

# 神农集团 (605296)

证券研究报告

2024年04月10日

## 增量降本，走出云南的养殖标杆

### 1、云南产业链一体化区域龙头

公司作为云南省首家上市农牧企业。聚焦生猪产业链的建设和发展，形成了集饲料加工、生猪养殖、生猪屠宰和生鲜猪肉食品销售、食品深加工和销售等业务为一体的完整生猪产业链。

### 2、养猪板块高质量发展，500万头出栏可期

1) **成本行业领先，下降空间可观。育种：**依托 PIC 国际育种公司（全球最大种猪育种公司）资源，截止 2024 年 1 月，公司 PSY 控制在 27 左右，远高于行业平均水平，预计后期仍能提升；**饲喂：**公司一直使用高标准饲料原料且配方不断更迭以实现精准饲养，截止 2023 年 10 月，公司料肉比 2.6，此外随着两广产能提升，原料港口优势将带动公司整体饲料成本继续下降；**防疫：**科学选址&先进猪舍&严格防控，目前公司防控效果理想，2023 年公司蓝耳双阴比例占到 60%，育肥存活率高达 95%（截止 2023 年 11 月）。**截止 2024 年 1-2 月份，公司养殖生产成本 13.8 元/kg，完全成本为 14.7 元/公斤，处于行业领先水平。24 年公司养殖成本目标为 14 元/公斤，完全成本 15 元/公斤。**

2) **产能&资金储备充足，出栏增速可观。**截止 2024 年 2 月底，公司母猪存栏近 10 万头，能繁母猪 8.5 万头，24 年年末母猪存栏规模预计达到 13 万头。此外公司资金储备充分，截至 2023 年 Q3，公司的现金及现金等价物近 8 亿元，公司资产负债率为 22.27%，远低于行业平均 63.68%；**我们预计公司 2024/2025 年的出栏目标分别为 250 万/350 万头，中长期站稳 500 万头可期。**

### 3、饲料&食品稳步发展，一体化布局逐步完善

1) **饲料：**公司目前饲料板块产能超过 100 万吨，且目前广西区域养殖配套饲料厂、云南石林幼龄饲料厂在建，随着布局的完善，预计 24 年年底公司饲料产能将超过 150 万吨。

2) **食品：**公司屠宰板块目前已有 250 万头的产能，23 年上半年公司屠宰量 84.26 万头，同比增长 15.94%。预计后续屠宰量仍将逐年稳步增长。深加工板块目前已有产能为 2.4 万吨，随着品牌的顺利推广，公司将继续加大市场开拓及投入，公司计划未来两到三年达到满产实现盈利。

### 4、成本行业领先的高成长标的，给予重点推荐

给予“买入”评级。基于：1) 本轮产能累计去化时间超 1 年，已有产能去化幅度或足以支撑大周期反转；2) 公司 24 年 1-2 月完全成本为 14.7 元/kg，处于行业领先地位；3) 公司 24/25 年预计生猪出栏量为 250/350 万头，出栏量稳步增长；4) 公司资金储备充足。公司基本面优势突出，向上空间显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**猪价不达预期；公司出栏不达预期；非洲猪瘟疫情风险；成本下降不达预期；测算具有主观性风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,779.46	3,304.48	4,606.75	8,349.45	10,554.04
增长率(%)	2.02	18.89	39.41	81.24	26.40
EBITDA(百万元)	682.83	597.52	(119.65)	1,481.69	2,049.34
归属母公司净利润(百万元)	245.29	255.38	(394.60)	1,145.27	1,708.18
增长率(%)	(78.44)	4.11	(254.51)	(390.24)	49.15
EPS(元/股)	0.47	0.49	(0.75)	2.18	3.25
市盈率(P/E)	81.57	78.35	(50.71)	17.47	11.71
市净率(P/B)	4.45	4.28	4.63	4.01	3.45
市销率(P/S)	7.20	6.06	4.34	2.40	1.90
EV/EBITDA	20.53	19.22	(160.69)	12.76	8.88

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/养殖业
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	38.11 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	525.04
流通 A 股股本(百万股)	67.57
A 股总市值(百万元)	20,009.41
流通 A 股市值(百万元)	2,575.22
每股净资产(元)	8.33
资产负债率(%)	22.27
一年内最高/最低(元)	40.00/18.60

### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

## 内容目录

1. 云南养殖龙头, 生猪产业链布局完善.....	4
1.1. 二十年耕耘, 行稳致远 .....	4
1.2. 股权集中稳定, 实控人占比高 .....	5
1.3. 营收稳步增长, 利润周期性波动.....	5
2. 产能去化趋势已成, 公司产能蓄势待发.....	6
2.1. 产能去化趋势已成, 静待周期反转 .....	6
2.2. 出栏稳步增长, 成本优势明显 .....	7
2.2.1. 产能储备充分, 出栏稳步增长.....	8
2.2.2. 成本行业领先, 下降空间可观.....	9
3. 上下游拓展, 打造产业链一体化龙头.....	11
3.1. 饲料稳扎稳打, 自用基础上对外拓展.....	11
3.2. 屠宰量稳中有增, 食品端积极尝试.....	12
4. 盈利预测.....	13
5. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1: 全产业链全程可控可追溯模式.....	4
图 2: 神农集团发展历程.....	5
图 3: 神农集团股权结构 (截止至 2023 年三季度) .....	5
图 4: 2014~2023Q1-Q3 公司营业收入 (亿元) 及 YOY (%) .....	6
图 5: 2014~2023Q1-Q3 公司归母净利润 (亿元) 及 YOY (%) .....	6
图 6: 2014-2022 公司分业务营业收入 (亿元) .....	6
图 7: 2014-2022 公司分业务营收占比 (%) .....	6
图 8: 2014~2023Q1-Q3 公司毛利率 (%) 及净利率 (%) .....	6
图 9: 2014~2023Q1-Q3 三费 (%) .....	6
图 10: 自繁自养头均盈利 (元/头) .....	7
图 11: 农业部能繁母猪存栏量 (万头, %) .....	7
图 12: 涌益咨询能繁母猪存栏量 (万头, %) .....	7
图 13: 公司年度生猪出栏量 .....	8
图 14: 母猪存栏充足 (万头) .....	8
图 15: 主要猪企养殖成本 (元/kg) .....	10
图 16: PIC 旗下康贝尔母猪 PSY .....	10
图 17: 主要猪企 psy 水平.....	10
图 18: 主要猪企料肉比 .....	11
图 19: 公司现有产能分布 .....	11
图 20: 主要猪企育肥存活率 (%) .....	11
图 21: 公司饲料销量连年上升 (万吨) .....	12

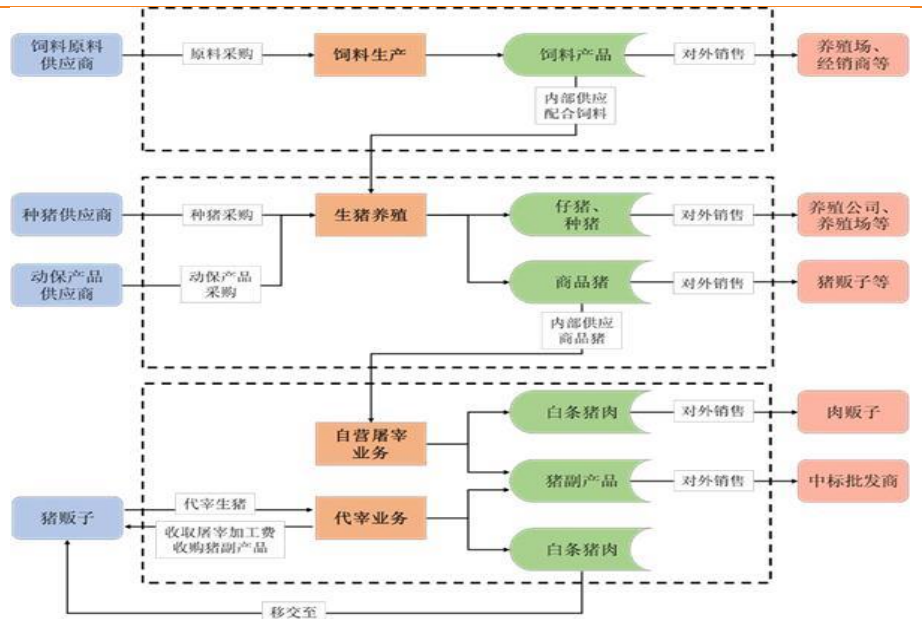
图 22: 屠宰产能利用率常年保持 50%以上 .....	12
图 23: 公司“慢慢不慢”真鲜肉香肠系列产品 .....	13
表 1: 主要猪企出栏量及复合增速 (万头, %) .....	8
表 2: 猪企资产负债率水平 (%) .....	9
表 3: 业绩拆分情况 .....	13

