

**立稳饲料产业根基，鸡、猪养殖齐头并进。**公司是东北地区农牧行业龙头企业，在华北、华东、华中、西北等地也享有较高的品牌影响力，目前拥有饲料及饲料原料贸易、肉禽养殖、生猪养殖三大核心业务，同时积极布局宠物医疗、智能养殖设备、动物健康产品等领域。公司长期发展目标是成为世界顶级农牧食品企业。未来三年要加大力度，集中资源，做大做强饲料业务；稳健发展肉禽业务，进一步完善、精深肉禽产业链条管理；夯实生猪养殖产业基础，着力提升生产管理水平；完成阶段性食品产业布局，加快食品产业的发展速度。

**饲料：成本、需求迎来双重修复。**公司销售的饲料产品主要是猪饲料、禽饲料和反刍饲料，前期猪价超预期下跌导致养殖需求大幅下滑、大宗农产品价格大幅上行等影响削弱了公司盈利水平。我们认为下半年大宗农产品价格难以重现 2019-2021 年间的极端波动，同时伴随养殖行业盈利能力的提升，补栏积极性已经有所回升，在上游原材料成本整体趋稳，需求边际将逐渐出现好转的情况下，公司饲料业务盈利空间有望获得修复。长远来看，我们预计未来三年公司饲料销量平均增速将稳定在 15% 左右，到 2024 年公司饲料销量将达到 659 万吨。在进一步提升东北区域市占率的前提下，公司将加大东北以外市场的开发与投入，加速从“东北的饲料企业”向成为“全国的饲料企业”转型。

**肉禽：养殖、屠宰一体化抵御周期波动。**公司肉禽板块由屠宰加工业务起步，不断向产业链上下游拓展，现已搭建起白羽鸡的养殖、加工、深加工一条龙产业链。公司年屠宰能力达到 9 亿羽，养殖与屠宰产能配比超过 90%，2021 年，公司控股及参股公司的屠宰总量市占率在龙头公司中排名第一，达 10.34%。去年下半年以来父母代种鸡出现长达半年的深度亏损，在今年 2 月产能大幅去化后，3 月在产父母代存栏开始回升，9 月份开始反馈到毛鸡供应，但受到中周期趋势的影响，预计价格跌幅有限。此外，三季度猪价上涨确定性很强、四季度又属于禽畜消费旺季，会对产品端有一定提振作用。

**生猪：坚持稳健经营，未来厚积薄发。**公司目前通过自建、合资的方式在辽宁、吉林、黑龙江、河南、河北、安徽等区域布局生猪项目。2021 年，国内猪价超预期下跌，在此关键性转折点，公司主动缩减母猪产能，进一步增强种群整体生产性能的同时充分发挥轻资产运营优势，大幅降低成本费用。2022 年，公司计划实现控参股企业合计生猪外销出栏 90-100 万头的经营目标，未来三年，公司将继续秉持稳健的投资理念、保持安全的发展节奏，谨慎扩大规模。

**投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.05/11.81/13.31 亿元，EPS 为 0.55/1.29/1.45 元。在本轮后周期景气上行过程中，公司饲料、肉禽、生猪各业务有望实现多点开花，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**生猪出栏不及预期；突发大规模疫病；农产品价格大幅波动

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	29,469	35,602	40,429	45,516
增长率 (%)	23.7	20.8	13.6	12.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	119	505	1,181	1,331
增长率 (%)	-90.4	325.9	134.0	12.6
每股收益 (元)	0.13	0.55	1.29	1.45
PE	81	19	8	7
PB	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 1 日收盘价）

**推荐**

首次评级

当前价格：

10.47 元



**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



**研究助理 徐菁**

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

# 目录

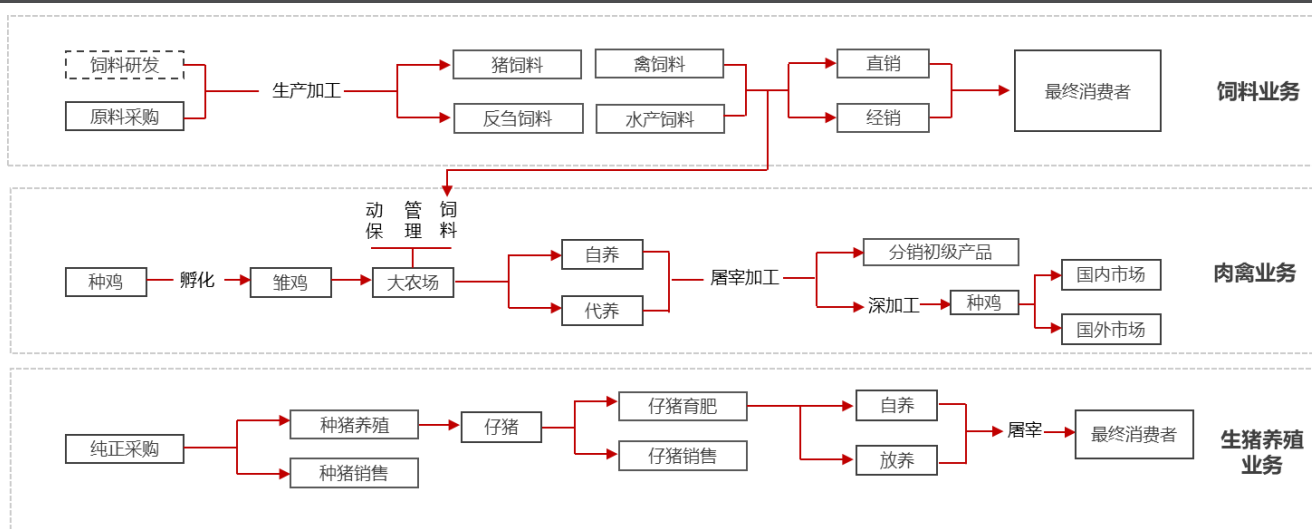
<b>1 立稳饲料产业根基，鸡、猪养殖齐头并进</b>	<b>3</b>
1.1 立足东北的大型农牧企业	3
1.2 立足东北的大型农牧企业	4
<b>2 饲料：成本、需求迎来双重修复</b>	<b>6</b>
2.1 “东北的饲料企业”到“全国的饲料企业”	6
2.2 原材料成本压力未来有望逐渐缓解	9
2.3 后周期补栏带动饲料需求增长	12
<b>3 肉禽：养殖、屠宰一体化抵御周期波动</b>	<b>13</b>
<b>4 生猪：坚持稳健经营，未来厚积薄发</b>	<b>18</b>
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>20</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	20
5.2 估值分析	21
5.3 投资建议	21
<b>6 风险提示</b>	<b>22</b>
插图目录	24
表格目录	25

# 1 立稳饲料产业根基，鸡、猪养殖齐头并进

## 1.1 立足东北的大型农牧企业

禾丰股份原名为“辽宁禾丰牧业股份有限公司”，1995年4月创立于辽宁沈阳，是东北地区农牧行业龙头企业，在华北、华东、华中、西北等地也拥有较高的品牌影响力。公司拥有饲料及饲料原料贸易、肉禽养殖、生猪养殖三大核心业务，同时积极布局宠物医疗、智能养殖设备、动物健康产品等领域。2006年10月，公司与拥有百年历史的荷兰饲料企业——皇家 DeHeus 成为战略合作伙伴，助力公司增强技术研发实力、丰富管理经验、共享国际化发展资源。2014年8月，公司在上海证券交易所上市；2021年3月，公司正式更名为“禾丰食品股份有限公司”，证券简称由“禾丰牧业”变更为“禾丰股份”。2021年，公司饲料产量 516.2 万吨，同比增长 33.8%；屠宰白羽肉鸡 6.93 亿羽，同比增长 8.5%；销售生猪 129.3 万头，同比增长 89.6%。

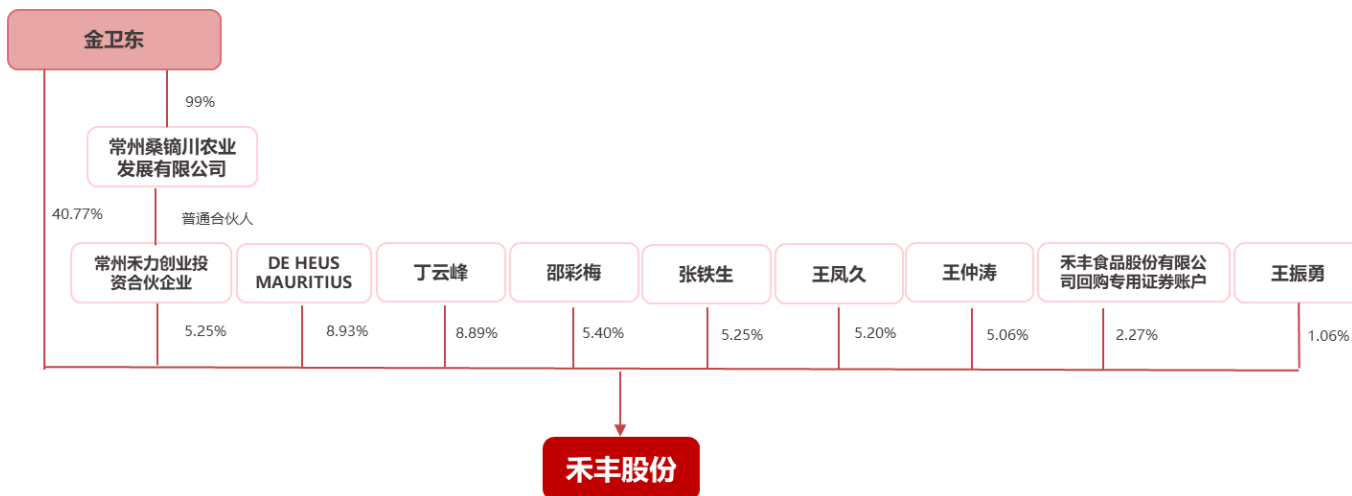
图1：公司产业结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司持股结构较为分散，创始人团队长期稳定。**截止至 2022 年 Q1 季度，公司董事长及实际控制人均为金卫东先生，持股比例共计 21.47%（直接持股 16.22%，通过控制禾丰合力投资持股 5.25%）。并通过《一致行动确认和承诺函》联合丁云峰（持股 8.89%）、王凤久（持股 5.20%）、邵彩梅（持股 5.40%）、王仲涛（持股 5.06%）四名股东控制本公司 24.54% 的表决权。此外，公司 2006 年开始与荷兰饲料巨头德赫斯公司（De Heus）合作，当前德赫斯为公司第二大股东，持股比例 8.93%。

图2：公司股权结构图（截至 2022Q1）



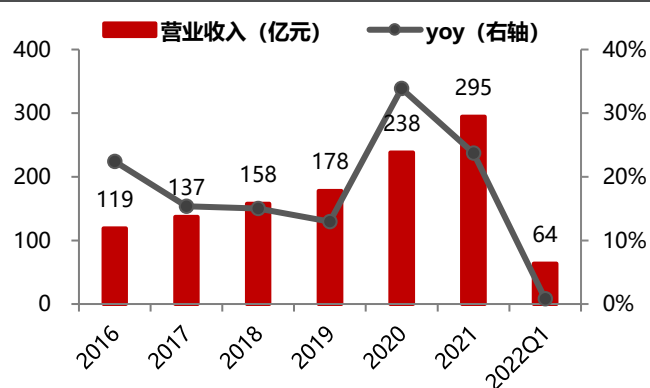
资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 立足东北的大型农牧企业

公司营收多年来稳定增长，但盈利能力近年来受上下游两面承压。2016-2021年，公司营收从 118.7 亿元增长至 294.7 亿元，CAGR 为 19.9%。2022Q1 季度，公司实现营收 63.7 亿元，同比+0.81%，整体保持稳定，而归母净利润亏损 1.3 亿元，主要由于猪、禽景气度低迷，饲料原材料价格高企，禽畜养殖业务利润大幅下滑拖累公司业绩表现。

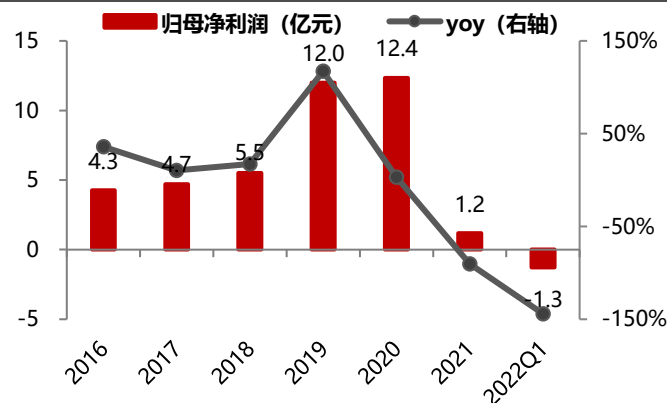
分板块看，饲料业务对公司主营业务收入贡献最大。2021 年，公司饲料业务占比 52.1%，同比+1.3PCT；禽产业、原料贸易、猪产业占比依次为 28.0%、12.5% 和 5%。分区域看，公司营收大部分来源于国内东北地区。华北、华中、华南等地区营业收入持续有所增加，但东北营收占比仍居高不下，因公司新发展的生猪业务主要销往东北地区，2021 年营收占比 50.9%；公司也在俄罗斯、印尼等国家都设有工厂，业务遍布南亚、东南亚和东北亚，包括饲料生产及畜禽产业链，开展饲料及饲料原料的进出口贸易，其近几年海外营业收入呈稳步上升趋势。

图3：2016-2022Q1 公司营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

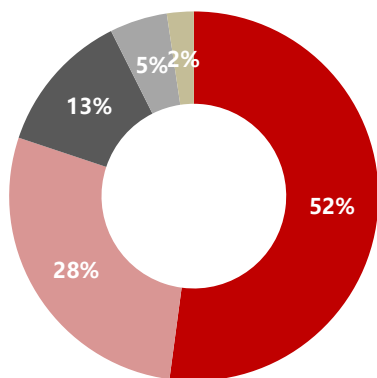
图4：2016-2021Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

**图5: 2021 年公司营收业务构成**

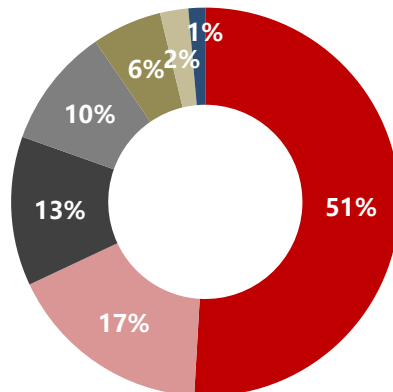
■ 饲料 ■ 禽产业 ■ 原料贸易 ■ 猪产业 ■ 其他业务



资料来源: wind, 民生证券研究院

**图6: 2021 年公司营收地区分布**

■ 东北 ■ 华中华南 ■ 华北 ■ 华东 ■ 西北 ■ 西南 ■ 国外及其他地区



资料来源: wind, 民生证券研究院

**公司未来主营业务方向清晰, 发展规划整体定位明确, 有利于其核心竞争力的持续提升。**公司长期发展目标是成为世界顶级农牧食品企业。未来三年要加大力度, 集中资源, 做大做强饲料业务; 稳健发展肉禽业务, 进一步完善、精深肉禽产业链条管理; 夯实生猪养殖产业基础, 着力提升生产管理水平; 完成阶段性食品产业布局, 加快食品产业的发展速度。

**表1: 公司主营业务情况**

相关业务	饲料	肉禽	生猪
主要产品	猪、禽、反刍、水产饲料	肉鸡分割品、毛鸡	肥猪、仔猪、种猪
经营模式	销售模式: 经销+直销 整体运营模式: 研发+采购+生产+销售+服务	产业链模式: 涵盖肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰加工、调理品与熟食深加工 商品代肉鸡养殖模式: 公司+大农场	产业链模式: 涵盖原种猪、种猪、仔猪、商品猪完整的生猪繁育体系 育肥猪养殖模式: 自养+放养
布局区域	全国 29 个省级行政区	东北三省、河南、河北、山东	东北三省、安徽、河北、河南

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院;

**表2: 公司在建工程及相关业务情况**

在建工程相关业务	主要项目	新增产能
肉鸡屠宰	河北太行禾丰-肉鸡屠宰加工项目	一期年屠宰 5000 万只白羽肉鸡
	大连中佳-二期肉鸡加工及屠宰项目	二期年屠宰 5000 万只白羽肉鸡、3 万吨深加工熟食
饲料生产	清源禾丰-40 万吨饲料生产项目	饲料 18.9 万吨
	黑龙江禾丰-教保料车间	
生猪养殖	阜新农牧-生猪育繁推一体化项目	生猪出栏量 54.2 万头
	凌源禾丰-猪场建设 抚顺农牧-猪场建设	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院;

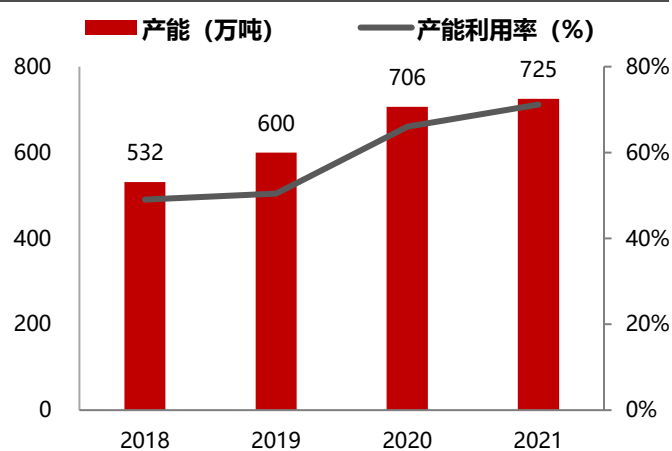
## 2 饲料：成本、需求迎来双重修复

### 2.1 “东北的饲料企业”到“全国的饲料企业”

**饲料生产始终是公司的核心业务。**公司饲料原料业务分布于东北、华北、华东、华南、西南等地，部分产品出口至尼泊尔、蒙古等国家。2016-2021年，公司饲料年产量从204万吨增长至516万吨，CAGR达20.4%；饲料年销量从215万吨增长至433万吨，CAGR为15.0%，年销售收入从61.25亿元增长至153.6亿元，位居行业前列。

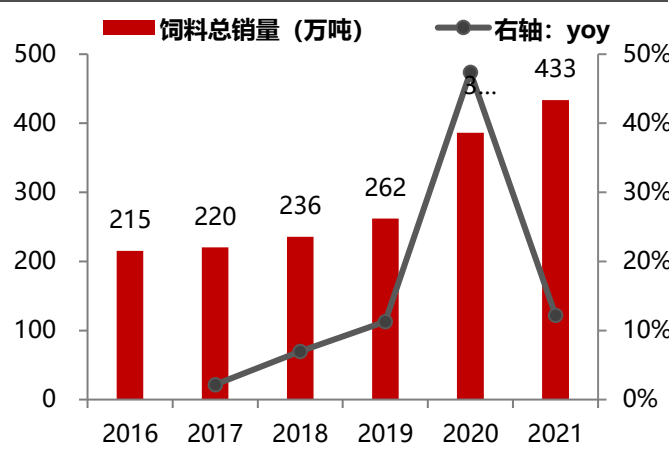
截至2021年底，公司饲料产能小幅增长，主要系公司改造升级或新建工厂及部分工厂实现双班生产所致。公司年初确立了“饲料销量保底年均20%增幅，冲击三年翻倍”的战略目标，但受猪价超预期下跌导致养殖需求大幅下滑的影响，这一目标增速或有所下调。**长远来看，我们预计未来三年公司饲料销量同比增速平均为15%左右，到2024年公司饲料销量将达到659万吨。**在进一步提升东北区域市占率的前提下，公司将加大东北以外市场的开发与投入，加速从“东北的饲料企业”向成为“全国的饲料企业”转型。

图7：2018-2021年公司饲料产能及产能利用率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

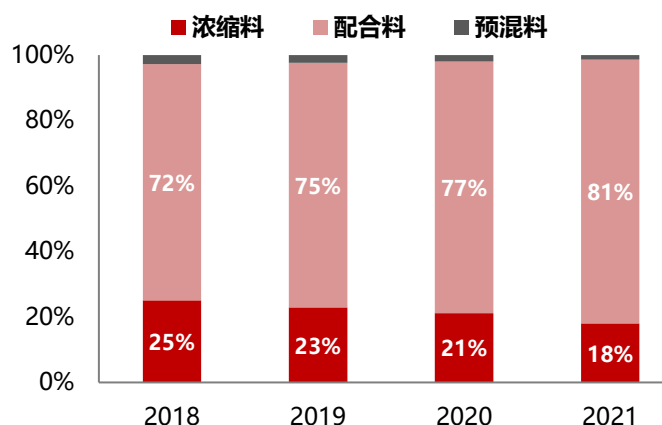
图8：2016-2021年公司饲料总销量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

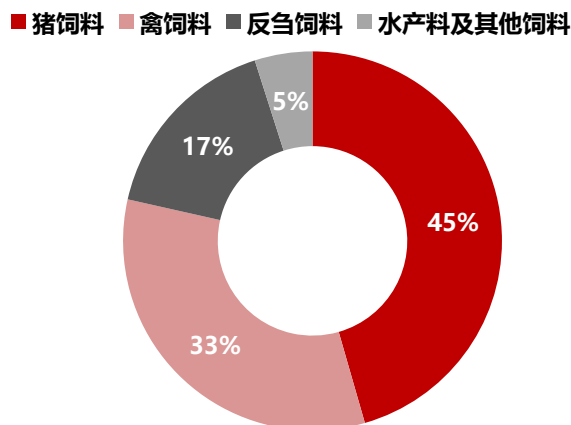
**从产品结构来看**，公司销售的饲料产品主要是猪饲料、禽饲料和反刍饲料，水产饲料和其它饲料占比较低：2021年，公司销售猪料197.2万吨，占总销售比重达45.5%；其次是禽料，销售142.8万吨，占比33.0%。此外，按饲料形态分类，公司产品以配合料为主，浓缩料、预混料为辅，配合料的销量占比约81%。**从产品销售增速上看**，猪料也为所有品类中增长最快的品种：2016-2021年间猪料销售量CAGR高达19.0%，禽料、反刍料、水产及其他饲料依次为10.2%、16.1%和14.0%。

图9：2018-2021 年公司各类饲料销量占比



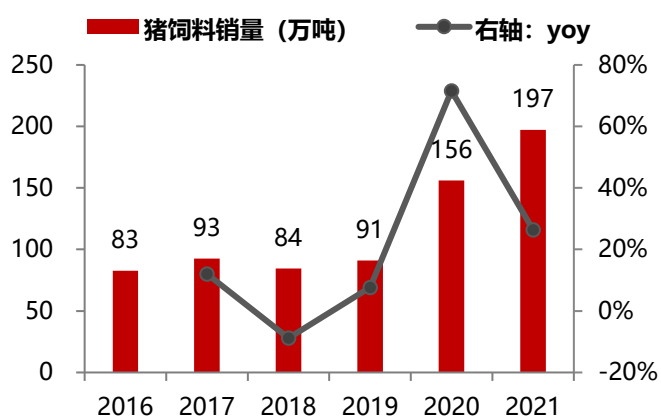
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2021 年公司各类饲料销量占比



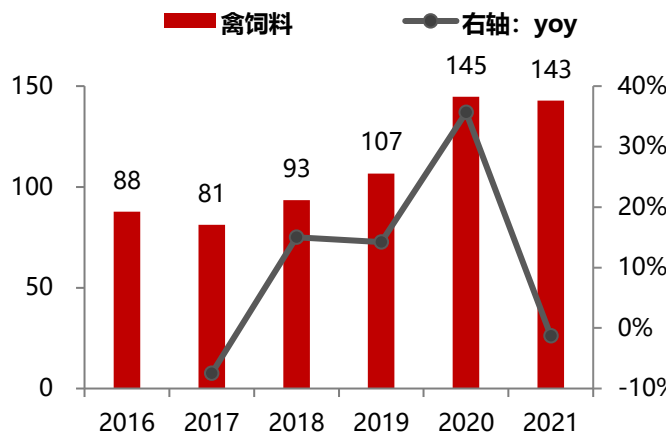
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2016-2021 年公司猪饲料销量及增速



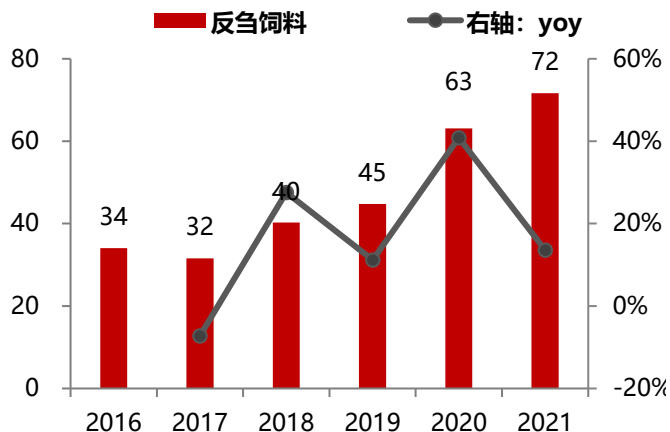
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：2016-2021 公司禽饲料销量及增速



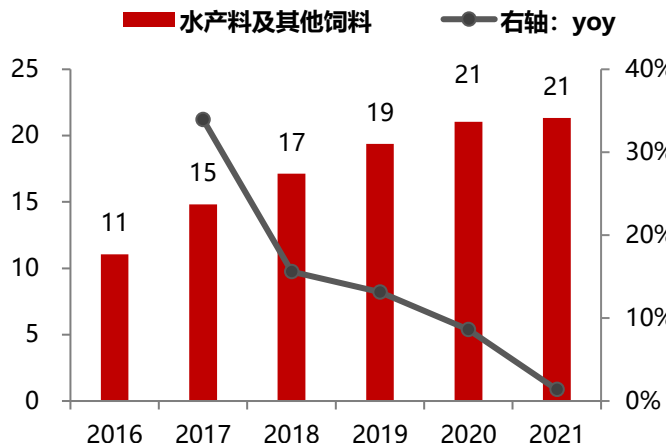
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：2016-2021 年公司反刍饲料销量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：2016-2021 年公司水产及其他饲料销量及增速



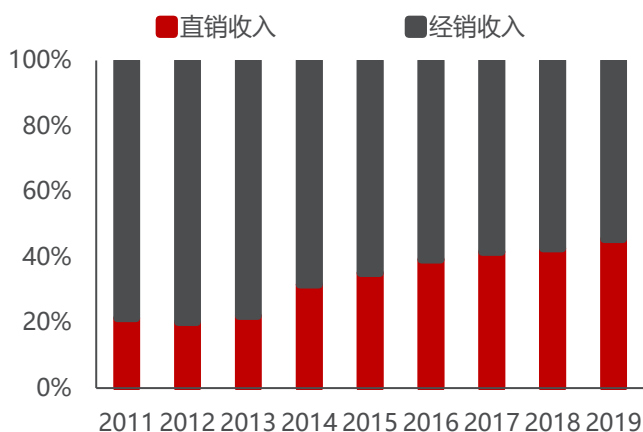
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**技术水平方面**，公司拥有由数百名硕士、博士、教授、资深专家组成的技术研发队伍，2006年，公司与有百年历史的荷兰皇家 De Heus 公司合作，全面借鉴其所拥有的全球先进技术资源、领先技术和百年管理经验，在饲料的“安全优质”、“精准高效”、“无抗环保”、“原料替代”等方面取得了明显的突破与进展。2022年，公司将推进从“美式日粮”向“欧式配方”的转型，从传统的“浓缩料优势”向“全价料优势”逐步转型。

**饲料产品方面**，2019年面对非瘟的持续影响，公司成功开发销售“禾丰免疫营养 (Wellhope Immune Nutrition)”系列产品，针对生猪供应短缺和猪价高位的行情，公司第一时间推出高产和快长型系列产品，针对部分地区饲养超过 120kg 大猪的需求，及时开发了超大猪料，公司 2019 年猪料销量逆势增长 7.7%。2021 年，公司推出新一代教槽料，在适口性、仔猪抗腹泻性等方面全面提升，包括专为断奶仔猪设计的乳博士以及为 50kg 以上仔猪设计的益菌多，仔猪平均日增重达到 280-320g/天、1050-1150g/天。

**升级技术服务体系，直销收入占比逐渐提升**。公司销售业务自上而下实行总部、区域和各子公司三级管理制度。销售模式方面，公司根据养殖户规模以及养殖场的不同特点实行“经销+直销”的双重销售模式。东北地区，公司依托原料采购的相对优势，大力开发规模养殖场大客户，同时积极利用新媒体等多样化手段巩固公司产品在中小散户中的品牌优势。东北以外地区，公司将现有市场细分为华北、山东、华中、西部、华东五个区域，推行“管理下沉”模式的组织变革，针对不同区域的特点制定有针对性的市场开拓方案。此外，公司全面推出针对规模养殖场的“禾丰 6M 管理服务方案”，方案包含 6 大降本增效策略、22 款精细管理工具包，根据养殖场的养殖规模、养殖条件以及品种等情况进行分析，帮助猪场实现“双增双降”：即增加母猪年产胎次，增加窝均断奶仔猪数，降低全场死淘率，降低生长育肥猪料肉比。

图15：2016-2021 年公司直销收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：禾丰 6M 管理服务方案



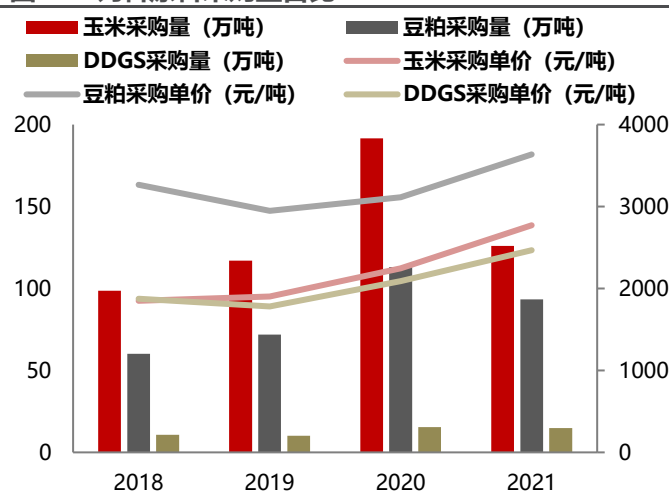
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 原材料成本压力未来有望逐渐缓解

**大宗农产品价格大幅上行削弱公司盈利水平。** 禽畜饲料以玉米、豆粕等各类大宗农产品为主要原材料，一般情况下，若粮食价格不出现极端波动，饲料企业的盈利能力也保持相对稳定的状态。2020-2021年，伴随国内玉米供给侧改革结束，临储库存见底，叠加生猪产能快速恢复，玉米供需缺口迅速放大，支撑其价格连续两年持续上涨，并创下近3000元/吨的历史新高；豆粕前期缓慢震荡上行，因再度受拉尼娜现象影响，21/22年度南美的巴西南部、阿根廷及巴拉圭等重要产区遭受不同程度的干旱天气，影响了大豆的播种进度以及生长。此外，地缘政治加剧市场对全球谷物供应的担忧，而农产品的减产以及出口受限进一步加剧了全球粮食价格的通胀，CBOT大豆价格一度飙升至接近1700美分/磅，国内进口成本大幅抬升，豆粕现货价格最高触及5400元/吨。玉米、豆粕价格上涨带动了其他替代作物的需求，小麦、高粱、稻谷、棉籽粕等都有不同程度的上涨；同时，饲料作为终端产品，其价格上调又往往存在较长的滞后性，大幅削弱了行业的盈利水平。**2021年，公司饲料毛利率为9.4%，较2019年下滑3.1PCT。**

