

新五丰(600975.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

国有区域养殖龙头 提质扩量稳健发展

公司简介

公司是湖南省国资委控股的区域生猪养殖龙头企业，公司以生猪养殖业务为基础，建立了集饲料生产、种猪繁育、肉猪养殖、生猪屠宰与肉品加工、冷链物流为一体的一体化农牧企业。2022年公司收购天心种业后出栏量开始快速扩张，2024年前三季度实现生猪出栏311万头，同比增长49.4%，实现营业收入52.7亿元，同比+36.1%，公司2024Q1-Q3实现归母净利润0.01亿元，实现扭亏为盈。

轻资产模式高速扩张，出栏量实现高速增长：

公司2022年12月合并天心种业后大力发展生猪养殖业务，截至2024H1公司存栏能繁母猪23.28万头，能繁母猪栏舍饲养能力接近30万头，育肥方面存栏产能超过150万头。公司主要采用租赁下自繁自养与“公司+农户”模式进行轻资产扩张，2024H1交付新母猪场与育肥场各1个，目前公司产能储备较为充足，我们预计公司2024-2026年分别实现生猪出栏430/550/650万头，分别同比+34%/28%/18%。

多举措优化生产效率，养殖成本改善可期：

公司聚焦降本增效，积极通过多举措实现降本目标：种猪端逐步引进天心的高性能种猪替换原有种猪，目前在使用天心能繁母猪的部分猪场中PSY（单头母猪年生产断奶仔猪数）已经达到了25的高水平。硬件方面狠抓猪场交付质量的同时，及时清退落后、老旧产能，保证养殖场基础设施的高标准。管理方面通过区位选址、构建完善的防疫体系、提升员工防疫意识等方式全面升级完善防疫体系。在公司全方位的努力下，截至11月份仔猪出栏成本较年初下降了20%以上，肥猪增重成本较年初下降了10%以上。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司24-26年分别实现营收77.75/90.28/107.36亿元，同比分别增长38.1%、16.1%、18.9%，实现归母净利0.75/2.45/7.52亿元，同比分别扭亏/+227%/+207%，对应EPS分别为0.06元、0.19元、0.60元。参考公司历史估值和同类可比公司估值，公司业绩与估值受生猪价格周期性波动影响较大，但公司规模处于快速扩张阶段，同时养殖成本也在持续改善，因此给予其26年12XPE，对应目标价7.15元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

生猪价格波动风险、饲料价格波动风险、动物疫病风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.18元

目标价 (人民币)：7.15元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,932	5,632	7,775	9,028	10,736
营业收入增长率	146.26%	14.19%	38.05%	16.11%	18.92%
归母净利润(百万元)	-76	-1,203	75	245	752
归母净利润增长率	-72.88%	1483.47%	N/A	227.70%	207.35%
摊薄每股收益(元)	-0.094	-0.954	0.059	0.194	0.596
每股经营性现金流净额	0.06	-0.51	0.67	0.80	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.83%	-40.22%	2.46%	7.68%	20.69%
P/E	-75.31	-10.95	104.58	31.91	10.38
P/B	2.13	4.40	2.57	2.45	2.15

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、公司概况：深耕养殖产业链，老牌猪企砥砺前行.....	4
1.1 深耕生猪养殖全产业链，养殖规模快速扩张.....	4
二、生猪产能理性增长，优质企业有望稳步扩张.....	7
三、公司优势：成本端有望持续优化，资金安全性较强.....	9
3.1 租赁&公司+农户轻资产扩张，夯实基础优化产能.....	9
3.2 并购天心种业增强育种能力，多举措实现降本.....	10
3.4 完善产业链发展，打造产业协同优势.....	11
3.4 资金储备充足，经营安全性较强.....	12
四、盈利预测与投资建议.....	13
六、风险提示.....	15

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：湖南省国资委是公司实际控制人.....	4
图表 3：公司 2023 年增发情况.....	5
图表 4：公司营业收入表现情况.....	5
图表 5：利润受周期性波动影响较大.....	5
图表 6：公司生猪出栏量稳定增长.....	6
图表 7：公司内销占比逐步提升.....	6
图表 8：公司营收构成（%）.....	6
图表 9：公司毛利构成（%）.....	6
图表 10：公司毛利率和净利率（%）.....	6
图表 11：公司费用率（%）.....	6
图表 12：2006 年以来生猪价格走势（元/公斤）.....	7
图表 13：生猪养殖实现较好利润（元/头）.....	7
图表 14：饲料原料价格持续下跌.....	7
图表 15：生猪出栏均重（KG）.....	8
图表 16：生猪月度屠宰量数据（万头）.....	8
图表 17：生猪期货 25 年合约预期价格.....	8
图表 18：能繁母猪存栏月环比变动（%）.....	8
图表 19：行业规模化程度持续提升.....	9
图表 20：行业生产效率（MSY）稳步增加（头/年）.....	9
图表 21：公司租赁猪场数量快速提升（个）.....	9

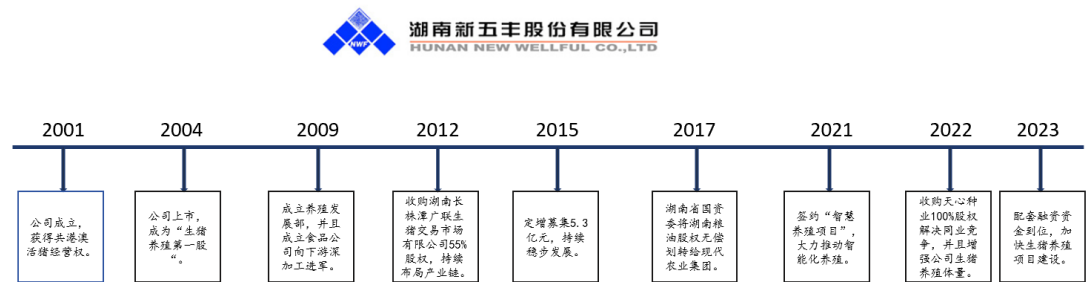
图表 22: 公司固定资产情况	9
图表 23: 公司生产性生物资产快速提升	10
图表 24: 公司 2021-2023 使用权资产快速增加 (亿元)	10
图表 25: 天心种业优秀种猪产品	10
图表 26: 公司防疫体系	11
图表 27: 公司饲料生产量	11
图表 28: 公司屠宰肉品生产量	11
图表 29: 公司 U 鲜食品宣传图	12
图表 30: 上市猪企资产负债率对比 (%)	12
图表 31: 公司盈利预测拆分 (百万元)	14
图表 32: 可比公司估值表	15

一、公司概况：深耕养殖产业链，老牌猪企砥砺前行

1.1 深耕生猪养殖全产业链，养殖规模快速扩张

新五丰是 2001 年由湖南省粮油食品进出口集团作为发起人，联合其他四家发起人组建的股份制公司，公司成立之初主要负责供给港澳活猪的销售，是国内重要的供港活猪出口商之一。公司于 2004 年成功上市，并且开始积极布局生猪养殖上下游产业链，公司以生猪养殖业务为基础，建立了集饲料生产、种猪繁育、肉猪养殖、生猪屠宰与肉品加工、冷链物流为一体的一体化农牧企业。公司未来将立足湖南省，积极向长三角与粤港澳发展，进行“一体两翼”的战略布局，坚持生猪养殖和肉品销售“双引擎发展战略”，延链补链强链，优化全产业链。

