

巨星农牧 (603477.SH)

优于大市

2026年一季报点评：利润受猪价影响阶段性承压，生猪成本稳步下降

核心观点

公司生猪出栏稳步扩张，猪价低迷致业绩阶段性承压。公司2026Q1营收同比+17.04%至19.26亿元，归母净利润同比-374.92%至-3.56亿元，业绩亏损主要系报告期内生猪销量虽有增加，但生猪价格持续低迷，同时公司计提了1.21亿元的资产减值损失所致。据公告披露，2025年公司商品肥猪完全成本约13元/公斤，2025年12月完全成本为12元/公斤以内，得益于种场优势的释放和育肥效率的提升，呈现出持续改进态势。在综合考虑饲料原料价格变动趋势和公司增效降本进展成效背景下，目前规划2026年商品肥猪完全成本目标约为12元/公斤。

聚焦生猪养殖，生产成绩稳步改善。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，公司生猪养殖生产指标持续改进提升，2025年生猪PSY为29以上，目前标杆种场PSY突破33、种群PSY达到30以上，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。

费用率控制效果显现，员工持股计划落地利好公司长期发展。2026Q1毛利率同比-21.32pct至-3.81%，净利率同比-26.46pct至-18.5%。2026Q1销售费用率同比+0.14pct至0.63%，管理+研发费用率同比-1.09pct至3.53%，财务费用率同比-0.7pct至2.45%。2026年4月，公司发布第一期员工持股计划（草案），员工持股计划总规模不超过2232.23万股，约占公司总股本比例4.38%，公司层面2026-2027年度业绩考核目标分别为PSY目标值30、31，或者标准商品肥猪料肉比目标值2.45、2.40，有望进一步提升公司生产效率。

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，由于猪价近期超预期下跌，出于谨慎原则，我们分别给予2026-2028年公司每公斤商品猪销售价格11.7、12.8、13.8元预期，对应2026-2028年归母净利润分别为-4.32/1.83/6.34亿元，EPS分别为-0.85/0.36/1.24元。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,078	8,000	6,510	7,130	7,709
(+/-%)	50.4%	31.6%	-18.6%	9.5%	8.1%
归母净利润(百万元)	519	30	-432	183	634
(+/-%)	-	-	-	-	246.1%
每股收益(元)	1.02	0.06	-0.85	0.36	1.24
EBIT Margin	12.9%	2.7%	-3.2%	5.9%	12.2%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	1.0%	-16.1%	6.5%	19.5%
市盈率 (PE)	17.9	305.3	-21.5	50.6	14.6
EV/EBITDA	12.4	23.3	79.3	18.7	11.5
市净率 (PB)	2.81	2.98	3.46	3.30	2.85

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
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航

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	18.16元
总市值/流通市值	9263/9263百万元
52周最高价/最低价	23.59/15.40元
近3个月日均成交额	281.33百万元

市场走势



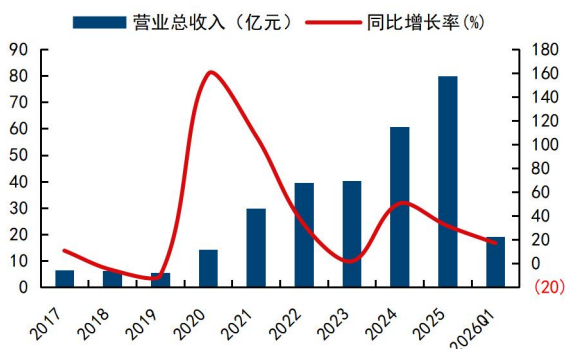
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《巨星农牧(603477.SH)-2025年三季报点评：生猪出栏有序扩张，养殖业绩随猪价回落承压》——2025-11-02
- 《巨星农牧(603477.SH)-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》——2025-05-05
- 《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

