

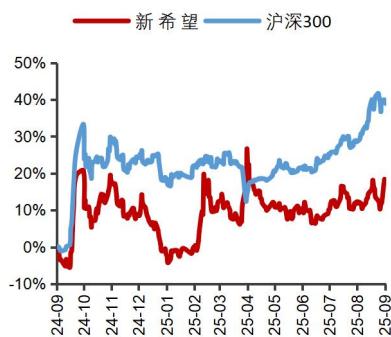
# 生猪核心指标改善，饲料业务稳步增长

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2025-09-09

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 收盘价（元）          | 10.24      |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 11.86/8.14 |
| 总股本（百万股）        | 4,502      |
| 流通股本（百万股）       | 4,500      |
| 流通股比例（%）        | 99.92      |
| 总市值（亿元）         | 461        |
| 流通市值（亿元）        | 461        |

## 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

## 相关报告

1、新希望 (000876) 年报季报点评：  
Q1 盈利 4.45 亿元，核心主业重拾升  
势 2025-05-02

## 主要观点：

### ● 1H2025 公司归母净利 7.55 亿元，6 月末资产负债率降至 68.8%

公司公布 2025 年中报：1H2025 实现收入 516.2 亿元，同比+4.1%；归母净利润 7.55 亿元，扣非后归母净利润 7.0 亿元，均同比扭亏为盈。2025 年 6 月末，公司资产负债率 68.8%，同比-4.2pct，较 3 月末-0.4pct。上半年分板块盈利：饲料业务归母净利 6 亿元；生猪业务归母净利 4700 万元，同比扭亏近 15 亿元；民生银行投资收益 6.7 亿元；总部费用及其他板块亏损 5.6 亿元，其中，已转让禽产业少数股权亏损 1.3 亿元。

### ● 生猪业务核心指标持续改善，Q2 运营场线完全成本降至 13 元/公斤

2025 年公司计划出栏生猪 1600-1700 万头，1H2025 公司生猪出栏量 844.94 万头，同比-2.8%，全年出栏量有望顺利完成；其中，育肥猪销量 639.28 万头，仔猪销量 205.66 万头。伴随着种猪体系优化、防疫提升、数字化与智能化改造，公司生猪业务核心指标持续改善。1H2025 公司窝均仔猪数 11.2 头，较 2024 年提升 0.4 头，近几月更是提升至 11.5 头以上；1H2025 平均 PSY25.4 头，较 2024 年提升 0.7 头，近几月稳定在 26 头以上；1H2025 平均断奶仔猪成本约 260 元/头，较 2024 年底下降 30 元/头，近几月低于 250 元/头；1H2025 平均育肥成活率 94%，较 2024 年底+2pct；1H2025 平均料肉比 2.66，近几月接近 2.6，7 月单月已低于 2.6。1H2025，公司正常运营场线的平均完全成本已降至 13.1 元/公斤，其中，Q1、Q2 分别为 13.3 元/公斤、13.0 元/公斤，7 月西部纵队、中南纵队完全成本降至约 12 元/公斤左右，部分战区已低于 12 元/公斤。

### ● 饲料业务稳步增长，海外饲料销量逾 300 万吨

1H2025，公司饲料销量 1,393 万吨，同比+13%，其中，饲料外销量 1,148 万吨，同比+16%，饲料业务毛利率 5.38%，同比+1.15pct；分品类看，禽料销量 831 万吨，同比+17%，猪料销量 448 万吨，同比+5%（猪料外销量 223 万吨，同比+14%），水产料销量 80 万吨，同比增长 17%；反刍料销量 25 万吨，同比+11%。

2024 下半年以来，随着公司整体资金与盈利情况好转，公司开始积极筹划海外饲料发展。截至今年 6 月末，公司海外饲料产能已超过 700 万吨，目前仍有一批新厂线正在立项或建设；与此同时，公司通过社会招聘、校园招聘、内部调动补充中方干部，推进本土化。1H2025，公司海外饲料销量超过 300 万吨，同比+18%，其中，猪料+15%，水产料+30%以上，反刍料近翻倍。目前，产能集中在市场基础好，且团队成熟的印尼、越南、埃及，新增产能将优先选择“市场空间大、人口基数大、政经环境稳定、饲料容量高、团队基础好”的区域，仍会有很大比例落在当前优势国家，同时考虑新市场开拓。

## 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司生猪出栏量分别为 1652 万头、1702 万头、1753 万头，同比分别增长 0%、3.0%、3.0%；饲料外销量分别为 2439

万吨、2634 万吨、2766 万吨，同比分别增长 15%、8%、5%；主营业务收入分别为 1082.81 亿元、1161.59 亿元、1213.81 亿元，同比分别增长 5.1%、7.3%、4.5%；归母净利分别为 12.7 亿元、21.77 亿元、24.78 亿元，同比分别增长 168.1%、71.5%、13.8%；归母净利润前值 2025 年 11.51 亿元、2026 年 10.9 亿元、2027 年 20.88 亿元，本次上调的主要原因是，调整 2025-2027 年饲料销量、饲料价格、生猪出栏量、猪价和成本预期，维持“买入”评级不变。

### 风险提示

生猪疫情；原材料价格大幅上行；猪价上涨晚于预期。

| 主要财务指标    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 103063 | 108281 | 116159 | 121381 |
| 收入同比 (%)  | -27.3% | 5.1%   | 7.3%   | 4.5%   |
| 归属母公司净利润  | 474    | 1270   | 2177   | 2478   |
| 净利润同比 (%) | 90.1%  | 168.1% | 71.5%  | 13.8%  |
| 毛利率 (%)   | 6.6%   | 6.9%   | 7.7%   | 7.8%   |
| ROE (%)   | 1.8%   | 4.7%   | 7.5%   | 7.8%   |
| 每股收益 (元)  | 0.09   | 0.28   | 0.48   | 0.55   |
| P/E       | 99.78  | 36.50  | 21.28  | 18.70  |
| P/B       | 1.58   | 1.72   | 1.59   | 1.46   |
| EV/EBITDA | 17.96  | 20.03  | 16.06  | 14.44  |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |        |        |        | 利润表    |                 |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>流动资产</b>    |        |        |        |        | <b>营业收入</b>     | 103063 | 108281 | 116159 | 121381 |
| 现金             | 22306  | 20135  | 24316  | 28583  | 营业成本            | 96256  | 100836 | 107272 | 111954 |
| 应收账款           | 8699   | 6352   | 9588   | 13214  | 营业税金及附加         | 172    | 181    | 194    | 203    |
| 其他应收款          | 972    | 790    | 905    | 948    | 销售费用            | 1260   | 1235   | 1358   | 1426   |
| 预付账款           | 983    | 1038   | 1114   | 1164   | 管理费用            | 3756   | 3700   | 4070   | 4273   |
| 存货             | 565    | 592    | 630    | 657    | 财务费用            | 1804   | 1914   | 1799   | 1729   |
| 其他流动资产         | 10732  | 11051  | 11756  | 12269  | 资产减值损失          | -23    | -20    | -20    | -20    |
| <b>非流动资产</b>   |        |        |        |        | 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 355    | 312    | 324    | 331    | 投资净收益           | 1618   | 1624   | 1742   | 1821   |
| 固定资产           | 95608  | 94600  | 92551  | 90433  | <b>营业利润</b>     | 1000   | 1793   | 3003   | 3404   |
| 无形资产           | 30453  | 30853  | 31253  | 31653  | 营业外收入           | 113    | 100    | 100    | 100    |
| 其他非流动资产        | 43476  | 43638  | 42759  | 41791  | 营业外支出           | 629    | 200    | 200    | 200    |
| <b>资产总计</b>    | 1540   | 1490   | 1440   | 1390   | <b>利润总额</b>     | 483    | 1693   | 2903   | 3304   |
| <b>流动负债</b>    | 20138  | 18618  | 17098  | 15598  | 所得税             | 282    | 423    | 726    | 826    |
| 短期借款           | 117914 | 114735 | 116867 | 119015 | <b>净利润</b>      | 202    | 1270   | 2177   | 2478   |
| 应付账款           | 47135  | 44766  | 45801  | 46551  | 少数股东损益          | -272   | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债         | 17742  | 17742  | 17742  | 17742  | <b>归属母公司净利润</b> | 474    | 1270   | 2177   | 2478   |
| <b>非流动负债</b>   | 21868  | 21500  | 22182  | 22675  | EBITDA          | 5199   | 4957   | 5914   | 6251   |
| 长期借款           | 34233  | 32133  | 31033  | 29933  | EPS (元)         | 0.09   | 0.28   | 0.48   | 0.55   |
| 其他非流动负债        | 20764  | 18764  | 17764  | 16764  |                 |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 13469  | 13369  | 13269  | 13169  |                 |        |        |        |        |
| <b>少数股东权益</b>  | 81368  | 76899  | 76834  | 76484  |                 |        |        |        |        |
| 股本             | 10888  | 10888  | 10888  | 10888  |                 |        |        |        |        |
| 资本公积           | 4526   | 4526   | 4526   | 4526   |                 |        |        |        |        |
| 留存收益           | 5203   | 5203   | 5203   | 5203   |                 |        |        |        |        |
| 归属于母公司股东权      | 15928  | 17218  | 19416  | 21914  |                 |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 25657  | 26947  | 29145  | 31643  |                 |        |        |        |        |
|                | 117914 | 114735 | 116867 | 119015 |                 |        |        |        |        |
| 现金流量表          |        |        |        | 单位:百万元 | 主要财务比率          |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 9127   | 2023   | 5420   | 5707   | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 净利润            | 474    | 1270   | 2177   | 2478   | 营业收入            | -27.3% | 5.1%   | 7.3%   | 4.5%   |
| 折旧摊销           | 3764   | 2888   | 2928   | 3018   | 营业利润            | 233.0% | 79.4%  | 67.5%  | 13.4%  |
| 财务费用           | 2125   | 1914   | 1846   | 1801   | 归属于母公司净利        | 90.1%  | 168.1% | 71.5%  | 13.8%  |
| 投资损失           | -1618  | -1624  | -1742  | -1821  | <b>盈利能力</b>     |        |        |        |        |
| 营运资金变动         | 3928   | -2645  | 40     | 59     | 毛利率 (%)         | 6.6%   | 6.9%   | 7.7%   | 7.8%   |
| 其他经营现金流        | -3002  | 4135   | 2307   | 2589   | 净利率 (%)         | 0.5%   | 1.2%   | 1.9%   | 2.0%   |
| <b>投资活动现金流</b> | -1087  | -356   | 762    | 821    | ROE (%)         | 1.8%   | 4.7%   | 7.5%   | 7.8%   |
| 资本支出           | -1906  | -1600  | -600   | -600   | ROIC (%)        | 0.6%   | 1.6%   | 2.3%   | 2.4%   |
| 长期投资           | 3432   | -400   | -400   | -400   | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 其他投资现金流        | -2613  | 1644   | 1762   | 1821   | 资产负债率 (%)       | 69.0%  | 67.0%  | 65.7%  | 64.3%  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -9368  | -4014  | -2946  | -2901  | 净负债比率 (%)       | 222.6% | 203.2% | 191.9% | 179.8% |
| 短期借款           | 3247   | 0      | 0      | 0      | 流动比率            | 0.47   | 0.45   | 0.53   | 0.61   |
| 长期借款           | -4870  | -2000  | -1000  | -1000  | 速动比率            | 0.23   | 0.19   | 0.26   | 0.34   |
| 普通股增加          | -20    | 0      | 0      | 0      | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 资本公积增加         | -771   | 0      | 0      | 0      | 总资产周转率          | 0.87   | 0.94   | 0.99   | 1.02   |
| 其他筹资现金流        | -6954  | -2014  | -1946  | -1901  | 应收账款周转率         | 106.03 | 137.07 | 128.39 | 128.09 |
| <b>现金净增加额</b>  | -1385  | -2347  | 3236   | 3626   | 应付账款周转率         | 12.79  | 18.25  | 18.25  | 18.25  |
|                |        |        |        |        | <b>每股指标(元)</b>  |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        | 每股收益            | 0.09   | 0.28   | 0.48   | 0.55   |
|                |        |        |        |        | 每股经营现金流薄)       | 2.02   | 0.45   | 1.20   | 1.26   |
|                |        |        |        |        | 每股净资产           | 5.67   | 5.95   | 6.44   | 6.99   |
|                |        |        |        |        | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        | P/E             | 99.78  | 36.50  | 21.28  | 18.70  |
|                |        |        |        |        | P/B             | 1.58   | 1.72   | 1.59   | 1.46   |
|                |        |        |        |        | EV/EBITDA       | 17.96  | 20.03  | 16.06  | 14.44  |

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，2023年WIND金牌分析师农林牧渔行业第五名；2024年WIND金牌分析师农林牧渔行业第四名。

## 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起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形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。如未经本公司授权，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。