

## 巨星农牧 (603477.SH)

优于大市

## 2024 半年报点评：2024Q2 成本稳步下降，头均收益领先行业

## 核心观点

生猪出栏稳步兑现，24H1 养殖盈利同比扭亏。公司 2024H1 营收同比+13.13% 至 22.33 亿元，归母净利润同比减亏 87.13% 至 -0.45 亿元。2024H1 公司净利润亏损主要来自皮革业务，其中，生猪养殖持续降本增效，同时受益猪价景气回升，因此生猪业务 2024H1 实现扭亏为盈；但皮革业务受到下游市场需求不振的影响，销量与收入同比下降，出现亏损。从出栏来看，公司 2024H1 生猪出栏 109 万头，其中大猪出栏 106 万头，同比增加 25%。公司养殖出栏预计有望稳步扩张，据 2024 年 5 月公告披露，现有种猪场产能 15 万头以上，2024 年下半年计划种猪场产能可达 20 万头以上。此外，2024 年 8 月 12 日，控股股东巨星集团发布拟增持公司股份计划告知函，拟自公告之日起 12 个月内增持公司无限售流通 A 股，增持金额为人民币 5,000 万元，彰显公司控股股东对公司的未来发展信心。

聚焦生猪养殖，多重优势助力业绩持续释放。公司成本控制能力处于行业领先水平，其核心优势在生猪育种和养殖管理两方面。育种方面，2017 年公司与种猪改良公司 PIC 战略合作，繁育出的种猪具有产仔率高、存活率高、料肉比低的特点。据公司披露，2024 年公司生猪养殖生产指标持续改进提升，其中四川地区优秀生猪养殖场 PSY 目前已突破 30，标杆养殖场达到 PSY32 的国际标杆水平。管理方面，公司与知名养猪服务技术公司 Pipestone 达成合作，由其向公司提供生猪养殖咨询服务，包括场所设计、基因审查、养殖人员技术支持及培训、兽医技术咨询等。综合两方面优势，公司成本领先地位稳固，未来随 PSY 及料肉比改善，仍有进一步下降空间。

德昌项目建设稳步推进，公司养殖业务规模有望再上新台阶。“德昌巨星生猪繁育一体化项目”正在有序投产阶段，公司养殖板块或迎进一步高质量扩张。德昌项目预计总投资 19.21 亿元，将采用全程自养模式，场内种猪均采用 PIC 优质种猪，平均 PSY 预计可达 29，预计未来满产后母猪存栏规模可达 3.6 万头，可支撑生猪年出栏规模 97.20 万头，据 2024 年 7 月公告披露，德昌巨星生猪繁育一体化项目引种工作完成后，按计划于 2024 年 6 月完成第一批后备母猪配种工作，预计于 2024Q4 完成全部计划后备母猪的配种工作并达到满产状态，公司有望受益于猪价景气回升带来的量价齐升红利。

**风险提示：**养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

**投资建议：**维持“优于大市”评级，公司生猪养殖规模稳步扩张，同时成本改善效果稳步兑现，头均盈利能力领先行业，继续重点推荐。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 7.39/17.08/16.43 亿元，EPS 分别为 1.45/3.35/3.23 元，对应当前股价 PE 为 18.5/8.0/8.3 X。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,968	4,041	6,266	8,237	9,226
(+/-%)	33.0%	1.8%	55.1%	31.4%	12.0%
归母净利润(百万元)	158	-645	739	1708	1643
(+/-%)	-39.0%	-508.2%	-	130.9%	-3.8%
每股收益(元)	0.31	-1.27	1.45	3.35	3.23
EBIT Margin	7.1%	-7.5%	11.7%	21.5%	18.9%
净资产收益率 (ROE)	4.3%	-21.0%	20.6%	35.7%	27.7%
市盈率 (PE)	57.2	-14.1	18.5	8.0	8.3
EV/EBITDA	23.8	-1588.9	16.5	8.5	8.3
市净率 (PB)	2.46	2.97	3.82	2.86	2.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

