



唐人神 (002567.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

深耕生猪产业链，中长期目标坚定

公司简介

唐人神以饲料加工起家，公司目前形成了以生物饲料、生猪养殖屠宰和肉制品加工为一体的运营模式。2022 年公司实现营业收入 265.39 亿元，同比增长 22.06%；实现归母净利润 1.35 亿元，扭亏为盈。2023 年上半年生猪价格持续低迷，2023Q1 公司实现营业收入 65.23 亿元，同比增长 32.93%；实现归母净利润-3.4 亿元，同比-128.00%。根据公司业绩预告，预计 2023H1 实现归母净利润-6.0 至-6.7 亿元。

产能去化持续进行，新周期可期：

历史上猪周期时长在 4 年左右，2023 年初至今生猪养殖板块持续亏损，目前连续 6 个月产能持续调减，截至 6 月份全国能繁母猪存栏 4296 万头，较 2022 年末降低 2.14%。根据能繁母猪存栏量推算，我们预计 2023 年生猪整体供大于求，下半年行业去产能依旧是大趋势，新一轮猪周期或在明年年中启动，猪周期投资机会逐渐明朗。

养殖业务规划长远，多举措降本增效：

公司 2023/2024 年生猪出栏 350/500 万头，有望在新一轮周期充分受益，公司成长性突出。公司养殖端通过一体化养殖、种猪替换、优化饲料配比等方式提升整体生产效率，随着优质种猪的替换，中长期 PSY 有望从 24 提升至 28 以上，从而降低成本。公司于 2023 年 6 月 26 日发布定增预案，计划募集不超过 3 亿元用于产业链数字智能化升级，随着智能化项目的落地，公司养殖管理有望持续优化。

产业链上下游积极布局，打造一体化优质公司：

公司以饲料业务起家，饲料业务体量位居全国前十位，2022 年饲料业务销售 617 万吨，2023/2024 年计划饲料销量 620/700 万吨，饲料业务作为现金牛支持公司穿越底部周期。下游端公司较早开始打造肉制品品牌，营业收入从 2014 年的 3.82 亿元增长至 2022 年的 12.97 亿元，复合增速为 16.51%，公司肉品业务有望稳健增长。

盈利预测、估值和评级：

我们预测，2023-2025 年公司实现营业收入 283.2/337.5 /360.6 亿元，同比 +6.72%/+19.15%/+6.86%，实现归母净利润 -9.44/14.26/11.34 亿元，对应 EPS 为-0.68/1.03/0.82 元。生猪养殖行业 2024 年给与 8-10 倍 PE 估值，公司产业链布局优秀且出栏兑现度高，给予 2024 年 10XPE，目标价 10.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

猪价不及预期；成本下降不及预期；动物疫病风险；股东质押风险。

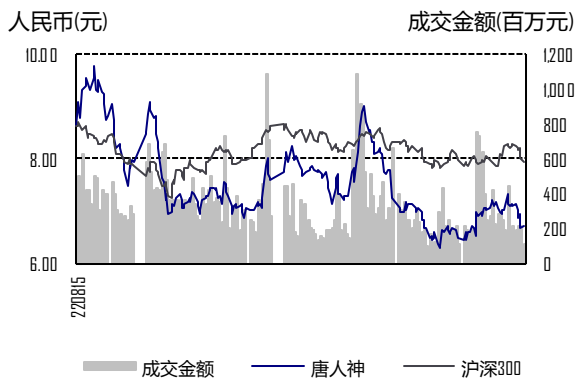
农林牧渔组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.67 元

目标价 (人民币)：10.25 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,742	26,539	28,321	33,746	36,061
营业收入增长率	17.36%	22.06%	6.72%	19.15%	6.86%
归母净利润(百万元)	-1,147	135	-944	1,426	1,134
归母净利润增长率	-220.74%	-111.77%	-799.13%	N/A	-20.45%
摊薄每股收益(元)	-0.951	0.098	-0.681	1.028	0.818
每股经营性现金流净额	-0.31	0.07	0.44	2.17	1.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	-20.82%	1.99%	-15.86%	19.70%	13.74%
P/E	N/A	72.41	N/A	6.48	8.66
P/B	1.63	1.44	1.57	1.29	1.13

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、产能去化持续进行，新周期可期.....	5
1.1 猪周期存在较好的规律性，规模化企业占比逐年提升.....	5
1.2 供大于求使得行业深度亏损，亏损下产能持续去化.....	7
二、深耕生猪养殖产业链，积极发展生猪养殖.....	9
2.1 以饲料业务为基础，积极发展生猪养殖全产业链.....	9
2.2 生猪业务占比逐年提升，盈利能力受周期波动影响.....	10
三、养殖业务规划长远，多举措降本增效.....	12
3.1 产能储备充足，出栏计划扎实推进.....	12
3.2 自繁自养与“公司+农户”结合，全国化布局志向远大.....	15
3.3 多举措并行提升养殖能力，降本增效稳步推进.....	16
四、产业链上下游积极布局，打造一体化优质公司.....	17
4.1 深耕饲料三十余年，优质现金奶牛.....	17
4.2 下游拓展肉制品产业，提高产品附加值.....	18
五、盈利预测与投资建议.....	19
盈利预测.....	19
投资建议及估值.....	20
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 生猪的生长周期无法跳过.....	5
图表 2： “猪周期”类似蛛网模型.....	5
图表 3： 历史上猪周期长度存在 4 年左右长度的较好规律性（元/公斤）.....	5
图表 4： 我国规模化养殖水平超过 60%(年出栏量 500+).....	6
图表 5： 美国规模化程度远高于我国.....	6
图表 6： 规模化下美国猪周期波幅犹存.....	6
图表 7： 2021 年美国规模化养殖企业 CR5 为 32%.....	7
图表 8： 2022 年我国生猪养殖企业 CR5 仅为 13%.....	7
图表 9： 年初以来行业持续亏损.....	7
图表 10： 能繁母猪存栏持续下降.....	7
图表 11： “超级”猪周期在去年仍有较深刻影响.....	8
图表 12： 能繁母猪存栏依旧较多（万头）.....	8
图表 13： 生产效率的提升或使得下半年供给量较大.....	8



图表 14:	行业库容率维持在历史高位	9
图表 15:	猪细小疫苗签发量数据指引产能或维持高位	9
图表 16:	仔猪亏损或驱动去化加速	9
图表 17:	淘汰母猪价格持续下跌	9
图表 18:	生猪养殖上市公司平均资产负债率水平达历史新高	9
图表 19:	唐人神发展历程	10
图表 20:	公司营业收入稳定增长	11
图表 21:	公司盈利能力受猪周期影响	11
图表 22:	公司收入结构中生猪占比逐年增大	11
图表 23:	公司销售毛利率近年来波动增大	12
图表 24:	生猪业务毛利率波动较大	12
图表 25:	公司生猪养殖业务毛利率处于行业中游	12
图表 26:	2022 年公司发布股权激励目标	12
图表 27:	公司生猪出栏量保持较高增速	13
图表 28:	今年上半年出栏进度	13
图表 29:	公司过去两年投入大量固定资产(亿元)	13
图表 30:	2022 年公司生产性生物资产大幅增加(亿元)	13
图表 31:	在建工程量减少(亿元)	13
图表 32:	资本开支逐渐缩窄(亿元)	13
图表 33:	资产负债率处于行业中游(%)	14
图表 34:	货币资金储备较好(亿元)	14
图表 35:	多举措融资促进发展	14
图表 36:	公司增发项目情况(万元)	14
图表 37:	自繁自养与“公司+农户”的差别	15
图表 38:	“1+3”全产业链模式	15
图表 39:	美神生猪养殖布局遍及全国	15
图表 40:	龙华农牧一体化养殖场展示	16
图表 41:	目前公司 PSY 处于行业中等水平	17
图表 42:	丹系种猪 PSY 有较大提升空间	17
图表 43:	公司饲料销量稳步增长	17
图表 44:	饲料业务提供稳定利润	17
图表 45:	公司饲料业务毛利率处在行业中游	18
图表 46:	2022 年原材料价格大幅上行	18
图表 47:	公司主要饲料品牌与品种	18
图表 48:	公司肉制品产品展示	19



图表 49: 肉制品收入持续增长	19
图表 50: 肉制品毛利情况	19
图表 51: 估值与盈利预测表	20
图表 52: 可比公司估值表	21

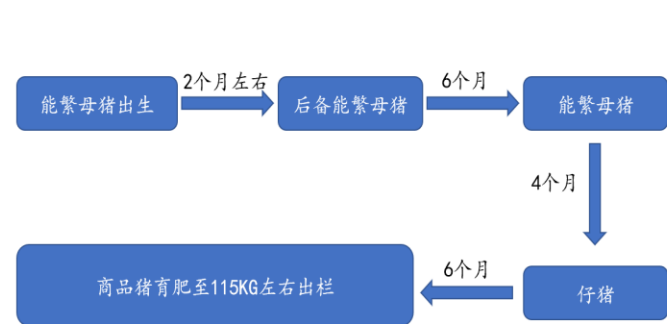


一、产能去化持续进行，新周期可期

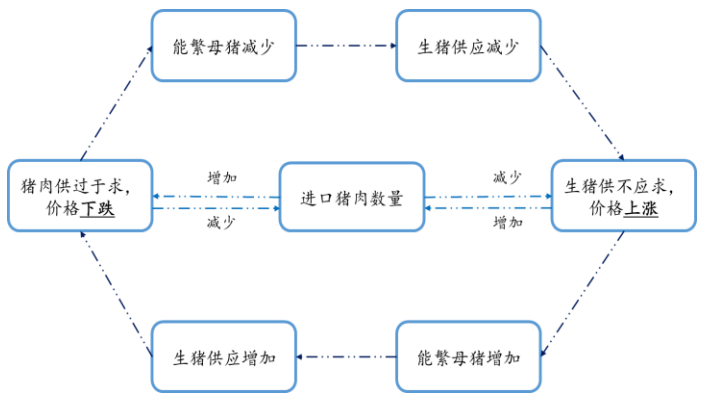
1.1 猪周期存在较好的规律性，规模化企业占比逐年提升

生长周期与决策时滞的共同作用导致贡献错配，历史上猪周期的长度维持在4年左右。生猪的生长周期决定了行业的生产特性，由于从母猪受孕到商品猪出栏大约需要10个月左右的时间，从能繁母猪开始补充则需要18个月左右，所以行业内补充猪肉产能至少需要10个月以上的时间周期。行业在上行周期时，养殖户受到利润刺激会积极扩充产能，行业产能过剩的影响会在至少10个月之后开始体现。随着猪价受供应过剩的影响开始下跌，当猪价跌破养殖户成本线或养殖户心理预期价位时行业开始出现产能调减，随着亏损幅度的加深，养殖户在资金压力下产能出清速度加快。而在调减产能开始的10个月后猪价会开始出现回升，养殖户在预期盈利好转的背景下又开始补充产能，如此周而复始形成猪价以长度为4年左右的周期性波动。

图表1：生猪的生长周期无法跳过



图表2：“猪周期”类似蛛网模型

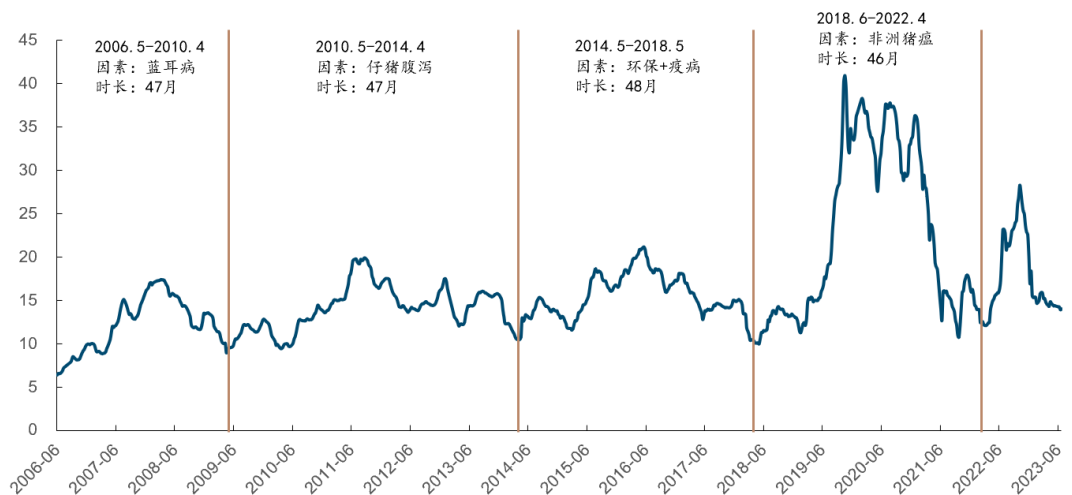


来源：新牧网，国金证券研究所

来源：国金证券研究所

2006年至今，我国一共经历了4轮完整的猪周期。2006-2010年高致病性蓝耳病传入我国促使能繁母猪存栏量快速去化，驱动生猪价格上涨。2010-2014年的周期主要受供需因素驱动，是经典的猪周期演变过程。2014-2018年产能去化的主要因素是我国政府推出的环保政策，大量不符合环保标准的散养户被淘汰。2018-2022年这一轮猪周期则是非洲猪瘟在国内的暴发导致生猪供给大幅去化，驱动了有史以来最强的一轮猪周期，生猪价格一度上升到40元/公斤以上。从驱动因素来看，有动物疫病、供需关系、政策因素等一个或多个因素综合作用导致。从周期运行时长来看，我国每轮猪周期的总时长在4年左右且猪价下行的时长往往长于上行时长，总体呈现熊长牛短的态势；从价格弹性来看，每一轮猪周期价格的最高点和最低点之间均有一倍以上的涨幅，猪价弹性充足。

图表3：历史上猪周期长度存在4年左右长度的较好规律性（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

历史上我国由于年出栏500头以下的散户规模占比较大，散养户在生产过程中的计划性相

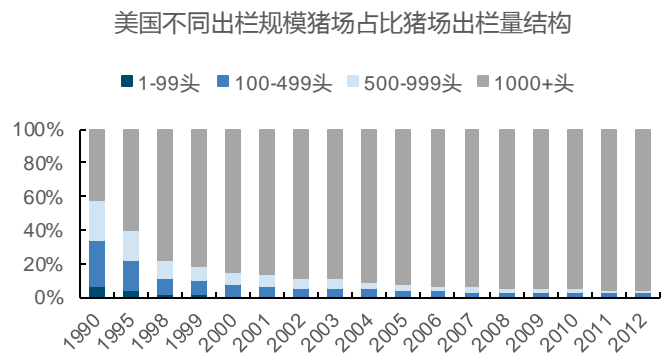
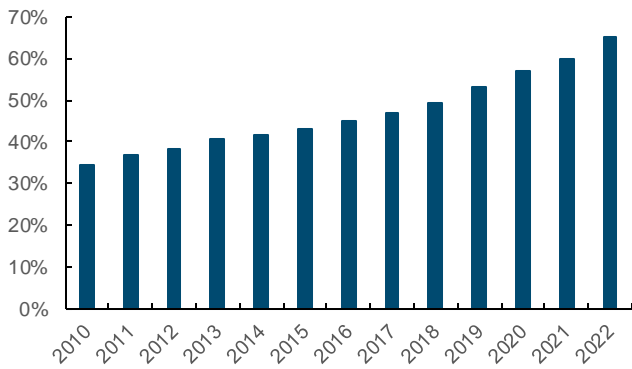


对较弱，主要根据生猪价格表现安排生产，导致了我国生猪供给端根据养殖利润的变化发生的波动较大。目前我国生猪养殖规模化已经推进至 60% 以上，随之而来的是市场对猪周期是否存在产生了质疑，而我们认为在养殖户逐利的驱动下必然会发生供需失衡，猪周期会长期存在。根据美国规模化养殖发展路径与美国猪价波动情况来看，即便是规模化养殖占比的提升也不会抹平猪周期，猪价的波动幅度仍在一倍以上。1995 年美国年出栏 500 头以上养殖户占比 78%，而美国 1994-2002 年走出了两轮时长为 4 年左右的猪周期，随着规模化进程接近 95%，美国猪周期的长度有所拉长，但是猪价波动幅度依旧在 100% 以上。

我国生猪养殖规模化程度仍有较大提升空间，规模养殖企业成长性充足。2018 年以来在政策、动物疫病等因素的影响下，我国生猪养殖规模化大幅提升，2017 年全国前十大生猪养殖企业出栏量占比仅为 5.1%，截至 2022 年底已经超过 20%。但是与海外相比我国生猪养殖规模化率仍有较大提升空间，截至 2021 年美国生猪产业链公司 CR5 达到了 32%，而我国 2022 年生猪养殖 CR5 仅为 13%，根据上市企业扩产规划来看，我国未来几年生猪养殖规模化程度有望持续提升，规模化养殖企业成长性突出。

图表4：我国规模化养殖水平超过 60%(年出栏量 500+)

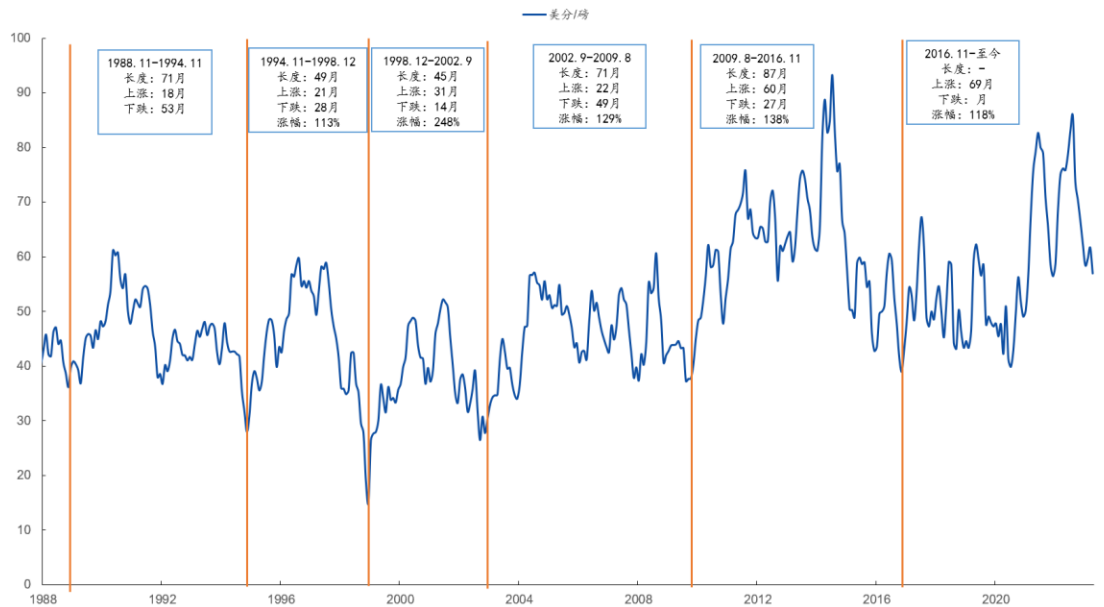
图表5：美国规模化程度远高于我国



来源：Wind，国金证券研究所

来源：USDA，国金证券研究所

图表6：规模化下美国猪周期波幅犹存

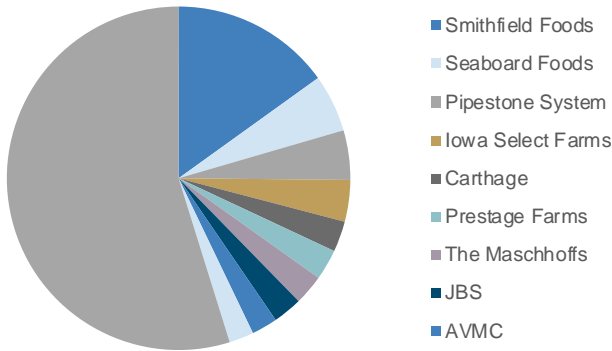


来源：USDA，国金证券研究所

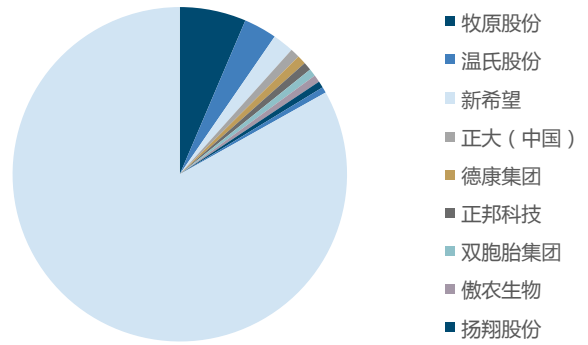
我国生猪养殖规模化程度仍有较大提升空间，规模养殖企业成长性充足。2018 年以来在政策、动物疫病等因素的影响下，我国生猪养殖规模化大幅提升，2017 年全国前十大生猪养殖企业出栏量占比仅为 5.1%，截至 2022 年底已经超过 20%。但是与海外相比我国生猪养殖规模化率仍有较大提升空间，截至 2021 年美国生猪产业链公司 CR5 达到了 32%，而我国 2022 年生猪养殖 CR5 仅为 13%，根据上市企业扩产规划来看，我国未来几年生猪养殖规模化程度有望持续提升，规模化养殖企业成长性突出。



图表7: 2021年美国规模化养殖企业CR5为32%



图表8: 2022年我国生猪养殖企业CR5仅为13%



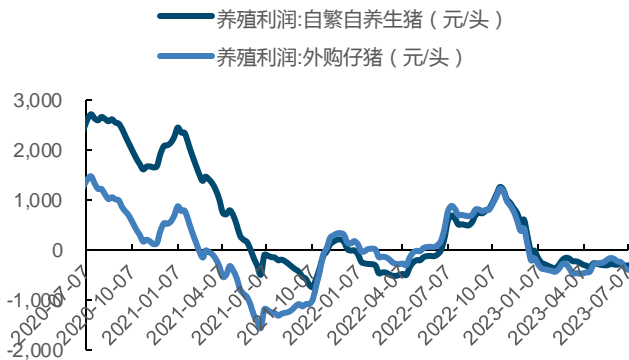
来源: Successful Farming, 国金证券研究所

来源: 新猪派, 各公司公告, 国金证券研究所

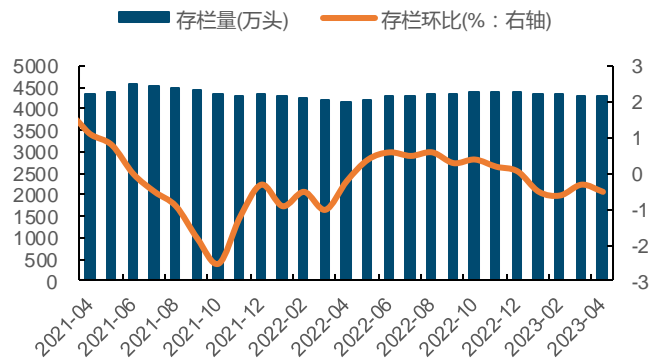
1.2 供大于求使得行业深度亏损, 亏损下产能持续去化

2021年下半年我国生猪养殖行业开始陷入深度亏损的状态,2022年4月份猪价开始回升,在10月份触顶后快速回落并且于今年1月份跌破养殖成本线,行业再次陷入亏损状态,年初至今行业平均亏损300元/头。根据历史上自繁自养的养殖利润与能繁母猪存栏环比数据对比来看,在行业盈利快速下行或进入亏损期时能繁母猪存栏开始减少,能繁母猪去化幅度与亏损深度、亏损时长以及养殖户后市预期相关。在经历了2019-2020年为期两年的超高盈利后,养殖户陷入亏损的第一时间并没有出现产能去化,随着亏损加深开始快速且在还未转向盈利时能繁母猪存栏就开始回正,说明当时产业内资金相对充足且对后市信心较强。根据农业农村部能繁母猪存栏数据,今年1月份行业刚出现亏损时能繁母猪存栏量就开始下行,1-6月份累计去化2.5%左右。2022年对于多数养殖企业来讲并未盈利,2023年行业对后市猪价的信心低于2022年且资金情况较去年更加紧张,在行业持续亏损的背景下,能繁母猪存栏量有望持续下行。

图表9: 年初以来行业持续亏损



图表10: 能繁母猪存栏持续下降

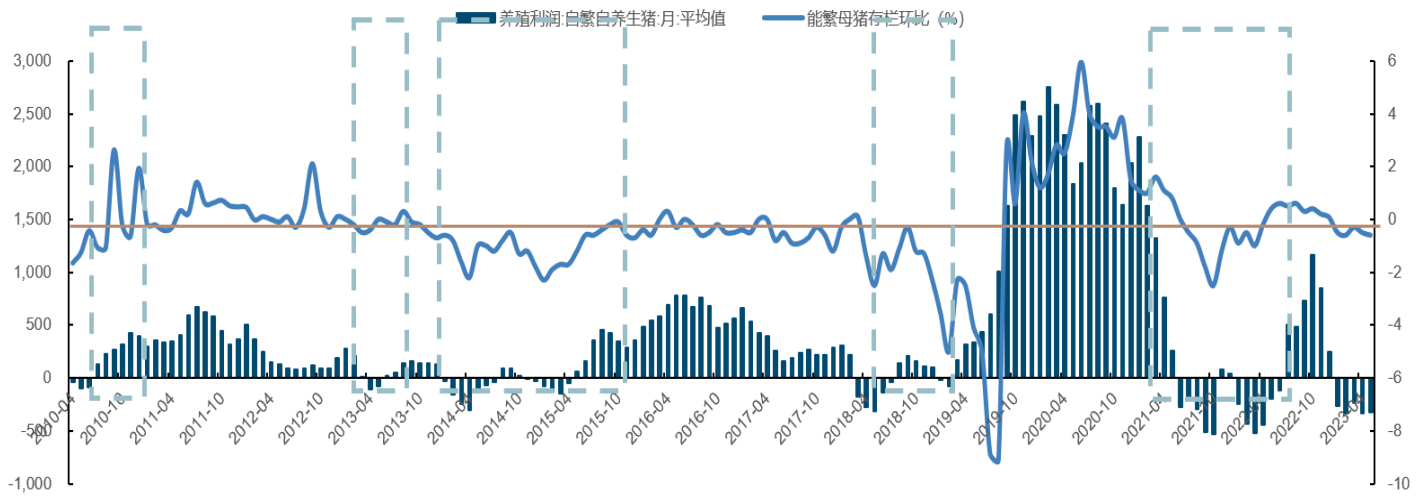


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 农业农村部, 国金证券研究所



图表11：“超级”猪周期在去年仍有较深刻影响



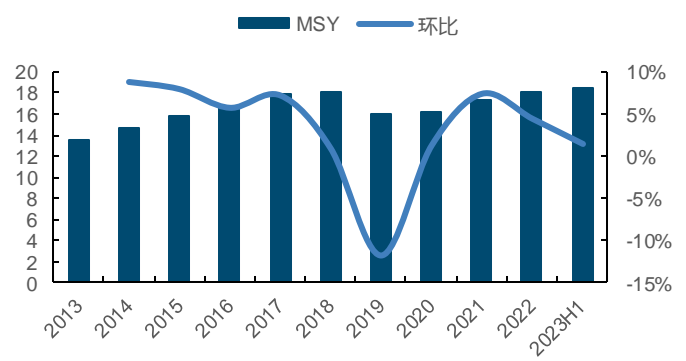
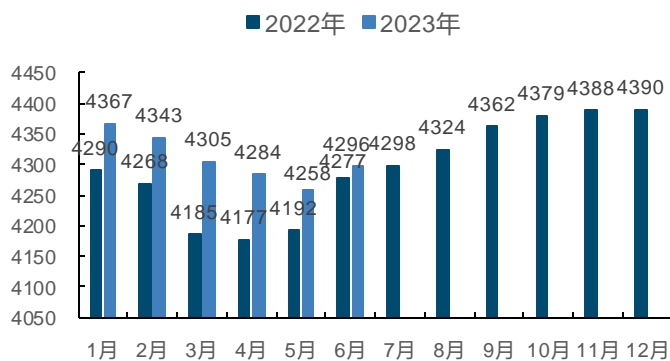
来源：农业农村部，Wind，国金证券研究所

2023 年上半年我国生猪出栏 3.75 亿头，同比增长 2.6%；猪肉产量 3032 万吨，同比增长 3.2%；规模以上生猪定点屠宰企业屠宰 1.6 亿头，同比增长 9.9%，以上三组数据说明今年上半年生猪产量明显多于去年同期。而上半年生猪均价为 14.64 元/公斤，同比上涨 0.59 元/公斤，上半年猪价高于去年一方面是因为消费的好转，另一方面则是大量肉品并未消化而是转入冻库库存。根据涌益咨询，7 月初冻品库容率为 20.23%，冻品库容率位于历史高位，冻肉库存或在后续压制猪价。

能繁母猪存栏量与 10 个月后生猪供给量有较大的关联度，根据能繁母猪存栏量推算，今年 10 月份之前生猪供给环比持续上升，下半年生猪供给量应该多于上半年。根据涌益咨询数据，2022 年 7 月份以来我国生猪生产效率总体呈现上升态势，实际生猪产量的提升或多于能繁母猪的提升量。同时根据猪细小疫苗签发量数据可以推算出今年下半年配种后生产的母猪数量处于高位，考虑到养殖效率的提升等因素，预计今年全年生猪供给量或多于 2022 年，行业平均盈利水平低于去年，下半年生猪供给偏多，猪价或整体处于较低位置使得行业整体呈现亏损态势。近期受极端天气、二次育肥、标肥价差走阔、养殖户抗价等因素的影响，短期生猪价格出现反弹，但是行业整体供大于求，随着压栏情绪的减弱以及后续二次育肥的出栏，生猪价格或再次下跌。

图表12：能繁母猪存栏依旧较多（万头）

图表13：生产效率的提升或使得下半年供给量较大

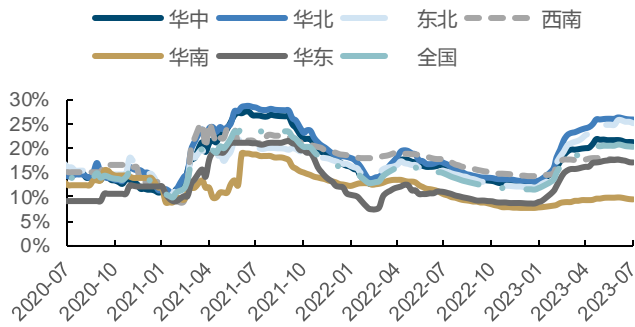


来源：农业农村部，国金证券研究所（后置 10 月对应生产数量）

来源：涌益咨询，国金证券研究所

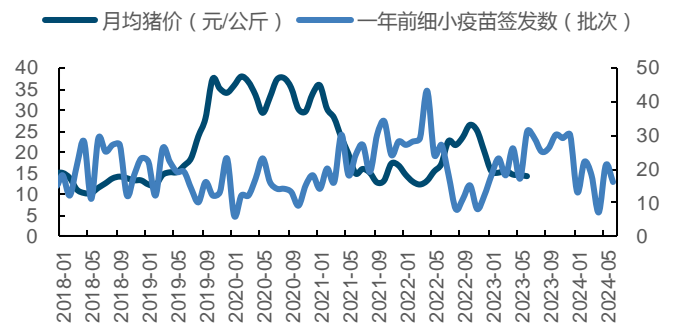


图表14: 行业库容率维持在历史高位



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

图表15: 猪细小疫苗签发量数据指引产能或维持高位



来源: 中国兽药信息库, Wind, 国金证券研究所

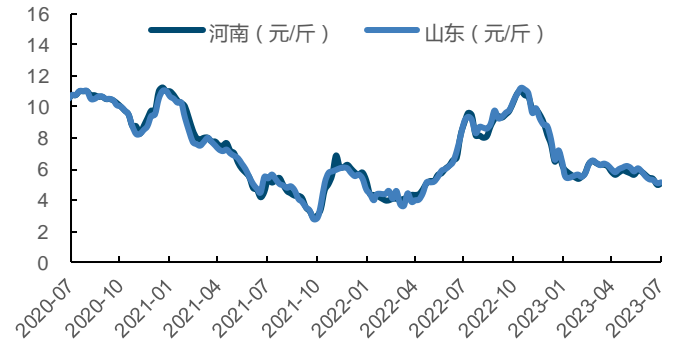
根据自繁自养生猪养殖利润与外购仔猪养殖利润的差值我们可以大致计算出售卖仔猪的利润情况, 从历史情况看, 当售卖仔猪陷入深度亏损的时期, 能繁母猪存栏环比下降幅度更深, 更有利于产能去化的进行。今年上半年由于市场对下半年生猪养殖抱有较强的盈利预期, 所以仔猪价格一直居高不下, 随着猪价的持续低迷, 仔猪价格目前已经跌破养殖成本线。此外, 淘汰母猪价格自年初以来持续下跌, 目前与标猪的价格比已经接近 70%, 随着淘汰母猪价格的进一步下跌, 养殖户亏损情况进一步加深。2020 年以来, 生猪养殖行业进行大规模的融资扩张, 截至 2023Q1 上市企业平均资产负债率已经达到 67%, 创历史新高。随着生猪养殖行业的持续亏损, 行业现金流情况或进一步恶化, 部分企业或因资金问题被动淘汰产能, 随着行业产能的持续出清, 明年二季度猪价或开始出现好转。

图表16: 仔猪亏损或驱动去化加速



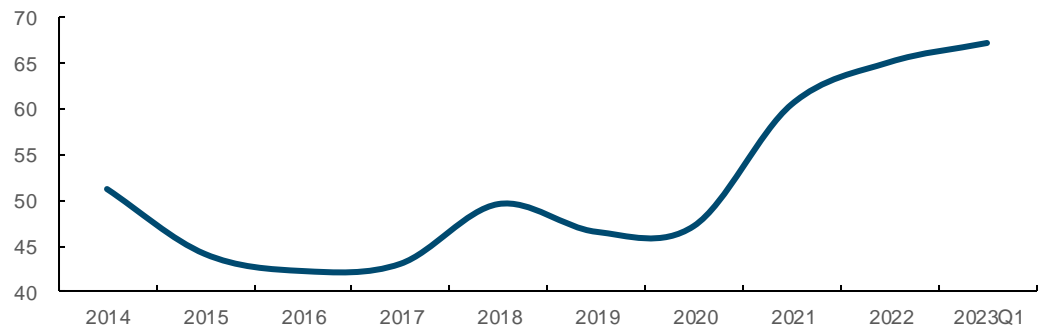
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 淘汰母猪价格持续下跌



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

图表18: 生猪养殖上市公司平均资产负债率水平达历史新高 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (选取 16 家生猪养殖企业取平均值: 牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、傲农生物、天康生物、唐人神、大北农、天邦食品、新五丰、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、金新农、东瑞股份。)

二、深耕生猪养殖产业链, 积极发展生猪养殖

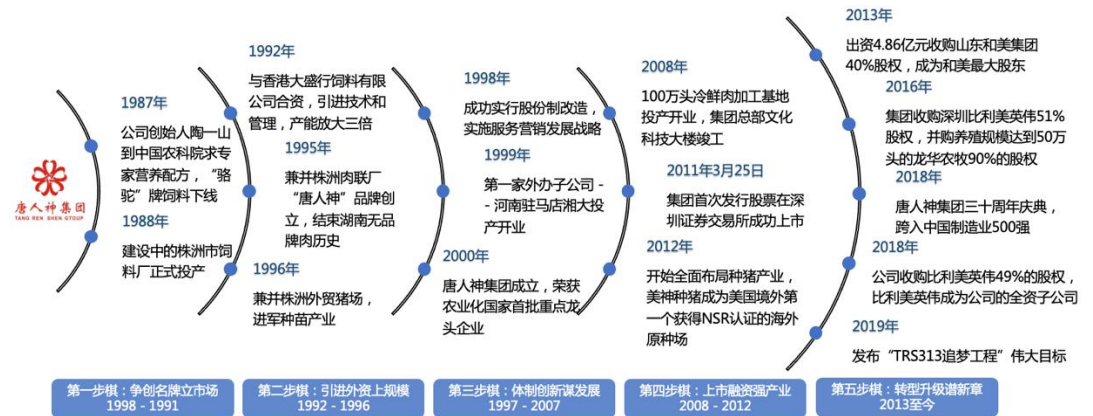
2.1 以饲料业务为基础, 积极发展生猪养殖全产业链

唐人神是我国最早专注于生猪全产业链经营的农业产业化国家重点龙头企业之一, 公司主



营业务为生物饲料、生猪养殖和品牌肉品。公司起家于饲料业务，1988年唐人神集团的前身株洲饲料厂正式投产，1992年公司与香港大生行饲料有限公司合资引进先进的生产技术和方法，推动公司产能持续增长。公司于1995年兼并株洲肉联厂，正式创立“唐人神”品牌，结束了湖南没有品牌肉的历史。2000年，唐人神集团正式成立，公司荣获国家首批农业产业化重点龙头企业，并且于2011年成功在深圳交易所上市，目前公司是全国知名生猪产业链一体化企业。

图表19：唐人神发展历程



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

公司的控股股东为湖南唐人神控股投资股份有限公司，实际控制人为陶一山先生，其子陶业先生为其一致行动人。两人通过湖南山业投资咨询有限公司合计持有唐人神控股 68.27% 的股权，陶一山先生和陶业先生分别持有湖南山业投资咨询有限公司 30% 和 70% 的股份。截至 2023 年 3 月 31 日，唐人神控股投资股份有限公司直接持有公司 11.61% 的股份，第二大股东大生行饲料有限公司则将表决权委托于唐人神控股投资股份有限公司，公司实控权稳定，公司中长期发展方向的确定性较好。

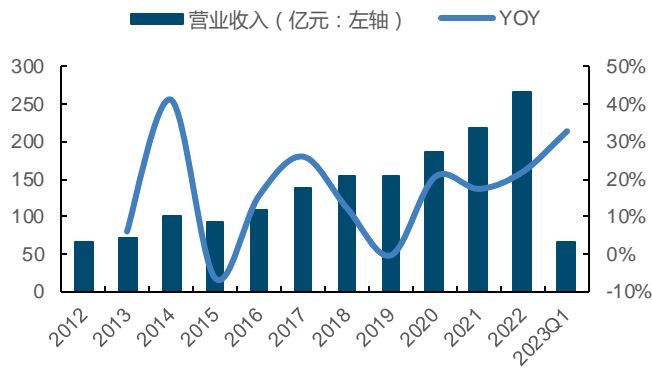
公司积极外延并购，实现全产业链布局。公司于 2013 年出资 4.86 亿元收购山东和美集团 40% 股权，成为和美最大的股东，公司通过外延并购的方式打开了山东饲料市场。2016 年，公司以 1.63 亿元收购深圳比利美英伟 51% 的股权，并于 2018 年收购比利美英伟剩下 49% 的股权，使比利美英伟成为公司的全资子公司，加强了公司饲料板块的业务布局。2016 年，公司以 4.9 亿元并购了养殖规模达到 50 万头的龙华农牧 90% 的股权，引入了自繁自养的生猪养殖模式，进一步将公司产业链延伸至生猪育肥端。从上游饲料到下游育肥，公司围绕“饲料、养殖、肉品”三大产业发展，通过收购以及投建子公司，构建了生猪养殖全产业链的发展规划。

2.2 生猪业务占比逐年提升，盈利能力受周期波动影响

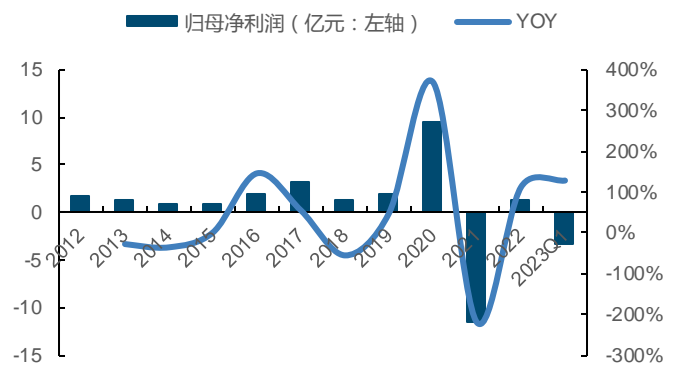
公司盈利端受周期影响，营收规模稳步提升。2012-2022 年，公司营业收入从 67.2 亿元增长至 265.4 亿元，年复合增速为 14.72%，收入端整体呈现波动上升的态势。因为饲料业务净利率水平较低，所以公司利润端则受猪周期影响较大，2021 年猪价大幅下跌，公司归母净利润为 -11.5 亿元，2022 年全年猪价呈现前低后高的态势，全年实现归母净利润 1.4 亿元，2023 年初以来猪价的持续低迷使得公司再次陷入亏损的状态，根据公司业绩预告，预计 2023H1 实现归母净利润 -6.0 至 -6.7 亿元。公司盈利端的变化主要跟随猪周期变化，如果猪肉价格处于较高的位置，公司便可以实现较为丰厚的盈利。



图表20: 公司营业收入稳定增长



图表21: 公司盈利能力受猪周期影响

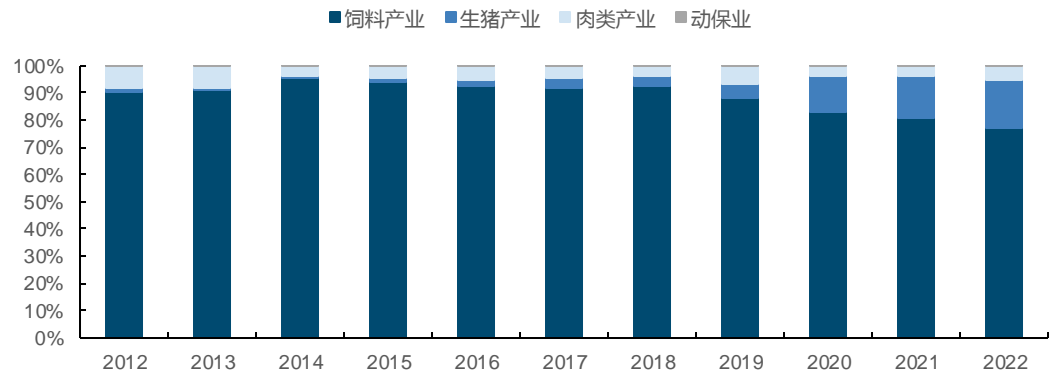


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

饲料业务收入占比第一,生猪养殖占比逐年提升。2022年公司饲料、养殖与肉品三大主营业务占总营收的99.9%,其中饲料业务收入占比为76.70%,养殖业务与肉制品加工业务分别占比18.3%与4.9%。虽然2015-2021年饲料业务营收占比在80%以上,是公司最主要的营收来源,但是从收入变化的趋势上看,养殖业务与肉品业务收入占比逐年提升,饲料业务收入占比呈现下降态势。

图表22: 公司收入结构中生猪占比逐年增大

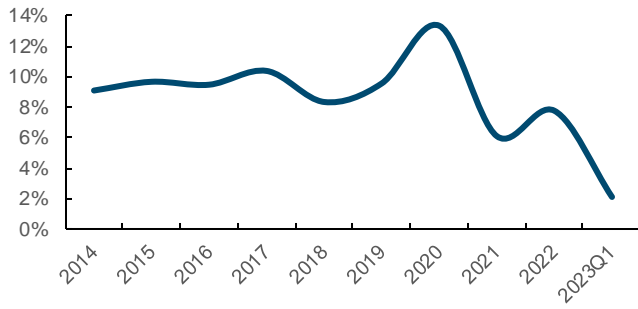


来源: Wind, 国金证券研究所

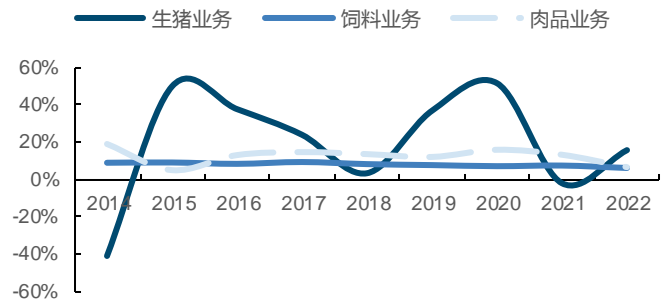
近年来生猪业务占公司总收入比例逐渐提高,这也使得公司利润端产生较大的波动。公司饲料业务毛利率相对比较平稳,过去几年在8%上下波动;肉品业务有品牌加持和产品附加值,可以在一定程度上削弱猪肉价格对毛利率的影响,肉品业务的毛利率水平在12%-20%区间震荡。生猪具有大宗品的特性,生猪价格的大幅变化使得养殖业务毛利率波动较大,2014年公司养殖业务毛利率最低,仅为-41.6%;2020年公司养殖业务毛利率最高,达到了51.2%。随着公司生猪养殖业务收入占比逐年提升,公司盈利端的表现很大程度上会跟随猪价波动。通过与行业内其他公司生猪养殖业务毛利率对比来看,公司生猪养殖业务毛利率处于行业中上游水平,在2021年生猪养殖毛利率仅低于牧原股份,2022年仅低于牧原股份与温氏股份。随着公司生产效率、产能利用率、人效与种猪效率的提升,公司生猪养殖业务的盈利能力有望增强。



图表23: 公司销售毛利率近年来波动增大



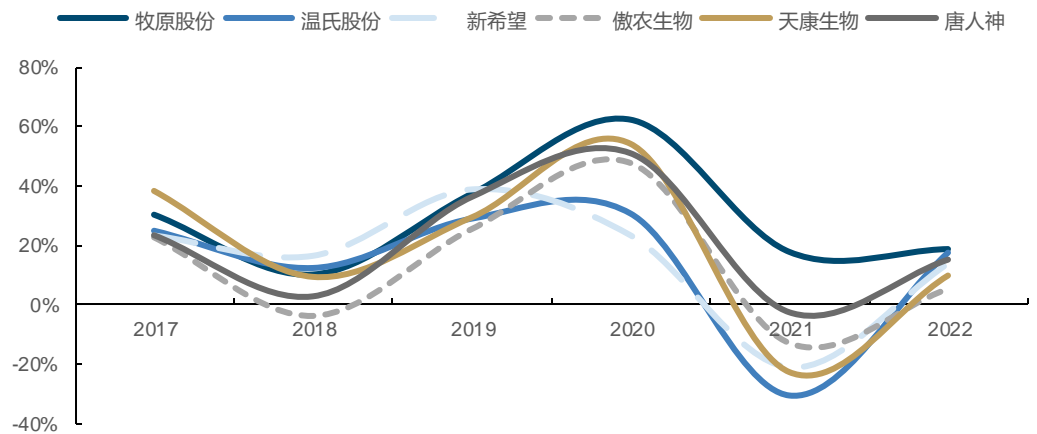
图表24: 生猪业务毛利率波动较大



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 公司生猪养殖业务毛利率处于行业中游



来源: Wind, 国金证券研究所

三、养殖业务规划长远, 多举措降本增效

3.1 产能储备充足, 出栏计划扎实推进

股权激励制定出栏目标, 2023/2024 年出栏目标为 350/500 万头。公司于 2022 年 2 月 18 日发布股权激励计划, 授予激励对象共计不超过 6000 万股, 占公司目前股本总额不超过 4.98%, 其中首次授予 857 名中高层管理人员、核心或者骨干 (技术/业务) 5490.6 万股, 行权价格为 6.2 元/股。首次授予的三个行权期的解锁条件分别为: 2022 年度饲料外销量 ≥ 560 万吨; 或 2022 年度生猪销售量 ≥ 200 万头。2023 年度饲料外销量 ≥ 620 万吨; 或 2022-2023 年度累计生猪销售量 ≥ 550 万头。2024 年度饲料外销量 ≥ 700 万吨; 或 2022-2024 年度累计生猪销售量 $\geq 1,050$ 万头。公司 2022 年实现饲料销售 616.63 万吨, 实现生猪出栏 215.79 万头, 成功实现第一个业绩考核目标, 目前公司维持 2023/2024 年饲料销量 620/700 万吨、生猪出栏 350/500 万头的目标不变。2023H1 公司实现生猪出栏 165.94 万头, 同比增长 92.3%, 其中商品猪 153.33 万头, 仔猪 12.61 万头, 上半年公司已经完成全年计划的 47.4%, 生猪出栏目标稳步推进。目前我国生猪养殖行业规模化程度仍在快速提升, 头部养殖企业生猪出栏量依旧处于快速增长的过程中, 公司生猪出栏量增速处于行业前列。

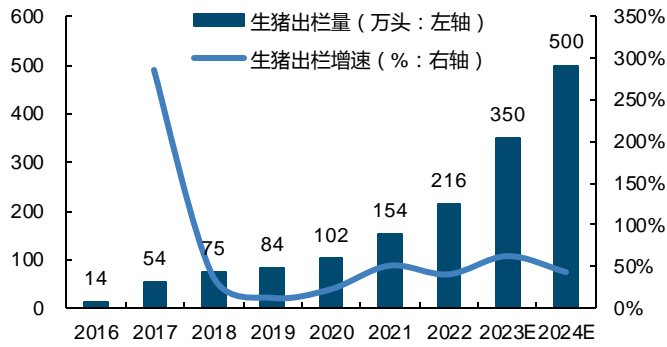
图表26: 2022 年公司发布股权激励目标

行权期	业绩考核目标	授予对象
首次授予行权期一	2022 年度饲料外销量 ≥ 560 万吨; 或 2022 年度生猪销售量 ≥ 200 万头。	895 位董事、高管、
首次授予行权期二	2023 年度饲料外销量 ≥ 620 万吨; 或 2022-2023 年度累计生猪销售量 ≥ 550 万头。	中高层管理人员、核
首次授予行权期三	2024 年度饲料外销量 ≥ 700 万吨; 或 2022-2024 年度累计生猪销售量 $\geq 1,050$ 万头。	心或技术 (业务) 人 员

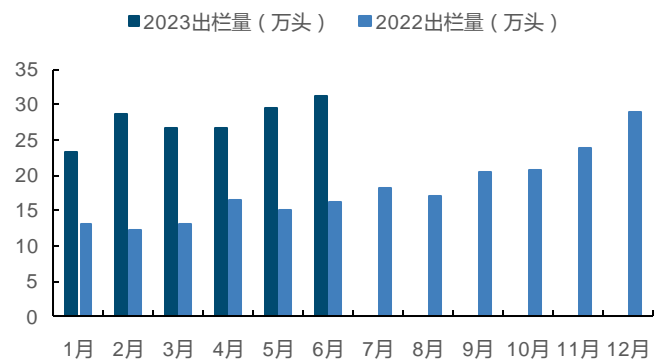
来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表27: 公司生猪出栏量保持较高增速



图表28: 今年上半年出栏进度

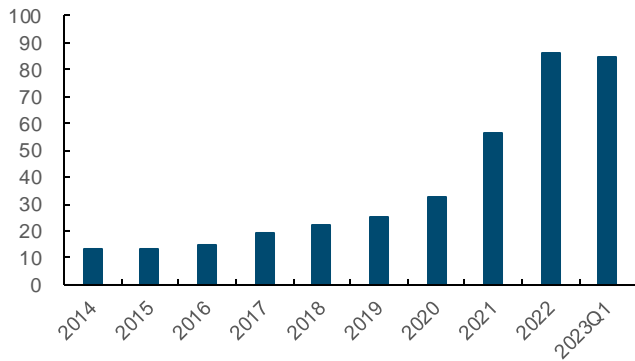


来源: 公司公告, 国金证券研究所

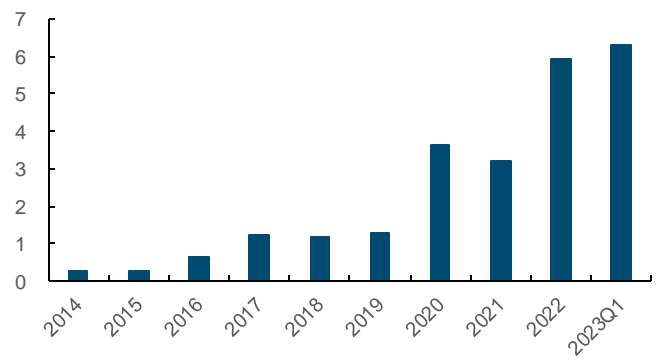
来源: 公司公告, 国金证券研究所

提前布局产能建设, 短期出栏兑现度较高。2020 年以来公司利用上市公司融资的便利性大量募集资金进行产能扩张, 公司通过可转债、定向增发等方式累计募集资金 39.41 亿元。2021-2022 年公司分别新增固定资产 23.66 亿元和 30.09 亿元; 生产性生物资产从 2019 年 1.29 亿元增加至 2023 年一季度的 6.32 亿元。目前公司投建的固定资产基本满足 2024 年出栏目标的需求, 仅有部分在建栏舍需要资金的投入, 生产性生物资产总量也对公司 2024 年出栏量有一定的支撑。公司后续资本开支压力较小。截至 2023 年一季度末, 公司资产负债率 60.83%, 账上货币资金近 18 亿元, 处于行业中等水平。此外, 公司饲料业务保持稳定发展, 2022 年全年饲料板块有 200 多亿元的对外销售收入, 饲料业务为公司提供稳定现金流支撑, 公司经营活动现金流情况良好。从生产性生物资产来看, 公司过去两年也做了较为充足的储备, 截至 2023 年一季度, 公司拥有 17 万头能繁母猪, 4 万头后备母猪, 为 2024 年出栏 500 万头打下坚实的基础。

图表29: 公司过去两年投入大量固定资产(亿元)



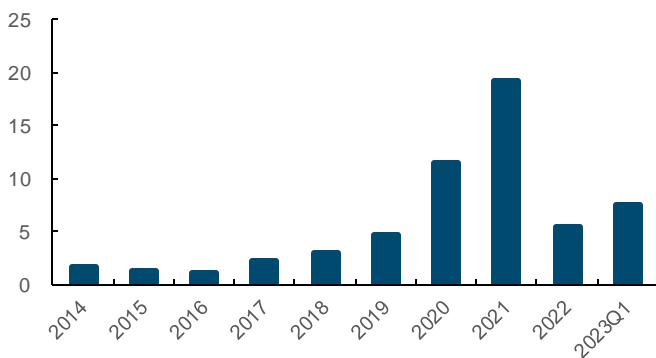
图表30: 2022 年公司生产性生物资产大幅增加(亿元)



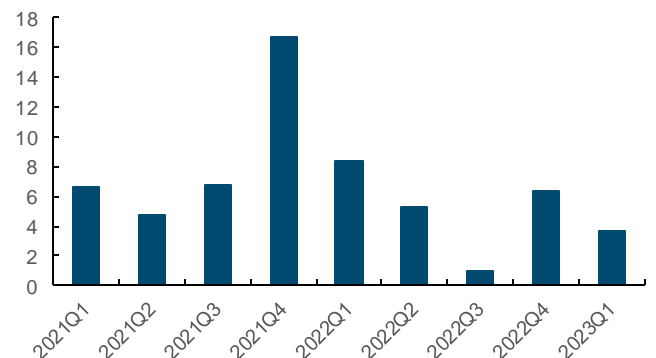
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 在建工程量减少(亿元)



图表32: 资本开支逐渐缩窄(亿元)

