

雏鹰农牧 (002477.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

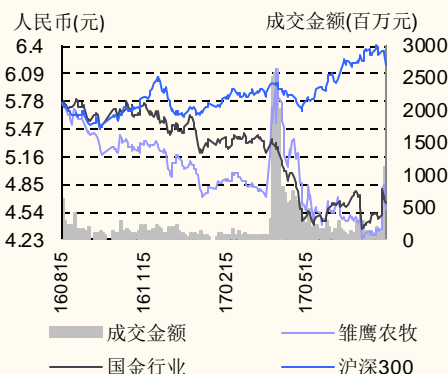
市场价格 (人民币): 4.39 元

目标价格 (人民币): 5.71-7.16 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,866.10
总市值(百万元)	14,359.03
年内股价最高最低(元)	6.14/4.23
沪深 300 指数	3647.35
深证成指	10291.35



全产业链展翼 产融结合添彩

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.211	0.277	0.412	0.479	0.536
每股净资产(元)	4.20	1.64	1.95	2.31	2.74
每股经营性现金流(元)	-0.27	0.57	1.80	0.36	0.11
市盈率(倍)	80.17	18.11	11.12	9.56	8.55
行业优化市盈率(倍)	28.92	28.92	28.92	28.92	28.92
净利润增长率(%)	-216.34%	294.29%	48.60%	16.32%	11.84%
净资产收益率(%)	5.02%	16.92%	21.13%	20.75%	19.59%
总股本(百万股)	1,045.05	3,135.16	3,135.16	3,135.16	3,135.16

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

投资逻辑

- **雏鹰模式持续推进, 产业链一体化横渡周期。**2017 上半年, 公司按计划稳步推进“雏鹰模式”的升级改造工作。在完成年出栏 1000 万头生猪养殖基地的布局基础上, 继续拓展下游业务, 形成鲜冻品、肉制品、高端发酵火腿三大产品系列。沙县小吃店面升级改造稳步推进, 与中石化和中石油合作共同拓展销售渠道。上半年公司生猪养殖+深加工板块及围绕上述板块的相关产业基金合计实现收益 4.03 亿元, 相关模式逐步成熟, 有效帮助公司横渡周期。
- **互联网板块增长强劲, 加速向现代农牧企业转型。**微 DO 商城打通公司终端产品与客户的线上对接, 开辟了现代化的快消品销售渠道。生猪养殖平台新融农牧通过搭建生态圈, 围绕大数据筛选产业链上下游的优质企业, 公司旗下 6 只专业化运作的产业基金通过战略投资产生稳定的投资收益, 用以平滑养殖周期对公司业绩的影响。控股子公司云合资讯致力于打造以“互联网+农业+金融服务”为核心的电商平台, 助推传统农业向现代农业转型。公司着力发展互联网业务, 有助于在现代化农业的转型之路上实现快速发展。互联网板块 2017 年上半年实现营收 5.4 亿元, 同比增长了 13.84%, 占公司总营收的 21.41%。
- **产融结合范例, 与沙县小吃合作项目蓄势待发。**2017 年上半年公司与沙县小吃合资成立的沙县小吃易投资和易传媒已完成工商登记, 截止目前已合计完成升级改造店面 400 余家。与沙县小吃的深度合作, 在拓展下游销售渠道、扩大市场份额的同时, 为互联网业务开拓大量的线下提配货及客户服务网点, 为线上线下业务的资源整合及深耕销售终端提供了有力的网点支撑。同时, 通过沙县小吃门店内的电视传媒终端, 以低成本优势获得了较高的品牌影响力, 将产品营销与品牌推广紧密结合, 以适应快消品行业的市场需求, 对提高公司的综合竞争力、提升业绩稳定性具有重要的战略意义。

投资建议与估值

- 我们预计公司 2017/2018/2019 年净利润为 12.9/15.0/16.8 亿元, 给予公司 18 年 12-15 倍 PE, 对应目标价为 5.71-7.16 元, 具有 30%-63%的涨幅空间, 首次覆盖, 给予公司买入评级。

风险提示

- 生猪出栏量增长不及预期、突发大规模疫情、猪价大幅度下跌、2017 年 2

周莎

分析师 SAC 执业编号: S1130517080005
(0755)83831630
zhousha@gjzq.com.cn

月定增配售机构 25396.8 万股解禁风险。

内容目录

核心看点	5
一、全产业链布局，横渡周期	6
1、雏鹰模式持续推进	6
2、将轻资产进行到底	7
3、粮食贸易为养殖成本保驾护航	7
4、高端养殖打造差异化	8
5、终端品牌，下沉突破	9
6、与沙县小吃合作深入	10
二、互联网板块	11
1、终端产品线上平台微 DO 商城	11
2、专注于生猪产业链的新融农牧和云合资讯	11
三、产业基金，助推公司快速发展	11
1、产业基金，平滑养殖周期	11
四、携手沙县，供应链金融的典范	12
1、雏鹰模式的第二场景应用	12
2、雏鹰沙县，珠联璧合	12
3、沙县易投资负责线下门店的改造升级	13
4、沙县易传媒，广告与 O2O 潜力不容忽视	14
投资建议	14
风险提示	15

