

巨星农牧（603477.SH）

2023 半年报业绩预告点评：成本稳步下探，业绩逐季兑现

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 农林牧渔 · 养殖业

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
联系人：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：公司发布 2023 年半年度业绩预告，预计 2023 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润-3.1 亿元到-3.7 亿元，同比减少 17.44%到 40.17%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润-2.8 亿元到-3.35 亿元，同比减少 19.78%到 43.30%。由于报告期内生猪销售价格低迷，生猪出栏量大幅增加，导致养殖业务亏损是本期经营业绩亏损的主要原因。同时公司根据企业会计准则的要求，对目前存栏的消耗性生物资产，根据对未来猪价的预测做了减值测试，计提了约 1.00 亿元的减值准备。

国信农业观点：1) 巨星农牧发布 2023 年半年度业绩预告，预计 2023 上半年归母净利润亏损 3.1-3.7 亿元，其中 2023Q1 亏损 2.06 亿元，预计 2023Q2 亏损 1.04-1.64 亿元。报告期内公司生猪养殖出栏大幅扩张，2023H1 合计出栏生猪 123.8 万头，同比增长 82%。2) 我们认为公司 2023Q2 业绩表现优秀，经测算，公司 Q2 生猪养殖完全成本接近 16-16.5 元/公斤，相较 2023Q1 进一步明显下降，在出栏高速扩张的过程中依然实现成本稳步改善，养殖管理提升方案卓有成效。3) 公司是新一轮猪周期的优质成长股之一。我们预计公司 2023-2024 年出栏约 280-300 万头、500 万头，有望继续保持高速增长。4) 风险提示：行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。5) 投资建议：公司生猪养殖规模稳步扩张，成长性充足，同时成本改善效果稳步兑现，头均盈利能力领先行业，继续重点推荐。考虑到 2023 上半年猪价亏损幅度超预期，下调公司 2023 年盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 0.55/25.96/27.45 亿元（原预计为 1.21/25.96/27.45 亿元），EPS 分别为 0.11/5.13/5.42 元，对应当前股价 PE 为 289/6/6 X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司 2023Q2 业绩表现优秀，养殖成本优势领先行业

巨星农牧发布 2023 年半年度业绩预告，预计 2023 上半年归母净利润亏损 3.1-3.7 亿元，其中 2023Q1 亏损 2.06 亿元，预计 2023Q2 亏损 1.04-1.64 亿元。报告期内公司生猪养殖出栏大幅扩张，2023H1 合计出栏生猪 123.8 万头，同比增长 82%，其中 2023Q2 合计出栏接近 73 万头，环比 Q1 增长 43%。经测算，公司 Q2 头均肥猪的实际经营亏损接近 300-350 元，头均超额收益优势领先行业；此外，预计公司 Q2 生猪养殖完全成本接近 16-16.5 元/公斤，相较 2023Q1 进一步明显下降，公司在出栏高速扩张的过程中依然实现成本边际改善，养殖管理方案卓有成效，预计未来随公司产能利用率提升，养殖成本有望继续改善。

◆ 聚焦生猪养殖，多重优势助力业绩持续释放

公司成本控制能力处于行业领先水平，其核心优势在生猪育种和养殖管理两方面表现较为突出。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成本领先地位稳固，未来随 PSY 及料肉比改善，仍有进一步下降空间。

◆ 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”。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，场内种猪均将采用 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，预计未来满产后母猪存栏规模可达 3.6 万头，可支撑生猪年出栏规模 97.20 万头，公司生猪业务或将迎来新一轮高质量扩张。我们预计公司 2023 年生猪出栏有望达 280-300 万头，较 2022 年或实现接近翻倍增长。

◆ 投资建议：继续重点推荐

公司生猪养殖规模稳步扩张，成长性充足，同时成本改善效果稳步兑现，头均盈利能力领先行业，继续重点推荐。考虑到 2023 上半年猪价亏损幅度超预期，下调公司 2023 年盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 0.55/25.96/27.45 亿元（原预计为 1.21/25.96/27.45 亿元），EPS 分别为 0.11/5.13/5.42 元，对应当前股价 PE 为 289/6/6 X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。