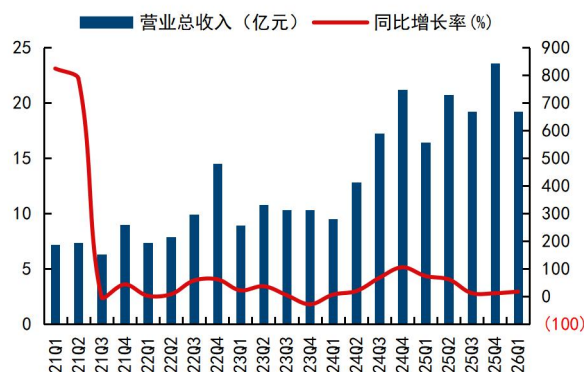
公司生猪出栏稳步扩张，猪价低迷致业绩阶段性承压。公司 2026Q1 营收同比+17.04% 至 19.26 亿元，归母净利润同比-374.92%至-3.56 亿元，业绩亏损主要系报告期内生猪销量虽有增加，但生猪价格持续低迷，同时公司计提了 1.21 亿元的资产减值损失所致据公告披露，2025 年公司商品肥猪完全成本约 13 元/公斤，在综合考虑饲料原料价格变动趋势和公司增效降本进展成效背景下，目前规划 2026 年商品肥猪完全成本目标约为 12 元/公斤。

图1：巨星农牧营业收入及增速（单位：亿元、%）



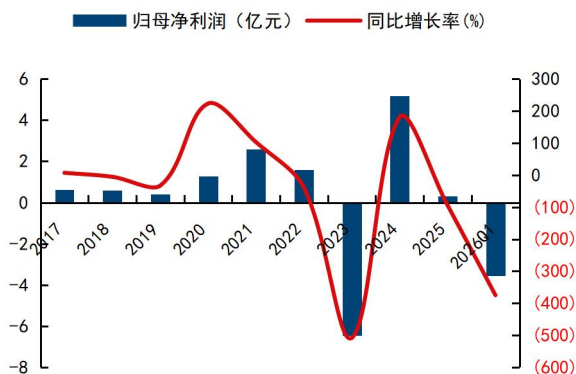
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：巨星农牧单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



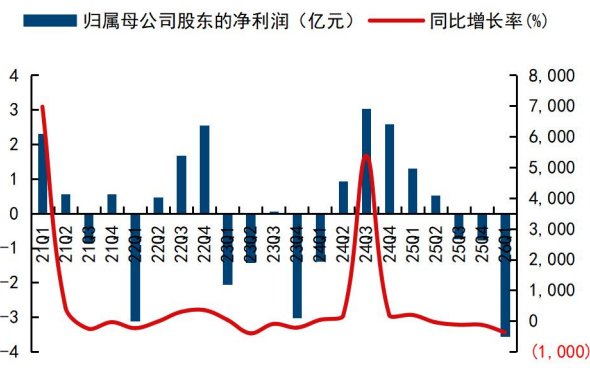
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

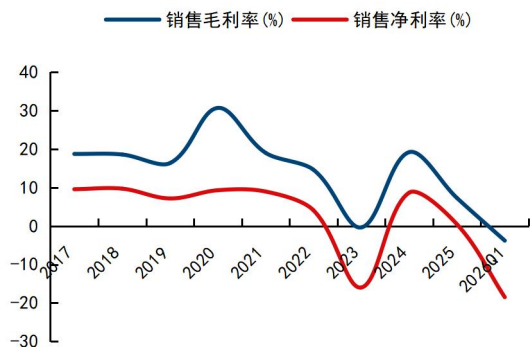
图4：巨星农牧单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

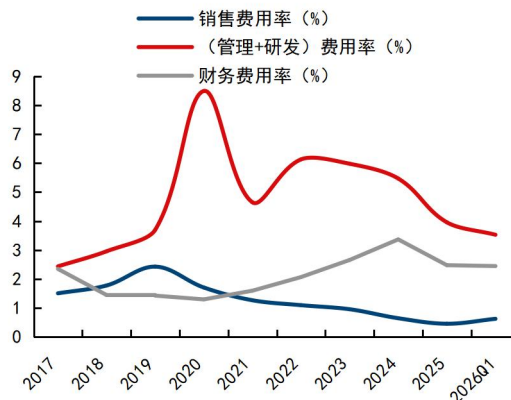
毛利率随生猪价格周期波动，费用率控制效果显现。2026Q1 毛利率同比-21.32pct 至-3.81%，净利率同比-26.46pct 至-18.5%。2026Q1 销售费用率同比+0.14pct 至 0.63%，管理+研发费用率同比-1.09pct 至 3.53%，财务费用率同比-0.7pct 至 2.45%。

