

新五丰 (600975.SH)

买入

2022 年报点评：2022Q4 归母净利环比增长 204%，生猪出栏有望继续保持高速增长

核心观点

受益养殖行情回暖，公司 2022Q2 业绩转正。公司 2022 年整体业绩承压，2022 年实现营收 49.32 亿元，较上年同期增加 101.78%，实现归属于母公司所有者的净利润-0.76 亿元，较上年同期减亏 74.35%。单四季度看，2022Q4 公司实现营收 23.85 亿元，同比增加 140.82%，实现归母净利 0.76 亿元，同比增加 139%，环比增加 204%。公司单四季度盈利大幅增长，主要原因是报告期内完成了发行股份及支付现金购买天心种业等资产的重大资产重组，夯实了公司生猪养殖主业，生猪出栏规模实现同比大幅增长，导致收入及盈利大幅增加。天心种业 2022 年实现扣非归母净利 2879.6 万元，超出业绩承诺数 875.79 万元，完成本年预测盈利的 143.71%，经营表现优异。

完成天心种业收购后夯实养殖实力，国企改革焕发活力。公司成立于 2001 年，实控人为湖南省国资委，以生猪产业经营为主业，涵盖饲料、原料贸易、养殖、冷鲜肉品加工等生猪全产业链。据公司公告，公司于 2022 年完成了发行股份及支付现金购买资产的重大资产重组，收购天心种业 100% 股权等资产，进一步夯实了公司生猪养殖主业，2022 年公司（含天心种业）实现生猪出栏合计 183 万头，同比增长 122.32%。天心种业为湖南省优质种猪及仔猪销售企业，2020-2022 年分别实现生猪出栏 16/42/76 万头，处于产能快速放量期。截至 2022 年 7 月 31 日，天心种业合计拥有母猪存栏 8.7 万头，其中包括基础母猪 4.66 万头、后备母猪 3.99 万头，进一步增厚公司养殖实力。

成本改善空间充裕，出栏或将继续保持高速增长。成本方面，公司目前处于行业中游水平，未来成本改善空间较大，一方面，公司拟计划通过引进法系猪持续优化种猪群体效率，另一方面，预计随公司产能利用率提升，总部费用会进一步摊销。出栏方面，公司采取以租赁为主、自建及改造为辅的扩张模式，持续大力推进养殖项目布局，2022 年公司合计新增母猪存栏规模 6.84 万头、肥猪产能 92 余万头，其中，新五丰（不含天心种业）交付母猪场 9 个，新增母猪存栏规模 5.4 万头；交付肥猪场 28 个，新增年出栏肥猪产能 70 余万头；天心交付母猪场 4 个，新增母猪存栏规模 1.44 万头；交付肥猪场 13 个，新增年出栏肥猪产能 22 万余头。此外，考虑到天心种业 2022-2024 年处于业绩对赌阶段，发展动力或较为充足，未来预期差修复空间充裕。

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：维持“买入”评级。预计公司 23-25 年归母净利润为 11.98/25.39/10.71 亿元，对应 EPS 为 1.11/2.36/0.99 元，对应当前股价 PE 为 10.7/5.1/12.0 X。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,003	4,932	7,490	8,991	9,196
(+/-%)	-26.5%	146.3%	51.9%	20.0%	2.3%
净利润(百万元)	-280	-76	1198	2539	1071
(+/-%)	-199.1%	-72.9%	1676.4%	111.9%	-57.8%
每股收益(元)	-0.35	-0.07	1.11	2.36	0.99
EBIT Margin	-6.4%	2.2%	14.8%	18.6%	8.1%
净资产收益率 (ROE)	-13.2%	-2.8%	32.0%	42.2%	15.4%
市盈率 (PE)	-34.3	-169.3	10.7	5.1	12.0
EV/EBITDA	-1960.1	51.8	15.7	10.4	19.6
市净率 (PB)	4.52	4.80	3.43	2.14	1.85

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 11.95 元
总市值/流通市值 12864/7799 百万元
52 周最高价/最低价 13.45/6.71 元
近 3 个月日均成交额 369.00 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

