

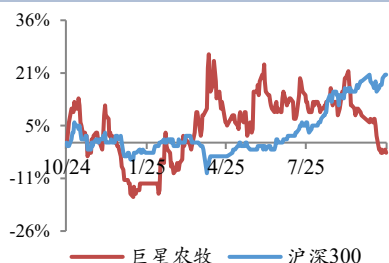
全年出栏目标有望完成，外购仔猪影响 Q3 成本

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-29

收盘价（元）	18.42
近 12 个月最高/最低（元）	25.00/15.75
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）	94
流通市值（亿元）	94

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

相关报告

1. 巨星农牧 (603477) 年报点评：商品猪出栏规划逾 400 万头，养殖成本持续回落 2025-03-25
2. 巨星农牧 (603477) 三季报点评：成本管控优异，Q3 猪价回暖带动业绩提升 2024-11-08

主要观点：

● 2025Q3 归母净利-0.74 亿元，9 月末资产负债率 66.6%

公司公布 2025 年三季报：1-9 月实现收入 56.4 亿元，同比+42.6%，实现归母净利 1.07 亿元，扣非后归母净利 0.87 亿元；2025 年 9 月末，公司资产负债率 66.6%，较 6 月末+2pct，同比+5.8pct。分季度看，2025Q1-Q3，公司实现收入 16.45 亿元、20.72 亿元、19.22 亿元，同比分别+73.4%、+61.3%、+11.6%，归母净利润分别为 1.3 亿元、0.52 亿元、-0.74 亿元。

● 1-9 月商品猪出栏同比+63.6%，商品猪 400 万头出栏目标有望完成

2025 年 1-9 月，公司生猪出栏量 293.42 万头，同比+63.6%，其中，商品猪、仔猪、种猪出栏量分别为 288.02 万头、5.05 万头、0.45 万头；2025 年公司商品猪规划出栏量 400 万头以上，1-9 月已完成全年出栏目标 72%，全年出栏任务有望顺利完成。分季度看，2025Q1-Q3 公司生猪出栏量分别为 83.3 万头、107.7 万头、102.5 万头，同比+63.2%、+85.1%、+46.0%。2025 年 9 月末，公司生产性生物资产 6.82 亿元，较 6 月末+12.5%。

● Q3 商品猪完全成本约 13.6 元，公司高度重视生猪业务高质量发展

1H2025 公司生猪养殖业务 PSY 约 28 头，料肉比约 2.58，2025 年 1-9 月，公司生猪养殖业务 PSY 升至 29 头左右，料肉比微降至 2.57，Q3 养殖效率有所改善。2025 年 7-9 月，公司商品猪出栏价格分别为 13.91 元/公斤、13.38 元/公斤、12.8 元/公斤，我们根据估算 Q3 公司商品猪完全成本约 13.6 元/公斤，与出栏生猪中外购仔猪占比偏高相关。公司高度重视生猪产业高质量发展，将通过先进技术研发推广、数智化升级改造等多个维度，提高养殖效率和经营质量，推动实现高质量发展。

投资建议

2025 年 7 月开始，生猪养殖行业步入去产能阶段，Q3 统计局能繁母猪存栏量累计下降 9 万头；我们判断，随着生猪养殖业全面亏损叠加调控政策持续落实，生猪行业去产能有望明显提速。我们预计 2025-2027 年公司商品猪出栏量分别为 400 万头、400 万头、420 万头，同比分别+49%、+0%、+5%；主营业务收入分别为 74.1 亿元、77.67 亿元、84.04 亿元，同比+21.9%、+4.8%、+8.2%；归母净利分别为 1.2 亿元、3.05 亿元、6.26 亿元，同比分别-76.9%、+154.5%、+105.4%，归母净利润前值 2025 年 7.41 亿元、2026 年 7.43 亿元、2027 年 14.27 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 2025-2026 年生猪出栏量和猪价预期，我们维持公司“买入”评级不变。