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

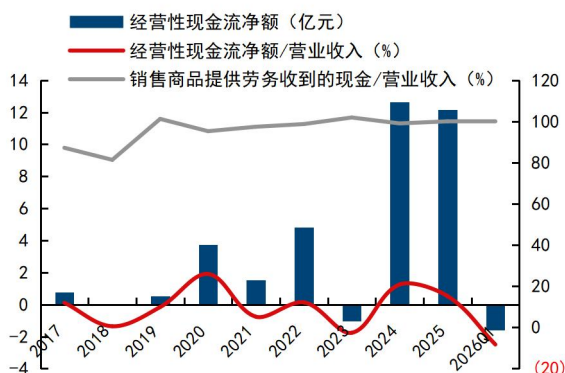
图6: 巨星农牧费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

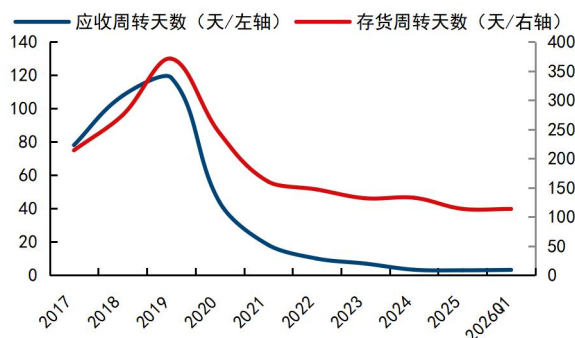
经营性现金流随猪价周期波动, 应收周转率明显改善。2026Q1 经营性现金流净额同比-161.6%至-1.59 亿元, 占营业收入比例达-8.27%。主要流动资产周转方面, 2026Q1 应收周转天数同比+26.2%至 3.19 天, 存货周转天数同比-25.5%至 113.61 天。

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

猪价自 2026 年初以来超预期下跌, 截至 2026 年 4 月 17 日, 全国生猪价格 9.17 元/公斤, 同比-38%, 主要系当前商品猪供给对应去年能繁母猪存栏高位, 同时叠加春节后属于消费淡季, 因此猪价在供强需弱的压力下保持承压。据农业部监测, 自去年 7 月起, 全国能繁存栏已实现连续 9 个月下行, 去化趋势持续夯实, 2026Q1 末全国能繁存栏已降至 3905 万头, 季度环比减少 1.41%, 达正常保有量 (3900 万头) 的 100.1%, 生猪产能综合调控稳步推进; 同时, 2026 年 3 月的新生仔猪数在时隔 17 个月后首次出现同比下滑, 预示行业已经步入周期底部拐点区间, 中长期猪价有望企稳回升。

图9：商品猪出栏均价自 2026 年以来快速回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

因此出于保守谨慎原则，我们分别给予 2026-2028 年公司每公斤商品猪销售价格 11.7、12.8、13.8 元预期，对应 2026-2028 年归母净利润分别为-4.32/1.83/6.34 亿元，EPS 分别为-0.85/0.36/1.24 元。

公司的盈利预测调整主要来源于对 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：

生猪养殖业务：公司生猪养殖出栏量预计保持基本稳定，预计 2026-2028 年稳定在 400-500 万头。成本方面，公司持续提升生产管理体系，预计成本有望保持下降趋势，我们分别给予 2026-2028 年公司每公斤商品猪养殖完全成本 12.0、11.8、11.6 元的预期。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2026-2028 年公司每公斤商品猪销售价格 11.7、12.8、13.8 元预期。最终预计 2026-2028 年公司生猪养殖毛利率分别为 0.9%、11.0%、18.2%。

饲料业务：销量方面，我们预计 2026-2028 年公司饲料销售量分别为 9.6、9.8、10.0 万吨；毛利率方面，预计 2026-2028 年的毛利率将伴随公司自有产能利用率提升保持稳定水平，毛利率分别为 5.7%、6.0%、6.1%。

表 1：巨星农牧业务拆分

单位：亿元，%	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
生猪养殖业务						
收入	34.63	55.73	73.63	58.41	64.43	70.03
同比	15.81%	60.93%	32.12%	-20.67%	10.31%	8.70%
毛利	-0.37	11.79	5.42	0.53	7.07	12.71
毛利率(%)	-1.07%	21.16%	7.36%	0.90%	10.97%	18.15%
饲料业务						
收入	4.57	3.67	4.15	4.40	4.54	4.67
同比	-17.21%	-19.78%	13.20%	6.09%	3.02%	3.02%
毛利	0.36	0.23	0.24	0.25	0.27	0.29
毛利率(%)	7.88%	6.33%	5.78%	5.70%	6.00%	6.10%
合计						
收入	40.41	60.78	80.00	65.10	71.30	77.09
同比	1.84%	50.41%	31.62%	-18.63%	9.52%	8.12%
毛利	-0.15	11.65	5.82	0.89	7.46	13.11
毛利率(%)	-0.37%	19.16%	7.28%	1.37%	10.46%	17.01%

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 65.10/71.30/77.09 亿元，同比-18.6%/9.5%/8.1%，毛利率 1.37%/10.46%/17.01%。

表1: 巨星农牧未来3年盈利预测表

单位: 百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	8000	6510	7130	7709
营业成本	7419	6421	6384	6398
销售费用	37	29	33	38
管理费用	269	217	237	266
财务费用	198	164	201	222
营业利润	-80	-479	215	726
利润总额	43	-484	205	711
归属于母公司净利润	30	-432	183	634
EPS	0.06	-0.85	0.36	1.24
ROE	0.97%	-16.10%	6.52%	19.49%

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 2026-2028 年收入分别为 65.10/71.30/77.09 亿元, 归母净利润-4.32/1.83/6.34 亿元, 每股收益分别为-0.85/0.36/1.24 元。

投资建议: 维持“优于大市”评级, 由于猪价近期超预期下跌, 出于保守谨慎原则, 我们分别给予 2026-2028 年公司每公斤商品猪销售价格 11.7、12.8、13.8 元预期, 对应 2026-2028 年归母净利分别为-4.32/1.83/6.34 亿元, EPS 分别为-0.85/0.36/1.24 元。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	577	756	520	718	965	营业收入	6078	8000	6510	7130	7709
应收款项	85	73	59	57	84	营业成本	4913	7419	6421	6384	6398
存货净额	2093	2593	2198	2156	2152	营业税金及附加	11	12	11	11	15
其他流动资产	108	144	313	450	448	销售费用	39	37	29	33	38
流动资产合计	2864	3568	3089	3381	3649	管理费用	290	269	217	237	266
固定资产	4104	4061	4569	5191	5579	研发费用	42	48	38	45	50
无形资产及其他	88	84	82	79	77	财务费用	205	198	164	201	222
投资性房地产	1699	1905	1905	1905	1905	投资收益	(3)	14	12	(7)	3
长期股权投资	10	10	11	11	11	资产减值及公允价值变动	(43)	(30)	(121)	3	2
资产总计	8764	9628	9656	10567	11222	其他收入	(91)	(129)	(38)	(45)	(50)
短期借款及交易性金融负债	1951	2119	3009	3821	4075	营业利润	482	(80)	(479)	215	726
应付款项	571	912	787	764	764	营业外净收支	46	123	(5)	(10)	(15)
其他流动负债	1031	1366	1258	1238	1210	利润总额	528	43	(484)	205	711
流动负债合计	3553	4397	5054	5823	6049	所得税费用	2	8	(1)	0	1
长期借款及应付债券	1232	1557	1507	1577	1607	少数股东损益	7	5	(51)	22	75
其他长期负债	641	524	417	346	248	归属于母公司净利润	519	30	(432)	183	634
长期负债合计	1872	2081	1925	1923	1855	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	5426	6478	6979	7746	7904	净利润	519	30	(432)	183	634
少数股东权益	38	37	(4)	13	65	资产减值准备	(87)	(13)	6	4	3
股东权益	3301	3112	2681	2809	3253	折旧摊销	404	460	411	486	551
负债和股东权益总计	8764	9628	9656	10567	11222	公允价值变动损失	43	30	121	(3)	(2)
						财务费用	205	198	164	201	222
						营运资本变动	(459)	(185)	(91)	(205)	(144)
						其它	92	(12)	(47)	12	49
						经营活动现金流	512	310	(32)	478	1091
						资本开支	(263)	(366)	(1044)	(1107)	(938)
						其它投资现金流	(1)	1	0	0	0
						投资活动现金流	(274)	(366)	(1044)	(1107)	(939)
						权益性融资	(1)	0	0	0	0
						负债净变化	(164)	283	(30)	40	10
						支付股利、利息	(117)	(199)	0	(55)	(190)
						其它融资现金流	455	67	890	812	254
						融资活动现金流	(107)	235	840	827	94
						现金净变动	131	180	(236)	198	247
						货币资金的期初余额	446	577	756	520	718
						货币资金的期末余额	577	756	520	718	965
						企业自由现金流	460	85	(929)	(406)	410
						权益自由现金流	752	435	(233)	246	452

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 ±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 ±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

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