

神农集团 (605296.SH)

优于大市

2024 年报及 2025 年一季报点评：养殖成本稳步下降，头均收益保持行业领先

核心观点

单头养殖收益保持行业领先，养殖成本稳步下降。公司 2024 年营收同比+43.51%至 55.84 亿元，归母净利润同比扭亏至 6.87 亿元；2025Q1 营收同比+35.97%至 14.72 亿元，归母净利润同比扭亏至 2.29 亿元。得益于优秀的成本管控水平，公司相较于行业养殖超额盈利明显，头均养殖收益处于行业领先。据公司公告披露，2025 年 1 月养殖完全成本 13 元/公斤，断奶仔猪成本 280-290 元/头。公司 2025 年平均完全成本目标是 13 元/公斤以内，将基于 2024 年平均原料价格，从健康度、规模效应和管理效率提升等方面再挖掘 1 元/公斤的成本下降空间。

养殖成绩位于行业第一梯队，核心场合作布局长期高质量发展。公司在生猪产业链深耕二十余年，以饲料业务起家，分别于 2002 年和 2005 年开始拓展生猪养殖与屠宰业务。目前公司养殖业务主要分布在云南、广西、广东。公司重视生猪防疫及健康保健，生猪养殖成绩处于行业前列，2025 年 1 月 PSY 为 29 头，全程存活率约 86%。2024 年 10 月，公司与 PIC 中国、巨星农牧合作投资的黔南遗传核心场项目正式启动，该核心场拥有 PIC 全球的高性能基因库和先进的生物育种技术，并率先应用中国特色性状，有望保证公司未来高品质种猪的长期稳定供应，预计将有利于未来公司的高质量发展。

2025 年出栏目标 320-350 万头，杠杆率处于行业较低水平。养殖产能方面，公司 2025 年出栏目标为 320-350 万头，2025 年 1 月底能繁母猪存栏为 12.3 万头，计划 2025 年底做到 16 万头能繁母猪，预计每年增加能繁母猪约 4 万头，2027 年争取做到 500 万头以上的出栏量，有望保持稳健增长。公司资金安全垫较高，截至 2025Q1 末，拥有货币资金 11.35 亿元，同比增加 86.37%；资产负债率仅 27.81%，杠杆率处于行业较低水平，未来仍有充裕融资空间。

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，优质生猪养殖先锋标的，单头养殖收益保持行业领先优势。考虑到当前生猪产能处于恢复阶段，出于谨慎原则，我们下调原先对 25-26 年猪价预估，相应下调 25-26 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 6.1/5.8/5.1 亿元，对应当前股价 PE 为 25/26/29X。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,891	5,584	6,492	8,029	8,714
(+/-%)	17.8%	43.5%	16.2%	23.7%	8.5%
净利润(百万元)	-401	687	606	578	510
(+/-%)	-	-	-11.8%	-4.6%	-11.8%
每股收益(元)	-0.76	1.31	1.15	1.10	0.97
EBIT Margin	-5.5%	13.1%	11.3%	8.7%	7.0%
净资产收益率 (ROE)	-9.6%	14.2%	11.5%	10.1%	8.3%
市盈率 (PE)	-37.4	21.8	24.7	25.9	29.4
EV/EBITDA	176.8	15.1	16.6	17.0	18.0
市净率 (PB)	3.57	3.10	2.84	2.61	2.44

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
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306
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	29.21 元
总市值/流通市值	15331/15284 百万元
52 周最高价/最低价	45.67/24.54 元
近 3 个月日均成交额	159.96 百万元

市场走势



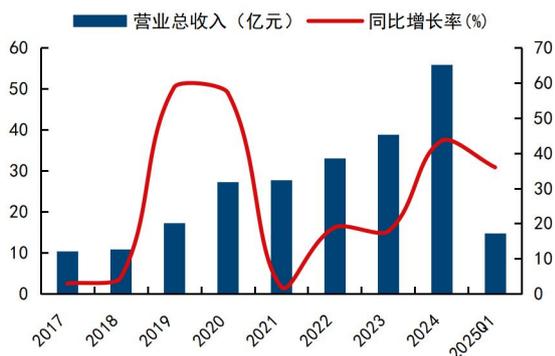
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《神农集团 (605296.SH) - 2024 年三季报点评：养殖成本稳步下降，生产成绩保持行业前列》——2024-11-03
- 《神农集团 (605296.SH) - 2024 半年报点评：单头养殖盈利领先行业，保持低杠杆稳健扩张》——2024-09-03
- 《神农集团 (605296.SH) - 2023 年报及 2024 一季报点评：养殖成本稳步下降，财务低杠杆维持稳健》——2024-04-30
- 《神农集团 (605296.SH) - 2023 三季报点评：低杠杆的优质弹性生猪标的，Q3 业绩环比扭亏为盈》——2023-11-02

