

强烈推荐-A (维持)

雏鹰农牧 002477.SZ

目标估值: 7.0-8.6 元

当前股价: 5.71 元

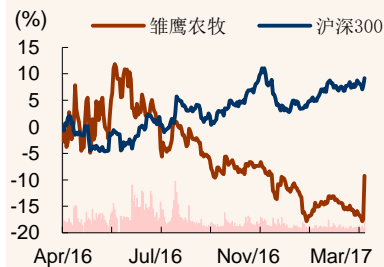
2017 年 04 月 06 日

基础数据

上证综指	3281
总股本(万股)	313516
已上市流通股(万股)	196491
总市值(亿元)	179
流通市值(亿元)	112
每股净资产(MRQ)	1.6
ROE(TTM)	16.5
资产负债率	65.4%
主要股东	侯建芳
主要股东持股比例	39.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	0	-10
相对表现	3	-7	-17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《雏鹰农牧(002477)——雏鹰问道, 沙县连城》2017-01-22
- 2、《雏鹰农牧(002477)中报点评——从养猪到卖肉, 雏鹰展翅高飞》2016-08-15
- 3、《雏鹰农牧(002477)深度报告——一体化体化黑马, 预期差巨大》2016-06-07

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理

雷轶
075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

雄鹰展翅, 猪安天下

2017 年 1 月 23 日, 我们在底部大力推荐, 巨大的预期差是支撑股价上涨的核心, 而“雄安概念”只是导火索。我们重申推荐逻辑, 并维持目标价 7.0-8.6 元。

模式创新, 雄鹰展翅

雏鹰模式以“公司+基地+农户”为核心, 公司自建或租赁养殖场, 培育优质种猪, 部分通过委托的形式先由农户代养、公司再回购获得稳定的仔猪源; 育肥阶段同样按照这种方式进行养殖生产。经过几年时间探索, 雏鹰模式已经由 1.0 升级到 3.0, 公司生猪出栏量也由 07 年不足 20 万头跨越发展至 16 年的 246.79 万头。在养殖模式不断创新的同时, “雏牧香”的品牌力和市场认可度快速提升, 屠宰和肉制品板块利润将超出预期。

产业延伸, 抵御周期

为抵御因生猪市场波动而产生的系统性风险, 公司已实现了从粮食贸易、饲料生产, 到生猪养殖、屠宰加工, 再到冷链物流、终端销售、电子商务等贯通全产业链的业务布局, 构建从农田到餐桌的全程一体化, 在有效保证食品安全的同时, 减少中间环节, 有效控制成本及风险, 提升公司的综合竞争力。此外, 公司发力互联网板块, 通过电商及电竞的有效结合、构建生猪综合服务平台, 实现三大战略板块的优势互补, 助推公司健康可持续发展。

雏鹰加盟, 珠联璧合

雏鹰的加盟将开启沙县新的篇章, 沙县投资将以平台形式对接上游供应商, 提升品牌形象并降低采购成本, 实现双赢。这与“公司+农户”合作养猪的原理相同, 将成为雏鹰模式的第二应用场景。6 万终端门店华丽转身为社区到家服务平台和传媒终端, 渠道变现值得期待。凭借好吃不贵, 沙县小吃得以纵横天下, 如今 6 万家店在“公司+业主”的全新模式下是否能重写温氏“公司+农户”的神话, 我们拭目以待。

盈利预测与估值: 我们预计 2016/17/18 年生猪出栏 240/300/400 万头, 仔猪占比约为 40%/37%/33%, 归母净利 9.4/12.2/15.5 亿元, EPS 为 0.30/0.39/0.49 元, 给予 2017 年 18-22 倍 PE 得出一年内目标价为 7.0-8.6 元, 较现价具有 23-51% 的上涨空间, 给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 雄县项目不达预期, 沙县小吃整合不顺, 股权投资回报不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1762	3619	4978	5679	7214
同比增长	-6%	105%	38%	14%	27%
营业利润(百万元)	-172	51	977	1275	1619
同比增长	-465%	-130%	1799%	31%	27%
净利润(百万元)	-189	220	936	1222	1551
同比增长	-351%	-216%	325%	31%	27%
每股收益(元)	-0.20	0.21	0.30	0.39	0.49
PE	-25.7	24.6	17.4	13.3	10.5
PB	1.8	1.2	3.1	2.6	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2014-2016 股本分别为 9.39、10.45、31.35 亿股

正文目录

全市场最为持续、坚定地推荐生猪养殖板块.....	4
全市场最坚定推荐雏鹰的卖方，重申推荐逻辑和目标价	4
1、模式创新，雄鹰展翅	6
(1) 雏鹰模式的不断迭代.....	7
(2) 养殖结构独树一帜	8
(3) 股权投资平台：收益加速提升	10
2、产业延伸，抵御周期	12
(1) 屠宰：膨胀→瘦身，扭亏为盈	12
(2) 生鲜：膨胀→调整，费用显著下降.....	14
(3) 电竞：打造粉丝经济.....	15
3、雏鹰加盟，珠联璧合	16
(1) 沙县“放心肉”，雏鹰“天上飞”	17
(2) 知名 IP，更好利用	17
(3) 变化积极，值得肯定.....	18
4、盈利预测与估值.....	19
(1) 盈利预测.....	19
(2) 估值对比.....	20
(3) PE-PB Band.....	20
风险提示：	21

图表目录

图 1：雏鹰模式迭代、产业链延伸与业绩一览.....	6
图 2：雏鹰模式迭代与市值对比.....	6
图 3：雏鹰模式迭代与营收、净利润对比	6
图 4：雏鹰模式 3.0 示意图	7
图 5：雏鹰模式的杠杆养猪	8
图 6：三项费用占比下降显著	8
图 7：资产周转率伴随投资现金流显著上升	8
图 8：仔猪、种猪、生猪出栏占生猪销售比例（不含自用屠宰）	9
图 9：商品肉猪销售和自用屠宰数量不断上升	9

图 10: 商品肉猪和自用屠宰占比逐年上升	9
图 11: 2016 年生猪养殖上市公司出栏量比较	10
图 12: 雏鹰农牧生猪出栏量	10
图 13: 屠宰扭亏为盈	13
图 14: 屠宰业务收入增长势头喜人	14
图 15: 屠宰业务毛利贡献显著增长	14
图 16: 终端产品口感较好	15
图 17: 二维码实现可追溯	15
图 18: 微客得营收及净利润情况	16
图 19: 沙县小吃餐饮连锁投资发展有限公司股权结构	16
图 20: 沙县小吃传媒旅游文化有限公司股权结构	16
表 1: 股权投资盈利可期	12
表 2: 屠宰业务于 2015 年首次实现扭亏为赢	13
表 3: 屠宰业务 2015 年实现约 1.46 亿净利润	14
表 4: 同期上市公司屠宰业务财务状况一览	14
表 5: “雏牧香”品牌专卖店经营模式优劣势分析	15
表 6: 雏鹰、沙县合作进程表	16
表 7: 各季度业绩回顾	19
表 8: 销售收入结构预测	19
表 9: 盈利预测简表	20
表 10: 估值对比表	20
附: 财务预测表	22

全市场最为持续、坚定地推荐生猪养殖板块

过去的一年里我们系统性地对生猪养殖行业进行了深度的剖析，目前九篇报告各有侧重，从不同角度切入，力求客观和完备，在整个过程中我们持续地对生猪养殖行业进行大力推荐。我们认为中国的生猪养殖正处于快速规模化的黄金时期，不远的未来将孕育 3-5 家千万级出栏龙头的崛起，我们有幸见证一批优秀企业的穿越周期、脱颖而出。

1、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之一-**超长猪周期，让暴利飞！**》2016-04-28，我们创新性提出“超长周期”——不同于以往的暴涨暴跌，猪周期呈现出持续温和上涨的“新常态”，并用“成本高、门槛高、学费高”这“三高”来解释其成因。<http://t.cn/Rtcq2LR>

2、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之二-**规模化浪潮，产业链巨变**》2016-06-02，生猪养殖看似 easy，其实高精尖；育种技术、育肥管理、产业链一体化三大方面都有很多讲究，究竟为何？且看本文分解。<http://t.cn/RtcqhT0>

3、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之三-**养殖模式：八仙过海，各显神通**》2016-07-19，以温氏为代表的“公司+农户”、以牧原为代表的一体化自育自繁自养、独特的“雏鹰模式”、后起之秀正邦科技，八仙过海，究竟孰优孰劣？且听本文分解 <http://t.cn/RtcG1L3>。

4、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之四-**食品安全与美味猪肉**》2016-07-31，民以食为天，食以安为先；骇人听闻的“瘦肉精”和“黄浦江死猪”事件历历在目 <http://t.cn/RtX4ruj>。