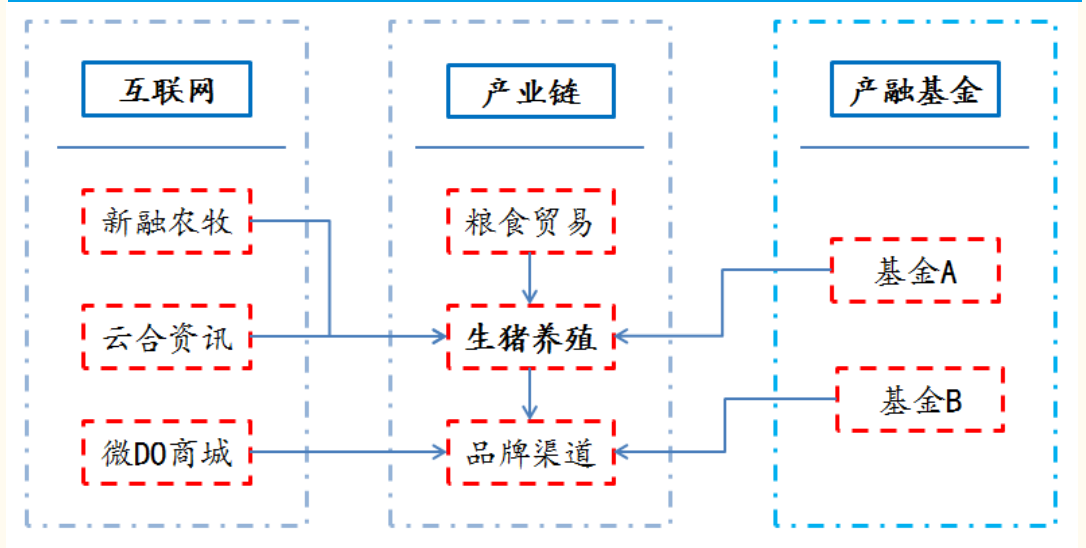
图表目录

图表 1：公司产业布局一览表	5
图表 2：雏鹰模式进程和营收、净利对比	6
图表 3：雏鹰模式 3.0 示意图	7
图表 4：雏鹰固定资产变化	7
图表 5：雏鹰在建工程变化	7
图表 6：三门峡生态黑猪散养	8
图表 7：藏香猪散养	8
图表 8：不同生猪对比	9
图表 9：速冻产品	9
图表 10：发酵火腿产品	9
图表 11：雏牧香门店	10
图表 12：雏牧香产品可追溯	10
图表 13：沙县小吃海外门店	11
图表 14：沙县小吃改造新门店	11
图表 15：公司产业基金获利方式	12

图表 16: 沙县易投资股权.....	13
图表 17: 沙县易传媒股权.....	13
图表 18: 公司与沙县小吃合作内容.....	13
图表 19: 雏鹰、沙县合作进度表.....	13

核心看点

图表 1：公司产业布局一览表



来源：公司公告、国金证券研究所

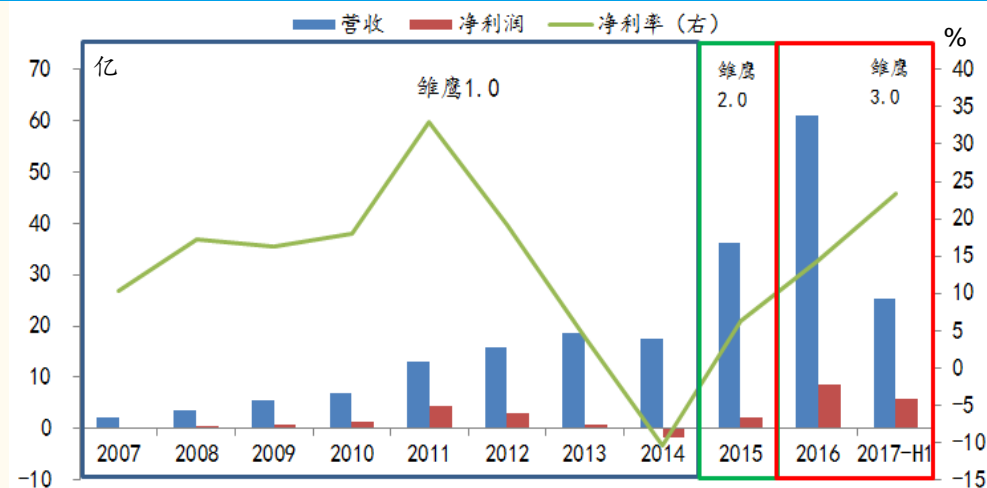
- **全产业链布局，横渡周期。**从上游粮食贸易、中游生猪养殖再到下游品牌渠道建设，雏鹰完成了围绕生猪养殖的全产业链布局。粮食贸易在实现自身盈利的同时，为生猪养殖获取低成本的原料；生猪养殖模式创新，转让猪舍并提升机械化水平，实现了轻资产运作；品牌渠道多样化，三门峡黑猪为首个获得国家生态原产地保护认证的生猪产品。雏牧香品牌成立 5 年来，先后通过自建门店、线上线下联动来尝试拓展多元渠道，上半年与中石油、中石化等开展合作，进一步拓宽销售渠道。同时与沙县小吃集团合作，实现优势互补，为公司生猪销售提供了更广阔的线下平台。从粮食、生猪养殖、到终端销售的全面布局，有助于公司应对猪周期波动的风险。
- **互联网促进产业协同发展。**公司旗下的互联网平台特色鲜明，微 DO 商城专注于终端渠道的线上运营，新融农牧和云合资讯专注于生猪养殖领域的数据和信息服务。新融农牧已与多家金融机构展开合作，为入驻平台的中小企业提供便捷的融资服务。云合资讯专注于为企业量身定制特色化的线上解决方案。互联网板块的发展为公司各项业务提供了良好的线上平台，助推全产业链的协同发展。
- **产融结合，投资和金融服务并举。**公司的金融板块不是单一的财务或者 PE 投资，而是真正做到了产融结合。利用资本市场的融资优势、多年深耕养殖业的管理和技术优势，帮助产业链上下游的企业快速做强做大。通过这种方式，雏鹰将产业优势资源发挥到最大化，同时也获得不菲的投资收益，实现多方共赢。具体而言，雏鹰农牧旗下设立了多只专业化运作的产业基金，目前所投资的 70%-80% 的项目都在生猪产业链范畴内，且股权占比为 40%-45%，是真正意义上的战略投资。在为被投资中小企业提供技术支持帮助使其做大做强的同时，也帮助这些企业降低负债率，实现低息融资，为其提供便捷的金融服务，不仅仅有助于提升其利润率，公司也可从中获得更多的投资收益，完美实现了产业和资本的有机结合。

一、全产业链布局，横渡周期

1、雏鹰模式持续推进

- 在原有养殖模式的基础上，2015年5月起升级，大力推广“雏鹰模式3.0”，全面实现轻资产。新模式旨在减少固定资产投入，提升养殖效率，实现规模快速扩张。雏鹰模式3.0在提升机械化和现代化水平的同时，大量转让现有及在建猪舍进而减少固定资产规模，通过轻资产模式构建养猪平台，助力养殖规模稳步上行。

图表2：雏鹰模式进程和营收、净利对比



来源：公司公告、国金证券研究所

(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，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。

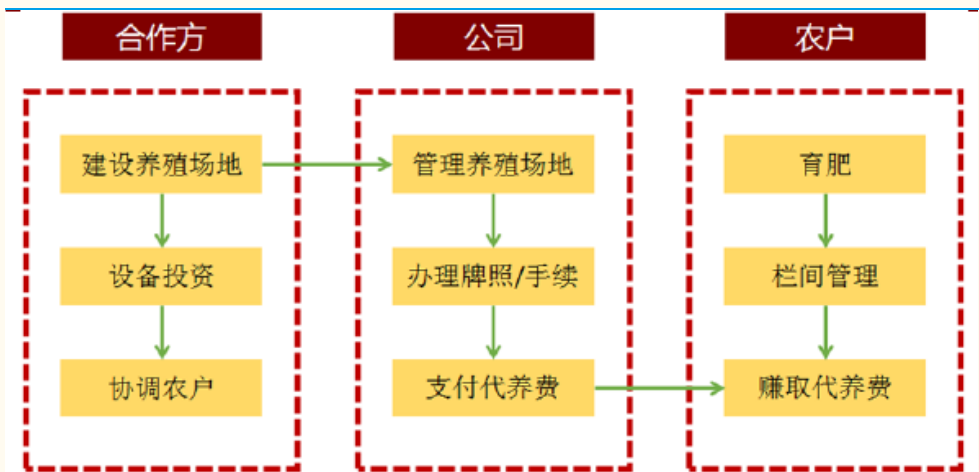
(2) 雏鹰模式 2.0：对 1.0 模式的优化过渡

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，提升机械化养殖水平并实现轻资产运营。新雏鹰模式涉及三方协作：1、公司主要负责养殖场的土地租赁、合规性手续办理；2、合作方主要负责养殖场建设、设备投资、外部协调及日常维护、维修、粪污处理等；3、农户主要负责单个猪舍的精细化管理。养殖过程中采用“六统一”的方式由公司统一管理。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。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。3.0 模式下，公司养殖场转让后得到了大笔现金，投资进入产业基金，主要用于投资生猪养殖产业，通过新融农牧提供的标的，采用股权及债券结合的方式投资；具有风险小，标的企业信息真实准确，尽调成本低等优势。

图表 3：雏鹰模式 3.0 示意图



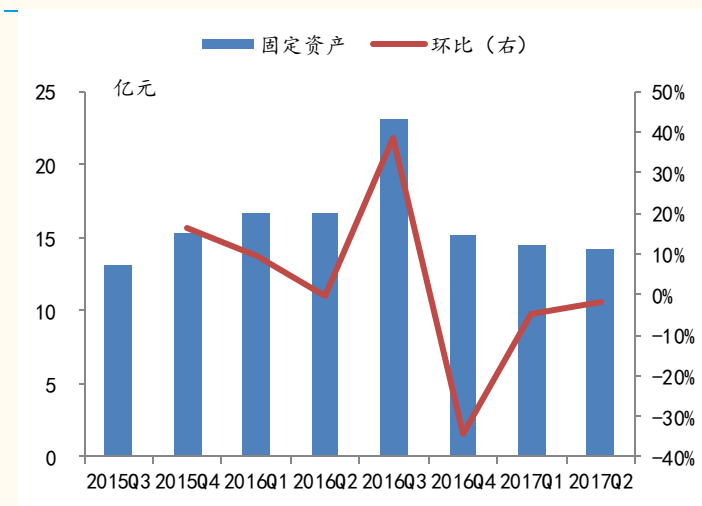
来源：公司公告、国金证券研究所

- 2017 年上半年，公司持续对原有“雏鹰模式”进行优化升级。新模式下一方面能够调动参与者的责任心和积极性，保障食品安全，增加相关方的收益；另一方面减少了公司固定资产的投入，提高养殖机械化程度，提升养殖效率，大幅降低了财务费用。
- 截止 2017 年 6 月底，公司签约合作社已改造完毕且投入使用 87 家，对应约 200 万头生猪产能。部分未改造的养殖场，采用边改造边生产的方式进行升级改造。新模式下的商品肉猪单头养殖成本平均会降低 55 元，待全部养殖场改建完成并投入使用后，将会大幅降低公司养殖成本。

