

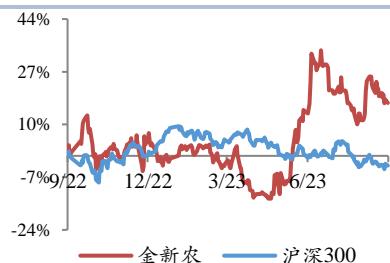
以猪为源，合理推进饲料、养殖业务发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-09-25

收盘价（元）	6.75
近 12 个月最高/最低（元）	7.72/4.98
总股本（百万股）	806
流通股本（百万股）	667
流通股比例（%）	82.74
总市值（亿元）	54
流通市值（亿元）	45

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

主要观点：

● 金新农：聚焦养殖产业链，深耕饲料、养殖业务

公司成立于 1999 年，主要从事饲料加工和畜牧养殖业务，公司业绩受生猪行业周期变动影响明显，2018-2022 年，公司营业收入从 28.01 亿元增长至 39.74 亿元，年复合增长率 9.1%。2023H1，公司实现营业收入 20.72 亿元，同比增长 7.2%，主要系饲料业务规模增长所致，受上半年生猪价格持续低迷拖累，公司归母净利润-2.38 亿元，去年同期为-1.85 亿元。

● 生猪养殖行业去化趋势难改，去化时间仍需积累

生猪养殖行业产能去化趋势不变：①7 月中下旬以来，随着生猪价格上涨，淘汰母猪、仔猪价格、二元母猪价格虽出现回升，但仍处于相对低位，补栏积极性仍然低迷；②农业部数据显示，今年 2-6 月新生仔猪数环比上升，对应 7-11 月生猪出栏量将逐月提升；③据中国畜牧业协会会长李希荣披露，中国生猪近期产能逾 7 亿头，加上在建和闲置生猪产能逾 10 亿头；从上市公司角度看，2023 年上市猪企生猪养殖业务尚未满产，2024 年出栏量仍有提升空间，猪价低迷有望刺激产能进一步出清；④猪价反转时间不明朗，且资产负债率上升，资金压力逐渐增大，上市猪企扩产进度放缓，部分上市猪企已明确表示，今明两年基本不会有生猪业务相关的资本开支，甚至有上市猪企表示，后期扩张只考虑并购产业现有生猪产能，不再考虑新建产能。

● 深耕饲料产业，核心细分领域优势明显

饲料业务是公司的传统主业，产品覆盖全系猪用饲料的产研销，为公司持续提供较为稳定的现金流。公司采取母公司统一管理，子公司分散生产经营的饲料业务经营模式，坚持低风险高速发展的发展方针，一方面不断加强饲料销售团队，引进营销人员，对局部空白市场与重点市场多渠道营销，持续开拓新客户；另一方面，公司在产品端针对猪价低迷的情况推出新产品，多样化满足市场需求。2023H1，公司饲料业务实现收入 12.77 亿元，同比增长 26.6%，公司外销饲料 32.27 万吨，同比增长 22.6%。

● 稳健规划养殖产能，多途径优化成本穿越周期

生猪养殖是公司的核心业务，公司在养殖方面坚持高质量稳健经营，目前拥有“天种”、“一春”两家国家级核心育种场及种猪品牌，公司养殖业务以自繁自养为主，布局北方、华中、华东以及华南四大养殖区域，在东北产区及广东、福建销区形成了局部区域一体化养殖模式。2023 年公司计划出栏量 130-140 万头，并将根据市场行情变化进行合理的出栏调整。公司坚持成本为先，2023 年以来通过重点开展“降料肉比行动”和“清蓝行动”持续推动降本增效。根据公司披露信息，2023 年 7 月公司商品猪销售成本降至 16.93 元/公斤，对比 2022 年 18.4 元/公斤的平均销售成本优化成果显著，公司计划年末销售成本降至 16 元以下，未来公司将在全面推进养殖成本优化的基础上

相关报告

稳健释放产能。

● 投资建议

金新农聚焦生猪养殖产业链，饲料业务坚持低风险高速发展，养殖业务坚持高质量稳健经营战略，在全面推进养殖成本优化的基础上稳健释放产能，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 47.01 亿元、65.84 亿元、85.12 亿元，同比增长 18.3%、40.1%、29.3%，对应归母净利润-1.44 亿元、2.83 亿元、3.97 亿元，对应 EPS 分别为-0.18 元、0.35 元、0.49 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

畜禽产品价格波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

● 重要财务指标

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3974	4701	6584	8512
收入同比（%）	-18.4%	18.3%	40.1%	29.3%
归属母公司净利润	20	-144	283	397
净利润同比（%）	102.0%	-823.9%	297.2%	40.3%
毛利率（%）	9.8%	3.9%	13.3%	13.6%
ROE（%）	0.9%	-7.2%	12.5%	14.9%
每股收益（元）	0.03	-0.18	0.35	0.49
P/E	200.33	—	19.21	13.69
P/B	2.27	2.74	2.40	2.04
EV/EBITDA	20.70	-386.56	12.82	9.76

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 专注生猪产业链，打造优质一体化养殖企业	6
1.1 战略聚焦，深耕饲料、养殖业务	6
1.2 饲料业务快速发展，养殖业务高质量稳健经营	7
2 行业产能去化趋势难改，去化时间仍需积累	9
2.1 出栏均重低位、大体重猪短缺推升短期猪价	9
2.2 行业集中度持续提升，养猪业整体水平有望提高	12
2.3 产能去化或仍将持续，去化时间仍需积累	15
3 深耕饲料产业，核心细分领域优势明显	19
4 稳健规划养殖产能，多途径优化成本穿越周期	24
4.1 生猪业务稳健发展，合理规划资本开支	24
4.2 成本为先，全力推进养殖成本优化	27
5 盈利预测、估值及投资评级	29
5.1 盈利预测	29
5.2 投资建议	30
风险提示：	30
财务报表与盈利预测	31

图表目录

图表 1 公司股权结构图	6
图表 2 公司十大股东明细（截至 2023H1）	6
图表 3 公司股权结构图	7
图表 4 2018-2023H1 公司营收及 YOY, 亿元	8
图表 5 2018-2023H1 公司归母净利润及 YOY, 亿元	8
图表 6 2018-2023H1 公司分业务营收变化, 亿元	8
图表 7 2020-2022 公司产品占比变化	8
图表 8 2018-2023H1 公司销售毛利率变化, %	9
图表 9 2020-2023H1 年公司主要业务毛利率变化, %	9
图表 10 2020-2023H1 公司资产负债率变化情况, %	9
图表 11 2020-2023H1 公司速动比率变化情况	9
图表 12 2000-2023 年生猪月度价格对照表, 元/公斤	10
图表 13 2000-2005 年生猪月度价格走势图, 元/公斤	11
图表 14 2006-2011 年生猪月度价格走势图, 元/公斤	11
图表 15 2012-2017 年生猪月度价格走势图, 元/公斤	11
图表 16 2018-2023 年生猪月度价格走势图, 元/公斤	11
图表 17 2018-2023 年生猪出栏体重走势图, 公斤	12
图表 18 2023 年生猪出栏均重走势图, 公斤	12
图表 19 16 省份生猪宰后均重, 公斤	12
图表 20 175 公斤生猪与标猪出栏价差, 元/斤	12
图表 21 我国养猪场（户）数量变化	12
图表 22 2012-2021 年生猪饲养规模比例变化, %	14
图表 23 2012-2021 年生猪饲养规模变化, 亿头	14
图表 24 2021 年各国平均 PSY 对照图	15
图表 25 各国生长育肥饲料转化率	15
图表 26 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部	16
图表 27 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联	16
图表 28 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询	16
图表 29 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图, 万头	17
图表 30 淘汰母猪价格对照表, 元/斤	17
图表 31 15 公斤仔猪价格走势图, 元/头	18
图表 32 2023 年 15 公斤仔猪价格历史走势图, 元/头	18
图表 33 50KG 二元母猪价格走势图, 元/头	18
图表 34 2023 年 50KG 二元母猪猪价走势图, 元/头	18
图表 35 猪粮比对应时间列表	18
图表 36 公司成农牌猪饲料产品覆盖不同生长阶段	20
图表 37 公司饲料产能分布	20
图表 38 公司拳头产品教槽料	20
图表 39 公司饲料产能、产量及产能利用率变化, 万吨/年、%	20

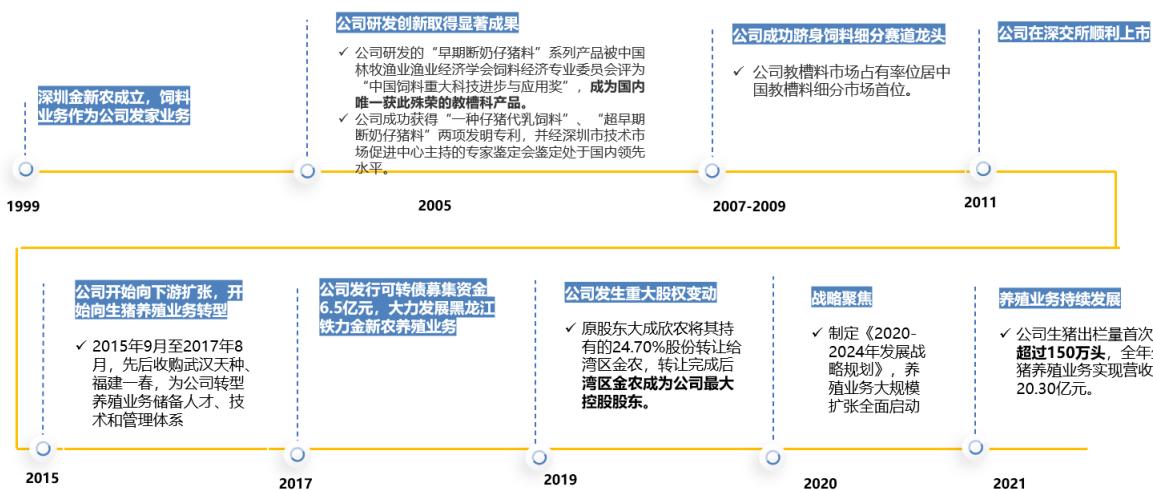
图表 40 2018-2023H1 饲料销量变化（含内销），万吨.....	21
图表 41 2019-2023H1 公司饲料分品类占比变化	21
图表 42 2020 年至今玉米、豆粕、鱼粉价格变化	22
图表 43 2018-2023H1 行业可比公司饲料业务毛利率情况.....	22
图表 44 2019-2023Q1 公司主要原材料采购情况.....	22
图表 45 公司主要研发投入项目	22
图表 46 公司部分养殖项目基地产能介绍	24
图表 47 2018-2023 年 1-8 月公司出栏量，万头	25
图表 48 2022 年公司生猪出栏结构，%	25
图表 49 2023 年 1-8 月公司生猪出栏结构，%	25
图表 50 2021-2023.8 公司商品猪月销售均价，元/公斤	25
图表 51 2018-2023.6 公司固定资产余额，亿元	26
图表 52 2018-2023.6 公司在建工程余额，亿元	26
图表 53 2023.6 公司部分重要在建生猪养殖项目情况，亿元	26
图表 54 2018-2023H1 公司资本开支情况，亿元	26
图表 55 2018-2023.6 公司生产性生物资产情况，亿元	26
图表 56 2018-2023.6 可比公司资产负债率情况	27
图表 57 2020-2023.6 可比公司速动比率	27
图表 58 21-23H1 分季度经营活动现金流量净额，亿元	27
图表 59 2018-2023H1 公司货币资金情况，亿元	27
图表 60 公司坚持“四化”模式+“四好”目标	28
图表 61 公司种猪性能优异	28
图表 62 2022 年公司养殖成本构成	29
图表 63 2023.7 部分猪场商品猪销售成本，元/公斤	29
图表 64 公司收入成本预测表，百万元、%	29

1 专注生猪产业链，打造优质一体化养殖企业

1.1 战略聚焦，深耕饲料、养殖业务

公司成立于 1999 年，主要从事饲料加工及畜牧养殖业务，2011 年 2 月在深交所挂牌上市。2014 年之后，公司通过投资并购逐步延伸产业链，业务逐渐涵盖猪用饲料、饲料原料贸易、生猪养殖、动物保健以及基于电信运营商的计费能力服务等；2021-2022 年，公司提出战略聚焦，转让出售部分业务，重新专注于核心业务饲料和生猪养殖。

图表 1 公司股权结构图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司目前无实际控制人，公司第一大股东为广州金农产业投资合伙企业（金农产投），持股比例 31.1%，由于金农产投的控股股东粤港澳大湾区产融投资有限公司共有 47 名股东，股权结构较为分散，没有任一股东持股比例存在绝对优势，且股东之间没有签订一致行动协议，因此单一股东无法控制董事会及股东大会，粤港澳产融不存在控股股东和实际控制人。

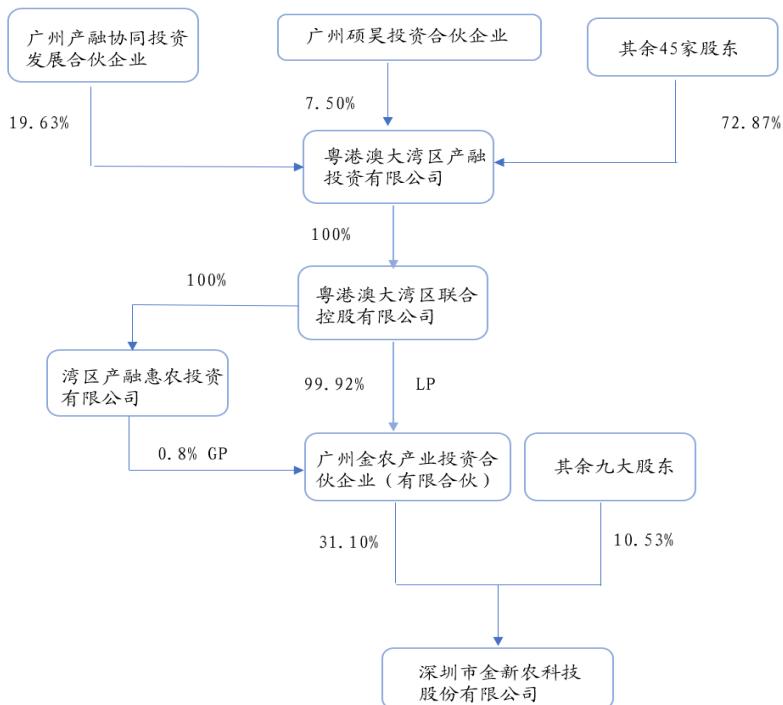
图表 2 公司十大股东明细（截至 2023H1）

排名	股东名称	持股数量（股）	占总股本比例
1	广州金农产业投资合伙企业（有限合伙）	250,699,507	31.1%
2	中信证券股份有限公司	24,068,203	2.99%
3	方士雄	14,527,300	1.80%
4	国泰中证畜牧养殖交易型开放式指数证券投资基	9,981,359	1.24%

5	陈俊海	7,275,828	0.90%
6	朱卓业	6,490,000	0.81%
7	中信建投证券股份有限公司	5,684,388	0.71%
8	李雯佳	4,501,259	0.56%
9	邵逸群	4,500,000	0.56%
10	中信建投价值增长混合型集合资产管理计划	4,450,300	0.55%
合计		332,178,144	41.22%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表3 公司股权结构图



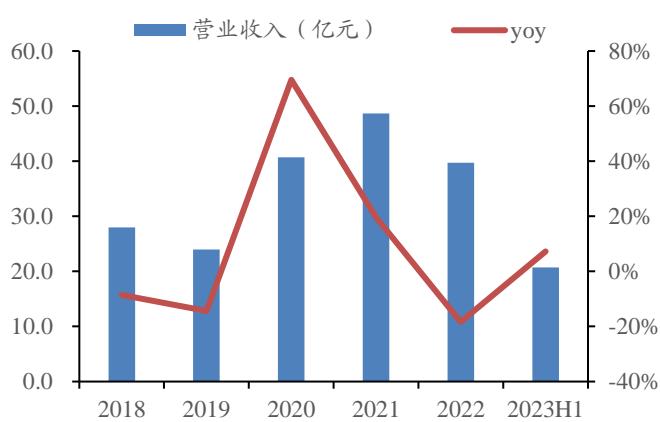
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 饲料业务快速发展，养殖业务高质量稳健经营

公司业绩受行业周期变动影响明显，营收与利润均存在波动。2018-2022年，公司营业收入从28.01亿元增长至39.74亿元，年复合增长率9.1%，其中，2022年公司营业收入同比下降18.4%，归母净利润0.2亿元，去年同期为-9.89亿元，主要系生猪销售价格变动及仔猪销量占比增加影响。

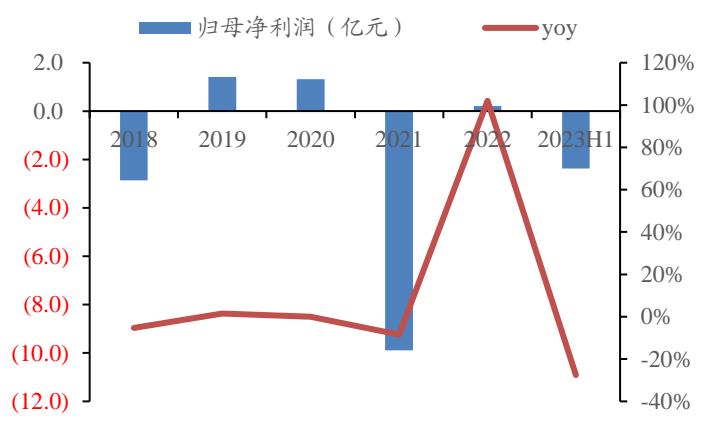
2023H1，公司实现营业收入20.72亿元，同比增长7.2%，主要系饲料业务规模增长所致，实现归母净利润-2.38亿元，去年同期为-1.85亿元，主要系上半年生猪价格持续低迷影响。

图表 4 2018-2023H1 公司营收及 yoy, 亿元



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 5 2018-2023H1 公司归母净利润及 yoy, 亿元

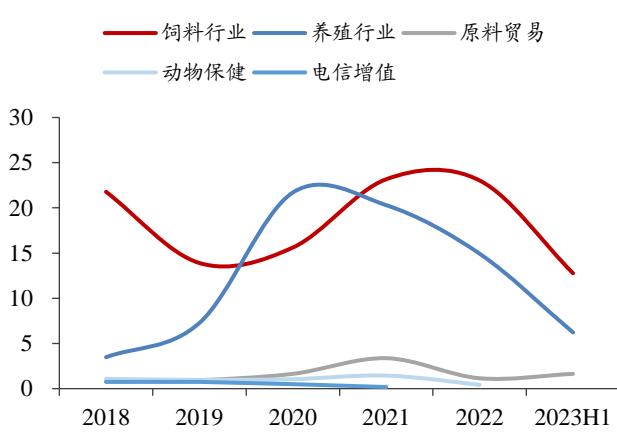


资料来源：wind, 华安证券研究所

分行业看，公司分别于 2021 年 11 月和 2022 年 4 月剥离电信增值服务业务和动物保健业务，同时根据市场价格波动及需求变动减少饲料原料销售布局，营收主要由饲料和生猪业务构成。2022 年，公司养殖业务营业收入 14.93 亿元，同比下滑 26.5%，养殖业务在公司营收中占比从 41.7% 下降至 37.6%，主要是生猪价格下降以及仔猪销售占比增加所致，2022 年饲料加工业务收入 23.03 亿元，同比下滑 0.6%，受其他产品业务量收缩影响，饲料产品在公司营收中占比从 47.6% 增长至 58.0%。

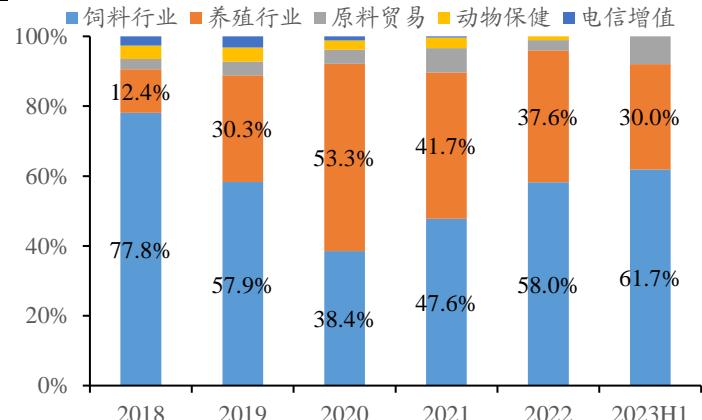
2023H1，依据对市场行情的研判，公司对饲料和养殖业务分别采取低风险高速发展和高质量稳健发展的经营战略，上半年实现饲料业务收入 12.77 亿元，同比增长 26.6%，实现畜牧养殖收入 6.22 亿元，同比下降 18.5%。

图表 6 2018-2023H1 公司分业务营收变化，亿元



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 7 2020-2022 公司产品占比变化

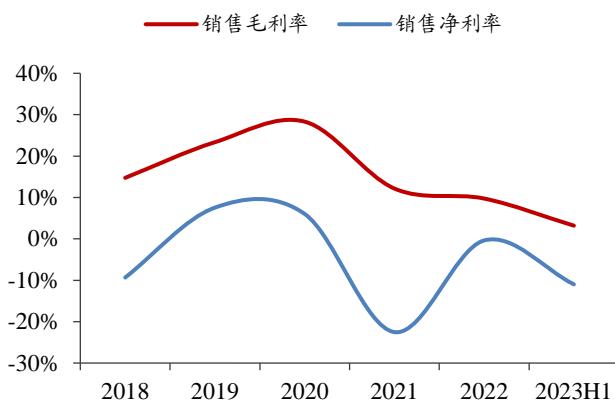


资料来源：wind, 华安证券研究所

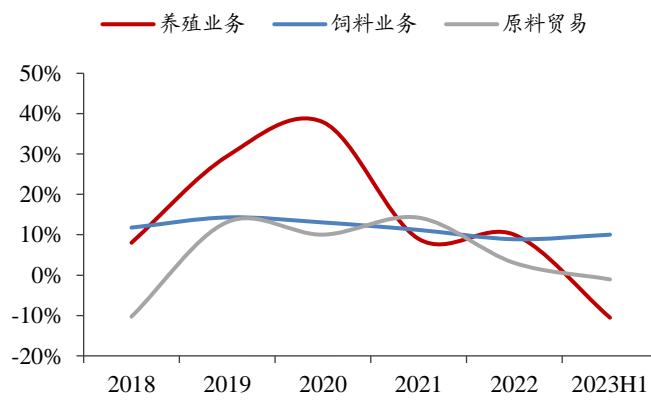
公司主营业务毛利率与饲料原材料价格、生猪行业周期波动等因素高度相关。2022 年，公司综合毛利率 9.8%，同比下滑 2.41 个百分点。其中，生猪业务毛利率 10.0%，同比增长 1.11 个百分点，主要系存货跌价准备转销影响；饲料业务毛利率 8.9%，同比下滑 2.31 个百分点，主要系饲料原材料价格上涨所致。

2023H1 公司销售毛利率 3.19%，同比提升 0.37 个百分点，其中，受生猪销售价格持续低位影响，养殖业务毛利率-10.54%，归母净利润为-2.13 亿元；饲料业务毛利率 10.0%，同比增长 1.08 个百分点，实现归母净利润 3385.8 万元，主要系公司在优化采购、销售团队的同时整合饲料产能布局所致。

图表 8 2018-2023H1 公司销售毛利率变化, %



图表 9 2020-2023H1 年公司主要业务毛利率变化, %

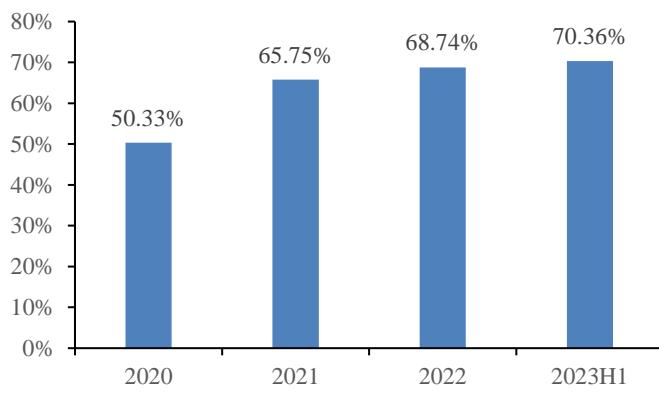


资料来源：wind, 华安证券研究所

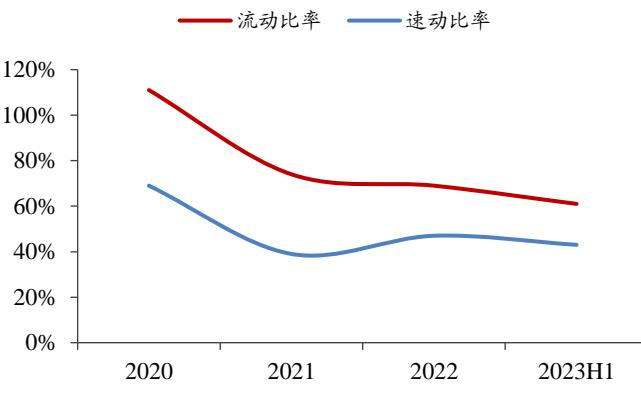
资料来源：wind, 华安证券研究所

资本结构和偿债能力方面，2023H1 公司负债规模较 2022 年末略有下降，负债结构仍以流动负债为主。2023H1 公司资产负债率增长至 70.36%，同比提升 1.62 个百分点，流动比率和速动比率分别为 0.61 和 0.42，相比上年末均有所下降。

图表 10 2020-2023H1 公司资产负债率变化情况, %



图表 11 2020-2023H1 公司速动比率变化情况



资料来源：wind, 华安证券研究所

资料来源：wind, 华安证券研究所

2 行业产能去化趋势难改，去化时间仍需积累

2.1 出栏均重低位、大体重猪短缺推升短期猪价

猪肉消费有较明显的季节性规律，11 月至次年 1 月气温降低，叠加南方腌腊旺季，猪肉需求增量，屠宰量增至年内最高点；2 月份春节过后需求清淡，屠宰量

处于最低点；而7-8月因气温升高，猪肉消费减少，屠宰量处于季节性次低点。猪肉价格也呈现季节性特征，春节后猪价持续回落，5-7月猪价通常见底，之后随着消费旺季的到来，猪价会呈现稳步上升的态势。

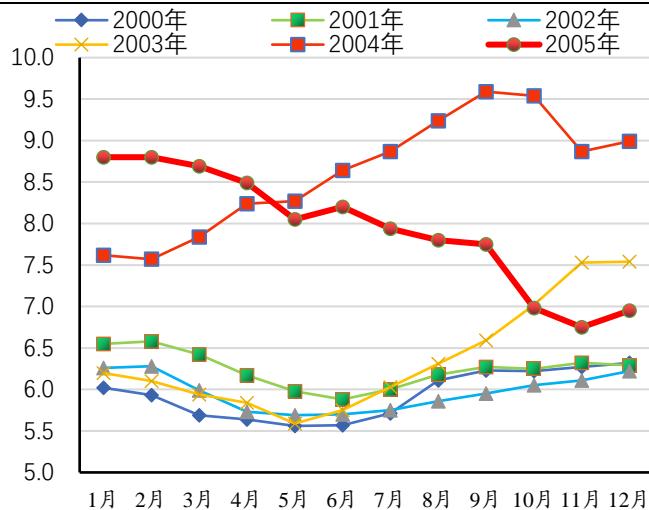
2000-2017年，剔除明显的下行周期之外，猪价波动季节性特征较为明显。然而，自非瘟疫情以来，受压栏、二次育肥等多重因素影响，生猪均重在年内可发生大幅波动，猪价季节性特征也已明显弱化。

