

神农集团 (605296.SH)

买入

2023 三季度报点评：低杠杆的优质弹性生猪标的，Q3 业绩环比扭亏为盈

核心观点

优质生猪养殖标的，2023Q3 业绩扭亏为盈。公司 2023Q1-Q3 营收 28.69 亿元，同比+38.48%，归母净利润-2.17 亿元，同比-781.03%；2023Q3 营收 11.62 亿元，同比+29.91%，归母净利润 0.47 亿元，同比-69.80%，环比扭亏为盈，其中预计 Q3 生猪养殖盈利约 0.4 亿元，食品板块盈利接近 0.1 亿元，贸易及种植业务亏损接近 0.03-0.04 亿元，饲料板块自供为主，盈利基本持平。经测算，2023Q3 公司生猪养殖单头净利接近 90 元，相较行业超额盈利优势明显，公司养殖成本处于行业领先地位。

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。2022 年公司养殖、屠宰、饲料收入占比分别为 52.96%、25.97%、17.24%。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 60% 的存栏母猪群为蓝耳、PED、伪狂犬双阴猪群，未来健康保障相关的疫苗、动保费用将持续降低，猪只生产速度提升。成本方面，公司 2023 年以来养殖成本不断下降，9 月完全成本降至 16 元/公斤左右，仔猪断奶成本也在不断下降，达到 330+元/头，位列行业第一梯队。公司明年完全成本目标 15 元/公斤，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，生猪产能稳步放量。公司 2022 年实现生猪出栏 92.9 万头，同比+42.11%，2023 年 1-9 月共销售生猪 111.21 万头（其中商品猪 109.09 万头），同比+73.12%。截至 2023Q3 末，公司能繁母猪数量约 7 万头，后备母猪约 3 万头；PSY 年平均水平约 27 头，育肥端成活率约 94%；窝均健子数为 13 头，生产指标位于行业前列。公司在建母猪场今年陆续交付，预计今年年底完工交付后，母猪场产能可达 10 万头，2023-2025 年出栏目标依次为 150、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，2023Q3 末资产负债率仅 22.27%，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”。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.22/3.95/20.15 亿元（原预计为 4.34/10.31/6.70 亿元），对应 EPS 为 0.04/0.75/3.84 元，对应当前股价 PE 为 506.9/27.9/5.5 X。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,779	3,304	4,087	6,020	8,155
(+/-%)	2.0%	18.9%	23.7%	47.3%	35.5%
净利润(百万元)	245	255	22	395	2015
(+/-%)	-78.4%	4.1%	-91.5%	1714.7%	410.8%
每股收益(元)	0.61	0.49	0.04	0.75	3.84
EBIT Margin	12.7%	9.3%	2.5%	6.7%	24.2%
净资产收益率 (ROE)	5.5%	5.5%	0.5%	8.0%	32.4%
市盈率 (PE)	34.3	43.2	506.9	27.9	5.5
EV/EBITDA	17.0	22.5	35.7	19.0	5.9
市净率 (PB)	1.87	2.36	2.35	2.23	1.77

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

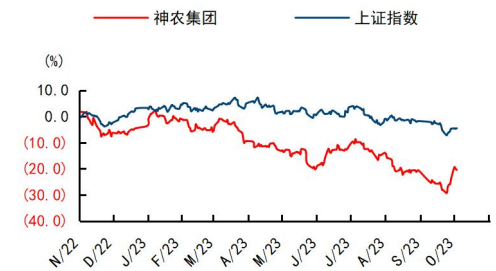
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
 lirui@guosen.com.cn
 S0980523030001

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 21.02 元
 总市值/流通市值 11036/1420 百万元
 52 周最高价/最低价 29.14/18.60 元
 近 3 个月日均成交额 20.53 百万元

市场走势



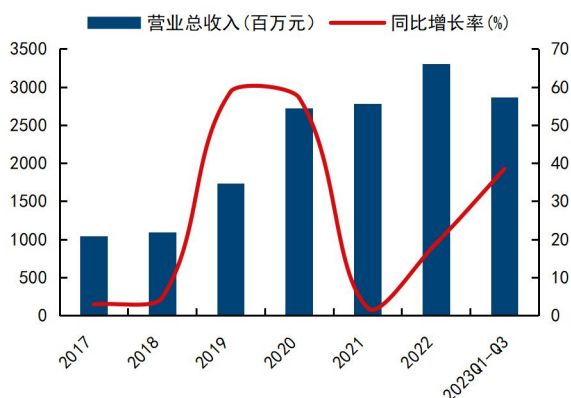
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《神农集团 (605296.SH) -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

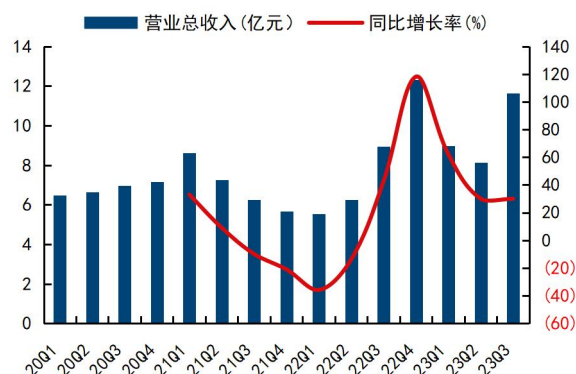
公司 2023Q3 业绩扭亏为盈，养殖成本优势领先行业。公司 2023Q1-Q3 营收 28.69 亿元，同比+38.48%，归母净利-2.17 亿元，同比-781.03%。公司 2023Q3 营收 11.62 亿元，同比+29.91%，归母净利 0.47 亿元，同比-69.80%，环比扭亏为盈，其中预计 Q3 生猪养殖利润约 0.4 亿元，食品板块盈利接近 0.1 亿元，贸易及种植业务亏损接近 0.03-0.04 亿元，饲料板块自供为主，盈利基本持平。经测算，2023Q3 公司生猪养殖单头净利接近 90 元，相较行业超额盈利优势明显。2023 年前三季度猪价处于历史低位，2023Q3 开始略有回暖，公司养殖成本处于行业领先地位，2023Q3 净利成功实现转正，后续有望受益后周期景气回暖逐步回升。

图1：神农集团营业收入及增速（单位：百万元、%）



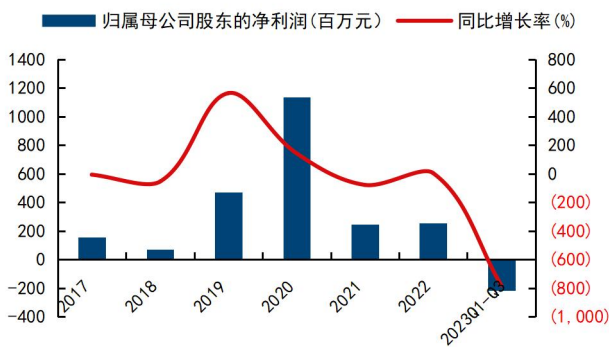
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：神农集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



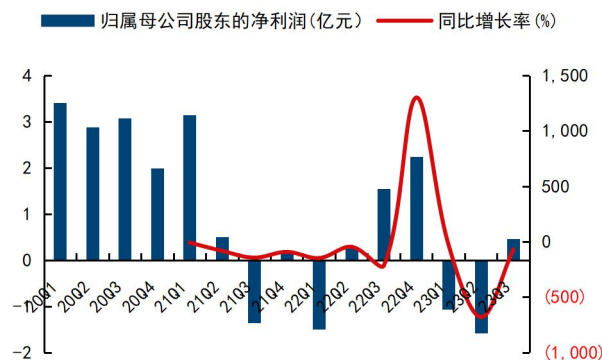
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

