

巨星农牧 (603477.SH)

优于大市

2024 年报及 2025 年一季报点评：养殖成本领先行业，生猪出栏有序扩张

核心观点

公司生猪出栏稳步扩张，养殖成本同比下降。公司 2024 年营收同比+50.43%至 60.78 亿元，归母净利润同比扭亏至 5.19 亿元；2025Q1 营收同比+73.45%至 16.45 亿元，归母净利润同比扭亏至 1.3 亿元。2024 年公司净利润扭亏主要来自生猪业务盈利随猪价景气修复。从出栏来看，公司 2024 年生猪出栏达 275.52 万头，其中商品猪出栏 268.38 万头，较上年增加 50.76%，未来养殖出栏预计有望稳步扩张，据公司 2025 年 3 月公告披露，2025 年公司规划的商品猪出栏目标为 400 万头以上，商品猪完全成本目标为 13 元/公斤以内。公司现有 18 万头以上种猪场产能和 27 万头以上存栏种猪，能够有效保障公司生猪养殖产能规模的稳健、持续增长。

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，2024 年生猪养殖业务的全年平均 PSY 超过 28.5 头、全年平均料肉比 2.57，表现领先行业。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，场内种猪均将采用 PIC 优质种猪，平均 PSY 预计可达 29，预计满产后母猪存栏规模可达 3.6 万头，可支撑生猪年出栏 97.20 万头，据 2025 年 2 月公告披露，德昌巨星生猪繁育一体化项目在 2024Q4 已完成计划母猪的配种工作并达到满产状态，预计 2025 年上半年出栏提供商品猪产品，有望进一步夯实公司养殖实力。

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，考虑到当前行业生猪产能处于恢复阶段，出于保守谨慎原则，我们预估 25-27 年行业生猪销价将保持下行趋势，因此下调公司 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 4.89/2.76/1.83 亿元，EPS 分别为 0.96/0.54/0.36 元，对应当前股价 PE 为 22.1/39.2/59.2 X。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,041	6,078	6,703	7,575	8,054
(+/-%)	1.8%	50.4%	10.3%	13.0%	6.3%
归母净利润(百万元)	-645	519	489	276	183
(+/-%)	-	-	-5.7%	-43.7%	-33.7%
每股收益(元)	-1.27	1.02	0.96	0.54	0.36
EBIT Margin	-7.5%	12.9%	10.4%	6.6%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	-21.0%	15.7%	13.4%	7.2%	4.6%
市盈率 (PE)	-16.7	20.8	22.1	39.2	59.2
EV/EBITDA	-1784.1	13.7	15.1	18.0	19.8
市净率 (PB)	3.52	3.27	2.97	2.82	2.73

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

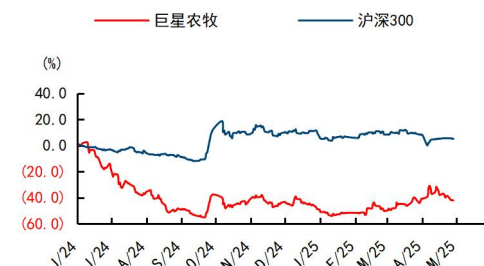
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.04 元
总市值/流通市值	10222/10222 百万元
52 周最高价/最低价	37.14/15.48 元
近 3 个月日均成交额	495.65 百万元

市场走势



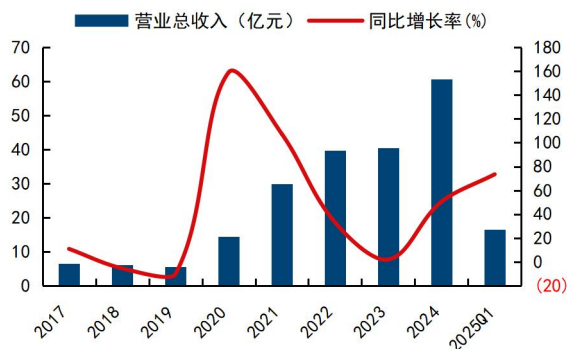
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《巨星农牧 (603477.SH) -2024 半年报点评：2024Q2 成本稳步下降，头均收益领先行业》——2024-09-03
《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：成本稳步下探，业绩逐季兑现》——2023-07-18

