

2024年10月01日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

成本+资金双优势引领，未来出栏高增可期

—巨星农牧（603477.SH）公司深度报告

买入（维持）

■ 轻资产+一体化产能扩张，未来出栏高增可期

巨星农牧通过“公司+农户”合作和一体化项目两种模式进行产能扩张，两种模式养殖规模占比会根据公司规划和市场环境进行战略改变，根据新环境释放最优产能表现。目前“公司+农户”合作模式养殖规模占比超80%，支撑目前阶段业绩增速。预计2024年年底伴随德昌一体化项目逼近满产，同时轻资产模式持续扩张，预估2024年年底能繁母猪存栏数将达18万头。使用能繁母猪存栏数、PSY、育肥成活率进行推算，2025年生猪出栏量有望实现60%左右高速增长。

■ 国内外资源整合，种+管理助力成本行业领先

巨星农牧通过国内+国外两方面资源的整合，实现种猪和管理双优势，打造出行业领先的养殖成本把控。整合的资源一是引入优质国外生猪养殖体系，其中包括优质的PIC种猪和先进的Pipestone养殖管理流程，最终实现高PSY和高肉料比的生产成果；二是国内公司团队的生猪养殖生产管理经验丰富，并且公司通过薪酬导向、业绩承诺等方式充分调动员工积极性，最终实现在管理层面挖掘成本下降空间，持续助力增产增效。预计至2024年底养殖成本仍有0.2-0.3元/公斤的优化空间，预估2024全年养殖成本为12.7元/公斤左右，稳固成本行业领跑位置。

■ 资金充足撑起产能扩张，资本结构稳健

巨星农牧持续募资，先后通过2020年非公开发行、2022年发行可转债募集4.20、10亿元，支撑产能增速。2023年定增预案拟募集资金不超过8亿元，持续支持未来业绩增长目标。同时，因为使用募集资金的方式实现产能扩张，公司资产负债率与行业平均水平相比处于低位，财务状况稳健，拥有更强的短长期偿债能力。

■ 盈利预测

预测公司2024-2026年收入分别为65.03、93.68、101.11亿元，EPS分别为1.40、1.82、-0.93元，当前股价对应PE分别为15.5、11.9、-23.1倍。我们认为目前猪价冲高势头较缓，但因为全国补栏整体积极性偏弱，预计盈利周期将会维持至2025年。在这样的行业背景下，我们认为巨星农牧拥有成本优势和资金优势，双优势给予公司养殖规模和业绩的成长性，与同业竞争者相比，有望在本轮周期进一步提升市场

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

基本数据

2024-09-30

当前股价（元）	21.6
总市值（亿元）	110
总股本（百万股）	510
流通股本（百万股）	510
52周价格范围（元）	15.59-37.98
日均成交额（百万元）	214.49

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《巨星农牧（603477）：成本优势行业领先，产能扩张挖掘未来出栏增长潜力》2024-09-03
- 2、《巨星农牧（603477）：控股股东增持彰显发展信心，养殖成本优势巩固行业竞争力》2024-08-14
- 3、《巨星农牧（603477）：养殖成本快速下降，持续扩张拓宽业绩增长空间》2024-08-09

份额和行业竞争力，故维持给予“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；宏观经济波动风险；饲料及原料市场行情波动风险；猪价上涨不及预期；产能扩张不及预期风险；定增进展低于预期风险；行业周期性强公司业绩波动较大风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	4,041	6,503	9,368	10,111
增长率（%）	1.8%	60.9%	44.0%	7.9%
归母净利润（百万元）	-645	713	927	-476
增长率（%）	-508.2%		30.1%	-151.4%
摊薄每股收益（元）	-1.27	1.40	1.82	-0.93
ROE（%）	-20.8%	20.1%	20.6%	-12.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、核心观点逻辑.....	5
2、国内外资源整合，种+管理助力成本行业领先.....	6
2.1、整合全球优秀资源，种猪+管理国际体系降本增效.....	7
2.2、国内专业团队保驾护航，管理优化持续增效.....	9
3、轻资产+一体化产能扩张，未来出栏高增可期.....	11
3.1、轻资产模式撑起业绩增速，竞争力迅速提升.....	12
3.2、一体化模式稳步上量，数字化赋能智慧园区.....	12
3.3、母猪产能持续扩张，出栏量有望实现高增.....	13
4、资金充足撑起产能扩张，资本结构稳健.....	15
4.1、持续募资扩产能，支撑出栏量增长目标.....	15
4.2、资产负债率低，财务状况稳健.....	16
5、盈利预测评级.....	17
6、风险提示.....	19

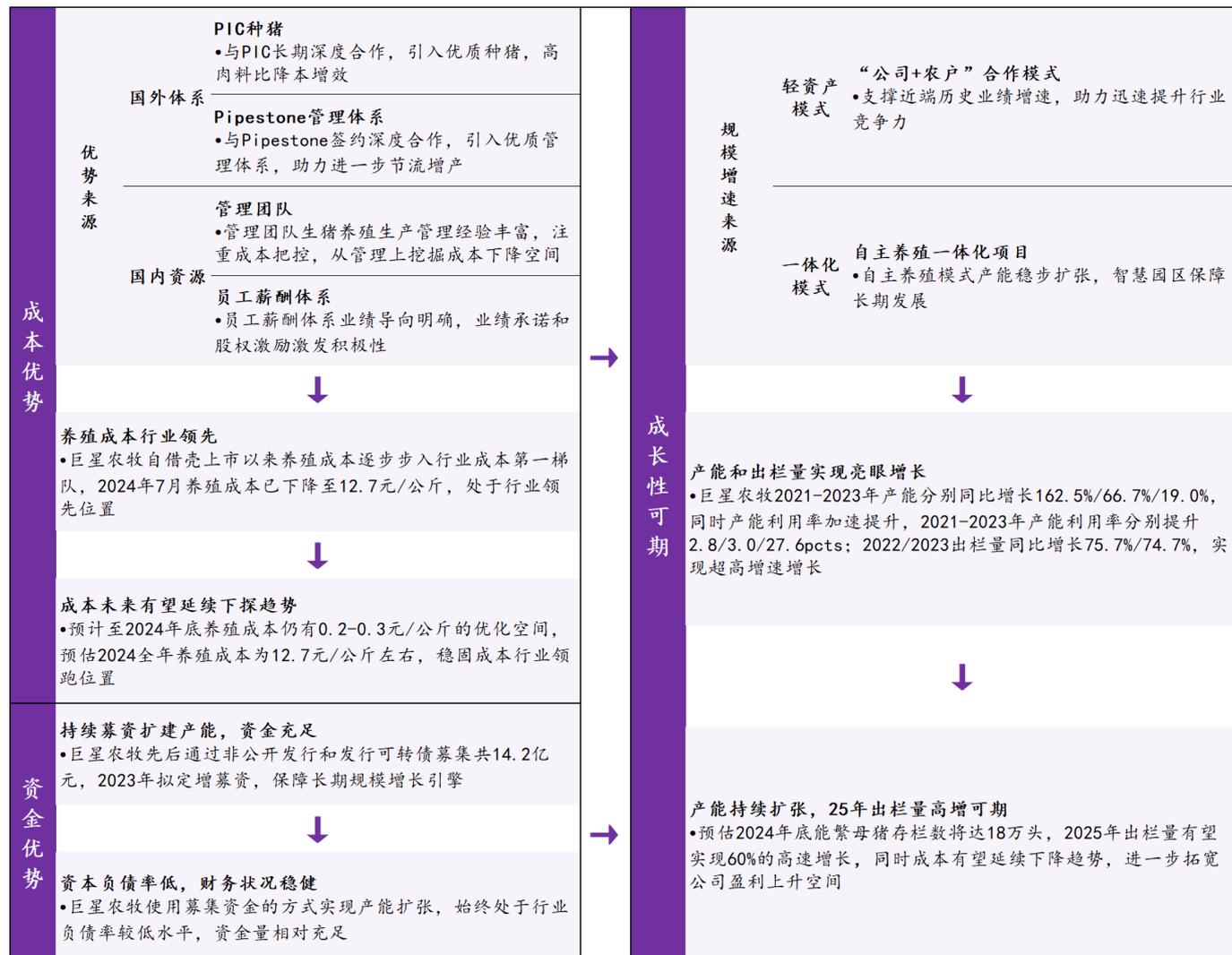
图表目录

图表 1：成本+资金双优势引领，未来出栏高增可期.....	5
图表 2：国内外资源整合，打造行业领先成本优势.....	6
图表 3：2021-2024 年 7 月生猪养殖成本（元/公斤）.....	6
图表 4：2020-2024H1 生猪养殖行业各公司销售毛利率.....	6
图表 5：生猪养殖行业各公司完全成本（元/公斤）.....	7
图表 6：PIC 中国 2023 年客户母猪繁殖数据.....	7
图表 7：PIC 母系产品系列.....	7
图表 8：PIC 父系产品系列.....	7
图表 9：生猪养殖行业各公司生产指标 PSY.....	8
图表 10：Pipestone 养殖管理理念.....	8
图表 11：截至 2023 年底巨星农牧核心管理团队.....	9
图表 12：2020-2023 年员工人数及增长率（人）.....	9
图表 13：2020-2024H1 支付给职工及为职工支付的现金及增长率（包括工资、奖金、福利等）（亿元）.....	9
图表 14：2020-2022 业绩承诺完成情况（亿元）.....	10
图表 15：双模式产能迅速扩张，25 年出栏有望实现高增长.....	11
图表 16：2020-2024H1 生猪养殖业务营收及增速（亿元）.....	11
图表 17：2020-2024H1 生猪出栏量（万头）.....	11
图表 18：“公司+农户”生产模式流程图.....	12
图表 19：2020-2024H1 固定资产及增速（亿元）.....	13

图表 20: 2020-2024H1 在建工程及增速 (亿元)	13
图表 21: 2020-2023 年产能及增速 (万头)	13
图表 22: 2020-2023 年产能利用率	13
图表 23: 2023 年末主要在建生猪养殖项目设计产能.....	13
图表 24: 持续募资扩产能, 财务状况稳健.....	15
图表 25: 2020-2024Q2 货币资金 (亿元)	15
图表 26: 2020-2024H1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元)	15
图表 27: 2023 定增预案募集资金用途.....	16
图表 28: 2020-2024H1 生猪养殖行业各公司资产负债率.....	16
图表 29: 2020-2024H1 生猪养殖行业各公司流动比率.....	16
图表 30: 公司业务拆分和业绩假设	18

1、核心观点逻辑

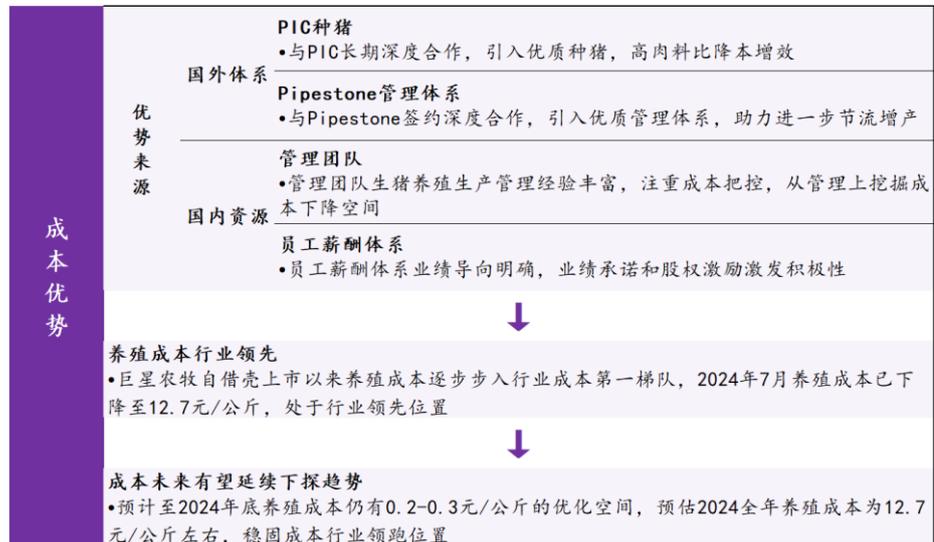
图表 1：成本+资金双优势引领，未来出栏高增可期



资料来源：公司公告，公司投资者关系记录表，公司公开发行可转换公司债券跟踪评级报告，华鑫证券研究

2、国内外资源整合，种+管理助力成本行业领先

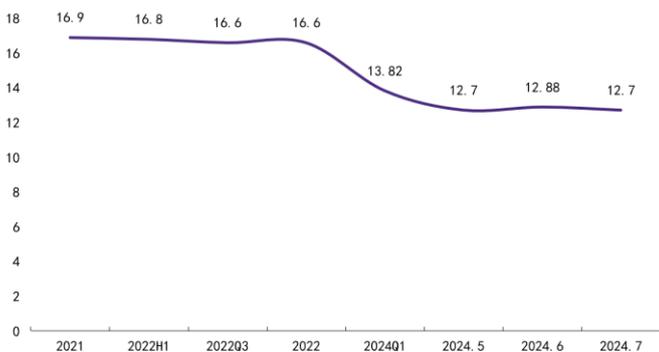
图表 2：国内外资源整合，打造行业领先成本优势



资料来源：公司投资者关系记录表，华鑫证券研究

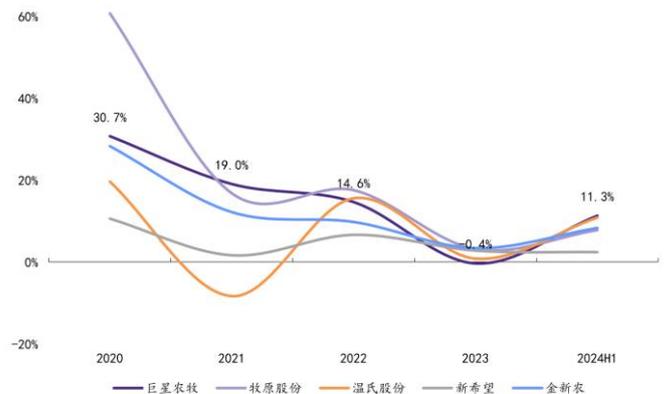
养殖成本重回领先地位，成本把控持续向好。巨星农牧自2020年借壳上市以来养殖成本始终保持下降趋势，逐步步入行业成本第一梯队。虽然在2024Q1，因德昌一体化项目初步投产，产能利用率较低，楼房折旧部分拖累成本表现，养殖成本短期回升。伴随德昌项目按计划提高产能利用率，公司养殖成本重新回到行业领先地位。养殖成本从2024Q1的13.82元/公斤下降为2024年7月的12.7元/公斤。2024年6-7月完全成本也突破到14元/公斤以下，我们推算2024Q2完全成本为14元/公斤左右，领跑同行业竞争者。在成本优势的加持下，巨星农牧的销售毛利率水平同样处于行业上游水平。