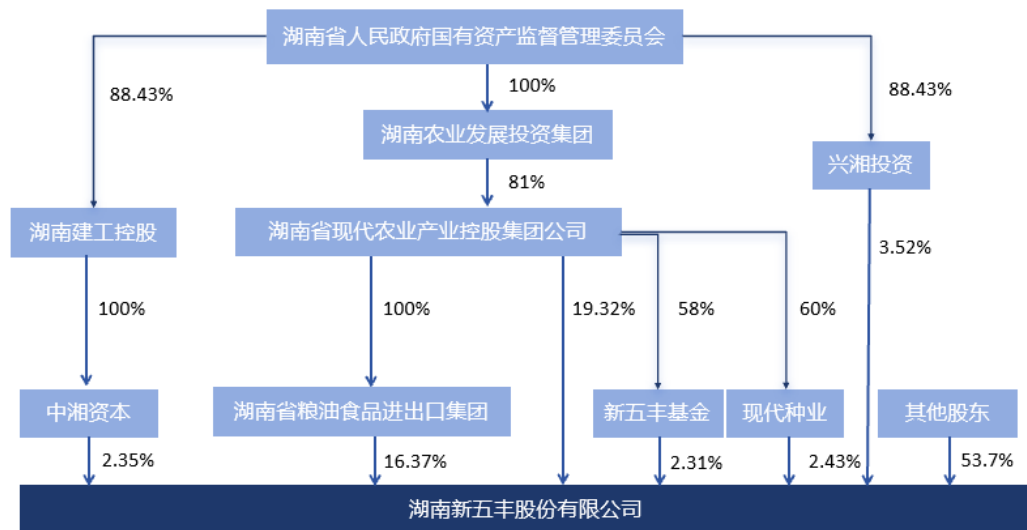
图表1：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

湖南省国资委是实际控制人，公司股权结构集中。截至 2024Q3 末，湖南省现代农业产业控股集团有限公司直接持股 19.32%，通过湖南省粮油食品进出口有限公司持股 16.37%，公司主要股东均为湖南省国资委控股企业，实际控制人为湖南省国资委。公司于 2022 年底计划通过发行股份以及支付现金相结合的方式并购天心种业和 200 万元国有独享资本公积等多项资产，项目相关定向增发于 2023 年 6 月落地，公司成功募集资金 15.51 亿元支持公司中长期发展。

图表2：湖南省国资委是公司实际控制人



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3: 公司 2023 年增发情况

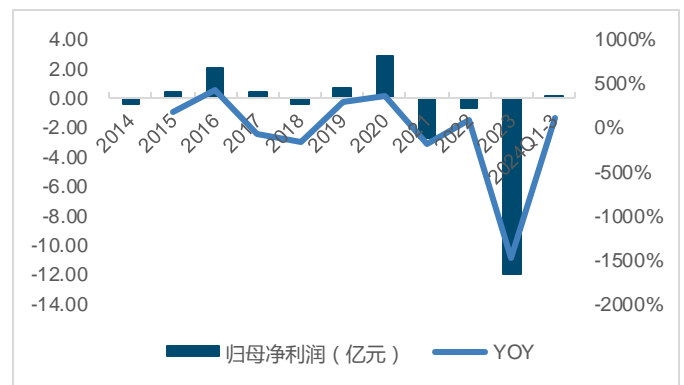
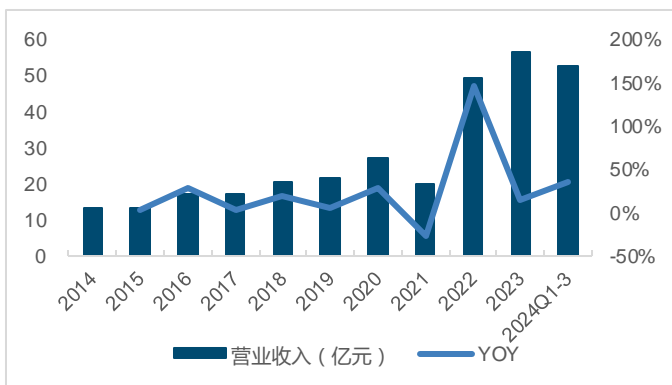
年度	发行价 (元)	募资总额 (亿元)	资金用途
2023	8.39	15.51	用于支付本次重组现金对价、上市公司及标的公司补充流动资金及偿还债务、年产18万吨生猪全价配合饲料厂建设项目、汉寿高新区年产24万吨饲料厂建设项目、湖南天心种业股份有限公司会同县杨家渡村2,400头父系种猪场建设项目、湖南天心种业股份有限公司会同县广木6,000头核心种猪场建设项目及湖南天心种业股份有限公司科技研发中心。
2023	7.22	19.60	通过发行股份及支付现金相结合的方式购买天心种业100%股权和200万元国有独享资本公积、沅江天心48.20%股权、衡东天心39.00%股权、荆州湘牧49.00%股权、临湘天心46.70%股权、湖南天翰100%股权、郴州下思田100%股权、新化久阳100%股权、衡东鑫邦100%股权、湖南天勤100%股权、龙山天翰100%股权。

来源: Ifind, 国金证券研究所

生猪养殖为公司主要经营项目,合并天心种业后收入大幅增长。虽然公司主业生猪养殖受周期性波动影响较大,但是公司规模稳健扩大,2018-2020年营业收入的CAGR达到了22.51%,其中2022年12月公司完成天心种业的资产注入,收入端实现同比增长146.26%。今年在生猪价格有所回暖的背景下,公司2024Q1-Q3实现营业收入52.7亿元,同比+36.1%。从利润端表现来看,公司利润端表现与生猪养殖景气关联性较高,2021-2023年由于猪价低迷以及出栏量的快速提升,全年业绩出现亏损。2024年受益于生猪价格的上行和公司养殖成本的持续优化,公司2024Q1-Q3实现归母净利润0.01亿元,同比实现扭亏为盈。

图表4: 公司营业收入表现情况

图表5: 利润受周期性波动影响较大

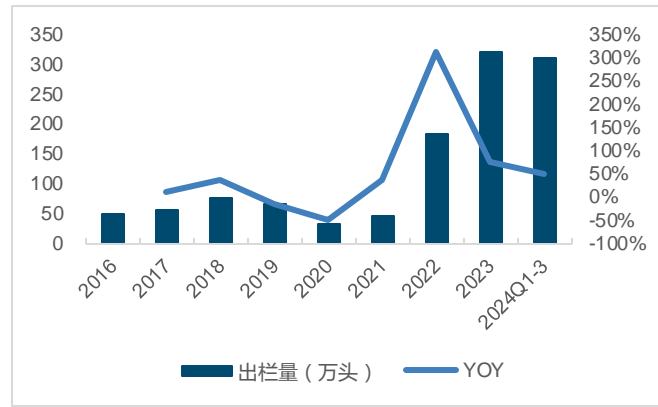


来源: Ifind, 国金证券研究所

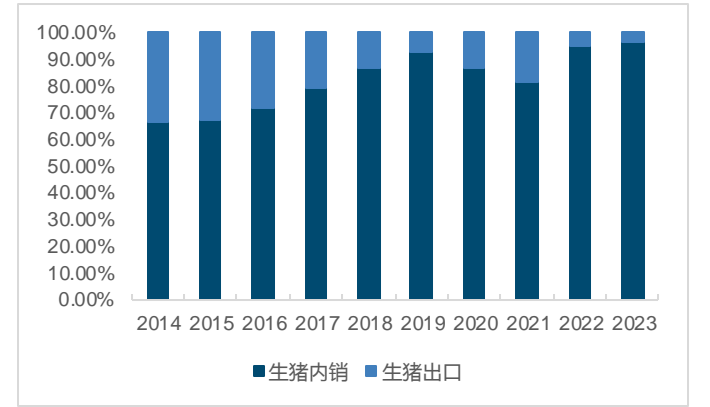
来源: Ifind, 国金证券研究所

生猪出栏量快速增长,内销比例稳步提升。近年来公司生猪养殖出栏量快速提升,公司2023年实现生猪出栏320万头,短短两年时间实现了从出栏不足50万到出栏300万以上的突破;截至2024Q3,公司生猪养殖业务出栏生猪311万头,同比增长49.4%,公司生猪出栏依旧保持高速增长态势。随着公司在内地战略布局的推进,公司生猪养殖内销业务比例显著提升,截至2023年公司生猪内销收入36.21亿元,占生猪业务销售比例达到了96%,国内生猪销售已经成为公司生猪业务主要收入来源。

图表6: 公司生猪出栏量稳定增长



图表7: 公司内销占比逐步提升

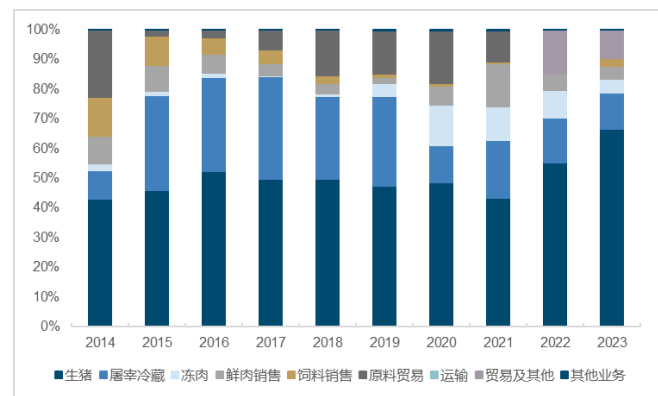


来源: 公司公告, 国金证券研究所

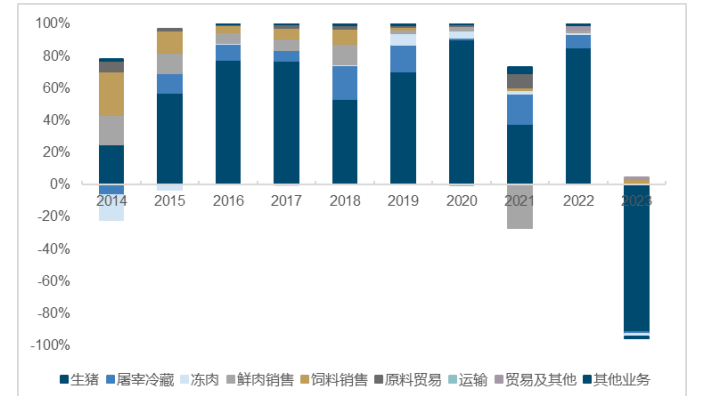
来源: 公司公告, 国金证券研究所

随着公司生猪养殖量的逐步提升, 生猪养殖业务近两年整体营收占比有所提高, 2023 年生猪养殖业务收入占比已经达到了 66.67%; 从毛利润表现来看, 生猪养殖业务对利润端的扰动最大, 2022 年生猪养殖业务占比为 85.37%, 2023 年由于生猪价格低迷, 公司整体毛利润出现较大幅度的亏损。公司利润率水平受猪价影响较大, 2020-2023 年整体趋势下行, 今年随着生猪价格的回暖与公司养殖成本的下降, 公司前三季度实现毛利率 5.58%, 随着公司的养殖成本持续优化, 毛利率有望逐步提升。从费用率方面来看, 公司近些年管理与销售费用率稳步下降, 公司经营层面持续优化, 扩张过程中近几年财务费用率有所提升。

图表8: 公司营收构成 (%)



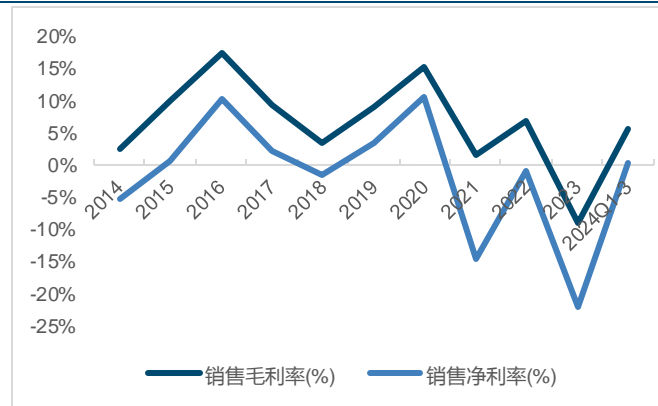
图表9: 公司毛利构成 (%)



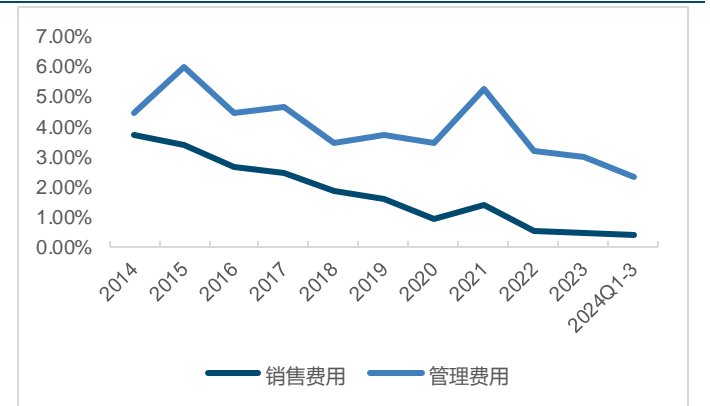
资料来源: Ifind, 国金证券研究所

资料来源: Ifind, 国金证券研究所

图表10: 公司毛利率和净利率 (%)



图表11: 公司费用率 (%)



资料来源: Ifind, 国金证券研究所

资料来源: Ifind, 国金证券研究所

二、生猪产能理性增长，优质企业有望稳步扩张

2024 年生猪盈利改善，周期长度或有缩短。历史上猪周期波动幅度较大，由于生猪养殖周期和决策时间的时滞性，每一轮上涨与下跌周期基本都保持了 4 年左右的长度。随着行业规模化的提升、养殖技术的更新迭代以及部分投机者的参与，行业产能调整更加理性，生猪价格的周期似乎有所缩短，2021 年下半年生猪价格触底至今的 3 年时间内生猪价格已经经历过 2 次快速上涨又下跌的过程。2022 年 3 月底生猪价格开始从 12.12 元/公斤触底反弹，在 2022 年 10 月超过 28 元/公斤后快速下跌；2023 年全年生猪均价较为低迷，仅仅在三季度出现了小幅反弹；2024 年生猪价格在 3 月份触底后趋势上行，于 8 月份超过 20 元/公斤后开始趋势下跌，目前全国均价已经跌至 15.9 元/公斤。从价格波动的长度来看，2021 年后已经出现了 2 次相对时间较短的价格波动，似乎在政策或严重疫病的影响下，猪价的周期长度有所缩短。

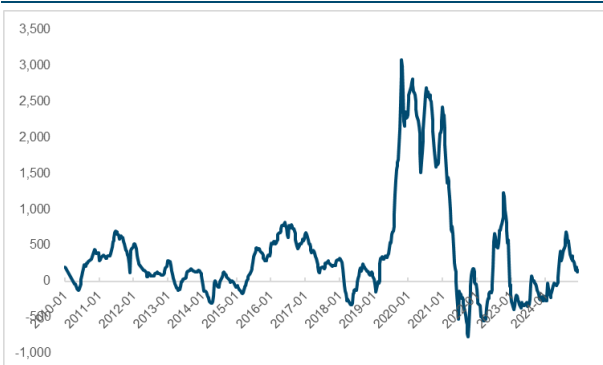
图表12：2006 年以来生猪价格走势（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

受益于生猪价格的上涨以及饲料成本的下降，二季度以来生猪养殖行业实现全面盈利，虽然 8 月份以后生猪价格的见顶回落使得养殖盈利缩窄，但是受益于养殖成本的全面下降，目前生猪养殖行业依旧维持较好的利润。截至 12 月底，企业自繁自养生猪头均盈利为 150 元/头，养殖成本控制较好的企业头均利润依旧在 300 元+/头以上。春节前为生猪消费旺季，虽然目前生猪出栏均重处于较高位置导致供给端存在一定的压力，但是在节前旺季消费驱动下，生猪养殖依旧有望维持较好利润。

图表13：生猪养殖实现较好利润（元/头）



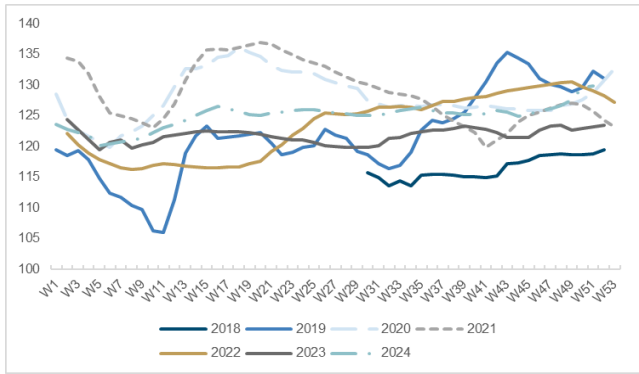
来源：Wind，国金证券研究所

图表14：饲料原料价格持续下跌。

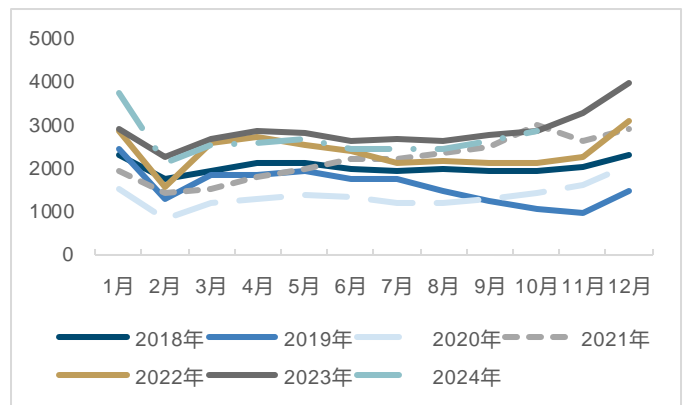


来源：Wind，国金证券研究所

图表15: 生猪出栏均重 (KG)



图表16: 生猪月度屠宰量数据 (万头)

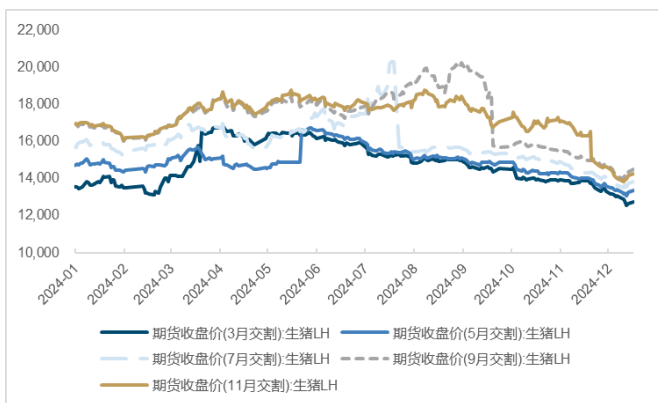


来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

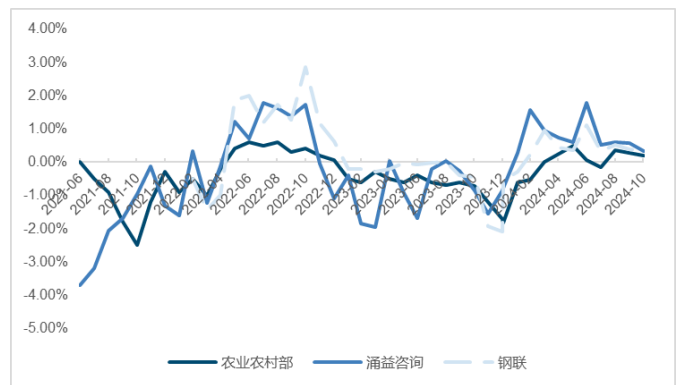
来源: Wind, 国金证券研究所

生猪产能持续回升, 悲观预期下产能增幅较缓。自 Q2 生猪养殖开始出现盈利以来, 5 月份能繁母猪存栏开始环比回升, 10 月份能繁母猪存栏环比+0.3%, 同比-3.2%, 而且趋势上来看能繁母猪存栏增幅环比有所缩窄。目前生猪期货给明年全年的价格区间在 12.5-14.5 元/公斤之间, 期货市场的预期一定程度上影响了产业的补栏情绪, 虽然现在生猪价格依旧有较好利润, 但是养殖端对补栏呈现谨慎态度。同时随着冬季的到来, 北方疫病控制难度有所增加, 部分养殖场被动调减部分产能, 整体能繁母猪存栏增长有限。

图表17: 生猪期货 25 年合约预期价格



图表18: 能繁母猪存栏月环比变动 (%)

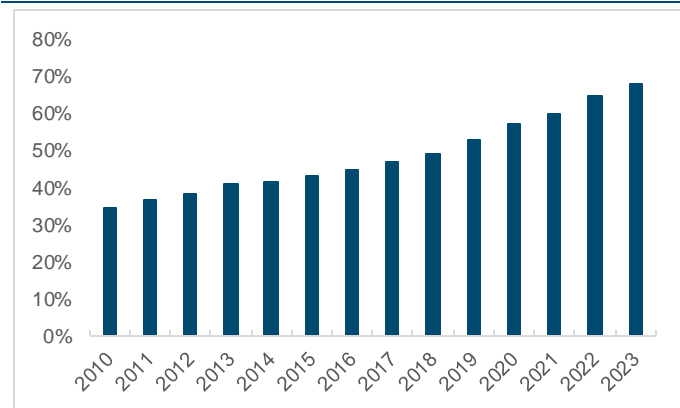


来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Wind, 涌益咨询, 农业农村部, 我的钢铁网, 国金证券研究所

近年来行业规模化持续提升, 集团猪企生产计划性和前瞻性更强, 部分生猪养殖企业维持既定扩张计划稳步提升出栏量以谋求养殖成本的下降, 所以在最近几年内我们看到行业产能变动趋势较行业利润相比更有前瞻性。虽然行业的一致性预期往往导致猪价出现超预期的结果, 但是就目前趋势来看生猪产能依旧在稳步增加阶段, 而在今年疫病扰动较小的背景下, 新生仔猪数量在 10 月份已经同比超过去年同期。若后续没有重大疫病扰动, 单纯从供应端来看 2025 年整体供应较为宽松, 需求端的恢复程度对生猪养殖的利润表现仍有一定影响, 预计 2025 年行业处于微利状态。

图表19: 行业规模化程度持续提升



图表20: 行业生产效率 (MSY) 稳步增加 (头/年)



来源: Wind, 农业农村部, 国金证券研究所

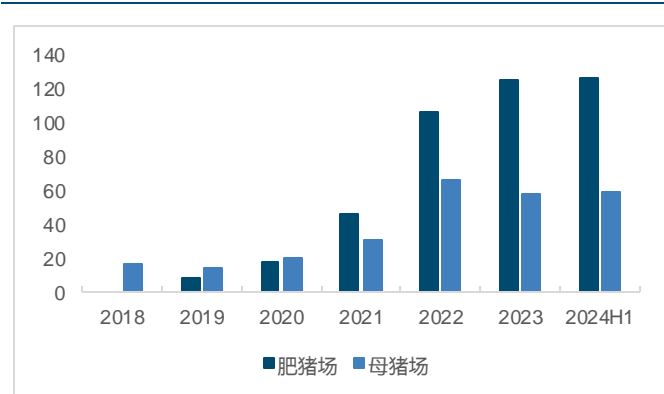
来源: 涌益咨询, 国金证券研究所 (MSY 是单头母猪年生产生猪出栏数)

三、公司优势：成本端有望持续优化，资金安全性较强

3.1 租赁&公司+农户轻资产扩张，夯实基础优化产能

公司的养殖模式分为租赁自繁自养以及“公司+农户”代养模式。“公司+农户”代养模式：公司提供仔猪、饲料、兽药以及技术指导，合作农户在符合公司要求的猪舍下进行养殖，当生猪育肥至标准体重后由公司回购后进行销售。**租赁自繁自养模式**：由于自建生猪养殖场需要投入大量资本开支，公司采用租赁现代化、标准化养殖场的方式以实现相对轻资产的快速扩张。公司寻找政府或者企业方进行合作，合作方按照公司要求建设标准化养殖场以及相关配套设施，建设完成后公司采用租赁的方式进行养殖和管理。租赁模式相较于自建模式有效降低了公司的资本开支以及折旧费用，同时还能获得政府政策补贴以及项目补贴，一定程度上减小了快速扩张过程中的资金压力。

图表21: 公司租赁猪场数量快速提升 (个)



图表22: 公司固定资产情况

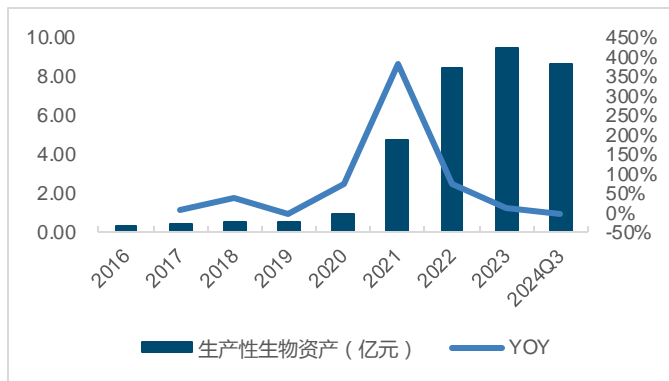


来源: 公司公告, 国金证券研究所

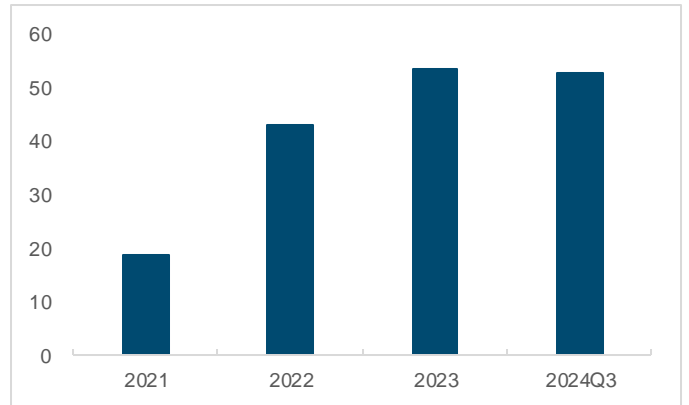
来源: Ifind, 国金证券研究所

公司产能扩张主要以租赁模式为主，同时辅助以自建改造与“公司+农户”模式进行产能扩张，2022-2023年间公司实现了产能的快速跃进，进入2024年后追求高质量稳健扩张。截至2023年末，公司拥有母猪场58个，存栏规模达到28.36万头；肥猪场125个，存栏规模达到143.94万头；同时还拥有“公司+农户”存栏规模12万头，公司实现了产能的快速扩张。2024年在行业产能增速放缓的背景下，公司生猪产能有序扩张，截至2024H1公司新增交付母猪存栏规模0.48万头，新增肥猪出栏产能9.52万头，同时积极扩张“公司+农户”养殖产能，2024H1实现生猪出栏197万头，同比增长54%。从能繁母猪存栏数据来看，截至2024H1公司能繁母猪存栏数量为23.28万头，较2023年底增长2.29万头，虽然生产性生物资产价值有所下降，公司能繁母猪的稳健增长为未来产能增长打下坚实基础。

图表23: 公司生产性生物资产快速提升



图表24: 公司 2021-2023 使用权资产快速增加 (亿元)



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

3.2 并购天心种业增强育种能力, 多举措实现降本

提升高性能种猪占比, 从种源端提高生产效率。公司于 2022 年成功收购天心种业与其子公司, 在扩充生猪产能的同时也为公司的种源端提供较大的助力。天心种业主要生产新美系杜洛克、长白、大约克原种种猪以及长大二元母猪, 种猪场采用自繁自养模式开展生猪的培育及销售, 经过多年的选种、选育和技术攻关, 天心种猪具有生长性能好、抗应激能力强、产仔数高、泌乳力强、肢体强健、料肉比低、瘦肉率高等特点, 其 PSY 可以达到 29 的高水平。往年公司为了满足供港要求主要采用美系种猪, 整体生产成绩仍有较大的提升空间, 随着公司逐步引进天心的高性能种猪以及外购部分其他品系高性能种猪, 公司生产效率仍有持续提升空间, 目前在使用天心能繁母猪的部分猪场中 PSY 已经达到了 25 的高水平。

图表25: 天心种业优秀种猪产品

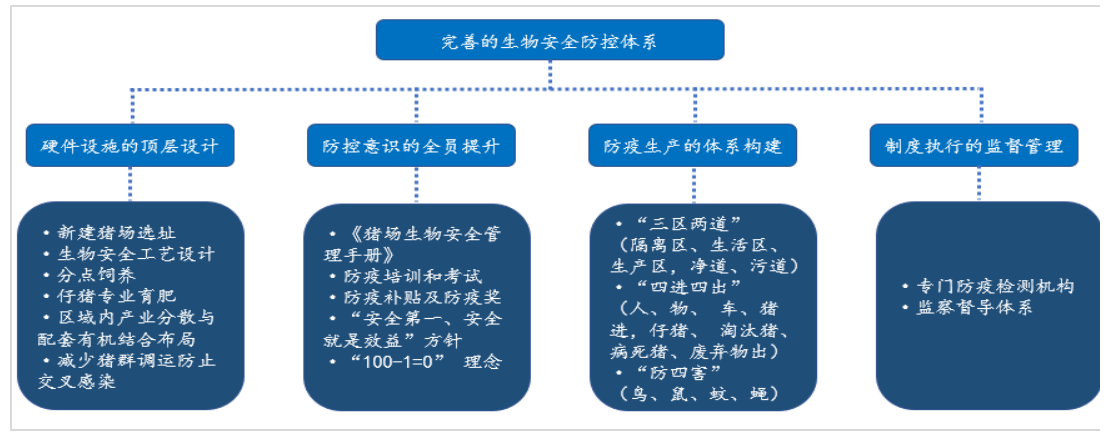
产品名称	示例图片	窝产仔数	瘦肉率	21日龄断奶重	饲料转化率
新美系杜洛克种猪		12.3	68.30%	7.1KG	1.93
新美系大约克种猪		16.3	67.40%	6.8KG	1.96
新美系长白种猪		14.5	67.70%	6.6KG	2.00

来源: 天心种业公众号, 国金证券研究所

加强智能化猪场建设, 提升猪场管理效率。公司聚焦降本增效, 积极通过多举措实降本目标, 产能建设方面公司狠抓猪场交付质量的同时, 及时清退落后、老旧产能, 保证养殖场基础设施的高标准, 从而保证生产效率。同时, 公司重视智能化与信息化建设, 公司进行智能化新工艺母猪场和育肥场建设, 根据不同规模条件制定相应的公益模式, 大大提高了公司的养殖水平。同时公司较好规范了“公司+农户”的模式, 淘汰生物安全不完善的传统工艺小型猪场, 提升规模较大农场的生物安全管理体系和硬件建设, 参照自有猪场进行管理。

完善防疫体系，提高整体存活率。公司在建设选址方面充分利用湖南地区丘陵山地屏障优势，从新建猪场选址、生物安全工艺设计、分点饲养、仔猪专业育肥、区域内产业分散与配套有机结合布局、减少猪群调运防止交叉感染等方面做好了顶层设计。通过“三区两道”、“四进四出”、“防四害”等分级分区消毒防疫管理措施制度，防止交叉感染，阻断病毒侵入，构建内外部预警生物安全体系，形成了生产环节的总体生物安全管理体系。员工管理方面公司按照“进防输入、出防交叉、内防扩散”的防控思路，做好生物安全管理工作，要求全员对公司制定并下发的《猪场生物安全管理手册》组织培训和考试，全面提升养殖板块员工的防疫意识。强化猪场视频监控监督功能，加强“人车物猪”的非瘟检测力度，同时公司将防疫纳入月度绩效考核，通过绩效考核方式加强员工责任心。

图表26：公司防疫体系



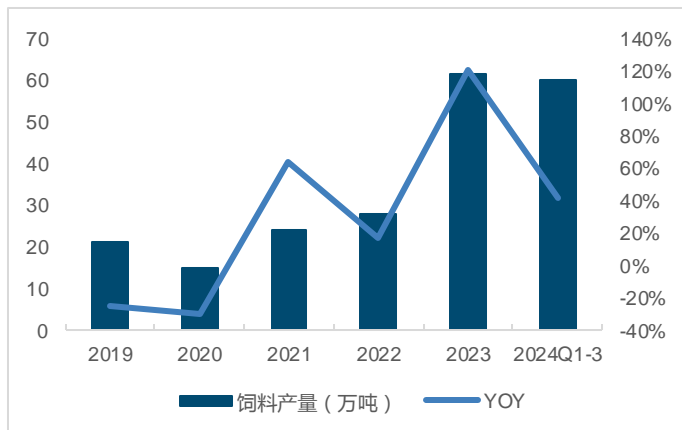
资料来源：公司公告，国金证券研究所

优化饲料配方，精准饲喂管理。饲料作为生猪养殖的主要成本，对养殖成本有较大影响，公司重视研发，积极通过精准营养、液态饲喂技术等方式提升种群健康，降低生产成本。同时积极展开大麦、小麦、麦芽等非常规饲料原料的技术研发，丰富饲料原料配方组合，优化生产工艺参数和精细化饲喂管理，从而降低饲料成本。公司今年通过多举措持续降本，截至11月份仔猪出栏成本较年初下降了20%以上，肥猪增重成本较年初下降了10%以上。

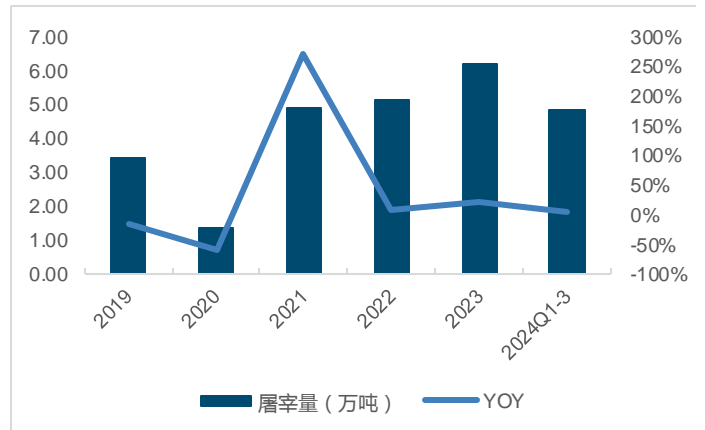
3.4 完善产业链发展，打造产业协同优势

公司打造一体化生猪全产业链，在生猪赛道中行稳致远。在上游饲料板块公司兴建现代化饲料厂，对大宗原料采用产地收储和实地认证相结合来控制质量安全，打造曦丰、鼎丰饲料品牌，主要供给自有猪场使用，保证生猪养殖饲料供给的高效。截至2024H1公司饲料产能规模已经接近120万吨，为公司未来出栏量的增长打下坚实基础；同时在生猪养殖体量尚未满产前，公司也通过部分外销饲料提升产能利用率。下游方面公司自2012年开始布局屠宰板块，2020年开始公司逐步加大下游屠宰板块的投入，目前已经完成205万头的生猪产能布局，公司以冷链仓储物流为基础，以冷链城市配送为特色，完善物流网络，提高服务水平，为后续一体化产业链打造坚实基础。

图表27：公司饲料生产量



图表28：公司屠宰肉品生产量



资料来源：公司公告，国金证券研究所

资料来源：公司公告，国金证券研究所

肉品方面运用多品牌发展建设提高猪肉产品价值与品牌知名度,通过自建销售渠道和冷链物流提高产品销售与配送能力,充分发挥肉品板块“转换器”与“蓄水池”的作用,拉长产业链链条,增厚产业链利润。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。公司品牌鲜肉已经入驻各大超市专柜,同时优鲜食品已经打造了专业的生鲜到家服务,顾客可以通过电话或者小程序方式实现次日鲜品配送到家,也可以通过其他线上平台直接订购。

图表29: 公司U鲜食品宣传图

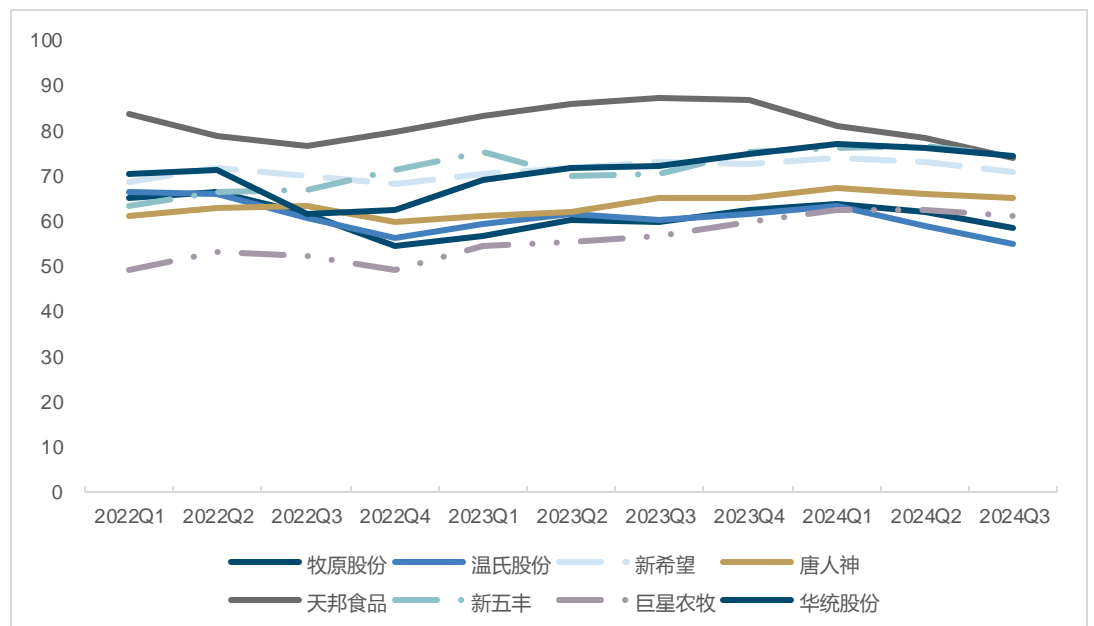


来源: 优鲜食品官网, 国金证券研究所

3.4 资金储备充足, 经营安全性较强

公司实控人为国资委,货币资金储备相对充裕,同时公司还充分利用资本市场平台进行融资,在资本市场获得了较为充足的发展资金。从资产负债率角度来看,截至2024Q3公司资产负债率为74.33%,较上一季度有所下降,其中公司有部分租赁负债影响整体负债水平,剔除后公司资产负债率处于行业平均较优水平。从资金层面来看,公司截至2024H1授信额度仍有60多亿元,截至24Q3账面现金14.5亿元,公司资金储备较为充足。

图表30: 上市猪企资产负债率对比 (%)



来源: Ifind, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

我们根据公司各项业务拆分进行单独预测，具体判断如下：

生猪养殖业务：公司生猪养殖业务依旧处于快速发展期，根据公司能繁母猪 24H1 已经达到 23.28 万头，母猪栏舍接近 30 万头的规模，考虑到公司销售仔猪比例较多，我们预计公司 2024-2026 年分别出栏生猪 430/550/600 万头，其中育肥猪预计出栏分别为 258/330/390 万头。考虑到目前能繁母猪存栏在 2024 年中已经趋势增加，虽然增加幅度较为缓慢，但是叠加生产效率的回升以及今年 Q4 疫病较为平缓，预计明年上半年供给端多于今年上半年，而在目前仍有盈利的情况下，预计明年 1-2 月份能繁母猪存栏不会大幅调减，整体供给在没有疫病扰动下或较 2024 年宽松。8 月份以来生猪价格见顶回落，目前全国均价已经低于 16 元/公斤，根据供给端有所增加以及行业成本的下行，我们预计公司 2024-2026 年生猪销售均价分别为 16.7/15.0/15.2 元/公斤，预计商品猪营业成本分别为 15.5/14.1/13.8 元/KG。

屠宰与肉食：公司目前已经有接近 205 万屠宰产能布局，预计随着产能的释放与产能利用率的提升，公司屠宰量有望快速释放，我们假设 2024-2026 年屠宰冷藏收入增速分别为 20%/15%/10%；鲜肉销售 2024-2026 年收入增速为 30%/30%/30%；冻肉业务 2024-2026 年收入增速为 11%/15%/10%。

图表31: 公司盈利预测拆分 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
生猪养殖					
收入	2731.13	3754.98	5989.23	7019.17	8577.13
YOY	214.08%	37.49%	59.50%	17.20%	22.20%
成本	2455.49	4279.11	5356.27	6242.44	7223.15
毛利	275.64	(524.13)	632.97	776.73	1353.98
毛利率	10.09%	-13.96%	10.57%	11.07%	15.79%
屠宰冷藏					
收入	746.83	680.36	816.43	938.90	1032.79
YOY	91.71%	-8.90%	20.00%	15.00%	10.00%
成本	720.29	686.12	791.94	910.73	1001.80
毛利	26.54	(5.76)	24.49	28.17	30.98
毛利率	3.55%	-0.85%	3.00%	3.00%	3.00%
冻肉					
收入	451.25	270.36	300.00	345.00	379.50
YOY	99.95%	-40.09%	10.96%	15%	10%
成本	446.83	278.58	297.00	341.55	375.71
毛利	4.42	(8.22)	3.00	3.45	3.80
毛利率	0.98%	-3.04%	1.00%	1.00%	1.00%
鲜肉销售					
收入	2.75	2.43	3.16	4.11	5.34
YOY	-5.17%	-11.64%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	2.70	2.41	2.41	2.41	2.41
毛利	0.05	0.02	0.75	1.70	2.93
毛利率	1.82%	0.82%	1.00%	1.00%	1.00%
饲料销售					
收入	2.12	136.71	65.00	71.50	78.65
YOY	-85.66%	6348.58%	-52.45%	10.00%	10.00%
成本	1.75	117.74	55.25	60.78	66.85
毛利	0.37	18.97	9.75	10.73	11.80
毛利率	17.45%	13.88%	15.00%	15.00%	15.00%
原料贸易与其他业务					
收入	726.04	546.64	601.30	631.37	662.94
YOY	240.70%	-24.71%	10.00%	5.00%	5.00%
成本	714.95	546.99	591.30	621.37	652.94
毛利	11.09	(0.35)	10.00	10.00	10.00
毛利率	1.53%	-0.06%	1.66%	1.58%	1.51%
合计					
营业收入	4660	5391	7775	9010	10736
YOY	171.63%	15.69%	44.21%	15.88%	19.16%
毛利	318	(519)	681	831	1413
毛利率	6.83%	-9.64%	8.76%	9.22%	13.17%

来源: Wind, 国金证券研究所

公司作为湖南生猪养殖龙头企业,收购天心种业后种猪繁育体系优势突出,同时公司采用租赁模式快速扩张产能;并且公司积极优化生产销量,随着产能利用率的提升,公司成本端有望持续改善。我们认为公司出栏量与盈利有望大幅增长,预计公司24-26年分别实现营收77.75/90.28/107.36亿元,同比分别增长38.1%、16.1%、18.9%,实现归母净利润0.75/2.45/7.52亿元,同比分别扭亏/+227%/+207%,对应EPS分别为0.06元、0.19元、0.60元。参考公司历史估值与可比公司估值,公司业绩与估值受生猪价格周期性波动影响较大,但公司规模处于快速扩张阶段,同时养殖成本也在持续改善,采用2025年相对低盈利阶段不能正确体现公司价值,因此给予其26年12XPE,对应目标价7.15元,首次覆盖,给予“增持”评级。

