

# 巨星农牧 (603477.SH)

## 2023 半年报点评：2023Q2 成本稳步下降，头均收益领先行业

买入

### 核心观点

**生猪出栏稳步兑现，23Q2 养殖成本同比下降。**公司 2023H1 实现营收 19.74 亿元，同比+29.39%；归母净利亏损 3.48 亿元，同比-31.96%，亏损主要系猪价低迷导致养殖亏损较大，公司 2023H1 合计出栏生猪 123.8 万头，同比增长 82%，保持快速扩张趋势；此外公司根据企业会计准则的要求，对期末存栏生物资产和皮革存货计提约 1.14 亿元减值准备。单 2023Q2 来看，公司实现营收 10.8 亿元，同比+36.54%，归母净利亏损 1.43 亿元，同比-404.36%；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；预计公司 Q2 生猪养殖完全成本接近 16-16.5 元/公斤，较 2023Q1 进一步明显下降。

**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，生猪业务或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 年或实现翻倍增长。

**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。公司生猪养殖规模稳步扩张，成长性充足。预计公司 23-25 年归母净利为-1.43/7.06/36.84 亿元，每股收益分别为-0.28/1.40/7.28 元，对应当前股价 PE 为-93.5/19.0/3.6 X。

### 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

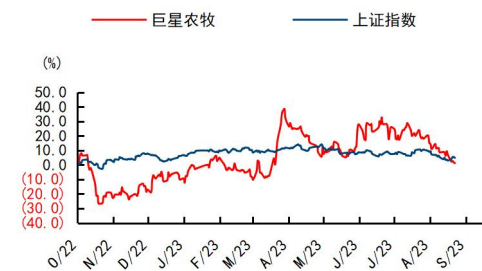
证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
lirui@guosen.com.cn  
S0980523030001

联系人：江海航  
010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	26.32 元
总市值/流通市值	13321/13321 百万元
52 周最高价/最低价	37.18/18.95 元
近 3 个月日均成交额	258.15 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

《巨星农牧 (603477.SH) -2023 半年报业绩预告点评：成本稳步下降，业绩逐步兑现》——2023-07-18  
《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

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,983	3,968	5,146	8,521	12,698
(+/-%)	107.3%	33.0%	29.7%	65.6%	49.0%
净利润 (百万元)	259	158	-143	706	3684
(+/-%)	102.8%	-39.0%	-190.6%	593.4%	421.5%
每股收益 (元)	0.51	0.31	-0.28	1.40	7.28
EBIT Margin	12.7%	7.1%	0.3%	9.5%	29.5%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	4.3%	-4.1%	17.9%	56.4%
市盈率 (PE)	51.7	84.7	-93.5	19.0	3.6
EV/EBITDA	27.4	32.0	67.5	17.4	4.5
市净率 (PB)	4.07	3.65	3.80	3.39	2.05

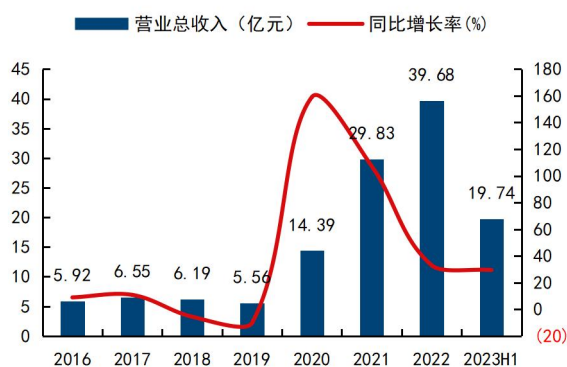
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

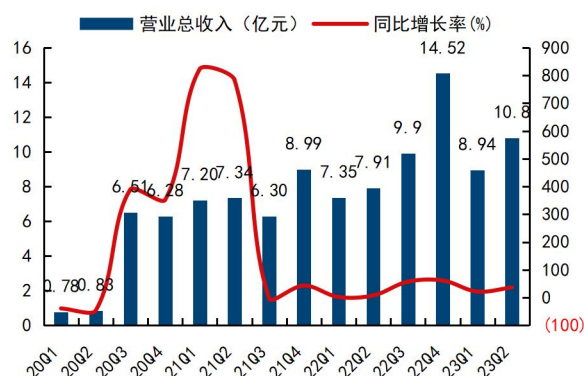
公司生猪出栏稳步兑现，23Q2 养殖成本同比下降。公司 2023H1 实现营收 19.74 亿元，同比+29.39%；归母净利亏损 3.48 亿元，同比-31.96%。公司 2023H1 盈利亏损主要系猪价行情低迷导致养殖业务亏损较大，此外公司根据企业会计准则的要求，对期末存栏生物资产和皮革存货计提了约 1.14 亿元的减值准备。公司 2023H1 合计出栏生猪 123.8 万头，同比增长 82%，保持快速扩张趋势。单二季度看，公司 2023Q2 实现营收 10.8 亿元，同比+36.54%，归母净利亏损 1.43 亿元，同比-404.36%；2023Q2 合计出栏接近 73 万头，环比 Q1 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；预计公司 Q2 生猪养殖完全成本接近 16-16.5 元/公斤，相较于 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。