## 1. 云南养殖龙头, 生猪产业链布局完善

公司成立于 1999 年, 主营业务为饲料加工、销售等, 于 2002 年和 2005 年先后进军生猪养殖行业与生猪屠宰行业, 并于 2021 年挂牌上市, 是云南省首家上市农牧企业。公司聚焦生猪产业链的建设和发展, 形成了集饲料加工、生猪养殖、生猪屠宰和生鲜猪肉食品销售、食品深加工和销售等业务为一体的完整生猪产业链。截至 2022 年年底, 公司拥有已授权专利 50 项, 其中发明专利 3 项, 实用新型专利及外观设计专利 47 项。截至 2023 年 6 月, 公司下设 32 家全资子公司, 产品销售覆盖云南、广西、广东等地区。

公司将聚焦于生猪全产业链的建设, 建立猪肉食品全程可追溯体系, 为养殖户创造价值, 为社会提供安全、健康的猪肉食品。

图 1: 全产业链全程可控可追溯模式



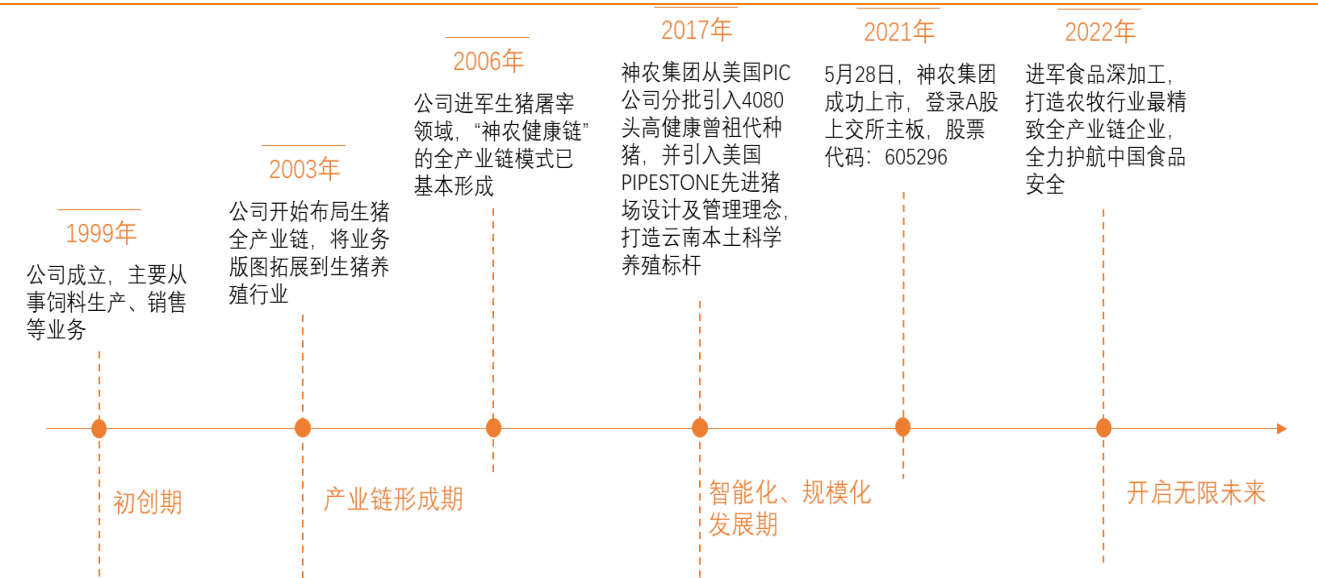
资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 1.1. 二十年耕耘, 行稳致远

神农集团成立于 1999 年, 其前身是云南神农饲料有限公司, 20 余年来, 神农集团实现了不同发展阶段的跨越。

- 1999 年: 设立云南神农饲料有限公司, 公司成立
- 2003 年: 进军生猪养殖行业
- 2005 年: 进军生猪屠宰行业; 收购云南神农曲靖食品有限公司
- 2008 年: 200 万头现代化屠宰场投产
- 2012 年: 首个现代化母猪场投产(工业化饲养模式); 改制设立云南神农农业产业集团股份有限公司
- 2016 年: 营业收入达到 10 亿; 设立云南神农宾川猪业有限公司、云南神农禄劝猪业有限公司
- 2017 年: 首个原种母猪场投产(自繁自养模式)
- 2019 年: 集团出栏生猪约 40 万头; 设立曲靖市沾益区神农猪业发展有限公司、武定神农猪业发展有限公司
- 2021 年: 集团成功上市, 登陆 A 股主板
- 2022 年: 进军食品深加工。

图 2：神农集团发展历程

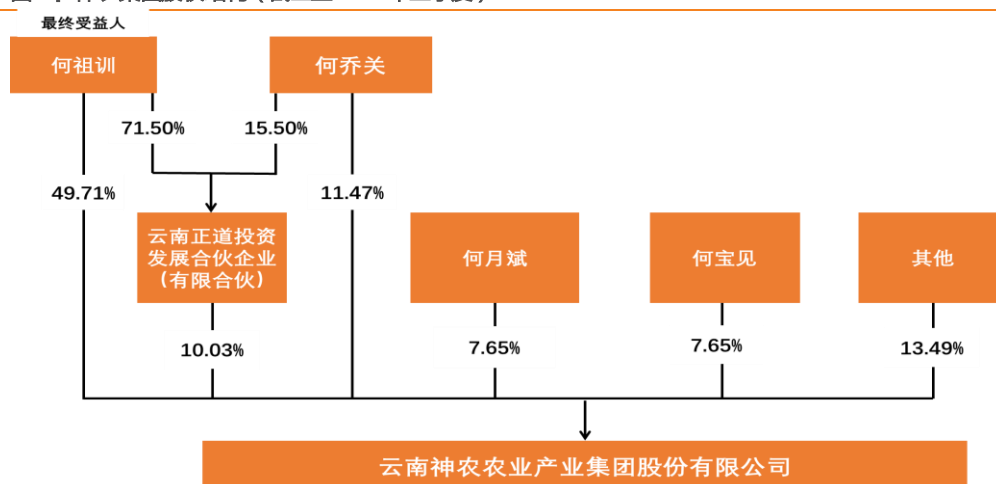


资料来源：农财宝典畜牧版公众号，天风证券研究所

## 1.2. 股权集中稳定，实控人占比高

公司实际控制人为何宝见、何乔关、何月斌、何祖训，四人持股共占总股本 76.48%，其中何祖训为公司第一大股东。截止至 2023 年三季度末，公司前三大股东何祖训、何乔关、云南正道投资发展合伙企业(有限合伙)直接持股数分别占总股本的 49.71%、11.47%、10.03%。公司第一大股东及董事长何祖训个人及通过云南正道投资发展合伙企业(有限合伙)，共持有公司 2.99 亿股，合计持股比例为 56.9%。

图 3：神农集团股权结构（截止至 2023 年三季度）



资料来源：wind，天风证券研究所

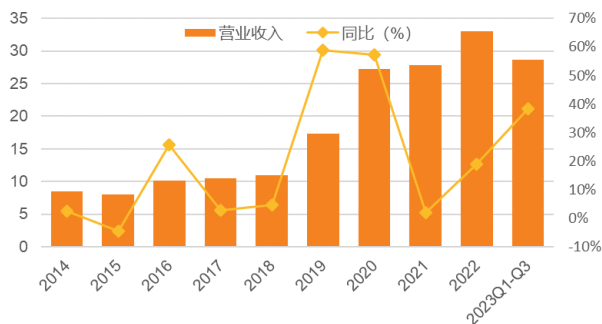
## 1.3. 营收稳步增长，利润周期性波动

公司依托生猪养殖业务的发展，近两年营业收入实现稳步上升。2014 年至 2023 年前三季度公司营业收入保持稳中有升的态势。其中 2014-2018 年间营收保持平稳，主要系此阶段公司养殖规模较小，而屠宰及饲料业务营收相对稳定。随着公司生猪养殖基地建设资金投入增加，养殖规模逐步扩大。生猪养殖业务业绩的显著提升带动公司营收自 2019 年后大幅增加，2019 年公司营收为 17.33 亿元，同比增加 58.70%。2023Q1-Q3 公司营收 28.69 亿元，较 2022 年同期增加 38.48%。目前生猪、屠宰、饲料构成公司主要板块，2022 年猪养殖产业营收占比约 53%、屠宰产业占比约 26%、饲料产业占比约 17%。

生猪养殖占比提升，公司利润端随猪周期波动明显。公司生猪出栏量从 2017 年的 15.55 万头增长至 2019 年的 39.78 万头；同时生猪价格由 2019 年开始迎来新一轮上升周期，公司生猪出栏量的提升叠加猪价的急剧上升，从而带动公司利润显著增加。2019/2020 年猪周期景气，公司分别实现归母净利润 4.69/11.38 亿元，同比+563.22%/+142.59%；随着

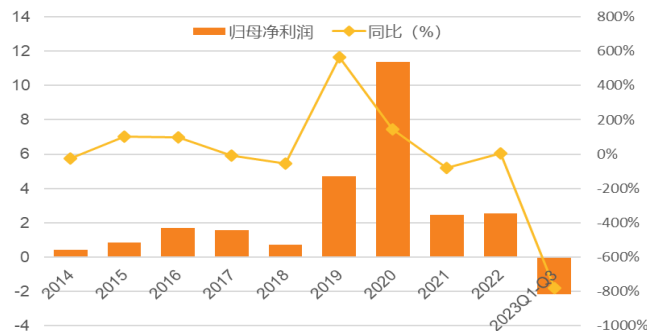
2021-2023 年生猪景气下行，叠加大宗原材料价格大幅上涨，公司利润有所下降，2021、2022、2023Q1-Q3 公司归母净利润分别为 2.45/2.55/-2.17 亿元，同比-78.44%/+4.11%/-781.03%。

图 4：2014~2023Q1-Q3 公司营业收入（亿元）及 YOY (%)



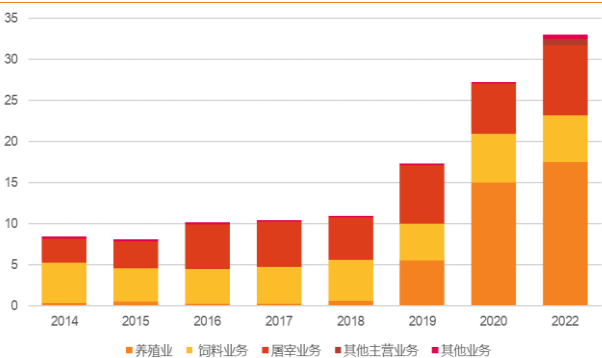
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2014~2023Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及 YOY (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

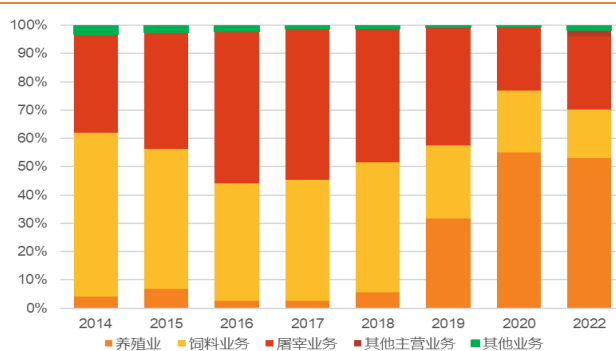
图 6：2014-2022 公司分业务营业收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：2022 年及 2023H1 业务中存在不同业务间抵消，因此未在图中展示

图 7：2014-2022 公司分业务营收占比 (%)

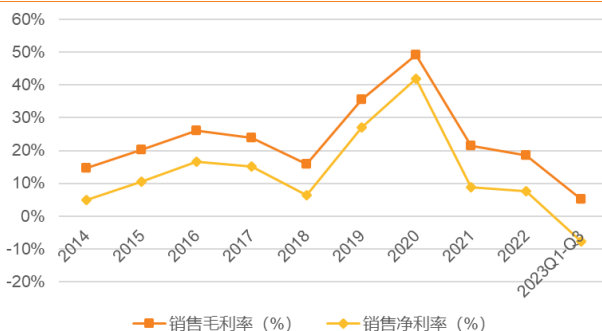


资料来源：wind，天风证券研究所

备注：2022 年及 2023H1 业务中存在不同业务间抵消，因此未在图中展示

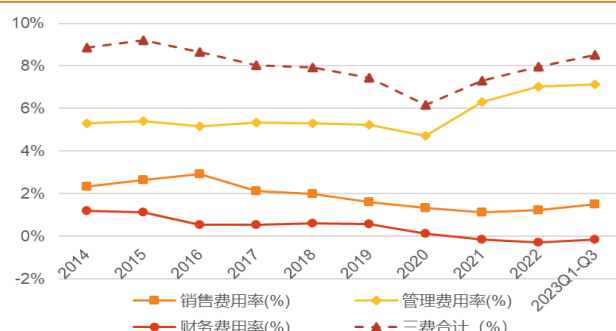
**公司销售及财务费用稳步下降。**2014 年至 2023Q1-Q3，公司销售费用率和财务费用率均呈现稳定下降趋势，其中销售费用率由 2014 年的 2.34% 下降至 2023Q1-Q3 的 1.52%；财务费用率由 2014 年的 1.20% 下降至 2023Q1-Q3 的 -0.13%。管理费用率随着公司 2021 年生猪出栏量增长 59.01% 而从 2020 年的 4.71% 上升至 2021 年的 6.30%。因限制性股权激励摊销费用新增，公司业务规模扩大，折旧费、职工薪酬增加，2022 年管理费用率上升至 7.02%，2023 Q1-Q3 进一步上升至 7.14%。

图 8：2014~2023Q1-Q3 公司毛利率 (%) 及净利率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2014~2023Q1-Q3 三费 (%)



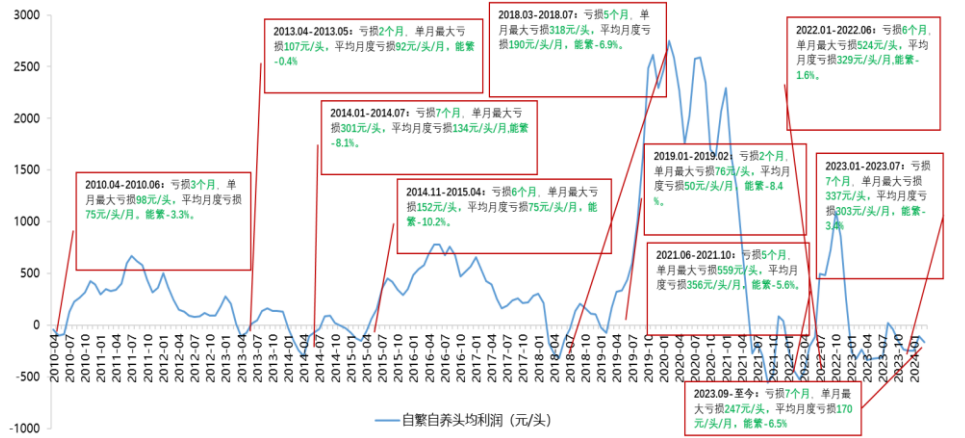
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 产能去化趋势已成，公司产能蓄势待发

### 2.1. 产能去化趋势已成，静待周期反转

**行业亏损时间长，行业资金状况紧张。**从行业自繁自养头均利润的角度来看，行业自2021年6月至今已连续经历3个深度亏损期，2021年6月至2021年10月，期间单月最大亏损559元/头，平均月度亏损356元/头/月，单月及期间平均亏损深度均为历史周期之最。随后短暂盈利2个月后行业便又进入下一轮深度亏损期，其亏损深度仅次于21年。2023年1月-7月生猪养殖行业又出现7个月的深度亏损（历史周期最大亏损时长为7个月），单月最大亏损337元/头，平均月度亏损303元/头/月，其亏损深度较前两轮亏损期并未明显缩小，8月实现小幅盈利后目前再度进入亏损状态，且24年2-3月份行业也继续呈现亏损状态，行业资金情况紧张。

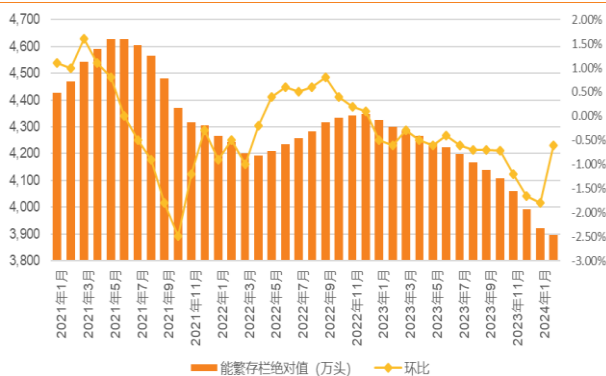
图 10：自繁自养头均盈利（元/头）



资料来源：wind，农业农村部，天风证券研究所

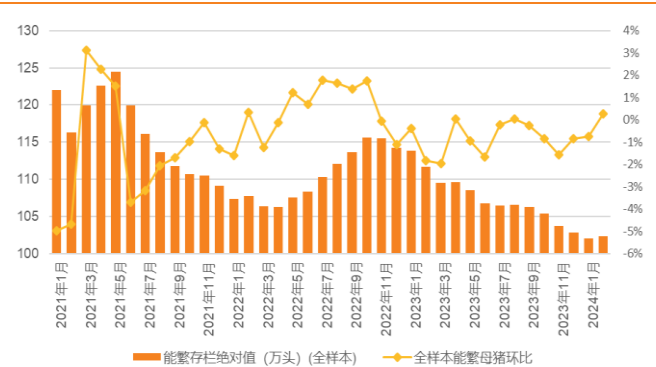
**农业部累计去化幅度已超 21 年，去化趋势已成。**从已有去化幅度看，能繁存栏量创 21 年以来新低。本轮产能去化时间已超一年，农业部/涌益咨询累计去化幅度分别为 10%/12%，能繁存栏量均创 21 年以来新低，与上一轮周期（2021-2022 年）农业部/涌益咨询累计去化幅度 9%/15%相比，已基本接近或者超过当时去化幅度。对标上一轮周期来看，2021-2022 年产能去化幅度支撑了 2022 年周期猪价高点 28 元/kg+，因此我们预计本轮已有产能去化幅度或足以支撑周期反转。

图 11：农业部能繁母猪存栏量（万头，%）



资料来源：wind，农业农村部，天风证券研究所

图 12：涌益咨询能繁母猪存栏量（万头，%）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

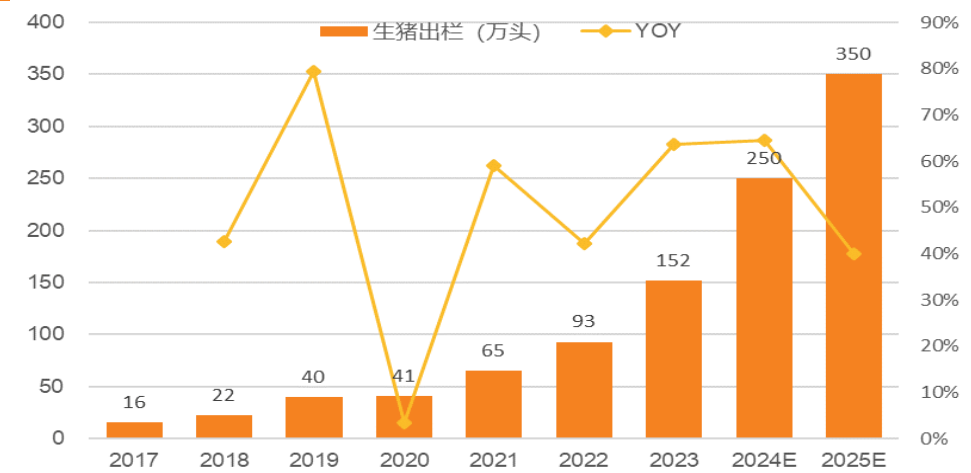
## 2.2. 出栏稳步增长，成本优势明显

为强化公司竞争力，公司开始布局生猪全产业链，在主营业务为饲料加工的基础上，于 2003 年进军生猪养殖行业。依托 PIC 核心种猪资源，公司进一步优化和提升了核心群、扩繁群、商品群三级金字塔式育种体系潜力。建立了以“自繁自养”与“公司+现代化专业农户”两种模式相结合的生猪养殖模式。在产能储备充足的情况下，公司 2024/2025 年的生猪出栏目标分别为 250 万/350 万。依托 PIC 种猪的高性能、产业链一体化的优势以及对猪场的精细化管理，截止 2024 年 1 月，公司生猪养殖的 PSY 控制在 27 左右，蓝耳阴性养殖厂的 PSY 可达 30 以上，当前母猪蓝耳双阴比例已近 70%，从而将养殖成本控制在 16 元/公斤左右。截至 2023 年 12 月，公司养殖完全成本为 15.7 元/kg，2024 年争取将完全成本降至 15 元/公斤。

### 2.2.1. 产能储备充分，出栏稳步增长

**公司养殖板块稳步发展。**2003 年公司开始进军生猪养殖行业，2017 年公司年出栏 16 万头，2018 年国内出现非瘟以来，一大批中小养殖场户退出，产能剧烈缩减，在此阶段，公司依托“外围—厂区—猪群”三位一体的生物安全管理体系，实现了对动物疫病的有效防控，此后几年均实现出栏量的正增长。2023 年公司年出栏生猪 152.04 万头，2017-2023 年间增长近 9 倍，复合增长率为 46.23%。

图 13：公司年度生猪出栏量



资料来源：Wind、农财宝典畜牧版公众号，天风证券研究所

**近几年出栏增速处于行业中上水平。**公司出栏量稳步上升，2021 年并未受猪价快速下行影响而缩减产能。公司 2024/2025 年的出栏目标分别为 250 万/350 万头，22 年至 24 年预估复合增速为 64%，在上市公司中增速处于中上水平。

表 1：主要猪企出栏量及复合增速（万头，%）

公司	出栏量 (万头)			复合增速
	2022A	2023E	2024E	
牧原股份	6120	6382	7300	9%
温氏股份	1791	2626	3100	32%
新希望	1461	1768	1700	8%
天邦食品	442	712	700	26%
傲农生物-归母	389	439	300	-12%
大北农-归母	244	333	440	34%
唐人神	216	371	450	44%
天康生物	203	282	350	31%
新五丰	183	320	500	65%
巨星农牧	153	267	400	62%
金新农	126	105	120	-2%
京基智农	126	185	278	49%
华统股份	120	230	400	82%
神农集团	93	152	250	64%

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

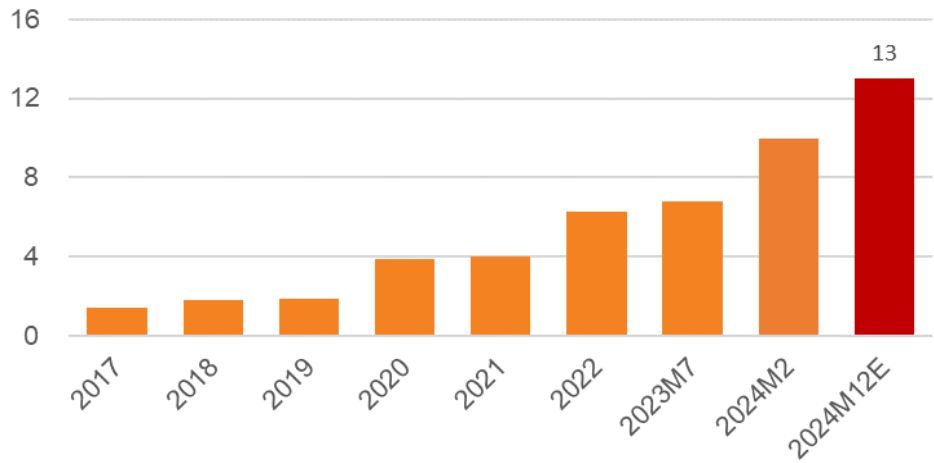
**公司出栏预期稳步增长，有以下几点原因：**

#### 1) 产能储备充足

公司自进入生猪养殖行业的时候就开始养殖 PIC 猪，并于 2021 年从美国引进了 2000 头 PIC 曾祖代纯种种猪，在自有的母猪繁育场内产仔并育肥。截止 2024 年 2 月底，公司母猪存栏近 10 万头，能繁母猪 8.5 万头，24 年年末能繁母猪预计达到近 13 万头。届时约 13 万头的母猪产能足以支持 2025 年 350 万头的出栏目标。

图 14：母猪存栏充足（万头）





资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

### 2) “自繁自养”与“公司+现代化专业农户”共同发展

公司坚持以“自繁自养”与“公司+现代化专业农户”的委托养殖模式并行的生猪养殖模式,在该养殖模式下,有利降低公司资本开支及环保压力。截止 2023 年 10 月,公司已有 70-80 万头的自养育肥场产能,截止 2023 年 11 月,公司代养比例为 65%左右,公司未来代养比例目标为 70%-80%。

### 3) 资产负债率低,资金储备充足。

公司多年以来都采取稳步发展的策略,多年来一直保持着行业领先的资产负债率,2015 年至今均低于行业平均水平,2021 年挂牌上市后,资产负债率进一步下降。截至 2023 年 Q3,公司资产负债率为 22.27%,远低于行业平均 63.68%;公司的现金及现金等价物近 8 亿元,此外公司在 2023 年发布定增预案,预计融资 11.5 亿元,若定增顺利发出,将进一步增加公司资金储备,提高运营能力。

表 2: 猪企资产负债率水平 (%)

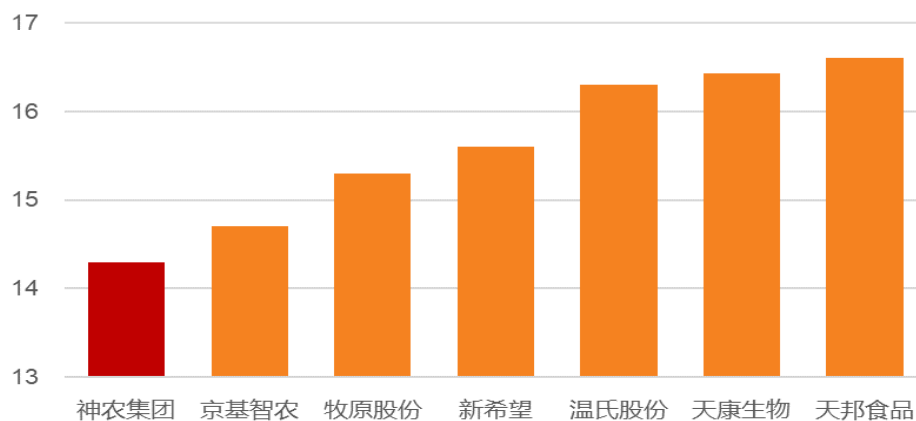
公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
牧原股份	50.17	56.22	47.03	54.07	40.04	46.09	61.30	54.36	59.65
温氏股份	29.65	24.27	31.95	34.06	28.90	40.88	64.10	56.25	60.31
天邦食品	42.79	42.80	31.40	61.52	61.53	43.25	79.93	79.61	87.03
新希望	31.46	31.66	38.20	42.98	49.16	53.06	64.98	68.02	72.76
傲农生物	66.97	65.31	61.96	69.47	73.92	67.52	87.18	81.61	89.41
唐人神	31.83	37.05	35.00	39.48	47.81	42.99	57.88	59.69	64.75
金新农	32.22	42.61	46.85	63.01	50.68	50.33	65.75	68.74	70.53
新五丰	33.17	32.24	28.58	27.13	24.70	32.64	58.74	71.18	70.15
天康生物	37.32	39.78	47.98	61.47	53.70	56.34	54.71	50.08	47.06
<b>神农集团</b>	<b>38.28</b>	<b>32.10</b>	<b>29.29</b>	<b>34.45</b>	<b>27.19</b>	<b>21.42</b>	<b>13.03</b>	<b>14.46</b>	<b>22.27</b>
巨星农牧	49.40	48.07	40.59	38.74	38.35	36.96	44.68	48.85	56.59
<b>平均</b>	<b>40.30</b>	<b>41.10</b>	<b>39.89</b>	<b>47.85</b>	<b>45.09</b>	<b>44.68</b>	<b>59.30</b>	<b>59.35</b>	<b>63.68</b>

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

### 2.2.2. 成本行业领先, 下降空间可观

**公司养殖成本行业领先。**公司 2023 年全年平均养殖成本约为 15 元/公斤,完全成本约 16.2 元/公斤(包含年终奖),较 22 年下降约 0.5 元/公斤;从年初到四季度来看,公司成本不断下降,四季度养殖成本 14.5+元/公斤,完全成本 15.9+元/公斤(包含年终奖),11 月和 12 月的养殖成本均为 14.3+元/公斤,公司生产管理 & 成本控制效果明显,养殖成本持续下降,公司 2024 年 1-2 月平均完全成本 14.7 元/公斤,生产成本 13.8 元/公斤,仔猪断奶成本约 330+元/头。

图 15：主要猪企养殖成本（元/kg）



资料来源：Wind，天风证券研究所

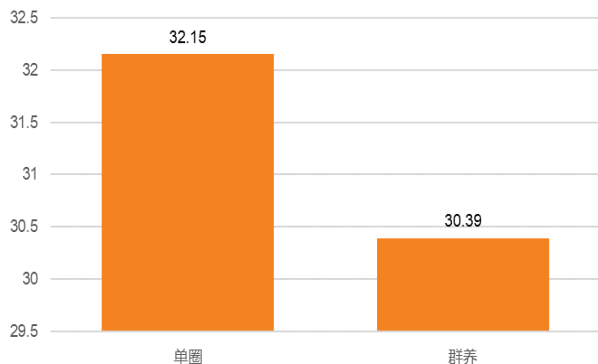
备注：神农集团截止至 2023 年 12 月（养殖成本）；京基智农截止至 2023 年 12 月（养殖成本）；牧原股份截止至 2023 年 12 月（完全成本）；温氏股份截止至 2023 年 4 季度（综合成本）；新希望截止至 2023 年 12 月（运营场线成本）；天康生物截止至 2023 年 9 月（完全成本）；天邦食品截止至 2023 年 4 季度（育肥成本）。