图表 12 2000-2023 年生猪月度价格对照表，元/公斤

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
1月	6.02	6.55	6.26	6.20	7.62	8.80	7.40	9.55	16.50	13.41	12.05	13.88
2月	5.93	6.58	6.28	6.10	7.57	8.80	7.11	9.20	16.70	12.70	11.14	14.35
3月	5.69	6.42	5.99	5.94	7.84	8.69	6.68	8.91	16.83	11.63	10.06	14.78
4月	5.64	6.17	5.73	5.84	8.24	8.49	6.21	9.02	16.87	10.35	9.53	15.05
5月	5.56	5.98	5.69	5.59	8.27	8.05	5.96	10.20	15.77	9.24	9.62	15.53
6月	5.57	5.88	5.70	5.75	8.64	8.20	6.08	11.37	15.35	9.33	9.64	17.54
7月	5.71	6.00	5.75	6.03	8.87	7.94	6.47	13.12	14.82	10.13	11.14	18.98
8月	6.11	6.18	5.86	6.31	9.24	7.80	7.17	14.27	14.47	11.38	12.19	19.33
9月	6.23	6.27	5.95	6.59	9.59	7.75	7.84	13.60	13.86	11.85	12.55	19.68
10月	6.22	6.25	6.05	7.02	9.54	6.98	7.93	13.21	12.50	11.47	12.78	18.93
11月	6.27	6.32	6.11	7.53	8.87	6.75	8.33	14.13	11.90	11.40	13.55	17.35
12月	6.32	6.29	6.22	7.54	8.99	6.95	9.18	15.46	12.91	12.09	13.79	17.15
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
1月	17.65	17.04	14.46	13.51	17.62	18.22	15.25	13.12	35.38	35.80	15.55	16.31
2月	17.10	16.09	13.11	13.23	18.37	17.78	14.06	12.55	37.11	31.69	14.06	15.18
3月	15.83	14.07	12.05	12.86	18.90	16.71	11.91	14.35	36.19	28.20	12.76	15.60
4月	14.80	12.80	11.13	12.90	19.84	16.00	10.93	15.02	33.70	23.91	13.40	14.66
5月	14.25	12.82	12.79	13.92	20.45	14.63	10.57	14.98	29.83	19.98	15.30	14.54
6月	14.05	14.10	13.06	14.61	20.41	13.78	11.32	15.94	31.48	15.65	16.57	14.37
7月	14.00	14.61	13.34	16.59	19.03	13.90	12.02	17.68	36.25	15.85	22.18	14.35
8月	14.28	15.70	14.56	18.12	18.62	14.41	13.36	21.89	37.14	15.26	21.90	
9月	14.89	16.04	14.88	17.94	18.36	14.75	14.13	26.83	36.23	13.42	23.65	
10月	14.85	15.86	14.42	17.10	17.06	14.52	14.10	33.34	31.40	13.07	26.64	
11月	14.83	15.77	14.09	16.43	16.98	14.47	13.87	34.89	29.71	17.30	25.39	
12月	15.83	15.92	13.81	16.68	17.46	15.07	13.95	33.28	33.14	17.59	20.62	

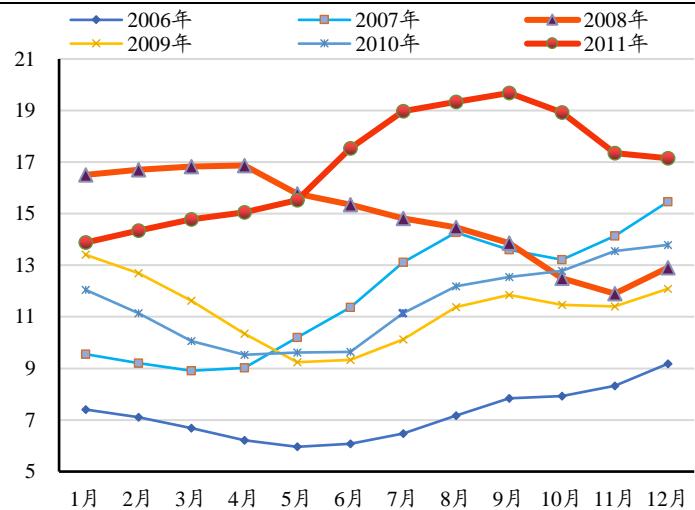
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 13 2000-2005 年生猪月度价格走势图, 元/公斤



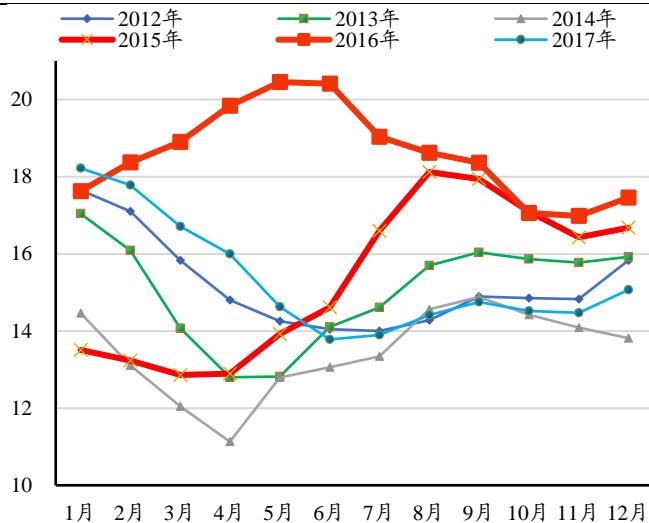
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 14 2006-2011 年生猪月度价格走势图, 元/公斤



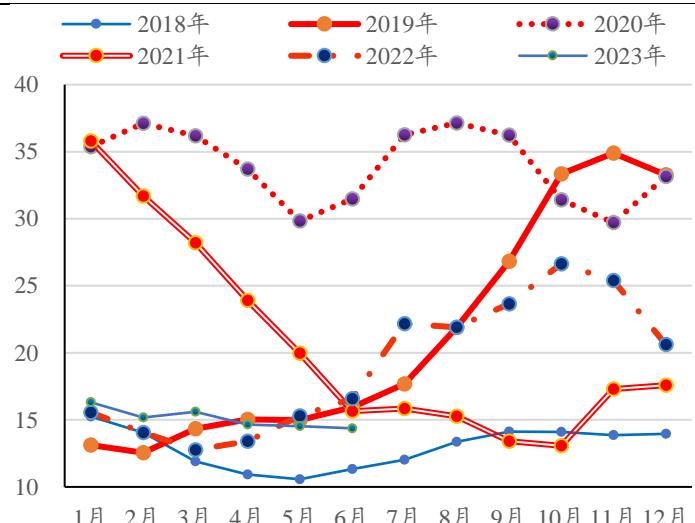
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 15 2012-2017 年生猪月度价格走势图, 元/公斤



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 16 2018-2023 年生猪月度价格走势图, 元/公斤



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

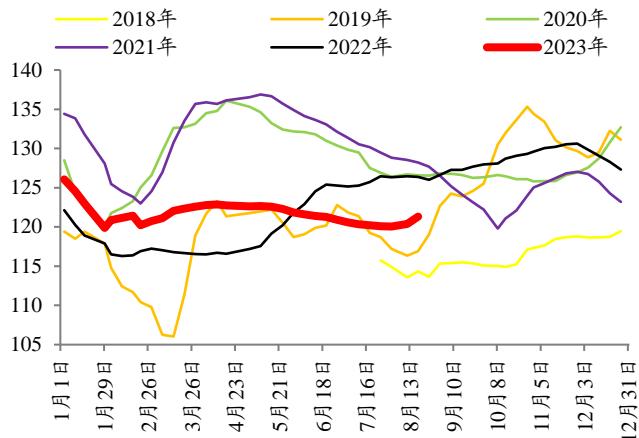
出栏生猪均重降至低位，大体重猪紧缺引发行情。我们判断，7月中下旬以来的猪价上涨，与出栏生猪均重处于近年同期低位，以及大体重猪紧缺直接相关。

根据涌益咨询数据，2023年8月1日，出栏生猪均重达到年内最低点120.06公斤，连续12周下降，较2018-2022年同期变化，2018（4.5%）、2019（2.4%）、2020（-5.0%）、2021（-6.8%）、2022（-5.0%）；

根据农业部数据，2023年7月21日，16省份生猪宰后均重达到年内最低点91.08公斤，较2018-2022年同期变化，2018（9.5%）、2019（7.4%）、2020（-1.5%）、2021（-1.3%）、2022（0.2%）。2023年8月11日，16省份生猪宰后均重回升至91.1956公斤，较最低点上升0.1%。

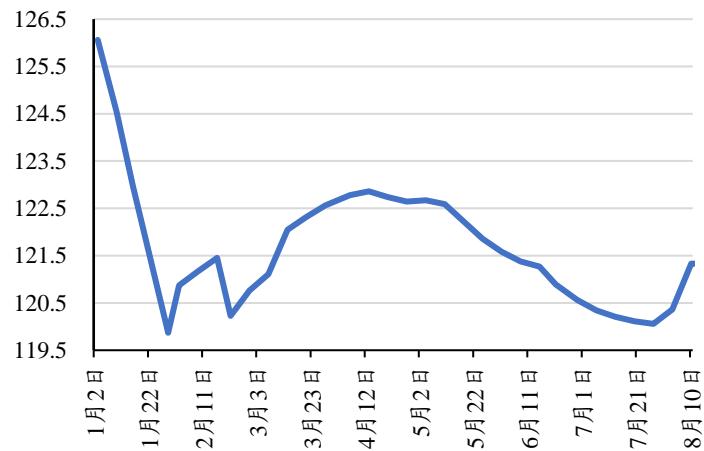
175公斤与标猪出栏价差分别于2021年9月27日、2022年8月19日出现拐点，今年7月21日拐点再现，目前全国175公斤大体重猪较标猪仍溢价0.35元/斤。

图表 17 2018-2023 年生猪出栏体重走势图，公斤



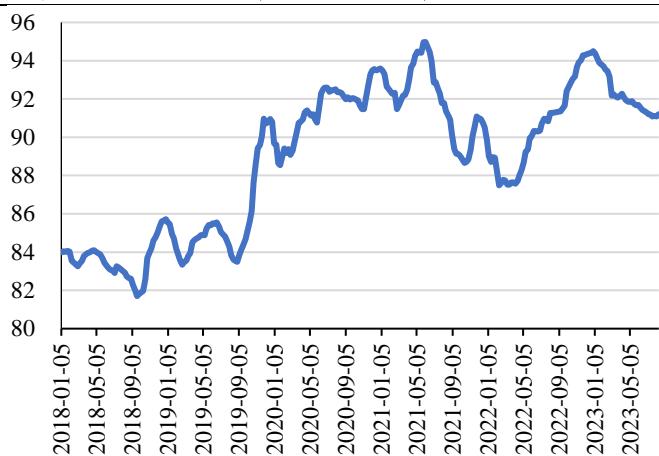
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 18 2023 年生猪出栏均重走势图，公斤



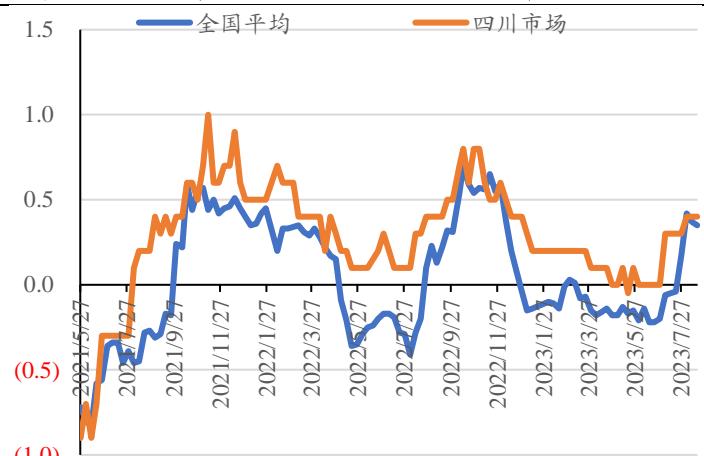
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 19 16 省份生猪宰后均重，公斤



资料来源：中国农业信息网，华安证券研究所

图表 20 175 公斤生猪与标猪出栏价差，元/斤



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2.2 行业集中度持续提升，养猪业整体水平有望提高

我国生猪养殖行业规模化程度不断提升。从我国养猪场（户）数量变化看，增速最快的是年出栏 5 万头以上养猪场数量，年出栏 3000-49,999 头的养猪场增速次之，年出栏 1-99 头的养猪场数量持续下降。

图表 21 我国养猪场（户）数量变化

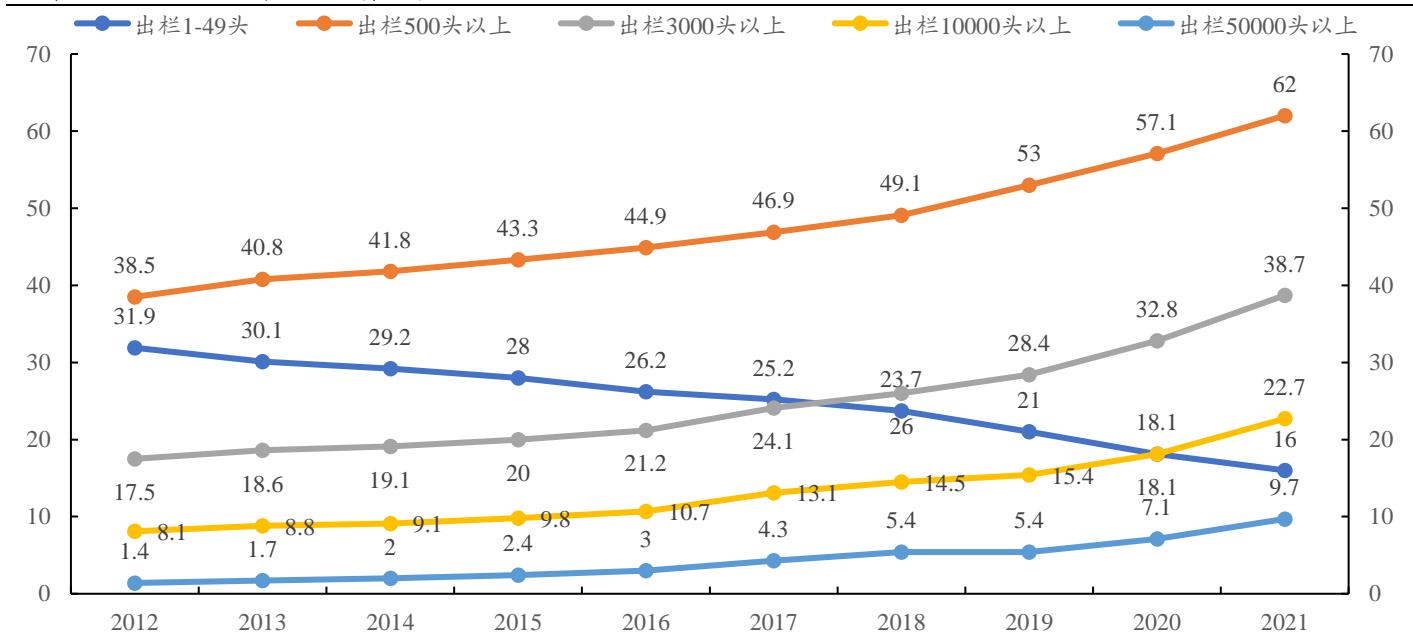
	年出栏数 1-49 头	年出栏数 50-99 头	年出栏数 100-499 头	年出栏数 500-999 头	年出栏数 1000-2999 头	年出栏数 3000-4999 头	年出栏数 5000-9999 头	年出栏数 10000-49999 头	年出栏数 5 万头以上
2007	80,104,750	1,577,645	542,014	83,731	30,053	6,164	2,840	1,803	50
2008	69,960,452	1,623,484	633,791	108,676	40,010	8,744	4,172	2,432	69
2009	64,599,143	1,653,865	689,739	129,369	46,429	10,342	5,117	3,083	96
2010	59,086,923	1,685,279	742,772	145,175	53,876	11,721	5,915	3,558	121
2011	55,129,498	1,724,703	782,338	157,036	58,180	12,173	6,315	3,937	162
2012	51,898,933	1,726,108	817,834	167,762	63,509	12,880	6,855	4,364	187
2013	49,402,542	1,619,877	827,262	175,652	65,369	13,355	7,137	4,567	202

