

## 进击的巨星

——巨星农牧（603477.SH）

农林牧渔/生猪养殖

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

## 推荐逻辑：

- ◆ 行业：猪价低迷期，能繁即将加速去化，板块估值安全边际高。
- ◆ 公司：出栏翻倍，成本领先，资本结构合理现金流充裕。

## 周期将至 估值修复可期

每一轮猪周期中，配置生猪养殖板块可取得超额收益的时期主要可分为两个阶段：一是能繁母猪初步去化，行业确认进入产能缩减通道的阶段；二是猪价开始企稳，养殖利润确认回升的阶段。当前处于板块配置的第一阶段，预期反转阶段。当前新生仔猪数量已呈现下行趋势，今年 Q4 或出现商品猪供给下行，猪价回暖。

## 成本领先 高效养殖体系构筑壁垒

公司在饲养规模、育种技术、管理水平等方面都具有显著优势，公司构建“五星”养殖体系，并与 PIC、Pipestone、GSI 等国际农牧企业合作，持续提升效率。公司完全养殖成本在行业内处于领先地位。

## 资本结构合理资金充裕

截至 1Q23，公司货币资金余额 10.86 亿元，支撑公司的日常经营活动较为充裕。公司上市以来多项筹资渠道并行，资本结构合理，长期以来资产负债率较为稳定，且处于行业较低水平。公司偿债能力较强，各项偿债能力指标均高于行业中位数。

## 成长性强 产能稳步扩张

公司生猪产能有望持续大幅提升。2022 年，公司拥有生猪产能 260 万头，并持续补充生产性生物资产，扩张固定资产投资。预计巨星农牧从 2023 年-2025 年的出栏分别为 300 万头、500 万头、720 万头，增速分别为 96%、67%、44%。

## 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 58.2 亿元、111.8 亿元、138.9 亿元，同比分别+47%、+92%、+24%；归母净利润 0.98 亿元、22.2 亿元、17.3 亿元，同比分别-38%、+2175%、-22%。EPS 分别为 0.19、4.39、3.42 元/股，对应 PB 分别为 4.37、2.75、2.14 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格上升风险、猪周期反转不及预期风险、产能扩张不及预期风险、动物疫病风险。

## 财务指标预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,982.92	3,967.94	5,820.80	11,178.98	13,881.52
增长率（%）	107.26%	33.02%	46.70%	92.05%	24.18%
归母净利润（百万元）	258.98	158.09	97.61	2,220.80	1,732.00
增长率（%）	102.84%	-38.96%	-38.26%	2175.28%	-22.01%
净资产收益率（%）	7.87%	4.31%	2.59%	37.05%	22.42%
每股收益(元)	0.53	0.31	0.19	4.39	3.42
PE	61.51	104.35	169.03	7.43	9.53
PB	5.02	4.49	4.37	2.75	2.14

资料来源：Wind，申港证券研究所

评级

买入（首次）

2023 年 07 月 19 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

戴一爽

研究助理

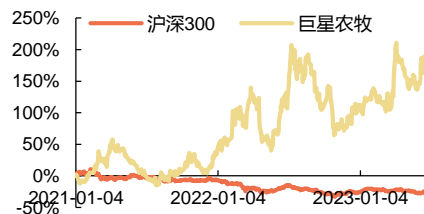
SAC 执业证书编号：S1660121120021

## 交易数据

2023.07.19

总市值/流通市值（亿元）	165/157
总股本（万股）	50,610.2
资产负债率（%）	54.13
每股净资产（元）	6.35
收盘价（元）	32.60
一年内最低价/最高价（元）	18.95/37.18

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所



## 内容目录

1. 西南地区生猪养殖翘楚 .....	5
1.1 深耕生猪养殖 15 年 .....	5
1.2 重组后业绩高速增长 .....	6
1.3 对赌协议明确奖惩机制 业绩如约兑现 .....	8
2. 高效养殖体系构筑壁垒 .....	8
2.1 搭建“五星”养殖体系 .....	8
2.2 引进 PIC 种猪提升性能 .....	11
2.3 Pipestone 助力猪场管理 .....	14
3. 资金充足扩张步履不息 .....	14
3.1 资本结构合理资金充裕 .....	14
3.2 产能扩张规划稳步推进 .....	15
4. 周期行至底部 反转一触即发 .....	17
4.1 短期：猪价低迷期 板块配置性价比高 .....	17
4.2 长期：生猪养殖规模化势在必行 .....	21
5. 盈利预测与估值分析 .....	24
5.1 盈利预测与投资建议 .....	24
5.2 估值分析 .....	25
6. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	5
图 2：巨星农牧股权结构（截至 1Q23） .....	6
图 3：营业收入高速增长（亿元） .....	6
图 4：归母净利润近年来波动较大（亿元） .....	6
图 5：公司营业收入结构（亿元） .....	6
图 6：公司毛利润结构（亿元） .....	6
图 7：公司生猪业务收入结构（亿元） .....	7
图 8：公司生猪产品利润结构 .....	7
图 9：公司生猪产品毛利率 .....	7
图 10：上市猪企费用率 1Q23（TTM）（%） .....	8
图 11：公司各项费用率 .....	8
图 12：巨星农牧高效“五星”养殖体系 .....	9
图 13：两种养殖模式示意图 .....	9
图 14：紧密型公司+农户模式 .....	10
图 15：公司两种养殖模式的产能结构 .....	10
图 16：公司成本结构 .....	11
图 17：近年来 PIC 与行业繁殖指标对比 .....	12
图 18：PIC 育肥猪背膘薄 .....	13
图 19：公司现金流量安全（亿元） .....	14
图 20：公司货币资金保持充裕（亿元） .....	14
图 21：公司资产负债率相对较低（%） .....	14
图 22：上市猪企资产负债率（截至 1Q23）（%） .....	15
图 23：上市猪企流动比率（截至 1Q23） .....	15

图 24: 上市猪企速动比率 (截至 1Q23)	15
图 25: 上市猪企现金流动负债比率 (截至 1Q23)	15
图 26: 公司出栏维持高速增长 (万头)	15
图 27: 公司生产性生物资产增长 (亿元)	15
图 28: 公司固定资产增长 (亿元)	16
图 29: 公司在建工程增长 (亿元)	16
图 30: 公司育肥场数量 (个)	16
图 31: 公司签约合作农户数量 (个)	16
图 32: 公司种猪养殖场数量 (个)	16
图 33: 公司生猪养殖产能 (万头)	16
图 34: 商品猪出栏均价 (元/kg)	17
图 35: 商品猪出栏均价-季节性分析 (元/kg)	17
图 36: 历史生猪板块上涨行情回顾	18
图 37: 能繁母猪进入下行通道 (%)	18
图 38: 二元母猪占比提升 (%)	18
图 39: 5 月末样本企业商品猪存栏量小幅下行 (万头)	19
图 40: 7-49kg 商品猪存栏量下行 (万头)	19
图 41: 50-89kg 商品猪存栏量下行 (万头)	19
图 42: 90-140kg 商品猪存栏量上行 (万头)	19
图 43: 140kg 以上商品猪存栏量下行 (万头)	19
图 44: 仔猪价格显著回落	20
图 45: 二元母猪价格下行	21
图 46: 淘汰母猪价格下行	21
图 47: 当前生猪养殖行业已持续亏损 6 个月	21
图 48: 中国生猪饲养场 (户) 数量逐年下降	22
图 49: 中国不同规模生猪饲养场 (户) 占比	22
图 50: 2022 年生猪养殖企业出栏结构	23
图 51: 上市猪企头均市值 (元)	25
表 1: 业绩承诺完成情况 (万元)	8
表 2: PIC 客户种猪生产指标与行业平均水平对比	12
表 3: 近年来规模化养殖政策发布频繁	23
表 4: 公司盈利预测	24
表 5: 公司盈利预测表	27

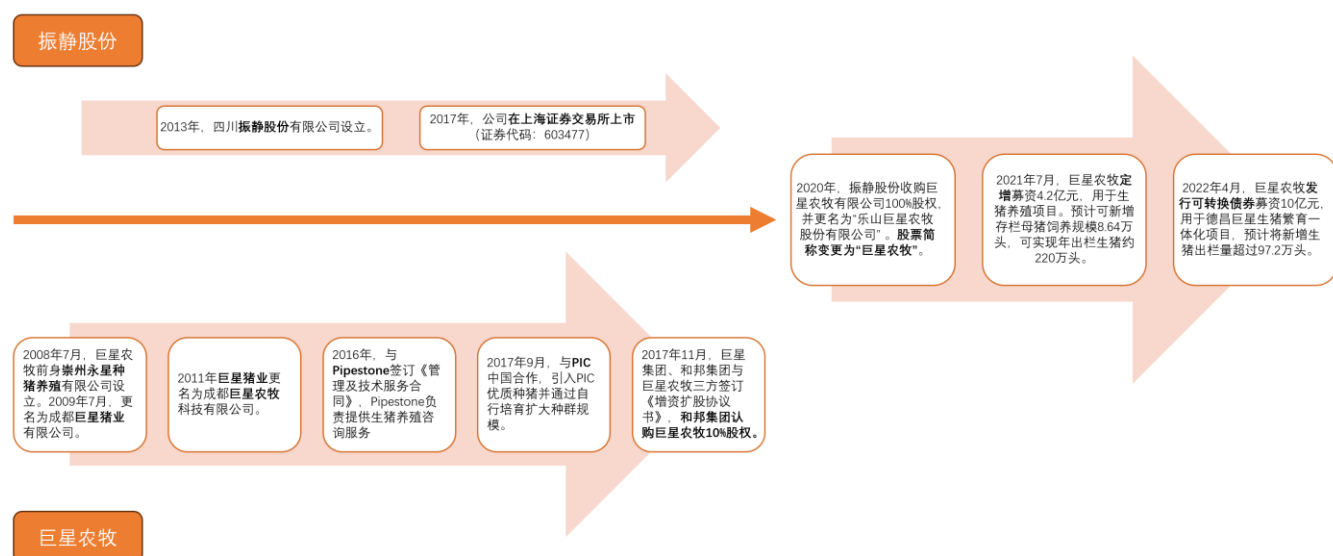
## 1. 西南地区生猪养殖翘楚

### 1.1 深耕生猪养殖 15 年

**资产重组后聚焦生猪养殖业务。**乐山巨星农牧股份有限公司（简称“巨星农牧”）的前身为四川振静股份有限公司（简称“振静股份”）。振静股份的主业为中高端皮革的制造和销售。2017 年，振静股份在上海证券交易所上市；2020 年，振静股份通过增发股票支付 17.025 亿元配合 1.175 亿元的现金支付，以 18.2 亿元收购巨星农牧有限公司 100% 股权，并更名为“乐山巨星农牧股份有限公司”，公司主营业务新增生猪养殖业务，公司股票简称变更为“巨星农牧”。

在被收购之前，巨星农牧由四川巨星企业集团有限公司控股。四川巨星企业集团有限公司创办于 1994 年，是一家集规模化与现代化养殖、新材料、光伏电池产业多元化于一体的大型企业。巨星猪业成立于 2008 年 7 月，2016 年、2017 年分别于 Pipestone、PIC 签订合作协议，引进全球领先的种猪、生产和管理技术，结合本土优势资源进行整合创新，提高养殖效率和可持续盈利能力，已形成饲料加工和畜禽养殖较为完整的一体化产业链。

