

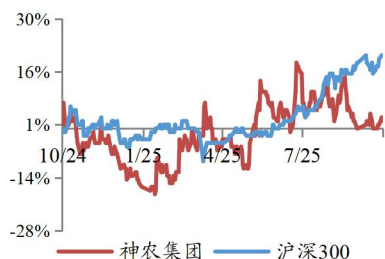
2025 年出栏预期 300 万头，9 月完全成本 12.5 元

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-29

收盘价（元）	30.76
近 12 个月最高/最低（元）	37.11/24.54
总股本（百万股）	525
流通股本（百万股）	518
流通股比例（%）	98.71
总市值（亿元）	161
流通市值（亿元）	159

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

1. 神农集团（605296）中报点评：2025 年出栏预期 320 万头，25Q2 成本维持 12.4 元 2025-08-27

2. 神农集团（605296）年报一季报点评：生猪出栏量快速增长，25Q1 成本降至 12.4 元 2025-05-05

主要观点：

● 2025 年 1-9 月归母净利润 4.62 亿元，9 月末资产负债率 27.1%

公司公布 2025 年三季报：1-9 月实现收入 39.2 亿元，同比-3.8%，归母净利润 4.62 亿元，同比-3.9%，扣非后归母净利润 4.33 亿元，同比-12.6%；9 月末，公司资产负债率 27.1%，较 6 月末上升 1.1pct，维持低位。分季度看，Q1-Q3 收入 14.7 亿元、13.3 亿元、11.3 亿元，同比+36%、-6.1%、-28.9%，归母净利润 2.29 亿元、1.59 亿元、0.74 亿元。

● 1-9 月生猪出栏量 211 万头，预计全年出栏 300 万头左右

2025 年 1-9 月，公司生猪出栏量 210.96 万头，同比+26.8%，其中，商品猪销量 181.52 万头，占公司生猪出栏量 86%。受仔猪价格偏高、发改委生猪政策影响，公司上半年外购仔猪量偏少，我们预计全年出栏量约 300 万头，低于公司年初制定的目标 320-350 万头。分季度看，Q1-Q3 生猪出栏量 86.04 万头、67.91 万头、57.01 万头，同比+73.2%、+14%、-0.2%。

● 公司降本措施持续落实，9 月生猪完全成本 12.5 元/公斤

2025 年初，公司生猪养殖完全成本 13.0 元/公斤，1H2025 降至 12.4 元/公斤，9 月小幅回升至 12.5 元/公斤。在成本管控方面，公司持续落实以下降本措施：①疫病防控。从去年制定 2025 年成本目标起，在重大疫病防控上做优化，如在母猪场、育肥厂、后备猪培育场增加空气过滤硬件，并优化日常维护管理，不断提升存活率；②种群基因改良。公司以往依靠各母猪场厂长经验，去年开始通过集团卓越运营部门和计划中心，将基因现状及改良计划推送到各猪场，使计划更具前瞻性、精准性；③料肉比及中大猪死亡管控。去年至今，着重关注中大猪死亡比例控制，降低死亡率和死亡日龄，料肉比也从去年全年平均约 2.5 降至今年 9 月 2.43。我们预计，随着公司降本措施的持续落地，成本有望继续回落。

● 投资建议

2025 年 7 月开始，生猪养殖行业步入去产能阶段，Q3 统计局能繁母猪存栏量累计下降 9 万头；我们判断，随着生猪养殖业全面亏损叠加调控政策持续落实，生猪行业去产能有望明显提速。我们预计 2025-2027 年公司生猪出栏量 300 万头、300 万头、315 万头，同比分别+32%、0%、+5%；公司实现主营业务收入 54.19 亿元、54.26 亿元、57.12 亿元，同比分别-3.0%、+0.1%、+5.3%，对应归母净利润 4.82 亿元、5.42 亿元、6.69 亿元，同比分别-29.9%、+12.6%、+23.3%，归母净利润前值 2025 年 7.67 亿元、2026 年 9.57 亿元、2027 年 10.6 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 2025-2027 年公司生猪出栏量、猪价和完全成本预期，维持公司“买入”评级不变。

风险提示

生猪疫情；猪价上涨晚于预期；生猪政策调整；生猪去产能低于预期；原材料价格大涨。

● 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	5419	5426	5712
收入同比（%）	43.5%	-3.0%	0.1%	5.3%
归属母公司净利润	687	482	542	669
净利润同比（%）	271.2%	-29.9%	12.6%	23.3%
毛利率（%）	20.8%	18.4%	20.5%	22.8%
ROE（%）	14.2%	9.8%	9.9%	10.9%
每股收益（元）	1.31	0.92	1.03	1.27
P/E	21.15	33.51	29.77	24.13
P/B	3.01	3.28	2.95	2.63
EV/EBITDA	12.09	19.25	16.97	14.15

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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2552	2364	2962	3461	营业收入	5584	5419	5426	5712
现金	1042	1019	1515	2048	营业成本	4424	4424	4312	4411
应收账款	101	79	101	89	营业税金及附加	13	13	13	13
其他应收款	28	47	28	51	销售费用	69	83	100	120
预付账款	44	44	43	44	管理费用	335	368	405	446
存货	1310	1148	1248	1202	财务费用	26	12	15	13
其他流动资产	26	26	26	26	资产减值损失	36	0	0	0
非流动资产	4104	4253	4382	4491	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	2953	2952	2931	2891	营业利润	732	515	577	707
无形资产	132	132	132	132	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1006	1156	1306	1456	营业外支出	28	20	20	20
资产总计	6655	6616	7343	7952	利润总额	706	495	557	687
流动负债	1352	1118	1203	1043	所得税	19	13	15	18
短期借款	205	155	105	55	净利润	687	482	542	669
应付账款	542	441	518	463	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	604	522	580	525	归属母公司净利润	687	482	542	669
非流动负债	471	571	671	771	EBITDA	1180	828	913	1061
长期借款	227	327	427	527	EPS（元）	1.31	0.92	1.03	1.27
其他非流动负债	244	244	244	244					
负债合计	1823	1689	1874	1814					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	525	518	518	518					
资本公积	2068	1892	1892	1892					
留存收益	2240	2517	3059	3728					
归属母公司股东权益	4833	4928	5470	6139					
负债和股东权益	6655	6616	7343	7952					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1534	806	941	982	成长能力				
净利润	687	482	542	669	营业收入	43.5%	-3.0%	0.1%	5.3%
折旧摊销	432	301	321	341	营业利润	288.6%	-29.6%	12.1%	22.5%
财务费用	34	23	25	28	归属于母公司净利	271.2%	-29.9%	12.6%	23.3%
投资损失	-1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	366	-19	33	-76	毛利率（%）	20.8%	18.4%	20.5%	22.8%
其他经营现金流	337	521	529	765	净利率（%）	12.3%	8.9%	10.0%	11.7%
投资活动现金流	-979	-470	-470	-470	ROE（%）	14.2%	9.8%	9.9%	10.9%
资本支出	-969	-470	-470	-470	ROIC（%）	13.0%	8.9%	9.1%	9.9%
长期投资	-14	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	3	0	0	0	资产负债率（%）	27.4%	25.5%	25.5%	22.8%
筹资活动现金流	-73	-359	25	22	净负债比率（%）	37.7%	34.3%	34.3%	29.5%
短期借款	-130	-50	-50	-50	流动比率	1.89	2.11	2.46	3.32
长期借款	-8	100	100	100	速动比率	0.87	1.02	1.37	2.10
普通股增加	0	-7	0	0	营运能力				
资本公积增加	8	-175	0	0	总资产周转率	0.90	0.82	0.78	0.75
其他筹资现金流	58	-227	-25	-28	应收账款周转率	61.82	60.00	60.00	60.00
现金净增加额	482	-23	496	533	应付账款周转率	8.56	9.00	9.00	9.00

每股指标（元）					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	P/E	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.31	0.92	1.03	1.27	P/B	3.01	3.28	2.95	2.63
每股经营现金流(摊薄)	2.92	1.54	1.79	1.87	EV/EBITDA	12.09	19.25	16.97	14.15
每股净资产	9.21	9.39	10.42	11.70					

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达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致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方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。