

## 量增价跌致业绩承压, 成本领先优势凸显

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2025年年度报告。公司2025年实现营业收入80.00亿元, 同比增长31.62%; 实现归母净利润0.30亿元, 同比下降94.15%; 实现扣除非经常性损益后的归母净利润0.50亿元, 同比下降90.35%。公司2026年第一季度实现营业收入19.26亿元, 同比增长17.04%; 实现归母净利润-3.56亿元, 同比由盈转亏。
- 点评: 营收增长强劲, 利润受猪周期影响大幅下滑。** 2025年公司营业收入同比增长31.62%, 主要得益于生猪出栏量大幅增长。归母净利润同比大幅下滑94.15%, 主要受生猪行业周期性波动影响, 年度生猪市场价格较低, 销售价格降幅大于成本降幅。公司持续推进降本增效, 生产指标保持行业领先水平, 为穿越周期奠定基础。26Q1公司业绩由盈转亏, 主要受行业猪价低迷影响, 同时公司审慎计提了消耗性生物资产跌价准备, 并因响应国家产能调控政策、加大母猪淘汰力度, 产生生产性生物资产处置损失约6000万元。
- 猪业量增价跌, 利润承压但成本优势显著。** 2025年, 公司销售生猪458.08万头, 同比66.26%, 出栏量实现高速增长。生猪业务实现销售收入73.63亿元, 同比增长32.10%。受行业猪价下行影响, 生猪业务毛利率为7.36%, 同比减少13.80个百分点。公司养殖成本控制优秀, 生产指标持续改善。2025年全年PSY为29以上。2025年第四季度, 公司养殖成绩取得突破, 种群PSY达到30以上。
- 皮革业务积极拓展, 毛利率大幅提升。** 2025年, 公司皮革业务实现主营业务收入2.00亿元, 同比增长55.44%。通过积极拓展优质客户、开发高价值新产品, 综合售价提升, 叠加存货跌价准备转销, 皮革业务毛利率大幅提升至5.81%, 同比增加35.29个百分点, 业务实现减亏。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2026-2028年EPS分别为-1.55元、1.43元、3.11元, 对应动态PE分别为-12/6倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 养殖端突发疫情风险、市场价格波动风险、产能建设进度或不及预期风险、下游需求或不及预期风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,000	7,471	10,585	14,391
增长率	31.62%	-6.62%	41.68%	35.96%
归属母公司净利润(百万元)	30	-789	728	1,588
增长率	-94.15%	-2700.76%	192.30%	118.00%
每股收益EPS(元)	0.06	-1.55	1.43	3.11
净资产收益率ROE	0.97%	-33.96%	25.84%	40.73%
PE	286.83	—	12.10	5.55
PB	2.82	3.79	3.13	2.26

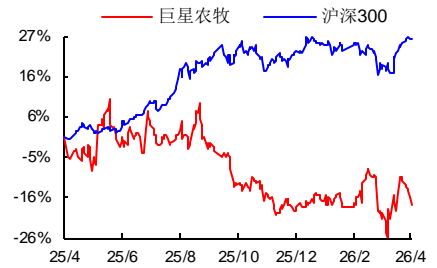
数据来源: ifind, 西南证券

### 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)	5.10
流通A股(亿股)	5.10
52周内股价区间(元)	15.48-23.29
总市值(亿元)	88.14
总资产(亿元)	92.46
每股净资产(元)	4.96

### 相关研究

- 巨星农牧(603477): 生猪出栏高增驱动业绩扭亏, 降本增效助力盈利持续改善 (2025-09-04)
- 巨星农牧(603477): 成本管控持续优化, 业绩显著提升 (2025-05-06)

## 盈利预测

假设 1: 根据公司当前产能布置与政策指引, 我们预计公司 2026-2028 年生猪出栏增速为 0%/25%/30%。同时根据当前生猪行业产能情况, 预计 2026-2028 年公司生猪销售均价增速为 -8%/16%/5%。对应毛利率水平分别为 0%/17%/21%。

假设 2: 公司饲料业务稳定发展, 2026-2028 销售量增速为 10%/10%/30%, 预计 2026-2028 年公司饲料销售均价不变, 对应毛利率 6%/6%/6%。

基于以上假设, 我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
生猪	收入	7,363.12	6,774.07	9,822.40	13,456.69
	增速	32.10%	-8.00%	45%	37%
	成本	6,821.18	6774	8153	10631
	毛利率	7.36%	0.00%	17.00%	21.00%
饲料	收入	415.34	456.87	502.56	653.33
	增速	13.30%	10.00%	10.00%	30.00%
	成本	391.79	429	472	614
	毛利率	5.67%	6.00%	6.00%	6.00%
皮革	收入	199.63	215.60	232.85	251.48
	增速	55.44%	8.00%	8%	8%
	成本	188.03	203	219	236
	毛利率	5.81%	6.00%	6.00%	6.00%
其他	收入	22.39	24.63	27.09	29.80
	增速	139.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	17.91	20	22	24
	毛利率	20.01%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	8,000.48	7,471.17	10,584.90	14,391.30
	增速	31.62%	-6.62%	41.68%	35.96%
	成本	7,418.91	7425.90	8865.55	11505.14
	毛利率	8,000.48	7,471.17	10,584.90	14,391.30

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: 牧原股份、神农集团、立华股份, 2026 年预计为周期底部, 三者 2027 年平均 PE 为 11 倍。考虑到公司生猪养殖效率高, 未来产能扩张成长空间广的因素, 适当溢价予以公司 2027 年 15 倍 PE, 维持“买入”评级, 目标价 21.45 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
605296	神农集团	28.08	0.65	1.02	1.94	1.9	43	28	14	15
300761	立华股份	21.49	0.69	1.44	2.25	2.57	31	15	10	8
002714	牧原股份	42.26	2.84	1.3	4.8	4.57	15	33	9	9
平均值							30	25	11	11
603477	巨星农牧	17.28	0.06	-1.55	1.43	3.11	287	—	12	6

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	8,000	7,471	10,585	14,391	净利润	35	-796	736	1,604
营业成本	7,419	7,426	8,866	11,505	折旧与摊销	575	19	38	57
营业税金及附加	12	16	22	32	财务费用	202	185	187	179
销售费用	37	37	53	72	资产减值损失	38	60	0	0
管理费用	269	384	537	744	经营营运资本变动	295	-500	-295	-411
财务费用	198	185	187	179	其他	72	120	143	217
资产减值损失	-30	-60	0	0	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,218</b>	<b>-912</b>	<b>810</b>	<b>1,646</b>
投资收益	14	-5	-7	-10	资本支出	-863	-317	-336	-407
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	12	-6	-7	-10
其他经营损益	12	17	21	32	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-851</b>	<b>-324</b>	<b>-343</b>	<b>-417</b>
<b>营业利润</b>	<b>-80</b>	<b>-790</b>	<b>731</b>	<b>1,587</b>	短期借款	371	300	0	0
其他非经营损益	123	0	0	0	长期借款	283	500	0	0
<b>利润总额</b>	<b>43</b>	<b>-790</b>	<b>731</b>	<b>1,587</b>	股权融资	0	0	0	0
所得税	8	6	-5	-17	支付股利	-199	-185	-421	-687
净利润	35	-796	736	1,604	其他	-759	91	0	0
少数股东损益	5	-7	8	17	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-304</b>	<b>707</b>	<b>-421</b>	<b>-687</b>
归属母公司股东净利润	30	-789	728	1,588	<b>现金流量净额</b>	<b>63</b>	<b>-529</b>	<b>46</b>	<b>542</b>
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	756	228	274	816	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	191	222	298	409	销售收入增长率	31.62%	-6.62%	41.68%	35.96%
存货	2,593	3,003	3,663	4,706	营业利润增长率	-116.66%	-884.07%	192.61%	117.03%
其他流动资产	14	14	14	14	净利润增长率	-94.15%	-2700.8%	192.30%	118.00%
长期股权投资	10	10	10	10	EBITDA 增长率	-38.51%	-176.61%	263.29%	90.58%
投资性房地产	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4,061	4,182	4,344	4,487	毛利率	7.27%	0.61%	16.24%	20.05%
无形资产和开发支出	84	84	84	84	三费率	6.30%	8.12%	7.34%	6.91%
其他非流动资产	49	50	50	50	净利率	0.44%	-10.65%	6.96%	11.15%
<b>资产总计</b>	<b>9,628</b>	<b>9,685</b>	<b>10,647</b>	<b>12,503</b>	ROE	0.97%	-33.96%	25.84%	40.73%
短期借款	1,430	1,730	1,730	1,730	ROA	0.38%	-8.24%	7.24%	13.86%
应付和预收款项	912	810	995	1,275	ROIC	2.17%	-8.50%	12.06%	20.36%
长期借款	734	1,234	1,234	1,234	EBITDA/销售收入	9.56%	-7.84%	9.04%	12.67%
其他负债	3,402	3,556	3,831	4,310	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6,478</b>	<b>7,331</b>	<b>7,789</b>	<b>8,549</b>	总资产周转率	0.87	0.77	1.04	1.24
股本	510	510	510	510	固定资产周转率	2.19	2.03	2.78	3.63
资本公积	2,302	2,302	2,302	2,302	应收账款周转率	122.97	94.25	88.38	82.10
留存收益	511	-278	217	1,297	存货周转率	3.17	2.65	2.66	2.75
归属母公司股东权益	3,112	2,324	2,819	3,899	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	37	30	39	55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3,150</b>	<b>2,354</b>	<b>2,857</b>	<b>3,954</b>	资产负债率	67.29%	75.69%	73.16%	68.38%
负债和股东权益合计	9,628	9,685	10,647	12,503	带息债务/总负债	61.50%	65.71%	61.84%	56.35%
					流动比率	0.81	0.75	0.84	1.02
					速动比率	0.19	0.08	0.09	0.19
					股利支付率	32.15%	0.00%	32.00%	32.00%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	765	-586	957	1,823	每股收益	0.06	-1.55	1.43	3.11
PE	287	—	12	6	每股净资产	6.10	4.56	5.53	7.64
PB	3	4	3	2	每股经营现金	2.39	-1.79	1.59	3.23
PS	1	1	1	1	每股股利	0.02	0.00	0.46	1.00
EV/EBITDA	16	-23	14	7					
股息率	0.12%	0.00%	2.64%	5.76%					

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

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	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---