图1：公司发展历程

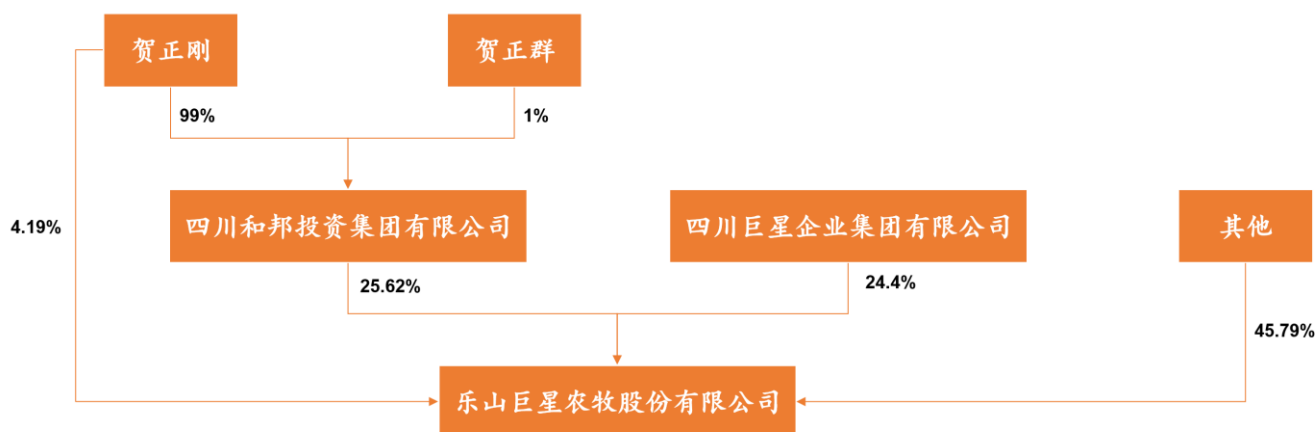


资料来源：公司公告《振静股份:发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(修订稿)》，《巨星农牧:非公开发行股票发行结果暨股本变动公告》，《巨星农牧:公开发行可转换公司债券募集说明书》，公司官网，申港证券研究所

### 股权结构集中稳定，股东背景强大。

- 截至 2023 年一季报，贺正刚先生及其控制的四川和邦投资集团有限公司合计持有巨星农牧 29.81% 的股份，其中贺正刚先生直接持有 4.19%，和邦投资持有 25.62%。和邦集团资金实力雄厚，集团产业集化工、皮革、农牧、能源、地产等为一体，控股上市公司和邦生物，并拥有 4 座煤矿，原煤年产量达 200 万吨。
- 巨星集团持有巨星农牧 24.4% 的股份。四川巨星企业集团有限公司现为上市盛和资源的主要股东，并持股多家上市公司股票。

图2: 巨星农牧股权结构 (截至 1Q23)

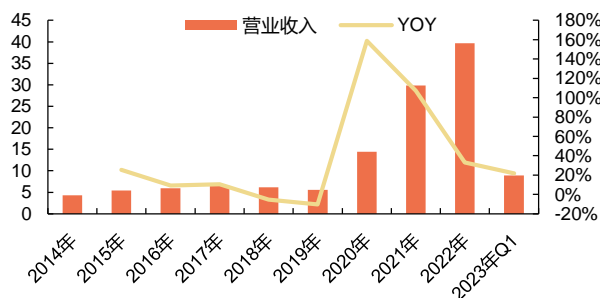


资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 1.2 重组后业绩高速增长

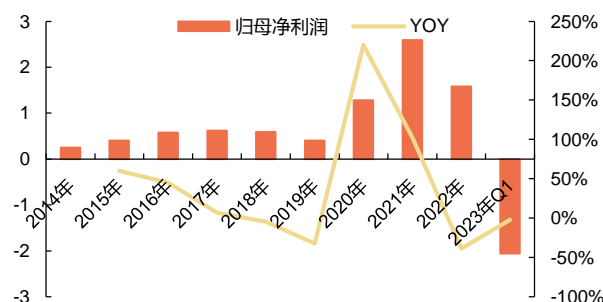
公司重组之后业绩高速增长，2019 年-2022 年，营收由 5.56 亿元增长至 39.68 亿元，三年复合增速 93%；归母净利润由 0.4 亿元增长至 1.58 亿元，由于生猪养殖行业利润受猪价波动影响较大，公司利润在 2022 年较 2021 年下滑，但即使在 2022 年猪价低迷的情况下，公司依然实现盈利，在行业中表现优异。

图3: 营业收入高速增长 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图4：归母净利润近年来波动较大（亿元）



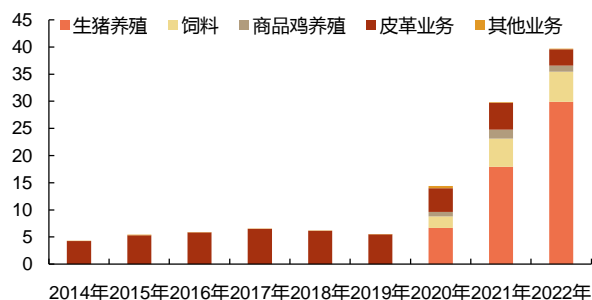
资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司重组之后,生猪养殖业务成为主要收入来源,且占营收比重逐年提升。2022年,公司营业收入共 39.68 亿元,其中生猪养殖业务收入达 29.9 亿元,占当年总营收比重 75%。其次为饲料业务,贡献 5.5 亿收入,占比 14%。皮革业务占比逐年下降,2022 年由于下游不景气,皮革业务收缩,全年实现营收 3 亿元,占比 8%。

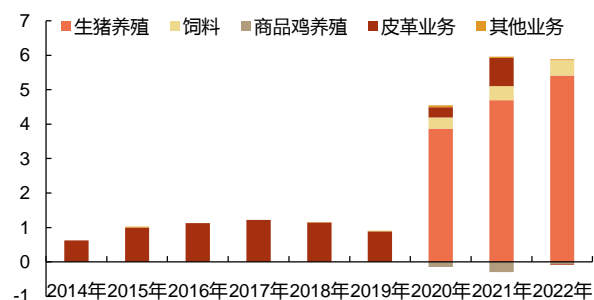
从利润结构看，重组之后生猪养殖贡献绝大多数利润，2020-2022 年生猪养殖业务对毛利润的贡献分别为 3.9 亿元、4.7 亿元、5.4 亿元，占毛利润比例分别为 88%、83%、93%。饲料业务 2022 年贡献毛利润 0.45 亿元，占比 8%。

图5: 公司营业收入结构 (亿元)

图6: 公司毛利润结构 (亿元)



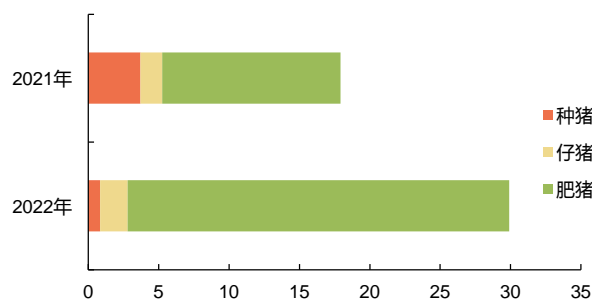
资料来源：Wind，申港证券研究所



资料来源：Wind，申港证券研究所

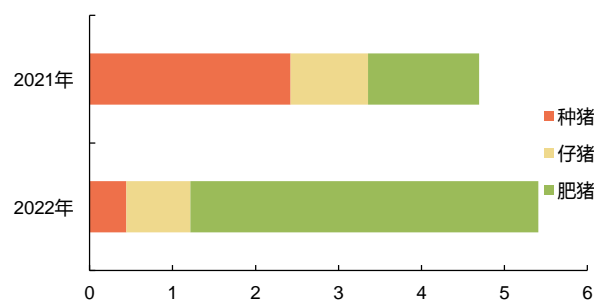
进一步拆分公司生猪业务，2022 年收入结构发生一定变化，商品猪成为主要利润增长点。2021 年，公司种猪收入占比 20.7%，利润贡献占比超过 50%；2022 年公司生猪收入和利润主要由育肥猪贡献，其收入占比达 90.7%，贡献利润占比达 78%，主要由于公司 2022 年育肥猪出栏量和毛利率双双提升。

图7：公司生猪业务收入结构（亿元）



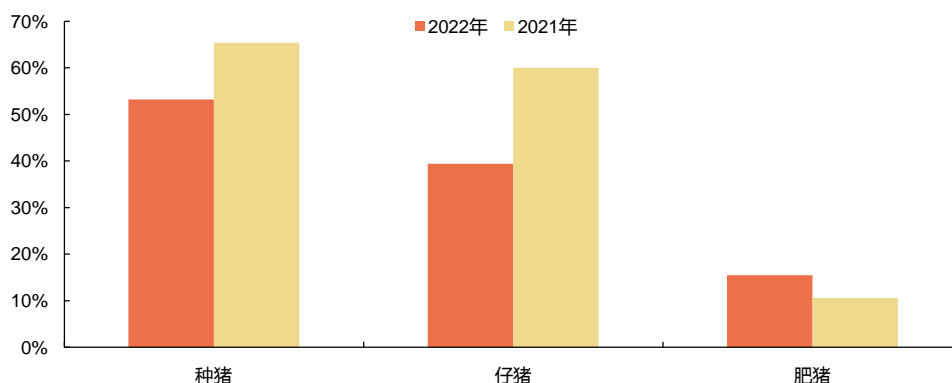
资料来源：公司公告《关于上海证券交易所对公司 2022 年年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》，申港证券研究所

图8：公司生猪产品利润结构



资料来源：公司公告《关于上海证券交易所对公司 2022 年年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》，申港证券研究所

图9：公司生猪产品毛利率



资料来源：公司公告《关于上海证券交易所对公司 2022 年年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》，申港证券研究所



### 1.3 对赌协议明确奖惩机制 业绩如约兑现

2020 年资产重组时，公司与和邦集团、巨星集团签署了《业绩承诺补偿协议》。巨星集团、和邦集团承诺巨星农牧 2020、2021 和 2022 年度的净利润总额不低于 57700 万元，和邦集团承诺巨星农牧 2020、2021 和 2022 年度的净利润分别不低于 15800 万元、15900 万元和 26000 万元。“净利润”指合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数，与经上市公司书面认可并与公司日常经营相关的非经常性损益中的政府补助之和。

- ◆ 如公司 2020 年度至 2022 年度累积实现的净利润数低于承诺净利润数的，则巨星集团和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，且巨星集团和和邦集团之间负有连带补偿责任。
- ◆ 截至 2022 年报，公司承诺的业绩已经完全兑现，当年计提超额业绩奖励 8402 万元。

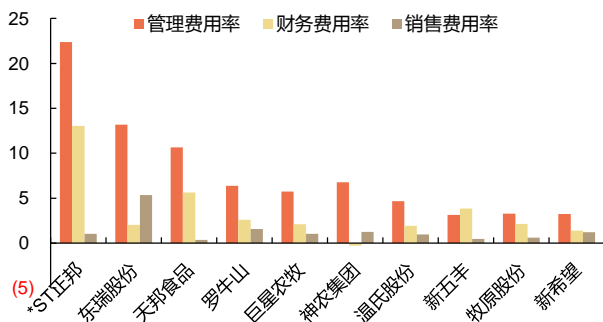
表1：业绩承诺完成情况（万元）

年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	三年合计
承诺金额	15800	15900	26000	57700
实际实现金额	58895	40455	35846	135195
业绩完成率	372.75%	254.88%	137.87%	234.31%

资料来源：公司公告《巨星农牧：关于重大资产重组业绩承诺完成情况公告》，申港证券研究所

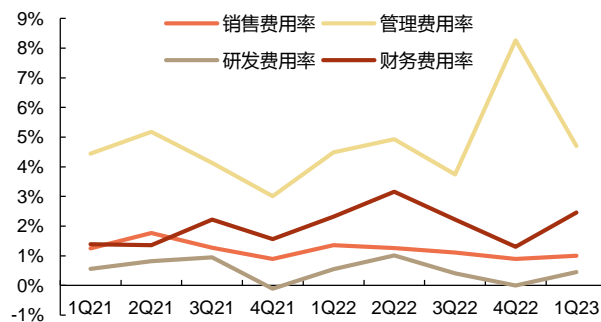
激励机制下，公司各项费用率控制良好，在行业中均处于中位水平。管理效率的提升，带来养殖成本的优势。

图10：上市猪企费用率 1Q23（TTM）（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图11：公司各项费用率



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 2. 高效养殖体系构筑壁垒

### 2.1 搭建“五星”养殖体系

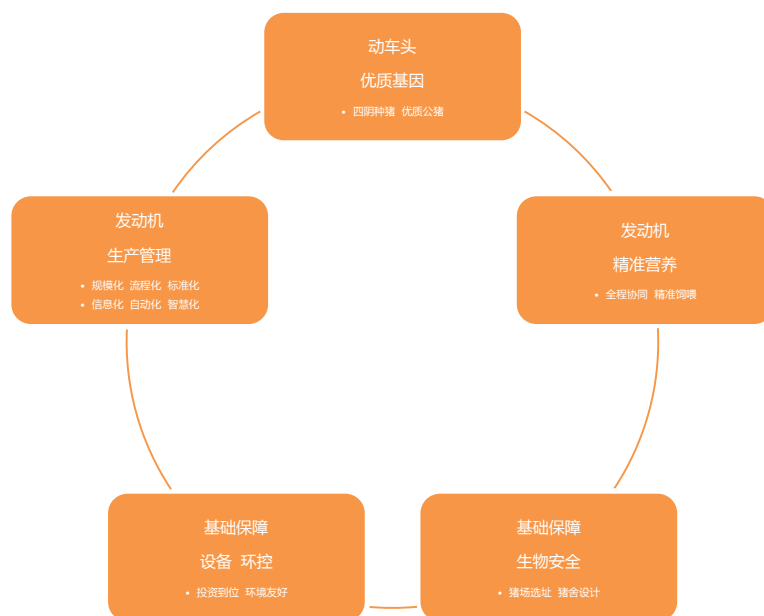
巨星农牧建立了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，经过多年的探索，公司已形成了一套高效的“五星养殖体系”：

- ◆ 优质的猪群基因是公司养殖体系的根本，公司选取四阴种猪、优质公猪来进行生物育种，确保后代商品猪的繁育具有良好的种源基础；



- ◆ 建立起高效的生产管理体系，在生产过程中实现规模化、流程化、标准化、信息化、自动化、智慧化，以期带来最大限度的效率提升和成本压降；
- ◆ 强化猪群营养管理，实现全程协同、精准饲喂，对不同生长阶段的猪只配以不同的饲料和健康管理措施，带来持续的降本增效；
- ◆ 高质量的设备设施、严格的环控、以及生物安全管理是对业务的支持保障。从猪场的选址，到猪舍的设计，到配套环保设施的建设，都为整个养殖体系的可持续发展提供了强有力的基础保障。

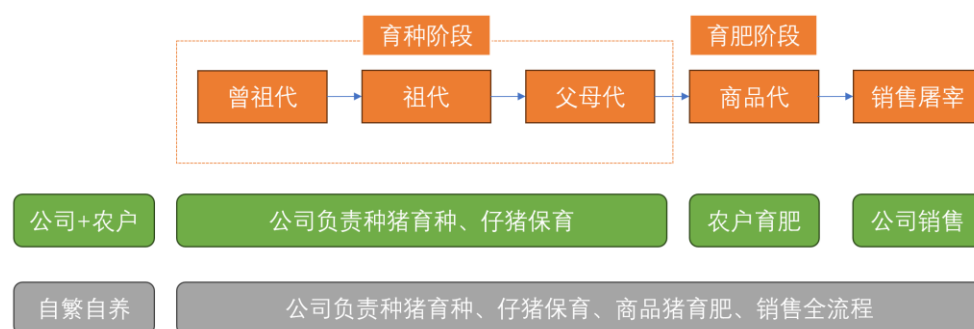
图12：巨星农牧高效“五星”养殖体系



资料来源：公司官网，申港证券研究所

公司采用紧密型“公司+农户”和一体化自主养殖两种生产模式。

图13：两种养殖模式示意图

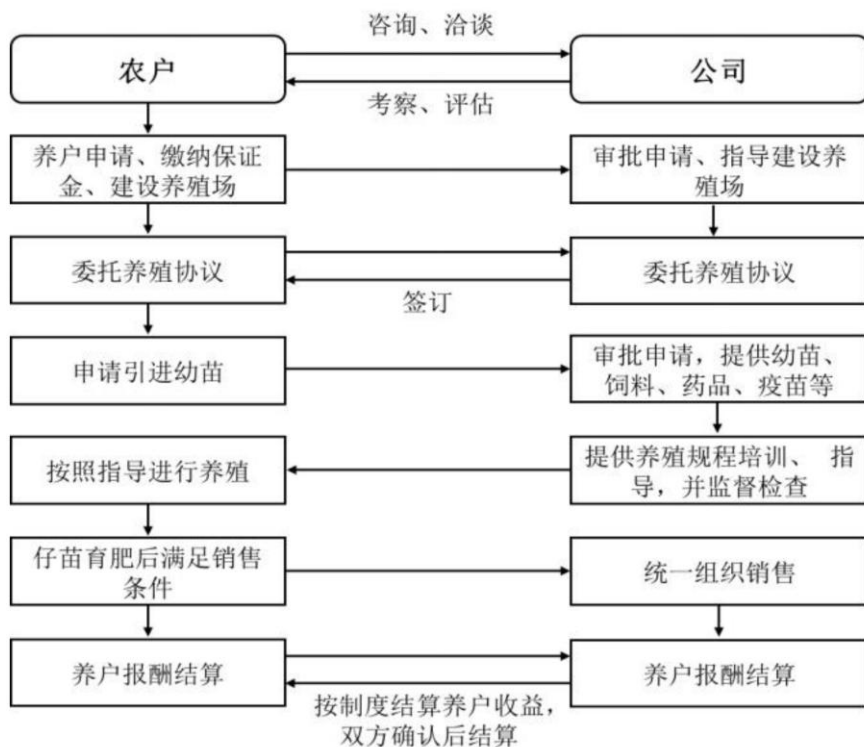


资料来源：公司2022年度报告，申港证券研究所

- ◆ 紧密型“公司+农户”模式：公司负责生猪、肉鸡育种和扩繁，农户负责育肥。该模式下，合作农户负责商品猪及肉鸡的养殖环节，其养殖的商品猪及肉鸡所有权仍归属于公司；公司负责向合作农户提供幼苗，以及饲料、药品、疫苗等物资供

应；待产品育肥达到出栏标准后，由公司负责最终的销售环节，并按照合同约定的结算方法与合作农户结算对应的报酬。

图14: 紧密型公司+农户模式

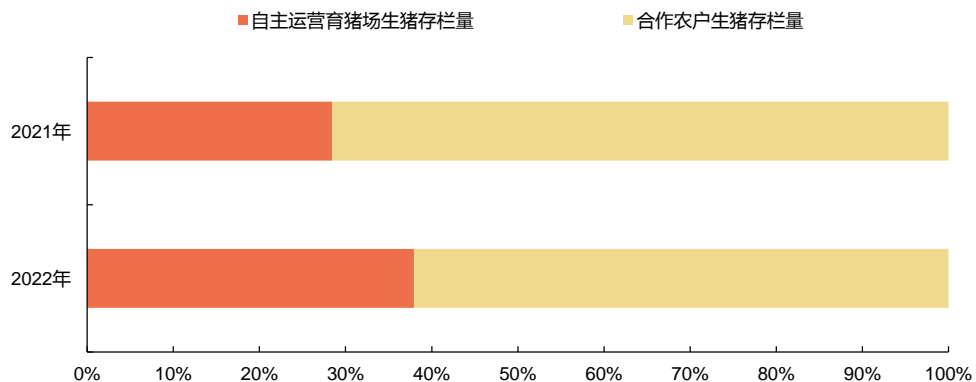


资料来源：公司 2022 年度报告，申港证券研究所

- ◆ 一体化自主养殖生产模式：公司从 PIC 公司引进高质量、高健康种猪种群进行祖代和父母代扩繁，坚持基因育种，选育优秀的品种，种猪选育和扩繁、仔猪生产、商品猪育肥全程由公司负责。公司目前主要在西南布局种猪育种繁育基地，视情况配套建设育肥场。

目前，公司大部分生猪养殖采取紧密型“公司+农户”模式，少部分采用自主养殖模式；随着公司产能规模的逐步增长，一体化自主养殖模式比重会继续增加，成本有望进一步压降。

图15：公司两种养殖模式的产能结构



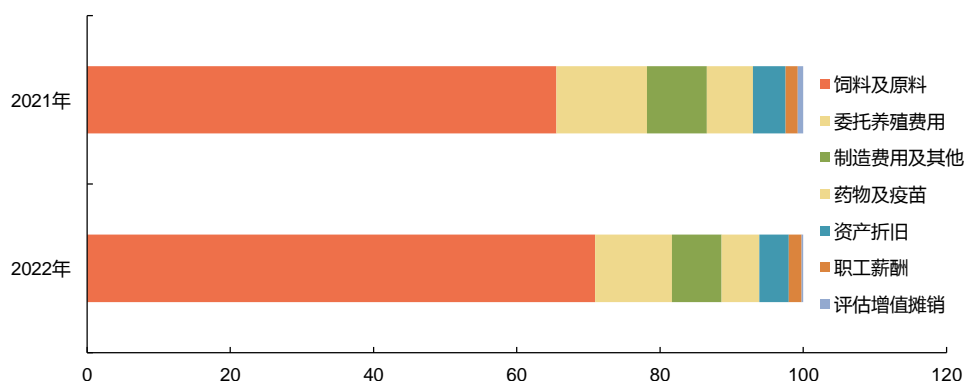
资料来源：《2022 年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告》，申港证券研究所

在育种技术上，公司掌握 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用于公司育种。

- ◆ 通过 BLUP 遗传评估法，即利用系谱间的亲缘关系，校正固定环境效应和非随机交配造成的偏差，同时可对有亲缘关系的不同群体进行联合评估，可大幅提高育种估值估计的准确性。
- ◆ 全基因组选择育种属于分子育种范畴，优势在于可以捕获基因组中的全部遗传变异，对于低遗传力和难以度量的性状（肉质和屠宰性状）可以进行选择，同时可以缩短世代间隔，对后备种猪进行提前选择，再通过种猪性能测定技术的集中测定，可实现高生长速度和低料肉比种猪的选育。

公司成本控制方式主要有三个方面，包括：自产饲料降低养殖成本、自繁降低仔猪成本、PIC 配套系优良性能有效降低肥猪养殖成本。生猪成本随着饲料主要原材料价格波动上涨，2022 年饲料成本占比提升至 71%，但公司各饲料厂根据养殖过程中的原料供应情况及时调整配方，促使养殖场实现增产增效并克服成本上涨压力，公司商品猪完全成本在同行业中处于较低水平。

图16：公司成本结构



资料来源：公司 2022 年报，申港证券研究所

## 2.2 引进 PIC 种猪提升性能

PIC 是一家来自英国的种猪改良公司，公司通过科学育种，为养猪企业提供生产成本更低且猪肉品质更好的优质猪只。PIC 的种猪性能改良结合了先进的科学技术、对养猪生产的实践知识以及养猪企业的需求，其选育的性状对企业而言更具商业价值，同时能够满足市场需求。PIC 种猪具有低维持成本、高生产性能、高生产效率等优势。

PIC 猪是五系配套，商品代含有大白、长白、杜洛克（白毛）、皮特兰（已去除氟烷基基因）、中国梅山猪的血统，通过庞大的群体，进行选优和提纯，选育出基因型纯合的纯种繁育群，组成一个核心群，再经过杂交组合、配合力测定，得出最佳组合，其充分利用了母体和个体杂交优势，稳定了遗传性状。

PIC 种猪与普通的大白或长白或杜洛克相比更有优越性，相应地它对饲养管理要求更高，经过多年的研究和试验，PIC 种猪在国内生长的抗逆性越来越强，生长性能、繁殖性能、肉品质方面表现非常优秀。

**PIC 母猪的繁殖性能、商品猪的胴体价值远超全行业水平，卓越的繁殖性能给客户带来直观的效益，高胴体价值为客户带来更多的潜在利益。**

**PIC 母猪在六项核心繁殖性状上全部领先于行业平均水平，其中：**

- ◆ 分娩率：PIC 客户平均母猪分娩率为 86.4%，领先行业平均水平 8.16pct；前 25% 客户平均分娩率达到 89.9%。
- ◆ 窝均产仔数：PIC 客户平均窝均产仔数 14 头，高出行业平均水平 0.93 头；
- ◆ 窝均活仔数：PIC 客户平均窝均活仔数 12.8 头，高出行业平均水平 0.78 头；
- ◆ 窝均断奶数：PIC 客户平均窝均断奶数 11.6 头，高出行业平均水平 0.88 头；
- ◆ LSY：PIC 客户平均 LSY 为 2.37 窝，高出行业平均水平 0.36 窝；
- ◆ PSY：PIC 客户平均 PSY 达到 27.3 头，比行业平均水平高 6.17 头。前 25% 客户 PSY 达到 30.4 头。

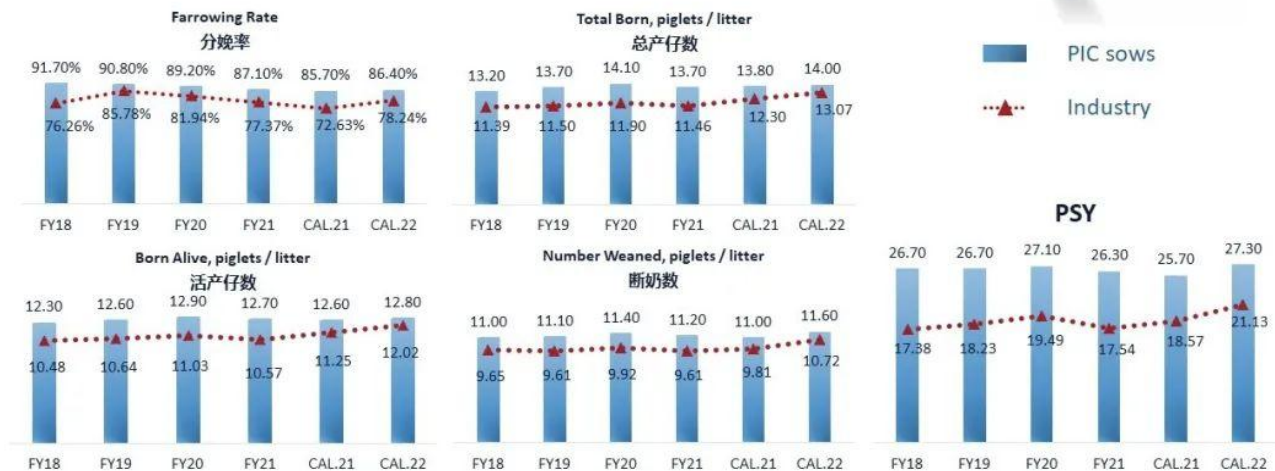
**表2：PIC 客户种猪生产指标与行业平均水平对比**

指标	PIC 客户			行业平均	PIC 超过行业平均
	前 10%	前 25%	平均数		
分娩率（%）	90.9	89.9	86.4	78.24	8.16
窝均产仔数（头）	14.9	14.6	14	13.07	0.93
窝均活仔数（头）	13.7	13.3	12.8	12.02	0.78
窝均断奶数（头）	12.4	12.1	11.6	10.72	0.88
LSY（窝）	2.48	2.47	2.37	2.01	0.36
PSY（头）	31.5	30.4	27.3	21.13	6.17

资料来源：PIC 公众号《PIC 中国 2022 年母猪繁殖数据报告》，微猪科技，申港证券研究所

**图17：近年来 PIC 与行业繁殖指标对比**

## 2017-2022 Industry vs PIC® reproductive benchmarking data 2017-2022 年行业和PIC®繁殖标杆数据对比



资料来源: PIC 公众号《PIC 中国 2022 年母猪繁殖数据报告》, 微猪科技, 申港证券研究所

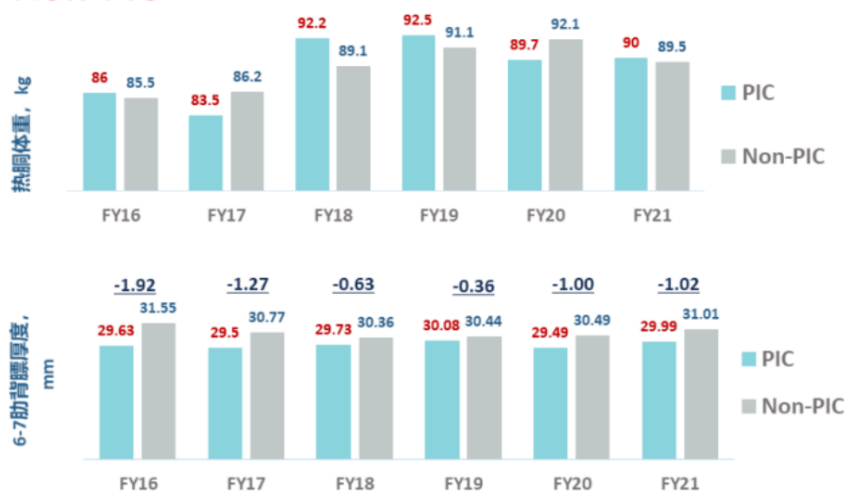
**PIC 猪只胴体价值高。**从 16 年至 21 年, 将每年的胴体重都校准到 89 kg 进行对比, PIC 基因客户场育肥猪 6-7 肋的背膘厚度持续占优, 比非 PIC 基因客户场育肥猪 6-7 肋背膘薄, 意味着瘦肉率更高, 产品价值更高。

图18: PIC 育肥猪背膘薄

## PIC基因客户场育肥猪6-7肋背膘更薄



### PIC vs Non-PIC



注: 图中带下划线的数字为胴体重校正到89 kg, PIC与非PIC基因客户场育肥猪6-7肋背膘厚度的差值

资料来源: PIC 公众号《PIC 中国标杆数据概览》, 申港证券研究所

巨星农牧自 2017 年 9 月开始与 PIC 中国合作, 引入 PIC 优质种猪并通过自行培育扩大种群规模, 公司现有的兆雅猪场、圈龙猪场以及高观猪场等猪场均已采用 PIC 优质种猪。随着公司其他猪场种群逐步替换为 PIC 优质种猪, 公司整体单位成本也

将逐步下降。

## 2.3 Pipestone 助力猪场管理

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，是业内公认的生猪生产咨询、管理及生物安全管理等领域的领导者。现在公司已管理超过 28 万头母猪的规模，为美国第三大养殖企业。

2016 年 9 月 27 日，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。在协议期限内，Pipestone 负责向公司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。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，遵循现代化、规模化、工业化的养殖理念，公司生产业绩、生产效率和生物安全均得到较大提高。

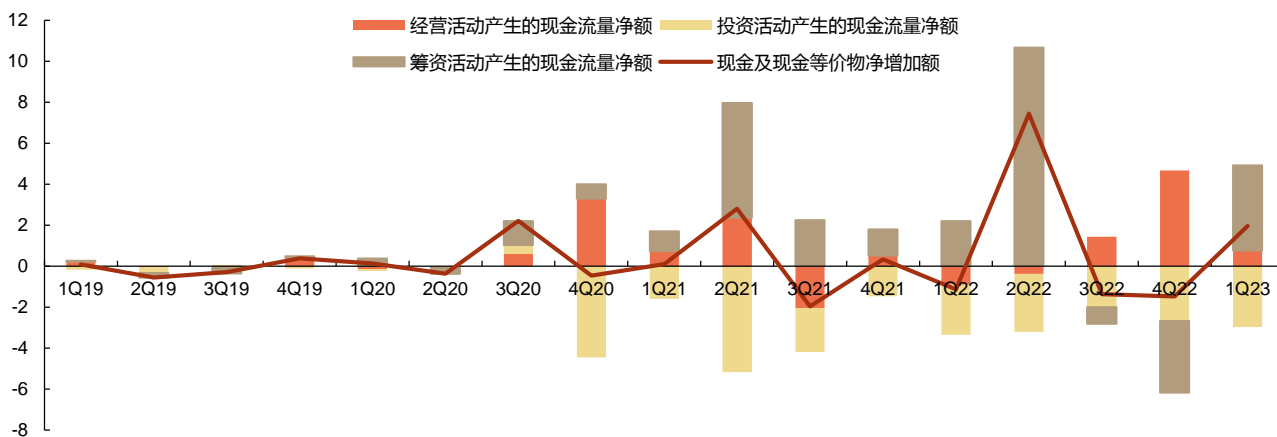
## 3. 资金充足扩张步履不息

### 3.1 资本结构合理资金充裕

**公司货币资金充裕，现金流安全。**截至 1Q23，公司账上货币资金余额 10.86 亿元，支撑公司的日常经营活动较为充裕。2019 年至今，多数季度公司的现金流量为净流入。公司上市以来多项筹资渠道并行，2021 年 7 月定增募资 4 亿元用于新产能建设，2022 年 4 月发行转债募集资金 10 亿元，为公司补充流动性。

**公司资本结构合理，偿债能力较强。**公司资产负债率较为稳定，处于行业较低水平。2021 年 Q3 开始，由于持续低迷的猪价带来经营活动现金流出，公司负债率提升。2021 年和 2022 年末负债率分别为 44.68%和 48.85%，仍处于较低水平。偿债能力方面，截至 1Q23，公司流动比率为 1.12，现金流动负债比率为 0.42，均高于行业中位数。

图19：公司现金流量安全（亿元）

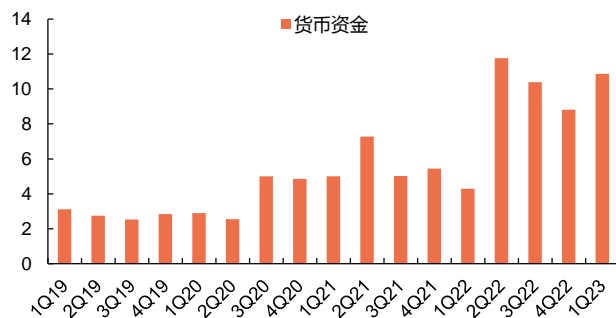


资料来源：Wind，申港证券研究所

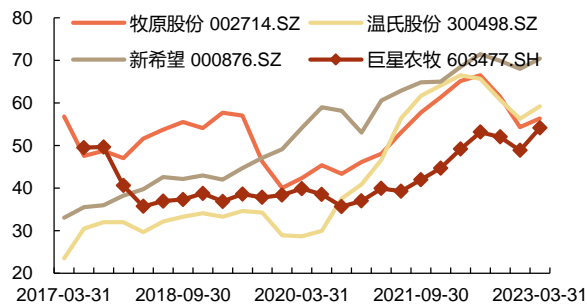
图20：公司货币资金保持充裕（亿元）

图21：公司资产负债率相对较低（%）



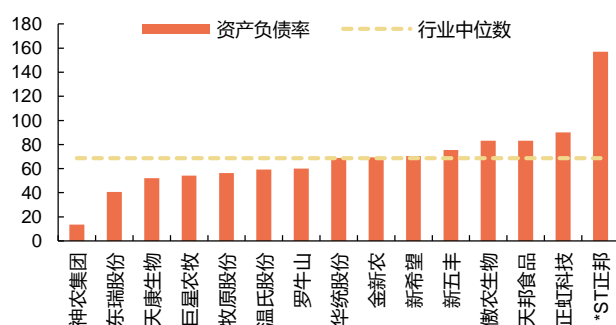


资料来源: Wind, 申港证券研究所



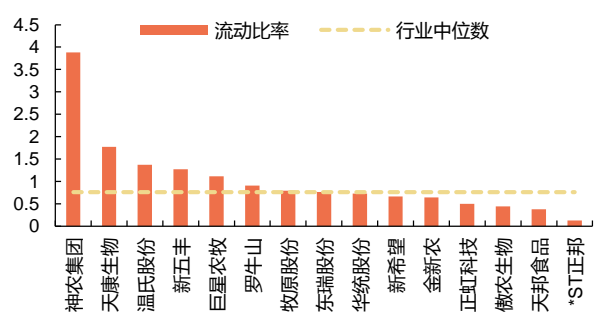
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图22: 上市猪企资产负债率 (截至 1Q23) (%)



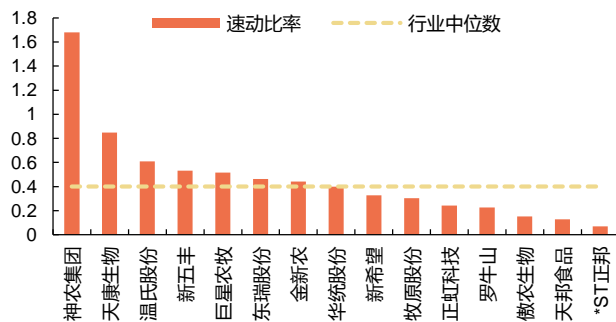
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图23: 上市猪企流动比率 (截至 1Q23)



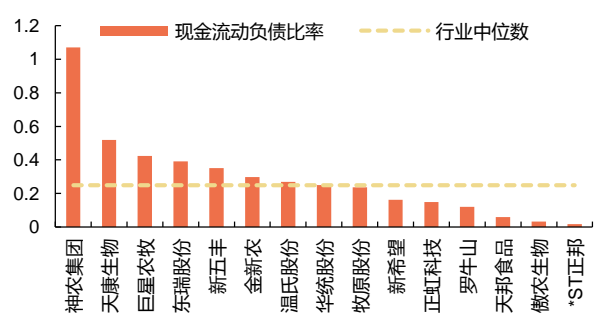
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图24: 上市猪企速动比率 (截至 1Q23)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图25: 上市猪企现金流动负债比率 (截至 1Q23)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

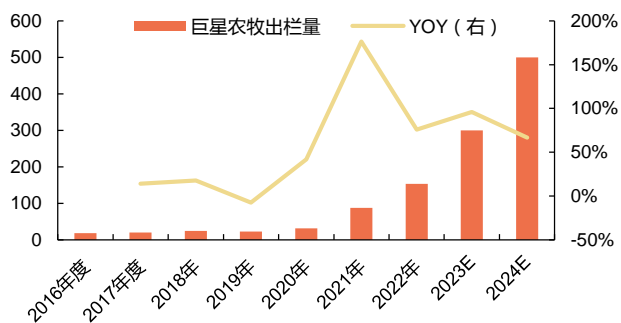
### 3.2 产能扩张规划稳步推进

公司生猪产能有望持续大幅提升。2022 年, 公司拥有生猪产能 260 万头, 实现生猪出栏量 153 万头, 预计 2023 年实现 300 万头生猪出栏量, YOY 达 96%, 2024 年出栏 500 万头, YOY 达 67%。

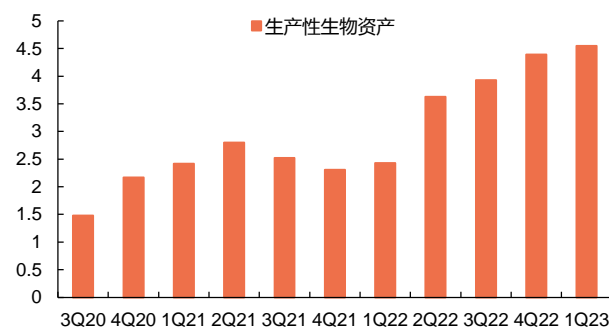
图26: 公司出栏维持高速增长 (万头)

图27: 公司生产性生物资产增长 (亿元)



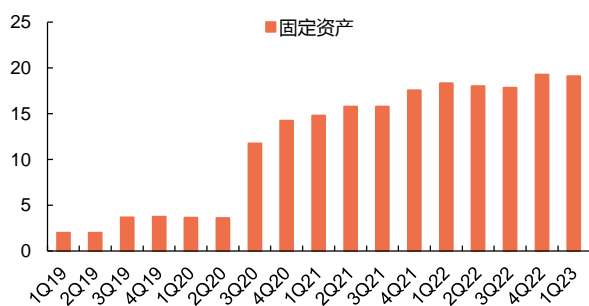


资料来源：公司公告《公开发行可转换公司债券募集说明书》，《振静股份：发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案(二次修订稿)》，《巨星农牧：2022年年度报告》2022年12月5日投资者调研纪要，申港证券研究所



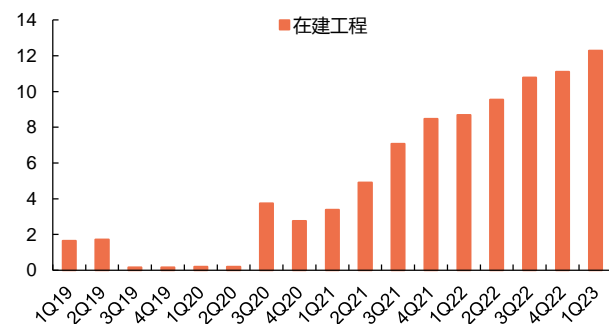
资料来源：Wind，申港证券研究所

图28：公司固定资产增长（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

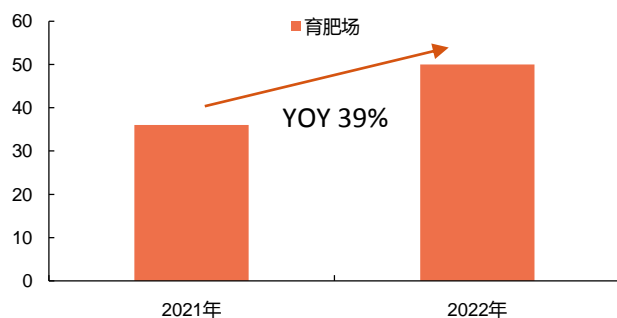
图29：公司在建工程增长（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

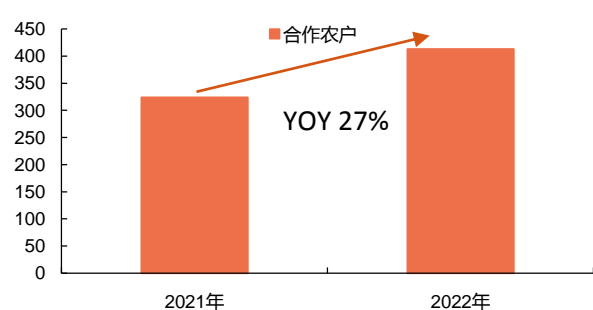
据公司公告，截至2022年末，公司自主经营着50家育肥场，当年新增14个育肥场；签约合作农户达到413个，当年新增89个；已形成29个标准化种猪场，当年新增10个。2022年公司生猪产能及产量明显提升。由于新建种猪养殖基地需要一定周期来释放产能，故2022年公司产能利用率没有显著提升，但随着新增产能得到释放，预计2023年产能利用率将会提升。

图30：公司育肥场数量（个）



资料来源：公司公告《2022年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告》，申港证券研究所

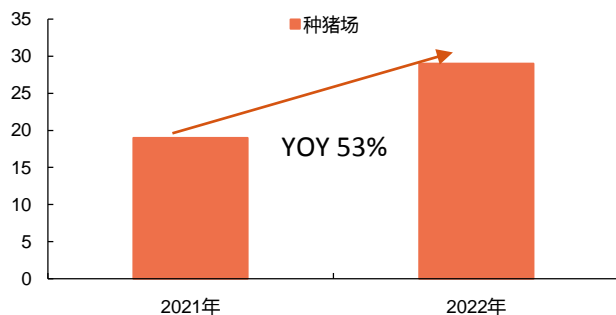
图31：公司签约合作农户数量（个）



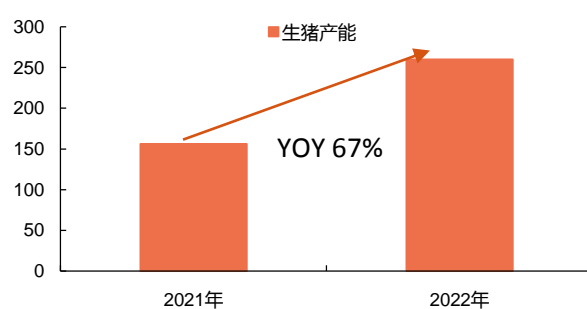
资料来源：公司公告《2022年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告》，申港证券研究所

图32：公司种猪养殖场数量（个）

图33：公司生猪养殖产能（万头）



资料来源：公司公告《2022 年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告》，申港证券研究所



资料来源：公司公告《2022 年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告》，申港证券研究所

公司在生物安全条件优越、贴近消费市场的项目中择优自建种猪场，自建场作为区域发展中心；育肥配套采用租赁模式，降低公司固定资产投入，有效提高资金利用效率。2022 年公司项目建设资金主要投向德昌巨星生猪繁育一体化项目、古蔺巨星石宝种猪场项目。其中，德昌巨星生猪繁育一体化项目为公司重点推进的项目，该项目为公司首个种猪繁育一体化生猪养殖场，生产技术和设备较为先进，目前预计完工日期为 2023 年 6 月，该项目可容纳 3.6 万头母猪，生猪年出栏量可达到 97.2 万头，公司生猪产能将得到大幅提升。

## 4. 周期行至底部 反转一触即发

### 4.1 短期：猪价低迷期 板块配置性价比高

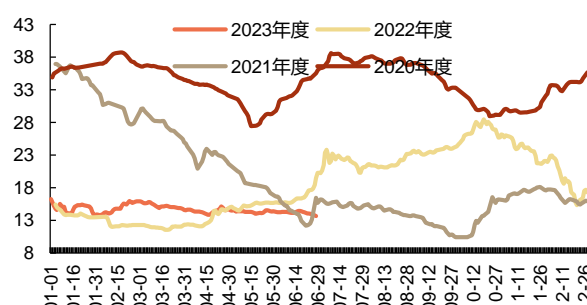
**猪价低位持续徘徊。**2023 年年初至今，生猪价格持续在低位徘徊，生猪养殖行业与生猪养殖板块个股均进入底部区域。

图34：商品猪出栏均价（元/kg）



资料来源：钢联数据，申港证券研究所

图35：商品猪出栏均价-季节性分析（元/kg）



资料来源：钢联数据，申港证券研究所

回顾历史，每一轮猪周期中，配置生猪养殖板块可取得超额收益的时期主要可分为两个阶段：一是能繁母猪初步去化，行业确认进入产能缩减通道的阶段；二是猪价开始企稳，养殖利润确认回升的阶段。

