

新五丰 (600975.SH)

买入

2023年三季报点评：第三季度归母净利亏损1.35亿元，生猪出栏稳健增长

核心观点

公司2023Q3归母净利亏损1.35亿元，受益猪价回暖环比减亏。公司2023前三季度整体业绩承压，2023Q1-Q3实现营业收入38.74亿元，较上年同期减少19.82%，实现归母净利润-7.49亿元，较上年同期减少464.24%，其中资产减值损失达1.14亿元。单三季度看，2023Q3公司实现营收13.59亿元，同比减少21.88%，归母净利亏损1.35亿元，同比减少250.88%，环比减亏，其中资产减值损失0.19亿元。从细分业务销量表现来看，2023Q3公司实现生猪出栏数79.6万头，同比增长22%，屠宰肉品14610.5吨，同比增长3%，各细分业务保持稳健增长。

完成天心种业收购后夯实养殖实力，国企改革焕发活力。公司实控人为湖南省国资委，业务覆盖饲料、原料贸易、养殖、冷鲜肉品加工等生猪全产业链，公司于2022年收购天心种业100%股权等资产，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，其中包括基础猪群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”。预计公司23-25年归母净利-8.65/-3.96/20.22亿元（原预计为-7.06/15.15/13.65亿元），对应EPS为-0.80/-0.37/1.87元，对应当前股价PE为-13/-28/5 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	6,249	9,439	12,890
(+/-%)	-26.5%	146.3%	26.7%	51.1%	36.6%
净利润(百万元)	-280	-76	-865	-396	2022
(+/-%)	-199.1%	-72.9%	-1038.0%	54.2%	609.9%
每股收益(元)	-0.35	-0.07	-0.80	-0.37	1.87
EBIT Margin	-6.4%	2.2%	-8.9%	-2.9%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	-13.2%	-2.8%	-47.6%	-27.9%	62.9%
市盈率 (PE)	-29.0	-142.9	-12.6	-27.5	5.4
EV/EBITDA	-1730.8	46.6	-52.2	-286.3	9.0
市净率 (PB)	3.82	4.05	6.00	7.67	3.39

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	10.16元
总市值/流通市值	12815/6631百万元
52周最高价/最低价	13.45/6.74元
近3个月日均成交额	174.67百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

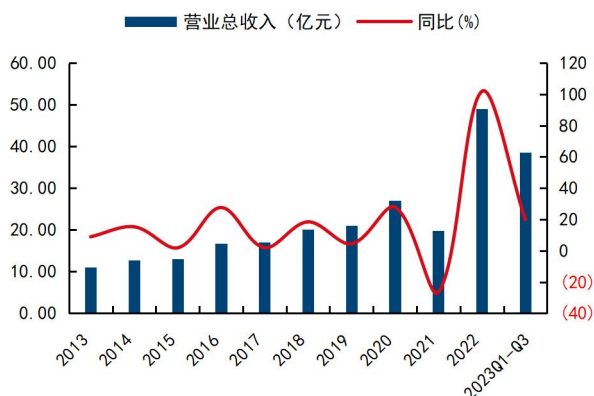
相关研究报告

《新五丰(600975.SH)-2023半年报业绩预告点评：2023Q2归母净利亏损预计3.74-5.74亿元，生猪出栏有望保持稳健扩张》——2023-07-18

《新五丰(600975.SH)-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》——2023-04-26

公司 2023Q3 归母净利亏损 1.35 亿元，受益猪价回暖环比减亏。公司 2023 前三季度整体业绩承压，2023Q1-Q3 实现营业收入 38.74 亿元，较上年同期减少 19.82%，实现归母净利润-7.49 亿元，较上年同期减少 464.24%，其中资产减值损失达 1.14 亿元。单三季度看，2023Q3 公司实现营收 13.59 亿元，同比减少 21.88%，归母净利润亏损 1.35 亿元，同比减少 250.88%，环比减亏，其中资产减值损失 0.19 亿元。从细分业务销量表现来看，2023Q3 公司实现生猪出栏数 79.6 万头，同比增长 22%，屠宰肉品 14610.5 吨，同比增长 3%，各细分业务保持稳健增长。

图1：新五丰营业收入及增速（单位：亿元、%）



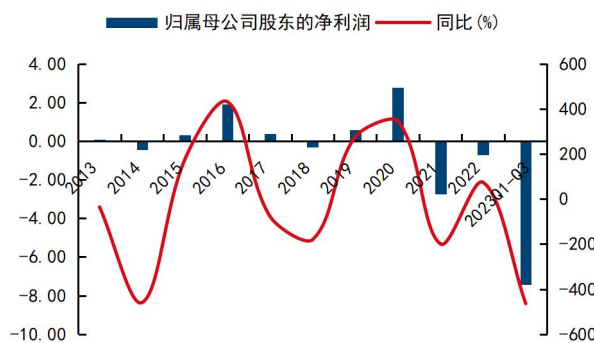
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新五丰单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



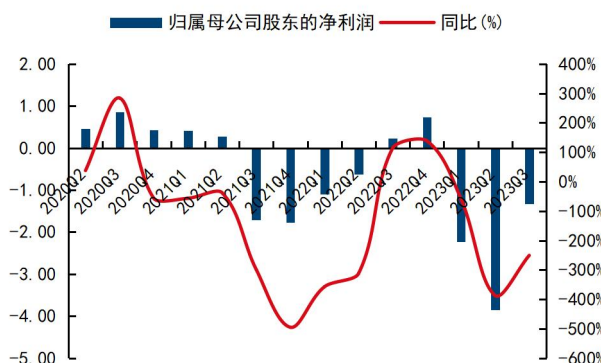
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

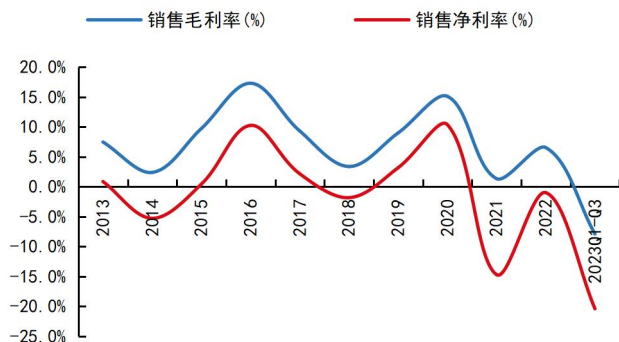
图4：新五丰单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

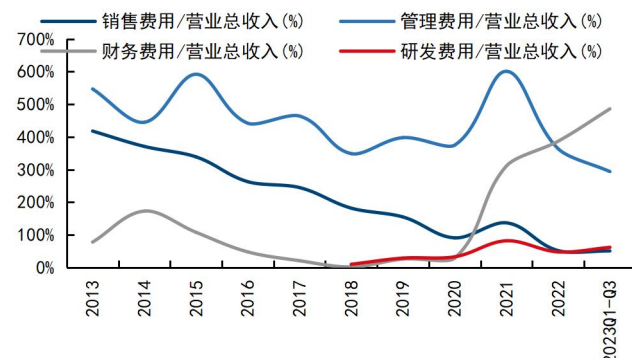
毛利率明显改善，费用率整体下降。2023Q1-Q3 销售毛利率达-7.89%，同比减少 3.40pct；销售净利率-20.41%，同比减少 14.66pct；整体费用率有所上升，销售费用率 0.51%（同比-0.10pct），管理费用率 2.94%（同比+0.35pct），财务费用率 4.86%（同比+1.27pct）。其中，公司财务费用增加明显主要系 2023 年公司租赁业务增加，未确认融资费用增加；同时，报告期增加银行借款，支付的利息费用增加。

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

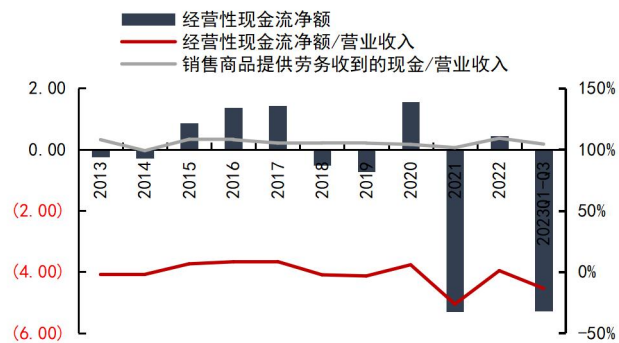
图6: 新五丰费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

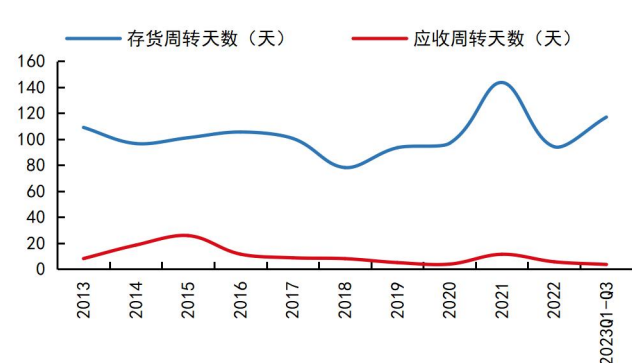
经营性现金流回暖，应收及存货周转天数下降。2023Q1-Q3 公司经营性现金流净额达-5.28 亿元（同比-402%），经营性现金流净额占营业收入比例为-13.64%（同比-299%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 104.38%（同比+1%），现金流状况由于猪价整体低迷有所承压。在主要流动资产周转方面，2023Q1-Q3 公司应收周转天数达 3.56 天（同比-75%），存货周转天数达 116.94 天（同比-14%），周转效率明显提升。

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2023-2025年归母净利-8.65/-3.96/20.22亿元(原预计为-7.06/15.15/13.65亿元)，对应EPS为-0.80/-0.37/1.87元，对应当前股价PE为-12/-28/5X。

公司的盈利预测调整主要来源于对未来猪价预期有所调整，具体来看基于以下假设条件：

生猪养殖业务：公司收购天心种业后，养殖基础进一步夯实，出栏短期增速较快，预计 2023-2025 年将分别实现生猪出栏量 300 万头、500 万头和 600 万头。成本方面，随养殖产能利用率提升及饲料成本下降，预计养殖成本将保持下降趋势。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2023-2025 年公司每公斤内销商品猪销售价格 16.0 元、17.0 元、22.0 元的预期。最终我们预计 2023-2025 年公司生猪养殖业务的收入分别为 37.8/67.3/99.4 亿元，毛利率分别为 -8.7%/0.9%/25.3%。

屠宰冷藏业务：该板块是公司养殖下游的拓展业务，我们对其给予平稳的收入增长预期，预计毛利率基本保持稳定，但随猪价周期反转，成本端压力抬升，毛利率或有所下降。最终我们预计公司屠宰冷藏业务 2023-2025 年营收为 8.2/8.9/9.4 亿元，毛利率为 3.0%/2.8%/2.5%，对应毛利 0.25/0.25/0.24 亿元。

冻肉业务：该板块是公司养殖下游的拓展业务，我们对其给予平稳的收入增长预期，预计毛利率基本保持稳定，但随猪价周期反转，成本端压力抬升，毛利率或有所下降。最终我们预计公司冻肉业务 2023-2025 年营收为 5.2/5.8/6.4 亿元，毛利率为 1.5%/1.3%/1.2%，对应毛利 0.08/0.08/0.08 亿元。

鲜肉销售业务：该板块是公司养殖下游的拓展业务，我们对其给予平稳的收入增长预期，预计毛利率基本保持稳定，但随猪价周期反转，成本端压力抬升，毛利率或有所下降。最终我们预计公司鲜肉销售业务 2023-2025 年营收为 3.0/3.2/3.3 亿元，毛利率为 2.5%/2.3%/2.0%，对应毛利 0.08/0.07/0.07 亿元。

原料贸易业务：该板块是公司养殖上游的拓展业务，我们对其给予平稳的收入增长预期，预计毛利率基本保持稳定。最终我们预计公司鲜肉销售业务 2023-2025 年营收为 8.1/9.1/10.2 亿元，毛利率为 2.5%/2.4%/2.4%，对应毛利 0.20/0.22/0.24 亿元。

其他业务：公司的其他业务收入主要包括饲料等养殖链附属业务，非公司的主要发展重心，我们给予该部分业务平稳的收入增长预期，最终预计其他业务 2023-2025 年营收为 0.06/0.06/0.06 亿元，毛利率为 27%/27%/27%，对应毛利 0.01/0.02/0.02 亿元。

表1: 新五丰业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
生猪养殖业务						
收入 (亿元)	13.27	8.70	27.31	37.83	67.30	99.42
增速	31%	-34%	214%	39%	78%	48%
毛利 (亿元)	3.72	0.23	2.76	-3.28	0.60	25.12
毛利率	28%	-30%	10%	-9%	1%	25%
屠宰冷藏业务						
收入 (亿元)	6.43	3.33	3.90	7.47	8.22	8.87
增速	13%	-48%	17%	92%	10%	8%
毛利 (亿元)	0.32	0.04	0.11	0.27	0.25	0.25
毛利率	5.0%	1.2%	2.8%	3.6%	3.0%	2.8%
冻肉业务						
收入 (亿元)	3.73	2.26	4.51	5.19	5.81	6.39
增速	301%	-39%	100%	15%	12%	10%
毛利 (亿元)	0.19	0.02	0.04	0.08	0.08	0.08
毛利率	5.1%	0.9%	0.9%	1.5%	1.3%	1.2%
鲜肉销售业务						
收入 (亿元)	1.78	2.90	2.75	3.03	3.18	3.34
增速	345%	63%	-5%	10%	5%	5%
毛利 (亿元)	0.10	-0.16	0.05	0.08	0.07	0.07
毛利率	5.6%	-5.5%	1.8%	2.5%	2.3%	2.0%
原料贸易业务						
收入 (亿元)	4.85	2.09	7.19	8.12	9.10	10.19
增速	55%	-57%	244%	13%	12%	12%
毛利 (亿元)	0.04	0.05	0.17	0.20	0.22	0.24
毛利率	0.8%	2.4%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%
其他业务						
收入 (亿元)	0.28	0.18	0.05	0.06	0.06	0.06
增速		-36%	-70%	4%	4%	5%
毛利 (亿元)	0.03	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02
毛利率	11%	11%	28%	27%	27%	27%
合计						
总营收 (亿元)	27.24	20.03	49.29	62.44	94.32	128.80
增速	27.9%	-26.5%	146.1%	26.7%	51.1%	36.6%
毛利 (亿元)	4.12	0.27	3.30	-2.66	1.23	25.76
毛利率	15.12%	1.35%	6.70%	-4.26%	1.30%	20.00%

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, 预计未来3年营收 62.4/94.3/128.8 亿元, 同比+26.7%/51.1%/36.6%, 毛利率-4.3%/1.3%/20.0%, 毛利-2.7/1.2/25.8 亿元。

表2: 新五丰未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4932	6249	9439	12890
营业成本	4609	6515	9317	10312
销售费用	26	37	52	64
管理费用	156	195	276	368
财务费用	191	127	162	134
营业利润	(25)	(929)	(430)	2205
利润总额	(45)	(950)	(433)	2200
归属于母公司净利润	(76)	(865)	(396)	2022
EPS	-0.07	-0.80	-0.37	1.87
ROE	-3%	-48%	-28%	63%

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 62.4/94.3/128.8 亿元, 归母净利润 -8.65/-3.96/20.22 亿元, 利润年增速分别为 -1038.0%/54.2%/609.9%, 每股收益分别为 -0.80/-0.37/1.87 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	833	567	550	650	900	营业收入	2003	4932	6249	9439	12890
应收款项	105	166	223	310	328	营业成本	1976	4609	6515	9317	10312
存货净额	874	1538	2619	2881	3104	营业税金及附加	7	10	19	24	26
其他流动资产	126	153	375	547	722	销售费用	27	26	37	52	64
流动资产合计	1939	2423	3766	4388	5054	管理费用	104	156	195	276	368
固定资产	735	1865	1738	1854	2225	研发费用	16	24	36	50	67
无形资产及其他	107	165	160	154	149	财务费用	62	191	127	162	134
投资性房地产	2502	5295	5295	5295	5295	投资收益	1	24	2	10	25
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)	0	260
资产总计	5407	10085	11305	12052	13114	其他收入	(4)	76	(36)	(50)	(67)
短期借款及交易性金融负债	914	934	2205	2519	1140	营业利润	(287)	(25)	(929)	(430)	2205
应付款项	140	376	436	376	360	营业外净收支	(10)	(20)	(21)	(3)	(5)
其他流动负债	208	699	594	757	1054	利润总额	(297)	(45)	(950)	(433)	2200
流动负债合计	1262	2009	3235	3652	2555	所得税费用	(2)	4	(19)	(6)	24
长期借款及应付债券	357	1332	1332	1332	1332	少数股东损益	(14)	27	67	30	(154)
其他长期负债	1556	3837	4637	5337	5837	归属于母公司净利润	(280)	(76)	(865)	(396)	2022
长期负债合计	1914	5169	5969	6669	7169	现金流量表（百万元）					
负债合计	3176	7178	9204	10321	9724	净利润	(280)	(76)	(865)	(396)	2022
少数股东权益	103	225	284	312	175	资产减值准备	107	(45)	15	6	18
股东权益	2127	2681	1817	1420	3215	折旧摊销	121	279	169	204	227
负债和股东权益总计	5407	10085	11305	12052	13114	公允价值变动损失	110	65	250	0	(260)
关键财务与估值指标						财务费用	62	191	127	162	134
每股收益	(0.35)	(0.07)	(0.80)	(0.37)	1.87	营运资本变动	(701)	(582)	(589)	287	384
每股红利	0.09	0.07	0.00	0.00	0.21	其它	(124)	99	44	21	(155)
每股净资产	2.64	2.49	1.68	1.31	2.98	经营活动现金流	(767)	(260)	(976)	122	2236
ROIC	-7%	-2%	-13%	-8%	36%	资本开支	0	(1295)	(301)	(321)	(351)
ROE	-13%	-3%	-48%	-28%	63%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	1%	7%	-4%	1%	20%	投资活动现金流	(12)	(1507)	(311)	(336)	(381)
EBIT Margin	-6%	2%	-9%	-3%	16%	权益性融资	0	28	0	0	0
EBITDA Margin	-0%	8%	-6%	-1%	18%	负债净变化	303	975	0	0	0
收入增长	-26%	146%	27%	51%	37%	支付股利、利息	(70)	(74)	0	0	(226)
净利润增长率	-199%	-73%	-1038%	54%	610%	其它融资现金流	878	(328)	1271	314	(1379)
资产负债率	61%	73%	84%	88%	75%	融资活动现金流	1344	1501	1271	314	(1605)
股息率	0.6%	0.7%	0.0%	0.0%	2.1%	现金净变动	565	(267)	(17)	100	250
P/E	(29.0)	(142.9)	(12.6)	(27.5)	5.4	货币资金的期初余额	269	833	567	550	650
P/B	3.8	4.1	6.0	7.7	3.4	货币资金的期末余额	833	567	550	650	900
EV/EBITDA	(1730.8)	46.6	(52.2)	(286.3)	9.0	企业自由现金流	0	(1480)	(1265)	(104)	2291
						权益自由现金流	0	(834)	(119)	51	780

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