单头养殖收益保持行业领先，养殖成本稳步下降。公司 2024 年营收同比+43.51% 至 55.84 亿元，归母净利同比扭亏至 6.87 亿元；2025Q1 营收同比+35.97% 至 14.72 亿元，归母净利同比扭亏至 2.29 亿元。得益于优秀的成本管控水平，公司相较行业养殖超额盈利明显，头均养殖收益处于行业领先。据公司公告披露，2025 年出栏目标为 320-350 万头，2025 年 1 月底能繁母猪存栏为 12.3 万头，计划 2025 年底做到 16 万头能繁母猪，预计每年增加能繁母猪约 4 万头，2027 年争取做到 500 万头以上的出栏量。

图1：神农集团营业收入及增速



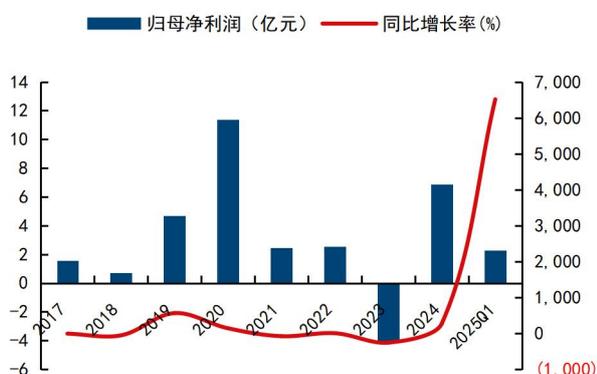
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神农集团单季营业收入及增速



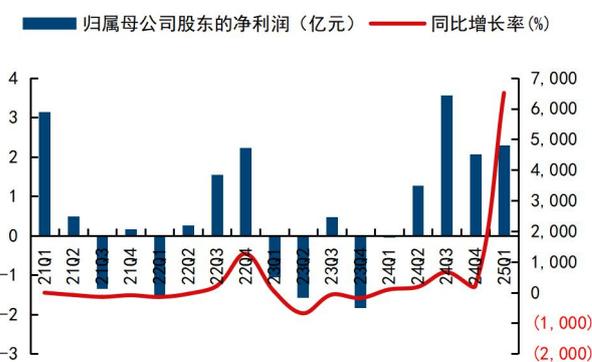
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：神农集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

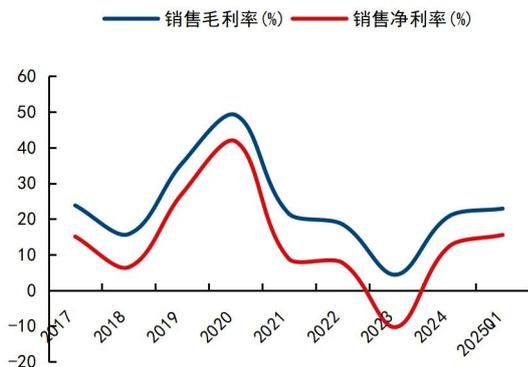
图4：神农集团单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

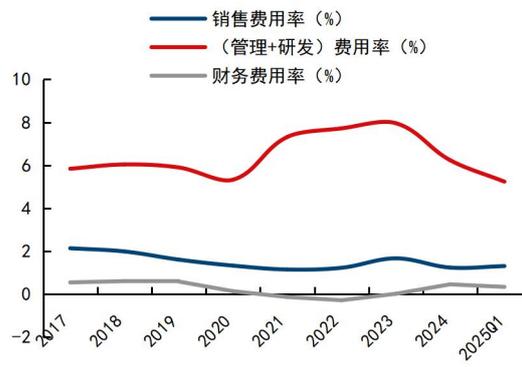
毛利率随生猪价格周期波动，整体费用率有所下降。2024 年毛利率同比+16.4pct 至 20.78%，净利率同比+22.61pct 至 12.3%；2024 年销售费用率同比-0.43pct 至 1.24%，管理+研发费用率合计同比-1.72pct 至 6.24%，财务费用率同比+0.44pct 至 0.46%，主要系利息支出增加。

图5: 神农集团毛利率、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: 神农集团费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流明显回暖, 存货周转率小幅提升。受益猪价景气回升, 2024 经营性现金流净额同比扭亏至 15.34 亿元, 占营业收入比例达 27.46%。在主要流动资产周转方面, 2024 年应收周转天数同比+17.8%至 5.82 天, 存货周转天数同比-7.8%至 105.63 天, 存货周转效率小幅提升。

图7: 神农集团经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 神农集团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

考虑到当前行业总体产能恢复, 生猪价格进入下行阶段, 因此出于谨慎原则, 我们下调此前对于公司 2025-2026 年的盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 6.1/5.8/5.1 亿元 (此前预计 25-26 年归母净利润分别为 12.4/12.0 亿元)。公司的盈利预测调整主要来源于对 2025-2026 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:

养殖业务: 销量方面, 公司生猪产能目前正快速兑现, 综合考虑项目建设及母猪存栏情况, 我们调整公司 2025-2027 年的生猪出栏量为 340、450、500 万头 (原预计 2025-2026 年分别为 300、350 万头)。成本方面, 考虑到饲料原材料成本下降, 且公司养殖产能利用率处于上升期, 同时精细化管理工作在持续推进, 预计公司成本有望进一步下降, 分别给予 2025-2027 年公司每公斤商品猪养殖成本的预期 12.5、12.0、11.8 元/公斤 (原预计 2025-2026 年分别为 14.5、14.0 元/公斤)。售价方面, 依照我们对行业判断, 分别给予 2025-2027 年公司每公斤商品

猪销售价格的预期 14.3、13.3、12.8 元/公斤（云南省内猪价通常要比全国均价略低，原预计 2025-2026 年分别为 17.7、16.7 元/公斤）。最终我们预计公司生猪养殖业务 2025-2027 年营收同比增速为 19%/30%/48%；2025-2027 年毛利率为 20.17%/16.18%/13.79%。

屠宰业务：公司屠宰业务产能充足，预计收入有望保持较为稳健的增速，盈利能力方面，考虑到公司有部分生猪出栏会直接供应屠宰业务，从历史上经营表现来看，其毛利也将受益于生猪养殖业务盈利改善而同步增长。因此我们预计 2025-2027 年收入增速分别为 12%、10%、8%，毛利率分别为 15.6%、15.8%、15.9%。

饲料业务：公司饲料业务预计保持稳步增速，我们预计 2025-2027 年饲料收入增速分别为 5%、3%、2%。毛利率预计随饲料原材料价格下降，及下游养殖存栏恢复有所增长，预计 2025-2027 年毛利率分别为 22%、21%、20%。

表1: 神农集团业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
养殖业						
收入	17.50	20.92	37.98	45.19	58.87	64.25
同比	15%	20%	82%	19%	30%	9%
毛利	3.89	0.55	8.90	9.11	9.52	8.86
毛利率(%)	22.22	2.61	23.44	20.17	16.18	13.79
屠宰业						
收入	8.58	11.47	13.87	15.53	17.09	18.45
同比	0%	34%	21%	12%	10%	8%
毛利	1.47	0.58	2.15	2.42	2.70	2.93
毛利率(%)	17.15	5.03	15.52	15.60	15.80	15.90
饲料业						
收入	5.70	4.98	2.92	3.07	3.16	3.22
同比	-67%	-13%	-41%	5%	3%	2%
毛利	0.68	0.68	0.65	0.67	0.66	0.64
毛利率(%)	11.90	13.58	22.33	22.00	21.00	20.00
其他业务						
收入	1.26	1.07	0.55	0.58	0.61	0.64
同比	-40%	-15%	-49%	5%	5%	5%
毛利	0.08	0.05	0.00	0.03	0.03	0.03
毛利率(%)	6%	5%	-1%	5%	5%	5%
合计						
收入	33.04	38.91	55.84	64.91	80.29	87.13
同比	18.9%	17.8%	43.5%	16.2%	23.7%	8.5%
毛利	6.12	1.71	11.61	12.24	12.92	12.47
毛利率(%)	18.52%	4.40%	20.79%	18.86%	16.09%	14.32%

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 64.9/80.3/87.1 亿元, 同比+16.2%/23.7%/8.5%, 毛利率 18.86%/16.09%/14.32%, 毛利 12.2/12.9/12.5 亿元。

表2: 神农集团未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5584	6492	8029	8714
营业成本	4424	5268	6737	7466
销售费用	69	79	96	102
管理费用	335	380	461	497
财务费用	26	24	35	24
营业利润	732	635	596	531
利润总额	706	621	591	523

归属于母公司净利润	687	606	578	510
EPS	1.31	1.15	1.10	0.97
ROE	14%	11%	10%	8%

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 2025-2027 年收入分别为 64.9/80.3/87.1 亿元，归母净利润 6.06/5.78/5.10 亿元，每股收益分别为 1.15/1.10/0.97 元。

投资建议：维持“优于大市”评级，优质生猪养殖先锋标的，单头养殖收益保持行业领先优势。考虑到当前生猪产能处于恢复阶段，出于谨慎原则，我们下调原先对 25-26 年猪价预估，相应下调 25-26 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 6.1/5.8/5.1 亿元，对应当前股价 PE 为 25/26/29X。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	544	1042	1050	1120	1323	营业收入	3891	5584	6492	8029	8714
应收款项	127	129	178	264	263	营业成本	3721	4424	5268	6737	7466
存货净额	1286	1310	1902	2582	2933	营业税金及附加	11	13	18	19	20
其他流动资产	95	70	193	179	187	销售费用	65	69	79	96	102
流动资产合计	2053	2552	3322	4145	4706	管理费用	291	335	380	461	497
固定资产	2824	3152	3701	4146	4530	研发费用	19	14	16	20	20
无形资产及其他	124	132	128	124	119	财务费用	1	26	24	35	24
投资性房地产	703	806	806	806	806	投资收益	9	1	2	3	1
长期股权投资	0	13	13	14	16	资产减值及公允价值变动	159	(24)	(75)	(68)	(55)
资产总计	5705	6655	7970	9235	10177	其他收入	(357)	37	(16)	(20)	(20)
短期借款及交易性金融负债	376	411	939	813	502	营业利润	(388)	732	635	596	531
应付款项	491	609	747	942	1052	营业外净收支	(15)	(26)	(14)	(5)	(8)
其他流动负债	225	332	387	1026	1735	利润总额	(403)	706	621	591	523
流动负债合计	1093	1352	2073	2781	3289	所得税费用	(2)	19	16	13	13
长期借款及应付债券	235	227	307	357	337	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	179	244	304	348	405	归属于母公司净利润	(401)	687	606	578	510
长期负债合计	413	471	611	705	741	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1507	1823	2683	3486	4031	净利润	(401)	687	606	578	510
少数股东权益	3	0	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	128	(192)	(1)	(1)	(1)
股东权益	4195	4833	5287	5749	6147	折旧摊销	309	381	333	393	448
负债和股东权益总计	5705	6655	7970	9235	10177	公允价值变动损失	(159)	24	75	68	55
关键财务与估值指标						财务费用	1	26	24	35	24
每股收益	(0.76)	1.31	1.15	1.10	0.97	营运资本变动	(94)	(7)	(511)	125	517
每股红利	0.26	0.05	0.29	0.22	0.21	其它	(128)	191	1	1	1
每股净资产	7.99	9.21	10.07	10.95	11.71	经营活动现金流	(345)	1086	502	1163	1529
ROIC	-4%	14%	12%	10%	8%	资本开支	0	(482)	(951)	(901)	(881)
ROE	-10%	14%	11%	10%	8%	其它投资现金流	139	1	0	0	0
毛利率	4%	21%	19%	16%	14%	投资活动现金流	139	(494)	(951)	(902)	(883)
EBIT Margin	-6%	13%	11%	9%	7%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	2%	20%	16%	14%	12%	负债净变化	235	(8)	80	50	(20)
收入增长	18%	44%	16%	24%	9%	支付股利、利息	(138)	(24)	(151)	(116)	(112)
净利润增长率	-	-	-12%	-5%	-12%	其它融资现金流	(440)	(30)	528	(126)	(311)
资产负债率	26%	27%	34%	38%	40%	融资活动现金流	(246)	(94)	456	(191)	(443)
股息率	0.9%	0.2%	1.0%	0.8%	0.7%	现金净变动	(451)	498	8	70	203
P/E	(37.4)	21.8	24.7	25.9	29.4	货币资金的期初余额	996	544	1042	1050	1120
P/B	3.6	3.1	2.8	2.6	2.4	货币资金的期末余额	544	1042	1050	1120	1323
EV/EBITDA	176.8	15.1	16.6	17.0	18.0	企业自由现金流	1	603	(416)	297	677
						权益自由现金流	(205)	565	169	187	323

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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