图表32: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	归母净利润 (亿元)				归母净利润YOY			EPS			PE		
		23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
002840.SZ	华统股份	-6.0	3.6	7.6	8.1	158.8%	114.9%	5.3%	0.6	1.2	1.2	24.0	11.2	10.6
603477.SH	巨星农牧	-6.5	6.2	10.6	10.9	195.9%	71.1%	2.5%	1.2	2.1	2.1	15.5	9.0	8.8
605296.SH	神农集团	-4.0	6.8	12.6	13.9	268.4%	86.9%	9.7%	1.3	2.4	2.6	21.9	11.7	10.7
002567.SZ	唐人神	-15.3	5.3	8.6	9.1	134.7%	61.8%	6.1%	0.4	0.6	0.6	14.0	8.7	8.2
	平均值								0.9	1.6	1.7	18.8	10.1	9.6
600975.SH	新五丰	-12.0	0.7	2.4	7.5	106.2%	227.7%	207.4%	0.1	0.2	0.6	104.4	31.9	10.4

来源: Wind, 国金证券研究所 (除新五丰外采用 Wind 一致性预期, 股价采用日期为 2024 年 12 月 26 日)

六、风险提示

生猪价格波动风险: 公司盈利水平与猪价密切相关, 我国生猪价格呈现出较强的周期性波动特征, 猪价的大幅波动或不及预期都会给公司带来风险或业绩下降。

饲料价格波动风险: 生猪养殖成本中饲料成本占比最大, 饲料价格波动对业绩产生较大影响。

动物疫病风险: 动物疫病或使得行业受损严重, 或对公司业绩造成较大影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,003	4,932	5,632	7,775	9,028	10,736
增长率		146.3%	14.2%	38.1%	16.1%	18.9%
主营业务成本	-1,976	-4,609	-6,149	-7,094	-8,179	-9,323
% 销售收入	98.6%	93.5%	109.2%	91.2%	90.6%	86.8%
毛利	27	323	-517	681	849	1,413
% 销售收入	1.4%	6.5%	n.a	8.8%	9.4%	13.2%
营业税金及附加	-7	-10	-14	-16	-18	-21
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-27	-26	-27	-35	-41	-48
% 销售收入	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-104	-156	-166	-194	-226	-268
% 销售收入	5.2%	3.2%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-16	-24	-35	-22	-25	-30
% 销售收入	0.8%	0.5%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	-127	108	-760	414	539	1,045
% 销售收入	n.a	2.2%	n.a	5.3%	6.0%	9.7%
财务费用	-62	-191	-258	-288	-286	-274
% 销售收入	3.1%	3.9%	4.6%	3.7%	3.2%	2.6%
资产减值损失	-114	-67	-225	-40	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	24	-1	-3	0	0
% 税前利润	-0.2%	-51.8%	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	-287	-25	-1,220	84	247	764
营业利润率	n.a	n.a	n.a	1.1%	2.7%	7.1%
营业外收支	-10	-20	-31	-10	-5	-5
税前利润	-297	-45	-1,251	74	242	759
利润率	n.a	n.a	n.a	1.0%	2.7%	7.1%
所得税	2	-4	-5	1	2	-8
所得税率	n.a	n.a	n.a	-1.0%	-1.0%	1.0%
净利润	-294	-49	-1,255	75	245	752
少数股东损益	-14	27	-52	0	0	0
归属于母公司的净利	-280	-76	-1,203	75	245	752
净利率	n.a	n.a	n.a	1.0%	2.7%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-294	-49	-1,255	75	245	752
少数股东损益	-14	27	-52	0	0	0
非现金支出	348	656	1,156	655	652	689
非经营收益	61	106	308	331	310	298
营运资金变动	-644	-668	-852	-223	-199	-188
经营活动现金净流	-530	45	-642	839	1,007	1,551
资本开支	-285	-250	-330	-276	-447	-557
投资	-9	-161	-32	0	0	0
其他	0	7	-209	-3	0	0
投资活动现金净流	-295	-404	-570	-279	-447	-557
股权募资	1,067	28	1,539	0	0	0
债权募资	749	321	876	-29	-73	30
其他	-426	-571	-353	-339	-403	-594
筹资活动现金净流	1,390	-221	2,062	-367	-476	-564
现金净流量	565	-580	850	192	84	430

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	833	567	1,500	1,403	1,214	1,389
应收款项	105	166	126	234	272	324
存货	874	1,538	1,873	1,943	2,240	2,553
其他流动资产	126	153	163	182	204	226
流动资产	1,939	2,423	3,661	3,762	3,930	4,492
% 总资产	35.9%	24.0%	28.9%	30.3%	31.8%	35.1%
长期投资	168	379	409	409	409	409
固定资产	1,212	2,706	2,990	2,941	2,998	3,115
% 总资产	22.4%	26.8%	23.6%	23.7%	24.3%	24.3%
无形资产	118	201	195	189	183	177
非流动资产	3,468	7,662	8,995	8,636	8,433	8,302
% 总资产	64.1%	76.0%	71.1%	69.7%	68.2%	64.9%
资产总计	5,407	10,085	12,657	12,398	12,363	12,794
短期借款	914	934	2,335	2,407	2,334	2,364
应付款项	265	923	882	914	1,053	1,201
其他流动负债	83	153	160	143	167	225
流动负债	1,262	2,009	3,377	3,463	3,554	3,790
长期贷款	357	1,332	1,183	1,183	1,183	1,183
其他长期负债	1,556	3,837	4,931	4,541	4,268	4,012
负债	3,176	7,178	9,491	9,187	9,005	8,985
普通股股东权益	2,127	2,681	2,992	3,037	3,184	3,635
其中：股本	805	1,076	1,261	1,261	1,261	1,261
未分配利润	87	193	-1,012	-967	-820	-369
少数股东权益	103	225	173	173	173	173
负债股东权益合计	5,407	10,085	12,657	12,398	12,363	12,794

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.348	-0.094	-0.954	0.059	0.194	0.596
每股净资产	2.643	3.331	2.372	2.408	2.524	2.882
每股经营现金净流	-0.659	0.056	-0.509	0.665	0.798	1.230
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.024	0.078	0.238
回报率						
净资产收益率	-13.17%	-2.83%	-40.22%	2.46%	7.68%	20.69%
总资产收益率	-5.18%	-0.75%	-9.51%	0.60%	1.98%	5.88%
投入资本收益率	-3.61%	2.26%	-11.41%	6.15%	7.92%	14.07%
增长率						
主营业务收入增长率	-26.47%	146.26%	14.19%	38.05%	16.11%	18.92%
EBIT增长率	N/A	-184.77%	-802.97%	-154.53%	30.13%	93.88%
净利润增长率	-199.13%	-72.88%	1483.47%	N/A	227.70%	207.35%
总资产增长率	142.61%	86.53%	25.50%	-2.04%	-0.28%	3.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.6	5.7	2.9	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	145.6	95.5	101.2	102.0	102.0	102.0
应付账款周转天数	19.7	20.4	26.1	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	187.3	159.2	172.1	124.7	107.7	91.1
偿债能力						
净负债/股东权益	19.63%	58.47%	63.75%	68.14%	68.59%	56.68%
EBIT利息保障倍数	-2.0	0.6	-2.9	1.4	1.9	3.8
资产负债率	58.74%	71.18%	74.99%	74.10%	72.84%	70.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	3	11
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.33	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806