

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

买入

核心观点

优质生猪养殖标的，2024Q1 生猪养殖板块整体实现盈利。公司 2023 年营收 38.91 亿元，同比+17.76%，归母净利润-4.01 亿元，同比-257.04%；生猪出栏 152.04 万头，同比增长 63.65%；屠宰生猪 176.56 万头，同比增长 22.23%。公司 2024Q1 营收 10.82 亿元，同比+20.28%，归母净利润-0.04 亿元，同比+96.63%；生猪出栏 49.69 万头（其中，商品猪 47.97 万头），同比+40.96%。从 2024Q1 净利拆分来看，预计生猪养殖整体盈利接近 1000 万元，其中，由于 3 月末猪价回升，养殖转销转回约 8500 万元，另外，屠宰及食品深加工、饲料、总部费用等有所亏损。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，头均收益处于行业领先。

养殖成本表现优异，位于行业第一梯队。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生猪屠宰业务。2023 年公司养殖、屠宰、饲料收入占比分别为 53.83%、31.65%、12.81%。目前公司养殖业务主要分布在云南和广西两省。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，公司 2023 年以来养殖成本持续下降，2024Q1 完全成本降至 14.5+元/公斤左右，仔猪断奶成本达到 330+元/头，位列行业第一梯队。公司今年完全成本目标进一步下降，其在管理模式、人才储备、满负荷运营、原料采购等方面准备充分，对达成预期目标充满信心。

2025 年出栏目标 350 万头，养殖产能稳步放量。截至 2024Q1 末，公司能繁母猪数量约 9 万头；PSY 年平均水平约 27.2 头。随着在建猪场年内陆续完工投产，预计 2024 年末母猪存栏规模可达 13 万头。公司 2024-2025 年出栏目标分别为 250、350 万头，有望继续保持高速增长。同时公司资金安全垫较高，截至 2024Q1 末，拥有货币资金 6.09 亿元，较 2023 年末增加 11.9%；资产负债率仅 29.53%，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：优质生猪养殖先锋标的，维持“买入”。公司养殖成本稳步改善，目前已降至原有盈利预测假设的 2024 年成本以下，因此我们下调 2024 年成本假设，相应上调 2024 年盈利预测；此外，考虑到远期猪价波动具有不确定性，出于保守谨慎原则，对原有 2025 年猪价假设进行下调，相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测。综上，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 6.6/12.4/12.0 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利润分别为 3.95/20.15 亿元），对应当前股价 PE 为 29/15/16 X。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,304	3,891	6,522	7,999	9,153
(+/-%)	18.9%	17.8%	67.6%	22.6%	14.4%
净利润(百万元)	255	-401	656	1237	1204
(+/-%)	4.1%	-	263.6%	88.6%	-2.7%
每股收益(元)	0.49	-0.76	1.25	2.36	2.29
EBIT Margin	9.3%	-5.5%	8.2%	13.9%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	5.5%	-9.6%	14.0%	21.8%	18.2%
市盈率 (PE)	74.1	-47.2	28.9	15.3	15.7
EV/EBITDA	37.5	219.1	25.3	14.6	14.1
市净率 (PB)	4.04	4.52	4.04	3.34	2.86

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

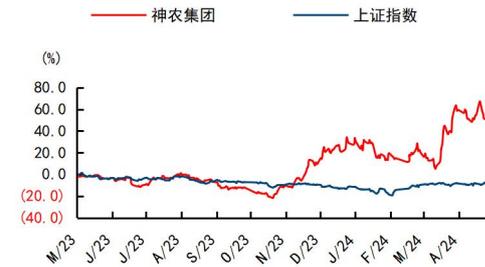
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	36.14 元
总市值/流通市值	18975/2442 百万元
52 周最高价/最低价	40.74/18.60 元
近 3 个月日均成交额	137.51 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) -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
《神农集团 (605296.SH) -2022 年报及 2023 一季报点评：养殖生产成绩表现优异，生猪出栏有望稳步扩张》——2023-04-30

优质生猪养殖标的，2024Q1 生猪养殖板块整体实现盈利。公司 2023 年营收 38.91 亿元，同比+17.76%，归母净利-4.01 亿元，同比-257.04%；生猪出栏 152.04 万头，同比增长 63.65%；屠宰生猪 176.56 万头，同比增长 22.23%。公司 2024Q1 营收 10.82 亿元，同比+20.28%，归母净利-0.04 亿元，同比+96.63%；生猪出栏 49.69 万头（其中，商品猪 47.97 万头），同比+40.96%。从 2024Q1 净利拆分来看，预计生猪养殖整体盈利接近 1000 万元，其中，由于 3 月末猪价回升，养殖转销转回约 8500 万元，另外，屠宰及食品深加工、饲料、总部费用等有所亏损。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，头均收益处于行业领先。

图1：神农集团营业收入及增速（单位：百万元、%）



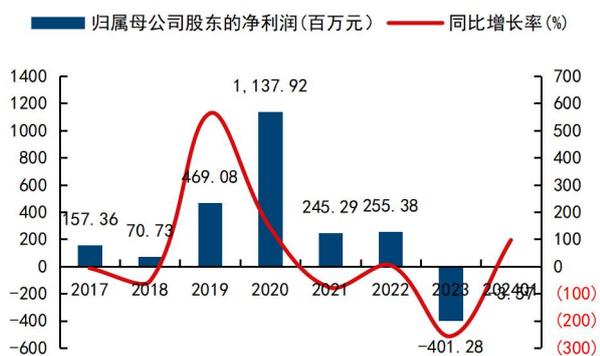
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神农集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



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（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

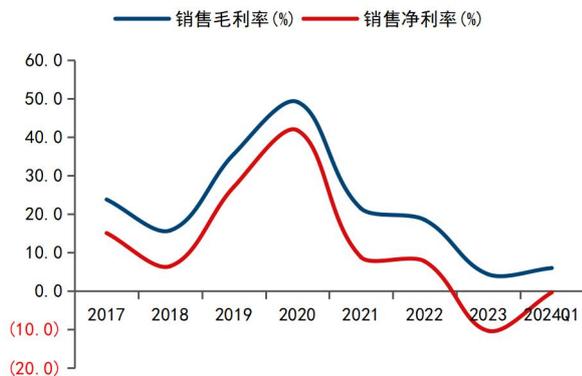
图4：神农集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

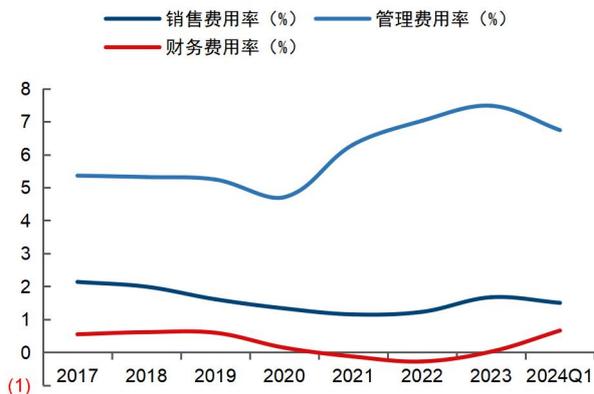
毛利率随生猪价格周期波动，销售费用率上升明显。2024Q1 公司销售毛利率为 6.00%，同比+4.9pct；销售净利率为-0.33%，同比+11.49pct；2024Q1 盈利水平同比上升。另外，2024Q1 公司费用率整体保持稳定，销售费用率达 1.5%（同比+0.09pct），管理费用率 6.74%（同比-0.4pct），财务费用率 0.66%（同比+1.09pct）。

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

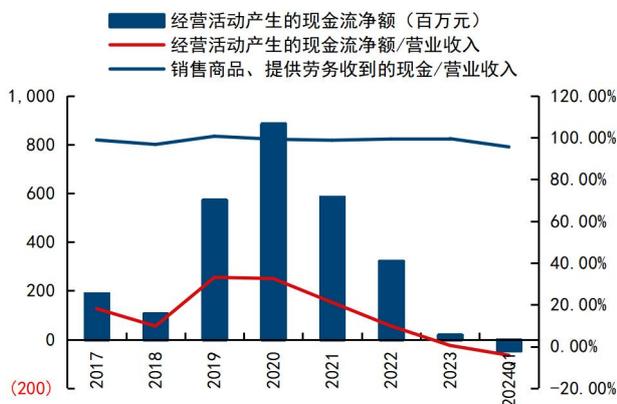
图6: 神农集团费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流收缩明显, 应收及存货周转率小幅提升。2024Q1 公司经营性现金流净额-0.46 亿元 (同比+78.83%), 经营性现金流净额占营业收入比例为-4.25% (同比+82.37%), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 95.56% (同比+0.75pcts), 现金流状况受下游养殖行情低迷影响而整体承压明显。在主要流动资产周转方面, 2024Q1 公司应收周转天数达 9.22 天 (同比+129.93%), 存货周转天数达 117.37 天 (同比-0.12%)。

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

考虑到公司 2023 年成本控制管理优秀, 叠加今年以来饲料原材料价格同比降幅较大, 预计 2024 年养殖成本有望继续实现较好下降, 因此我们上调此前对于公司 2024 年的盈利预测, 此外, 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原有 2025 年猪价假设进行下调, 相应的下调此前对于公司 2025 年的盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 6.6/12.4/12.1 亿元 (原预计 2024-2025 年归母净利润分别为 4.0/20.2 亿元)。公司的盈利预测调整主要来源于对 2024-2025 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:

公司的盈利预测调整主要来源于对于未来猪价预期有所调整, 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，我们预计公司 2024-2026 年的生猪出栏量分别为 250 万头、300 万头、350 万头。成本方面，考虑到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。售价方面，公司未来将以肥猪出栏为主，依照我们对行业判断，分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪销售价格 16.8 元、17.7 元、16.7 元的预期（云南省内猪价通常要比全国均价略低，此前预期 2024-2025 年公司每公斤商品猪销售价格分别为 16.8 元、21.7 元）。最终我们预计公司生猪养殖业务 2024-2026 年营收为 42.3/51.0/55.5 亿元，同比增速为 102%/21%/9%；2024-2026 年毛利率为 19.35%/26.10%/23.24%。

屠宰业务：近年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。考虑到猪价在 2024 年有望景气回升，屠宰收入有望同步受益，因此我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 40%/35%/30%，毛利率分别为 13%/16%/18%。

饲料业务：由于公司生猪业务快速发展，自供饲料量增加，外销饲料业务增速收缩，我们预计 2024-2026 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，及下游养殖盈利回暖有所增长，预计 2024-2026 年毛利率分别为 13.6%/14.0%/13.8%。

其他业务：公司其他业务为养殖链附属业务，非公司发展重心，预计 2024-2026 年其他业务收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率亦基本保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 4%/4%/4%。

表1: 神农集团业务拆分

单位: 亿元, %	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
养殖业						
收入	15.27	17.50	20.95	42.30	50.98	55.49
同比	2%	15%	20%	102%	21%	9%
毛利	3.11	3.89	0.16	8.19	13.31	12.90
毛利率(%)	20.40	22.22	0.77	19.35	26.10	23.24
屠宰业						
收入	8.61	8.58	12.32	17.25	23.28	30.27
同比	40%	0%	44%	40%	35%	30%
毛利	1.21	1.47	0.58	2.24	3.73	5.45
毛利率(%)	14.03	17.15	5.03	13.00	16.00	18.00
饲料业						
收入	17.48	5.70	4.98	5.23	5.39	5.49
同比	193%	-67%	-13%	5%	3%	2%
毛利	1.73	0.68	0.68	0.71	0.75	0.76
毛利率(%)	9.88	11.90	13.58	13.60	14.00	13.80
其他业务						
收入	2.09	1.26	1.07	1.12	1.18	1.24
同比	1293%	-40%	-15%	5%	5%	5%
毛利	0.15	0.08	0.05	0.04	0.05	0.05
毛利率(%)	7%	6%	5%	4%	4%	4%
合计						
收入	27.79	33.04	39.32	65.90	80.83	92.49
同比	2.0%	18.9%	19.0%	67.6%	22.6%	14.4%
毛利	5.97	6.12	1.47	11.18	17.83	19.15
毛利率(%)	21.48%	18.52%	3.73%	16.97%	22.06%	20.71%

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 2024–2026 年的公司整体营收分别为 62.6/73.1/78.5 亿元，同比增速为 59.1%/16.8%/7.5%，毛利率 19.4%/25.5%/23.3%，毛利为 12.1/18.6/18.3 亿元。

表2: 神农集团未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3891	6522	7999	9153
营业成本	3721	5415	6234	7257
销售费用	65	89	93	102
管理费用	291	435	502	572
研发费用	19	31	36	40
财务费用	1	30	31	4
营业利润	(388)	672	1245	1215
利润总额	(403)	658	1240	1207
归属于母公司净利润	(401)	656	1237	1204
EPS	-0.76	1.25	2.36	2.29
ROE	-9.6%	14.0%	21.8%	18.2%

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 2024–2026 年归属母公司净利 6.6/12.4/12.0 亿元，每股收益分别为 1.25/2.36/2.29 元。

投资建议

优质生猪养殖先锋标的，维持“买入”。公司养殖成本稳步改善，目前已降至原有盈利预测假设的 2024 年成本以下，因此我们下调 2024 年成本假设，相应上调 2024 年盈利预测；此外，考虑到远期猪价波动具有不确定性，出于保守谨慎原则，对原有 2025 年猪价假设进行下调，相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测。综上，我们预计公司 24–26 年归母净利润为 6.6/12.4/12.0 亿元（原预计 2024–2025 年归母净利分别为 3.95/20.15 亿元），对应当前股价 PE 为 29/15/16 X。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	996	544	550	620	1237	营业收入	3304	3891	6522	7999	9153
应收款项	85	127	179	263	276	营业成本	2693	3721	5415	6234	7257
存货净额	1082	1286	1964	2384	2853	营业税金及附加	9	11	18	20	23
其他流动资产	172	95	220	294	290	销售费用	41	65	89	93	102
流动资产合计	2474	2053	2913	3562	4657	管理费用	232	291	435	502	572
固定资产	2345	2824	3558	4194	4656	研发费用	23	19	31	36	40
无形资产及其他	126	124	120	116	112	财务费用	(9)	1	30	31	4
投资性房地产	523	703	703	703	703	投资收益	7	9	15	16	19
长期股权投资	0	0	0	1	3	资产减值及公允价值变动	42	159	153	147	42
资产总计	5469	5705	7294	8577	10131	其他收入	(119)	(357)	(31)	(36)	(40)
短期借款及交易性金融负债	23	376	898	352	24	营业利润	271	(388)	672	1245	1215
应付款项	375	491	771	872	1010	营业外净收支	(19)	(15)	(14)	(5)	(8)
其他流动负债	221	225	381	1038	1831	利润总额	252	(403)	658	1240	1207
流动负债合计	619	1093	2051	2262	2865	所得税费用	(3)	(2)	2	2	4
长期借款及应付债券	0	235	315	365	345	少数股东损益	0	0	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	171	179	239	270	303	归属于母公司净利润	255	(401)	656	1237	1204
长期负债合计	171	413	553	634	647	现金流量表 (百万元)					
负债合计	791	1507	2604	2896	3512	净利润	255	(401)	656	1237	1204
少数股东权益	0	3	3	3	3	资产减值准备	(50)	128	55	37	31
股东权益	4678	4195	4687	5677	6616	折旧摊销	217	309	319	379	434
负债和股东权益总计	5469	5705	7294	8577	10131	公允价值变动损失	(42)	(159)	(153)	(147)	(42)
关键财务与估值指标						财务费用	(9)	1	30	31	4
每股收益	0.49	(0.76)	1.25	2.36	2.29	营运资本变动	(354)	(94)	(304)	247	517
每股红利	0.19	0.26	0.31	0.47	0.50	其它	50	(128)	(55)	(37)	(31)
每股净资产	8.92	7.99	8.93	10.81	12.60	经营活动现金流	76	(345)	519	1716	2113
ROIC	8%	-4%	9%	18%	18%	资本开支	0	(1069)	(951)	(901)	(881)
ROE	5%	-10%	14%	22%	18%	其它投资现金流	511	139	0	0	0
毛利率	19%	4%	17%	22%	21%	投资活动现金流	511	(930)	(951)	(902)	(883)
EBIT Margin	9%	-6%	8%	14%	13%	权益性融资	0	16	0	0	0
EBITDA Margin	16%	2%	13%	19%	17%	负债净变化	0	235	80	50	(20)
收入增长	19%	18%	68%	23%	14%	支付股利、利息	(100)	(138)	(164)	(247)	(265)
净利润增长率	4%	-	264%	89%	-3%	其它融资现金流	(471)	613	522	(546)	(328)
资产负债率	14%	26%	36%	34%	35%	融资活动现金流	(672)	823	438	(744)	(613)
股息率	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%	1.4%	现金净变动	(84)	(451)	6	70	617
P/E	74.1	(47.2)	28.9	15.3	15.7	货币资金的期初余额	1080	996	544	550	620
P/B	4.0	4.5	4.0	3.3	2.9	货币资金的期末余额	996	544	550	620	1237
EV/EBITDA	37.5	219.1	25.3	14.6	14.1	企业自由现金流	175	(1068)	(403)	836	1225
						权益自由现金流	(296)	(221)	169	308	873

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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