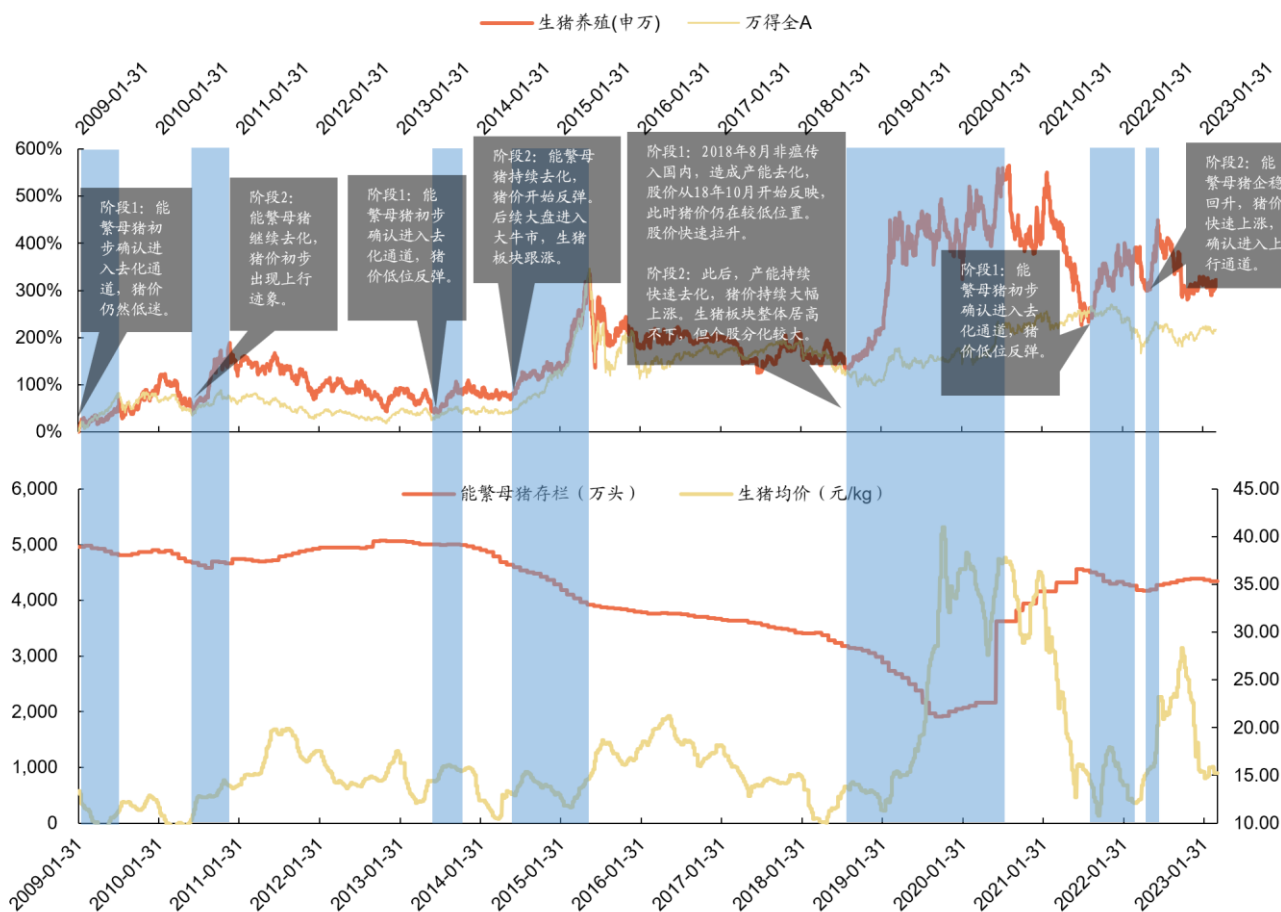
以本轮周期（2021 年 9 月-2023 年 1 月）为例，板块行情的开启拐点具有典型性：

- ◆ 经历了非洲猪瘟疫情冲击，又受到高额养殖利润的驱动，生猪养殖行业于 2019

年末-2021年初整体大幅扩产，致使猪价从21年初开始跳水下跌。

- ◆ 2021年，行业逐渐意识到养殖产能过剩。2021年7月，能繁母猪环比开始下降。在行业产能持续去化3个月之后，板块于2021年9月迎来上行。
- ◆ 2022年4月，在行业产能去化持续了10个月之后，生猪价格见底回升。2022年6月，猪价确认进入上行通道，并出现超预期的加速上涨，股价也于22年6月快速拉升。

图36：历史生猪板块上涨行情回顾



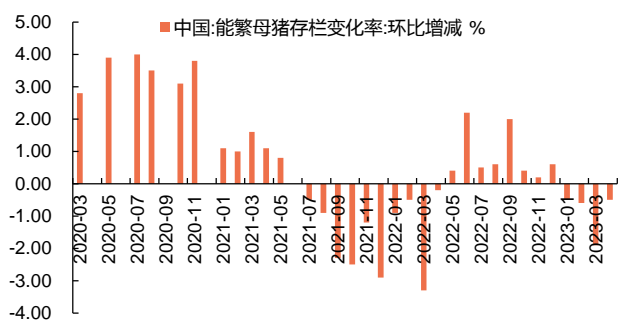
资料来源：Wind，申港证券研究所

当前生猪产能已进入去化阶段，价格仍会继续磨底数月。截至2023年5月末，能繁母猪已连续去化5个月，猪价仍在低位徘徊。从产能和存栏量来看，生猪供应量从今年3月开始逐步增加。

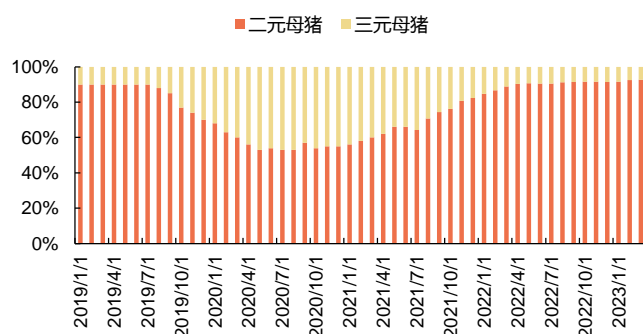
- ◆ 生猪产能能繁母猪存栏从2022年5月至12月处于扩产能阶段，则对应生猪出栏量从2023年3月-10月处于上升阶段。
- ◆ 种猪生产效率持续提升。至2023年5月末，我国种猪群中，二元母猪占比已经提升至92.7%。2022年养殖企业配种率提升，PSY、MSY等生产效率指标持续优化，或带来后续产量进一步增加。

图37：能繁母猪进入下行通道（%）

图38：二元母猪占比提升（%）



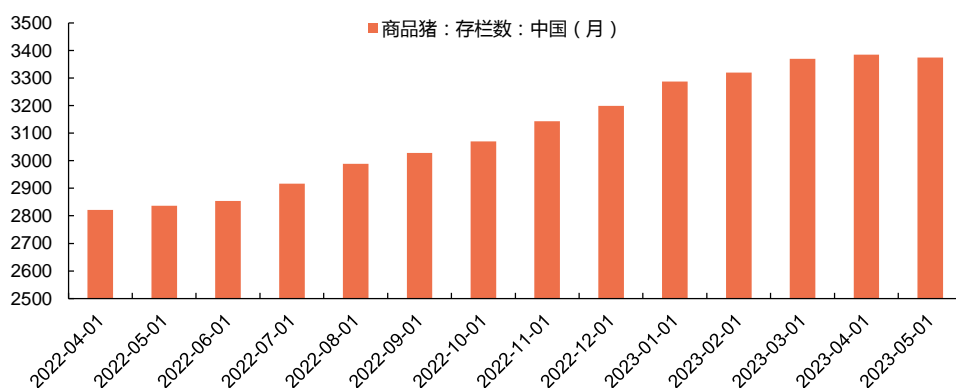
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

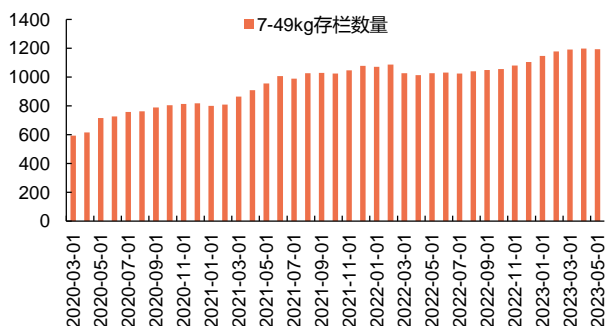
积极的变化在于，生猪存栏首次下行，猪价上行拐点可期。据上海钢联统计，样本企业商品猪存栏量近一年来首次出现下行，5月环比-0.3%。分体重结构看，7-49kg 生猪存栏量环比-0.35%；50-89kg 生猪存栏量环比-0.23%，90-140kg 生猪存栏量+0.41%。

图39: 5月末样本企业商品猪存栏量小幅下行 (万头)



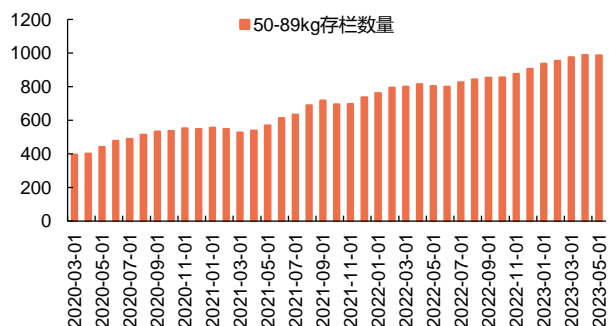
资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

图40: 7-49kg 商品猪存栏量下行 (万头)



资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

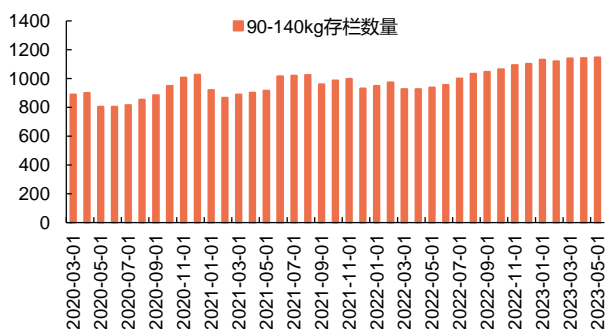
图41: 50-89kg 商品猪存栏量下行 (万头)



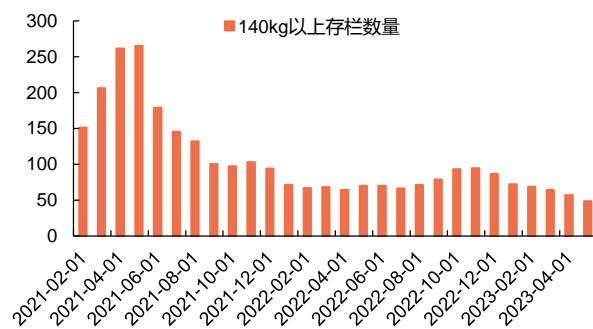
资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

图42: 90-140kg 商品猪存栏量上行 (万头)

图43: 140kg 以上商品猪存栏量下行 (万头)



资料来源：钢联数据，申港证券研究所



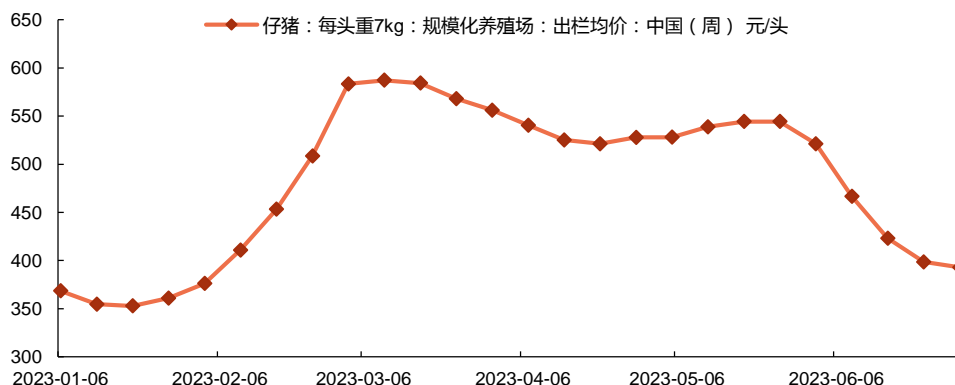
资料来源：钢联数据，申港证券研究所

尽管猪价低迷，但产能去化速度较缓慢。今年以来，农业部公布的月度能繁母猪存栏数据都是微幅去化。**Q3 产能去化节奏很大程度上受 Q3 猪价走势影响，我们认为 Q3 猪价仍然难以回升，故产能去化可能加速。**当前，市场对 Q3 价格走势存在一定分歧，部分人士认为 1-2 月仔猪损失较大，将造成 7-8 月供给断档，价格回升。我们认为，仔猪损失的情况确实存在，但影响程度有限，基于样本企业各体重商品猪存栏数据逐月增长的事实，以及饲料产量逐月增加作为侧面印证，我们判断，Q3 供给仍然会增长，因此价格仍然会处于低位，即使价格出现回升，幅度也不会太大，其驱动因素可能是短期的消费需求回暖或者外部政策（如收储）带来情绪上的刺激。若猪价延续低迷走势，则产能去化加速的可能性将大大提升。