风险提示

生猪疫情失控；猪价下跌超预期；猪价上涨晚于预期；原材料价格超预期上涨；生猪产业政策调整。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6078	7410	7767	8404
收入同比（%）	50.4%	21.9%	4.8%	8.2%
归属母公司净利润	519	120	305	626
净利润同比（%）	180.4%	-76.9%	154.5%	105.4%
毛利率（%）	19.2%	8.5%	12.6%	16.1%
ROE（%）	15.7%	3.5%	8.2%	14.3%
每股收益（元）	1.02	0.23	0.60	1.23
P/E	17.42	78.50	30.84	15.01
P/B	2.74	2.74	2.51	2.15
EV/EBITDA	9.59	22.80	16.20	10.72

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2864	3804	4136	4687	营业收入	6078	7410	7767	8404
现金	577	733	1055	1480	营业成本	4913	6778	6786	7053
应收账款	68	82	86	93	营业税金及附加	11	15	16	17
其他应收款	12	15	16	17	销售费用	39	44	46	50
预付账款	78	107	107	112	管理费用	290	313	329	345
存货	2093	2824	2827	2939	财务费用	205	133	142	136
其他流动资产	37	42	43	46	资产减值损失	-43	0	0	0
非流动资产	5900	5902	5884	5851	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	3708	3573	3433	3288	营业利润	482	52	310	637
无形资产	88	80	71	63	营业外收入	85	100	50	50
其他非流动资产	2095	2240	2370	2490	营业外支出	39	30	50	50
资产总计	8764	9706	10019	10538	利润总额	528	122	310	637
流动负债	3553	4366	4370	4355	所得税	2	1	1	3
短期借款	1058	1458	1458	1358	净利润	525	121	309	634
应付账款	349	471	471	490	少数股东损益	7	2	4	8
其他流动负债	2146	2437	2441	2507	归属母公司净利润	519	120	305	626
非流动负债	1872	1869	1869	1769	EBITDA	1244	548	751	1076
长期借款	451	551	551	451	EPS（元）	1.02	0.23	0.60	1.23
其他非流动负债	1421	1317	1317	1317					
负债合计	5426	6234	6239	6123					
少数股东权益	38	40	44	52					
股本	510	510	510	510					
资本公积	2302	2301	2301	2301					
留存收益	489	620	925	1551					
归属母公司股东权益	3301	3432	3737	4363					
负债和股东权益	8764	9706	10019	10538					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1265	280	798	1087	成长能力				
净利润	525	121	309	634	营业收入	50.4%	21.9%	4.8%	8.2%
折旧摊销	483	293	298	303	营业利润	176.4%	-89.2%	498.4%	105.4%
财务费用	207	135	146	141	归属于母公司净利	180.4%	-76.9%	154.5%	105.4%
投资损失	3	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-66	-248	-5	-42	毛利率（%）	19.2%	8.5%	12.6%	16.1%
其他经营现金流	703	348	363	726	净利率（%）	8.5%	1.6%	3.9%	7.4%
投资活动现金流	-860	-274	-330	-321	ROE（%）	15.7%	3.5%	8.2%	14.3%
资本支出	-856	-260	-330	-321	ROIC（%）	11.2%	3.5%	5.9%	9.6%
长期投资	-17	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	13	-14	0	0	资产负债率（%）	61.9%	64.2%	62.3%	58.1%
筹资活动现金流	-330	151	-146	-341	净负债比率（%）	162.5%	179.6%	165.0%	138.7%
短期借款	-95	400	0	-100	流动比率	0.81	0.87	0.95	1.08
长期借款	-164	100	0	-100	速动比率	0.19	0.20	0.27	0.37
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	17	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.80	0.79	0.82
其他筹资现金流	-88	-349	-146	-141	应收账款周转率	109.84	98.90	92.13	93.55
现金净增加额	75	156	322	424	应付账款周转率	15.84	16.54	14.41	14.68

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	1.02	0.23	0.60	1.23	P/E	17.42	78.50	30.84	15.01
每股经营现金流	2.48	0.55	1.57	2.13	P/B	2.74	2.74	2.51	2.15
每股净资产	6.47	6.73	7.33	8.55	EV/EBITDA	9.59	22.80	16.20	10.72

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；2024 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第四名。

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。