2024 年 08 月 09 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

养殖成本快速下降，持续扩张拓宽业绩增长空间

—巨星农牧（603477.SH）公司动态研究报告

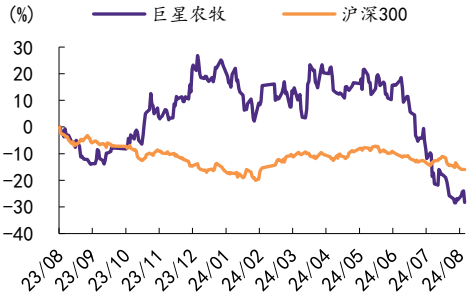
买入(首次)

分析师：娄倩 S1050524070002
louqian@cfsc.com.cn

基本数据 2024-08-08

当前股价（元）	21.24
总市值（亿元）	108
总股本（百万股）	510
流通股本（百万股）	510
52 周价格范围（元）	21.24-37.98
日均成交额（百万元）	212.55

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

生猪养殖转亏为盈，盈利空间逐季回暖

2024 年 7 月 9 日，**巨星农牧**发布 2024 年半年度业绩预告。2024H1 公司预计实现归母净利润-4900 至-3200 万元之间；预计实现扣非后归母净利润-2400 至-1600 万元。2024H1 未能实现盈利，主因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。在公司养殖业务持续降本增效以及生猪价格回升的双重作用下，巨星农牧生猪养殖业务实现扭亏为盈，助力公司盈利空间逐季回暖。2024Q2 巨星农牧利润反转为盈，预计实现归母净利润 8904.8-10604.8 万元；预计实现扣非后归母净利润 8827.5-9627.5 万元，2024Q2 结束利润承压期，预计公司将持续优化生产管理体系以及预计猪价将维持高位周期，公司盈利空间有望进一步拓宽。

养殖成本行业领先，未来仍有下降空间

2024 年 6 月巨星农牧生猪养殖成本为 12.88 元/公斤，完全成本为 14 元/公斤以下，成本优势处于行业领先地位。2024H1 期间，养殖成本呈下降趋势，从 2024Q1 养殖成本 13.82 元/公斤下降至 2024 年 6 月 12.88 元/公斤，下降主因 2024 上半年饲料原材料价格下跌以及公司通过“技术+管理”双轮驱动持续改进生产管理，实现优化成本控制。巨星农牧严格执行落实生物安全防控措施，加强遗传基因、猪群健康管理并优化养殖流程管理，对成本的持续下降作用明显。2024 下半年，公司有望进一步实现降本增效，预计 2024 全年养殖成本下降至 13 元/公斤以下，巩固成本优势。

双模式持续扩张，出栏量迅速提升

2024Q1 巨星农牧实现生猪出栏量 51.3 万头，其中肥猪出栏量同比增加 36.4%，出栏量实现快速提升，2024Q2 出栏量有望持续增长势头。2024 年以来，巨星农牧逐步扩大紧密型“公司+农户”的养殖规模，该模式在公司生猪养殖规模占比已达到 80%以上，以轻资产模式实现规模扩张。同时，一体化自主养殖模式同样持续扩张，德昌巨星生猪繁育一体化项目于 2024 年 6 月完成第一批后备母猪的配种工作，公司预计将于 2024Q4 完成全部计划后备母猪的配种工作并达到满产状态。养殖双模式扩张助力巨星农牧生猪养殖规模发展，未来出栏量有望持续快速增长。

持续募资建设产能，保障长期增长引擎

巨星农牧持续募资，资金量充足，拥规模长期增长潜力。2022 年巨星农牧发行可转债 10 亿元用于德昌巨星生猪繁育一体化项目以及补充流动资金；2023 年定增预案中，向特定对象发行股票募集资金总额不超过 12 亿元，主要用于生猪养殖产能建设项目 7.16 亿元、养殖技术研发项目 0.29 亿元、数字智能化建设项目 2.05 亿元。规划产能持续扩张，保障公司业绩长期增长引擎。