2014	46,889,657	1,571,123	810,448	175,213	66,466	13,672	7,304	4,526	226
2015	44,055,927	1,479,624	758,834	174,075	65,171	13,404	7,281	4,388	261
2016	40,205,599	1,428,631	718,590	167,224	64,436	13,301	7,079	4,261	311
2017	35,718,766	1,209,265	603,091	133,486	58,487	12,095	6,893	4,134	407
2018	29,862,082	982,969	527,708	112,628	52,770	10,990	6,228	3,630	443
2019	21,445,792	733,678	404,688	90,508	44,360	9,849	5,373	3,101	373
2020	19,489,215	710,439	415,613	92,176	47,346	11,804	6,507	3,729	554
2021	18,792,785	706,476	423,810	95,304	53,276	14,508	8,072	4,854	849
YOY	年出栏数 1-49 头	年出栏数 50-99 头	年出栏数 100-499 头	年出栏数 500-999 头	年出栏数 1000-2999 头	年出栏数 3000-4999 头	年出栏数 5000-9999 头	年出栏数 10000-49999 头	年出栏数 5 万头以上
2008	-13%	3%	17%	30%	33%	42%	47%	35%	38%
2009	-8%	2%	9%	19%	16%	18%	23%	27%	39%
2010	-9%	2%	8%	12%	16%	13%	16%	15%	26%
2011	-7%	2%	5%	8%	8%	4%	7%	11%	34%
2012	-6%	0%	5%	7%	9%	6%	9%	11%	15%
2013	-5%	-6%	1%	5%	3%	4%	4%	5%	8%
2014	-5%	-3%	-2%	0%	2%	2%	2%	-1%	12%
2015	-6%	-6%	-6%	-1%	-2%	-2%	0%	-3%	15%
2016	-9%	-3%	-5%	-4%	-1%	-1%	-3%	-3%	19%
2017	-11%	-15%	-16%	-20%	-9%	-9%	-3%	-3%	31%
2018	-16%	-19%	-12%	-16%	-10%	-9%	-10%	-12%	9%
2019	-28%	-25%	-23%	-20%	-16%	-10%	-14%	-15%	-16%
2020	-9%	-3%	3%	2%	7%	20%	21%	20%	49%
2021	-4%	-1%	2%	3%	13%	23%	24%	30%	53%

资料来源：农业农村部，华安证券研究所

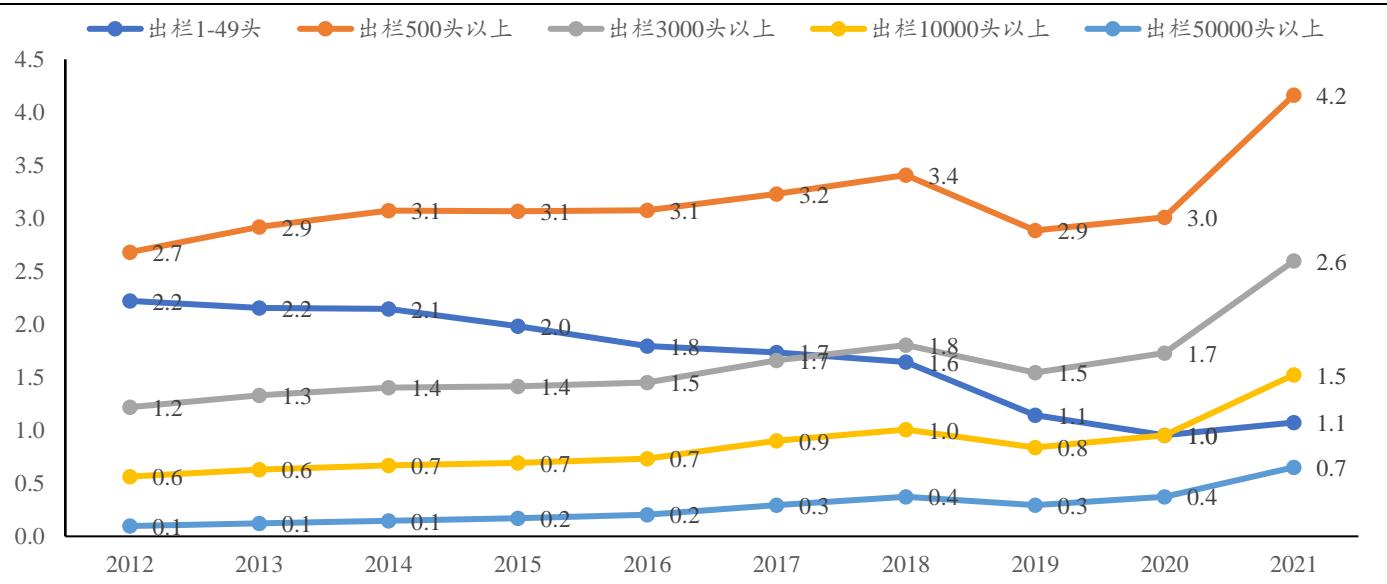
从生猪饲养规模比重变化看，年出栏 1-49 头生猪饲养规模占比从 2012 年 31.9% 降至 2021 年 9.7%，年出栏 500 头以上生猪饲养规模占比从 2012 年 38.5% 上升至 2021 年 62%，年出栏 3000 头以上生猪饲养规模占比从 2012 年 17.5% 上升至 2021 年 38.7%，年出栏 1 万头以上生猪饲养规模占比从 2012 年 8.1% 上升至 2021 年 22.7%，年出栏 5 万头以上生猪饲养规模占比从 2012 年 1.4% 上升至 2021 年 9.7%。

图表 22 2012-2021 年生猪饲养规模比例变化, %



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 23 2012-2021 年生猪饲养规模变化, 亿头



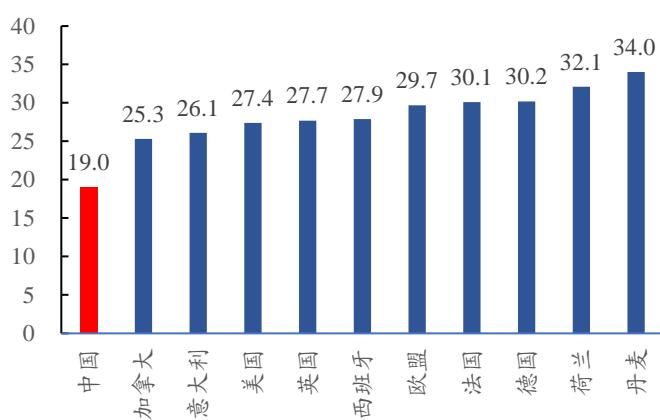
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

伴随养殖规模化程度和生物安全防控水平的不断提升，我国养猪业整体水平有望提高。目前，我国养猪业的整体水平与世界先进水平相比仍有较大的差距，主要体现在生产效率和成本控制方面。在 PSY 指标上，2021 年从高到低依次为，丹麦 34 头、荷兰 32.1 头、德国 30.2 头、法国 30.1 头、西班牙 27.9 头、英国 27.7 头、美国 27.4 头、意大利 26.1 头、加拿大 25.3 头，而我国行业协会监测的规模养猪场 2021 年 PSY 仅 19 头，2022 年受前期更新的高效母猪等因素影响，我国平均 PSY 提升至 20.6 头，但仍低于发达国家水平。

在生长育肥期饲料转化率上，从低到高依次为，巴西 2.4、西班牙 2.43、荷兰

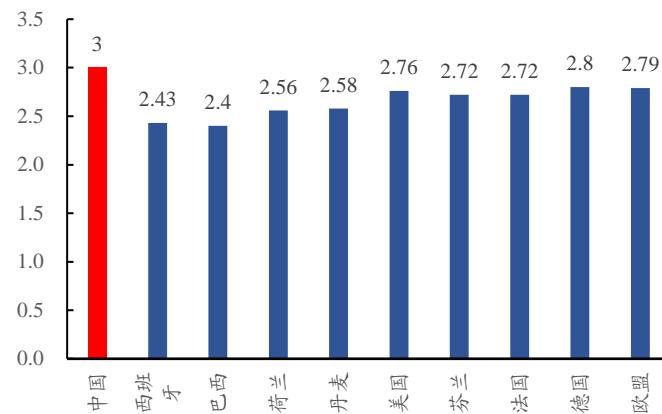
2.56、丹麦 2.58、芬兰和法国 2.72、美国 2.76、德国 2.8，而我国生产水平较高的定点监测规模猪场饲料转化率超过 3.0。

图表 24 2021 年各国平均 PSY 对照图



资料来源：《中国猪业发展报告（2022）》，华安证券研究所

图表 25 各国生长育肥饲料转化率



资料来源：《中国猪业发展报告（2022）》，华安证券研究所

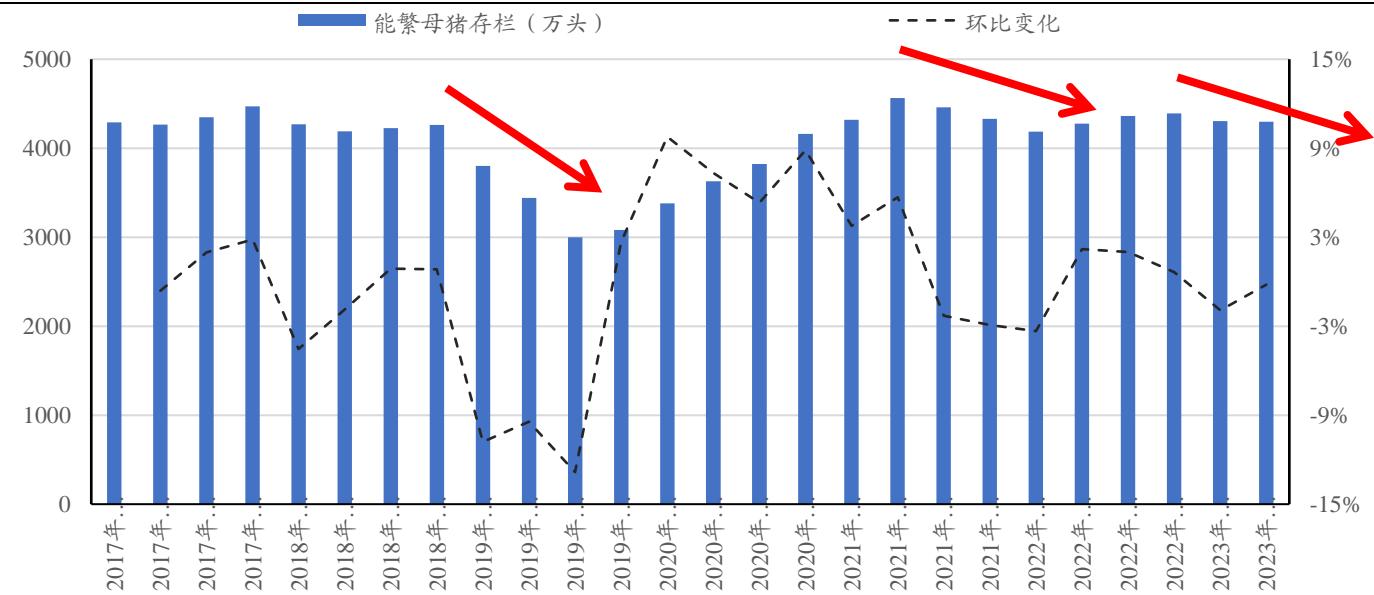
2.3 产能去化或仍将持续，去化时间仍需积累

统计局、农业部数据，2018 年 4 季末-2019 年 3 季末，受非瘟疫情影响，能繁母猪存栏量累计下降 29.6%；2021 年 2 季末-2022 年 1 季末，受此前产能大幅扩张、二次育肥、压栏等多重因素影响，猪价高位崩盘，能繁母猪存栏量累计下降 8.3%；2023 年 12 月以来，猪价持续低迷，同时叠加 1-2 月北方非瘟疫情影响，能繁母猪存栏量重新进入下行通道，累计降幅 2.7%。

2022 年 12 月-2023 年 7 月，上海钢联规模养殖场能繁母猪存栏环比变化，0.8%、-0.2%、-0.2%、-0.2%、0%、-0.5%、0.02%，8 个月累计降幅 0.48%；上海钢联中小散户能繁母猪存栏环比变化，-2.5%、-1.8%、-1.2%、-1.9%、-1.8%、-0.3%、-3%、-0.06%，8 个月累计降幅 12.56%。

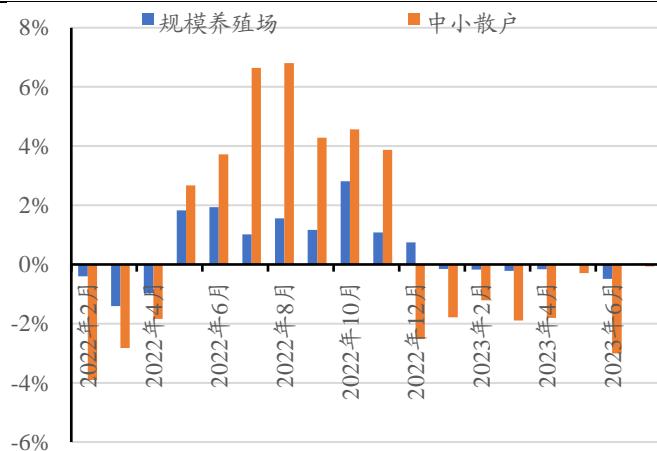
2022 年 12 月-2023 年 7 月，涌益咨询能繁母猪存栏环比变化，-1.1%、-0.39%、-1.84%、-1.95%、0.04%、-0.93%、-1.68%、-0.22%，8 个月累计降幅 8.07%。

图表 26 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部



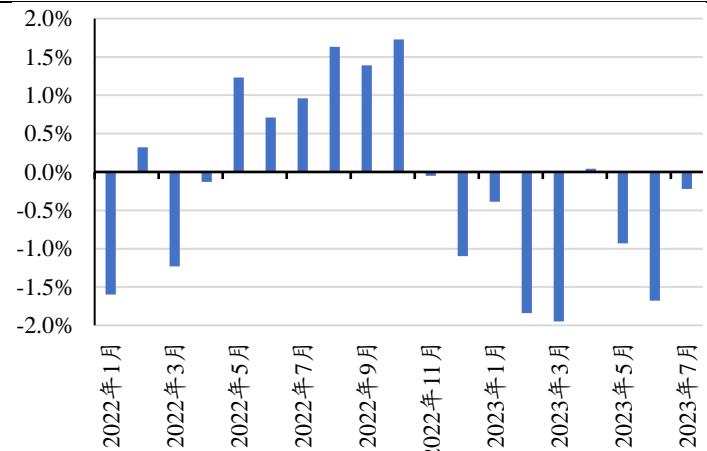
资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

图表 27 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 28 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询

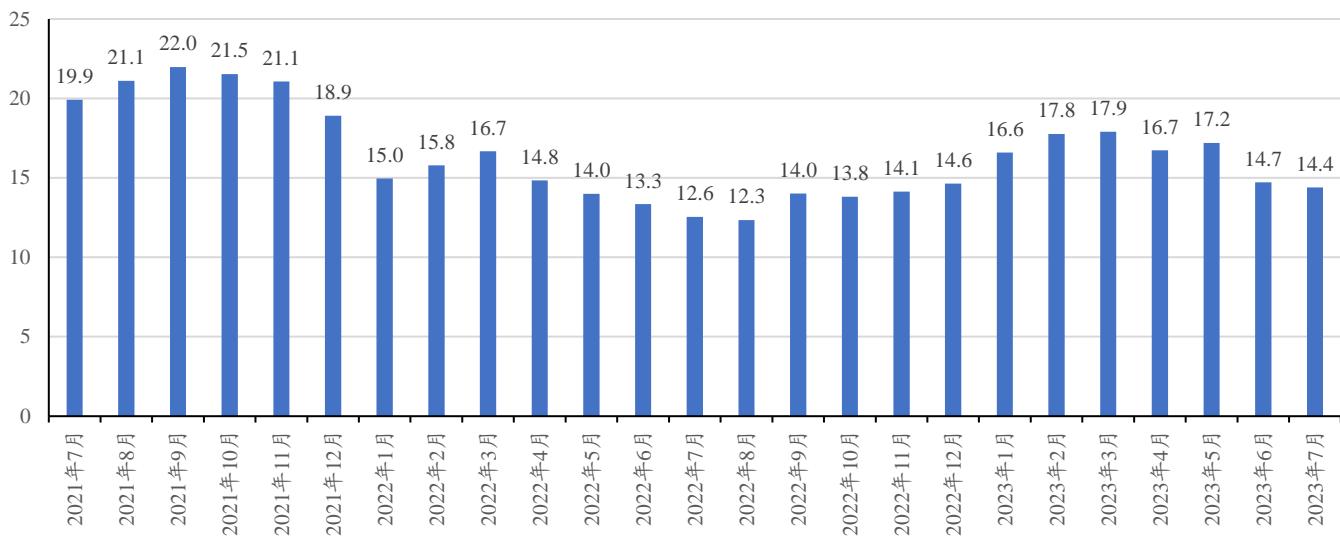


资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2023年1-7月，全国五省（包括河南、山东、辽宁、四川、广西）淘汰母猪屠宰场宰杀量115.3万头，同比增长12.9%。

7月中下旬以来，随着生猪价格上涨，淘汰母猪、仔猪价格、二元母猪价格虽出现回升，但仍处于相对低位，补栏积极性仍然低迷。

图表 29 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图，万头



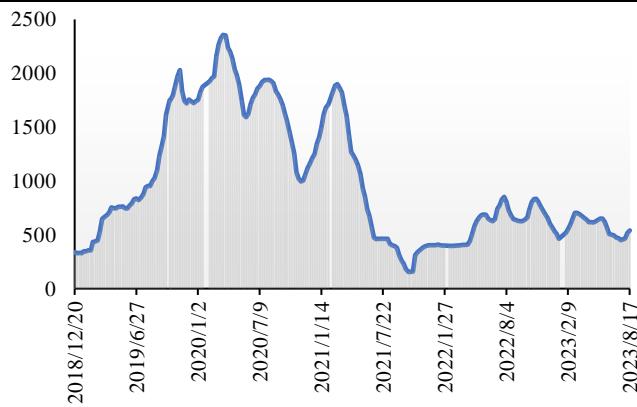
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所 (NOTE: 五省包括河南、山东、辽宁、四川、广西)

图表 30 淘汰母猪价格对照表，元/斤

全国淘汰母猪价格	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年至今		当前日期	
	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价		
开始日期	5/17	10/25	2/7	7/3	9/24	1/8	2/11	10/14	7/7	2/24	8/11	
结束日期	5/23	10/31	2/13	7/9	9/30	1/14	2/17	10/20	7/13	3/2	8/17	
华中	河南	3.5-4	11.0-14.0	6	9.5-12.0	2.4-3.3	9.0-12.5	3.6-4.3	10.6-11.5	4.4-5.3	6.3-6.7	5.2-6.1
	湖南	4	14.5-15.5	9.0-10.3	11.8-13.5	3.0-3.3	10.6-13.4	3.5-4.3	10.2-12	4.5-5.2	6.3-6.8	5.2-6.2
	湖北	4	13.5-15.0	8.5-9.5	11.0-12.5	2.9-3.4	10.0-13.4	3.2-4.0	10.1-11.9	4.5-5.2	6.2-6.7	5.1-6.0
	安徽	4-4.8	12.0-15.0	10.5-11.2	10.5-11.8	2.5-3.6	10.0-13.5	3.6-4.3	10.8-11.8	4.6-5.4	6.3-6.7	5.2-6.2
	江西	4.3	11.0-14.0	8.0-9.0	10.0-13.2	3.0-3.7	10.9-13.0	3.7-4.4	10.1-11.5	4.5-5.3	6.2-6.8	5.5-6.3
华北	山西	4.5	10.0-12.5	7.5-8.0	8.7-11.0	2.8-3.5	8.8-11.99	3.4-4.1	10.6-11.4	4.4-5.3	5.9-6.5	5.0-5.7
	山东	4-5.5	11.0-14.0	10.0-11.0	9.5-12.0	2.1-3.5	8.5-12.5	3.5-4.5	10.7-11.7	4.7-5.4	6.2-6.9	5.4-6.3
	河北	4.2-4.3	13.0-14.0	8.0-9.0	10.5-11.8	2.6-3.1	9.0-12.5	3.0-4.2	10.6-11.5	4.5-5.2	6.2-6.8	5.2-6.2
东北	辽宁	4.0-5.0	12.0-14.0	10.0-12.5	11.0-14.0	2.6-3.0	12.0-14.0	3.4-4.5	9.8-11.3	4.4-5.1	5.9-6.7	5.4-6.2
	吉林	4.5-5	11.0-13.5	9.0-10.0	11.0-13.5	2.5-2.9	12.0-14.0	3.4-4.5	9.7-11.2	4.3-5.0	5.5-6.1	5.3-6.2
	黑龙江	4-4.5	11.0-13.0	8.5-9.0	11.0-13.0	2.5-2.9	11.0-13.0	3.2-4.2	9.5-11.1	4.3-5.0	5.5-6.1	5.3-6.2
西南	四川	5-5.5	14.0-16.0	9.0-10.7	10.0-12.0	2.9-3.4	11.0-12.2	3.5-4.2	10.7-11.8	4.7-5.1	6.1-6.6	5.3-6.1
	云南					2.6-3.0	10.5-11.5	3.1-3.7	10.4-11.5	4.5-4.9	5.9-6.3	5.2-5.9
	贵州					2.8-3.0	10.7-11.6	3.3-4.0	10.6-11.7	4.7-5.0	6.0-6.4	5.3-6.0
华南	福建	2.4	11.0-13.5	11.0-12.5	10.3-12.8	3.0-3.7	10.9-12.9	3.8-4.4	10.7-11.8	4.8-5.2	6.7-7.2	5.4-6.3
	广东	1.5-2	15.0-16.5	7.0-10.0	10.5-14.0	3.3-4.0	11.2-13.3	4.0-4.6	11.0-11.7	4.8-5.1	6.4-6.8	6.2-6.6
	广西	1.5-2	14.5-16.0	10.0-11.0	10.2-12.6	3.0-3.7	11.2-13.1	3.7-4.4	10.5-11.0	4.5-4.8	6.0-6.3	6.0-6.3
华东	浙江	4.5	12.5-14.0	11.0-12.0	10.8-12.5	2.8-3.7	10.8-14.0	3.8-4.7	12.0-12.4	4.6-5.0	6.5-7.3	5.9-6.3
	江苏	4	12.5-13.0	10.0-11.0	11.0-12.8	2.5-3.6	10.0-13.8	3.7-4.6	11.0-12.1	4.8-5.6	6.3-7.0	5.5-6.4

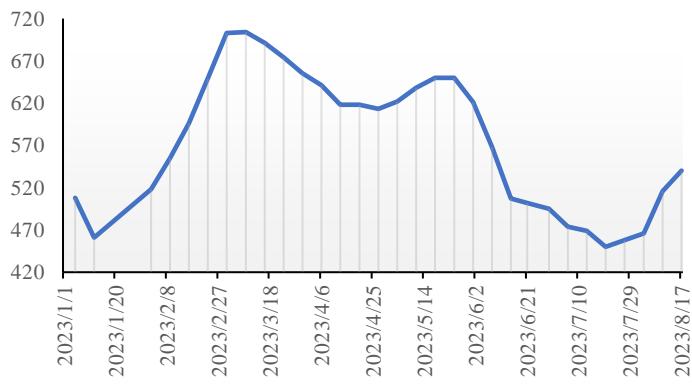
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 31 15 公斤仔猪价格走势图, 元/头



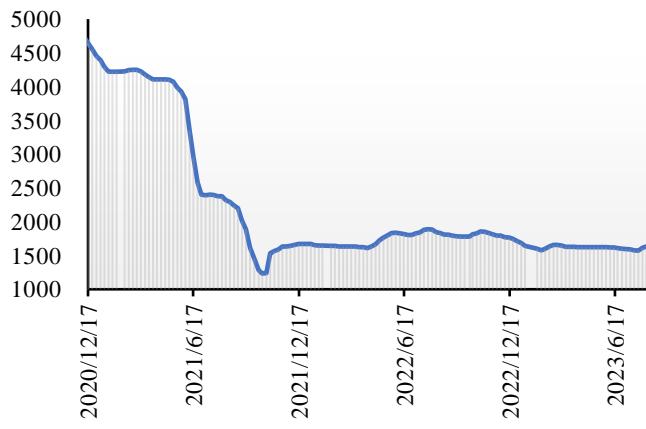
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 32 2023 年 15 公斤仔猪价格历史走势图, 元/头



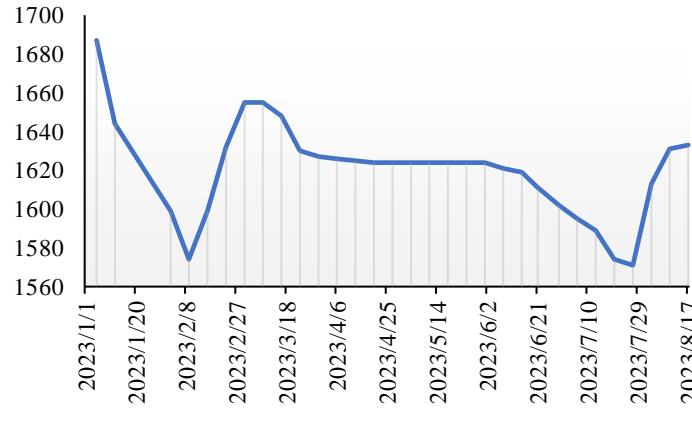
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 33 50kg 二元母猪价格走势图, 元/头



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 34 2023 年 50kg 二元母猪猪价走势图, 元/头



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

由于盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，5.5-6.0、5.0-5.5、低于 5.0 以供参考。在过去四轮下行周期，每轮周期的亏损时长与亏损深度、疫情直接相关。

① 2008 年 4 月至 2010 年 4 月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于 5.5 共 17 周；2016 年 5 月至 2018 年 5 月猪价下行，2018 年 8 月爆发非瘟，猪粮比低于 5.5 仅 7 周；

② 2011 年 9 月至 2014 年 4 月猪价下行期，未曾出现严重疫情。猪粮比 5.5-6.0 共 64 周，5.0-5.5 共 33 周，低于 5.0 仅 6 周时间，所以猪价磨底的时间很久；

③ 2021 年 1 月至 2022 年 3 月猪价下行期，疫情相对可控。猪粮比低于 5.0 的时间长达 18 周，大幅亏损导致产能迅速出清，磨底时间短。

2022 年 10 月至今，猪粮比 5.0-5.5 共 21 周，猪粮比低于 5.0 仅 7 周，本轮下行周期的产能出清时间将取决于疫情和深度亏损的时间，目前看，去化时间仍需积累。

图表 35 猪粮比对应时间列表

完整周期	下行周期	猪粮比--对应时间段			猪粮比--对应时长		
		5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0	5.5~6.0	5~5.5	低于 5
	周期						
2006/5-2010/4	2008/4-2010/4	2009/5/6-2009/6/17			6 周		

		2010/2/3-2010/2/24			3周	
			2010/3/3-2010/5/5			10周
				2010/5/12-2010/6/23		6周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1周	1周
		合计			10周	11周
		6周				
2010/4-2014/4	2011/9-2014/4	2012/4/11-2012/9/19			21周	
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1周	8周
		2013/5/12-2013/6/12			5周	
		2013/6/26-7/17			3周	
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4周	4周
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26周	10周
		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4周	11周
		合计			64周	33周
		6周				
2014/4-2018/5	2016/5-2018/5	2018/3/23	2018/3/28-2018/5/16		1周	7周
		2018/5/23-2018/6/6			2周	
		合计			3周	7周
		7周				
2018/5-2022/3	2021/1-2022/3	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1周	1周
		2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9周	3周
		2022/1/12-2022/1/26	2021/10/20	2022/2/23-2022/4/20	3周	1周
			2022/2/9-2022/2/16	2022/5/25-2022/6/22		2周
			2022/4/27-2022/5/18			5周
		合计			13周	11周
		18周				
2022/3-至今	2022/10-至今	2023/1/4-2023/1/18	2023/1/18-2023/2/1	2023/2/1-2023/2/22	2周	2周
		2023/2/22-2023/6/21	2023/2/22-2023/6/21	2023/6/28-2023/7/19		18周
		2023/8/2-2023/8/11	2023/7/26		2周	1周
		合计			4周	21周
7周						

资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至 2023 年 8 月 11 日）

3 深耕饲料产业，核心细分领域优势明显

饲料业务是公司的传统主业，产品覆盖全系猪用饲料的产研销，为公司持续提供较为稳定的现金流。公司产品按猪的生长阶段可分为教槽料、乳猪料、小猪料、中猪料、大猪料和种猪料。其中，教槽料、乳猪料和种猪料为核心产品，特别是“成农”牌乳猪教槽料是公司的拳头产品，凭借“好养、好吃、好快”的三好特点在行业内取得良好口碑，市场竞争优势明显。

图表 36 公司成农牌猪饲料产品覆盖不同生长阶段



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司饲料业务采取母公司统一管理，子公司分散生产经营的经营模式，职能部门负责向各分子公司提供生产、采购、品控、财务、信息等专业支持，子公司在当地直接负责生产销售。目前公司饲料生产基地主要分布在东北（黑龙江、吉林和辽宁）、华中（河南、湖北、湖南）、华东（安徽、福建、浙江）及华南（广东）等12个省市，2022年公司饲料产能183万吨，产量79.53万吨，产能利用率仍有较大提升空间。

图表 37 公司饲料产能分布



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 38 公司拳头产品教槽料



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 39 公司饲料产能、产量及产能利用率变化，万吨/年、%

项目	2019	2020	2021	2022	2023Q1
产能 (万吨/年)	184	175	183	183	183
产量 (万吨/年)	59.6	62.94	94.6	79.53	21.94

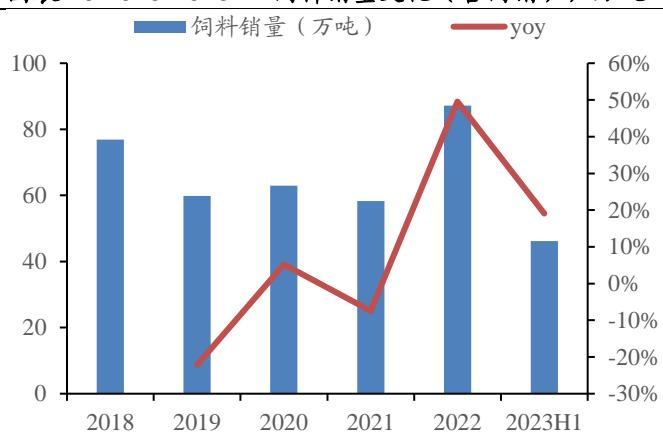
产能利用率	32.39%	35.97%	51.69%	43.46%	47.96%
-------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：金新农主体与相关债项跟踪评级报告，华安证券研究所

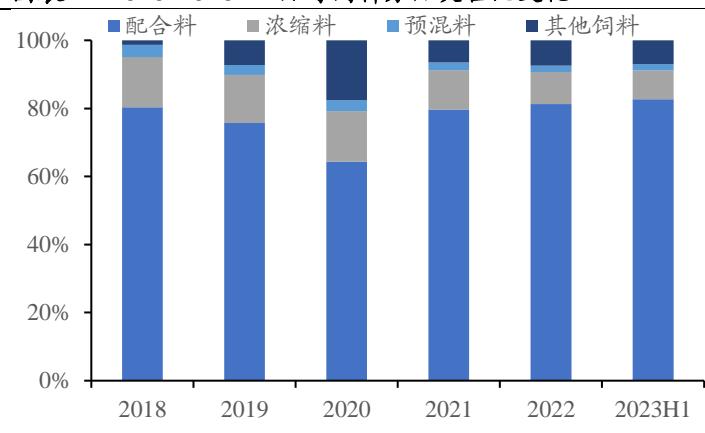
2022 年，公司饲料销量 87.16 万吨，同比下滑 14.9%，其中，饲料外销量 58.28 万吨，同比小幅下降。分产品看，公司外销饲料以配合料为主，教槽料、母猪料等高端饲料产品占比相对较高，2022 年公司猪用配合料实现收入 18.71 亿元，占饲料业务营收比重 81.2%，预混料、浓缩料占比分别为 15.2% 和 5.4%。

依据对行情的判断，坚持低风险高速发展的方针发展饲料业务。针对公司以直销为主的销售模式，公司一方面不断加强饲料团队，持续引进营销人员，对局部空白市场与重点市场多渠道营销，开发渠道客户、家庭农场客户、战略代工客户等新客户；另一方面，公司在产品端针对低猪价推出新产品，多样化满足市场需求。2023H1，公司饲料销量 46.21 万吨，其中外销饲料 32.27 万吨，同比增长 22.6%，主要系公司加强饲料营销团队建设，开发新客户所致。分产品看，猪用配合料产品实现收入 10.57 亿元，同比提升 27.2%，预混料和浓缩料产品收入分别为 0.24 亿元和 1.08 亿元，同比分别提升 47.1% 和 23.4%。

图表 40 2018-2023H1 饲料销量变化（含内销），万吨



图表 41 2019-2023H1 公司饲料分品类占比变化

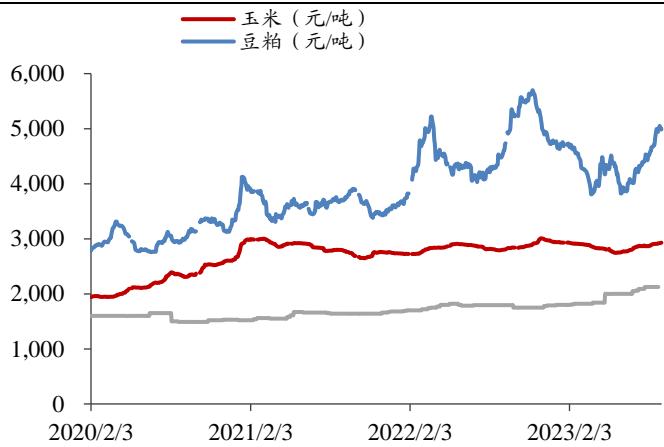


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：金新农主体与相关债项跟踪评级报告，华安证券研究所

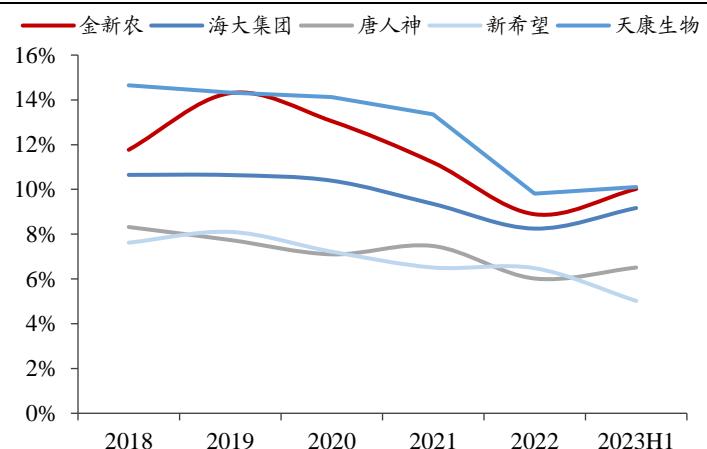
积极应对原材料价格上涨，优化饲料成本。公司饲料加工业务原材料主要为玉米、豆粕、鱼粉以及氨基酸等添加剂。受大宗原材料价格上涨影响，公司玉米、豆粕采购价格持续高位，为应对原材料成本上涨压力，公司一方面加强地方原料的集中采购，并采用部分原料替代配方；另一方面通过强化产品售价与原料价格联动机制，并利用套期保值工具转嫁部分原材料价格上涨风险。2023H1，公司饲料加工业务毛利率达 10.0%，同比提升 1.08 个百分点，在可比上市公司中处于较高水平。

图表 42 2020 年至今玉米、豆粕、鱼粉价格变化



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 43 2018-2023H1 行业可比公司饲料业务毛利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 44 2019-2023Q1 公司主要原材料采购情况

原料	项目	2020	2021	2022	2023Q1
玉米	采购量 (万吨)	42.54	43.38	41.76	13.77
	采购均价 (元/吨)	2075	2581	2798	2869
	采购金额 (万元)	88264	111973	116851	39506
豆粕	采购量 (万吨)	13.00	15.19	12.18	2.90
	采购均价 (元/吨)	3098	3670	4589	4555
	采购金额 (万元)	40283	55756	55874	13229

资料来源：金新农主体与相关债项跟踪评级报告，华安证券研究所

重视研发创新，打造优质饲料产品。作为中国教槽料早期开创者之一，公司设立了金新农中心研究院，在饲料研发技术端，依托深圳市仔猪营养工程技术中心、广东省生猪营养调控与育种改良工程技术研究中心等相关平台，聚焦核心产品技术研发，采用发酵活性物质为主的无抗组合创新技术，逐渐形成了精准营养、抗病营养、微生态营养三位一体饲料营养体系，为客户提供高效的高效无抗饲料综合解决方案获得市场广泛认可。2022 年公司研发费用投入达 0.52 亿元，研发人员数量增长 7.7%，为研发创新体系持续完善提供了坚实基础。

图表 45 公司主要研发投入项目

项目名称	项目目的	进展	拟达到的目标
防治哺乳仔猪腹泻的发酵无抗母猪饲料及其制备方法	拟通过采取“肠道菌群健康为靶标，微生物组技术为核心的无抗生素养殖”理论，筛选活性原料和功能性饲料添加剂，包括复合益生菌，植物提取物等活性成分，保护动物肠道健康，提高机体免疫力，形成肠道菌群健康-肠道健康-机体健康核心技术原理，构建“生物饲料-无抗饲料-无抗养殖-无抗猪肉”技术理论体系，将肠道菌群健康理论，无抗关键技术，生物发酵技术，疾病防控技术，无抗养殖技术等融合到产品整体规划和技术创新中，达到无抗养殖的目的。	已完成	1、本项目通过对大量无抗生猪试验研究，通过品控，生产运营中心协助和第三方检测平台检测认证，成功的生产出无抗猪肉，摸索出无抗猪肉最适养殖技术方案，实现我公司无抗养殖技术从无到有，从有到专的转换，提升我公司无抗养殖技术的可执行度； 2、将积极申请相关知识产权来进行保护研发成果； 3、将研发成果进行大规模的应用和推广。
育肥猪低磷日粮的配方和工艺的研发	为保证大猪长速和瘦肉率前提下，减少豆粕的使用，研究出豌豆代替豆粕在生长肥育猪中使用的最适宜比例。	已完成	1、本项目预计通过对豌豆性质的研究，筛选出了适合用于大猪料的优豌豆最佳使用比例，研制开发出在不影响大

			猪长速基础上兼顾改善大猪体型的应用最适添加比例的豌豆和的新型育肥强化大猪料产品; 2、将积极申请相关知识产权来进行保护研发成果; 3、将研发成果进行大规模的应用和推广。
仔猪保健的饲料添加剂组合物的制备工艺的研发	研究饲料酸化剂的生产、制备以及混料的方法，从而提高产品自产率和降低成本。	已完成	1、本项目预计改进饲料中酸化剂的使用含量与类别，需选出符合在饲料中添加的某种酸化剂或酸化剂组合; 2、将积极申请相关知识产权来进行保护研发成果; 3、将研发成果进行大规模的应用和推广。
仔猪保健的饲料添加剂组合物的制备工艺的研发	研究饲料酸化剂的生产、制备以及混料的方法，从而提高产品自产率和降低成本。	已完成	1、本项目预计改进饲料中酸化剂的使用含量与类别，需选出符合在饲料中添加的某种酸化剂或酸化剂组合; 2、将积极申请相关知识产权来进行保护研发成果; 3、将研发成果进行大规模的应用和推广。
仔猪保育后期料及其制备方法	本项目研发了一种仔猪保育后期饲料配方及其制备方法，期望通过饲料原料的选用组合以及制备工艺上的创新，既切实解决仔猪保育后期营养问题，实现仔猪后期正常生长问题，同时也通过配方的优化提高仔猪保育后期的抗病免疫力，使养猪户养猪赚钱更轻松。	已完成	1.本项目通过试验料科学设计配方，选用优质原料(鱼粉和脂肪粉)，改进生产工艺，大大提高原料的消化率和产品的营养指标。有效提高保育后期仔猪采食量及生长速度，仔猪腹泻大大减少； 2.项目产品使用效果明显，仔猪腹泻少，饲料利用率高，仔猪生长速度快，能很好解决保育仔猪后期营养应激； 3.本项目在生产过程中实现减少交叉污染和环境污染，实现高度自动化控制，并通过提高饲料转化率来降低能耗。整个系统工艺在提升保育后期料品质的同时，保障食品安全，实现高度自动化同时维护环保，降低能耗。
杂粮杂粕型日粮在生长育肥猪饲料中的研究与应用	本项目拟通过使用高粱、大麦等杂粮部分替代玉米，使用花生粕、棕榈粕、菜籽粕等杂粕部分替代豆粕、鱼粉。分别将高粱、大麦这些杂粮杂粕按从低到高的梯度设置不同的替代比例在育肥猪上开展替代试验，最终根据试验结果评估这些杂粮杂粕的使用价值以及替代比例。目前杂粮杂粕的应用还相对较少，价格有优势，因此杂粮杂粕的研究使用具有前瞻性。	已完成	1、本项目通过添加相应的酶制剂消除杂粮杂粕中单宁、植酸、非淀粉多糖等抗营养因子的影响，将杂粮杂粕从低到高的梯度设置不同的替代比例在育肥猪上开展替代试验，最终将获得高粱、菜籽粕、棕榈粕最佳替代比例方案各1套； 2、本项目将产出新产品应用于育肥猪阶段，预计促进育肥猪生长速度提高3%-6%，腹泻率降低4%-8%，降低饲料成本20-40元/吨。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 稳健规划养殖产能，多途径优化成本穿越周期

4.1 生猪业务稳健发展，合理规划资本开支

生猪养殖是公司的核心业务，公司以武汉天种畜牧有限责任公司（简称武汉天种）为经营主体，对外销售种猪（纯种猪、二元母猪、种公猪）、仔猪及商品猪。公司在养殖方面坚持高质量稳健经营，目前拥有“天种”、“一春”两家国家级核心育种场和种猪品牌，布局北方、华中、华东以及华南四大养殖区域，在东北产区及广东、福建销区形成了局部区域一体化养殖模式。

图表 46 公司部分养殖项目基地产能介绍

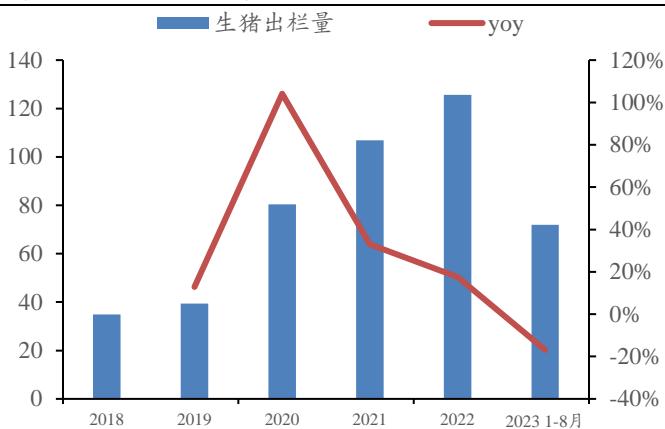
养殖区域	养殖项目	产能规划
北方区	铁力金新农生猪养殖一期	年出栏 41 万头商品猪及配套年产 24 万吨饲料厂
华中区	朝歌天种	公司存栏生产母猪 1100 多头，主要产品为“天种牌”长大二元种猪，年出栏种猪 10000+
	会龙山核心场	年出栏 6 万头优质原种猪，基础母猪群 3000 头，其中，杜洛克 600 头、大约克 2100 头、长大白 300 头
	漯河天种	公司存栏生产母猪 1500 头，主要产品为“天种牌”长大二元种猪，年出栏种猪 1000 头。可实现年出栏牲猪 6 万头
	雨台山种猪养殖小区	总建筑面积 1.4 万平方米，年出栏牲猪 1 万头
华东区	福建天种森辉	存栏生产母猪 4000 头，主要产品为“天种牌”长大二元种猪，年出栏种猪 3.5 万头
	江西天种	公司存栏生产母猪 1500 多头，主要产品为“天种牌”长大二元种猪，年出栏种猪 12000+
	江西定南县金新农项目（在建）	项目 2020 年 12 月 18 日开工，建成后可达到年出栏生猪 20 万头
华南区	广州增城区生猪养殖现代农业产业园项目（在建）	新建存栏基础母猪 1.3 万头母猪楼房（11 层高）猪场、存栏 15 万头保育育肥楼房（8 层高）猪场，建成后年出栏 30 万头商品猪
	韶关曲江项目（在建）	建设设计猪舍 9 栋，4 栋层高 2 层、5 栋层高一层。项目建成后年出栏仔猪 25 万头、商品猪 3 万头
	韶关武江优百特	项目总占地面积为 79 亩，年存栏 5 万头肉猪养殖

资料来源：公司官网，华安证券研究所

2022 年，公司拥有生猪产能 213.11 万头/年，实现生猪出栏量 125.64 万头，同比增长 17.5%，其中，商品猪销量 65.93 万头，仔猪销量 52.06 万头，种猪销量 7.65 万头，占总销量的比重分别为 52.5%、41.4% 和 6.1%。截至 2023 年 8 月，公司累计销售生猪 71.87 万头，同比下降 16.9%，其中，商品猪销量 36.52 万头，仔猪销量 33.95 万头，种猪销量 1.4 万头，占总销量的比重分别为 50.8%、47.2% 和 2.0%，仔猪销售占比提升主要是 23 年上半年仔猪价格高位，公司调整销售结构所致，种猪产品销量承压主要是上半年生猪价格持续低迷，养殖户补栏积极性较弱所致。

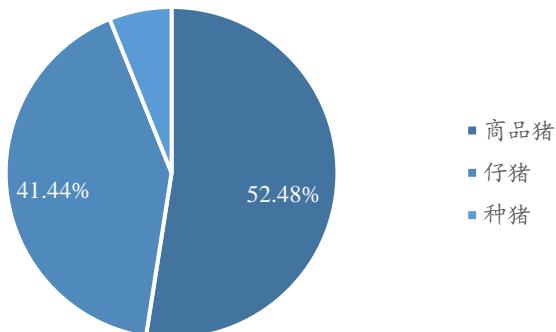
2023 年公司计划出栏量在 130-140 万头，并将根据市场行情变化进行合理的出栏调整。目前能繁母猪存栏量约 7 万头（含 0.9 万头后备），母猪栏位最高可实现母猪存栏 10 万头，未来公司将以成本为先，维持高质量稳健经营策略，短期内不考虑大规模扩张产能，控制能繁母猪存栏量不超 8 万头，根据公司规划和生猪价格变动情况，我们预计 2023 年公司生猪出栏量约 130 万头。

图表 47 2018-2023 年 1-8 月公司出栏量, 万头



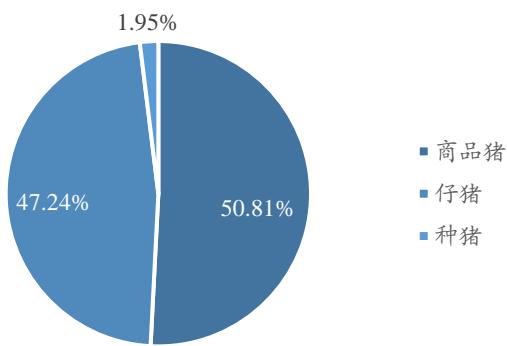
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 2022 年公司生猪出栏结构, %



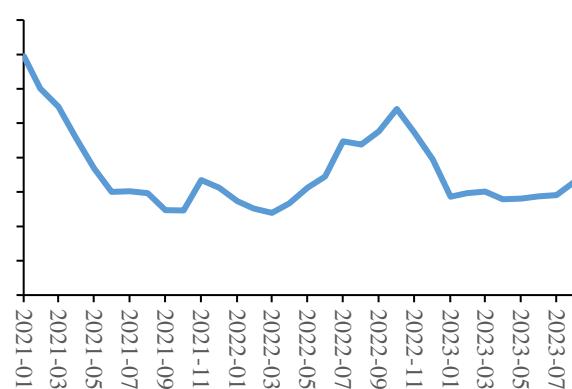
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 2023 年 1-8 月公司生猪出栏结构, %



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 50 2021-2023.8 公司商品猪月销售均价, 元/公斤

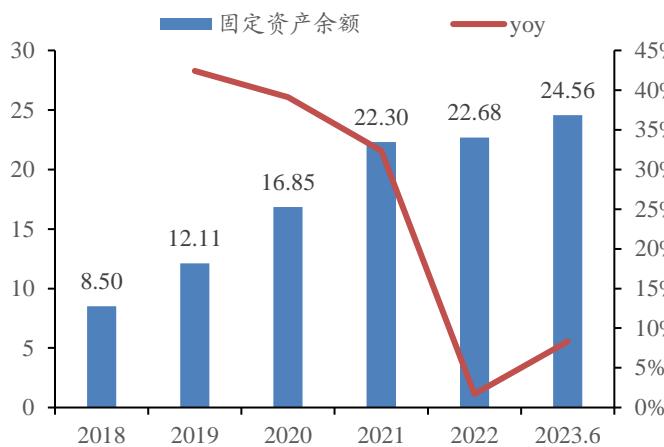


资料来源：公司生猪销售简报，华安证券研究所

固定资产及在建工程方面，2023 年 6 月末，公司固定资产余额 24.56 亿元，较 2022 年末下降 8.3%，在建工程余额 10.88 亿元，较 2022 年末下降 16.1%。2023H1，公司资本开支 1.46 亿元，同比下降 22.9%，生产性生物资产 1.52 亿元，同比下降 15.4%。

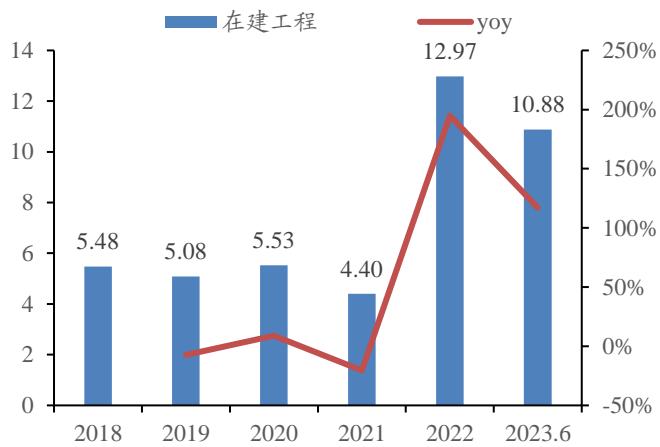
面对当前行业产能过剩且生猪价格持续低迷的情况，公司合理规划未来资本开支，放缓了除募投项目外的部分固定资产投资，目前公司主要在建工程为广州增城区生猪养殖、广东天种生猪标准化养殖项目（一期）及部分生产基地改建项目，其中，增城项目是公司在华南地区的核心战略基地，总投资约 13 亿元，新建存栏基础母猪 1.3 万头母猪楼房猪场、存栏 15 万头保育育肥楼房猪场，建成后年出栏商品猪约 30 万头。

图表 51 2018-2023.6 公司固定资产余额, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 52 2018-2023.6 公司在建工程余额, 亿元



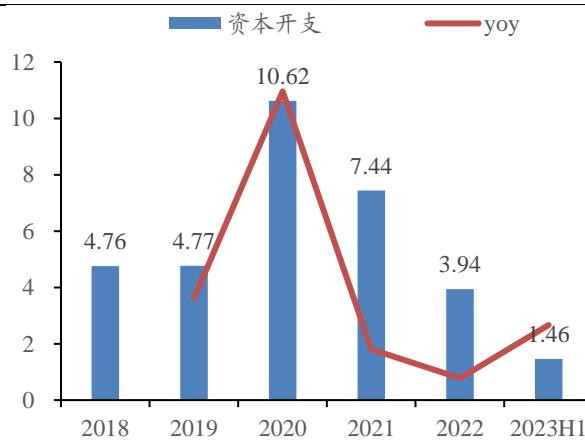
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 53 2023.6 公司部分重要在建生猪养殖项目情况, 亿元

项目名称	计划总投资	工程累计投入占预算比例	工程进度
广州增城区生猪养殖现代农业生产园项目	13.0	81.99%	95%
广东天种生猪标准化养殖项目(一期)	4.0	38.10%	50%
伊春松风食品场区建设项目	1.5	32.93%	40%
南平金新农生态养殖小区项目	2.8	59.15%	98%
漳州市一春生态养殖基地项目	1.5	89.03%	99%
定南天种猪场建设项目	2.5	2.05%	3%
福建一春养殖小区仔猪供应基地项目	1.5	103.13%	99%
铁力金新农 2023 年生猪改建工程	1.38	32.94%	35%

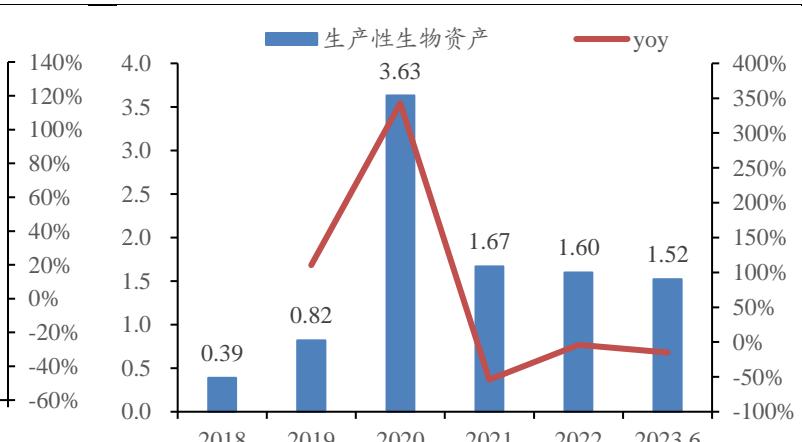
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 54 2018-2023H1 公司资本开支情况, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 55 2018-2023.6 公司生产性生物资产情况, 亿元

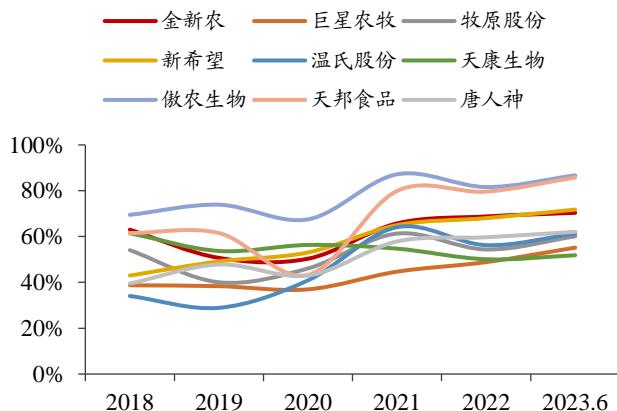


资料来源: wind, 华安证券研究所

2023 年二季度末, 公司资产负债率达 70.4%, 速动比率 0.43, 资金储备以及偿债能力在同业可比上市公司中处于中游水平; 现金流管理方面, 2023Q2 公司经营活动净现金流为 1.89 亿, 环比转正, 在饲料业务持续产出较为稳定的现金流的同

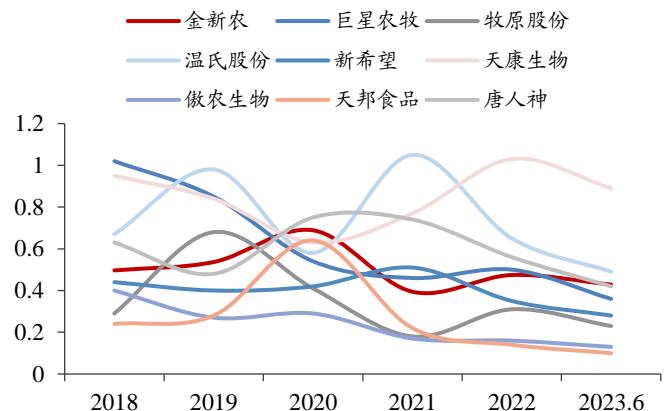
时，公司持续通过成本控制以及销售结构调整减少养殖亏损。

图表 56 2018-2023.6 可比公司资产负债率情况



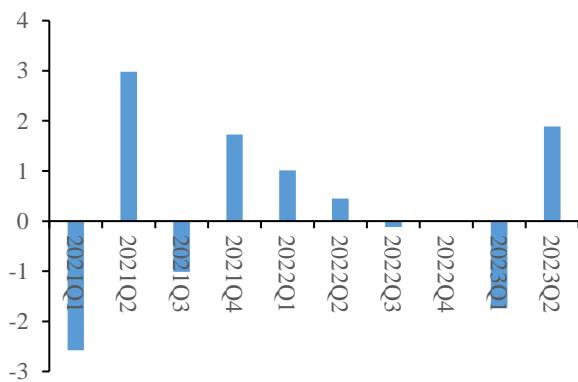
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 57 2020-2023.6 可比公司速动比率



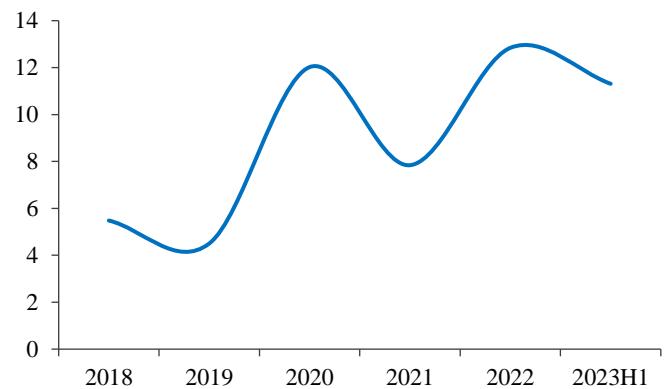
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 58 21-23H1 分季度经营活动现金流量净额，亿元



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 59 2018-2023H1 公司货币资金情况，亿元

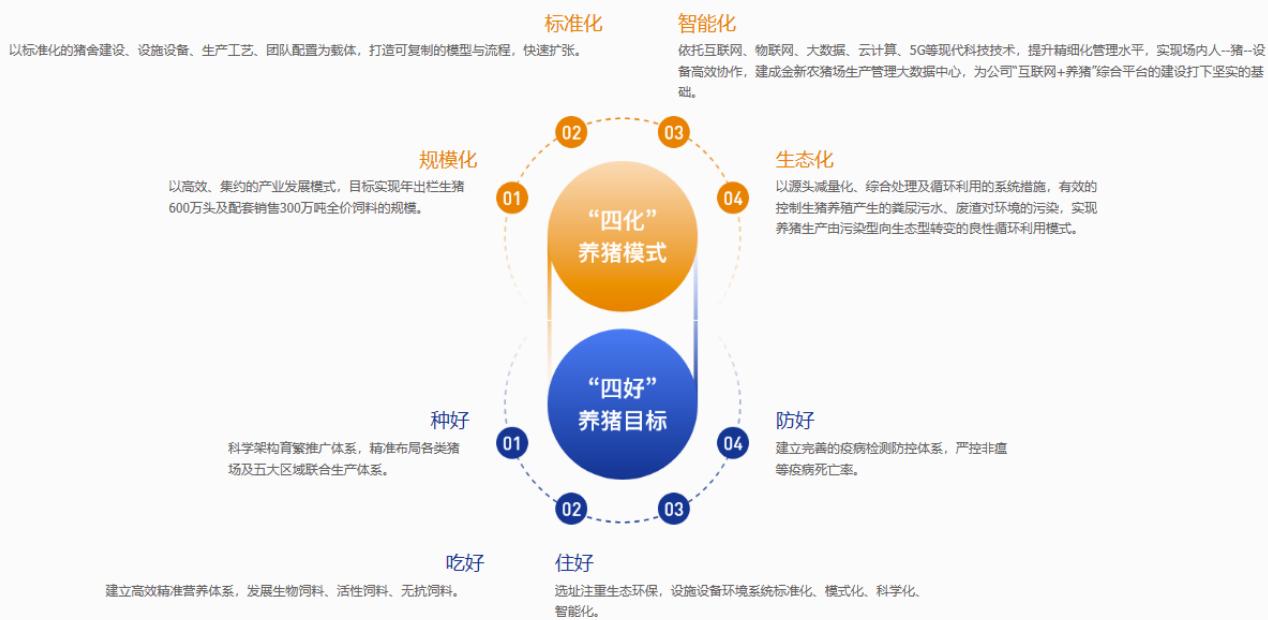


资料来源：wind, 华安证券研究所

4.2 成本为先，全力推进养殖成本优化

公司采用“自繁自养”为主，合作养殖为辅的生猪养殖模式，坚持“四化”养殖模式+“四好”养殖目标，2022 年公司自繁自养业务占比达 85%，同比提升 7 个百分点。在自繁自养模式下，公司建立了核心群、扩繁群、生产群三级金字塔式较为完善的良种猪繁育体系，实现自建猪场、引种、配种、分娩、哺乳、育肥和出栏的全阶段生猪饲养标准化生产管理，通过自繁自养一体化养殖模式，公司一方面能够根据养殖品种、生产流程以及猪只生产情况，有针对性地调整营养方案，提高猪只生长效率；另一方面，封闭式管理和闭群生产有助于减少猪只转运及饲料运输环节，降低与其他猪场疫病发生交叉感染的可能性。

图表 60 公司坚持“四化”模式+“四好”目标



资料来源：公司官网，华安证券研究所

育种技术悠久，品牌种猪性能优异。公司拥有两家国家级核心种猪场，“天种”牌种猪适应性强、成活率高，累计18年在农业部种猪质量监督检验测试中心（武汉）种猪性能评比中荣获第一名，“一春”牌种猪产仔数高、健康程度高，具有蓝耳、伪狂“双阴”的特征。种猪优良性能有助于公司养殖成本降低，推动养殖指标优化。

图表 61 公司种猪性能优异



资料来源：公司官网，华安证券研究所

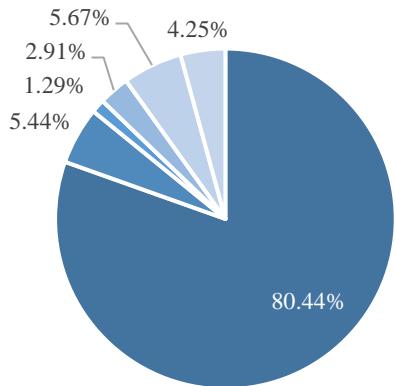
开展专项行动，养殖成本改善明显。2023年以来，公司通过重点开展“降料肉比行动”和“清蓝行动”持续推动降本增效。

降料肉比行动方面，公司主要措施包括：1、加强中大猪料研发，根据饲喂站跟踪数据及时调整。2、根据各场线实际情况开展料线小改造，推进A/B料精准饲

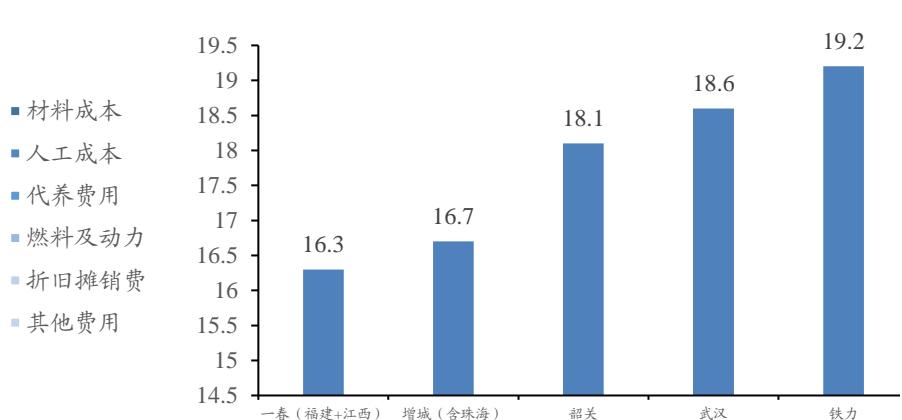
喂技术。3、严格全进全出，避免混群，选留优质种猪，及时淘汰无价值猪。4、实现生产与销售协同，实行猪只超重预警，控制猪只销售体重。通过多途径全方位发力，2023年二季度末公司商品猪料肉比已降至2.8左右。清蓝行动方面，针对蓝耳疫病多发区域，公司制定了严格的防控方案，仔猪监测合格方可入群，同时对部分猪场进行更新改造，巩固现有成果，杜绝反复。

根据公司披露信息，2023年7月公司商品猪销售成本降至16.93元/公斤，对比2022年平均销售成本18.4元/公斤优化成果显著，公司计划年末销售成本降至16元以下。

图表 62 2022 年公司养殖成本构成



图表 63 2023.7 部分猪场商品猪销售成本，元/公斤



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 盈利预测、估值及投资评级

5.1 盈利预测

(1) 饲料业务

公司聚焦饲料业务，坚持低风险高速发展战略，通过聚焦局部空白市场与重点市场持续开发新客户，提高饲料业务销售规模，我们预计，2023-2025年公司饲料业务实现收入28.3/34.0/40.8亿元，同比增长23%/20%/20%。

(2) 生猪养殖业务

生猪养殖是公司发展核心业务，面对行业产能长期过剩与猪价低迷局面，公司坚持高质量稳健经营战略，在全面推进养殖成本优化的基础上稳健释放产能。我们预计，2023-2025年公司生猪出栏量分别为130/180/250万头，商品猪销售均价分别为15.7/19.0/18.1元/公斤，预计2023-2025年公司生猪养殖业务实现收入16.8/29.9/42.4亿元，同比分别增长12.6%/77.9%/41.6%。

图表 64 公司收入成本预测表，百万元、%

合计	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,801	2,400	4,069	4,867	3,974	4,701	6,584	8,512
yoY	-8.5%	-14.3%	69.6%	19.6%	-18.3%	18.3%	40.1%	29.3%

营业成本（百万元）	2,388	1,839	2,917	4,275	3,586	4,519	5,711	7,358
毛利率	14.7%	23.4%	28.3%	12.2%	9.8%	3.9%	13.3%	13.6%
毛利（百万元）	413	561	1,152	592	388	182	874	1,154
yoy	-26.9%	35.8%	105.5%	-48.6%	-34.5%	-53.0%	379.2%	32.1%
饲料	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	2,178	1,390	1,561	2,317	2,303	2,833	3,400	4,080
yoy	-1.0%	-36.2%	12.3%	48.4%	-0.6%	23.0%	20.0%	20.0%
成本	1,922	1,191	1,358	2,058	2,099	2,560	3,047	3,656
毛利率	11.8%	14.3%	13.0%	11.2%	8.9%	9.6%	10.4%	10.4%
毛利	256	199	204	259	205	273	353	424
生猪养殖	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	348	727	2,170	2,030	1,493	1,682	2,993	4,236
yoy	-37.2%	109.0%	198.6%	-6.5%	-26.4%	12.6%	77.9%	41.6%
商品猪收入	194	509	1,127	1,312	1,064	1,449	2,646	3,649
仔猪收入	56	65	497	294	280	192	300	413
种猪收入	97	154	546	424	149	41	47	175
成本	320	512	1,347	1,847	1,344	1,778	2,478	3,512
毛利率	8.0%	29.5%	37.9%	9.0%	10.0%	-5.7%	17.2%	17.1%
毛利	28	214	823	183	149	-96	515	724

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

5.2 投资建议

金新农聚焦生猪养殖产业链，饲料业务坚持低风险高速发展策略，养殖业务坚持高质量稳健经营战略，在全面推进养殖成本优化的基础上稳健释放产能，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 47.01 亿元、65.84 亿元、85.12 亿元，同比增长 18.3%、40.1%、29.3%，对应归母净利润-1.44 亿元、2.83 亿元、3.97 亿元，对应 EPS 分别为-0.18 元、0.35 元、0.49 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

畜禽产品价格波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2373	2843	4098	4973	营业收入	3974	4701	6584	8512
现金	1284	1615	2369	3111	营业成本	3586	4519	5711	7358
应收账款	67	128	130	201	营业税金及附加	10	11	16	21
其他应收款	199	140	189	142	销售费用	49	61	84	110
预付账款	43	49	57	59	管理费用	228	259	349	451
存货	738	894	1327	1432	财务费用	108	2	36	38
其他流动资产	42	17	26	27	资产减值损失	-70	-33	11	24
非流动资产	4605	4558	4551	4628	公允价值变动收益	15	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	92	94	33	43
固定资产	2268	2253	2251	2236	营业利润	-17	-163	321	455
无形资产	131	91	81	70	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	2202	2210	2216	2318	营业外支出	18	0	0	0
资产总计	6978	7401	8649	9601	利润总额	-24	-163	321	455
流动负债	3447	3829	4612	5123	所得税	-9	-3	6	14
短期借款	1297	1597	1903	2205	净利润	-15	-160	315	442
应付账款	398	405	547	557	少数股东损益	-35	-16	31	44
其他流动负债	1752	1827	2163	2360	归属母公司净利润	20	-144	283	397
非流动负债	1350	1550	1700	1700	EBITDA	323	-19	557	688
长期借款	760	960	1110	1110	EPS (元)	0.03	-0.18	0.35	0.49
其他非流动负债	590	590	590	590					
负债合计	4797	5379	6312	6823					
少数股东权益	51	35	67	111					
股本	806	806	806	806					
资本公积	1973	1973	1973	1973					
留存收益	-649	-793	-509	-112					
归属母公司股东权	2131	1987	2270	2668					
负债和股东权益	6978	7401	8649	9601					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	133	-59	544	772	成长能力				
净利润	-15	-160	315	442	营业收入	-18.4%	18.3%	40.1%	29.3%
折旧摊销	299	160	178	175	营业利润	98.0%	-867.2%	297.2%	41.7%
财务费用	121	14	53	62	归属于母公司净利	102.0%	-823.9%	297.2%	40.3%
投资损失	-92	-94	-33	-43	获利能力				
营运资金变动	-247	-56	-23	74	毛利率 (%)	9.8%	3.9%	13.3%	13.6%
其他经营现金流	299	-28	393	429	净利率 (%)	0.5%	-3.1%	4.3%	4.7%
投资活动现金流	125	-95	-193	-271	ROE (%)	0.9%	-7.2%	12.5%	14.9%
资本支出	-248	-182	-220	-307	ROIC (%)	0.3%	-3.1%	5.8%	6.9%
长期投资	342	-7	-6	-6	偿债能力				
其他投资现金流	31	94	33	43	资产负债率 (%)	68.7%	72.7%	73.0%	71.1%
筹资活动现金流	145	486	403	241	净负债比率 (%)	219.9%	266.0%	270.1%	245.6%
短期借款	311	300	305	303	流动比率	0.69	0.74	0.89	0.97
长期借款	-416	200	150	0	速动比率	0.46	0.50	0.59	0.68
普通股增加	115	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	157	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.65	0.82	0.93
其他筹资现金流	-22	-14	-53	-62	应收账款周转率	54.43	48.14	51.09	51.43
现金净增加额	402	331	753	742	应付账款周转率	8.33	11.25	12.00	13.33
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.03	-0.18	0.35	0.49
					每股经营现金流	0.16	-0.07	0.67	0.96
					每股净资产	2.64	2.46	2.82	3.31
					估值比率				
					P/E	200.33	—	19.21	13.69
					P/B	2.27	2.74	2.40	2.04
					EV/EBITDA	20.70	-386.56	12.82	9.76

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。

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述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。