

# 神农集团 (605296)

## 低成本+高安全边际，发力养殖正当时

行业：农林牧渔/养殖业  
 投资评级：买入（首次）  
 当前价格：41.76元  
 目标价格：42.50元

### 投资要点：

生猪养殖业务稳健发展（2024/2025年计划出栏250/350万头）；养殖成绩优异（24Q1完全成本14.5+元/kg，成本处行业领先地位）；资金安全稳健，（24Q1末公司货币资金6.09亿元，资产负债率仅29.53%）。拓展全产业链（养殖+饲料+屠宰全配套发展）。

#### ➤ 猪价低迷致公司2023年业绩承压。

2023年公司实现营收38.91亿元（同比+17.76%），受猪价低位运行影响，公司实现归母净利润-4.01亿元（同比-257.04%）。2023年公司饲料业务收入4.98亿元，生猪收入20.92亿元，猪肉制品及猪副产品收入11.47亿元。2023年公司生猪出栏152.04万头，PSY平均27，整体存活率83%-85%左右。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），完全成本与2022年相比下降约0.5元/公斤。

#### ➤ 生猪供应边际减量，猪价有望逐步回暖。

3月末全国规模场的大中猪存栏量同比下降3%。中大猪存栏对应2个月内的生猪出栏量，这预示着二季度的生猪上市量将有所减少。从新生仔猪数量看，2023年10月起新生仔猪数量开始减少，2024年3月止降回升。这期间，新生仔猪数量比上年同期下降4.9%。结合6个月的育肥出栏周期和消费季节性转强规律，生猪市场供应偏松的局面将在未来得到缓解，猪价有望逐步走强。

#### ➤ 生猪出栏高增速，成本优势显著。

生猪养殖业务方面①出栏量：2023年公司实际出栏152.04万头，2024/2025年分别计划出栏250/350万头；②成本：公司持续提升种猪性能带动仔猪成本下降，通过集中采购降低饲料成本，并通过规模效应提升产能利用率，进而降低养殖成本。③资金状况：24Q1公司资产负债率仅29.53%，在养殖企业中处较低水平，货币资金6.09亿元。较低资产负债率及充足现金支撑公司高速发展。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年实现营收64.77/89.29/106.27亿元（2024-2026年CAGR28.09%），归母净利润5.28/10.88/13.21亿元（2024-2026年CAGR58.15%），EPS分别为1.01/2.07/2.51元/股。公司未来成长性强，财务稳健，给予2024年5xPB，首次覆盖给予“买入”评级，目标价42.5元。

**风险提示：**疫病风险、猪价长期低迷风险、原材料价格大幅波动风险。

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	525.04/68.00
流通A股市值(百万元)	2,839.53
每股净资产(元)	7.99
资产负债率(%)	29.53
一年内最高/最低(元)	45.67/18.60

### 股价相对走势



### 作者

分析师：王明琦  
 执业证书编号：S0590524040003  
 邮箱：wmq@glsc.com.cn  
 分析师：马鹏  
 执业证书编号：S0590524050001  
 邮箱：mapeng@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3304	3891	6477	8929	10627
增长率(%)	18.89%	17.76%	66.45%	37.86%	19.02%
EBITDA(百万元)	502	-41	936	1542	1757
归母净利润(百万元)	255	-401	528	1088	1321
增长率(%)	4.11%	-257.13%	231.60%	106.07%	21.38%
EPS(元/股)	0.49	-0.76	1.01	2.07	2.52
市盈率(P/E)	85.9	-54.6	41.5	20.1	16.6
市净率(P/B)	4.7	5.2	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	24.5	-397.8	24.6	15.1	13.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年06月04日收盘价

### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

公司层面看，近年来生猪养殖业务呈现稳健发展趋势，2024/2025 年计划出栏 250/350 万头；养殖成绩优异，24Q1 完全成本 14.5+元/kg，成本处行业领先地位；资金安全稳健，截至 24Q1 末，公司货币资金 6.09 亿元，资产负债率仅有 29.53%。

行业层面看，前期产能逐步去化，后市生猪供应压力逐步缓解，叠加需求回暖，猪价有望逐步回升。

### 不同于市场的观点

市场担心生猪养殖板块右侧投资持续性不足。我们认为过去一年多产能去化一直在延续，当前养殖端资金状况尚未恢复且即将到来的雨季对南方猪病防控亦有压力，至少从目前看右侧行情仍处在起步阶段，延续性依旧充分。

### 核心假设

①饲料业务：预计公司 2024-2026 年饲料产品外销量保持相对稳定，分别为 13/13/13 万吨；预计 2024-2026 年单吨售价分别为 3800/3600/3600 元；饲料业务毛利率分别为 14%/14%/14%，整体表现稳定。

②屠宰业务：预计 2024-2026 年屠宰量分别为 170/190/210 万头，假设 2024-2026 年间头均屠宰收入/成本为 890/770 元。

③养殖业务：预计公司 2024-2026 年生猪出栏量分别为 250/350/420 万头；预计 2024-2026 年生猪养殖营业成本分别为 12.90/12.75/12.60 元/kg；预计 2024-2026 年生猪销售均价分别为 16.0/16.7/16.4 元/kg。

### 盈利预测、估值与评级

养殖业务扎实推进，其他业务稳健发展。随公司优质种猪进一步推广以及生产成绩提升，养殖成本有望边际改善；公司生猪出栏量随产能释放而呈现增长趋势，板块业绩有望逐步释放；饲料及其他业务稳健发展。综合考虑，我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 64.77/89.29/106.27 亿元（2024-2026 年 CAGR 为 28.09%），归母净利润分别为 5.28/10.88/13.21 亿元（2024-2026 年 CAGR 为 58.15%），EPS 分别为 1.01/2.07/2.51 元/股。公司未来成长性强，财务稳健，给予 2024 年 5xPB，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 42.5 元。

## 正文目录

1.	深耕生猪全产业链	5
1.1	布局生猪全产业链	5
1.2	管理经验与员工激励兼备	6
1.3	猪价低位震荡致 23 年业绩承压	8
2.	24H2 猪价有望景气向上	10
2.1	24Q1 产能去化放缓	10
2.2	24H2 猪价有望逐步回暖	11
3.	兼具出栏高增速与养殖低成本	12
3.1	生猪出栏稳步扩张	12
3.2	养殖成本行业领先	15
4.	布局饲料屠宰完善产业链	20
4.1	自产饲料助力养殖发展	20
4.2	食品深加工赋予公司新动能	22
5.	盈利预测、估值与投资建议	24
5.1	盈利预测	24
5.2	估值与投资建议	25
6.	风险提示	25

## 图表目录

图表 1:	公司发展历程	5
图表 2:	公司全产业链布局	6
图表 3:	公司股权结构	7
图表 4:	股权激励计划	7
图表 5:	公司平均薪酬情况	8
图表 6:	2020 年末公司员工年龄结构	8
图表 7:	公司营业收入	9
图表 8:	公司归母净利润	9
图表 9:	公司营收构成	9
图表 10:	公司利润率	10
图表 11:	公司期间费用率	10
图表 12:	主要养殖企业资产负债率	10
图表 13:	公司货币资金	10
图表 14:	三方机构能繁母猪存栏量环比变动	11
图表 15:	全国生猪均价 (元/公斤)	12
图表 16:	全国能繁母猪存栏量	12
图表 17:	公司 IPO 募投生猪产能项目	13
图表 18:	公司生猪出栏量	14
图表 19:	公司生猪出栏外销比例/商品猪比例	14
图表 20:	公司生产性生物资产	14
图表 21:	公司能繁母猪存栏量 (万头)	14
图表 22:	公司合作养殖出栏生猪占比不断提升	15
图表 23:	公司不同养殖模式及育肥猪生产指标	15
图表 24:	公司 PIC 五元杂交配套系繁育体系	16
图表 25:	行业与 PIC 繁殖标杆数据对比	16
图表 26:	公司自动饲喂系统	17
图表 27:	公司自动环境控制系统	17

图表 28:	PIC 千点评分系统介绍 .....	17
图表 29:	国内 31 个猪场千点评分与 PRRS 感染状的关系 .....	18
图表 30:	神农集团生物安全流程图例 .....	18
图表 31:	公司养殖完全成本 (元/kg) .....	19
图表 32:	公司 PSY .....	19
图表 33:	公司饲料产品销售收入 .....	20
图表 34:	公司饲料产品外销量 .....	20
图表 35:	公司饲料产品销售结构 .....	20
图表 36:	公司饲料产能 .....	20
图表 37:	猪用配合饲料成本构成 .....	21
图表 38:	猪用浓缩饲料成本构成 .....	21
图表 39:	玉米价格情况 .....	21
图表 40:	豆粕价格情况 .....	21
图表 41:	公司饲料产品介绍 .....	22
图表 42:	公司猪肉制品及猪副产品销售收入 .....	23
图表 43:	公司屠宰业务产量 .....	23
图表 44:	公司屠宰业务结构 .....	23
图表 45:	神农小酥肉 .....	24
图表 46:	神农醇肉肠 .....	24
图表 47:	公司营收测算汇总 (百万元) .....	25
图表 48:	可比公司估值 .....	25

## 1. 深耕生猪全产业链

### 1.1 布局生猪全产业链

神农集团成立于1999年，是农业产业化国家重点龙头企业。公司主营业务包括饲料加工和销售、生猪养殖和销售、生猪屠宰、生鲜猪肉食品。2003年公司首个30万吨现代化饲料厂投产，并进军生猪养殖行业；2005年公司收购云南省曲靖麒麟肉食开发（股份合作）公司，在原有饲料生产和销售业务、生猪养殖业务的基础上开拓了生猪屠宰业务，200万头现代化屠宰场于2008年投产；2012年公司首个现代化母猪场投产，由传统饲养转向工业化饲养；2017年公司首个原种母猪场投产，实现自繁自养；2021年公司顺利于上海证券交易所主板上市。公司致力于构建“从土地到餐桌”的绿色猪肉产业链，打造现代化、规模化、生物安全化生猪产业链，为消费者提供安全、营养、美味的肉食品，为产业链各环节的合作伙伴创造更多价值。

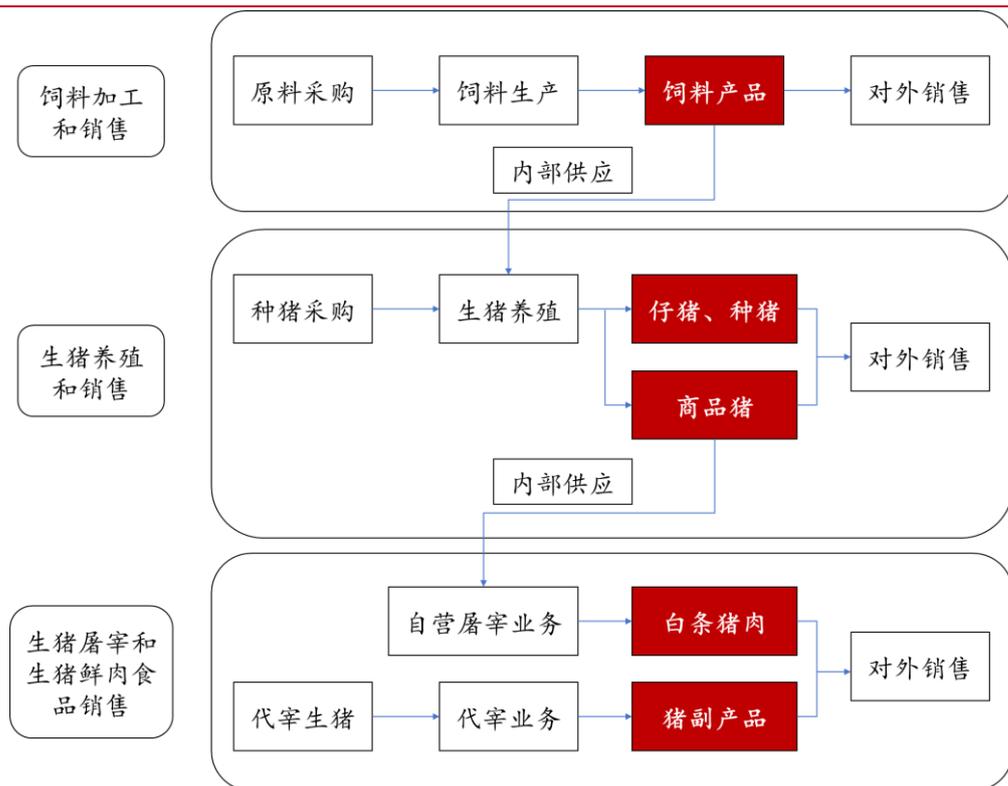
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司持续专注于打造生猪产业链一体化。依托现有的先进技术以及管理经验优势，公司建立了集饲料加工和销售、生猪养殖和销售、生猪屠宰和生鲜猪肉食品销售三大业务板块为一体的完整生猪产业链，并对公司组织架构进行调整，设立饲料事业部、养殖事业部、食品事业部3个下属事业部，可以有效减少产业链中各环节间的额外成本，更加灵活高效地统筹调节饲料、养殖和屠宰环节以应对市场环境变化，带动集团整体稳定健康发展。

图表2：公司全产业链布局

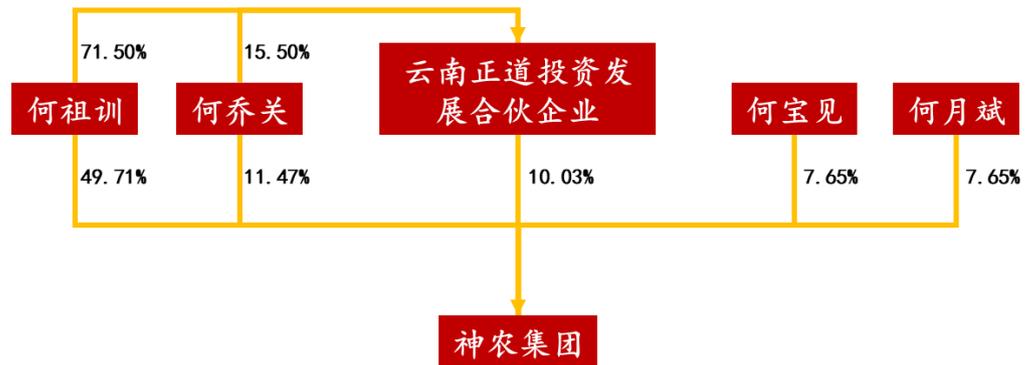


资料来源：公司官网，国联证券研究所

## 1.2 管理经验与员工激励兼备

公司股权结构集中，控制权明确。截至2023末，公司控股股东为何祖训，何祖训直接持有公司49.71%股权，并通过正道投资间接持有公司7.17%股权，合计持有公司56.88%股权。何祖训、何乔关、何月斌、何宝见为公司的实际控制人，何祖训、何乔关、何月斌、何宝见签订《一致行动协议》，四人合计直接持有公司76.48%股权，何祖训、何乔关通过正道投资间接持有公司8.73%的股权，即四人合计持有公司85.21%股权。公司董事长何祖训先生毕业于华南农业大学兽医学专业，1988至1990年在陆良县畜牧局任畜牧兽医，1992至1998年在正大康地公司任销售，随后于1999年创立神农饲料并逐步扩展至猪全产业链，深耕农牧行业40余年并积累了丰富的管理经验，为公司健康发展奠定坚实基础。

图表3：公司股权结构



资料来源：iFind，国联证券研究所

**股权激励计划调动员工积极性。**2023年4月公司发布《2022年限制性股票激励计划（修订稿）》，以18.41元/股的价格向3名董事及高级管理人员以及181名中层管理人员及核心骨干定向增发400万股限制性股票。本次激励计划公司层面业绩考核指标包括营业收入增长、生猪销售增长与屠宰量增长等。股权激励计划有助于建立、健全公司长效激励机制，将优秀核心人才与公司利益深度绑定，充分调动公司管理团队及骨干员工的积极性，提升公司的市场竞争能力，助力公司长远发展。

图表4：股权激励计划

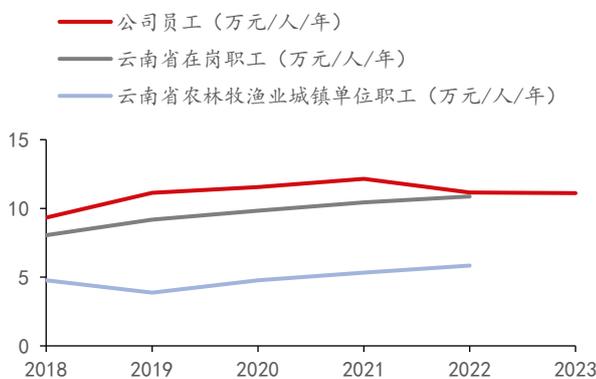
解除限售期	公司业绩考核目标	解除限售比例	是否达成目标
授予完成12个月至24个月内	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2021年业绩为基数，2022年营业收入增长率不低于8%； 2、以2021年业绩为基数，2022年生猪销售量增长率不低于35%且生猪屠宰量增长率不低于10%。	0.4	已达成目标
授予完成24个月至36个月内	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2021年业绩为基数，2023年营业收入增长率不低于50%； 2、以2021年业绩为基数，2023年生猪销售量增长率不低于100%且生猪屠宰量增长率不低于20%。	0.3	已达成目标
授予完成36个月至48个月内	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2021年业绩为基数，2024年营业收入增长率不低于80%； 2、以2021年业绩为基数，2024年生猪销售量增长率不低于130%且生猪屠宰量增长率不低于30%。	0.3	-

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**高竞争力薪酬制度激发公司活力。**公司员工年平均薪酬显著高于云南省农林牧渔业城镇单位就业人员平均工资，在固定工资的基础上，高绩效高薪的薪酬管理策略将员工薪资收入与工作绩效紧密联系，有效发挥了薪酬福利制度的激励与吸引力作用。

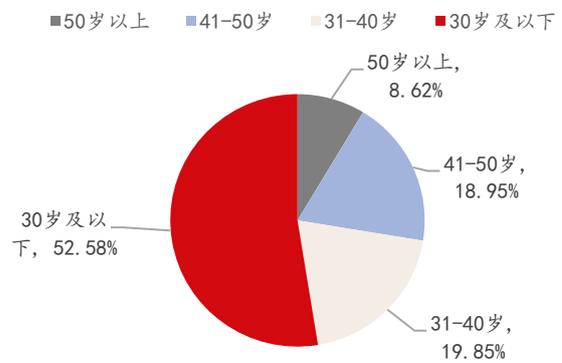
**人才配置与结构优秀。**截至 2023 年末，公司员工中研究生及以上学历 82 人，分别毕业于中国农业科学院、浙江大学、华南农业大学等知名院校。相较于传统养殖从业人员年龄偏大、学历偏低的问题，更加年轻优秀的员工队伍可以更加快速的学习并熟练掌握现代化的生产设备与养殖理念，进一步提高公司在行业中的竞争优势。

图表5：公司平均薪酬情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，云南省统计年鉴，国联证券研究所

图表6：2020 年末公司员工年龄结构



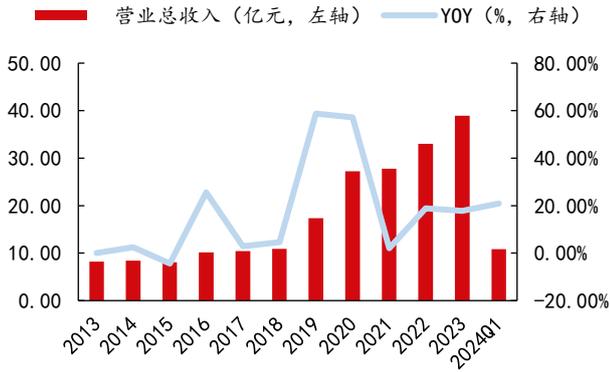
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.3 猪价低位震荡致 23 年业绩承压

**2023 全年猪价低迷，公司业绩亏损。**2023 年公司实现营业收入 38.91 亿元（同比+17.76%），受猪价低位运行影响，公司实现归母净利润-4.01 亿元（同比-257.04%）。24Q1 公司实现营收 10.82 亿元（同比+20.82%），归母净利润-0.04 亿元（同比+96.63%）。

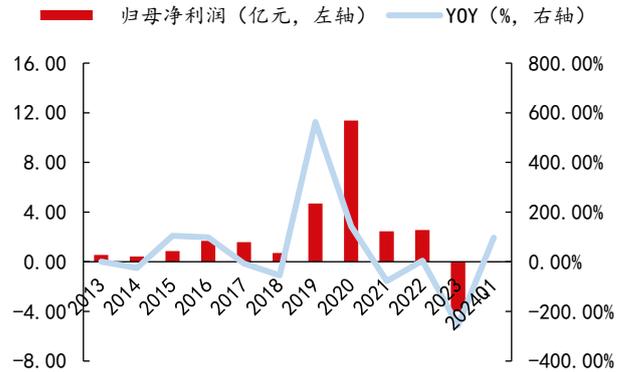
**公司经营重心逐步由饲料业务转至养殖业务。**2018 年前公司出栏商品猪主要对内销售给屠宰业务部门，同时仔猪与种猪对外销售规模相对较小，自 2019 年起公司商品猪、仔猪与种猪对外销售数量开始显著增加。2023 年公司饲料业务收入 4.98 亿元，生猪业务收入 20.92 亿元，猪肉制品及猪副产品业务收入 11.47 亿元。

图表7：公司营业收入



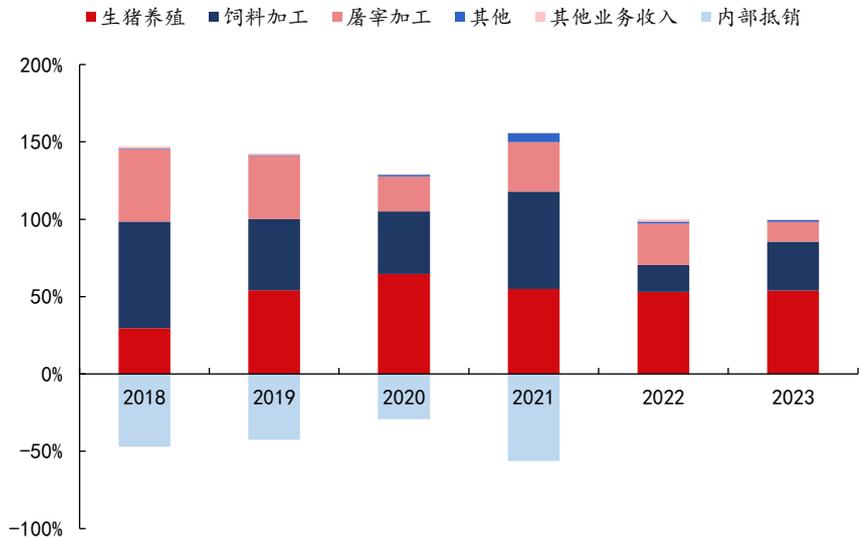
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表8：公司归母净利润



资料来源：iFind，国联证券研究所

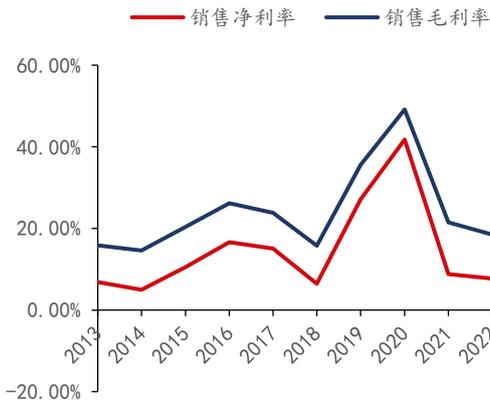
图表9：公司营收构成



资料来源：公司公告，国联证券研究所

利润率随猪价波动，管理费用率呈现上升趋势。由于2019年起公司养殖业务占比逐渐提升，因此猪价波动显著影响公司盈利能力。2024Q1 公司销售毛利率为6.00%，销售净利率为-0.33%，主要系猪价低位运行。费用率方面，公司管理费用率在2020年后出现较为明显的上升，主要原因为上市后公司经营业务规模扩张较为迅速，折旧费、职工薪酬等相关支出增加。

图表10: 公司利润率



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国联证券研究所

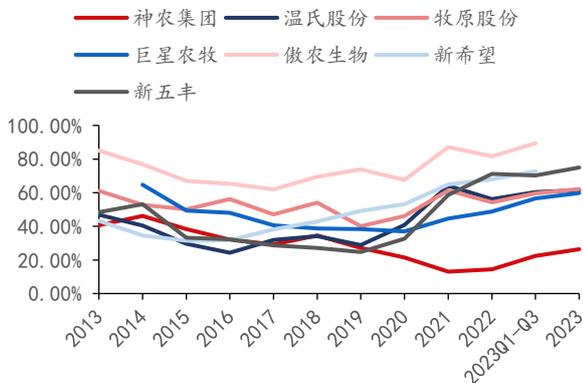
图表11: 公司期间费用率



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国联证券研究所

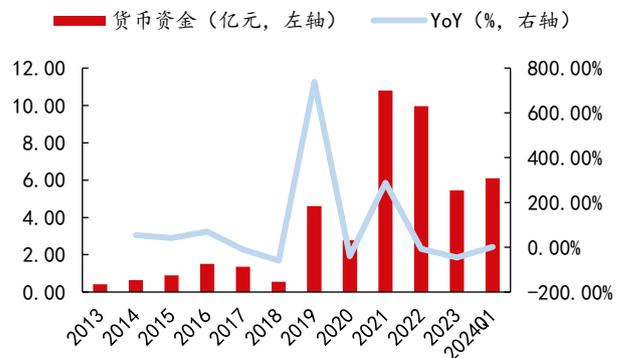
**资产负债状况与货币资金储备良好, 后续产能扩张动力充足。**公司自创立以来始终将资产负债率维持在较低水平, 体现稳健经营理念。截至 2024Q1 末, 公司资产负债率仅为 29.53%, 远低于同行业上市公司水平; 此外一季度末公司货币资金为 6.09 亿元 (较 2023 年四季度末增加 0.65 亿元), 较低资产负债率及充足的货币资金为公司未来扩张打下坚实基础。

图表12: 主要养殖企业资产负债率



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 云南省统计年鉴, 国联证券研究所

图表13: 公司货币资金



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2. 24H2 猪价有望景气向上

### 2.1 24Q1 产能去化放缓

**24Q1 猪价淡季不淡, 产能去化或放缓。**根据涌益咨询数据, 2024 年 3 月全国生猪均 14.69 元/公斤, 月环比+1.96%, 同比-3.60%; 2024 年一季度全国生猪均价 14.46 元/公斤, 同比-3.37%。春节过后, 生猪需求减少, 猪价持续下跌, 南方低价区二次育肥热度率先提升, 导致市场标重猪源紧俏, 支撑 3 月行情回暖。猪价环比

回升叠加养殖成本下降，产能去化节奏或放缓。根据涌益咨询数据，2024年3月样本点1（全样本数据）能繁母猪存栏环比+1.57%（前值+0.28%），增幅有所扩大。根据Mysteel数据，2024年3月全样本能繁母猪存栏环比+0.22%（前值-0.28%），其中规模场能繁母猪存栏环比+0.11%（前值-0.26%），中小散能繁母猪存栏环比+3.94%（前值-0.90%）。

**图表14：三方机构能繁母猪存栏量环比变动**

	能繁母猪存栏环比变动		
	涌益咨询	上海钢联	畜牧业协会
2022-09	1.39%	1.27%	1.90%
2022-10	1.73%	2.87%	0.70%
2022-11	-0.05%	1.17%	0.20%
2022-12	-1.10%	0.64%	0.80%
2023-01	-0.39%	-0.21%	0.20%
2023-02	-1.84%	-0.21%	-2.00%
2023-03	-1.95%	-0.28%	-2.30%
2023-04	0.04%	-0.22%	-0.90%
2023-05	-0.93%	-0.01%	0.30%
2023-06	-1.68%	-0.57%	0.40%
2023-07	-0.22%	0.01%	0.80%
2023-08	0.04%	0.29%	-1.00%
2023-09	-0.27%	-0.41%	-1.00%
2023-10	-0.85%	-0.44%	-0.90%
2023-11	-1.57%	-1.92%	-2.00%
2023-12	-0.84%	-2.09%	-2.10%
2024-01	-0.76%	-0.56%	-0.90%
2024-02	0.28%	-0.28%	0.10%
2024-03	1.57%	0.22%	0.60%
2024-04	0.96%	0.94%	0.70%

资料来源：涌益咨询，Mysteel，畜牧业协会，国联证券研究所

## 2.2 24H2 猪价有望逐步回暖

后市猪价有望逐步回升。根据国家统计局数据，2024年4月全国能繁母猪存栏量3986万头，较2022年12月高点下降9.20%。从中大猪存栏量看，3月末全国规模场的大中猪存栏量同比下降3%。中大猪存栏对应2个月内的生猪出栏量，这预示着二季度的生猪上市量将有所减少。从新生仔猪数量看，2023年10月起新生仔猪数量开始减少，2024年3月止降回升。这期间，新生仔猪数量比上年同期下降4.9%。结合6个月的育肥出栏周期和消费季节性转强规律，生猪市场供应偏松的局面将在未来得到缓解，猪价有望逐步走强。

图表15: 全国生猪均价 (元/公斤)



资料来源: 涌益咨询, 国联证券研究所

图表16: 全国能繁母猪存栏量



资料来源: 农业农村部, 国家统计局, 国联证券研究所

### 3. 兼具出栏高增速与养殖低成本

#### 3.1 生猪出栏稳步扩张

顺应发展趋势, 不断扩充产能。公司自 2019 年发力生猪养殖业务, 2021 年公司 IPO 募投项目包括 132 万头优质仔猪产能、23.2 万头优质生猪育肥产能, 相关募投项目均已完工, 2023 年达到满产。此外, 公司受让温氏集团子公司位于广西崇左的多个养殖项目于 2023 年建设完成投产。

**图表17：公司 IPO 募投生猪产能项目**

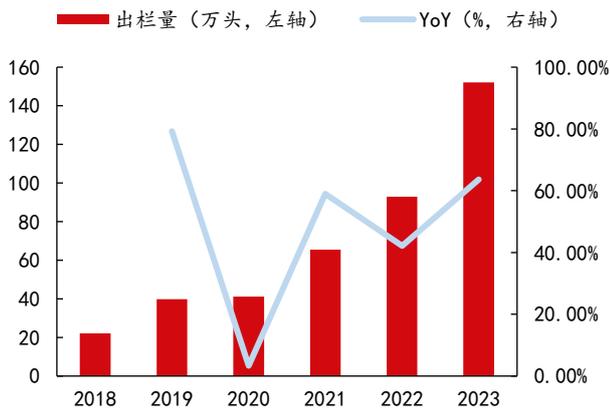
项目名称	产能（万头）	状态
<b>优质仔猪扩繁基地建设项目</b>	<b>126</b>	
云南神农石林年出栏 18 万头优质仔猪扩繁基地建设项目	18	已投产
云南神农陆良猪业有限公司 18 万头仔猪扩繁基地建设项目	18	已投产
云南神农沾益花山年出栏 18 万头优质仔猪扩繁基地建设项目	18	已投产
曲靖市沾益区白水镇下坡年出栏 24 万头优质仔猪扩繁基地建设项目	24	已投产
武定神农猪业发展有限公司 15 万头仔猪扩繁基地建设项目	15	已投产
武定神农猪业发展有限公司文笔山 15 万头仔猪扩繁基地建设项目	15	已投产
广西大新县雷平镇 18 万头仔猪扩繁基地建设项目	18	部分投产
<b>优质生猪育肥基地建设项目</b>	<b>18.8</b>	
云南神农宾川猪业有限公司年出栏 3.2 万头优质生猪基地建设项目	3.2	已投产
曲靖市沾益区白水镇岗路年出栏 5.6 万头优质生猪基地建设项目	5.6	已投产
云南神农石林螺蛳塘年出栏 10 万头优质生猪基地建设项目	10	已投产

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

**产能扩张带动公司生猪出栏量快速增长。**2023 年公司实际出栏 152.04 万头，圆满完成目标任务。同时公司也在继续扩张广西市场和布局广东市场，计划 2024 及 2025 年出栏量分别增长至 250/350 万头。远期来看，公司计划 2027 年出栏生猪 500 万头，其中云南省布局 300 万头，两广地区布局 200 万头。2018 年前公司出栏商品猪主要对内销售给屠宰业务板块，2019 年起公司开展对广东省的“点对点”生猪销售业务，生猪出栏量增长显著且外销占比不断提升。2023 年公司外销生猪占比接近 80%，商品猪占出栏生猪比重接近 98%，两项指标较之前年份均有明显提升。

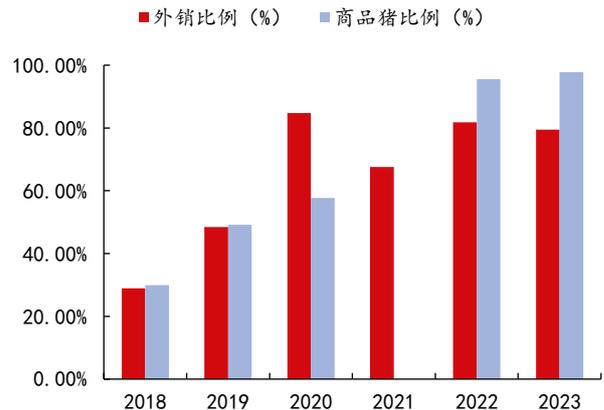
**能繁母猪存栏稳健增长。**除却固定资产增长之外，公司能繁母猪存栏量近年来稳步提升，截至 2024 年 3 月末，公司能繁母猪存栏量约 9 万头，整体呈现稳健增长趋势。母猪场方面，5 月中旬公司母猪场产能为 10.6 万头，随着广西崇左 1.6 万头规模母猪场 5 月底完工交付，2024 年 5 月末母猪场产能可达 12.2 万头。母猪产能逐渐增长有望支撑公司未来出栏目标达成。

图表18: 公司生猪出栏量



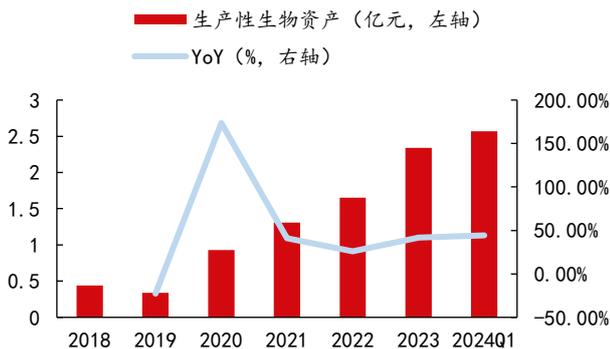
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国联证券研究所

图表19: 公司生猪出栏外销比例/商品猪比例



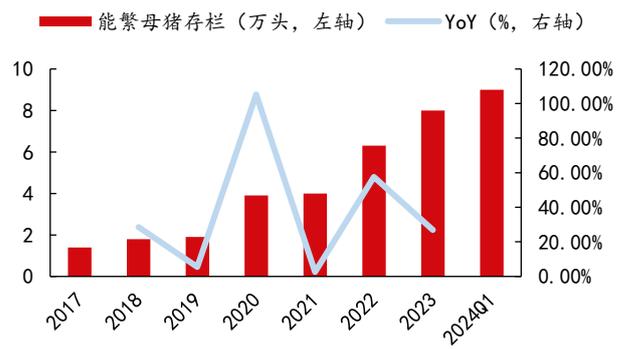
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国联证券研究所

图表20: 公司生产性生物资产



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国联证券研究所

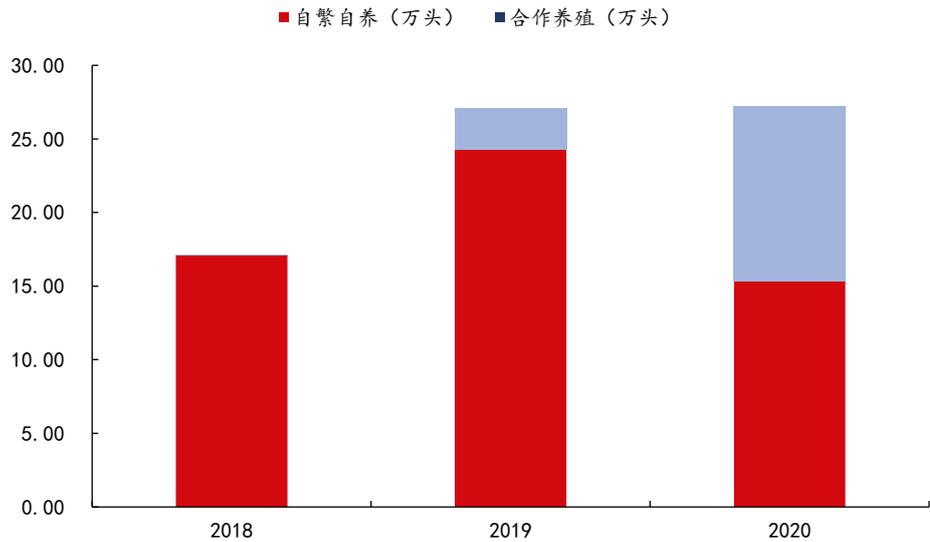
图表21: 公司能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**持续发力合作养殖提升产能利用率, 聚焦优质代养户及猪场。**公司自建现代化种猪场进行种猪繁育, 保育及育肥猪的养殖则采取分自繁自养模式及合作养殖模式相结合的方式, 并倾向于在未来更多采取“公司+家庭农场”的模式。合作养殖模式是目前生猪养殖行业内较为成熟的经营模式, 可以补充现阶段公司自有保育育肥场无法承接的种猪场产能, 并迅速实现产能扩张, 进一步提升全产业链的产能利用率, 增强公司的市场竞争力。

图表22：公司合作养殖出栏生猪占比不断提升



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

**合作养殖模式兼具成本端与质量端的可行性与合理性。**从成本端来看，代养模式成本与生猪价格走势相关，猪价较低时仅为基本代养费，猪价较高时则还会包括超额利润，正常年份下自养与代养成本没有明显区别；从质量端来看，公司统一提供仔猪并认真筛选优质代养户，相较于一般的散养农户具有一定的规模与养殖经验优势，同时专业的管理服务团队会按照公司标准流程指导生产。

图表23：公司不同养殖模式及育肥猪生产指标

项目	养殖模式	2018	2019	2020
商品猪出栏量 (万头)	自繁自养	17.08	24.25	15.35
	合作养殖	0.01	2.84	11.88
饲养周期(天)	自繁自养	194	189	182
	合作养殖	190	186	172
出栏生猪平均 重量(千克)	自繁自养	126.46	126.67	126.15
	合作养殖	133.84	127.30	126.93
人均饲养育肥 猪数量(头)	自繁自养	1995	2064	1886
	合作养殖	351	493	514
料肉比	自繁自养	2.61	2.60	2.55
	合作养殖	2.45	2.62	2.60
成活率	自繁自养	85.26%	94.16%	92.56%
	合作养殖	98.58%	94.21%	93.48%
养殖密度(m/ 头)	自繁自养	1.25	1.07	1.19
	合作养殖	1.73	1.40	1.37

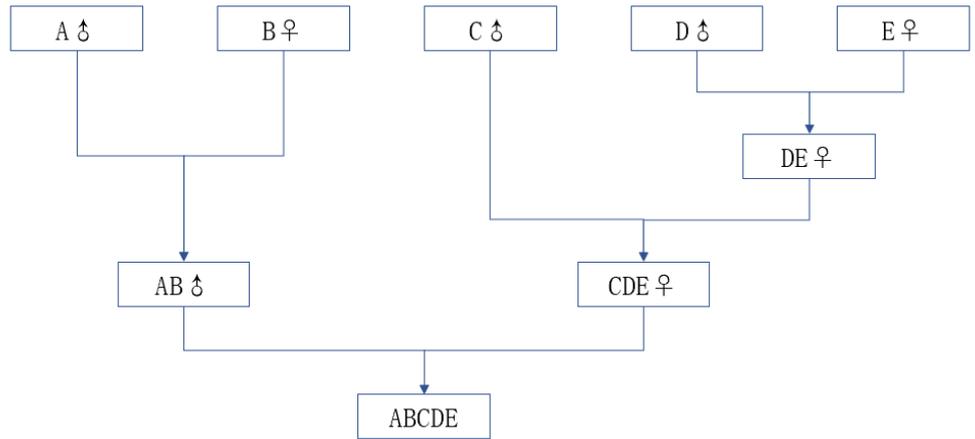
资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

### 3.2 养殖成本行业领先

**种猪性状优良。**公司曾祖代种猪均采购自全球最大的种猪改良公司 PIC，并采

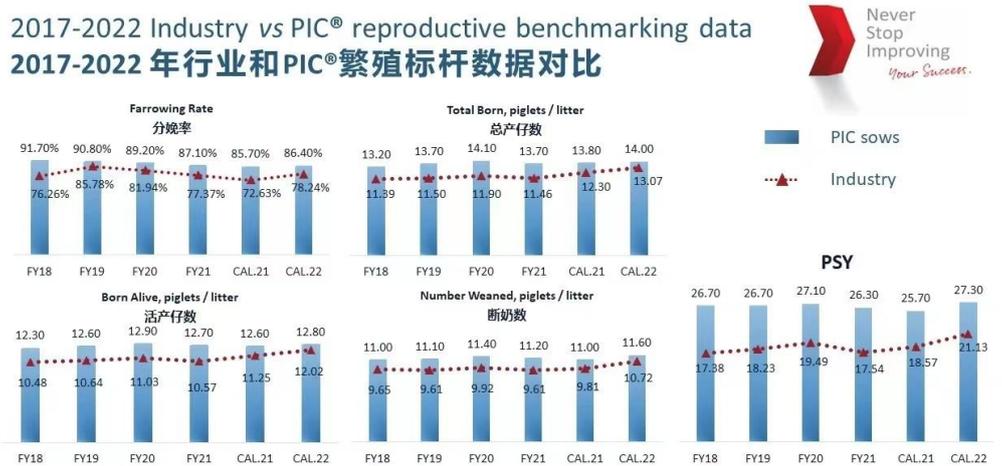
用 PIC 五元杂交配套系繁育体系，种猪父系突出选择生长速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强等偏向于优质商品猪的特点，母系突出选择繁殖性能，通过五系优化配套，使其后代综合表现出 5 个亲本的优良性状。公司先后于 2017 年以及 2021 年两次引进 PIC 曾祖代核心种猪，不断优化提升核心群、扩繁群、商品群三级金字塔式育种体系潜力。

图表24：公司 PIC 五元杂交配套系繁育体系



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表25：行业与 PIC 繁殖标杆数据对比

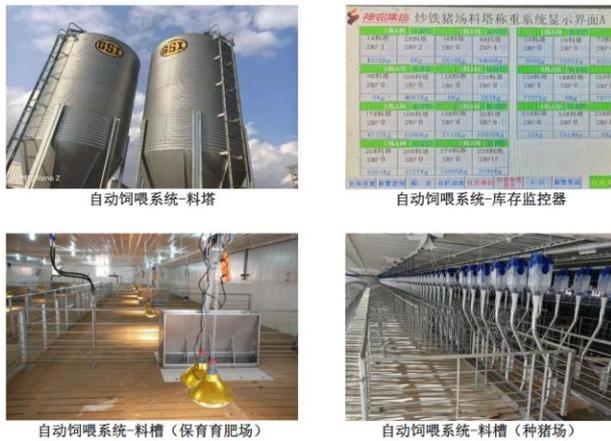


资料来源：PIC 改良永不停止公众号，国联证券研究所

养殖设备与管理经验现代化优势明显。公司现代化养殖场使用自动环境控制系统、自动饲喂系统，相关专业设备均采购自国际著名的养殖设备生产商美国爱科集团 (AGCO) 及其下属的谷瑞机械 (GSI)、美国豪格斯莱特公司 (HOGSLAT) 等，设备技术指标先进。此外，公司依托于二十多年的生猪产业链丰富管理经验，从养殖环

境控制、营养供给、猪只科学保健和可追溯质量控制等方面构建了以猪只健康和生物安全为核心的现代化生猪产业链管理体系，为公司养殖业务发展赋予充足动力。

图表26：公司自动饲喂系统



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表27：公司自动环境控制系统



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

**科学选址为健康养殖打下基础。**公司所有养殖场均借鉴 PIC 生物安全千点评分体系进行科学选址：远离工业区、居住区、其他养殖场及交通和人口集散地，从而避免交叉污染，森林和山脉提供了天然的屏障，在山场之内，自然力难以将其他地方的污染物带到场内。

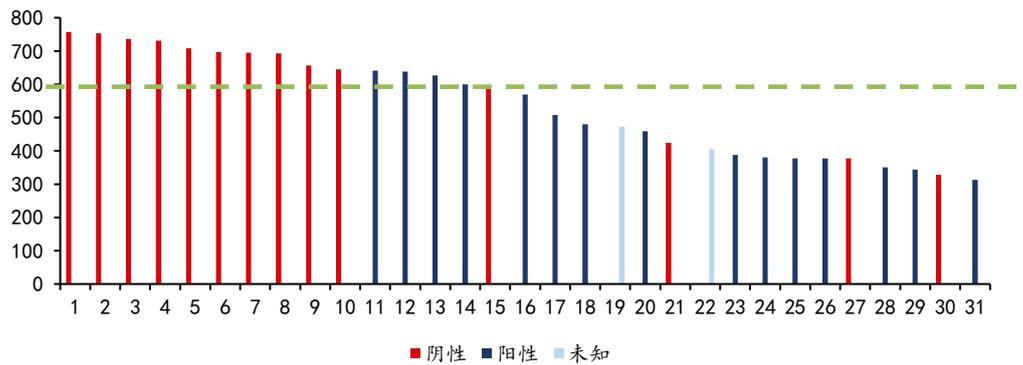
图表28：PIC 千点评分系统介绍

LOCATION 地点	Minimum target value 最小目标值				Maximum 最大值
	GIU GTC 公 猪站	SLN DLN 曾祖代核 心 场	Gilt Multiplier 扩繁场	Grow out Nursery 育肥 与生长猪场	
1、附近生猪养殖的总数量*	160	150	130	100	200
2、当地生猪养殖密度"	120	113	98	75	150
3、地区生猪养殖密度*	80	75	65	50	100
4、待建农场存栏量	40	40	30	30	50
5、5Km 范围内农场数量	40	40	30	30	50
6、5Km 范围内农场类型	80	75	65	50	100
7、其它可能的污染源*	80	75	65	50	100
8、地形类型	80	75	65	50	100
9、道路类型	60	56	49	37	75
10、其它动物	40	37	32	25	50
11、气候	20	19	16	13	25
<b>Total 总分</b>	<b>800</b>	<b>755</b>	<b>645</b>	<b>510</b>	<b>1000</b>

资料来源：PIC 改良永不停止公众号，国联证券研究所

注：对于标有星号的部分，此部分得分需要达到最低要求，否则即使总分超过了相应类型农场的最低要求得分，这个位置也不能获得通过。

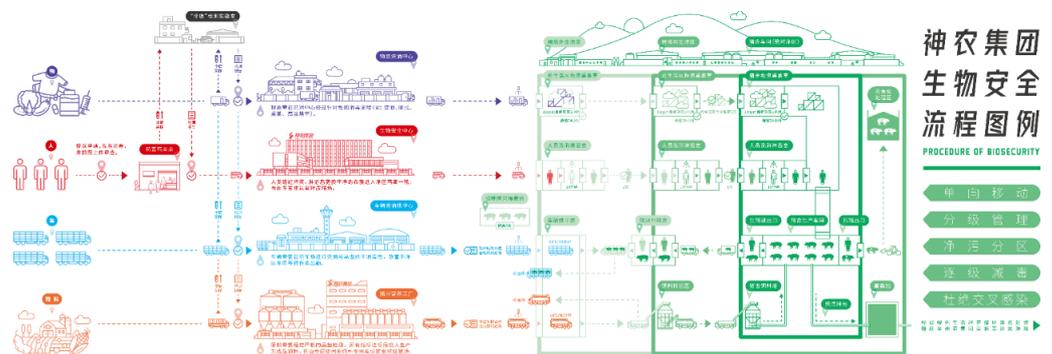
图表29：国内 31 个猪场千点评分与 PRRS 感染状的关系



资料来源：PIC 改良永不停止公众号，国联证券研究所

**公司高度重视生物安全防控。**公司的生物安全中心按照严格的分区管理，设有前置采样等待区、桑拿淋浴区、人员隔离区。人员隔离流程主要分为四步：一是隔离的浴前自带衣物消毒；二是在浴区进行第一次淋浴；三是桑拿或泡澡高温消毒；四是在二次淋浴间淋浴，浴后更换干净的隔离服。人员经过严格的洗消流程进入到净区开始隔离，整个过程保持单向移动不折返，完成隔离的人员由对应猪场专车接送，完全避免了与脏区的非必要接触。通过定点远距离隔离的方式，严格执行人、车、物多级隔离与消杀，保障动物健康；从饲料到养殖的上下游产业链均严格贯彻减抗禁抗、以防代治的生产理念，将生物安全融入到全产业链中的每一个环节中，从源头起全力保障食品安全与健康。

图表30：神农集团生物安全流程图例

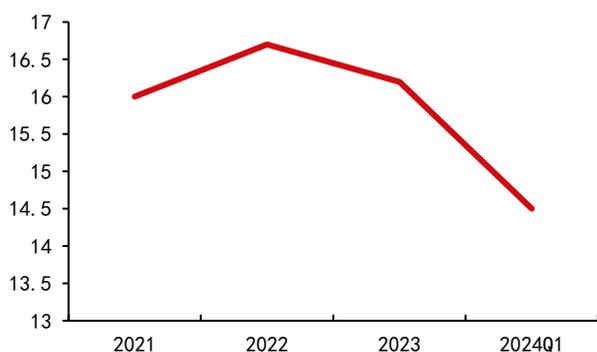


资料来源：神农集团公众号，国联证券研究所

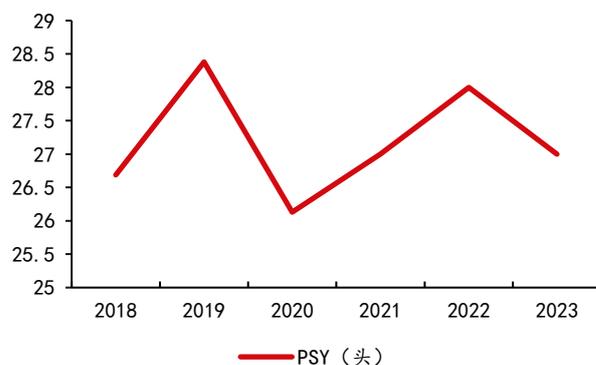
**依托于优良种猪与猪场现代化建设，公司生猪养殖生产指标突出。**公司依托于优秀种猪、猪场现代化建设，生猪养殖生产指标表现优异。2023 年 PSY 平均 27，整体存活率 83%-85%左右。2023 年公司母猪蓝耳双阴的比例占到 60%，2024 年公司计划将这一比例提升至 80%。未来伴随团队经验积累、流程优化成熟以及新建猪场逐

步投产，PSY 等生产指标存在后续进一步提升的空间。

公司长期坚持降本增效，完全成本处于行业领先水平。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），完全成本与 2022 年相比下降约 0.5 元/公斤，剔除年终奖影响之后的完全成本在 16.1 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）。饲料成本是养殖成本的主要组成部分，受到上游玉米等大宗原材料价格波动影响较为明显，目前成本下降的主要空间仍在于饲料配方优化以及养殖管理水平提升，公司不断通过优化母猪群体，淘汰生产性能差的母猪，提高活仔产量，提高生物防控措施水平等方式来降低成本。2024 年一季度公司平均完全成本为 14.5+元/公斤，后续仍有下降空间。

**图表31：公司养殖完全成本（元/kg）**


资料来源：公司投资者关系活动记录表（2022.3.11/2023.3.13/2024.1.29/2024.4.11），国联证券研究所

**图表32：公司 PSY**


资料来源：公司投资者关系活动记录表（2022.5.12/2023.3.13/2024.1.19），公司招股书，国联证券研究所

## 4. 布局饲料屠宰完善产业链

### 4.1 自产饲料助力养殖发展

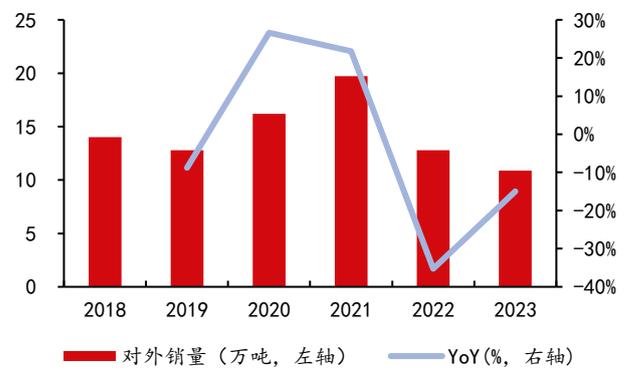
配套养殖板块，饲料产能逐步扩张。截至 2023 年 11 月，公司饲料板块产能超过 100 万吨，现有广西区域养殖配套的一个饲料厂处在建状态，云南石林幼龄动物饲料厂亦处在建状态，建设完成后预计 2024 年底饲料板块产能将超过 150 万吨。公司饲料板块主要是配套满足养殖板块的生产需求，多余产品进行外销。2023 年对外销量达到 10.87 万吨（同比-14.95%）。

图表33：公司饲料产品销售收入



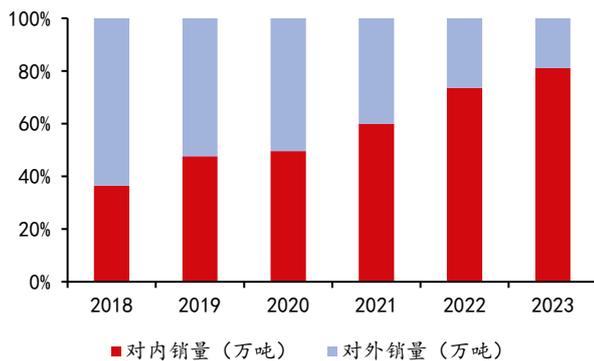
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表34：公司饲料产品外销量



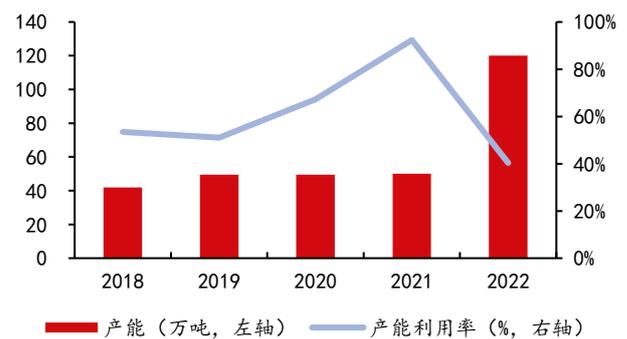
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表35：公司饲料产品销售结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：公司饲料产能

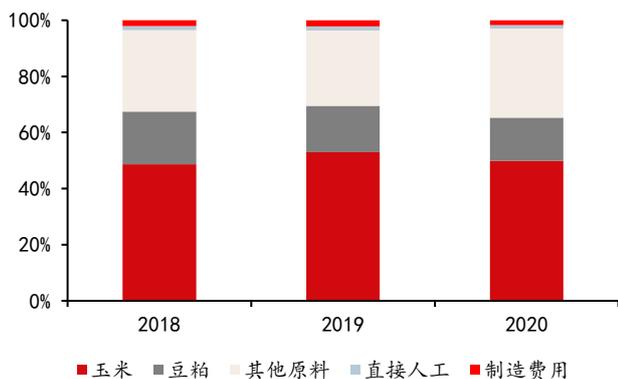


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**集中采购及供应商管理降低原材料成本。**公司饲料成本构成较为稳定，原材料占比均在 96%以上。公司位于云南省，距离高品质的玉米主产区相对较远，云南省当地的玉米、豆粕等重要农产品价格高于全国平均水平。公司主要在我国西北、东北等玉米主产区采购玉米，主要向国内大型粮油生产企业或者豆粕经销商采购豆粕，一方面以集中采购的方式增加采购的及时、准确以及议价地位，另一方面与多家大

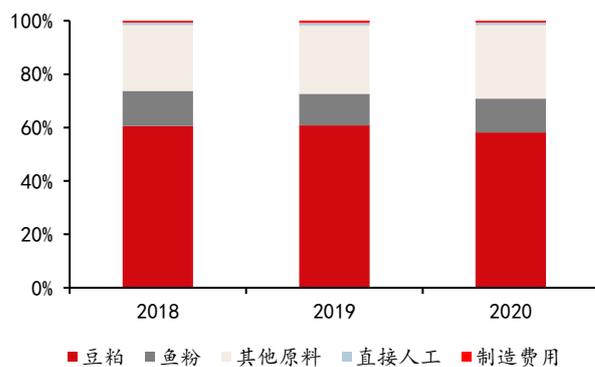
型饲料原材料及添加剂供应商保持稳定合作关系，此外公司也会根据原材料市场价格波动情况调整饲料配方，寻找替代原材料，并适当进行套期保值活动规避原材料和库存产品价格波动风险，推进饲料原材料成本与质量控制。未来来看，伴随公司布局广西广东市场，靠近港口可在一定程度上降低原材料成本。

图表37：猪用配合饲料成本构成



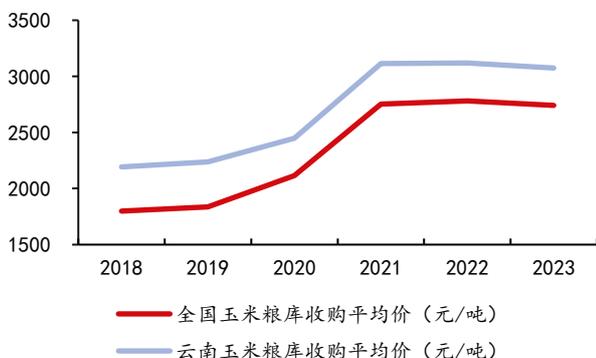
资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表38：猪用浓缩饲料成本构成



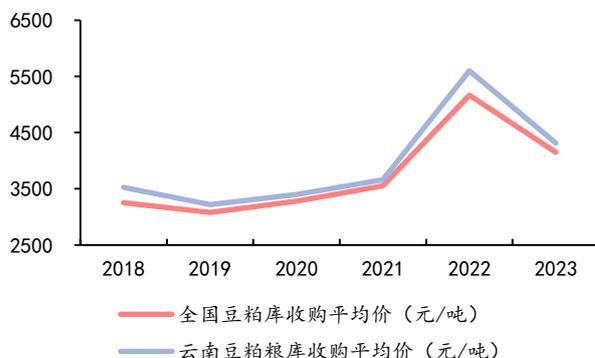
资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表39：玉米价格情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表40：豆粕价格情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

**集中生产与分散生产相结合降低成本并提升产品竞争力。**公司针对生产工艺复杂，对产品质量和安全性要求较高的预混料采取集中生产方式；而配合饲料则采取区域化的分散生产经营模式，各区域独立处理当地市场的配合饲料生产及业务拓展，同时饲料厂与公司生猪养殖场的距离处于一定范围内，一方面可以降低公司饲料产品的运输损耗及成本，另一方面也可以充分触及当地个性化需求并及时优化产品，为养殖户提高效益，增强公司产品的竞争力。

**配合饲料核心技术持续优化升级。**公司将国外先进经验与自身多年实际养殖经验相结合，研发种母猪怀孕期及哺乳期配合饲料生产技术以及乳仔猪配合饲料生产

技术，种母猪怀孕期及哺乳期配合饲料可以使产后母猪能迅速恢复体力，快速提升乳产量；种母猪怀孕期及哺乳期配合饲料不仅能满足乳仔猪生长的营养需求，还能养护肠道消化吸收功能正常运行，以核心技术提高生猪养殖效益。

**图表41：公司饲料产品介绍**

产品系列	产品类型	产品定位	产品特点
神农饲料 SNP	浓缩饲料 配合饲料	生猪全发育阶段营养方案大中型专业猪场养殖首选	SNP 专业猪场饲养全营养系列，是神农集团自主研发，针对大中型猪场的全发育阶段营养饲料解决方案。按照猪只生长月龄精细划分产品品类，为不同阶段的猪只生长科学提供营养成分。饲喂 SNP 系列可无需再额外添加其他主辅食，让规模生猪养殖更轻松无忧。目前神农集团自营养殖场均全程饲喂 SNP 系列产品。
东方红	浓缩饲料 配合饲料	神农集团经典配方系列云南省著名商标认证	东方红系列产品多次荣获云南省著名商标认证。作为神农集团饲料经典系列，东方红产品延续神农集团的先进配方，坚持以优质原料生产优质饲料，并不断完善营养配比，提升产品性能。
福牌	浓缩饲料 配合饲料	品质高、适口性好中、小型养殖的性价比之选	福牌系列产品是面向中、小规模养殖户的性价比之选。延续神农集团优质原料、科学添加的优良血脉，充分利用云南本土优质原料，以品质高、适口性佳、市场反响好等特点，获得了云贵及广西等多地客户一致好评。

资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

## 4.2 食品深加工赋予公司新动能

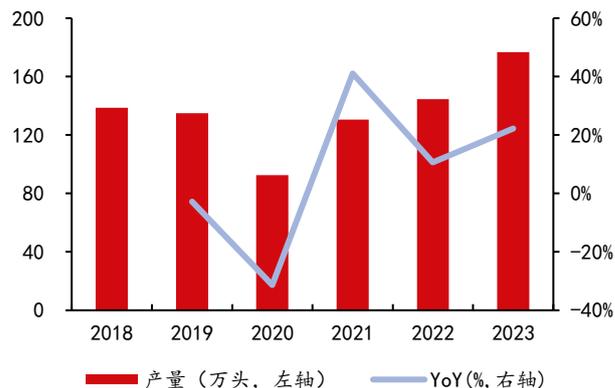
以“神农放心肉”增强品牌影响力，公司屠宰业务发展稳定。公司是云南省内最大的生猪定点屠宰企业，屠宰业务包括自营屠宰业务以及生猪委托屠宰业务，主要产品包括热鲜白条猪肉、冷鲜白条猪肉、分割肉、猪副产品等。公司 2023 年猪肉制品及猪副产品实现营收 11.47 亿元（同比+33.68%）。产能方面，截至 2023 年 12 月公司屠宰产能为 250 万头，主要集中在昆明和曲靖，预计未来还会在陆良新增 50 万头产能屠宰场。公司逐步开展冷冻肉业务，从而提高屠宰产能利用率并进一步提高公司屠宰业务的盈利能力。此外，公司在稳步推进现有业务的基础之上积极开拓生鲜猪肉精分割业务，寻找屠宰业务板块的新增长动力。

图表42：公司猪肉制品及猪副产品销售收入



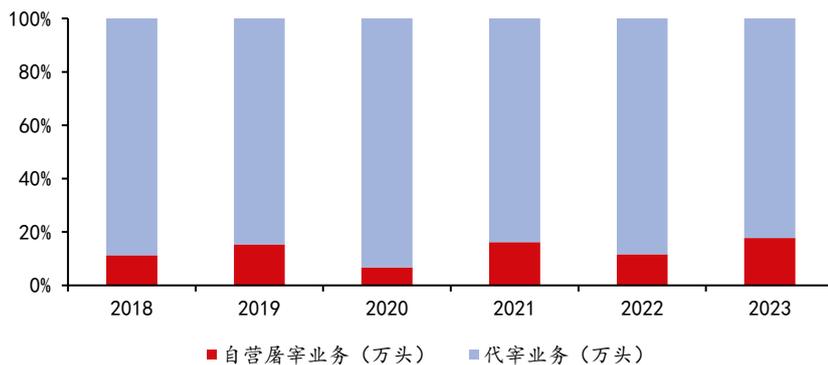
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表43：公司屠宰业务产量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表44：公司屠宰业务结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

积极探索食品深加工领域，用“放心肉”制作“放心食品”。2021年公司涉足食品深加工行业，并逐步开展深加工食品的研发与生产。目前，公司已研制出神农小酥肉、神农醇肉肠、神农午餐肉罐头等深加工食品，短期内仍将聚焦于云南市场，然后逐步辐射西南市场。

图表45: 神农小酥肉



资料来源: 公司微信公众号, 国联证券研究所

图表46: 神农醇肉肠



资料来源: 公司微信公众号, 国联证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1 盈利预测

**饲料销量保持稳定, 屠宰业务逐步增长。**①饲料业务: 考虑公司饲料业务优先满足养殖业务需求, 额外产品用于外销, 我们预计公司 2024-2026 年饲料产品外销量保持相对稳定, 分别为 13/13/13 万吨; 考虑玉米、豆粕等原材料价格逐渐下行, 饲料价格亦将有所调整, 预计 2024-2026 年单吨售价分别为 3800/3600/3600 元; 饲料业务毛利率分别为 14%/14%/14%, 整体表现稳定。②屠宰业务: 公司屠宰产能利用率逐步提升, 预计 2024-2026 年屠宰量分别为 170/190/210 万头, 假设 2024-2026 年间头均屠宰收入/成本为 890/770 元。

**生猪出栏增长显著, 养殖成本持续改善。**考虑公司产能布局及出栏指引, 预计公司 2024-2026 年生猪出栏量分别为 250/350/420 万头; 随公司产能利用率提升、种猪性能改善以及养殖水平进步, 预计成本仍有望逐步下降, 预计 2024-2026 年生猪养殖营业成本分别为 12.9/12.75/12.6 元/kg; 考虑产能去化有望逐步缓解供应压力, 叠加需求复苏, 猪价有望回暖, 预计 2024-2026 年生猪销售均价分别为 16/16.7/16.4 元/kg。

**养殖业务扎实推进, 其他业务稳健发展。**随公司优质种猪进一步推广以及生产成绩提升, 养殖成本有望边际改善; 公司生猪出栏量随产能释放而呈现增长趋势, 板块业绩有望逐步释放; 饲料及其他业务稳健发展。综合考虑, 我们预计公司 2024-2026 年实现营收 64.77/89.29/106.27 亿元 (2024-2026 年 CAGR 28.09%), 归母净利润 5.28/10.87/13.19 亿元 (2024-2026 年 CAGR 58.15% , EPS 分别为 1.01/2.07/2.51 元/股。

**图表47：公司营收测算汇总（百万元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>饲料板块</b>					
收入（百万元）	569.63	498.39	494.00	468.00	468.00
yoy	-67.41%	-12.51%	-0.88%	-5.26%	0.00%
毛利率	11.90%	13.58%	14.00%	14.00%	14.00%
<b>养殖板块</b>					
收入（百万元）	1754.08	2094.68	4400.00	6680.00	8200.00
yoy	14.75%	19.42%	110.06%	51.82%	22.75%
毛利率	22.00%	2.46%	19.38%	23.65%	23.17%
<b>屠宰板块</b>					
收入（百万元）	892.07	1231.63	1513.00	1691.00	1869.00
yoy	0.56%	38.06%	22.85%	11.76%	10.53%
毛利率	17.08%	3.90%	13.48%	13.48%	13.48%
<b>其他</b>					
收入（百万元）	88.69	66.57	70.00	90.00	90.00
yoy	-94.87%	-24.94%	5.15%	28.57%	0.00%
毛利率	-326.37%	4.55%	21.43%	17.78%	17.78%
<b>合计</b>					
收入（百万元）	3304.48	3891.27	6477.00	8929.00	10627.00
yoy	19.61%	17.76%	66.45%	37.86%	19.02%
毛利率	9.58%	4.38%	17.61%	21.01%	20.89%

资料来源：Wind，国联证券研究所

## 5.2 估值与投资建议

目标价 42.5 元，给予“买入”评级。参照可比公司 2024 年 PB 为 4.2x，考虑公司未来成长性强，财务稳健，成本优势显著，给予 2024 年 5xPB，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 42.5 元。

**图表48：可比公司估值**

	PE					PB		
	TTM	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
神农集团	-71.2	-40.2	41.5	20.1	16.6	4.9	4.3	3.8
<b>平均</b>	<b>-32.4</b>	<b>-31.1</b>	<b>22.3</b>	<b>10.2</b>	<b>11.1</b>	<b>4.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>
牧原股份	-48.9	-52.8	19.7	10.3	12.3	3.5	2.7	2.3
温氏股份	-29.8	-20.9	22.8	10.9	11.9	3.7	2.8	2.3
巨星农牧	-30.6	-29.6	28.4	9.7	11.1	4.8	3.2	2.6
华统股份	-20.2	-21.1	18.4	9.9	9.0	4.9	3.3	2.5

资料来源：Wind，国联证券研究所（神农集团估值取自本报告，可比公司估值取自 Wind 2024.6.4 收盘一致预期）

## 6. 风险提示

(1) 发生疫病的风险：生猪养殖过程中发生的疫病，主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪伪狂犬病等。发生疾病传播会给行业及公司带来重大经营风险，一是疫病的发生将导致生猪的死亡，直接导致生猪产量的降低；二是疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩、产品价格下降，对生猪销售产生不利影响。

(2) 生猪价格长期处于低位风险：商品猪市场价格的周期性波动导致生猪养殖行业的毛利率呈现周期性波动，公司的毛利率也呈现与行业基本一致的波动趋势。未来，若生猪销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者公司生猪出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，则公司存在业绩难以保持持续增长，甚至大幅下降、亏损的风险。

(3) 原材料价格波动的风险：总体来看，由于各项营业成本构成变动幅度存在差异，过去几年小麦、玉米和豆粕等主要原材料成本合计占生猪养殖营业成本的比例约在 55%-65%，因此，上述大宗农产品价格波动对养殖公司的主营业务成本、净利润均会产生较大影响。

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	996	544	324	446	531	营业收入	3304	3891	6477	8929	10627
应收账款+票据	27	79	91	126	150	营业成本	2693	3721	5336	7053	8407
预付账款	155	69	190	262	311	营业税金及附加	9	11	18	25	29
存货	1082	1286	1992	2633	3138	营业费用	41	65	87	120	143
其他	214	74	139	191	227	管理费用	255	310	371	449	503
<b>流动资产合计</b>	<b>2474</b>	<b>2053</b>	<b>2736</b>	<b>3658</b>	<b>4358</b>	财务费用	-9	1	40	55	58
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-44	-162	-65	-89	-106
固定资产	2497	3184	3104	3143	3272	公允价值变动收益	-2	-4	0	0	0
在建工程	304	196	797	1158	1299	投资净收益	7	9	11	11	11
无形资产	126	124	98	71	45	其他	-7	-14	-17	-26	-32
其他非流动资产	68	147	93	39	39	<b>营业利润</b>	<b>271</b>	<b>-388</b>	<b>553</b>	<b>1123</b>	<b>1359</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2995</b>	<b>3652</b>	<b>4092</b>	<b>4411</b>	<b>4654</b>	营业外净收益	-19	-15	-16	-16	-16
<b>资产总计</b>	<b>5469</b>	<b>5705</b>	<b>6828</b>	<b>8069</b>	<b>9012</b>	<b>利润总额</b>	<b>252</b>	<b>-403</b>	<b>537</b>	<b>1106</b>	<b>1343</b>
短期借款	0	335	801	1122	1105	所得税	-3	-2	9	18	22
应付账款+票据	375	491	759	1003	1196	<b>净利润</b>	<b>255</b>	<b>-401</b>	<b>528</b>	<b>1088</b>	<b>1321</b>
其他	244	267	416	550	655	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>619</b>	<b>1093</b>	<b>1975</b>	<b>2675</b>	<b>2955</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>255</b>	<b>-401</b>	<b>528</b>	<b>1088</b>	<b>1321</b>
长期带息负债	135	375	323	259	186	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	36	38	38	38	38	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>171</b>	<b>413</b>	<b>361</b>	<b>297</b>	<b>224</b>	营业收入	18.89%	17.76%	66.45%	37.86%	19.02%
<b>负债合计</b>	<b>791</b>	<b>1507</b>	<b>2336</b>	<b>2971</b>	<b>3179</b>	EBIT	-5.47%	-265.62%	243.47%	101.20%	20.63%
少数股东权益	0	3	3	3	3	EBITDA	6.52%	-108.27%	2,357.86%	64.64%	13.97%
股本	524	525	525	525	525	归属于母公司净利润	4.11%	-257.13%	231.60%	106.07%	21.38%
资本公积	2022	2060	2060	2060	2060	<b>获利能力</b>					
留存收益	2132	1610	1904	2510	3245	毛利率	18.52%	4.38%	17.61%	21.01%	20.89%
<b>股东权益合计</b>	<b>4678</b>	<b>4198</b>	<b>4492</b>	<b>5098</b>	<b>5833</b>	净利率	7.73%	-10.31%	8.15%	12.19%	12.43%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5469</b>	<b>5705</b>	<b>6828</b>	<b>8069</b>	<b>9012</b>	ROE	5.46%	-9.57%	11.76%	21.36%	22.66%
<b>现金流量表</b>						ROIC	8.36%	-10.30%	12.83%	20.64%	21.53%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	255	-401	528	1088	1321	资产负债率	14.46%	26.41%	34.21%	36.82%	35.28%
折旧摊销	259	361	360	381	357	流动比率	4.0	1.9	1.4	1.4	1.5
财务费用	-9	1	40	55	58	速动比率	2.0	0.6	0.3	0.3	0.3
存货减少(增加为“-”)	-269	-204	-706	-641	-505	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-285	-177	-487	-421	-318	应收账款周转率	120.8	49.0	70.9	70.9	70.9
其它	373	440	696	631	496	存货周转率	2.5	2.9	2.7	2.7	2.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>323</b>	<b>19</b>	<b>431</b>	<b>1093</b>	<b>1408</b>	总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.1	1.2
资本支出	-800	-997	-800	-700	-600	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	464	191	0	0	0	每股收益	0.5	-0.8	1.0	2.1	2.5
其他	14	-27	10	10	10	每股经营现金流	0.6	0.0	0.8	2.1	2.7
<b>投资活动现金流</b>	<b>-322</b>	<b>-834</b>	<b>-790</b>	<b>-690</b>	<b>-590</b>	每股净资产	8.9	8.0	8.5	9.7	11.1
债权融资	-8	576	413	257	-90	<b>估值比率</b>					
股权融资	124	1	0	0	0	市盈率	85.9	-54.6	41.5	20.1	16.6
其他	-254	-157	-274	-537	-643	市净率	4.7	5.2	4.9	4.3	3.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-139</b>	<b>419</b>	<b>139</b>	<b>-280</b>	<b>-733</b>	EV/EBITDA	24.5	-397.8	24.6	15.1	13.2
<b>现金净增加额</b>	<b>-138</b>	<b>-395</b>	<b>-221</b>	<b>123</b>	<b>85</b>	EV/EBIT	50.6	-41.0	40.0	20.1	16.6

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年06月04日收盘价

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