

营收微降利润承压，成本控制凸显抗周期能力

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2025年年度报告及2026年一季报。公司2025年实现营业收入1038.24亿元，同比下降1.67%；实现归母净利润52.66亿元，同比下降43.25%。公司2026年第一季度实现营业收入245.26亿元，同比增长0.34%；实现归母净利润-10.70亿元，同比由盈转亏。
- 点评:** 营收维持千亿规模，利润受行情下行影响同比下滑。业绩下滑主要受肉鸡、生猪市场行情总体处于下行期影响，主产品销售价格同比下降。尽管售价下跌，但公司通过提升销量和持续推进降本增效，仍实现合理盈利。
- 猪业量增价减，成本下降保障盈利。** 2025年，公司销售生猪4047.69万头（含毛猪、鲜品及仔猪），其中销售毛猪和鲜品3544.67万头，同比增长17.44%。受市场行情影响，毛猪销售均价同比下降17.95%。肉猪类业务实现销售收入645.34亿元，同比下降0.49%。公司养猪成本控制成效显著，2025年全年肉猪养殖综合成本约6.1-6.2元/斤，同比下降约1.1元/斤。成本下降主要得益于公司在基础生产管理和重大疫病防控等方面的提升，核心生产指标持续优化。进入2026年后，生猪行业供给压力凸显，而终端消费处于传统淡季，导致猪价持续探底，一度跌破9元/公斤，达到多年来的低位水平。全行业陷入深度亏损，现金流压力普遍增大。在此背景下，公司肉猪业务盈利承压，并计提大额资产减值损失。尽管短期业绩承压，但公司凭借领先的成本优势和稳健的财务状况，在行业底部展现出较强的经营韧性。
- 禽业稳量降价，成本稳定维持经营。** 2025年，公司销售肉鸡13.03亿只（含毛鸡、鲜品及熟食）；其中肉鸡（不含熟食）销量为12.88亿只，同比增长7.78%。受市场行情影响，毛鸡销售均价同比下降9.80%。肉鸡类业务实现销售收入348.50亿元，同比下降2.43%。尽管售价下降导致养鸡业务利润同比下滑，但得益于生产成绩保持高水平稳定，养殖成本控制理想。2025年全年毛鸡出栏完全成本为5.7元/斤左右，保持稳定。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2026-2028年EPS分别为0.15元、1.49元、2.26元，对应动态PE分别为104/11/7倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产能释放不及预期、下游需求不及预期、养殖端突发疫情等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	103,824	101,723	112,070	124,909
增长率	-1.67%	-2.02%	10.17%	11.46%
归属母公司净利润(百万元)	5,266	1,021	9,933	15,067
增长率	-43.25%	-80.61%	872.91%	51.70%
每股收益EPS(元)	0.79	0.15	1.49	2.26
净资产收益率ROE	12.52%	2.45%	21.88%	29.55%
PE	21.25	104.41	10.73	7.07
PB	2.67	2.55	2.35	2.09

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

分析师: 赵磐
执业证号: S1250525070003
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	66.54
流通A股(亿股)	59.49
52周内股价区间(元)	15.25-20.06
总市值(亿元)	1,101.89
总资产(亿元)	922.76
每股净资产(元)	6.47

相关研究

- 温氏股份(300498): 猪鸡双轮驱动, 业绩显著改善 (2025-04-28)

盈利预测

关键假设：

1) 公司是我国最大肉鸡养殖企业，市占率继续扩大，预计公司 2026-2028 年出栏肉鸡数量增速为 5%/5%/5%。预计 2026-2028 年公司平均鸡板块销售均价增速为 5%/3%/0%。预计 2026-2028 肉鸡板块对应毛利率水平分别为 10%/13%/13%；

2) 考虑到公司产能情况，我们预计公司 2026-2028 年出栏生猪数量增速为 0%/0%/10%。预计 2026-2028 年公司生猪销售均价增速为 -9%/12%/5%。预计 2026-2028 公司生猪板块对应毛利率水平分别为 6%/18%/23%。

基于以上假设，预计公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入（百万元）	103,824.48	101,723.37	112,070.41	124,909.01
	yoy	-1.05%	-2.02%	10.17%	11.46%
	成本（百万元）	92,213.29	94039.96	94506.33	101349.55
	毛利率	11.18%	7.55%	15.67%	18.86%
猪板块	收入（百万元）	64,534.38	58,726.29	65,773.44	76,297.19
	yoy	-0.49%	-9.00%	12%	16%
	成本（百万元）	55,007.86	55203	53934	58749
	毛利率	14.76%	6.00%	18.00%	23.00%
鸡板块	收入（百万元）	34,849.53	38,334.48	41,401.24	43,471.30
	yoy	-2.43%	10.00%	8.00%	5.00%
	成本（百万元）	33,084.00	34501	36019	37820
	毛利率	5.07%	10.00%	13.00%	13.00%
其他	收入（百万元）	4,440.57	4,662.60	4,895.73	5,140.51
	yoy	2.03%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	4,121.43	4336.22	4553.03	4780.68
	毛利率	7.19%	7.00%	7.00%	7.00%

数据来源：ifind，西南证券

相对估值

我们选取行业中的三家相关公司：立华股份、牧原股份、巨星农牧。2026 年为本轮周期低点，以 27 年进行估值。三者 2027 年平均 PE 为 10 倍。考虑到公司为养殖龙头，且肉鸡行业稳定增长的同时始终保持明显的成本优势，予以公司一定溢价，予以 2027 年 14 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 20.86 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300761.SZ	立华股份	22.3	0.69	1.64	2.2	2.63	32	14	10	8
603477.SH	巨星农牧	18.11	0.06	0.73	1.71	1.57	302	25	11	12
002714.SZ	牧原股份	43.49	2.84	1.46	4.92	4.66	15	30	9	9
平均值							116	23	10	10
300498.SZ	温氏股份	16.02	0.79	0.15	1.49	2.26	21	104	11	7

数据来源：ifind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	103,824	101,723	112,070	124,909	净利润	5,475	1,056	10,305	15,620
营业成本	92,214	94,040	94,506	101,350	折旧与摊销	5,540	5,526	5,868	5,868
营业税金及附加	169	164	180	201	财务费用	707	702	702	702
销售费用	970	949	1,038	1,161	资产减值损失	291	0	0	0
管理费用	3,649	4,273	4,578	5,032	经营营运资本变动	-617	-602	-150	-888
财务费用	707	702	702	702	其他	412	18	106	45
资产减值损失	-208	0	0	0	经营活动现金流净额	11,807	6,700	16,832	21,347
投资收益	203	245	199	252	资本支出	-7,175	-3,599	-3,905	-297
公允价值变动损益	311	0	0	0	其他	3,994	342	199	252
其他经营损益	287	266	296	331	投资活动现金流净额	-3,180	-3,256	-3,706	-45
营业利润	5,831	1,351	10,710	16,096	短期借款	-1,399	0	0	0
其他非经营损益	-234	-285	-285	-277	长期借款	-3,764	0	0	0
利润总额	5,598	1,066	10,425	15,819	股权融资	14	0	0	0
所得税	123	10	120	199	支付股利	-4,071	-1,345	-6,953	-10,184
净利润	5,475	1,056	10,305	15,620	其他	-4,256	5,912	0	0
少数股东损益	209	35	372	553	筹资活动现金流净额	-13,476	4,568	-6,953	-10,184
归属母公司股东净利润	5,266	1,021	9,933	15,067	现金流量净额	-4,858	8,010	6,172	11,118
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,013	9,024	15,196	26,314	成长能力				
应收和预付款项	1,685	1,393	1,418	1,651	销售收入增长率	-1.67%	-2.02%	10.17%	11.46%
存货	20,770	21,899	22,157	24,123	营业利润增长率	-41.93%	-76.83%	692.83%	50.28%
其他流动资产	3,015	3,015	3,015	3,015	净利润增长率	-43.25%	-80.61%	872.91%	51.70%
长期股权投资	2,218	2,218	2,218	2,218	EBITDA 增长率	-31.18%	-37.97%	133.00%	31.74%
投资性房地产	79	79	79	79	获利能力				
固定资产和在建工程	38,702	36,476	34,207	28,339	毛利率	11.18%	7.55%	15.67%	18.86%
无形资产和开发支出	1,397	1,397	1,397	1,397	三费率	5.13%	5.82%	5.64%	5.52%
其他非流动资产	338	240	240	240	净利率	5.27%	1.04%	9.19%	12.51%
资产总计	89,508	96,238	100,541	108,391	ROE	12.52%	2.45%	21.88%	29.55%
短期借款	75	75	75	75	ROA	5.93%	1.14%	10.47%	14.95%
应付和预收款项	9,783	10,571	10,267	11,219	ROIC	9.46%	2.48%	14.72%	20.18%
长期借款	880	880	880	880	EBITDA/销售收入	11.33%	7.17%	15.17%	17.92%
其他负债	33,853	40,116	40,668	41,429	营运能力				
负债合计	44,591	51,641	51,890	53,602	总资产周转率	1.12	1.10	1.14	1.20
股本	6,654	6,654	6,654	6,654	固定资产周转率	2.89	2.85	3.36	4.26
资本公积	8,983	8,983	8,983	8,983	应收账款周转率	100.14	123.32	187.23	187.33
留存收益	25,834	26,212	29,894	35,479	存货周转率	4.58	4.41	4.29	4.38
归属母公司股东权益	42,076	41,721	45,403	50,988	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	2,841	2,876	3,248	3,801	资本结构				
股东权益合计	44,917	44,597	48,651	54,789	资产负债率	49.82%	53.66%	51.61%	49.45%
负债和股东权益合计	89,508	96,238	100,541	108,391	带息债务/总负债	43.47%	50.45%	50.21%	48.61%
					流动比率	1.06	1.11	1.29	1.61
					速动比率	0.16	0.36	0.54	0.83
					股利支付率	62.93%	62.93%	62.93%	62.93%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	11,760	7,294	16,996	22,390	每股收益	0.79	0.15	1.49	2.26
PE	21	104	11	7	每股净资产	6.32	6.27	6.82	7.66
PB	3	3	2	2	每股经营现金	1.77	1.01	2.53	3.21
PS	1	1	1	1	每股股利	0.50	0.10	0.94	1.43
EV/EBITDA	11	17	7	5					
股息率	2.96%	0.60%	5.86%	8.90%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn