

全产业链先行者，经营改善获新生

——唐人神（002567）深度报告

2017 年 10 月 26 日

强烈推荐/维持

唐人神

深度报告

报告摘要：

全产业链经营的饲料龙头企业。公司是中国生猪全产业链上市第一股，主营饲料、生猪养殖、肉品三大板块，股权结构稳定。公司业绩高速增长，2017 前三季度主营收入和归母净利润同比增长 32.37% 和 47.73%。

行业景气传导，公司经营优化，饲料业务稳健增长。行业方面，MSY 的提升弥补了环保去产能的影响，生猪出栏呈回升态势，原料价格低位运行，叠加饲料行业整合加速，饲料龙头迎量利齐升的景气行情。公司方面，主动调整区域、产品以及客户结构，并大力优化管理模式，提效降费，2017H1 饲料吨四项费用下降 36 元，全年预计同比下降 45 元，盈利空间得以释放。我们预计 17 年饲料销量 482 万吨，实现营收 120 亿元，同比增长 19.33%。

坚守育种优势，扩大养殖规模，养猪业务放量。公司种猪竞争优势突出。猪舍改造完成缓解产能瓶颈，种猪业务放量。公司内生外延加大商品猪产能布局，预计 17、18 年出栏分别为 55 万头、100 万头，养殖规模的扩大能部分抵消生猪价格下行造成的不利影响，在一定程度上实现以量补价，增厚板块利润，促进产业链联动。公司管理优化，自繁自养育肥成本约 5.88 元/斤，猪价低谷时也能贡献稳定盈利。我们预计 2017 年生猪养殖贡献营收和毛利达 6.23 亿元和 2.25 亿元，同比增长 130% 和 123%。

大食品战略加速落地，肉品业务蓄势待发。工艺升级提升肉品口感；全产业链经营降低肉品成本，并为“闭环全控”提供支持，提升肉品质量；公司重点发展团膳等 B2B 渠道，肉品销量与利润得到保障；四只产业基金彰显公司发力消费端决心，肉品外延并购将加速推进。

公司盈利预测及投资评级。我们看好行业景气传导以及全产业链竞争优势，我们预计 2017-2019 年的营业收入为 133.85、177.61 及 225.52 亿元，实现归母净利润 3.35、4.28 及 5.81 亿元，对应 EPS 为 0.40、0.51 及 0.68 元，对应 PE 为 20.85、16.31 及 12 倍。给予公司 18 年 25 倍估值，目标价 12.75 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：饲料销量不达预期，产能扩张不达预期，禽畜价格波动风险

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9,414.57	10,884.1	13,385.1	17,760.6	22,552.2
增长率（%）	-6.52%	15.61%	22.98%	32.69%	26.98%
净利润（百万元）	151.79	255.69	430.09	560.96	745.95
增长率（%）	11.58%	68.44%	68.21%	30.43%	32.98%
净资产收益率（%）	3.42%	7.96%	10.76%	13.03%	16.55%
每股收益（元）	0.19	0.41	0.40	0.51	0.69
PE	43.44	20.44	20.85	16.31	12.00
PB	1.72	1.63	2.24	2.13	1.99

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

研究助理：程诗月

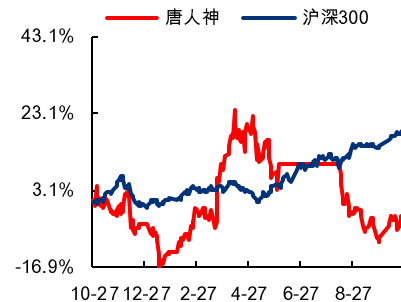
010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	8.5-12.82
总市值（亿元）	71.11
流通市值（亿元）	53.55
总股本/流通 A 股（万股）	83657/62996
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.1

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《唐人神（002567）2017 半年报点评：饲料养殖放量增长，大食品战略加速落地》2017-08-09
- 2、《唐人神（002567）调研快报：营销转变以全方位配套养殖服务为突破》2013-06-18
- 3、《唐人神（002567）2012 年报点评：弱市中毛利率提升 营销改革见效》2013-03-29

目 录

1. 全产业链经营的饲料龙头企业	5
1.1 全产业链经营的饲料龙头企业	5
1.2 多点开花，业绩表现亮眼	7
1.3 创始人实际控制，股权结构稳定	8
1.4 打通上下游，成就生猪全产业链第一股	9
2. 行业天时叠公司人和，饲料业务量利齐升	9
2.1 生猪景气传导，饲料需求放量	9
2.2 原料价格低位，释放利润空间	11
2.3 饲料行业加速整合，利好龙头企业	12
2.4 主动求变调结构，饲料业绩高增长	13
2.4.1 调整区域结构，扩大市场空间	13
2.4.2 调整产品结构，增加毛利润率	15
2.4.3 调整客户结构，适应养殖规模化	16
2.5 提效降费效果显著，饲料盈利能力增强	17
3. 坚守育种优势，扩大养殖规模	17
3.1 种猪优势突出，市场竞争力强	17
3.2 内生外延布局商品猪，培育盈利新增长点	18
3.3 产业联动，饲料、种猪销量开启上升通道	21
4. 大食品战略加速落地	21
4.1 肉品加速推广，全产业链优势尽显	21
4.1.1 产品品质全面升级，食品安全有保障。	21
4.1.2 成本控制能力强，量增利升有保障。	23
4.2 销售渠道多样，团膳 B2B 优先	23
4.3 成立并购基金，打造大消费平台	24
5. 盈利预测与估值	25
6. 风险提示	26

插图目录

图 1：中国生猪全产业链上市第一股	5
图 2：主要产品经营方向	6
图 3：公司发力生猪养殖	6
图 4：饲料板块营收贡献率达 90%左右	6
图 5：饲料板块毛利润贡献率达 80%左右	6
图 6：营业收入高速增长	7

图 7: 扣非后净利润高速增长	7
图 8: 三项费用下降释放盈利空间	7
图 9: 创始人实际控制，股权结构合理（截止于 2017 年 8 月 20 日）	8
图 10: 生猪全产业链第一股的成长之路	9
图 11: 生猪存出栏已筑底	10
图 12: 2016 年起母猪价格走高反映市场补栏热情	10
图 13: 美豆供应宽松	11
图 14: 豆粕、玉米价格处于低位	11
图 15: 玉米、豆粕库存压力大	11
图 16: 行业整合加速	12
图 17: 生猪养殖规模化利好饲料龙头	12
图 18: 公司与比利美英伟区域互补	13
图 19: 收购和美前华东地区（含山东）营收占比 10%（2013 数据）	14
图 20: 收购和美后山东营收单独占比 39%（2016 数据）	14
图 21: 公司前端料发展潜力大	15
图 22: 前端料比重持续快速增加	15
图 23: 比利美英伟主营产品	16
图 24: 比利美英伟三大技术亮点	16
图 25: 2017 年推出新品天伦乐母仔同食日粮	16
图 26: 种猪业务市场竞争力强	18
图 27: 商品猪带动养猪板块业绩快速提升	19
图 28: 公司十年生猪出栏目标规划	19
图 29: 唐人神“猪血豆腐肉肠”	22
图 30: 渠道多样，精准销售	23
图 31: 唐人神历史 PE	25

表格目录

表 1: 产业链多点开花，助力业绩高增长（2016 年度）	8
表 2: MSY 上升导致生猪出栏回升	10
表 3: 前端料领域研发投入力度大	15
表 4: 饲料销售模式向规模猪场直供转型	17
表 5: 管理优化提升人均劳效，降低费用率【不含处于承诺期的被收购子公司】	17
表 6: 美神种猪三大特点	18
表 7: 内生外延扩大商品猪养殖产能	19
表 8: 托管猪场三种模式对比	21
表 9: 唐人神肉品生产工艺全面升级	22
表 10: 首创三维可溯源体系	22

表 11：“闭环全控”保障肉品安全 23

表 12：公司肉品利润丰厚 23

表 13：产业基金助力大消费战略.....24

表 14：可比公司 PE.....26

表 15：公司盈利预测表 27

1. 全产业链经营的饲料龙头企业

1.1 全产业链经营的饲料龙头企业

公司作为生猪全产业链经营模式的先行者，目前三大主营业务为饲料、养猪及肉制品加工；此外还有兽药、担保贷款、猪场智慧管理、连锁销售等其他业务为三大主营业务做支撑。

饲料业务作为最核心的业务，是公司发展的基石。2017H1 饲料业务对公司主营收入和毛利润贡献率达 92%和 77%。公司饲料板块具备骆驼、多利多、比利美英伟三大产品方向，拥有中国驰名商标——“骆驼”牌饲料。

养猪业务分为种猪育种和商品猪养殖。种猪育种是公司传统优势业务，湖南美神是国内首家 NSR 成员，并入选国家生猪核心育种场。2015 年起，公司发力商品猪养殖，；2016 年，公司生猪出栏量和销售量为 26.5 万和 23.5 万头，同比增长 110%和 128.8%；2017H1 生猪收入 2.27 亿元，同比增长 124.7%。

肉品业务是公司现阶段及未来重点业务，也是公司利润潜在增长点。公司肉品业务基础较好，拥有中国驰名商标“唐人神”，中式肉制品在湖南市场处于绝对领先地位；大食品战略是公司经营的重要战略，公司成立 4 只产业基金（含筹划中）布局大食品业务，通过孵化或并购的方式不断扩充肉品版图。

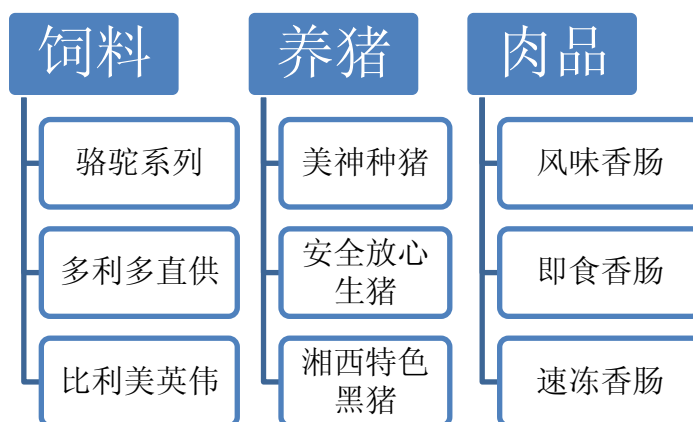
兽药等其他业务是公司三大主业外的重要补充，对公司全产业链布局起辅助支持作用。

图 1：中国生猪全产业链上市第一股

饲料	养猪	肉品
•主营：猪、禽、鱼饲料研发，生产与销售 •核心业务：发展的基石。2017H1对公司营收和毛利润贡献率为92%和77%	•主营：种猪遗传育种与研发、生猪养殖与销售 •种猪育种：优势业务。NSR与国家生猪核心育种场认证 •商品猪养殖：发力业务。2016年生猪出栏量和销售量同比增长110%和129%，2017H1生猪营收同比增长125%	•主营：肉品研发、加工与销售 •基础好：拥有驰名商标“唐人神”；中式肉制品在湖南市场处于绝对领先地位 •大食品战略：4只产业基金（含筹划中）布局大食品业务

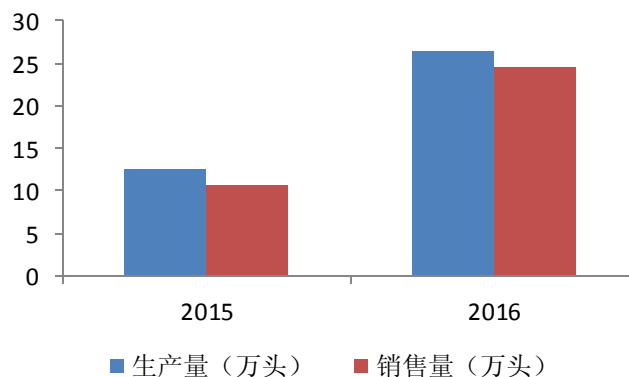
资料来源：公司财报 东兴证券研究所

图 2：主要产品经营方向



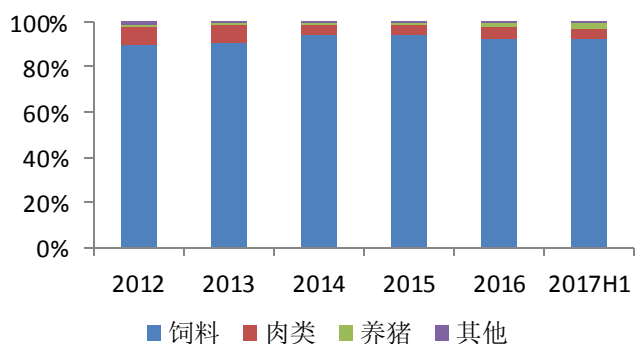
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司发力生猪养殖



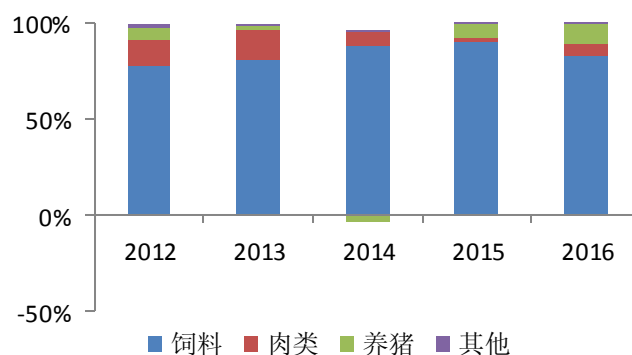
资料来源：公司财报 东兴证券研究所

图 4：饲料板块营收贡献率达 90%左右



资料来源：Wind 东兴证券研究所

图 5：饲料板块毛利润贡献率达 80%左右



资料来源：Wind 东兴证券研究所

1.2 多点开花，业绩表现亮眼

公司业绩增长强劲，整体表现亮眼。2017 前三季度公司实现营业收入 103.64 亿元，同比增长 32.37%；实现归母净利润 2.13 亿元，同比增长 47.73%；公司预计 2017 年全年归母净利润 2.8-3.4 亿元，同比增长 40%-70%。公司通过经营模式优化、管理升级，提效降费成果显著，叠加产业链竞争优势，业绩进入快速上升通道期。

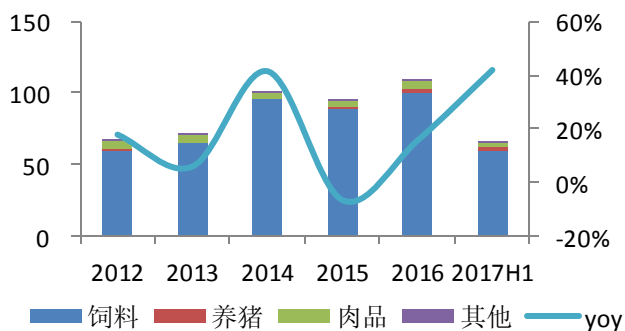
高增长的背后是产业链多点开花：第一，饲料主业稳健增长是业绩高增长的保证；2017H1 饲料销量、营收和毛利润同比增长 36%、41%和 29%，对公司营收和毛利润增加额的贡献率为 91%和 65%。第二，养猪业务高速增长，已成公司主营业务重要一极。2017H1 公司养猪收入 2.27 亿元，同比增长 125%，较 2015H1 增长 250%；

养猪收入占总营收比重由 2015H1 的 1.41%快速上升至 3.47%。第三，肉品业务重新

定位，步入正轨。2016 年肉品业务毛利润同比增长 7,076 万元，同比增长 230%。

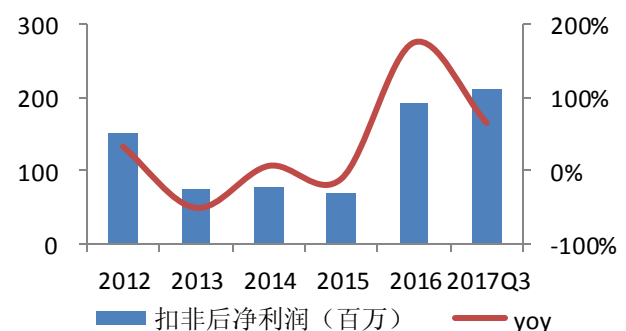
第四，管理优化，降低费用成本，释放净利空间。2017H1 饲料吨费用下降 36 元/吨，猪场肥猪成本下降 0.3 元/斤，肉品费用率下降 2.6 个百分点；2017 年前三季度公司整体费用率比去年同期下降 0.31 个百分点，在去年基础上进一步优化。

图 6：营业收入高速增长



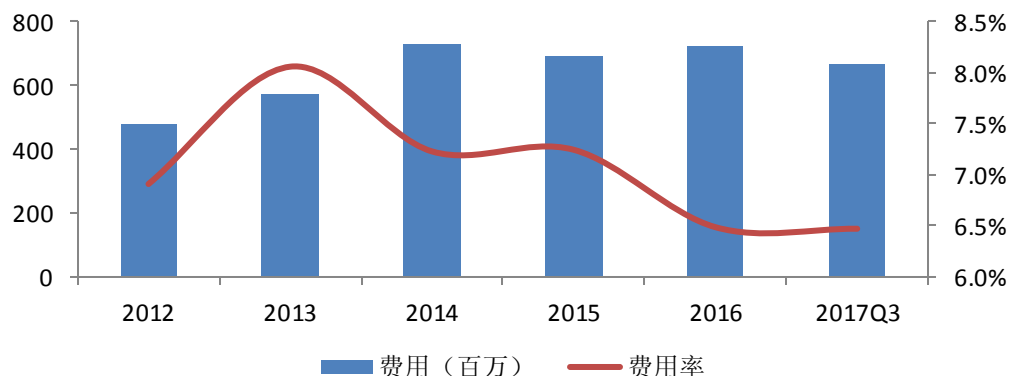
资料来源：公司财报 东兴证券研究所

图 7：扣非后净利润高速增长



资料来源：公司财报 东兴证券研究所

图 8：三项费用下降释放盈利空间



资料来源：公司财报 东兴证券研究所

表 1：产业链多点开花，助力业绩高增长（2016 年度）

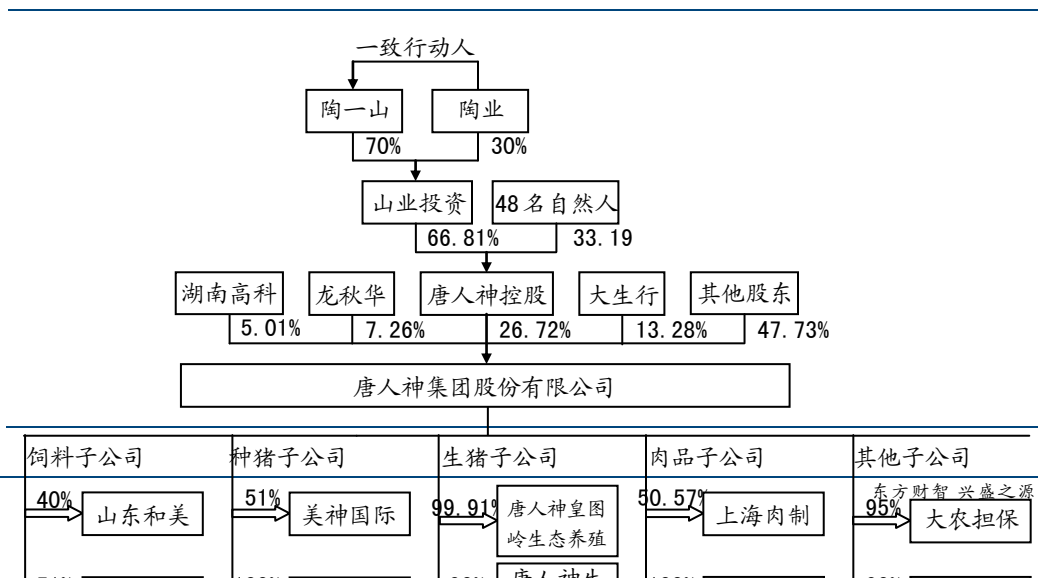
板块	营业收入 (亿元)	毛利 (亿元)	收入增速 (%)	毛利增速 (%)	对营收增加额贡献 (%)	对毛利润增加额贡献 (%)
饲料	100.6	8.54	13.9	4.1	83.	27.1
肉类	5.4	0.71	23.6	230.4	7	39.7
养猪	2.7	1.01	117.5	64	9.9	31.7
其他	0.15	0.09	-23.4	27	-0.3	1.5
合计	108.84	10.34	15.6	13.4	100	100

资料来源：公司财报 东兴证券研究所

1.3 创始人实际控制，股权结构稳定

公司控股股东是湖南唐人神控股投资股份有限公司，持股 26.72%；第二大股东是香港大生行饲料有限公司，持股 13.28%。公司实际控制人是创始人陶一山，与其子陶业作为一致行动人间接控制公司 23.70%股份。公司股权结构稳定，经营近 30 年，实际控制人及主要的两大股东从未易主。

图 9：创始人实际控制，股权结构合理（截止于 2017 年 8 月 20 日）

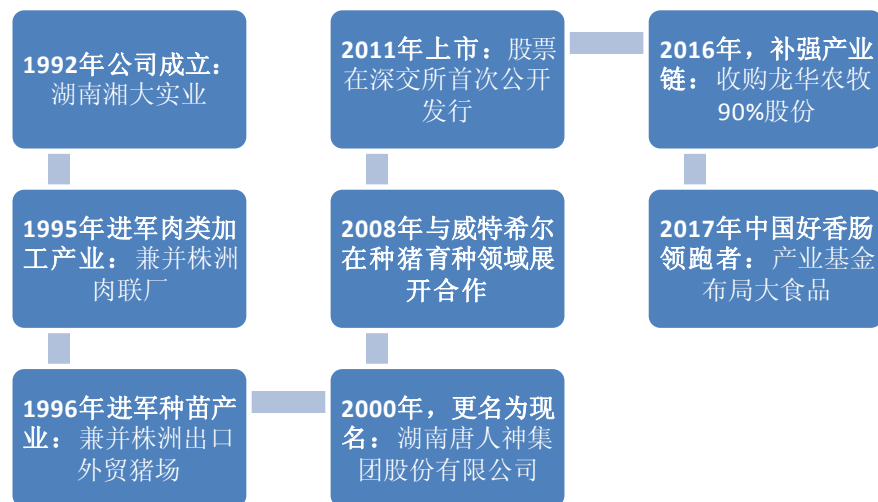


资料来源：公司财报 东兴证券研究所

1.4 打通上下游，成就生猪全产业链第一股

公司是中国生猪全产业链第一股。其前身是 1992 年成立的湖南湘大实业有限公司，主营饲料生产；1995-1996 年公司先后进入肉类加工产业与种苗产业，开始向全产业链经营转型；2011 年成功上市；2015 年正式布局商品猪养殖，并于 2016 年收购龙华农牧 90% 股权，补强生猪全产业链最后一环；2017 年提出做“中国好香肠领跑者”，并成立多只产业基金布局大食品业务。

图 10：生猪全产业链第一股的成长之路



资料来源：公司官网 东兴证券研究所

2. 行业天时叠公司人和，饲料业务量利齐升

2.1 生猪景气传导，饲料需求放量

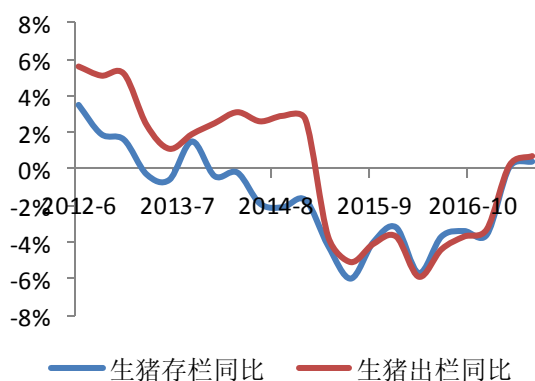
2017 年一季度起，生猪存栏与出栏分别在经历了连续三年与两年的同比下降后，首次同比上升，并于二季度扩大了上升幅度。我们认为生猪存出栏量已经筑底，下半年起，生猪出栏将迅速走高，并带动饲料需求，饲料行业进入景气向上的加速期。

第一，母猪胎龄结构合理，2017 年下半年起将进入产仔高峰期，PSY 快速上升。2012 年年末至 2015 年年初，生猪价格较低，再加上环保拆迁，2015 年补栏不充分；2016 年猪周期明朗，市场普遍乐观，母猪补栏积极。事实上，从 2015 年年底开始，二元母猪价格迅速走高，在 2016 年年中达到最高峰后便一直高位运行。这反映了 2016 年市场对母猪的积极补栏。按照母猪每年产仔 2-3 次，当前母猪胎龄结构约为 2-4 胎，2017 年下半年到 2018 年对应母猪胎龄大致为 4-6 胎，正是母猪生产能力高峰。

第二，养殖规模化提升 PSY 和 MSY。2016 年起，环保趋严淘汰大量养殖条件不好的中小散户，规模养殖户则趁景气猪周期扩建产能，积极补栏母猪，从而提升了生猪养殖行业整体的 PSY 和 MSY。

虽然能繁母猪受到环保政策的影响持续下降，但按照我们的估算来看，MSY 的提升完全能弥补能繁母猪存栏下降的影响，2017 到 2018 年生猪出栏加速回升，饲料需求放量。能繁母猪存栏对生猪出栏影响的滞后期大致为一年，2016 年能繁母猪平均存栏量为 3,737 万头，预计 2017 年能繁母猪平均存栏量为 3,580 万头；我们预计 2017 和 2018 年 MSY 为 18.4 与 19.5，对应 2017 和 2018 年生猪出栏为 6.9 亿头与 7.0 亿头，同比增长 0.6%与 1.3%。叠加出栏均重的提升，猪肉产量增长更为显著。按照产业链传导的基本规律，生猪存出栏量的增加将首先带动教槽料、仔猪料的需求，随后带动中大猪料的销量上涨。

图 11: 生猪存出栏已筑底



资料来源：Wind 东兴证券研究所

图 12: 2016 年起母猪价格走高反映市场补栏热情



资料来源：Wind 东兴证券研究所

表 2: MSY 上升导致生猪出栏回升

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
----	------	------	------	------	------	------	------	------	------

上一年能繁母猪存栏 (万头)	4,888	4,729	4,799	4,990	5,010	4,590	3,933	3,737	3,580
MSY	13.6	14	14.5	14.3	14.7	15.4	17.4	18.4	19.5
生猪出栏万头 (万头)	66,700	66,100	69,628	71,557	73,510	70,825	68,502	68,914	69,810
生猪出栏 YOY		-0.80%	5.20%	2.80%	2.70%	-3.70%	-3.30%	0.60%	1.30%

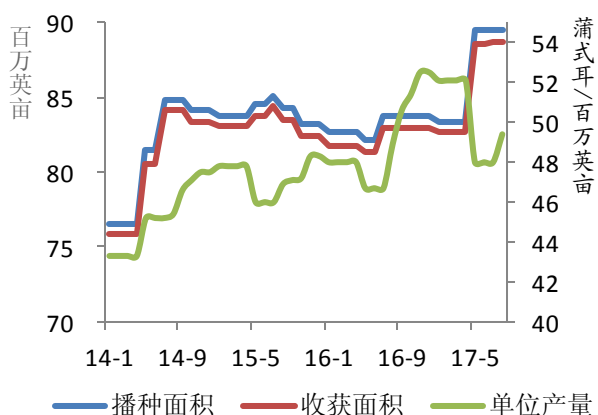
资料来源: Wind 东兴证券研究所

2.2 原料价格低位, 释放利润空间

目前玉米价格约为每吨 1800 元, 处于较低位置。我们认为, 玉米去库存任务依然严峻, 天量库存对玉米价格形成压力; 再加上长期推高我国玉米价格的玉米临储政策退出历史舞台, 玉米价格失去政策依托, 短期内不具备上涨的基础, 预计未来还将偏弱运行。目前豆粕价格为每吨 2900 元, 处于相对低位。我们认为未来几个月豆粕价格上涨空间有限, 大概率保持震荡走势。国内豆粕库存高达 97 万吨, 豆粕供应面压力大, 打压豆粕价格; 同时美豆收割持续, USDA 预计大豆播种面积、收获面积、单位产量等均处于历史高位, 全球大豆供应宽松, 豆粕价格难以上涨。

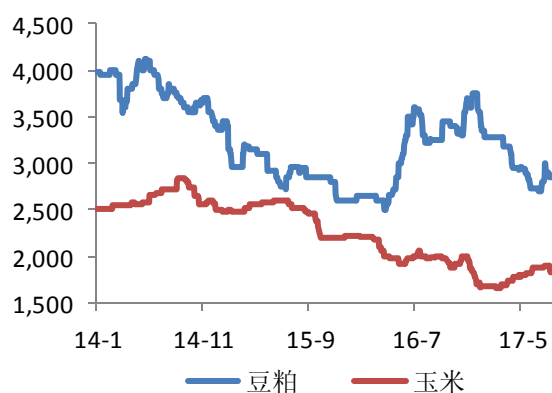
豆粕、玉米占公司饲料生产成本的 52%-55%。我们认为玉米、豆粕价格低位降低了饲料生产成本, 增大了调价空间, 为饲料产品高毛利润率提供支撑。预计 2017 年全年玉米平均价为 1800 元, 豆粕平均价为 3000 元; 假定一吨饲料需 0.36 吨玉米、0.19 吨豆粕, 且玉米、豆粕成本占饲料总成本的 54%, 2017 年单吨饲料成本仅为 2240 元, 远低于 2016 年单吨 2424 元的成本, 单吨释放利润空间近 200 元。

图 13: 美豆供应宽松



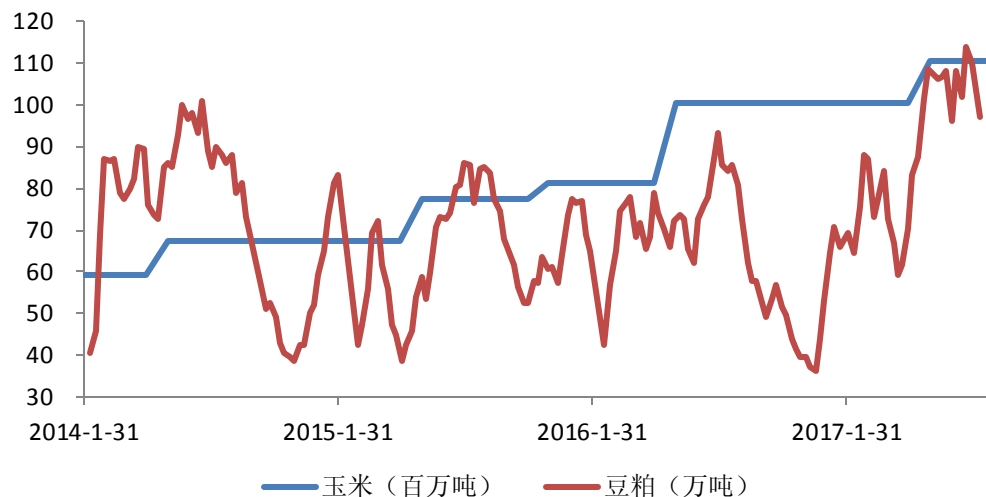
资料来源: 东兴证券研究所

图 14: 豆粕、玉米价格处于低位



资料来源: 东兴证券研究所

图 15: 玉米、豆粕库存压力大



资料来源：Wind 东兴证券研究所

2.3 饲料行业加速整合，利好龙头企业

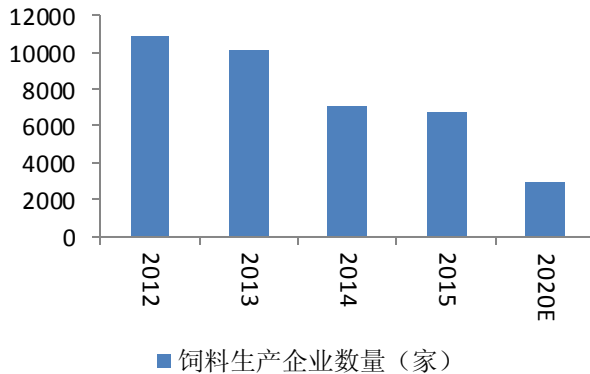
我们认为，养殖规模化加速饲料行业整合，饲料业集中度进一步提升，利好饲料龙头。公司作为饲料龙头企业，将迎来发展黄金期。

第一，行业集中度提升，存活企业市场空间增大，改善企业净利润表现。我国饲料生产企业已由 2012 年的 10858 家降至 2015 年底的 6772 家，“十三五”期间，我国饲料企业数量将可能进一步减少到 3000 家左右，并稳定在 2000-3000 家。这意味着将有一半以上的企业退出市场，剩余企业平均市场空间将增加一倍以上。市场空间的成倍增长提高了企业产品的销量与收入，改善产能利用状况，摊薄固定成本，有助于企业量利齐升。

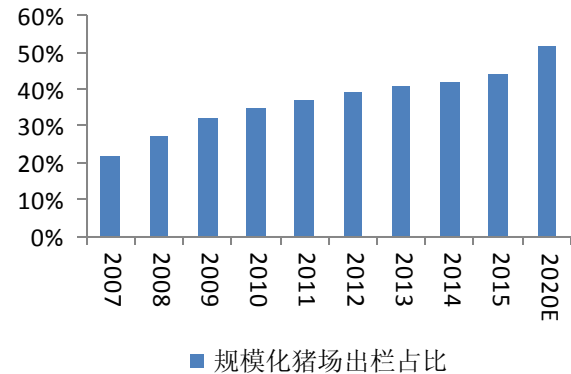
第二，生猪养殖规模化利好饲料龙头企业。环保政策趋严，养殖规模化是大势所趋。据生猪养殖“十三五”规划，2020 年生猪养殖规模化比重需达 52%，南方水网地区则需达 70%。规模化养殖将给唐人神这样的饲料龙头带来新的机遇：①规模养殖户替代了以使用自配料为主的散养户，为饲料企业增添了新的市场空间；②规模养殖户精细化管理提升了对饲料品质的要求，提高了饲料行业门槛，中小饲料企业加速淘汰，为饲料龙头释放空间。

图 16：行业整合加速

图 17：生猪养殖规模化利好饲料龙头



资料来源：中国饲料行业信息网 东兴证券研究所



资料来源：农业部 东兴证券研究所

2.4 主动求变调结构，饲料业绩高增长

2.4.1 调整区域结构，扩大市场空间

公司通过调整区域市场结构，在传统饲料销售市场外开拓新的地域市场，提升饲料收入和利润，改善饲料板块经营业绩。华中地区是公司传统饲料销售市场。公司收购的比利美英伟则拥有天津、南昌、溧阳、贵州和四川五个子公司，与公司在销售地域上形成互补，帮助公司打入华南、华北市场，拓展了新的销售区域。

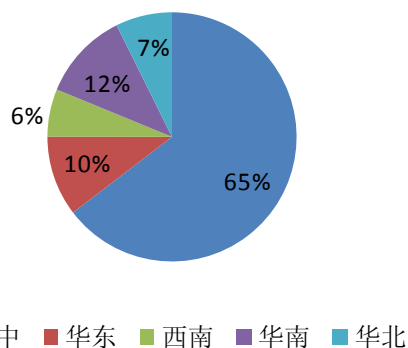
图 18：公司与比利美英伟区域互补



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

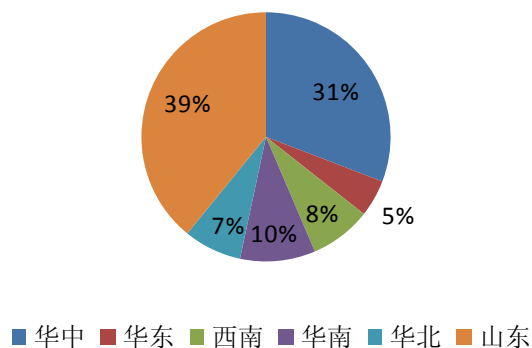
事实上，公司通过收购拓展市场进而提升业绩已有先例可循，2013 年底公司收购山东和美 40% 股份，山东市场对公司营收贡献由 2013 年不到 11% 上涨至 2014、2015 和 2016 年的 32.69%、38.74% 和 39.11%。

图 19: 收购和美前华东地区（含山东）营收占比 10%（2013 数据）



资料来源：公司财报 东兴证券研究所

图 20: 收购和美后山东营收单独占比 39%（2016 数据）

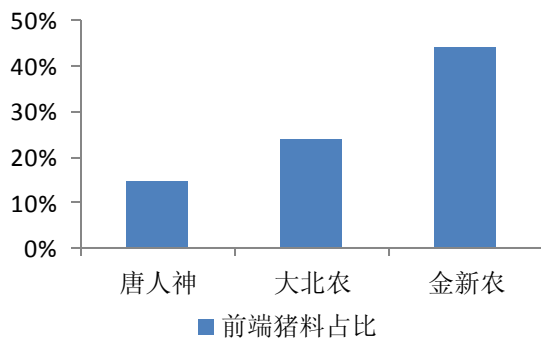


资料来源：公司财报 东兴证券研究所

2.4.2 调整产品结构，增加毛利润率

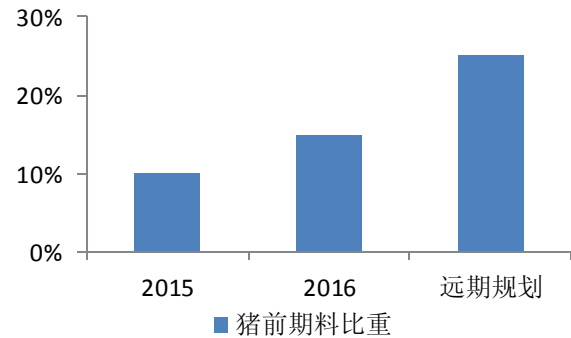
- ◆ **公司前端料仍有很大发展空间。**公司近年来不断优化产品结构，猪前端料占比不断提升。2016 年猪前期料销量 22 万吨，占猪料比重 15%，同比上升 5 个百分点。相较于大北农、金新农等的 24% 以及 44% 前端料比重，公司前端料至少还有 10 个点的提升空间。

图 21: 公司前端料发展潜力大



资料来源：公司财报 东兴证券研究所

图 22: 前端料比重持续快速增加



资料来源：公司财报 东兴证券研究所

- ◆ **公司加大研发投入，推动产品技术开发。**为发展前端料业务，公司亦加码前端料的科技研发投入。2016 年公司共开展五项研发项目，其中涉及前端饲料的就有三项。

表 3: 前端料领域研发投入力度大

研发项目	主要内容
乳猪前期奶粉料的研究与开发	研究利用营养调控手段，研究出一种接近母乳的高消化率乳猪前期奶粉料，从而提高断奶仔猪日采食量和日增重，降低腹泻率和死亡率。
酵母产品在仔猪前期料中的应用研究	通过在仔猪前期料中添加酵母类产品，研究其对仔猪生产性能的影响
乳猪料适口性抗腹泻、毛色改善	结合仔猪生理特点，重点考虑仔猪肠道消化性能，选择优质饲料原料，促进仔猪肠道发育，控制仔猪腹泻，改善仔猪毛色
大猪料肉质改善的研究	通过在日粮中添加微生物制剂提高猪肉品质
大客户家庭农场套餐产品的研究与开发	涉及新饲料配方

资料来源：公司财报 东兴证券研究所

- ◆ **外延式并购助力结构优化。**比利美英伟专注猪用前端料生产，前端料销售占比高，在前端料技术研发上也独具优势。公司拥有一个三启研究院和恩平实验中心（300 头母猪规模），为新产品的研发提供了坚实的保障。公司三大技术亮点：仔猪教保料技术与创新、清洁日粮技术和宰前日粮技术独具特色。此外，公司经过了 6 年的研发，于今年推出天伦乐母仔同食日粮，通过加工工艺和配方技术的改进，很好的

解决哺乳仔猪断奶重与仔猪早期断奶应激两个关键问题，为每头仔猪的饲养节约成本 10-15 元。该产品具备一定的技术门槛，短期内难以复制，预计推向市场后将成为比利美英伟未来的拳头产品，推动销量的增长。

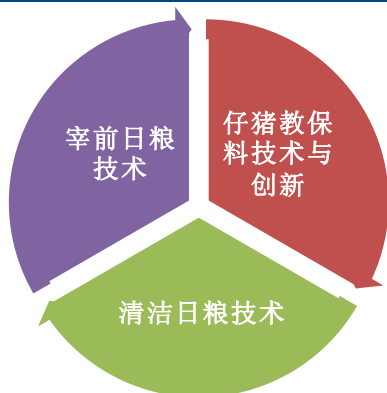
英伟目前产能瓶颈明显，公司产能与比利美英伟技术完美结合，能够有效增加前端料的产销量，同时更好的满足部分规模养殖户购买预混料、浓缩料后自配的需求，有助于公司持续优化产品结构，提高整体毛利水平。

图 23：比利美英伟主营产品



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 24：比利美英伟三大技术亮点



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 25：2017 年推出新品天伦乐母仔同食日粮



资料来源：网站资料，东兴证券研究所

2.4.3 调整客户结构，适应养殖规模化

为适应养殖规模化，公司逐步提升规模猪场直供在饲料销售收入中的比重。公司传统饲料产品“骆驼”系列主要针对渠道中小养殖户，销售模式以经销为主。2016 年起，公司主动推出多利多直供系列以及比利美英伟系列；分别以直销的方式直供家庭农场与规模种猪场。三年的时间里，公司对散养户、家庭农场及规模猪场销售比例已由 5:0.5:0.5 转变为 6:3:1。我们认为公司会继续提升规模猪场直供占比，未来上述比例有望变为 1:6:3；随着客户结构与销售模式转型的不断深化，公司在销售费用管理、价格控制等方面的能力都将得到不同程度的加强，业绩表现将更加亮眼。

表 4：饲料销售模式向规模猪场直供转型

主要产品	推出时间	客户群体
骆驼系列	公司创立至今	渠道中小养户
多利多直供系列	2016	直供家庭农场（合作社）
比利美英伟系列	2016	特供规模（种）猪场
山东和美（参股公司）	2013	禽料

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2.5 提效降费效果显著，饲料盈利能力增强

公司提高人均劳效，控制费用，让利消费者，支撑饲料销量高增长。2017 年，公司创造性地提出了“1+5”成本管理模式，并采用阿米巴激励、日清日结等多种机制，提高了组织效率，降低了费用成本，释放了盈利空间。2017H1 公司饲料吨费用下降 36 元/吨，本部（不含处于承诺期地子公司）下降 70 元/吨；我们认为公司会继续优化管理模式，提高人员活力，降低费用率，预计 2017 年全年饲料吨费用下降 45 元/吨，未来几年将逐步下降至约 150 元/吨；费用的下降增强了公司的盈利能力，未来几年饲料业务净利润率有望持续提升。我们预计 2017 年饲料销量为 482 万吨，贡献营收 120 亿元，同比增长 19.33%。

表 5：管理优化提升人均劳效，降低费用率【不含处于承诺期的被收购子公司】

指标	2017Q1	2016Q1	同比
销售收入（万元）	209,235	223,304	42.50%
毛利（万元）	34,453	26,974	28%
吨费用（元/吨）	229	299	-70
猪料吨利润	232	109	23
猪料人均劳效	154	84	83%
禽料人均劳效	551	444	24%
生产人均劳效	247	179	38%
非生产人均劳效	222	154	44%

资料来源：公司调研，东兴证券研究所

3. 坚守育种优势，扩大养殖规模

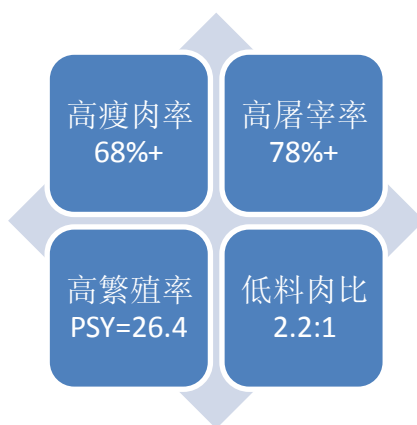
3.1 种猪优势突出，市场竞争力强

公司种猪业务起步较早，优势较为突出。早在 2007 年公司就与美国著名种猪商威特希尔公司展开战略合作，推动公司种猪业务向规模化、集约化方向发展。2009 年公司成为国内第一家由美国 NSR 认证的海外原种猪种猪场，2011 年又通过了“国家生猪核心育种场”认证。

公司种猪场所有设备都来自于美国，核心群级和曾祖代级原种猪也全部进口自美国威特希尔 SPF 核心场，可以说从美种引种就相当于从美国原产地引种。美神种猪拥有

“三高一低”（高瘦肉率，高屠宰率，高繁殖率，低料肉比）的竞争优势。2017 年湖南美神种猪 PSY 可达 26.4，配种分娩率可达 90% 以上，均远超同业平均水平。此外，美神种猪还具有生长周期短、健康程度高、售后服务好等特点。公司种猪业务市场竞争力强，市场需求旺盛。

图 26：种猪业务市场竞争力强



资料来源：东兴证券研究所

表 6：美神种猪三大特点

特点	具体说明
生长周期短	美神种猪原种猪达 100kg 需 149 天，商品猪达 100kg 需 143 天
健康程度高	美神种猪全部经过严格的病毒检测
售后服务好	公司在提供种猪的同时，还提供猪场规划设计、引种计划、饲养管理、饲料配方、配种技术、兽医诊断等服务

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

我们预计公司未来几年种猪业务将继续保持较大幅度的增长。2016 年公司种猪产销量同比已出现较大幅度增长，但受制于栏舍改造，种猪依然供不应求。随着 2017 年栏舍改造的完成，种猪产能得到完全释放，种猪产销量将继续有一个较大幅度提升。

3.2 内生外延布局商品猪，培育盈利新增长点

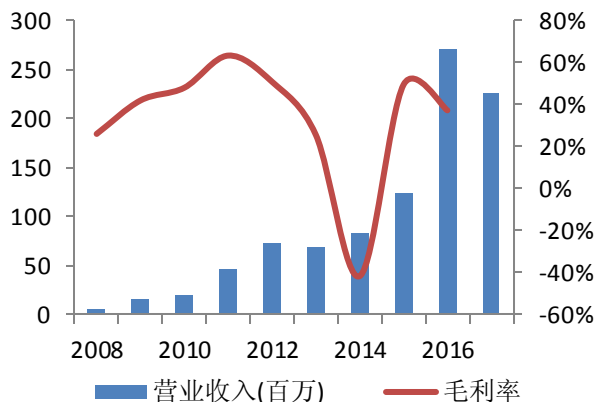
2015 年，公司正式切入商品猪养殖端；通过内生外延方式迅速扩大生猪养殖规模。内生指采取轻资产发展模式（500-5000 头）和“公司+家庭农场”模式来扩张生猪产能；外延主要指并购重组（5000+头）的方式。

表 7：内生外延扩大商品猪养殖产能

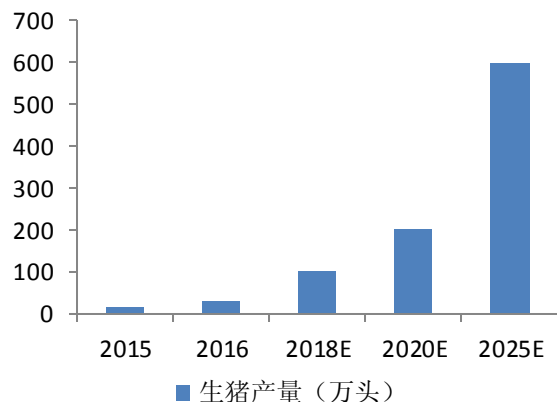
时间	事件	持股比例	备注
2015-8-18	湖南唐人神龙华农牧有限公司	90%	“公司+家庭农场”养殖模式，计划三年内实现年出栏约 50 万头的生猪育肥规模。
2015-11-2	醴陵市黄鹤生态农业发展有限公司	65.59%	现有 1500 头基础母猪的产能，通过适当改造建成 4000 头基础母猪的苗猪生产场，同时设立专门养猪服务部将育肥猪委托农户进行饲养，年育肥猪 8 万头左右
2016-2-29	浏阳美神农牧有限公司	70%	能迅速形成年出栏肥猪 4 万头的生产能力
2016-9-5	邯郸美神养猪有限公司	100%	主要作为当地苗猪生产基地，有利于积极 推动“公司+农户”养殖模式，迅速扩大养殖规模，对公司实施“公司+农户”养殖模式具有重大意义
2016-7-16	湖南龙华农牧发展有限公司	90%	已具备商品猪 15 万头的生产能力，2015 年商品猪出栏量超过 9 万头；并计划建设 24 万头生猪产能
2016-10-26	《年出栏 30 万头生猪绿色养殖投资项目协议书》		大名县年出栏 30 万头商品猪苗（建设中）
2017-1-17	《生猪绿色养殖投资项目协议书》		采用“1+35”养殖模式；年出栏 30 万头（瘦肉型）苗猪、10 万头湘西黑猪苗猪及其配套的年出栏 3500 头育肥猪家庭养殖合作社 150 个建设项目。（建设中）
2017-7-25	《生猪养殖产业扶贫项目合作协议 书》		大名县 50 个年出栏 5000 头生猪育肥场
2017-10-24	《天水生猪全产业链绿色养殖项目第一期投资框架协议书》		（1）常年存栏 1200 头纯繁、2400 头基础扩繁母猪原种场建设项目；（2）4 个常年存栏 10000 头基础母猪良种苗猪场建设项目；（3）20 个（或 10 个）常年存栏 2.5 万头（或 5 万头）、年出栏 5 万头（或 10 万头）育肥场建设项目；（4）年产 30 万吨饲料建设项目。

资料来源：东兴证券研究所

图 27：商品猪带动养猪板块业绩快速提升
图 28：公司十年生猪出栏目标规划



资料来源: 公司财报 东兴证券研究所



资料来源: 公司财报 东兴证券研究所

2017 年公司收购年出栏量达 15 万头的龙华农牧 90% 股权, 迅速放大大自繁自养低成本养猪规模。2017 年上半年龙华农牧贡献净利 2000 万左右, 预计全年出栏 20-25 万头, 贡献净利 5500-6000 万。公司还制定了 2018 年 100 万头, 2020 年 200 万头和 2025 年 600 万头的生猪年出栏目标。随着公司补强商品猪养殖端, 再加上景气猪周期的助力, 2015 和 2016 年公司养猪主营业务收入同比增长 48.5% 和 117.5%, 毛利率从 2014 年的 -41.8% 上升至 49.5% 和 37.3%。

公司于 2017 年 10 月 24 日公告《天水生猪全产业链绿色养殖项目第一期投资框架协议书》, 项目总投资额 11.7 亿元, 建设内容包括 (1) 常年存栏 1200 头纯繁、2400 头基础扩繁母猪原种场建设项目; (2) 4 个常年存栏 10000 头基础母猪良种苗猪场建设项目; (3) 20 个 (或 10 个) 常年存栏 2.5 万头 (或 5 万头)、年出栏 5 万头 (或 10 万头) 育肥场建设项目; (4) 年产 30 万吨饲料建设项目。项目达产后, 年产能将达到 100 万头。目前项目还处于合作意向阶段, 预计首期合同将于三个月内签订。根据猪场的建设周期, 我们推测项目产能将在 2019 年下半年之后逐步兑现, 将为公司未来生猪出栏的扩张提供支撑。

从外部环境看, 公司迎来生猪养殖发展的战略机遇期。公司主要养殖基地都在湖南省, 作为此次环保政策所划定的约束发展区, 湖南省生猪养殖面临着调整区域布局、提高规模化养殖比重等多重任务, 湖南生猪养殖将迎来一轮洗牌。在这一过程中, 唐人神

将大有可为, 主要理由有: ①唐人神生猪养殖是从无到有, 从小到大, 在调整区域布

局的过程中包袱较小; ②唐人神作为区域龙头, 资金实力雄厚, 在散户逐渐退出市场释放市场空间的同时, 有能力实现生猪养殖规模的扩张。

从内部治理看, 公司优化经营模式, 降低养猪成本, 盈利能力较强。以育肥猪为例, 2017 年 1-7 月自繁自养育肥成本余约为 11.76 元/公斤; 邯郸美神投产后, 其育肥成本有望达 11-11.2 元/公斤。目前公司存在部分外购仔猪育肥, 这一部分成本较高, 拉高了本部养殖成本。龙华农牧育肥成本为 11.4 元/公斤, 2017 上半年头均盈利 200

元以上。我们认为公司成本控制能力较强，在猪价波动情况下，养猪板块依然能为公司提供稳定利润。

根据公司产能扩张计划，我们预计 2017 和 2018 年，公司生猪出栏 55 万和 100 万头。养殖规模的扩大能抵消生猪价格下行造成的不利影响，在一定程度上实现以量补价，增厚板块利润；预计 2017 年，养猪营收和毛利达 6.23 亿元和 2.25 亿元，同比增长 130%和 123%。

