

## 国有生猪养殖区域龙头，并购重组实现出栏高增

2023年05月17日

➤ **深耕生猪养殖行业二十余年，国企改革注入新活力。**2001年，公司正式成立，并在同年9月取得供港澳活猪出口经营权，成为国内较早以生猪养殖出口为主业的外向型公司之一。2017年由于国企改革，湖南省国资委将粮油集团划转至现代农业集团，使现代农业集团持股新五丰增至32.55%，标志了新五丰背靠国资背景注入新活力。

➤ **生猪供给依然充足，终端需求缓慢改善。**生猪已经进入新一轮的去产能周期，明确看好未来周期反转。从供应端来看，集团猪场出栏积极性提升，尤其是月度计划未完成的企业，生猪供应量略增；散户出栏积极性偏高，大体重猪源不断投放市场。从需求来看，终端需求缓慢改善，部分屠企低点入库增多，带动整体屠宰开工率继续提高，整体来看市场仍然处于供应略大于需求的态势。

➤ **公司轻资产进行生猪饲养，利于扩张发展。**公司主要通过租赁猪场实行自繁自养，“公司+农户”代养模式实现快速扩张。2020Q1-2022Q1，生产性生物资产持续增长，而固定资产却基本不变，说明公司通过轻资产运营，租赁猪场的自养模式和“公司+农场”的代养模式实现快速扩张。**租赁自养：**公司需要寻找政府及企业合作方，政府及企业则需要按公司标准建设养殖场及相关配套设施。公司向合作方支付租金，资金需求量相对较小且租金价格稳定，同时租赁猪场有效降低固定资产开支，从而降低折旧费。“**公司+农户：**”公司与合作农户的合作是委托养殖行为，在合作过程中双方形成利益共同体，公司主要承担生猪价格波动的风险，合作农户主要承担饲养过程中的风险，“公司+农户”代养模式减少了育肥过程中较大场地的需求，有利于降低固定资产支出。

➤ **公司收购天心种业，充分发挥协同效应。**为解决现代农业集团内部同业竞争问题，公司进行并购重组，将天心种业纳入为全资子公司，公司以约22.1亿元收购天心种业100%股权（含200万元国有独资本公积）及其4家子公司少数股权以及新五丰基金投资的6家项目公司100%股权。本次并购重组，公司的综合竞争能力、市场拓展能力、抗风险能力和持续发展能力有望增强，有利于进一步提升上市公司市场占有率，充分发挥协同效应。天心种业具备优质育种场，拥有多年生猪养殖经验，是自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业，在饲养规模、育种技术、管理水平都具有一定优势。天心种业在建猪场陆续投产，随着公司注入天心种业，公司出栏量将实现高增长，业绩有望进一步提升。

➤ **投资建议：**预计公司2023-2025归母净利润分别为4.55、12.36、15.44亿元，对应EPS分别为0.42、1.15、1.43。公司作为我国生猪养殖龙头之一，成功布局生猪全产业链，公司未来养殖规模有望进一步扩大，成本在有效管控下有望进一步改善，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**生猪出栏量不及预期；猪价反弹不及预期；饲料原料价格波动

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,932	7,570	10,465	13,630
增长率(%)	101.8	53.5	38.2	30.2
归属母公司股东净利润(百万元)	-76	455	1,236	1,544
增长率(%)	74.4	698.7	171.6	24.9
每股收益(元)	-0.07	0.42	1.15	1.43
PE	/	25	9	7
PB	4.2	3.6	2.6	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年5月16日收盘价）

### 推荐

首次评级

当前价格：

10.58元


**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


**研究助理 徐菁**

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

# 目录

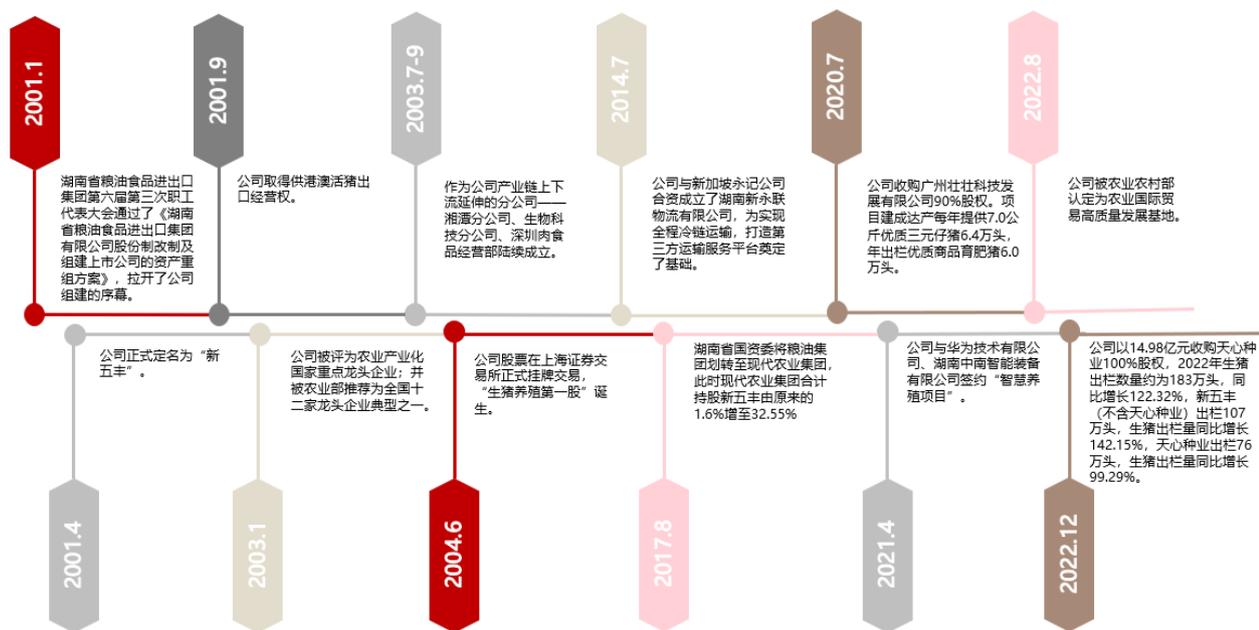
<b>1 国有生猪养殖区域龙头，实现生猪全产业链布局</b>	<b>3</b>
1.1 生猪养殖出口发家，国企改革注入新活力	3
1.2 盈利能力呈周期性波动，费用控制较为有效	4
<b>2 生猪供给依然充足，终端需求缓慢改善</b>	<b>6</b>
<b>3 公司轻资产高质量运营，易于扩张实现快速发展</b>	<b>8</b>
<b>4 公司收购天心种业，整体提升生猪养殖水平</b>	<b>10</b>
<b>5 研发降低料肉比，屠宰缓冲猪价周期波动风险</b>	<b>13</b>
<b>6 盈利预测与投资建议</b>	<b>15</b>
6.1 盈利预测假设与业务拆分	15
6.2 估值分析	17
6.3 投资建议	17
<b>7 风险提示</b>	<b>18</b>
<b>插图目录</b>	<b>20</b>
<b>表格目录</b>	<b>20</b>

# 1 国有生猪养殖区域龙头，实现生猪全产业链布局

## 1.1 生猪养殖出口发家，国企改革注入新活力

深耕生猪养殖行业二十余年，不断延伸生猪上下游产业链。2001年，公司正式成立，并在同年9月取得供港澳活猪出口经营权。起初是靠生猪养殖出口发家，经多年发展，公司已建立集饲料生产、种猪繁育、商品猪饲养、生猪屠宰及肉品加工、冷链物流、生猪交易于一体的生猪全产业链布局，形成了生猪、肉品和饲料等层次丰富的产品结构，并实现生猪产品在内地和港澳两个市场优化配置。2017年响应国企改革的号召，湖南省国资委将粮油集团划转至现代农业集团，使现代农业集团持股新五丰增至32.55%，现代农业集团成为新五丰的间接控股股东，标志了新五丰背靠国资背景注入新活力。而由于天心种业是现代农业集团的控股子公司，新五丰与天心种业形成了同业竞争。为了解决同业竞争问题，2022年公司以近15亿元收购天心种业100%股权（含200万元国有独享资本公积），有利于公司扩大生猪养殖规模，生猪出栏量有望实现高增长。

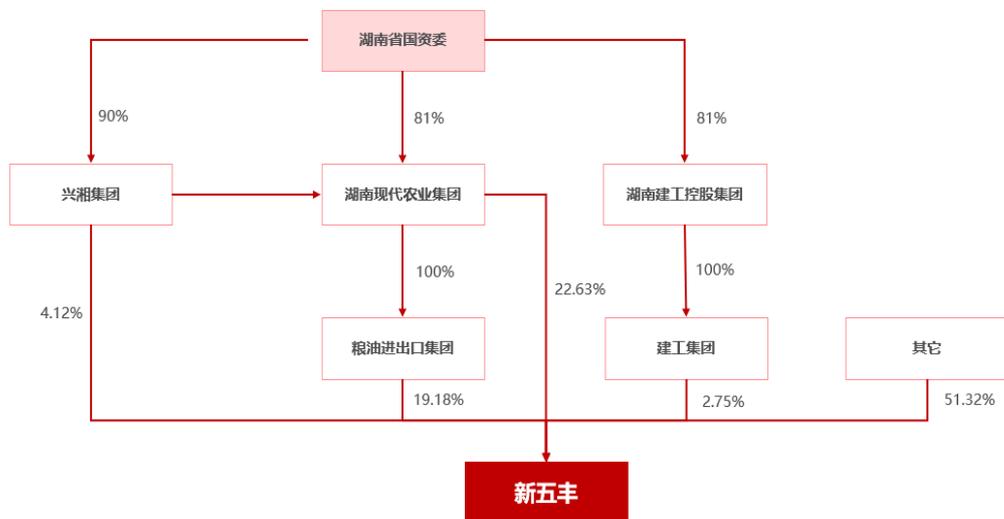
图1：新五丰发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

公司股权结构集中，湖南省国资委为实控人。截至2023年1月，湖南现代农业集团为公司第一大股东，间接和直接持股比例合计41.8%，股权结构相对集中。湖南省国资委通过湖南省粮油食品进出口集团、湖南现代农业集团和湖南兴湘集团、湖南建工控股集团对公司间接持股新五丰，为公司的实际控制人。作为湖南省国资委下辖以生猪产业为主业的国有控股上市公司，新五丰或能享受当地产业政策支持。

图2：公司股权结构图（截至 2023 年 1 月）

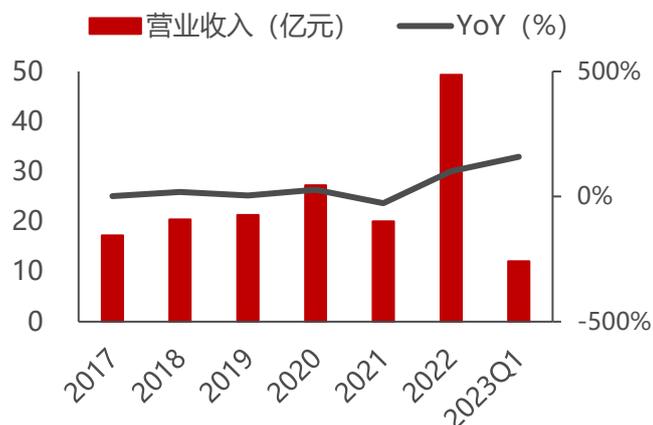


资料来源：iFinD, 民生证券研究院

## 1.2 盈利能力呈周期性波动，费用控制较为有效

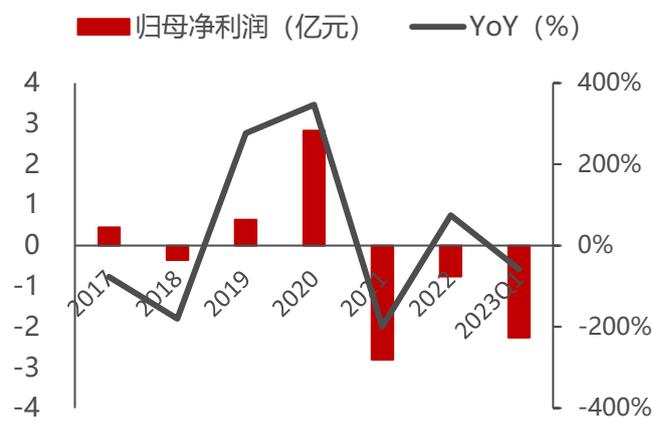
公司盈利能力呈周期性波动。2017-2020 年公司营业收入从 17.2 亿元增至 27.2 亿元, CAGR 为 16.5%; 归母净利润从 0.5 亿元增至 2.8 亿元, CAGR 为 110.6%。2020 年生猪价格高位刺激了行业大幅扩产。2021 年逐渐进入供应过剩阶段, 受新冠疫情影响, 市场消费低迷, 需求持续弱势。因此, 公司营收和净利润大幅降低, 2021 年实现营业收入 20.0 亿元, 同比-26.5%, 为近十年来首次负增长; 实现归母净利润-2.8 亿元, 同比-199.1%。由于产能逐步去化, 2022 年二季度生猪价格的逐步回暖, 叠加生猪及屠宰业务销售数量增加, 公司业绩于下半年好转。2022 年公司实现营业收入 49.3 亿元, 同比+101.8%; 实现归母净利-0.8 亿元, 同比+74.4%。

图3：2017-2023Q1 公司营收及增速



资料来源：wind, 民生证券研究院

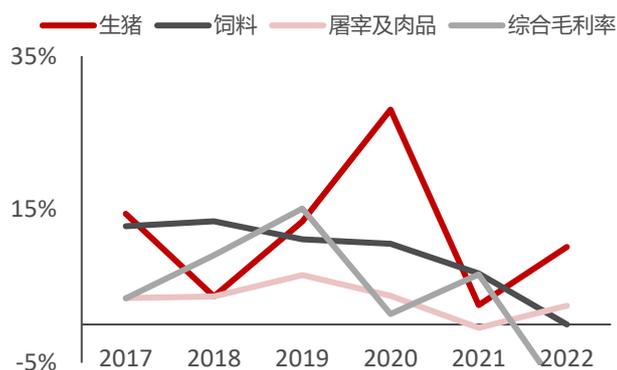
图4：2017-2023Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：wind, 民生证券研究院

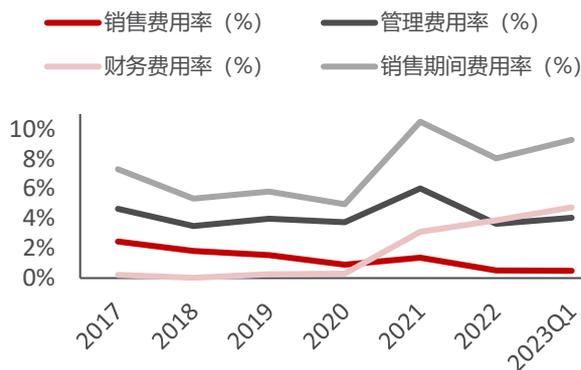
**生猪为主要盈利贡献。**生猪业务包括出口和内销两大部分，2022 生猪出口业务营收占比 2.8%，生猪内销业务营收占比 52.6%，合计 55.4%。生猪业务毛利率受猪价影响较大，2019-2020 年生猪毛利率持续上升，2020 年生猪毛利率达到历史最高点，为 28.1%，2022 年其毛利率降至 10.1%，随着产能持续去化以及猪价逐步回暖，生猪毛利率有望提升。公司不断优化经营管理举措，2022 年销售期间费用率 8.03%，同比-2.5pct。

图5：2017-2022 公司各业务及综合毛利率 (%)



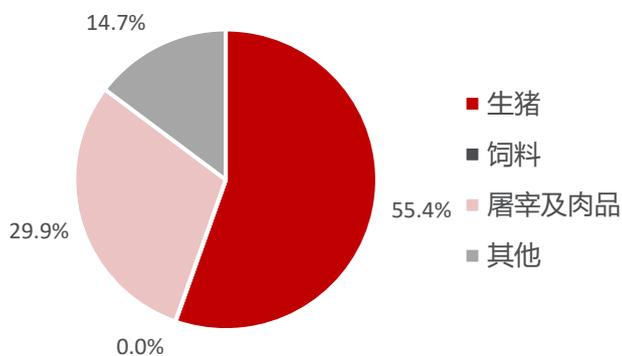
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2017-2023Q1 各费用率水平 (%)



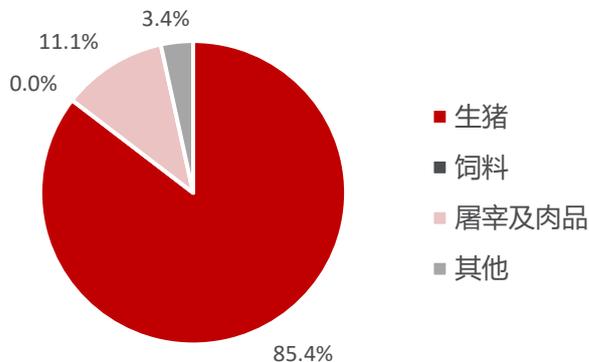
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022 年公司各业务营收占比 (%)



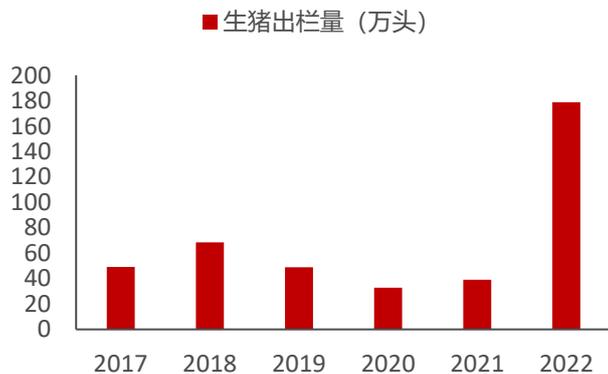
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022 年公司各业务毛利占比 (%)



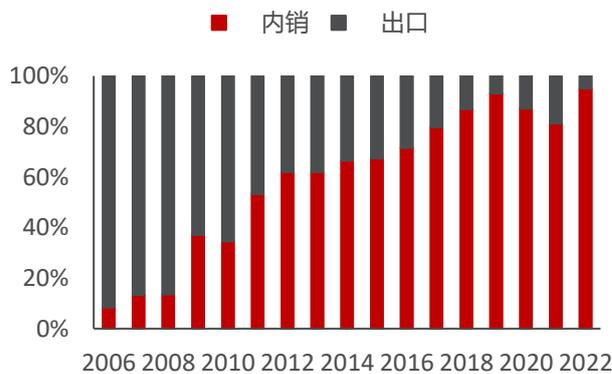
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2017-2022 生猪出栏量 (万头)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2006-2022 生猪内销与出口占比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 生猪供给依然充足，终端需求缓慢改善

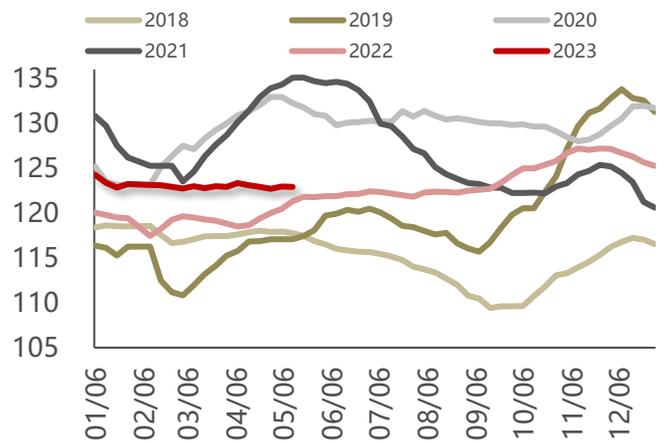
生猪已经进入新一轮的去产能周期，明确看好未来周期反转。从供应端来看，集团猪场出栏积极性提升，尤其是月度计划未完成的企业，生猪供应量略增；散户出栏积极性偏高，大体重猪源不断投放市场。从需求来看，终端需求缓慢改善，部分屠企低点入库增多，带动整体屠宰开工率继续提高，整体来看市场仍然处于供应略大于需求的态势。

我们预计 4 月猪价进一步探底的概率在增加。一方面集团厂已经连续亏损 3 个月有余，现金流逐渐吃紧，叠加 10 个月前上游母猪产能缓增趋势影响，出栏节奏与数量都将逐渐加快；另一方面目前行业平均出栏体重较去年同比增长超 3%，由于前期行业对今年猪价偏乐观而压栏惜售，另外因为散户的肥猪伴随猪价持续低迷陆续加速卖猪。我们认为 4 月伴随生猪供应增加，价格中枢进一步下移。南方梅雨季节是猪病高发期，若疫病扩散致使病猪抛售，将进一步加强这种负反馈。按照官方口径，未来几个月我们或能看到单月 1%以上的能繁母猪去化。

行业对猪价的一致预期最终往往造成超预期。当行业对猪价预期悲观时，会不计代价降重去库存，反而使得猪价在体重透支后出现超涨；当行业预期乐观时，也常常会出现集体压栏、增重，导致当供应真正出现短缺的时候，缺口却被出栏体重的增加所填补。今年受到冬天仔猪腹泻严重和对消费复苏预期较强的影响，产业对今年特别是 6-8 月的猪价明显偏乐观，猪价会在【探底-二次育肥-反弹-大猪出栏-下跌】反复博弈，可能会造成猪价磨底时间延长。

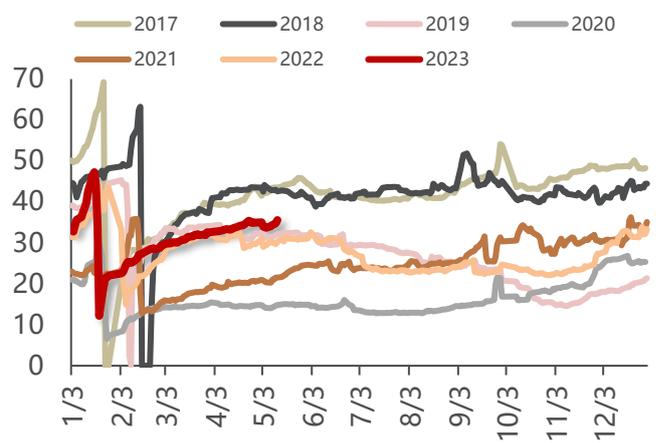
关注冬季北方猪病的潜在影响。尽管市场对今年冬季北方非洲猪瘟疫情严重程度与否的认知仍然存在分歧，但我们认为本轮疫情与 2021 年上半年最本质的不同是行业盈利水平的高低。2021 年上半年属于养殖的高盈利期，即使疫情较为严重，但在利润的驱使下行业也有动力迅速补充产能；但当前全行业处于亏损的状态，对猪只的照料心态上也会有所松懈。因此，我们认为核心是低猪价造成疫情超预期的边际概率提升。

图11: 2017年-2023年5月生猪出栏均重(公斤)



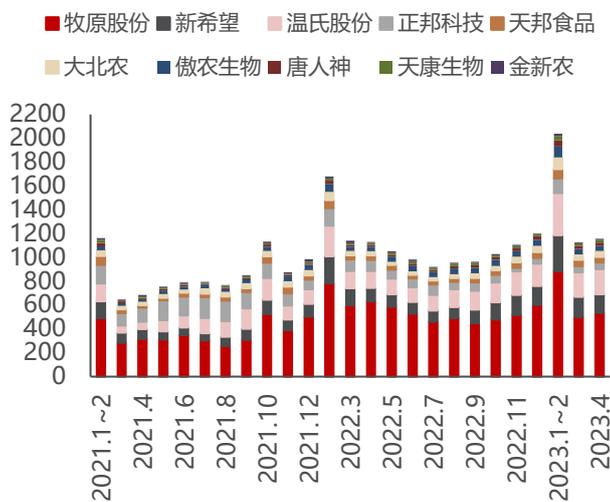
资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院 (注: 截至 2023 年 5 月 12 日)

图12: 2017年-2023年5月生猪屠宰日度开机率(%)



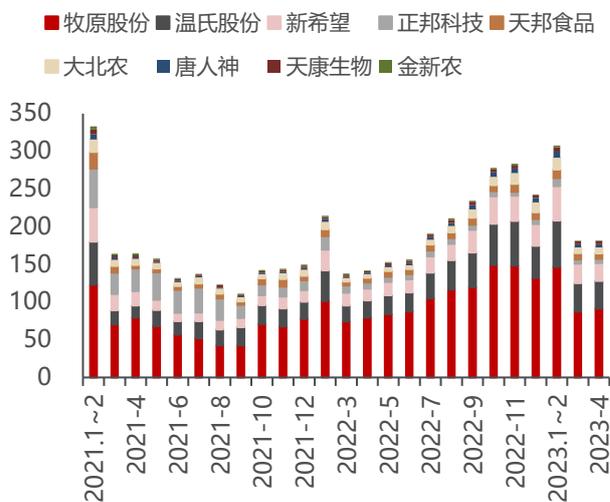
资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院 (注: 截至 2023 年 5 月 12 日)

图13: 2021-2023年4月前十大猪企月度出栏量(万头)



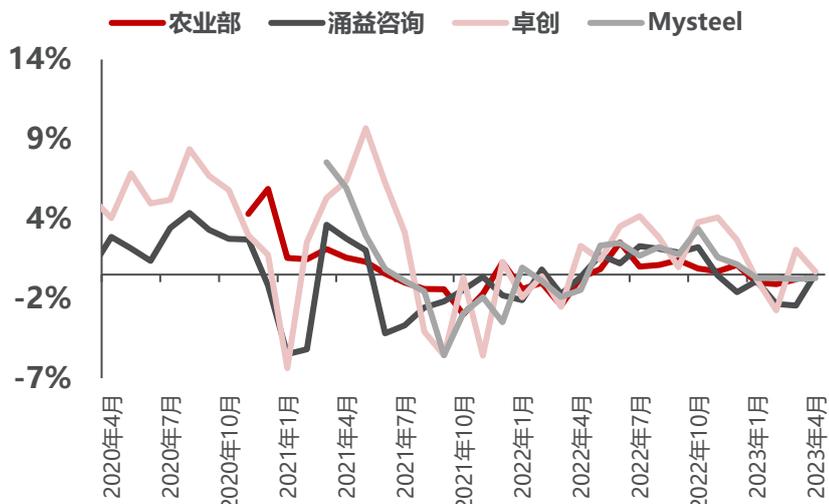
资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图14: 2021-2023年4月前九大猪企月度生猪销售收入(亿元)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图15: 2020年4月-2023年4月各机构能繁母猪存栏量环比(%)



资料来源: 农业部, 涌益咨询, 卓创资讯, Mysteel, 民生证券研究院

### 3 公司轻资产高质量运营，易于扩张实现快速发展

目前公司种猪以美系为主。公司从原产地美国引进了杜洛克、长白和大约克等品质优良的原种猪。利用这些优良基因，建立起种猪繁育体系，并利用数量遗传和分子生物技术对这些种猪进行持续的改良。由于公司有部分出口港澳地区，当地人更偏向于瘦肉型的猪，而美系猪相对来说瘦肉率较高，日增重较高，且料肉比较低，有利于缩短出栏时间和降低饲料成本，因此公司种猪以美系为主。

表1：各系长白种猪的比较

性状	美系	瑞系	法系	英系	加系	丹系
日增重 (g)	859.78±98.30	847.51±115.03	831.60±92.58	882.90±92.85	835.11±91.07	990.96±109.40
100 kg 活体背膘厚 (mm)	10.34±1.94	9.88±1.06	9.80±1.95	10.79±1.79	10.92±2.53	9.94±1.76
瘦肉率 (%)	56.69±2.38	56.56±2.00	56.01±2.54	55.69±1.95	55.56±2.51	54.46±1.61
料肉比	2.14±0.17	2.15±0.19	2.17±0.18	2.09±0.17	2.21±0.15	1.95±0.13

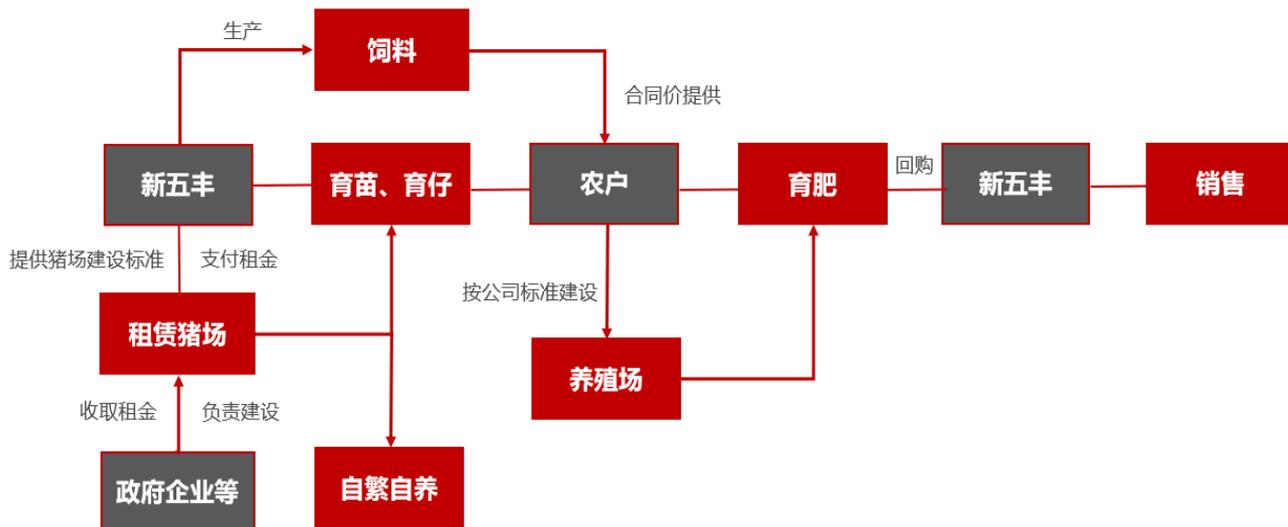
资料来源：《不同品系长白、大白、杜洛克种猪种质特征及生产性能比较分析》，颜国华，民生证券研究院

#### 公司主要通过租赁猪场实行自繁自养，“公司+农户”代养模式实现快速扩张。

2020Q1-2022Q1，生产性生物资产持续增长，而固定资产却基本不变，说明公司通过轻资产运营，租赁猪场的自养模式和“公司+农场”的代养模式实现快速扩张。

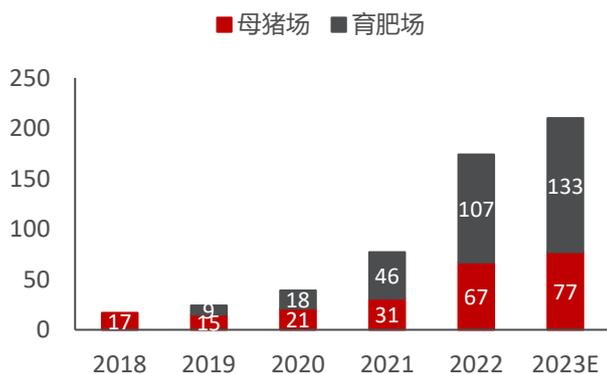
**租赁猪场自养模式：**2018-2022年，公司租赁猪场从17个增至174个，租赁猪场产能从2.7万头增至137.4万头，实现指数型增长。其中，公司的租赁母猪场由17个增至67个，产能规模由2.7万头增加至23.9万头，公司预计2023年再增加10个至77个租赁母猪场，租赁母猪场产能增至31.3万头；2019-2022年，公司的租赁育肥场由9个增加至107个，育肥猪产能由9.2万头增加至113.5万头，公司预计2023年增加26个至133个租赁肥猪场，租赁育肥场产能将达到200.9万头。公司需要寻找政府及企业合作方，企业合作方则需要按政府标准建设养殖场及相关配套设施。公司向合作方支付租金，资金需求量相对较小且租金价格稳定，同时租赁猪场有效降低固定资产开支，从而降低折旧费。但由于2021年起执行的新租赁准则，公司资产负债率逐年上升，因其租赁用地和租赁生产基地较多，导致新增的租赁负债金额较高，加上公司因业务需要新增银行借款用于扩充产能，进一步抬升资产负债率。**“公司+农户”代养模式：**公司生产饲料以合同价提供给农户，公司育苗育仔后给合作农户进行育肥代养，农户负责提供符合公司要求的养殖场及饲养工具，并按规程进行猪的饲养管理、消毒防疫等工作，最后由公司进行回购并销售。公司与合作农户的合作是委托养殖行为，在合作过程中双方形成利益共同体，公司主要承担生猪价格波动的风险，合作农户主要承担饲养过程中的风险，“公司+农户”代养模式减少了育肥过程中较大场地的需求，有利于降低固定资产支出。

图16: 租赁猪场与“公司+农户”模式



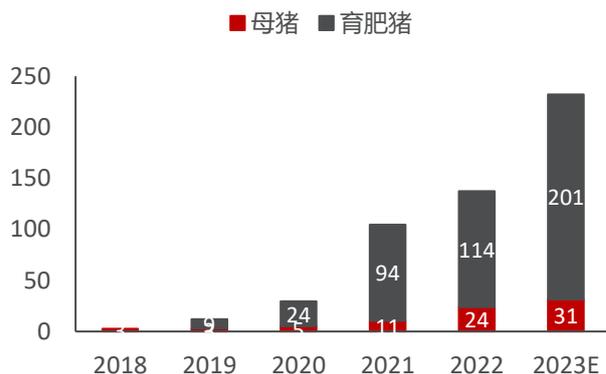
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院绘制

图17: 2018-2023E 公司租赁猪场 (个)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 2018-2023E 公司租赁猪场产能 (万头)



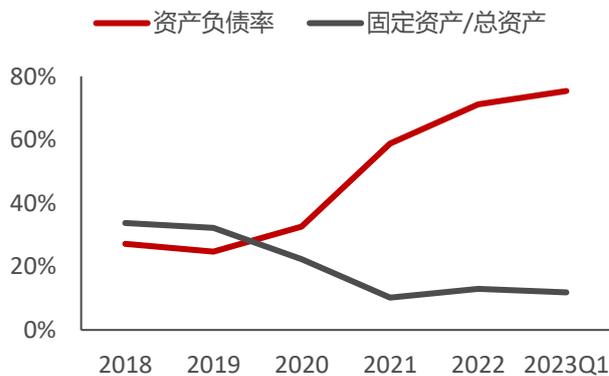
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 2018Q1-2023Q1 生物性生物资产和固定资产



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2018-2022Q1-Q3 资产负债率与固定资产比例



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 4 公司收购天心种业，整体提升生猪养殖水平

公司进行并购重组，充分发挥协同效应。为解决现代农业集团内部同业竞争问题，公司进行并购重组，将天心种业纳入为全资子公司，公司以约 22.1 亿元收购天心种业 100% 股权（含 200 万元国有独资资本公积）及其 4 家子公司少数股权以及新五丰基金投资的 6 家项目公司 100% 股权。本次并购重组，公司的综合竞争能力、市场拓展能力、抗风险能力和持续发展能力有望增强，有利于进一步提升上市公司市场占有率，充分发挥协同效应。

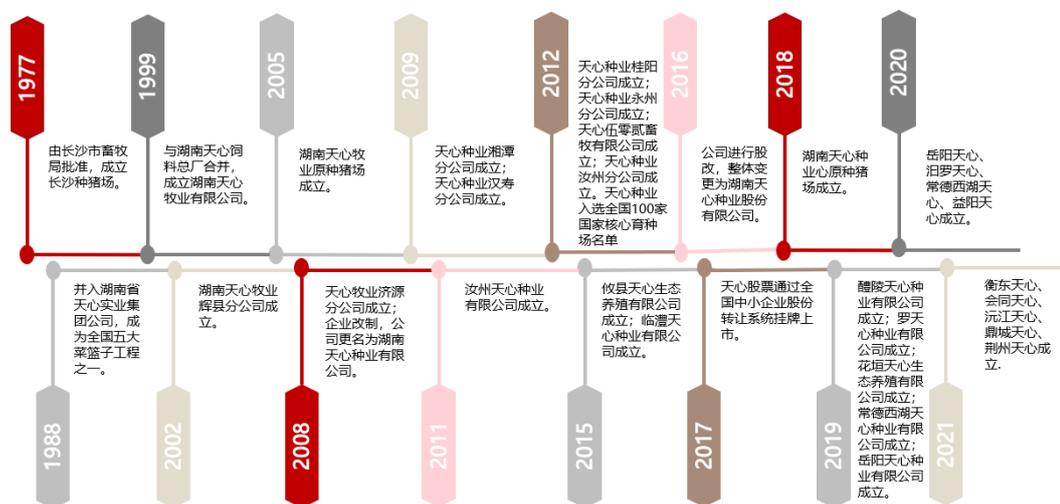
表2：标的资产作价情况

交易标的	股份支付金额 (亿元)	现金支付金额 (亿元)	合计对价 (亿元)
天心种业 100% 股权和 200 万元国有独资资本公积	13.14	1.84	14.98
天心种业 4 家子公司少数股权	2.40	0.02	2.42
新五丰基金投资的 6 家项目公司 100% 股权	4.06	0.61	4.67
合计	19.60	2.48	22.08

资料来源：公司公告，民生证券研究院

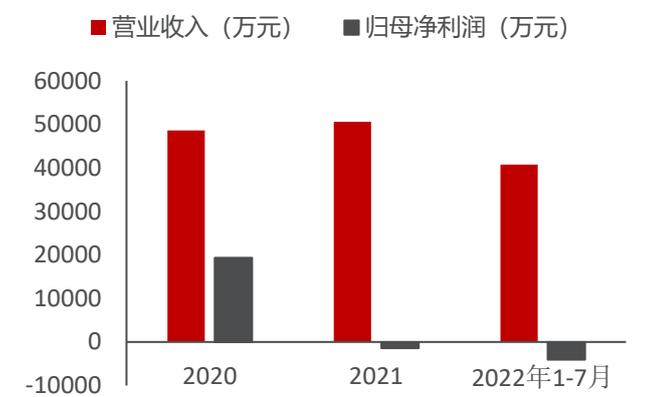
**天心种业具备优质育种场，拥有多年生猪养殖经验。**天心种业成立 1999 年，前身是天心牧业，2008 年随着企业改制更名为天心种业。天心种业是国内较早开展规模化、集约化生猪养殖的专业化育种公司。天心种业主要生产销售新美系杜洛克、大约克、长白原种种猪以及长大、大长二元母猪。目前 2009 年，农业部实施全国生猪遗传改良计划，开展生猪联合育种工作。天心种业于 2012 年 10 月入选全国 100 家国家核心育种场名单，是较早通过认证的公司之一。天心种业拥有多年的生猪养殖经验，是自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业，在饲养规模、育种技术、管理水平都具有一定优势。2020-2022 年 1-7 月天心种业营收分别为 4.9、5.1、4.1 亿元，截至 2022 年 1-7 月，商品猪、仔猪和种猪的营收占比分别为 53.9%、33.6% 和 12.2%。公司收购天心种业后，生猪业务业绩有望进一步提升。