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、%）



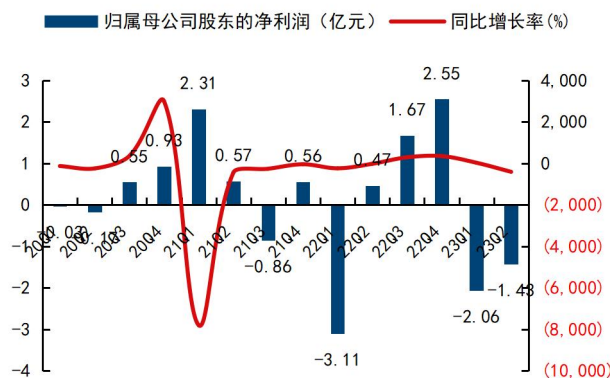
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

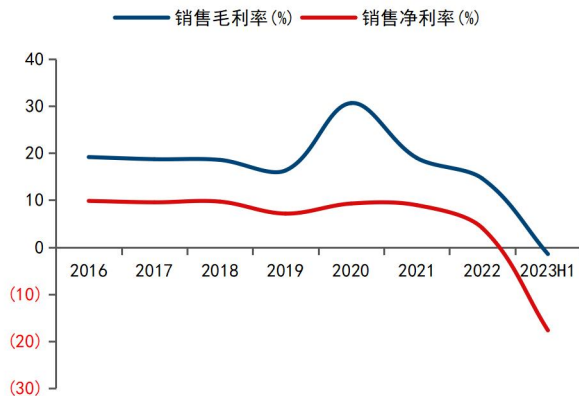
图4：巨星农牧单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

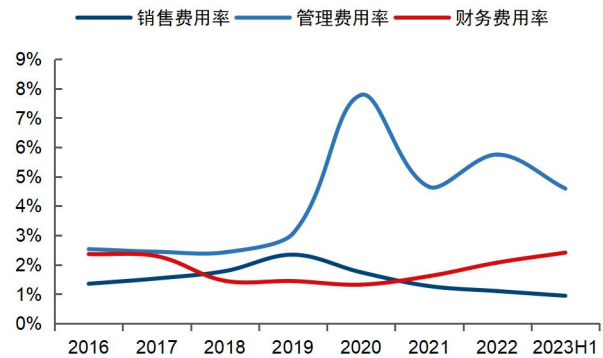
毛利率随生猪价格周期波动，费用率控制效果显现。2023H1 销售毛利率为-1.46%，同比增加 3.68pct；销售净利率为-17.69%，同比减少 0.4pct。2023H1 费用率整体略有下降，销售期间费用率合计 7.94%，同比减少 0.8pct。其中，销售费用率为 0.94%（-0.35pct），管理费用率 4.59%（-0.12pct），财务费用率 2.41%（-0.33pct），预计未来公司费用率水平将伴随公司整体产能利用率提升将继续保持下降。

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

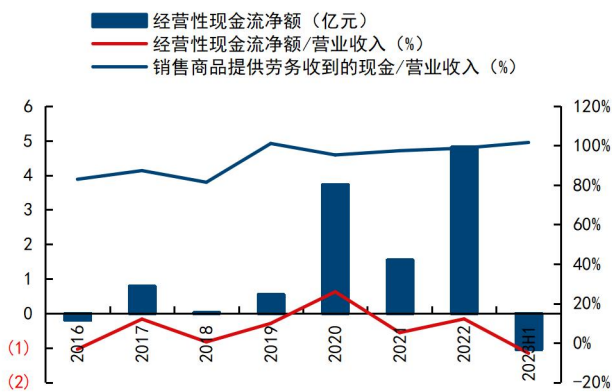
图6: 巨星农牧三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

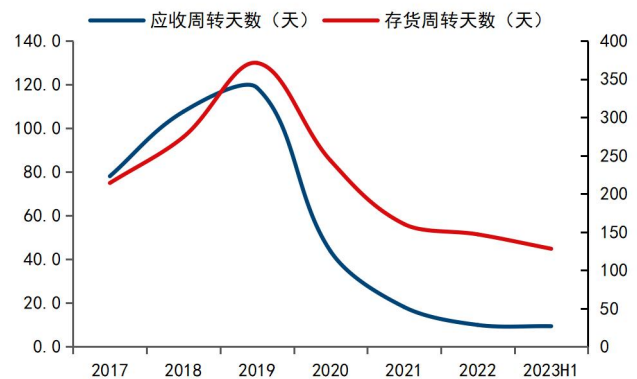
**经营性现金流受猪价低迷影响承压，应收及存货周转率明显改善。**2023H1 经营性现金流净额为-1.04 亿元（净流出较上年同期缩减），经营性现金流净额占营业收入比例为-5.26%（较上年同期增加 3.17pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 101.60%（较上年同期+2.93%），现金流状况受猪价低迷影响承压。在主要流动资产周转方面，2023H1 公司应收周转天数达 9.37 天（-31.61%），存货周转天数达 128.05 天（-11.06%）。

