
002714.SZ	牧原股份	58.28	3,102	1.23	5.56	5.24	47	10.5	11.1	买入
603363.SH	傲农生物	19.99	170	-0.48	2.45	1.43	-41	8.1	14.0	买入
002840.SZ	华统股份	23.22	141	0.46	2.23	4.44	50	10.4	5.2	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	485	544	438	489	490	营业收入	1439	2983	6396	10985	12329
应收款项	212	128	274	854	672	营业成本	998	2416	5469	8596	9912
存货净额	827	1326	3114	4925	5693	营业税金及附加	8	10	40	56	61
其他流动资产	35	119	447	932	985	销售费用	25	38	115	175	192
流动资产合计	1563	2117	4274	7200	7840	管理费用	112	124	308	466	498
固定资产	1699	2601	2993	3510	4036	研发费用	10	15	41	68	72
无形资产及其他	117	112	108	103	99	财务费用	19	48	81	101	98
投资性房地产	916	1186	1186	1186	1186	投资收益	0	12	4	6	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	6	3	3	4	3
资产总计	4295	6016	8560	11999	13161	其他收入	(6)	(65)	(41)	(68)	(72)
短期借款及交易性金融负债	705	822	1688	1714	1551	营业利润	278	296	350	1532	1507
应付款项	375	453	1075	2269	2177	营业外净收支	(169)	(19)	(62)	(83)	20
其他流动负债	289	443	1008	1911	1977	利润总额	109	278	288	1449	1527
流动负债合计	1369	1718	3771	5894	5706	所得税费用	(25)	11	(13)	(71)	(83)
长期借款及应付债券	179	689	689	689	689	少数股东损益	6	8	8	40	42
其他长期负债	39	280	532	708	931	归属于母公司净利润	128	259	292	1480	1568
长期负债合计	218	970	1221	1397	1620	现金流量表（百万元）					
负债合计	1588	2688	4992	7291	7326	净利润	128	259	292	1480	1568
少数股东权益	48	39	45	75	105	资产减值准备	5	3	4	2	2
股东权益	2660	3289	3523	4633	5730	折旧摊销	88	207	222	289	341
负债和股东权益总计	4295	6016	8560	11999	13161	公允价值变动损失	(6)	(3)	(3)	(4)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	19	48	81	101	98
每股收益	0.27	0.51	0.58	2.92	3.10	营运资本变动	(871)	(292)	(820)	(601)	(440)
每股红利	0.08	0.19	0.12	0.73	0.93	其它	(1)	2	3	28	28
每股净资产	5.68	6.50	6.96	9.15	11.32	经营活动现金流	(657)	176	(302)	1194	1496
ROIC	16%	9%	9%	27%	23%	资本开支	0	(1107)	(611)	(799)	(861)
ROE	5%	8%	8%	32%	27%	其它投资现金流	(3)	3	0	0	0
毛利率	31%	19%	14%	22%	20%	投资活动现金流	(3)	(1104)	(611)	(799)	(861)
EBIT Margin	20%	13%	7%	15%	13%	权益性融资	(0)	420	0	0	0
EBITDA Margin	26%	20%	10%	17%	16%	负债净变化	179	510	0	0	0
收入增长	159%	107%	114%	72%	12%	支付股利、利息	(38)	(98)	(58)	(370)	(470)
净利润增长率	223%	103%	-13%	406%	6%	其它融资现金流	579	(258)	866	26	(163)
资产负债率	38%	45%	59%	61%	56%	融资活动现金流	861	987	807	(344)	(633)
息率	0.2%	0.6%	0.3%	2.2%	2.8%	现金净变动	201	59	(106)	51	1
P/E	122.0	65.0	57.6	11.4	10.7	货币资金的期初余额	284	485	544	438	489
P/B	5.9	5.1	4.8	3.6	2.9	货币资金的期末余额	485	544	438	489	490
EV/EBITDA	45.9	33.3	33.8	12.6	12.5	企业自由现金流	0	(828)	(767)	593	721
						权益自由现金流	0	(577)	15	513	455

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032