图表 3：2021-2024 年 7 月生猪养殖成本（元/公斤）



资料来源：公司投资者关系记录表，华鑫证券研究

图表 4：2020-2024H1 生猪养殖行业各公司销售毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 5：生猪养殖行业各公司完全成本（元/公斤）

公司	完全成本（元/公斤）	统计时间段
神农集团	13.7	2024 年 7 月
牧原股份	13.7	2024 年 8 月
巨星农牧	14 以下	2024 年 7 月
京基智农	14.4	2024 年 7 月
新希望	14.5-14.6	2024 年 8 月
天康生物	14.75	2024 年 7 月
东瑞股份	16.6	2024 年 8 月

资料来源：各公司投资者关系记录表，华鑫证券研究

国外+国内资源整合，助力实现降本增效。我们认为生猪养殖生产的成本把控从阶段来看，主要在于生猪育种和生猪养育两个阶段，拥有优质生猪品种和高效养育流程对于管理养殖成本至关重要。巨星农牧通过两方面资源的整合，实现种猪和管理双优势，打造出行业领先的养殖成本把控。整合的资源一是引入优质国外生猪养殖体系，其中包括优质的 PIC 种猪和先进的 Pipestone 养殖管理流程，最终实现高 PSY 和高肉料比的生产成果；二是国内公司团队的生猪养殖生产管理经验丰富，并且公司通过薪酬导向、业绩承诺等方式充分调动员工积极性，最终实现在生产管理流程中注重成本把控的同时，持续进行增效优化。2024H2，公司将继续把降本作为经营目标之一，预计至 2024 年底养殖成本仍有 0.2-0.3 元/公斤的优化空间，预估 2024 全年养殖成本为 12.7 元/公斤左右，稳固成本行业领跑位置。

2.1、整合全球优秀资源，种猪+管理国际体系降本增效

引入优质种猪，高肉料比降本增效。2017 年，巨星农牧与 PIC 中国签署《封闭扩繁总协议》，协议初始时长达 7 年 6 个月。从此，巨星农牧与 PIC 长期深度合作，公司直接从 PIC 中国或通过进出口代理公司向 PIC 美国进行采购，通过选取生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪，充分利用杂交优势和性状互补原理，使后代综合表现出优良性状。PIC 种猪属于五元配套杂交系，商品代含有大白、长白、杜洛克、皮特兰等血统。相较于其它加系、美系、台系等种猪，PIC 种猪优势在于产仔率高，根据 PIC 中国 2023 年客户母猪繁殖数据，PIC 客户前 10%的母猪窝均总产仔数是 14.5 头，PSY 达到 31.8，远高于中国行业平均水平。巨星农牧 2024Q2 季度整体 PSY 已提升至 29 以上，料肉比降至 2.6 以内，显著高于行业平均水平。虽然公司目前相较于 PIC 中国前列客户还有提升空间，但是巨星农牧作为 PIC 中国头部大客户，能够持续不断充分吸收利用 PIC 公司育种技术带来的优势，PSY 和料肉比有望进一步提升。

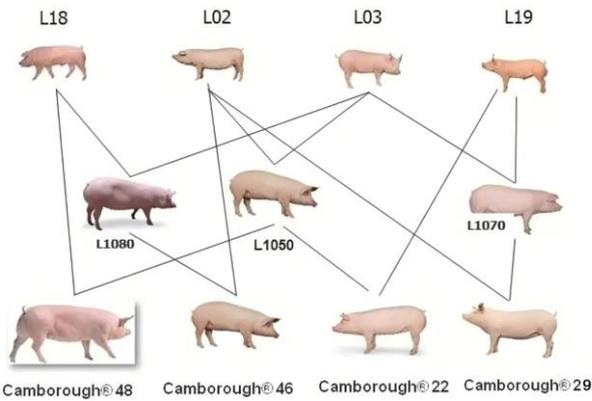
图表 6：PIC 中国 2023 年客户母猪繁殖数据

指标	PIC 客户前 10%	PIC 客户前 25%	PIC 客户均值	行业均值	PIC 平均超出行业平均
分娩率	89.8%	89.9%	86.7%	80.33%	6.37%
窝均总产仔数(头)	14.5	14.5	13.9	12.85	1.05
窝均活产仔数(头)	13.6	13.6	12.7	11.91	0.79
窝均断奶仔猪数(头)	12.5	12.4	11.2	10.42	0.78
LSY	2.49	2.44	2.36	1.97	0.39
PSY	31.8	30.6	26.4	20.09	6.31

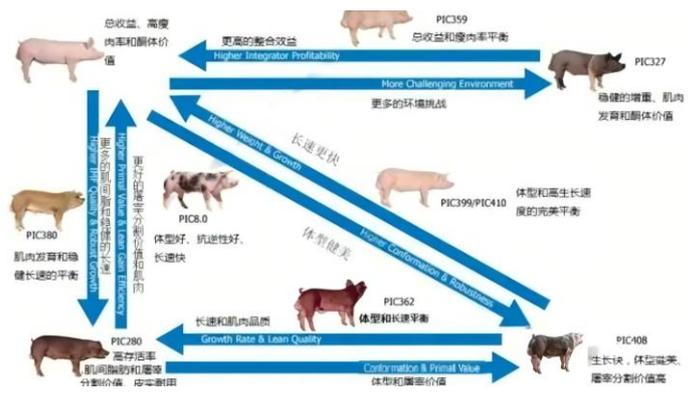
资料来源：PIC 中国 2023 年母猪繁殖数据报告，华鑫证券研究

图表 7：PIC 母系产品系列

图表 8：PIC 父系产品系列



资料来源：PIC中国，华鑫证券研究



资料来源：PIC中国，华鑫证券研究

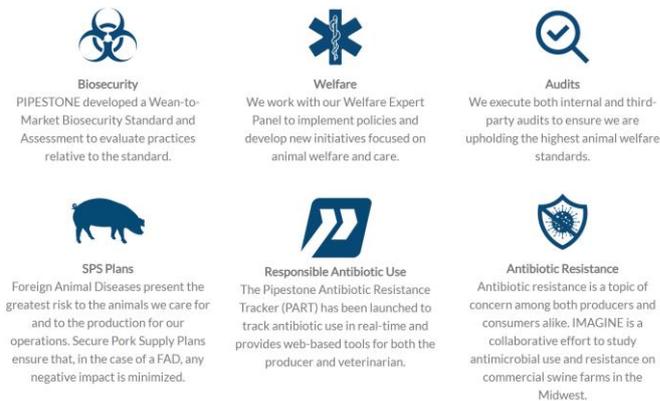
图表 9：生猪养殖行业各公司生产指标 PSY

公司	PSY	统计时间段
巨星农牧	29 以上	2024 第二季度
牧原股份	28 以上	2024 年 6 月
神农集团	28	2024 年 7 月
天康生物	27.6	2024 年 7 月
广弘控股	26-28	2024 年 6 月
京基智农	25.5	2024 年 5 月
金新农	25.5	2024 年 8 月
新希望	25.2	2024 年 6 月
华统股份	25	2024 年 4 月
东瑞股份	24	2024 年 8 月
温氏股份	23	2024 年 5 月

