

巨星农牧（603477.SH）

优于大市

2024 半年报业绩预告点评：生猪 2024H1 盈利反转，受益猪价景气回升

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 农林牧渔 · 养殖业

◆ 投资评级：优于大市（维持）

| | | | | |
|--------|-----|--------------|----------------------------|---------------------|
| 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 |
| 证券分析师： | 江海航 | 010-88005306 | jianghaihang@guosen.com.cn | 执证编码：S0980524070003 |

事项：

公司公告：公司发布 2024 年半年度业绩预告，预计 2024H1 实现归母净利润-4900 至-3200 万元，扣非净利润-2400 至-1600 万元，上年同期公司归母净利润-34832.13 万元，扣非净利润-31054.44 万元，2024 上半年整体同比减亏。

国信农业观点：1) 巨星农牧发布 2024 年半年度业绩预告，预计 2024H1 实现归母净利润-4900 至-3200 万元，扣非净利润-2400 至-1600 万元，同比减亏。其中，预计 2024Q2 实现归母净利润 8905 至 10605 万元，扣非净利润 8828 至 9628 万元，同比扭亏为盈。2) 2024H1 公司净利润亏损主要来自皮革业务，其中，公司生猪养殖业务持续降本增效，同时受益猪价景气回升，生猪业务 2024H1 实现扭亏为盈；但皮革业务受到下游市场需求不振的影响，销量与收入同比下降，出现亏损。3) 公司是新一轮猪周期的优质成长股之一。从出栏来看，公司 2024H1 生猪出栏 109 万头，其中大猪出栏 106 万头，同比增加 25%。据公司 2024 年 5 月公告披露，现有种猪场产能 15 万头以上，2024 年下半年计划的种猪场产能可达 20 万头以上，预计未来生猪出栏有望保持稳步扩张，或将受益于猪周期景气回升带来的量价齐升红利。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，同时头均盈利能力领先行业，继续重点推荐。考虑到 2024 年公司成本受益饲料原料价格下降略超预期，上调公司 2024 年盈利预测，另外出于谨慎保守原则，下调 2025 年公司生猪销售均价预测（由每公斤商品猪销价 21.7 元下调至 17.8 元），由此下调公司 2025 年盈利预测，最终我们预计 2024-2026 年归母净利为 7.39/17.08/16.43 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利为 7.06/36.80 亿元），EPS 分别为 1.45/3.35/3.23 元，对应当前股价 PE 为 18.5/8.0/8.3 X，维持“优大于市”评级。

评论：

◆ 公司 2024Q2 业绩扭亏为盈，受益猪价回升实现盈利反转

巨星农牧发布 2024 年半年度业绩预告，预计 2024H1 实现归母净利润-4900 至-3200 万元，扣非净利润-2400 至-1600 万元，同比减亏。其中，预计 2024Q2 实现归母净利润 8905 至 10605 万元，扣非净利润 8828 至 9628 万元，同比扭亏为盈。2024H1 公司净利润亏损主要来自皮革业务，其中，公司生猪养殖业务持续降本增效，同时受益猪价景气回升，生猪业务 2024H1 实现扭亏为盈；但皮革业务受到下游市场需求不振的影响，销量与收入同比下降，出现亏损。从出栏来看，公司 2024H1 生猪出栏 109 万头，其中大猪出栏 106 万头，同比增加 25%。公司养殖出栏预计有望稳步扩张，据公司 2024 年 5 月公告披露，现有种猪场产能 15 万头以上，2024 年下半年计划的种猪场产能可达 20 万头以上，预计未来生猪出栏有望保持稳步扩张，或将受益于猪周期景气回升带来的量价齐升红利。

◆ 聚焦生猪养殖业务，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。据公司公告披露，2024 年公司生猪养殖的主要生产指标持续改进提升，其中公司四川地区优秀生猪养殖场的 PSY 目前已突破 30，标杆养殖场达到 PSY32 的国际标杆水平，预计公司 2024 年 PSY 较上一年度 PSY 水平将有较为显著的提升。

◆ 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

据公司公告披露，德昌巨星生猪繁育一体化项目的引种工作已按计划在 2024 年 5 月完成，正在按计划开展生产运营工作，预计将于 2024Q4 达到满产状态。德昌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，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。

◆ 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 2024 年公司成本受益饲料原料价格下降略超预期，上调公司 2024 年盈利预测，另外出于谨慎保守原则，下调 2025 年公司生猪销售均价预测（由每公斤商品猪销售价格 21.7 元下调至 17.8 元），由此下调公司 2025 年盈利预测，最终我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.39/17.08/16.43 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利润为 7.06/36.8 亿元），EPS 分别为 1.45/3.35/3.23 元，对应当前股价 PE 为 18.5/8.0/8.3 X，维持“优大于市”评级。

公司的盈利预测调整主要来源于对于未来猪价预期有所调整，具体来看基于以下假设条件：

生猪养殖业务：公司养殖业务处于快速扩张期，预计 2024-2026 年将分别实现生猪出栏量 330 万头、500 万头、600 万头。成本方面，随养殖产能利用率提升及种群健康管理加强，预计养殖成本将保持下降趋势。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪销售价格 16.8 元、17.8 元、16.9 元的预期（预计四川省销售均价会略低于全国均价）。最终我们预计 2024-2026 年公司生猪养殖业务的收入分别为 56.85/76.08/85.49 亿元，毛利率分别为 19.97%/29.68%/26.56%。

饲料业务：公司饲料板块是生猪养殖链附属业务，未来预计或将保持平稳增速。预计 2024-2026 年饲料销量增速分别为 10%、12%、11%，单吨销价预计随原材料价格改善略有下降，最终预计公司饲料业务 2024-2026 年营收为 4.62/5.13/5.64 亿元，毛利率为 8.5%/8.8%/8.6%，对应毛利 0.39/0.45/0.48 亿元。

其他业务：公司的其他业务收入主要包括皮革产品、商品鸡等，非战略重点方向。考虑到该部分业务非公司的主要经营重心，且 2023 年收入及销量下滑，因此我们给予其业务收缩预期，最终预计其他业务 2024-2026 年营收为 1.19/1.16/1.14 亿元，对应毛利-0.06/-0.06/-0.06 亿元。

表1: 巨星农牧业务拆分

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 生猪养殖业务 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 17.92 | 29.90 | 34.63 | 56.85 | 76.08 | 85.49 |
| 增速 | 169.47% | 66.85% | 15.81% | 64.18% | 33.82% | 12.37% |
| 毛利 (亿元) | 4.70 | 5.41 | -0.37 | 11.35 | 22.58 | 22.70 |
| 毛利率 | 26.23% | 18.08% | -1.07% | 19.97% | 29.68% | 26.56% |
| 饲料业务 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 5.19 | 5.52 | 4.57 | 4.62 | 5.13 | 5.64 |
| 增速 | 142.52% | 6.36% | -17.21% | 1.20% | 10.88% | 9.89% |
| 毛利 (亿元) | 0.41 | 0.44 | 0.36 | 0.39 | 0.45 | 0.48 |
| 毛利率 | 7.90% | 7.90% | 7.88% | 8.50% | 8.80% | 8.60% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入 (亿元) | 6.72 | 4.26 | 1.21 | 1.19 | 1.16 | 1.14 |
| 增速 | 20.00% | -36.61% | -71.53% | -2.00% | -2.00% | -2.00% |
| 毛利 (亿元) | 0.55 | -0.05 | -0.14 | -0.06 | -0.06 | -0.06 |
| 毛利率 | 8.18% | -1.22% | -11.59% | -5.00% | -5.00% | -5.00% |
| 合计 | | | | | | |
| 总营收 (亿元) | 29.83 | 39.68 | 40.41 | 62.67 | 82.37 | 92.26 |
| 增速 | 107.30% | 33.02% | 1.84% | 55.07% | 31.45% | 12.01% |
| 毛利 (亿元) | 5.66 | 5.79 | -0.15 | 11.69 | 22.97 | 23.13 |
| 毛利率 | 18.97% | 14.59% | -0.37% | 18.65% | 27.89% | 25.07% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收 62.67/82.37/92.26 亿元, 同比 +55.1%/31.5%/12.0%, 毛利率 18.65%/27.89%/25.07%, 毛利 11.69/22.97/23.13 亿元。

表2: 巨星农牧未来 3 年盈利预测表

| 单位: 百万元 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4041 | 6266 | 8237 | 9226 |
| 营业成本 | 4056 | 5098 | 5940 | 6913 |
| 销售费用 | 39 | 58 | 75 | 86 |
| 管理费用 | 217 | 321 | 383 | 419 |
| 研发费用 | 25 | 37 | 45 | 50 |
| 财务费用 | 107 | 130 | 139 | 119 |
| 营业利润 | (630) | 743 | 1711 | 1652 |
| 利润总额 | (639) | 738 | 1701 | 1641 |
| 归属于母公司净利润 | (645) | 739 | 1708 | 1643 |
| EPS | -1.27 | 1.45 | 3.35 | 3.23 |
| ROE | -21.0% | 20.6% | 35.7% | 27.7% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 62.7/82.4/92.3 亿元, 归母净利润 7.39/17.08/16.43 亿元, 每股收益分别为 1.45/3.35/3.23 元。

◆ 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）-2023 半年报点评：2023Q2 成本稳步下降，头均收益领先行业》——2023-09-01
- 《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》——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

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 881 | 446 | 550 | 726 | 874 | 营业收入 | 3968 | 4041 | 6266 | 8237 | 9226 |
| 应收款项 | 136 | 54 | 89 | 147 | 190 | 营业成本 | 3389 | 4056 | 5098 | 5940 | 6913 |
| 存货净额 | 1440 | 1532 | 1867 | 2174 | 2548 | 营业税金及附加 | 10 | 10 | 16 | 22 | 16 |
| 其他流动资产 | 76 | 80 | 312 | 534 | 552 | 销售费用 | 44 | 39 | 58 | 75 | 86 |
| 流动资产合计 | 2533 | 2111 | 2818 | 3582 | 4165 | 管理费用 | 228 | 217 | 321 | 383 | 419 |
| 固定资产 | 3036 | 4106 | 4867 | 5534 | 5909 | 研发费用 | 15 | 25 | 37 | 45 | 50 |
| 无形资产及其他 | 108 | 99 | 96 | 93 | 90 | 财务费用 | 82 | 107 | 130 | 139 | 119 |
| 投资性房地产 | 1578 | 1404 | 1404 | 1404 | 1404 | 投资收益 | (3) | (3) | 12 | 9 | 5 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (1) | (111) | 125 | 68 | 24 |
| 资产总计 | 7254 | 7721 | 9186 | 10613 | 11568 | 其他收入 | (50) | (129) | (37) | (45) | (50) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1289 | 1558 | 2222 | 2063 | 1417 | 营业利润 | 160 | (630) | 743 | 1711 | 1652 |
| 应付款项 | 399 | 405 | 502 | 619 | 694 | 营业外净收支 | (6) | (9) | (5) | (10) | (11) |
| 其他流动负债 | 511 | 813 | 906 | 1045 | 1275 | 利润总额 | 154 | (639) | 738 | 1701 | 1641 |
| 流动负债合计 | 2199 | 2775 | 3630 | 3726 | 3387 | 所得税费用 | (7) | 7 | (2) | (9) | (3) |
| 长期借款及应付债券 | 995 | 1363 | 1313 | 1383 | 1413 | 少数股东损益 | 3 | (1) | 1 | 2 | 1 |
| 其他长期负债 | 350 | 482 | 624 | 689 | 802 | 归属于母公司净利润 | 158 | (645) | 739 | 1708 | 1643 |
| 长期负债合计 | 1345 | 1846 | 1938 | 2073 | 2215 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 3544 | 4621 | 5568 | 5799 | 5602 | 净利润 | 158 | (645) | 739 | 1708 | 1643 |
| 少数股东权益 | 39 | 32 | 33 | 34 | 35 | 资产减值准备 | (3) | 127 | 32 | 18 | 14 |
| 股东权益 | 3671 | 3068 | 3585 | 4780 | 5931 | 折旧摊销 | 247 | 296 | 434 | 509 | 574 |
| 负债和股东权益总计 | 7254 | 7721 | 9186 | 10613 | 11568 | 公允价值变动损失 | 1 | 111 | (125) | (68) | (24) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 82 | 107 | 130 | 139 | 119 |
| 每股收益 | 0.31 | (1.27) | 1.45 | 3.35 | 3.23 | 营运资本变动 | (390) | 726 | (238) | (249) | (2) |
| 每股红利 | 0.26 | 0.25 | 0.44 | 1.01 | 0.97 | 其它 | 4 | (128) | (31) | (17) | (13) |
| 每股净资产 | 7.25 | 6.02 | 7.04 | 9.38 | 11.64 | 经营活动现金流 | 16 | 488 | 811 | 1902 | 2193 |
| ROIC | 4.03% | -6.78% | 9% | 21% | 19% | 资本开支 | (669) | (1373) | (1099) | (1124) | (936) |
| ROE | 4.31% | -21.04% | 21% | 36% | 28% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 15% | -0.37% | 19% | 28% | 25% | 投资活动现金流 | (669) | (1373) | (1099) | (1124) | (936) |
| EBIT Margin | 7% | -8% | 12% | 22% | 19% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 13% | -0.21% | 19% | 28% | 25% | 负债净变化 | (465) | 391 | (30) | 40 | 10 |
| 收入增长 | 33% | 2% | 55% | 31% | 12% | 支付股利、利息 | (132) | (126) | (222) | (512) | (493) |
| 净利润增长率 | -39% | -508% | -215% | 131% | -4% | 其它融资现金流 | 2183 | (79) | 664 | (160) | (645) |
| 资产负债率 | 49% | 60% | 61% | 55% | 49% | 融资活动现金流 | 990 | 450 | 392 | (602) | (1108) |
| 股息率 | 1.0% | 0.9% | 1.6% | 3.7% | 3.6% | 现金净变动 | 337 | (435) | 104 | 176 | 148 |
| P/E | 86.1 | (21.2) | 18.5 | 8.0 | 8.3 | 货币资金的期初余额 | 544 | 881 | 446 | 550 | 726 |
| P/B | 3.7 | 4.5 | 3.8 | 2.9 | 2.3 | 货币资金的期末余额 | 881 | 446 | 550 | 726 | 874 |
| EV/EBITDA | 32.4 | (2120.3) | 16.5 | 8.5 | 8.3 | 企业自由现金流 | (517) | (659) | (165) | 918 | 1382 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 1201 | (347) | 339 | 659 | 628 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 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