

白鸡景气上行，公司蓄势待发

民和股份 (002234.SZ)

核心观点：

专注白鸡养殖，有望迎来业绩拐点。

公司建立以父母代肉种鸡饲养、商品代肉鸡苗生产销售、肉鸡屠宰加工为核心的产业链。公司现存栏父母代肉种鸡 320 万套，年孵化商品代肉鸡苗 3 亿多只、商品代自养肉鸡年出栏 3000 多万只，年屠宰分割各类鸡肉产品 7 万多吨。

行情回暖，公司商品代雏鸡业务蓄势待发。

2022 年 1-10 月公司商品代雏鸡业务实现营收 4.61 亿元（同比-47.29%），实现销量约 2.24 亿羽（同比-17.60%），主要系白羽肉鸡市场行情低迷，公司短期内适当降低产量。10 月、11 月是传统销售旺季，公司鸡苗产量已环比有所恢复。当前公司父母代种鸡存栏约 320 万套，未来将继续扩大生产规模。祖代鸡供应缺口形成，预计会对未来鸡苗价格有较好的支撑作用。

大力发展鸡肉制品，平滑业绩波动。

2022H1 公司鸡肉制品业务实现营收 3.15 亿元（同比+2.12%），销量 3.04 万吨（同比-0.98%）。受原材料价格高位影响以及消费低迷，公司鸡肉制品业务在 2021 年及 2022H1 处于亏损状态。公司 3 万吨肉制品加工项目及 3 万吨熟食制品加工项目部分开始投产，预计未来随产能逐渐释放，公司熟食板块销量有望持续增长。

盈利预测及投资建议：随白鸡景气回升，公司商品代雏鸡板块营收有望实现高增长，鸡肉制品有望随产能释放而有所好转，其他板块业绩稳步增长。预计公司 2022-2024 年实现营收 15.10/26.21/28.45 亿元，归母净利润-3.60/4.43/5.51 亿元，EPS 分别为-1.03/1.27/1.58 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：养殖疫病风险、产品价格波动风险、政策风险等。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,681.88	1,775.43	1,509.83	2,621.40	2,845.00
YoY(%)	-48.66	5.56	-14.96	73.62	8.53
净利润(百万元)	66.68	47.61	-359.67	442.92	551.18
YoY(%)	-95.86	-28.60	-855.45	223.15	24.44
毛利率(%)	20.22	18.07	-8.68	27.62	29.16
净利率(%)	3.96	2.68	-23.82	16.90	19.37
ROE(%)	2.54	1.52	-13.00	14.96	17.21
EPS(摊薄/元)	0.19	0.14	-1.03	1.27	1.58
P/E(倍)	105.04	147.11	-19.47	15.81	12.71
P/B(倍)	2.67	2.24	2.53	2.37	2.19

资料来源：iFinD，中信建投证券

首次评级

增持

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440521100007

发布日期：2022 年 12 月 15 日

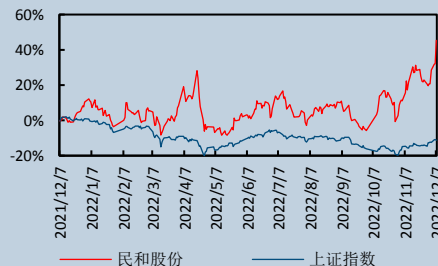
当前股价：22.59 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	30.80/26.61	31.03/32.38	48.81/59.67
12 月最高/最低价 (元)			22.59/14.25
总股本 (万股)			34,896.02
流通 A 股 (万股)			25,627.04
总市值 (亿元)			70.04
流通市值 (亿元)			51.43
近 3 月日均成交量 (万)			1269.99
主要股东			
孙宪法			17.39%

股价表现



相关研究报告

目录

1 商品代鸡苗龙头，有望迎来业绩拐点	1
1.1 深耕白羽鸡养殖，发展现代畜牧业	1
1.2 股权结构稳定，管理团队高效	1
1.3 苗价疲软业绩承压，景气提升未来可期	2
1.4 期间费用提升，净利率下滑明显	3
2 行情回暖，商品代鸡业务蓄势待发	5
2.1 商品代雏鸡业绩拐点将至	5
2.2 行情低迷叠加成本提升致鸡肉制品短期亏损.....	7
3 盈利预测与投资建议	11
4 风险分析	13
报表预测	14

图目录

图 1: 公司主要子公司情况	1
图 2: 公司股权结构	2
图 3: 公司营收及增速	2
图 4: 公司归母净利润及增速	2
图 5: 公司收入结构	3
图 6: 公司各项费用率 (%)	3
图 7: 公司与可比公司净利率 (%)	3
图 8: 公司与可比公司资产负债率 (%)	4
图 9: 公司与可比公司 ROE (摊薄) (%)	4
图 10: 公司商品代雏鸡营收及增速	5
图 11: 公司商品代雏鸡销量及售价	5
图 12: 公司鸡苗成本结构 (百万元)	6
图 13: 公司商品代雏鸡成本及毛利率	6
图 14: 公司笼养优势	6
图 15: 公司商品代鸡苗业务产能扩张计划	7
图 16: 公司鸡肉制品营收及增速	7
图 17: 公司鸡肉制品销量及单价	7
图 18: 公司鸡肉制品成本结构 (百万元)	8
图 19: 公司鸡肉制品成本及毛利率	8
图 20: 商品代肉鸡养殖产能及产能利用率	8
图 21: 鸡肉制品屠宰加工产能及产能利用率	8
图 22: 公司鸡肉屠宰业务项目建设情况	9
图 23: 公司熟食产品示例	10
图 24: 公司分业务板块盈利预测	11
图 25: 公司与可比公司市盈率比较	12

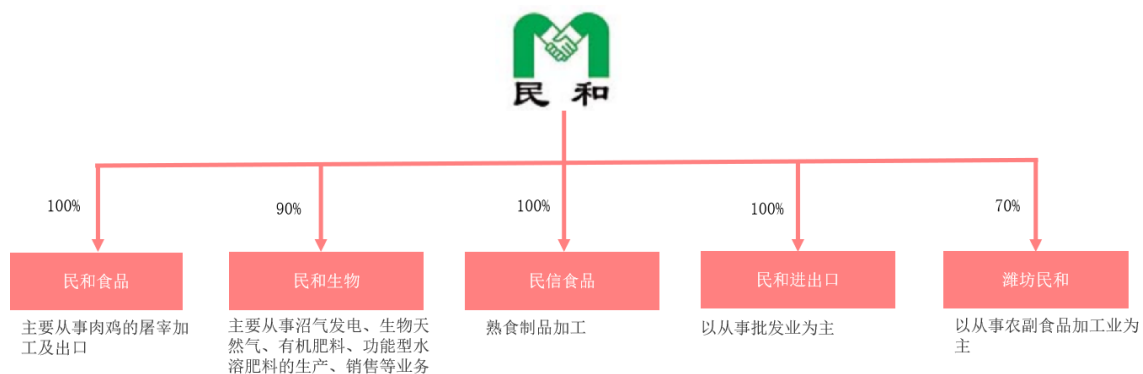
1 专注白鸡养殖，有望迎来业绩拐点

1.1 深耕白羽鸡养殖，发展现代畜牧业

民和股份专注白羽鸡养殖，为国内白羽肉种鸡行业首家上市公司。山东民和牧业股份有限公司前身是农业农村部山东蓬莱良种肉鸡示范场，始建于 1985 年。经过 30 余年发展，公司建立起了以父母代肉种鸡饲养、商品代肉鸡苗生产销售为核心，集肉鸡养殖、屠宰加工、有机废弃物资源化开发利用为一体的较为完善的循环产业链。公司现存栏父母代肉种鸡 320 万套，年孵化商品代肉鸡苗 3 亿多只、商品代自养肉鸡年出栏 3000 多万只，年屠宰分割各类鸡肉产品 7 万多吨。

联合下属企业，公司充分发挥循环经济优势。公司共有 5 家下属企业，分别为民和食品、民和进出口、民和生物、民信食品及潍坊民和。民和食品系公司的全资子公司，年可生产鸡肉产品 6 万吨；民信食品系公司于 2019 年投资 2.5 亿元成立的熟食制品加工企业，达产后年生产熟肉制品 3 万吨；民和生物主要从事沼气发电、生物天然气、有机肥料、功能型水溶肥料的生产、销售等业务，是亚洲植物生长促进液生产基地。

图 1: 公司主要子公司情况

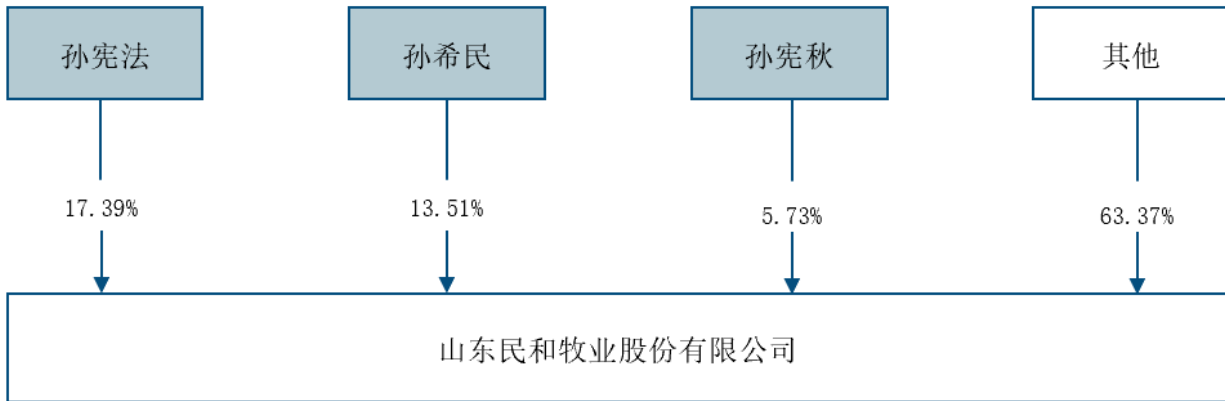


数据来源：公司官网，中信建投证券

1.2 股权结构稳定，管理团队高效

公司股权结构相对集中，经营管理团队稳定高效。截至 2022 年 Q3，公司实际控制人孙宪法持有公司股权比例为 17.39%，孙希民持股比例 13.51%，孙宪秋持股比例 5.73%。公司核心管理层和经营层成员由公司自行培养，敬业务实，且在肉鸡养殖行业从业数十年，积累了丰富的经验。

图 2: 公司股权结构

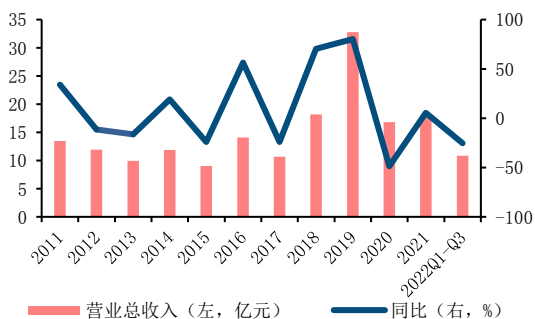


数据来源: Wind, 中信建投证券

1.3 苗价疲软业绩承压，景气提升未来可期

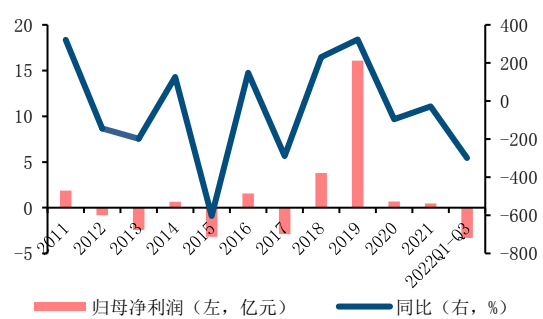
前期苗价疲软致公司业绩承压，2022Q3 业绩改善明显。公司当前业务以商品代鸡苗销售为主，同时开展肉鸡屠宰及鸡肉销售业务。2021 年公司商品代雏鸡销售收入 9.35 亿元，占营收比重 52.69%；鸡肉制品收入 6.69 亿元，占营收比重 37.66%。前期祖代鸡高引种致当期市场鸡苗供给量较大，加之消费低迷，行业整体景气度较低导致公司业绩短期承压；2022 年前三季度公司实现营收 10.85 亿元（同比-25.28%），实现归母净利润-3.32 亿元（同比-299.53%）；其中 2022Q3 公司实现营收 4.45 亿元（同比+10.16%，环比+13.23%），实现归母净利润-3467.01 万元（环比+69.71%），业绩环比改善明显。随祖代鸡引种减量导致后续商品代毛鸡供给减少，以及疫情防控政策优化带动白鸡消费边际改善，2023 年鸡肉及鸡苗价格或有较好支撑。

图 3: 公司营收及增速



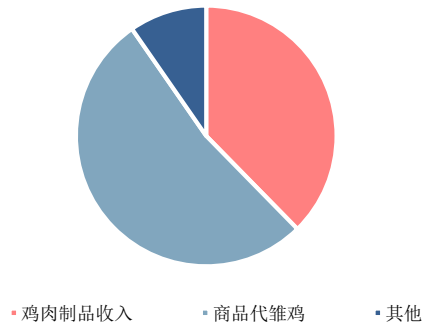
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 4: 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 5: 公司收入结构

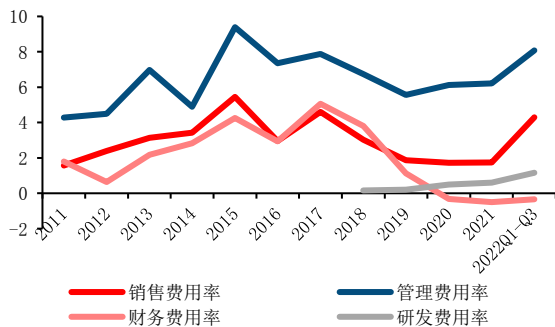


数据来源: Wind, 中信建投证券

1.4 期间费用提升, 净利率下滑明显

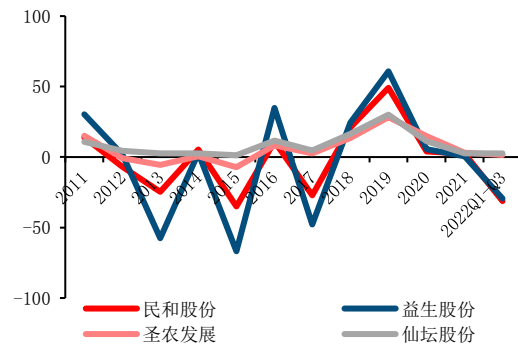
公司各项费用率明显提升, 叠加行情低迷导致净利率下行。2022 年前三季度公司销售费用率为 4.30%, 主要系公司熟食项目开工生产, 公司加大熟食品的推广力度; 管理费用率为 8.08%; 财务费用率为-0.34%, 主要系公司借款利息增加; 研发费用率为 1.16%, 主要系公司加大熟食等产品研发投入。白羽肉鸡市场行情低迷致公司鸡苗售价降低, 叠加饲料成本高企以及期间费用增加, 公司净利率下滑明显。公司资产负债率处行业较低水平, ROE (摊薄) 短期呈下降趋势。

图 6: 公司各项费用率 (%)



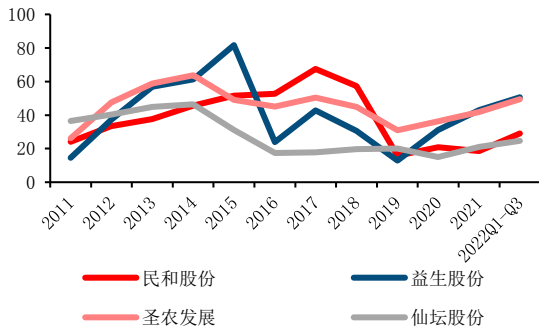
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 7: 公司与可比公司净利率 (%)



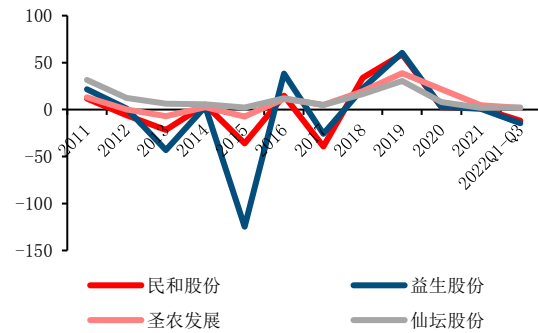
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8: 公司与可比公司资产负债率 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 9: 公司与可比公司 ROE (摊薄) (%)



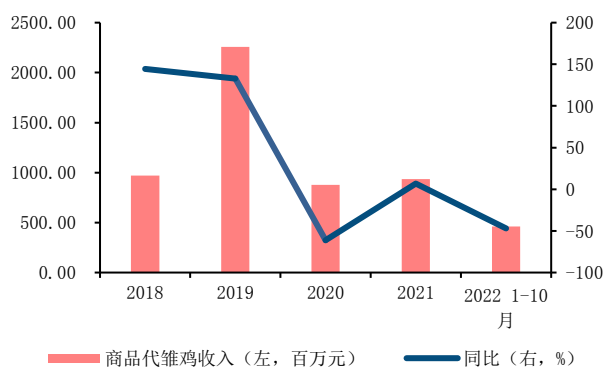
数据来源: Wind, 中信建投证券

2 行情回暖，商品代雏鸡业务蓄势待发

2.1 商品代雏鸡业绩拐点将至

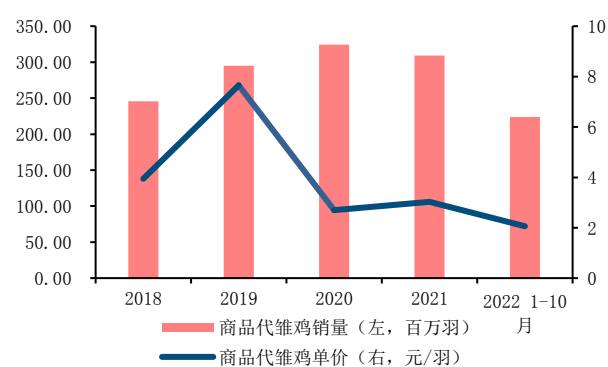
公司商品代雏鸡营收短期下滑，未来业绩修复可期。2022 年 1-10 月公司商品代雏鸡业务实现营收 4.61 亿元，同比下降 47.29%。①从量上看，2022 年 1-10 月公司商品代雏鸡销量约 2.24 亿羽，同比降低 17.60%，主要系白羽肉鸡市场行情低迷，公司短期内适当降低产量。10 月、11 月是传统销售旺季，公司鸡苗产量已环比有所恢复。当前父母代种鸡存栏约 320 万套，未来将继续扩大生产规模。②从价上看，公司鸡苗售价底部回升，10 月单羽价格为 3.20 元/羽，环比上涨 9.37%。展望后市，由于欧美禽流感严重，叠加航班限制，自 5 月起祖代鸡引种不畅，祖代鸡供应缺口形成，预计会对未来鸡苗价格有较好的支撑作用。

图 10: 公司商品代雏鸡营收及增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

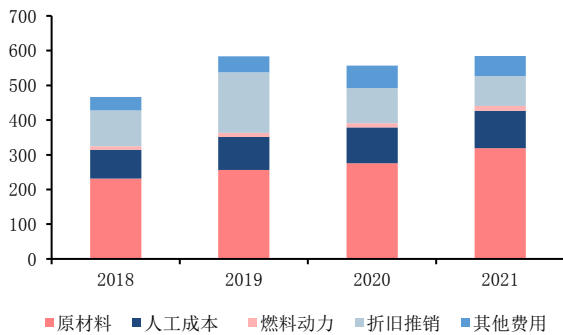
图 11: 公司商品代雏鸡销量及售价



数据来源：公司公告，中信建投证券

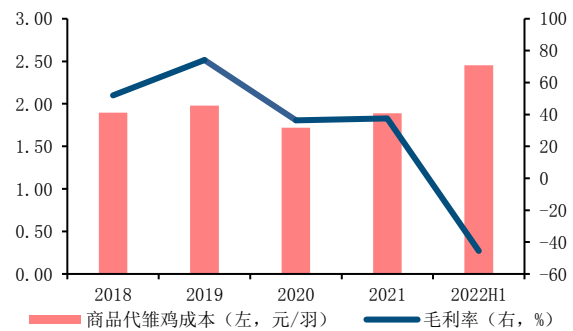
原材料价格上涨显著推高公司商品代雏鸡成本。鸡苗养殖成本中以饲料等原材料成本为主，2021 年原材料成本占总成本的比例为 54.67%。受玉米、豆粕等原料价格涨幅较大的影响，公司商品代雏鸡成本上涨，2022H1 公司商品代雏鸡毛利率为-45.56%。

图 12: 公司鸡苗成本结构 (百万元)



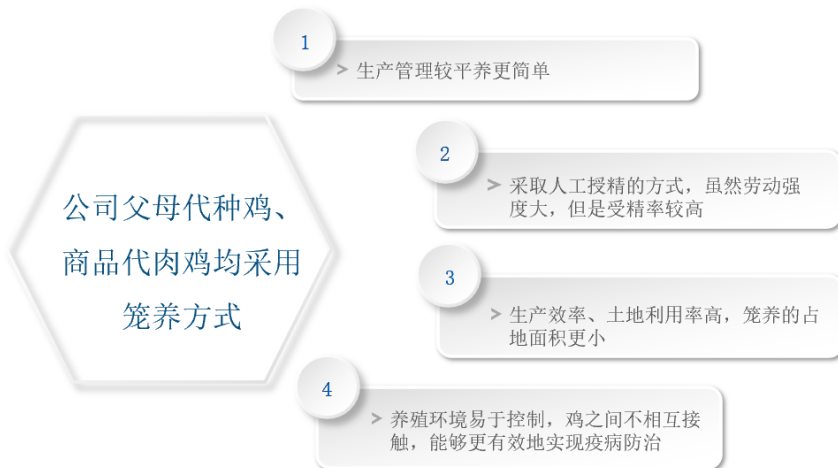
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 13: 公司商品代雏鸡成本及毛利率



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 14: 公司笼养优势



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

产能扩张加码, 商品代鸡苗产能有望增加 8000 万-1 亿羽。截至 2019 年, 公司商品代肉雏鸡年产能 3.4 亿只, 2021 年非公开发行股票募资建设 80 万套父母代种鸡场项目, 该项目计划 2023 年底全部建完, 项目达产后可增加商品代鸡苗 8000 万-1 亿只, 合计产能预计达 4.2-4.4 亿只。由于项目涉及数个养殖场, 因此完工的养殖场先行投产, 目前已经开始陆续进行饲养工作。与种鸡项目配套的临沂孵化场基础建设部分已经完成, 现在正在进行主体建设, 预计 2023 年建成投产。

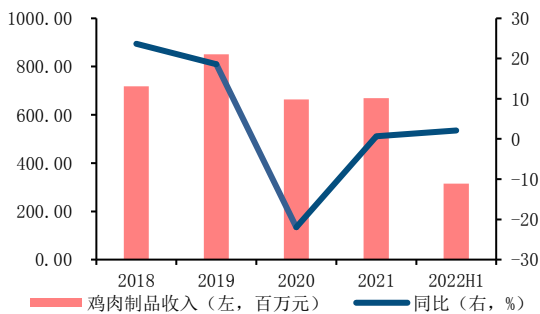
图 15: 公司商品代鸡苗业务产能扩张计划

募集资金投资项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	项目建设进度	(预计) 投产时间
年存栏 80 万套父母代肉种鸡养殖园区项目	24,920.00	22,000.00	公司计划于 2023 年底完成建设, 产能可达 8000 万-1 亿只鸡苗。	2022 年 10 月部分投产。
年孵化 1 亿只商品代肉雏鸡孵化厂建设项目	9,470.00	8,000.00	公司已完成基础部分建设, 目前正在进行主体建设。	预计于 2023 年完成建设。

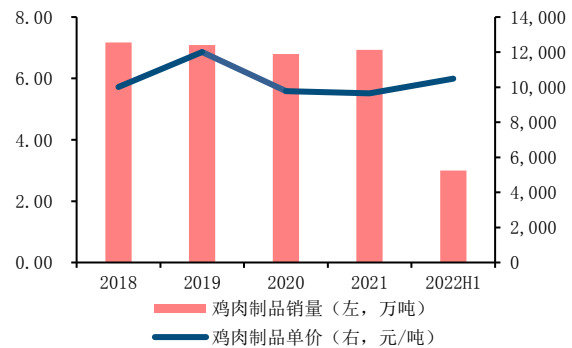
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

2.2 大力发展鸡肉制品, 平滑业绩波动

公司鸡肉制品成本上行, 当前处于亏损状态。2022H1 公司鸡肉制品业务实现营收 3.15 亿元, 同比增长 2.12%。公司鸡肉制品成本以饲料原材料以及毛鸡为主, 占总成本的比例维持在 85% 左右。由于饲料等原材料价格上涨较快, 鸡肉业务成本较高; 叠加终端消费低迷致公司产品售价较低, 鸡肉制品业务在 2021 年及 2022H1 处于亏损状态。

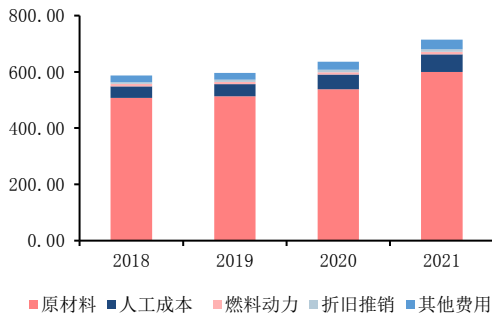
图 16: 公司鸡肉制品营收及增速


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 17: 公司鸡肉制品销量及单价


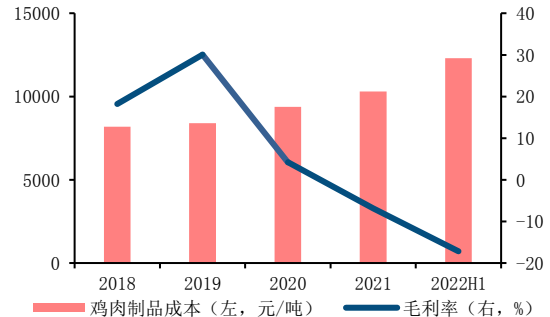
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 18: 公司鸡肉制品成本结构 (百万元)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 19: 公司鸡肉制品成本及毛利率

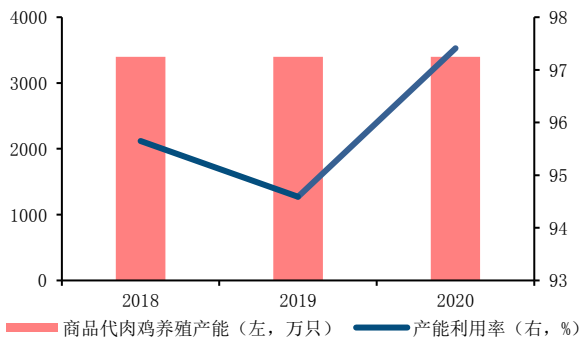


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

肉鸡养殖配套鸡肉屠宰加工, 产能利用率高。2018-2020 年公司商品代肉鸡养殖产能维持在 3400 万只, 公司养殖的商品代肉鸡用作自身屠宰加工业务的原材料, 产销率 100%。截至 2020 年, 公司鸡肉制品屠宰加工产能 7.2 万吨, 产能利用率为 94.86% (受新冠肺炎疫情影响, 复工复产延迟对实际屠宰加工能力造成一定影响, 导致鸡肉制品产能利用率略有下滑)。总体来看, 产能不足已成为制约公司在下游产业链进一步发展的主要因素。

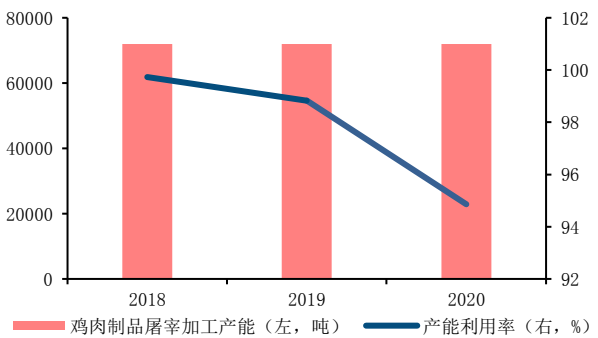
多途径扩产养殖与屠宰业务产能。为了解决产能不足问题, 公司以自筹方式投入 6000 万元用于扩充商品代肉鸡养殖产能; 通过定增投资的潍坊民和 3 万吨肉制品加工项目以及民和食品 3 万吨熟食制品加工项目部分开始投产, 预计未来随产能逐渐释放, 公司熟食板块销量有望持续增长。

图 20: 商品代肉鸡养殖产能及产能利用率



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 21: 鸡肉制品屠宰加工产能及产能利用率



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 22: 公司鸡肉屠宰业务项目建设情况

投资项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	项目建设进度	(预计) 投产时间
潍坊民和 3 万吨肉制品加工项目	26,539.00	10,000.00	公司已于 2021 年完成主体建设和设备安装工作。	2021 年已开始调试和试生产, 部分熟食及调理食品已经开始销售。
民和食品 3 万吨熟食制品加工项目	25,228.00	17,000.00	公司已于 2021 年完成主体建设和设备安装工作。	2021 年已开始调试和试生产, 部分熟食及调理食品已经开始销售。
养鸡场扩建项目	6,000.00	-	56.57%	-

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

公司打造熟食业务新增长点, 平滑业绩波动。公司 2021 年分别在蓬莱和潍坊昌邑建成投产两座熟食工厂, 引进国外的生产设备和技術, 可生产多种腌渍、油炸及調理食品。两个熟食项目已正式生产运营, 目前每个厂的生产规模约为 500-600 吨/月。公司计划未来以鸡苗为主, 将熟食加工作为另一重点业务, 以平滑公司业绩波动。

熟食业务线上线下产品互补, 积极开拓销售新渠道。公司熟食业务将传统销售与电商销售相结合。线下渠道以 B 端大客户为主。线上渠道方面, 下属公司杭州民悦和食品科技有限公司负责熟食产品的线上销售工作, 自 2022 年 4 月起已在天猫、抖音等多个销售渠道上线产品, 与多位知名主播及达人合作, 同时结合海量的素人用户, 进行好物分享式接“地气”的产品曝光, 从而扩大品牌知名度。熟食业务前期不追求利润和销量, 以打造品牌为主。品牌定位偏向高端客户群体, 产品定价较高。由于熟食工厂 2022 年 4 月才投产, 目前熟食产品整体销量较低。未来公司会将电商作为主要销售渠道, 扩大电商业务。

深化电商零售业务战略布局。公司利用电商的强劲爆发力和营销力, 快速扩大民和品牌在终端消费市场的影响力, 加快产业链下游延伸布局, 带动全产业链内循环。民和电商自主搭建了由大学生、白领等新消费人群构成的内测渠道, 在发布及迭代产品的过程中征询内测用户对产品的意见, 定期进行用户访谈, 持续接触种子用户。自 2022 年 5 月布局新的 C 端炸鸡品牌, 民和电商每月保持 120% 以上的增速, 在 3 个月的时间内突破单月 1000 万销售额, 月发货量 10 万单, 带动工厂月 300 吨产能。

图 23: 公司熟食产品示例



数据来源: 民和天猫旗舰店, 中信建投证券

3 盈利预测与投资建议

鸡苗销量稳健增长，价格上涨带动板块盈利提升。公司鸡苗出栏量预计保持相对稳健增长，结合公司产能情况，假设 2022/2023/2024 年商品代鸡苗出栏量分别为 2.7/3.5/3.5 亿羽。引种中断致供给减少，叠加疫情稳定助力需求复苏，商品代鸡苗价格有望呈现上行趋势，假设 2022/2023/2024 年公司销售商品代鸡苗价格分别为 2.20/4.20/4.40 元/羽。公司将通过不断扩大养殖规模、保持饲料采购价格优势以提升板块业务毛利率，假设该板块 2022/2023/2024 年毛利率分别为-22.73%/44.05%/46.59%。

鸡肉制品产能有序投放，盈利水平边际改善。公司鸡肉制品销量预计随产能逐渐投放而呈现增长趋势，假设 2022/2023/2024 年产品销量分别为 7.0/8.5/9.5 万吨。行业景气逐渐恢复叠加消费复苏，公司产品售价有望逐渐提升，假设 2022/2023/2024 年公司鸡肉产品销售价格分别为 9900/10400/10500 元/吨。公司持续通过产能利用率提升以实现降本增效，假设该板块 2022/2023/2024 年毛利率分别为-4.55%/3.85%/4.76%。

图 24: 公司分业务板块盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
商品代雏鸡					
收入 (亿元)	875.56	935.40	594.00	1470.00	1540.00
yoy	-61.22%	6.84%	-36.50%	147.47%	4.76%
毛利率	36.36%	37.56%	-22.73%	44.05%	46.59%
鸡肉制品					
收入 (亿元)	664.32	668.62	693.00	884.00	997.50
yoy	-21.94%	0.65%	3.65%	27.56%	12.84%
毛利率	4.19%	-6.84%	-4.55%	3.85%	4.76%
其他板块					
收入 (亿元)	142.01	171.41	222.83	267.40	307.50
yoy	-15.23%	20.70%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率	-4.26%	8.93%	15.93%	15.93%	21.05%
合计					
收入 (亿元)	1681.88	1775.43	1509.83	2621.40	2845.00
yoy	-48.66%	5.56%	-14.96%	73.62%	8.53%
毛利率	20.22%	18.07%	-8.68%	27.62%	29.16%

数据来源: Wind, 中信建投证券

行业景气度回升，公司业绩有望改善。受饲料原材料价格高位及上半年禽板块低迷影响，公司短期业绩预计承压。随着白羽鸡行业景气度回升，商品代雏鸡板块营收有望实现高增长，鸡肉制品有望随产能释放而有所好转，其他板块业绩稳步增长。综合考虑，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 15.10/26.21/28.45 亿元，归母净利润-3.60/4.43/5.51 亿元，EPS 分别为-1.03/1.27/1.58 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图 25: 公司与可比公司市盈率比较

市盈率 PE				
	TTM	22E	23E	24E
民和股份	-15.3	-19.5	15.8	12.7
可比公司平均	61.6	130.9	19.8	15.5
圣农发展	107.2	61.4	19.8	14.3
益生股份	-25.0	402.1	19.6	14.2
仙坛股份	145.3	45.9	29.8	21.3
立华股份	18.9	14.1	10.0	12.1

数据来源: Wind, 中信建投证券 ((民和股份数据来自中信建投, 可比公司取自 2022.12.14 收盘时 Wind 一致预期)

4 风险分析

鸡苗价格波动的风险。公司销售业绩主要由商品代鸡苗贡献，鸡苗价格走低或显著影响公司业绩，悲观假设 2022/2023/2024 年鸡苗价格约为 2.00/3.60/4.00 元/羽，公司盈利能力受影响，营收预计较本盈利预测变动为-3.58%/-8.01%/-4.92%，净利润较本盈利预测变动为 13.61%/-44.34%/-24.70%。

鸡肉制品销量不及预期的风险。若公司未来鸡肉制品销量增长不及预期，悲观假设 2022/2023/2024 年出栏量为 6.50/7.50/8.50 万吨，公司市场份额、销售情况将受影响，营收预计较本盈利预测变动-3.00%/-3.97%/-3.69%，净利润较本盈利预测变动为-3.00%/2.39%/1.65%。

生物安全的风险。公司目前和今后需防范并控制的畜禽疾病风险主要分两类，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病给公司带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病给公司带来的风险。若爆发禽流感等疫病，公司应对不及时可能会导致经营受较大影响。

原材料价格变动的风险。在公司畜禽产品的生产成本中，饲料占据一定比重，饲料主要由玉米、豆粕、油脂及各种营养添加剂组成，目前难以用其它原材料代替。如果市场上玉米、豆粕等主要原材料供应不足或者价格上涨幅度较大，将可能对公司未来经营业绩产生影响。

其他风险：人工费用上涨的风险、环境保护政策调整的风险、食品安全风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,203.33	1,570.83	1,038.79	1,304.58	1,377.71
现金	745.17	656.03	150.98	262.14	284.50
应收票据及应收账款	30.81	57.34	31.71	55.05	59.75
其他应收款	3.96	4.67	2.93	5.09	5.53
预付账款	13.55	11.22	9.89	17.18	18.64
存货	374.87	493.74	485.96	561.92	596.87
其他流动资产	34.96	347.83	357.30	403.19	412.42
非流动资产	2,119.58	2,270.36	2,336.74	2,480.53	2,695.39
长期投资	309.16	294.85	312.50	330.16	347.82
固定资产	1,258.94	1,583.29	1,586.71	1,717.56	1,917.99
无形资产	92.19	89.64	74.70	59.76	44.82
其他非流动资产	459.30	302.59	362.82	373.05	384.76
资产总计	3,322.91	3,841.19	3,375.52	3,785.11	4,073.10
流动负债	606.80	604.20	484.28	721.23	793.36
短期借款	419.15	422.35	262.90	461.17	516.94
应付票据及应付账款	80.00	116.85	97.83	113.12	120.15
其他流动负债	107.64	65.01	123.56	146.94	156.27
非流动负债	87.25	109.25	106.64	105.14	104.31
长期借款	0.00	17.19	14.58	13.09	12.26
其他非流动负债	87.25	92.05	92.05	92.05	92.05
负债合计	694.05	713.45	590.92	826.37	897.68
少数股东权益	6.53	2.02	18.55	-1.81	-27.15
股本	302.05	348.96	348.96	348.96	348.96
资本公积	868.24	1,381.79	1,381.79	1,381.79	1,381.79
留存收益	1,452.05	1,394.97	1,035.30	1,229.79	1,471.82
归属母公司股东权益	2,622.34	3,125.73	2,766.06	2,960.55	3,202.57
负债和股东权益	3,322.91	3,841.19	3,375.52	3,785.11	4,073.10

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	237.19	42.67	-132.82	474.41	693.40
净利润	64.96	42.59	-343.14	422.56	525.84
折旧摊销	126.39	132.93	151.28	173.87	202.79
财务费用	-5.57	-8.95	14.26	15.70	20.93
投资损失	-6.25	8.83	-21.34	-21.34	-21.34
营运资金变动	-106.60	-302.62	66.52	-115.96	-34.41
其他经营现金流	164.26	169.90	-0.42	-0.42	-0.42
投资活动现金流	-175.06	-575.69	-195.90	-295.90	-395.90
资本支出	327.29	273.67	200.00	300.00	400.00
长期投资	163.90	-298.91	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-666.25	-550.45	-395.90	-595.90	-795.90
筹资活动现金流	-63.45	360.26	-176.32	-67.35	-275.13
短期借款	254.35	3.20	-159.45	198.28	55.77
长期借款	-84.20	17.19	-2.61	-1.50	-0.83
其他筹资现金流	-233.60	339.86	-14.26	-264.13	-330.08
现金净增加额	-1.32	-172.76	-505.05	111.16	22.36

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,681.88	1,775.43	1,509.83	2,621.40	2,845.00
营业成本	1,341.76	1,454.54	1,640.83	1,897.29	2,015.27
营业税金及附加	7.17	7.71	5.57	9.66	10.49
销售费用	29.02	31.02	60.39	78.64	71.13
管理费用	102.87	110.34	98.14	117.96	113.80
研发费用	8.26	10.61	18.12	30.15	31.30
财务费用	-5.57	-8.95	14.26	15.70	20.93
资产减值损失	-140.53	-140.60	-45.29	-78.64	-85.35
信用减值损失	0.90	-1.27	-0.07	-0.12	-0.13
其他收益	8.19	23.16	11.63	11.63	11.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.25	-8.83	21.34	21.34	21.34
资产处置收益	0.11	0.22	0.45	0.45	0.45
营业利润	73.30	42.86	-339.42	426.65	530.03
营业外收入	1.01	1.63	1.26	1.26	1.26
营业外支出	9.20	1.87	4.95	4.95	4.95
利润总额	65.11	42.62	-343.11	422.96	526.34
所得税	0.15	0.02	0.03	0.40	0.50
净利润	64.96	42.59	-343.14	422.56	525.84
少数股东损益	-1.72	-5.02	16.53	-20.36	-25.34
归属母公司净利润	66.68	47.61	-359.67	442.92	551.18
EBITDA	185.94	166.59	-177.56	612.53	750.07
EPS (元)	0.19	0.14	-1.03	1.27	1.58

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-48.66	5.56	-14.96	73.62	8.53
营业利润(%)	-95.45	-41.53	-891.99	225.70	24.23
归属于母公司净利润	-95.86	-28.60	-855.45	223.15	24.44
获利能力					
毛利率(%)	20.22	18.07	-8.68	27.62	29.16
净利率(%)	3.96	2.68	-23.82	16.90	19.37
ROE(%)	2.54	1.52	-13.00	14.96	17.21
ROIC(%)	2.65	1.36	-11.66	15.95	17.53
偿债能力					
资产负债率(%)	20.89	18.57	17.51	21.83	22.04
净负债比率(%)	-12.40	-6.92	4.54	7.17	7.71
流动比率	1.98	2.60	2.15	1.81	1.74
速动比率	1.29	1.68	0.99	0.86	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.46	0.45	0.69	0.70
应收账款周转率	54.58	31.51	48.04	48.04	48.04
应付账款周转率	16.77	12.45	16.77	16.77	16.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.14	-1.03	1.27	1.58
每股经营现金流(最新)	0.68	0.12	-0.38	1.36	1.99
每股净资产(最新摊薄)	7.51	8.96	7.93	8.48	9.18
估值比率					
P/E	105.04	147.11	-19.47	15.81	12.71
P/B	2.67	2.24	2.53	2.37	2.19
EV/EBITDA	24.06	33.95	-39.45	11.72	9.61

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

王明琦

中信建投证券农林牧渔&宠物消费行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物全产业链等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，曾任职于方正证券研究所，作为核心成员入围 2020 年卖方分析师水晶球奖公募榜单。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务
 中心 B 座 22 层
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk