

## 农林牧渔

2026年04月27日

# 巨星农牧 (603477)

## ——猪价低迷盈利承压，养殖效率提升带动成本下降

报告原因：有业绩公布需要点评

### 增持 (维持)

市场数据：2026年04月24日

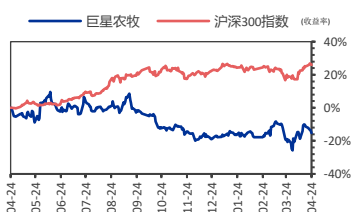
收盘价(元)	17.75
一年内最高/最低(元)	23.59/15.40
市净率	3.6
股息率%(分红/股价)	0.98
流通A股市值(百万元)	9,054
上证指数/深证成指	4,079.90/14,940.30

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元)	4.96
资产负债率%	69.79
总股本/流通A股(百万)	510/510
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



#### 相关研究

《巨星农牧(603477)点评：生猪出栏量稳步增长，猪价低迷Q3陷入亏损》 2025/10/30

《巨星农牧(603477)点评：2025H1生猪出栏同比高增，生产管理优化推动降本增效》 2025/09/02

#### 证券分析师

朱珺逸 A0230521080004  
zhujy@swsresearch.com

#### 联系人

朱珺逸 A0230521080004  
zhujy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点：

- **事件：公司公告 2025 年报与 2026 年一季报。**2025 年，公司实现营业收入 80.00 亿元，同比+31.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 3043.33 万元，同比-94.2%；实现基本每股收益 0.06 元/股，业绩符合此前预期。2026Q1，公司实现营业收入 19.26 亿元，同比+17%；归母净利润-3.56 亿元，亏损主要系猪价下跌与计提存货跌价准备所致。同时，公司公告 2025 年度分红预案：2025 年拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.20 元（含税），合计现金分红 975.50 万元，对应股利支付率 32.15%。
- **出栏量稳健增长，猪价下跌导致业绩大幅下滑。**2025 年，公司生猪业务实现营业收入 73.63 亿元，同比+32.10%；全年生猪出栏 458.08 万头，同比增加 66%。但行业供给增加，猪价同比下跌（2025 年全国外三元生猪均价 13.74 元/kg，同比-18%），公司生猪业务毛利率仅 7.36%，同比减少 13.80pcts。其他业务：皮革业务 2025 年实现营业收入 2.00 亿元，同比+55%；毛利率 5.81%，同比毛利扭亏为盈。2026Q1 公司合计销售商品肥猪 115.86 万头，但行业景气下滑，猪价延续低迷（均价 11.41 元/kg，同比-24%），同时公司计提存货跌价准备 1.21 亿元，进一步加剧亏损。
- **25 年公司养殖成本持续优化，26Q1 成本因淘汰低效种猪小幅上升。**得益于种场优势的持续提升和育肥效率的不断优化，2025 年公司养殖完全成本持续下降，约 13 元/公斤。从养殖效率指标看，2025 年公司生猪养殖业务 PSY 在 29 以上；其中，标杆种场 PSY 突破 33，种群 PSY 达到 30 以上，位居行业领先水平。2026 年一季度，公司积极响应国家生猪产能调控政策号召，持续淘汰低效种猪产能导致资产处置损失加大，也抬升了养殖成本：2026Q1 公司商品肥猪完全成本约 12.7 元/公斤。从养殖效率指标看：2026Q1 公司育肥成活率 94%，育肥料肉比约为 2.5。我们预计 2026 年公司商品肥猪完全成本有望优化至平均 12.0 元/公斤左右。
- **推出员工持股计划，旨在激励员工积极性，进一步提升养殖生产效率。**4 月公司公告第一期员工持股计划（草案），持股计划总规模不超过 2232.23 万股，约占公司总股本的 4.38%。主要参加对象包括 8 名公司高管（拟认购份额上限 6473 万元，占比 29%）与其他不超过 442 名核心员工（拟认购份额上限 1.58 亿元，占比 71%）。考核目标为 2026-2027 年度 PSY 目标值 30、31，标准商品肥猪料肉比 2.45、2.40。我们认为该方案将有助于显著提升公司员工生产与经营积极性，提升公司养殖生产效率。
- **投资分析意见：**看好公司继续迭代升级紧密型“公司+农户”合作模式，出栏规模维持稳健；技术和管理的两轮驱动将持续驱动公司养殖效率优化，实现养殖成本下降。考虑到 2026 年行业实际供给水平超过此前预期，1 月至今猪价持续低迷，我们下调 2026 商品肥猪销售均价假设，对应下调公司 2026 年盈利预测，并引入 2028 年盈利预测。预计公司 2026-2028 年实现营业收入 74.28/87.21/92.26 亿元，同比-7.2%/+17.4%/+5.8%；实现归母净利润 0.35/8.39/9.45 亿元（前期预测 2026 年为 4.48 亿元），当前估值对应 PE 估值水平分别为 257X/11X/10X。考虑到公司养殖成本、养殖模式与经营稳健性，以及当前时点的估值性价比优势（当前公司头均市值 1901 元/头，低于行业平均水平 15.6%），维持“增持”评级。
- **风险提示：**公司出栏量不及预期；养殖效率下滑等因素导致成本上升；原料价格波动影响养殖成本；交易异常波动的风险等。

#### 财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	8,000	1,926	7,428	8,721	9,226
同比增长率(%)	31.6	17.0	-7.2	17.4	5.8
归母净利润(百万元)	30	-356	35	839	945
同比增长率(%)	-94.2	-374.9	16.2	2,280.6	12.6
每股收益(元/股)	0.06	-0.70	0.07	1.65	1.85
毛利率(%)	7.3	-3.8	6.7	19.1	19.6
ROE(%)	1.0	-12.9	1.2	22.4	19.0
市盈率	298		257	11	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,078	8,000	7,428	8,721	9,226
其中：营业收入	6,078	8,000	7,428	8,721	9,226
减：营业成本	4,913	7,419	6,930	7,058	7,414
减：税金及附加	11	12	14	15	18
主营业务利润	1,154	569	484	1,648	1,794
减：销售费用	39	37	47	55	58
减：管理费用	290	269	245	288	304
减：研发费用	42	48	45	52	55
减：财务费用	205	198	140	197	184
经营性利润	578	17	7	1,056	1,193
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-6	-8	0	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-43	-30	0	0	0
加：投资收益及其他	5	26	38	42	15
营业利润	482	-80	45	1,097	1,207
加：营业外净收入	46	123	0	0	0
利润总额	528	43	45	1,097	1,207
减：所得税	2	8	4	132	121
净利润	525	35	41	965	1,086
少数股东损益	7	5	5	125	141
归属于母公司所有者的净利润	519	30	35	839	945

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。