2025 年 08 月 30 日
公司研究●证券研究报告

金新农（002548.SZ）

公司快报

业绩大幅减亏，股权激励彰显发展信心

投资要点

- **事件：**2025H1，公司实现营业收入 23.76 亿元（同比+10.38%）；归母净利润-2350.70 万元（同比大幅减亏）。不转增，不分红。
- **双主业双轮驱动，降本增效助力业绩减亏。饲料业务：**25H1，公司饲料销量 52.10 万吨（同比+44.23%）；公司优化营销体系，推动公司饲料外销量同比增长 44.23%，远高于全国工业饲料总产量 7.7%增幅；得益于饲料销量增长，公司饲料产能利用率上升（同比+6 pct），单吨制造费用下降（同比-10%）。**生猪养殖业务：**25H1，公司生猪销量 63.23 万头（同比+5.57%）。公司生猪养殖毛利率提升（同比+0.24 pct），利润情况优于去年同期。**费用优化：**25H1，公司销售/管理/财务/研发四项费用率多有下降（同比+0.26/-0.27/-0.58/-0.07 pct），有效推动亏损收窄。
- **股权激励彰显发展信心，或长效反哺改善业绩。**7 月 14 日，公司发布 2025 年股票期权与限制性股权激励计划（草案），覆盖公司董事、高管及核心技术、管理、业务人员。**股票期权激励计划：**授予 1163 万份，占公司总股本的 1.44%；预计激励总成本 623.50 万元，25-28 年分别摊销 143.40、278.81、147.61、53.67 万元，授予股票期权的行权价格为 3.93 元/股。**限制性股票激励计划：**授予 2837 万股，其中预留授予 209.00 万股；预计激励总成本 5150.88 万元，25-28 年分别摊销 1251.95、2360.82、1137.49、400.62 万元，首次及预留授予限制性股票的授予价格为 1.97 元/股。两种激励计划的股票来源均为公司定向增发 A 股普通股。
- **投资建议：降本增效助业绩减亏，股权激励显信心，或长效反哺改善业绩。**我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 50.43/63.94/75.78 亿元；归母净利润分别为 0.37/0.74/1.25 亿元；对应 PE 92.4/46.1/27.2 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：消费需求不及预期、生猪价格波动风险、宏观环境波动风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,040	4,562	5,043	6,394	7,578
YoY(%)	1.7	12.9	10.6	26.8	18.5
归母净利润(百万元)	-660	30	37	74	125
YoY(%)	-3426.5	104.6	21.9	100.7	69.2
毛利率(%)	3.3	10.6	8.5	8.9	9.1
EPS(摊薄/元)	-0.82	0.04	0.05	0.09	0.16
ROE(%)	-41.7	2.1	2.2	4.3	6.8
P/E(倍)	-5.1	112.7	92.4	46.1	27.2
P/B(倍)	2.4	2.2	2.2	2.1	1.9
净利率(%)	-16.3	0.7	0.7	1.2	1.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

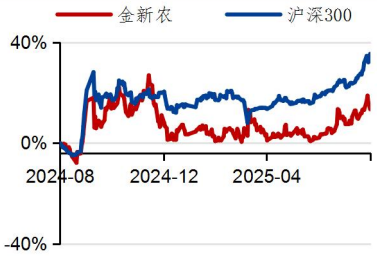
农林牧渔 | 饲料加工III

投资评级	增持(首次)
股价(2025-08-29)	4.22 元

交易数据

总市值（百万元）	3,397.50
流通市值（百万元）	3,394.87
总股本（百万股）	805.09
流通股本（百万股）	804.47
12 个月价格区间	4.58/3.55

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.36	-6.93	-22.52
绝对收益	3.94	9.61	14.67

分析师 陈梦瑶
SAC 执业证书编号：S0910525060001
chenmengyao@huajinsc.cn

相关报告

一、盈利预测核心假设

1. 饲料：饲料主业包括猪用配合料、猪用预混料、猪用浓缩料、其他饲料。该部分业务相对稳健，随着行业竞争格局的进一步优化和公司组织效能的升级，预计 2025 年饲料主业将继续保持稳健增长。预计 2025-2027 年对应收入分别为 33.21、38.20、43.93 亿元，同比增速分别为 20.00%、15.00%、15.00%。

2. 生猪养殖：公司将继续推进降本增效，优化猪场规划、提升设施配套水平，同时加强疫病防控和数字化管理，提高生产效率。此外，公司还将通过轻资产合作模式扩大生猪出栏规模，预计生猪养殖主业将在 2025 年继续保持增长态势，并有望实现更高的盈利水平。预计 2025-2027 年对应收入分别为 15.68、24.13、30.16 亿元，同比增速分别为-4.83%、53.85%、25.00%。

3. 饲料原材料及其他：该业务主要包括饲料原料的采购与销售，以及非核心产品的销售。公司将继续探索多元化经营模式，推动其他业务的转型升级，以实现整体盈利结构的优化。预计 2025-2027 年对应收入分别为 1.54、1.62、1.70 亿元,同比增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

综上，我们预计 2025-2027 年对应公司整体收入分别为 50.43、63.94、75.78 亿元，同比增速分别为 10.55%、26.77%、18.52%，对应总体毛利率分别为 8.45%、8.93%、9.11%。

表 1：收入成本拆分

业务收入（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
饲料	2597.81	2767.84	3321.41	3819.62	4392.56
YOY	*12.78%*	*6.54%*	*20.00%*	*15.00%*	*15.00%*
毛利率	9.53%	8.14%	7.50%	8.00%	8.20%
生猪养殖	1143.34	1647.75	1568.16	2412.56	3015.70
YOY	*-23.42%*	*44.12%*	*-4.83%*	*53.85%*	*25.00%*
毛利率	-9.75%	14.80%	10.00%	10.10%	10.20%
饲料原材料及其他	299.23	146.51	153.83	161.53	169.60
YOY	*68.60%*	*-51.04%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利率	-0.33%	9.64%	13.32%	13.32%	13.32%
营业总收入	4040.39	4562.10	5043.40	6393.70	7577.86
YOY	*1.67%*	*12.91%*	*10.55%*	*26.77%*	*18.52%*
毛利率	3.34%	10.59%	8.45%	8.93%	9.11%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司是一家拥有养殖、饲料两大核心业务的现代化科技型上市公司。公司以饲料生产及生猪养殖为核心业务，在饲料营养、种猪繁育、生猪供给等方面为客户提供优质的产品与服务。公司饲料业务的主要产品系猪用饲料，按照类别可划分为全价料、浓缩料和预混料，按照生长阶段可划分为教槽料、保育料、小猪料、中猪料、大猪料和种猪料，公司产品覆盖了猪的各个不同生长阶段，其中：教槽料、保育料和种猪料为公司的核心饲料产品。公司已建立起全系列饲料产品，充分满足了广大用户对猪不同生长阶段、不同层次和不同需求的营养需要。根据主营业务和行业相似性，我们选择巨星农牧、新希望、海大集团三家公司作为可比公司。从 PE 上看，三家可比公司 2025-2027 年平均 PE 均值分别为 26.55、22.94、14.69 倍。公司估值短期内高于行业均值，但降本增效有望对业绩改善成效显著；股权激励亦彰显公司对发展信心，有望增强员工凝聚力，长效反哺公司业绩改善，盈利空间有望进一步拓展。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603477.SH	巨星农牧	107.88	1.14	1.74	2.74	18.62	12.12	7.72
000876.SZ	新希望	444.85	0.24	0.25	0.46	40.89	39.10	21.31
002311.SZ	海大集团	1023.21	3.05	3.49	4.09	20.14	17.61	15.05
均值		525.31	1.48	1.83	2.43	26.55	22.94	14.69
002548.SZ	金新农	32.20	0.05	0.09	0.16	92.43	46.06	27.22

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2025 年 8 月 29 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1674	1227	1542	1925	2212
现金	754	338	396	502	596
应收票据及应收账款	105	68	123	119	168
预付账款	14	37	20	52	33
存货	684	711	869	1124	1233
其他流动资产	116	73	135	128	183
非流动资产	4310	4184	4286	5018	5611
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3057	3355	3459	4123	4678
无形资产	124	115	82	44	-0
其他非流动资产	1127	714	745	851	932
资产总计	5983	5410	5828	6944	7823
流动负债	3251	2797	3274	4317	5131
短期借款	1432	1421	1721	2781	3025
应付票据及应付账款	474	421	592	685	825
其他流动负债	1345	956	962	851	1280
非流动负债	**1180**	**1010**	**914**	**913**	**854**
长期借款	733	558	462	461	402
其他非流动负债	448	452	452	452	452
负债合计	4431	3807	4189	5230	5985
少数股东权益	71	89	89	89	89
股本	805	805	805	805	805
资本公积	1971	2011	2011	2011	2011
留存收益	-1332	-1302	-1265	-1191	-1067
归属母公司股东权益	1481	1514	1551	1625	1750
负债和股东权益	5983	5410	5828	6944	7823

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	125	423	785	230	1054
净利润	-647	34	37	74	125
折旧摊销	228	247	259	303	365
财务费用	147	162	136	180	215
投资损失	-1	7	0	0	0
营运资金变动	9	-81	357	-322	354
其他经营现金流	388	54	-5	-5	-5
投资活动现金流	-131	-135	-356	-1030	-953
筹资活动现金流	-527	-684	-670	-154	-253
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.82	0.04	0.05	0.09	0.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.53	0.97	0.29	1.31
每股净资产(最新摊薄)	1.79	1.88	1.93	2.02	2.17

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4040	4562	5043	6394	7578
营业成本	3905	4079	4617	5823	6887
营业税金及附加	9	9	12	14	16
营业费用	64	66	70	82	94
管理费用	218	180	151	160	158
研发费用	50	51	51	64	68
财务费用	147	162	136	180	215
资产减值损失	-210	-4	-3	-3	-4
公允价值变动收益	-55	5	5	5	5
投资净收益	1	-7	0	0	0
营业利润	-622	41	32	73	140
营业外收入	8	12	10	10	10
营业外支出	24	15	0	0	10
利润总额	-639	39	41	83	140
所得税	8	4	4	9	15
税后利润	-647	34	37	74	125
少数股东损益	13	4	0	0	0
归属母公司净利润	-660	30	37	74	125
EBITDA	-299	399	402	524	679

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.7	12.9	10.6	26.8	18.5
营业利润(%)	-3595.0	106.6	-23.3	130.0	93.1
归属于母公司净利润(%)	-3426.5	104.6	21.9	100.7	69.2
获利能力					
毛利率(%)	3.3	10.6	8.5	8.9	9.1
净利率(%)	-16.3	0.7	0.7	1.2	1.6
ROE(%)	-41.7	2.1	2.2	4.3	6.8
ROIC(%)	-11.4	3.0	3.0	3.6	4.8
偿债能力					
资产负债率(%)	74.1	70.4	71.9	75.3	76.5
流动比率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	38.4	52.8	52.8	52.8	52.8
应付账款周转率	9.0	9.1	9.1	9.1	9.1
估值比率					
P/E	-5.1	112.7	92.4	46.1	27.2
P/B	2.4	2.2	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	-19.8	15.4	14.5	13.0	10.2

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

陈梦瑶声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn