

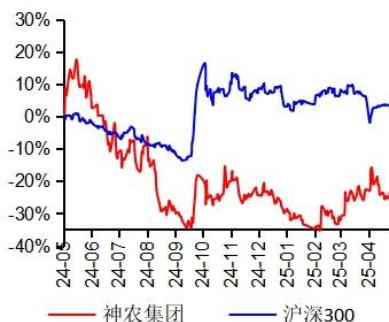
生猪出栏量快速增长，25Q1 成本降至 12.4 元

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-5-5

收盘价（元）	29.21
近 12 个月最高/最低（元）	45.67/24.54
总股本（百万股）	524.84
流通股本（百万股）	523.25
流通股比例（%）	99.7
总市值（亿元）	153
流通市值（亿元）	153

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 神农集团 (605296) 三季报点评：
生猪养殖成本稳步回落，董事长提议公司回购股份 2024-10-29
- 神农集团 (605296) 半年报点评：
生猪养殖成本稳步回落，资产负债率维持低位 2024-8-29
- 神农集团 (605296) 深度报告：
生猪养殖业务稳步增长，健康理念打造成本优势 2024-8-7

主要观点：

● 2025Q1 归母净利润 2.29 亿元，一季末资产负债率 27.8%

公司公布 2024 年报和 2025 年一季报：2024 年实现收入 55.84 亿元，同比增长 43.5%，归母净利润 6.87 亿元，扣非后归母净利润 6.97 亿元，同比均扭亏为盈；2025Q1 实现收入 14.7 亿元，同比增长 36%，归母净利润 2.29 亿元，同比扭亏为盈。2025 年一季末，公司资产负债率 27.8%，较 2024 年末微升 0.4 个百分点。

● 2025 年生猪出栏目标 320-350 万头，2027 年出栏计划突破 500 万头

2024 年，公司生猪出栏量 227.15 万头，同比增长 49.4%，基本完成全年出栏目标 230-250 万头，其中，销售商品猪 212.21 万头，同比增长 42.8%。2024 年 12 月末，公司能繁母猪存栏量 12.1 万头，随着 2025 年云南和广西战区在建产能全部投产，2025 年出栏量有望达到 320-350 万头，2025Q1 公司生猪出栏量已达到 86.04 万头，同比大增 73.2%，其中，销售商品猪 63.95 万头，同比增长 33.3%。截止 2025 年 3 月末，公司能繁母猪存栏量 12.8 万头，力争年底达到 16 万头；公司计划每年新增能繁母猪约 4 万头，2027 年生猪出栏量争取突破 500 万头。

● 生猪完全成本持续回落，2025Q1 降至 12.4 元/公斤

2024 年公司生猪完全成本不断下降，全年平均完全成本约 13.9 元/公斤，Q4 降至 13.7 元/公斤，2025Q1 大降至 12.4 元/公斤。公司成本持续下降的主要原因包括：①坚持新项目投产即满负荷工作，淘汰落后产能，管理不断优化，硬件智能化升级，争取做到标准化投产运营，持续保持高效；②坚持高健康度的发展理念，从新项目筹备到落地运行，都秉承高健康度理念，猪只健康度稳定，不断提升健康水平。2024 年，公司重大疫病病原（如非洲猪瘟、蓝耳病、PED、伪狂犬）阴性群体数量目标在 2023 年基础上提升逾 30%，为后续养殖端降低动保成本奠定良好基础；2025 年养殖部推动支原体净化项目，进一步降低动保成本和健康成本；③遗传基因指数不断提升，每年优化育种引种策略；④优化考核机制，通过组织架构优化、体系化管理、全链条考核等方法使上下游团队目标一致、上下一心；⑤随着规模提升，采购团队和期货团队的不断成长，原料采购水平与优秀企业差距不断缩小，原料采购成本下降明显；同时，养殖规模提升也带动饲料产能利用率不断提高，从而带动饲料制造成本的下降。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司生猪出栏量 350 万头、450 万头、500 万头，同比分别增长 54%、29%、11%；公司实现主营业务收入 65.37 亿元、78.18 亿元、89.35 亿元，同比分别增长 17.1%、19.6%、14.3%，对应归母净利润 10.05 亿元、11.76 亿元、16.13 亿元，同比分别增长 46.4%、16.9%、37.2%，归母净利润前值 2025 年 10.68 亿元、2026 年 8.24 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 2025-2026 年生猪出栏量、猪价和成本预期，维持公司“买入”评级不变。

风险提示

生猪疫情；猪价下跌幅度超预期。

● 重要财务指标**单位:百万元**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5584	6537	7818	8935
收入同比 (%)	43.5%	17.1%	19.6%	14.3%
归属母公司净利润	687	1005	1176	1613
净利润同比 (%)	271.2%	46.4%	16.9%	37.2%
毛利率 (%)	20.8%	22.9%	21.7%	24.1%
ROE (%)	14.2%	17.8%	17.2%	19.1%
每股收益 (元)	1.31	1.92	2.24	3.07
P/E	21.15	15.25	13.04	9.51
P/B	3.01	2.71	2.24	1.81
EV/EBITDA	12.09	10.96	8.99	6.22

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产					营业收入	5584	6537	7818	8935
现金	2552	3288	4740	6219	营业成本	4424	5040	6125	6784
应收账款	1042	1542	2550	4037	营业税金及附加	13	15	18	21
其他应收款	101	117	144	154	销售费用	69	80	92	105
预付账款	28	63	46	79	管理费用	335	368	387	406
存货	44	50	61	68	财务费用	335	368	387	406
其他流动资产	1310	1490	1913	1856	资产减值损失	26	6	2	-10
非流动资产					公允价值变动收益	36	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	4104	4253	4382	4491	营业利润	1	0	0	0
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	732	1025	1196	1633
其他非流动资产	2953	2952	2931	2891	营业外支出	2	0	0	0
资产总计					利润总额	28	20	20	20
流动负债					所得税	706	1005	1176	1613
短期借款	1352	1311	1615	1492	净利润	19	0	0	0
应付账款	205	155	105	55	少数股东损益	687	1005	1176	1613
其他流动负债	542	578	783	724	归属母公司净利润	0	0	0	0
非流动负债					EBITDA	687	1005	1176	1613
长期借款	604	578	727	712	EPS (元)	471	571	671	771
其他非流动负债	227	327	427	527		1.31	1.92	2.24	3.07
负债合计									
少数股东权益	244	244	244	244					
负债和股东权益									
股本	1823	1881	2286	2262					
资本公积	0	0	0	0					
留存收益	525	518	518	518					
归属母公司股东权	2068	1896	1896	1896					
负债和股东权益									
归属母公司股东权	2240	3245	4421	6034					
负债和股东权益	4833	5660	6835	8448					
	6655	7541	9121	10710					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流					成长能力				
净利润	1534	1120	1452	1934	营业收入	43.5%	17.1%	19.6%	14.3%
折旧摊销	687	1005	1176	1613	营业利润	288.6%	40.2%	16.6%	36.6%
财务费用	432	301	321	341	归属于母公司净利	271.2%	46.4%	16.9%	37.2%
投资损失	34	22	25	28	盈利能力				
营运资金变动	-1	0	0	0	毛利率 (%)	14.2%	20.8%	22.9%	21.7%
其他经营现金流	366	-228	-89	-66	净利率 (%)	37.7%	12.3%	15.4%	14.3%
投资活动现金流					ROE (%)	36.6%	14.2%	17.8%	19.1%
资本支出	337	1254	1284	1699	ROIC (%)	2.28	13.0%	15.9%	15.5%
长期投资	-979	-470	-470	-470	偿债能力				
其他投资现金流	-969	-470	-470	-470	资产负债率 (%)	1.89	27.4%	24.9%	25.1%
筹资活动现金流					净负债比率 (%)	60.00	37.7%	33.2%	21.1%
短期借款	-14	0	0	0	流动比率	60.00	61.82	33.4%	36.6%
长期借款	3	0	0	0	速动比率	9.00	1.89	2.51	2.93
普通股增加	-73	-150	25	22	营运能力				
资本公积增加	-130	-50	-50	-50	总资产周转率	9.00	8.56	0.90	1.31
其他筹资现金流	-8	100	100	100	应收账款周转率	60.00	60.00	0.92	0.92
现金净增加额					应付账款周转率	60.00	60.00	0.94	0.94
482	500	1008	1487		每股指标(元)				
					每股收益	1.31	1.92	2.24	2.24
					每股经营现金流薄	2.92	2.13	2.77	3.07
					每股净资产	9.21	10.78	13.02	16.10
					估值比率				
					P/E	21.15	21.15	15.25	21.15
					P/B	3.01	3.01	2.71	3.01
					EV/EBITDA	12.09	12.09	10.96	12.09

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，**2012**年水晶球卖方分析师第五名，**2013**年金牛奖评选农业行业入围，**2018**年天眼农业最佳分析师，**2019**年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业**2019**年金牛奖最佳行业分析团队奖，**2021**年**WIND**金牌分析师农林牧渔行业第二名，**2022**年**WIND**金牌分析师农林牧渔行业第二名，**2023**年**WIND**金牌分析师农林牧渔行业第五名；**2024**年**WIND**金牌分析师农林牧渔行业第四名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。