公司生猪出栏稳步扩张，养殖成本同比下降。公司 2024 年营收同比+50.43%至 60.78 亿元，归母净利同比扭亏至 5.19 亿元；2025Q1 营收同比+73.45%至 16.45 亿元，归母净利同比扭亏至 1.3 亿元。2024 年公司净利润扭亏主要来自生猪业务盈利随猪价景气修复。从出栏来看，公司 2024 年生猪出栏达 275.52 万头，其中商品猪出栏 268.38 万头，较上年增加 50.76%，未来养殖出栏预计有望稳步扩张，据公司 2025 年 3 月公告披露，2025 年公司规划的商品猪出栏目标为 400 万头以上，商品猪完全成本目标为 13 元/公斤以内。公司现有 18 万头以上种猪场产能和 27 万头以上存栏种猪，能够有效保障公司生猪养殖产能规模的稳健、持续增长。

图1：巨星农牧营业收入及增速（单位：亿元、%）



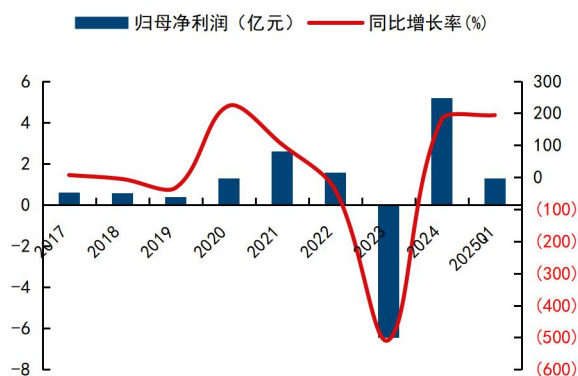
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：巨星农牧单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



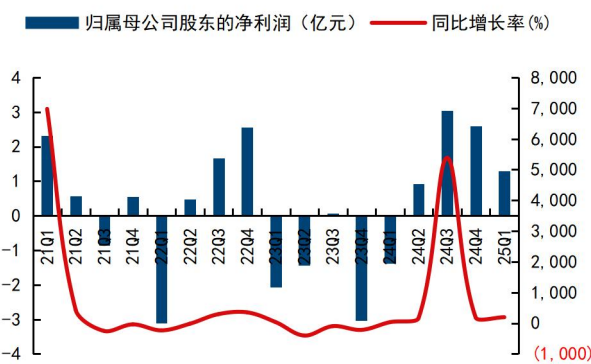
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

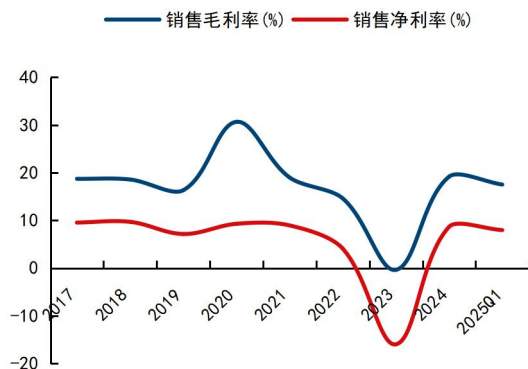
图4：巨星农牧单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

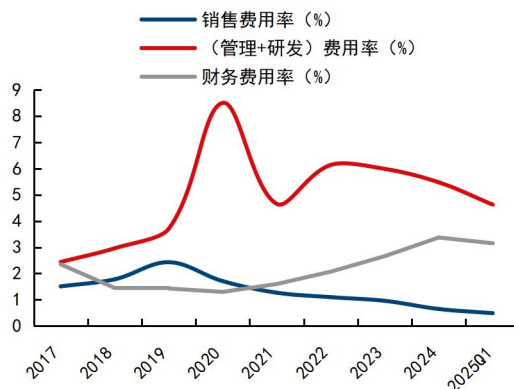
毛利率随生猪价格周期波动，费用率控制效果显现。2024 年毛利率同比+19.53pct 至 19.16%，净利率同比+24.62pct 至 8.64%。2024 年销售费用率同比-0.31pct 至 0.65%，管理+研发费用率同比-0.51pct 至 5.47%；财务费用率同比+0.71pct 至 3.37%，主要系银行借款利息支出同比增加较多。

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

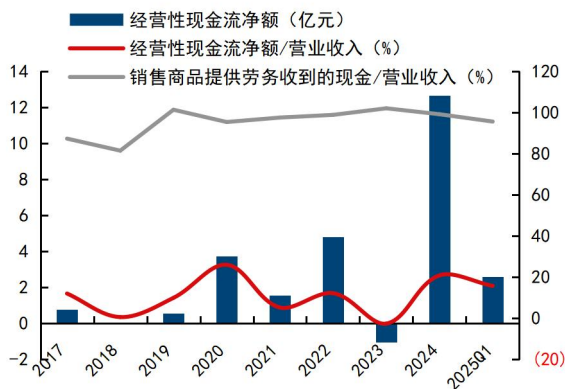
图6: 巨星农牧费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

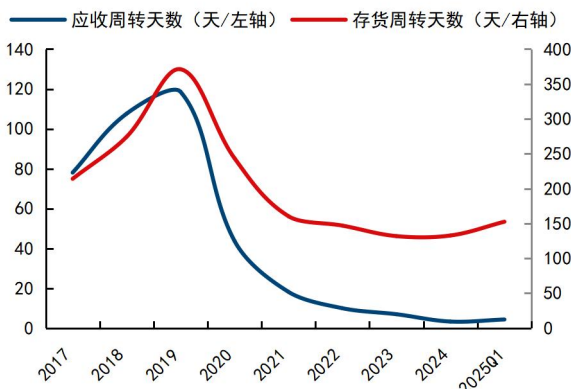
经营性现金流受益猪价景气恢复，应收周转率明显改善。2024 年经营性现金流净额同比转正至 12.65 亿元，占营收比例达 20.81%。主要流动资产周转方面，2024 年应收周转天数同比-24.1%至 3.28 天，存货周转天数同比-12.9%至 132.77 天。

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

考虑到当前行业总体产能恢复，生猪价格进入下行阶段，因此出于谨慎原则，我们下调此前对于公司 2025-2026 年的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利分别为 4.89/2.76/1.83 亿元（此前预计 25-26 年归母净利分别为 17.08/16.43 亿元）。公司的盈利预测调整主要来源于对 2025-2026 年行业生猪均价预期、公司养殖成本预期有所调整，具体来看基于以下假设条件：

养殖业务：销量方面，随德康项目投产，公司生猪出栏预计保持稳步扩张，综合考虑项目建设及母猪存栏情况，我们调整公司 2025-2027 年的生猪出栏量为 400、450、500 万头。成本方面，考虑到饲料原材料成本下降，且公司精细化管理工作在持续推进，预计公司成本有望进一步下降，分别给予 2025-2027 年公司每公斤商品猪养殖成本的预期 13.0、12.6、12.3 元/公斤（原预计 2025-2026 年分别为 14.7、14.3 元/公斤）。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2025-2027 年公司每公斤商品猪销售价格的预期 14.5、13.5、13.0 元/公斤（原预计 2025-2026 年分别为 17.8、16.9 元/公斤）。最终我们预计公司生猪养殖业务 2025-2027 年

营收同比增速为 11%、14%、7%；2025-2027 年毛利率为 17.66%、13.33%、11.30%。

饲料业务：公司饲料业务预计保持稳步增速，我们预计 2025-2027 年饲料收入增速分别为 11%、5%、2%。毛利率预计随饲料原材料价格下降，及下游养殖存栏恢复有所增长，预计 2025-2027 年毛利率分别为 6.80%、7.00%、7.10%。

表1：巨星农牧业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
养殖业						
收入	29.90	34.63	55.73	61.60	70.14	74.88
同比	66.85%	15.81%	60.93%	10.54%	13.87%	6.75%
毛利	5.41	-0.37	11.79	10.88	9.35	8.46
毛利率(%)	18.08%	-1.07%	21.16%	17.66%	13.33%	11.30%
饲料业						
收入	5.52	4.57	3.67	4.06	4.27	4.35
同比	6.36%	-17.21%	-19.78%	10.88%	4.94%	1.97%
毛利	0.44	0.36	0.23	0.28	0.30	0.31
毛利率(%)	7.90%	7.88%	6.33%	6.80%	7.00%	7.10%
其他业务						
收入	4.26	1.21	1.30	1.27	1.25	1.22
同比	-36.61%	-71.53%	6.94%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
毛利	-0.05	-0.14	-0.37	-0.06	-0.06	-0.06
毛利率(%)	-1.22%	-11.59%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
合计						
收入	39.68	40.41	60.78	67.03	75.74	80.53
同比	33.02%	1.84%	50.41%	10.28%	13.01%	6.32%
毛利	5.79	-0.15	11.65	11.09	9.58	8.70
毛利率(%)	14.59%	-0.37%	19.16%	16.54%	12.65%	10.81%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 67.0、75.7、80.5 亿元，同比+10.28%、13.01%、6.32%，毛利率 16.5%、12.7%、10.8%，毛利 11.1、9.6、8.7 亿元。

表2：巨星农牧未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6078	6703	7575	8054
营业成本	4913	5594	6617	7183
销售费用	39	42	46	47
管理费用	290	312	350	370
财务费用	205	132	152	170
营业利润	482	503	288	196
利润总额	528	498	278	185
归属于母公司净利润	519	489	276	183
EPS	1.02	0.96	0.54	0.36
ROE	15.7%	13.4%	7.2%	4.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025-2027 年收入分别为 67.0、75.7、80.5 亿元，归母净利润 4.89/2.76/1.83 亿元，每股收益分别为 0.96/0.54/0.36 元。

投资建议：维持“优于大市”评级，考虑到当前行业生猪产能处于恢复阶段，出于保守谨慎原则，我们预估 25-27 年行业生猪销价将保持下行趋势，因此下调公司 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利为 4.89/2.76/1.83 亿元，EPS 分别为 0.96/0.54/0.36 元，对应当前股价 PE 为 22.1/39.2/59.2 X。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	446	577	520	614	870	营业收入	4041	6078	6703	7575	8054
应收款项	54	85	95	84	150	营业成本	4056	4913	5594	6617	7183
存货净额	1532	2093	2362	2795	3041	营业税金及附加	10	11	14	15	17
其他流动资产	80	108	321	476	466	销售费用	39	39	42	46	47
流动资产合计	2111	2864	3299	3970	4528	管理费用	217	290	312	350	370
固定资产	4106	4104	4657	5178	5514	研发费用	25	42	45	50	52
无形资产及其他	99	88	85	83	80	财务费用	107	205	132	152	170
投资性房地产	1404	1699	1699	1699	1699	投资收益	(3)	(3)	12	9	5
长期股权投资	0	10	21	32	45	资产减值及公允价值变动	(111)	(43)	(75)	(67)	(25)
资产总计	7721	8764	9761	10962	11866	其他收入	(129)	(91)	(45)	(51)	(52)
短期借款及交易性金融负债	1558	1951	2388	2869	3278	营业利润	(630)	482	503	288	196
应付款项	405	571	655	736	824	营业外净收支	(9)	46	(5)	(10)	(11)
其他流动负债	813	1031	1041	1312	1416	利润总额	(639)	528	498	278	185
流动负债合计	2775	3553	4084	4917	5518	所得税费用	7	2	2	(1)	(0)
长期借款及应付债券	1363	1232	1182	1252	1282	少数股东损益	(1)	7	6	4	2
其他长期负债	482	641	809	912	1055	归属于母公司净利润	(645)	519	489	276	183
长期负债合计	1846	1872	1991	2163	2337	现金流量表（百万元）					
负债合计	4621	5426	6074	7080	7855	净利润	(645)	519	489	276	183
少数股东权益	32	38	43	46	48	资产减值准备	127	(87)	9	5	4
股东权益	3068	3301	3643	3836	3964	折旧摊销	296	404	421	495	558
负债和股东权益总计	7721	8764	9761	10962	11866	公允价值变动损失	111	43	75	67	25
关键财务与估值指标						财务费用	107	205	132	152	170
每股收益	(1.27)	1.02	0.96	0.54	0.36	营运资本变动	726	(459)	(222)	(118)	38
每股红利	0.25	0.23	0.29	0.16	0.11	其它	(128)	92	(4)	(2)	(2)
每股净资产	6.02	6.47	7.14	7.52	7.77	经营活动现金流	488	512	768	722	805
ROIC	-6.78%	9.30%	8%	5%	3%	资本开支	(1373)	(263)	(1055)	(1084)	(921)
ROE	-21.04%	15.71%	13%	7%	5%	其它投资现金流	0	(1)	0	0	0
毛利率	-0%	19.16%	17%	13%	11%	投资活动现金流	(1373)	(274)	(1066)	(1096)	(933)
EBIT Margin	-8%	13%	10%	7%	5%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	-0%	19.51%	17%	13%	12%	负债净变化	391	(164)	(30)	40	10
收入增长	2%	50%	10%	13%	6%	支付股利、利息	(126)	(117)	(147)	(83)	(55)
净利润增长率	-	-	-6%	-44%	-34%	其它融资现金流	(79)	455	437	481	409
资产负债率	60%	62%	63%	65%	67%	融资活动现金流	450	(107)	241	468	384
股息率	1.2%	1.1%	1.4%	0.8%	0.5%	现金净变动	(435)	131	(57)	94	256
P/E	(16.7)	20.8	22.1	39.2	59.2	货币资金的期初余额	881	446	577	520	614
P/B	3.5	3.3	3.0	2.8	2.7	货币资金的期末余额	446	577	520	614	870
EV/EBITDA	(1784.1)	13.7	15.1	18.0	19.8	企业自由现金流	(659)	460	(161)	(207)	61
						权益自由现金流	(347)	751	115	161	310

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