悲观预期下仔猪价格和母猪价格回落，主动去产能意愿有望提升。

- ◆ **仔猪价格继续回落。**本周，仔猪价格继续下行，截至 6 月 30 日，7kg 仔猪价格约 393 元/头，周度环比降幅 1%，月度环比降幅 25%。前期仔猪价格高企一方面由于冬季仔猪损失造成供给下行，二是季节性补栏，三是由于养殖企业看好后市猪价，对仔猪需求旺盛。而当前仔猪存活率回升，叠加市场对后市预期转向悲观，部分大型养殖企业下调出栏目标，对仔猪需求淡化。

图44：仔猪价格显著回落

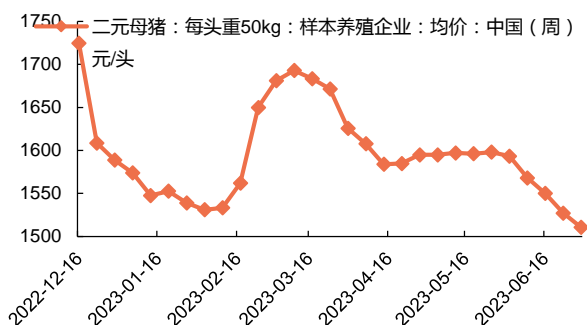


资料来源：钢联数据，申港证券研究所

- ◆ **二元母猪价格均回落，补栏意愿下降。**我们认为，二元母猪价格能够反映市场补栏母猪的意愿。去年 12 月至今，二元母猪价格经历先跌再涨再跌的走势，4、5 月份价格相对平稳，维持在 1600 元/头上下，进入 6 月随着补栏意愿再度转弱，二元母猪价格再次呈现下跌走势，月度环比下跌约 5%。

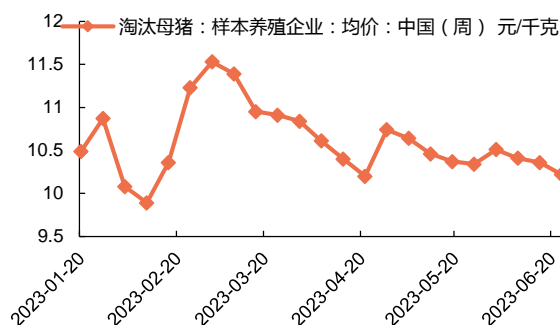
- ◆ **淘汰母猪价格下跌，淘汰量有望提升。**淘汰母猪价格能够反映淘汰意愿，今年以来，淘母价格也经历了先跌再涨再跌的走势。本周淘汰母猪价格跌幅显著，截至6月30日，淘母价格为9.82元/kg，周度环比-3.9%，月度环比-6.6%，反映淘汰意愿继续上行。后续持续关注能繁母猪价格变化，作为观察能繁母猪淘汰量的领先指标。

图45：二元母猪价格下行



资料来源：钢联数据，申港证券研究所

图46：淘汰母猪价格下行

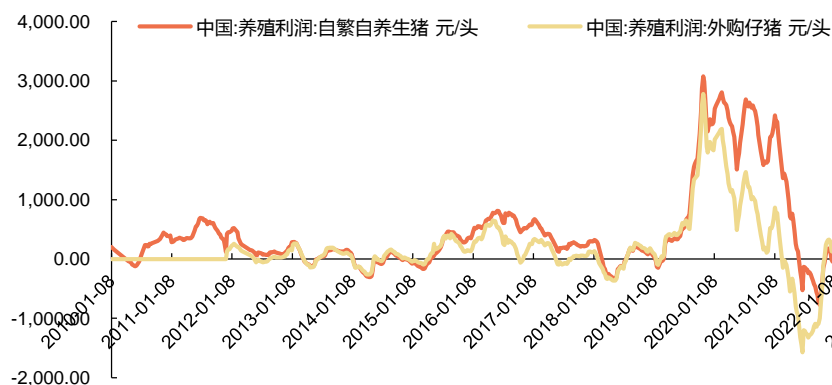


资料来源：钢联数据，申港证券研究所

我们认为猪价短期不具备大幅上行基础，生猪产能在今年上半年将持续去化。随着生猪产能去化，预计猪价在**2023年10月-2024年全年**将迎来上行周期。

截至6月末，自繁自养生猪养殖利润已经持续6个月为负，上一轮盈利周期在22年7月-12月，仅持续了5个月；而上一轮亏损周期持续了6个月（2021年12月-2022年5月）。我们认为目前行业现金流相对紧张，且基于对Q3猪价的判断，我们认为在此后的数月仍将延续这一态势，行业产能去化难以避免。而生猪产能的去化，意味着养殖板块的配置机会的到来。

图47：当前生猪养殖行业已持续亏损6个月



资料来源：Wind，申港证券研究所

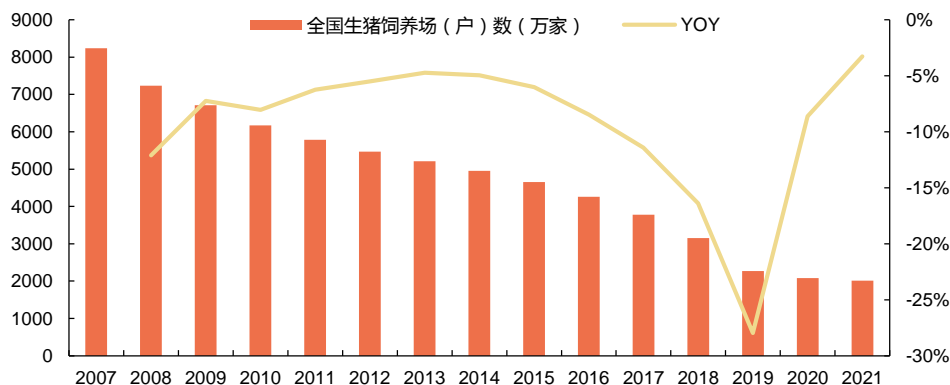
## 4.2 长期：生猪养殖规模化势在必行

近年来我国生猪养殖行业结构发生显著变化：饲养场户总量快速下降，规模化趋势逐渐显现。



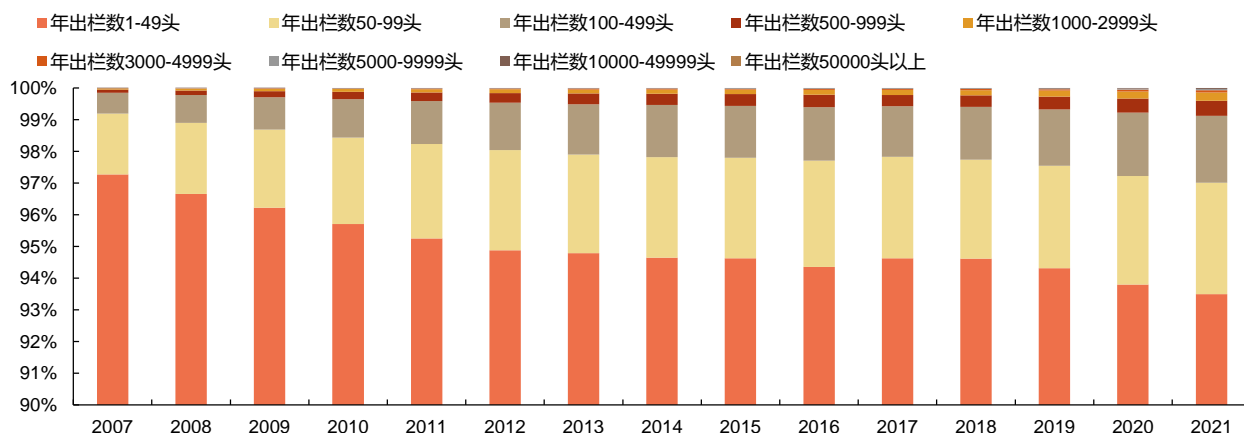
- ◆ 数量上看，生猪饲养场户总量快速下降。2007 年，全国生猪饲养场数量高达 8235 万家，至 2021 年已经降至 2010 万家，约 76% 的养殖户退出市场。
- ◆ 结构上看，规模化趋势显著。小规模养殖场数量与占比逐年下降，大规模养殖场数量大幅增加。年出栏数 50000 头以上的养殖场数量由 2007 年的 50 家，上升至 2021 年的 849 家。

图48：中国生猪饲养场（户）数量逐年下降



资料来源：Wind，申港证券研究所

图49：中国不同规模生猪饲养场（户）占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

养殖场规模化趋势主要受成本和政策两方面因素影响：

其一，相比规模养殖，散养户的成本高、收益低，这是散户逐渐退出市场的内因。

其二，政策因素作为外因，不断驱动生猪养殖行业规模化。

- ◆ 生猪规模化养殖有助于政府调控生猪价格、生猪储备，稳定生猪产能水平，同时也降低了政策实施成本。政府持续发布规模化养殖政策。2023 年 6 月，农业农村部联合国家发展改革委、财政部、自然资源部制定印发《全国现代设施农业建设规划（2023—2030 年）》。《规划》提出，到 2030 年，全国现代设施农业规模进一步扩大，畜牧养殖规模化率达到 83%。



表3：近年来规模化养殖政策发布频繁

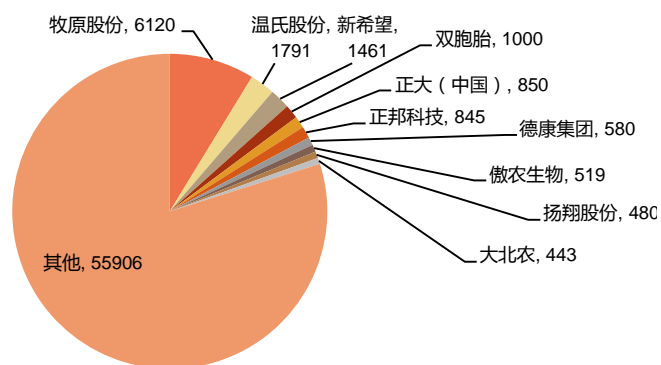
时间	文件名称	部门	具体内容
2013年1月	《降低流通费用提高流通效率综合工作方案》	国务院办公厅	降低农产品生产流通环节水电价格和运营费用，规模化生猪生产的用水、用电与农业同价
2013年5月	《关于稳定生猪生产的意见》	农业农村部	为稳定生猪生产，维护生猪养殖户切身利益，保障市场稳定有效供给，强化技术指导与服务、大力推进生猪标准化规模养殖、强化信息监测预警、落实好各项扶持政策、切实抓好生猪疫病防控
2015年2月	《关于加大改革创新力度 加快农业现代化建设的若干意见》	中共中央、国务院	深入推进农业结构调整、加大对生猪标准化规模养殖场建设支持力度，加快推进规模化、集约化、标准化畜禽养殖。
2016年4月	《全国生猪生产发展规划（2016—2020年）》	农业农村部	生产保持稳定略增，猪肉保持基本自给；规模比重稳步提高，规模场户成为生猪养殖主体；规模企业屠宰量占比不断提升；生猪出栏率、母猪生产效率、劳动生产率持续提高；2020年出栏500头以上的规模养殖比重达到52%
2016年10月	《全国农业现代化规划（2016—2020年）》	国务院	保持生猪生产稳定、猪肉基本自给；健全农产品市场调控政策，继续推进生猪等目标价格保险试点
2017年2月	《关于深入推进农业供给侧结构性改革 加快培育农业农村发展新动能的若干意见》	中共中央、国务院	发展规模高效养殖业。稳定生猪生产，优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。
2019年3月	《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》	农业农村部	加快落实稳定生猪生产发展的政策措施、加强生产和市场监测预警、优化疫情处置和调运监管、深入推进标准化规模养殖、调整优化生猪产业布局、加强实用技术推广应用。
2019年5月	《关于做好种猪场和规模猪场流动资金贷款贴息工作的通知》	农业农村部、财政部	为种猪场和年出栏5000头以上的规模猪场提供信贷担保服务；具有种畜禽生产经营许可证的种猪场及年出栏5000头以上的规模猪场给予短期贷款贴息支持
2019年9月	《国务院办公厅关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	国务院办公厅	2022年和2025年，生猪产业转型升级取得重要进展、产业素质明显提升，养殖规模化率分别达到58%左右和65%以上
2022年2月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	农业农村部	发展现代畜牧业。健全生猪产业平稳有序发展长效机制，推进标准化规模养殖，将猪肉产能稳定在5500万吨左右，防止生产大起大落。
2023年6月	《全国现代设施农业建设规划（2023—2030年）》	农业农村部、发改委、财政部、自然资源部	到2030年，全国现代设施农业规模进一步扩大，畜牧养殖规模化率达到83%。

资料来源：人民政府网，农业农村部，申港证券研究所

- ◆ **环保政策促使生猪养殖走向规模化。**由于传统小规模散户生猪散养产生的粪便处理难、生猪防疫能力差等原因，小规模散户对生态环境尤其是对水资源的污染强度较高。而规模化生猪养殖场由于体量较大，可凭借规模优势降低环保和防疫成本。

在生猪规模化养殖政策引导下，生猪养殖行业散户加速退出，行业快速向头部整合。我国生猪养殖行业集中度快速提升，2022年，我国生猪养殖CR10已达到20%，未来随着集团企业不断扩产，预计集中度将持续提升。

图50：2022年生猪养殖企业出栏结构



资料来源：新猪派《TOP20 猪企出栏排行榜》，公司公告，Wind，申港证券研究所

## 5. 盈利预测与估值分析

### 5.1 盈利预测与投资建议

公司主要业务为生猪养殖。我们主要通过预测未来猪价、公司生猪出栏量、单位成本来预测公司盈利情况。

- ◆ 生猪养殖业务：猪价方面，我们假设 2023-2025 年全年均价分别为 16 元/kg、20.2 元/kg、17.7 元/kg。出栏量方面，根据公司规划，我们假设 2023-2025 年出栏量分别为 300 万头、500 万头、720 万头。
- ◆ 饲料业务：我们判断 2023-2025 年原粮价格上涨，假设单位成本分别为 4.2 元/kg、4.3 元/kg、4.4 元/kg；单价分别为 4.6 元/kg、4.7 元/kg、4.8 元/kg；销量方面，因公司饲料外销增量不大，我们假设 2023-2025 年分别外销 11.9 万吨、12 万吨、12.1 万吨。
- ◆ 皮革业务：销量方面，2022 年出现大幅下滑主要由于经济增速放缓，下游需求不景气，随着宏观经济整体修复，我们假设 2023-2025 年皮革销量分别上行 15%、10%、10%；价格方面，假设维持稳定；成本方面，随着销量的修复，单位成本下行，假设 2023-2025 年单位成本分别为 13.2 元/平方英尺、12.8 元/平方英尺、11.5 元/平方英尺。
- ◆ 商品鸡业务：由于公司并无此方面扩产规划，我们假设未来三年销量与 2022 年持平，均为 300 万羽。价格方面，随着猪周期上行，肉鸡价格也有望得到提振，假设 2023-2025 年销售均价分别为 39 元/羽、40.9 元/羽、41.8 元/羽；假设单位成本与 2022 年持平。

基于以上假设，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 58.2 亿元、111.8 亿元、138.9 亿元，同比分别+47%、+92%、+24%；归母净利润 0.98 亿元、22.2 亿元、17.3 亿元，同比分别-38%、+2175%、-22%。

表4：公司盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,982.92	3,967.94	5,820.80	11,178.98	13,881.52
增长率（%）	107.26%	33.02%	46.70%	92.05%	24.18%

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润 (百万元)	258.98	158.09	97.61	2,220.80	1,732.00
增长率 (%)	102.84%	-38.96%	-38.26%	2175.28%	-22.01%
净资产收益率 (%)	7.87%	4.31%	2.59%	37.05%	22.42%
每股收益(元)	0.53	0.31	0.19	4.39	3.42
PE	61.51	104.35	169.03	7.43	9.53
PB	5.02	4.49	4.37	2.75	2.14

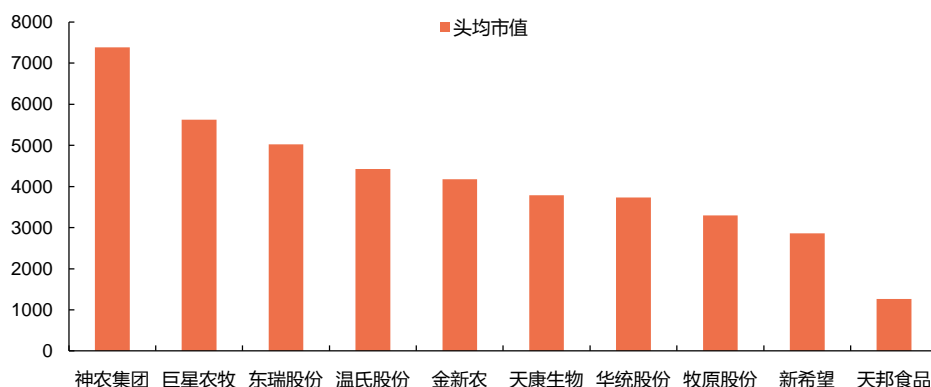
资料来源: Wind, 估值模型, 申港证券研究所

## 5.2 估值分析

由于公司大部分收入和利润由生猪养殖业务贡献, 我们将公司与其他生猪养殖上市公司进行估值对比。生猪养殖板块个股盈利能力波动较大, 难以采用 PE 估值, 故我们采用头均市值法进行估值。

当前, 巨星农牧头均市值约为 5626 元, 在行业个股中处于较高位置, 但鉴于公司成长性较强、且成本较低盈利能力较好, 我们认为可以给予一定的市值溢价。公司预计 2023 年出栏 300 万头, 给予 6500-7000 元/头的头均市值, 则对应合理市值区间在 195 亿元-210 亿元。

图51: 上市猪企头均市值 (元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 出栏量采用各公司对外交流的 2023 年出栏规划, 市值数据截至 2023 年 6 月 29 日, 其中, 由于部分企业除了养殖业务, 还有其他业务布局, 我们剔除了相应的市值, 如: 给予新希望肉鸡养殖和饲料业务 100 亿元市值; 温氏股份肉鸡养殖业务 300 亿元市值; 天康生物动保业务 30 亿元市值; 华统股份屠宰业务 50 亿元市值。

## 6. 风险提示

**原材料价格上升风险:** 饲料成本占生猪养殖成本比重较高。近期原粮价格有所回调, 或带来下半年成本下行, 但长期来看玉米、豆粕等原粮仍存在供不应求的风险, 饲料成本的上涨从而影响公司利润。

**猪周期反转不及预期风险:** 公司利润受生猪价格影响大。当前猪价仍处于低点, 产能正在逐步出清, 若产能出清力度不足, 生猪价格上行幅度不及预期, 则公司盈利

可能不及预期，甚至出现亏损。

**产能扩张不及预期风险：**我们对公司未来的业绩预测基于公司的出栏规划和产能建设规划，若公司产能扩张不及预期，可能造成公司收入不及预期，市场对于成长性的估值溢价下调。

**动物疫病风险：**若公司疫病防控出现漏洞，突发动物疫病，可能会造成猪群损失，带来整体成本上升，影响公司利润。

**盈利预测中假设偏离真实情况的风险：**我们对公司未来业绩的预测主要基于公司生猪出栏量、生猪价格、单位成本三个方面的判断。对于 2023 年业绩：

- ◆ 若生猪出栏量较假设下降 1%，则对应公司营收将下滑 4800 万元 (-0.82%)，归母净利润将减少 119 万元 (-1.22%)；
- ◆ 若生猪年度平均价格较假设下降 0.1 元/kg，则对应公司营收将下滑 3000 万元 (-0.52%)，归母净利润将减少 2763 万元 (-28.31%)；
- ◆ 若公司成本较假设提升 0.1 元/kg，则对应公司归母净利润下滑 2907 万元 (-29.8%)。

表5: 公司盈利预测表

利润表				单位:百万元		资产负债表			单位:百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2983	3968	5821	11179	13882	流动资产合计	2117	2533	3989	6710	8822
营业成本	2416	3389	5412	8312	11393	货币资金	544	881	1292	2481	3081
营业税金及附加	10	10	15	29	36	应收账款	106	113	187	358	445
营业费用	38	44	140	268	333	其他应收款	22	23	34	66	82
管理费用	124	228	128	246	305	预付款项	102	74	174	267	366
研发费用	15	15	23	43	54	存货	1326	1440	2299	3531	4840
财务费用	48	82	68	68	68	其他流动资产	2	2	3	6	8
资产减值损失	-3	-1	0	0	0	非流动资产合计	3899	4721	4838	4970	4970
公允价值变动收益	0	0	20	10	15	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	12	-3	30	35	38	固定资产	1754	1926	2013	2079	2124
营业利润	296	160	108	2297	1793	无形资产	112	108	101	95	89
营业外收入	19	17	18	17	18	商誉	611	610	610	610	610
营业外支出	37	23	25	24	25	其他非流动资产	68	117	152	293	363
利润总额	278	154	101	2290	1786	资产总计	6016	7254	8828	11680	13793
所得税	11	-7	1	23	18	流动负债合计	1718	2199	2484	3070	3414
净利润	267	161	100	2267	1768	短期借款	714	513	773	810	553
少数股东损益	8	3	2	46	36	应付账款	375	314	661	1015	1391
归属母公司净利润	259	158	98	2221	1732	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	656	589	283	2480	1979	一年内到期的非流动负债	108	776	301	301	301
EPS (元)	0.53	0.31	0.19	4.39	3.42	非流动负债合计	970	1345	2530	2530	2530
主要财务比率						长期借款	689	225	2025	2025	2025
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	770	257	257	257
成长能力						负债合计	2688	3544	5014	5600	5944
营业收入增长	107.26%	33.02%	46.70%	92.05%	24.18%	少数股东权益	39	39	41	87	123
营业利润增长	6.73%	-45.87%	-32.77%	2029.00%	-21.94%	实收资本（或股本）	506	506	506	506	506
归属于母公司净利润增长	102.84%	-38.96%	-38.26%	2175.28%	-22.01%	资本公积	2210	2210	2210	2210	2210
获利能力						未分配利润	543	673	770	2963	4674
毛利率(%)	18.99%	14.60%	7.02%	25.64%	17.92%	归属母公司股东权益合计	3289	3671	3773	5993	7725
净利率(%)	8.94%	4.07%	1.71%	20.28%	12.74%	负债和所有者权益	6016	7254	8828	11680	13793
总资产净利润(%)	4.31%	2.18%	1.11%	19.01%	12.56%	现金流量表					
ROE(%)	7.87%	4.31%	2.59%	37.05%	22.42%	单位:百万元					
							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
偿债能力						经营活动现金流	155	482	-320	1423	991
资产负债率(%)	45%	49%	57%	48%	43%	净利润	267	161	100	2267	1768
流动比率	1.23	1.15	1.61	2.19	2.58	折旧摊销	207	247	107	115	118
速动比率	0.46	0.50	0.68	1.04	1.17	财务费用	48	82	68	68	68
营运能力						应付帐款减少	88	-6	-74	-172	-87
总资产周转率	0.58	0.60	0.72	1.09	1.09	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	20	36	39	41	35	投资活动现金流	-1035	-992	-175	-202	-66
应付账款周转率	8.88	11.53	11.94	13.34	11.54	公允价值变动收益	0	0	20	10	15
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.31	0.19	4.39	3.42	投资收益	12	-3	30	35	38
每股净现金流(最新摊薄)	0.26	0.68	0.81	2.35	1.19	筹资活动现金流	1010	855	906	-32	-325
每股净资产(最新摊薄)	6.50	7.25	7.45	11.84	15.26	应付债券增加	0	770	-513	0	0
估值比率						长期借款增加	510	-465	1800	0	0
P/E	61.51	104.35	169.03	7.43	9.53	普通股增加	38	0	0	0	0
P/B	5.02	4.49	4.37	2.75	2.14	资本公积增加	374	0	0	0	0
EV/EBITDA	26.64	30.41	65.54	7.02	8.36	现金净增加额	130	346	411	1189	600

资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上