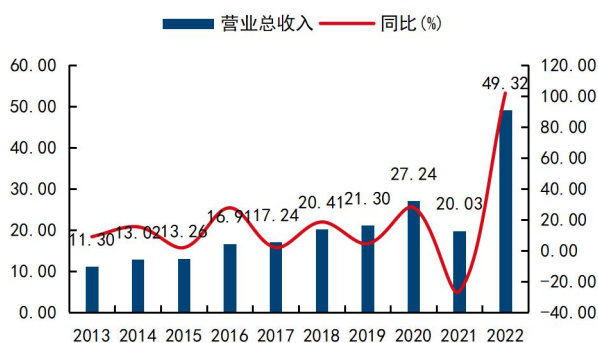
相关研究报告

公司 2022Q4 归母净利实现明显改善，环比增速达 204%。根据公司发布的 2022 年年度报告，公司 2022 年整体业绩承压，2022 年实现营业收入 49.32 亿元，较上年同期增加 101.78%，实现归属于母公司所有者的净利润-0.76 亿元，较上年同期减亏 74.35%。另外，根据目前 2023 年 1-3 月生猪实际价格情况，基于谨慎性原则，公司计提消耗性生物资产减值准备约 6502 万元。

单四季度看，2022Q4 公司实现营收 23.85 亿元，同比增加 140.82%，实现归母净利 0.76 亿元，同比增加 139%，环比增加 204%。公司单四季度盈利大幅增长，主要原因是报告期内完成了发行股份及支付现金购买天心种业等资产的重大资产重组，夯实了公司生猪养殖主业，生猪出栏规模实现同比大幅增长，导致收入及盈利大幅增加。天心种业 2022 年实现扣非归母净利 2879.6 万元，超出业绩承诺数 875.79 万元，完成本年预测盈利的 143.71%，经营表现优异。

细分业务来看，2022 年公司生猪内销、生猪出口、屠宰冷藏、冻肉、鲜肉销售、饲料销售、贸易及其他业务的营业收入占比分别为 52.62%、2.76%、15.14%、9.15%、5.57%、0.04%、14.58%。其中，生猪销售是公司主要的核心业务，2022 年毛利达 2.76 亿元，占整体毛利比例达 85%。公司生猪业务处于产能快速放量期，2022 年公司（含天心种业）实现生猪出栏数 182.68 万头，生猪出栏量同比增长 122.32%，其中，新五丰（不含天心种业）出栏生猪 107 万头，生猪出栏量同比增长 142.15%。从产能扩张来看，公司采取以租赁为主、自建及改造为辅的扩张模式，持续大力推进养殖项目布局，2022 年公司合计新增母猪存栏规模 6.84 万头、肥猪产能 92 余万头，其中，新五丰（不含天心种业）交付母猪场 9 个，新增母猪存栏规模 5.4 万头；交付肥猪场 28 个，新增年出栏肥猪产能 70 余万头；天心交付母猪场 4 个，新增母猪存栏规模 1.44 万头；交付肥猪场 13 个，新增年出栏肥猪产能 22 万余头。结合公司当前的产能储备情况，我们预计公司 2023 年生猪出栏依然有望继续保持高速增长，或将受益于中期猪价景气回升。

图1：新五丰营业收入及增速（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2：新五丰单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



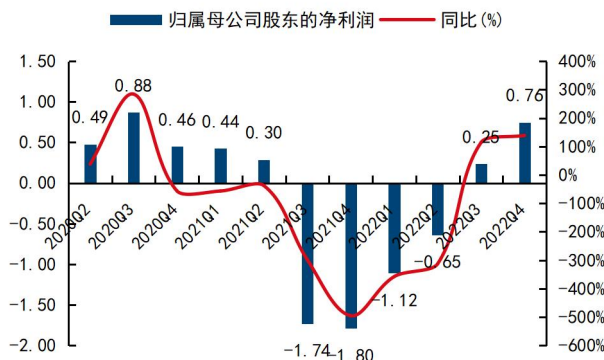
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 新五丰归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