盈利预测

预测公司 2021-2023 年收入分别为 69.71、123.73、140.04 亿元，EPS 分别为 1.14、3.36、3.22 元，当前股价对应 PE 分别为 18.7、6.3、6.6 倍。巨星农牧拥有行业领先的成本优势，同时资金量充足，具备进一步降本增效空间和持续快速扩张潜力，故给予“买入”投资评级。

风险提示

生猪养殖行业疫病风险；自然灾害和极端天气风险；产业政策变化风险；猪价上涨不及预期；饲料及原料市场行情波动风险；宏观经济波动风险；规划产能建设进度不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,041	6,971	12,373	14,004
增长率（%）	1.8%	72.5%	77.5%	13.2%
归母净利润（百万元）	-645	578	1,712	1,641
增长率（%）	-508.2%		196.0%	-4.1%
摊薄每股收益（元）	-1.27	1.14	3.36	3.22
ROE（%）	-20.8%	16.2%	36.8%	29.0%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产：				
现金及现金等价物	446	450	740	947
应收款	54	286	508	576
存货	1,532	1,793	2,197	2,444
其他流动资产	80	209	371	420
流动资产合计	2,111	2,738	3,817	4,386
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	3,753	3,807	3,904	4,228
在建工程	353	312	525	605
无形资产	99	94	89	84
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,404	1,404	1,404	1,404
非流动资产合计	5,610	5,617	5,922	6,322
资产总计	7,721	8,355	9,738	10,708
流动负债：				
短期借款	1,153	1,103	1,003	703
应付账款、票据	405	598	976	1,222
其他流动负债	1,197	1,197	1,197	1,197
流动负债合计	2,775	2,936	3,244	3,199
非流动负债：				
长期借款	1,363	1,363	1,363	1,363
其他非流动负债	482	482	482	482
非流动负债合计	1,846	1,846	1,846	1,846
负债合计	4,621	4,782	5,090	5,045
所有者权益				
股本	509	509	509	509
股东权益	3,100	3,573	4,648	5,663
负债和所有者权益	7,721	8,355	9,738	10,708

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-646	590	1765	1675
少数股东权益	-1	12	53	33
折旧摊销	296	193	195	200
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	245	-412	-380	-109
经营活动现金净流量	-105	383	1634	1799
投资活动现金净流量	-895	-12	-310	-405
筹资活动现金净流量	1004	-166	-785	-957
现金流量净额	4	205	539	438

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	**4,041**	**6,971**	**12,373**	**14,004**
营业成本	4,056	5,439	8,885	11,122
营业税金及附加	10	14	25	28
销售费用	39	139	247	140
管理费用	217	488	1,052	840
财务费用	107	99	95	82
研发费用	25	70	124	70
费用合计	388	796	1,517	1,133
资产减值损失	-111	-100	-100	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	3	3	3
营业利润	**-630**	**625**	**1,849**	**1,725**
加:营业外收入	45	20	20	50
减:营业外支出	54	30	30	30
利润总额	**-639**	**615**	**1,839**	**1,745**
所得税费用	7	25	74	70
净利润	**-646**	**590**	**1,765**	**1,675**
少数股东损益	-1	12	53	33
归母净利润	**-645**	**578**	**1,712**	**1,641**

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	1.8%	72.5%	77.5%	13.2%
归母净利润增长率	-508.2%		196.0%	-4.1%
盈利能力				
毛利率	-0.4%	22.0%	28.2%	20.6%
四项费用/营收	9.6%	11.4%	12.3%	8.1%
净利率	-16.0%	8.5%	14.3%	12.0%
ROE	-20.8%	16.2%	36.8%	29.0%
偿债能力				
资产负债率	59.9%	57.2%	52.3%	47.1%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.8	1.3	1.3
应收账款周转率	75.1	24.3	24.3	24.3
存货周转率	2.6	3.0	4.1	4.6
每股数据(元/股)				
EPS	-1.27	1.14	3.36	3.22
P/E	-16.8	18.7	6.3	6.6
P/S	2.7	1.6	0.9	0.8
P/B	3.5	3.1	2.4	2.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

农业

娄倩：拥有一级、一级半、二级经验，2024 年 7 月加盟华鑫证券研究所，覆盖农业领域研究。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	＞ 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	＜ -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	＞ 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	＜ -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。