

饲料养殖双扬帆，国际农牧食品巨头蓄势待发

2022 年 12 月 18 日

➤ **营收稳健增长，盈利短期承压。**2016 年-2020 年，得益于业务规模扩大，公司营收持续增长，由 608.80 亿元增长至 1098.25 亿元，CAGR 为 21.73%；2021 年公司实现营收 1262.62 亿元，同比增长 14.97%；但归母净利润亏损 95.91 亿元，同比下滑 293.98%，公司首次出现亏损。分业务来看，饲料主业占比超六成，长期保持稳定，生猪养殖业务占比低于一成，但受周期影响，波动明显，拖累公司利润表现。

➤ **饲料：稳中求进，打破盈利天花板。**公司销售的饲料产品主要禽饲料、猪饲料，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。受产品结构及让利策略影响，饲料销量增长长期跑赢同期行业水平，但毛利率处于行业较低水平，单吨毛利维持在 150-180 元区间。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。

➤ **生猪：产能稳步提升，成本持续走。**1) 产能上，2016-2021 年，公司生育肥猪产能由 200 万头快速扩至 3800 万头，CAGR 达 80.20%。依据股权激励考核目标，公司 2022-2024 年出栏量分别为 1400 万头、1850 万头、2350 万头，CAGR 达 29.56%。预计随着母猪端及育肥端养殖指标的好转，远期出栏有望翻番。2) 成本方面，2022 年 Q2 完全成本为 17.7 元/公斤，较 2021 年前三季度成本明显下降。目前，公司仍在积极优化种群结构、调整饲料配方、提高养殖管理水平，从窝均健仔数、料肉比、肉猪上市率三个影响养殖成本的关键指标来看，公司都尚未完全恢复到疫情前水平，意味着成本有仍多维度的改善空间，公司预计 2022 年底成本下降至 16 元/公斤。

➤ **食品：深挖终端价值空间，领跑农牧食品赛道。**1) 禽链：公司禽产业覆盖种禽到屠宰加工的完整产业链，年屠宰体量达到 7 亿只，位列行业第一，未来公司战略适度控制规模，提升产业链价值。2) 食品：公司食品业务包括屠宰和肉制品及预制菜，2021 年贡献利润达到 1.3 亿元，同比增长 60%。公司已经形成丰富的品牌矩阵，不断加深各渠道的覆盖力度，以打造爆品的方式不断带动品牌销售，影响力正逐步扩大。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 3.28、58.71、62.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.07、1.29、1.38 元。当前生猪养殖行业景气度逐步上升，公司养殖和管理水平逐步提升，全产业链竞争综合优势明显，考虑到公司的龙头地位及资金实力，养殖及食品业务规模有望持续扩张，未来发展空间可观，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**动物疫病风险；畜禽价格波动风险；自然灾害及原材料价格波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	126,262	147,824	168,135	186,715
增长率 (%)	15.0	17.1	13.7	11.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-9,591	328	5,871	6,265
增长率 (%)	-294.0	103.4	1690.5	6.7
每股收益 (元)	-2.11	0.07	1.29	1.38
PE	/	185	10	10
PB	1.8	2.0	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 16 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

13.40 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

研究助理 张心怡

执业证书：S0100122060009

邮箱：zhangxinyi@mszq.com

目录

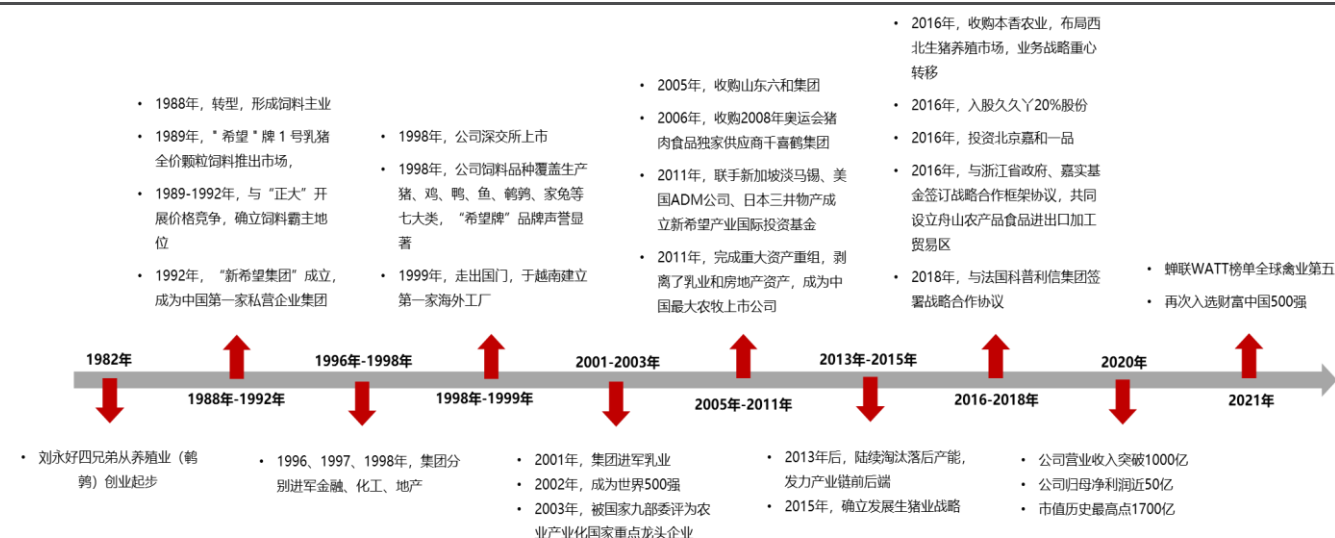
1 多元经营战略，迈向国际农牧食品巨头	3
1.1 饲料起家，不断涉足新领域	3
1.2 营收稳健增长，盈利短期承压	4
2 饲料：稳中求进，打破盈利天花板	7
2.1 龙头地位稳固，业绩维持高增	7
2.2 做强“产品+服务”，实现量利双增	8
2.3 需求回升，盈利空间有望修复	10
3 生猪：产能稳步提升，成本持续走低	11
3.1 逆势扩张，千万出栏目标基本达成	11
3.2 稳健经营，降本提效	13
4 食品：深挖终端价值空间，领跑农牧食品赛道	15
4.1 肉禽一体化：控制规模，稳量提质	15
4.2 食品：以产品力驱动品牌力，驶入成长快车道	16
5 盈利预测与投资建议	19
5.1 盈利预测假设与业务拆分	19
5.2 估值分析	21
5.3 投资建议	21
6 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 多元经营战略，迈向国际农牧食品巨头

1.1 饲料起家，不断涉足新领域

从饲料龙头走向世界级农牧一体化巨头。1) 1982-1991 年探索期：刘永好四兄弟作为专业户从养殖业起步，最终形成饲料主业；2) 1992-2004 年扩张期：公司饲料主业从西南市场扩张到全国、甚至海外市场，同时开始适度横跨行业发展乳制品、化工、地产及金融投资业务；3) 2005-2015 年归合期：公司逐步减少非农产业投资，夯实饲料主业，同时“饲料-养殖-屠宰与深加工”链条初显端倪。4) 2016 年至今转型期：2016 年，公司收购本香农业 70% 股权，布局西北生猪养殖市场，业务战略重心转移至养殖端，截至 2021 年末，公司建成及在建的种猪场产能按照母猪产床规模计超过了 190 万头，建成及在建的自育肥场产能也超过 700 万头的存栏规模，全年生猪出栏数近千万头。未来公司计划在养殖基础上，通过并购、自制打造品牌肉，以安全食品源供应方式提升产业溢价，实现一体化经营目标，转型成为以“基地+终端”为基本模式的国际化农牧食品企业。

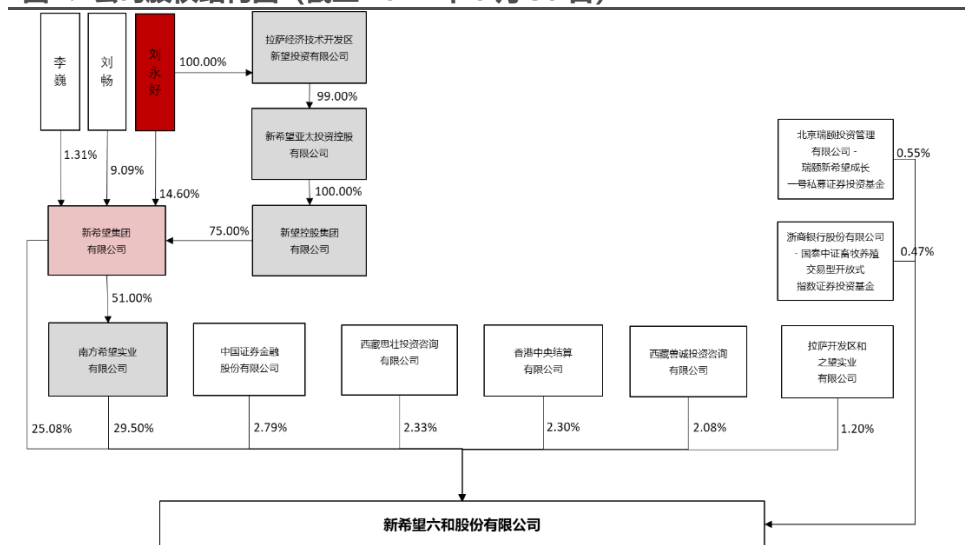
图1：公司历史发展进程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司股权结构稳定且较为集中，集团优势明显。截至 2022H1，公司主要控股股东为南方希望实业有限公司及新希望集团有限公司，二者均属刘永好家族，控股比例分别为 29.5%、25.1%。实际控制人刘永好为公司创始人之一，通过新希望集团间接持股 39.9%。其女刘畅持有公司 3.7% 的股权，2013 年接任成为公司董事长，并主导公司往产业链两端延伸、推动组织改革。

图2：公司股权结构图（截至 2022 年 6 月 30 日）



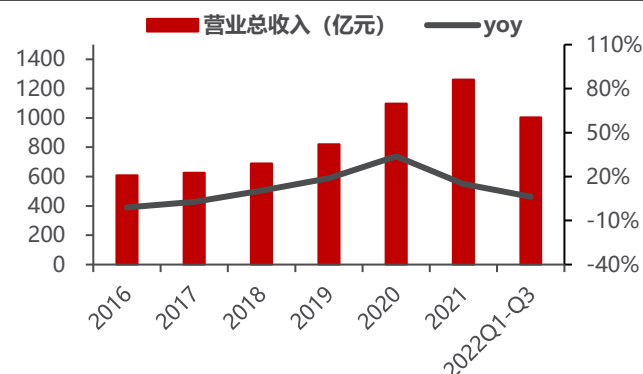
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 营收稳健增长，盈利短期承压

营收逐年增长，2021 年归母净利润首亏。2016 年-2021 年，得益于业务规模扩大，公司营收持续增长，由 608.8 亿元增长至 1262.6 亿元，CAGR 为 15.7%。2021 年，公司归母净利润亏损 95.9 亿元。主要因外部生猪价格大跌，同时饲料价格连续上涨、内部推进种猪更替及优化，公司养殖成本明显上升，导致生猪养殖业务出现大幅亏损。

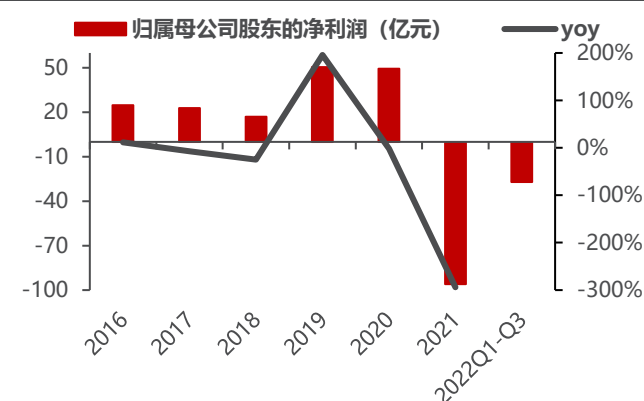
上半年亏损延续，下半年亏损预计缩窄。2022 年前三季度营收 1004.2 亿元，同比+6.3%；归母净利润依然亏损 27.1 亿元。分业务来看，今年公司生猪生产性能及相关指标得到较大改善，但受饲料价格上涨的影响，生猪养殖成本暂未出现显著下降；禽业受市场回暖、价格上升影响，养殖成本下降，亏损幅度收窄；饲料板块表现如期，规模稳步增长，食品板块盈利明显改善。预计后续消费回暖，禽畜养殖成本下降，公司盈利空间将得到进一步改善。

图3：公司 2016-2022Q1-Q3 营业收入情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2016-2022Q1-Q3 归母净利润情况

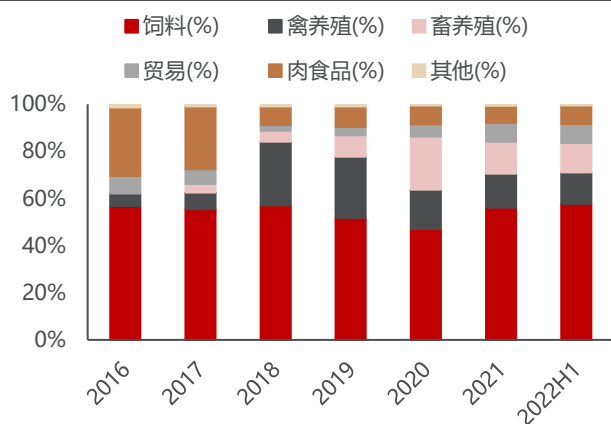


资料来源：wind，民生证券研究院

饲料业务支撑公司营收半边天，生猪养殖业务占比增加。2021 年，饲料业务营收占比为 56.1%，同比增长 9.1PCT；随着公司大力发展生猪养殖业务，其营收占比快速提升，2021 年畜、禽养殖业务占比相当，分别为 13.6%和 14.4%。从利润贡献来看，饲料主业持续为公司提供稳健的现金流，养殖业务受周期影响，波动明显。

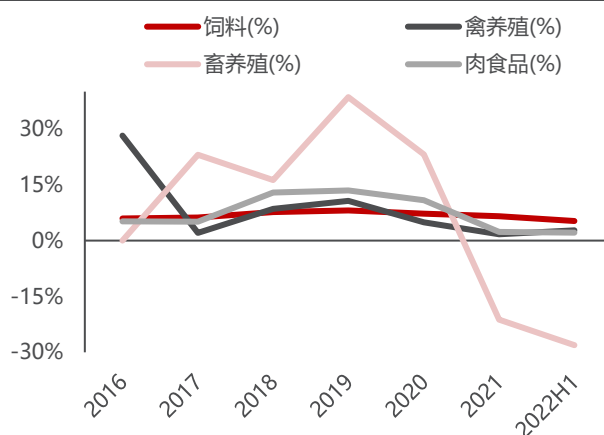
受益于业务结构调整，自 2016 年起，公司整体毛利率与净利率逐年提升。2021 年，养殖板块短期承压，生猪业务拖累公司利润表现，导致综合毛利率同比下降 9.0PCT 至 1.6%，随着猪价的回暖，2022 前三季度公司毛利率已回升至 3.9%。费用管控方面，管理费用率逐年升高，主要系为进一步扩张产能，公司自建种猪场与育肥场，折旧等费用大幅增加。

图5：公司 2016-2022H1 营业收入情况



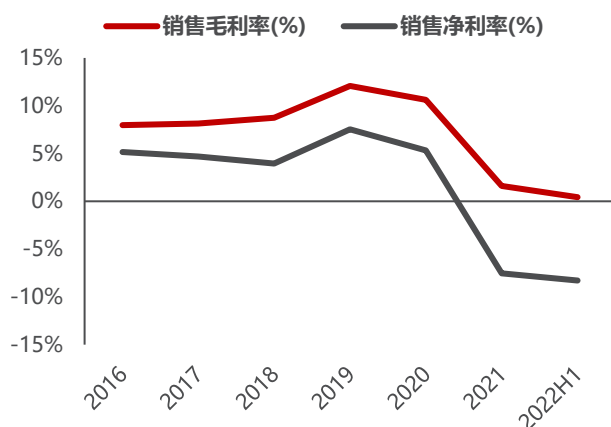
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司 2016-2022H1 主要业务毛利率



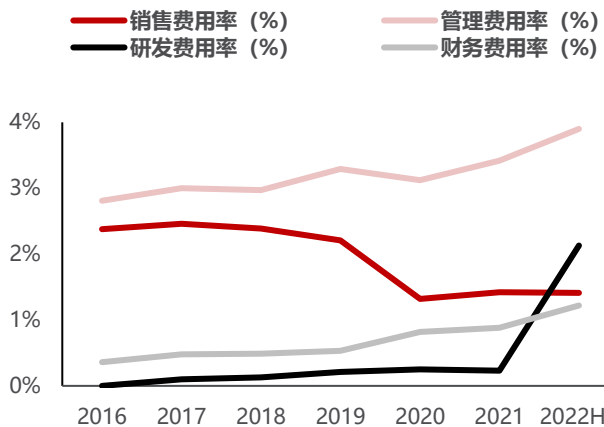
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司 2016-2022H1 净利率、毛利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司 2016-2022H1 费用率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

公司海外业务正在复制国内成熟模式，由单一的饲料产销向全产业链发展。2016-2021 年，海外营收整体保持稳定，CAGR 为 22.2%。饲料业务仍然是国外市场的绝对主力，近年来海外饲料占公司整体饲料销量的 10%左右，截至 2021 年

6月，63家子公司中，42家从事饲料经营。但目前东南亚市场环境竞争加剧，公司开始大力注资挺进海外畜禽养殖端，2019年公司首个海外猪场于越南平福建成。

表1：公司海外子公司及业务布局情况（截至2021年6月）

片区/平台	分公司数及主营业务	国家
新加坡平台	饲料1家、生物科技1家、控股平台5家	新加坡
越南南片	饲料5家	越南、柬埔寨
越南北片	饲料5家	越南、老挝
印尼片区	饲料11家、禽产业1家、贸易1家	印度尼西亚
缅甸片区	饲料2家、贸易1家	缅甸
孟加拉片区	饲料5家、贸易1家	孟加拉、斯里兰卡、尼泊尔
菲律宾片区	饲料5家、贸易1家	菲律宾
埃及片区	饲料6家	埃及、土耳其、尼日利亚
种禽事业部	禽产业5家	越南、印尼、缅甸、孟加拉、埃及
新好科技海外战区	猪产业3家	越南
海外独立公司	饲料4家	波兰、南非、菲律宾、印度

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 饲料：稳中求进，打破盈利天花板

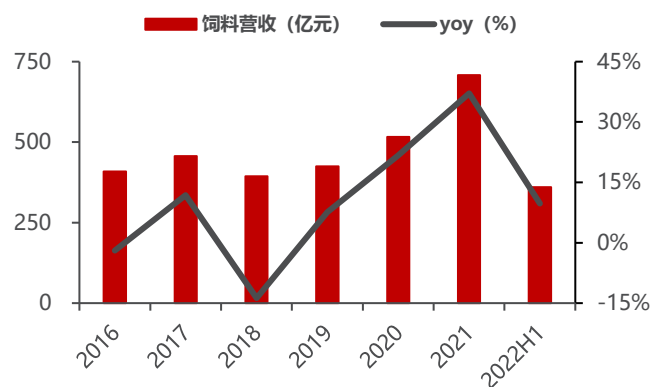
2.1 龙头地位稳固，业绩维持高增

长青支柱，业务稳健。2016-2021 年饲料业务营收由 408.8 亿元，增长至 708.2 亿元，CAGR 达 11.6%。自 2019 年市场回暖后保持增长态势，2022 年，在下游生猪产能去化的背景下，公司通过重客开发、产品更新等方案实现逆势增长，上半年营收达 360.2 亿元，同比增长 9.8%。

从产品结构来看，禽料为公司最主要的饲料产品，猪料正快速发展。2016-2021 年，公司饲料总销量由 1488.82 万吨增长至 2824.15 万吨，CAGR 达 17.4%。其中，禽料、猪料、水产料、反刍料销量 CAGR 分别为 10.4%、23.3%、15.1%和 -5.3%。2021 年，禽料外销 1333 万吨，占比达 62.5%；猪料外销 584 万吨，占比 27.5%；水产料、反刍料占比较低，分别为 5.7%和 1.7%。

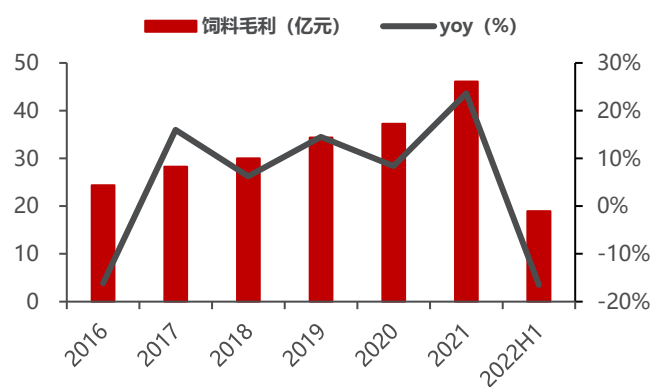
公司饲料业务经营目标明确，目前产能足以支撑后续扩张步伐。依据股权激励计划考核要求，2022~2024 年饲料销量要求分别不低于 3000、3500、4000 万吨，CAGR 超 12.3%。目前公司通过收购、租赁、自建等方式持续扩充，以支撑饲料业务的快速发展。

图9：公司 2016-2022H1 饲料业务营收及增速



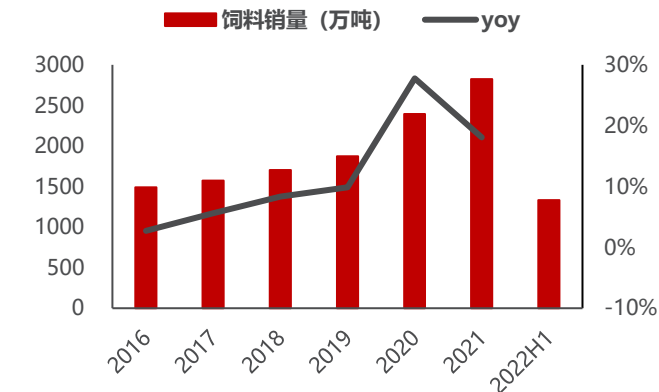
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司 2016-2021H1 饲料业务毛利及增速



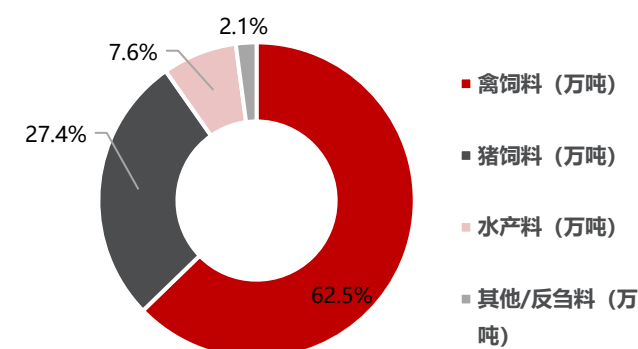
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：公司 2016-2022H1 饲料销量及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：公司 2021 年饲料外销结构



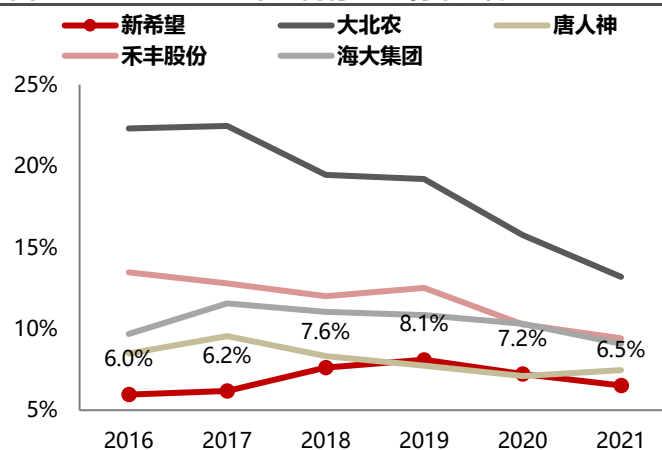
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 做强“产品+服务”，实现量利双增

公司饲料业务抗风险力较强，盈利能力处于行业较低水平。从行业整体盈利水平来看，2019年以来饲料行业毛利率下行趋势明显，主要因大宗农产品供求受限，粮食价格持续上涨影响。饲料作为终端产品，其价格上调存在较长的滞后性，大幅削弱了行业的盈利水平，对应地，公司饲料业务毛利率由2019年的8.1%下跌1.6PCT至2021年的6.5%，但相对行业平均2.5PCT的跌幅，公司抗风险波动能力较强。

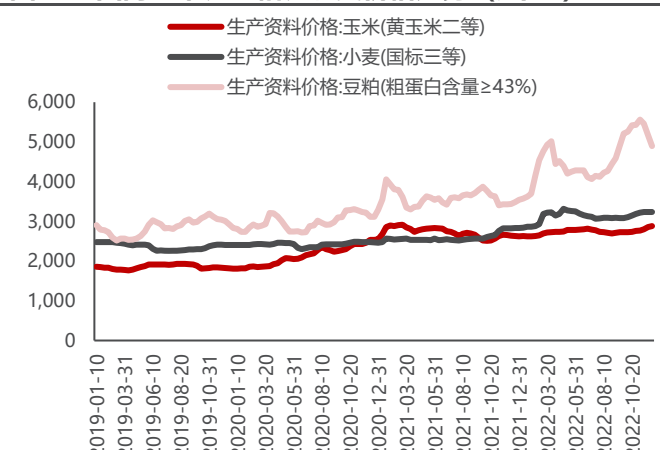
从相关上市公司数据来看，饲料毛利率与销售额并非正相关，通常与产品结构相关性较强。新希望作为综合性大型饲料企业，以低毛利的畜禽料为主，因此其毛利率水平明显低于专业性的饲料企业如中牧、大北农等。2021年公司毛利率高的水产料仅占6%左右，海大同样作为综合性大型饲料企业，其高毛利的水产料占比为25%，远超新希望，故其整体毛利率亦稍高。

图13：2016-2021年饲料行业毛利率趋势



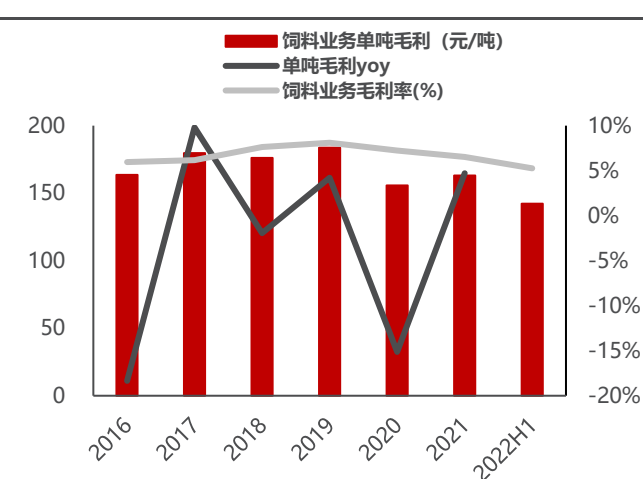
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：国内玉米、豆粕、小麦价格走势（元/吨）



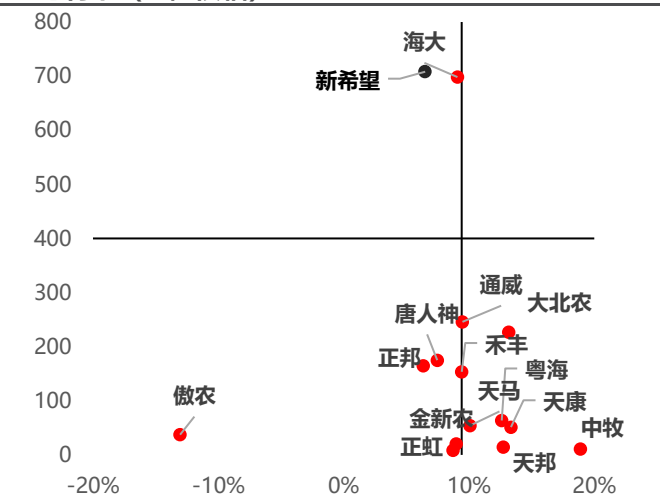
资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：公司2016-2022H1饲料单吨毛利及毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：上市公司2021年饲料业务营收（亿元，纵轴）与毛利率（%，横轴）



资料来源：ifind，民生证券研究院

在产品同质化激烈竞争下，公司依靠成本优势，以让利形式提升量的增长。同时，围绕供应、技术、产品及服务多维度提升整体竞争力。

供应方面：打通原料供应链，稳固核心优势。自 2014 年以来，公司积极开发原料直采基地，与中粮、中储粮等国内外多家供应商签订采购协议，与传统流通渠道、各行业企业、各地政府展开合作，充分发挥资源整合优势。2021 年，公司新设立饲料产业管理委员会、大供应链管理部，统筹市场规划、定价机制，加强采购及物流各环节联动，提高采购运营效率，不断提升采购核心竞争力。

公司饲料业务在国内饲料行业多年保持规模第一，具有较为明显的规模优势。2021 年，饲料总销量市占率达 9.6%；分品种来看，禽料市占率为 13.2%，位居全国第一；猪料市占率为 7.6%，水产料市占率为 7.0%，均居全国前三；反刍料为 3.0%，也处于全国前列。目前，饲料业务已覆盖国内 29 个省、市、自治区，及海外越南、印尼等市场。

表2：公司饲料产品研发情况

公司饲料技术	代表品牌/产品	具体内容
全系列生物环保饲料	青印迹、月子餐、蛋多多、鱼渔欢、牛运连绵、羊羊得意	改善饲料适口性、刺激畜禽采食、提高饲料中营养物质消化率及利用率等
6H 无抗综合解决方案——“心”系列教槽保育料	“心享”	“粉+粒”，断奶后前两周使用，诱食性好，全程采食量高
	“心适”	“颗粒料”，断奶后前两周-18kg 使用，仔猪皮红毛亮、健康度高、均匀度好，保育成活率高
	“心诚”	“颗粒料”，仔猪 18-30kg 使用，生长快、料比低、造肉成本低
	“心香健”	/
		食品级饼干料，满足更高养殖客户的需求

资料来源：公司官网，民生证券研究院，注：6H 指“营养、原料、工艺、生产、环保、健康”六位一体

产品及技术方面：公司针对客户差异化需求，围绕各品类养殖区域差异和生长阶段营养差异进行精细化研发，提高产品竞争力，推出生物环保型饲料和无抗饲料，目前公司旗下“六和牌水产饲料”已具备高知名度。此外，公司持续对低价替代原料日粮配方进行迭代，推出非玉米型混合日粮、全小麦日粮、全糙米型日粮等配方品系，扩大利润空间。未来，公司计划新建研发基地，围绕乳猪料等细分产品打造爆品，进一步拉动外销增量。

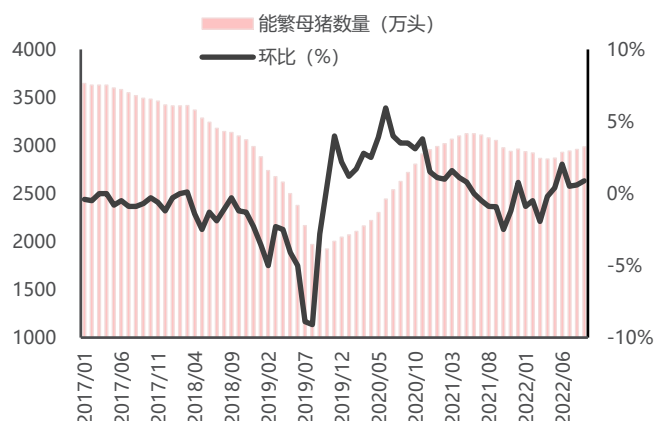
服务方面：推出“诸事旺”、“福达”等项目，为客户提供苗种、养殖、动保、销售等相关信息资源和技术支持，并且依托公司平台优势，给予客户融资便利，更深层的绑定了养殖户与公司之间的合作关系，拉动饲料销售。

2.3 需求回升，盈利空间有望修复

后周期补栏积极性提高，带动饲料需求增长。猪料方面，目前生猪价格在高位持续运行，带动补栏积极性回升，同时能繁母猪存栏量也略高于绿色区间，猪料仍有边际增量需求。公司抓紧非瘟后养猪规模化加速机遇，加大对集团和规模客户的开发，并根据客户需求提供其他综合服务，2021年的猪料外销中，集团和规模客户的销量占比达到27%。禽料方面，家禽存栏量仍然处于历史高位，但产能出现一定去化，禽料整体承压。

公司未来将继续保持饲料业务的规模优势，积极调整产品结构，向养殖服务型转变，不断扩张饲料销量。此外，目前大宗农产品价格整体趋稳，饲料业务成本端压力有望逐步减轻，盈利能力稳步增强。

图17：能繁母猪存栏量及环比



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：生猪价格波动



资料来源：wind，民生证券研究院

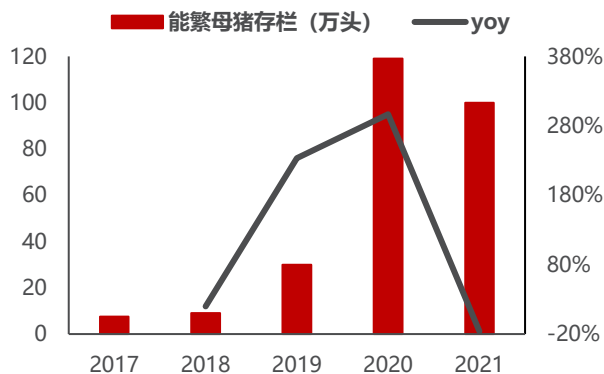
3 生猪：产能稳步提升，成本持续走低

3.1 逆势扩张，千万出栏目标基本达成

区域布局总体均衡，有利于规避风险。根据农业部非洲猪瘟防控的大区划分，公司养猪产能分布在五个大区，主要围绕人口、经济、消费的核心省份进行布局，截至 2021 年末，公司北部、东部、中南、西南、西北各区产能占比分别为 27%、35%、17%、10%、9%。均衡的产能布局可以帮助公司分散风险，避免特定时期里个别区域因疫情、自然灾害等而给公司整体造成较大的损失。

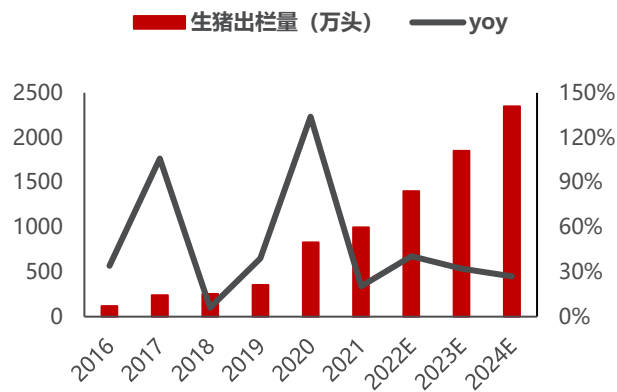
年千万出栏基本达成，远期出栏目标将实现翻番。2016 年公司发布养猪业务战略规划，明确提出 3-5 年内实现年出栏生猪一千万头的目标；2017 年，收购本香农业 70% 的股权后，公司打开西北市场，并形成完整的猪肉产业链；2019 年以来，公司抓住非瘟爆发后的机遇期，加速生猪产能布局。2016-2021 年，公司生猪出栏由 114.7 万头快速扩至 997.8 万头，CAGR 达 54.1%。截至 2022 年 5 月，公司自建育肥产能已经建成接近 590 万头，仍有 220 万头在建，预计年底自育肥产能达 800 万头规模，将有力支撑实现 2022~2024 年分别 1400 万头、1850 万头、2350 万头的出栏目标。

图19：公司 2017-2021 年能繁母猪存栏量



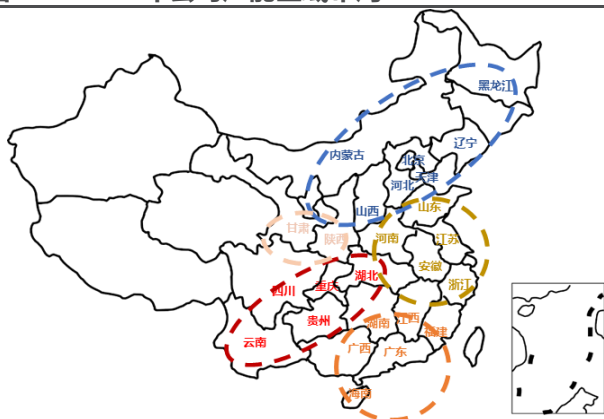
资料来源：公司公告，民生证券研究院(注：截至 2021 年 12 月 31 日)

图20：公司 2016-2024E 年生猪出栏量



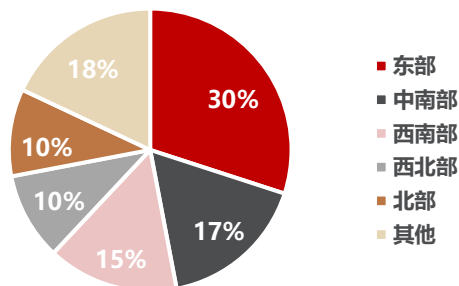
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：2022 年公司产能区域布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

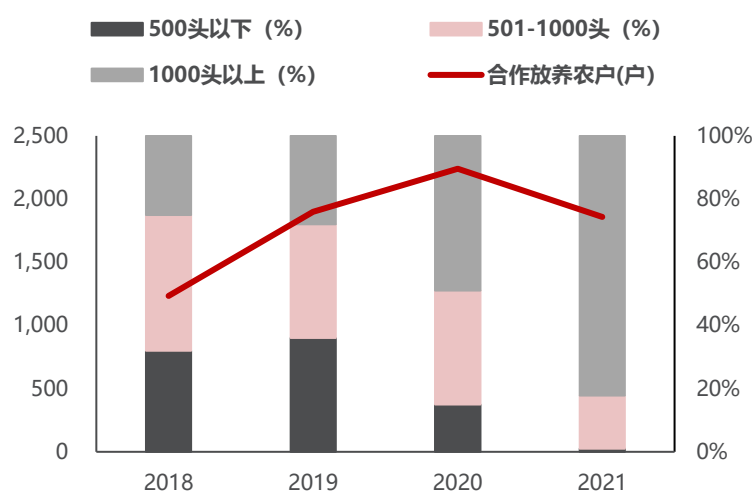
图22：2021 年公司产能区域占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

代养模式优化，自养比例扩大。当前阶段，在资金、人才储备、风险管控等考虑下，公司以“公司+农户”养殖模式为主。2018-2020年，公司合作放养农户由1233户增加至2240户，2021年，受行业景气度低迷影响，合作农户数下降至1860户，同比-17%，但养户结构趋于优化，养户平均规模同比提高35%，规模1000头以上农户占比已达83%；自养与合作放养全年出栏量比例约为1:4，年末存栏量比例约为2:3。预计随着现有自育肥场的满负荷率和自育肥人才能力的提升，一体化自养的占比将稳步提升，最终实现两种模式均衡发展。

图23：公司 2018-2021 年合作农户结构



资料来源：wind，民生证券研究院

表3：截至 2021 年年底，公司生猪养殖业务重要在建项目情况 (亿元)

项目名称	预算资金 (亿元)	工程累计投入资金 (亿元)	工程进度 (%)	尚需投入资金 (亿元)
广安新好新建猪场	22.65	5.04	26.00%	17.61
彰武新望新建猪场	17.00	7.43	42.00%	9.57
五河新希望新建猪场	11.58	7.87	67.00%	3.72
利津新六新建猪场	9.49	0.85	9.52%	8.64
湖北新好新建猪场	7.89	5.08	64.31%	2.81
郴州新好新建猪场	6.46	5.06	80.00%	1.40
邳州新希望新建猪场	6.32	2.92	45.00%	3.41
龙海新希望新建猪场	6.22	4.33	71.84%	1.89
广元新好新建猪场	5.67	3.13	62.07%	2.54
渭南新六新建猪场	5.50	2.30	42.00%	3.20
合计	98.70	44.01	/	54.77

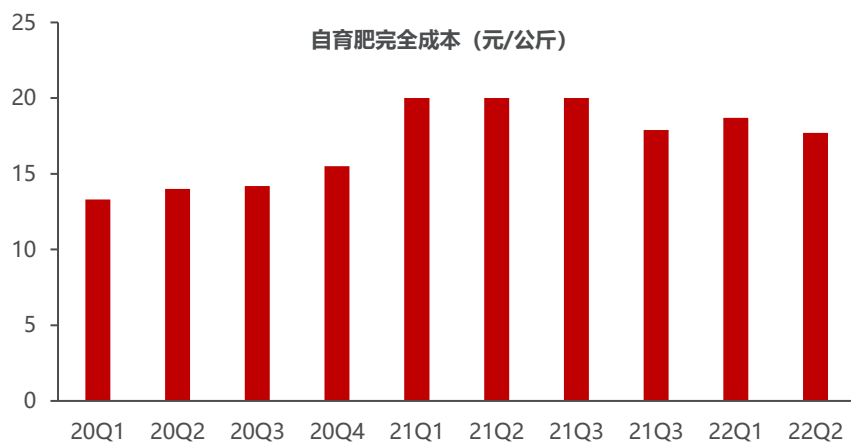
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 稳健经营，降本提效

养殖成本因阶段性外购仔猪出现异常增高。2020 年前公司养殖成本曾达到 12-15 元/公斤，成本处于行业较低水平，但 2020 年以来，由于前期高速扩张，内部生产管理能力被挤压，养殖效率低下，养殖成本升高，但其养殖成本压力更主要来自其高成本的外购仔猪育肥数量走高，外购种猪和自有种猪，会间接影响肥猪 0.5-2 元的成本。2021 年，叠加猪价下行等因素影响，养殖业务重心由规模转至效率提升。

放缓扩张，综合优化生产管理。1) 放慢规模增长节奏，减缓资本开支。2021 年一季度开始，公司放缓新种猪场、自育项目建设；连续减少资本开支，2021H1 环比下降 46%，2021H2 环比下降 32%；开办费用 2021H1 环比下降 18%，2021H2 环比降低 46%。2) 提升自繁育肥，优化产能结构。2021 年二季度以来，持续清退部分前期租赁的种培、自育肥场，坚持淘汰弱毒和低效母猪，推进满负荷生产。3) 数智化管控落地，生产管理双提升。上线计划运营管理系统，借助信息化、数字化促进养猪效率提升与成本降低。

图24：20 年以来公司自育肥完全成本



资料来源：公司公告，民生证券研究院

效率提升，持续降本。2021 年前三季度，自繁仔猪完全成本接近 20 元/公斤，2021 年二季度开始，公司叫停外购仔猪及母猪，四季度高外购成本影响基本消除，公司育肥成本降至 17.9 元/公斤，其中现金成本 13 元/公斤，与行业水平接近。2022 年一季度，受饲料价格上涨及冬季疫病影响，生猪成本回升至 18.79 元/公斤；2022 年上半年末，PSY 达 21.5 头，35 天受胎率接近 91%（同比提高 27PCT）、受胎分娩率接近 86%（同比提高 11PCT），窝均活仔数 11.4 头（同比提高 1.4），窝均断奶数达到 10.4 头（同比提高 1.3），公司种猪生产指标均改善明显，二季度成本重新降至 17.7 元/公斤。公司预计随着出栏增加、公司仔猪结构的优化、自养比例提升、防控及养殖管理水平的提升，年底成本有望进一步降至 16 元/公斤，且猪价进入上行通道，公司生猪业务利润水平将显著提升。

表4：成本下降分拆指标（元/公斤）

分拆指标	2021 年底	2022Q1	2022Q2	2022 年底
苗种成本	仔猪断奶成本 500 元/头、对应苗种成本 4.1 元/公斤左右	仔猪断奶成本 470 元/头，对应苗种成本下降至 3.9 元/公斤左右	仔猪断奶成本 434 元/头，对应苗种成本降至 3.6 元/公斤	仔猪断奶成本 430 元/头，对应苗种成本降至 3.6 元/公斤
死淘率	1.5 元/公斤	-	-	非瘟防控和管理能力提升，-0.8 元/公斤
饲料成本	饲料成本 7.9 元/公斤	饲料涨价，+0.3-0.4 元/公斤	饲料涨价，+0.7-0.8 元/公斤 饲料配方优化，-0.3 元/公斤 精准喂养，降低料肉比-0.1 元/公斤	精细化管理能力提升，料肉比改善，低成本饲料，-0.5-0.8 元/公斤
费用	代养费 180 元/头（1.5 元/公斤）	代养费用优化、自繁比例提升； 22Q1 代养费用约 170-180 元/头，代养比例 70%。	22Q2 代养费 150-180 元/头	推动满负荷优化生产过程中，制造、管理费用等费用会有一定的改善，-0.2~0.3 元/公斤（自育肥到年底 800 万头）
疫苗兽药	-	-	-	-0.1~0.2
合计	-	+0.8	-1	-1.6~2.1
最终完全成本	17.9	18.7 (22Q1) /18 (22M4)	17.7 (22Q2) /17.5 (22M6)	16

资料来源：公司公告，民生证券研究院；注：不含总部费用

养殖出栏增加将进一步增厚饲料、屠宰端利润。养殖环节链接产业上下端，其规模增长能够显著带动上下游产能利用率，提高公司盈利水平。经测算，若 2022 年生猪出栏量达到 1400 万头，将增厚饲料板块 0.54 亿净利润，屠宰板块 4.50 亿净利润，合计 5.04 亿。

表5：2022 年养殖规模扩大，增厚饲料、屠宰端利润测算

饲料板块		屠宰板块	
出栏量增量（万头）	400	屠宰产能（万头），假设 110 公斤/头	670
饲料需求增量（万吨），假设料肉比为 3：1	132	自产比例（%）	80%
单吨净利（元/吨），以 2021 年为参考	44	外购生猪数量（万头）	100
饲料增量利润（万元）	5901	节约成本（万元），假设生猪均价 20 元/公斤，无需外购	44160
假设单吨总折旧额（元/吨），20 年折旧期	20	假设单头总折旧额（元/头），20 年折旧期	160
产能利用率（%）	50%	产能利用率（%）	50%
实际单吨年折旧额（元/吨）	20	实际单头年折旧额（元/头）	16
产能利用率提升至 100%后，单吨节约折旧摊销（元/吨）	10	产能利用率提升至 100%后，单吨节约固定摊销（元/吨）	8
原产量（万吨）	132	原屠宰量（万头）	100
节约折旧费（万元）	1320	节约折旧费（万元）	803
总增税前利润（万元）	7221	免税	/
总增净利润（万元）	5416	总增净利润（万元）	44963

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4 食品：深挖终端价值空间，领跑农牧食品赛道

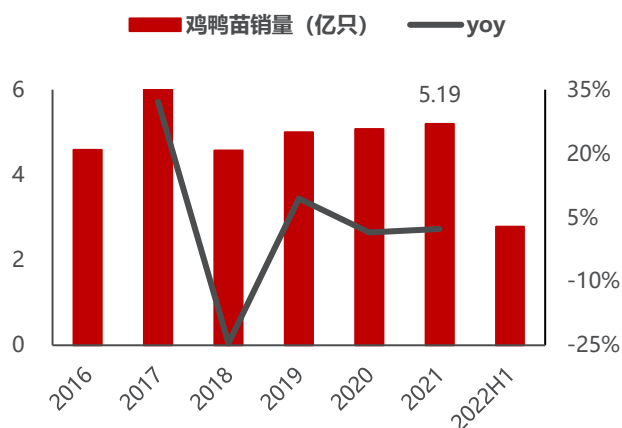
4.1 肉禽一体化：控制规模，稳量提质

公司于 2018 年底优化调整组织架构，将禽屠宰划归白羽肉禽业务，以使其加强与上游养殖环节的产销联动，调整后禽产业板块业务包含白羽肉鸡、肉鸭，涵盖“祖代肉禽养殖-父母代肉禽养殖-禽屠宰”完整产业链。

种鸭繁育技术领先，种鸡保持适度规模。 1) 种鸭：公司处于行业领先地位，是国内第二大父母代鸭苗、第三大商品代鸭苗供应商，培育出了具有瘦肉率高、生长速度快等多方面优势的“中新”北京鸭。2) 种鸡：公司向上游延伸的环节较短，主要从其他专业种鸡企业购入父母代鸡苗。2021 年，公司共销售禽苗 5.2 亿只，同比增加 2.3%；2022 年上半年，公司共销售禽苗 2.8 亿只，同比增长 5.3%。

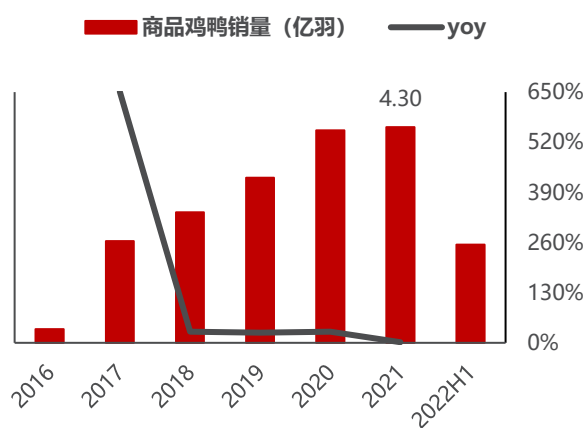
坚持自养基地建设，引导委托代养转型。 2016~2021 年，公司商品代肉禽销量从 0.3 亿羽增长至 4.3 亿羽，CAGR 为 70.3%。2022 年上半年，受下游消费低迷影响，商品代肉禽销售量同比下滑 10.8%至 2.0 亿只。目前，公司以“公司+农户”合作养殖方式为主，并通过帮助农户进行环保棚舍升级等方式，增进与农户紧密合作的意愿，签订 2 年以上连养合同，推动原有松散型合同养殖模式逐步向委托代养模式升级；同时，在适合区域逐步加大商品代一体化自养。截至 2022H1，委托代养及自养模式合计养殖量已超过 4 亿羽。

图25：公司 2016-2022H1 鸡鸭苗销量



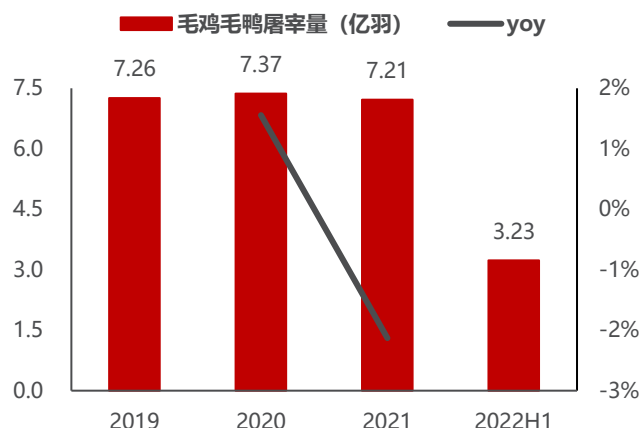
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：公司 2016-2022H1 商品鸡鸭销量

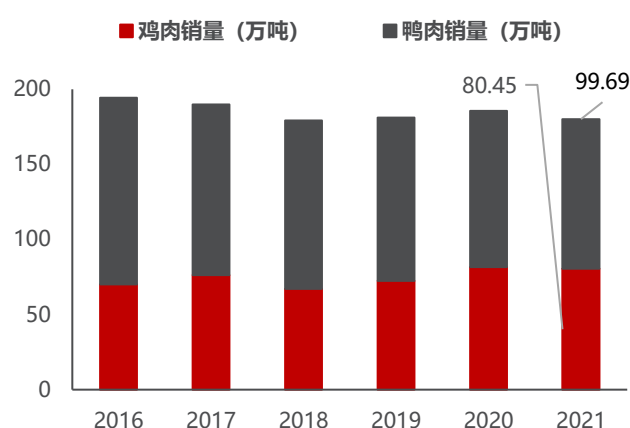


资料来源：公司公告，民生证券研究院

屠宰规模行业第一，产业链配套效率优化。 在禽屠宰环节，公司年屠宰量超 7 亿只，禽肉生产量近 200 万吨，常年高居行业第一。公司自 2014 年起，推动“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略转型，目前公司禽产业规模整体趋于稳定，针对肉鸭、肉鸡，公司分别将重心放于提高副产品转化率及提高鲜品销售比例上，充分发挥规模优势，对接下游中头部客户核心供应商及商超等新兴渠道以降低批发市场渠道的依赖，帮助公司实现品牌价值、产业链效益的最大化。

图27：公司 2019-2022H1 禽肉屠宰量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

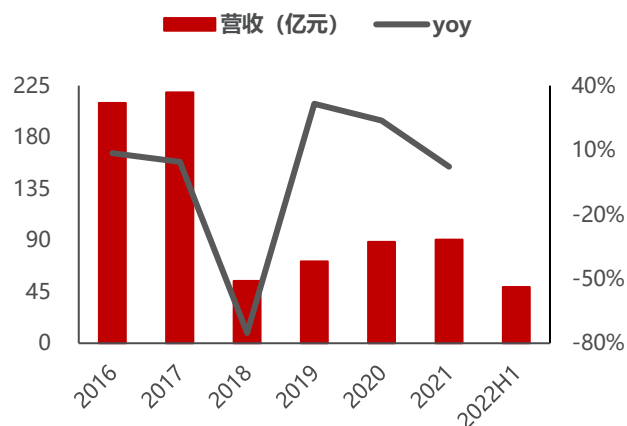
图28：公司 2016-2021 年禽肉销量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

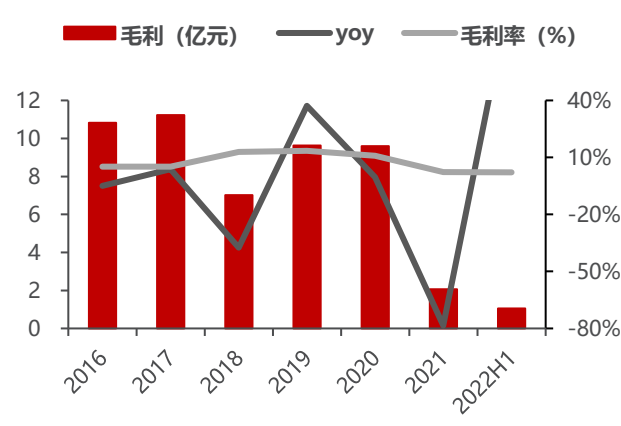
4.2 食品：以产品力驱动品牌力，驶入成长快车道

食品业务是公司长期转型发展的方向，公司食品业务包含猪屠宰、肉制品深加工、中央厨房等细分领域。尽管消费减弱，但疫情也进一步催生了居家餐饮需求，为半成品、深加工食品带来新景气度。

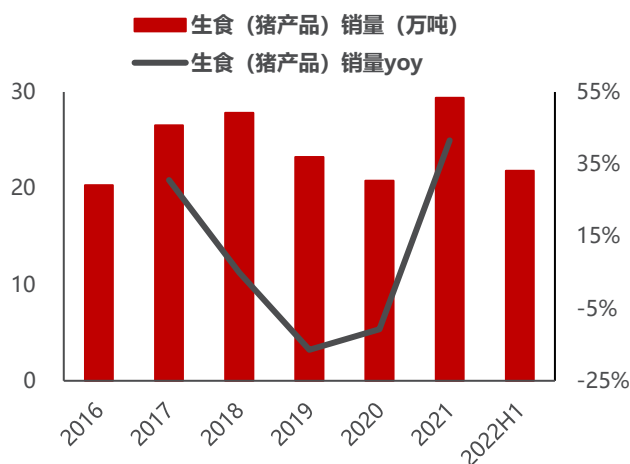
养宰联动协同，发展态势良好。2021年，公司紧抓机遇，加强品类管理、优化组织及运转机制，在产品、区域、渠道方面都有较好的拓展，食品业务营收达90.4亿元，同比增长2.2%。2022H1，食品业务持续突破，销售猪肉产品21.8万吨、各类深加工肉制品和预制菜13.0万吨，分别同比增长77.2%、6.6%；整体实现营业收入49.1亿元，同比增长9.8%，归母净利润约7.7亿元，同比增长11%。2022年初山东千喜鹤屠宰厂正式投产，目前已实现自身90%的内采率，并拉动生猪屠宰业务量实现翻倍增长，上半年公司生猪屠宰量共135万头，同比增加93.6%，充分发挥养宰联动协同价值。

图29：公司 2016-2022H1 食品业务营收


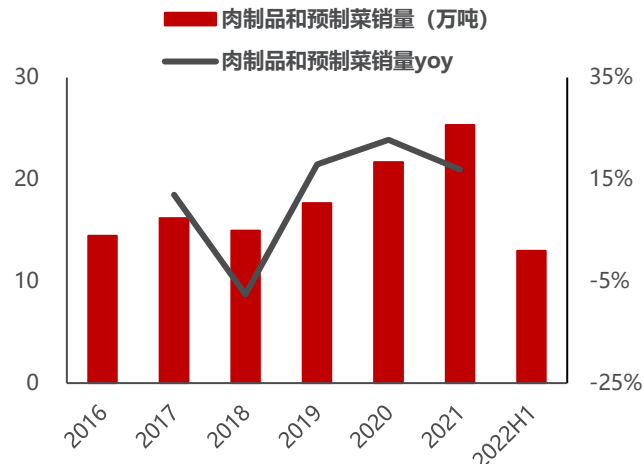
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：公司 2016-2022H1 年食品业务毛利


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：公司 2016-2022H1 生食（猪产品）销量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：公司 2016-2022H1 肉制品和预制菜销量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

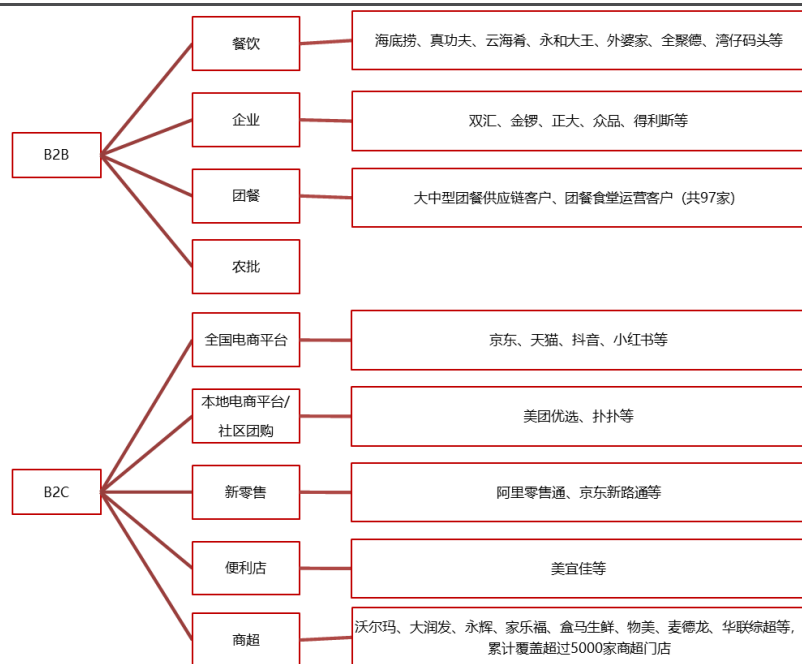
公司产品矩阵可分为屠宰产品、熟食制品、预制菜三大板块。屠宰产品方面，公司不断推进“提鲜销”“精分割”“生转调”的发展战略，优化产品结构。熟食制品方面，通过升级包装、丰富口味、品质升级等手段增强如美好礼盒、火腿产品等老品吸引力，再以持续推新方式推出如肠类、肉丸等系列产品。预制菜方面，公司在原有焖面、面点、粥类等拳头产品基础上，不断开发出口味多样且易于标准化的新产品。

优势品种和爆品的培育是公司食品端重要的矩阵布局方向。2019年，公司发力火锅餐饮，小酥肉成为爆品，并与电商、新零售渠道（盒马生鲜）有机结合形成突破，当年公司高溢价品类份额提升至38%，小酥肉销售额突破1.4亿元。在此基础上公司陆续丰富火锅场景产品，逐渐形成品牌影响力和渠道辐射力，2021年对火锅连锁品牌Top100实现100%覆盖，小酥肉已成为十亿元级单品。

渠道覆盖丰富，深耕品牌营销。目前公司渠道已覆盖餐饮、商超、新零售、电商，B、C端齐发力；同时，公司深耕社区营销、线上直播，开展线下餐饮论坛与峰会宣讲、主题推广、线上社交工具创新社群营销等活动，吸引关注聚集客群，导流电商促进转化。经销商方面，公司全国的经销商网络已经完成省会城市100%覆盖，地级市覆盖率也超过60%，在西南、华北、华东、华南等基础较好的区域，也基本搭建起覆盖到县的经销网络。品牌方面，公司拥有“干喜鹤”、“美好”、“六和”等多个知名品牌，其中，“美好”品牌在四川市场品牌形象积淀牢固，“干喜鹤”作为2008年北京奥运会指定供应商也具备市场高认可度。

公司在小酥肉等火锅赛道累积的产品经验、服务能力、合作资源，亦正在逐步复制到其他产品、餐饮赛道。随着预制菜行业扩容，公司食品业务有望在内部自有供应链、高品质、多渠道等优势出更大的品牌影响。

图33：公司渠道网络



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

表6：产品矩阵

类型	品种	品牌
生鲜肉食	禽肉分割品	六和、倍有滋
	猪肉分割品	千喜鹤
	牦牛肉分割品	雪域雅克
调理食品	串类、丸子、煎炸、肠类、蒸烤等	六和美食、和香居等
预制菜系	面食、粥、菜肴、菜汤、健康类（鸡胸肉等）	嘉合一品、六和
包装食品	休闲（肉类零食、方便餐食等）	美好、味之棒（休闲酱卤产品）等
	高端（常温、低温）	O right、科赫、Soulcook

资料来源：公司公告，公司官网，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

目前生猪市场进入周期反转阶段,且禽存栏量仍然处于历史高位,高毛利率水产料销售比例增长,我们预计公司 22~24 年饲料业务外销量复合增速为 15.08%,伴随公司产品竞争力逐渐加强,毛利率亦将稳步提升。此外,随着上游粮价趋稳,饲料价格或将逐步回落,我们预计饲料业务 22~24 年分别实现收入 788.1、825.5、908.9 亿元, CAGR 为 7.4%。

2) 生猪养殖业务

随着猪价周期反转,预计销售均价有望抬升后再温和回落,且公司生猪养殖和管理水平提升,有助于成本改善。根据公司规划 22~24 年生猪出栏量分别为 1400、1850、2350 万头,我们假设未来三年随着生猪供应量波动,猪价先涨后跌。最终预计生猪业务 22~24 年分别实现收入 270.0、401.7、476.4 亿元, CAGR 为 32.8%。

3) 禽链一体化业务

公司禽产能、销量规模均较为稳定,假设 22~24 年鸡鸭销量基本维持稳定,随着管理能力提升,成本逐步改善,毛利率亦将有所改善。最终,我们预计禽链一体化业务 22~24 年分别实现收入 209.9、209.0、204.0 亿元,基本维持稳定。

从整体费用情况来看,随着公司经营日趋完善,管理水平不断提升,我们预计未来三年公司期间费用率将稳中有降。

表7：公司各业务盈利预测拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
整体营业收入 (亿元)	1262.6	1478.2	1681.3	1867.1
增速	15.0%	17.1%	13.7%	11.1%
整体营业成本 (亿元)	1242.4	1380.8	1520.2	1700.2
毛利 (亿元)	20.3	97.5	161.1	166.9
毛利率	1.6%	6.6%	9.6%	8.9%
饲料业务				
营业收入 (亿元)	708.2	788.1	825.5	908.9
增速	37.1%	11.3%	4.7%	10.1%
营业成本 (亿元)	662.1	733.0	765.2	836.2
毛利率	6.5%	7.0%	7.3%	8.0%
生猪养殖业务				
营业收入 (亿元)	172.0	270.0	401.7	476.4
增速	-30.6%	56.9%	48.8%	18.6%
营业成本 (亿元)	208.5	269.2	356.1	444.0
毛利率	-21.2%	0.3%	10.7%	6.6%
禽链一体化业务				
营业收入 (亿元)	182.3	209.9	209.0	204.0
增速	-0.8%	15.2%	-0.5%	-2.4%
营业成本 (亿元)	179.2	182.4	177.4	169.1
毛利率	1.7%	13.1%	15.1%	17.1%
其他业务				
营业收入 (亿元)	200.1	210.2	245.2	277.9
增速	33.2%	5.0%	16.6%	13.3%
营业成本 (亿元)	192.6	196.2	221.5	250.9
毛利率	3.8%	6.7%	9.7%	9.7%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测；

表8：公司费用预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率 (%)	1.4	1.3	1.3	1.2
管理费用率 (%)	3.4	3.2	3.2	3.0
研发费用率 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司目前已成为农业一体化国家重点龙头企业，其中，饲料、畜禽养殖为影响公司利润的主要业务。截至 2022 年 6 月末，饲料业务占公司营收比例最大，达 57.8%；禽养殖和畜养殖次之，占比分别达 13.3%和 12.5%，份额也较大。因此，我们选取公司对应主要业务的可比公司，分别为以饲料为主营业务的海大集团、以生猪养殖为主营业务的牧原股份、以家禽养殖加工为主业的益生股份，新希望 2023、2024 年 PE 均值为 10、10 倍，略低于可比公司 17、15 倍的均值。考虑到猪周期进入反转通道，禽业市场回暖，预计今年四季度到明年公司业绩改善确定性高，估值也将得到修复。

表9：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002311.SZ	海大集团	60.12	1.71	2.75	3.31	35	22	18
002714.SZ	牧原股份	48.35	2.09	5.59	4.68	23	9	10
002458.SZ	益生股份	14.65	0.08	0.68	0.98	183	22	15
均值		/	/	/	/	80	17	14
000876.SZ	新希望	13.4	0.07	1.29	1.38	185	10	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 12 月 16 日

5.3 投资建议

预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 3.28、58.71、62.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.07、1.29、1.38 元。当前生猪养殖行业景气度逐步上升，公司养殖和管理水平逐步提升，全产业链竞争综合优势明显，考虑到公司的龙头低位及资金实力，养殖及食品业务规模有望持续扩张，未来发展空间可观，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 动物疫病风险。疫情若大规模爆发，将直接导致禽畜疾病及死亡，影响公司出栏及销量，并拉高防控成本，收入及业绩直接受损。

2) 畜禽价格波动风险。市场回暖，禽畜市场进入底部回升态势，但消费端仍受疫情影响，仍存在波动可能；且公司在建和拟建工程尚需投资规模较大，若禽畜价格持续低迷，经营获现能力将大幅下滑，将增加公司偿债和流动风险。

3) 自然灾害及原材料价格波动风险。旱涝灾害等自然因素及收储政策、俄乌冲突等政治因素存在不确定性，大宗农产品生产供应及价格将受到波动。公司饲料业务营收占比超五成，同时禽畜养殖占比趋大，饲料价格波动还将传导到下游养殖环节。若全球大宗农产品供应偏紧，价格维持高位或持续上行，将进一步推高饲料原料成本、养殖成本。

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	126,262	147,824	168,135	186,715
营业成本	124,236	138,077	152,021	170,023
营业税金及附加	223	251	286	299
销售费用	1,791	1,922	2,186	2,241
管理费用	4,317	4,730	5,380	5,601
研发费用	290	310	353	373
EBIT	-7,093	2,887	8,282	8,576
财务费用	1,117	1,481	1,715	1,927
资产减值损失	-2,894	-1,262	-43	-37
投资收益	1,378	1,626	1,849	2,054
营业利润	-6,955	1,593	8,232	8,540
营业外收支	-2,136	-1,000	-1,000	-1,000
利润总额	-9,091	593	7,232	7,540
所得税	412	208	325	339
净利润	-9,503	386	6,907	7,201
归属于母公司净利润	-9,591	328	5,871	6,265
EBITDA	-947	9,741	16,780	18,500

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,869	14,591	21,076	28,278
应收账款及票据	1,156	1,261	1,464	1,642
预付款项	2,139	2,869	3,159	3,533
存货	15,926	17,910	21,069	23,576
其他流动资产	731	1,087	1,222	1,330
流动资产合计	34,820	37,718	47,990	58,359
长期股权投资	23,840	25,466	27,315	29,369
固定资产	33,736	42,942	51,108	52,362
无形资产	1,859	1,896	1,931	1,964
非流动资产合计	97,914	101,352	103,104	105,177
资产合计	132,734	139,071	151,094	163,536
短期借款	15,159	16,159	18,659	21,259
应付账款及票据	9,586	11,820	13,014	14,555
其他流动负债	12,145	21,306	10,870	12,131
流动负债合计	36,890	49,286	42,544	47,945
长期借款	32,712	30,324	42,324	42,324
其他长期负债	16,652	15,390	15,248	15,087
非流动负债合计	49,365	45,713	57,571	57,411
负债合计	86,255	94,999	100,115	105,356
股本	4,505	4,539	4,539	4,539
少数股东权益	12,941	12,999	14,035	14,971
股东权益合计	46,480	44,072	50,979	58,180
负债和股东权益合计	132,734	139,071	151,094	163,536

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.97	17.08	13.74	11.05
EBIT 增长率	-211.81	140.70	186.88	3.55
净利润增长率	-293.98	103.42	1690.50	6.71
盈利能力 (%)				
毛利率	1.60	6.59	9.58	8.94
净利润率	-7.60	0.22	3.49	3.36
总资产收益率 ROA	-7.23	0.24	3.89	3.83
净资产收益率 ROE	-28.60	1.06	15.89	14.50
偿债能力				
流动比率	0.94	0.77	1.13	1.22
速动比率	0.45	0.34	0.55	0.64
现金比率	0.40	0.30	0.50	0.59
资产负债率 (%)	64.98	68.31	66.26	64.42
经营效率				
应收账款周转天数	3.11	3.18	3.18	3.18
存货周转天数	46.79	50.64	50.64	50.64
总资产周转率	1.04	1.09	1.16	1.19
每股指标 (元)				
每股收益	-2.11	0.07	1.29	1.38
每股净资产	7.39	6.85	8.14	9.52
每股经营现金流	0.11	2.23	3.28	3.94
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	185	10	10
PB	1.8	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	-121.39	12.21	6.87	5.98
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-9,503	386	6,907	7,201
折旧和摊销	6,146	6,854	8,498	9,924
营运资金变动	-329	526	-1,637	-428
经营活动现金流	501	10,121	14,905	17,905
资本开支	-16,772	-9,150	-8,656	-10,058
投资	-628	-88	-50	-30
投资活动现金流	-16,948	-9,039	-8,706	-10,088
股权募资	4,447	264	0	0
债务募资	23,245	3,715	3,050	2,600
筹资活动现金流	22,283	-1,360	286	-614
现金净流量	5,784	-278	6,486	7,202

插图目录

图 1: 公司历史发展进程	3
图 2: 公司股权结构图 (截至 2022 年 6 月 30 日)	4
图 3: 公司 2016-2022Q1-Q3 营业收入情况	4
图 4: 公司 2016-2022Q1-Q3 归母净利润情况	4
图 5: 公司 2016-2022H1 营业收入情况	5
图 6: 公司 2016-2022H1 主要业务毛利率	5
图 7: 公司 2016-2022H1 净利率、毛利率水平	5
图 8: 公司 2016-2022H1 费用率水平	5
图 9: 公司 2016-2022H1 饲料业务营收及增速	7
图 10: 公司 2016-2021H1 饲料业务毛利及增速	7
图 11: 公司 2016-2022H1 饲料销量及增速	7
图 12: 公司 2021 年饲料外销结构	7
图 13: 2016-2021 年饲料行业毛利率趋势	8
图 14: 国内玉米、豆粕、小麦价格走势 (元/吨)	8
图 15: 公司 2016-2022H1 饲料单吨毛利及毛利率	8
图 16: 上市公司 2021 年饲料业务营收 (亿元, 纵轴) 与毛利率 (% , 横轴)	8
图 17: 能繁母猪存栏量及环比	10
图 18: 生猪价格波动	10
图 19: 公司 2017-2021 年能繁母猪存栏量	11
图 20: 公司 2016-2024E 年生猪出栏量	11
图 21: 2022 年公司产能区域布局	11
图 22: 2021 年公司产能区域占比	11
图 23: 公司 2018-2021 年合作农户结构	12
图 24: 20 年以来公司自育肥完全成本	13
图 25: 公司 2016-2022H1 鸡鸭苗销量	15
图 26: 公司 2016-2022H1 商品鸡鸭销量	15
图 27: 公司 2019-2022H1 禽肉屠宰量	16
图 28: 公司 2016-2021 年禽肉销量	16
图 29: 公司 2016-2022H1 食品业务营收	16
图 30: 公司 2016-2022H1 年食品业务毛利	16
图 31: 公司 2016-2022H1 生食 (猪产品) 销量	17
图 32: 公司 2016-2022H1 肉制品和预制菜销量	17
图 33: 公司渠道网络	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司海外子公司及业务布局情况 (截至 2021 年 6 月)	6
表 2: 公司饲料产品研发情况	9
表 3: 截至 2021 年年底, 公司生猪养殖业务重要在建项目情况 (亿元)	12
表 4: 成本下降分拆指标 (元/公斤)	14
表 5: 2022 年养殖规模扩大, 增厚饲料、屠宰端利润测算	14
表 6: 产品矩阵	18
表 7: 公司各业务盈利预测拆分	20
表 8: 公司费用预测	20
表 9: 可比公司 PE 数据对比	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。	公司评级	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