

巨星农牧（603477）

生猪业务扩张，“技术+管理”逐浪周期

报告摘要

◆ 生猪业务持续扩张

2022年公司实现营业收入39.60亿元，同比增33.02%；实现归母净利润1.58亿元，同比降38.96%，主要系公司养殖规模扩大、生猪周期影响。生猪养殖已成公司主要驱动业务。生猪养殖业务实现收入29.90亿元，同比增66.86%，占公司整体收入75.5%，同比增15.2pcts。1) 量上，公司22年出栏生猪153.01万头，同比增75.66%，实现快速扩栏。未来公司23年计划出栏生猪300万头，2024年计划出栏500万头，远期出栏目标1000万头。2) 价上，根据国家统计局数据，2022年生猪价格下降9.8%，公司22年销售均价也有下降。3) 成本上，22年饲料原料价格强势，带动养殖成本走高。小麦、玉米、大豆生产者价格分别比上年上涨12.8%、2.7%、5.3%。公司生猪养殖饲料占成本70.94%，上升5.4pcts。4) 盈利上，公司22年头均毛利353.39元，较行业具备优势。

◆ “技术+管理”优势突出

公司依托出色的“技术+管理”核心竞争力，支持养殖成本优势，逐浪周期。一是，公司引入PIC种猪，其后代综合表现出优良性状（胴体瘦肉率高、背膘薄、肉质鲜嫩、肌间脂肪均匀），理论PSY可以达到30以上，为公司养殖效率和综合成本优势提供重要支持。二是，公司引入Pipestone提供技术管理服务，包括场所设计咨询方案，基因审查、推荐和监督，养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询服务等。三是，公司融合内化海内外优秀技术管理经验，形成了自身优势养殖管理体系。公司经营灵活：扩产上，采用多种方式（自建、租赁）进行项目建设，提高资金使用效率。销售上，关注市场变化动态，结合养殖规划灵活调整销售策略。

◆ 养殖劲旅，逐浪周期

我们认为，公司主要生猪业务有望依托其“技术+管理”的核心竞争力，志于穿越周期，有望斩获佳绩。从估值来看，公司和生猪板块上市企业估值

投资评级

买入

首次评级

2023年03月29日

收盘价(元):

26.11

公司基本数据

总股本(百万股)	506.10
总市值(百万)	13,214.21
流通股本(百万股)	481.73
流通市值(百万)	12,578.07
12月最高/最低价(元)	36.10/15.93
资产负债率(%)	48.85
每股净资产(元)	6.76
市盈率(TTM)	83.59
市净率(PB)	3.86
净资产收益率(%)	4.31

股价走势图



作者

彭海兰 分析师
SAC执业证书: S0640517080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: penghl@avicsec.com
陈翼 研究助理
SAC执业证书: S0640121080014
联系电话: 010-59562522
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

仍在较低区间，板块主要企业头均市值在 1000-4000 元的水平。从催化看，未来公司有望在行业利润和自然因素等诱导下，进一步增强行业产能去化和生猪远期行情抬升的预期，进而推升走势。

◆ 投资建议

巨星农牧是一家集生猪现代智慧化养殖、屠宰加工、饲料、皮革等业务于一体的产业龙头企业。公司核心生猪业务具备明显技术和管理竞争力，成本优势突出，未来出栏有望延续扩增，揽获出色业绩。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.6 亿元、12.1 亿元、20.4 亿元，EPS 分别为 1.10 元、2.39 元、4.04 元，对应 23、24、25 年 PE 分别为 23.65、10.92、6.46 倍，首次评级给予“买入”评级。

◆ 风险提示

生猪行业产能去化幅度、猪肉消费不及预期等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2982.92	3967.94	6924.50	11112.92	14426.97
增长率（%）	107.26	33.02	74.51	60.49	29.82
归母净利润（百万元）	258.98	158.09	558.65	1210.63	2044.20
增长率（%）	102.84	-38.96	253.37	116.71	68.85
毛利率（%）	18.99	14.60	18.50	20.75	23.50
每股收益（元）	0.51	0.31	1.10	2.39	4.04
市盈率 PE	51.02	83.59	23.65	10.92	6.46
市净率 PB	4.02	3.86	3.38	2.67	1.97
净资产收益率 ROE（%）	7.87	4.31	13.45	23.28	29.35

资料来源：iFind，中航证券研究所

◆ 公司分业务拆分（百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
生猪	销售收入	2,990.41	5,856.00	10,000.00	13,260.00
	成本	2,449.68	4,800.49	7,930.33	10,117.38
	收入增长率	66.86%	95.83%	70.77%	32.60%
	毛利率	18.08%	18.02%	20.70%	23.70%
饲料	销售收入	551.74	579.33	608.30	638.71
	成本	506.33	531.25	556.59	584.42
	收入增长率	6.28%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	8.23%	8.30%	8.50%	8.50%
	销售收入	302.65	348.04	365.44	383.72

皮革产品	成本	306.13	295.84	310.63	326.16
	收入增长率	-38.92%	15.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-1.15%	15.00%	15.00%	15.00%
商品鸡	销售收入	115.36	121.12	127.18	133.54
	成本	120.60	0.00	0.00	0.00
	收入增长率	-30.79%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-4.55%	5.00%	10.00%	5.00%
其他业务	销售收入	7.78	20.00	12.00	11.00
	成本	5.87	16.00	9.60	8.80
	收入增长率	-17.85%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	24.55%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	销售收入	3,967.94	6,924.50	11,112.92	14,426.97
	成本	3,388.62	5,643.57	8,807.15	11,036.76
	收入增长率	33.02%	74.51%	60.49%	29.82%
	毛利率	14.60%	18.50%	20.75%	23.50%

公司公告，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	880.72	2769.80	4445.17	5770.79	营业收入	3967.94	6924.50	11112.92	14426.97
应收票据及账款	113.06	482.14	773.78	1004.53	营业成本	3388.62	5643.57	8807.15	11036.76
预付账款	74.20	164.02	263.22	341.72	税金及附加	10.28	26.63	42.73	55.48
其他应收款	23.44	58.57	93.99	122.02	销售费用	43.70	69.24	111.13	144.27
存货	1439.60	3390.26	5290.71	6630.11	管理费用	228.08	380.85	600.10	764.63
其他流动资产	1.67	6.20	9.96	12.92	研发费用	15.08	20.77	33.34	43.28
流动资产总计	2532.70	6870.99	10876.84	13882.10	财务费用	82.23	124.15	186.42	190.35
长期股权投资	0.00	0.03	0.06	0.09	资产减值损失	-0.83	0.00	0.00	0.00
固定资产	2696.82	2665.36	2643.67	2615.89	信用减值损失	-1.67	0.00	0.00	0.00
在建工程	1109.85	939.90	669.95	300.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	107.51	89.59	71.67	53.76	投资收益	-3.47	3.05	3.05	3.05
长期待摊费用	8.12	4.06	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	798.94	792.13	792.13	792.13	资产处置收益	-45.96	-30.68	-30.68	-30.68
非流动资产合计	4721.24	4491.08	4177.49	3761.87	其他收益	12.43	9.50	9.50	9.50
资产总计	7253.94	11362.07	15054.32	17643.97	营业利润	160.45	641.15	1313.92	2174.07
短期借款	512.80	3089.66	4304.37	4170.33	营业外收入	17.05	14.44	14.44	14.44
应付票据及账款	398.98	1281.66	2000.11	2506.46	营业外支出	23.30	79.13	79.13	79.13
其他流动负债	1286.77	1718.68	2685.32	3370.64	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2198.55	6090.01	8989.80	10047.43	利润总额	154.20	576.46	1249.23	2109.38
长期借款	1217.85	934.16	642.28	343.35	所得税	-7.17	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	127.21	127.21	127.21	127.21	净利润	161.38	576.46	1249.23	2109.38
非流动负债合计	1345.06	1061.36	769.49	470.55	少数股东损益	3.29	17.81	38.60	65.17
负债合计	3543.60	7151.37	9759.28	10517.98	归属母公司股东净 利润	158.09	558.65	1210.63	2044.20
股本	506.09	506.09	506.09	506.09	EBITDA	486.22	1223.99	2049.28	3015.37
资本公积	2210.41	2210.41	2210.41	2210.41	NOPLAT	299.64	801.76	1539.70	2403.96
留存收益	954.71	1437.27	2483.01	4248.78	EPS(元)	0.31	1.10	2.39	4.04
归属母公司权益	3671.22	4153.77	5199.51	6965.29	主要财务比率				
少数股东权益	39.12	56.93	95.53	160.70					
股东权益合计	3710.33	4210.70	5295.04	7125.99	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
负债和股东权益合 计	7253.94	11362.07	15054.32	17643.97	成长能力				
现金流量表					营收增长率	33.02%	74.51%	60.49%	29.82%
					营业利润增长率	-45.87%	299.61%	104.93%	65.46%
					EBIT 增长率	-27.32%	196.32%	104.92%	60.19%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					

税后经营利润	161.38	689.96	1394.03	2294.20	EBITDA 增长率	-9.28%	151.74%	67.43%	47.14%
折旧与摊销	249.78	523.38	613.63	715.64	归母净利润增长率	-38.96%	253.37%	116.71%	68.85%
财务费用	82.23	124.15	186.42	190.35	经营现金流增长率	246.92%	-64.95%	866.77%	77.91%
投资损失	3.47	-3.05	-3.05	-3.05	盈利能力				
营运资金变动	-100.73	-1134.62	-645.39	-487.97	毛利率	14.60%	18.50%	20.75%	23.50%
其他经营现金流	44.66	-45.34	-52.15	-52.15	净利率	4.07%	8.32%	11.24%	14.62%
经营性现金净流量	440.79	154.48	1493.49	2657.02	营业利润率	4.04%	9.26%	11.82%	15.07%
资本支出	1131.60	300.00	300.00	300.00	ROE	4.31%	13.45%	23.28%	29.35%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.18%	4.92%	8.04%	11.59%
其他投资现金流	-2123.16	-658.33	-689.64	-729.66	ROIC	6.17%	14.77%	18.73%	23.50%
投资性现金净流量	-991.56	-358.33	-389.64	-429.66	估值倍数				
短期借款	-201.26	2576.86	1214.71	-134.04	P/E	83.59	23.65	10.92	6.46
长期借款	390.32	-283.69	-291.88	-298.93	P/S	3.33	1.91	1.19	0.92
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.86	3.38	2.67	1.97
资本公积增加	0.02	0.00	0.00	0.00	股息率	0.20%	0.58%	1.25%	2.11%
其他筹资现金流	666.21	-200.24	-351.31	-468.77	EV/EBIT	59.63	24.67	12.71	7.77
筹资性现金净流量	855.29	2092.93	571.52	-901.74	EV/EBITDA	29.00	14.12	8.90	5.93
现金流量净额	304.99	1889.08	1675.37	1325.62	EV/NOPLAT	47.05	21.55	11.85	7.44

资料来源：iFind, 中航证券研究

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637