

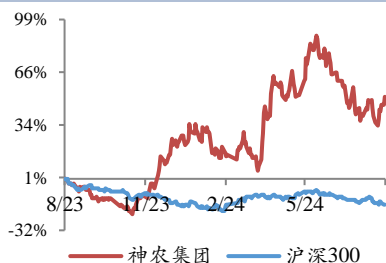
生猪养殖业务稳步增长，健康理念打造成本优势

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-08-07

收盘价(元)	33.06
近12个月最高/最低(元)	45.67/18.60
总股本(百万股)	525
流通股本(百万股)	69
流通股比例(%)	13.15
总市值(亿元)	174
流通市值(亿元)	23

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：刘京松

执业证书号：S0010122090006

邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 聚焦生猪，打造产业链一体化优质企业

公司于2003年、2005年先后进军生猪养殖领域和生猪屠宰领域，聚焦生猪全产业链建设和发展，逐渐形成集饲料加工和销售、生猪养殖和销售、生猪屠宰、食品加工销售等业务为一体的完整产业链，公司相关业务覆盖云南、广西、广东等区域；2023年，公司云南神农澄江食品工厂正式投产，标志着集团进军食品深加工板块，精致全产业链打造工作完成最后一环。公司股权高度集中，实际控制人何祖训、何乔关、何月斌、何宝见为同胞兄弟姐妹关系，四人合计持有公司股份85.21%，其中，第一大股东何祖训合计持有公司股份56.88%。

● 养殖产能稳步提升，生猪出栏快速增长

公司生猪养殖包括“自繁自养”、“公司+家庭农场”两种模式，其中，“公司+家庭农场”模式是公司基于未来发展做出的战略选择。2018-2023年公司生猪出栏量从22.2万头上升至152万头，生猪外销量从6.4万头上升至120.8万头，年复合增长率分别达到46.9%、79.9%。公司持续稳步推进生猪业务，2015年至今资产负债率维持40%以内，随着IPO、定增、自筹项目规划的逐步落地，云南、广西、广东生猪产能将分别新增约250万头、150万头和50万头。1H2024公司生猪出栏109.24万头，同比增长62.8%，已完成全年出栏目标230-250万头43.7%-47.5%；2024年6月末，公司能繁母猪存栏量9.8万头，年底母猪存栏规模有望达到12.2万头-13万头，为2025年生猪出栏奠定基础。

● 坚持健康养殖理念，成本优势凸显

公司经过二十余年的生猪产业链经营实践与创新，形成了以猪只健康和生物安全为核心的现代化生猪产业链管理体系：①科学的养殖环境控制；②全面的营养供给；③健全的生物安全体系；④打造有竞争力的养殖团队。公司在非疫情期间，就表现出了优异的成本控制能力，2018-2020年公司自繁自养商品猪的养殖成本分别为12.65元/公斤、12.0元/公斤、12.69元/公斤，合作养殖商品猪的养殖成本分别为10.24元/公斤、12.82元/公斤、13.68元/公斤；需要注意的是，2018年公司多数合作农户投苗时间集中在9月之后，当年轻出栏生猪112头，其单位成本不具备代表性；2019年和2020年，公司合作养殖模式下的商品猪单位成本略高于自繁自养模式，主要是因为2019年下半年起生猪价格大幅上涨，公司给予合作农户补贴增加，合作养殖费成本有较为明显的增加。2024年以来，公司的生猪成本始终处于上市猪企第一梯队，6月育肥猪完全成本已降至13.7元/公斤。

● 投资建议

本轮周期2022年12月-2024年4月累计去化9.2%，去化幅度已超过2021-2022年，较2021年6月能繁母猪存栏量下降12.5%。今年3月以来，生猪价格持续超预期，产能去化影响正在不断显现，2023年12月-2024年6月全国新生仔猪数量同比下降7%，二季度末全国生猪

存栏同比下降 4.6%，本轮猪价高点值得期待。此外，受亏损期较长、高资产负债率维持数年、偏好压栏和二育等因素影响，生猪产能回升速度偏慢，6 月末上海钢联、涌益咨询能繁母猪存栏量环比上升 0.37%、0.61%，6 月末统计局能繁母猪存栏较 3 月末仅小幅上升 1.1%。我们预计 2024-2026 年公司实现主营业务收入 64.09 亿元、89.11 亿元、98.81 亿元，同比分别增长 64.7%、39.0%、10.9%，对应归母净利润 5.71 亿元、10.32 亿元、7.21 亿元，同比分别增长 242.2%、80.8%、-30.2%，对应 EPS 分别为 1.09 元、1.97 元、1.37 元，给予“买入（首次）”评级。

● **风险提示**

生猪疫情、原材料价格波动风险、生猪产品价格波动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3891	6409	8911	9881
收入同比 (%)	17.8%	64.7%	39.0%	10.9%
归属母公司净利润	-401	571	1032	721
净利润同比 (%)	-257.0%	242.2%	80.8%	-30.2%
毛利率 (%)	4.4%	16.7%	18.4%	14.4%
ROE (%)	-9.6%	12.0%	17.8%	11.1%
每股收益 (元)	-0.77	1.09	1.97	1.37
P/E	—	30.41	16.82	24.08
P/B	3.85	3.64	2.99	2.66
EV/EBITDA	-559.27	19.24	12.01	14.89

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 聚焦生猪，打造产业链一体化优质企业	6
1.1 立足云南，深耕生猪业务 20 年	6
1.2 养殖规模持续扩大，公司营收稳步增长	8
2 生猪养殖业务稳步拓展，养殖成本处一梯队	11
2.1 本轮周期官方产能去化逾 9%	11
2.2 本轮周期生猪产能恢复或明显偏弱	13
2.3 本轮猪价高点值得期待	16
3 生猪业务稳步增长，健康理念打造成本优势	17
3.1 养殖产能稳步提升，生猪出栏快速增长	17
3.2 坚持健康养殖理念，成本优势凸显	19
4 盈利预测、估值及投资评级	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资建议	24
风险提示:	24

图表目录

图表 1 公司产业链环节传导关系	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司十大股东明细（截至 2024Q1）	7
图表 4 公司股权结构图	8
图表 5 2018-2024Q1 公司营收及 YOY，亿元	9
图表 6 2018-2024Q1 公司归母净利润及 YOY，亿元	9
图表 7 2018-2023 公司分产品营收变化，亿元	9
图表 8 2020-2022 公司产品占比变化	9
图表 9 2018-2023H1 公司销售毛利率变化，%	10
图表 10 2020-2023 年公司主要产品毛利率变化，%	10
图表 11 2018-2024Q1 公司资产负债率变化情况，%	10
图表 12 2018-2024Q1 公司流动、速动比率变化情况	10
图表 13 2018-2024Q1 可比公司资产负债率变化情况，%	11
图表 14 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局，万头	12
图表 15 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询	12
图表 16 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联	12
图表 17 能繁母猪存栏量累计变化对照表	12
图表 18 2024 年 2-6 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化	13
图表 19 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化	13
图表 20 2024 年 3-6 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化	13
图表 21 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化	13
图表 22 生猪自繁自养盈利走势图，元/头	14
图表 23 外购仔猪盈利走势图，元/头	14
图表 24 猪粮比走势图	14
图表 25 主要上市猪企平均资产负债率走势图，%	14
图表 26 20 家上市猪企资产负债率对照表，%	15
图表 27 二元母猪价格走势图，元/公斤	15
图表 28 仔猪价格走势图，元/公斤	15
图表 29 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图，万头	16
图表 30 2008-2024 年生猪周度价格走势图，元/公斤	17
图表 31 2022-2024 年生猪月度出栏价对照图，元/公斤	17
图表 32 神农集团 IPO 养殖相关项目对照表	18
图表 33 神农集团自筹、定增养殖相关项目对照表	18
图表 34 公司新增产能对照表，万头	19
图表 35 公司生猪出栏量及增速	19
图表 36 公司资产负债率走势图，%	19
图表 37 公司资本开支走势图，亿元	19
图表 38 自动饲喂系统-料槽（保育育肥场）	20
图表 39 自动饲喂系统-料槽（种猪场）	20

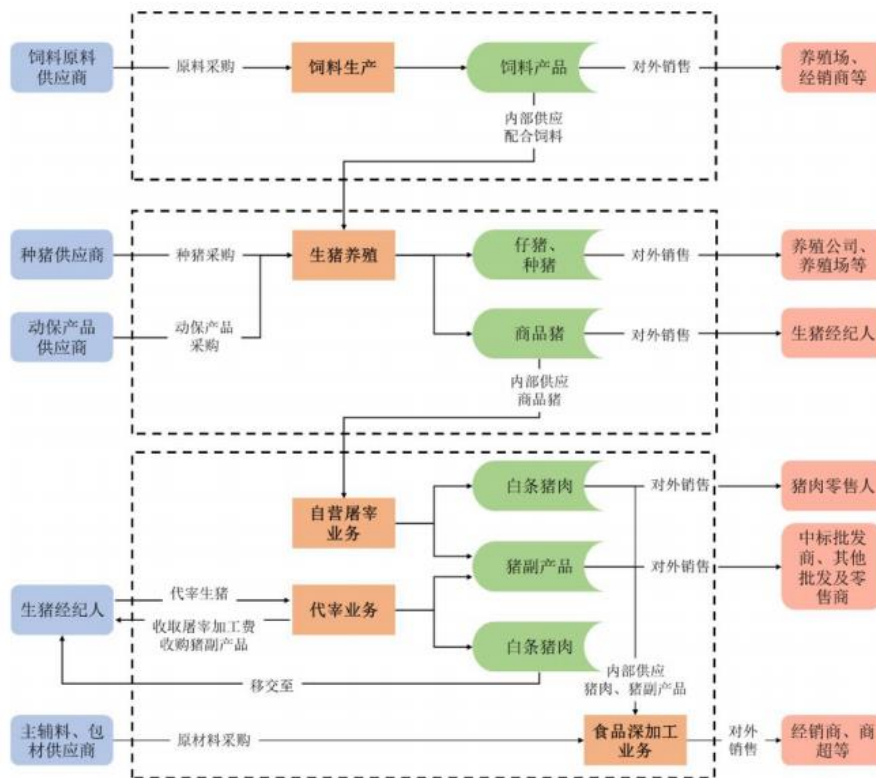
图表 40 自动环境控制系统-通风装置	20
图表 41 自动环境控制系统-湿帘	20
图表 42 主要上市猪企成本对照表，元/公斤	21
图表 43 公司收入成本预测表	22

1 聚焦生猪，打造产业链一体化优质企业

1.1 立足云南，深耕生猪业务 20 年

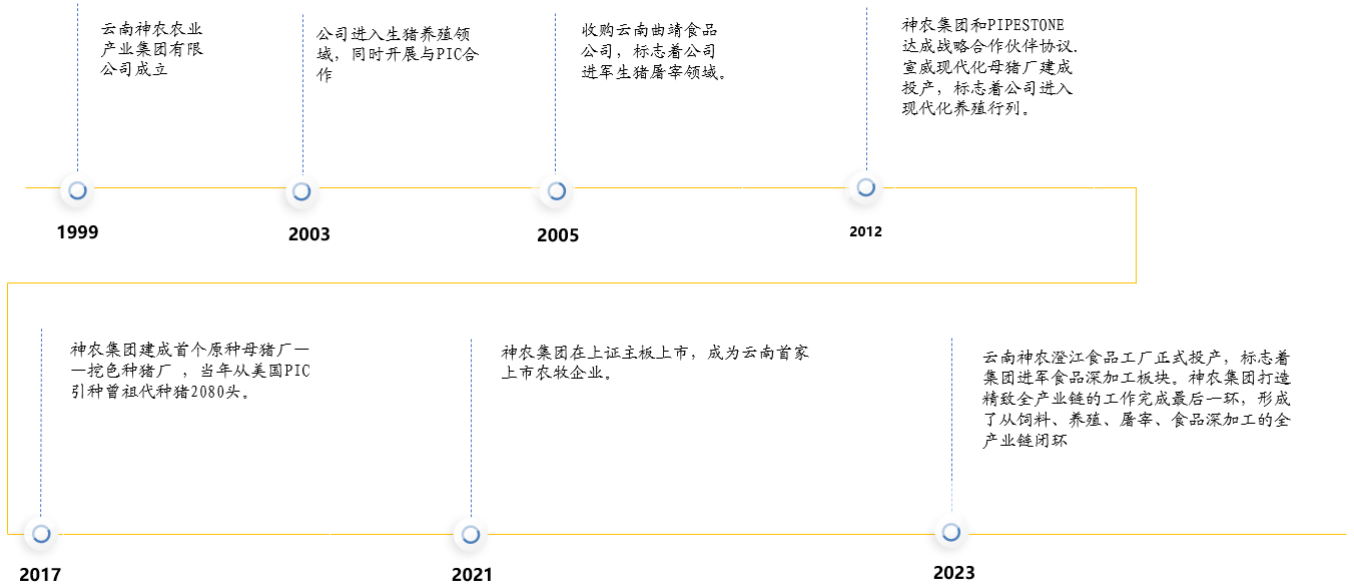
神农集团成立于 1999 年，成立之初公司以饲料加工销售为主要业务。2003 年和 2005 年，公司先后进军生猪养殖领域和生猪屠宰领域，聚焦生猪全产业链的建设和发展，逐渐形成了集饲料加工和销售、生猪养殖和销售、生猪屠宰、食品加工销售等业务为一体的完整产业链，集团下设 30 家全资子公司，相关业务覆盖云南、广西、广东等多个地区。2021 年，神农集团在上证主板上市，成为云南首家上市农牧企业，也是目前云南省规模最大的养猪企业。2023 年，公司云南神农澄江食品工厂正式投产，标志着集团进军食品深加工板块，精致全产业链打造工作完成最后一环。

图表 1 公司产业链环节传导关系



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 2 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司股权高度集中，公司实际控制人何祖训、何乔关、何月斌、何宝见为同胞兄弟姐妹关系，四人直接和间接合计持有公司股份 85.21%，其中，公司第一大股东何祖训直接持有公司股份 49.71%，通过云南正道投资发展合伙企业(有限合伙)间接持有公司股份 7.17%，合计持有公司股份 56.88%，为企业最终控制方。第二大股东何乔关直接和间接合计持有公司股份 13.02%。

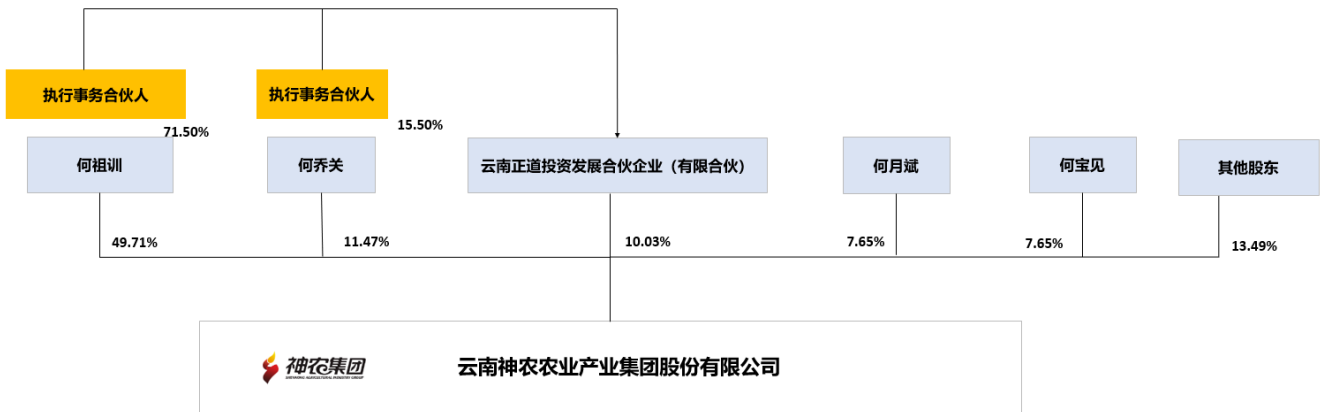
图表 3 公司十大股东明细（截至 2024Q1）

排名	股东名称	持股数量（股）	占总股本比例
1	何祖训	261,016,651	49.71%
2	何乔关	60,234,612	11.47%
3	云南正道投资发展合伙企业（有限合伙）	52,646,880	10.03%
4	何月斌	40,156,407	7.65%
5	何宝见	40,156,407	7.65%
6	招商景气优选股票型证券投资基金	2,239,190	0.43%
7	广发诚享混合型证券投资基金	1,703,508	0.32%
8	嘉实农业产业股票型证券投资基金	1,703,335	0.32%

9	香港中央结算有限公司	1,366,468	0.26%
10	银华农业产业股票型发起式证券投资基金	1,349,660	0.26%
合计		462,573,118	88.10%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司股权结构图

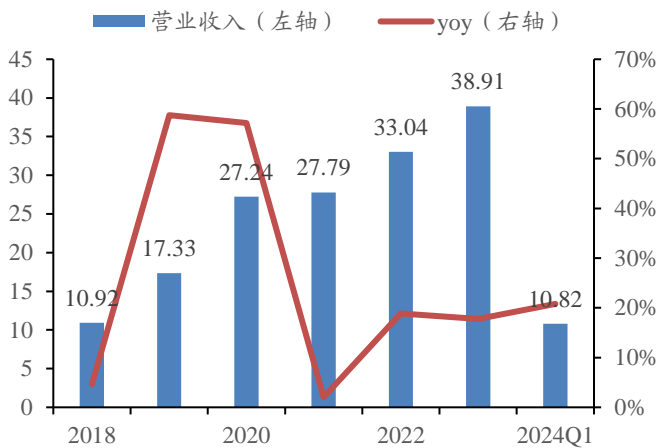


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 养殖规模持续扩大，公司营收稳步增长

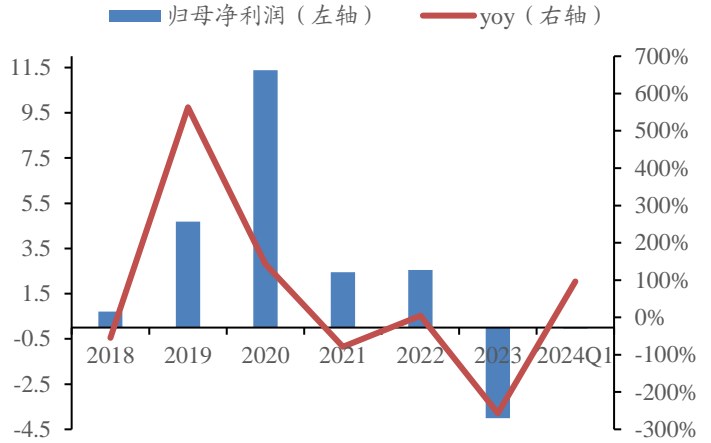
生猪养殖规模持续扩大带动公司营收增长，2018-2023 年，公司营业收入从 10.92 亿元增长至 38.91 亿元，年复合增长率达 28.9%。2024Q1，公司实现营业收入 10.82 亿元，同比增长 20.8%。公司利润受生猪价格波动影响明显，伴随生猪行业景气度上行，2019-2020 年公司分别实现归母净利润 4.69 亿元、11.38 亿元，同比增长 536.2%、142.6%；2021-2022 年，在生猪价格下行影响下公司实现归母净利润 2.45 亿元、2.55 亿元，同比分别增长-78.4%、4.1%；2023 年和 2024Q1 公司归母净利润分别为-4.01 亿元和-0.04 亿元，主要系生猪价格持续低迷叠加公司生猪出栏量快速增长所致。

图表 5 2018-2024Q1 公司营收及 yoy, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 2018-2024Q1 公司归母净利润及 yoy, 亿元

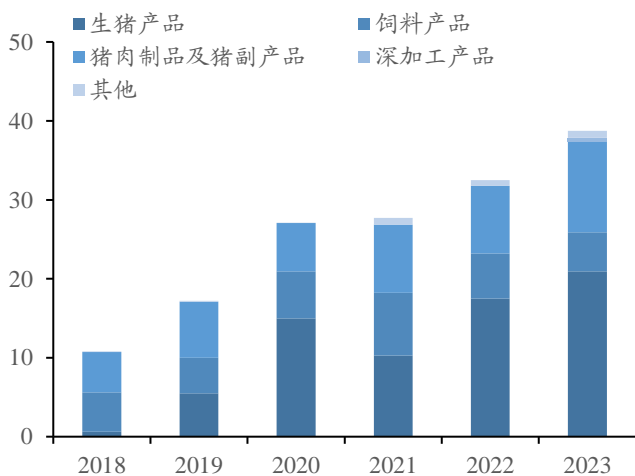


资料来源: wind, 华安证券研究所

分产品看, 2023 年公司生猪业务实现营收 20.92 亿元, 同比增长 19.6%, 公司销售生猪 152.04 万头, 同比增长 63.7%, 其中, 对外销售生猪 120.78 万头, 对集团内部屠宰企业销售生猪 31.26 万头; 2023 年公司饲料加工业务实现收入 4.98 亿元, 同比下滑 12.5%, 外销饲料 10.87 吨, 同比下降 15.0%; 猪肉制品及猪副产品 (屠宰) 2023 年实现收入 11.47 亿元, 同比增长 33.7%, 生猪屠宰量 (含生猪代宰和生猪自营屠宰) 176.56 万头, 同比增长 22.2%。另外, 公司云南澄江神农食品有限公司年产 24000 吨食品深加工项目于 2023 年 4 月正式投产运营, 2023 年公司深加工产品实现收入 4.69 亿元。

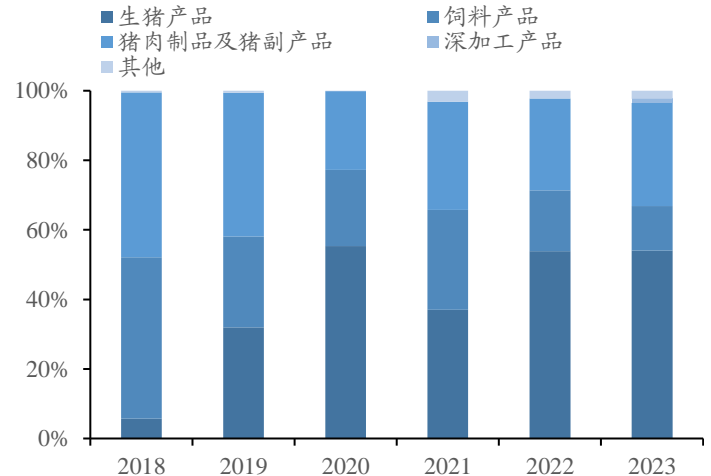
依据对市场行情的研判, 公司将坚持“生猪产业链一体化”的发展战略, 饲料业务方面, 公司在加强饲料配方研发的同时, 将通过强化饲料原料采购质量, 稳步提升产能来满足养殖业务规模不断增长所带来的饲料需求; 养殖业务方面, 公司将进一步发展工业化养殖模式, 合理扩大养殖规模。

图表 7 2018-2023 年公司分产品营收变化, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 2018-2023 年公司产品占比变化

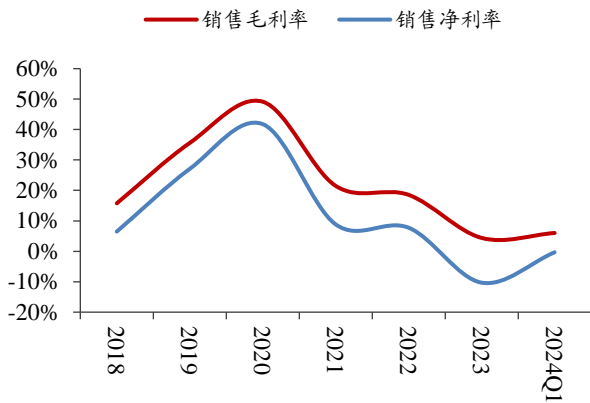


资料来源: wind, 华安证券研究所

注：产品收入已剔除饲料、养殖、屠宰间抵消

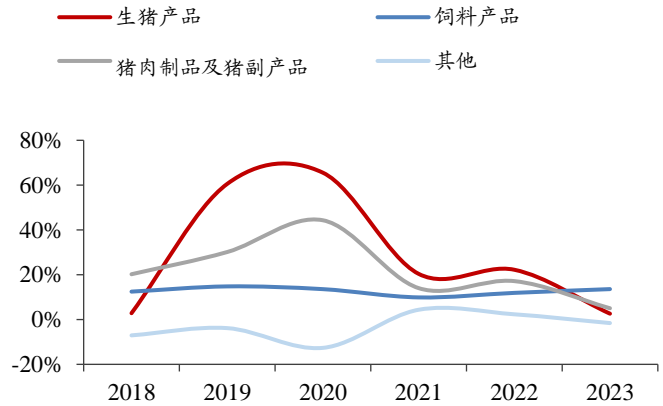
公司主营业务毛利率与饲料原材料价格、生猪行业周期波动等因素高度相关。2023年，公司销售毛利率4.4%，同比下降14.14个百分点。其中，生猪产品毛利率为2.6%，同比下降19.61个百分点，主要系生猪价格持续低迷所致；饲料业务毛利率13.6%，同比增长1.68个百分点；猪肉制品及猪副产品毛利率5.0%，同比减少12.11个百分点。2024Q1，公司销售毛利率6.0%，同比增长4.9个百分点。

图表9 2018-2024Q1 公司销售毛利率变化，%



资料来源：wind，华安证券研究所

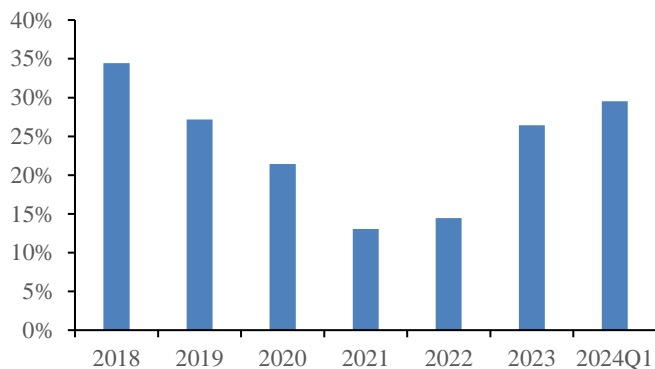
图表10 2018-2023 年公司主要产品毛利率变化，%



资料来源：wind，华安证券研究所

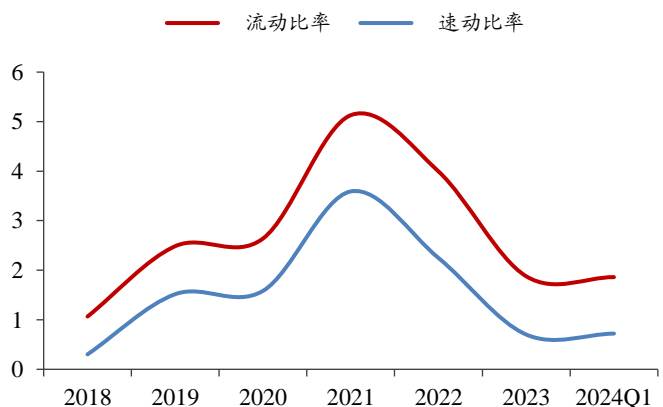
资金储备相对充足，资产负债率水平行业领先。截至2024Q1，公司在手货币资金6.09亿元，负债规模17.60亿元，负债结构以流动负债为主。公司资产负债率29.5%，较2023年末有所增长但仍明显低于行业平均水平，流动比率和速动比率分别为1.86和0.72。

图表11 2018-2024Q1 公司资产负债率变化情况，%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表12 2018-2024Q1 公司流动、速动比率变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 2018-2024Q1 可比公司资产负债率变化情况，%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
神农集团	34.5%	27.2%	21.4%	13.0%	14.5%	26.4%	29.5%
温氏股份	34.1%	28.9%	40.9%	64.1%	56.3%	61.4%	63.4%
牧原股份	54.1%	40.0%	46.1%	61.3%	54.4%	62.1%	63.6%
巨星农牧	38.7%	38.4%	37.0%	44.7%	48.9%	59.9%	62.2%
华统股份	33.9%	44.9%	55.4%	70.4%	62.3%	74.7%	76.8%
唐人神	39.5%	47.8%	43.0%	57.9%	59.7%	64.8%	67.4%
新五丰	27.1%	24.7%	32.6%	58.7%	71.2%	75.0%	76.1%
大北农	40.8%	39.4%	45.8%	52.8%	58.3%	66.3%	67.8%
金新农	63.0%	50.7%	50.3%	65.8%	68.7%	74.1%	73.7%
东瑞股份	47.4%	33.3%	31.1%	15.6%	34.1%	42.5%	43.8%
天康生物	61.5%	53.7%	56.3%	54.7%	50.3%	52.8%	53.8%
京基智农	76.4%	63.3%	71.9%	82.8%	84.8%	67.8%	66.5%
新希望	43.0%	49.2%	53.1%	65.0%	68.0%	72.3%	74.0%
ST 天邦	61.5%	61.5%	43.3%	79.9%	79.6%	86.7%	80.7%
*ST 傲农	69.5%	73.9%	67.5%	87.2%	81.6%	103.7%	106.8%
*ST 正邦	68.0%	67.7%	58.6%	92.6%	148.4%	54.0%	50.4%

资料来源：wind，华安证券研究所

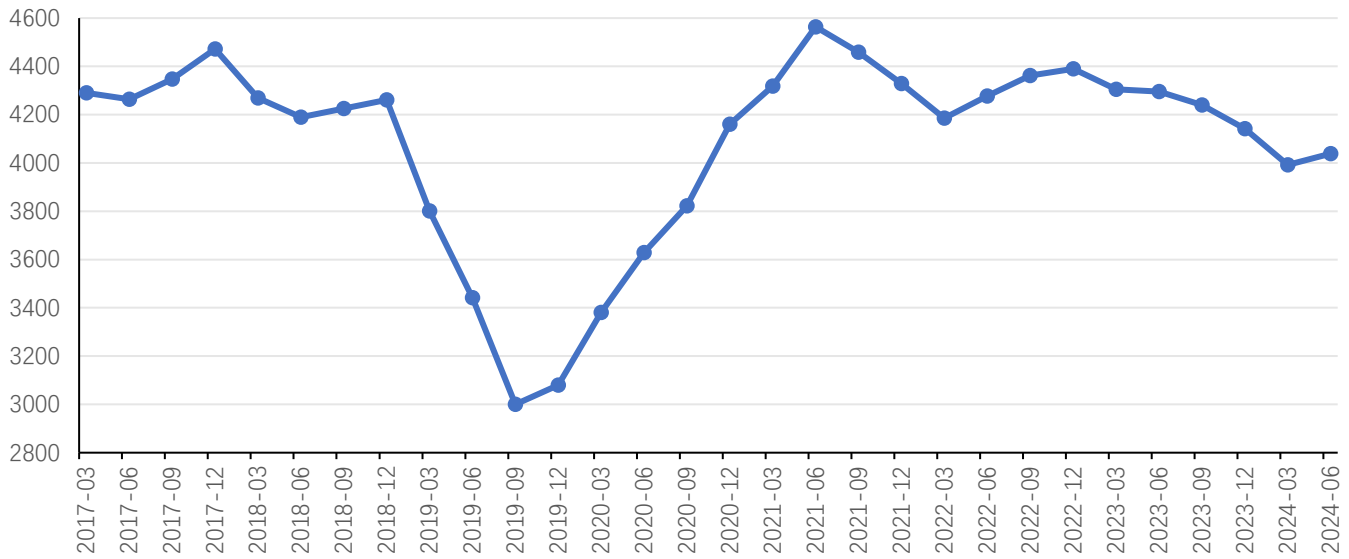
2 生猪养殖业务稳步拓展，养殖成本处一梯队

2.1 本轮周期官方产能去化逾 9%

从官方数据看，2022 年 12 月末-2024 年 3 月末，能繁母猪存栏量累计降幅 9.1%。

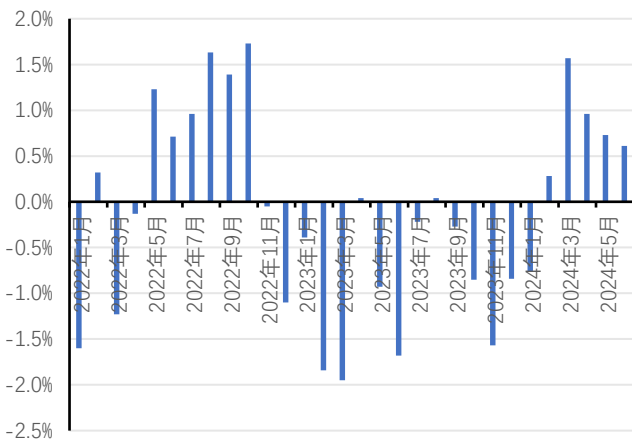
从行业数据看，2022 年 10 月末-2024 年 1 月末，涌益咨询能繁母猪存栏累计降幅 12.37%；2022 年 12 月末-2024 年 2 月末，上海钢联能繁母猪存栏累计降幅 6.9%，其中，规模养殖场累计降幅 6.3%，中小散户累计降幅 25.5%（含 2022 年 12 月降幅）。

图表 14 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局, 万头



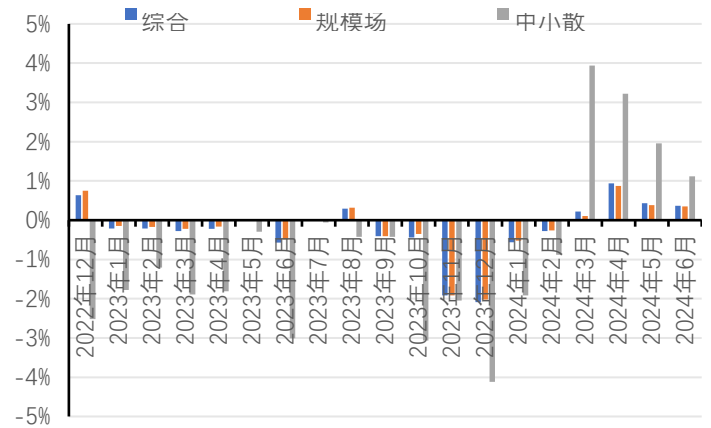
资料来源: 统计局, 华安证券研究所

图表 15 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 16 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联



资料来源: 上海钢联, 华安证券研究所

图表 17 能繁母猪存栏量累计变化对照表

统计局		涌益咨询		上海钢联	
产能变化时间段	能繁母猪存栏累计变化	产能变化时间段	能繁母猪存栏累计变化	产能变化时间段	能繁母猪存栏累计变化
2017.12-2019.9	-32.9%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
2019.9-2021.6	52.1%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
2021.6-2022.3	-8.3%	2021.6-2022.4	-15.7%	N.A.	N.A.
2022.3-2022.12	4.9%	2022.5-2022.10	8.5%	2022.4-2022.12	12.7%
2022.12-2024.3	-9.1%	2022.11-2024.1	-12.4%	2023.1-2024.2	-6.9%

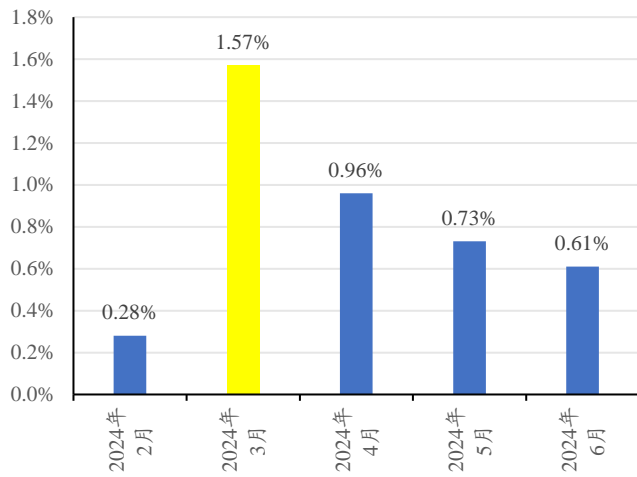
资料来源: 统计局, 涌益咨询, 上海钢联, 华安证券研究所

2.2 本轮周期生猪产能恢复或明显偏弱

从官方数据看,2024年6月能繁母猪存栏量4038万头,环比增长1.1%,生猪价格的快速上涨,未带来明显的补栏。

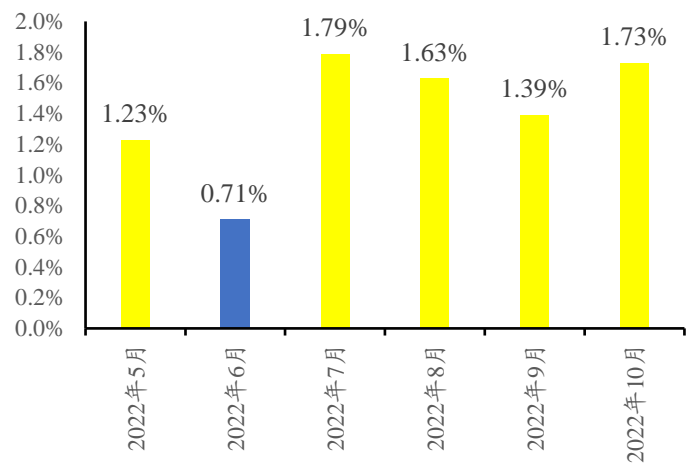
从行业数据看,2024年2-6月,涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升0.28%、1.57%、0.96%、0.73%、0.61%;2024年3-6月,上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升0.22%、0.94%、0.43%、0.37%。对照2022年产能恢复期,5-10月涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升1.23%、0.71%、1.79%、1.63%、1.39%、1.73%;5-12月,上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升1.86%、1.99%、1.19%、1.73%、1.27%、2.87%、1.17%、0.64%。2024年以来,生猪产能回升速度明显弱于2022年。

图表 18 2024 年 2-6 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



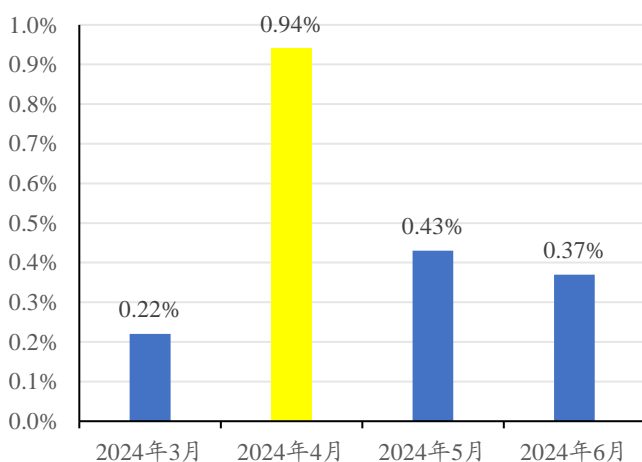
资料来源:涌益咨询,华安证券研究所

图表 19 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



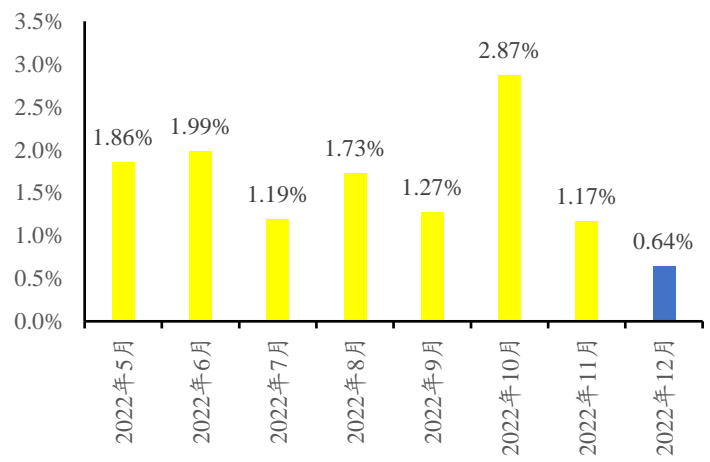
资料来源:wind,华安证券研究所

图表 20 2024 年 3-6 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源:wind,华安证券研究所

图表 21 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源:wind,华安证券研究所

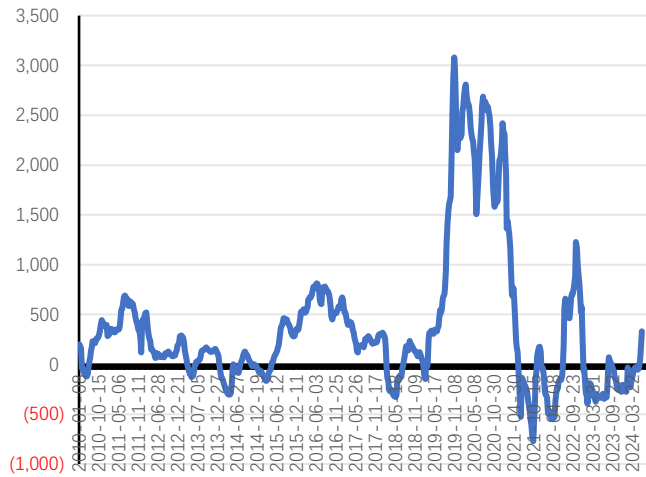
我们认为,2024年生猪产能回升速度偏慢,与亏损期较长、维持数年的高资产负债率、偏好压栏和二育等多重因素相关,本轮周期产能恢复或明显偏弱。

1、亏损期较长，资产负债率高

本轮周期亏损时间较长，2023年1月-2024年5月，猪粮比介于4.9-6.0的时间段达55周，生猪自繁自养经历63周亏损，外购仔猪育肥经历53周亏损。

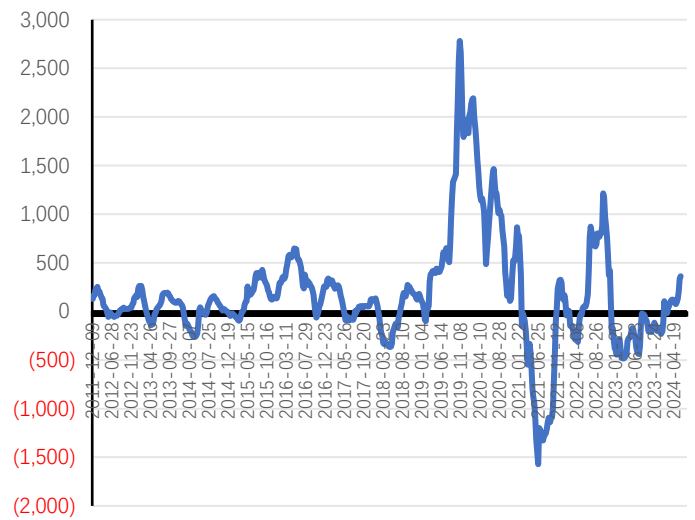
此外，非瘟疫情带来的超高猪价刺激整个产业积极扩产，2021年末20家上市猪企平均资产负债率攀升至60%，达到2009年以来最高水平，2022年以来持续维持在64%-65%的高负债水平。

图表 22 生猪自繁自养盈利走势图，元/头



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 外购仔猪盈利走势图，元/头



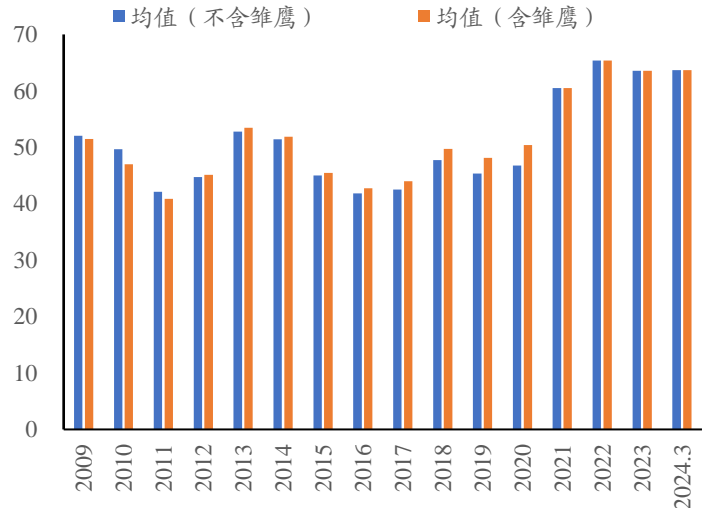
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 猪粮比走势图



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 主要上市猪企平均资产负债率走势图，%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 20 家上市猪企资产负债率对照表, %

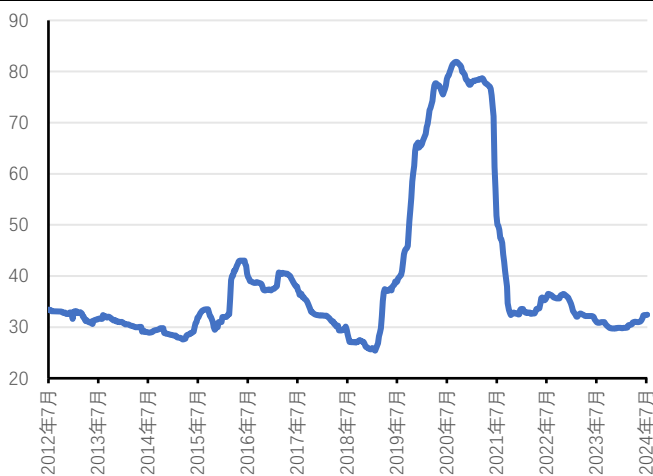
	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	雏鹰 (退市)	均值 (含雏鹰)	均值 (不含雏鹰)
2009	50	46	43	64	57	42	45	58		54			48		33		37		100	44	52	51
2010	54	42	50	57	45	40	46	60		21			53		43		31		103	13	50	47
2011	51	36	55	59	51	14	43	26		24			45	44	50		28		63	24	42	41
2012	52	37	56	70	51	14	41	31		25			50	48	58		34		59	51	45	45
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58	41	48		64	64	53	53
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57	46	53	65	70	60	51	52
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59	38	33	49	59	54	45	45
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43	32	32	48	58	60	42	43
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41	29	29	41	82	72	42	44
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35	34	27	39	76	88	48	50
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36	27	25	38	63	101	45	48
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49	21	33	37	72	119	47	50
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61	13	59	45	83		60	60
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62	14	71	49	85		65	65
2023	62	61	87	54	53	74	72	65	104	66	45	42	54	75	64	26	75	60	68		64	64
2024.3	64	63	81	50	54	74	74	67	107	68	43	44	52	77	58	30	76	62	66		64	64

资料来源: wind, 华安证券研究所

2、二育及压栏的灵活使用

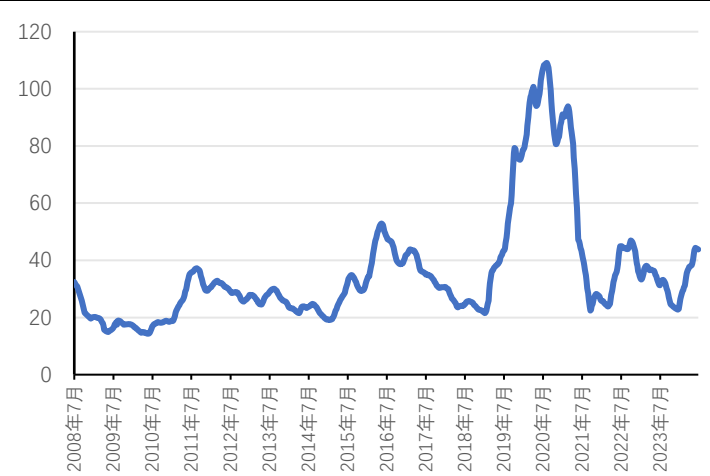
非瘟疫情以来, 生猪出栏均重和整体波动性均明显超过疫情前, 主要是因为部分养殖户选择运用压栏和二育获得更高盈利。与此同时, 种猪和仔猪的补栏意愿减弱, 2022 年以来, 种猪、仔猪的价格峰值和波动性均低于 2016 年。

图表 27 二元母猪价格走势, 元/公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 仔猪价格走势, 元/公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

3、上市猪企整体产能恢复明显偏弱

2022 年 12 月-2024 年 3 月, 上市猪企的能繁母猪存栏上升主要集中在牧原和温氏, 分别增加 32.2 万头、25 万头, 两家公司合计增加 57.2 万头; 上市猪企的能繁母猪存栏下降主要集中在新希望、正邦、天邦、傲农, 其中, 新希望、正邦、天邦分别下降 13 万头、10.4 万头、12.6 万头, 三家公司合计下降 36 万头, 傲农生物虽未公布具体能繁母猪存栏量数据, 但生产性生物资产从 2022 年末 11.1 亿元下降 82.4%至 2024 年 1 季末 1.95 亿元, 粗略估计能繁下降约 25 万头。再考虑华统、神农集团、京基智农等公司的能繁母猪存栏量上升, 本轮周期主要上市猪企的能繁母猪存栏量基本稳定。

2024年3月末,牧原股份能繁母猪存栏量314.2万头,较去年末微增1.3万头;温氏股份155万头,较去年末持平;新希望72万头,较去年末下降10万头。2024年3月末,上市猪企累计能繁母猪存栏量或呈现下降态势。

图表 29 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图, 万头

		牧原	温氏	新希望	正邦	天邦	家佳康	傲农	大北农	天康	京基	金新农	神农	华统	立华
24.6	能繁	330.9		约73									9.8		8
	后备														
	合计														
24.3	能繁	314.2	155	72	19.6	22.6	20+		23	14	9.9	6-6.5	9	15	6+
	后备								9		1.5				1~2
	合计										11.4				
23.12	能繁	312.9	155	82			约20		21.6	14	9.8	5.5	8+	13	6
	后备			接近50			5-6		8.5		1.4	1.5			
	合计										11.2		近10		
23.9	能繁	300.9	156	85		32	25~26		<23	14	9.8	5.5	7	14	5+
	后备		60	60			6-7		9+	4	1.5	1.5			
	合计										11.3	7			
23.6	能繁	303.2	152	85				23.48	23	14	9.8	6.1	6.7		5+
	后备		60	60					6-7		1.8	0.9	2.7		近3
	合计										11.6	7	9.4		
23.3	能繁	285	145	85	22	30	26.3	约30		14	9.6	6.1~6.2	6.5	13	
	后备		60	60	4		>6			4.2	1.5		2.8		
	合计								33		11.2	7~7.5	9.3		
22.12	能繁	282	130	85	30	35.2	26.3	>31		15	9.4	6~6.5	6.3		
	后备			66			>5			4.5	1.7				
	合计								33		11				

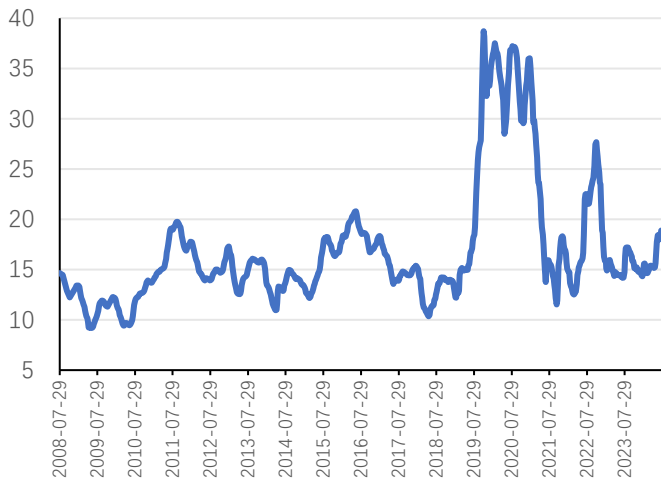
资料来源:公司公告,华安证券研究所

2.3 本轮猪价高点值得期待

本轮周期22年12月-24年4月累计去化9.2%,去化已超过21-22年,较2021年6月能繁母猪存栏量下降12.5%。今年3月以来,生猪价格持续超市场预期,产能去化的影响正在不断显现,2023年12月-2024年6月全国新生仔猪数量同比下降7%,二季度末全国生猪存栏量41,533万头,同比下降4.6%,本轮猪价高点值得期待。

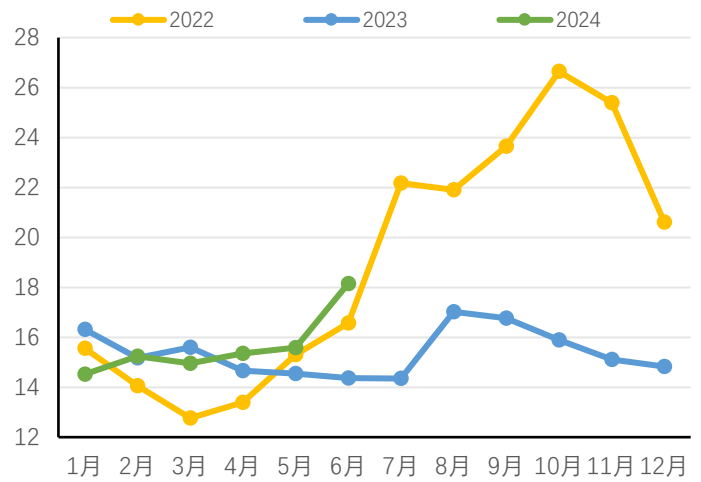
此外,受亏损期较长、高资产负债率维持数年、偏好压栏和二育等因素影响,生猪产能回升速度有望偏慢。

图表 30 2008-2024 年生猪周度价格走势，元/公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 2022-2024 年生猪月度出栏价对照图，元/公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 生猪业务稳步增长，健康理念打造成本优势

3.1 养殖产能稳步提升，生猪出栏快速增长

公司生猪养殖包括“自繁自养”、“公司+家庭农场”两种模式。在“自繁自养”模式下，公司依托 PIC 国际育种公司（全球最大种猪育种公司）资源，分别于 2017 年、2021 年两次从美国 PIC 核心种猪群引进 PIC 曾祖代核心种猪，助力公司进一步优化和提升了核心群、扩繁群、商品群三级金字塔式育种体系潜力。生猪饲养管理规模化、标准化、生物安全化和信息化的生产管理模式不断成熟完善，在此模式下，公司主要对外销售 PIC 高遗传性能种猪、仔猪及商品猪。

“公司+家庭农场”模式，则是公司基于未来发展做出的战略选择。公司与养殖专业户签订代养合同，养殖专业户向公司提供一定的保证金，公司负责提供饲料、猪苗、动保及技术服务等，最终根据双方合同约定及养殖成绩向养殖专业户支付一定的代养费。

2018-2023 年公司生猪出栏量从 22.2 万头上升至 152 万头，生猪外销量从 6.4 万头上升至 120.8 万头，年复合增长率分别达到 46.9%、79.9%。公司持续稳步推进生猪业务，2015 年至今，资产负债率始终维持在 40%以内，随着 IPO、定增、自筹项目规划的逐步落地，云南、广西、广东生猪产能布局将分别新增约 250 万头、150 万头和 50 万头。

1H2024，公司生猪出栏量 109.24 万头，同比增长 62.8%，已完成全年出栏目标 230-250 万头的 43.7%-47.5%。2024 年 6 月末，公司能繁母猪存栏量 9.8 万头，年底母猪存栏规模有望达到 12.2-13 万头，为 2025 年生猪出栏奠定基础。

图表 32 神农集团 IPO 养殖相关项目对照表

一、饲料		资金来源	省份	项目投资总额 (万元)	项目达到预定可使用状 态日期	新增年产能(万 吨/万头)
1	云南神农陆良年产50万吨饲料及生物安全中心项目	IPO	云南	20,000	2022年6月	50万吨饲料
二、优质仔猪扩繁基地建设项目						
1	云南神农石林年出栏18万头优质仔猪扩繁基地建设项目	IPO	云南	11,087	2020年5月	18万头仔猪
2	云南神农陆良猪业有限公司18万头仔猪扩繁基地建设项目	IPO	云南	12,000	2020年12月	18万头仔猪
3	云南神农沾益花山年出栏24万头优质仔猪扩繁基地建设项目	IPO	云南	14,500	2020年9月	24万头仔猪
4	曲靖市沾益区白水镇下坡年出栏24万头优质仔猪扩繁基地建设项目	IPO	云南	14,500	2021年11月	24万头仔猪
5	武定神农猪业发展有限公司15万头仔猪扩繁基地建设项目	IPO	云南	10,000	2021年6月	15万头仔猪
6	武定神农猪业发展有限公司文笔山15万头仔猪扩繁基地建设项目	IPO	云南	10,000	2021年6月	15万头仔猪
7	广西大新县雷平镇18万头仔猪扩繁基地建设项目	IPO	广西	15,000	2021年12月	18万头仔猪
三、优质生猪育肥基地建设项目						
1	云南神农宾川猪业有限公司年出栏3.2万头优质生猪建设项目	IPO	云南	6,802	2020年5月	3.2万头育肥猪
2	曲靖市沾益区白水镇岗路年出栏10万头优质生猪基地建设项目	IPO	云南	14,600	2021年8月	10万头育肥猪
3	云南神农石林螺蛳塘年出栏10万头优质生猪基地建设项目	IPO	云南	15,000	2021年10月	10万头育肥猪
4	广西大新神农牧业有限公司振兴猪场建设项目	IPO	广西	7,668	2022年12月	12万头育肥猪
四、屠宰						
1	云南神农曲靖食品有限公司年50万头生猪屠宰新建项目	IPO		15,000	2023年2月	50万头屠宰

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 神农集团自筹、定增养殖相关项目对照表

一、饲料		资金来源	省份	预算数(万元)	预期投产日	新增年产能(万 吨/万头)
1	澄江饲料基地扩建	自筹资金	云南	1,898	2023年	
2	广西大新神农牧业有限公司饲料加工厂	自筹资金	广西	13,000	2024年	40万吨
二、种猪场工程						
1	兴泰农牧8000头母猪建设项目	自筹资金	广东	12,000	2023年	8000头母猪
二、优质仔猪扩繁基地建设项目						
1	广西崇左江州年出栏24万头优质仔猪扩繁基地建设项目	自筹资金	广西	9,462	2023年	24万头仔猪
2	云南白水下坡年出栏48万头优质仔猪扩繁基地建设项目	自筹资金	云南	30,000	2023年	48万头仔猪
3	陆良兴隆猪场24万头优质仔猪扩繁基地建设项目	自筹资金	云南	12,000	2023年	24万头仔猪
4	红河弥勒神农畜牧有限公司五山乡年出栏24万头优质仔猪扩繁基地建设项目	自筹资金/ 定增项目	云南	15,000	2024年	24万头仔猪
三、优质生猪育肥基地建设项目						
1	大坡乡年出栏10万头优质生猪养殖基地建设项目	自筹资金	云南	9,240	2022年	10万头育肥猪
2	广西崇左神农畜牧有限公司新隆猪场项目	自筹资金	广西	30,000	2024年	48万头仔猪
3	广西崇左神农畜牧有限公司灶瓦猪场项目	自筹资金	广西	16,000	2025年	48万头仔猪
四、食品						
1	澄江神农食品厂项目	自筹资金	广西	8,000	2023年	2.4万吨
五、猪场改造工程						
1	陆良炒铁猪场改造工程	自筹资金	云南	1,227	2022年	
2	马龙大平地猪场改造项目	自筹资金	云南	306	2022年	
3	马龙禄度猪场改造工程	自筹资金	云南	364	2022年	
六、其他						
1	大新振兴洗车场	自筹资金		385	2022年	

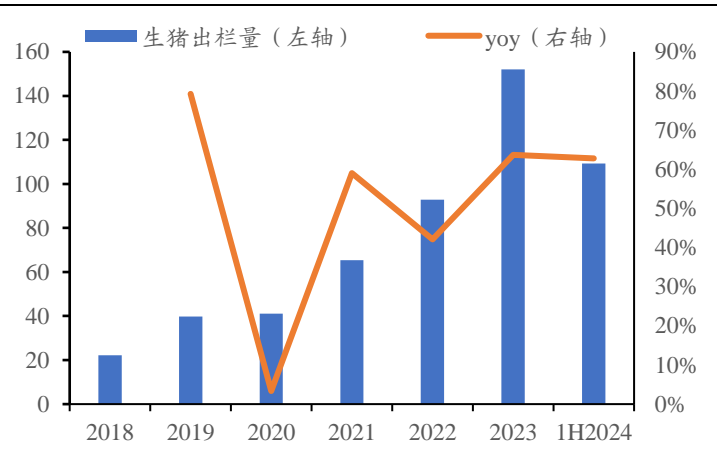
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 公司新增产能对照表, 万头

	新增产能 (IPO+自筹+定增)		
	生猪养殖	屠宰	饲料
云南	243.2	60-	50
广西	150	2.4	40
广东	48	0	0

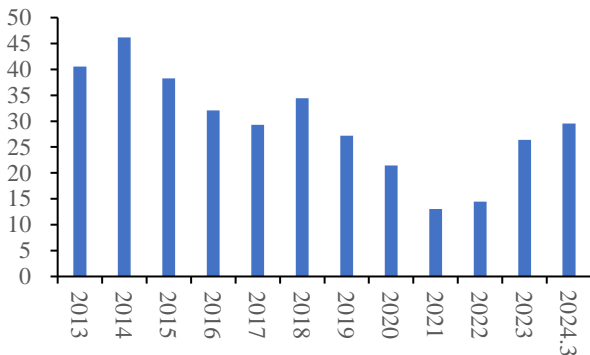
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 35 公司生猪出栏量及增速, 万头



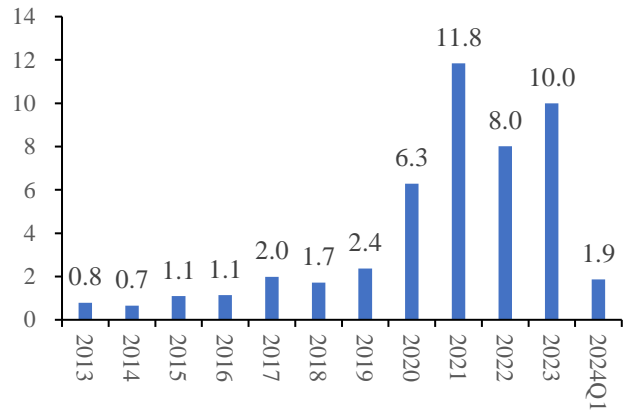
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 36 公司资产负债率走势图, %



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37 公司资本开支走势图, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 坚持健康养殖理念, 成本优势凸显

公司经过二十余年的生猪产业链经营实践与创新, 积累了丰富的管理经验, 立足于养殖环境、营养供给、生物安全系统、有竞争力的养殖团队, 形成了以猪只健康和生物安全为核心的现代化生猪产业链管理体系。2024 年以来, 生猪养殖成本始终处于上市猪企第一梯队。

① 科学的养殖环境控制

良好的养殖环境能够有效降低猪只的应激反应, 防止疫病传播, 是猪只健康生长的基础。公司参考 PIC 生物安全千点评分体系进行科学选址, 并就场址征询 PIC 公司专家建议, 为养殖环境安全奠定坚实基础。PIC 生物安全千点评分体系通过对场址周边的天然屏障、气候条件、人员聚集区、公共道路、养殖及屠宰设施等外界条件进行系统分析, 全面识别场址周围的生物安全风险点, 选择生物安全条件突出的地点建设养殖场。

同时, 公司引入国际先进的猪场设计和管理理念, 建成了符合环保和产品安全

要求的规模化、现代化、生物安全化的生猪养殖场。公司现代化养殖场采用美式养殖模式，选用自动环境控制系统、自动饲喂系统等专业设备技术指标先进，采购自美国爱科集团 (AGCO) 及其下属的谷瑞机械 (GSI)、美国豪格斯莱特公司 (HOG SLAT) 等国际著名的养殖设备生产商。公司猪舍内装配的自动化环境控制系统，能够按照养殖人员设定的系统参数维持内部环境稳定舒适，通过经验积累形成一套系统的环境控制标准，猪舍内温度根据猪只日龄增长阶梯下降，通风量根据猪只日龄和季节因素进行调节。自动饲喂系统一方面能够控制饮水器的水流速度，合理调节猪只供水量；另一方面能够根据设定，定时定量地将饲料自动传送至料槽中。公司猪舍配有全漏缝水泡粪系统，以防渗混凝土及钢筋浇筑防渗漏的粪便发酵深坑，深坑上面采用全漏粪地板进行铺盖，猪只饲养在漏粪地板上，养殖过程中猪只排泄的粪便、尿液直接漏到深坑中进行初次发酵，然后通过设备流入二次发酵沉淀池，避免出现大量粪便堆积，有效提升猪舍内部的空气质量和卫生防疫条件。

图表 38 自动饲喂系统-料槽 (保育育肥场)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 39 自动饲喂系统-料槽 (种猪场)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 40 自动环境控制系统-通风装置



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 41 自动环境控制系统-湿帘



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

② 全面的营养供给

饲料是猪只健康生长的决定性因素。公司养殖生猪所用饲料均为自主生产，始终坚持使用高标准的饲料原料，品管部门对饲料生产车间的环境及工艺流程进行实

时检查，并对每批次饲料质量进行抽样分析。在保证品质的基础上，公司精细化管理饲料配方，研制出 SNP 系列专业猪场饲料，满足公猪、母猪、育肥猪生产及全生长周期的营养需要。育肥阶段 SNP 系列专业猪场饲料分为多种型号，匹配不同生长阶段的猪只，为不同日龄和体重的猪只提供全面的营养供给，进一步提升规模化养殖效率。同时，猪舍中装配的自动饲喂系统能够根据设定每日定时定量地向料槽中传送饲料，保障猪只科学、规律地摄入营养。

③ 健全的生物安全体系

公司根据生猪配种、生产、保育以及生猪育肥等不同阶段生猪生长特点，分别制定了不同养殖猪舍的标准作业指导书。各养殖场均建立了“外围—厂区—猪群”三位一体的生物安全管理体系，从养殖场外部到内部生物安全等级逐渐提高，人员、物资等进入生物安全等级高的区域必须进行消毒、隔离处理，有效防控各类重大特异性疾病的发生。

公司制定了系统的免疫接种制度，各养殖场按兽医主管部门的统一布置和要求，开展猪瘟、口蹄疫、高致病蓝耳病等重大疫病的免疫工作；严格按场内制定的免疫程序做好其它疫病的免疫接种工作，严格免疫操作规程，确保免疫质量。公司选用勃林格等国际知名公司的疫苗产品，提升猪只抵抗疫病的能力；选用杜邦、默沙东等公司的消毒剂和清洁剂，创造洁净安全的生产环境。

公司在内部建立了完整的疫病防控管理体系，建立了完善的生物安全和健康管理制，通过猪场选址评分筛选最优猪场建设位置，避开高风险区域。采取猪场多级隔离、洗消烘中心等设施设备加持，和内部“大区域、小单元”布局，防止疫病通过人员、车辆、物资和媒介动物侵入和交叉感染。公司全面升级猪舍设计，通过增加高效空气过滤系统，有效过滤细菌病毒；饮水超滤消毒、出风灭菌除臭，提升全程疾病防控能力。同时通过重大疫病净化技术和空气过滤场的建设，筑牢未来疫病防控的最坚实“护城河”。目前存栏母猪群的 70% 母猪为蓝耳双阴猪群，未来健康保障相关的疫苗、动保费用将持续降低，猪只生产速度提升，成本有望进一步下降。

④ 打造有竞争力的养殖团队

公司始终保持“心中有爱，开花结果”的理念。在人才培养方面，持续开展多项招聘活动，吸纳高校优秀人才加入公司，打造年轻化、专业化的人才梯队满足公司高质量发展过程中的人才需求。2023 年，公司走进全国 20 余所高校，共开展校园培训 30 余场，培训人数覆盖 2,000 余名在校生，2023 年校招总人数 284 人。公司制定了分工明确、按劳取酬、优胜劣汰的人力资源管理机制，建立了阶段化的管理层储备制度，为公司长远发展创造活力，同时通过外部学习、内部培训、团队竞争等方式提高员工整体的业务能力和技术水平。公司坚持“与员工共享发展成果”的原则，不断提升员工福利待遇，优化人才激励机制，实现人力资源的可持续发展。具有较强的产业整合能力、抗风险能力和区域竞争力。

图表 42 主要上市猪企成本对照表，元/公斤

	成本类型	2024Q2	2024 年 6 月	2024 年 5 月	2024 年 4 月	2024 年 3 月	2024Q1
神农集团	育肥猪完全成本		13.7		14.2		14.5+
牧原	生猪养殖完全成本		14	14.3	14.8	15.1	1-2 月 15.8
温氏	肉猪养殖综合成本			14.2	14.4	14.8	15.2
天康	生猪养殖完全成本	15.15		14.88		15.33	15.99
新希望	运营场线出栏肥猪		14.7		14.7	15.3	1 月 15.8、2 月

	成本						约 16
大北农	养殖成本		较 5 月略上升	14.7			约 15.1
家佳康	育肥猪完全成本		16+			16+	
东瑞	运营场线完全成本			16.8	17.4	16.7	17.2
华统	育肥猪完全成本		16-				16+
巨星	育肥猪完全成本		12.88（养殖成本）、14-（完全成本）	13.7（养殖成本）			16.1
金新农	商品猪销售成本						15.68
京基智农	育肥猪完全成本	14.4		14.1	14.6	15.36	15.5
立华	育肥猪完全成本	14.8				16-	17.6

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司在非瘟疫期间，就表现出了优异的成本控制能力，2018-2020 年公司自繁自养商品猪的养殖成本分别为 12.65 元/公斤、12.0 元/公斤、12.69 元/公斤，合作养殖商品猪的养殖成本分别为 10.24 元/公斤、12.82 元/公斤、13.68 元/公斤；需要注意的是，2018 年公司多数合作农户投苗时间集中在 9 月之后，当年轻出栏生猪 112 头，其单位成本不具备代表性；2019 年和 2020 年，公司合作养殖模式下的商品猪单位成本略高于自繁自养模式，主要是因为 2019 年下半年起生猪价格大幅上涨，公司给予合作农户补贴增加，合作养殖费成本有较为明显的增加。2024 年以来，公司的生猪成本始终处于上市猪企第一梯队，6 月育肥猪完全成本已降至 13.7 元/公斤。

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

我们假设：

- 2024-2026 年公司生猪出栏量分别为 230 万头、350 万头、425 万头，同比增速分别为 51%、52%、21%；
- 2024-2026 年公司生猪内销量分别为 34.1 万头、35.8 万头、37.6 万头，公司生猪外销量分别为 195.9 万头、314.2 万头、387.4 万头；
- 2024-2026 年公司商品猪出栏均价分别为 16.3 元/公斤、16.3 元/公斤、15 元/公斤，仔猪销售均价分别为 493.1 元/头、493.1 元/头、400 元/头；
- 2024-2026 年公司商品猪养殖成本分别为 13.0 元/公斤、12.8 元/公斤、12.6 元/公斤。

图表 43 公司收入成本预测表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
营业收入(百万元)	1,092	1,733	2,724	2,779	3,304	3,891	6,409	8,911	9,881
YoY	4.6%	58.7%	57.2%	2.0%	18.9%	17.8%	64.7%	39.0%	10.9%
营业成本(百万元)	920	1,116	1,386	2,182	2,693	3,721	5,338	7,269	8,456
毛利率	15.8%	35.6%	49.1%	21.5%	18.5%	4.4%	16.7%	18.4%	14.4%

毛利(百万元)	172	617	1,339	597	612	170	1,071	1,642	1,425
YoY	-30.7%	258.4%	117.1%	-55.4%	2.5%	-72.2%	528.5%	53.4%	-13.2%
1、养殖	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
收入(百万元)	62	550	1,499	1,028	1,754	2,095	4,440	6,821	7,662
YoY	122.3%	790.2%	172.8%	-31.4%	70.6%	19.4%	112.0%	53.6%	12.3%
成本(百万元)	60	217	517	775	1,368	2,043	3,502	5,321	6,391
毛利率	2.8%	60.5%	65.5%	24.6%	22.0%	2.5%	21.1%	22.0%	16.6%
毛利(百万元)	2	333	983	253	386	52	938	1,500	1,271
yoy		18910.9%	195.3%	-74.2%	52.4%	-86.6%	1719%	60%	-15%
生猪外销+内销(万头)	22.2	39.8	41.1	65.4	92.9	152.0	230	350	425
yoy		79%	3%	59%	42%	64%	51%	52%	21%
生猪外销量(万头)	6.4	19.3	34.8	44.2	76.0	120.8	195.9	314.2	387.4
yoy		201%	81%	27%	72%	64%	62%	60%	23%
生猪内销量(万头)	15.8	20.5	6.3	21.2	16.9	31.3	34.1	35.8	37.6
yoy		30%	-69%	238%	-20%	64%	9%	5%	5%
2、屠宰及食品加工	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
收入(百万元)	512	711	613	887	892	1,232	1,400	1,470	1,544
YoY	-8.0%	39.0%	-13.8%	44.7%	0.6%	38.1%	13.7%	5.0%	5.0%
成本(百万元)	408	497	341	682	740	1,184	1,340	1,407	1,477
毛利率	20.2%	30.1%	44.3%	23.1%	17.1%	3.9%	4.3%	4.3%	4.3%
毛利(百万元)	103	214	272	205	152	48	60	63	66
yoy	1.9%	107.2%	26.8%	-24.5%	-25.7%	-68.5%	24.9%	5.0%	5.0%
产量(万头)	138.7	134.9	92.6	131	144	177	200	210	221
自营	15.7	20.7	6.2	21	17	31	34	36	38
代宰	123.1	114.1	86.3	109	128	145	166	174	183
头均价格(元)	369	527	662	679	618	698	700	700	700
头均成本(元)	294	368	369	522	512	670	670	670	670
头均毛利(元)	75	159	294	157	106	27	30	30	30
3、饲料业务	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
收入(百万元)	500	449	596	798	570	498	499	549	604
YoY	12.1%	-10.2%	32.7%	33.8%	-28.6%	-12.5%	0.1%	10.0%	10.0%
成本(百万元)	438	383	516	668	502	431	426	469	516
毛利率	12.5%	14.8%	13.6%	16.4%	11.9%	13.6%	14.5%	14.5%	14.5%
毛利(百万元)	62	66	81	131	68	68	72	80	88
yoy		6.6%	21.7%	61.4%	-48.1%	-0.2%	7.1%	10.0%	10.0%

销量 (万吨)	8.0	11.6	15.9	19.7	12.8	10.9	12.0	13.2	14.5
销量 yoy		44.8%	36.7%	24.0%	-35.3%	-15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
单吨价格 (元)	6,223	3,860	3,747	4,043	4,457	4,585	4,172	4,172	4,172
单吨成本 (元)	5,447	3,289	3,239	3,381	3,927	3,962	3,566	3,566	3,566
单吨毛利 (元)	775	571	508	661	531	623	606	606	606
4、其他	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
收入 (百万元)	18	23	16	66	89	67	70	71	72
成本 (百万元)	13	20	12	58	83	64	70	71	72
毛利 (百万元)	5	3	4	8	6	3	0	0	0

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 投资建议

本轮周期2022年12月-2024年4月累计去化9.2%，去化幅度已超过2021-2022年，较2021年6月能繁母猪存栏量下降12.5%。今年3月以来，生猪价格持续超市场预期，产能去化影响正在不断显现，2023年12月-2024年6月全国新生仔猪数量同比下降7%，二季度末全国生猪存栏同比下降4.6%，本轮猪价高点值得期待。此外，受亏损期较长、高资产负债率维持数年、偏好压栏和二育等因素影响，生猪产能回升速度偏慢，6月末上海钢联、涌益咨询能繁母猪存栏量环比上升0.37%、0.61%，6月末统计局能繁母猪存栏较3月末仅小幅上升1.1%。

我们预计2024-2026年公司实现主营业务收入64.09亿元、89.11亿元、98.81亿元，同比分别增长64.7%、39.0%、10.9%，对应归母净利润5.71亿元、10.32亿元、7.21亿元，同比分别增长242.2%、80.8%、-30.2%，对应EPS分别为1.09元、1.97元、1.37元，给予“买入（首次）”评级。

风险提示：

生猪疫情、原材料价格波动风险、生猪产品价格波动风险。

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023年WIND金牌分析师农林牧渔行业第五名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。