资料来源：各公司投资者关系记录表，华鑫证券研究

引入优质管理体系，助力进一步节流增产。巨星农牧与世界知名养猪服务技术公司 Pipestone 签约并展开深度合作，从猪场的选址、设计、建设、设施设备的配置、养殖人员技术支持及培训，兽医技术、猪场的生产操作流程管理等方面引入全套养殖理念和生产技术体系，匹配 PIC 种猪养殖管理流程的高要求，夯实公司提出的五星养殖体系理念中“发动机”管理以及“基础保障”生物安全和环保，极大提升公司生产效率和生物安全，从管理上进一步助力养殖业务降本增效。

图表 10：Pipestone 养殖管理理念



资料来源：Pipestone 官网，华鑫证券研究

2.2、国内专业团队保驾护航，管理优化持续增效

公司团队经验丰富，管理持续挖掘成本下行空间。巨星农牧多位高管已在生猪养殖行业奋斗多年，对于生猪养殖业务管理流程十分了解，并且管理经验丰富。其中公司董事长段利锋先生 2006 年起 16 年担任巨星集团总裁，2021 年起 3 年担任巨星农牧总经理，对于生猪养殖管理有着深入见解，2023 年起担任公司董事长；唐春祥先生自 2018 起一直担任巨星农牧总经理一职，对养殖业务的方方面面情况充分掌握；其余的核心团队成员也均拥有丰富的管理、技术经验。巨星农牧专业的管理团队十分注重养殖业务的成本管理，持续优化生猪养殖流程，削减不必要开支，充分发挥养殖业务和饲料业务之间的协同效应，从管理上助力公司养殖成本进一步挖掘下行空间。

图表 11：截至 2023 年底巨星农牧核心管理团队

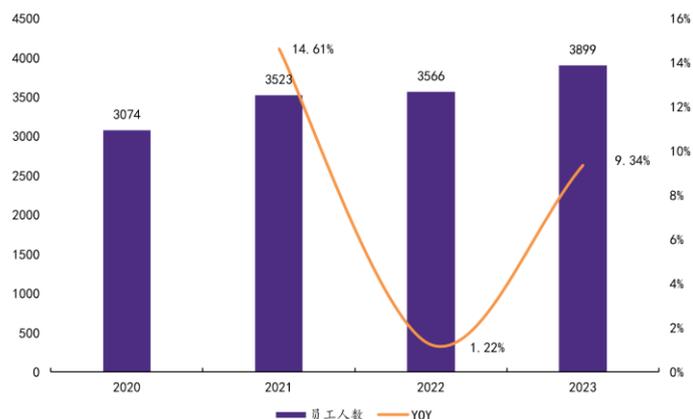
姓名	职务	简介
段利锋	董事长	历任乐山巨星饲料有限公司品管部经理、四川巨星集团技术总部经理、四川巨星科技有限公司副总经理、乐山巨星饲料有限公司总经理，2006 年至 2021 年任四川巨星企业集团有限公司总裁，2016 年至今任巨星农牧有限公司董事长，2022 年至今任四川巨星企业集团有限公司副董事长，2021 年 4 月至 2023 年 8 月任巨星农牧总经理，2023 年 8 月至今任巨星农牧董事长。
唐春祥	董事 总经理	2018 年至今任巨星农牧有限公司总经理，2021 年至今任四川巨星企业集团有限公司董事，2023 年 8 月至今任巨星农牧董事、总经理。
张耕	董事 董事会秘书	2018 年至 2019 年任四川巨星企业集团有限公司法务部经理，2020 年至 2022 年历任巨星农牧有限公司高级法务经理、董事会秘书，2022 年至 2023 年任四川巨星企业集团有限公司法务总监，2023 年 8 月至今任巨星农牧董事、董事会秘书。
徐成聪	财务总监	2018 年至今任巨星农牧有限公司财务总监，2023 年 8 月至今任巨星农牧财务总监。
苏宁	董事	2018 年至今历任巨星农牧有限公司董事、副总经理、技术总监、巨星研究院院长，2022 年至今任四川巨星企业集团有限公司董事，2023 年 10 月至今任巨星农牧董事，2003 年至今任重庆巨星农牧有限公司执行董事，2011 年至今任云南巨星农牧有限公司执行董事兼总经理。
唐光平	董事	2009 年至今任巨星农牧有限公司副总经理、采购总监，2020 年至今任乐山巨星生物科技有限公司执行董事，2023 年 10 月至今任巨星农牧董事。
任建明	董事	2018 年至今历任巨星农牧有限公司兽医总监、猪业事业部总经理、副总经理，2023 年 10 月至今任巨星农牧董事。

资料来源：公司 2023 年年报，华鑫证券研究

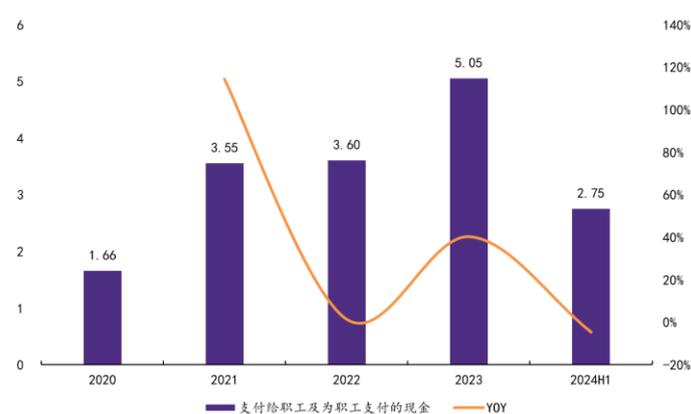
员工薪酬导向明确，业绩承诺和股权激励激发积极性。巨星农牧的薪酬体系以“导向清晰、激发活力、反映市场、成本合理”为原则，绩效工资、奖金与公司整体经营情况、部门绩效、个人绩效等挂钩，激励员工完成业绩目标的同时注重成本的合理把控。此外，2020-2022 年巨星农牧与巨星集团和和邦集团共同签署了《业绩承诺补偿协定》，超额净利润奖励进一步激发员工积极性，拓宽发展潜能。截至 2022 年底，巨星农牧累计实现 13.52 亿元，承诺实现率达到 234.31%。同时，2024 年回购方案经董事会通过，拟使用自有资金 1-2 亿元进行回购并将回购股份全部或部分用于员工持股计划或股权激励，健全公司自身长效激励机制，保障长期良性发展，有望通过持续的员工激励实现最终业务生产的增产增效。

