



温氏股份 (300498.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

猪周期景气上行 养殖龙头稳健成长

公司简介

“公司+农户”模式下的畜禽养殖龙头，双轮驱动稳健增长。公司以齐创共享为核心文化，深耕养殖业 40 余年，现已发展成一家以畜禽养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧企业集团。公司生猪与肉鸡养殖业务营收合计占比超过 90%，2024Q1 实现收入 218.42 亿元，同比增长 9.37%；实现归母净利润-12.36 亿元，同比减亏。

投资逻辑

生猪养殖：生产效率行业一流，长期成长可期。截至 2024 年 4 月全国能繁母猪存栏量为 3986 万头，行业产能去化幅度已经超过 2022 年 4 月，2022H2 生猪月均价超过 27 元/公斤，行业在猪价头均盈利为 1228 元/头。今年在行业成本中枢下行的背景下猪价高点可能不及 2022 年，但是生猪价格大概率超过 20 元/公斤，头均盈利有望阶段性超过 700 元/头；行业高负债背景下补充产能速度较慢，周期景气度与盈利水平有望超预期。

公司作为生猪养殖龙头企业存在以下优势：1. 养殖成绩优异：截至 24M4 养殖综合成本下降至 14.4 元/公斤，重回行业第一梯队，养殖成本有望长期领先行业。2. 养殖布局优秀：公司在华东与华南高售价区合计收入超过 65%，公司生猪销售均价行业领先。3. 轻资产稳健扩张：截至 24M4 公司能繁母猪存栏 157 万头，2024 年生猪计划出栏 3000-3300 万头，预计同比增长 14%-26%之间；公司已建成种猪场产能可支撑仔猪出栏 4600 万头，育肥阶段有效饲养能力约 3500 万头，中长期有望稳步增长。

肉禽养殖：龙头地位稳固，深耕全产业链。2023 年出栏肉鸡 11.83 亿羽，同比增长 9.4%，出栏量行业遥遥领先，且常年稳步增长。肉鸡养殖成本常年位于领先地位，截至 24M4 毛鸡完全养殖成本为 12.2 元/公斤。黄羽鸡父母代产能位于 2018 年以来的低位，下半年随着猪周期景气度回升，公司有望迎来猪鸡共振。

盈利预测、估值和评级

预计下半年猪鸡价格景气上行，公司养殖体量稳步增长，叠加饲料成本处于低位，业绩弹性可期。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 1091/1266/1367 亿元，同比 +21.33%/16.1%/8.0%；分别实现归母净利润 67/134/121 亿元，同比扭亏为盈/+100%/-10%；对应 EPS 为 1.01/2.02/1.83 元。参考可比公司估值表，给予公司 2024 年估值对应 28XPPE，目标价为 28.28 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

猪价不及预期；原材料价格波动；动物疫病风险；可转债风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.41 元

目标价 (人民币)：28.28 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	83,725	89,921	109,102	126,625	136,690
营业收入增长率	28.88%	7.40%	21.33%	16.06%	7.95%
归母净利润(百万元)	5,289	-6,390	6,721	13,444	12,137
归母净利润增长率	-139.46%	-220.81%	N/A	100.04%	-9.72%
摊薄每股收益(元)	0.807	-0.961	1.010	2.021	1.825
每股经营性现金流净额	1.69	1.14	1.59	2.74	2.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.32%	-19.33%	17.21%	26.29%	19.55%
P/E	24.33	-20.88	22.11	11.05	12.24
P/B	3.24	4.04	3.81	2.91	2.39

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、一体化现代农牧企业，深耕养殖铸就龙头.....	4
1.1 多元化布局畜禽养殖龙头，双主业稳健发展.....	4
1.2 齐创共享文化助力发展，股权激励调动积极性.....	6
二、生猪养殖：猪价趋势性好转，优化内功增强盈利能力.....	7
2.1 产能缺口逐步体现，生猪价格有望趋势上行.....	7
2.2 多路径降本增效，养殖成本重回行业领先.....	8
2.3 养殖布局优秀，充分受益猪价上涨.....	10
2.4“公司+农户”轻资产扩张，长期成长可期.....	11
三、禽养殖：黄羽鸡养殖龙头，完善产业链迎发展.....	14
3.1 产能持续下行，下半年有望猪鸡共振.....	14
3.2 黄羽鸡养殖龙头，积极发展下游终端.....	15
盈利预测与投资建议.....	16
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：公司业务布局情况.....	4
图表 2：公司发展历史沿革.....	4
图表 3：公司营业收入情况.....	5
图表 4：公司营收构成.....	5
图表 5：生猪养殖业务对利润影响最大（百万元）.....	5
图表 6：公司主要业务毛利率情况.....	6
图表 7：公司历年归母净利润与走势.....	6
图表 8：公司净利率水平行业领先.....	6
图表 9：公司资产负债率水平处于行业中下水平.....	6
图表 10：公司第四期股权激励计划.....	6
图表 11：公司可转债转股情况.....	7
图表 12：生猪价格与能繁存栏的关系.....	7
图表 13：近三年生猪月均价走势（元/公斤）.....	7
图表 14：高效母猪占比于 22 年基本恢复正常.....	8
图表 15：生产效率提升幅度边际递减.....	8
图表 16：全年生猪出栏量与均价呈现反比关系.....	8
图表 17：预计 24 年生猪价格前低后高.....	8
图表 18：公司各时期养殖成本（元/公斤）.....	9
图表 19：主要公司养殖成本对比（元/公斤）.....	9
图表 20：PSY 水平仍有恢复空间（头/年）.....	9
图表 21：母猪配种分娩率逐步稳定.....	9
图表 22：肉猪上市率尚未恢复至非瘟前.....	9
图表 23：公司仔猪成本逐步下降（元/头）.....	9



图表 24: 公司种猪生产性能优秀	10
图表 25: 杜洛克精液使用比例仍有较大提升空间	10
图表 26: 生猪养殖营业成本拆分	10
图表 27: 饲料价格预计相对平稳 (元/公斤)	10
图表 28: 我国区域间生猪价格存在明显价差 (元/公斤)	11
图表 29: 公司销售均价存在优势	11
图表 30: 公司收入主要集中在华东与华南	11
图表 31: 历年公司生猪出栏量	11
图表 32: 公司能繁母猪存栏稳步增长 (万头)	11
图表 33: 各种养殖模式基本情况梳理	12
图表 34: 2019 年牧原股份生猪营业成本拆分	12
图表 35: 2019 年温氏股份生猪营业成本拆分	12
图表 36: 公司代养费用 (元/头)	13
图表 37: 公司生猪户均养殖规模持续扩大	13
图表 38: 各家企业生猪养殖项目投资梳理	13
图表 39: 可比公司头均固定资产 (元/头)	14
图表 40: 生产性生物资产变化趋势	14
图表 41: 行业黄羽鸡出栏量连年下滑	14
图表 42: 黄羽鸡养殖规模化程度逐年提升	14
图表 43: 黄羽鸡父母代存栏 (万套)	14
图表 44: 黄羽鸡商品代鸡苗销量 (万羽)	14
图表 45: 黄羽鸡价格走势与猪价走势相关度较高	15
图表 46: 公司肉鸡出栏量与增速	15
图表 47: 公司肉鸡出栏市占率第一	15
图表 48: 黄羽鸡成本与盈利情况	15
图表 49: 饲料成本有望下行 (元/公斤)	15
图表 50: 公司部分生鲜/熟食产品	16
图表 51: 公司冰鲜鸡销售占比	16
图表 52: 此处录入标题	16
图表 53: 可比公司历年出栏量情况	17
图表 54: 可比公司估值表	17

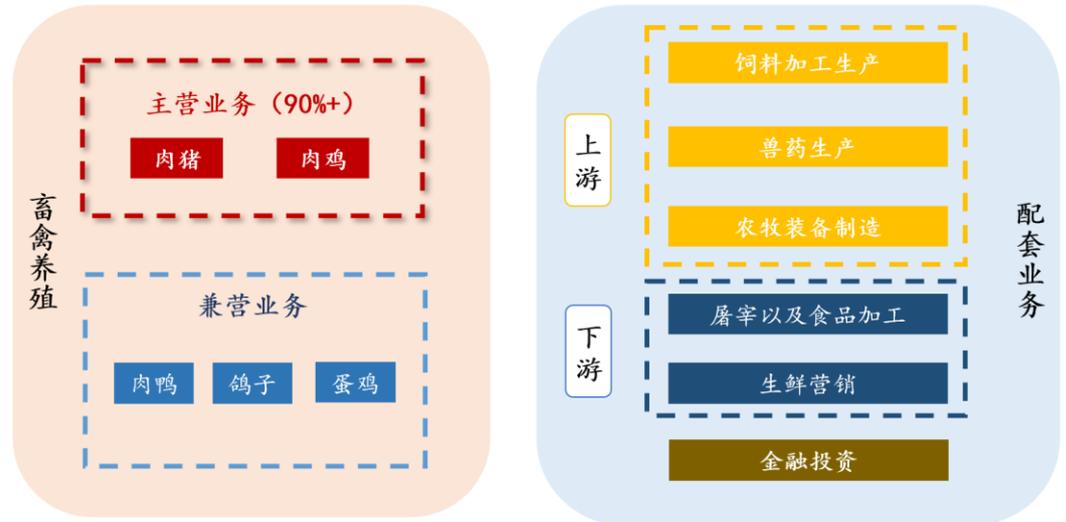


一、一体化现代农牧企业，深耕养殖铸就龙头

1.1 多元化布局畜禽养殖龙头，双主业稳健发展

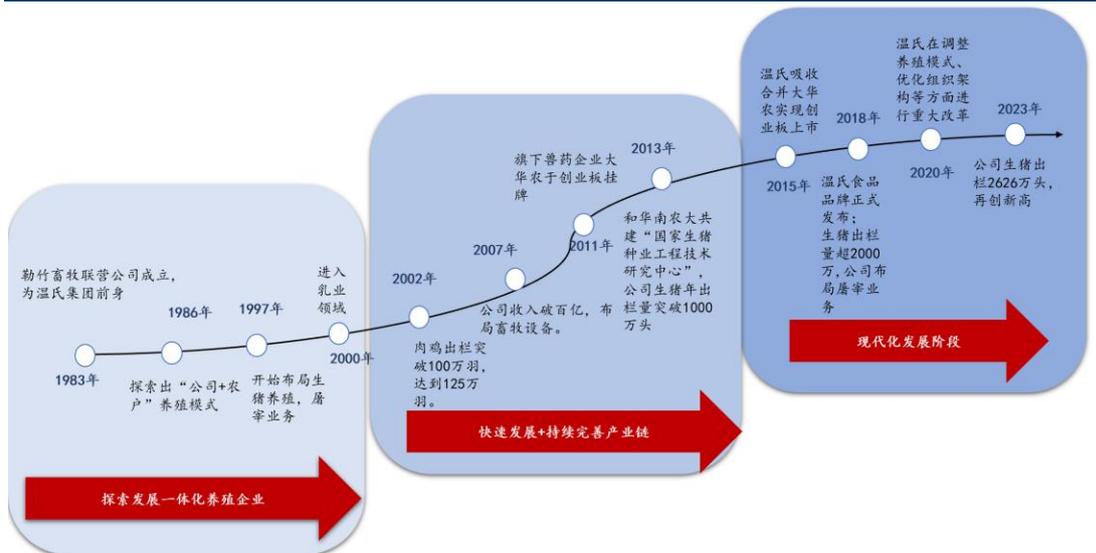
温氏股份创立于 1983 年，以“公司+农户”养殖模式为发展核心、齐创共享为核心文化，深耕养殖业 40 余年，现已发展成一家以畜禽养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧企业集团。公司主营肉鸡和肉猪的养殖和销售，兼营肉鸭、蛋鸡、鸽子的养殖及其产品销售。同时，公司围绕畜禽养殖产业链上下游，配套经营生物育种、畜禽屠宰、食品加工、现代农牧装备制造、兽药生产、生鲜食品流通连锁经营以及金融投资等业务，公司全产业链布局谋求协同发展。

图表1：公司业务布局情况



来源：公司年报，国金证券研究所

图表2：公司发展历史沿革



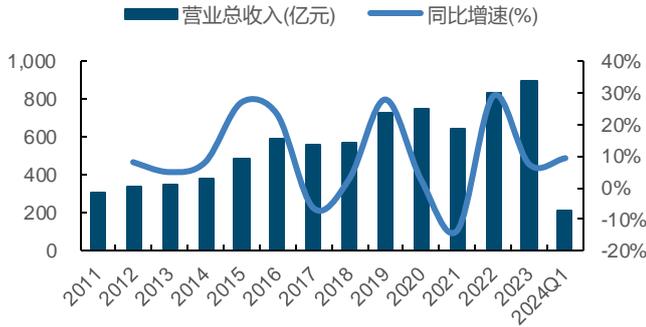
来源：公司官网，国金证券研究所

畜禽养殖双轮驱动，公司营收稳健增长。2011-2023 年公司营业收入从 309.96 亿元增长至 899.02 亿元，CAGR 达到了 9.28%，虽然公司营业收入受到畜禽产品价格周期的影响在个别年份出现下滑，但是整体呈现稳步增长的状态。2024Q1 公司实现营业收入 218.42 亿元，同比增长 9.37%，在猪肉价格同比下滑的背景下公司凭借出栏量的增长实现营收稳步增长。从营收结构来看，公司生猪养殖与肉鸡养殖业务收入合计占比常年在 90% 以上的水平，是公司主要的营收来源，2023 年生猪与肉鸡业务营收分别占比 54% 与 41%，

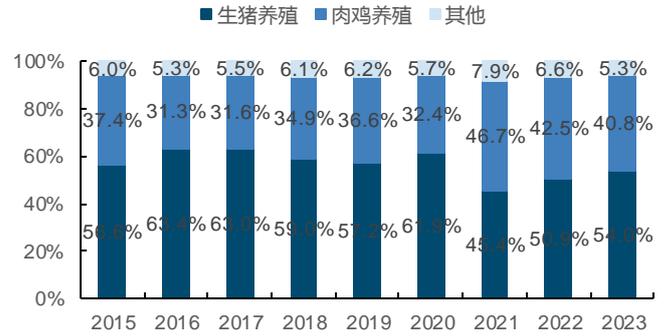


未来公司依旧以猪鸡养殖业务为主要发展方向。

图表3: 公司营业收入情况



图表4: 公司营收构成



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

利润方面受周期扰动，波动幅度较大。公司利润的主要来源为养殖业务，畜禽产品价格受行业供需影响，在价格周期影响下公司利润端波动幅度较大，畜禽产品的毛利率走势趋同性较强，公司 2014-2023 年平均毛利率为 15.57%，与生猪养殖板块平均毛利率一致，肉鸡板块 2014-2023 年平均毛利率为 12.61%，2021 年与 2023 年公司出现较大幅度的亏损主要系生猪价格低迷。2024Q1 公司实现归母净利润-12.36 亿元，受益于公司养殖成本的持续优化，虽然 24Q1 生猪均价较去年同期略低，公司利润端明显减亏。从公司毛利组成结构来看，生猪养殖业务对毛利端影响最大，长期占据毛利水平的 60% 以上，决定了公司当年的盈利水平。从历年的净利率水平来看，公司肉鸡业务的存在使得净利率波动相对平缓，公司净利率水平处于行业前列。

图表5: 生猪养殖业务对利润影响最大 (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

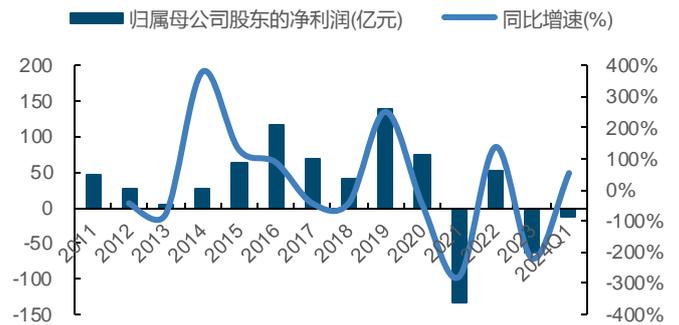
近年来养殖板块的企业积极扩张，而畜禽养殖属于土地密集型与劳动密集型行业，随着企业养殖规模的扩大，各家公司的资产负债率稳步提升，较高的资产负债率对后续扩张与健康发展产生不利影响。公司凭借“公司+农户”模式实现轻资产扩张，在出栏量稳步增加的同时资产负债率处于行业较低水平：2020 年以前公司资产负债率基本维持在 40% 以下的水平，截至 2024Q1 年公司资产负债率为 63.37%，处于行业中下水平。



图表6: 公司主要业务毛利率情况



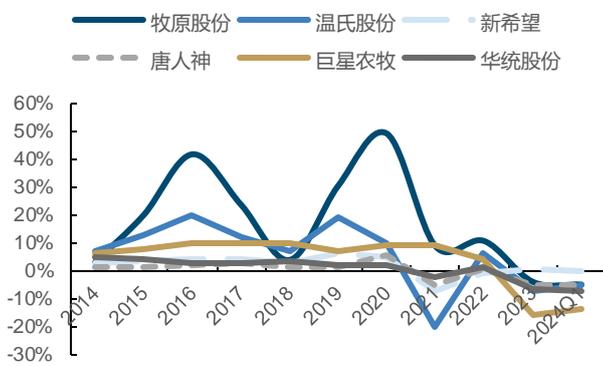
图表7: 公司历年归母净利润与走势



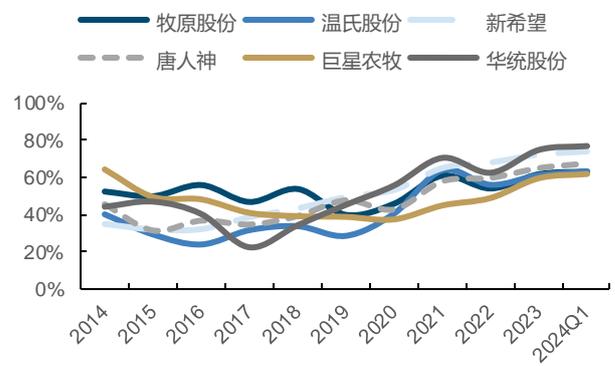
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 公司净利率水平行业领先



图表9: 公司资产负债率水平处于行业中下水平



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

1.2 齐创共享文化助力发展, 股权激励调动积极性

行股权激励计划, 调动员工积极性。公司为践行新时期“齐创美满生活”的公司核心理念, 上市后曾实行四次股权激励调动员工积极性。2018年实行的首期股权激励向2455名激励对象授予不超过0.93亿股限制性股票。2019年实行的第二期股权激励向2822名激励对象授予不超过1.21亿股的限制性股票。2020年公司终止第二期限限制性股票激励计划后, 2021年公司实行第三期限限制性股票激励计划, 拟向3741名激励对象授予限制性股票2.57亿股。2023年2月, 公司发布公告实行第四期限限制性股权激励计划向不超过4076名激励对象授予1.85亿股, 占当时公司总股本的2.82%。公司通过健全和完善公司长效激励约束机制, 充分调动公司各级干部和骨干员工的积极性, 吸引和留住核心人才, 实现公司利益、股东利益和员工个人利益有机统一。

图表10: 公司第四期股权激励计划

归属期	业绩考核目标
首次授予第一个归属期	2023年度畜禽产品总销售重量比2022年增长20%, 或归属于上市公司股东的净利润不低于75亿元。
首次授予第二个归属期、预留授予第一个归属期	2024年度畜禽产品总销售重量比2022年增长40%, 或2023-2024年累计归属于上市公司股东的净利润不低于160亿元。
首次授予第三个归属期、预留授予第二个归属期	2025年度畜禽产品总销售重量比2022年增长53%, 或2023-2025年累计归属于上市公司股东的净利润不低于248亿元。

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (公司上述业绩考核目标完成比例大于等于80%且小于100%的, 相应归属期内, 激励对象当期公司层面归属总量为计划归属的限制性股票总量的80%, 剩余未归属部分作废失效; 公司上述业绩考核目标完成比例未达到80%的, 相应归属期内, 激励对象当期计划归属的限制性股票不得归属, 并作废失效。)

公司于2021年3月29日向不特定对象发行了9297万张可转换公司债券, 共计92.97亿



元用于产能建设与补充流动资金，初始设定转股价格为 17.82 元/股，2023 年 7 月 25 日调整后为 17.05 元/股，截至 2024Q1，公司为转股可转债余额为 77.39 亿元。

图表11：公司可转债转股情况

	转债转股数量 (张)	转股数量 (张)	转债余额 (亿元)
2022Q1	2450	13879	92.96
2022Q2	2559	14582	92.96
2022Q3	15572436	89086423	77.39
2022Q4	1732	9915	77.39
2023Q1	11	62	77.39
2023Q2	145	832	77.39
2023Q3	166	972	77.39
2023Q4	459	2689	77.39
2024Q1	26	151	77.39

来源：公司公告，国金证券研究所

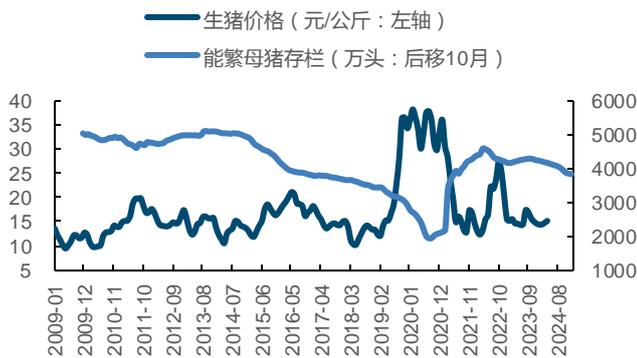
二、生猪养殖：猪价趋势性好转，优化内功增强盈利能力

2.1 产能缺口逐步体现，生猪价格有望趋势上行

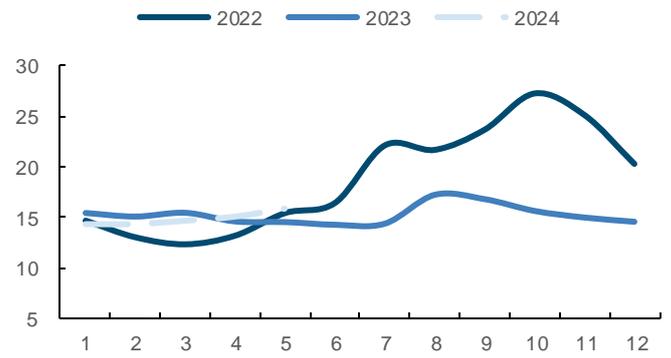
行业去产能超过 10%，猪周期有望反转。2023 年全年生猪均价仅为 15.24 元/公斤，是生猪行业近 10 年首次出现全年均价低于行业平均成本的情况，在持续亏损的背景下 23 年全年生猪产能去化呈现加速态势，特别是在 Q4 行业受到疫病影响下，单月产能去化幅度环比大于 1%。根据农业农村部数据，24Q1 生猪行业产能已经连续 16 个月发生调减，整体去化幅度已经达到约 11% 的水平，2022 年 4 月份能繁母猪产能去化幅度较此前高点不足 9%。从能繁母猪存栏数据观察，此次产能去化幅度超过 2022 年去化幅度，从能繁母猪存栏数据推算，下半年供给缺口量较 2022 年下半年有所减少。

生猪需求具有季节性变化趋势，通常来讲下半年需求端呈现逐步好转的态势，而根据历史能繁母猪存栏与延后 10 个月的猪价走势来看，能繁母猪存栏量与 10 个月之后生猪价格负相关，即 10 个月前能繁母猪存栏量下降越多，生猪价格上行幅度越大。我国能繁母猪存栏量自 23 年初的持续下降预示着今年仅仅从能繁母猪存栏数据推算生猪供给端逐月开始下行，4 月份供给端开始同比低于去年同期，且下半年供给缺口逐步放大。从生猪价格表现来看，今年 1-4 月生猪月均价逐步抬升，4 月份全国生猪均价已经高于去年同期，后续随着供需矛盾的逐步显现，生猪价格有望趋势性上行。

图表12：生猪价格与能繁存栏的关系



图表13：近三年生猪月均价走势 (元/公斤)



来源：Wind，农业农村部，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

生猪月度供给受生产效率、动物疫病、季节性、出栏节奏等因素的影响，仅仅使用能繁母猪存栏变化去判断月度均价走势可能会存在一定的偏差，能繁母猪存栏量作为供给指标可以给出大概的方向，其他因素的影响我们也不能忽视。从生产效率的指标来看，非洲猪瘟后我国种猪体系受到较大影响，大量三元母猪用作生产以及疫病影响使得行业生产效率大幅下降，根据涌益咨询数据，2019 年我国母猪 MSY（单头母猪年产出栏肥猪数量）同比下降 11.85%至 15.99%。我国能繁母猪生产效率的提升源自疫病管理的优化、优质母猪的替换以及种群繁育水平的提升，行业 2020-2022 年之间防疫水平的提升与优质母猪的大量替换已经反映在 MSY 的增长中，截至 2023 年初行业内高效二元母猪占比已经恢复成往年正常水平。后续生产效率的提升主要依靠育种、生产管理提升等长期作用手

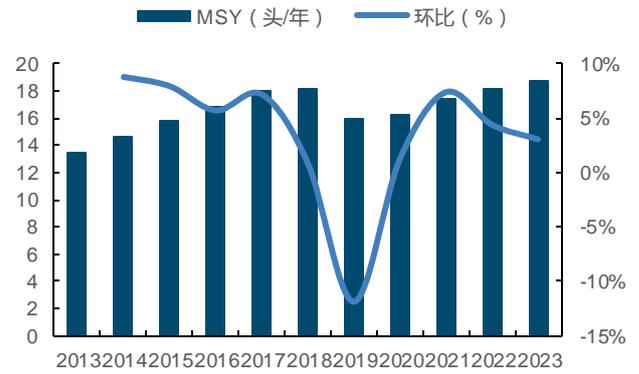
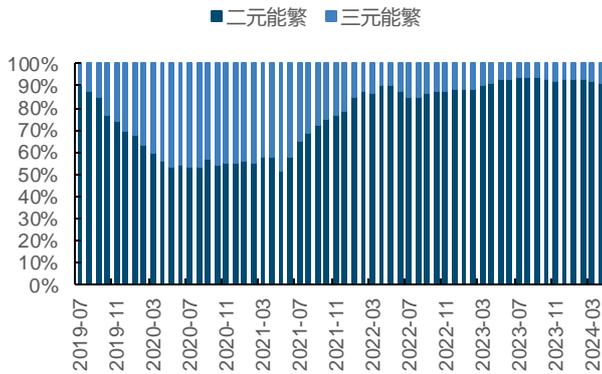


段，生产效率提升的边际效应有所减弱。根据涌益咨询数据，2020-2023 年分别增长 1.25%/7.41%/4.43%/3.08%，2021 年以来生产效率的提升幅度环比持续减弱，截至 2023 年我国存栏母猪 MSY 水平已经提升至 18.72，优于非洲猪瘟前的 18.14。

根据能繁母猪存栏数据计算，预计 2024 年生猪出栏量位于 2022/2023 年之间，2022 与 2023 年生猪全年均价分别为 18.91 元/公斤与 15.24 元/公斤（月均价算术平均数），预计今年全年均价处于此范围之内，全年生猪价格呈现前高后低的态势。根据国家统计局数据，24Q1 生猪出栏 1.95 亿头，同比下滑 2.23%，通过与季度能繁母猪存栏数据的计算我们得出生产效率同比出现下滑的结论，我们认为 23Q4 北方疫病对行业生产效率产生影响，而 23Q4 疫病对今年 Q3 的生产效率可能更大，供给缺口可能超过能繁母猪存栏下降的绝对值。今年全年预计生猪供给趋势下行，虽然生猪压栏、二次育肥等行为或对短期供给造成影响，但是影响猪价的核心因素依旧是产能造成的供需矛盾，下半年生猪供需矛盾显著大于上半年，生猪价格大概率突破 20 元/公斤。

图表14: 高效母猪占比于 22 年基本恢复正常

图表15: 生产效率提升幅度边际递减

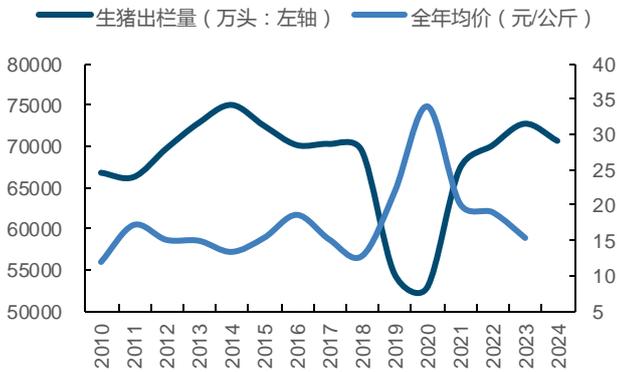


来源：涌益咨询，国金证券研究所

来源：涌益咨询，国金证券研究所

图表16: 全年生猪出栏量与均价呈现反比关系

图表17: 预计 24 年生猪价格前低后高



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2.2 多路径降本增效，养殖成本重回行业领先

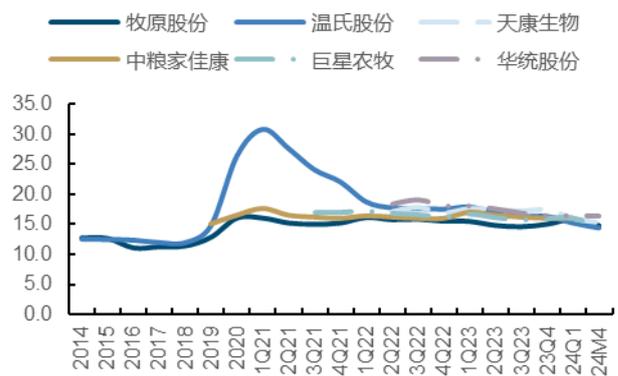
公司自 1997 年开始涉足生猪养殖行业，经过多年的自主育种与生产管理经验的积累，养殖体量与养殖成本均处于行业领先地位，2018 年非洲猪瘟的爆发对生猪养殖行业造成了比较大的影响，公司育种体系与出栏量也受到了一定的影响。非洲猪瘟之前公司养殖成本长期位于行业领先地位，在过去的几年中公司受外购高价仔猪、产能利用率偏低、改善防疫体系、修复种猪效能等因素的影响，养殖成本出现较大幅度的上升。随着种猪体系的修复、饲养量的回升、疫病管理能力的增强和养殖流程的优化，公司养殖成本趋势性下降，目前已经重回行业第一梯队。



图表18: 公司各时期养殖成本 (元/公斤)



图表19: 主要公司养殖成本对比 (元/公斤)

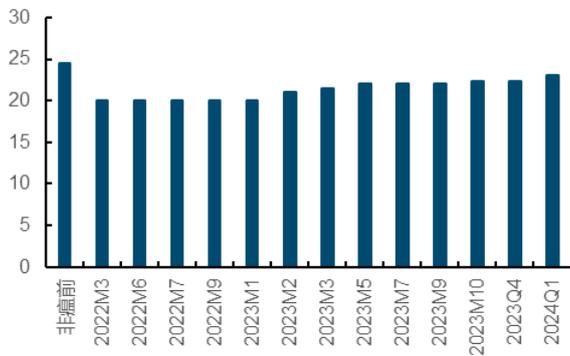


来源: 投资者关系, 公司公众号, 国金证券研究所

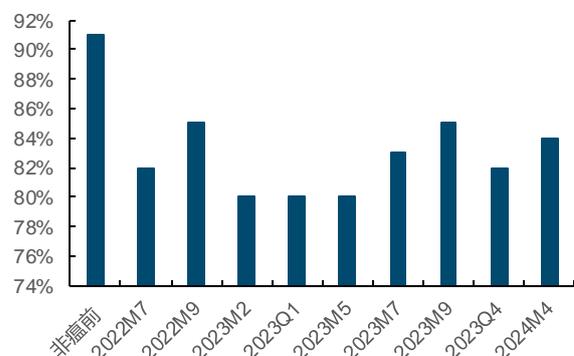
来源: 各公司公告, 国金证券研究所测算

非洲猪瘟在中国传播以前, 公司凭借优秀的种猪繁育体系和饲喂管理, 使得公司各项养殖指标均领先行业: 非洲猪瘟前公司 PSY (单头母猪年可生产断奶仔猪数量) 水平可以达到 24-25, 母猪配种分娩率为 91%, 仔猪成本控制在 310 元/头左右, 肉猪上市率接近 95%, 优秀的养殖水平使得公司综合成本在 12 元/公斤以下。过去的几年时间内, 公司努力优化母猪结构、强化生物安全管理、持续优化生产指标, 养殖成本持续改善。截至 2024 年 4 月, 公司 PSY 水平恢复至 23 的水平, 母猪配种分娩率恢复至 84%, 肉猪上市率稳定在 92% 左右, 仔猪成本为 350 元/头, 多项指标已经接近非洲猪瘟之前的水平。截至 2024 年 4 月, 公司综合成本已经下降至 14.4 元/公斤, 较 2023 年的 16.6-16.8 元/公斤明显下降, 低于行业内大部分可比公司, 公司养殖盈利能力行业领先。目前公司各项生产指标仍有持续优化的空间, 假设在其他生产指标均保持不变的情况下, 公司 PSY 若能恢复至 24 的水平, 单头仔猪成本可下降约 15 元/头, 对应 115KG 标猪出栏可下降 0.13 元/公斤的成本, 公司养殖成本仍有较大挖潜空间。

图表20: PSY 水平仍有恢复空间 (头/年)



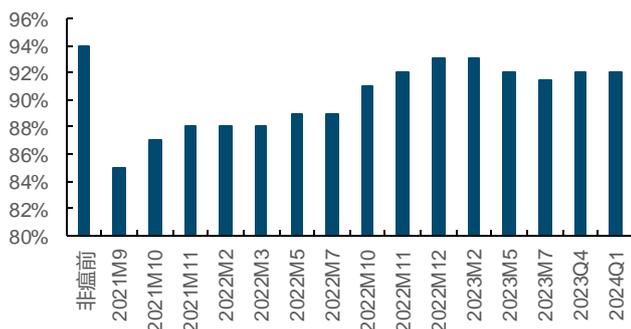
图表21: 母猪配种分娩率逐步稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 肉猪上市率尚未恢复至非瘟前



图表23: 公司仔猪成本逐步下降 (元/头)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

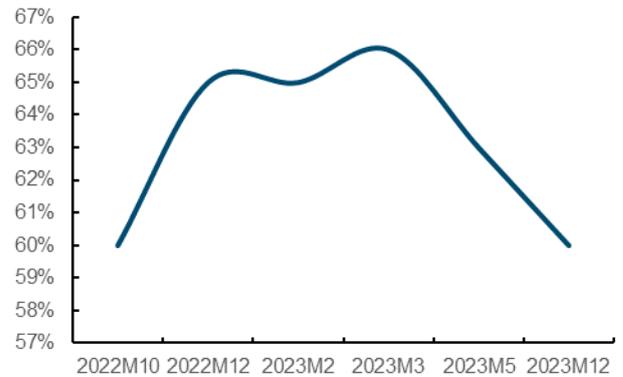


育种能力优秀，生产指标有望持续优化。非瘟前温氏生产成绩最优秀的时候，PSY 为 24-25，如今已达 23，接近非瘟前水平，公司育种能力优秀，生产效率有望进一步提升。非洲猪瘟前公司主要采用杜洛克+二元杂母的生产模式，非瘟影响下公司增加了三系杂交的生产比例，目前公司杜洛克公猪精液使用比例处于较低水平，随着高性能种猪精液使用比例的增加，公司生产效率有望进一步提升。

图表24：公司种猪生产性能优秀



图表25：杜洛克精液使用比例仍有较大提升空间



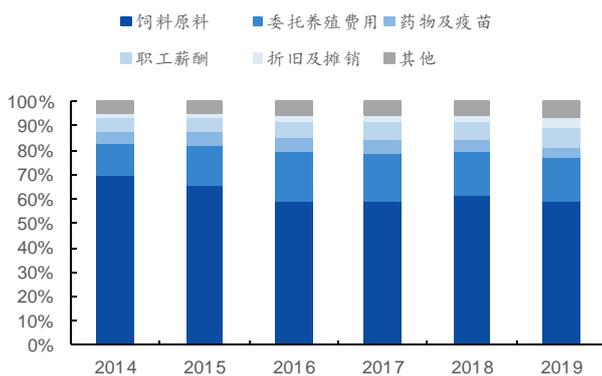
来源：中芯种业公众号，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

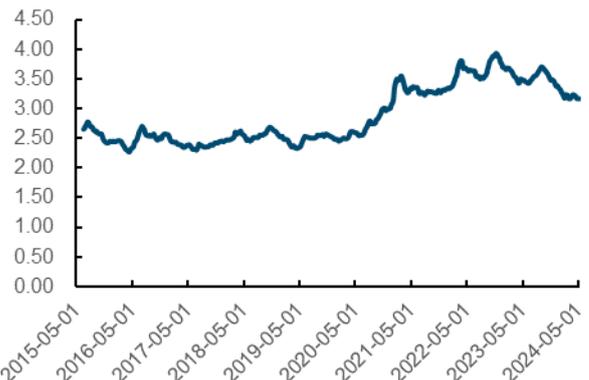
种猪体系的繁育离不开长期的科研投入与选育体系，公司自 1998 年开始种猪繁育工作，2012 年成立广东温氏种猪科技有限公司，2020 年成立种猪事业部，2021 年成立广东中芯种业科技有限公司，率先构建了国内领先的种猪繁育体系。中芯种业有 7 家专业化育种分公司，在全国建有 30 多个现代化育种基地和高标准区域公猪站，当前存栏核心群 2.35 万头、扩繁群基础母猪 7.5 万头，具有年生产 45 万头祖代以上纯种猪的能力，可为 1 亿头商品猪的生产体系提供种源保障。

从公司历史营业成本数据来看，饲料成本占据生猪养殖成本的 60%左右，过去几年饲料成本的上升使得行业养殖成本中枢有所提升。为了削弱饲料端对养殖成本的影响，公司积极调整饲料成本配方，减少了玉米与豆粕等原材料的使用比例，并且通过集中采购的方式降低采购成本。此外，公司通过优化品种的方式降低养殖料肉比，截至 23Q4 生猪养殖的料肉比已经下降至 2.59，随着养殖效率的提升与饲料价格的下行，公司盈利能力有望进一步提升。

图表26：生猪养殖营业成本拆分



图表27：饲料价格预计相对平稳 (元/公斤)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2.3 养殖布局优秀，充分受益猪价上涨

我国生猪养殖受产能分布、区域消费能力、原材料成本等因素的影响，区域之间存在一定的价差，从 2018-2023 年的数据来看，东北、西北、华北区域是低价区，西南、华东与华南则是高价区，生猪价格南强北弱的格局明显。公司从广东起家，主要生猪养殖产能布局在华南一带，截至 2023 年末公司合作养殖农户华南区域 42%、华东区域 20%、华中区域 16%、西南区域 16%，主要位于猪价相对较高的区域，公司华南与华东区域合计收入超过 65%。从 2021 年以来生猪销售均价来看，公司销售价格高于产能主要分布在北方的养殖企业，2021-2024M4 销售均价高于牧原股份 0.87 元/公斤，高猪价下公司有望充分受益。



图表28: 我国区域间生猪价格存在明显价差 (元/公斤)

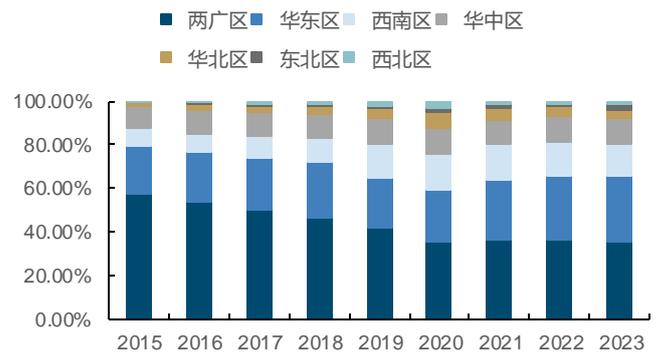
平均价格	东北	西北	华北	华中	西南	华东	华南	全国
2018	11.37	12.74	12.25	12.54	13.48	13.45	13.39	12.77
2019	20.13	20.65	20.88	21.68	21.58	22.79	22.94	21.76
2020	32.15	32.41	32.88	34.06	34.74	35.51	36.72	33.97
2021	18.92	19.23	19.39	19.91	19.96	20.79	21.68	19.86
2022	18.02	18.01	18.59	18.60	18.33	19.11	19.58	18.64
2023	14.66	14.76	15.23	15.03	14.76	15.47	15.31	15.10

来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 公司销售均价存在优势



图表30: 公司收入主要集中在华东与华南



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

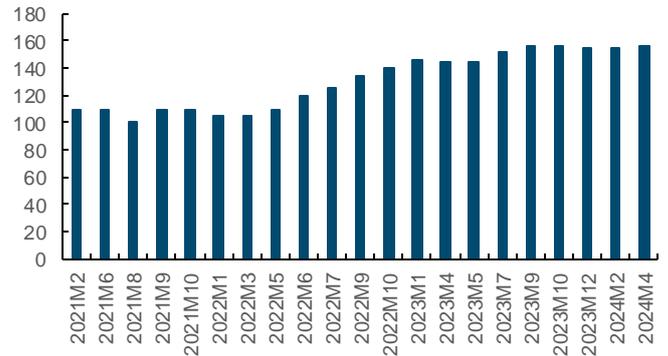
2.4 “公司+农户”轻资产扩张，长期成长可期

公司自 1997 年开始涉足生猪养殖行业，凭借“公司+农户”的轻资产模式快速成长，公司遭受非洲猪瘟影响之前出栏量从 2011 年的 656 万头增长至 2018 年的 2223 万头，CAGR 为 19.10%。2023 年公司出栏肉猪 2626 万头，同比增长 46.65%，2024 年计划出栏生猪 3000-3300 万头，同比增长 14.23%-25.66%之间，截至 24Q1 生猪出栏 707 万头，同比增长 26.34%。公司现有种猪场竣工产能 4600 万头，饲养能力 3400 万头以上，截至 4 月末公司能繁母猪存栏为 157 万头，计划年底增加至 160 万头，公司出栏量有望稳步提升，中长期仍有较大成长空间。

图表31: 历年公司生猪出栏量



图表32: 公司能繁母猪存栏稳步增长 (万头)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

作为行业内最早开始“公司+农户”养殖的龙头企业，公司在过去的几十年内持续优化合作模式，并且逐步升级“公司+家庭农场”以及“公司+养殖小区”模式，积极推动了现代化产能的建设，提升养殖端疫病防控与生产效率。“公司+农户”养殖模式是指公司为农户提供猪苗、饲料、兽药、技术指导等服务，农户领取猪苗后在育肥舍代养至标猪后交付给公司销售，公司承担养殖业务的盈亏并且支付给农户一定的代养费。公司提供育种、技术研发、饲料科技等方面的优势，农户提供土地、固定资产、劳动力等资源，双方优势互补实现共赢。该模式作为公司发展的基石，经历了长期发展的考验和管理模式迭代，公司已经集中了一大批长期合作的优质农户，在高生产效率的带动下，农户的单



体规模、收入水平以及公司的饲养效率都得到了有效提升。

图表33: 各种养殖模式基本情况梳理

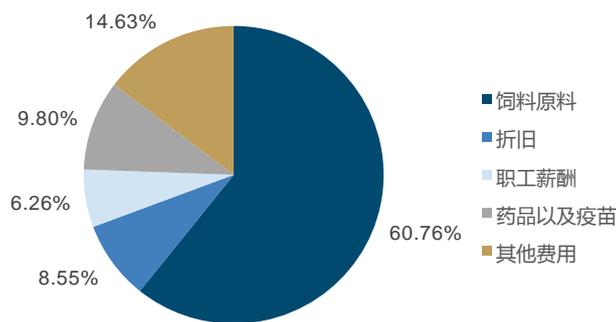
	自繁自养	公司+农户	公司+养殖小区
模式特点	企业自建养殖场，雇佣员工同一管理下的集约型养殖模式，公司拥有从饲料加工、生猪育种、种猪扩繁到商品猪饲养的一体化完整产业链	企业通过间接投资、服务外包等形式，委托农户进行商品猪育肥，养殖场地由农户自行建设。企业把握育种、繁育、饲料、疫病防控等环节，通过统一管理的方式改善养殖成本，提高生产效率	企业负责养殖小区的租地、证件、统一建设配套基础设施，通过三方机构、政府或银行投资建设养殖小区。企业统一拿地、统一规划、统一标准建设，有利于提升工业化、智能化和自动化水平，且农户相对集中，利于企业高效管理
养殖规模	集约化养殖，养殖规模扩大	农户养殖年出栏 1000 头左右	集约化养殖，养殖规模扩大
资金需求	高：固定资产投入较大	低：配套生产性生物资产与生产成本	中：部分固定资产投建/租赁，配套生产性生物资产与生产成本
疫病防护	高	低	高
成本控制	标准化生产，成本管理优	代养费随周期波动，散养户水平良莠不齐	代养费随周期波动，管理水平提升

来源：公司公告，国金证券研究所

与自繁自养模式相比，公司在饲料原料、药品以及疫苗、职工薪酬等方面成本占比差别不大，主要差异在于折旧、委托养殖费用与其他费用上面。公司主要育肥猪舍产能为农户所有，所以固定资产折旧摊销较小，而委托养殖费用则跟随周期存在较大波动。公司通过为农户做担保、提升农户单体养殖规模等方式，尽可能减少养殖费用的波动，目前头均养殖费用在 200-250 元/头之间波动，整体控制较为平稳。

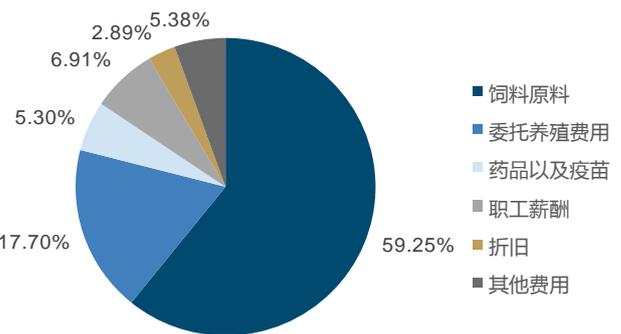
此外，公司积极探索“公司+养殖小区”模式，公司负责养殖小区的基础建设，通过公司投资/农户投资/地方政府投资这三种方式建设养殖场与农户进行合作养殖，并且积极建设上游饲料与下游屠宰加工产业链。养殖小区的模式还有效增加了公司的集约化程度，以公司南章养殖小区为例，其中有 13 个农户，年上市肉猪可达到 2.6 万头，户均养殖规模达到了 2000 头。2023 年公司推广“政银企村”共建模式，参与“政银企村户”五方共建模式试点，有序推进 16 个合作项目落地，公司净增肉猪养殖面积 414 万平方米，年可饲养肉猪约 550 万头；肉鸡养殖面积 310 万平方米，年可饲养肉鸡约 1.2 亿只。截至 2022 年公司户均生猪养殖规模达到了 1141 头，已经超过 2018 年的水平，截至 2023 年初公司拥有生猪养殖户 1.6 万户，假设全年维持此数量公司户均出栏超过 1600 头，随着养殖小区的逐步投产，公司集约化程度持续提升。

图表34: 2019 年牧原股份生猪营业成本拆分



来源：公司公告，国金证券研究所（牧原股份为自繁自养模式）

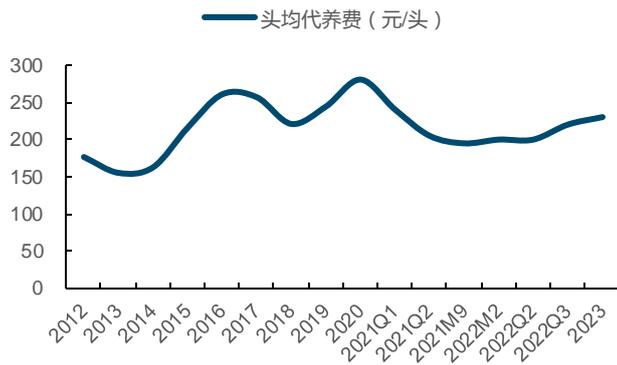
图表35: 2019 年温氏股份生猪营业成本拆分



来源：公司公告，国金证券研究所



图表36: 公司代养费用 (元/头)



图表37: 公司生猪户均养殖规模持续扩大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

前文已经提到, 自繁自养与“公司+农户”模式在固定资产投资上存在较大差异, “公司+农户”的优越性在于可以减少育肥场的固定资产投资。从各家企业生猪养殖项目投资金额来看, 生猪养殖育肥场单头投资规模在 1200 元/头左右, 一体化养殖项目头均固定资产投资接近 2000 元/头。公司的养殖小区项目头均固定资产投资额在 800 元/头左右的水平, 在与农户合作的方式下公司主要投建项目为种猪场与饲料厂, 头均固定资产投资远低于可比公司。从公司固定资产/生猪出栏量来看, 2015 年公司头均固定资产不足牧原股份的 1/2, 在非洲猪瘟的影响下公司 2021-2022 年头均固定资产水平高于牧原股份, 目前仍有较大下降空间说明公司整体产能利用率仍有望提升。截至 2023 年底, 公司种猪场固定资产产能已经达到 4600 万头, 育肥场有效饲养能力已经达到 3500 万头, 在“公司+农户”的模式下公司未来轻资产扩张无虞, 后续公司能繁母猪存栏量或决定未来出栏成长性。

图表38: 各家企业生猪养殖项目投资梳理

建设年份	项目名称	项目模式	投资金额 (亿元)	固定资产投资 (亿元)	出栏量 (万头)	头均投资 (元)	头均固定资产 (元)
2018	牧原股份-安徽凤台生猪养殖项目	自繁自养	4.67		40	1167	
2018	牧原股份-商丘市睢阳生猪养殖项目	自繁自养	4.71		40	1177	
2019	京基智农-高州项目一期	自繁自养-楼房	13.60	9.58	54	2519	1774
2019	温氏营山一体化生猪项目	种猪场&饲料场		2.79	24		1162
2019	温氏崇左江城一体化生猪项目一期	种猪场		7.90	100		790
2019	温氏崇左江城一体化生猪项目一期	养殖小区		0.40	5		800
2019	温氏禹城一体化生猪项目	养殖小区		1.99	24		837
2020	京基智农-贺州项目一期	自繁自养-楼房	9.73	7.13	36	2703	1981
2020	京基智农-徐闻项目三期	自繁自养-楼房	9.54	6.98	36	2651	1938
2020	京基智农-文昌项目	自繁自养	8.22	5.64	30	2740	1880
2020	神农集团-武定猪场育肥项目	自繁自养-育肥	1.46		10	1460	
2020	神农集团-陆良仔猪扩繁基地	仔猪扩繁	1.20		18	667	
2023	巨星农牧-新民智慧养殖园区	紧密型“公司+农户”	3.44	3.05	27	1260	1117
2023	巨星农牧-平南巨星智慧养殖园区	自繁自养	7.59	7.16	32	2343	2211
2023	牧原股份-内乡综合体生猪养殖项目	自繁自养-楼房	50.00	35.00	210	2381	1667

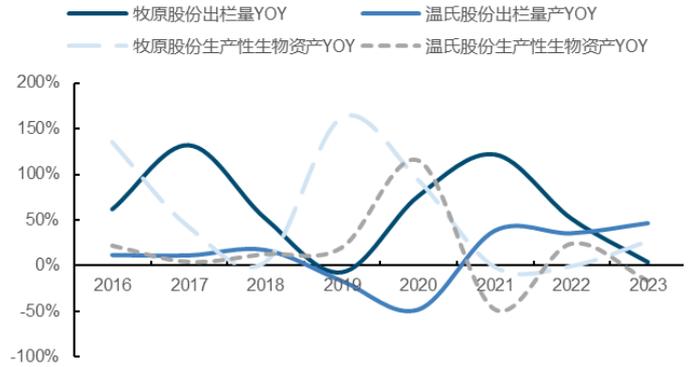
来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (部分未单独披露固定资产投资, 部分温氏项目生产性生物资产未拆分, 为保持一致性未做假设)



图表39：可比公司头均固定资产（元/头）



图表40：生产性生物资产变化趋势



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

三、禽养殖：黄羽鸡养殖龙头，完善产业链迎发展

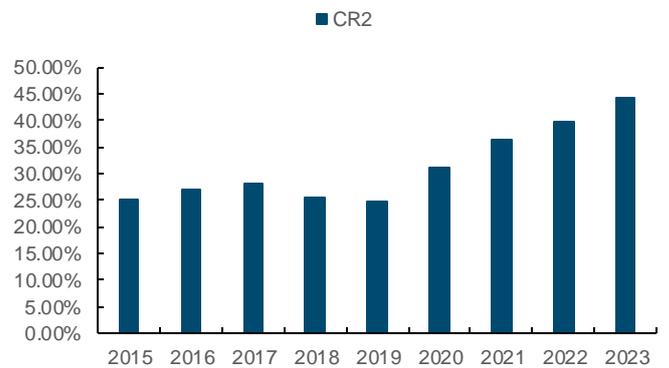
3.1 产能持续下行，下半年有望猪鸡共振

我国黄羽鸡出栏量自 2019 年以来持续下行，主要系此前生猪价格上行驱动黄羽鸡产能大量提升，2023 年我国黄羽鸡出栏 35.95 亿羽，同比下滑 4.03%，是自 2013 年以来出栏量最少的年份。在行业出栏总量下滑的背景下，行业集中度持续提升，截至 2023 年黄羽鸡行业 CR2 已经达到 42%，较 2017 年提升 14.05pct。从产能数据来看，截至 2024 年 4 月底，我国在产黄羽鸡父母代存栏为 1298.82 万套，产能处于 2018 年以来的最低水平，预计后续黄羽鸡供给持续保持低位。

图表41：行业黄羽鸡出栏量连年下滑



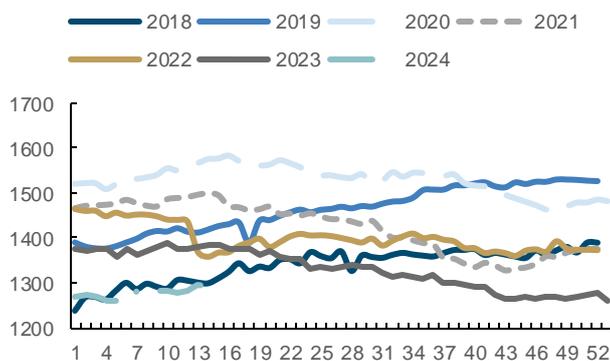
图表42：黄羽鸡养殖规模化程度逐年提升



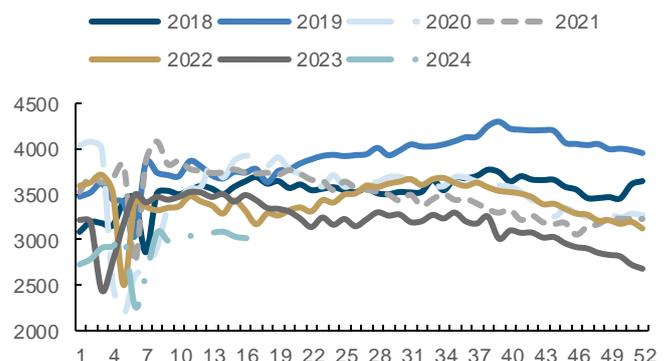
来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

来源：公司公告，中国畜牧业协会，国金证券研究所

图表43：黄羽鸡父母代存栏（万套）



图表44：黄羽鸡商品代鸡苗销量（万羽）



来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

黄羽鸡在消费场景和销售渠道上与猪肉较为接近，复盘黄羽鸡历史价格来看，生猪价格



的大幅上涨对黄羽鸡价格具有明显提振左右。考虑到 2024 年下半年生猪价格前低后高的走势，叠加黄羽鸡下半年供给处于历史低位，我们看好下半年黄羽鸡价格上涨的弹性。

图表45：黄羽鸡价格走势与猪价走势相关度较高

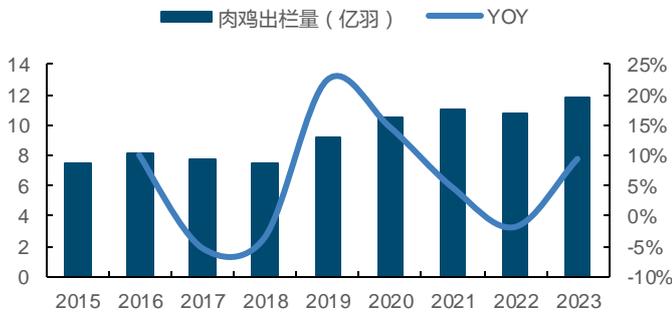


来源：国金证券研究所

3.2 黄羽鸡养殖龙头，积极发展下游终端

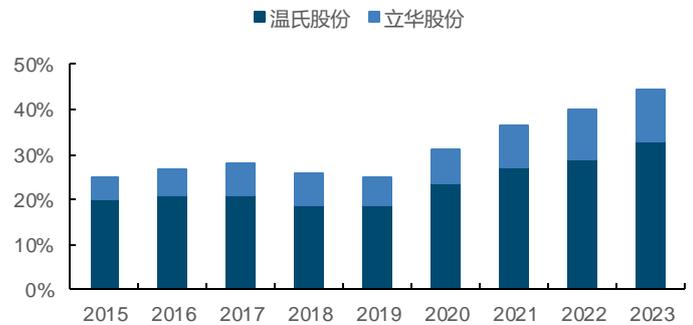
公司 2023 年实现肉鸡出栏 11.83 亿羽，同比增长 9.4%，出栏量稳居行业第一，预计未来出栏量稳健增长。公司养鸡分公司主要布局在华东与两广区域，依托地理优势为终端产品提供需求潜力，虽然黄羽鸡盈利方面存在一定的波动，历史上羽均毛利均实现盈利。公司通过长期的种鸡培育与饲喂体系迭代，养殖效率持续优化，截至 24 年 4 月份公司肉鸡养殖完全成本已经下降至 12.2 元/公斤，料肉比下降至 2.63，处于历史较高水平，上市率长期维持在 95%以上的水平。近期随着饲料原料的成本下降，公司肉鸡养殖成本有望进一步改善，公司黄羽鸡盈利弹性可期。

图表46：公司肉鸡出栏量与增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表47：公司肉鸡出栏市占率第一



来源：公司公告，国金证券研究所

图表48：黄羽鸡成本与盈利情况



图表49：饲料成本有望下行（元/公斤）





来源：公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

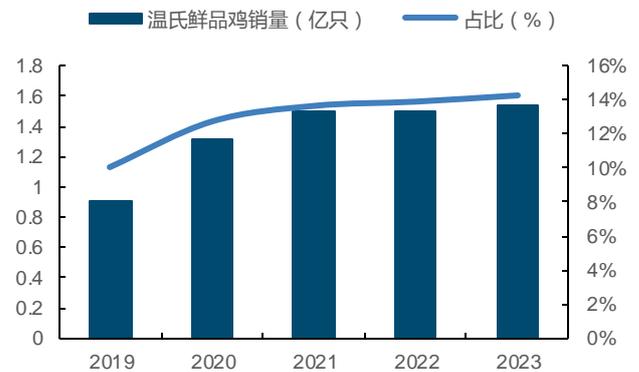
公司积极发展下游终端，公司围绕养鸡场积极布局屠宰产能，围绕“温氏天露”打造生鲜产品，围绕“温氏佳味”打造食品业务，目前主要销售渠道为 B 端客户，后续公司将积极拓展 C 端，通过电商、零售等方式拓宽利润空间。2019 年以来公司鲜品鸡销售占比持续提升，2023 年公司通过毛鸡、鲜品鸡、食品销售的禽类产品占比分别为 84.57%、14.25%与 1.18%，公司计划未来三者占比分别为 50%、30%与 20%，公司食品端有长足发展空间。

图表50：公司部分生鲜/熟食产品

图表51：公司冰鲜鸡销售占比



来源：公司官网，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

公司生猪养殖业务产能充裕，根据公司现有能繁母猪存栏数量以及公司中长期出栏规划，我们预计公司 2024-2026 年分别出栏生猪 3150、3623、4166 万头，公司生猪出栏增速维持 15%的中枢速度增长。生猪产能自 2023 年初开始持续去化，行业紧张的资金情况以及年底北方的疫病或使得行业去化超过市场预期，未来生猪价格与行业盈利有望实现较好水平，我们预计 24-26 年公司生猪出栏均价为 16.5、18、17.3 元/公斤。公司产能利用率持续提升，种猪体系逐渐修复、养殖效率持续提升，叠加饲料成本的回落，预计公司 24-26 年生猪养殖营业成本分别为 14.4、14.3、14.2 元/公斤。我们预计 2024-2026 年生猪业务分别实现收入 654、822、908 亿元，毛利率为 12.73%、20.56%、17.92%。

公司作为黄羽鸡养殖龙头，出栏量长期稳步增长，我们预计 24-26 年分别出栏黄羽鸡 12.3、12.8、13.3 亿羽。黄羽鸡行业产能自 2018 年开始持续去化，预计随着猪价的上行，黄羽鸡价格在 24 年下半年有望迎来反转，我们预计 24-26 年公司黄羽鸡销售均价分别为 14.2、13.8、13.6 元/公斤。公司黄羽鸡养殖效率行业领先，养殖成本有望持续下降，我们预计 24-26 年公司黄羽鸡养殖成本分别为 12.3、12.2、12.1 元/公斤。我们预计 2024-2026 年生猪业务分别实现收入 389、394、403 亿元，毛利率为 13.38%、11.59%、11.03%。

公司其他业务由兽药、其他养殖、肉制品加工、金融投资等部分组成，我们假设兽药业务受益猪价上涨，预计 24-26 年收入端同比分别增长 10%、10%、5%，毛利率维持 40%的水平；其他养殖业务每年维持 10%的速度增长，毛利率维持 10%的水平；肉制品业务每年维持 10%的速度增长，毛利率维持 9%的水平。

图表52：此处录入标题

肉猪类养殖	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	42642	48504	65489	82158	90808
YOY	44.58%	13.75%	35.02%	25.45%	10.53%
营业成本	35202	50318	57154	65270	74536
毛利润	7440	-1815	8335	16888	16272
出栏量 (万头)	1791	2626	3150	3623	4166
YOY	35.49%	46.65%	19.94%	15%	15%
头均营业成本 (元/头)	1911	1827	1728	1716	1704
出栏均重 (KG)	120.34	118.95	120	120	120



肉猪类养殖	2022	2023	2024E	2025E	2026E
生猪价格 (元/公斤)	19.23	14.81	16.5	18	17.3
营业成本 (元/公斤)	15.88	15.36	14.4	14.3	14.2
毛利率 (%)	17.45%	-3.74%	12.73%	20.56%	17.92%
收入占比 (%)	50.93%	53.94%	60.03%	64.88%	66.43%
肉鸡类养殖	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	35582	36664	38927	39344	40325
YOY	17.32%	3.04%	6.17%	1.07%	2.49%
营业成本	30917	34718	33719	34782	35877
毛利润	4665	1946	5209	4562	4448
出栏量 (亿羽)	10.81	11.83	12.30	12.80	13.31
YOY	-1.82%	9.44%	4.00%	4.00%	4.00%
羽均营业成本 (元/羽)	27.02	27.77	25.95	25.74	25.53
出栏均重 (KG)	2.03	2.14	2.11	2.11	2.11
肉鸡价格 (元/公斤)	15.31	13.69	14.2	13.80	13.6
营业成本 (元/公斤)	13.31	12.97	12.30	12.20	12.10
毛利率 (%)	13.11%	5.31%	13.38%	11.59%	11.03%
收入占比 (%)	42.50%	40.77%	35.68%	31.07%	29.50%
其他业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5502	4754	4686	5123	5558
YOY	6.98%	-13.60%	-1.42%	9.31%	8.50%
营业成本	4580	4111	3951	4482	4876
毛利润	922	643	735	641	682
毛利率 (%)	16.76%	13.53%	15.69%	12.51%	12.26%
收入占比 (%)	6.57%	5.29%	4.30%	4.05%	4.07%
合计 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	83,725	89,921	109,102	126,625	136,690
YOY	28.88%	7.40%	21.33%	16.06%	7.95%
营业成本	70,699	89,147	94,823	104,534	115,289
毛利润	13,027	774	14,279	22,091	21,401
毛利率 (%)	15.56%	0.86%	13.09%	17.45%	15.66%

来源：公司公告，国金证券研究所

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 1091/1266/1367 亿元，同比+21.3%/16.1%/8.0%；分别实现归母净利润 67/134/121 亿元，同比扭亏为盈/+100%/-10%；对应 EPS 为 1.01/2.02/1.83 元。公司养殖成本趋势下降，长期成长稳健，同时拥有猪鸡养殖业务双轮驱动，参考可比公司估值表，给予公司 2024 年估值对应 28XPE，目标价为 28.28 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表53：可比公司历年出栏量情况

	出栏量 (万头)									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
牧原股份	186	192	311	724	1101	1025	1812	4026	6120	6382
温氏股份		1535	1713	1904	2230	1852	955	1322	1791	2626
唐人神			14	54	68	84	102	154	216	371
巨星农牧							32	90	153	267
华统股份								14	121	230
神农集团				16	22	40	41	65	93	152

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表54：可比公司估值表

	EPS (元/股)					PE				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
002714.SZ 牧原股份	2.49	(0.79)	2.02	6.41	3.63	19	-	23	7	13



		EPS (元/股)					PE				
603477.SH	巨星农牧	0.31	(1.28)	1.18	4.08	3.25	106	-	28	8	10
002840.SZ	华统股份	0.19	(1.03)	1.17	2.17	2.39	113	-	18	10	9
605296.SH	神农集团	0.49	(0.77)	0.92	2.66	2.40	83	-	44	15	17
002567.SZ	唐人神	0.11	(1.09)	0.14	1.25	0.68	60	-	49	5	10
	平均值						76		33	9	12
300498.SZ	温氏股份	0.82	(0.97)	0.85	2.02	1.82	26	-	22	11	12

来源: Wind, 国金证券研究所 (华统股份, 神农集团数据采用 Wind 一致性预期)

风险提示

猪价不及预期: 公司主要利润来源为生猪养殖, 生猪价格的表现直接关系公司盈利能力, 如果猪价表现不及预期, 会对公司盈利能力产生较大影响。

原材料价格波动: 饲料成本在养殖成本中占比较大, 如果饲料成本大幅上升, 公司盈利能力或受到影响。

动物疫病风险: 动物疫病会打乱原有养殖周期, 对公司盈利产生较大影响。

可转债风险: 公司存续可转债, 存在转股风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	64,965	83,725	89,921	109,102	126,625	136,690	货币资金	7,633	4,266	4,266	7,836	10,865	15,571	
增长率		28.9%	7.4%	21.3%	16.1%	7.9%	应收款项	2,774	3,040	2,258	2,989	3,469	3,745	
主营业务成本	-70,356	-70,699	-89,147	-94,823	-104,534	-115,289	存货	14,944	20,388	20,336	19,484	21,480	23,690	
%销售收入	108.3%	84.4%	99.1%	86.9%	82.6%	84.3%	其他流动资产	10,238	8,900	6,451	5,015	5,462	5,670	
毛利	-5,392	13,027	774	14,279	22,091	21,401	流动资产	35,589	36,594	33,310	35,324	41,276	48,675	
%销售收入	n.a	15.6%	0.9%	13.1%	17.4%	15.7%	%总资产	36.8%	37.3%	35.9%	37.4%	41.2%	44.8%	
营业税金及附加	-109	-132	-143	-164	-190	-205	长期投资	5,802	6,705	6,930	6,930	6,930	6,930	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	44,921	44,802	42,764	42,769	42,937	44,396	
销售费用	-813	-812	-907	-1,113	-1,241	-1,340	%总资产	46.4%	45.7%	46.0%	45.3%	42.8%	40.8%	
%销售收入	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	2,089	1,912	1,790	1,890	1,941	1,994	
管理费用	-4,759	-4,374	-4,413	-5,455	-6,331	-6,835	非流动资产	61,199	61,491	59,585	59,097	58,941	60,096	
%销售收入	7.3%	5.2%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	63.2%	62.7%	64.1%	62.6%	58.8%	55.2%	
研发费用	-603	-532	-592	-655	-760	-820	资产总计	96,788	98,084	92,895	94,421	100,217	108,771	
%销售收入	0.9%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	短期借款	4,489	7,041	9,010	11,330	4,255	592	
息税前利润 (EBIT)	-11,676	7,177	-5,280	6,892	13,569	12,202	应付款项	13,518	15,856	20,784	18,095	19,981	22,020	
%销售收入	n.a	8.6%	n.a	6.3%	10.7%	8.9%	其他流动负债	1,677	2,054	1,344	1,303	1,454	1,603	
财务费用	-1,163	-1,816	-1,213	-942	-801	-440	流动负债	19,685	24,951	31,138	30,728	25,690	24,215	
%销售收入	1.8%	2.2%	1.3%	0.9%	0.6%	0.3%	长期贷款	18,385	10,153	7,597	7,597	7,597	7,597	
资产减值损失	-2,228	-338	-249	0	0	0	其他长期负债	23,969	20,066	18,313	14,263	12,998	12,103	
公允价值变动收益	954	-774	-512	300	200	0	负债	62,039	55,169	57,048	52,589	46,285	43,915	
投资收益	794	1,473	857	800	800	800	普通股股东权益	32,448	39,703	33,061	39,046	51,146	62,069	
%税前利润	-6.0%	25.3%	-13.5%	11.4%	5.8%	6.4%	其中：股本	6,352	6,554	6,652	6,652	6,652	6,652	
营业利润	-12,964	6,118	-6,137	7,201	13,918	12,712	未分配利润	16,440	20,904	13,026	19,074	31,174	42,097	
营业利润率	n.a	7.3%	n.a	6.6%	11.0%	9.3%	少数股东权益	2,301	3,212	2,786	2,786	2,786	2,786	
营业外收支	-180	-303	-234	-200	-200	-200	负债股东权益合计	96,788	98,084	92,895	94,421	100,217	108,771	
税前利润	-13,144	5,815	-6,371	7,001	13,718	12,512	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	6.9%	n.a	6.4%	10.8%	9.2%	每股指标							
所得税	-404	-174	-18	-280	-274	-375	每股收益	-2.110	0.807	-0.961	1.010	2.021	1.825	
所得税率	n.a	3.0%	n.a	4.0%	2.0%	3.0%	每股净资产	5.108	6.058	4.970	5.870	7.689	9.331	
净利润	-13,548	5,641	-6,389	6,721	13,444	12,137	每股经营现金净流	0.121	1.690	1.142	1.588	2.744	2.619	
少数股东损益	-143	352	1	0	0	0	每股股利	0.000	0.300	0.100	0.101	0.202	0.182	
归属于母公司的净利润	-13,404	5,289	-6,390	6,721	13,444	12,137	回报率							
净利率	n.a	6.3%	n.a	6.2%	10.6%	8.9%	净资产收益率	-41.31%	13.32%	-19.33%	17.21%	26.29%	19.55%	
							总资产收益率	-13.85%	5.39%	-6.88%	7.12%	13.41%	11.16%	
							投入资本收益率	-16.16%	9.52%	-8.42%	9.36%	17.56%	14.26%	
							增长							
							主营业务收入增长率	-13.31%	28.88%	7.40%	21.33%	16.06%	7.95%	
							EBIT增长率	N/A	-161.47%	-173.57%	-230.53%	96.87%	-10.07%	
							净利润增长率	-280.51%	-139.46%	-220.81%	N/A	100.04%	-9.72%	
							总资产增长率	20.23%	1.34%	-5.29%	1.64%	6.14%	8.54%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	
							存货周转天数	73.3	91.2	83.4	75.0	75.0	75.0	
							应付账款周转天数	23.8	28.0	27.0	27.0	27.0	27.0	
							固定资产周转天数	225.7	178.6	159.4	127.0	105.6	96.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	78.62%	51.55%	56.00%	44.04%	14.87%	-0.54%	
							EBIT利息保障倍数	-10.0	4.0	-4.4	7.3	16.9	27.8	
							资产负债率	64.10%	56.25%	61.41%	55.70%	46.18%	40.37%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	23	49	64	139
增持	0	3	7	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.12	1.13	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
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 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究