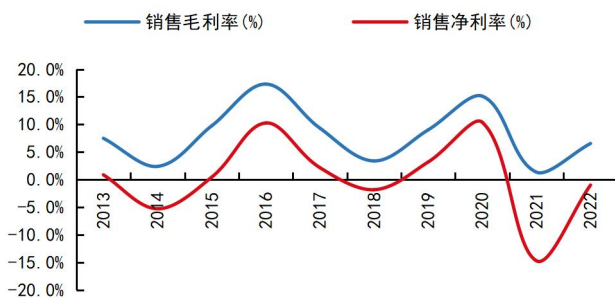
图4: 新五丰单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

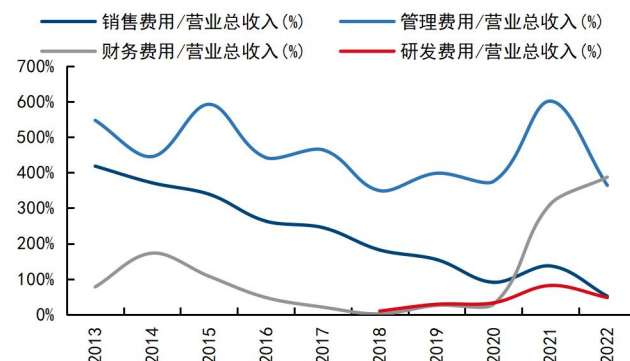
毛利率明显改善, 费用率整体下降。2022 年销售毛利率达 6.55%, 同比增加 5.19pct; 销售净利率-0.99%, 同比增加 13.71pct; 整体费用率有所下降, 销售费用率 0.52% (-0.85pct), 管理费用率 3.64% (-2.37pct), 财务费用率 3.87% (+0.76pct), 研发费用率 0.48% (-0.34pct)。其中, 公司财务费用增加明显主要系 2022 年公司租赁业务增加, 未确认融资费用增加; 同时, 报告期增加银行借款, 支付的利息费用增加。

图5: 新五丰毛利率、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

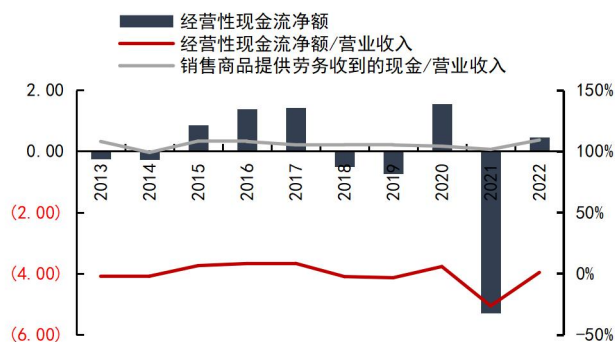
图6: 新五丰费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

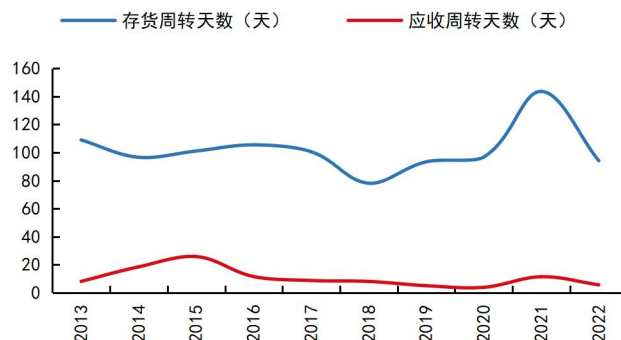
经营性现金流回暖, 应收及存货周转天数下降。2022 年公司经营性现金流净额达 0.45 亿元 (+108.49%), 经营性现金流净额占营业收入比例为 0.91% (+103.45%), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 109% (+7.55%), 现金流状况受益于猪价行情整体回暖明显改善。在主要流动资产周转方面, 2022 年公司应收周转天数达 5.62 天 (-50.7%), 存货周转天数达 94.18 天 (-34.4%), 周转效率明显提升。

图7：新五丰经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：新五丰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：维持“买入”评级，新五丰作为国企老牌养殖标的，收购天心种业等优质种猪企业资产后，进一步增厚养殖实力，出栏增速有望保持高速增长，或将进一步打开公司的成长空间，享受周期上行带来的量价齐升红利。预计公司23-25年归母净利润为11.98/25.39/10.71亿元，对应EPS为1.11/2.36/0.99元，对应当前股价PE为10.7/5.1/12.0X。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	
002840.SZ	华统股份	17.66	108.24	0.19	2.09	1.85	93	8	10	买入
603477.SH	巨星农牧	31.39	158.86	0.31	1.68	2.97	101	19	11	买入
002567.SZ	唐人神	7.82	108.51	0.18	0.9	0.49	43	9	16	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