图表 12：2020-2023 年员工人数及增长率（人）

图表 13：2020-2024H1 支付给职工及为职工支付的现金及增长率（包括工资、奖金、福利等）（亿元）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 14：2020-2022 业绩承诺完成情况（亿元）

年份	2020	2021	2022	累计
承诺金额	1.58	1.59	2.6	5.77
实际金额	5.89	4.05	3.58	13.52
完成率	372.8%	254.9%	137.9%	234.3%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

管理流程持续优化，成本仍有下降空间。巨星农牧自 2005 年进入生猪养殖行业以来，持续优化自身养殖管理流程，逐步提升生产效率和成本把控。2023 年，公司提出养猪智慧园区模式，将德昌一体化项目打造为粮进肉出的智慧一体化园区，运用物联网、大数据、云计算、5G 应用等智慧化控制技术，实现了跨平台、高安全、低成本、远程同步的养殖模式革新。同时，园区率先使用光伏发电技术，减少了传统能耗和二氧化碳排放。德昌项目产能利用率逐季提升，预估将在 2024 年底逼近满产。预计依靠新模式和数字化管理的提效作用，以及伴随公司对于成本下行挖掘的持续关注，至 2024 年底，完全成本中管理方面仍有 0.1 元/公斤的下行空间。

3、轻资产+一体化产能扩张，未来出栏高增可期

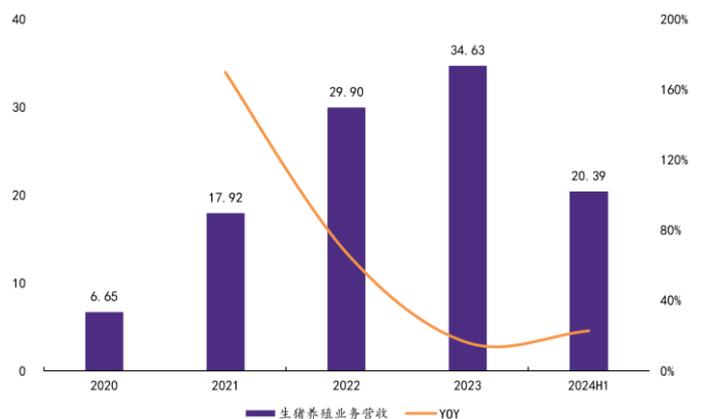
图表 15：双模式产能迅速扩张，25 年出栏有望实现高增长



资料来源：公司公告，公司公开发行可转换公司债券跟踪评级报告，华鑫证券研究

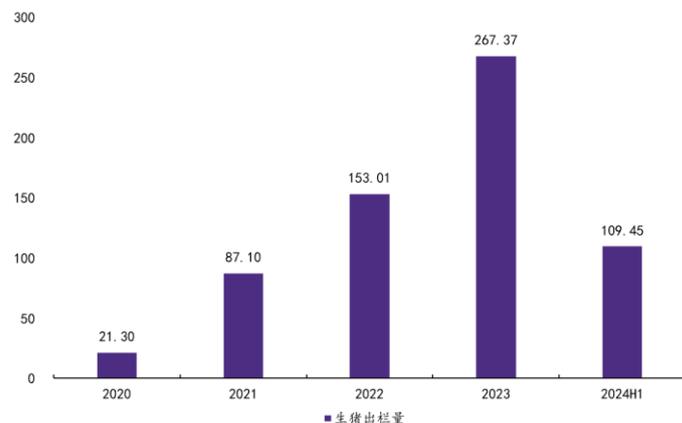
生猪养殖业务营业收入持续升高，生猪出栏量快速增长。2020-2024H1 生猪养殖业务分别实现营业收入 6.65/17.92/29.90/34.64/20.39 亿元，2021-2024H1 分别同比增长 169.5%/66.9%/15.8%/22.6%，2023 和 2024H1 增速放缓的原因主要是猪价陷入低周期，自 2024Q1 后开始逐步回升，伴随猪价回涨，业绩有望重回高速增长步调。2021-2023 年公司分别实现生猪出栏 87.10/153.01/267.37 万头，2022-2023 年分别同比增长 75.7%/74.7%，生猪出栏量实现超高增速增长。2024H1，公司生猪出栏 109.45 万头，其中商品猪出栏 106.18 万头，同比增长 24.69%。

图表 16：2020-2024H1 生猪养殖业务营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 17：2020-2024H1 生猪出栏量（万头）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

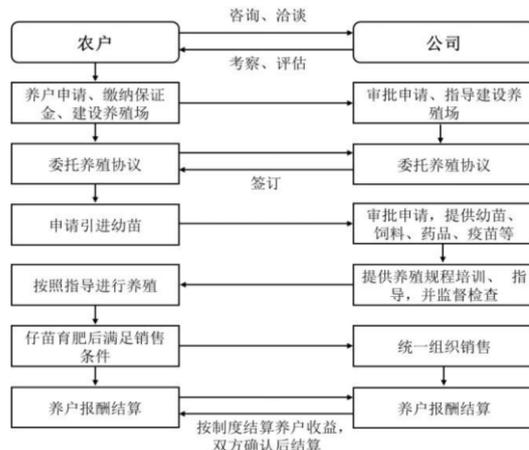
轻资产+一体化产能持续扩张，25 年生猪出栏有望实现高增。巨星农牧通过“公司+农户”合作和一体化项目两种模式进行产能扩张，两种模式养殖规模占比会根据公司规划和

市场环境进行战略改变，根据新环境释放最优产能表现。目前“公司+农户”合作模式养殖规模占比超 80%，支撑目前阶段业绩增速。预计 2024 年年底，德昌项目能够做到接近满产，叠加其它种猪场产能扩张，预估公司能繁母猪存栏数将达 18 万头，对应 2025 年生猪出栏数有望实现超 60%的高增速增长。

3.1、轻资产模式撑起业绩增速，竞争力迅速提升

“公司+农户”模式支撑近端历史业绩增速，助力迅速提升行业竞争力。紧密型“公司+农户”模式具体指公司负责生猪、肉鸡育种和扩繁，农户负责育肥。该模式下，公司不需要使用大量资金投资于厂房和固定设施，减少公司资金压力，助力实现快速扩张的目的，迅速提升公司行业竞争力。2023 年，巨星农牧签约合作农户数达 491 户，相较 2022 年底增加 78 户，迅速扩张公司养殖产能。目前阶段，轻资产模式养殖规模占比较大，截至 2024 年 7 月，“公司+农户”模式生产规模占公司养殖规模的 80%以上，支撑起阶段的业绩增长。

