

新五丰 (600975.SH)

买入

2023 年业绩预告点评：2023Q4 归母净利预计亏损 3.51-6.51 亿元，生猪养殖成本预计实现稳步改善

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 鲁家瑞 021-61761016
证券分析师： 李瑞楠 021-60893308
联系人： 江海航 010-88005306

◆ 农林牧渔 · 养殖业

lujiarui@guosen.com.cn
liruinan@guosen.com.cn
jianghaihang@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980520110002
执证编码：S0980523030001

事项：

公司公告：公司发布 2023 年度业绩预告，预计 2023 年归母净利润亏损 11.0-14.0 亿元，上年同期亏损 0.76 亿元，同比亏损幅度进一步扩大。2023 年，公司生猪业务稳步发展，生猪出栏数量约为 320 万头，同比增长 75%，但生猪价格持续下跌，公司养殖业务利润同比大幅下降，导致公司业绩出现亏损。由于生猪价格下跌，公司按照企业会计准则规定和谨慎性原则，对存栏的消耗性生物资产计提了存货跌价准备。

国信农业观点：1) 新五丰发布 2023 年度业绩预告，预计 2023 年归母净利润亏损 11.0-14.0 亿元，同比亏损幅度扩大。其中公司 2023Q4 预计归母净利亏损 3.51-6.51 亿元，具体拆分看，公司 2023Q4 实现生猪出栏约 112 万头，考虑计提减值后，预计生猪业务经营性亏损接近 1.5-4.5 亿元，商品猪完全成本预计或较 2023Q3 实现进一步改善，预计可能下降至 17.5-18.0 元/公斤。2) 公司是本轮周期生猪养殖出栏增速快的优质弹性标的之一。2023 年公司生猪出栏量同比增长 75%至 320 万头，截至 2023 年 6 月末，公司种畜存栏数量为 27.4 万头，其中能繁母猪存栏数量为 19.8 万头，预计公司 2024-2025 年出栏有望延续快速增长趋势。3) 公司实控人为湖南省国资委，周期底部经营稳健。截至 2023Q3 末，公司资产负债率达 70.15%，拥有货币资金余额达 12.5 亿元，资金储备较为充裕。4) 风险提示：行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。5) 投资建议：新五丰作为国企老牌养殖标的，周期底部经营稳健，出栏增速有望保持高速增长，有望受益周期反转带来的量价齐升红利。考虑到 2023 年猪价亏损幅度超预期，下调公司 2023 年盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为-12.5/-3.96/20.22 亿元（原预计为-8.65/-3.96/20.22 亿元），对应 EPS 为-0.99/-0.31/1.60 元，对应当前股价 PE 为-10/-32/6 X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司 2023Q4 归母净利预计亏损 3.51-6.51 亿元，养殖成本预计进一步下降

新五丰发布 2023 年度业绩预告，预计 2023 年归母净利润亏损 11.0-14.0 亿元，同比亏损幅度扩大。其中公司 2023Q4 预计归母净利亏损 3.51-6.51 亿元，具体拆分看，公司 2023Q4 实现生猪出栏约 112 万头，考虑计提减值后，预计生猪业务经营性亏损接近 1.5-4.5 亿元，商品猪完全成本预计可能下降至 17.5-18.0 元/公斤，较 2023Q3 实现明显改善。此外，公司在周期底部资金安全垫较高，截至 2023Q3 末，公司资产负债率达 70.15%，拥有货币资金余额达 12.5 亿元，资金储备仍较充裕。

◆ 完成天心种业收购后夯实养殖实力，2024-2025 年出栏有望继续维持稳健增长

公司是本轮周期生猪养殖出栏增速快的优质弹性标的之一，其成立于 2001 年，实控人为湖南省国资委，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。2023 年公司生猪出栏量同比增长 75%至 320 万头，截至 2023 年 6 月末，公司种畜存栏数量为 27.4 万头，其中能繁母猪存栏数量为 19.8 万头，预计 2024-2025 年出栏有望延续快速增长趋势。

◆ 品种改良、加强考核等多项措施并举，未来成本改善空间充裕

公司目前成本处于行业中游水平，且产能利用率处于提升阶段，未来成本改善空间较大。公司重视降本增效，计划从管理、遗传、技术创新等方面继续推进降本举措，包括提升猪场建设结构标准、加大技术创新投入、加大绩效考核、提升员工素质队伍、集中采购、进行品种改良、引进高繁基因等。预计未来随着法系种猪群体的引进，以及产能利用率提升，公司成本有望继续保持下降趋势。

◆ 投资建议：维持“买入”评级

新五丰作为国企老牌养殖标的，周期底部经营稳健，出栏增速有望保持高速增长，有望受益周期反转带来的量价齐升红利。考虑到 2023 年猪价亏损幅度超预期，下调公司 2023 年盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为-12.52/-3.96/20.22 亿元（原预计为-8.65/-3.96/20.22 亿元），对应 EPS 为-0.99/-0.31/1.60 元，对应当前股价 PE 为-10/-32/6 X，维持“买入”评级。

公司的盈利预测调整主要来源于对 2023 年猪价的预计，以及对公司 2023 年生猪出栏的预计有所调整，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 320、500、600 万头（原预计分别为 300、500、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 年公司内销商品猪销售价格 15、17、22 元/公斤的预期（原预计分别为 16、17、22 元/公斤）。最终我们预计 2023-2025 年公司生猪养殖业务的收入分别为 36.3/66.4/99.4 亿元，毛利率分别为 -21.1%/-0.4%/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，库存释放，毛利率或有所抬升。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 2.8%/3.0%/3.6%，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 1.3%/1.7%/2.0%，对应毛利 0.07/0.10/0.13 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 26%/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	36.33	66.36	99.42
增速	31%	-34%	214%	33%	83%	50%
毛利 (亿元)	3.72	0.23	2.76	-7.66	-0.25	25.12
毛利率	28%	-30%	10%	-21.1%	-0.4%	25.3%
屠宰冷藏业务						
收入 (亿元)	6.43	3.33	3.90	8.22	8.87	9.41
增速	13%	-48%	17%	10%	8%	6%
毛利 (亿元)	0.32	0.04	0.11	0.23	0.27	0.34
毛利率	5.0%	1.2%	2.8%	2.8%	3.0%	3.6%
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	0.07	0.10	0.13
毛利率	5.1%	0.9%	0.9%	1.3%	1.7%	2.0%
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%	26%	27%	27%
合计						
总营收 (亿元)	27.24	20.03	49.29	60.94	93.38	128.80
增速	27.9%	-26.5%	146.1%	23.6%	53.2%	37.9%
毛利 (亿元)	4.12	0.27	3.30	-7.06	0.42	25.92
毛利率	15.12%	1.35%	6.70%	-11.59%	0.45%	20.12%

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 60.9/93.4/128.8 亿元, 同比+23.6%/53.2%/37.9%, 毛利率-11.6%/0.5%/20.1%, 毛利-7.0/0.4/25.9 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	6098	9345	12890
营业成本	4609	6805	9303	10296
销售费用	26	37	51	64
管理费用	156	196	287	378
财务费用	191	101	109	87
营业利润	(25)	(1352)	(430)	2206
利润总额	(45)	(1373)	(433)	2201
归属于母公司净利润	(76)	(1250)	(396)	2022
EPS	-0.07	-0.99	-0.31	1.60
ROE	-2.8%	-42.2%	-15.5%	46.4%

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60.9/93.4/128.8亿元，归母净利润-12.5/-4.0/20.2亿元，利润年增速分别为-1544.1%/68.3%/610.2%，每股收益分别为-0.99/-0.31/1.60元。

◆ 风险提示

行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。

相关研究报告：

《新五丰（600975.SH）-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》——2023-11-02

《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

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	450	550	1483	营业收入	2003	4932	6098	9345	12890
应收款项	105	166	217	307	388	营业成本	1976	4609	6805	9303	10296
存货净额	874	1538	2738	2876	3100	营业税金及附加	7	10	18	23	26
其他流动资产	126	153	366	542	722	销售费用	27	26	37	51	64
流动资产合计	1939	2423	3771	4275	5693	管理费用	104	156	196	287	378
固定资产	735	1865	1728	1882	2215	研发费用	16	24	35	51	68
无形资产及其他	107	165	160	154	149	财务费用	62	191	101	109	87
投资性房地产	2502	5295	5295	5295	5295	投资收益	1	24	2	10	15
长期股权投资	124	337	347	362	392	资产减值及公允价值变动	(110)	(65)	(260)	40	220
资产总计	5407	10085	11300	11968	13743	其他收入	(4)	76	(35)	(51)	(68)
短期借款及交易性金融负债	914	934	984	1266	600	营业利润	(287)	(25)	(1352)	(430)	2206
应付款项	140	376	456	375	360	营业外净收支	(10)	(20)	(21)	(3)	(5)
其他流动负债	208	699	620	757	1054	利润总额	(297)	(45)	(1373)	(433)	2201
流动负债合计	1262	2009	2060	2398	2013	所得税费用	(2)	4	(27)	(6)	24
长期借款及应付债券	357	1332	1332	1332	1332	少数股东损益	(14)	27	96	30	(154)
其他长期负债	1556	3837	4637	5337	5837	归属于母公司净利润	(280)	(76)	(1250)	(396)	2022
长期负债合计	1914	5169	5969	6669	7169	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3176	7178	8029	9067	9183	净利润	(280)	(76)	(1250)	(396)	2022
少数股东权益	103	225	311	338	201	资产减值准备	107	(45)	15	8	16
股东权益	2127	2681	2960	2564	4359	折旧摊销	121	279	169	204	227
负债和股东权益总计	5407	10085	11300	11968	13743	公允价值变动损失	110	65	260	(40)	(220)
						财务费用	62	191	101	109	87
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(701)	(582)	(649)	359	313
每股收益	(0.35)	(0.07)	(0.99)	(0.31)	1.60	其它	(124)	99	71	19	(153)
每股红利	0.09	0.07	0.00	0.00	0.18	经营活动现金流	(767)	(260)	(1384)	154	2206
每股净资产	2.64	2.49	2.35	2.03	3.46	资本开支	0	(1295)	(301)	(321)	(351)
ROIC	-7%	-2%	-21%	-9%	37%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-13%	-3%	-42%	-15%	46%	投资活动现金流	(12)	(1507)	(311)	(336)	(381)
毛利率	1%	7%	-12%	0%	20%	权益性融资	0	28	1528	0	0
EBIT Margin	-6%	2%	-16%	-4%	16%	负债净变化	303	975	0	0	0
EBITDA Margin	-0%	8%	-14%	-2%	18%	支付股利、利息	(70)	(74)	0	0	(227)
收入增长	-26%	146%	24%	53%	38%	其它融资现金流	878	(328)	50	282	(666)
净利润增长率	-199%	-73%	-1544%	68%	610%	融资活动现金流	1344	1501	1578	282	(892)
资产负债率	61%	73%	74%	79%	68%	现金净变动	565	(267)	(117)	100	933
股息率	0.6%	0.7%	0.0%	0.0%	2.1%	货币资金的期初余额	269	833	567	450	550
P/E	(28.7)	(141.5)	(10.1)	(31.8)	6.2	货币资金的期末余额	833	567	450	550	1483
P/B	3.8	4.0	4.3	4.9	2.9	企业自由现金流	0	(1480)	(1754)	(123)	2224
EV/EBITDA	(1718.4)	46.3	(25.0)	(129.6)	9.5	权益自由现金流	0	(834)	(1803)	51	1473

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