5、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之五-**国际比较：规模化加速，龙头高成长**》2016-08-14，通过跨时间和空间的国际比较，我们认为国内生猪养殖正处于规模化加速期，未来三到五年，年出栏过千万头的企业数量将扩容。参考 Smithfield 的市值成长经验，在规模快速扩张期，龙头企业的市值有望保持 25% 以上的年复合增速。<http://t.cn/RtT7c5h>

6、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之六-**超长猪周期发力，能繁母猪再探底**》2016-09-21，8 月能繁母猪存栏量创历史新低，跌至 3729 万头，连续 36 个月同比负增长，再一次印证我们之前提出“超长猪周期”理论。而政府干预减少，上涨时间将超预期，预计四季度供给收紧，猪价双峰将现。<http://t.cn/Rcl6a8c>

7、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之七-**生猪养殖的白银时代**》2017-01-10，猪价 16 日连涨站上 18 元/kg，“超长猪周期”过渡期，产能恢复仍缓慢，供求关系持续紧平衡。我们预判，2017 年生猪均价将维持在 16-17 元/kg 的高位，对于低成本规模化养殖企业来说，现在正是长周期的黄金时代，也是中周期的白银时代。<http://t.cn/RMJSuiW>

8、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之八-**业绩为王时代，稳定压倒一切**》2017-02-21，生猪养殖白银时代意味着猪价底部抬高，市场所忌惮和渴望的下跌恐不如预期，高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。<http://t.cn/RiuiQqK>

9、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之九-**最严的环保，最好的时代**》2017-03-13，环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段，给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡，然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言，这是最糟糕的时代；但对于规模化养殖龙头，这无疑是最美好的时代。<http://t.cn/Riuay2J>

全市场最坚定推荐雏鹰的卖方，重申推荐逻辑和目标价

2017 年 1 月 23 日，我们在底部大力推荐公司，如今两个交易日股价上涨超过 20%。

我们认为，巨大的预期差是支撑股价上涨的核心原因，而“雄安概念”只是导火索。在此，我们重申推荐逻辑，并维持目标价 7.0-8.6 元。

1、《雏鹰农牧(002477.sz)-**雏鹰问道，沙县连城**》2017-01-23，雏鹰模式 3.0 兼顾了轻资产降费用与股权投资增收益，在充分享受猪周期高景气的同时最大程度抵御猪价下行的风险；通过与沙县小吃的实质性合作，开拓了农牧企业进军下游餐饮的新颖模式，雏鹰模式在第二场景的应用值得期待。<http://t.cn/Rx1BwtC>

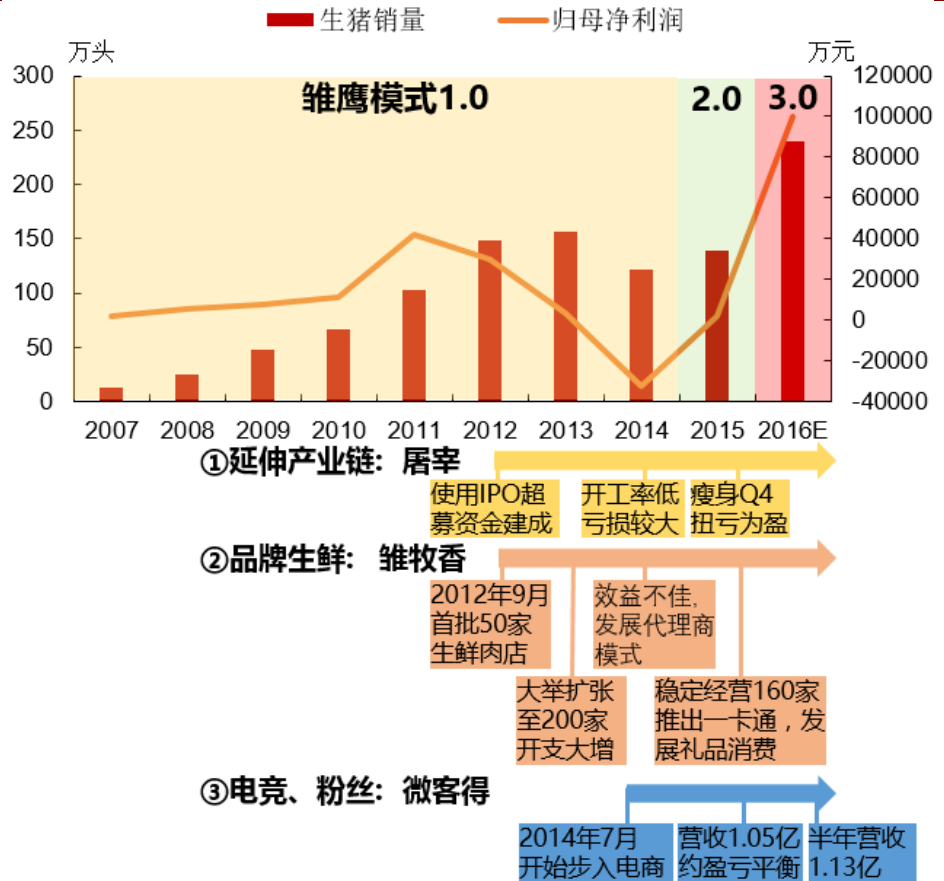
2、《雏鹰农牧(002477.sz)-**从养猪到卖肉，雏鹰展翅高飞**》2016-08-15，8月12日公司发布中报，实现营收 28.29 亿元，同比上升 126.32%；归母净利 4.54 亿元，同比上升 8694.1%；上半年共出栏生猪 103.3 万头，同比上升 29.03%。<http://t.cn/RtTLZwm>

3、《雏鹰农牧(002477.sz)-**一体化黑马，预期差巨大**》2016-06-07，养殖、屠宰、投资收益等三方面的优秀表现，预计 2016 年归母净利润 20 亿元，远高于市场一致预期的 12 亿元；二季度单季净利润有望达 4.5-5 亿元，成为短期上涨的最强催化剂。半年内目标价 30 元，对应 2016 年 15 倍 PE，较现价有 50%+空间。<http://t.cn/RtIENGo>

1、模式创新，雄鹰展翅

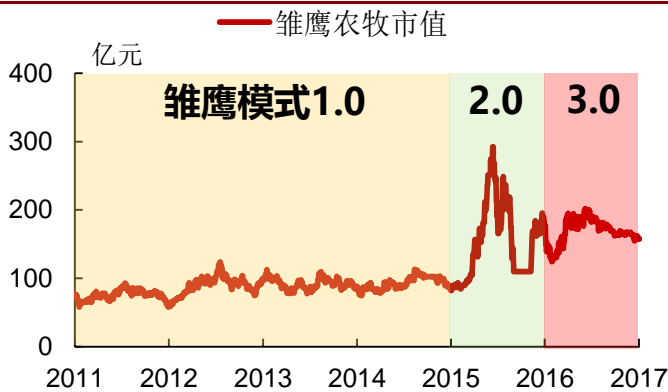
雏鹰模式以“公司+基地+农户”为核心，公司自建或者租赁养殖场，培育优质种猪，部分通过委托的形式先由农户代养、公司再通过回购获得稳定的仔猪源；育肥阶段同样按照这种方式进行养殖生产。经过几年时间探索，雏鹰模式已经由 1.0 升级到 3.0，公司生猪出栏量也由 07 年不足 20 万头跨越发展至 16 年的 246.79 万头，归母净利润 2016 年预计攀升至 9.4 亿元。

图 1：雏鹰模式迭代、产业链延伸与业绩一览



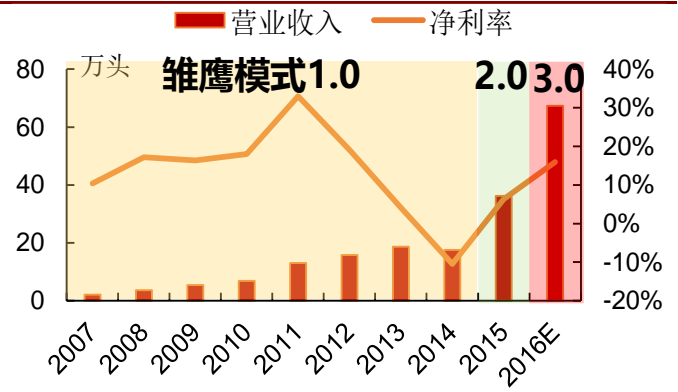
资料来源：公司资料、Wind、招商证券

图 2：雏鹰模式迭代与市值对比



资料来源：wind、招商证券

图 3：雏鹰模式迭代与营收、净利润对比



资料来源：wind、招商证券

(1) 雏鹰模式的不断迭代

1) 雏鹰模式 1.0: 公司+基地+农户

农户交纳保证金，公司将自有畜禽交予农户，在公司的养殖场/基地进行养殖。公司提供禽畜、饲料、防疫、技术等，农户在统一的封闭管理之下分阶段、流程化养猪；养殖周期结束，公司按照养殖成果向农户支付一定的养殖费用，从而打造出一套让农民为自己干的制度。

养殖规模的扩张离不开周边农户的积极支持与合作。雏鹰农牧根植农村，对农民有深刻的理解和认识，因此公司非常重视农户的切身利益，在保证农户利益和公司长远发展中寻求平衡。

2) 雏鹰模式 2.0: 对 1.0 模式的优化过度

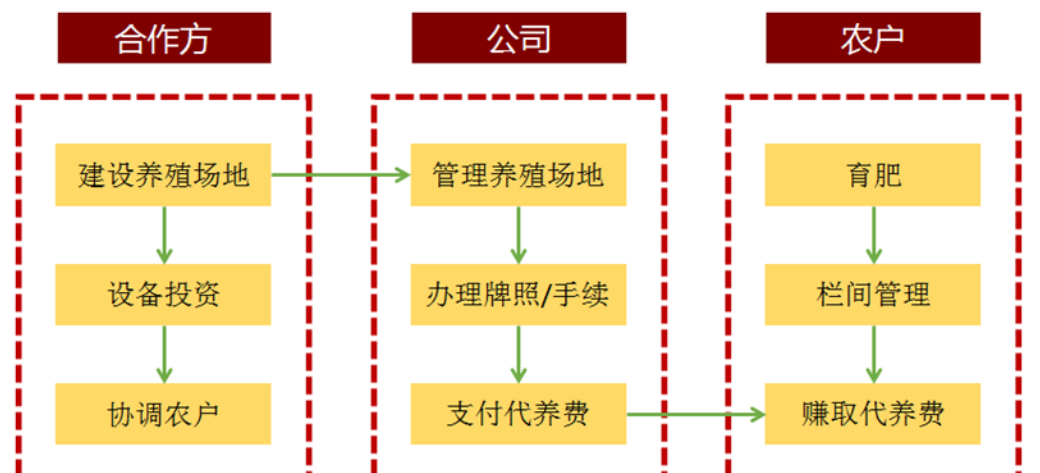
在雏鹰模式 1.0 的基础之上，公司通过提供科技服务、科学管理、金融支持等方式，进一步拓展公司与农户合作的广度与深度，将农户纳入公司产业化、规模化综合体系，改变其传统经营的不利地位，保证其稳定的收入，实现合作共赢。在提高养殖效益的同时，有效降低风险，最终实现公司轻资产运营。

3) 雏鹰模式 3.0: 公司+合作方+农户

2015 年 5 月，雏鹰推出 3.0 模式，大量转让现有及在建的养殖场，减少固定资产规模，实现轻资产运营，提升机械化养殖水平。新雏鹰模式涉及三方协作：1、公司主要负责供应、销售和技术指导；2、合作方主要负责固定资产投资及维修、猪场外部管理、污水处理等，合作方发挥其能人效应，使得养殖成本下降 50 元/头，轻资产化与养殖高效化一举两得；3、农户主要负责单个猪舍的精细化管理。公司要求建场的农户不养猪、养猪的农户不建场，降低了对合作农户的依赖程度，分工提高了效率，最大化实现资源优化配置，节约公司的扩张成本。

通过新模式将轻资产进行到底，不仅利于提升扩张速度，公司的经营和财务状况也得到大幅改善，公司得以腾出大量资金对外投资。相比于高投入高风险回收期长的生猪养殖而言，优秀的投资项目收益较为平滑，还可在未来注入上市公司，实现跨越式增长。当猪价下行时，相对于其他模式，公司业绩会较为稳定，因为投资收益很大程度上弥补了生猪养殖板块的业绩下滑。

图 4：雏鹰模式 3.0 示意图

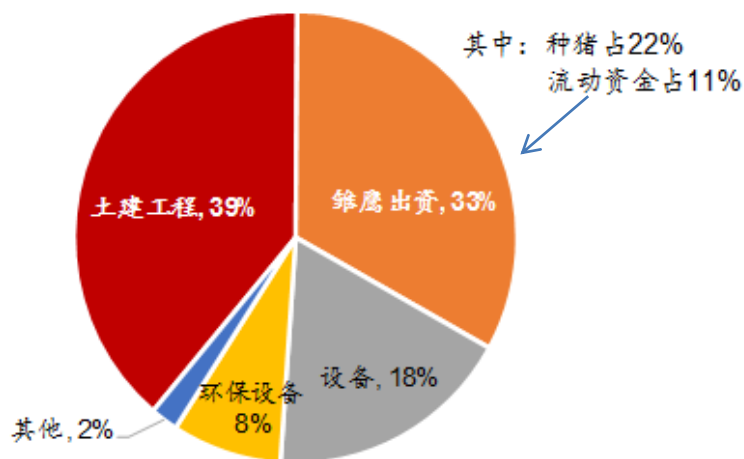


资料来源：公司资料、招商证券

雏鹰在内蒙古自治区乌兰察布市的年出栏300万头生猪养殖基地,公司出资6.41亿元,合作第三方投资约36.7亿元;通过引入合作方实现轻资产化,以较小的资金撬动较大的投资,充分利用杠杆效应。

另一方面,大幅减轻了固定资产投入负担。2013年公司扩充产能后,2014年生猪行情与预期背离,走势异常低迷,导致公司扩张的产能无法有效释放,庞大的固定资产让公司陷入了转型的被动局面。减少固定资产投资,推行新型农村合作模式,实现公司轻资产运营,将会大幅减少养殖场的折旧、摊销及维修费用。通过模式升级,提升单个农户的饲养量,相应减少公司的管理人员,进而削减办公业务费、职工薪酬等管理费用。通过新模式将轻资产进行到底,不仅利于扩张速度的提升,还大幅改善公司的现金流状况,这与2015年盈利好转带来的充足经营性现金流一并使得公司在扩大养殖规模的同时,具有足够的底气加大对外投资,公司的经营和财务状况也得到大幅改善。

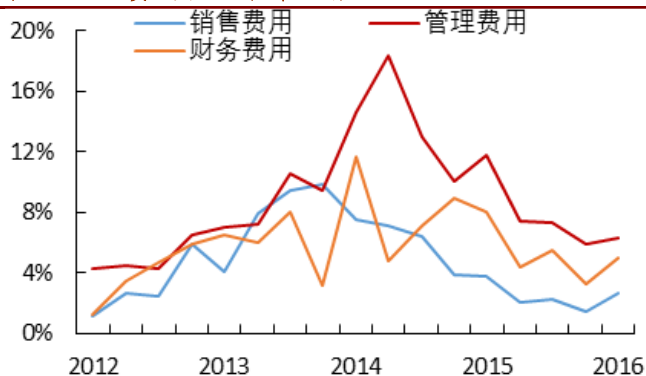
图5: 雏鹰模式的杠杆养猪



资料来源: 公司资料、招商证券

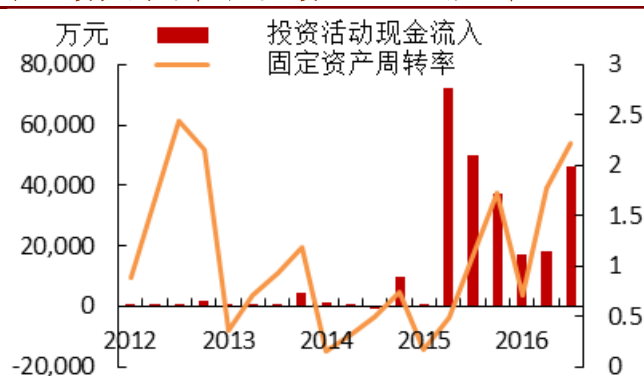
公司转变成3.0的养殖模式后,新模式农户的代养费增加,但猪舍的固定资产折旧大幅减少,养殖板块的管理和财务费用率显著下降,养殖效率有所提升。模式改建完成后,平均来说一头商品肉猪的综合成本将减少50元左右。

图6: 三项费用占比下降显著



资料来源: wind、招商证券

图7: 资产周转率伴随投资现金流显著上升



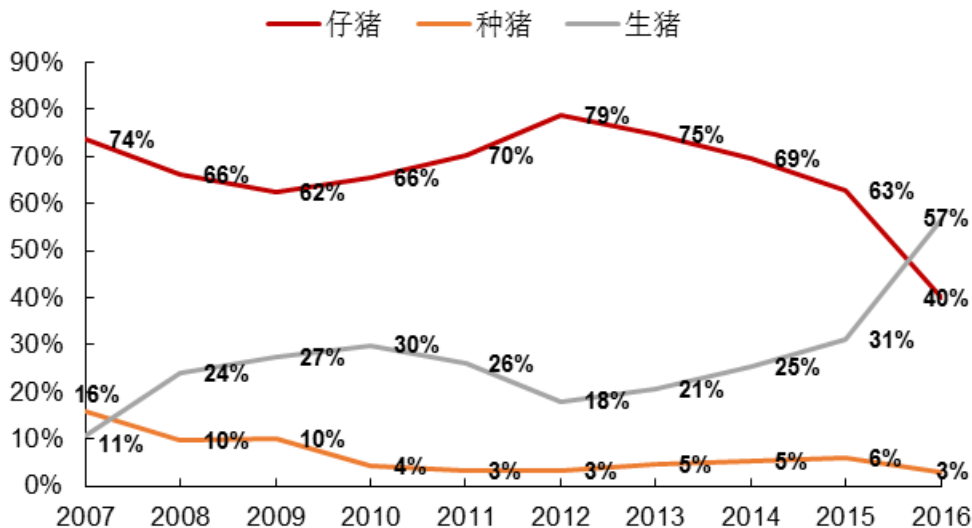
资料来源: wind、招商证券

(2) 养殖结构独树一帜

2015年,公司的仔猪出栏占比高达51%,是上市公司中仔猪出栏比例最高的公司。售

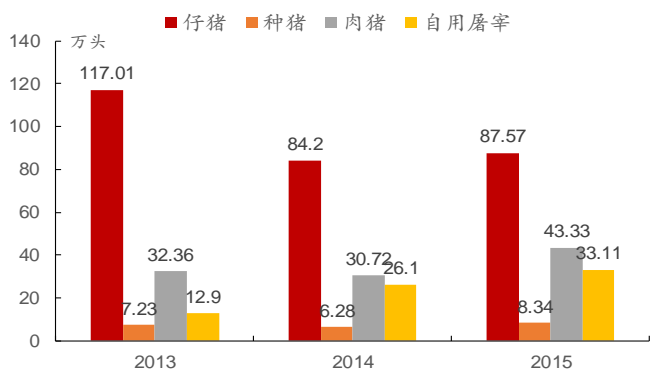
卖仔猪固然净利率高，但其风险也较大，尤其是在散养户快速退出的情况下，自繁自养场多数无需外购仔猪，且仔猪的供应也有区域半径，若一味增大仔猪规模，可能会增加经营风险。在2016年的市场行情下，商品肉猪的头均盈利水平更佳。过去一年一直受制于肥猪场产能不足，而今产能逐步投放，公司将加大商品肉猪的出栏比例，在超长猪周期下，仔猪育肥也将成为新的业绩增长点！

图 8：仔猪、种猪、生猪出栏占生猪销售比例（不含自用屠宰）



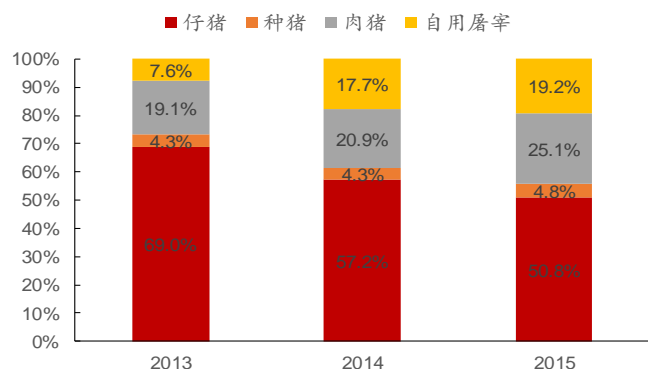
资料来源：公司公告、招商证券

图 9：商品肉猪销售和自用屠宰数量不断上升



资料来源：wind、招商证券

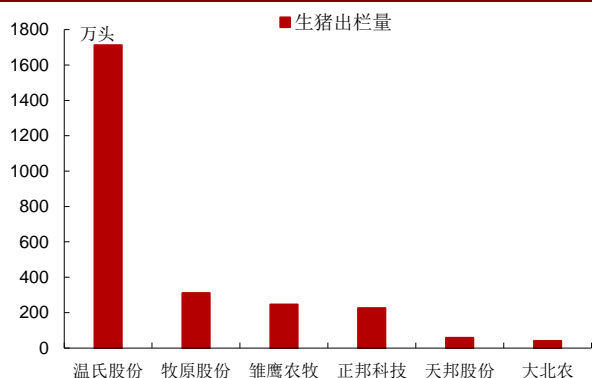
图 10：商品肉猪和自用屠宰占比逐年上升



资料来源：wind、招商证券

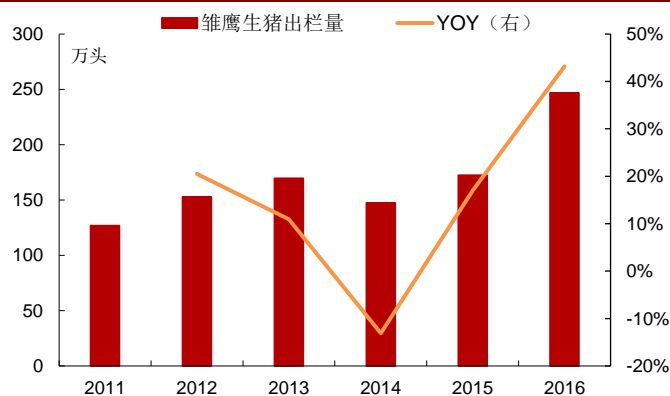
雏鹰农牧 2016 年实现生猪出栏量 246.79 万头，我们预计 2017-2018 年公司将分别实现生猪出栏 300 和 400 万头。

图 11：2016 年生猪养殖上市公司出栏量比较



资料来源：wind、招商证券

图 12：雏鹰农牧生猪出栏量



资料来源：公司公告、招商证券

(3) 股权投资平台：收益加速提升

本轮超长猪周期使得生猪养殖龙头收获了可观的利润，丰厚的资本将流向何处成为所有养猪人面临的一大难题。在规模化养殖进程加速的背景下，几乎所有企业都在最大限度地加码养殖产能，具体可分为三种模式：

1) 重资产一体化经营模式

以牧原股份为代表，猪场及设备全程自建，需要巨额资本投入，在猪价上涨的过程中最为受益，其现金流改善的程度也最为显著。重资产模式的资金流向较为单一，仅靠盈利累积难以覆盖其扩产能所需资金，大股东定增加员工持股共募资 50 亿用于扩张规模。而养殖场的建设期需要一到两年，到最终生猪出栏可能需要 3 年左右的时间，一旦猪价下滑，其业绩下滑的风险也较大。但超长猪周期下，公司依靠巨额盈利以及定增资金，可以实现规模的迅速增长，将平滑景气下行压力。

2) 以温氏为代表的“公司+农户”模式

相对于一体化经营，“公司+农户”模式避免了养殖场建设的重资产投入，有助于快速扩张。代养费较猪价更加稳定，这使得公司在景气高点收获更多的利润；景气下行时，则加速扩张合作农户的数量，使得养殖规模在猪价低点迅速上升。

然而随着散养户的加速退出，优质的合作农户成为稀缺资源，成为“公司+农户”模式扩张的最大掣肘。这也解释了为何温氏开始试水一体化自建和轻资产模式双轨并行，力争生猪出栏量再上一个台阶。我们推测，未来几年，温氏股份的重资产化倾向将愈发明显。

3) 雏鹰模式 3.0

投资收益是雏鹰区别于其他农牧企业的另一大闪光点，随着盈利逐步兑现，雏鹰的投资能力和收益将推动其市值迈上一个新的台阶。我们测算得出，2016 年投资收益有望贡献净利润约 1.4-1.6 亿，成为业绩的增量和额外的亮点；且由于部分项目尚处于培育期，后续的回报率将越来越高。

近年来，雏鹰一直坚定不移地推行轻资产战略，无论是养殖模式还是经营管理。同时斥巨资参与认购大量的股权投资和并购项目，累计高达数十亿元，其中不乏以普通合伙人身份参与管理的并购基金。姑且不论是养猪还是卖肉、电商还是电竞，这种尝试都展现了雏鹰作为一家传统农牧企业渴望转型、创新求变的努力。

随着项目陆续进入收获期，投资收益将大幅增厚公司净利润。资本逐利，赚钱是天经地义的事情，而企业存在的意义就在于使股东利益最大化。对于股东权益而言，企业是否能持续稳定盈利、资本回报率是否持续高于权益资本成本、以及高多少是衡量的唯一标准，至于是通过养猪还是卖肉、电商还是电竞产生的盈利，其实并不那么重要。

农业主导产业最核心的特征就是强周期，对资金的需求远高于其他传统企业。金融板块能保障现金流，是企业穿越周期、甚至逆周期增长的法宝。发展新产业若从头到尾都是自己做，时间成本和试错成本太高。但以投资基金入股的形式与优秀创业者合作，可加快相关产业的拓展进度。

雏鹰模式得以持续的核心因素在于现金流，一方面来自于猪周期景气高点带来的丰厚回报，另一方面来自于现有猪场的转让。2015年5月公司开始对原有养殖模式进行升级，逐步在公司养殖环节推广“雏鹰模式3.0”，截至2016年6月30日，转让的资产金额约为17.20亿元。2016年10月26日，公司公告称将在未来一年内，对部分地区的猪舍（鸡舍）及附属设施进行转让，预计交易金额不超过25亿元，进一步执行轻资产战略。

表 1：股权投资盈利可期

时间	交易对方	项目/股权	金额	资金来源	2016 年净利润(万元)	年化收益率	业绩兑现时间
2016/3/29	上海竞远投资管理有限公司	共同投资设立电竞产业投资基金	公司 (LP) 认购 5 亿元, 竞远投资 (GP) 认购 500 万	自有资金	预计 5000	预计 10%	存续期 10 年
2016/1/11	泮石 (上海) 投资管理有限公司	认缴平潭泮石 1 号投资管理合伙企业 LP 份额, 项目总规模不超过 14 亿	作为 LP 认缴 2 亿元	自有资金	预计 1000	预计 5%	永久
2015/12/29	焦作中旅银行股份	通过认购和注资获取 16,355.2 万股股份, 约占 4.96%	2.5 亿元	自有资金	预计 3000 左右	12% (以历史数据估算)	永久
2015/12/29	深圳泽赋资本 (GP), 北京景禾天启资产 (LP), 信阳鑫通生态农业 (LP), 河南禾洲实业 (LP)	联合发起设立农业产业投资基金	公司认缴 19.5 亿元, 项目总规模 32.3 亿元	自有资金	6300	预计 5%	存续期 5 年, 最多延至 7 年

资料来源：公司公告、招商证券

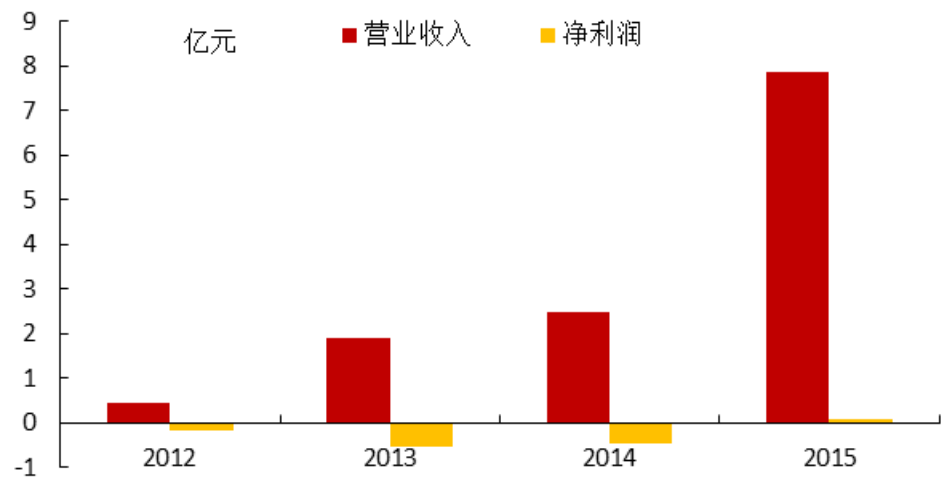
2、产业延伸，抵御周期

为抵御因生猪市场波动而产生的系统性风险，公司已实现了从粮食贸易、饲料生产，到生猪养殖、屠宰加工，再到冷链物流、终端销售、电子商务等贯通全产业链的业务布局，构建从农田到餐桌的全程一体化，在有效保证食品安全的同时，减少中间环节，有效控制成本及风险，提升公司的综合竞争力。此外，公司发力互联网板块，通过电商及电竞的有效结合、构建生猪综合服务平台，实现三大战略板块的优势互补，助推公司健康可持续发展。

(1) 屠宰：膨胀→瘦身，扭亏为盈

开封雏鹰肉类加工有限公司 2011 年 9 月注册成立，具有 100 万头生猪屠宰产能，宣告了雏鹰正式进军屠宰领域。投资建设的冷鲜肉屠宰加工项目（开封）于 2012 年 9 月正式开始生产，前几年效果并不如人意，但是反转迹象明显。

图 13: 屠宰扭亏为盈



资料来源: 公司公告、招商证券

2015 年 6 月 29 日, 公司将旗下江苏雏鹰肉类加工有限公司 80% 股份转让给河南兰馨置业有限公司, 作价 6120 万, 其目的应当是削减过剩的产能, 提高产能利用率。目前, 公司旗下子公司中, 经营范围涉及屠宰的仅有开封雏鹰肉类加工有限公司一家。同时, 公司积极开拓下游渠道, 大幅提升屠宰场的产能利用率, 2015 年四季度实现扭亏为盈。

相对同行业可比公司而言, 雏鹰的屠宰业务值得肯定。同时拥有养殖、屠宰环节的新五丰, 其专营屠宰的控股子公司广联 2015 年亏损 4941 万, 超过总资产的 10%; 屠宰龙头雨润也度过了一个艰难的 2015, 业绩大幅下滑, 最终创下 24.9 亿的巨额亏损, 屠宰行业普遍面临收猪困难、产能利用率低的问题, 雏鹰的屠宰背靠母公司养殖而成功实现盈利, 优于绝大部分同行公司。

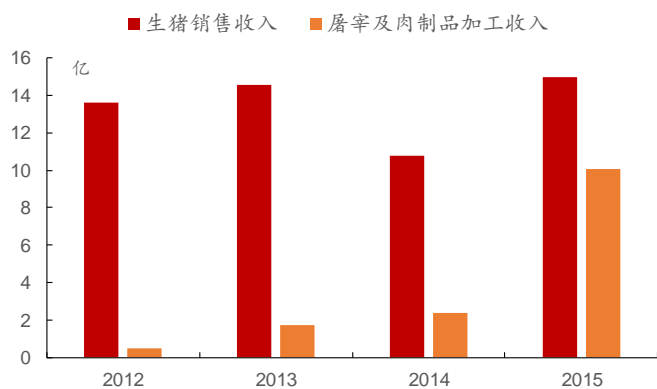
表 2: 屠宰业务于 2015 年首次实现扭亏为赢

2014 年		总资产	净利润	资产收益率
江苏雏鹰肉类加工有限公司	生猪屠宰	0.83 亿	-0.14 亿	-16.90%
开封雏鹰肉类加工有限公司	生猪屠宰, 生鲜肉销售	8.17 亿	-0.46 亿	-5.63%
2015 年		总资产	净利润	资产收益率
江苏雏鹰肉类加工有限公司 (被出售)	生猪屠宰	作价 6120 万售与河南兰馨置业有限公司, 2015 年贡献净利 3134 万元。		
开封雏鹰肉类加工有限公司	生猪屠宰, 生鲜肉销售	6.94 亿	0.09 亿	1.31%

资料来源: wind、招商证券

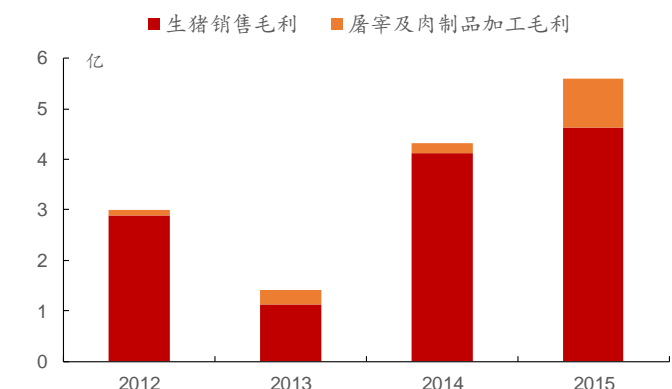
雏鹰目前的屠宰产能为 200 万头, 2015 年的屠宰量为 33 万头, 产能利用率仅为 15%, 也远低于 172.35 万头的生猪出栏量 (但仔猪约 87.57 万头); 预计 2016 年屠宰量将增长到 40-50 万头, 同样低于我们预计的 240 万头生猪出栏量。这意味着 2015 年雏鹰的终端渠道已经具备消化 33 万头生猪的能力, 2016 年甚至有能力强消化掉 40-50 万头; 2015 年鲜冻及肉制品销售占营业收入的 27.88%, 同比增长 329.91%, 屠宰销售量 (包括以冻肉形式实现的销售) 增长 154.16%, 表明雏鹰的终端渠道发展势头喜人, 容量在增长, 市场影响力在提升。

图 14：屠宰业务收入增长势头喜人



资料来源: wind、招商证券

图 15：屠宰业务毛利贡献显著增长



资料来源: wind、招商证券

“雏鹰模式”的独特之处在于多了一个产品选择权，我们把它形象地称为“雏鹰期权”；在肉价低迷时，公司可以选择将生猪屠宰后存入冷库，变成冻肉，并待猪价上涨后再售出；为公司抵御猪价周期波动提供了一个时间的缓冲垫，进而大幅提升盈利的稳定性。2015 年以来猪肉上演了一场绝地反击，雏鹰趁机大量销售冷库中存储的冻肉，并实现大量盈利。至此，我们总算亲眼目睹了“雏鹰模式”的魅力，曾经的“忽悠”因为这久违的 1.46 亿业绩而烟消云散，雏鹰的屠宰和下游所产生的核心竞争力，是区别于其他养殖企业的最大闪光点！

表 3：屠宰业务 2015 年实现约 1.46 亿净利润

	2015 年底	2014 年底	差额	猪肉均价 (元)	实现净利 (亿元)
屠宰库存量 (吨)	1,948.63	11,522.33	9,573.7	15.29	1.46
折算成出栏量 (万头)	1.84	8.55	6.71		

资料来源: 公司公告、招商证券注: 猪肉均价取自农业部公布数据

表 4：同期上市公司屠宰业务财务状况一览

	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (万元)	总资产收益 率	经营状况
新五丰(屠宰部分)	4.7	N.A.	-4911	-10.45%	屠宰业务停滞不前，盈利困难
双汇发展	228.8	447	42.6	18.60%	进口了大量便宜猪肉，对净利影响较大
得利斯	17.3	15.5	2261	13.10%	整体盈利水平尚可
雨润食品	225.0	192.7	-24.9	-11.07%	业绩下滑，巨额亏损

资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 生鲜：膨胀→调整，费用显著下降

“雏牧香”是雏鹰农牧旗下首个终端产品品牌，2012 年 9 月设立了首批 50 家店，之后的半年里快速扩张，2013 年上半年达到 70 家，2013 年底达到 200 家。近年来“雏牧香”增速有所放缓，公司主动收缩了“雏牧香”专卖店的开店计划，并淘汰了 20 余家不盈利的店面，并较为迅速地转而发展代理商模式。与此同时，将“雏牧香”品牌的相关产品转移到网上销售。“先铺摊子后做市场”的快速扩张节奏，导致运营资金紧张、费用率上升。但策略转变后，三费下降显著，为业绩释放创造了空间。目前，公司雏牧香专卖店约稳定在 160 家左右，并且发展了礼品卡消费的方式，推动高端猪肉的销售。

虽然公司在打造“雏牧香”终端渠道方面遇到一些挫折，获得了经验教训，但及时的营销战略转型，显示了管理层敏锐的商业嗅觉和灵活的战略定位能力。

图 16: 终端产品口感较好



资料来源：公司资料、招商证券

图 17: 二维码实现可追溯



资料来源：公司资料、招商证券

表 5: “雏牧香”品牌专卖店经营模式优劣势分析

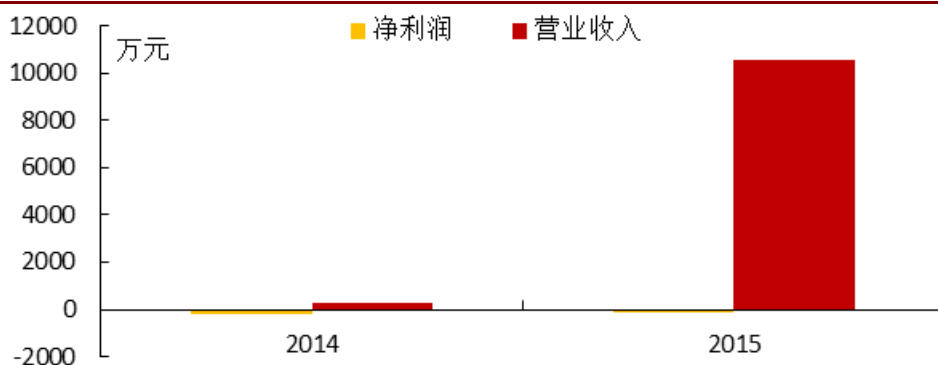
优势	养殖规模大，模式先进，养殖成本低； 完全自养，猪源稳定，产品质量可控、可追溯； 业内率先采取会员制销售，理念先进； 将互利共赢的雏鹰模式引入销售环节，充分利用“能人效应”进行销售； 公司让利保证代理商加盟积极性，公司开店成本低，风险小； 拥有生态猪、藏香猪等高端产品，有利于品牌推广。
劣势	品牌推广经验不足，这也是几乎所有传统农业企业的短板； 会员卡销售与猪肉销售两环节分离，部分代理商销售和配送积极性难以保证； 没有配套深加工，猪肉副产品利用率低。

资料来源：公司招商资料，招商证券

(3) 电竞：打造粉丝经济

微客得负责将休闲、酱卤系列产品在自建商城、微商城等平台销售，并借助第三方平台如天猫、京东、1号店等实现产品的推广和销售；其旗下的杰夫电商是中国中部地区领先的综合型第三方电商服务公司，有效为电子商务运营提供策划、管理及咨询服务，构建全方位的电商价值服务生态体系；旗下淘豆食品以自运营电商为主，主要经营范围是休闲食品等，与逾百位电竞明星合作，拥有广泛的网络销售渠道，并在线下开设了体验店铺，实现了线上和线下全面结合；旗下上海噢麦嘎以游戏、社交、电子竞技为主，借助电竞产业渠道的拓展，OMG 电竞俱乐部服务于粉丝和电竞玩家，在国内电竞行业有重要影响，是各项重要赛事的参与者，电竞优质职业玩家的输出者，未来将继续加强青训班、文化内容体系以及实体电子竞技馆的发展。

图18: 微客得营收及净利润情况



资料来源: 公司公告、招商证券

3、雏鹰加盟，珠联璧合

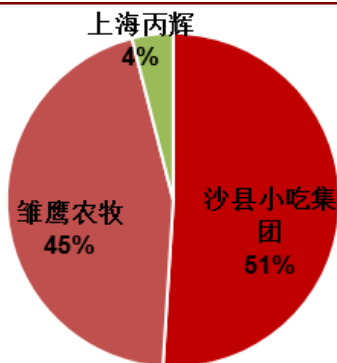
2016 年底，雏鹰农牧公告以 9000 万元增资认缴沙县小吃餐饮连锁投资发展有限公司（沙县投资）45%的股权。同时，公司控股子公司“微客得科技”拟与沙县小吃集团文化旅游有限公司及其他各方共同投资设立沙县小吃传媒旅游文化有限公司，其中微客得科技拟以自有资金出资 4500 万元，持股比例为 45%。对于沙县小吃在全国的 6 万家经营店，公告称将推进品牌化、标准化、产业化发展。由雏鹰或指定第三方与沙县小吃业主等相关方共同合作，并力争在 3 年内完成沙县小吃经营店的全面升级改造。雏鹰将用服务的姿态和帮扶的方式来推进与业主的合作，在为其增加收入和利润来源的基础知识建立稳固的共赢互利关系，这将成为雏鹰模式的第二应用场景，与“公司+农户”合作养猪的原理相同。

表 6: 雏鹰、沙县合作进程表

合作时间	合作内容
2016 年 5 月	签订战略合作协议;
2016 年 5 月 16 日	集体商标权落地, 沙县小吃集团和沙县小吃同业分会对全国六万家店有了管理权;
2016 年 7-8 月	开始探讨更多合作, 尤其沙县小吃整个产业的合作方向;
2016 年 12 月	宣布了和沙县小吃设立了两个子公司, 进行多方面的合作, 雏鹰负责沙县小吃产业链和多产业运营, 对其进行全方位改造;

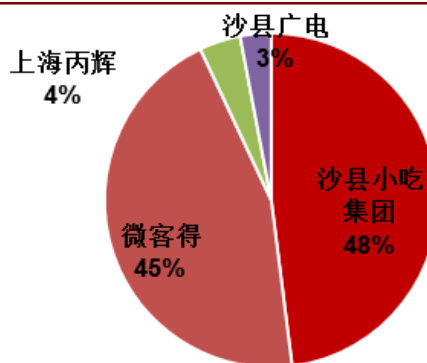
资料来源: 公司公告、招商证券

图 19: 沙县小吃餐饮连锁投资发展有限公司股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 20: 沙县小吃传媒旅游文化有限公司股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

(1) 沙县“放心肉”，雏鹰“天上飞”

近几年，不论是国家政策还是行业发展，都在积极推动全产业链的发展模式，未来将会有更多的农牧企业进行这种尝试。

改造完成后的沙县小吃经营店所用的猪肉类产品，雏鹰及其控股子公司有优先供应权，且作为独家合作方。这种“排他协议”的威力不可小觑，雏鹰不仅因为“放心肉”而获得了终端溢价，合作本身是一桩双赢的买卖。因为现在缺猪，或者说缺猪肉；“沙县”为了保证充足的猪肉供应，绑定雏鹰是不是顺理成章呢？不但省去了到处找猪肉的烦恼，还顺便提升了原料品质、食品安全和品牌保障，增强客户粘性，外加免费广告宣传，一举多得，何乐而不为呢？

沙县是甲方，有选择供应商的权利，为何偏偏选择了雏鹰呢？不仅仅因为它的猪多，更因为它的肉多。沙县需要的是猪肉，而不是活蹦乱跳的猪；或者说需要保质保量、被屠宰分割之后的白条。养殖规模庞大、拥有屠宰、冷库、加工等产业链下游配套的雏鹰当之无愧成为首选，这也意味着雏鹰的下游是有价值的，至少有“大客户”垂青。“包销”也相当于变相的垄断和价格保护。简单说就是，沙县为了保证自己稳定可靠的猪肉供应而愿意支付给供应商一定的溢价；而雏鹰则受益于充足的出栏量和全产业链的布局而精准解决了客户的痛点，成功在产业链下游中分一杯羹。

当然，故事有其偶然性：今年的猪少得可怜，猪价更是涨得离谱；苦了老百姓，更苦了猪肉铺和饺子馆，而沙县属于后者。然而，机会只留给有准备的人，如果雏鹰没有提前布局屠宰和下游渠道，没有消费品的思维以及对终端需求的敏锐感知，这段看似完美的姻缘怕也只是个美丽的传说。

(2) 知名 IP，更好利用

沙县小吃在全国几乎无人不晓，优秀的 IP 应该有更好的利用。雏鹰与之的合作将由沙县投资主导在沙县建设小吃产业园，并设立产业引导基金招商引进主辅原料中央厨房加工公司、配套物料生产公司、食品加工厂以及冷链仓储配送专业公司等，构建产业发展平台。在原料供应、产品研发、基地建设、互联网平台、食品安全追溯系统、共享市场渠道资源等方面展开全面合作，通过改造供应链来降低成本，并将所产生的收益与合作者共享。

1) 装修与融资安排：由公司或指定第三方与沙县小吃业主等相关方共同合作，并力争在 3 年内完成沙县小吃经营店的全面升级改造，推动产业升级、提升存活能力及盈利能力。店面升级改造的资金来源由公司负责安排融资实施，也可采取由沙县小吃经营店业主直接投资或出资一部分，其余由公司负责安排融资实施。沙县小吃经营店升级改造应执行沙县小吃集团提供的装修统一标准方案，包括但不限于标识标牌、菜单及餐品展示、装潢、电视广告机等。

2) 降低劳动强度：六万个网点可以根据业主需求，建立配送系统，业主尤其希望一个城市有一个团队帮他们进货和提供服务，降低其劳动强度和采购成本。

3) 服务吸引业主：目前 6 万家沙县店中 3 万家是沙县人，其他是外地人模仿而开，每个城市会有一个沙县的同乡会，设置一个联络人，每年回沙县开会，了解沙县人在外开店的情况。目前几乎所有沙县人开的小吃店都彼此之间保持着良好联系，沟通渠道较为通畅。若雏鹰模式在沙县小吃的的应用取得较好的经济效益，不仅公司很容易找到业主，

甚至于业主也会主动找公司合作。

合肥长沙南昌南京等地有 18 个店面已经完成了改造升级，装修前顾客以民工为主，装修后白领顾客逐渐增多，单店的销售额和客流量都实现翻番。由此可见，今后的雏鹰不仅仅卖猪肉，更要全面进军下游餐饮产业链。雏鹰农牧董事长侯建芳也表示，未来不但要建设全产业链，更要拉长产业链。雏鹰农牧联手沙县小吃不是拉低自己的档次，而是要将沙县小吃发展成为中国的肯德基麦当劳。

(3) 变化积极，值得肯定

雏鹰与沙县合作的瓶颈在于将分散的沙县小吃店整合进公司主体，无论是采购、供应链亦或是传媒业务的推广都需要一定时间进行酝酿。公司此举具有较好的战略意义，通过输出管理搭建平台。按照公司的计划，三年内整合 6 万家店，我们对三年后的这个场景进行测算：

- 6 万家店的营业额 600 亿元，如果进行改造，营业额翻倍，按 50% 成本率计算采购额约为 300 亿元，其中 1/3 是猪肉产品，而雏鹰可以占据此市场的 100%，以 25 元/kg 的猪肉价格、每头猪 110kg 计算，相当于 364 万头生猪需求量。
- 以分众传媒为例，按 3 万块屏幕、每块屏幕每周 400 元的广告费以及 40% 的净利率计算，年广告净利约为 2.5 亿元。
- 一般网吧、网咖的周边都会有沙县小吃店，通过打通传媒、电竞以及微客得电商业务的协同发展，因为它们共性是都受年轻人青睐，联动效应促成新的增长点。
- 供应链系统产生收益。随着沙县小吃的互联网和多产业化，在大数据方面的价值突显。通过会员制可以形成自身的商业闭环。随着合作深入，未来亮点和想法的落地将进一步拉长产业链，平抑周期性。

4、盈利预测与估值

(1) 盈利预测

我们预计 2016/17/18 年生猪出栏 240/300/400 万头，仔猪占比约为 40%/37%/33%，归母净利 9.4/12.2/15.5 亿元，EPS 为 0.30/0.39/0.49 元，给予 2017 年 18-22 倍 PE 得出一年内目标价为 7.0-8.6 元，较现价具有 23-51% 的上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

表 7：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	792	965	1404	1140	1689	1441
营业毛利	78	222	239	255	487	370
营业费用	16	22	20	30	41	33
管理费用	59	70	82	72	77	83
财务费用	34	53	46	57	89	119
投资收益	32	0	7	0	68	53
营业利润	-19	62	100	93	325	175
归属母公司净利润	93	101	114	107	347	252
EPS (元)	0.03	0.03	0.04	0.03	0.11	0.08
主要比率	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
毛利率	9.9%	23.1%	17.0%	22.4%	28.8%	25.7%
营业费用率	2.0%	2.3%	1.4%	2.6%	2.4%	2.3%
管理费用率	7.5%	7.3%	5.9%	6.3%	4.6%	5.8%
营业利润率	-2.5%	6.5%	7.2%	8.2%	19.2%	12.1%
有效税率	22.6%	10.1%	3.8%	4.0%	1.5%	3.5%
净利率	11.8%	10.4%	8.2%	9.4%	20.6%	17.5%
YoY	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
收入	130.0%	112.8%	113.8%	148.9%	113.3%	49.3%
归属母公司净利润	-244.4%	37.0%	-199.3%	-221.8%	273.0%	150.4%

资料来源：公司数据、招商证券

表 8：销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3619	4978	5679	7124
仔猪	903	788	825	1050
肥猪	918	1980	2112	2640
屠宰	956	1283	1722	2312
其他	843	927	1020	1122
收入增长率	105.4%	37.5%	14.1%	27.0%
仔猪	4.0%	-12.8%	4.8%	18.2%
肥猪	-87.1%	115.7%	6.7%	32.8%
屠宰	-91.5%	34.3%	34.3%	34.3%
其他	18.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	15.4%	28.5%	26.2%	24.7%
仔猪	30.0%	40.0%	30.0%	30.0%
肥猪	14.0%	26.7%	21.9%	18.0%
屠宰	15.0%	43.4%	44.1%	41.5%
其他	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

资料来源：公司数据、招商证券

表 9：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1762	3619	4978	5679	7214
营业成本	1557	3060	3560	4190	5436
营业税金及附加	3	5	7	8	11
营业费用	102	76	124	114	144
管理费用	233	266	333	284	361
财务费用	143	170	115	58	43
资产减值损失	16	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	121	38	140	250	400
营业利润	(172)	51	977	1275	1619
营业外收入	16	246	0	0	0
营业外支出	6	23	0	0	0
利润总额	(161)	274	977	1275	1619
所得税	23	44	0	0	0
净利润	(184)	230	977	1275	1619
少数股东损益	5	10	41	54	68
归属于母公司净利润	(189)	220	936	1222	1551
EPS (元)	(0.20)	0.21	0.30	0.39	0.49

资料来源：公司数据、招商证券

(2) 估值对比

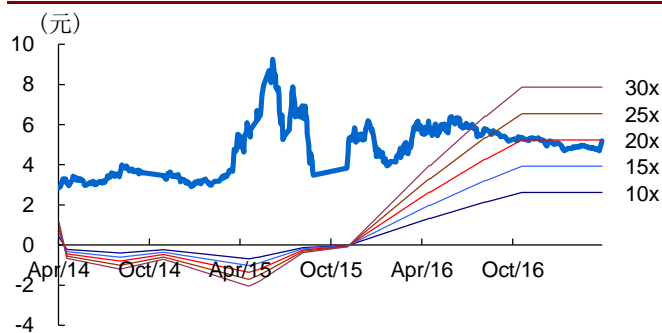
表 10：估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
雏鹰农牧	5.19	-0.20	0.21	0.30	-351%	-216%	325%	-26	25	17	3.17	16.51%	163
温氏股份	33.17	1.71	2.98	2.97	122%	109%	0%	19	11	11	5.22	41.72%	1,443
正邦科技	6.14	0.52	0.49	0.52	265%	262%	5%	12	12	12	3.36	25.92%	141
牧原股份	27.38	1.23	2.12	2.54	643%	274%	21%	22	13	11	4.72	40.75%	283
天邦股份	11.20	0.51	0.53	0.69	296%	271%	30%	22	21	16	5.62	29.10%	87
平均					331%	229%	14%	19	14	13	4.73	34.37%	

资料来源：公司数据、招商证券

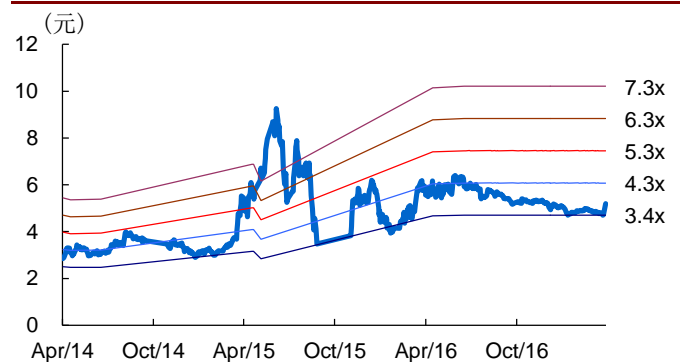
(3) PE-PB Band

图 21：雏鹰农牧历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 22：雏鹰农牧历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示:

雄安项目不达预期, 沙县小吃整合不顺, 股权投资回报不达预期。

参考报告:

- 1、《雏鹰农牧-雏鹰问道, 沙县连城》2017-01-23, 雏鹰模式 3.0 兼顾了轻资产降费用与股权投资增收益, 在充分享受猪周期高景气的同时最大程度抵御猪价下行的风险; 通过与沙县小吃的实质性合作, 开拓了农牧企业进军下游餐饮的新颖模式, 雏鹰模式在第二场景的应用值得期待。 <http://t.cn/Rx1BwtC>
- 2、《雏鹰农牧-从养猪到卖肉, 雏鹰展翅高飞》2016-08-15, 8月12日公司发布中报, 实现营收 28.29 亿元, 同比上升 126.32%; 归母净利 4.54 亿元, 同比上升 8694.1%; 上半年共出栏生猪 103.3 万头, 同比上升 29.03%。 <http://t.cn/RtTLZwm>
- 3、《雏鹰农牧-一体化黑马, 预期差巨大》2016-06-07, 养殖、屠宰、投资收益等三方面的优秀表现, 预计 2016 年归母净利润 20 亿元, 远高于市场一致预期的 12 亿元; 二季度单季净利润有望达 4.5-5 亿元, 成为短期上涨的最强催化剂。半年内目标价 30 元, 对应 2016 年 15 倍 PE, 较现价有 50%+空间。 <http://t.cn/RtlENGo>
- 4、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告-与时俱进, 再次扬帆》2017-02-25, 猪! 猪! 猪! 系列报告全集内容分为八部分, 第一篇介绍我们创新性提出的超长猪周期理论, 第二篇介绍了规模化浪潮下的产业链巨变, 第三篇对比了国内龙头企业的养殖模式, 第四篇介绍了食品安全对企业存亡的重要性, 第五篇主要对比国内外规模化养殖和龙头企业发展, 第六篇点评了八月能繁母猪存栏再探底, 第七篇提出现在正是长周期的黄金时代, 也是中周期的白银时代, 第八篇讲述了猪价底部抬高, 高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。 <http://t.cn/RiRSgn4>
- 5、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之九-最严的环保, 最好的时代》2017-03-13, 环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段, 给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡, 然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言, 这是最糟糕的时代; 但对于规模化养殖龙头, 这无疑是最美好的时代。 <http://t.cn/Riuay2J>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2477	5844	5595	6748	8446
现金	400	1789	414	765	783
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	18	295	405	462	587
应收款项	154	223	282	321	408
其它应收款	19	394	542	618	785
存货	1397	1340	1549	1823	2365
其他	488	1803	2404	2758	3516
非流动资产	4764	4338	3943	3518	3395
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	2674	1531	1172	778	681
无形资产	143	196	176	159	143
其他	1947	2610	2594	2582	2571
资产总计	7241	10181	9538	10267	11841
流动负债	3058	3787	2292	2026	2347
短期借款	1586	2032	428	0	0
应付账款	490	593	690	812	1054
预收账款	26	79	92	108	140
其他	956	1083	1082	1106	1154
长期负债	1303	1682	1682	1682	1682
长期借款	290	697	697	697	697
其他	1013	985	985	985	985
负债合计	4361	5470	3974	3709	4030
股本	939	1045	3135	3135	3135
资本公积金	1247	2642	552	552	552
留存收益	487	707	1518	2459	3644
少数股东权益	208	318	359	413	481
归属于母公司所有者权益	2672	4394	5205	6145	7330
负债及权益合计	7241	10181	9538	10267	11841

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(151)	(273)	180	618	28
净利润	(189)	220	936	1222	1551
折旧摊销	259	284	229	179	124
财务费用	153	140	115	58	43
投资收益	(121)	(38)	(140)	(250)	(400)
营运资金变动	(257)	(887)	(1004)	(644)	(1370)
其它	5	8	44	55	78
投资活动现金流	(969)	(515)	170	250	0
资本支出	(1068)	(1783)	170	250	0
其他投资	99	1268	0	0	0
筹资活动现金流	960	1759	(1725)	(517)	(10)
借款变动	(650)	417	(1624)	(428)	0
普通股增加	85	106	2090	0	0
资本公积增加	710	1395	(2090)	0	0
股利分配	(26)	0	(125)	(281)	(367)
其他	840	(159)	25	192	357
现金净增加额	(160)	971	(1375)	351	18

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1762	3619	4978	5679	7214
营业成本	1557	3060	3560	4190	5436
营业税金及附加	3	5	7	8	11
营业费用	102	76	124	114	144
管理费用	233	266	333	284	361
财务费用	143	170	115	58	43
资产减值损失	16	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	121	38	140	250	400
营业利润	(172)	51	977	1275	1619
营业外收入	16	246	0	0	0
营业外支出	6	23	0	0	0
利润总额	(161)	274	977	1275	1619
所得税	23	44	0	0	0
净利润	(184)	230	977	1275	1619
少数股东损益	5	10	41	54	68
归属于母公司净利润	(189)	220	936	1222	1551
EPS (元)	(0.20)	0.21	0.30	0.39	0.49

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-6%	105%	38%	14%	27%
营业利润	-465%	-130%	1799%	31%	27%
净利润	-351%	-216%	325%	31%	27%
获利能力					
毛利率	11.6%	15.4%	28.5%	26.2%	24.7%
净利率	-10.8%	6.1%	18.8%	21.5%	21.5%
ROE	-7.1%	5.0%	18.0%	19.9%	21.2%
ROIC	-0.6%	2.4%	16.3%	18.4%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	53.7%	41.7%	36.1%	34.0%
净负债比率	25.9%	27.0%	11.8%	6.8%	5.9%
流动比率	0.8	1.5	2.4	3.3	3.6
速动比率	0.4	1.2	1.8	2.4	2.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.1	2.2	2.5	2.5	2.6
应收帐款周转率	16.4	19.2	19.7	18.8	19.8
应付帐款周转率	4.1	5.7	5.5	5.6	5.8
每股资料 (元)					
每股收益	-0.20	0.21	0.30	0.39	0.49
每股经营现金	-0.16	-0.26	0.06	0.20	0.01
每股净资产	2.85	4.20	1.66	1.96	2.34
每股股利	0.00	0.12	0.09	0.12	0.15
估值比率					
PE	-25.7	24.6	17.4	13.3	10.5
PB	1.8	1.2	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	8.4	3.6	1.3	1.2	1.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。