相关研究报告：

《巨星农牧（603477.SH）-2022 年报点评：2022Q4 盈利表现优秀，生猪成本行业领先》——2023-03-30
《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》——2022-08-21

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	544	881	637	687	1276	营业收入	2983	3968	5503	10691	13418
应收款项	128	136	189	398	474	营业成本	2416	3389	4945	7142	9491
存货净额	1326	1440	2115	3067	4120	营业税金及附加	10	10	21	35	44
其他流动资产	119	76	271	686	794	销售费用	38	44	64	126	154
流动资产合计	2117	2533	3211	4838	6664	管理费用	124	228	297	539	662
固定资产	2601	3036	3750	4300	4694	研发费用	15	15	22	40	52
无形资产及其他	112	108	103	99	95	财务费用	48	82	91	99	73
投资性房地产	1186	1578	1578	1578	1578	投资收益	12	(3)	(2)	2	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	1	1	5	2
资产总计	6016	7254	8642	10814	13030	其他收入	(65)	(52)	(22)	(40)	(52)
短期借款及交易性金融负债	822	1289	1854	1536	1081	营业利润	296	160	63	2717	2940
应付款项	453	399	595	1039	1232	营业外净收支	(19)	(6)	(5)	(10)	5
其他流动负债	443	511	1030	1346	1764	利润总额	278	154	58	2707	2945
流动负债合计	1718	2199	3479	3920	4076	所得税费用	11	(7)	2	54	137
长期借款及应付债券	689	995	995	995	995	少数股东损益	8	3	1	58	63
其他长期负债	280	350	430	561	654	归属于母公司净利润	259	158	55	2596	2745
长期负债合计	970	1345	1425	1555	1649	现金流量表（百万元）					
负债合计	2688	3544	4904	5475	5725	净利润	259	158	55	2596	2745
少数股东权益	39	39	40	83	127	资产减值准备	3	(3)	2	1	1
股东权益	3289	3671	3698	5256	7177	折旧摊销	207	247	257	345	402
负债和股东权益总计	6016	7254	8642	10814	13030	公允价值变动损失	(3)	(1)	(1)	(5)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	48	82	91	99	73
每股收益	0.51	0.31	0.11	5.13	5.42	营运资本变动	(292)	(390)	(126)	(686)	(532)
每股红利	0.19	0.26	0.05	2.05	1.63	其它	2	4	(1)	43	43
每股净资产	6.50	7.25	7.31	10.38	14.18	经营活动现金流	176	14	186	2293	2657
ROIC	9%	6%	3%	39%	35%	资本开支	0	(671)	(967)	(886)	(790)
ROE	8%	4%	1%	49%	38%	其它投资现金流	3	0	0	0	0
毛利率	19%	15%	10%	33%	29%	投资活动现金流	3	(671)	(967)	(886)	(790)
EBIT Margin	13%	7%	3%	26%	22%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	13%	7%	29%	25%	负债净变化	510	(465)	0	0	0
收入增长	107%	33%	39%	94%	26%	支付股利、利息	(98)	(132)	(28)	(1038)	(824)
净利润增长率	103%	-39%	65%	4632%	6%	其它融资现金流	(946)	2187	565	(318)	(455)
资产负债率	45%	49%	57%	51%	45%	融资活动现金流	(121)	993	538	(1356)	(1278)
息率	0.6%	0.9%	0.2%	6.7%	5.3%	现金净变动	59	337	(244)	50	589
P/E	59.7	97.8	282.0	6.0	5.6	货币资金的期初余额	485	544	881	637	687
P/B	4.7	4.2	4.2	2.9	2.2	货币资金的期末余额	544	881	637	687	1276
EV/EBITDA	31.0	35.9	49.6	6.6	6.2	企业自由现金流	0	(519)	(687)	1525	1956
						权益自由现金流	0	1204	(209)	1111	1432

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。本报告仅供我公司客户使用，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所提及的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