

养殖低迷致公司 22 年业绩亏损， 熟食电商业务发展势头良好

核心观点

2022 年公司实现营收 16.09 亿元（同比-9.39%），其中雏鸡业务实现销售收入 5.65 亿元（同比-39.64%），销量 2.59 亿羽（同比-16.27%），毛利率为-13.72%（同比-51.28pcts），系行业低迷致售价降低叠加饲料等成本提升显著；鸡肉制品业务实现销售收入 8.41 亿元（同比+25.78%），销量 7.17 万吨（同比+3.43%），毛利率为-4.94%（同比+1.90pcts）；归母净利润-4.52 亿元（同比-1049.51%）。报告期内公司成立孙公司杭州民悦和负责熟食品电商平台销售，品牌宣传及产品销量均有良好发展势头，未来公司将持续大力发展电商业务。展望 2023 年，受益行业景气回升，公司雏鸡板块预计量利齐升；鸡肉制品板块随产能释放及成本改善有望扭亏为盈；综合来看 2023 年公司业绩有望高增长。

事件

公司披露 2022 年报，实现营收 16.09 亿元，同比下降 9.39%；归母净利润-4.52 亿元，同比下降 1049.51%。

简评

1、养殖低迷致公司 22 年业绩亏损，Q4 营收环比有所改善。

2022 年公司实现营收 16.09 亿元（同比-9.39%），归母净利润-4.52 亿元（同比-1049.51%），销售毛利率为-7.46%（同比-25.53pcts），销售净利率为-28.90%（同比-31.30pcts）。公司 2022 年底计提资产减值准备约 0.49 亿元，预计将减少归母净利润约 0.48 亿元。22Q4 公司实现营收 5.24 亿元（同比+61.89%，环比+17.67%），主要系鸡苗价格上涨显著，归母净利润-1.20 亿元（同比-1.05%，环比-246.25%）。

费用方面：2022 年公司销售/管理/研发/财务费用分别为 1.01/1.18/0.18/-0.02 亿元，同比分别增长 225.40%/7.19%/65.27%/75.31%；其中销售费用增长主要系公司鸡肉深加工项目开工运营，公司蓬莱和潍坊两地熟食品项目正式投产运营，孙公司杭州民悦和的电商平台销售业务处于推广期；财务费用增长系公司为维持良好的运营水平增加借款，相应费用增加。

2、量价齐跌致雏鸡业务 22 年亏损，23 年有望实现较好盈利。

2022 年公司销售雏鸡 2.59 亿羽（同比-16.27%），系白羽肉鸡市场行情较差，公司鸡苗销量下滑明显，实现销售收入 5.65 亿元

民和股份 (002234.SZ)

维持

增持

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100007

发布日期：2023 年 03 月 29 日

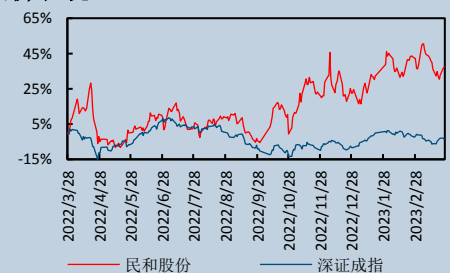
当前股价：21.33 元

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
-3.44/-3.05	9.78/4.94	33.73/32.70
12 月最高/最低价 (元)		23.35/14.25
总股本 (万股)		34,896.02
流通 A 股 (万股)		30,342.54
总市值 (亿元)		74.43
流通市值 (亿元)		64.72
近 3 月日均成交量 (万)		1185.71
主要股东		
孙宪法		17.39%

股价表现



相关研究报告

(同比-39.64%)；毛利率为-13.72% (同比-51.28pcts)，毛利率下降主要系①2019-2021 年度祖代鸡引种量较高致市场鸡苗供给量较大，叠加消费低迷，行业鸡苗价格下降明显，2022 年公司雏鸡单羽售价 2.18 元(同比-27.82%)；②养殖所需玉米、豆粕等原料采购价格上涨导致公司 2022 年雏鸡单羽营业成本 2.48 元 (同比+31.22%)。展望 2023 年，前期祖代鸡引种中断或将导致后续商品代鸡苗供应减量，叠加消费复苏以及养殖成本边际改善，公司鸡苗业务盈利能力预计提升显著；年存栏 80 万套父母代肉种鸡养殖园区项目中，首批 11 万套父母代种鸡已于 2022 年 11 月进入项目园区开始饲养，2023 年下半年将逐步生产鸡苗供应市场；2023 年公司还将增加 2 个养殖场，产能陆续释放将带动雏鸡销量增长；综合来看公司该板块有望实现较好盈利。

3、产能逐渐释放带动销量增长，熟食电商业务发展势头良好。

2022 年公司销售鸡肉制品 7.17 万吨 (同比+3.43%)，蓬莱及潍坊熟食项目投入运营带动销量小幅增长；实现销售收入 8.41 亿元 (同比+25.78%)；毛利率为-4.94% (同比+1.90pcts)。报告期内公司在杭州成立孙公司杭州民悦和负责熟食品的电商平台销售，渠道涵盖天猫以及抖音等。公司还通过直播带货进行品牌宣传，取得一定品牌知名度，2022 年民和 5 大自有直播间累计观看人次达 2.5 亿次，产品荣登抖音电商鸡肉行业销售榜 TOP1，抖音电商优质肉品店铺 TOP2，食品健康行业商家自播排行榜 TOP3。展望 2023 年，①从量上看，截至 2022 年底，民和 3 万吨熟食加工项目两条生产线已开始运行 (共 4 条生产线)，潍坊民和 3 万吨肉制品加工项目工程进度超 75%；上述熟食加工项目逐渐投产将带动公司鸡肉制品板块销量提升。②从利上看，随消费复苏公司鸡肉制品价格有望呈现上涨趋势，叠加公司产能利用率提升带动折旧摊销等成本降低，鸡肉制品板块有望扭亏为盈。③品牌及渠道建设方面，当前公司熟食电商项目仍处拓展期，公司未来将继续加大熟食销售渠道建设和宣传投入，扩大品牌知名度。

4、盈利预测：考虑到鸡苗价格持续景气以及公司产品销量提升，公司雏鸡板块业绩有望高速增长；鸡肉制品板块随产能逐渐释放以及成本下降有望扭亏为盈；综合考虑，公司 2023 年业绩有望显著提升，2024-2025 年假设产品价格相对稳定，随产能释放带动产品销量提升，公司业绩或稳健增长。预计公司 2023-2025 年实现营收 27.08/30.15/33.26 亿元，归母净利润 5.03/5.86/6.03 亿元，EPS 分别为 1.44/1.68/1.73 元/股，对应 PE 分别为 14.78/12.70/12.35x，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,775.43	1,608.64	2,708.48	3,015.06	3,325.92
YoY(%)	5.56	-9.39	68.37	11.32	10.31
净利润(百万元)	47.61	-452.06	503.48	586.24	602.56
YoY(%)	-28.60	-1,049.51	211.37	16.44	2.78
毛利率(%)	18.07	-7.46	31.24	31.89	29.68
净利率(%)	2.68	-28.10	18.59	19.44	18.12
ROE(%)	1.52	-16.91	17.28	18.36	17.31
EPS(摊薄/元)	0.14	-1.30	1.44	1.68	1.73
P/E(倍)	156.34	-16.47	14.78	12.70	12.35
P/B(倍)	2.38	2.78	2.55	2.33	2.14

资料来源：iFinD，中信建投证券

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。

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，公司市场份额、销售情况将受影响。

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。

分析师介绍

王明琦

中信建投证券农林牧渔行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物消费等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，获 2022 年水晶球农林牧渔行业最佳分析师第 4 名；2019 年 10 月-2021 年 7 月曾就职于方正证券研究所，任农林牧渔行业研究员。

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
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 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