

# 金新农 (002548.SZ)

**买入**

## 2022 中报点评：上半年亏损 1.85 亿元，猪价上行利好后续业绩表现

### 核心观点

**上半年盈利依旧承压，Q2 亏损环比减少。**公司 2022H1 实现营收 19.32 亿元，同比-26.22%，实现归母净利润-1.85 亿元，同比-563.80%，上半年猪价低迷和粮价上涨是公司盈利承压的主要原因。养殖业务 2022H1 共实现收入 7.62 亿元，同比-37.23%，上半年生猪出栏量为 66.96 万头，同比+48.45%，商品猪销售成本 17.24 元/KG，同比-21.24%但环比有所上升，叠加猪价低迷，毛利率同比-37.47pct 至-10.03%，毛利同比-122.82%至-0.76 亿元。公司 7 月份剔除仔猪后生猪销售均价已达 22.38 元/KG，看好后续业绩回暖。饲料业务 2022H1 实现收入 10.09 亿元，同比-6.14%，上半年饲料销量为 38.82 万吨（含内销 12.50 万吨），外销饲料量同比-6.30%。受粮价上涨影响，饲料业务毛利率同比下降 5.16pct 至 8.94%，毛利同比减少 40.79%至 0.90 亿元。

**现有产能已达 250 万头，出栏有望稳步增长。**产能方面，目前公司现有母猪栏位 10 万个，对应育肥产能约为 250 万头，后续通过募投项目计划再增加约 50 万头产能。存栏方面，公司截至 6 月末 GP 存栏约 2 万头，GGP 存栏约 4400 头，能繁母猪存栏预计 Q2 末达到约 6 万头，年末计划达到 9-10 万头，现有种猪、仔猪、商品猪合计存栏约 50 万头。性能方面，当前 PSY 和 MSY 分别为 23 头、20 头，上半年配种分娩率和全群成活率分别较上年提升约 6% 和 5%。考虑到公司上半年已实现生猪出栏近 70 万头，2022 年 130 万头出栏目标有望完成，后续出栏有望稳步增长。

**拥有华南销区稀缺产能，有望分享超额收入。**公司现阶段在以广东为代表的华南销区形成了集饲料加工、种猪繁殖及扩繁、商品猪育肥的局部区域一体化养殖模式，并广泛布局楼房养殖项目提高土地利用效率。从收入端来看，广东省内生猪市场短期内省外活猪调运受限，长期规划自供比例约为 70%，区域销售溢价可能持续存在，公司有望依靠稀缺产能享有超额收入。从成本端来看，公司上半年生猪销售成本同比改善明显，完全成本仍在 18 元/KG 以上，但公司近期正在加速推进管理优化且相关成果已在上半年费用端有所体现，叠加猪场产能利用率逐渐提高，完全成本存在较大优化空间。考虑到近期猪价景气上行，我们看好公司后续量利表现改善。

**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：**首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为新晋养殖新秀，产能及出栏稳步扩张，短期有望受益猪价回升，长期收入端存在区位优势，成本端优化空间较大，看好底部成长。我们预计公司 22-24 年归母净利润为 -0.4/5.5/2.0 亿元，对应当前股价 PE 为-110.5/8.6/23.2X。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,069	4,867	6,106	7,718	7,776
(+/-%)	69.6%	19.6%	25.5%	26.4%	0.7%
净利润(百万元)	132	-989	-43	549	203
(+/-%)	-5.9%	-847.9%	-95.7%	-1390.9%	-63.1%
每股收益(元)	0.19	-1.43	-0.06	0.79	0.29
EBIT Margin	14.3%	0.7%	1.0%	9.2%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	5.0%	-59.9%	-2.6%	26.8%	9.3%
市盈率 (PE)	35.5	-4.7	-110.5	8.6	23.2
EV/EBITDA	10.5	27.6	28.5	11.2	15.5
市净率 (PB)	1.78	2.85	2.92	2.29	2.15

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 · 饲料

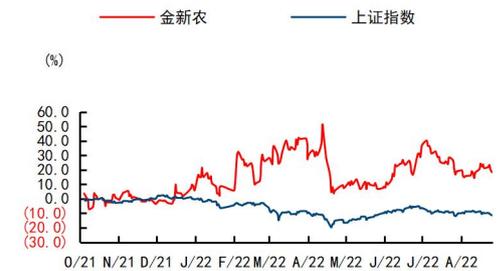
证券分析师：**鲁家瑞** 联系人：**李瑞楠**  
 021-61761016 021-60893308  
 lujiarui@guosen.com.cn liruihan@guosen.com.cn  
 S0980520110002

联系人：**江海航**  
 010-88005306  
 jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	
收盘价	6.80 元
总市值/流通市值	4685/3706 百万元
52 周最高价/最低价	8.75/5.07 元
近 3 个月日均成交额	163.86 百万元

#### 市场走势



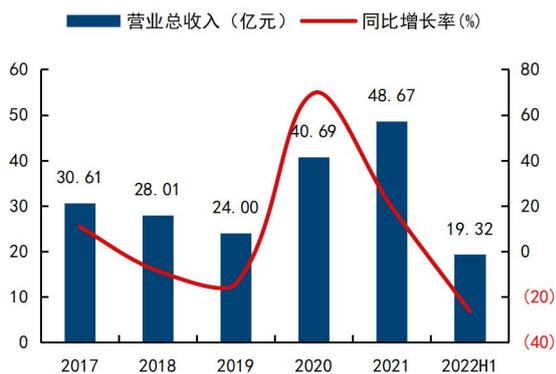
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《金新农-002548-“沐浴”超景气的细分行业龙头》——  
 2011-04-14

上半年盈利依旧承压，Q2 亏损环比减少。根据公司发布的 2022 年半年度报告，公司 2022H1 实现营业收入 19.32 亿元，较上年同期减少 26.22%，实现归属于母公司所有者的净利润-1.85 亿元，较上年同期减少 563.80%，上半年猪价低迷和粮价上涨是公司盈利承压的主要原因。受益于 Q2 猪价回升，公司 Q2 亏损已环比减少至 0.36 亿元。具体分业务来看：（1）**养殖业务**：共实现收入 7.62 亿元，同比减少 37.23%，于总收入中占比为 39.45%。公司 2022H1 生猪出栏量为 66.96 万头，同比增长 48.45%，商品猪销售成本 17.24 元/KG，同比下降 21.24%，但环比呈现小幅上升趋势（根据公司披露调研信息，今年 1-5 月份的生猪销售成本为 17.05 元/KG，完全成本约为 18 元/KG），叠加上半年猪价整体低迷，生猪业务盈利承压明显，毛利率同比下降 37.47pct 至-10.03%，毛利同比减少 122.82%至-0.76 亿元。考虑到公司 7 月份剔除仔猪后生猪销售均价已达 22.38 元/KG，我们看好公司后续业绩回暖。（2）**饲料业务**：共实现收入 10.09 亿元，同比减少 6.14%，于总收入中占比为 52.21%。2022H1 公司实现饲料销量 38.82 万吨（含内销 12.50 万吨），其中外销饲料量同比下降 6.30%。受粮价上涨影响，饲料业务盈利能力下滑明显，毛利率同比下降 5.16pct 至 8.94%，毛利同比减少 40.79%至 0.90 亿元。另外，公司原料贸易、动物保健业务 2022H1 分别实现收入 1.08 亿元、0.42 亿元，占比较小。

图1：金新农营业收入及增速（单位：亿元、%）



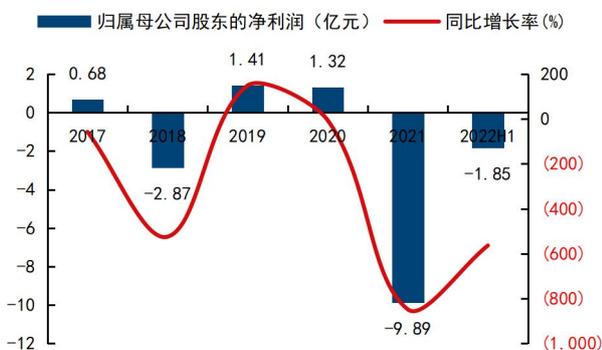
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金新农单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



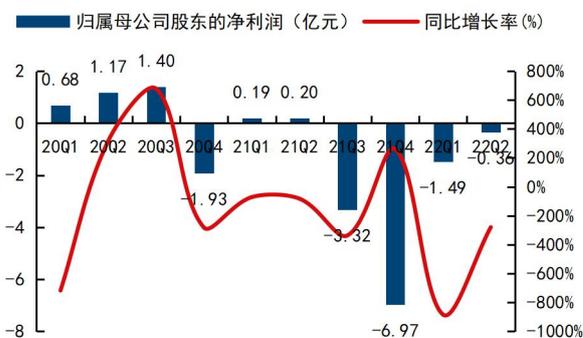
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：金新农归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