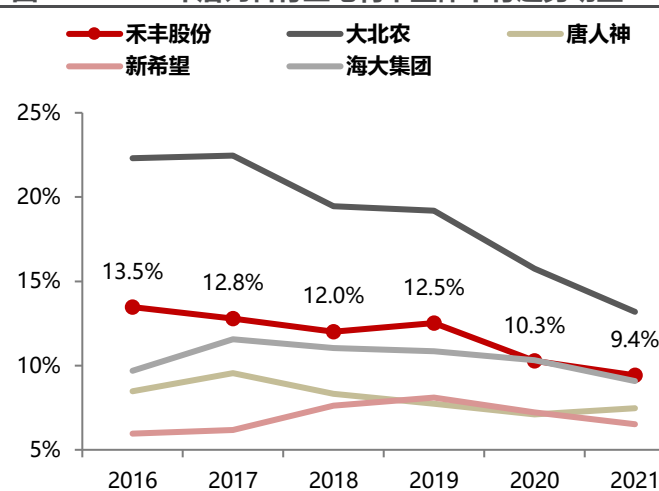
为应对原材料上行带来的成本压力，公司通过调整技术配方降低饲料成本，减少了玉米、豆粕等原材料的采购，转而采购了18.1万吨麦麸、12.5万吨喷浆玉米皮、9.1万吨玉米胚芽粕等。玉米、豆粕、DDGS采购量分别为125.89万吨、93.38万吨、14.9万吨，同比-34.3%、-17.5%、-3.7%；采购单价为2771.3元/吨、3635.9元/吨、2467.0元/吨，同比+23.3%、+16.8%、+18.1%。

图17：饲料原料采购量占比



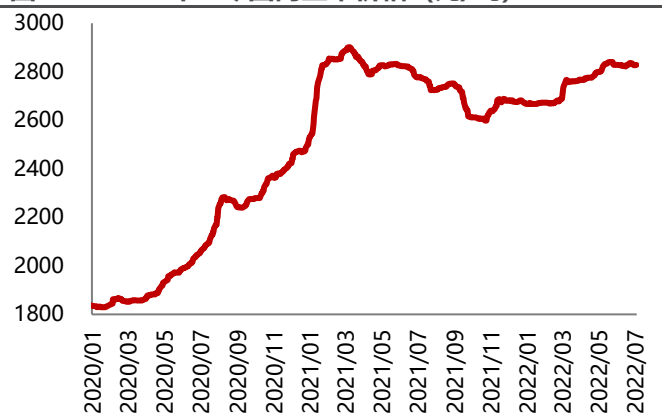
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：2019年后饲料行业毛利率整体下行趋势明显



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图19: 2020 年至今国内玉米价格 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2020 年至今国内豆粕价格 (元/吨)



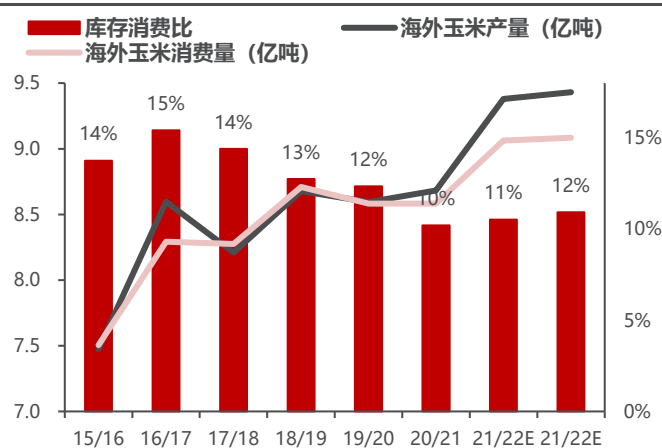
资料来源: wind, 民生证券研究院

**展望后市, 我们认为下半年大宗农产品价格难以重现 2019-2021 年间的极端波动, 在上游原材料成本整体趋稳的情况下, 公司饲料业务盈利空间有望获得修复。**

玉米方面, 22/23 年度国内扩大大豆和油料产能, 因此部分玉米种植耕地切换成大豆, 但单产水平有望创历史新高, 农业部预计产量达到 2.73 亿吨, 较上年几乎持平, 缺口略有收窄。国内玉米价格支撑逻辑主要来自于种植成本, 根据黑龙江玉米的成本测算, 受地租、种子费用、化肥价格上涨, 22/23 年度国内玉米种植成本预估为 2600 元/吨左右, 同比大约上升 13%, 我们预计玉米价格后期围绕成本线上方震荡运行为主。

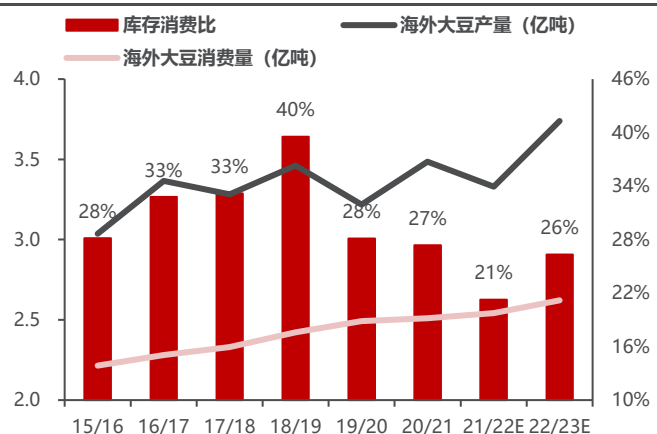
豆粕方面, 美联储加息、缩表和对经济衰退的担忧造成大宗商品整体估值系统性重构, 美豆将受累于此。从自身供需层面分析, 据 Safras&Mercado 的数据, 巴西 22/23 年度大豆种植面积预计将增长 2.6%, 产量可能最终达到 1.515 亿吨, 双双创下历史新高。当前美豆种植面积及优良率均处在同期偏高位置, 且尚未见产区发生干旱高温天气的端倪, 本年度见到北美丰产概率较大。我们预计, 在后期天气中性的假设下, 22/23 年度全球大豆将恢复性同比大幅增产, 从而较为明显的抬升全球大豆库消比, 大豆供应紧张程度缓解, 价格存下行压力。

图21: 7 月 USDA 海外玉米供需平衡表预估



资料来源: USDA, 民生证券研究院

图22: 7 月 USDA 海外大豆供需平衡表预估



资料来源: USDA, 民生证券研究院

**表3：中国玉米供需平衡表**

	2020/21	2021/22 (6月估计)	2022/23 (5月预测)	2022/23 (6月预测)
播种面积 (千公顷)	41264	43324	42524	42524
收获面积 (千公顷)	41264	43324	42524	42524
单产 (公斤/公顷)	6317	6291	6410	6410
产量 (万吨)	26066	27255	27256	27256
进口 (万吨)	2956	2000	1800	1800
消费 (万吨)	28216	28770	29051	29051
食用消费	955	965	980	980
饲用消费	18000	18600	18800	18800
工业消费	8000	8000	8100	8100
种子用量	187	195	191	191
损耗及其他	1074	1010	980	980
出口(万吨)	0	2	1	1
结余变化	806	483	4	4
国内玉米产区批发均价 (元/吨)	2641	2400-2600	2400-2600	2400-2600
进口玉米到岸税后均价 (元/吨)	2405	2600-2800	2350-2550	2600-2800

资料来源：农业农村部，民生证券研究院；

**表4：中国大豆供需平衡表**

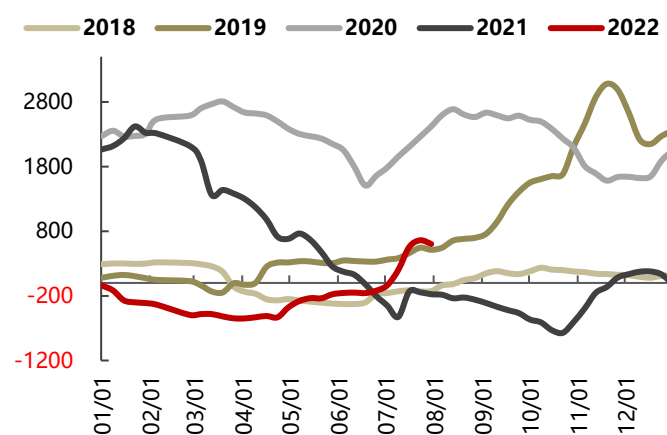
	2020/21	2021/22 (4月估计)	2021/22 (5月估计)	2022/23 (5月预测)
播种面积 (千公顷)	9882	8400	8400	9933
收获面积 (千公顷)	9882	8400	8400	9933
单产 (公斤/公顷)	1983	1950	1952	1961
产量 (万吨)	1960	1640	1640	1948
进口 (万吨)	9978	10200	9300	9520
消费 (万吨)	11326	11808	10934	11287
压榨消费	9500	10047	9200	9477
食用消费	1420	1355	1355	1432
种子用量	76	76	79	78
损耗及其他	330	330	300	300
出口(万吨)	6	15	8	15
结余变化	606	15	-2	166
国产大豆销区批发均价 (元/吨)	5952	5800-6000	6000-6200	5800-6000
进口大豆到岸税后均价 (元/吨)	4317	4100-4300	4500-4700	4400-4600
进口玉米到岸税后均价 (元/吨)	2405	2600-2800	2350-2550	2600-2800

资料来源：农业农村部，民生证券研究院；

## 2.3 后周期补栏带动饲料需求增长

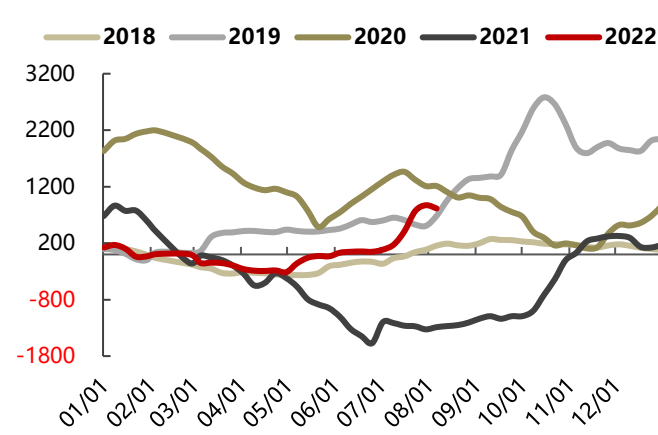
伴随生猪产能持续去化，能繁母猪存栏低点已经出现，新周期正式启动。国家统计局数据显示，从去年6月的高点4564万头至今年4月低点4177万头，能繁母猪存栏累计下降8.47%；而从饲料数据来看，1-6月我国猪料产量6031万吨，累计同比下降6.8%。短期生猪产能仍在惯性减少，截止至7月中旬，自繁自养头均盈利603元，外购仔猪头均盈利814元，已经处于常规年份中较为可观的盈利水平，伴随行业盈利能力的提升，补栏积极性已经有所回升，5、6月能繁母猪存栏量分别+0.4%、+2.03%，未来一年饲料需求边际将逐渐出现好转。

图23：生猪自繁自养养殖利润（元/公斤）



资料来源：博亚和讯，民生证券研究院

图24：外购仔猪育肥养殖利润（元/公斤）



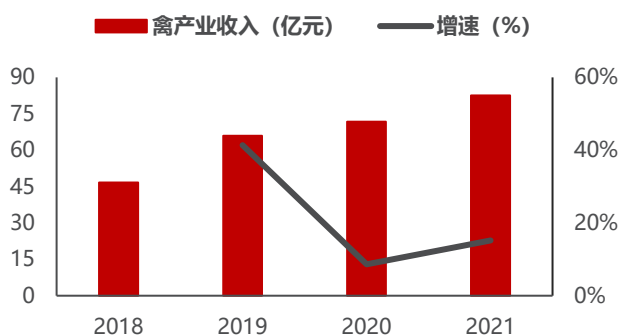
资料来源：博亚和讯，民生证券研究院

### 3 肉禽：养殖、屠宰一体化抵御周期波动

#### 3.1 肉禽一体化生产初具规模

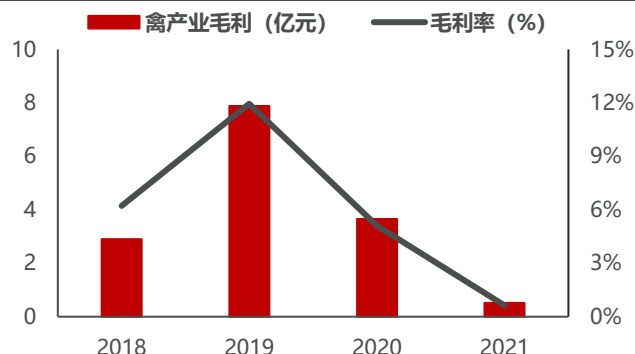
公司肉禽板块由屠宰加工业务起步，不断向产业链上下游拓展，现已搭建起白羽鸡的养殖、加工、深加工一条龙产业链。其肉鸡养殖业务于 2015 年末初具规模，主要采取“公司+大农场”的经营模式。2018~2021 年，公司禽类屠宰量从 4.55 亿羽增长至 6.93 亿羽，CAGR 达 15.1%，营收从 46.7 亿元增长至 82.6 亿元。2019 年，在白羽肉鸡行业迎来历史性强周期时点，公司精准把握市场行情，积极扩充产能，新增种鸡场 5 个、孵化场 2 个、商品鸡舍 450 栋，最终为公司带来了 41.4% 的收入增速，高于同行业可比上市公司平均水平；同期公司盈利水平也创新高，毛利率达到了 11.9%。2020 年以后，白羽肉鸡价格一直处于低位，而饲料成本价格不断上涨，双重压力下公司盈利能力有所下滑。

图25：2018-2021 年公司禽产业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

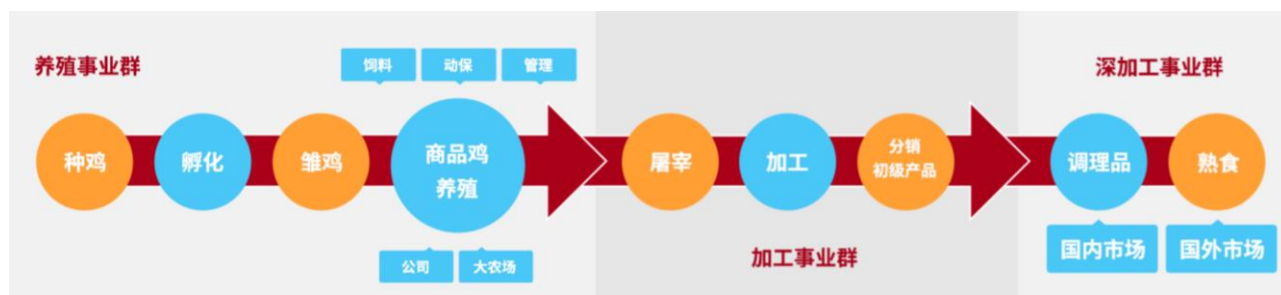
图26：2018-2021 年公司禽产业毛利及毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

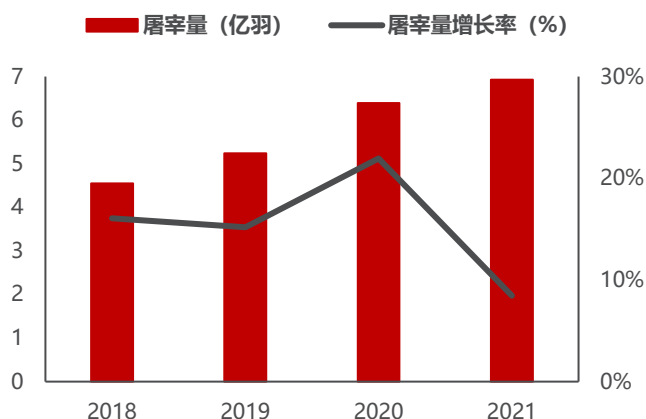
**养殖与屠宰产能高度匹配。**公司拥有 16 家控股、参股屠宰企业，年屠宰能力达到 9 亿羽，养殖与屠宰产能配比超过 90%，2021 年，公司控股及参股公司的屠宰总量市占率在龙头公司中排名第一，达 10.34%。在此基础上，公司不断精进屠宰加工技术，同等规模企业中，公司的屠宰出成率和人均屠宰效率均位居行业前列，已成为国内白羽肉鸡产品的主要供应商之一，此外，公司利用“多品牌战略”大力开拓肉鸡分割品销售渠道，主要客户有双汇集团、金锣集团、麦当劳、肯德基、吉野家、永辉超市、大润发超市以及各区域大型配餐公司、生鲜市场、食品加工厂等。

图27：公司肉禽养殖产业链



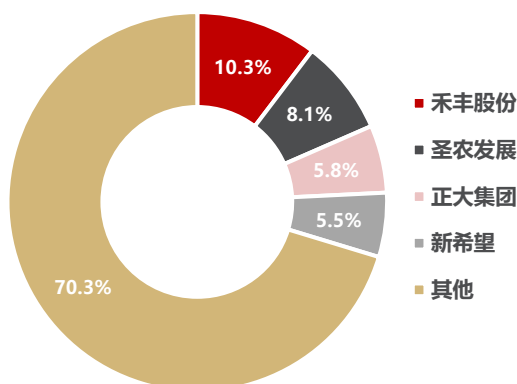
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图28：2018-2021 年公司肉禽屠宰量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：2021 年公司屠宰量市占率



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

**大胆探索食品深加工领域，增强产业链协同效应。**公司充分发挥“一条龙”的布局优势，以产业链中屠宰企业的优质鸡肉为原料，引进高效、节能的现代化生产设备对其进行深加工，最终形成熟食及调理品，目前拥有深加工产品百余种，包括鸡肉、鸭肉、牛肉、猪肉等速冻肉制品和熟食制品，以及天然叶黄素鸡蛋等食品。与此同时，公司大力拓展新的销售渠道，深入挖掘门庭市场，线下主要销往餐饮连锁中央厨房、企业及学校食堂、商超便利店等。线上方面，禾丰品牌官方店已登陆淘宝与京东，禾丰旗下各公司独立品牌产品也已入驻部分社区电商平台。

图30：公司食品深加工产品

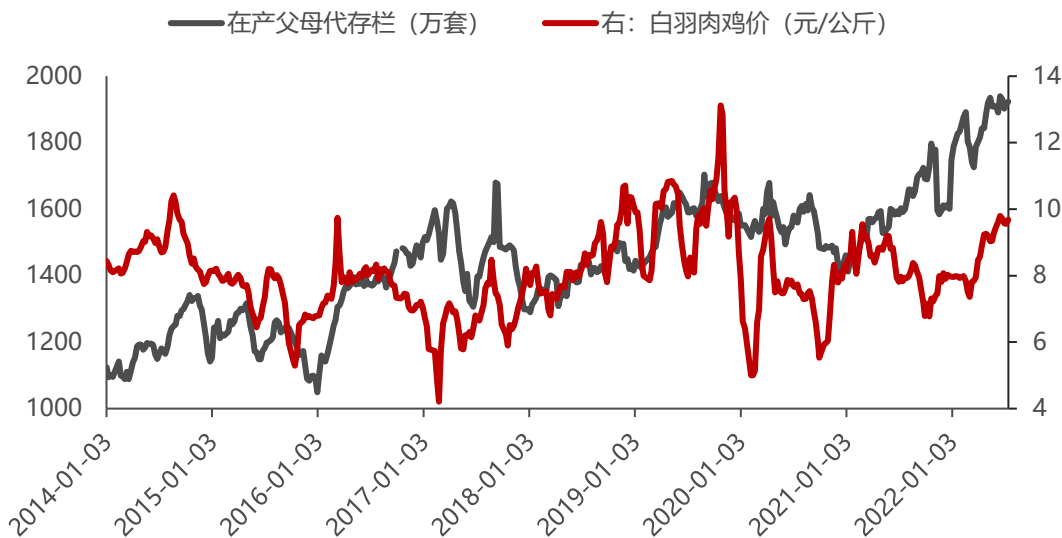


资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 3.2 国内白鸡产能去化已经启动

白羽肉鸡祖代种鸡产的蛋经过3周孵化成为后备父母代种鸡，经过23周的培育期后开始产蛋，产蛋期约41周，第64周后淘汰；父母代种鸡产的蛋经过3周孵化成为商品代鸡苗，再培育6周后即可出栏。在产父母代种鸡存栏量与7个月（15周+3周+6周=24周）白羽肉鸡的价格存在明显的负相关性。

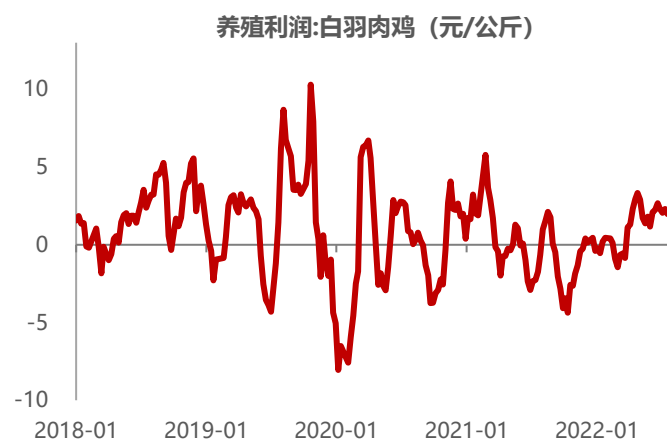
图31: 公司食品深加工产品



资料来源: wind, 民生证券研究院

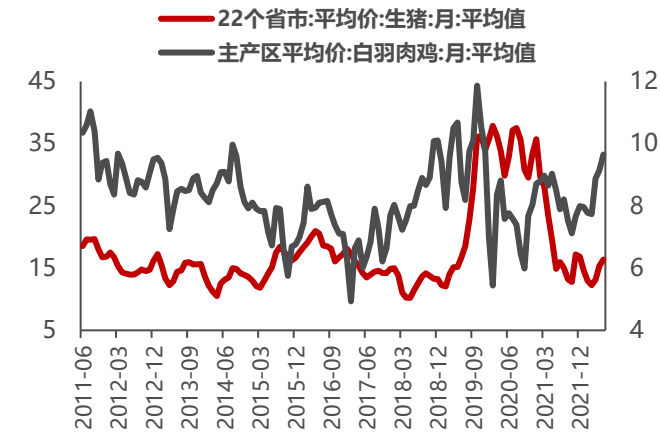
**短期消费端提振价格, 中期父母代种鸡存栏趋势下降。**在前两年高盈利驱动下, 2021年白羽肉种鸡存栏量处于历史高位, 去年下半年以来种鸡盈利持续下滑, 父母代种鸡甚至出现长达半年的深度亏损。在2月产能大幅去化后, 3月在产父母代存栏开始回升, 9月份开始反馈到毛鸡供应, 但受到中周期趋势的影响, 预计价格跌幅有限。此外, 三季度猪价上涨确定性很强、四季度又属于禽畜消费旺季, 会对产品端有一定提振作用。当前后备父母代种鸡存栏量已经从去年年中高峰累计调减 16.4%, 我们预计未来半年父母代新开产量逐渐下降, 淘汰量会跟随短期行情逐渐调节。

图32: 白羽肉鸡养殖利润



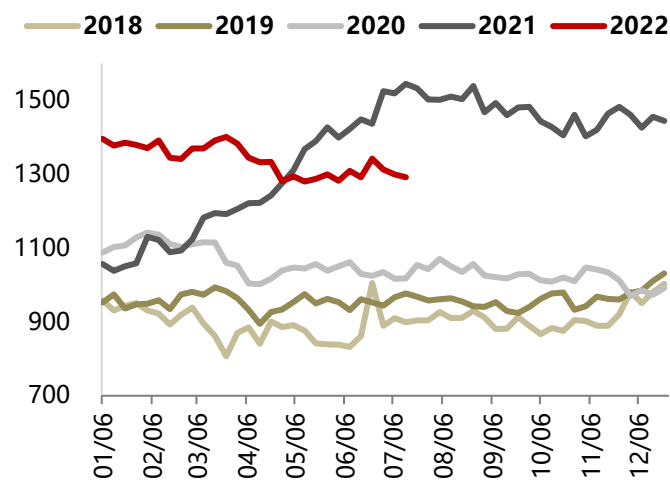
资料来源: wind, 民生证券研究院

图33: 猪价对鸡价存在明显的提振作用 (元/公斤)



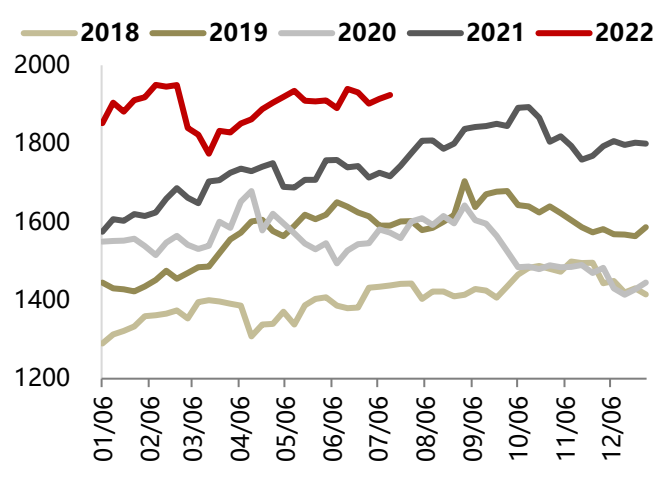
资料来源: wind, 民生证券研究院

图34: 父母代后备种鸡存栏量 (万套)



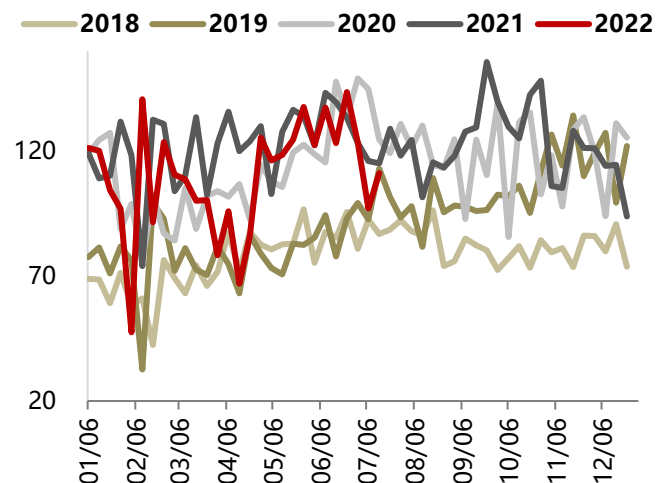
资料来源: 中国禽业协会, 民生证券研究院

图35: 在产父母代种鸡存栏量 (万套)



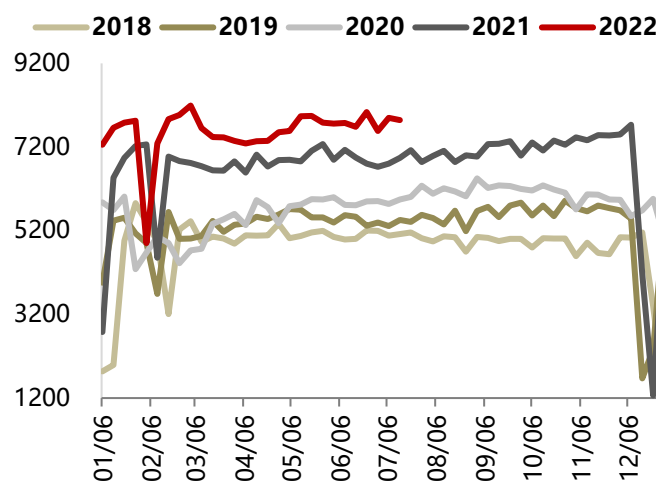
资料来源: 中国禽业协会, 民生证券研究院

图36: 在产父母代种鸡存栏量 (万套)



资料来源: 中国禽业协会, 民生证券研究院

图37: 商品代鸡苗销量 (万套)

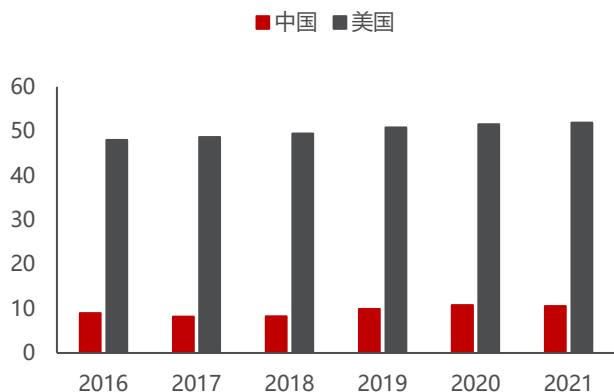


资料来源: 中国禽业协会, 民生证券研究院

### 3.3 需求端增长为行业带来长久增量

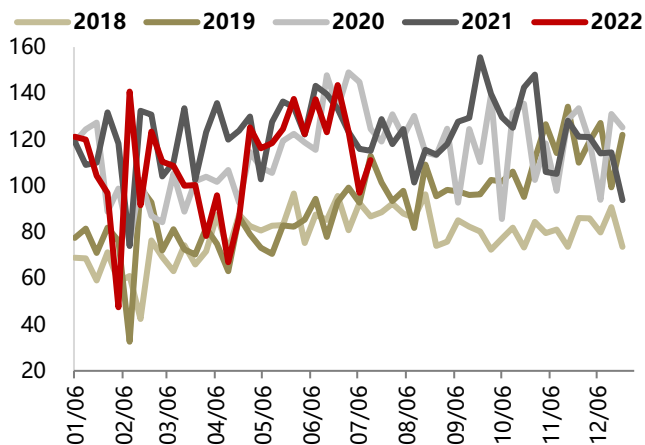
相较于猪牛肉, 鸡肉的蛋白含量较高, 而脂肪含量较低, 且鸡肉蛋白富含所有必需氨基酸, 是优质蛋白来源。从国内肉类消费结构来看, 目前仍以猪肉消费为主, 鸡肉消费正以近五年来 3.8% 的年均复合增速稳健增长; 从人均鸡肉消费量来看, 由于人均收入差距和饮食习惯不同, 中国人的鸡肉消费远低于美国等发达国家, 2021 年中国人均消耗鸡肉 10.6kg, 而美国的消费量为 51.9kg。随着居民人均收入提高, 对健康生活、健康饮食的追求不断增强, 将推动人均鸡肉消费量的增加。

图38: 中美人均鸡肉消费量对比 (kg/人)



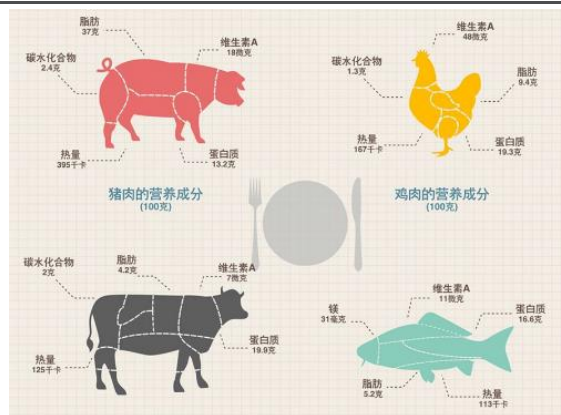
资料来源: 统计局, 民生证券研究院

图40: 在产父母代种鸡存栏量 (万套)



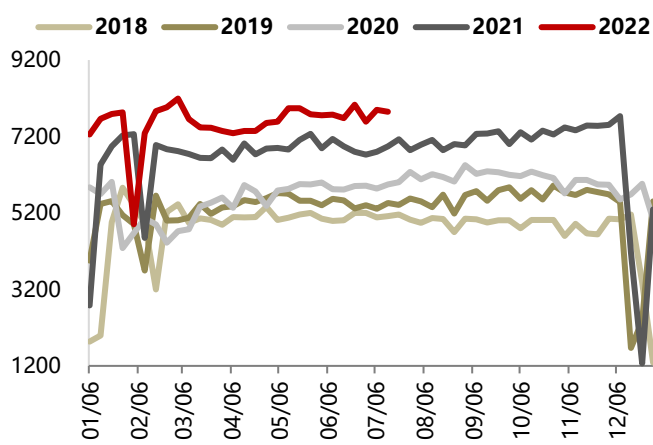
资料来源: 中国禽业协会, 民生证券研究院

图39: 各种肉类营养成分对比



资料来源: 食品伙伴网, 民生证券研究院

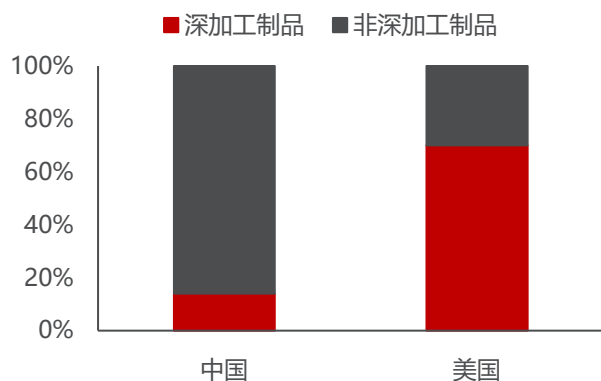
图41: 商品代鸡苗销量 (万套)



资料来源: 中国禽业协会, 民生证券研究院

**深加工为大势所趋。**深加工鸡肉制品是指通过烟熏、腌制或添加化学防腐剂而保存的鸡肉, 其中又可分为半熟食品和即食食品, 主要面向个人消费者。随着年轻消费群体对便利食品的需求逐渐增加, 鸡肉深加工产品将成为国内消费主流。2019年, 国内深加工制品仅占全国鸡肉消费总额的14%, 远低于发达国家40-70%的平均水平, 且深加工肉制品单价一般较生肉价格更稳定且更高(包含加工增值和品牌溢价), 因此我国的深加工鸡肉市场发展潜力较大。

图42: 2019年中美鸡肉深加工消费对比



资料来源: 艾媒咨询, 民生证券研究院

图43: 部分深加工产品样例

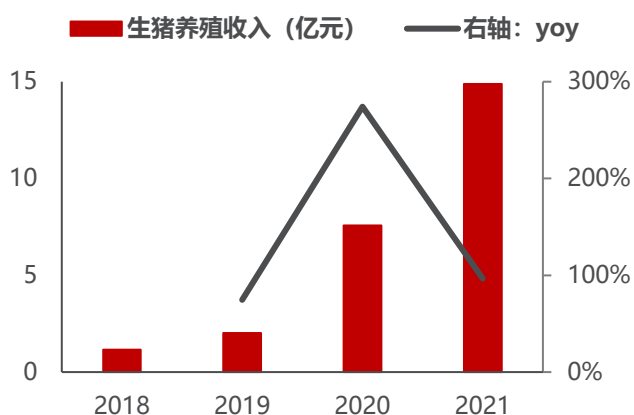


资料来源: 淘宝商城, 民生证券研究院

## 4 生猪：坚持稳健经营，未来厚积薄发

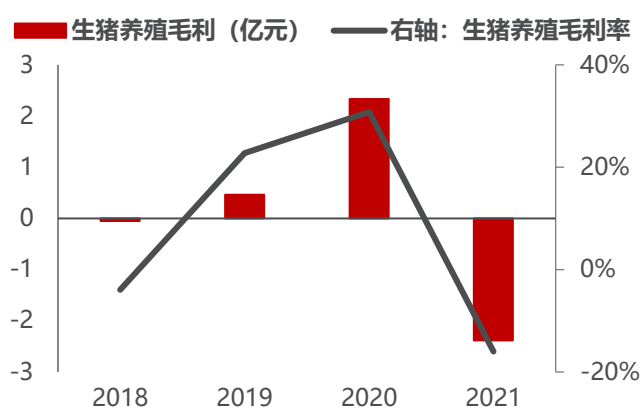
公司 2016 年正式进入生猪养殖领域，目前通过自建、合资的方式在辽宁、吉林、黑龙江、河南、河北、安徽等区域布局生猪项目。公司生猪养殖主要以“公司+农户”的轻资产模式运营，品系选择与育种方面，引入高品质法系、美系、丹系种猪匹配不同业务区域，以培育提供血统纯正、系谱清晰的种猪，目前母猪平均 PSY 水平已达到 23 头左右。2021 年，公司控参股企业总出栏 129.3 万头，同比增长 133.7%；其中，出栏肥猪 63.9 万头、仔猪 58.8 万头、种猪 6.6 万头，实现销售收入 14.88 亿元。

图44：生猪养殖业务收入及增速



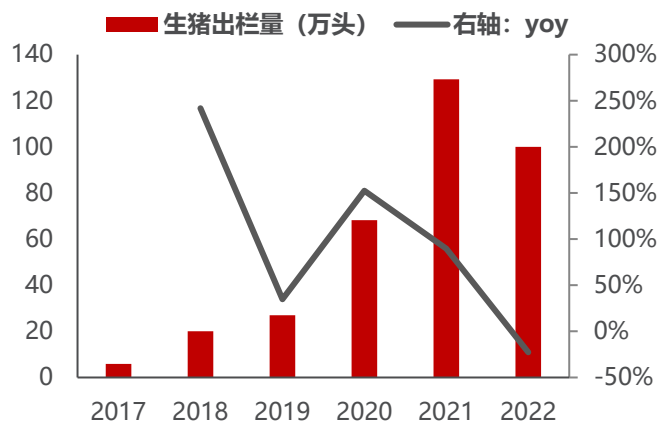
资料来源：wind，民生证券研究院

图45：生猪养殖业务毛利及毛利率



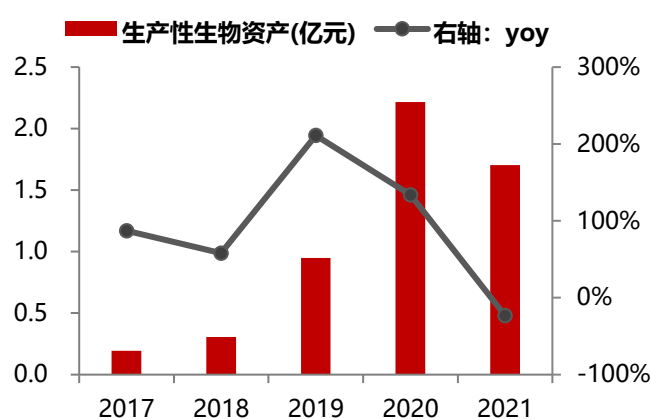
资料来源：wind，民生证券研究院

图46：公司生猪出栏量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图47：公司生物性资产



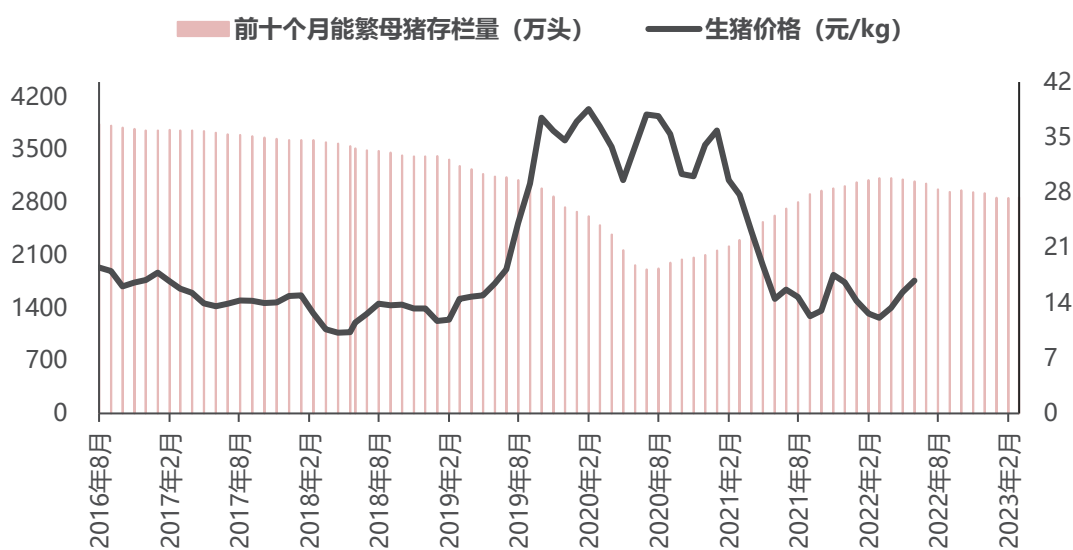
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年，国内猪价超预期下跌，行业阶段性深度亏损，前期扩产激进的生猪养殖企业资金压力巨大。在此关键性转折点，公司冷静面对、理性决策，主动缩减母猪产能，母猪数量于 2021 年底缩减至 5 万头，2022 年 Q1 季度进一步缩减至 4.5 万头左右，种群整体生产性能进一步增强。与此同时，公司提高了合作猪场的考核标准，充分发挥轻资产运营优势，及时终止了与部分育肥场、放养场的合作，

减负慢行，大幅降低成本费用。

**2022年，公司计划实现控参股企业合计生猪外销出栏 90-100 万头的经营目标。**未来三年，公司将继续秉持稳健的投资理念、保持安全的发展节奏，谨慎扩大规模；全方位、立体化的降低生猪养殖成本，提升公司生猪业务核心竞争力，在一至两年内将成本管控能力提升至行业领先水平。短期来看，下半年猪价有望高位运行，同时东北地区产能受损最为严重，由过去的低价区转变为高价区，公司肉猪养殖业务有望扭亏为盈。长期来看，虽然目前公司生猪养殖产能体量较小，但饲料生产企业向下游养殖延伸是大势所趋，作为公司长期战略规划，生猪养殖业务未来有望厚积薄发、增强业绩弹性。

图48：生猪价格与前十月能繁母猪存栏量对比



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 1) 饲料业务

饲料生产作为公司的核心业务，在 2021 年底的一轮小幅扩产后，产能趋于稳定，在进一步提升东北区域市占率的前提下，将加速向“全国的饲料企业”转型，因此我们预计未来三年销量平均增速 15%左右，2022~2024 年收入将分别实现 196.68、228.06、265.47 亿元，复合增速为 16.2%。

#### 2) 肉禽业务

公司肉禽板块由屠宰加工业务起步，不断优化产业链结构，积极向上游养殖端与下游食品端探索与推进，2021 年养殖与屠宰产能配比已超过 90%，2022 年，公司计划实现控参股企业合计养殖白羽鸡 6.9 亿羽，合计屠宰白羽鸡 7.3 亿羽，我们预计未来公司肉鸡出栏将以 5%左右的速度增长，2022~2024 年肉禽板块收入将分别实现 87.71、93.43、99.51 亿元，复合增速为 6.5%。

#### 3) 生猪业务

公司生猪养殖主要以“公司+农户”的轻资产模式运营，2022 年计划实现控参股企业合计生猪外销出栏 90-100 万头。我们预计公司未来三年将持续稳健的扩大养殖规模，并不断提升成本管控能力以实现养殖成本的逐年下降，预计 2022~2024 年生猪业务收入分别实现 21.79、30.24、34.20 亿元，复合增速为 25.3%。

在整体费用方面，预计随着公司经营规模不断扩张，以及产业链的进一步深化，各项费用投入将相应增长，公司也将充分发挥轻资产运营优势，不断提升成本管控能力，各项费用占营收的比例将呈逐步下降趋势。

**表5：公司各业务板块盈利预测**

饲料业务	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	15,357.0	19,667.8	22,806.2	26,546.5
增速	26.8%	28.1%	16.0%	16.4%
营业成本 (百万元)	13,910.0	17,869.3	20,297.6	23,095.4
毛利 (百万元)	1,447.0	1,798.5	2,508.7	3,451.0
毛利率	9.4%	9.1%	11.0%	13.0%
肉禽业务				
营业收入 (百万元)	8,255.0	8,771.0	9,343.1	9,951.4
增速	26.8%	6.3%	6.5%	6.5%
营业成本 (百万元)	8,205.8	8,672.4	9,031.7	9,185.9
毛利 (百万元)	49.2	98.5	311.4	765.5
毛利率	0.6%	1.1%	3.3%	7.7%
生猪业务				
营业收入 (百万元)	1,488.0	2,179.2	3,024.0	3,420.0
增速	26.8%	46.5%	38.8%	13.1%
营业成本 (百万元)	1,726.0	2,400.0	2,664.0	3,060.0
毛利 (百万元)	-238.0	-220.8	360.0	360.0
毛利率	-16.0%	-10.1%	11.9%	10.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

公司为东北地区饲料头部企业，同时布局肉禽及生猪养殖业务，故选取同样具备饲料与养殖业务的海大集团、唐人神、傲农生物、天康生物、巨星农牧作为可比公司，对应 2022 年可比公司平均 PE 为 62 倍，考虑到各公司养殖业务受行业周期波动影响，经营状况不一，整体处于利润修复阶段，而禾丰股份所处的东北地区产能受损最为严重，由过去的低价区转变为高价区，下半年公司肉猪养殖业务有望扭亏为盈，估值也将逐步得到修复。

**表6：公司与可比公司估值对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002311.SZ	海大集团	65.12	0.96	1.60	2.75	3.57	76	41	24	18
002567.SZ	唐人神	10.05	-0.95	-0.04	1.32	1.46	-	-	8	7
603363.SH	傲农生物	22.92	-2.34	-0.49	2.76	1.49	-	-	8	15
002100.SZ	天康生物	12.13	-0.51	0.16	1.40	1.62	-	77	9	7
603477.SH	巨星农牧	32.58	0.51	0.48	3.29	4.06	30	68	10	8
<b>均值</b>							<b>53</b>	<b>62</b>	<b>12</b>	<b>11</b>
603609.SH	禾丰股份	10.47	0.13	0.55	1.29	1.45	81	19	8	7

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测（注：可比公司估值采用 wind 一致预期，股价为 2022 年 8 月 1 日收盘价）

## 5.3 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.05/11.81/13.31 亿元，EPS 为 0.55/1.29/1.45 元。在本轮后周期景气上行过程中，公司饲料、肉禽、生猪各业务有望实现多点开花，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

### 1) 生猪出栏不及预期。

公司生猪业务已成为一项战略性主营业务,若生猪出栏下滑或不及预期,将使得公司业绩受损。此外,公司生猪出栏情况或侧面反应了养殖行业整体状况,若出栏下滑,也说明养殖行业整体低迷,不利于动保业务销售增长。

### 2) 突发大规模疫病。

突发大规模疫病将造成畜禽大量死亡,打乱公司的养殖节奏,使得养殖业遭受重创,一方面公司养殖业务受损,另一方面,在短期内也会使得动保产品需求量大幅下滑,两大业务受损,公司业绩或将大幅下滑。

### 3) 农产品价格大幅波动。

农产品价格一方面影响着生猪养殖、饲料生产所需的原材料,另一方面也影响着公司农产品加工业务的收益,若大幅波动或使得公司面临较大成本端的压力。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	29,469	35,602	40,429	45,516
营业成本	27,900	33,255	36,151	40,576
营业税金及附加	41	49	56	63
销售费用	570	739	812	919
管理费用	418	499	562	637
研发费用	97	122	138	155
EBIT	399	938	2,711	3,168
财务费用	101	122	113	73
资产减值损失	-27	-27	-27	-33
投资收益	-80	214	243	319
营业利润	208	995	2,810	3,369
营业外收支	-32	-23	-25	-25
利润总额	176	971	2,785	3,343
所得税	152	437	1,472	1,865
净利润	25	534	1,313	1,479
归属于母公司净利润	119	505	1,181	1,331
EBITDA	853	1,411	3,263	3,791

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,234	1,566	795	132
应收账款及票据	693	693	784	878
预付款项	480	550	608	681
存货	2,691	3,399	3,683	4,094
其他流动资产	276	316	334	353
流动资产合计	5,374	6,525	6,203	6,137
长期股权投资	2,333	2,333	2,333	2,333
固定资产	3,233	3,965	4,526	4,953
无形资产	317	352	382	407
非流动资产合计	7,597	8,160	8,655	9,063
资产合计	12,972	14,685	14,858	15,201
短期借款	1,546	2,516	1,316	0
应付账款及票据	1,300	1,555	1,705	1,904
其他流动负债	1,133	1,390	1,478	1,631
流动负债合计	3,979	5,460	4,498	3,535
长期借款	1,246	1,043	1,043	1,043
其他长期负债	234	294	294	294
非流动负债合计	1,480	1,337	1,337	1,337
负债合计	5,459	6,797	5,835	4,872
股本	922	916	916	916
少数股东权益	1,048	1,078	1,209	1,357
股东权益合计	7,513	7,888	9,023	10,329
负债和股东权益合计	12,972	14,685	14,858	15,201

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	23.73	20.81	13.56	12.58
EBIT 增长率	-67.47	135.22	189.04	16.84
净利润增长率	-90.40	325.91	134.02	12.64
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	5.32	6.59	10.58	10.85
净利润率	0.08	1.50	3.25	3.25
总资产收益率 ROA	0.91	3.44	7.95	8.75
净资产收益率 ROE	1.83	7.41	15.12	14.83
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.35	1.19	1.38	1.74
速动比率	0.55	0.47	0.42	0.38
现金比率	0.31	0.29	0.18	0.04
资产负债率 (%)	42.08	46.29	39.27	32.05
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	8.44	7.00	7.00	7.00
存货周转天数	35.21	37.53	37.44	37.10
总资产周转率	2.27	2.42	2.72	2.99
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.13	0.55	1.29	1.45
每股净资产	7.06	7.43	8.53	9.79
每股经营现金流	0.33	0.75	1.74	1.84
每股股利	0.22	0.22	0.22	0.22
<b>估值分析</b>				
PE	81	19	8	7
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.44	8.48	3.53	2.87
股息收益率 (%)	2.10	2.11	2.11	2.11

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	25	534	1,313	1,479
折旧和摊销	455	473	552	623
营运资金变动	-468	-328	-247	-290
经营活动现金流	299	687	1,593	1,685
资本开支	-1,087	-1,057	-1,081	-1,069
投资	29	-4	0	0
投资活动现金流	-1,051	-862	-839	-751
股权募资	118	13	0	0
债务募资	1,182	827	-1,200	-1,316
筹资活动现金流	765	507	-1,525	-1,597
现金净流量	12	332	-771	-663

## 插图目录

图 1: 公司产业结构.....	3
图 2: 公司股权结构图 (截至 2022Q1) .....	4
图 3: 2016-2022Q1 公司营收及增速 .....	4
图 4: 2016-2021Q1 公司归母净利润及增速 .....	4
图 5: 2021 年公司营收业务构成.....	5
图 6: 2021 年公司营收地区分布.....	5
图 7: 2018-2021 年公司饲料产能及产能利用率 .....	6
图 8: 2016-2021 年公司饲料总销量及增速.....	6
图 9: 2018-2021 年公司各类饲料销量占比.....	7
图 10: 2021 年公司各类饲料销量占比.....	7
图 11: 2016-2021 年公司猪饲料销量及增速 .....	7
图 12: 2016-2021 年公司禽饲料销量及增速 .....	7
图 13: 2016-2021 年公司反刍饲料销量及增速 .....	7
图 14: 2016-2021 年公司水产及其他饲料销量及增速.....	7
图 15: 2016-2021 年公司直销收入占比 .....	8
图 16: 禾丰 6M 管理服务方案 .....	8
图 17: 饲料原料采购量占比.....	9
图 18: 2019 年后饲料行业毛利率整体下行趋势明显.....	9
图 19: 2020 年至今国内玉米价格 (元/吨) .....	10
图 20: 2020 年至今国内豆粕价格 (元/吨) .....	10
图 21: 7 月 USDA 海外玉米供需平衡表预估 .....	10
图 22: 7 月 USDA 海外大豆供需平衡表预估 .....	10
图 23: 生猪自繁自养养殖利润 (元/公斤) .....	12
图 24: 外购仔猪育肥养殖利润 (元/公斤) .....	12
图 25: 2018-2021 年公司禽产业收入及增速 .....	13
图 26: 2018-2021 年公司禽产业毛利及毛利率 .....	13
图 27: 公司肉禽养殖产业链.....	13
图 28: 2018-2021 年公司肉禽屠宰量及增速 .....	14
图 29: 2021 年公司屠宰量市占率 .....	14
图 30: 公司食品深加工产品.....	14
图 31: 公司食品深加工产品.....	15
图 32: 白羽肉鸡养殖利润.....	15
图 33: 猪价对鸡价存在明显的提振作用 (元/公斤) .....	15
图 34: 父母代后备种鸡存栏量 (万套) .....	16
图 35: 在产父母代种鸡存栏量 (万套) .....	16
图 36: 在产父母代种鸡存栏量 (万套) .....	16
图 37: 商品代鸡苗销量 (万套) .....	16
图 38: 中美人均鸡肉消费量对比 (kg/人) .....	17
图 39: 各种肉类营养成分对比.....	17
图 40: 在产父母代种鸡存栏量 (万套) .....	17
图 41: 商品代鸡苗销量 (万套) .....	17
图 42: 2019 年中美鸡肉深加工消费对比.....	17
图 43: 部分深加工产品样例 .....	17
图 44: 生猪养殖业务收入及增速.....	18
图 45: 生猪养殖业务毛利及毛利率 .....	18
图 46: 公司生猪出栏量 .....	18
图 47: 公司生物性资产 .....	18
图 48: 生猪价格与前十月能繁母猪存栏量对比.....	19

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司主营业务情况.....	5
表 2: 公司在建工程及相关业务情况.....	5
表 3: 中国玉米供需平衡表 .....	11
表 4: 中国大豆供需平衡表 .....	11
表 5: 公司各业务板块盈利预测.....	20
表 6: 公司与可比公司估值对比.....	21
公司财务报表数据预测汇总.....	23

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026