图21：天心种业发展历程



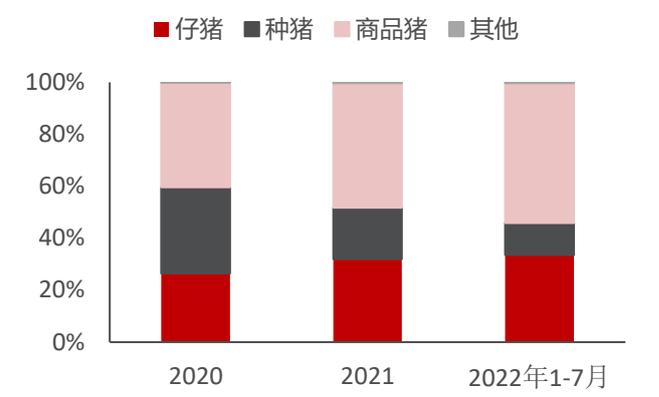
资料来源：天心种业官网，民生证券研究院

图22：2020-2022年1-7月天心种业营收和归母净利润情况



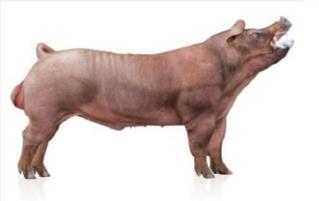
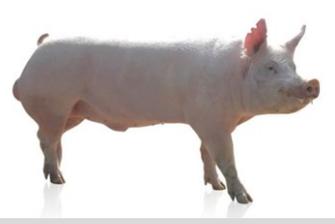
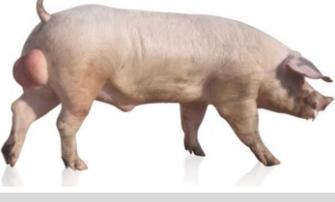
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：2020-2022年1-7月天心种业营收结构 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表3：天心种业主要产品

产品名	产品示例图	窝仔头数 (头)	瘦肉率 (%)	料肉比
新美系杜洛克		10.9	68.3%	1.93
新美系大约克		13.2	67.4%	1.96
新美系长白		12.5	67.7%	2.00
新美系二元		-	65%	2.16

资料来源：天心种业官网，民生证券研究院

**天心种业陆续扩产，公司出栏量将实现高增长。**截至2022年底，天心种业共有47个养殖场，有7个在建租赁猪场。天心种业能繁母猪有5.8万头，随着在建猪场陆续投产完工，预计2024年能繁母猪达到9.52万头，产能新增87万头。根据公司预测，天心种业2023年、2024年的预计出栏量分别为180.57、198.66

万头，其中仔猪占比超三分之二。2022年新五丰和天心种业生猪出栏数量分别为107、76万头，同比增长142.1%、99.3%。随着天心种业的注入，预计公司2023年整体出栏量将实现高增长。

表4：天心种业在建租赁养殖场

养殖场	预计产能 (万头)	投产时间	达产时间
津市润和母猪养殖场	12	2022年8月	2022年12月
常德大湘牧业母猪场	6	2022年11月	2023年2月
汉寿华乐母猪场	18	2022年12月	2023年4月
会同县林城镇母猪场	15	2022年12月	2023年4月
道县农鑫莫家湾母猪场	12	2023年2月	2023年6月
岳阳县三淼生猪养殖场	12	2022年12月	2023年4月
株洲渌口龙门镇母猪养殖场	12	2023年2月	2023年6月
<b>合计</b>	<b>87</b>		

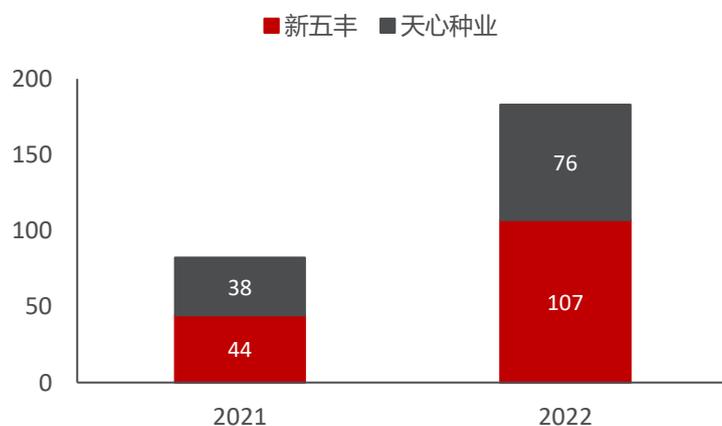
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：天心种业对外销售生猪数量预测

项目 (万头)	2022年4-12月	2023年	2024年
<b>生猪产量</b>	<b>78.89</b>	<b>185.43</b>	<b>202.30</b>
减：自留转后备母猪数量	-1.52	-2.69	-3.00
育肥阶段死亡数量	-0.23	-2.59	-2.59
内部出售数量	-2.47	-1.51	-0.28
加：淘汰种畜	1.03	1.94	2.24
<b>对外销售量</b>	<b>75.69</b>	<b>180.57</b>	<b>198.66</b>
仔猪	50.03	124.48	140.84
商品猪	16.09	37.23	37.56
种猪	9.58	18.86	20.26

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：2021-2022 新五丰及天心种业出栏量 (万头)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 5 研发降低料肉比，屠宰缓冲猪价周期波动风险

**饲料生产服务自供，积极研发降低料肉比。**公司饲料生产包括自主生产和代加工生产，饲料业务主要服务于公司生猪养殖，对外销售量小。2017-2022 公司饲料产量是随生猪产量而波动，公司饲料销售量则呈下降趋势，产销率从 12.1% 降至 0.2%，表明随着公司生猪产量规模的扩张，饲料的自供比例逐步提升。为了料肉比，**一方面**，公司推广非常规饲料原料利用技术，通过营养调控和饲料加工等技术手段，使用葵花粕等非常规饲料原料替代传统的玉米和豆粕，降低饲料成本。**另一方面**，积极研究应用“动态膘情调控的精准饲喂”技术，优化母猪场饲喂流程，提高母猪繁殖性能，进行精细化管理和智能化养殖，更加细化饲料的分阶段喂养，提高饲料的转化率。

图25：2017-2022 公司饲料产量（万吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

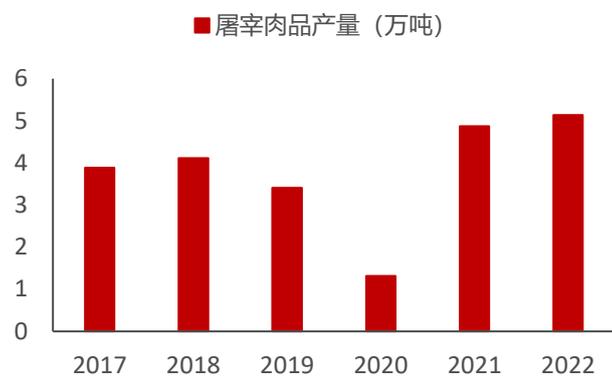
图26：2017-2022 公司饲料销售量（万吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

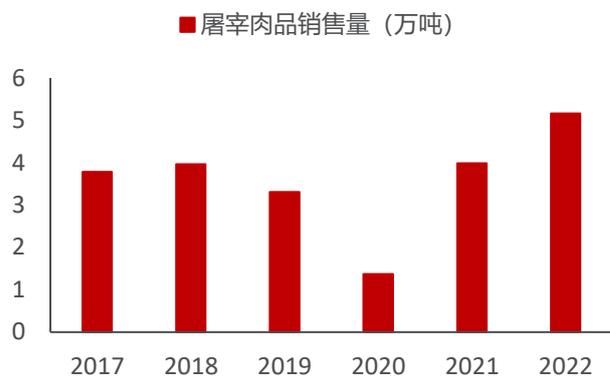
**公司具备屠宰加工、生猪及鲜活和冷冻猪肉制品市场交易等能力，有利于平滑猪价周期波动风险。**生猪屠宰主要由控股子公司广联公司负责，广联公司拥有每年单班 70 万头的生猪屠宰加工能力和 4 万吨的冷库储藏能力，屠宰分割并加工成白条、鲜肉或冻品后对外销售。鲜肉销售主要是公司通过优鲜食品、晨丰食品、广联公司、广东新五丰以商超专柜、机构客户、社区专卖店、电话及线上订购以及销售肉产品深加工企业等渠道向终端消费者提供鲜肉产品。公司冻肉业务主要是冻肉自营和参与国家冻肉收储。公司旗下鲜肉品牌“U 鲜”、“晨丰”在当地市场形成了较好的品牌知名度，并具有一定竞争力。在生猪价格低迷时，公司能够利用其屠宰、冷库、交易市场等环节调整产品结构，形成生猪（种猪、仔猪、商品猪）、白条、猪肉产品、冻肉等多品类产品，有利于缓冲生猪价格大幅波动对公司的影响。

图27: 2017-2022 公司屠宰肉品产量 (万头)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图28: 2017-2022 公司屠宰肉品销售量 (万头)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 1) 生猪养殖业务

**出栏量：**公司 2022 年底公司实现并购重组，注入天心种业，随着在建猪场陆续投产完工以及基础猪群规模爬升，以及公司通过租赁猪场自繁自养和“公司+农户”代养模式实现快速扩张，预计 23-25 年新五丰（不含天心种业）的出栏量分别为 161.6、249.0、383.7 万头，根据公司公告，预计天心种业 23-25 年的出栏量分别为 180.6、198.7、198.7 万头。**销售均价：**目前猪价仍处于低迷阶段，目前能繁母猪存栏仍处于高位水平，我们预计 2023 年上半年猪价以底部震荡为主，后续伴随新一轮产能去化的周期以及消费需求复苏和产能下滑，猪价有望出现反弹，预计 23-25 年新五丰（不含天心种业）的销售均价为 18.5、20.6、19.6 元/公斤。根据公司公告，天心种业主要销售仔猪，预计 23-25 年销售均价分别为 27.1、27、27 元/公斤。**盈利能力：**随着公司积极研发降低料肉比来降低成本以及公司养殖效率的不断提升，结合对生猪价格的判断，公司毛利率有望进一步提升。综合上述假设，我们预计 2023~2025 年公司生猪养殖业务实现收入分别为 55.9、82.3、111.0 亿元，毛利率分别为 15.2%、20.7%、18.5%。

表6：生猪养殖业务预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>新五丰（不含天心种业）</b>				
出栏量（万头）	107.0	161.6	249.0	383.7
销售均价（元/公斤）	20.5	18.5	20.6	19.6
<b>天心种业</b>				
出栏量（万头）	76.0	180.6	198.7	198.7
销售均价（元/公斤）	26.4	27.1	27.0	27.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

#### 2) 饲料业务

公司饲料的自供比例逐年提升，饲料外销量逐年下降，随着未来生猪产量规模的扩张，自供比例或进一步提升，因此预计饲料外销量或进一步下降。而由于公司积极管控饲料成本，推广非常规饲料原料利用技术，通过营养调控和饲料加工等技术手段，使用小麦等非常规饲料原料替代传统的玉米和豆粕，从而有望降低饲料成本，毛利率水平有望提升。综合上述假设，我们预计 2023~2025 年公司饲料业务实现收入分别为 150、120、80 万元，毛利率分别为 11.6%、12.1%、13.7%。

#### 3) 屠宰及肉品业务

公司下游有屠宰加工、生猪及鲜活和冷冻猪肉制的业务，这些业务有利于公司缓冲生猪价格周期波动的风险。由于公司有屠宰及肉品的产量的整体产销数据，我们把屠宰和肉品（鲜肉和冻肉）业务合并计算并预测。我们预计 2023 年上半年猪价仍处于低位震荡阶段，公司可通过屠宰加工消化部分生猪出栏量，预计伴随新一轮产能去化的周期，且下游消费逐步复苏，猪价有所回暖，肉品消费量也将提升，屠宰加工率也会随着上升。综合上述假设，我们预计 2023~2025 年公司屠宰及肉品业务实现收入分别为 11.1、11.9、12.7 亿元，由于屠宰及肉品业务主要用于缓冲生猪价格波动风险，预计毛利率均保持 3%水平。

#### 4) 其他业务

其他业务中主要是原料贸易，由于原料供内部饲料生产预计增多，外销量减少，原料贸易预计会逐渐减少。我们预计 2023-2025 年公司其他业务实现收入分别为 8.7、10.5、12.5 亿元，预计毛利率维持在 3.5%的水平。

表7：公司业务盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>4932.2</b>	<b>7570.3</b>	<b>10465.5</b>	<b>13629.8</b>
营收增速 (%)	146.3%	53.5%	38.2%	30.2%
营业成本 (百万元)	4609.4	6656.0	8686.5	11497.0
毛利 (百万元)	322.9	914.3	1779.0	2132.8
毛利率 (%)	6.5%	12.1%	17.0%	15.6%
<b>生猪</b>	<b>2731.1</b>	<b>5587.3</b>	<b>8232.6</b>	<b>11101.8</b>
营收增速 (%)	214.1%	104.6%	47.3%	34.9%
毛利 (百万元)	275.64	850.36	1706.64	2050.60
毛利率 (%)	10.1%	15.2%	20.7%	18.5%
<b>饲料</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>
营收增速 (%)	-85.7%	-29.8%	-20.7%	-30.5%
毛利 (百万元)	0.4	0.2	0.1	0.1
毛利率 (%)	17.5%	11.6%	12.1%	13.7%
<b>屠宰及肉品</b>	<b>1473.0</b>	<b>1110.3</b>	<b>1186.3</b>	<b>1272.6</b>
营收增速 (%)	62.7%	-24.6%	6.8%	7.3%
毛利 (百万元)	35.8	33.3	35.6	38.2
毛利率 (%)	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>其他</b>	<b>726.0</b>	<b>871.2</b>	<b>1045.5</b>	<b>1254.6</b>
营收增速 (%)	240.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利 (百万元)	11.1	30.5	36.6	43.9
毛利率 (%)	1.5%	3.5%	3.5%	3.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

从费用情况来看，2022 年由于生猪出栏量增速过快，出栏增速为 142.1%，需要进一步加大销售渠道建设、销售人员扩张，故销售费用率预计有所上升。随着天心种业的注入，预计公司 2023 年公司管理费用率会有所上升。公司积极研发投入，预计研发费用率有所上升。而随着公司销售经营状况逐步稳定，预计 2024 年费用率回归合理水平。

**表8：公司费用率预测**

费用率	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率 (%)	0.5	0.6	0.5	0.5
管理费用率 (%)	3.2	3.4	3.2	3.2
研发费用率 (%)	0.5	0.6	0.5	0.5
财务费用率 (%)	3.9	3.2	2.4	1.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 6.2 估值分析

公司是集饲料生产、种猪繁育、商品猪饲养、生猪屠宰及肉品加工、冷链物流、生猪交易于一体的，进行全产业链布局。因此选取同样全产业链布局的华统股份以及行业内养殖和饲料业务佼佼者的唐人神和巨星农牧作为可比公司，23-25年可比公司 PE 均值分别 33、10、8。从估值水平看，预计公司 23-25 年 PE 分别为 25、9、7 倍，属于合理的估值区间，略低于行业平均水平。生猪已经进入新一轮的去产能周期，明确看好未来周期反转。公司作为生猪养殖行业的区域龙头，利用轻资产进行生猪饲养，利于扩张发展，同时拥有较强的成本管控和资源优势，叠加注入天心种业使生猪出栏量高速增长的因素，估值中枢有望持续上行。

**表9：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002567.SZ	唐人神	7.12	0.10	0.34	0.95	1.06	71	21	7	7
603477.SH	巨星农牧	29.14	0.31	0.52	2.64	3.90	94	56	11	7
002840.SZ	华统股份	16.11	0.14	0.71	1.56	1.78	115	23	10	9
均值							93	33	10	8
600975.SH	新五丰	10.58	-0.07	0.42	1.15	1.43	-	25	9	7

资料来源：wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 5 月 16 日收盘价)

## 6.3 投资建议

预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 4.55、12.36、15.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、1.15、1.43。公司作为我国生猪养殖龙头之一，成功布局生猪全产业链，公司未来养殖规模有望进一步扩大，成本在有效管控下有望进一步改善，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 7 风险提示

**1) 生猪出栏量不及预期。**猪出栏量受到母猪产能、生产指标等多重因素影响，若 2023 年生猪出栏量低于预期，可能导致业绩不及预期。

**2) 猪价反弹不及预期。**如果生猪供给始终维持高位，猪价长时间处于成本线以下，猪价反弹不及预期的话，公司盈利能力或不及预期。

**3) 饲料原料价格波动。**如果遭遇偶发因素引起的极端恶劣天气，会导致农产品产量下降，公司采购小麦、玉米、豆粕和谷物等饲料原材料的价格提升，造成养殖成本上升。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,932	7,570	10,465	13,630
营业成本	4,609	6,656	8,687	11,497
营业税金及附加	10	15	21	27
销售费用	26	45	52	68
管理费用	156	257	335	436
研发费用	24	45	52	68
EBIT	66	609	1,401	1,640
财务费用	191	243	248	234
资产减值损失	-65	-24	-21	-22
投资收益	24	36	50	65
营业利润	-25	497	1,345	1,662
营业外收支	-20	-3	-4	-4
利润总额	-45	494	1,341	1,658
所得税	4	15	40	33
净利润	-49	479	1,301	1,625
归属于母公司净利润	-76	455	1,236	1,544
EBITDA	655	1,209	2,033	2,307

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	567	754	1,912	2,955
应收账款及票据	61	102	142	185
预付款项	104	153	174	230
存货	1,538	2,345	2,550	3,601
其他流动资产	153	93	109	127
流动资产合计	2,423	3,447	4,887	7,097
长期股权投资	337	373	423	488
固定资产	1,310	1,497	1,659	1,820
无形资产	165	165	165	165
非流动资产合计	7,662	7,688	7,704	7,735
资产合计	10,085	11,134	12,591	14,832
短期借款	647	647	647	647
应付账款及票据	376	511	714	1,008
其他流动负债	986	1,060	1,020	1,350
流动负债合计	2,009	2,218	2,381	3,005
长期借款	1,332	1,708	1,708	1,708
其他长期负债	3,837	3,824	3,816	3,808
非流动负债合计	5,169	5,531	5,524	5,516
负债合计	7,178	7,749	7,905	8,521
股本	1,076	1,076	1,076	1,076
少数股东权益	225	249	314	395
股东权益合计	2,907	3,386	4,686	6,311
负债和股东权益合计	10,085	11,134	12,591	14,832

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	101.78	53.49	38.24	30.24
EBIT 增长率	130.32	826.38	129.84	17.10
净利润增长率	74.35	698.74	171.56	24.91
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	6.55	12.08	17.00	15.65
净利率	-1.54	6.01	11.81	11.32
总资产收益率 ROA	-0.75	4.09	9.81	10.41
净资产收益率 ROE	-2.83	14.51	28.26	26.09
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.21	1.55	2.05	2.36
速动比率	0.36	0.40	0.89	1.07
现金比率	0.28	0.34	0.80	0.98
资产负债率 (%)	71.18	69.59	62.78	57.45
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	4.54	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	121.76	129.87	108.00	115.00
总资产周转率	0.57	0.71	0.88	0.99
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.07	0.42	1.15	1.43
每股净资产	2.49	2.91	4.06	5.50
每股经营现金流	0.04	0.51	2.00	1.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	/	25	9	7
PB	4.2	3.6	2.6	1.9
EV/EBITDA	25.71	14.07	7.65	6.29
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-49	479	1,301	1,625
折旧和摊销	589	599	633	667
营运资金变动	-668	-654	147	-567
经营活动现金流	45	549	2,151	1,731
资本开支	-250	-173	-128	-105
投资	-161	0	0	0
投资活动现金流	-404	-174	-128	-105
股权募资	28	0	0	0
债务募资	321	375	-287	0
筹资活动现金流	-221	-188	-864	-584
现金净流量	-580	187	1,158	1,043

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 插图目录

图 1: 新五丰发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 1 月) .....	4
图 3: 2017-2023Q1 公司营收及增速 .....	4
图 4: 2017-2023Q1 公司归母净利润及增速 .....	4
图 5: 2017-2022 公司各业务及综合毛利率 (%) .....	5
图 6: 2017-2023Q1 各费用率水平 (%) .....	5
图 7: 2022 年公司各业务营收占比 (%) .....	5
图 8: 2022 年公司各业务毛利占比 (%) .....	5
图 9: 2017-2022 生猪出栏量 (万头) .....	5
图 10: 2006-2022 生猪内销与出口占比 (%) .....	5
图 11: 2017 年-2023 年 5 月生猪出栏均重 (公斤) .....	6
图 12: 2017 年-2023 年 5 月生猪屠宰日度开机率 (%) .....	6
图 13: 2021-2023 年 4 月前十大猪企月度出栏量 (万头) .....	7
图 14: 2021-2023 年 4 月前九大猪企月度生猪销售收入 (亿元) .....	7
图 15: 2020 年 4 月-2023 年 4 月各机构能繁母猪存栏量环比 (%) .....	7
图 16: 租赁猪场与“公司+农户”模式 .....	9
图 17: 2018-2023E 公司租赁猪场 (个) .....	9
图 18: 2018-2023E 公司租赁猪场产能 (万头) .....	9
图 19: 2018Q1-2023Q1 生物性生物资产和固定资产 .....	9
图 20: 2018-2022Q1-Q3 资产负债率与固定资产比例 .....	9
图 21: 天心种业发展历程 .....	10
图 22: 2020-2022 年 1-7 月天心种业营收和归母净利润情况 .....	11
图 23: 2020-2022 年 1-7 月天心种业营收结构 (%) .....	11
图 24: 2021-2022 新五丰及天心种业出栏量 (万头) .....	12
图 25: 2017-2022 公司饲料产量 (万头) .....	13
图 26: 2017-2022 公司饲料销售量 (万头) .....	13
图 27: 2017-2022 公司屠宰肉品产量 (万头) .....	14
图 28: 2017-2022 公司屠宰肉品销售量 (万头) .....	14

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 各系长白种猪的比较 .....	8
表 2: 标的资产作价情况 .....	10
表 3: 天心种业主要产品 .....	11
表 4: 天心种业在建租赁养殖场 .....	12
表 5: 天心种业对外销售生猪数量预测 .....	12
表 6: 生猪养殖业务预测 .....	15
表 7: 公司业务盈利预测 .....	16
表 8: 公司费用率预测 .....	17
表 9: 可比公司 PE 数据对比 .....	17
公司财务报表数据预测汇总 .....	19

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026