

新希望 (000876.SZ)

买入

2021 年报及 2022 一季报点评：生猪经营边际改善，出栏延续增长趋势

核心观点

公司生猪业务经营逐季恢复，2021 年及 2022Q1 业绩受猪价底部影响有所承压。公司 2021 年实现营业收入 1262.62 亿元，同比+14.97%，归母净利润-95.91 亿元，同比-293.98%。2022Q1 由于猪价在春节后大幅下滑，公司业绩进一步承压，营收同比+0.91%至 295.06 亿元，归母净利同比-2204.50%至-28.79 亿元。我们预计 2022Q1 业绩分拆如下：饲料业务实现净利约 1 亿元，禽产业亏损接近 1.1 亿元，猪产业亏损约 30 亿元，食品业务实现盈利约 0.3 亿元，其他及总部费用 3.3 亿元左右，子公司民生银行实现盈利约 4.3 亿元。

生猪产能稳步上量，成本有望延续下降趋势。生猪养殖是影响公司盈利波动的核心因素，我们认为公司生猪板块经营正在稳步恢复的过程当中：出栏方面，公司 2022Q1 生猪出栏量同比增加 61.88%至 369.68 万头，预计 2022 年全年有望实现出栏 1300-1800 万头，2023 年出栏约 2000 万头，出栏有望延续增长趋势。公司产能储备充足，截至 2021 年 12 月底，公司能繁母猪存栏接近 100 万头，后备母猪接近 40 多万头；目前公司租赁和自建自育肥规模达 736 万头；已在运行中、改造中或新建中陆续投产的母猪场产能达 166 万头，足够满足未来两年生猪业务发展需要。公司成本改善的趋势同样明显，2021 年年底自繁仔猪育肥猪的全成本已降到 17.9 元/公斤（不包含总部费用），公司目标养殖完全成本在 2022 年 6-7 月有望继续下降至 16 元/公斤。

饲料龙头地位稳固，食品业务有望贡献利润新增长点。受益畜禽存栏高位，公司饲料业务实现量利齐升，2021 年归母利润达 15.7 亿，同比增长 17%，表现亮眼。一方面，2021 年公司饲料产品销量达 2824 万吨，同比增长 18%，增速高于全国饲料总销量增速 16%，公司饲料行业市占率继续提升至 9.6%。另一方面，公司在 2021 上半年研发了具有自主知识产权的饲料配方系统，并于 8 月初上线试运行，在原料价格波动时可以快速灵活调整配方，有效应对了饲料原材料价格大幅上涨的压力。此外，公司食品业务亦蓬勃发展，2021 年归母净利达 1.3 亿元，首次突破亿元盈利规模，其中多个明星单品实现突破，包括小酥肉单品销售收入近 10 亿元，另有 5 亿元级产品 2 个、1 亿元级产品 1 个、5000 万级产品 3 个，产品矩阵逐步完备，有望继续保持快速增长。

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：首次覆盖，给予“买入”评级。公司是农牧产业链龙头企业，2021 年生猪出栏在全国排名第五，未来出栏量有望继续增长，同时成本有望持续改善，或将受益 2023 年猪周期反转带来的量价齐升。预计公司 22-24 年归母净利为-39.71/59.77/139.89 亿元，对应当前股价 PE 为-15.9/10.6/4.5X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	109,825	126,262	136,849	157,539	171,189
(+/-%)	33.9%	15.0%	8.4%	15.1%	8.7%
净利润(百万元)	4944	-9591	-3971	5977	13989
(+/-%)	-1.9%	-294.0%	-58.6%	-250.5%	134.1%
每股收益(元)	1.10	-2.13	-0.88	1.33	3.11
EBIT Margin	5.8%	-3.6%	-1.9%	4.5%	9.0%
净资产收益率 (ROE)	12.4%	-28.6%	-13.4%	17.6%	34.1%
市盈率 (PE)	12.8	-6.6	-15.9	10.6	4.5
EV/EBITDA	13.1	237.0	75.2	12.8	8.0
市净率 (PB)	1.59	1.88	2.14	1.86	1.54

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

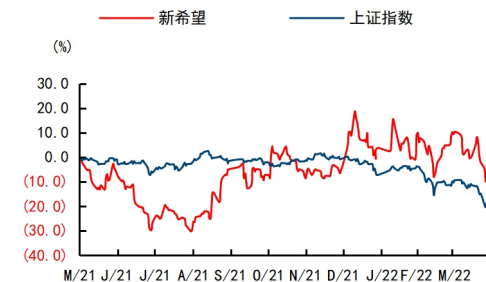
农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002

基础数据

投资评级 买入(上调)
 合理估值
 收盘价 14.03 元
 总市值/流通市值 63205/60666 百万元
 52 周最高价/最低价 18.54/10.66 元
 近 3 个月日均成交额 1017.09 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

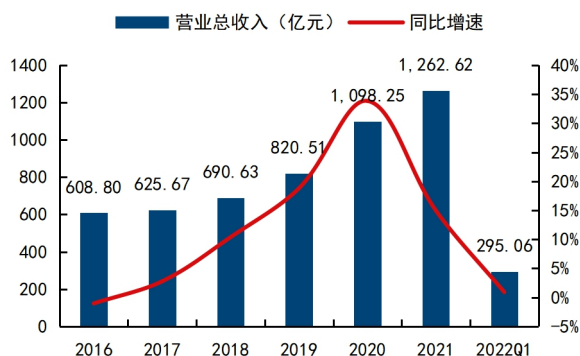
相关研究报告

《新希望-000876-2012 年三季报点评：饲料、畜禽养殖下行周期叠加》——2012-10-31
 《新希望-000876-用时间换空间》——2011-08-28
 《新希望-000876-黎明的号角已经吹响》——2011-07-04
 《新希望中报点评：主业经营好转，业绩超预期》——2009-08-31
 《昨日的泥潭，明日的希望》——2009-04-27

猪价低迷叠加粮价上涨，公司生猪业务承压明显。公司 2021 年实现营业收入 1262.62 亿元，较上年增加 14.97%，实现归母净利润-95.91 亿元，较上年减少 293.98%。分业务来看：（1）**饲料**：共实现收入 708.17 亿元，同比增长 37.12%，于总收入中占比为 56.09%，受益生猪产能恢复带来的猪料需求回暖，饲料业务 2021 年实现量利齐升，饲料销量达 2824 万吨，销售均价 2507.68 元/吨，分别同比变动 18.07%、16.14%，饲料业务毛利同比增长 23.64%至 46.08 亿元。（2）**畜养殖**：共实现收入 172.03 亿元，同比减少 30.57%，于总收入中占比为 13.62%，其中 2021 年商品肉猪出栏量为 997.81 万头，销售收入 190.89 亿元，销售均价 18.04 元/公斤，分别同比变动 20.33%、-23.67%、-42.62%。受猪价低迷以及粮食上涨带来的成本端压力影响，公司生猪养殖业务承压明显，2021 年毛利同比减少 163.62%至-36.46 亿元。（3）**禽养殖**：共实现收入 182.29 亿元，同比减少 0.82%，于总收入中占比为 14.44%，受白羽鸡价格低位运行，公司短期禽养殖利润下滑明显，2021 年毛利同比减少 65.82%至 3.10 亿元。另外，公司屠宰及肉制品加工业务 2021 年实现收入 90.40 亿元，占比相对较小。

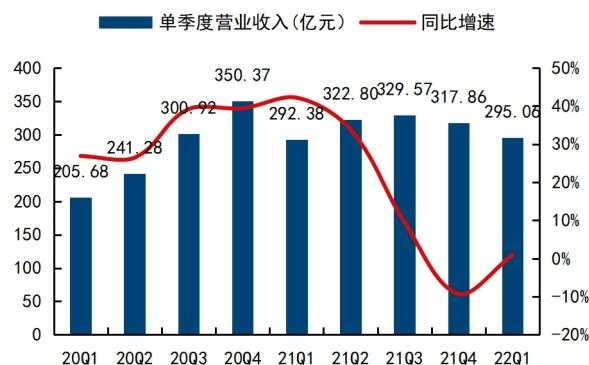
公司 2022Q1 出栏延续高增趋势，但受春节后猪价持续下行影响，业绩进一步承压，收入同比增加 0.91%至 295.06 亿元，归母净利润同比减少 2204.50%至-28.79 亿元，22Q1 生猪出栏量同比增加 61.88%至 369.68 万头。

图1：新希望营业收入及增速（单位：亿元、%）



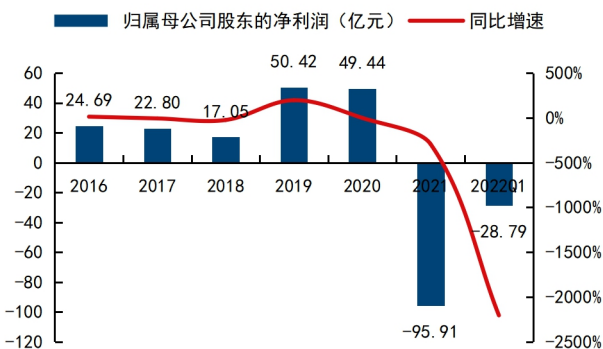
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新希望单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



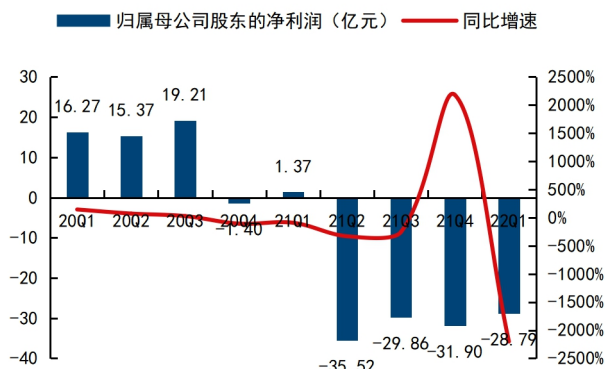
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新希望归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

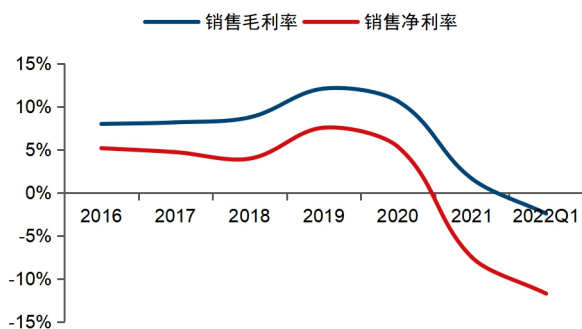
图4：新希望单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

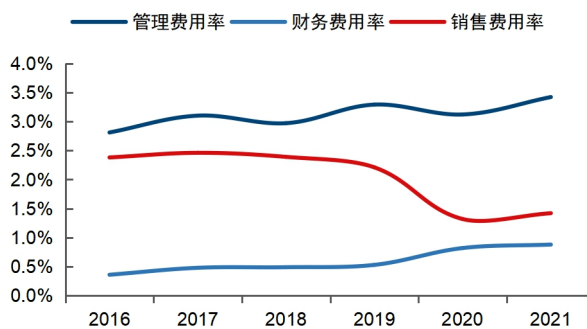
盈利能力下滑明显，三项费用率相对稳定。2021 年销售毛利率 1.60%，同比减少 9.01pct；销售净利率-7.53%，同比减少 12.85pct，猪价低迷导致的业务毛利下滑和大额存货减值是净利率承压的主要原因。销售费用率 1.42%（+0.10pct），管理费用率 3.42%（0.30pct），财务费用率 0.88%（+0.06pct）。三项费用率合计 5.72%，同比提升 0.64pct，主要系 2021 年为补充流动资金，公司长期负债增加逾 100 亿元，因此利息支出有所增加。

图5：新希望毛利率、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

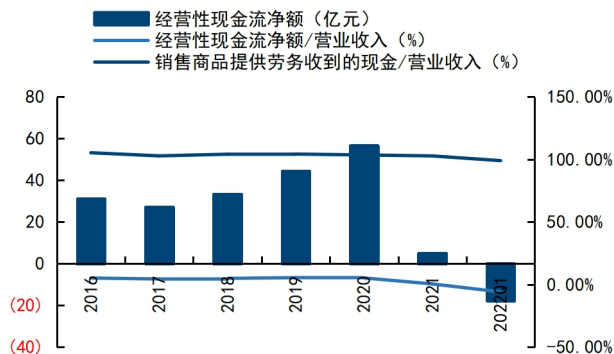
图6：新希望三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

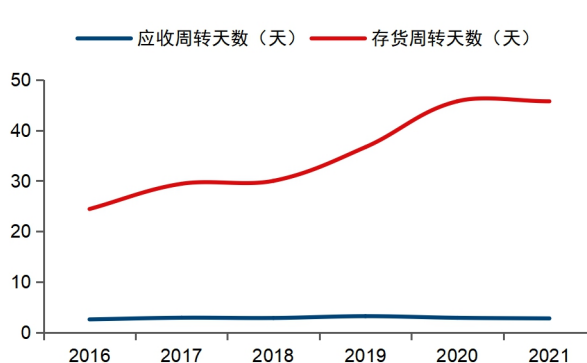
经营性现金流收缩明显。2021 年经营性现金流净额 5.01 亿元（-91.15%），经营性现金流净额占营业收入比例为 0.40%（-4.75%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 102.68%（-4.75%），现金流状况受猪价低迷、粮价上涨影响而整体承压明显。在主要流动资产周转方面，2021 年公司应收周转天数达 2.8 天（-4.07%），存货周转天数达 45.7 天（-0.02%），周转效率小幅提升。

