

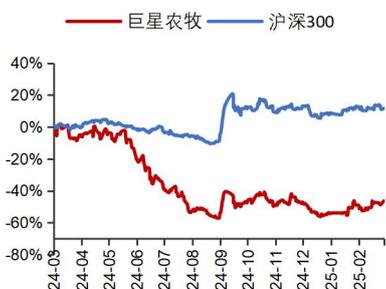
商品猪出栏规划逾 400 万头，养殖成本持续回落

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-24

收盘价 (元)	19.49
近 12 个月最高/最低 (元)	37.49/15.48
总股本 (百万股)	510
流通股本 (百万股)	510
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	99
流通市值 (亿元)	99

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

- 巨星农牧 (603477) 三季报点评：成本管控优异，Q3 猪价回暖带动业绩提升 2024-11-06
- 巨星农牧 (603477) 半年报点评：聚焦生猪业务高质量发展，养殖成本持续优化 2024-09-12

主要观点：

● 2024 年实现归母净利润 5.19 亿元，同比扭亏为盈

公司公布年报：2024 年实现收入 60.8 亿元，同比增长 50.4%，实现归母净利润 5.19 亿元，同比扭亏为盈；2024 年末，公司资产负债率 61.9%，同比上升 2 个百分点。

● 2025 年商品猪计划出栏逾 400 万头，完全成本目标 13 元/公斤以内

2024 年，公司生猪出栏量 275.52 万头，同比增长 3.0%，其中，商品猪出栏量 268.38 万头，同比增长 50.76%。公司规划 2025 年商品猪出栏目标 400 万头以上，截至 2024 年 11 月，公司拥有 18 万头以上种猪场产能和 25 万头以上存栏种猪，为 2025 年商品猪出栏奠定基础；2025 年 1-2 月，公司已出栏生猪 49.4 万头，其中，商品猪出栏量 49.04 万头，占生猪出栏量的比重高达 99.3%。公司对生猪板块的长远规划仍然是，“立足四川，走向全国”，出栏规模超 1000 万头，成本不高于行业平均水平的 80%，成为全球极具竞争力的生猪养殖企业。

公司生猪养殖成本持续回落，2022 年 16.01 元/公斤，2023 年 15.69 元/公斤，2024 年 1-9 月 13.2 元/公斤；2024 年 10 月，公司生猪完全成本降至 14 元/公斤以内（其中，费用分摊逾 1 元/公斤），2025 年 1 月，公司商品猪完全成本 13.5 元/公斤以内，其中，商品猪养殖成本降至 12.26 元/公斤。公司持续聚焦降本增效，2025 年商品猪完全成本目标为 13 元/公斤以内。

● 预计 2025 年生猪养殖业获得正常盈利，成本控制重要性突显

根据农业部数据，2024 年 4 月-2025 年 1 月，我国能繁母猪存栏量累计上升 1.91%，对应 2025 年猪价步入下行周期，但由于生猪补栏偏慢，我们预计 2025 年生猪养殖行业有望获得正常盈利。从补栏对象看，头部猪企已成为新增产能主力军，2024Q4 牧原、温氏的能繁母猪分别上升 19.6 万头、6 万头，两家公司合计增加约 25.6 万头，而 2024Q4 全国新增能繁母猪存栏量仅 16 万头，头部猪企集中度有望继续提升。随着猪价步入下行周期，成本控制重要性突显。

投资建议

我们预计 2025-2027 年公司商品猪出栏量分别为 400 万头、500 万头、600 万头，同比分别增长 49%、25%、20%；主营业务收入分别为 78.61 亿元、93.7 亿元、115.08 亿元，同比增长 29.3%、19.2%、22.8%；归母净利润分别为 7.41 亿元、7.43 亿元、14.27 亿元，同比分别增长 42.9%、0.3%、92.0%，归母净利润前值 2025 年 10.71 亿元、2026 年 9.89 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 25-26 年生猪出栏量和猪价预期。巨星农牧是我国西南地区优质养殖企业，成本在所有上市猪企中处于领先水平，我们维持公司“买入”评级不变。

风险提示

疫情失控；猪价下跌超预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6078	7861	9370	11508
收入同比 (%)	50.4%	29.3%	19.2%	22.8%
归属母公司净利润	519	741	743	1427
净利润同比 (%)	180.4%	42.9%	0.3%	92.0%
毛利率 (%)	19.2%	15.7%	14.5%	18.7%
ROE (%)	15.7%	18.9%	16.0%	23.5%
每股收益 (元)	1.02	1.45	1.46	2.80
P/E	17.42	13.42	13.37	6.97
P/B	2.74	2.54	2.14	1.63
EV/EBITDA	9.59	11.28	10.74	5.88

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2864	3791	4889	6586	营业收入	6078	7861	9370	11508
现金	577	777	1251	2329	营业成本	4913	6628	8014	9360
应收账款	68	87	104	128	营业税金及附加	11	16	19	23
其他应收款	12	16	19	23	销售费用	39	51	61	75
预付账款	78	105	127	148	管理费用	290	334	384	441
存货	2093	2761	3339	3900	财务费用	205	53	48	42
其他流动资产	37	44	50	58	资产减值损失	-43	0	0	0
非流动资产	5900	5887	5869	5836	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	3708	3573	3433	3288	营业利润	482	754	757	1452
无形资产	88	80	71	63	营业外收入	85	50	50	50
其他非流动资产	2095	2225	2355	2475	营业外支出	39	50	50	50
资产总计	8764	9678	10758	12422	利润总额	528	754	757	1452
流动负债	3553	3946	4273	4592	所得税	2	3	3	6
短期借款	1058	958	858	758	净利润	525	751	753	1446
应付账款	349	460	556	650	少数股东损益	7	10	10	19
其他流动负债	2146	2528	2858	3184	归属母公司净利润	519	741	743	1427
非流动负债	1872	1772	1772	1672	EBITDA	1244	1101	1102	1797
长期借款	451	351	351	251	EPS (元)	1.02	1.45	1.46	2.80
其他非流动负债	1421	1421	1421	1421					
负债合计	5426	5719	6045	6264					
少数股东权益	38	48	58	77					
股本	510	510	510	510					
资本公积	2302	2301	2301	2301					
留存收益	489	1099	1843	3270					
归属母公司股东权益	3301	3911	4655	6082					
负债和股东权益	8764	9678	10758	12422					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1265	864	901	1591
净利润	525	751	753	1446
折旧摊销	483	293	298	303
财务费用	207	53	48	42
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-66	-233	-198	-200
其他经营现金流	703	984	952	1646
投资活动现金流	-860	-280	-280	-271
资本支出	-856	-280	-280	-271
长期投资	-17	0	0	0
其他投资现金流	13	0	0	0
筹资活动现金流	-330	-383	-148	-242
短期借款	-95	-100	-100	-100
长期借款	-164	-100	0	-100
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	17	0	0	0
其他筹资现金流	-88	-183	-48	-42
现金净增加额	75	201	473	1078

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	50.4%	29.3%	19.2%	22.8%
营业利润	176.4%	56.6%	0.3%	92.0%
归属于母公司净利	180.4%	42.9%	0.3%	92.0%
获利能力				
毛利率 (%)	19.2%	15.7%	14.5%	18.7%
净利率 (%)	8.5%	9.4%	7.9%	12.4%
ROE (%)	15.7%	18.9%	16.0%	23.5%
ROIC (%)	11.2%	11.2%	10.2%	16.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	61.9%	59.1%	56.2%	50.4%
净负债比率 (%)	162.5%	144.4%	128.3%	101.7%
流动比率	0.81	0.96	1.14	1.43
速动比率	0.19	0.23	0.33	0.55
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.85	0.92	0.99
应收账款周转率	109.84	101.52	97.89	99.23
应付账款周转率	15.84	16.38	15.76	15.52
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.45	1.46	2.80
每股经营现金流薄)	2.48	1.69	1.77	3.12
每股净资产	6.47	7.67	9.13	11.92
估值比率				
P/E	17.42	13.42	13.37	6.97
P/B	2.74	2.54	2.14	1.63
EV/EBITDA	9.59	11.28	10.74	5.88

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, 2023年WIND金牌分析师农林牧渔行业第五名; 2024年WIND金牌分析师农林牧渔行业第四名。

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达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。