



巨星农牧 (603477.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

出栏量稳步增长 周期底部蓄力

业绩简评

2024年1月29日公司披露年度业绩预告, 预计2023年实现归母净利润-5.9~ -7.3亿元, 去年同期实现归母净利润1.58亿元; 实现扣非归母净利润-4.98~ -6.38亿元, 去年同期实现扣非归母净利润2.80亿元。业绩亏损主要系23年生猪价格大幅下跌, 以及公司对消耗性生物资产、固定资产进行了减值计提。

经营分析

2023年出栏量稳步增长, 成本管控行业领先: 2023年公司实现生猪出栏266万头, 同比增长74%, 其中肥猪178万头, 仔猪76万头。根据我们测算23Q4公司完全成本为15.8元/公斤左右, 全年完全成本为16元/公斤左右, 公司养殖成本处于行业领先水平。公司23年PSY维持27以上的水平, 随着公司高性能种猪占比和生产效率的提升, 养殖成本呈现趋势下行态势。

周期底部持续扩张, 养殖成绩持续改善。 2023年生猪养殖行业整体处于亏损状态, 行业产能全年处于去化态势, 预计24年下半年新一轮上行周期有望开启。截至23年末公司能繁母猪存栏12万头左右, 随着24Q1德昌项目投产, 公司能繁母猪存栏有望达到14万头, 预计公司2024年出栏量有望达到400万头。同时公司发布定增预案计划募集不超过17.5亿元, 其中11.67亿元用于生猪养殖产能建设项目, 项目达产后可提升年出栏生猪117万头, 为长期成长打下基础。成本方面公司养殖料肉比、全程存活率等生产指标仍有提升空间, 预计24年成本持续下行。

盈利预测、估值与评级

2023年生猪价格低迷, 行业陷入深度亏损状态, 目前生猪供给依旧充足, 预计24H1行业依旧处于亏损状态, 下半年猪价有望回暖。我们预计公司23-25年归母净利润分别为-6.78/5.98/33.61亿元, 对应EPS分别为-1.34/1.18/6.64元, 24-25年公司股票现价对应PE估值为28/5倍, 维持“买入”评级。

风险提示

生猪价格不及预期; 产能建设不及预期; 动物疫病风险。

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 32.48元

相关报告:

- 《巨星农牧公司点评: 聚焦生猪养殖 成本与成长性俱佳》, 2023.9.1
- 《巨星农牧公司点评: 业绩符合预期, 成本表现优秀》, 2023.3.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,983	3,968	4,697	7,507	14,398
营业收入增长率	107.26%	33.02%	18.37%	59.84%	91.79%
归母净利润 (百万元)	259	158	-678	598	3,361
归母净利润增长率	102.84%	-38.96%	-529.11%	188.19%	461.81%
摊薄每股收益 (元)	0.512	0.312	-1.340	1.182	6.641
每股经营性现金流净额	0.31	0.95	-1.03	1.53	5.78
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.87%	4.31%	-24.97%	18.19%	50.74%
P/E	30.29	78.08	NA	27.48	4.89
P/B	2.39	3.36	6.05	5.00	2.48

来源: 公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,439	2,983	3,968	4,697	7,507	14,398
增长率		107.3%	33.0%	18.4%	59.8%	91.8%
主营业务成本	-998	-2,416	-3,389	-4,738	-6,382	-10,035
%销售收入	69.3%	81.0%	85.4%	100.9%	85.0%	69.7%
毛利	441	566	579	-42	1,125	4,362
%销售收入	30.7%	19.0%	14.6%	n.a	15.0%	30.3%
营业税金及附加	-8	-10	-10	-14	-21	-40
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-25	-38	-44	-58	-90	-173
%销售收入	1.7%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-112	-124	-228	-188	-293	-547
%销售收入	7.8%	4.2%	5.7%	4.0%	3.9%	3.8%
研发费用	-10	-15	-15	-14	-23	-43
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	286	379	282	-315	698	3,559
%销售收入	19.9%	12.7%	7.1%	n.a	9.3%	24.7%
财务费用	-19	-48	-82	-75	-117	-91
%销售收入	1.3%	1.6%	2.1%	1.6%	1.6%	0.6%
资产减值损失	-3	-6	-3	-263	63	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	-3	0	0	0
%税前利润	0.3%	4.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	278	296	160	-688	644	3,468
营业利润率	19.3%	9.9%	4.0%	n.a	8.6%	24.1%
营业外收支	-169	-19	-6	2	0	0
税前利润	109	278	154	-687	644	3,468
利润率	7.6%	9.3%	3.9%	n.a	8.6%	24.1%
所得税	25	-11	7	17	-16	-87
所得税率	-22.8%	4.0%	-4.7%	n.a	2.5%	2.5%
净利润	133	267	161	-669	628	3,381
少数股东损益	6	8	3	9	30	20
归属于母公司的净利润	128	259	158	-678	598	3,361
净利率	8.9%	8.7%	4.0%	n.a	8.0%	23.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	133	267	161	-669	628	3,381
少数股东损益	6	8	3	9	30	20
非现金支出	96	242	297	532	232	329
非经营收益	-7	94	124	170	149	137
营运资金变动	151	-447	-101	-554	-234	-922
经营活动现金净流	373	155	482	-521	774	2,925
资本开支	-542	-1,063	-996	-401	-605	-705
投资	-4	18	0	0	0	0
其他	129	10	4	-13	0	0
投资活动现金净流	-417	-1,035	-992	-415	-605	-705
股权募资	1	420	0	-250	0	0
债权募资	255	556	938	1,650	421	-1,162
其他	-61	34	-83	-125	-175	-164
筹资活动现金净流	195	1,010	855	1,276	246	-1,326
现金净流量	151	130	347	340	415	895

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	485	544	881	1,185	1,571	2,441
应收款项	219	142	137	273	433	830
存货	827	1,326	1,440	2,040	2,570	4,042
其他流动资产	32	105	76	126	169	264
流动资产	1,563	2,117	2,533	3,625	4,743	7,575
%总资产	36.4%	35.2%	34.9%	44.1%	49.2%	59.0%
长期投资	17	21	28	41	41	41
固定资产	1,916	2,833	3,475	3,507	3,832	4,223
%总资产	44.6%	47.1%	47.9%	42.7%	39.7%	32.9%
无形资产	750	732	726	726	726	726
非流动资产	2,732	3,899	4,721	4,589	4,899	5,275
%总资产	63.6%	64.8%	65.1%	55.9%	50.8%	41.0%
资产总计	4,295	6,016	7,254	8,214	9,642	12,850
短期借款	705	822	1,289	2,017	2,625	1,463
应付款项	568	828	765	1,121	1,427	2,255
其他流动负债	96	68	145	86	212	418
流动负债	1,369	1,718	2,199	3,224	4,264	4,136
长期贷款	179	689	225	76	76	76
其他长期负债	39	280	1,120	2,149	1,935	1,917
负债	1,588	2,688	3,544	5,449	6,275	6,128
普通股股东权益	2,660	3,289	3,671	2,717	3,289	6,624
其中：股本	468	506	506	506	506	506
未分配利润	329	543	673	-31	540	3,875
少数股东权益	48	39	39	48	78	98
负债股东权益合计	4,295	6,016	7,254	8,214	9,642	12,850

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.273	0.512	0.312	-1.340	1.182	6.641
每股净资产	5.684	6.499	7.254	5.368	6.499	13.088
每股经营现金净流	0.798	0.307	0.953	-1.029	1.530	5.780
每股股利	0.080	0.050	0.082	0.052	0.052	0.052
回报率						
净资产收益率	4.80%	7.87%	4.31%	-24.97%	18.19%	50.74%
总资产收益率	2.97%	4.31%	2.18%	-8.26%	6.21%	26.16%
投入资本收益率	9.78%	7.52%	4.92%	-4.63%	8.69%	34.60%
增长率						
主营业务收入增长率	159.05%	107.26%	33.02%	18.37%	59.84%	91.79%
EBIT增长率	460.24%	32.40%	-25.61%	-211.63%	-321.69%	409.64%
净利润增长率	223.14%	102.84%	-38.96%	-529.11%	188.19%	461.81%
总资产增长率	201.66%	40.05%	20.58%	13.23%	17.38%	33.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.3	18.4	10.1	17.5	17.5	17.5
存货周转天数	246.8	162.6	149.0	162.0	147.0	147.0
应付账款周转天数	91.2	50.7	37.1	40.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	415.9	243.0	217.6	182.4	115.4	62.4
偿债能力						
净负债/股东权益	14.59%	29.08%	37.80%	96.83%	86.12%	12.91%
EBIT利息保障倍数	15.3	8.0	3.4	-4.2	6.0	39.0
资产负债率	36.96%	44.68%	48.85%	66.34%	65.08%	47.69%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-31	买入	24.39	27.86~30.65
2	2023-03-30	买入	26.11	N/A
3	2023-09-01	买入	26.32	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究