图7：新希望经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：新希望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：首次覆盖，给予“买入”评级。公司是农牧产业链龙头企业，2021 年生猪出栏在全国排名第五，未来出栏量有望继续增长，同时成本有望持续改善，或将受益 2023 年猪周期反转带来的量价齐升。预计公司 22-24 年归母净利润为 -39.71/59.77/139.89 亿元，对应当前股价 PE 为 -15.9/10.6/4.5 X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
300498.SZ	温氏股份	18.66	1,185	-2.11	-0.21	2.14	-9	-89	9	买入
002124.SZ	天邦股份	6.60	121	-2.43	-0.67	1.15	-3	-10	6	买入
002714.SZ	牧原股份	52.23	2,780	1.31	1.59	5.51	40	33	9	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8799	14869	15000	12889	14253	营业收入	109825	126262	136849	157539	171189
应收款项	1326	1679	1966	1957	2100	营业成本	98175	124236	132147	142652	147017
存货净额	15650	15926	18228	20066	19753	营业税金及附加	175	223	232	265	294
其他流动资产	3277	2326	2667	3558	3452	销售费用	1453	1791	2259	2228	2627
流动资产合计	29054	34820	37798	38491	39578	管理费用	3431	4317	4444	4912	5519
固定资产	39867	53081	61854	68265	79748	研发费用	265	290	311	367	393
无形资产及其他	1553	1859	1785	1711	1636	财务费用	900	1117	2930	3322	3683
投资性房地产	16268	19134	19134	19134	19134	投资收益	1525	1378	1451	1515	1783
长期股权投资	22702	23840	23840	23840	23840	资产减值及公允价值变动	75	2929	25	650	300
资产总计	109443	132734	144411	151441	163936	其他收入	(561)	(5840)	(311)	(367)	(393)
短期借款及交易性金融负债	12451	20226	23678	21206	26363	营业利润	6730	(6955)	(3998)	5959	13740
应付款项	10100	9586	11221	12492	12122	营业外净收支	(566)	(2136)	6	2	9
其他流动负债	9368	7078	10393	11041	10106	利润总额	6164	(9091)	(3992)	5961	13749
流动负债合计	31918	36890	45196	44738	48591	所得税费用	316	412	(60)	42	(107)
长期借款及应付债券	25710	44047	51047	57047	62047	少数股东损益	903	88	39	(58)	(133)
其他长期负债	444	5318	5572	5672	5722	归属于母公司净利润	4944	(9591)	(3971)	5977	13989
长期负债合计	26154	49365	56619	62719	67769	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	58073	86255	101814	107457	116360	净利润	4944	(9591)	(3971)	5977	13989
少数股东权益	11525	12941	12968	12925	12858	资产减值准备	(104)	2800	2033	603	848
股东权益	39846	33539	29567	34050	41044	折旧摊销	2929	5225	4739	6186	7244
负债和股东权益总计	109443	132734	144350	154432	170263	公允价值变动损失	(75)	(2929)	(25)	(650)	(300)
						财务费用	900	1117	2930	3322	3683
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(11498)	2325	4307	(99)	(130)
每股收益	1.10	(2.13)	(0.88)	1.33	3.11	其它	597	(2685)	(2006)	(646)	(914)
每股红利	0.50	0.63	0.00	0.33	1.55	经营活动现金流	(3206)	(4856)	5064	11384	20736
每股净资产	8.84	7.44	6.56	7.56	9.11	资本开支	0	(24064)	(15446)	(13106)	(20000)
ROIC	13%	-6%	-2%	4%	10%	其它投资现金流	2	(18)	0	0	0
ROE	12%	-29%	-13%	18%	34%	投资活动现金流	(1578)	(25220)	(15446)	(13106)	(20000)
毛利率	11%	2%	3%	9%	14%	权益性融资	40	4447	0	0	0
EBIT Margin	6%	-4%	-2%	5%	9%	负债净变化	17947	9811	7000	6000	5000
EBITDA Margin	8%	0%	2%	8%	13%	支付股利、利息	(2248)	(2850)	0	(1494)	(6994)
收入增长	34%	15%	8%	15%	9%	其它融资现金流	(23632)	17777	3452	(2472)	5157
净利润增长率	-2%	-294%	-59%	-250%	134%	融资活动现金流	7806	36146	10452	2034	3163
资产负债率	64%	75%	80%	78%	76%	现金净变动	3022	6070	70	311	3899
息率	3.6%	4.5%	0.0%	2.4%	11.1%	货币资金的期初余额	5777	8799	14869	15000	12889
P/E	12.8	(6.6)	(15.9)	10.6	4.5	货币资金的期末余额	8799	14869	14939	15311	16789
P/B	1.6	1.9	2.1	1.9	1.5	企业自由现金流	0	(21317)	(8858)	(3330)	(3020)
EV/EBITDA	13.1	237.0	75.2	12.8	8.0	权益自由现金流	0	6271	(1293)	(3101)	3426

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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