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	833	567	588	953	840	营业收入	2003	4932	7490	8991	9196
应收款项	105	166	226	296	234	营业成本	1976	4609	5988	6824	7895
存货净额	874	1538	1924	2097	2365	营业税金及附加	7	10	26	25	23
其他流动资产	126	153	449	521	515	销售费用	27	26	54	76	90
流动资产合计	1939	2423	3188	3867	3953	管理费用	104	156	269	339	393
固定资产	735	1865	1710	1823	1761	研发费用	16	24	44	57	52
无形资产及其他	107	165	160	154	149	财务费用	62	191	95	83	66
投资性房地产	2502	5295	5295	5295	5295	投资收益	1	24	1	1	1
长期股权投资	124	337	347	362	392	资产减值及公允价值变动	110	65	(250)	15	0
资产总计	5407	10085	10699	11500	11549	其他收入	(225)	(54)	(44)	(57)	(52)
短期借款及交易性金融负债	914	934	800	600	200	营业利润	(287)	(25)	765	1602	677
应付款项	140	376	401	273	274	营业外净收支	(10)	(20)	(10)	0	(2)
其他流动负债	208	699	555	565	818	利润总额	(297)	(45)	755	1602	675
流动负债合计	1262	2009	1756	1438	1293	所得税费用	(2)	4	6	16	6
长期借款及应付债券	357	1332	1332	1332	1332	少数股东损益	(14)	27	(449)	(953)	(401)
其他长期负债	1556	3837	4037	3737	3337	归属于母公司净利润	(280)	(76)	1198	2539	1071
长期负债合计	1914	5169	5369	5069	4669	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3176	7178	7125	6508	5962	净利润	(280)	(76)	1198	2539	1071
少数股东权益	103	225	(174)	(1027)	(1384)	资产减值准备	107	(45)	14	6	(1)
股东权益	2127	2681	3748	6020	6971	折旧摊销	121	279	168	202	219
负债和股东权益总计	5407	10085	10699	11500	11549	公允价值变动损失	(110)	(65)	250	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	62	191	95	83	66
每股收益	(0.35)	(0.07)	1.11	2.36	0.99	营运资本变动	(701)	(582)	(648)	(725)	(346)
每股红利	0.09	0.07	0.12	0.25	0.11	其它	(124)	99	(414)	(859)	(356)
每股净资产	2.64	2.49	3.48	5.59	6.48	经营活动现金流	(988)	(390)	568	1148	587
ROIC	-7%	-2%	20%	28%	11%	资本开支	0	(1425)	(271)	(301)	(151)
ROE	-13%	-3%	32%	42%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	1%	7%	20%	24%	14%	投资活动现金流	(12)	(1637)	(281)	(316)	(181)
EBIT Margin	-6%	2%	15%	19%	8%	权益性融资	0	28	0	0	0
EBITDA Margin	-0%	8%	17%	21%	10%	负债净变化	303	975	0	0	0
收入增长	-26%	146%	52%	20%	2%	支付股利、利息	(70)	(74)	(132)	(267)	(120)
净利润增长率	-199%	-73%	1676%	112%	-58%	其它融资现金流	1099	(68)	(134)	(200)	(400)
资产负债率	61%	73%	65%	48%	40%	融资活动现金流	1565	1761	(266)	(467)	(520)
股息率	0.5%	0.6%	1.0%	2.1%	0.9%	现金净变动	565	(267)	22	365	(114)
P/E	(34.3)	(169.3)	10.7	5.1	12.0	货币资金的期初余额	269	833	567	588	953
P/B	4.5	4.8	3.4	2.1	1.8	货币资金的期末余额	833	567	588	953	840
EV/EBITDA	(1960.1)	51.8	15.7	10.4	19.6	企业自由现金流	0	(1611)	349	828	458
						权益自由现金流	0	(704)	121	546	(8)

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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