公司成本行业领先原因有以下几点：

1) 高性能种猪提高生猪养殖效率。

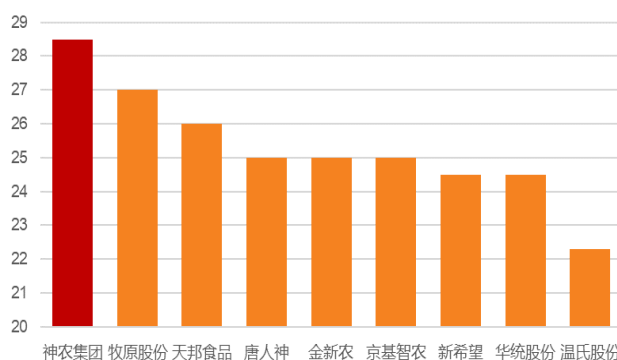
**PIC 种猪性能优势明显。** 依托 PIC 国际育种公司（全球最大种猪育种公司）资源，公司分别于 2017 年、2021 年两次从美国 PIC 核心种猪群引进 PIC 曾祖代核心种猪，助力公司进一步优化和提升了核心群、扩繁群、商品群三级金字塔式育种体系潜力。PIC 猪种生产性能较好，适合工厂化养殖，截止 2023 年 11 月，公司 PSY 为 28.5，其中蓝耳阴性场的 PSY 可达 30 以上，远远领先于行业内的其他公司。

图 16：PIC 旗下康贝尔母猪 PSY



资料来源：PIC 官网，天风证券研究所

图 17：主要猪企 psy 水平



资料来源：Wind、天风证券研究所

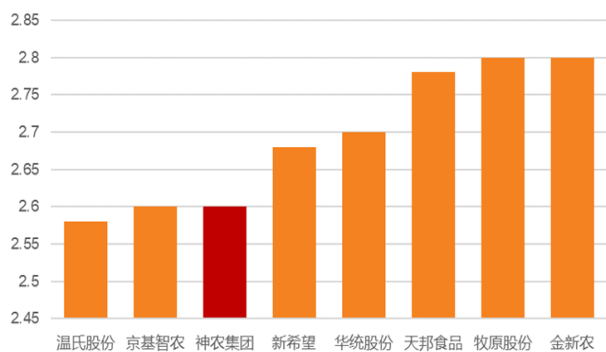
备注：神农集团截止至 2023 年 11 月；牧原股份截止至 2023 年 10 月；天邦食品截止至 2023 年 5 月；唐人神截止至 2023 年 8 月；金新农截止至 2023 年 2 月；京基智农截止至 2023 年 10 月；新希望截止至 2023 年 12 月；华统股份截止至 2023 年 10 月；温氏股份截止至 2023 年 11 月。

2) 饲喂体系先进&产能结构性变化

一方面公司养殖生猪所用饲料均为自主生产，始终坚持使用高标准的饲料原料，严格控制饲料原料采购，在原料入厂前经过 100% 抽样检验合格；品管部门不断加强对质量过程的管理，对饲料生产车间的环境及工艺流程进行实时检查，并对每批次饲料质量进行抽样分析。同时公司精细化管理饲料配方，研制出 SNP 系列专业猪场饲料，满足公猪、母猪、育肥猪生产及全生长周期的营养需要。育肥阶段 SNP 系列专业猪场饲料分为多种型号，匹配不同生长阶段的猪只，为不同日龄和体重的猪只提供全面的营养供给，进一步提升规模化养殖效率。猪舍中装配的自动饲喂系统能够根据设定每日定时定量地向料槽中传送饲料，保障猪只科学、规律地摄入营养。科学喂养情况下，公司料肉比低于行业，截止 2023 年 10 月，公司料肉比 2.6，处于行业领先地位。

此外目前公司积极向两广地区拓展产能，在公司中长期 500 万头出栏规划中，云南 300 万头、广西 100 万头、广东 100 万头。因两广地区临近港口，饲料原材料价格相较云南地区更为便宜，因此随着后续两广地区产能逐步增加，公司预计将带动公司整体饲料成本下降（截止 2023 年 7 月，广西地区饲料造肉成本比云南低 0.5-0.6 元/kg）。

图 18：主要猪企料肉比



资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：温氏股份截止至 2023 年 11 月；京基智农截止至 2023 年 10 月；神农集团截止至 2023 年 10 月；新希望截止至 2023 年 12 月；华统股份截止至 2023 年 10 月；天邦食品截止至 2023 年 5 月；牧原股份截止至 2023 年 12 月；金新农截止至 2023 年 2 月。

图 19：公司现有产能分布



资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 3) 注重生物安全防控

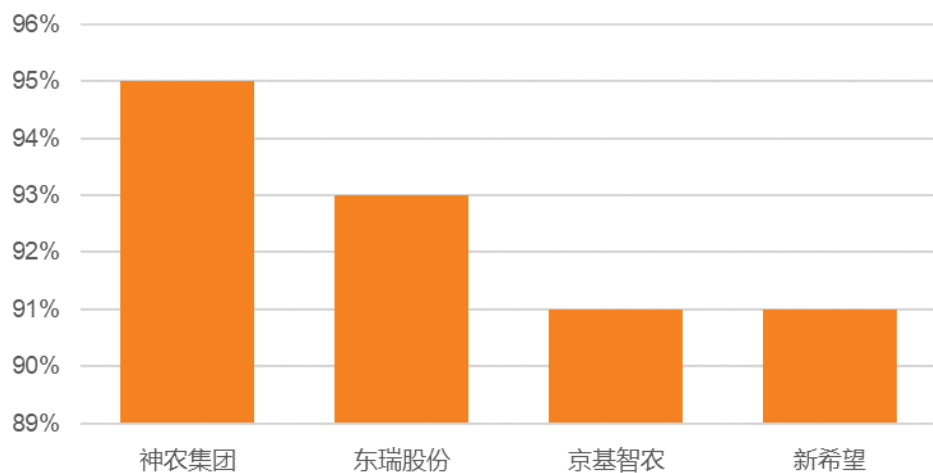
**科学选址。**在养殖场选址方面，公司参考 PIC 生物安全干点评分体系进行科学选址，并就场址征询 PIC 公司专家的建议，为养殖环境安全奠定了坚实基础。PIC 生物安全干点评分体系通过对场址周边的天然屏障（如山岭、沟壑、树林等）、气候条件、人员聚集区、公共道路、养殖及屠宰设施等外界条件进行系统分析，全面识别场址周围的生物安全风险点，选择生物安全条件突出的地点建设养殖场。

**先进猪场。**公司引入国际先进的猪场设计和管理理念，建成了符合环保和产品安全要求的规模化、现代化、生物安全化的生猪养殖场。公司采用现代化的全漏粪地板、自动环境控制系统、自动饲喂系统等养殖设备，改善了猪舍内温度、光照、空气质量、饮水等环境条件，从根本上为猪只的健康提供了保证。

**严格防控。**公司坚持“疫病防控永不松懈”的原则，持续加强生物安全管控团队、猪场相关负责人员的业务培训，提升技术素养、管理能力；公司针对生物安全管控要求进一步优化员工考核体系，提升员工防范和排查疫病风险的积极性。

2023 年公司蓝耳双阴比例占到 60%，截止 2023 年 Q1，公司动保费用仅 0.4 元/kg。此外育肥存活率高达 95%（截止 2023 年 11 月）。

图 20：主要猪企育肥存活率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：神农集团截止至 2023 年 11 月；东瑞股份截止至 2023 年 7 月；京基智农截止至 2023 年 9 月；新希望截止至 2023 年 12 月。

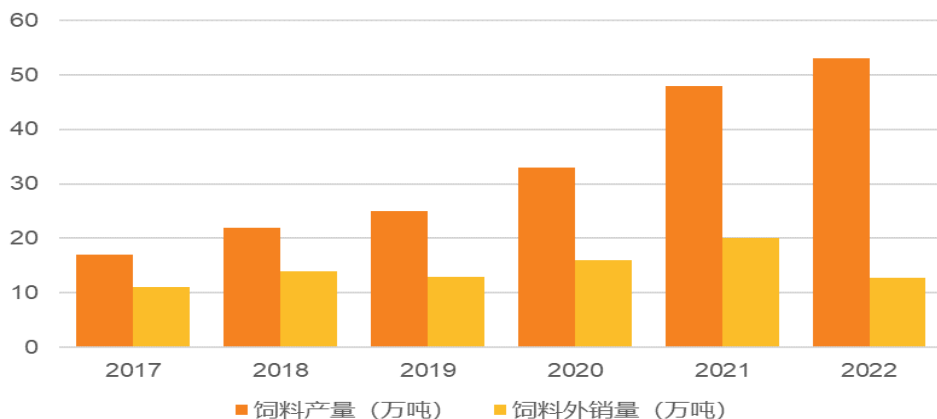
## 3. 上下游拓展，打造产业链一体化龙头

### 3.1. 饲料稳扎稳打，自用基础上对外拓展

公司饲料业务板块的饲料产品在满足生猪养殖业务饲料需求的同时，对外销售猪用配合

料、猪用浓缩料、少量禽饲料、少量牛饲料等。公司拥有预混料、浓缩料、全价配合饲料三大类别，包括教槽料、保育料、中大肥猪料、种猪料全程产品，主要品牌有“SNP”、“东方红”及“福牌”等系列。公司充分发挥集团产业链优势和加大研发投入，推动饲料提高市占率和增强产品核心竞争力。针对新冠疫情以来的饲料主要原材料价格上涨，公司持续抓好生产管理，加大研发投入来控制成本；根据散养户逐步退出的市场变化情况，公司饲料营销策略逐渐从以前的“销售”转型为“提供专业化养猪服务”，加大规模场开发力度，从而调整客户结构、提升饲料销量。

图 21：公司饲料销量连年上升（万吨）



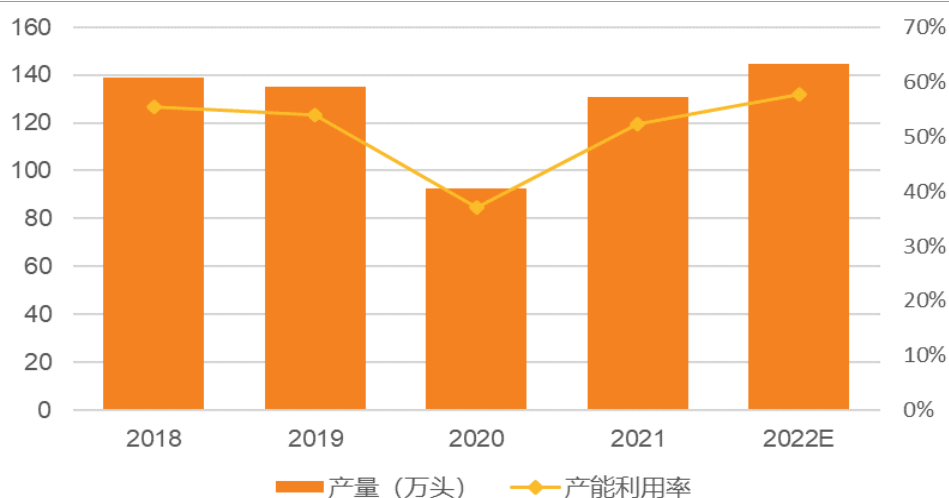
资料来源：农财宝典畜牧版公众号，公司公告，天风证券研究所

**内供饲料比例稳步提升。**2022 年全年生产 53 万吨饲料，其中外销 13 万吨、外销占比 24%，远低于 2017 年 65%的饲料外销比例，公司生猪养殖板块的发展能带动饲料板块的提升，目前饲料板块产能超过 100 万吨，现有广西区域养殖配套的一个饲料厂在建、云南石林幼龄动物饲料厂在建，公司预计 24 年年底饲料板块产能将超过 150 万吨。

### 3.2. 屠宰量稳中有增，食品端积极尝试

**生猪屠宰：**公司于 2005 年进军生猪屠宰行业，并于 2008 年建成投产年屠宰 200 万头的产能，目前公司有屠宰产能 250 万头，主要集中在昆明和曲靖，预计未来还会在陆良新建一个 50 万头产能屠宰场。公司的白条猪肉、分割肉等产品已覆盖云南、上海、深圳等区域，23 年上半年公司屠宰量 84.26 万头，同比增长 15.94%。我们预计公司屠宰量或将逐年稳步增长。

图 22：屠宰产能利用率常年保持 50%以上



资料来源：农财宝典畜牧版公众号，天风证券研究所

**食品加工：**目前公司已完成深加工业务组织团队搭建，初期 5 系列 20 多个品项产品正式推向市场，后期进一步强化市场产品调研反馈、新产品技术研发与开发、传统市场流通渠道拓展、打通线上线下交易渠道，集团全产业链优势协同赋能，未来食品深加工业务将成为公司新业务增长点。公司深加工板块目前产能为 2.4 万吨，分为猪肉和魔芋两条生产线，公司计划未来两到三年达到满产实现盈利。

图 23：公司“慢慢不慢”真鲜肉香肠系列产品



资料来源：时代财经、天风证券研究所

## 4. 盈利预测

### 1) 生猪养殖业务：

**猪价：**目前全国猪价仍处于成本线以下，且春节后为传统需求淡季，近期猪价或呈偏弱走势。而下半年需求呈增长趋势，且 23 年行业产能持续去化或带动 10 个月后供应量持续减少，其影响或在下半年供应端加速体现，因此猪价或迎来趋势性上涨。2024 年行业或仍处于高盈利状态，预计 2024 年全年均价相较 2023 年或有明显提升。同时考虑到猪病导致行业复养难度加大&行业需要优先降低资产负债率进而延缓补栏进度，因此 2025 年均价或同比小幅下降。

**成本：**截止 2023 年四季度，公司养殖成本 14.5+元/公斤，完全成本 15.9+元/公斤（包含年终奖）。鉴于神农集团生产效率持续提高，预计 2024/2025 年公司完全成本将持续处于下行通道。

**出栏量：**截止 2023 年 1 月，公司母猪存栏近 10 万头，能繁母猪 8 万多头，24 年年末能繁母猪预计达到近 13 万头，根据公司经营计划，公司 2024-2025 年生猪出栏量预计分别为 250/350 万头；

**2) 屠宰业务：**屠宰板块目前有 250 万头的产能（截止 2024 年 1 月），预计新建 50 万头产能屠宰场。鉴于 22 年及 23H1 公司屠宰量分别为 144/84 万头，假设公司 2024-2025 年屠宰量分别为 200/230 万头；

**3) 其他业务：**预计公司饲料板块及其他板块保持稳定，盈亏平衡。

预计 2024-2025 年，公司实现收入 83.49/105.54 亿元，同增 81.24%/26.40%，预计实现归母净利润 11.45/17.08 亿元，对应 EPS2.18/3.25 元。

表 3：业绩拆分情况

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	33.04	46.07	83.49	105.54
总 营业收入（亿元）	26.93	44.48	66.08	81.27
计 毛利（亿元）	6.11	1.59	17.42	24.27
毛利率（%）	18.50%	3.45%	20.86%	23.00%
生 收入（亿元）	17.50	26.36	54.28	72.86
猪 成本（亿元）	13.61	27.35	40.47	52.61
养 毛利（亿元）	3.89	-0.99	13.82	20.25
殖 毛利率（%）	22.23%	-3.77%	25.45%	27.79%

	收入 (亿元)	8.58	10.20	16.00	16.10
食品	成本 (亿元)	7.11	8.50	14.00	13.80
	毛利 (亿元)	1.47	1.70	2.00	2.30
	毛利率(%)	17.13%	16.67%	12.50%	14.29%
	收入 (亿元)	5.70	8.00	11.40	14.40
饲料	成本 (亿元)	5.02	7.20	9.90	12.80
	毛利 (亿元)	0.68	0.80	1.50	1.60
	毛利率(%)	11.93%	10.00%	13.16%	11.11%
	收入 (亿元)	1.26	1.51	1.81	2.18
其他	成本 (亿元)	1.19	1.43	1.71	2.06
	毛利 (亿元)	0.07	0.08	0.10	0.12
	毛利率(%)	5.56%	5.56%	5.56%	5.56%

资料来源: wind, 天风证券研究所

给予“买入”评级。基于: 1) 本轮产能累计去化时间超 1 年, 已有产能去化幅度或足以支撑大周期反转; 2) 公司 24 年 1-2 月完全成本 14.7 元/kg, 处于行业领先地位; 3) 公司 24/25 年预计生猪出栏量为 250/350 万头, 出栏量稳步增长; 4) 公司资金储备充足。公司基本面优势突出, 向上空间显著, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1、猪价不达预期: 猪价受供需格局的影响, 对公司的盈利起到重要作用, 若行业产能去化不达预期, 猪价或低于预期, 从而导致公司利润不达预期。
- 2、公司出栏不达预期: 出栏量不及预期。若因疫情变化、国家政策变化或价格变动等因素的影响, 导致公司养殖扩张节奏发生变化, 从而导致公司未来的生猪出栏量不达预期, 公司未来的高成长性或将受到影响。
- 3、非洲猪瘟疫情风险: 非洲猪瘟疫情持续存在, 虽然公司在非瘟疫情防控方面已经取得了显著的成果, 但是若后续疫情进一步加剧, 公司或因疫情损失, 对公司经营造成影响。
- 4、成本下降不达预期: 公司养殖成本下降趋势虽然随着产能利用率的提升、生产经营指标提升而下降, 但在饲用原材料价格上涨背景下, 成本有可能下降不及预期。
- 5、测算具有主观性风险: 鉴于对于公司业绩预测存在部分主观假设, 或存在与最终公司实际情况存在出入的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,080.17	995.70	432.75	685.08	1,408.28
应收票据及应收账款	37.91	27.35	38.57	102.51	76.75
预付账款	64.55	154.72	464.29	342.10	586.12
存货	812.69	1,082.13	1,822.03	2,550.62	2,917.19
其他	714.47	214.47	55.39	197.52	126.69
<b>流动资产合计</b>	<b>2,709.79</b>	<b>2,474.37</b>	<b>2,813.04</b>	<b>3,877.84</b>	<b>5,115.03</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,586.44	2,041.43	2,044.11	1,956.65	1,814.76
在建工程	309.78	303.78	176.89	113.45	81.72
无形资产	128.10	126.28	121.80	117.31	112.83
其他	435.70	523.39	362.48	428.45	422.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,460.02</b>	<b>2,994.89</b>	<b>2,705.28</b>	<b>2,615.86</b>	<b>2,431.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,169.81</b>	<b>5,469.26</b>	<b>5,518.32</b>	<b>6,493.70</b>	<b>7,546.78</b>
短期借款	33.04	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	338.86	375.05	818.65	975.80	1,205.17
其他	148.09	232.47	263.13	389.18	400.98
<b>流动负债合计</b>	<b>519.99</b>	<b>607.53</b>	<b>1,081.78</b>	<b>1,364.98</b>	<b>1,606.15</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.34	171.32	114.64	143.77	143.24
<b>非流动负债合计</b>	<b>145.34</b>	<b>171.32</b>	<b>114.64</b>	<b>143.77</b>	<b>143.24</b>
<b>负债合计</b>	<b>673.60</b>	<b>790.82</b>	<b>1,196.42</b>	<b>1,508.74</b>	<b>1,749.39</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.23	524.30	525.04	525.04	525.04
资本公积	2,063.46	2,022.27	2,022.27	2,022.27	2,022.27
留存收益	2,032.53	2,187.85	1,793.25	2,462.52	3,283.25
其他	0.00	(55.97)	(18.66)	(24.88)	(33.17)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,496.21</b>	<b>4,678.45</b>	<b>4,321.90</b>	<b>4,984.95</b>	<b>5,797.39</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,169.81</b>	<b>5,469.26</b>	<b>5,518.32</b>	<b>6,493.70</b>	<b>7,546.78</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	245.29	255.38	(394.60)	1,145.27	1,708.18
折旧摊销	185.96	224.90	278.70	305.39	328.10
财务费用	9.35	6.82	(11.29)	(8.84)	(16.55)
投资损失	(16.49)	(7.29)	(9.53)	(9.53)	(10.71)
营运资金变动	(174.82)	(346.57)	(465.45)	(570.52)	(267.65)
其它	336.57	189.85	(140.09)	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>585.86</b>	<b>323.10</b>	<b>(742.25)</b>	<b>861.77</b>	<b>1,741.37</b>
资本支出	779.20	638.62	206.68	120.87	150.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,370.88)	(960.85)	(66.97)	(261.34)	(289.81)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,591.68)</b>	<b>(322.23)</b>	<b>139.71</b>	<b>(140.47)</b>	<b>(139.29)</b>
债权融资	(124.15)	(17.60)	1.53	13.26	16.86
股权融资	1,891.32	(104.40)	38.06	(482.22)	(895.74)
其他	35.20	(16.72)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,802.38</b>	<b>(138.72)</b>	<b>39.59</b>	<b>(468.96)</b>	<b>(878.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>796.55</b>	<b>(137.86)</b>	<b>(562.95)</b>	<b>252.34</b>	<b>723.20</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,779.46</b>	<b>3,304.48</b>	<b>4,606.75</b>	<b>8,349.45</b>	<b>10,554.04</b>
营业成本	2,182.35	2,692.52	4,447.67	6,607.87	8,126.84
营业税金及附加	7.65	8.78	12.73	22.07	28.54
销售费用	31.94	40.56	47.45	112.72	147.76
管理费用	175.15	232.13	330.76	375.73	482.32
研发费用	28.30	23.06	35.93	64.29	58.05
财务费用	(3.58)	(9.18)	(11.29)	(8.84)	(16.55)
资产/信用减值损失	(107.17)	(56.98)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.38	(2.13)	(140.09)	0.00	0.00
投资净收益	16.49	7.29	9.53	9.53	10.71
其他	170.96	97.69	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>275.98</b>	<b>270.75</b>	<b>(387.07)</b>	<b>1,185.14</b>	<b>1,737.79</b>
营业外收入	15.07	0.55	6.30	7.31	4.72
营业外支出	30.64	19.34	20.41	23.46	21.07
<b>利润总额</b>	<b>260.41</b>	<b>251.96</b>	<b>(401.18)</b>	<b>1,168.99</b>	<b>1,721.44</b>
所得税	15.11	(3.42)	(6.58)	23.72	13.26
<b>净利润</b>	<b>245.29</b>	<b>255.38</b>	<b>(394.60)</b>	<b>1,145.27</b>	<b>1,708.18</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>245.29</b>	<b>255.38</b>	<b>(394.60)</b>	<b>1,145.27</b>	<b>1,708.18</b>
每股收益(元)	0.47	0.49	(0.75)	2.18	3.25

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.02%	18.89%	39.41%	81.24%	26.40%
营业利润	-76.03%	-1.89%	-242.96%	-406.19%	46.63%
归属于母公司净利润	-78.44%	4.11%	-254.51%	-390.24%	49.15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.48%	18.52%	3.45%	20.86%	23.00%
净利率	8.83%	7.73%	-8.57%	13.72%	16.19%
ROE	5.46%	5.46%	-9.13%	22.97%	29.46%
ROIC	15.04%	11.15%	-12.88%	32.55%	43.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.03%	14.46%	21.68%	23.23%	23.18%
净负债率	-22.91%	-20.79%	-9.70%	-13.39%	-23.98%
流动比率	5.13	3.99	2.60	2.84	3.18
速动比率	3.59	2.25	0.92	0.97	1.37
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	120.22	101.28	139.77	118.36	117.75
存货周转率	4.05	3.49	3.17	3.82	3.86
总资产周转率	0.69	0.62	0.84	1.39	1.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	0.49	-0.75	2.18	3.25
每股经营现金流	1.12	0.62	-1.41	1.64	3.32
每股净资产	8.56	8.91	8.23	9.49	11.04
<b>估值比率</b>					
市盈率	81.57	78.35	-50.71	17.47	11.71
市净率	4.45	4.28	4.63	4.01	3.45
EV/EBITDA	20.53	19.22	-160.69	12.76	8.88
EV/EBIT	27.88	30.22	-48.27	16.08	10.57

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com