

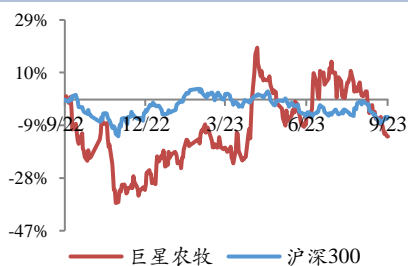
出栏量同比高增，养殖成本稳步下降

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-01

收盘价（元） 26.32
近 12 个月最高/最低（元） 36.02/19.04
总股本（百万股） 506
流通股本（百万股） 506
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 133
流通市值（亿元） 133

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 巨星农牧 (603477)：西南地区生猪养殖龙头，成本优势与成长弹性兼顾
2023-06-28

主要观点：

● 23H1 公司实现营业收入 19.74 亿元，归母净利润-3.48 亿元

公司公布 2023 年半年报：2023H1 公司实现营业收入 19.74 亿元，同比增长 29.4%，归母净利润-3.48 亿元，业绩同比下滑，主要系上半年猪价持续低迷叠加公司出栏量显著增长所致；2023Q2 公司实现营业收入 10.80 亿元，同比增长 36.6%，归母净利润-1.43 亿元，单季度同比由盈转亏。

● 出栏量快速增长，养殖成本持续优化

2023H1 公司生猪业务实现收入 16.63 亿元，同比增长 53.1%，生猪出栏量 123.82 万头，同比增长 81.8%，其中，商品猪出栏约 85 万头，同比增长 43%；仔猪出栏约 37 万头，同比增长 400%，主要系上半年仔猪价格高位，公司加大仔猪销售所致；种猪出栏约 1.8 万头，同比增长 81%。截至报告期末，公司能繁母猪存栏约 12.5 万头，预计年底有望增长至 16-17 万头，公司将根据育肥猪、仔猪价格变化进行合理调整出栏量，稳步推进中长期出栏目标。

成本方面，面对饲料原材料价格压力，公司多方面着手提升生产管理水平、降低养殖成本，公司将养殖经营工作重点放在动物病疫防治、提高出栏率和控制料肉比三个方面，通过养殖成绩的改善推动完全成本持续降低，据我们估算，2023Q2 公司完全成本已降至 16 元/公斤左右，成本优势持续显现。

2023H1 公司饲料业务实现收入 2.29 亿元，同比基本持平，饲料产量 35.68 万吨，外销 4.91 万吨。皮革业务方面，面对下游市场需求不振，公司皮革业务营收同比下降 66.0%，相关产品总销量同比下降 69.6%。

● 生猪养殖行业去化趋势难改，去化时间仍需积累

生猪养殖行业产能去化趋势不变：①7 月中下旬以来，随着生猪价格上涨，淘汰母猪、仔猪价格、二元母猪价格虽出现回升，但仍处于相对低位，补栏积极性仍然低迷；②农业部数据显示，今年 2-6 月新生仔猪数环比上升，对应 7-11 月生猪出栏量将逐月提升；③据中国畜牧业协会会长李希荣披露，中国生猪近期产能逾 7 亿头，加上在建和闲置生猪产能逾 10 亿头；从上市公司角度看，2023 年上市猪企生猪养殖业务尚未满产，2024 年出栏量仍有提升空间，猪价低迷有望刺激产能进一步出清；④猪价反转时间不明朗，且资产负债率上升，资金压力逐渐增大，上市猪企扩产进度放缓，部分上市猪企已明确表示，今明两年基本不会有生猪业务相关的资本开支，甚至有上市猪企表示，后期扩张只考虑并购产业现有生猪产能，不再考虑新建产能。

● 投资建议

巨星农牧是我国西南地区优质养殖龙头，兼具出栏量成长弹性与养殖成本优势，综合考虑猪价变动情况以及公司出栏规划，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 51.10 亿元、89.96 亿元、119.68 亿元，同

比增长 28.8%、76.0%、33.0%，对应归母净利润 0.58 亿元、9.69 亿元、13.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.11 元、1.91 元、2.68 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

畜禽产品价格波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3968	5110	8996	11968
收入同比 (%)	33.0%	28.8%	76.0%	33.0%
归属母公司净利润	158	58	969	1356
净利润同比 (%)	-39.0%	-63.5%	1579.2%	39.9%
毛利率 (%)	14.6%	7.6%	17.4%	18.0%
ROE (%)	4.3%	1.6%	20.8%	22.5%
每股收益 (元)	0.31	0.11	1.91	2.68
P/E	78.07	230.73	13.74	9.82
P/B	3.36	3.60	2.85	2.21
EV/EBITDA	23.77	47.68	12.35	8.95

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2533	2401	3937	5200	营业收入	3968	5110	8996	11968
现金	881	444	701	1059	营业成本	3389	4721	7429	9817
应收账款	113	128	250	324	营业税金及附加	10	10	18	24
其他应收款	23	28	50	68	销售费用	44	51	90	120
预付账款	74	94	149	203	管理费用	228	230	396	515
存货	1440	1705	2786	3545	财务费用	82	50	85	96
其他流动资产	2	2	2	2	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	4721	5908	6531	7135	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	1926	2108	2235	2355	营业利润	160	49	979	1398
无形资产	108	103	98	94	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	2687	3697	4198	4686	营业外支出	23	0	0	0
资产总计	7254	8309	10469	12335	利润总额	154	49	979	1398
流动负债	2199	2632	3353	3786	所得税	-7	-10	-10	14
短期借款	513	963	1063	863	净利润	161	59	989	1384
应付账款	314	393	619	818	少数股东损益	3	1	20	28
其他流动负债	1372	1276	1672	2105	归属母公司净利润	158	58	969	1356
非流动负债	1345	1936	2386	2436	EBITDA	588	339	1334	1784
长期借款	225	875	1325	1375	EPS (元)	0.31	0.11	1.91	2.68
其他非流动负债	1120	1062	1062	1062					
负债合计	3544	4569	5740	6222					
少数股东权益	39	40	60	88					
股本	506	506	506	506					
资本公积	2210	2198	2198	2198					
留存收益	955	996	1965	3321					
归属母公司股东权益	3671	3700	4669	6025					
负债和股东权益	7254	8309	10469	12335					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	482	314	686	1497	成长能力				
净利润	161	59	989	1384	营业收入	33.0%	28.8%	76.0%	33.0%
折旧摊销	295	241	270	290	营业利润	-45.9%	-69.4%	1895.1%	42.7%
财务费用	86	50	85	96	归属于母公司净利	-39.0%	-63.5%	1579.2%	39.9%
投资损失	3	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-101	-25	-658	-273	毛利率 (%)	14.6%	7.6%	17.4%	18.0%
其他经营现金流	300	73	1647	1656	净利率 (%)	4.0%	1.1%	10.8%	11.3%
投资活动现金流	-992	-1417	-893	-893	ROE (%)	4.3%	1.6%	20.8%	22.5%
资本支出	-996	-1394	-893	-893	ROIC (%)	4.9%	1.7%	12.5%	15.1%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	4	-24	0	0	资产负债率 (%)	48.9%	55.0%	54.8%	50.4%
筹资活动现金流	855	667	465	-246	净负债比率 (%)	95.5%	122.1%	121.4%	101.8%
短期借款	-201	450	100	-200	流动比率	1.15	0.91	1.17	1.37
长期借款	-465	650	450	50	速动比率	0.46	0.23	0.30	0.38
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	-12	0	0	总资产周转率	0.60	0.66	0.96	1.05
其他筹资现金流	1521	-421	-85	-96	应收账款周转率	36.19	42.48	47.64	41.71
现金净增加额	347	-437	257	357	应付账款周转率	9.84	13.35	14.67	13.66

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
每股收益	0.31	0.11	1.91	2.68	P/E	78.07	230.73	13.74	9.82
每股经营现金流	0.95	0.62	1.36	2.96	P/B	3.36	3.60	2.85	2.21
每股净资产	7.25	7.31	9.23	11.90	EV/EBITDA	23.77	47.68	12.35	8.95

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。