

## 巨星农牧 (603477.SH)

## 成本优势明显，出栏稳步兑现

公司成本优势明显、且仍有下行空间；产能快速扩张，或支撑公司出栏维持高速增长。维持“强烈推荐”投资评级。

- **成本优势明显，出栏稳步兑现。**公司披露 2022 年度报告。报告期内，公司实现营业收入 39.7 亿元（同比+33%）；实现归母净利润 1.6 亿元（同比-39%）；单四季度来看，公司实现营业收入 14.5 亿元（同比+62%、环比+47%）；实现归母净利润 2.6 亿元（同比+352%、环比+52%）。加回一次性超额奖金计提 8400 万后，公司业绩表现亮眼，具体来看：1) 2022 年，公司出栏生猪 153 万头（同比+76%）超额完成全年目标，估算肥猪出栏 118 万头，完全成本 16.5-17.0 元/公斤，头均盈利 150~200 元，处于行业领先水平；2) 22Q4，估算公司出栏生猪 48 万头、肥猪 36 万头，完全成本 16.0-16.5 元/公斤，头均盈利 600-700 元，继续保持行业领先水平。
- **成本仍有下行空间，产能继续高增。**成本方面，我们估算 22Q4 公司完全成本已降至 16.0~16.5 元/公斤，处于行业领先水平。在产能利用率提高、存活率提升以及料肉比改善等因素驱动下，23 年完全成本有望进一步降至 16 元/公斤以内。产能方面，22Q4 末，公司生产性生物资产 4.39 亿元（同比+90%、环比+12%）、在建工程 11.1 亿元（同比+31%、环比+2.9%），继续保持高速扩张节奏。截至目前，公司能繁母猪存栏或已超 11 万头，有望支撑公司 23 年出栏量维持高增。
- **猪价短期或承压，中期有望企稳回升。**短期来看，22 年 5-12 月，能繁母猪产能整体维持恢复趋势，按照能繁母猪产能传导周期推算，23 年 3 月后生猪供给或逐步增加。而猪肉消费尚处于年内季节性低点。预计猪价短期或仍呈现底部震荡趋势。中期来看，22 年 5 月之后，能繁母猪产能虽然整体维持恢复趋势，但幅度仍较为缓慢，累计增幅仅 5.1%，对应 23 年生猪供给或仍较为平稳。而疫情管控放松或刺激猪肉消费需求，叠加下半年需求季节性好转，猪价有望企稳回升。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司完全成本处于行业领先水平、且仍有下行空间；产能快速扩张，23 年出栏量或维持高速增长。考虑到当前猪价持续低位以及未来行业产能去化情况，调整 2023-24 年盈利预测分别为 7.4 亿元、25 亿元，并新增 2025 年盈利预测为 18 亿元。维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：猪价表现/公司规模扩张低于预期，突发大规模不可控疫情。**

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2983	3968	6015	10991	13758
同比增长	107%	33%	52%	83%	25%
营业利润(百万元)	296	160	736	2424	1772
同比增长	7%	-46%	359%	229%	-27%
归母净利润(百万元)	259	158	744	2472	1805
同比增长	103%	-39%	371%	232%	-27%
每股收益(元)	0.51	0.31	1.47	4.89	3.57
PE	54.4	89.2	18.9	5.7	7.8
PB	4.3	3.8	3.2	2.1	1.8

资料来源：公司数据，招商证券。注：股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价

## 强烈推荐 (维持)

消费品/农林牧渔

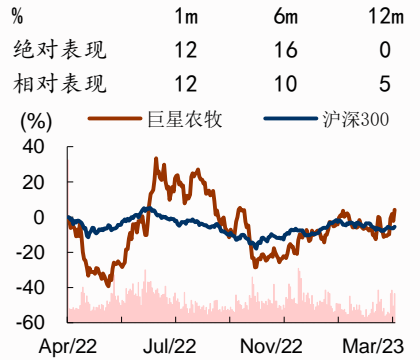
目标估值：

当前股价：27.85 元

## 基础数据

总股本(万股)	50610
已上市流通股(万股)	48173
总市值(亿元)	141
流通市值(亿元)	134
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	4.3
资产负债率	48.9%
主要股东	四川和邦投资集团有限公司
主要股东持股比例	25.62%

## 股价表现



## 相关报告

- 《巨星农牧 (603477) —22Q3 盈利扭亏，规模稳步扩张》2022-10-30
- 《巨星农牧 (603477) —22Q2 盈利转正，成本优势保持》2022-08-20
- 《巨星农牧 (603477) —平稳过冬，蓄势迎接猪价反转》2022-07-14

朱卫华 S1090511030001

zhuweihua@cmschina.com.cn

施腾 S1090522080002

shiteng@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2117	2533	2828	5743	7413
现金	544	881	529	1990	2152
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	106	113	145	266	333
其它应收款	22	23	36	65	81
存货	1326	1440	2011	3249	4602
其他	119	76	107	174	245
<b>非流动资产</b>	3899	4721	4764	4797	4824
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1754	1926	2086	2225	2347
无形资产商誉	955	1157	1041	937	843
其他	1190	1638	1637	1635	1634
<b>资产总计</b>	<b>6016</b>	<b>7254</b>	<b>7592</b>	<b>10541</b>	<b>12237</b>
<b>流动负债</b>	1718	2199	1793	2441	3037
短期借款	714	513	714	1000	1200
应付账款	453	399	561	905	1283
预收账款	23	19	27	44	63
其他	528	1267	492	492	492
<b>长期负债</b>	970	1345	1345	1345	1345
长期借款	689	225	225	225	225
其他	280	1120	1120	1120	1120
<b>负债合计</b>	<b>2688</b>	<b>3544</b>	<b>3138</b>	<b>3786</b>	<b>4382</b>
股本	506	506	506	506	506
资本公积金	2210	2460	2460	2460	2460
留存收益	572	705	1433	3682	4746
少数股东权益	39	39	55	106	144
归属于母公司所有者权益	3289	3671	4399	6648	7712
<b>负债及权益合计</b>	<b>6016</b>	<b>7254</b>	<b>7592</b>	<b>10541</b>	<b>12237</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	155	482	717	1862	1176
净利润	267	161	760	2524	1843
折旧摊销	211	250	367	376	383
财务费用	51	86	76	63	71
投资收益	(12)	3	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(364)	(6)	(487)	(1120)	(1132)
其它	3	(11)	10	29	20
<b>投资活动现金流</b>	(1035)	(992)	(402)	(402)	(402)
资本支出	(1174)	(1117)	(411)	(411)	(411)
其他投资	139	125	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	1010	855	(667)	1	(612)
借款变动	442	(127)	(575)	286	200
普通股增加	38	0	0	0	0
资本公积增加	374	250	0	0	0
股利分配	(38)	(26)	(16)	(223)	(742)
其他	194	759	(76)	(63)	(71)
<b>现金净增加额</b>	130	346	(352)	1461	162

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2983	3968	6015	10991	13758
营业成本	2416	3389	4761	7690	10894
营业税金及附加	10	10	16	28	36
营业费用	38	44	66	121	152
管理费用	124	228	346	632	791
研发费用	15	15	23	42	52
财务费用	48	82	76	63	71
资产减值损失	(57)	(48)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	9	12	12	12	12
投资收益	12	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>营业利润</b>	296	160	736	2424	1772
营业外收入	19	17	10	10	10
营业外支出	37	23	20	20	20
<b>利润总额</b>	278	154	726	2414	1762
所得税	11	(7)	(33)	(110)	(80)
少数股东损益	8	3	15	51	38
<b>归属于母公司净利润</b>	259	158	744	2472	1805

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	107%	33%	52%	83%	25%
营业利润	7%	-46%	359%	229%	-27%
归母净利润	103%	-39%	371%	232%	-27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.0%	14.6%	20.8%	30.0%	20.8%
净利率	8.7%	4.0%	12.4%	22.5%	13.1%
ROE	8.7%	4.5%	18.4%	44.8%	25.1%
ROIC	7.8%	5.0%	16.0%	38.9%	22.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.7%	48.9%	41.3%	35.9%	35.8%
净负债比率	25.1%	20.9%	12.4%	11.6%	11.6%
流动比率	1.2	1.2	1.6	2.4	2.4
速动比率	0.5	0.5	0.5	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	1.2	1.2
存货周转率	2.2	2.5	2.8	2.9	2.8
应收账款周转率	19.8	36.2	46.6	53.5	46.0
应付账款周转率	5.8	8.0	9.9	10.5	10.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.51	0.31	1.47	4.89	3.57
每股经营净现金	0.31	0.95	1.42	3.68	2.32
每股净资产	6.50	7.25	8.69	13.14	15.24
每股股利	0.05	0.03	0.44	1.47	1.07
<b>估值比率</b>					
PE	54.4	89.2	18.9	5.7	7.8
PB	4.3	3.8	3.2	2.1	1.8
EV/EBITDA	30.8	34.8	14.2	5.9	7.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

**朱卫华：**招商证券研发中心董事总经理，大消费组组长，农业首席。清华大学学士，中国科学技术大学硕士。连续多年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师，获《新财富》农林牧渔行业 2005 年第 3 名、2006 年第 5 名。

**李秋燕：**广西大学硕士。6 年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021 年 6 月加入招商证券。

**施腾：**华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022 年 2 月加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。