## 农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
lirui@guosen.com.cn S0980523030001

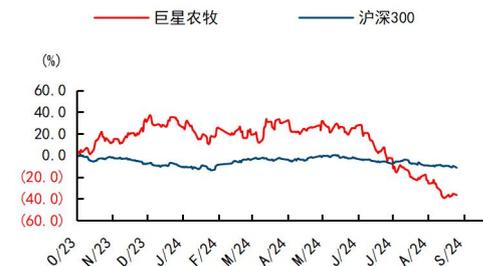
证券分析师：江海航

010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn  
S0980524070003

## 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.58 元
总市值/流通市值	8967/8967 百万元
52 周最高价/最低价	39.39/16.51 元
近 3 个月日均成交额	201.88 百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《巨星农牧(603477.SH)-2024 半年报业绩预告点评：生猪 2024H1 盈利反转，受益猪价景气回升》——2024-07-11

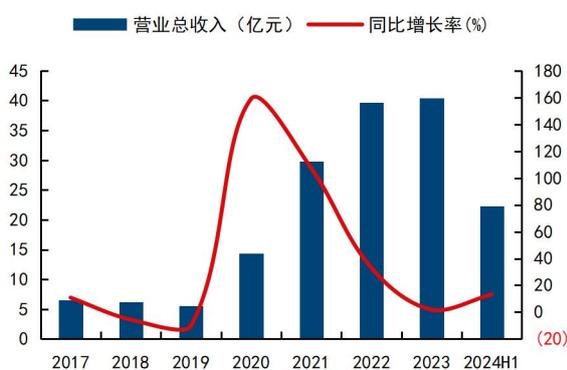
《巨星农牧(603477.SH)-2023 半年报点评：2023Q2 成本稳步下降，头均收益领先行业》——2023-09-01

《巨星农牧(603477.SH)-2023 半年报业绩预告点评：成本稳步下降，业绩逐季兑现》——2023-07-18

《巨星农牧(603477.SH)-2022 年报点评：2022Q4 盈利表现优秀，生猪成本行业领先》——2023-03-30

公司生猪出栏稳步兑现，23Q2 养殖成本同比下降。公司 2024H1 营收同比+13.13% 至 22.33 亿元，归母净利同比减亏 87.13% 至 -0.45 亿元。2024H1 公司净利润亏损主要来自皮革业务，其中，公司生猪养殖业务持续降本增效，同时受益猪价景气回升，生猪业务 2024H1 实现扭亏为盈；但皮革业务受到下游市场需求不振的影响，销量与收入同比下降，出现亏损。从出栏来看，公司 2024H1 生猪出栏 109 万头，其中大猪出栏 106 万头，同比增加 25%。公司养殖出栏预计有望稳步扩张，据公司 2024 年 5 月公告披露，现有种猪场产能 15 万头以上，2024 年下半年计划的种猪场产能可达 20 万头以上。此外，据公司 2024 年 7 月公告披露，德昌巨星生猪繁育一体化项目引种工作完成后，按计划于 2024 年 6 月完成第一批后备母猪的配种工作，预计将于 2024 年四季度完成全部计划后备母猪的配种工作并达到满产状态。我们预计公司未来生猪出栏有望保持稳步扩张，或将受益于猪周期景气回升带来的量价齐升红利。

图1: 巨星农牧营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



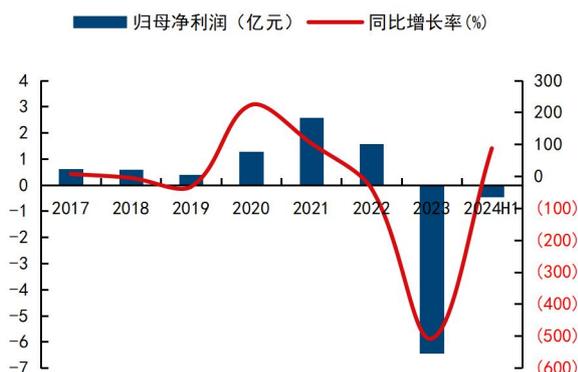
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 巨星农牧单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



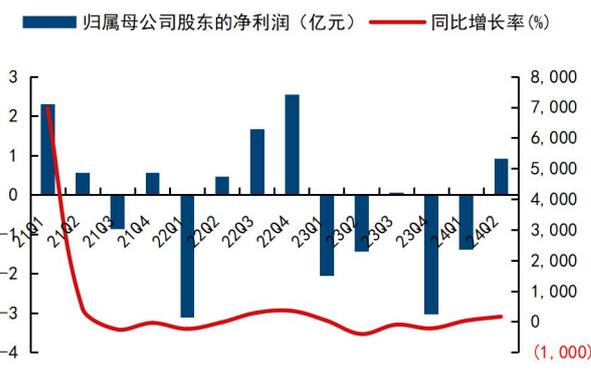
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 巨星农牧归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

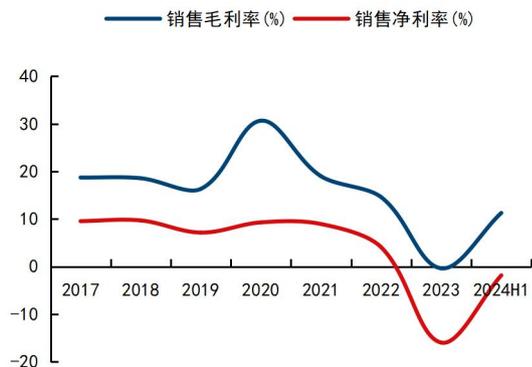
图4: 巨星农牧单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率随生猪价格周期波动，费用率控制效果显现。2024H1 公司毛利率同比增加 12.73pct 至 11.27%，净利率同比增加 15.84pct 至 -1.85%。2024H1 销售费用率同比-0.15pct 至 0.79%，管理叠加研发费用率合计同比+2.11pct 至 7.11%，主要系 2024H1 折旧与摊销、职工薪酬支出较上年同期增加，财务费用率同比+1.99pct 至 4.4%，主要系 2024H1 银行借款利息支出同比增加较多。

图5: 巨星农牧毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

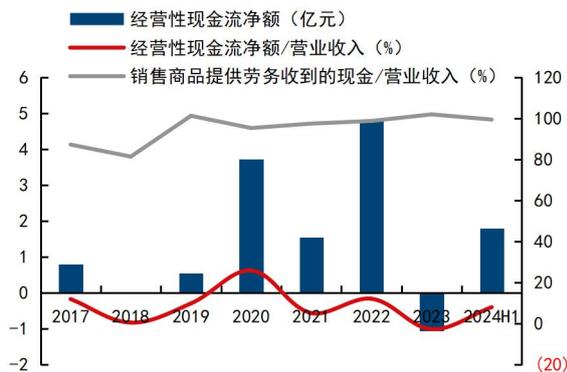
图6: 巨星农牧费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

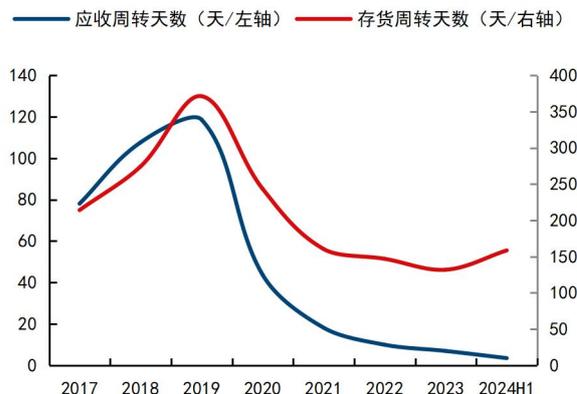
**经营性现金流受益猪价景气恢复, 应收周转率明显改善。**2024H1 经营性现金流净额同比由负转正至 1.8 亿元, 占营业收入比例达 8.08%, 现金流状况受猪价回暖影响恢复。在主要流动资产周转方面, 2024H1 应收周转天数同比-62.8%至 3.49 天, 存货周转天数同比+23.8%至 158.49 天, 应收周转效率有所提升。

图7: 巨星农牧经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 巨星农牧主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持“优于大市”评级, 公司生猪养殖规模稳步扩张, 成长性充足, 同时成本改善效果稳步兑现, 头均盈利能力领先行业, 继续重点推荐。我们维持盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 7.39/17.08/16.43 亿元, EPS 分别为 1.45/3.35/3.23 元, 对应当前股价 PE 为 18.5/8.0/8.3 X。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	881	446	550	726	874	营业收入	3968	4041	6266	8237	9226
应收款项	136	54	89	147	190	营业成本	3389	4056	5098	5940	6913
存货净额	1440	1532	1867	2174	2548	营业税金及附加	10	10	16	22	16
其他流动资产	76	80	312	534	552	销售费用	44	39	58	75	86
<b>流动资产合计</b>	<b>2533</b>	<b>2111</b>	<b>2818</b>	<b>3582</b>	<b>4165</b>	管理费用	228	217	321	383	419
固定资产	3036	4106	4867	5534	5909	研发费用	15	25	37	45	50
无形资产及其他	108	99	96	93	90	财务费用	82	107	130	139	119
投资性房地产	1578	1404	1404	1404	1404	投资收益	(3)	(3)	12	9	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	(111)	125	68	24
<b>资产总计</b>	<b>7254</b>	<b>7721</b>	<b>9186</b>	<b>10613</b>	<b>11568</b>	其他收入	(50)	(129)	(37)	(45)	(50)
短期借款及交易性金融负债	1289	1558	2222	2063	1417	营业利润	160	(630)	743	1711	1652
应付款项	399	405	502	619	694	营业外净收支	(6)	(9)	(5)	(10)	(11)
其他流动负债	511	813	906	1045	1275	<b>利润总额</b>	<b>154</b>	<b>(639)</b>	<b>738</b>	<b>1701</b>	<b>1641</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2199</b>	<b>2775</b>	<b>3630</b>	<b>3726</b>	<b>3387</b>	所得税费用	(7)	7	(2)	(9)	(3)
长期借款及应付债券	995	1363	1313	1383	1413	少数股东损益	3	(1)	1	2	1
其他长期负债	350	482	624	689	802	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>158</b>	<b>(645)</b>	<b>739</b>	<b>1708</b>	<b>1643</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1345</b>	<b>1846</b>	<b>1938</b>	<b>2073</b>	<b>2215</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3544</b>	<b>4621</b>	<b>5568</b>	<b>5799</b>	<b>5602</b>	净利润	158	(645)	739	1708	1643
少数股东权益	39	32	33	34	35	资产减值准备	(3)	127	32	18	14
股东权益	3671	3068	3585	4780	5931	折旧摊销	247	296	434	509	574
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7254</b>	<b>7721</b>	<b>9186</b>	<b>10613</b>	<b>11568</b>	公允价值变动损失	1	111	(125)	(68)	(24)
						财务费用	82	107	130	139	119
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(390)	726	(238)	(249)	(2)
每股收益	0.31	(1.27)	1.45	3.35	3.23	其它	4	(128)	(31)	(17)	(13)
每股红利	0.26	0.25	0.44	1.01	0.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>16</b>	<b>488</b>	<b>811</b>	<b>1902</b>	<b>2193</b>
每股净资产	7.25	6.02	7.04	9.38	11.64	资本开支	(669)	(1373)	(1099)	(1124)	(936)
ROIC	4.03%	-6.78%	9%	21%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	4.31%	-21.04%	21%	36%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(669)</b>	<b>(1373)</b>	<b>(1099)</b>	<b>(1124)</b>	<b>(936)</b>
毛利率	15%	-0.37%	19%	28%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	-8%	12%	22%	19%	负债净变化	(465)	391	(30)	40	10
EBITDA Margin	13%	-0.21%	19%	28%	25%	支付股利、利息	(132)	(126)	(222)	(512)	(493)
收入增长	33%	2%	55%	31%	12%	其它融资现金流	2183	(79)	664	(160)	(645)
净利润增长率	-39%	-508%	-215%	131%	-4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>990</b>	<b>450</b>	<b>392</b>	<b>(602)</b>	<b>(1108)</b>
资产负债率	49%	60%	61%	55%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>337</b>	<b>(435)</b>	<b>104</b>	<b>176</b>	<b>148</b>
股息率	1.5%	1.4%	1.6%	3.7%	3.6%	货币资金的期初余额	544	881	446	550	726
P/E	57.2	(14.1)	18.5	8.0	8.3	货币资金的期末余额	881	446	550	726	874
P/B	2.5	3.0	3.8	2.9	2.3	企业自由现金流	(517)	(659)	(165)	918	1382
EV/EBITDA	23.8	(1588.9)	16.5	8.5	8.3	权益自由现金流	1201	(347)	339	659	628

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032