图表 18：“公司+农户”生产模式流程图

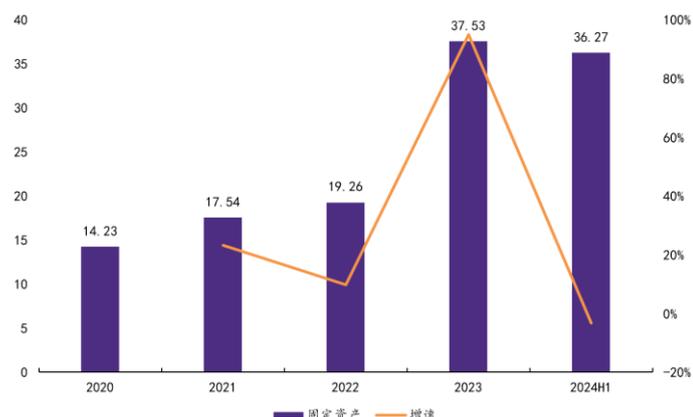


资料来源：公司年报，华鑫证券研究

3.2、一体化模式稳步上量，数字化赋能智慧园区

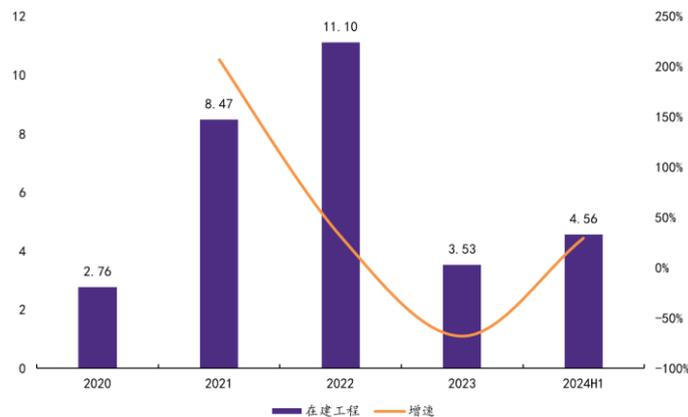
自主养殖模式产能稳步扩张，智慧园区保障长期发展。在一体化自主养殖生产模式下，公司全程负责种猪选育和扩繁、仔猪生产、商品猪育肥。目前，巨星农牧主要在西南地区布局种猪育种繁育基地，并根据基地具体情况配套建设育肥场。2023 年，德昌巨星智慧生猪养殖园区建成，设计产能母猪饲养规模为 3.6 万头，年出栏生猪规模达 97.2 万头。预计自 2024 年 9 月至 2024 年底，德昌项目步向满产过程中，还会增添 2.5 万头左右能繁母猪产能，一体化模式产能稳步上升。智慧养殖园区由数字化科技赋能，包括物联网、大数据、云计算、5G 应用等智慧化控制技术以及光伏发电节能环保设施，在行业生产技术和环保要求逐步提升的大背景下，预计未来智慧园区模式将会成为一种趋势。2020-2023 年公司在建工程分别为 2.76/8.47/11.10/3.53 亿元，2021-2023 分别同比变化 206.9%/31.1%/-68.2%，2023 年下滑主系德昌一体化项目建成。截止至 2024H1，公司在建工程为 4.56 亿元，相较 2023 年底增幅 29.3%，未来规模化产能将持续扩张。

图表 19: 2020-2024H1 固定资产及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 20: 2020-2024H1 在建工程及增速 (亿元)

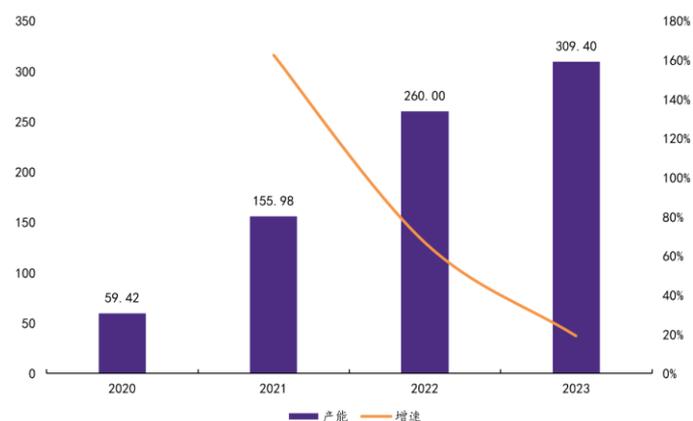


资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

3.3、母猪产能持续扩张, 出栏量有望实现高增

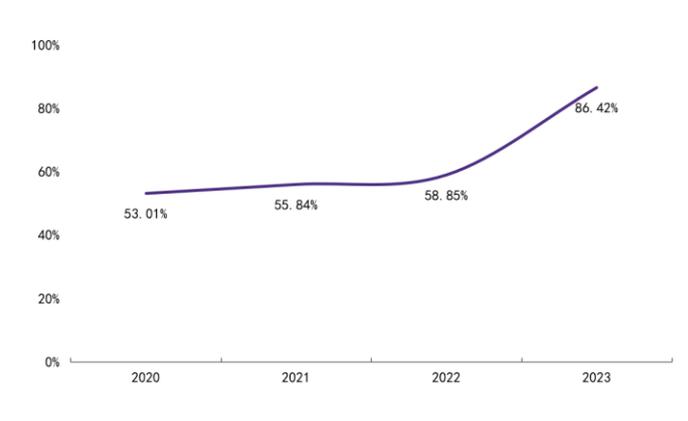
能繁母猪存栏数稳步增长, 25 年出栏量有望重回高增长。巨星农牧能繁母猪存栏数逐年增长, 产能迅速扩张。2020-2023 年公司产能分别为 59.42/155.98/260.00/309.40 万头, 2021-2023 年分别同比增长 162.5%/66.7%/19.0%。产能部署主要集中在四川省内, 个别繁殖场建设于贵州、云南地区, 未来产能扩张依然主要集中于四川省内。产能持续扩张的同时产能利用率加速提升, 2020-2023 年产能利用率分别为 53.0%/55.8%/58.9%/86.4%。预计 2024 年年底伴随德昌一体化项目逼近满产, 同时公司轻资产“公司+农户”模式持续扩张, 预估 2024 年年底能繁母猪存栏数将达 18 万头, 支撑起 2025 年出栏量的高增长, 持续拓宽公司业绩增长空间, 提升行业竞争力。

图表 21: 2020-2023 年产能及增速 (万头)



资料来源: 公司公开发行可转换公司债券跟踪评级报告, 华鑫证券研究

图表 22: 2020-2023 年产能利用率



资料来源: 公司公开发行可转换公司债券跟踪评级报告, 华鑫证券研究

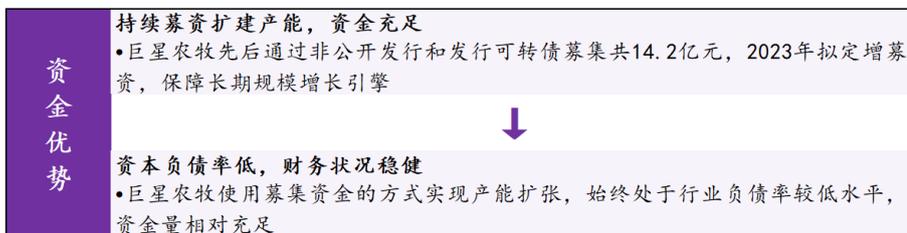
图表 23: 2023 年末主要在建生猪养殖项目设计产能

项目名称	设计产能
盐边巨星新民智慧养殖园区	可存栏种猪 1.60 万头，实现年出栏肥猪 40.00 万头
夹江巨星甘江种猪场建设项目	可存栏种猪 1.00 万头，实现年出栏肥猪 25.00 万头
屏山县屏边乡塘湾村种猪繁育场及配套设施建设项目	可存栏种猪 1.20 万头，通过“一体化自主养殖”模式年出栏肥猪 32.40 万
石桥猪场建设项目	可存栏育肥猪 2.50 万头，年出栏肥猪 5.25 万头
巨星平舟智慧养猪园区	可存栏育肥猪 2.07 万头，年出栏肥猪 4.35 万头
崇州林秀公猪站建设项目	可存栏种公猪 300 头，年产猪精液 48.00 万份

资料来源：公司公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告，2023 年度向特定对象发行股票预案（二次修订稿），华鑫证券研究

4、资金充足撑起产能扩张，资本结构稳健

图表 24：持续募资扩产能，财务状况稳健

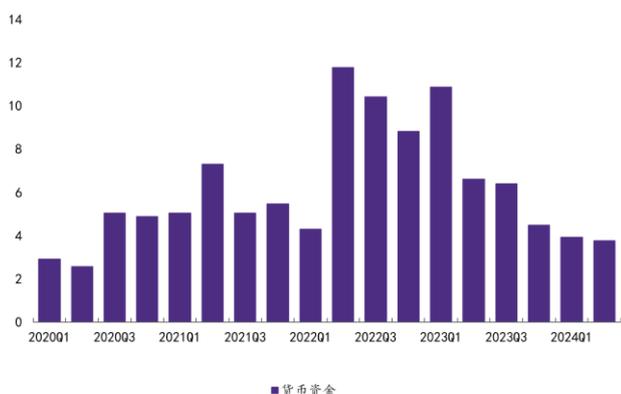


资料来源：华鑫证券研究

4.1、持续募资扩产能，支撑出栏量增长目标

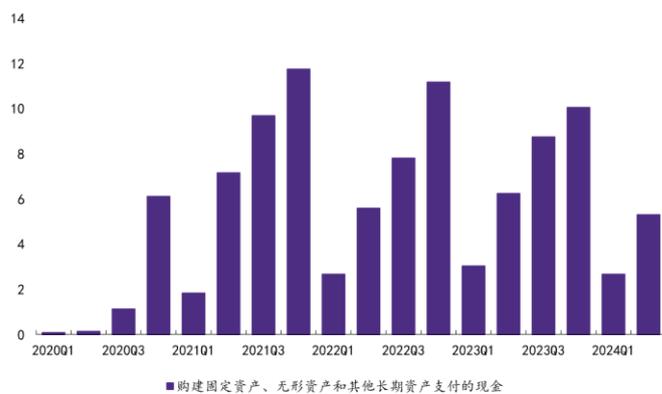
巨星农牧持续募资建设产能，保障长期增长引擎。2020年非公开发行募集资金4.20亿元，用于种猪场和一体化项目建设。2022年发行可转债10亿元用于德昌巨星生猪繁育一体化项目，其中7.5亿元投入德昌项目，2.5亿元补充流动资金。2023年定增预案中，向特定对象发行股票募集资金总额不超过8亿元，其中巨星集团拟以现金方式认购本次向特定对象发行股票，认购股票数量不低于实际发行数量的5.00%。2023定增募集资金拟用于生猪养殖产能建设项目4.26亿元、养殖技术研发项目0.29亿元、数字智能化建设项目1.70亿元以及补充流动资金。公司资金充足，产能持续扩张支撑公司出栏量增长目标。

图表 25：2020-2024Q2 货币资金（亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 26：2020-2024H1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 27：2023 定增预案募集资金用途

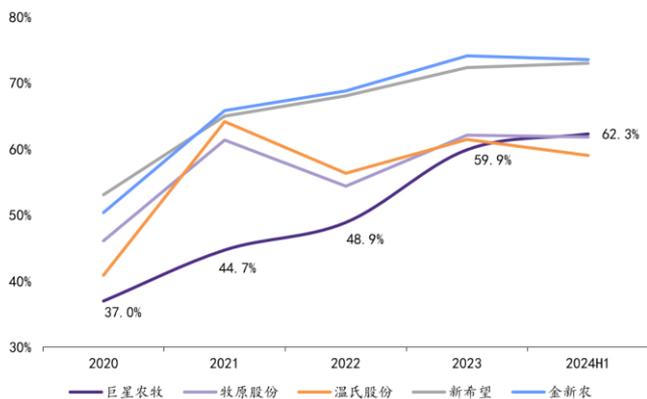
项目种类	项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
生猪养殖产能新建项目	崇州林秀公猪站建设项目	0.42	0.20
	夹江巨星甘江种猪场建设项目	2.70	1.63
	盐边巨星新民智慧养殖园区	4.97	2.44
养殖技术研究基地建设项目	雅安巨星三江智慧化养猪园区	0.54	0.29
数字智能化建设项目	巨星农牧数字智能化建设项目	2.20	1.70
	补充本次实体建设募投项目所需流动资金	2.02	1.75

资料来源：2023 年度向特定对象发行股票预案（二次修订稿），华鑫证券研究

4.2、资产负债率低，财务状况稳健

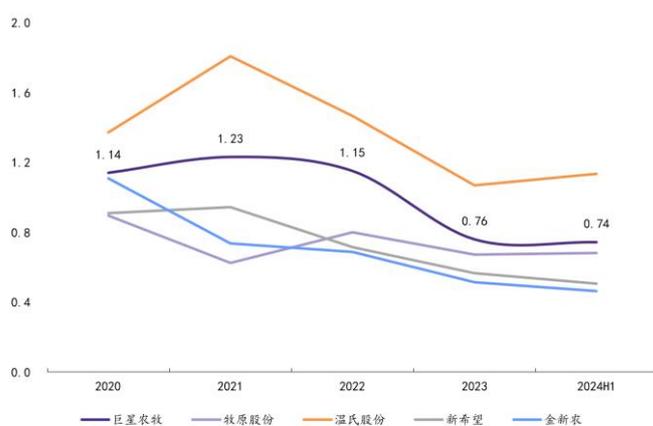
巨星农牧使用募集资金的方式实现产能扩张，资产负债率低，财务状况十分稳健。2020-2023 年，公司资产负债率分别为 37.0%/44.7%/48.9%/59.9%，2023 年增长迅速主因猪价长期处于低位导致生猪养殖行业进入亏损期，但公司始终处于行业负债率较低水平，资金量相对充足。2020-2023 年，公司现金比率分别为 1.14/1.23/1.15/0.76/0.8，均处于行业领先地位。巨星农牧相较同行业竞争企业，具有更加稳健的资本结构，以及更强的短长期偿债能力。

图表 28：2020-2024H1 生猪养殖行业各公司资产负债率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 29：2020-2024H1 生猪养殖行业各公司流动比率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、盈利预测评级

生猪出栏量方面，我们使用前一年能繁母猪存栏量、PSY、育肥成活率三者相乘，推算后一年的生猪出栏量。伴随着 2024 年年底德昌一体化项目迈向满产，并且叠加其它种猪场母猪产能的提升，我们预估 2024 年底能繁母猪产能将扩张至 18 万头。同时，我们预计在公司对于生产流程的稳步优化下，PSY 和育肥成活率两项生产指标会有小幅度的提升。使用能繁母猪存栏量、PSY、育肥成活率相乘，并且进行一定程度的保守估计折算，我们预估 2024/2025/2026 生猪出栏量分别为 280/450/524 万头。

生猪价格方面，根据调研情况，2023 年 10 月发生的疫情加速行业产能去化，但是全国目前能繁母猪补栏情况整体速度较缓，以集团场补栏为主，中小散户因长期亏损导致资金不足而补栏积极性低。根据以上情况，我们预计本轮周期的盈利阶段将会持续更长的时间，一直持续至 2025 年结束，2026 年将会步入新的产能去化阶段。我们预估 2024/2025/2026 生猪出栏价格分别为 17.2/16.0/15.0 元/公斤。

生猪养殖成本方面，我们预估公司将会持续将降本增效作为经营目标之一，养殖成本有望继续下探，2024 和 2025 年成本行业领先地位有望保持。步入 2026 年，因为预估猪周期进入新一轮产能去化，预计饲料和疫苗成本会因供给减少成本回升，同时新落地产能会因产能利用率低而拖累养殖成本表现。我们预估 2024/2025/2026 生猪养殖成本分别为 12.7/12.5/14.2 元/公斤。

饲料/商品鸡/皮革业务方面，我们预估三项业务都会呈现缩量形式，饲料业务缩量因为我们预计公司将会把饲料作为生猪养殖的配套业务，专注挖掘两者之间的协同效应，减少饲料外销；商品鸡业务缩量因为该业务盈利周期短并且盈利能力弱，2024H1 公司没有销售商品鸡；皮革业务缩量因为公司战略聚焦生猪养殖业务发展。

综上，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 65.03、93.68、101.11 亿元，归母净利润分别为 7.13、9.27、-4.76 亿元，EPS 分别为 1.40、1.82、-0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 15.5、11.9、-23.1 倍，给予“买入”投资评级。

图表 30：公司业务拆分和业绩假设

业务拆分和假设 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	3,968	4,041	6,503	9,368	10,111
YoY	33.0%	1.8%	60.9%	44.1%	7.9%
总营业成本	3,768	4,453	5,277	7,764	9,920
毛利率	5.04%	-10.20%	18.86%	17.12%	1.88%
生猪养殖业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,990	3,463	6,056	8,928	9,675
YoY	66.9%	15.8%	74.9%	47.4%	8.4%
营业成本	2,450	3,500	4,481	6,992	9,159
毛利率	18.08%	-1.06%	26.01%	21.69%	5.33%
出栏量 (万头)	153	267	280	450	524
YoY	75.7%	74.7%	4.7%	60.7%	16.5%
饲料业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	552	457	366	373	381
YoY	6.3%	-17.1%	-20.0%	2.0%	2.0%
营业成本	506	422	337	343	350
毛利率	8.23%	7.86%	8.00%	8.00%	8.00%
商品鸡业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	115	26	0	0	0
YoY	-30.8%	-77.4%	-100.0%	0.0%	0.0%
营业成本	121	40	0	0	0
毛利率	-4.54%	-53.28%	0.00%	0.00%	0.00%
皮革业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	303	86	73	58	47
YoY	-38.9%	-71.7%	-15.0%	-20.0%	-20.0%
营业成本	306	87	95	64	47
毛利率	-1.15%	-1.48%	-30.00%	-10.00%	0.00%
其它业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8	8	8	8	8
YoY	-17.9%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	385	405	364	364	364
YoY	59.8%	5.1%	-10.0%	0.0%	0.0%

资料来源：华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 生猪养殖行业疫病风险
- (2) 自然灾害和极端天气风险
- (3) 产业政策变化风险
- (4) 宏观经济波动风险
- (5) 饲料及原料市场行情波动风险
- (6) 猪价上涨不及预期
- (7) 产能扩张不及预期风险
- (8) 定增进展低于预期风险
- (9) 行业周期性强公司业绩波动较大风险

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	500	915	475
应收款	54	249	359	388
存货	1,532	1,740	1,920	2,180
其他流动资产	80	195	281	202
流动资产合计	2,111	2,685	3,475	3,245
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	3,753	3,792	3,916	3,952
在建工程	353	326	363	232
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	5,772	5,672
资产总计	7,721	8,302	9,248	8,917
流动负债:				
短期借款	1,153	1,103	803	803
应付账款、票据	405	580	853	1,090
其他流动负债	1,197	1,197	1,197	1,197
流动负债合计	2,775	2,916	2,905	3,145
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	4,762	4,751	4,991
所有者权益				
股本	509	510	510	510
股东权益	3,100	3,540	4,497	3,925
负债和所有者权益	7,721	8,302	9,248	8,917

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-646	727	951	-477
少数股东权益	-1	15	24	0
折旧摊销	296	193	194	200
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	245	-329	-87	31
经营活动现金净流量	-105	606	1082	-246
投资活动现金净流量	-895	-12	-160	96
筹资活动现金净流量	1055	-335	-291	-95
现金流量净额	55	258	630	-245

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,041	6,503	9,368	10,111
营业成本	4,056	5,277	7,764	9,920
营业税金及附加	10	16	23	25
销售费用	39	65	94	101
管理费用	217	293	403	435
财务费用	107	99	86	87
研发费用	25	26	33	33
费用合计	388	483	615	656
资产减值损失	-111	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	0	12	12
营业利润	-630	739	990	-467
加:营业外收入	45	18	18	18
减:营业外支出	54	23	23	23
利润总额	-639	734	985	-472
所得税费用	7	7	34	5
净利润	-646	727	951	-477
少数股东损益	-1	15	24	0
归母净利润	-645	713	927	-476

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	1.8%	60.9%	44.0%	7.9%
归母净利润增长率	-508.2%		30.1%	-151.4%
盈利能力				
毛利率	-0.4%	18.9%	17.1%	1.9%
四项费用/营收	9.6%	7.4%	6.6%	6.5%
净利率	-16.0%	11.2%	10.1%	-4.7%
ROE	-20.8%	20.1%	20.6%	-12.1%
偿债能力				
资产负债率	59.9%	57.4%	51.4%	56.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	75.1	26.1	26.1	26.1
存货周转率	2.6	3.0	4.1	4.6
每股数据(元/股)				
EPS	-1.27	1.40	1.82	-0.93
P/E	-17.1	15.5	11.9	-23.1
P/S	2.7	1.7	1.2	1.1
P/B	3.6	3.2	2.5	2.9

■ 农业组介绍

姜倩：农业首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，聚焦生猪养殖产业链研究。

卫正：农业组组员，中国人民大学学士，香港科技大学硕士，2024 年 8 月入职华鑫证券研究所。

■ 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。