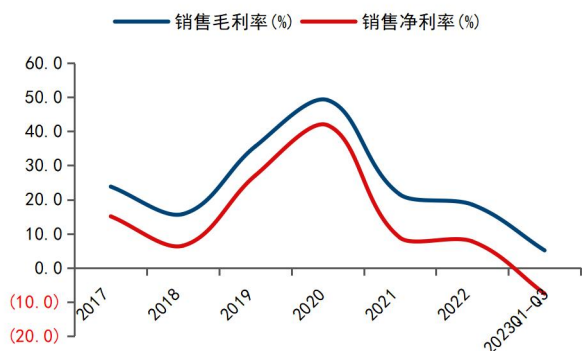
图4：神农集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

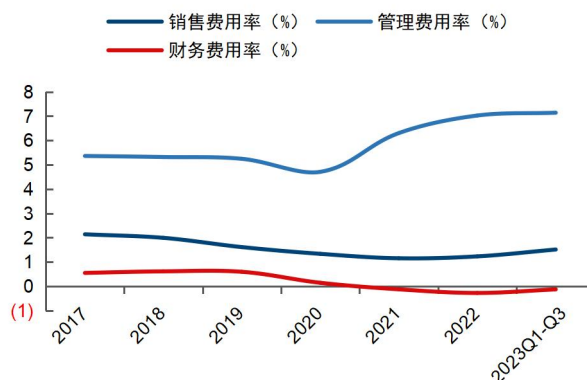
毛利率随生猪价格周期波动，销售费用率上升明显。2023Q1-Q3 公司销售毛利率为 5.10%，同比-7.10pcts；销售净利率为-7.57%，同比-9.11pcts；2023Q1-Q3 受到猪价同比下滑影响，盈利水平有所下滑。另外，2023Q1-Q3 公司费用率整体保持稳定，销售费用率达 1.52%（同比+0.26pct），管理费用率 7.14%（同比-0.11pct），财务费用率-0.13%（同比+0.26pct）。其中，销售费用增幅较大主要系限制性股权激励摊销费用新增、品牌宣传投入增加、公司业务规模扩大，职工薪酬增加、差旅费增加所致。

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

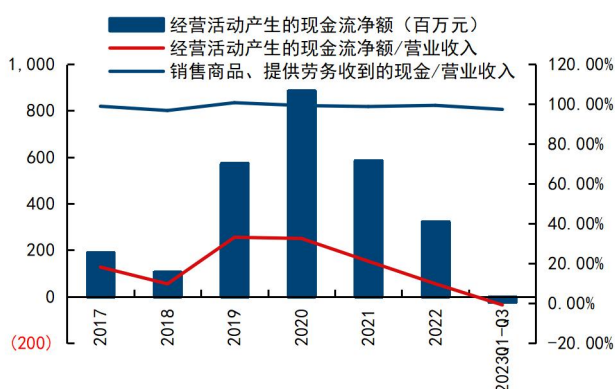
图6: 神农集团费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

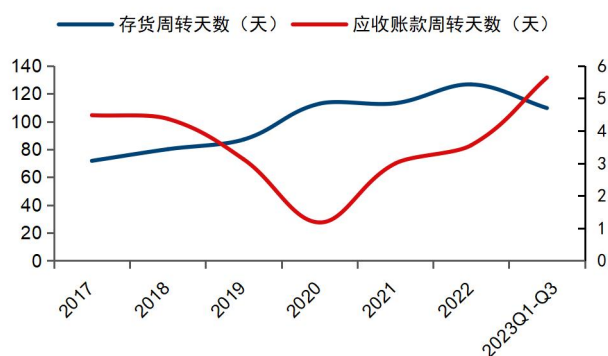
经营性现金流收缩明显，应收及存货周转率小幅提升。2023Q1-Q3 公司经营性现金流净额-0.24 亿元（同比-200%），经营性现金流净额占营业收入比例为-0.85%（同比-118%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 97.29%（同比+0.24pcts），现金流状况受下游养殖行情低迷影响而整体承压明显。在主要流动资产周转方面，2023Q1-Q3 公司应收周转天数达 5.64 天（同比-31%），存货周转天数达 109.68 天（同比-13%）。

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

投资建议

优质生猪养殖先锋标的，维持“买入”。预计公司 23-25 年归母净利润为 0.22/3.95/20.15 亿元(原预计为 4.34/10.31/6.70 亿元)，对应 EPS 为 0.04/0.75/3.84 元，对应当前股价 PE 为 506.9/27.9/5.5 X。

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 2023-2025 年的生猪出栏量分别为 150 万头、250 万头、300 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 2023-2025 年公司每公斤商品猪销售价格 15.8 元、16.8 元、21.7 元的预期（云南省内猪价通常要比全国均价略低）。最终我们预计公司生猪养殖业务 2023-2025 年营收为 24.4/43.1/63.8 亿元，同比增速为 40%/76%/48%；2023-2025 年毛利率为 8.99%/14.65%/34.35%。

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 年有望筑底反转，因此我们预计 2023-2025 年收入增速分别为 8%/5%/5%，毛利率分别为 19%/22%/34%。

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 2023-2025 年饲料收入增速分别为 2%/2%/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 2023-2025 年毛利率分别为 12.0%/12.2%/13.0%。

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 2023-2025 年其他业务收入增速分别为 7%/5%/5%，毛利率亦基本保持稳定，预计 2023-2025 年毛利率分别为 6.3%/6.6%/6.6%。

表1: 神农集团业务拆分

单位: 亿元, %	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
养殖业						
收入	14.99	15.27	17.50	24.44	43.12	63.79
同比	173%	2%	15%	40%	76%	48%
毛利	9.83	3.11	3.89	2.20	6.32	21.91
毛利率(%)	65.55	20.40	22.22	8.99	14.65	34.35
屠宰业						
收入	6.13	8.61	8.58	9.27	9.73	10.22
同比	-14%	40%	0%	8%	5%	5%
毛利	2.72	1.21	1.47	1.80	2.11	3.51
毛利率(%)	44.31	14.03	17.15	19.43	21.67	34.38
饲料业						
收入	5.96	17.48	5.70	5.81	5.93	6.05
同比	33%	193%	-67%	2%	2%	2%
毛利	0.81	1.73	0.68	0.70	0.72	0.79
毛利率(%)	13.56	9.88	11.90	12.00	12.20	13.00
其他业务						
收入	0.15	2.09	1.26	1.35	1.42	1.49
同比		1293%	-40%	7%	5%	5%
毛利	0.04	0.15	0.08	0.09	0.09	0.10
毛利率(%)	27%	7%	6%	6%	7%	7%
合计						
收入	27.24	27.79	33.04	40.87	60.20	81.54
同比	57.2%	2.0%	18.9%	23.7%	47.3%	35.5%
毛利	13.39	5.97	6.12	4.78	9.24	26.31
毛利率(%)	49.14%	21.48%	18.52%	11.70%	15.36%	32.26%

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 2023-2025 年的公司整体营收分别为 40.87/60.20/81.55 亿元, 同比增速为 23.7%/47.3%/35.5%, 毛利率 11.7%/15.4%/32.3%, 毛利为 4.78/9.24/26.31 亿元。

表2: 神农集团未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3304	4087	6020	8155
营业成本	2693	3609	5096	5524
销售费用	41	51	69	92
管理费用	232	283	391	486
研发费用	23	32	45	59
财务费用	(9)	(10)	7	(6)
营业利润	271	38	423	2075
利润总额	252	23	413	2070
归属于母公司净利润	255	22	395	2015
EPS	0.49	0.04	0.75	3.84
ROE	5.5%	0.5%	8.0%	32.4%

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 2023-2025 年收入分别为 40.87/60.20/81.55 亿元, 归属母公司净利润 0.22/3.95/20.15 亿元, 利润年增速分别为 -91.5%/1714.7%/410.8%, 每股收益分别为 0.04/0.75/3.84 元。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1080	996	800	750	1170	营业收入	2779	3304	4087	6020	8155
应收款项	97	85	112	148	246	营业成本	2182	2693	3609	5096	5524
存货净额	813	1082	1387	1948	2155	营业税金及附加	8	9	11	15	20
其他流动资产	68	172	240	272	423	销售费用	32	41	51	69	92
流动资产合计	2710	2474	2679	3258	4135	管理费用	175	232	283	391	486
固定资产	1896	2345	2901	3598	4291	研发费用	28	23	32	45	59
无形资产及其他	128	126	122	118	114	财务费用	(4)	(9)	(10)	7	(6)
投资性房地产	436	523	523	523	523	投资收益	16	7	5	7	15
长期股权投资	0	0	0	1	3	资产减值及公允价值变动	104	42	(80)	20	80
资产总计	5170	5469	6226	7499	9067	其他收入	(230)	(119)	(32)	(45)	(59)
短期借款及交易性金融负债	50	23	449	583	24	营业利润	276	271	38	423	2075
应付款项	339	375	509	752	790	营业外净收支	(16)	(19)	(15)	(10)	(5)
其他流动负债	140	221	293	846	1593	利润总额	260	252	23	413	2070
流动负债合计	528	619	1251	2180	2407	所得税费用	15	(3)	1	18	55
长期借款及应付债券	0	0	50	80	80	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	145	171	231	299	351	归属于母公司净利润	245	255	22	395	2015
长期负债合计	145	171	281	379	431	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	674	791	1532	2560	2838	净利润	245	255	22	395	2015
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	100	(50)	19	15	18
股东权益	4496	4678	4693	4939	6229	折旧摊销	180	217	250	313	374
负债和股东权益总计	5170	5469	6226	7499	9067	公允价值变动损失	(104)	(42)	80	(20)	(80)
						财务费用	(4)	(9)	(10)	7	(6)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(118)	(354)	(116)	251	399
每股收益	0.61	0.49	0.04	0.75	3.84	其它	(100)	50	(19)	(15)	(18)
每股红利	0.26	0.19	0.01	0.28	1.38	经营活动现金流	203	76	236	938	2707
每股净资产	11.23	8.92	8.95	9.42	11.88	资本开支	0	(654)	(901)	(1001)	(1001)
ROIC	11%	8%	2%	7%	35%	其它投资现金流	(371)	511	0	0	0
ROE	5%	5%	0%	8%	32%	投资活动现金流	(371)	(143)	(901)	(1002)	(1003)
毛利率	21%	19%	12%	15%	32%	权益性融资	0	56	0	0	0
EBIT Margin	13%	9%	3%	7%	24%	负债净变化	(60)	0	50	30	0
EBITDA Margin	19%	16%	9%	12%	29%	支付股利、利息	(106)	(100)	(7)	(149)	(726)
收入增长	2%	19%	24%	47%	35%	其它融资现金流	1302	127	426	133	(559)
净利润增长率	-78%	4%	-91%	1715%	411%	融资活动现金流	970	(18)	470	14	(1284)
资产负债率	13%	14%	25%	34%	31%	现金净变动	802	(84)	(196)	(50)	420
股息率	1.0%	0.9%	0.1%	1.4%	6.6%	货币资金的期初余额	278	1080	996	800	750
P/E	34.3	43.2	506.9	27.9	5.5	货币资金的期末余额	1080	996	800	750	1170
P/B	1.9	2.4	2.3	2.2	1.8	企业自由现金流	0	(479)	(670)	(52)	1693
EV/EBITDA	17.0	22.5	35.7	19.0	5.9	权益自由现金流	0	(352)	(183)	104	1140

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