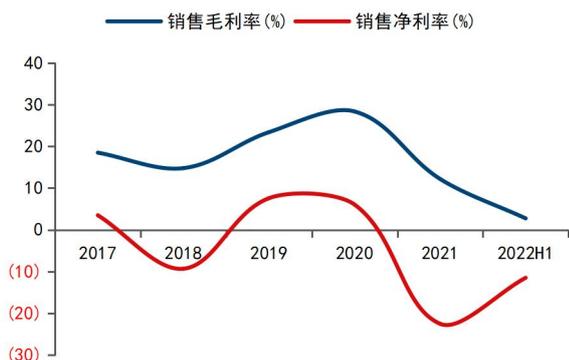
图4：金新农单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

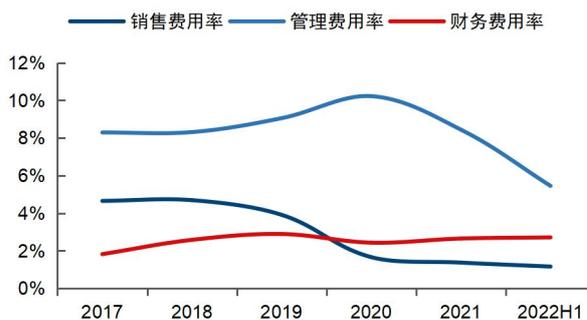
**盈利率同比下滑，费用率明显优化。**公司 2022H1 销售毛利率 2.72%，同比下降 19.17pct，销售净利率-11.50%，同比下降 13.73pct，盈利能力下滑主要系猪价低迷、粮价上涨使收入成本两端承压。公司 2022H1 销售费用率 1.16%（-0.20pct），管理费用率 8.10%（+2.65pct），财务费用率 2.52%（+0.19pct）。三项费用率合计 9.32%，同比下降 2.66pct，主要系公司上半年开展薪酬总额差异化管理，提升人均效能，导致销售费用、管理费用分别同比下降 36.94%、50.38%。

图5: 金新农毛利率、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

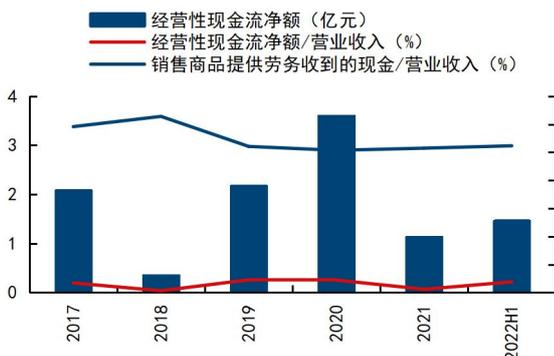
图6: 金新农三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

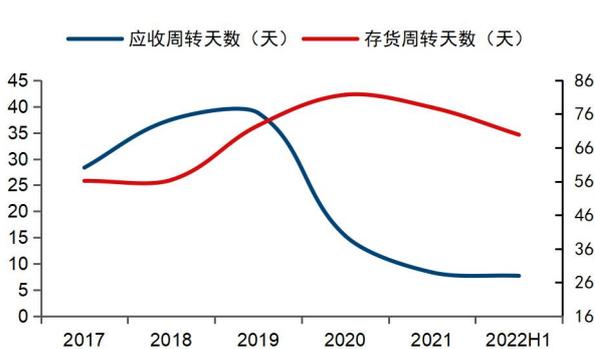
**经营性现金流稳健，资产周转有所加快。**2022H1 年经营性现金流净额 1.46 亿元，较上年同期增加 256.10%，经营性现金流净额占营业收入比例为 7.56%（+1.57%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 104.66%（+7.64%），公司经营现金流维持稳健。公司在 2022H1 加快了流动资产周转，应收周转天数降至 7.7 天（-38.46%），存货周转天数达 69.8 天（-19.82%）。

图7: 金新农经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 金新农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：**首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为新晋养殖新秀，产能及出栏稳步扩张，短期有望受益猪价回升，长期收入端存在区位优势，成本端优化空间较大，看好底部成长。我们预计公司 22-24 年归母净利润为-0.4/5.5/2.0 亿元，对应当前股价 PE 为-110.5/8.6/23.2X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
002840	华统股份	22.49	136.31	-0.42	0.77	3.09	-54	29	7	买入
603363	傲农生物	20.20	176.07	-2.22	-0.43	4.84	-9	-47	4	买入
603477	巨星农牧	30.38	153.75	0.51	0.58	2.92	60	52	10	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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1202	784	1900	3153	3385	营业收入	4069	4867	6106	7718	7776
应收款项	215	180	222	283	285	营业成本	2917	4275	5372	6165	6584
存货净额	971	880	1303	1599	1550	营业税金及附加	9	13	17	20	21
其他流动资产	174	48	204	221	186	销售费用	68	67	68	107	100
<b>流动资产合计</b>	<b>2561</b>	<b>1892</b>	<b>3629</b>	<b>5257</b>	<b>5406</b>	管理费用	416	411	481	586	571
固定资产	2237	2670	3003	3276	3408	研发费用	78	65	107	129	123
无形资产及其他	239	243	233	223	214	财务费用	99	129	91	112	122
投资性房地产	1107	1046	1046	1046	1046	投资收益	3	(198)	3	2	5
长期股权投资	13	3	5	5	5	资产减值及公允价值变动	275	350	0	20	2
<b>资产总计</b>	<b>6157</b>	<b>5854</b>	<b>7916</b>	<b>9807</b>	<b>10079</b>	其他收入	(550)	(952)	(107)	(129)	(123)
短期借款及交易性金融负债	1099	1283	1079	1154	1172	营业利润	290	(829)	(27)	621	261
应付款项	449	604	787	905	952	营业外净收支	(36)	(249)	(20)	(10)	(30)
其他流动负债	762	681	1356	1367	1366	<b>利润总额</b>	<b>254</b>	<b>(1078)</b>	<b>(47)</b>	<b>611</b>	<b>231</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2310</b>	<b>2568</b>	<b>3222</b>	<b>3426</b>	<b>3490</b>	所得税费用	9	18	0	2	5
长期借款及应付债券	619	875	2075	3175	3175	少数股东损益	113	(107)	(5)	61	23
其他长期负债	169	406	660	760	810	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>132</b>	<b>(989)</b>	<b>(43)</b>	<b>549</b>	<b>203</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>788</b>	<b>1281</b>	<b>2735</b>	<b>3935</b>	<b>3985</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3099</b>	<b>3849</b>	<b>5958</b>	<b>7361</b>	<b>7475</b>	净利润	132	(989)	(43)	549	203
少数股东权益	414	354	350	399	415	资产减值准备	232	182	125	49	32
股东权益	2644	1651	1608	2048	2189	折旧摊销	158	273	313	368	409
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6157</b>	<b>5854</b>	<b>7916</b>	<b>9807</b>	<b>10079</b>	公允价值变动损失	(275)	(350)	0	(20)	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	99	129	91	112	122
每股收益	0.19	(1.43)	(0.06)	0.79	0.29	营运资本变动	(345)	805	617	(97)	209
每股红利	0.21	0.16	0.00	0.16	0.09	其它	(245)	(301)	(129)	(0)	(16)
每股净资产	3.83	2.39	2.33	2.96	3.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>(344)</b>	<b>(380)</b>	<b>883</b>	<b>849</b>	<b>835</b>
ROIC	17%	3%	4%	20%	11%	资本开支	0	(1227)	(761)	(661)	(561)
ROE	5%	-60%	-3%	27%	9%	其它投资现金流	76	0	0	0	0
毛利率	28%	12%	12%	20%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>91</b>	<b>(1217)</b>	<b>(763)</b>	<b>(661)</b>	<b>(561)</b>
EBIT Margin	14%	1%	1%	9%	5%	权益性融资	0	61	0	0	0
EBITDA Margin	18%	6%	6%	14%	10%	负债净变化	493	249	700	800	0
收入增长	70%	20%	25%	26%	1%	支付股利、利息	(148)	(112)	0	(110)	(61)
净利润增长率	-6%	-848%	-96%	-1391%	-63%	其它融资现金流	315	844	(204)	75	18
资产负债率	57%	72%	80%	79%	78%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1005</b>	<b>1179</b>	<b>996</b>	<b>1065</b>	<b>(43)</b>
息率	3.2%	2.4%	0.0%	2.3%	1.3%	<b>现金净变动</b>	<b>752</b>	<b>(417)</b>	<b>1116</b>	<b>1253</b>	<b>231</b>
P/E	35.5	(4.7)	(110.5)	8.6	23.2	货币资金的期初余额	450	1202	784	1900	3153
P/B	1.8	2.8	2.9	2.3	2.1	货币资金的期末余额	1202	784	1900	3153	3385
EV/EBITDA	10.5	27.6	28.5	11.2	15.5	企业自由现金流	0	(112)	230	320	425
						权益自由现金流	0	981	634	1083	323

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