

生猪出栏量同比高增，养殖成绩持续优化

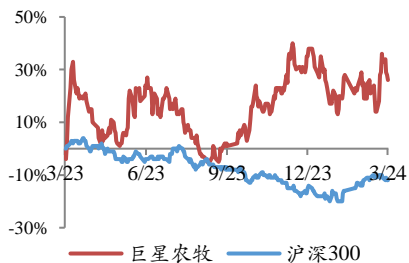
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2024-03-28

收盘价（元）	34.35
近12个月最高/最低（元）	37.98/25.75
总股本（百万股）	510
流通股本（百万股）	510
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	175
流通市值（亿元）	175

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

联系人：刘京松

执业证书号：S0010122090006

邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

1. 巨星农牧 (603477) 中报点评：出栏量同比高增，养殖成本稳步下降 2023-09-02

2. 巨星农牧 (603477)：西南地区生猪养殖龙头，成本优势与成长弹性兼顾 2023-06-28

● 2023 年公司实现营业收入 40.41 亿元，归母净利润-6.45 亿元

公司公布 2023 年年报：2023 年公司实现营业收入 40.41 亿元，同比增长 1.8%，归母净利润-6.45 亿元，业绩同比转亏，主要系 2023 年生猪价格持续低迷叠加公司出栏量显著增长所致。公司期末计提资产减值准备 1.11 亿元，主要包括存货跌价准备、商誉减值以及禽业务关停所带来的资产处置损失，其中消耗性生物资产减值准备 4521.97 万元。

● 生猪出栏量快速增长，养殖成绩持续优化

2023 年公司生猪业务实现收入 34.63 亿元，同比增长 15.8%，生猪出栏量 267.4 万头，同比增长 74.7%。受生猪价格持续低迷影响，公司生猪养殖业务陷入亏损，综合考虑资产减值计提，我们估算 2023 年公司生猪养殖板块亏损约 5 亿元。公司德昌巨星生猪繁育一体化项目有望于 2024 年上半年逐步投产，公司将根据育肥猪、仔猪价格变化合理调整产能节奏，稳步推进中长期出栏目标。

养殖成本方面，公司多方面着手提升生产管理水平和降低养殖成本，通过养殖成绩的改善推动完全成本持续降低，据我们估算，2023 年公司肥猪生产成本约 14.68 元/公斤，完全成本低于 16 元/公斤，成本优势持续显现。截止 2023 年年末，公司资产负债率 59.85%，杠杆水平环比上升但仍低于行业平均水平。

● 聚焦生猪养殖主业，皮革业务承压。

2023 年公司饲料业务实现收入 4.57 亿元，同比下降 17.1%，饲料产量 68.0 万吨，外销 9.68 万吨。皮革业务方面，受下游市场需求不振影响，公司皮革业务实现营收 0.86 亿元，同比下降 71.7%。2023 年公司禽业务实现收入 0.26 亿元，同比下降 77.4%，主要系公司聚焦生猪养殖主业，关停禽业务，商品鸡销量减少所致。

● 投资建议

巨星农牧是我国西南地区优质养殖企业，兼具出栏量成长弹性与养殖成本优势，综合考虑猪价变动情况以及公司出栏规划，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 64.8 亿元、122.13 亿元、141.96 亿元（2024-2025 预测前值为 89.96 亿元、119.68 亿元），同比增长 60.4%、88.5%、16.2%（2024-2025 预测前值为 76.0%、33.0%），对应归母净利润 5.11 亿元、22.02 亿元、13.91 亿元（2024-2025 预测前值为 9.69 亿元、13.56 亿元），对应 EPS 分别为 1.00 元、4.32 元、2.73 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

畜禽产品价格波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4041	6480	12213	14196
收入同比 (%)	1.8%	60.4%	88.5%	16.2%
归属母公司净利润	-645	511	2202	1391
净利润同比 (%)	-508.2%	179.1%	331.4%	-36.8%
毛利率 (%)	-0.4%	15.2%	25.2%	17.5%
ROE (%)	-21.0%	14.3%	38.1%	19.4%
每股收益 (元)	-1.28	1.00	4.32	2.73
P/E	—	34.30	7.95	12.59
P/B	6.22	4.89	3.03	2.44
EV/EBITDA	-1132.15	21.25	6.96	9.50

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		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
流动资产	2111	2818	5844	8104	
现金	446	413	2215	3503	
应收账款	43	180	305	355	
其他应收款	11	36	69	79	
预付账款	65	110	188	237	
存货	1532	2061	3043	3905	
其他流动资产	15	18	23	25	
非流动资产	5610	6076	6265	6448	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	3753	3733	3424	3114	
无形资产	99	93	86	80	
其他非流动资产	1757	2250	2755	3253	
资产总计	7721	8894	12109	14552	
流动负债	2775	2977	3646	4366	
短期借款	1153	1253	1053	1170	
应付账款	272	458	761	976	
其他流动负债	1351	1266	1832	2220	
非流动负债	1846	2296	2596	2896	
长期借款	615	1065	1365	1665	
其他非流动负债	1230	1230	1230	1230	
负债合计	4621	5273	6242	7262	
少数股东权益	32	43	88	119	
股本	509	510	510	510	
资本公积	2285	2285	2285	2285	
留存收益	273	783	2985	4377	
归属母公司股东权益	3068	3578	5780	7171	
负债和股东权益	7721	8894	12109	14552	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	-105	331	2341	1521	
净利润	-646	521	2247	1422	
折旧摊销	367	369	355	357	
财务费用	112	78	95	109	
投资损失	3	0	0	0	
营运资金变动	-191	-637	-356	-368	
其他经营现金流	-205	1158	2603	1790	
投资活动现金流	-895	-835	-544	-540	
资本支出	-897	-835	-544	-540	
长期投资	-6	0	0	0	
其他投资现金流	7	0	0	0	
筹资活动现金流	547	472	5	308	
短期借款	640	100	-200	117	
长期借款	391	450	300	300	
普通股增加	3	0	0	0	
资本公积增加	75	0	0	0	
其他筹资现金流	-562	-78	-95	-109	
现金净增加额	-454	-33	1802	1289	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
营业收入	4041	6480	12213	14196	
营业成本	4056	5496	9130	11714	
营业税金及附加	10	16	31	35	
销售费用	39	62	122	142	
管理费用	217	282	507	659	
财务费用	107	78	95	109	
资产减值损失	-111	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-3	0	0	0	
营业利润	-630	532	2293	1451	
营业外收入	45	0	0	0	
营业外支出	54	0	0	0	
利润总额	-639	532	2293	1451	
所得税	7	11	46	29	
净利润	-646	521	2247	1422	
少数股东损益	-1	10	45	31	
归属母公司净利润	-645	511	2202	1391	
EBITDA	-19	978	2743	1918	
EPS (元)	-1.28	1.00	4.32	2.73	

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	1.8%	60.4%	88.5%	16.2%
营业利润	-492.7%	184.4%	331.4%	-36.7%
归属于母公司净利	-508.2%	179.1%	331.4%	-36.8%
获利能力				
毛利率 (%)	-0.4%	15.2%	25.2%	17.5%
净利率 (%)	-16.0%	7.9%	18.0%	9.8%
ROE (%)	-21.0%	14.3%	38.1%	19.4%
ROIC (%)	-6.2%	8.2%	24.2%	13.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.9%	59.3%	51.5%	49.9%
净负债比率 (%)	149.1%	145.7%	106.4%	99.6%
流动比率	0.76	0.95	1.60	1.86
速动比率	0.18	0.21	0.71	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.78	1.16	1.06
应收账款周转率	51.81	58.08	50.33	43.00
应付账款周转率	13.85	15.07	14.98	13.49
每股指标 (元)				
每股收益	-1.28	1.00	4.32	2.73
每股经营现金流	-0.21	0.65	4.59	2.98
每股净资产	6.02	7.02	11.34	14.07
估值比率				
P/E	—	34.30	7.95	12.59
P/B	6.22	4.89	3.03	2.44
EV/EBITDA	-1132.15	21.25	6.96	9.50

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。

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述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。