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 23-25 年归母净利润为 -1.43/7.06/36.84 亿元，每股收益分别为 -0.28/1.40/7.28 元，对应当前股价 PE 为 -93.5/19.0/3.6 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		22A	23E	24E	22A	23E	24E	
002714.SZ	牧原股份	40.75	2,227	2.49	0.96	2.79	16	42	15	买入	
002840.SZ	华统股份	14.70	90	0.19	0.01	1.15	77	1470	13	买入	
600975.SH	新五丰	8.71	110	-0.09	-0.8	-0.37	-97	-11	-24	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	544	881	637	787	768	营业收入	2983	3968	5146	8521	12698
应收款项	128	136	177	317	448	营业成本	2416	3389	4759	7217	8258
存货净额	1326	1440	2030	3096	3556	营业税金及附加	10	10	19	23	26
其他流动资产	119	76	253	547	751	销售费用	38	44	57	91	139
<b>流动资产合计</b>	<b>2117</b>	<b>2533</b>	<b>3097</b>	<b>4747</b>	<b>5524</b>	管理费用	124	228	278	354	487
固定资产	2601	3036	3679	4264	4740	研发费用	15	15	19	28	40
无形资产及其他	112	108	103	99	95	财务费用	48	82	92	127	110
投资性房地产	1186	1578	1578	1578	1578	投资收益	12	(3)	5	11	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	1	(70)	40	85
<b>资产总计</b>	<b>6016</b>	<b>7254</b>	<b>8457</b>	<b>10687</b>	<b>11937</b>	其他收入	(65)	(52)	(19)	(28)	(40)
短期借款及交易性金融负债	822	1289	1908	2821	1183	营业利润	296	160	(143)	731	3738
应付款项	453	399	571	1048	1063	营业外净收支	(19)	(6)	(5)	(2)	29
其他流动负债	443	511	986	1317	1508	<b>利润总额</b>	<b>278</b>	<b>154</b>	<b>(148)</b>	<b>729</b>	<b>3767</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1718</b>	<b>2199</b>	<b>3466</b>	<b>5186</b>	<b>3755</b>	所得税费用	11	(7)	(3)	15	45
长期借款及应付债券	689	995	995	995	995	少数股东损益	8	3	(1)	7	38
其他长期负债	280	350	430	511	587	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>259</b>	<b>158</b>	<b>(143)</b>	<b>706</b>	<b>3684</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>970</b>	<b>1345</b>	<b>1425</b>	<b>1505</b>	<b>1582</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2688</b>	<b>3544</b>	<b>4891</b>	<b>6691</b>	<b>5337</b>	净利润	259	158	(143)	706	3684
少数股东权益	39	39	38	43	70	资产减值准备	3	(3)	2	1	1
股东权益	3289	3671	3528	3952	6530	折旧摊销	207	247	257	345	402
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6016</b>	<b>7254</b>	<b>8457</b>	<b>10687</b>	<b>11937</b>	公允价值变动损失	(3)	(1)	70	(40)	(85)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	48	82	92	127	110
每股收益	0.51	0.31	(0.28)	1.40	7.28	营运资本变动	(292)	(390)	(78)	(610)	(513)
每股红利	0.19	0.26	0.00	0.56	2.18	其它	2	4	(3)	5	26
每股净资产	6.50	7.25	6.97	7.81	12.90	<b>经营活动现金流</b>	<b>176</b>	<b>14</b>	<b>104</b>	<b>407</b>	<b>3514</b>
ROIC	9%	6%	1%	11%	45%	资本开支	0	(671)	(967)	(886)	(790)
ROE	8%	4%	-4%	18%	56%	其它投资现金流	3	0	0	0	0
毛利率	19%	15%	8%	15%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>3</b>	<b>(671)</b>	<b>(967)</b>	<b>(886)</b>	<b>(790)</b>
EBIT Margin	13%	7%	0%	9%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	13%	5%	14%	33%	负债净变化	510	(465)	0	0	0
收入增长	107%	33%	30%	66%	49%	支付股利、利息	(98)	(132)	0	(283)	(1105)
净利润增长率	103%	-39%	-191%	593%	421%	其它融资现金流	(946)	2187	620	912	(1637)
资产负债率	45%	49%	58%	63%	45%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(121)</b>	<b>993</b>	<b>620</b>	<b>630</b>	<b>(2743)</b>
息率	0.7%	1.0%	0.0%	2.1%	8.3%	<b>现金净变动</b>	<b>59</b>	<b>337</b>	<b>(244)</b>	<b>150</b>	<b>(19)</b>
P/E	51.7	84.7	(93.5)	19.0	3.6	货币资金的期初余额	485	544	881	637	787
P/B	4.1	3.6	3.8	3.4	2.1	货币资金的期末余额	544	881	637	787	768
EV/EBITDA	27.4	32.0	67.5	17.4	4.5	企业自由现金流	0	(519)	(775)	(361)	2801
						权益自由现金流	0	1204	(246)	427	1055

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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