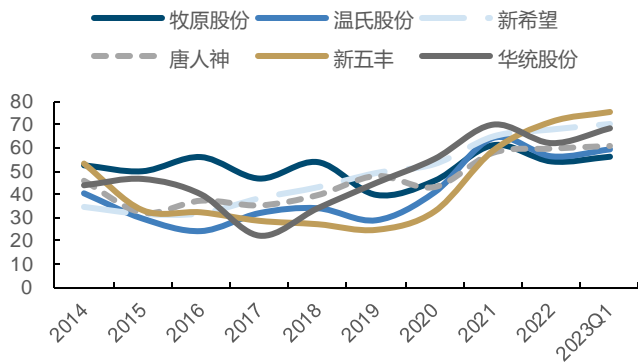


来源: Wind, 国金证券研究所

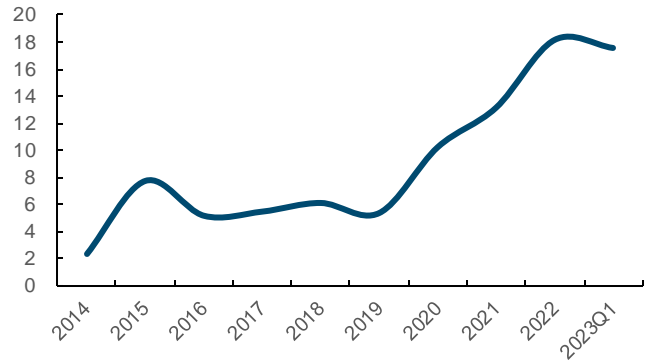
来源: Wind, 国金证券研究所



图表33: 资产负债率处于行业中游 (%)



图表34: 货币资金储备较好 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 多举措融资促进发展

融资公告时间	融资方式	拟/实际融资净额 (亿元)	融资目的	节奏	融资完成的时间
2023年6月26日	定向增发	不超过3 (含本数)	唐人神集团生猪全产业链数字智能化升级项目	发布预案	未披露
2022年4月11日	定向增发	11.12	东冲、云浮、融水县、浦北美神和河南昌江等地区养殖项目&补充流动资金	已实施	2022年12月22日
2020年8月3日	定向增发	15.14	禄丰美神母猪产能项目、武山美神生猪养殖全产业链项目、饲料配套项目&补充流动性资金	已实施	2021年3月8日
2018年10月29日	可转债	12.15	新建养殖项目、新建饲料项目、佛山高明区温氏畜牧有限公司生猪养殖项目、补充流动资金	已实施	2019年12月30日

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022年8月11日, 公司发布以简易程序向特定对象发行股票预案(修订稿), 目前发行方案董事会已经审议通过, 尚需深交所审核通过并且经中国证监会做出予以注册决定后方可实施。本次发行价格为6.60元/股, 拟发行股票数量为4545万股, 募集总金额为3亿元, 募集资金将用于生猪全产业链数字智能化升级项目。此次项目的顺利发行有利于公司在未来几年生猪产业快速发展的过程中, 使用数字智能化系统提升养殖业务的生产指标, 充分发挥规模化、标准化、智能化养猪优势, 提升公司养殖业务核心竞争力。

图表36: 公司增发项目情况 (万元)

序号	项目名称	投资总额	拟使用本次募集资金投入金额
1	唐人神集团生猪全产业链数字智能化升级项目	33650	30000
(1)	集团化云平台建设与升级项目	8100	6000
(2)	数字智能化养殖体系建设与升级项目	25550	24000
	合计	33650	30000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

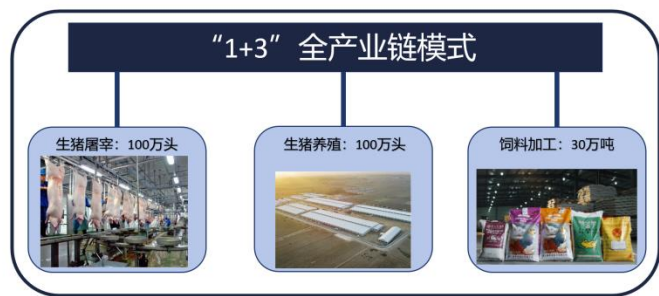
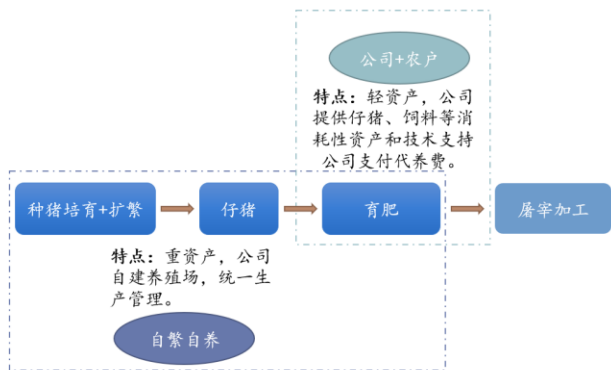


3.2 自繁自养与“公司+农户”结合，全国化布局志向远大

公司中长期规划年出栏 1000 万头生猪，重点在湖南、两广、海南等区域布局。公司根据猪周期变化，积极在适当的时候扩张产能，主要布局为湖南省约 350 万头、广东省约 300 万头、广西省约 100 万头、海南省约 50 万头、其它区域 200 万头。目前公司养殖业务分为两个部分，分别是美神与龙华农牧，其中美神旗下养殖场分别有自繁自养与“公司+农户”模式，龙华农牧则是自繁自养一体化养殖场，目前自繁自养与“公司+农户”出栏占比基本持平。自繁自养模式前期投入的固定资产较多，但是有利于一体化和系统化的管理，通过模式的持续迭代提升养殖效率；“公司+农户”模式则可以有效节省资本开支，实现轻资产的快速扩张。

图表37: 自繁自养与“公司+农户”的差别

图表38: “1+3”全产业链模式



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

经过二十多年的发展，公司养殖事业部形成了独特的“1+3”全产业链模式，“1+3”指的是 1 个区域内建设年出栏 100 万头的生猪养殖场，会配套建设 100 万头屠宰场与 30 万吨饲料生产基地，形成一个完整的产业链配套，随着公司的发展逐渐演变出“1+3”生猪自繁自养发展模式和“1+3”轻资产租赁发展模式，并沉淀了“四化管理、日清日结、阿米巴经营”和六大智能养殖技术（猪场健康智能评估技术、遗传智能育种技术、营养与价值智能创造与分析技术、AI 智能养殖技术、远程智能诊断技术和猪场系统管理智能技术）等管理工具，打造了低成本核心竞争力，正朝着“做中国领先的工业化养猪践行者”的宏伟目标迈进。

公司本部拥有多年养殖经验，旗下美神种猪性能优异，未来公司本部将以“公司+农户”养殖模式为主积极全国化布局。美神目前在姚家坝、淦田、群丰、茶陵、岳阳、醴陵、浏阳、益阳、永州、湘西、荆州、衡水、邯郸、甘肃、辽宁、河南等地建设了 20 多个种猪和商品猪养殖基地，并与云南禄丰、四川雅安、湖南攸县、醴陵、涪口等签约多个 100 万头生猪绿色养殖项目。

图表39: 美神生猪养殖布局遍及全国



来源：公司官网，国金证券研究所

公司楼房养猪项目主要分布在龙华农牧所在的湖南株洲、以及广东茂名、韶关、佛山、云



浮等南方地区，由于南方多丘陵地形，楼房猪舍可以有效解决猪场建设成本过高的问题，节约 80%的土地面积，提高土地利用率，龙华农牧是公司最主要的自繁自养基地。湖南龙华农牧发展有限公司成立于 1990 年，是一家集原种猪扩繁、优质商品猪养殖、饲料加工、生猪销售于一体的全产业链循环生态养殖企业，是国家标准化养殖示范场、全国无非洲猪瘟小区，是湖南省农业产业化省级龙头企业。2017 年，唐人神集团出资 4.9 亿元并购了龙华农牧 90% 的股权，2022 年龙华农牧出栏生猪约 70 万头，占公司整体出栏量的 1/3。2021 年公司投资 25 亿建设的 80 万平方米现代化楼房养殖基地，于 2022 年一季度完工，规模为 130 万头的全封闭式现代智能化生猪养殖基地，建成后生猪出栏可达 190 万头，预计 2023 年贡献出栏 100 万头左右。

龙华农牧采用楼房养殖，集约化管理提升生产效率。龙华农牧生猪养殖优势体现在管理团队年轻化、养殖技术和硬件条件好、疫情防控能力强、生猪健康度管理好。龙华农牧自 2016 年开始尝试楼房养殖，在经历了一段时期的摸索后，掌握了一套效率较高的一体化设计方案。目前公司采取“一区两点三段”的饲养模式，即整个区域包括饲料、饲养、防疫、粪污处理及有机肥生产区，便于做好一体化防疫工作；母猪基地和保肥基地适当隔离，做好生物安全防控；采用“仔猪—保育—育肥”三段式生产，母猪生产以“周”为节律，保育和育肥按照全进全出批次化生产。从当前运营情况来看，该生产模式能够最大程度上提高生产效率，减少中间流转环节，便于做好疫病防控，发挥规模养殖的效率优势。

图表40：龙华农牧一体化养殖场展示



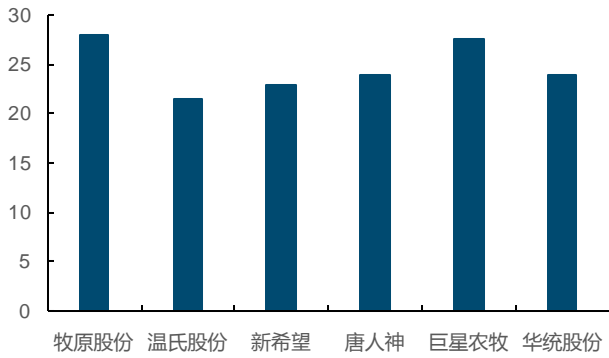
来源：公司官网，国金证券研究所

3.3 多举措并行提升养殖能力，降本增效稳步推进

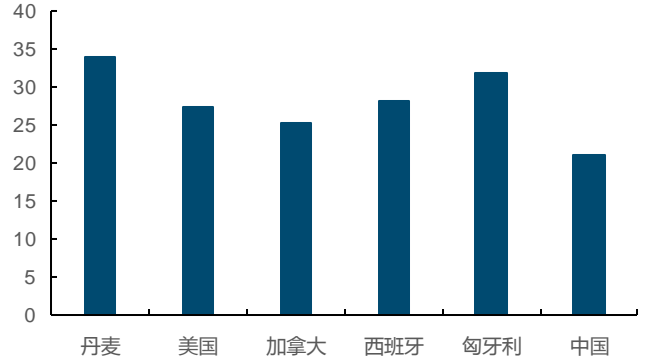
持续优化种猪体系，从源头实现降本增效。1996 年，唐人神集团兼并株洲外贸出口猪场，开始进入种猪产业。2008 年，公司与美国育种公司合作，在湖南和河北建立了通过美国国家种猪登记协会 NSR 认证、国家生猪核心育种场认证的现代化 GGP 原种猪场，育种水平与美国同步。公司采用核心群-扩繁群-商品群的育繁体系，持续选育优质的种猪繁育商品猪，公司的新美系种猪具有体型好、生长速度快、瘦肉率高等特点，PSY 在 24-25 之间。2020 年 9 月，为配合公司进一步提升育种能力，公司引进 1400 多头新丹系种猪，新丹系种猪繁育完成后 PSY 可达 28-30。新丹系母猪适合于温带、亚热带地区的养殖，适应公司目前主要集中在南方地区的养殖布局。目前公司新丹系种猪存栏占比已超过 20%，随着新丹系种猪的持续替代，公司生猪生产效率有望持续提升。



图表41：目前公司PSY处于行业中等水平



图表42：丹系种猪PSY有较大提升空间



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

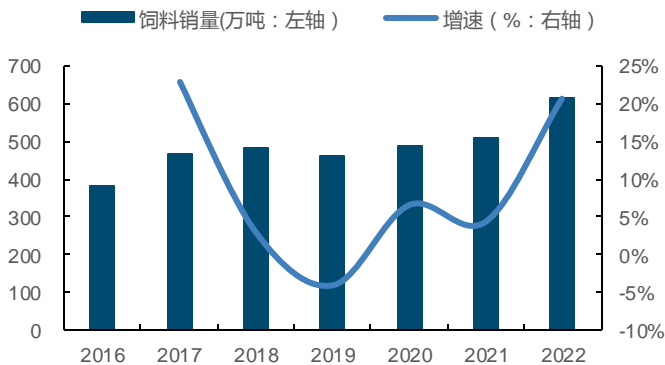
深耕饲料研发，精细化饲养降低成本。丹系猪要有合适的饲料营养、设施设备以及环境控制才能有高繁殖性能。为配套公司新丹系种猪体系，解决新丹系种猪饲料过程中仔猪营养不够等问题，公司开发了液体生物饲料产品，率先应用生物技术将传统饲料转变为生物饲料，由现在的固体饲料饲喂转变为液体+固体饲料相结合的饲喂方式，极大的改善了仔猪的断奶应激和饲料转化率，能够有效提高成活率和饲料消化率，降低料肉比。另外，公司通过对不同的可消化氨基酸水平日粮对生长猪生长性能影响的研究，根据可消化氨基酸体系设计日粮配方，实现精准饲料营养，从而降低饲料成本，提高经济效益。

四、产业链上下游积极布局，打造一体化优质公司

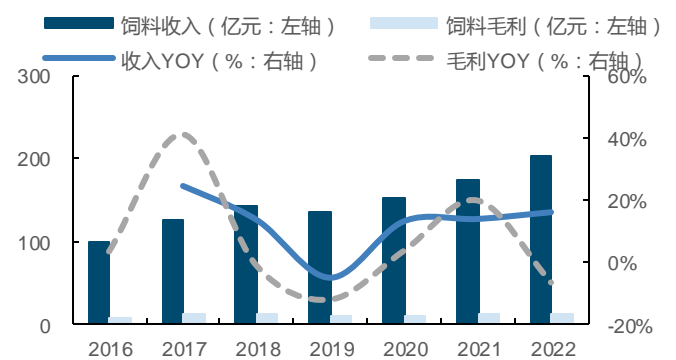
4.1 深耕饲料三十余年，优质现金奶牛

唐人神的前身为株洲市饲料厂，1988年公司通过生产“骆驼”牌饲料发家，饲料业务是公司传统核心业务，经过三十年的发展，已经在全国20多个省份拥有80多家饲料子公司。销售产品包含猪饲料、禽饲料以及水产料，公司饲料产业位居全国饲料行业前十强。公司饲料销量稳定向上，从2016年的380万吨提升至2022年的616.63万吨，复合增速为8.40%，2023-2024年分别计划销售620和700万吨。由于饲料属于养殖业的刚需，持续增长的销售量和稳定的毛利率保证了稳定的现金流和利润来源，2022年实现营业收入203.55亿元，同比增长16.27%。对比公司生猪养殖业务，饲料行业品牌溢价较低、附加值低，毛利率整体低于养殖业务，2021年以来受原材料价格上行的影响毛利率有所下滑，2022年实现毛利12.25亿元，同比下滑6.29%。

图表43：公司饲料销量稳步增长



图表44：饲料业务提供稳定利润

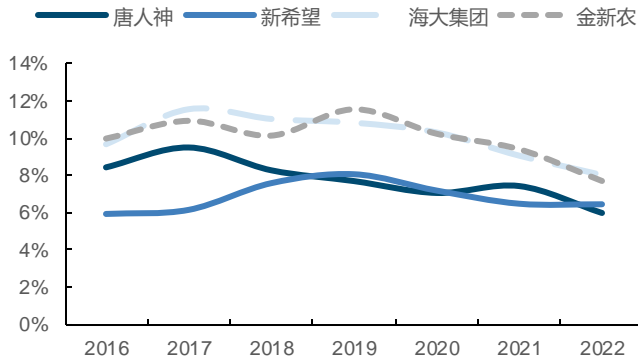


来源：Wind，国金证券研究所

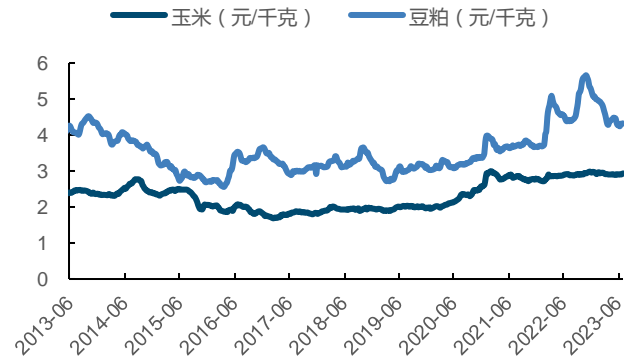
来源：Wind，国金证券研究所



图表45：公司饲料业务毛利率处在行业中游



图表46：2022年原材料价格大幅上行

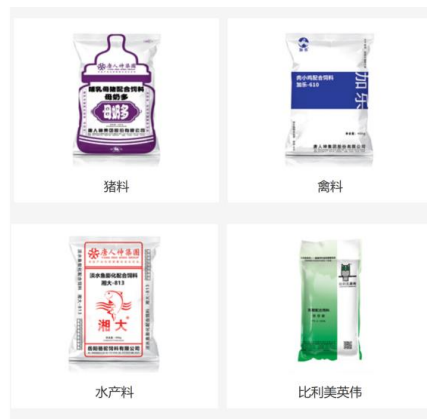


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

饲料研发能力强，创新推出液体生物饲料。公司拥有先进的生产工艺，猪、禽、水产料生产工艺采用了独立、全屏、全自动配料控制系统，避免交叉污染，实现了微量原料电脑控制配料，精准营养。猪料创新原材料预处理技术，建造红外线烘焙技术饲料工艺生产线，诱食性好，提高消化率、改善适口性。禽料采用后喷涂技术，保证制粒效果、硬度与脂肪含量。蛋鸡料采用了“鲨鱼齿”粉碎工艺，避免过度粉碎，鸭料采用变频调质技术，含粉远低于同行最好标准1%。鱼料采用二次超微粉碎工业，多层调质熟化制料，特种水产膨化料选用了国内高技术水平的生产设备。公司引进饲料行业优秀研发人才，强化饲料产品研发能力，结合饲料原料行情变化等，及时优化调整饲料营养配方，降低饲料生产成本，创新推出液体发酵教槽料与固体生物发酵饲料等产品，取得专利技术认证。公司潜心多年研发的生物乳猪酸奶“口口乳”，凭借“两大突破、三大技术和四大功能获得了国家发明专利。

图表47：公司主要饲料品牌与品种



来源：公司官网，国金证券研究所

4.2 下游拓展肉制品产业，提高产品附加值

1995年公司成立唐人神肉制品有限公司，引进德国设备和技术，用先进工艺开发出唐人神香肠、湖南腊肉等品牌肉品，打造“唐人神”知名肉品品牌。成功上市了中式香肠、风味肉品、生鲜肉品、西式肉品、休闲食品、团膳食品、高端礼品等十几个品类一百多款产品。目前，公司肉制品业务处于由区域性品牌向全国性品牌发展的阶段，在湖南株洲、河南南乐等区域投资建设了现代化的肉制品生产加工基地、中央厨房生产基地。公司销售以经销商、商超销售为主，并通过直播带货等多种形式形成新的销售渠道，销售网络正逐步由湖南本土向全国辐射。



图表48：公司肉制品产品展示

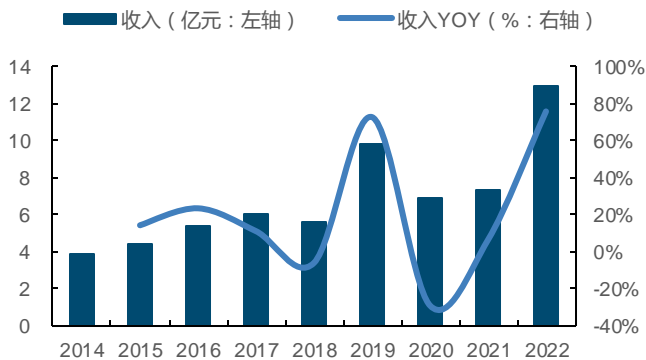


来源：公司官网，国金证券研究所

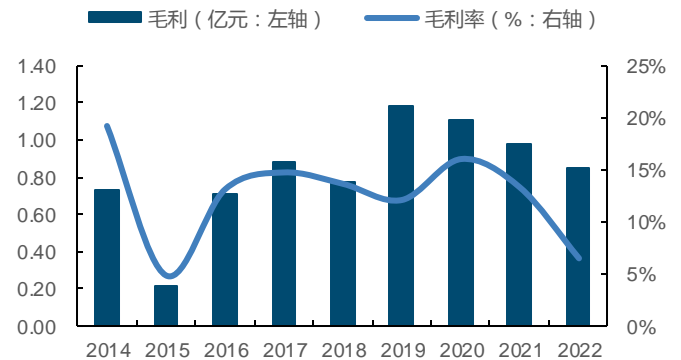
肉制品业务稳定增长，有望平滑周期影响。公司肉制品业务收入端稳定增长，营业收入从2014年的3.82亿元增长至2022年的12.97亿元，复合增速为16.51%，2022年收入增速较快的因素主要系公司生猪屠宰产能投产。从毛利情况来看，肉制品毛利率也受到猪肉价格波动的影响，但是由于存在产品附加值，相对受影响较小。随着公司肉制品业务的发展壮大，公司有望通过深耕下游提升养殖产业链价值，提高整体盈利水平。

图表49：肉制品收入持续增长

图表50：肉制品毛利情况



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

盈利预测

饲料业务稳定发展。公司饲料业务的主要客户是中小规模猪场，以现款现货为主，饲料业务现金流较好，能够为养猪产业提供有力的支持。我们预计2023-2025年销量分别为650万吨/700万吨/750万吨，实现收入214.5亿元/220.5亿元/227.3亿元，考虑到今年大宗农产品价格处在高位以及生猪养殖行业不景气，预计毛利率有所下滑，2023-2025年饲料业务毛利率水平分别为5.45%/7.94%/7.59%。

生猪养殖业务维持高速增长。公司自2021年以来加大固定资产投资建设力度以及银行贷款，提升养殖规模，引进高性能“新丹系”育种体系，生猪出栏量有望保持高速增长。我们预计公司2023-2025年实现生猪出栏350万头/500万头/600万头，其中育商品猪280万头/400万头/480万头。考虑到生猪养殖行业的周期性波动，我们预计2024年生猪开启景气周期，考虑历史猪周期规律，预计2025年猪价较2024年有所回调。我们预计2023-2025年育肥猪销售均价为每公斤15/19/18元/公斤，预计公司平均出栏体重为120Kg/头，实现收入54.3亿元/98.2亿元/110.9亿元。

肉类业务保持稳定增长。公司肉品业务提升养猪产业的生猪附加值，拓宽下游产业链，提高生猪产业链的价值。随着公司屠宰产能的快速落地，我们预计2023-2025年公司肉类营业收入分别为14.3亿元/18.5亿元/22.3亿元，毛利率为5%/8%/7%。



公司动保业务体量较小，预计整体保持稳定状态，综合各项业务我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 283.2 亿元/337.5 亿元/360.6 亿元，毛利率为 3.83%/12.23%/11.02%，毛利率的波动主要系猪价预测波动所致。

图表51：估值与盈利预测表

(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
生猪业务						
营业收入	2453.0	3473.8	4866.4	5425.0	9820.0	11088.0
YOY	205.40%	41.62%	40.09%	11.48%	81.01%	12.91%
营业成本	1196.2	3560.8	4123.0	5590.2	7600.0	9004.8
毛利率	51.23%	-2.50%	15.28%	-3.05%	22.61%	18.79%
营收占比	13.25%	15.98%	18.34%	19.16%	29.10%	30.75%
饲料业务						
营业收入	15347.6	17506.9	20355.0	21450.0	22050.0	22725.0
YOY	13.26%	14.07%	16.27%	5.38%	2.80%	3.06%
价格(元/吨)	3132.2	3432.7	3301.0	3300.0	3150.0	3030.0
销量(万吨)	490	510	617	650	700	750
YOY	4.93%	4.08%	20.91%	5.41%	7.69%	7.14%
营业成本	14257.2	16199.2	19129.5	20280.0	20300.0	21000.0
毛利率	7.10%	7.47%	6.02%	5.45%	7.94%	7.59%
肉品业务						
营业收入	691.8	736.6	1296.8	1426.5	1854.4	2225.3
YOY	-29.10%	6.48%	76.04%	10.00%	30.00%	20.00%
营业成本	581.0	638.7	1212.1	1355.2	1706.1	2069.6
毛利率	16.01%	13.29%	6.54%	5.00%	8.00%	7.00%
动保业务						
营业收入	21.3	24.8	20.4	20.0	22.0	23.1
YOY	59.21%	16.65%	-17.56%	-2.14%	10.00%	5.00%
营业成本	12.0	15.4	12.2	12.0	12.1	13.2
毛利率	43.44%	37.76%	40.14%	40.00%	45.00%	43.00%
合计						
营业收入	18,513.7	21,742.2	26,538.6	28,321.5	33,746.4	36,061.4
YOY	20.67%	17.44%	22.06%	6.72%	19.15%	6.86%
营业成本	16,046.5	20,414.2	24,476.8	27,237.4	29,618.2	32,087.5
毛利率	13.33%	6.11%	7.77%	3.83%	12.23%	11.02%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

目前生猪养殖行业处于行业底部周期，我们判断 2024 年行业周期有望上行，公司是我国优质饲料龙头，近年来养殖业务快速扩张，随着周期开始上行，公司有望充分受益。我们选出行业内具有优秀成长能力的生猪养殖企业与头部龙头企业作为可比公司与公司进行对比。我们预测，2023-2025 年公司实现营业收入 283.2/337.5 /360.6 亿元，同比 +6.72%/+19.15%/+6.86%，实现归母净利润-9.44/14.26/11.34 亿元，对应 EPS 为-0.68/1.03/0.82 元。生猪养殖行业 2024 年给与 8-10 倍 PE 估值，公司产业链布局优秀且出栏兑现度高，给予 2024 年 10XPE，目标价 10.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。


图表52: 可比公司估值表

公司名称	EPS					PE				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
牧原股份	1.28	2.49	2.99	5.31	5.20	40.67	20.11	15.20	7.89	8.06
温氏股份	-2.11	0.82	1.18	2.09	1.94	N/A	24.33	15.94	8.29	8.93
华统股份	-0.44	0.19	0.45	1.74	2.30	N/A	116.71	47.89	8.96	6.81
神农集团	0.64	0.49	0.57	1.60	1.76	65.77	51.39	38.16	14.42	13.13
大北农	-0.11	0.01	0.19	0.35	0.36	N/A	662.80	40.22	19.48	19.23
新希望	-2.20	-0.36	0.42	1.42	1.53	N/A	N/A	18.30	8.34	7.77
巨星农牧	0.53	0.31	0.85	3.20	3.27	30.29	78.08	35.49	9.31	9.11
平均值						N/A	130.47	30.17	10.96	10.43
中位数						N/A	51.39	35.49	8.96	8.93
唐人神	-0.95	0.10	-0.67	1.03	0.77	N/A	72.41	N/A	6.48	8.66

来源: Ifind, 国金证券研究所 (数据采用 2023/08/15 日收盘价)

五、风险提示

生猪价格不及预期: 公司主营业务为生猪养殖, 猪价不及预期会严重影响公司盈利情况。由于官方能繁母猪存栏量处于正常保有量 106% 的水平, 明年生猪价格可能会存在过于乐观的判断。

成本下降不及预期: 看好公司的主要逻辑在其低成本高速扩张, 如果公司成本不能有效下降, 养殖利润或受其拖累。

动物疫病风险: 动物疫病爆发会使得整个行业出现系统性风险。

股东质押风险: 质押比例合计占总股本 7%。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	18,527	21,742	26,539	28,321	33,746	36,061	货币资金	1,053	1,368	1,876	2,212	2,436	2,641	
增长率	17.4%	22.1%	6.7%	19.2%	6.9%		应收款项	578	681	632	660	786	840	
主营业务成本	-16,051	-20,423	-24,488	-27,237	-29,618	-32,088	存货	1,844	2,123	3,332	2,836	3,084	3,341	
%销售收入	86.6%	93.9%	92.3%	96.2%	87.8%	89.0%	其他流动资产	656	693	1,061	937	1,009	1,083	
毛利	2,476	1,319	2,051	1,084	4,128	3,974	流动资产	4,131	4,866	6,901	6,644	7,314	7,904	
%销售收入	13.4%	6.1%	7.7%	3.8%	12.2%	11.0%	总资产	40.2%	33.5%	37.4%	37.5%	40.8%	43.8%	
营业税金及附加	-29	-37	-36	-37	-44	-47	长期投资	185	179	175	175	175	175	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	4,750	7,842	9,737	9,214	8,656	8,061	
销售费用	-392	-521	-476	-510	-607	-649	总资产	46.2%	53.9%	52.8%	52.0%	48.2%	44.7%	
%销售收入	2.1%	2.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	1,082	900	891	1,093	1,231	1,358	
管理费用	-569	-760	-769	-850	-1,012	-1,082	非流动资产	6,149	9,679	11,531	11,078	10,628	10,132	
%销售收入	3.1%	3.5%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	总资产	59.8%	66.5%	62.6%	62.5%	59.2%	56.2%	
研发费用	-206	-263	-141	-142	-337	-361	资产总计	10,280	14,545	18,432	17,722	17,942	18,036	
%销售收入	1.1%	1.2%	0.5%	0.5%	1.0%	1.0%	短期借款	1,195	1,327	2,922	4,008	3,067	2,270	
息税前利润 (EBIT)	1,281	-262	629	-454	2,127	1,835	应付款项	1,300	1,822	2,876	2,280	2,489	2,696	
%销售收入	6.9%	n.a	2.4%	n.a	6.3%	5.1%	其他流动负债	548	562	599	478	524	546	
财务费用	-63	-152	-290	-475	-682	-676	流动负债	3,042	3,710	6,397	6,766	6,081	5,511	
%销售收入	0.3%	0.7%	1.1%	1.7%	2.0%	1.9%	长期贷款	1,294	3,392	3,281	4,081	3,781	3,481	
资产减值损失	-163	-602	-215	0	0	0	其他长期负债	84	1,315	1,323	288	209	152	
公允价值变动收益	-5	5	0	0	0	0	负债	4,420	8,418	11,001	11,135	10,071	9,144	
投资收益	12	12	18	10	10	10	普通股股东权益	5,337	5,512	6,798	5,955	7,238	8,259	
%税前利润	1.1%	-1.0%	10.5%	-1.1%	0.7%	0.9%	其中：股本	979	1,206	1,381	1,381	1,381	1,381	
营业利润	1,112	-1,044	205	-889	1,485	1,200	未分配利润	1,561	192	292	-653	631	1,652	
营业利润率	6.0%	n.a	0.8%	n.a	4.4%	3.3%	少数股东权益	523	615	633	633	633	633	
营业外收支	-16	-103	-33	-30	-30	-30	负债股东权益合计	10,280	14,545	18,432	17,722	17,942	18,036	
税前利润	1,096	-1,147	172	-919	1,455	1,170	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	5.9%	n.a	0.6%	n.a	4.3%	3.2%	每股指标							
所得税	-27	-25	-30	-26	-29	-35	每股收益	0.971	-0.951	0.098	-0.681	1.028	0.818	
所得税率	2.5%	n.a	17.2%	n.a	2.0%	3.0%	每股净资产	5.451	4.570	4.921	4.291	5.216	5.952	
净利润	1,069	-1,172	143	-944	1,426	1,134	每股经营现金净流	1.068	-0.314	0.072	0.445	2.170	1.957	
少数股东损益	118	-25	8	0	0	0	每股股利	0.130	0.000	0.040	0.000	0.103	0.082	
归属于母公司的净利润	950	-1,147	135	-944	1,426	1,134	回报率							
净利率	5.1%	n.a	0.5%	n.a	4.2%	3.1%	净资产收益率	17.81%	-20.82%	1.99%	-15.86%	19.70%	13.74%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.24%	-7.89%	0.73%	-5.33%	7.95%	6.29%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	14.95%	-2.47%	3.81%	-3.18%	14.16%	12.16%	
净利润	1,069	-1,172	143	-944	1,426	1,134	增长率							
少数股东损益	118	-25	8	0	0	0	主营业务收入增长率	20.66%	17.36%	22.06%	6.72%	19.15%	6.86%	
非现金支出	526	1,190	1,010	1,182	1,230	1,276	EBIT 增长率	205.76%	-120.47%	-339.75%	-172.19%	-568.80%	-13.71%	
非经营收益	137	364	287	502	532	450	净利润增长率	369.64%	-220.74%	-111.77%	-799.13%	N/A	-20.45%	
营运资金变动	-686	-761	-1,339	-125	-190	-157	总资产增长率	41.66%	41.48%	26.73%	-3.85%	1.24%	0.52%	
经营活动现金净流	1,046	-379	100	615	2,998	2,703	资产管理能力							
资本开支	-1,900	-3,477	-1,887	-811	-800	-800	应收账款周转天数	4.1	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0	
投资	-40	171	35	0	0	0	存货周转天数	34.9	35.5	40.7	38.0	38.0	38.0	
其他	28	-8	73	10	10	10	应付账款周转天数	15.4	16.7	22.7	19.0	19.0	19.0	
投资活动现金净流	-1,913	-3,314	-1,779	-801	-790	-790	固定资产周转天数	70.9	99.4	126.6	108.0	81.4	67.1	
股权募资	1	1,649	1,131	101	0	0	偿债能力							
债权募资	1,688	2,187	1,409	977	-1,240	-1,098	净负债/股东权益	23.71%	54.22%	58.23%	89.21%	56.06%	34.97%	
其他	-335	150	-359	-447	-665	-553	EBIT 利息保障倍数	20.2	-1.7	2.2	-1.0	3.1	2.7	
筹资活动现金净流	1,354	3,985	2,181	631	-1,905	-1,651	资产负债率	42.99%	57.88%	59.69%	62.83%	56.13%	50.70%	
现金净流量	487	293	501	444	302	262								

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

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088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
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究