3.3 产业联动，饲料、种猪销量开启上升通道

公司立志做中国版 Pipestone，通过提供猪场托管服务带动饲料、种猪销售。目前猪场托管模式有三种：顾问式托管、半托管以及全托管。Pipestone 在中国基本以半托管模式为主。

随着生猪养殖行业集中度的逐渐提高，行业门槛逐步提高，专业化技术提供商的出现是大势所趋。市场上很多散养户在原料采购、猪场管理等方面均处于劣势，亟需托管公司提供的猪场建设、财务、人员、饲养管理、采购、引种、出售等各方面支持。不过由于传统观念的限制，预计公司后期开展的托管服务会以全托管与半托管相结合的形式进行。

我们认为公司依托前端料技术优势和生猪养殖的成本控制能力，具备开展猪场托管服务的良好基础；未来公司有望充分发挥产业链协同效应，成为猪场全托管服务商，有助于从源头上稳定的增加饲料、种猪销量。

表 8：托管猪场三种模式对比

托管模式	主要服务
顾问式托管	对顾客进行访问，提出意见，不对结果负责，收取顾问费
半托管	对猪场管理的部分环节进行托管；如只负责猪场建设、饲养管理等
全托管	股东出钱，猪场其他一切事宜都由托管公司负责，托管公司对猪场经营业绩负责

资料来源：公开资料整理 东兴证券研究所

4. 大食品战略加速落地

公司经营“唐人神”肉制品品牌二十余载，在长株潭地区市占率第一。公司的全产业链发展模式为肉品板块的成本控制提供了可能，而工艺和品质的升级保证了产品的市场竞争力。此外，公司通过发展团膳客户和产业基金孵化并购的方式拓展销售渠道，推动大食品战略加速落地。预计肉品板块 2017 年为公司贡献利润 500 万元。

4.1 肉品加速推广，全产业链优势尽显

4.1.1 产品品质全面升级，食品安全有保障。

◆ 生产工艺技术全面提升。主打产品“猪血豆腐肉肠”的主要原料猪肉、猪血来自子

公司龙华农牧，并采用独创的“5A 净采工艺”，保证原料洁净与新鲜；生产工艺上采用巴士杀菌保留原汁原味，口感更佳。

图 29：唐人神“猪血豆腐肉肠”



资料来源：东兴证券研究所

表 9：唐人神肉品生产工艺全面升级

产品效果	产品工艺
荤素配	取材可溯源冷鲜肉、新鲜猪血、仿水磨工艺豆腐，三者富含动物蛋白与植物蛋白，通过合理的比例搭配保证动植物双蛋白平衡。
好口味	巴士杀菌保留原汁原味，传承唐人美食。
价不贵	使用自繁自养生猪屠宰、分割、加工、运输等，降低生产成本，释放让利空间。

资料来源：公司宣传资料，东兴证券研究所

- ◆ “闭环全控”保障肉品安全。公司以一体化经营为支撑，实现“养殖、食粮、加工”三大环节的闭环全控，从源头上杜绝了瘦肉精、非法用药等肉品安全问题；借助“阿里健康”为“一盒一码”质量背书，只要“扫一扫”，生猪的饲养、屠宰、分割、加工等全部信息都将以实时直播的形式展现在消费者眼前，让消费者买的安心、吃的放心。公司首创三维溯源体系，理念业内领先。

表 10：首创三维可溯源体系

	唐人神	普通溯源体系
饲养安全溯源	养殖场	✓
	生产日期与产地	✓
	检疫	✓
食粮安全溯源	饲料配比	×
遗传基因溯源	来源猪品系	✓
	父母代、祖代、曾祖代	×

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

表 11：“闭环全控”保障肉品安全

“闭环全控”猪肉		“半控型”猪肉
养殖环节	基因信息、环境状况、健康防疫及生产数据全过程监管	外购猪肉，无法对防疫、用药、饲养等实时控制
食粮环节	饲料原料信息、营养配方、生产质量全过程管控	无食粮管控环境，无对违禁药品等的管控
加工环节	屠宰、分割、深加工、包装、运输、销售全过程实时管控	主要靠外购猪肉贴牌销售，肉品质量控制力弱

资料来源：东兴证券研究所

4.1.2 成本控制能力强，量增利升有保障。

布局商品猪养殖后，公司可使用自有猪进行屠宰加工，公司先进的育种技术使得公司生猪 PSY、屠宰率都明显高于市场其他猪品种，节约了肉品加工成本。此外公司积极推动管理升级，提高人员活力，降低了费用率。公司肉制品总成本低于市场同类产品，保证了产品的利润空间。

“唐人神”肉制品经过了二十多年的品牌建设，在湖南地区市占率居首位，在当地消费群体中具有很好的口碑和影响力。在深耕湖南市场的基础上，公司还积极开发新产品，拓展省外市场，例如计划在四川地区推出麻辣香肠，以适应不同的消费需求。公司肉品凭借在口感、安全等方面的保障，市场售价处于行业较高水平，保障了肉类产品的利润水平。

表 12：公司肉品利润丰厚

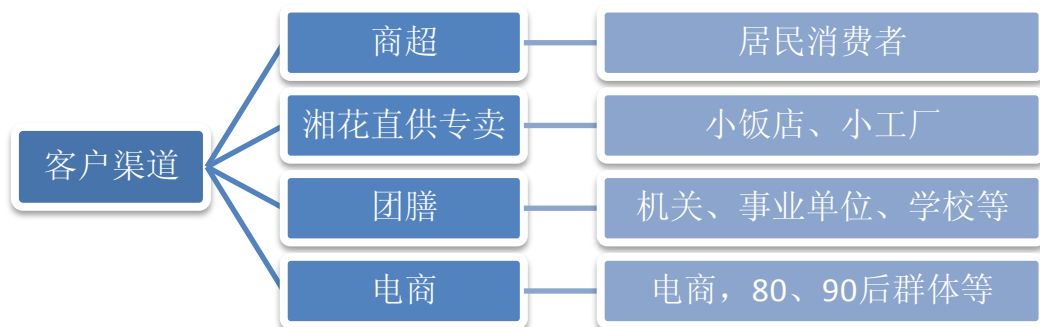
唐人神		双汇		雨润	
产品	价格 (元/500g)	产品	价格 (元/500g)	产品	价格 (元/500g)
香肠	40-50	香肠	20-30	香肠	40-50
腌腊腊肉	50-60	腊肠	40-50	腊肠腊肉	50-60
酱卤制品	50-60	酱卤制品	50-60	酱卤制品	30-45
高温火腿	25-30	火腿	20-30	火腿	40-45

资料来源：东兴证券研究所

4.2 销售渠道多样，团膳 B2B 优先

公司开展多渠道销售，扩大了市场份额。目前公司主要有四大渠道客户群体：商超、湘花直供专卖（经销准直供）、团膳与电商。

图 30：渠道多样，精准销售



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司大力发展 B2B 渠道，与团膳企业直接对接，既保证了销量，又能够降低销售成本，提升公司业绩。公司与团膳协会前 10 位中的 5 到 6 家都展开了洽谈合作。目前国内团膳市场体量较大，有上万亿。国内团膳体量最大的企业销售收入已有 80 亿。而且国内很多企业、事业、学校等单位后勤部已经或即将改革，取消自营后勤部，改由团膳企业经营，从而面临着统一采购、统一配送、统一包装，发展团膳渠道业务可以说安全稳定又便宜。因此团膳渠道是一个风口，公司将团膳渠道作为突破口，有利于公司肉品板块的发展。

4.3 成立并购基金，打造大消费平台

公司组建并购基金，加速大食品战略落地。2017 年公司或控股股东先后参与成立或拟成立德威创元产业基金、天图唐人神创新消费基金、现代农业食品产业基金、大食品产业基金。短短一年内公司围绕大食品战略成立了四只产业基金，彰显公司践行大食品领域外延式并购的决心。通过基金提供的资金支持，对消费端发起外延式并购，公司有望实现向以肉品深加工的消费端转型升级的发展战略，公司肉品业务将迎来跨越式发展。

2017 年 8 月 11 日，公司与文和友达成战略合作协议，合资组建销售公司。文和友是一家新锐连锁餐饮经营企业，在全国拥有 200 多家经营门店，其产品长沙大香肠、小龙虾等饱受市场青睐。我们认为此次合作将实现公司香肠研发、生产技术与文和友品牌塑造和产品终端推广的优势互补，促使公司肉品走出湖南，迈向全国，扩展市场空间，有利于公司做大做强肉品业务，肉品销售放量可期。

表 13：产业基金助力大消费战略

基金名称	参与人	认缴金额	出资比例	投资方向	目的及影响
德威创元	前海唐人神	5000 万	50%	侧重于对休闲食品、调味品、保健品及软饮料流通及加工企业以及具有独特商业模式和竞争优势的企业的股权投资	促进公司通过产业并购方式，实现向以肉品深加工为主的消费端转型升级的发展战略

天图唐人神	唐人神控股	5000 万	10%	大消费领域，主要投资创新消费品企业和大食品（含肉品）企业	降低和分散公司在战略转型、项目判断上的风险，加快在大食品（含肉品）产业并购项目的培育与孵化，加快公司的大食品战略落地。
现代农业食品	唐人神	5000 万	25%	大食品企业以及大型养猪企业；其中 80%资金应投向与公司业务存在协同效应的现代农业食品企业	有助公司做大做强生猪全产业链；公司同时看好生猪养殖及大食品在内的现代农业食品产业，符合公司的长远战略规划和利益。
大食品产业基金	唐人神	5000 万（首期）	10%	大食品企业规模扩张；肉品企业用于新建、扩建用于生产相关的固定资产和补充流动资金	积极寻找、挖掘、培育肉类行业盈利能力强、规模大的优质标的肉品企业，在规范符合上市公司要求前提下，优先由公司实施产业并购，支持公司做大做强肉类产业，符合公司的长远战略规划和利益。

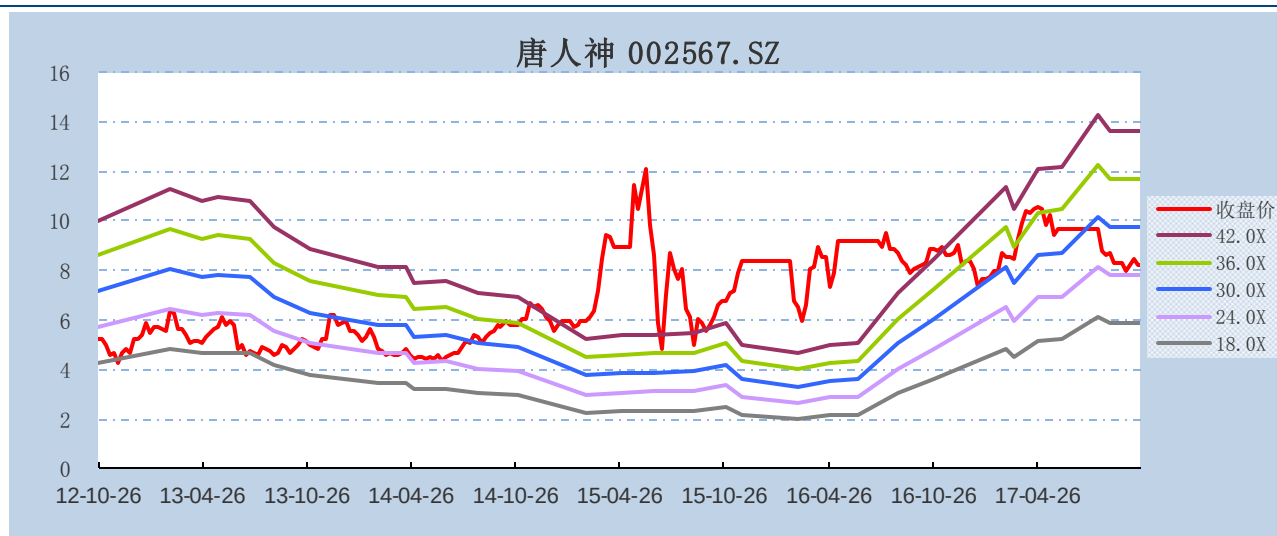
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

行业景气传导叠加公司结构调整，我们预计公司饲料销量将维持稳健增长，管理效率提升带来利润空间的进一步释放；生猪产能加速扩张，2017-2019 年生猪出栏预计可达 55 万、100 万和 140 万头；肉品业务是公司未来重点业务，产业基金将助力肉品板块快速增长。

我们预计 2017-2019 年的营业收入为 133.85、177.61 及 225.52 亿元，实现归母净利润 3.35、4.28 及 5.81 亿元，对应 EPS 为 0.40、0.51 及 0.68 元，对应 PE 为 20.85、16.31 及 12 倍。给予公司 18 年 25 倍估值，目标价 12.75 元，维持“强烈推荐”评级。

图 31：唐人神历史 PE



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 14: 可比公司 PE

股票代码	公司名称	PE(ttm)	PE(2016)
000876.SZ	新希望	14.36	15.18
002124.SZ	天邦股份	24.09	70.04
002157.SZ	正邦科技	18.35	43.08
002311.SZ	海大集团	30.71	29.74
002385.SZ	大北农	24.07	41.27
002548.SZ	金新农	30.53	53.07
002567.SZ	唐人神	25.21	76.21
600438.SH	通威股份	23.51	74.68
603609.SH	禾丰牧业	21.35	34.21
均值		23.58	48.61

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

饲料销量不达预期, 产能扩张不达预期, 禽畜价格波动风险。

表 15: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1735	2059	2651	2801	3475	营业收入	9415	10884	13385	17761	22552
货币资金	808	521	1138	888	1128	营业成本	8503	9850	11974	15957	20275
应收账款	65	140	147	195	247	营业税金及附加	2	17	24	32	41
其他应收款	151	195	240	319	405	营业费用	349	387	442	568	722
预付款项	71	109	109	109	109	管理费用	291	312	402	506	611
存货	503	892	820	1093	1389	财务费用	42	7	29	30	21
其他流动资产	135	196	196	196	196	资产减值损失	14.80	7.72	5.00	7.00	10.00
非流动资产合计	2296	2674	2803	3071	2903	公允价值变动收益	-0.13	-0.09	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	87	72	72	72	72	投资净收益	-26.96	-11.25	-8.00	-8.00	-8.00
固定资产	1345.02	1485.65	1686.09	1886.25	1661.41	营业利润	185	291	502	653	866
无形资产	244	287	382	367	353	营业外收入	87.86	15.58	16.00	20.00	25.00
其他非流动资产	5	6	0	0	0	营业外支出	62.88	10.74	12.00	13.00	13.00
资产总计	4031	4733	5454	5872	6378	利润总额	210	296	506	660	878
流动负债合计	1128	1656	1609	1623	1632	所得税	59	40	76	99	132
短期借款	518	503	673	509	320	净利润	152	256	430	561	746
应付账款	240	579	426	568	722	少数股东损益	70	55	95	133	165
预收款项	106	155	182	218	263	归属母公司净利润	82	201	335	428	581
一年内到期的非	48	27	0	0	0	EBITDA	605	732	743	946	1148
非流动负债合计	171	88	176	276	376	EPS (元)	0.19	0.41	0.40	0.51	0.69
长期借款	144	53	153	253	353	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1300	1744	1786	1899	2009	成长能力					
少数股东权益	342	462	557	691	855	营业收入增长	-6.52%	15.61%	22.98%	32.69%	26.98%
实收资本 (或股	493	493	837	837	837	营业利润增长	-1.24%	56.99%	72.46%	30.07%	32.57%
资本公积	1255	1255	1362	1362	1362	归属于母公司净利润	66.49%	27.79%	66.49%	27.79%	35.94%
未分配利润	467	578	628	692	780	获利能力					
归属母公司股东	2390	2527	3110	3281	3514	毛利率 (%)	9.68%	9.50%	10.55%	10.16%	10.10%
负债和所有者权	4031	4733	5454	5872	6378	净利率 (%)	1.61%	2.35%	3.21%	3.16%	3.31%
现金流量表						总资产净利润 (%)	2.03%	4.25%	6.14%	7.28%	9.12%
单位: 百万元						ROE (%)	3.42%	7.96%	10.76%	13.03%	16.55%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
经营活动现金流	485	356	522	650	815	资产负债率 (%)	32%	37%	33%	32%	31%
净利润	152	256	430	561	746	资产周转率	1.54	1.24	1.65	1.73	2.13
折旧摊销	377.94	434.25	0.00	224.84	224.84	流动比率	1.09	0.70	1.14	1.05	1.28
财务费用	42	7	29	30	21	营运能力					
应收账款减少	0	0	-6	-48	-53	总资产周转率	2.45	2.48	2.63	3.14	3.68
预收账款增加	0	0	27	36	45	应收账款周转率	129	106	93	104	102
投资活动现金流	-194	-382	-359	-550	-116	应付账款周转率	32.67	26.56	26.61	35.71	34.95
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	79	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.41	0.40	0.51	0.69
投资收益	-27	-11	-8	-8	-8	每股净现金流 (最新	1.10	-0.52	0.74	-0.30	0.29
筹资活动现金流	250	-233	454	-350	-460	每股净资产 (最新摊	4.85	5.12	3.72	3.92	4.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	100	100	100	P/E	43.44	20.44	20.85	16.31	12.00
普通股增加	72	0	343	0	0	P/B	1.72	1.63	2.24	2.13	1.99
资本公积增加	499	0	107	0	0	EV/EBITDA	6.63	5.70	8.97	7.25	5.68
现金净增加额	540	-259	617	-250	240						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

研究助理简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。