2、将轻资产进行到底

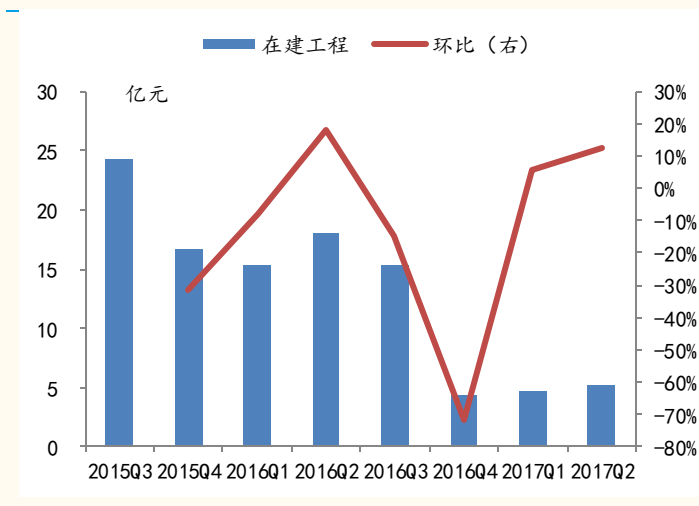
- 通过雏鹰模式 3.0，公司固定资产和在建工程显著下降，目前均处于历史低位。截止 2017 年二季度末，固定资产 14.21 亿元，同 2016 年二季度末相比下滑了 14.86%；在建工程 5.21 亿元，同 2016 年二季度末相比下滑了 71.22%。

图表 4：雏鹰固定资产变化



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：雏鹰在建工程变化



来源：公司公告、国金证券研究所

3、粮食贸易为养殖成本保驾护航

- 把握信息优势，降低采购成本。采用多元化方式应对市场行情波动，依托于集团玉米期货交割库的信息化优势，及时有效调整粮食的存储量，减少资金的占用，提升粮食贸易业务的竞争力。

- **铁路专运线低成本优势，实现北粮南运。**公司粮食贸易子公司位于玉米产量丰富的东北地区，不仅保证了饲料原料的来源稳定，还利用贸易价差带来盈利。同时，适当增加外部粮食贸易量，为公司创造更多利润。进口业务也稳步开展，从国外进口优质鱼粉、乳清粉及大麦等饲料原料，保障优质的饲料供应。2017 年上半年，粮食贸易板块实现营业收入 4.01 亿元，毛利 2,136 万元，在营业收入同比下降 16.15% 的基础上，毛利同比增长 10.09%。

4、高端养殖打造差异化

- 为了满足人们对生猪产品差异化的需求，公司在河南三门峡与西藏林芝地区分别建设生态猪、藏香猪养殖基地，可有效提高猪肉产品的综合竞争力。采用雏鹰模式与农户合作养殖“三门峡生态黑猪”，将养殖场设置在人均收入极低的区域，利用荒山荒地进行自然养殖。平均一亩地约放养 2.5 只，主要以苜蓿草、蛋白桑作为青绿饲料，确保没有任何药物和激素残留。2016 年，三门峡黑猪存栏约 15 万头，出栏约 13 万头；实现净利润 1601 万元，同比增长 229.76%。另外，公司还投资 3 亿元在西藏合作放养“藏香猪”，打造更高端的品牌；目前西藏藏香猪养殖产业化项目一期部分工程已完工，共建猪舍 80 栋，存栏 7000 头。

图表 6：三门峡生态黑猪散养



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 7：藏香猪散养



来源：公司官网、国金证券研究所

- **公司的高端品牌三门峡黑猪专注高端猪肉领域。**三门峡黑猪我国生猪养殖领域首个获得国家生态原产地保护的产品。生态原产地产品保护认定是我国现阶段对生态原产品最高规格的认定保护。受保护的生态原产地产品将在政府采购、出口等方面享有优先地位。公司全程可控、可追溯的安全养殖模式，也为终端产品的安全提供了有效的保障。
- **三门峡黑猪养殖环境优越。**公司三门峡养殖基地中水源丰富，泉水清洁，有成为发展生态畜牧业的优势资源。生态猪舍宽敞，保证了黑猪舒适的环境和足够的活动空间，其喂养以全价饲料为主，青绿饲料为辅，青绿饲料富含维生素及氨基酸，可以补充日常所需的微量元素。在养殖过程中，采用生态养殖，通过放养，增加黑猪的自身抵抗力，也可以使肉质更加鲜美。

图表 8：不同生猪对比

	普通猪	生态猪
品种	国外引种杂交，以长白、大白等速生品种为主	地方土猪或土猪与国外品种杂交
饲养方式	圈养，每头猪活动空间 1-2 m ²	百平米
饲养周期	4-5 个月	10 个月以上
料肉比	1:2.8	1:4
所食饲料	全价饲料	专用全价饲料为主，青绿饲料为辅
安全性	有激素、药物残留等风险	无任何化学残留
瘦肉率	65%	50%
口味	肥肉腻、瘦肉不香	肥肉香浓、瘦肉筋道
市场价格	20-30 元/公斤	40-100 元/公斤

来源：公司官网、国金证券研究所

5、终端品牌，下沉突破

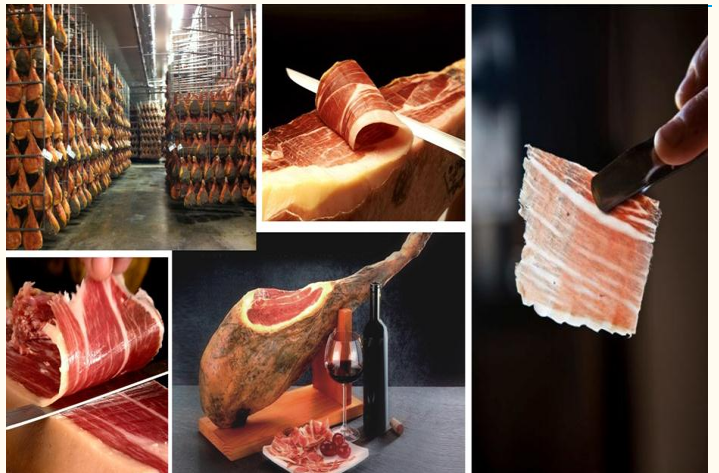
- 公司终端店面中，产品种类逐渐丰富。目前终端店面产品包括了冷鲜肉产品、休闲食品、酱卤食品、速冻食品、高温发酵火腿等系列产品。产品广度和层次丰富，充分发掘了生猪下游终端食品的潜力空间，为公司未来终端产品的发展打下了良好的基础。

图表 9：速冻产品



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 10：发酵火腿产品



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司旗下品牌“维牧香”是维鹰农牧旗下首个终端品牌，2012 年 9 月设立了首批 50 家店。在早期的发展过程当中，终端门店由于产品结构单一等原因面临发展的困境，但是经过公司产品的不断丰富，服务的逐步升级，发展走上正轨。目前，公司维牧香专卖店稳定在 160 家左右，2017 年上半年，公司进一步丰富产品结构，通过批零中心、商超专柜、专卖店等渠道进行产品推广，以巩固河南为中心市场、覆盖周边省份、抢占重点城市、开发全国市场；公司巩固老客户的基础之上，不断加大服务的力度，并推出提供配送等增值服务，进一步拓展市场，提升公司的盈利水平。
- 维牧香专卖店的优势在于公司的全产业链布局，给下游终端店面带来了价格弹性空间和可观的利润，同时上游公司规范的规模化养殖，确保了终端店面的产品质量稳定。维牧香在发展过程当中，不断优化产品的结构，丰富产品种类，力图更大可能的获得消费者的青睐。产品线的丰富确保了终端店面中有不同层次的多种产品，不仅仅包括生态猪、藏香猪等高端产品，也有普通猪肉生鲜产品，满足了不同消费人群的需求，多层次产品布局，

更有利于打开市场。公司一体化布局也确保了公司产品可追溯性，使得产品更容易获得客户的信赖。

图表 11：维牧香门店



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 12：维牧香产品可追溯



来源：公司官网、国金证券研究所

- **维牧香渠道进一步拓展下沉。**公司与北京恒利食品有限公司合作成立维牧香车友小厨连锁速食快餐厅，与中石油、中石化联合将速食餐厅开设在加油站内，目前已进驻河北地区约 3000 家加油站。后续车友小厨项目将逐步推向全国中石油、中石化网点。我们认为，公司终端销售渠道的下沉和拓展，将大幅提升公司产品销量，为公司开拓大量的便捷提货点，为线上线下业务的资源整合提供有力支撑。

6、与沙县小吃合作深入

- **进一步拓展终端消费渠道。**公司与沙县小吃合作在拓展公司销售渠道、扩大市场份额的同时，为公司产品开拓大量的提货点、配货网点及客户服务网点，为线上线下业务的资源整合及深耕销售端提供了有力的网点支撑。同时，通过沙县小吃经营店内传媒系统的传播，以低成本优势获得了较高的品牌影响力，将产品营销与品牌推广进行了紧密结合，满足快消品行业市场需求，对提高公司综合竞争力、提高公司盈利能力具有重要战略意义。
- **2017 年上半年，沙县小吃在全国已经合计完成升级改造店面 400 余家，**预计今年年底还有几百家店面改造完成。食品加工中心和冷链物流配送项目均进入立项审批阶段。预计 3 年内将完成约 6 万家沙县小吃店的改造，每家单体店的年猪肉消费规模预计超过 4 吨。公司与沙县小吃的合作为公司终端产品的消费提供了一个良好的平台，同时公司优质产品的优势也可以得到充分的发挥。随着线下店面整改升级的逐步推进，公司的终端产品消费量将迎来爆发。

图表 13：沙县小吃海外门店



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 14：沙县小吃改造新门店



来源：公司官网、国金证券研究所

二、互联网板块

1、终端产品线上平台微 DO 商城

- **电商 B2B 业务的快速发展。**微客得科技大力发展微 DO 商城平台的撮合交易服务，集中资源，分散服务，按需服务；由平台智能撮合客户所需的资源和服务进行高效匹配、查找、推荐和执行。同时，微客得科技与沙县小吃合作，将充分发挥各方资源优势，为微客得科技提供大量便捷的提配货及客户服务网点，低成本布局大量的线下渠道，获得较高的品牌影响力和投资收益，提高公司的综合竞争力。
- 微 DO 商城为终端产品推广提供了一个现代化的网络平台，将不同种类、不同层次的终端肉类产品由线下实体店搬到线上进行推广和销售，力图打造一个专注于猪肉消费品的网上商城，更加符合快消品行业的发展趋势。同时，为其他品牌的商家提供了一个入驻平台的接口，实现了开放式的平台化运营。

2、专注于生猪产业链的新融农牧和云合资讯

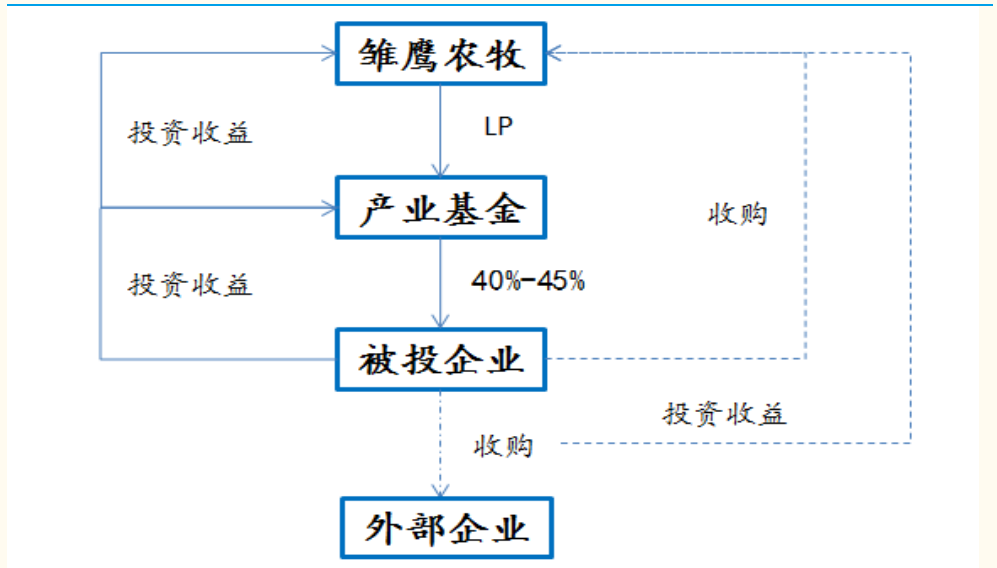
- 控股子公司**新融农牧**在不断优化猪博士、CRM 系统、新融电商的基础上布局了金融服务，与多家金融机构展开合作，使入驻平台的客户融资过程更加便捷，使平台更加具有吸引力。2017 年上半年，新融农牧共发展新融猪场客户 37 个，2017 年 6 月末完成加盟会员企业近 450 家。
- 控股子公司**云合资讯**致力于打造以“互联网+农业+金融服务”为核心的电商平台，并为入驻平台的农产品批发市场、智慧型农贸市场、农产品经营企业、生鲜连锁超市、品牌餐饮加盟五种类型企业量身定制特色化的线上解决方案，助推传统农业向现代农业转型。
- 新融农牧和云合资讯的互联网业务发展，主要专注于为生猪养殖企业解决在养殖和经营过程中的问题。通过这两个平台的运作，也更好发挥了公司的雄厚资本优势和丰富业务经验。同时，也为产业基金提供了潜在的投资标的。新融农牧和云合资讯是实现资本和实业有机融合的有力纽带。

三、产业基金，助推公司快速发展

1、产业基金，平滑养殖周期

- 公司的产业基金目前处于播种阶段，投资的养殖公司规模相对不大，持股比例大都在 40%-45%。生猪养殖行业特点鲜明，大型生猪养殖企业相较于小企业而言，净利率较高，但是毛利率中小型企业较高，主要原因是中小企业资金成本较高。通过产业基金投资，并辅之以金融服务，帮助被投资企业降低负债率，实现低息融资，有助于提升其利润率，公司也从中获取更大的投资收益。

图表 15：公司产业基金获利方式



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司作为 LP 来投资产业基金，不仅仅可以从被投资企业获得利润分红的投资收益，在并购重组方面也能够为公司带来新的标的。如若被投资企业发展状况良好且与公司发展方向一致，也可将被投资企业收购入上市公司；同样，被投资企业也可以被别的公司收购，产业基金退出并获取投资收益。
- 总体来看，通过产业基金的方式去帮助没有上市、未享受到资本市场红利的生猪产业链上下游的中小企业做强做大，同时把自身在管理、资金和技术等方面的优势充分发挥，获取被投资企业发展所带来的红利。我们认为，随着产业基金的不断壮大和被投资企业的发展，标志着公司真正开创了产融结合的新模式，并通过产业基金的稳定收益来帮助公司成功穿越猪周期。

四、携手沙县，供应链金融的典范

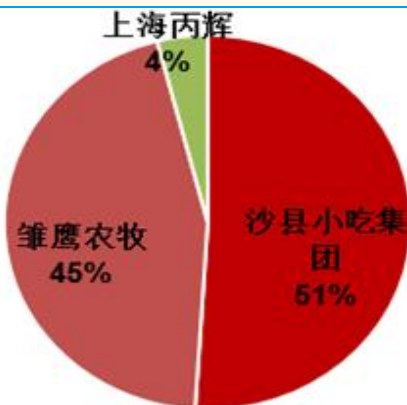
1、雏鹰模式的第二场景应用

- 水能载舟亦能覆舟，松散管理下的野蛮生长成就了沙县小吃，但也注定了消费升级下品牌形象提升的困境。久旱逢甘霖，雏鹰的加盟将开启沙县新的篇章，用服务的姿态和帮扶的方式来推进沙县小吃集团与门店的关系，为其增加收入和利润来源的同时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。

2、雏鹰沙县，珠联璧合

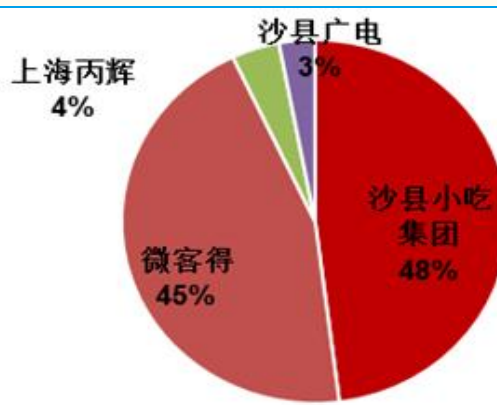
- 雏鹰与沙县政府共同发起设立了沙县易投资和沙县易传媒，雏鹰的股权占比均为 45%。两家子公司于 2017 年上半年已完成工商登记，并开始运营。

图表 16：沙县易投资股权



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 17：沙县易传媒股权



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 18：公司与沙县小吃合作内容

产品类型	合作内容
生鲜产品	根据目前沙县小吃的产品结构，公司提供原料和预包装食品
加工产品 (熟食、半成品)	根据沙县小吃的产品开发和渠道销售需求，双方共同研发产品。此外，公司根据沙县小吃的定制要求提供特供产品。
基地直供	公司指定养殖基地作为沙县小吃原料供应基地，负责产品供应。

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 19：雏鹰、沙县合作进度表

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在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；
2017 年上半年	公司与沙县小吃合资成立的沙县小吃易投资和易传媒已完成工商登记，截止目前已合计完成升级改造店面 400 余家。

来源：公司公告、国金证券研究所

3、沙县易投资负责线下门店的改造升级

- 沙县易投资负责引导各地沙县小吃运营子公司整合 6 万家门店，力争在 3 年内完成全面升级改造，推动沙县小吃产业升级，提升其盈利能力。公司的介入，将为沙县小吃提供供应链金融方面的优势资源，在融资安排、产业基金设立及引导等方面给予相关支持。同时，由沙县投资主导建设、运营沙县小吃产业园、新产品研发中心、中央厨房等项目，发展总部生产模式，未来将根据需要拓展产业园区数量。中央厨房在北京上海都在建设，深圳已经选址完毕，郑州正在选址。设计招标等工作都在进行当中。2017 年上半年已有 400 余家店改造完成，预计 3 年内将完成约 6 万家沙县小吃店的改造。
- 雏鹰农牧通过参股中央厨房，其覆盖店面的统一管理将极大的提升食品质量和品牌效应。按照每个店日客流量 200 人次，每人消费 15-20 元，单店年度营业额在 100 万左右。一个中央厨房覆盖 3000 家店，那么一个中央厨房的销售额在 30 个亿以上。未来店面整合完成后，6 万家店的营业收入约为 600 亿元，原料采购约为 300-400 亿元，其中有三分之一是猪肉约为 100-130 亿元。公司力图通过沙县易投资整合庞大的线下终端店面资源，实现资本投资和生猪产业消费的融合，为公司生猪产业的下渠道拓展打开了一扇大门。

4、沙县易传媒，广告与 O2O 潜力不容忽视

■ (1) 广告业务

- **沙县易传媒**计划在每个沙县小吃店安装一个电视屏幕，进行传媒运作，不仅仅可以进行沙县小吃美食的宣传，同时也可以进行广告招商，实现线上资源的充分利用。同时沙县易传媒与每家店签加盟协议和品牌管理协议，实现规范化管理和利润分成，将 6 万家终端店面和沙县易传媒紧紧的绑定在一起，实现双方利益的最大化。
- 互联网广告效果的有限性使得广告主开始将部分广告投放回归到线下模式，店面等封闭的生活空间中的媒体以其强制性和不可选择性不断得到认可。线下封闭空间广告在于利用人们的零散时间，实现广告信息的传播，沙县小吃终端店面就是一个良好的应用场景。沙县易传媒主要依托沙县小吃店开展广告服务、数据信息化管理与服务及运营管理、电商运营管理等业务。分布在全国的 6 万家沙县小吃店及店面内的电视媒体，将为雏鹰农牧提供大量的线下提货网点及品牌宣传资源，符合雏鹰农牧营销发展战略。同时终端店面会安放屏幕进行传媒运作，提升产业附加效益；通过整合线上资源，将沙县小吃线下店面数量庞大的优势充分发挥。

■ (2) o2o 便民服务

- 沙县小吃一般分布于居民区附近，其营业时间一般较长，从早上 7 点一直持续到晚上 12 点以后，发展便民业务的新增成本极低。例如电商的线下提货点、快递代收点、洗衣店的收领取点等等。沙县易投资将分散的沙县小吃经营店联合起来与大型电商、快递公司议价，6 万个网点联合起来将具有更好的谈判话语权，雏鹰也可间接享有便民服务的收益或是与业主一同分享利润，顺便推广自身雏牧香的产品。

投资建议

- **雏鹰模式持续推进，产业链一体化横渡周期。**2017 上半年，公司按计划稳步推进“雏鹰模式”的升级改造工作。在完成年出栏 1000 万头生猪养殖基地的布局基础上，继续拓展下游业务，形成鲜冻品、肉制品、高端发酵火腿三大产品系列。沙县小吃店面升级改造稳步推进，与中石化和中石油合作共同拓展销售渠道。上半年公司生猪养殖+深加工板块及围绕上述板块的相关产业基金合计实现收益 4.03 亿元，相关模式逐步成熟，有效帮助公司横渡周期。
- **互联网板块增长强劲，加速向现代农牧企业转型。**微 DO 商城打通公司终端产品与客户的线上对接，开辟了现代化的快消品销售渠道。生猪养殖平台新融农牧通过搭建生态圈，围绕大数据筛选产业链上下游的优质企业，公司旗下 6 只专业化运作的产业基金通过战略投资产生稳定的投资收益，用以平滑养殖周期对公司业绩的影响。控股子公司云合资讯致力于打造以“互联网+农业+金融服务”为核心的电商平台，助推传统农业向现代农业转型。公司着力发展互联网业务，有助于在现代化农业的转型之路上实现快速发展。互联网板块 2017 年上半年实现营收 5.4 亿元，同比增长了 13.84%，占公司总营收的 21.41%。
- **产融结合范例，与沙县小吃合作项目蓄势待发。**2017 年上半年公司与沙县小吃合资成立的沙县小吃易投资和易传媒已完成工商登记，截止目前已合计完成升级改造店面 400 余家。与沙县小吃的深度合作，在拓展下游销售渠道、扩大市场份额的同时，为互联网业务开拓大量的线下提货及客户服务网点，为线上线下业务的资源整合及深耕销售终端提供了有力的网点支撑。同时，通过沙县小吃门店内的电视传媒终端，以低成本优势获得了较高的品牌影响力，将产品营销与品牌推广紧密结合，以适应快消品行业的市场需求，对提高公司的综合竞争力、提升业绩稳定性具有重要的战略意义。
- 我们预计公司 2017/2018/2019 年净利润为 12.9/15.0/16.8 亿元，给予公司 18 年 12-15 倍 PE，对应目标价为 5.71-7.16 元，具有 30%-63% 的涨幅空间，首次覆盖，给予公司买入评级。

风险提示

- 生猪出栏量增长不及预期、突发大规模疫情、猪价大幅度下跌、2017 年 2 月定增配售机构 25396.8 万股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,762	3,619	6,090	8,868	11,230	14,572
增长率		105.4%	68.3%	45.6%	26.6%	29.8%
主营业务成本	-1,557	-3,060	-4,573	-6,889	-8,746	-11,481
%销售收入	88.4%	84.6%	75.1%	77.7%	77.9%	78.8%
毛利	205	559	1,517	1,979	2,484	3,091
%销售收入	11.6%	15.4%	24.9%	22.3%	22.1%	21.2%
营业税金及附加	-3	-5	-16	-28	-37	-47
%销售收入	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-102	-76	-141	-220	-283	-373
%销售收入	5.8%	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.6%
管理费用	-233	-266	-346	-647	-823	-1,083
%销售收入	13.2%	7.3%	5.7%	7.3%	7.3%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	-133	212	1,015	1,084	1,341	1,588
财务费用	-143	-170	-408	-254	-244	-307
%销售收入	8.1%	4.7%	6.7%	2.9%	2.2%	2.1%
资产减值损失	-16	-29	-22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	1	2	1
投资收益	121	38	187	564	521	532
%税前利润	-74.8%	14.0%	19.0%	38.3%	30.1%	27.5%
营业利润	-172	51	772	1,395	1,620	1,814
营业利润率	n.a	1.4%	12.7%	15.7%	14.4%	12.4%
营业外收支	10	223	212	79	109	123
税前利润	-161	274	984	1,474	1,729	1,937
利润率	n.a	7.6%	16.2%	16.6%	15.4%	13.3%
所得税	-23	-44	-114	-170	-205	-225
所得税率	n.a	16.1%	11.6%	11.5%	11.9%	11.6%
净利润	-184	230	869	1,304	1,523	1,712
少数股东损益	5	10	0	12	21	32
归属于母公司的净利润	-189	220	869	1,292	1,502	1,680
净利率	n.a	6.1%	14.3%	14.6%	13.4%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-184	230	869	1,304	1,523	1,712
少数股东损益	5	10	0	12	21	32
非现金支出	256	301	268	213	193	173
非经营收益	37	-61	40	-372	-487	-511
营运资金变动	-278	-755	607	4,506	-113	-1,021
经营活动现金净流	-170	-285	1,784	5,651	1,116	353
资本开支	-1,051	-258	-299	-15	57	185
投资	12	-275	-4,677	-1	0	0
其他	70	18	135	565	523	533
投资活动现金净流	-969	-515	-4,841	549	580	718
股权募资	865	1,554	1,411	0	0	0
债权募资	-155	753	3,984	-5,012	0	1
其他	251	-548	-344	-598	-521	-490
筹资活动现金净流	960	1,759	5,051	-5,610	-521	-489
现金净流量	-179	959	1,994	590	1,175	582

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	400	1,789	4,085	4,675	5,850	6,432
应收款项	191	912	882	1,585	1,813	2,330
存货	1,397	1,340	1,181	2,265	2,636	3,712
其他流动资产	488	1,803	6,286	526	657	997
流动资产	2,477	5,844	12,433	9,051	10,955	13,470
%总资产	34.2%	57.4%	73.4%	67.4%	72.1%	77.1%
长期投资	39	282	1,767	1,768	1,767	1,767
固定资产	4,393	3,435	2,180	2,061	1,931	1,704
%总资产	60.7%	33.7%	12.9%	15.3%	12.7%	9.8%
无形资产	218	355	476	543	534	525
非流动资产	4,764	4,338	4,495	4,378	4,237	4,002
%总资产	65.8%	42.6%	26.6%	32.6%	27.9%	22.9%
资产总计	7,241	10,181	16,928	13,429	15,192	17,472
短期借款	1,586	2,052	4,723	0	0	0
应付款项	1,382	1,593	1,857	2,460	2,982	3,813
其他流动负债	91	142	349	269	363	444
流动负债	3,058	3,787	6,929	2,729	3,345	4,257
长期贷款	290	697	617	617	617	618
其他长期负债	1,013	985	2,581	2,292	2,292	2,292
负债	4,361	5,470	10,127	5,638	6,254	7,167
普通股股东权益	2,672	4,394	5,135	6,113	7,240	8,575
少数股东权益	208	318	1,665	1,677	1,698	1,730
负债股东权益合计	7,241	10,181	16,928	13,429	15,192	17,472

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	-0.202	0.211	0.277	0.412	0.479	0.536
每股净资产	2.846	4.204	1.638	1.950	2.309	2.735
每股经营现金净流	-0.181	-0.273	0.569	1.802	0.356	0.113
每股股利	0.000	0.120	0.080	0.100	0.120	0.110
回报率						
净资产收益率	-7.09%	5.02%	16.92%	21.13%	20.75%	19.59%
总资产收益率	-2.62%	2.16%	5.13%	9.62%	9.89%	9.62%
投入资本收益率	-2.74%	2.16%	6.22%	8.97%	9.99%	10.63%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.70%	105.43%	68.28%	45.61%	26.64%	29.76%
EBIT 增长率	750.27%	-259.35%	378.68%	6.78%	23.73%	18.46%
净利润增长率	-350.54%	-216.34%	294.29%	48.60%	16.32%	11.84%
总资产增长率	15.54%	40.60%	66.26%	-20.67%	13.13%	15.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.2	19.0	20.7	25.0	25.5	24.2
存货周转天数	327.6	163.2	100.6	120.0	110.0	118.0
应付账款周转天数	89.7	64.6	59.3	62.0	63.0	61.0
固定资产周转天数	599.6	178.0	104.4	61.8	41.3	26.9
偿债能力						
净负债/股东权益	78.47%	37.10%	51.85%	-22.94%	-33.15%	-34.38%
EBIT 利息保障倍数	-0.9	1.2	2.5	4.3	5.5	5.2
资产负债率	60.23%	53.72%	59.83%	41.98%	41.17%	41.02%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

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

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自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。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD