

资产减值拖累业绩,养殖轻装再上阵

新希望 2022 年及 2023 年一季报点评

核心观点

- 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年实现营业收入 1415.1 亿元,同比 +12.1%;实现归母净利润-14.6 亿元,同比+84.8%。2023 年一季度实现营业收入 339.1 亿元,同比+14.9%;实现归母净利润-16.9 亿元,同比+41.5%。
- 减值计提拖累业绩,生猪养殖轻装再上阵。2022 年,公司共销售生猪 1461.39 万头(其中肥猪 1249.21 万头),同比+46.46%。公司 2022 年生猪业务整体经营持续改善,2022Q1 成本 18.8 元/公斤、Q4 成本基本达到 16.7 元/公斤,我们预估全年的完全成本在 18 元/公斤左右,但由于减值计提以及闲置场线的影响,我们预估 2022 年猪产业依然亏损 25 亿。2022 年资产减值损失的 27.8 亿中,生产性生物资产减值达到 7.5 亿,主要系公司降低前期扩张高价购入的母猪账面价值,从而有望降低未来育肥猪的仔猪成本。2023 年一季度,公司共销售生猪 471.5 万头,同比增长 27.5%,一季度公司成本受冬季疫病影响上升至 17 元/公斤以上,公司一季度继续计提资产减值 4.65 亿元。总体来看,压制生猪养殖业绩的历史包袱正在逐渐化解,公司正常经营场线的成果持续向好,公司目标 2023 年底成本降至 16 元/公斤以下。
- 饲料进入周期底部,结构优化保质增量。2022 年公司饲料内外销合计销量 2842 万吨,同比+1%;外销料 2104 万吨,同比-1%,其中猪料、禽料、水产分别为 589、1526、178万吨,同比分别+1%、-4%、+10%。2022年,饲料产业因猪禽养殖产能的去化调整而面临较大压力,但公司继续在综合服务、重客开发、配方研发、组织优化等方面做好工作。客户结构方面,2022年公司猪料重客销量同比增长 43%、禽料重客销量同比增长 69%、水产料重客销量同比增长 47%、反刍料重客同比增长10%,客户结构的调整有望稳定公司饲料基本盘,为饲料业务穿越养殖周期打好基础。成本控制方面,2022 年在原料价格上涨的不利背景下,公司饲料毛利率仅下降0.03pct,成本控制能力得到证明。2023 年公司饲料销量增速目标 15%,在原料价格下降背景下,我们预计公司饲料经营有望向好。
- **食品业务重点发力,产品矩阵不断丰富。**2022 年食品销售额 108 亿元,利润 2 亿元 左右,公司食品业务积极应对挑战,推动组织及运转机制优化,在产品、区域、渠 道等方面都有较好的拓展,实现了量利同增,公司期望未来 3 年保持年 30%增长。

盈利预测与投资建议 •

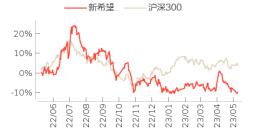
● 受养殖行情影响,我们预计周期拐点后移,调整猪价及饲料业务销售收入,预计 23-24 年归母净利润 6.7、67.0 亿(原预测 80.6、51.4 亿),引入 25 年业绩 42.4 亿,按 24 年分部估值,预计总市值 655 亿,目标价 14.43 元,维持"买入"评级。

风险提示: 疫病风险、生猪价格波动风险、现金流风险、成本下降不及预期风险、食品安全风险

2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
126,262	141,508	150,384	180,497	200,874
15.0%	12.1%	6.3%	20.0%	11.3%
(6,955)	(587)	2,229	9,306	6,419
-203.3%	91.6%	479.7%	317.6%	-31.0%
(9,591)	(1,461)	665	6,697	4,235
-294.0%	84.8%	145.5%	906.9%	-36.8%
(2.11)	(0.32)	0.15	1.48	0.93
1.6%	6.6%	7.2%	10.5%	8.2%
-7.6%	-1.0%	0.4%	3.7%	2.1%
-26.1%	-4.7%	2.2%	19.6%	10.7%
(6.0)	(39.2)	86.2	8.6	13.5
1.7	2.0	1.9	1.5	1.4
	126,262 15.0% (6,955) -203.3% (9,591) -294.0% (2.11) 1.6% -7.6% -26.1% (6.0)	2021A 2022A 126,262 141,508 15.0% 12.1% (6,955) (587) -203.3% 91.6% (9,591) (1,461) -294.0% 84.8% (2.11) (0.32) 1.6% 6.6% -7.6% -1.0% -26.1% -4.7% (6.0) (39.2)	2021A 2022A 2023E 126,262 141,508 150,384 15.0% 12.1% 6.3% (6,955) (587) 2,229 -203.3% 91.6% 479.7% (9,591) (1,461) 665 -294.0% 84.8% 145.5% (2.11) (0.32) 0.15 1.6% 6.6% 7.2% -7.6% -1.0% 0.4% -26.1% -4.7% 2.2% (6.0) (39.2) 86.2	2021A 2022A 2023E 2024E 126,262 141,508 150,384 180,497 15.0% 12.1% 6.3% 20.0% (6,955) (587) 2,229 9,306 -203.3% 91.6% 479.7% 317.6% (9,591) (1,461) 665 6,697 -294.0% 84.8% 145.5% 906.9% (2.11) (0.32) 0.15 1.48 1.6% 6.6% 7.2% 10.5% -7.6% -1.0% 0.4% 3.7% -26.1% -4.7% 2.2% 19.6% (6.0) (39.2) 86.2 8.6

买人 (维持) 股价(2023年05月09日) 12.71元 目标价格 14.43 元 52 周最高价/最低价 18.01/12.26 元 总股本/流通 A 股(万股) 453,832/450,221 A 股市值(百万元) 57,682 国家/地区 中国 行业 农业 报告发布日期 2023年05月10日

股价表现				
	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.31	-9.86	-3.64	-9.86
相对表现	-2.28	-7.55	-1.15	-13.74
沪深 300	-0.03	-2.31	-2.49	3.88



证券分析师 。

张斌梅 021-63325888*6090

zhangbinmei@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520020002 香港证监会牌照: BND809

联系人 。

樊嘉敏fanjiamin@orientsec.com.cn肖嘉颖xiaojiaying@orientsec.com.cn

相关报告

养殖成绩改善,饲料预期向好:新希望 2022-10-31

2022 三季报点评

饲料周期承压,养殖稳步改善: 新希望 2022-08-31

2022 中报点评

稳饲料基石,促猪业发展:新希望首次覆 2022-07-10

盖报告



盈利预测与投资建议

受养殖行情影响,我们预计周期拐点后移,下调 23 年猪价、上调 24 年猪价,同时下调饲料销售业务收入,预计 23-24 年归母净利润 6.7、67.0 亿(原预测 80.6、51.4 亿),引入 25 年业绩 42.4亿。我们预计 2023 年公司受低猪价、闲置场线和减值影响仍无法实现猪产业分部盈利,因此按24 年分部估值,预计总市值 655 亿,目标价 14.43 元,维持"买入"评级。

表 1: 公司分部估值结果

业务分部	2024E(亿元)	2024PE(x)	市值(亿元)
饲料	12.2	11.0	134.4
猪产业	36.5	9.0	328.6
禽产业	4.1	13.0	52.9
食品	3.4	25.0	85.2
民生银行	10.8	5.0	53.9
合计	67.0	9.8	655

数据来源:东方证券研究所测算

表 2: 盈利预测变动分析表

收入分类预测表		调整前			调整后	
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
饲料销售						
销售收入(百万元)	86,491	94,360		79,237	89,352	98,530
变动幅度				-8.4%	-5.3%	
毛利率	5.7%	6.6%		5.7%	6.4%	6.7%
变动幅度				0.0%	-0.2%	
猪产业						
销售收入(百万元)	34,424	36,594		27,476	38,838	42,827
变动幅度				-20.2%	6.1%	
毛利率	30.3%	22.9%		14.6%	25.3%	16.8%
变动幅度				-15.7%	2.4%	
禽产业						
销售收入(百万元)	20,013	20,820		19,066	19,835	20,634
变动幅度				-4.7%	-4.7%	
毛利率	3.6%	4.1%		4.1%	4.6%	5.1%
变动幅度				0.5%	0.5%	
食品						
销售收入(百万元)	16,851	17,935		13,510	17,281	19,118
变动幅度				-19.8%	-3.6%	
毛利率	18.4%	10.4%		6.9%	11.2%	4.8%
变动幅度				-11.5%	0.8%	
商贸						
销售收入(百万元)	17,552	22,342		10,263	14,193	18,567
变动幅度				-41.5%	-36.5%	
毛利率	2.0%	2.0%		2.0%	2.0%	2.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	
其他业务						



销售收入(百万元)	1,191	1,429	832	998	1,198
变动幅度			-30.2%	-30.2%	
毛利率	30.0%	30.0%	35.0%	35.0%	35.0%
变动幅度			5.0%	5.0%	
合计	176,521	193,480	150,384	180,497	200,874
变动幅度			-14.8%	-6.7%	
综合毛利率	11.2%	9.4%	7.2%	10.5%	8.2%
变动幅度			-4.0%	1.1%	

数据来源:公司财报,东方证券研究所

表 3: 主要财务数据变动分析表

主要财务信息		调整前			调整后	
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	176,521	193,480		150,384	180,497	200,874
变动幅度				-14.8%	-6.7%	
营业利润(百万元)	10,022	7,638		2,229	9,306	6,419
变动幅度				-77.8%	21.8%	
归属母公司净利润	8,061	E 127		665	6 607	4 225
(百万元)	0,001	5,137		000	6,697	4,235
变动幅度				-91.7%	30.4%	
每股收益(元)	1.78	1.13		0.15	1.48	0.93
变动幅度				-91.8%	30.6%	
毛利率(%)	11.2%	9.4%		7.2%	10.5%	8.2%
变动幅度				-4.0%	1.1%	
净利率(%)	4.6%	2.7%		0.4%	3.7%	2.1%
变动幅度				-4.2%	1.0%	

数据来源:公司财报,东方证券研究所

表 4: 饲料可比公司估值表

公司	代码	股价		EPS(元)				PE			
公司	1 (1)=	2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
海大集团	002311.SZ	51.55	1.78	2.47	3.29	3.77	29.03	20.85	15.69	13.66	
天马科技	603668.SH	16.65	0.30	1.53	2.05	2.38	55.73	10.90	8.11	7.01	
大北农	002385.SZ	6.97	0.01	0.24	0.38	0.37	519.07	29.62	18.56	18.86	
禾丰股份	603609.SH	10.06	0.56	1.23	1.53	1.51	18.01	8.21	6.57	6.65	
通威股份	600438.SH	38.32	5.71	4.71	4.43	4.97	6.71	8.13	8.66	7.72	
		ij	整后平均				34.0	13.0	11.0	10.0	

数据来源: Wind,东方证券研究所,2022A-2025E 每股收益使用最新股本全面摊薄计算

表 5: 猪产业可比公司估值表

八司	代码	股价		EPS	6(元)		PE(x)				
公司	1 ∨11∋	2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
温氏股份	300498.SZ	19.11	0.81	1.26	2.11	1.95	23.68	15.22	9.04	9.78	
牧原股份	002714.SZ	46.91	2.43	3.61	5.40	5.00	19.34	12.99	8.69	9.38	
东瑞股份	001201.SZ	24.83	0.20	0.36	2.79	2.22	123.13	69.11	8.88	11.16	

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



巨星农牧	603477.SH	29.18	0.31	1.09	3.15	3.12	93.41	26.82	9.26	9.34
天康生物	002100.SZ	8.91	0.22	0.77	1.36	1.05	40.02	11.58	6.54	8.46
		ď	郡整 后平均				52.0	18.0	9.0	10.0

数据来源: Wind,东方证券研究所,2022A-2025E 每股收益使用最新股本全面摊薄计算

表 6: 禽产业可比公司估值表

公司	代码	股价		EPS	(元)		PE(x)			
公司	1 (1)=	2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
圣农发展	002299.SZ	20.45	0.33	1.41	2.12	2.04	61.89	14.50	9.63	10.03
益生股份	002458.SZ	13.81	-0.37	1.34	1.42	0.56	-37.36	10.32	9.74	24.69
仙坛股份	002746.SZ	8.71	0.15	0.41	0.51	0.47	58.39	21.21	16.95	18.63
湘佳股份	002982.SZ	36.50	1.04	2.15	2.68	3.47	35.12	16.99	13.63	10.53
春雪食品	605567.SH	13.19	0.40	0.66	0.92	1.09	33.29	20.08	14.38	12.06
		ij.	整后平均				42.0	17.0	13.0	14.0

数据来源: Wind, 东方证券研究所, 2022A-2025E 每股收益使用最新股本全面摊薄计算

表 7: 食品可比公司估值表

公司	代码	股价		EPS(元)			PE(x)			
公司	1 (11)	2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
干味央厨	001215.SZ	65.51	1.18	1.68	2.23	2.90	55.70	38.99	29.33	22.61
味知香	605089.SH	65.08	1.43	1.83	2.28	2.79	45.45	35.54	28.52	23.33
安井食品	603345.SH	162.18	3.75	4.97	6.24	7.77	43.20	32.63	26.00	20.86
三全食品	002216.SZ	16.13	0.91	1.01	1.14	1.27	17.71	15.93	14.14	12.71
绝味食品	603517.SH	38.19	0.37	1.42	1.87	2.27	103.67	26.83	20.46	16.80
		i	整后平均				48.0	32.0	25.0	20.0

数据来源: Wind,东方证券研究所,2022A-2025E 每股收益使用最新股本全面摊薄计算

表 8: 银行可比公司估值表

公司	代码	股价	EPS(元)					PE(x)			
公司	1 (1)=	2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
平安银行	000001.SZ	13.16	2.35	2.71	3.21	3.80	5.61	4.85	4.11	3.47	
工商银行	601398.SH	5.27	1.01	1.04	1.10	1.16	5.21	5.06	4.79	4.52	
浦发银行	600000.SH	7.96	1.74	1.77	1.83	1.88	4.57	4.49	4.35	4.23	
交通银行	601328.SH	6.21	1.24	1.31	1.41	1.52	5.00	4.73	4.41	4.09	
招商银行	600036.SH	34.99	5.47	6.16	7.01	7.92	6.39	5.68	4.99	4.42	
		i	整后平均				5.0	5.0	5.0	4.0	

数据来源: Wind,东方证券研究所,2022A-2025E 每股收益使用最新股本全面摊薄计算



风险提示

疫病风险

动物疫病是畜牧行业发展中面临的主要风险,畜禽因发生疫病或导致病亡,直接导致公司畜禽出 栏量的降低,收入和业绩受损;此外,疫病的大规模发生与流行,易影响消费者心理,导致短期 内市场需求萎缩、产品价格下降,对公司畜禽和饲料销售均会产生不利影响。

生猪价格波动风险

我国生猪养殖行业集中度较低的特点以及生猪固有生长周期共同决定了生猪市场价格的周期性波动。生猪价格周期性波动会对包括公司在内的生猪养殖企业的经营业绩产生重大影响。如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑,将会对公司的盈利水平造成重大不利影响,从而引致公司未来盈利大幅下降、甚至亏损等风险。

现金流风险

公司生猪养殖场区的建设均需投入大量的资金,公司当前资产负债率处于偏高水平,如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑、原材料价格持续处于高位或继续上涨,且未来银行信贷政策发生不利变化、公司资金管理不善等情形,将显著增加公司的偿债风险和流动性风险。

成本下降不及预期风险

生猪养殖成本管理对原料采购、育肥管理存在一定的要求,一方面,饲料的原材料小麦、玉米和 豆粕等价格波动会对公司饲料成本如期下降产生一定影响;另一方面,在养殖过程中可能发生意 外死亡等因素导致实际成本高于预期。

食品安全风险

如果公司一旦出现质量控制不到位而产生重大食品安全问题,将直接影响到公司生产经营和盈利能力,并损害公司的品牌声誉及行业口碑,从而在一段时间内影响公司的经营业绩。



附表:财务报表预测与比率分 析	肵
------------------------	---

资料来源:东方证券研究所

接行音音	次立名序主						±10a ≠					
常用音響		2021 A	20224	2022	2024E	20255		2021 A	20224	2022E	2024E	2025E
持機性				,		,		· ·	•	•	•	200,874
接触性												184,335 337
「無い				,		,						
				,						,	,	2,611
長期限投渡 23,840 26,256 26,512 26,512 26,512 26,512 26,512 26,512 26,512 26,512 26,512 26,512 26,513 24,0364 24,275 22,975 24,0364 24,275				,		,						6,932
日本語学		-	•	•	•	•				,		2,117 365
在壁田湾		,		,				,				12
		,	,	,		,						1,872
其他				,		,						357
				,		,						
接触性										•	•	6,419
経動情数		-	•	•	•	•						122
極けい		· ·	•	•	•	•				,		860
契他 協力機合計 12,145 22,111 20,432 21,008 21,469 74,622 少数股牙根菌 (9,503) (1,809) 1,181 8,234 2,155 2,150 6,691 74,622 少数股牙根菌 08 (4,90) 5,166 5,506 5,507 2,609 1,127 2,809 1,127 2,809 1,128 5,108 5,108 5,108 5,108 5,108 5,108 5,108 5,108 5,108 5,108 5,108 5,409 2,409 2,409 2,409 2,409 2,409 2,409 2,409 2,409 2,409 3,409 3,409 4,409 3,409 4,409 3,409 3,409 3,409 3,409 3,409 3,409 3,409 3,409 3,409 3,409 </td <td></td> <td>,</td> <td></td> <td>,</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>•</td> <td>-</td> <td>5,682</td>		,		,						•	-	5,682
 流动负債合計 36,890 49,768 60,217 66,491 74,625 少数股东級益 88 (439) 516 1,536 たい間 32,712 27,528 28,891 31,270 33,721 月間 32,721 月間 3		,		,		,						288
				,					• • •	•	•	5,394
应付债券 11,335 10,096 10,096 9,617 9,617 毎級値(元) -2,11 -0.32 0,15 1,48 其他 5,318 5,572 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 4,504 48,305 43,396 44,392 46,292 48,743 4533 123,369 42,202 2021A 2022A 2023E 2024E 2 2038 4,503 4,503 4,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 21,533 10,533 21,533 10,533 21,533 10,533 11,531 20,235 21,535 21,535 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 21,335 <td></td> <td>· ·</td> <td>•</td> <td>•</td> <td>•</td> <td>•</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>1,159</td>		· ·	•	•	•	•						1,159
其他 5,318 5,572 5,405 5,405 5,405 5,405 5,405 2,405 48,735 2,804 44,392 46,292 48,743 22014 2021A 2023A 2021A 2023A 2021A 2023A 2021A 2023A 2023B 2021A 2023A 2023B 2021B 2021A 2023A 2023B 2024E 2023B 2024E 2023B 2024E 2023B 2024E 2023B 2024B 2023B 2024B 2023B 2024B <											-	4,235
						,	母股収益(兀)	-2.11	-0.32	0.15	1.48	0.93
免債合计 86,255 92,964 104,609 112,783 123,369 成长能力 2021a 2022a 2028a 2024a 2028a 2024a 2028a 2028b 2028a 2028b 2028a 2028b		,		,		,						
少数股东权益 安收资本(或股本) 12,941 14,471 14,988 16,524 17,682 成长能力 生物及。 成长能力 空收资本(或股本) 15,0% 12,1% 6.3% 20.0% 1 20 20 1 20 20 1 20 20 1 20 20 1 20 20 1 20 20 20 1 2 20 20 1 2 20 20 2		· ·	•	•	•	•	王要财务比率					
変数資本(或服本) 4,505 4,539 4,538 4,538 4,538 4,538 24,538 24,538 24,538 24,538 24,538 20,286 24,531 20,033 31,680 20,033 31,680 20,033 31,680 20,080 24,521 10属于母公司净利润 294,0% 84.8% 145.5% 90.8 33 33 33 20,286 24,521 10属于母公司净利润 294,0% 84.8% 145.5% 90.9 33 33 34,538 20,286 24,521 10属于母公司净利润 294,0% 84.8% 145.5% 90.9 33 34 34,538 24,531 大月間別 294,0% 84.8% 145.5% 90.9 33 34 34,538 24,531 11月間別 294,031 24,521 11月間別 294,031 24,631 24,521 24,630 24,831 25,841 25,841 24,842 22,032 20,248 20,282 20,282 20,282 20,282 20,282 20,282 20,283 24,932 25,942 20,025 24,682 24,020 <th< td=""><td></td><td>•</td><td></td><td></td><td>•</td><td>=</td><td>B 1 - A1- 1</td><td>2021A</td><td>2022A</td><td>2023E</td><td>2024E</td><td>2025E</td></th<>		•			•	=	B 1 - A1- 1	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
資本公积 9,156 9,457 10,533 10,533 10,533 10,533 10,533 曹沙附着 -203.3% 91.6% 479.7% 317.6% -336 20,286 24,521 归属于母公司净利润 -294.0% 84.8% 145.5% 906.9% -336 24 24 21 期属于母公司净利润 -294.0% 84.8% 145.7% 906.9% -336 24				,		,						
審存收益 14,574 12,923 13,588 20,286 24,521 归属于母公司争利润 -294.0% 84.8% 145.5% 906.9% -32 其他 5,304 2,325 2,138 2,138 2,138 获利能力 股东权益合计 46,480 43,715 45,785 54,019 59,413 毛利率 1.6% 6.6% 7.2% 10.5% 4.0% 4.0% 1.0% 4.0% 3.7% 10.5% 4.0% 4.0% 7.2% 10.5% 4.0% 4.0% 7.2% 10.5% 4.0% 4.0% 7.2% 10.5% 4.0% 4.0% 7.2% 10.5% 4.0% 4.0% 7.2% 10.5% 4.0% 4.0% 7.2% 10.5% 4.0% 4.0% 7.2% 10.5% 4.0% 4.0% 4.0% 3.7% 10.5% 4.0% 4.0% 4.0% 3.0% 4.0%				,								11.3%
其他 5,304 2,325 2,138 2,148 2,148 1.68 6.6% 7.2% 10.5% 4.0% 3.7% 10.5% 4.0% 4.0% 3.7% 10.5% 4.0% 4.0% 3.7% 10.5% 4.0% 3.7% 10.5% 4.0% 2.2% 10.3% 3.7% 10.5% 4.0% 2.2% 10.6% 2.2% 2.0% 10.6% 2.0%		,		,								-31.0%
股东权益合计 46,480 43,715 45,785 54,019 59,413 毛利率 1.6% 6.6% 7.2% 10.5% 大便機和股东权益总计 132,734 136,679 150,394 166,802 182,781 净利率 7.6% -1.0% 0.4% 3.7% 10.5% 全域 2026 2026 182,781 净利率 -7.6% -1.0% 0.4% 3.7% 19.6% 1.0% 2.2% 19.6% 3.7% 10.5% 2.2% 19.6% 2.2% 19.6% 2.0%								-294.0%	84.8%	145.5%	906.9%	-36.8%
負債和股东权益总计 132,734 136,679 150,394 166,802 182,781 浄利率 -7.6% -1.0% 0.4% 3.7% 現金流屋表 F位百万元 2021A 2022A 2023E 2024E 2025E 優飯能力 ROIC -6.1% 1.3% 3.2% 8.6% 日本のにのにのよりにはないます。 日本のにのよりにはないます。 日本のにのよりにはないます。<				,		,						
現金流量表 日本 日本 日本 日本 日本 日本 日本 日		-	•	•	•	•						8.2%
関金流量表 2021A 2022A 2023E 2024E 2025E 偿债能力 単位:百万元 2021A 2022A 2023E 2024E 2025E 偿债能力 净利润 (9,503) (1,899) 1,181 8,234 5,394 资产负债率 65.0% 68.0% 69.6% 67.6% 6.0% 折旧摊销 2,442 2,302 2,463 2,597 3,158 净负债率 106.3% 121.5% 126.7% 110.4% 10.0% 财务费用 1,117 1,891 1,924 2,020 2,117 流动比率 0.94 0.71 0.72 0.77 投资损失 (1,378) (1,623) (1,581) (1,705) (1,872) 速动比率 0.47 0.34 0.39 0.41 1.705 0.47 2.504 应收账款	负债机股东权益总计	132,734	136,679	150,394	166,802	182,781						2.1%
単位:百万元 2021A 2022A 2028E 2024E 2025E 偿债能力 净利润 (9,503) (1,899) 1,181 8,234 5,394 资产负债率 65.0% 68.0% 69.6% 67.6% 6 折旧摊销 2,442 2,302 2,463 2,597 3,158 净负债率 106.3% 121.5% 126.7% 110.4% 10 财务费用 1,117 1,891 1,924 2,020 2,117 流动比率 0.94 0.71 0.72 0.77 投资损失 (1,378) (1,623) (1,581) (1,705) (1,872) 速动比率 0.47 0.34 0.39 0.41 莫应资金安动 (3,769) 2,168 (1,495) (2,045) (1,340) 营运能力 105.4 90.5 95.9 经营活动现金额 7.5 7.4 7.2 7.4 经营活动现金额 10.1 10.5.4 90.5 95.9 经营活动现金额 1.0 1.1 1.0 1.1 1.0 1.1 1.0 1.1												10.7%
净利润 (9,503) (1,899) 1,181 8,234 5,394 资产负债率 65.0% 68.0% 69.6% 67.6% 6 折旧摊销 2,442 2,302 2,463 2,597 3,158 净负债率 106.3% 121.5% 126.7% 110.4% 10 财务费用 1,117 1,891 1,924 2,020 2,117 流动比率 0.94 0.71 0.72 0.77 投资损失 (1,378) (1,623) (1,581) (1,705) (1,872) 速动比率 0.47 0.34 0.39 0.41 营运资金变动 (3,769) 2,168 (1,495) (2,045) (1,340) 普运能力 130.1 105.4 90.5 95.9 经营活动现金流 501 9,238 491 8,232 4,862 存货周转率 1.0 1.1 1.0 1.1 长期投资 (1,4795) (4,758) (5,486) (9,550) (9,842) 总资产周转转标 1.0 1.1 1.0 1.1 长期投资 (1,313) (2,414) (254) 0 0 每股指标(元) 其他 (839) (1,062) 1,								-6.1%	1.3%	3.2%	8.6%	5.7%
所旧摊销 2,442 2,302 2,463 2,597 3,158 净负债率 106.3% 121.5% 126.7% 110.4% 10 分		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
财务费用 1,117 1,891 1,924 2,020 2,117 流动比率 0.94 0.71 0.72 0.77 投资损失 (1,378) (1,623) (1,581) (1,705) (1,872) 速动比率 0.47 0.34 0.39 0.41 营运资金变动 (3,769) 2,168 (1,495) (2,045) (1,340) 营运能力 30.1 105.4 90.5 95.9 经营活动现金流 501 9,238 491 8,232 4,862 存货周转率 7.5 7.4 7.2 7.4 资本支出 (14,795) (4,758) (5,486) (9,550) (9,842) 总资产周转率 1.0 1.1 1.0 1.1 长期投资 (1,313) (2,414) (254) 0 0 每股推标(元) 4 7.5 7.4 7.2 7.4 技術活动现金流 (1,6948) (8,234) (4,313) (7,833) (7,958) 每股经营现金流 0.11 2.04 0.11 1.81 投資活动现金流 (1,218) (8,191) (1,304) (7,833) (7,958) 每股经营现金流 0.11 2.04 0.11 1.81		(9,503)	(1,899)	1,181	8,234	5,394			68.0%		67.6%	67.5%
投资损失 (1,378) (1,623) (1,581) (1,705) (1,872) 速动比率 0.47 0.34 0.39 0.41 营运资金变动 (3,769) 2,168 (1,495) (2,045) (1,340) 营运能力 其它 11,591 6,399 (2,001) (868) (2,594) 应收账款周转率 130.1 105.4 90.5 95.9 经营活动现金流 501 9,238 491 8,232 4,862 存货周转率 7.5 7.4 7.2 7.4 资本支出 (14,795) (4,758) (5,486) (9,550) (9,842) 总资产周转率 1.0 1.1 1.0 1.1 长期投资 (1,313) (2,414) (254) 0 0 每股指标(元) 其他 (839) (1,062) 1,426 1,717 1,884 每股收益 -2.11 -0.32 0.15 1.48 投资活动现金流 (16,948) (8,234) (4,313) (7,833) (7,958) 每股经营现金流 0.11 2.04 0.11 1.81 债权融资 (225) 335 1,076 0 0 估值比率 其他 1,218 (8,191) 9,392 1,314 3,090 市盈率 -6.0 -39.2 86.2 8.6		2,442	2,302	2,463	2,597	3,158		106.3%	121.5%	126.7%	110.4%	109.1%
营运资金变动 (3,769) 2,168 (1,495) (2,045) (1,340) 营运能力 其它 11,591 6,399 (2,001) (868) (2,594) 应收账款周转率 130.1 105.4 90.5 95.9 经营活动现金流 501 9,238 491 8,232 4,862 存货周转率 7.5 7.4 7.2 7.4 资本支出 (14,795) (4,758) (5,486) (9,550) (9,842) 总资产周转率 1.0 1.1 1.0 1.1 长期投资 (1,313) (2,414) (254) 0 0 每股指标(元) 其他 (839) (1,062) 1,426 1,717 1,884 每股收益 -2.11 -0.32 0.15 1.48 投资活动现金流 (16,948) (8,234) (4,313) (7,833) (7,958) 每股经营现金流 0.11 2.04 0.11 1.81 债权融资 21,290 2,369 (111) 1,900 2,451 每股净资产 7.39 6.44 6.79 8.26 股权融资 (225) 335 1,076 0 0 估值比率		1,117	1,891	1,924	2,020	2,117		0.94	0.71	0.72	0.77	0.77
其它 11,591 6,399 (2,001) (868) (2,594) 应收账款周转率 130.1 105.4 90.5 95.9 经营活动现金流 501 9,238 491 8,232 4,862 存货周转率 7.5 7.4 7.2 7.4 资本支出 (14,795) (4,758) (5,486) (9,550) (9,842) 总资产周转率 1.0 1.1 1.0 1.1 长期投资 (1,313) (2,414) (254) 0 6 每股性插示(元) 4								0.47	0.34	0.39	0.41	0.41
经費活动现金流5019,2384918,2324,862存货周转率7.57.47.27.4资本支出(14,795)(4,758)(5,486)(9,550)(9,842)总资产周转率1.01.11.01.1长期投资(1,313)(2,414)(254)06每股指标(元)其他(839)(1,062)1,4261,7171,884每股收益-2.11-0.320.151.48投资活动现金流(16,948)(8,234)(4,313)(7,833)(7,958)每股经营现金流0.112.040.111.81债权融资21,2902,369(111)1,9002,451每股净资产7.396.446.798.26股权融资(225)3351,07600估值比率其他1,218(8,191)9,3921,3143,090市盈率-6.0-39.286.28.6		(3,769)	2,168	(1,495)	(2,045)	(1,340)						
资本支出 (14,795) (4,758) (5,486) (9,550) (9,842) 总资产周转率 1.0 1.1 1.0 1.1 长期投资 (1,313) (2,414) (254) 0 0 每股指标(元) 其他 (839) (1,062) 1,426 1,717 1,884 每股收益 -2.11 -0.32 0.15 1.48 投资活动现金流 (16,948) (8,234) (4,313) (7,833) (7,958) 每股经营现金流 0.11 2.04 0.11 1.81 债权融资 21,290 2,369 (111) 1,900 2,451 每股净资产 7.39 6.44 6.79 8.26 股权融资 (225) 335 1,076 0 0 估值比率 其他 1,218 (8,191) 9,392 1,314 3,090 市盈率 -6.0 -39.2 86.2 8.6	其它	11,591		(2,001)	(868)	(2,594)		130.1	105.4	90.5	95.9	92.5
长期投资 (1,313) (2,414) (254) 0 0 每股指标(元) 其他 (839) (1,062) 1,426 1,717 1,884 每股收益 -2.11 -0.32 0.15 1.48 投资活动现金流 (16,948) (8,234) (4,313) (7,833) (7,958) 每股经营现金流 0.11 2.04 0.11 1.81 债权融资 21,290 2,369 (111) 1,900 2,451 每股净资产 7.39 6.44 6.79 8.26 股权融资 (225) 335 1,076 0 0 估值比率 其他 1,218 (8,191) 9,392 1,314 3,090 市盈率 -6.0 -39.2 86.2 8.6		501	9,238	491		4,862		7.5	7.4	7.2	7.4	7.3
其他(839)(1,062)1,4261,7171,884每股收益-2.11-0.320.151.48投资活动现金流(16,948)(8,234)(4,313)(7,833)(7,958)每股经营现金流0.112.040.111.81债权融资21,2902,369(111)1,9002,451每股净资产7.396.446.798.26股权融资(225)3351,07600估值比率其他1,218(8,191)9,3921,3143,090市盈率-6.0-39.286.28.6		(14,795)	(4,758)	(5,486)	(9,550)	(9,842)		1.0	1.1	1.0	1.1	1.1
投資活动现金流(16,948)(8,234)(4,313)(7,833)(7,958)每股经营现金流0.112.040.111.81债权融资21,2902,369(111)1,9002,451每股净资产7.396.446.798.26股权融资(225)3351,07600估值比率其他1,218(8,191)9,3921,3143,090市盈率-6.0-39.286.28.6		(1,313)	(2,414)	(254)	0	0						
债权融资 21,290 2,369 (111) 1,900 2,451 每股净资产 7.39 6.44 6.79 8.26 股权融资 (225) 335 1,076 0 0 估值比率 其他 1,218 (8,191) 9,392 1,314 3,090 市盈率 -6.0 -39.2 86.2 8.6		(839)		1,426		1,884						0.93
股权融资 (225) 335 1,076 0 0 估值比率 其他 1,218 (8,191) 9,392 1,314 3,090 市盈率 -6.0 -39.2 86.2 8.6		(16,948)	(8,234)	(4,313)	(7,833)	(7,958)						1.07
其他 1,218 (8,191) 9,392 1,314 3,090 市盈率 -6.0 -39.2 86.2 8.6		21,290	2,369	(111)	1,900	2,451		7.39	6.44	6.79	8.26	9.20
	股权融资	(225)	335	1,076	0	0						
筹资活动现金流 22,283 (5,487) 10,356 3,215 5,541 市净率 1.7 2.0 1.9 1.5	其他	1,218	(8,191)	9,392	1,314	3,090	市盈率	-6.0	-39.2	86.2	8.6	13.5
	筹资活动现金流	22,283	(5,487)	10,356	3,215	5,541	市净率	1.7	2.0	1.9	1.5	1.4
汇率变动影响 (54) (96) -0 -0 EV/EBITDA -33.3 31.3 17.1 8.1	汇率变动影响	(54)	(96)	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	-33.3	31.3	17.1	8.1	9.7
现金净增加额 5,784 (4,579) 6,534 3,614 2,445 EV/EBIT -19.4 86.6 27.2 10.0	现金净增加额	5,784	(4,579)	6,534	3,614	2,445	EV/EBIT	-19.4	86.6	27.2	10.0	13.2



分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

公司投资评级的量化标准

买入:相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

增持:相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性:相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

减持:相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

看淡:相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级:由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该行业

的研究状况,未给予投资评级等相关信息。

暂停评级:由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级;分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



免责声明

本证券研究报告(以下简称"本报告")由东方证券股份有限公司(以下简称"本公司")制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时,本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外,绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现,未来的回报也无法保证,投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易,因其包括重大的市场风险,因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任,投资者自主作 出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均 为无效。

本报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发,所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权,任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据,不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的,被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何 有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告,慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址: 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话: 021-63325888 传真: 021-63326786 网址: www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。