

分析师: 张蔓梓  
登记编码: S0730522110001  
zhangmz@ccnew.com 13681931564

## 世界鸭王, 浴火重生

### ——华英农业(002321)公司深度分析

#### 证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

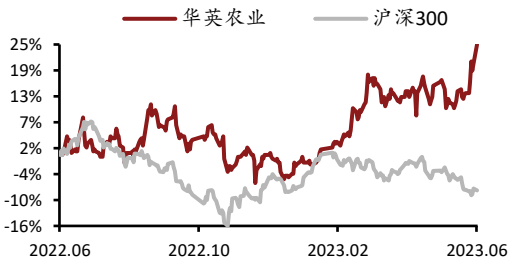
#### 市场数据(2023-06-05)

收盘价(元)	2.95
一年内最高/最低(元)	2.95/2.21
沪深 300 指数	3,844.25
市净率(倍)	6.13
流通市值(亿元)	62.92

#### 基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	0.48
每股经营现金流(元)	-0.06
毛利率(%)	12.17
净资产收益率_摊薄(%)	0.47
资产负债率(%)	60.44
总股本/流通股(万股)	213,289.01/213,286.70
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

#### 相关报告

联系人: 马嶽琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 06 月 07 日

#### 投资要点:

- **公司概况: 立足于“羽绒+食品”双主业发展。**公司最初成立于 1991 年, 深耕肉禽养殖行业三十余载, 业务布局覆盖鸭养殖全产业链。2009 年 12 月, 公司成功于深交所上市, 成为我国鸭行业首家上市公司, 也是我国唯一一家羽绒生产类的 A 股上市公司。2022 年公司完成整改方案后, 在现任管理层的推动下迎来全新的发展阶段。
- **羽绒: 打造“世界羽王”, 力争成为全球羽绒领域龙头。**公司羽绒业务主要通过控股子公司华英新塘开展, 目前羽绒板块年产能约 8000 吨, 在国内市占率约 6%-8%, 处于行业领先地位。2022 年公司紧抓羽绒行业景气度提升的机遇, 进一步扩大羽绒板块生产经营, 全年实现销售收入 17.79 亿元, 同比+4.46%; 净利润 7756.58 万元, 同比+135.5%。未来公司将继续增加市场原毛采购, 扩大生产产能, 整合行业上下游资源, 实现羽绒业务销售收入的稳定增长, 力争成为全球羽绒领域的产业龙头。
- **食品: 迎来业绩拐点, 盈利水平逐步修复。**2023 年随着肉禽价格反弹带动行业景气度回升, 公司冻鸭板块进入量价齐升的局面。2012-2022 年公司熟食板块营收稳步增长, 且在公司占比持续提升, 利润率也逐步优化。2022 年公司销售熟食 1.72 万吨, 实现销售收入 5.29 亿元, 同比+4.33%; 毛利率提升至 18.26%, 达到历史最高水平。公司鸭血业务是熟食板块的爆款产品, 随着产能的不断释放, 有望带动整体业绩实现增长。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到肉禽行业景气度及公司产能恢复情况, 预计 2023-2025 年可实现营收 40.20/48.05/53.94 亿元, 归母净利润分别为 2.24/2.47/2.61 亿元, 对应 EPS 分别为 0.10/0.12/0.12 元; 参照 2023 年 6 月 5 日收盘价, 对应 PE 为 27.20/24.61/23.25 倍。根据公司估值测算情况, 2023 年 16.43-22.42 倍市盈率为合理估值区间。公司业务布局覆盖鸭养殖全产业链, 重整完成后产能利用率仍有较大提升空间, 考虑到公司熟食板块和出口业务的成长性, 首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

**风险提示:** 饲料原料价格波动、肉禽价格大幅波动、产能扩张及销售不及预期、汇率波动、食品安全问题、动物疾病等。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,192	2,898	4,020	4,805	5,394
增长比率(%)	2.14	-9.21	38.70	19.53	12.26
净利润(百万元)	-2,538	-597	224	247	261

---

增长比率 (%)	-121.89	76.48	137.44	10.52	5.84
每股收益(元)	-1.19	-0.28	0.10	0.12	0.12
市盈率(倍)	—	—	27.20	24.61	23.25

---

资料来源：聚源数据，中原证券

## 内容目录

<b>1. 公司概况</b> .....	<b>5</b>
1.1. 公司业务覆盖鸭养殖全产业链.....	5
1.2. 公司重整后股权结构及实控人发生变化.....	6
1.3. 公司利润受行业周期波动影响较大，2023Q1 迎来业绩拐点.....	7
<b>2. 肉禽养殖行业景气度提升，羽绒原毛价格上涨风险可控</b> .....	<b>9</b>
2.1. 肉鸭产能明显去化，预计 2023 年出栏量持续下降.....	9
2.2. 肉禽价格反弹带动行业景气度提升.....	10
2.3. 成本端迎来高位回调.....	11
2.4. 鸭绒原料价格上涨风险可控.....	12
<b>3. 公司坚持“羽绒+食品”双主业发展</b> .....	<b>14</b>
3.1. 羽绒：公司支柱产业，力争成为全球羽绒领域龙头.....	14
3.2. 冻鸭：迎来业绩拐点，盈利水平持续优化.....	15
3.3. 熟食：公司全产业链中的重要组成单元.....	17
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 投资建议.....	20
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司经营模式示意图.....	6
图 3：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图.....	7
图 4：2013-2023 年公司营业总收入及增速.....	7
图 5：2013-2023 年公司归母净利润变化.....	7
图 6：2013-2023 年公司利润率变化（%）.....	8
图 7：2022 年公司产品结构情况.....	8
图 8：2012-2021 年中国祖代在产白羽肉鸭出栏情况.....	9
图 9：2012-2021 年中国父母代在产白羽肉鸭存栏情况.....	9
图 10：2012-2021 年中国商品代雏鸭销量及增速.....	9
图 11：2012-2021 年中国毛鸭出栏量及增速.....	9
图 12：毛鸭和白羽肉毛鸡价格走势趋同（元/公斤）.....	10
图 13：鸡苗和鸭苗价格走势趋同（元/羽）.....	10
图 14：2013-2023 年肉鸭、白羽肉鸡养殖利润变化趋势接近（元/羽）.....	11
图 15：2023 年玉米价格震荡下行.....	11
图 16：2023 年豆粕价格高位回调.....	11
图 17：2023 年 3 月、4 月配合饲料均价环比下跌（元/公斤）.....	12
图 18：2013-2023 年中国鸭绒价格走势（元/千克）.....	13
图 19：2019-2023 年中国羽绒原毛进口数据（千克）.....	13
图 20：中国鸭年度存栏量数据（亿只）.....	13
图 21：公司羽绒被产品展示.....	14
图 22：2012-2023 年公司羽绒业务营收、毛利率及占比情况.....	15
图 23：公司部分冻鸭产品展示.....	15
图 24：2012-2022 年公司冻鸭业务营收、毛利率及占比情况.....	16
图 25：公司禽类加工六厂成鸭屠宰环节.....	16

图 26: 公司禽类加工六厂成鸭分割环节.....	16
图 27: 公司部分熟食产品展示.....	17
图 28: 2012-2022 年公司熟食业务营收、毛利率及占比情况.....	17
图 29: 公司采用独特的“四步净取, 五道过滤”生产工艺.....	18
图 30: 2016-2022 年华樱生物营收及增速.....	18
图 31: 2016-2022 年华樱生物净利润及增速.....	18
表 1: 公司收入拆分与盈利预测.....	20
表 2: 可比上市公司估值.....	21

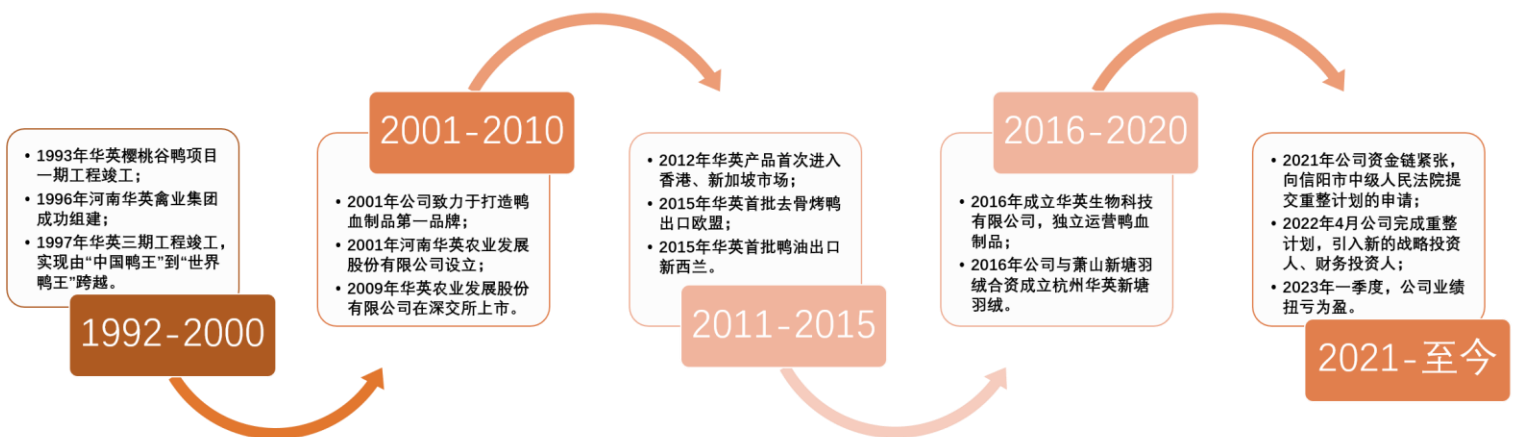
## 1. 公司概况

### 1.1. 公司业务覆盖鸭养殖全产业链

公司前身成立于 1991 年，深耕肉禽养殖行业三十余载，主营业务包括种鸭养殖、孵化、禽苗销售、饲料生产、商品鸭屠宰加工、冻品销售、熟食、羽绒及羽绒制品生产和销售，是一家鸭养殖全产业链企业。2009 年 12 月，公司成功于深交所上市，成为我国鸭行业首家上市公司，也是我国唯一一家羽绒生产类的 A 股上市公司。

2022 年 4 月，公司重整完成后组建了新的管理团队，根据政策和市场行情变化，结合自身资产状况和优势资源等综合研判，对食品深加工、种禽孵化、商品禽养殖和屠宰等产业链环节加大投资，公司综合产能不断提升、经营效率持续变好、产业带动效应日益增强。新一届管理层推动下，公司完成加工六厂生产线升级改造，菏泽种鸭养殖场技改项目，产能利用率大幅提升。除此以外，潢川种鸭养殖场技改、商品鸭养殖场翻建、菏泽屠宰厂技改等项目也在向前推进，未来公司商品鸭出栏量及产能利用率会进一步提高，冻鸭及熟食板块盈利能力逐步优化。

图 1：公司发展历程



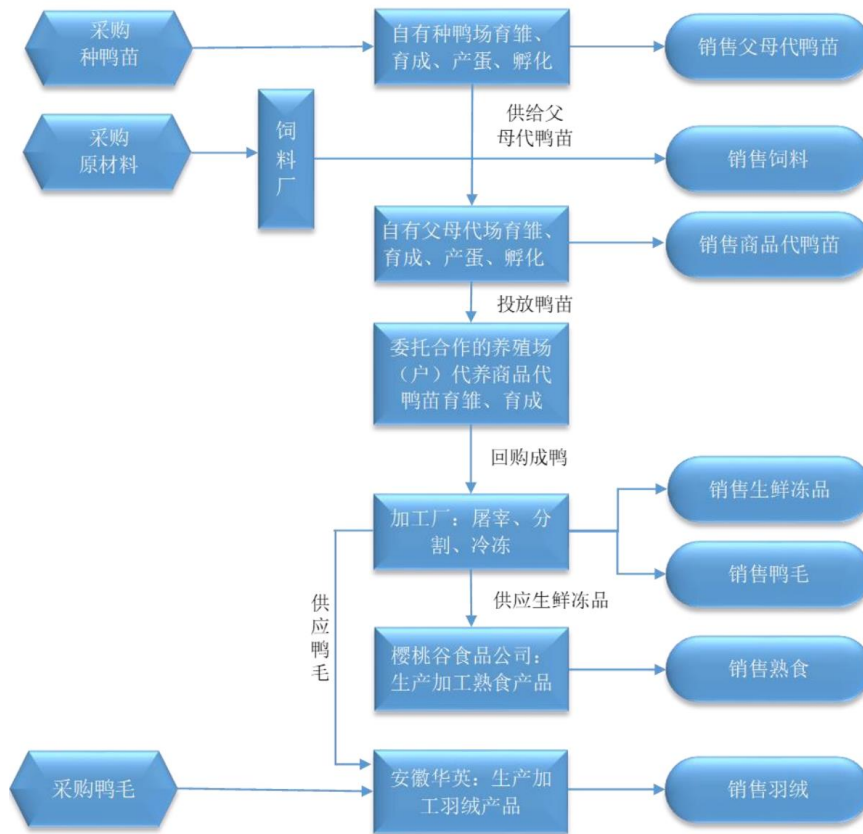
资料来源：公司官网，公司公告，中原证券

公司业务布局覆盖鸭养殖全产业链，在新管理层的推动下，2022 年公司产业链各环节产能逐步恢复，有望持续释放业绩弹性。根据公司公告，目前公司在潢川总部、江西丰城、山东单县（和益客进行合作）合计设计父母代种鸭存栏产能 160 万只（目前产能达到了 50 万只），饲料产能 18 万吨，商品苗养殖产能约 5000 万羽，屠宰产能约 5000 万只，羽绒产能 8000 吨。

在商品代养殖环节，公司主要采用委托代养模式，合作的养殖场（户）可以选择使用公司自建的养殖场或者其自有养殖场，开展合作前向公司缴纳一定的保证金。公司负责鸭苗、饲料等物料供应及销售环节的建立与管理，并制定商品鸭饲养环节的各项管理制度、规定和技术标准，合作的养殖场（户）在公司统一管理和技术指导下进行饲养，公司按照委托代养合同的约定回收成鸭并结算代养费用。

在成鸭屠宰环节，公司总部加工厂按照约定回购合作的养殖场（户）育成的合格商品成鸭，经屠宰加工制成冻品及生鲜制品。冻品及生鲜制品一部分自用，做熟食生产原料；另一部分通过经销商或直接销往终端客户。同时，公司拥有中亚、东南亚、中东、香港等多个国家及地区冻品制品的出口资格，根据市场行情向境外客户直接销售。

图 2：公司经营模式示意图



资料来源：公司公告，中原证券

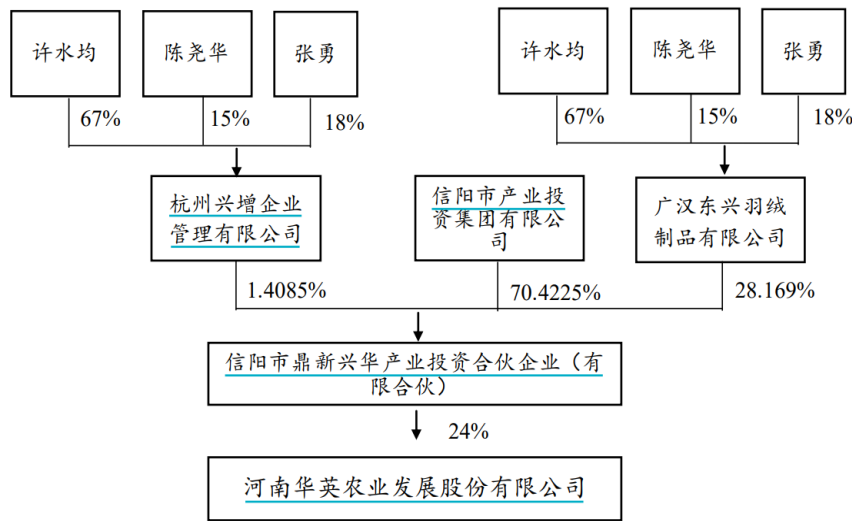
## 1.2. 公司重整后股权结构及实控人发生变化

公司《重整计划》执行完毕后，通过转增股票的形式引入重整投资人，股权结构发生变化。鼎新兴华及其一致行动人广兴股权合计持有公司 55,455.14 万股股票，持股比例为 26%。其中，鼎新兴华单独持有公司股票比例为 24%，成为公司控股股东。

杭州兴增持有鼎新兴华 1.41% 财产份额，为鼎新兴华的普通合伙人；广汉东兴持有鼎新兴华 28.17% 财产份额，为鼎新兴华的有限合伙人；信阳市产业投资集团有限公司持有鼎新兴华 70.42% 财产份额，为鼎新兴华的有限合伙人。公司董事长许水均先生持有杭州兴增 67% 股权，并且持有广汉东兴 67% 股权。

杭州兴增、广汉东兴、信阳市产业投资集团作为公司产业投资人，主要为公司提供重整资金和产业资源，保障公司在重整期间和恢复初期的正常运作。公司董事长许水均先生拥有 20 多年羽绒从业经验，与国内大型禽业养殖上市公司保持多年良好合作关系，且其参股的杭州新美羽绒持有公司控股子公司华英新塘 49% 股权，为公司的战略合作方，与公司上下游高度契合。

图 3：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司公告，中原证券

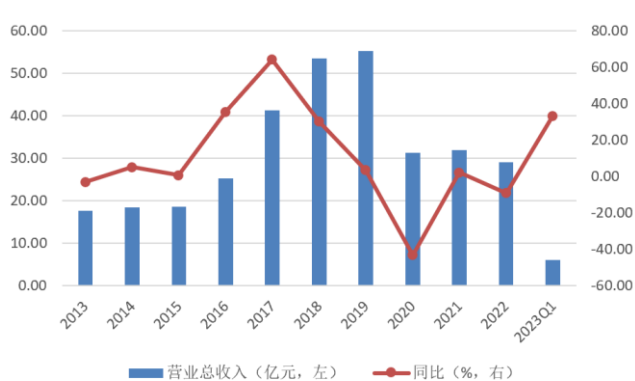
### 1.3. 公司利润受行业周期波动影响较大，2023Q1 迎来业绩拐点

2013-2019 年，公司营收年均复合增长率为 21%。2016 年，公司羽绒板块业绩释放后，连续 3 年营收快速增长，归母净利润也由 2015 年的 0.17 亿元增长至 2018 年的 1.19 亿元，盈利能力得到提升。

2020 年，由于新冠疫情和资金链紧张的原因，导致公司业绩受挫。同时，受到公司处置资产进行减值计提的影响，2020-2022 年，公司归母净利润连续呈现较大幅度亏损。2022 年，公司实现营收 28.98 亿，同比-9.21%；归母净利润亏损 5.97 亿，较 2021 年减亏 19.41 亿。另一方面，2022 年公司出口业务表现亮眼，在国内出口业务承压下迎来逆势增长，全年出口业务实现营收 7.58 亿，同比+34.66%。公司充分发挥自身产品的出口优势和在国外市场多年来积累的丰富经验，在鸭肉和羽绒出口领域保持行业领先地位。

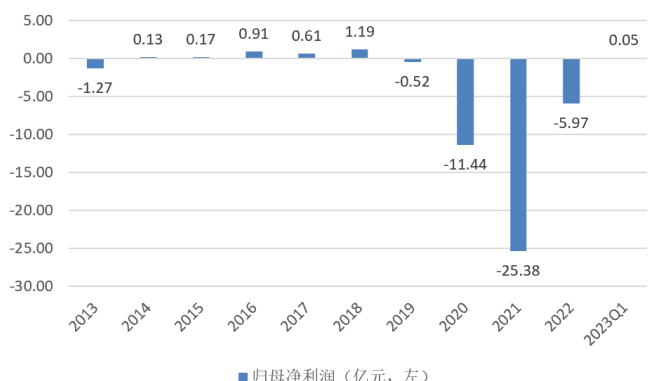
进入 2023 年，禽养殖行业景气度提升，公司主营业务迎来量价齐升的良好局面。2023 年一季度，公司实现营收 6.05 亿元，同比+33.24%；归母净利润 479.45 万元，同比+112.46%，同比扭亏为盈；扣非后净利润为 297.11 万元，同比+107.50%。

图 4：2013-2023 年公司营业总收入及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 5：2013-2023 年公司归母净利润变化

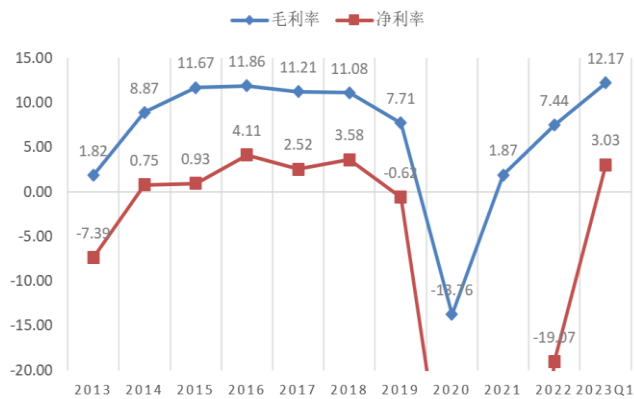


资料来源：Wind，中原证券

公司盈利水平受行业周期性波动影响较大。2014-2019年，公司整体毛利率相对稳定，位于7.7%-12%之间波动。受到疫情及行业景气度影响，2020年、2021年公司利润率大幅下滑。2022年，公司毛利率逐步恢复至正常水平，受到重整时期资产减值计提的影响，净利率仍处于负值。随着行业景气度的提升，肉禽产品价格迎来反弹，2023Q1公司盈利水平逐步修复。2023年一季度，公司毛利率12.17%，同比+8.7pct；净利率3.03%，同比+10.93pct。

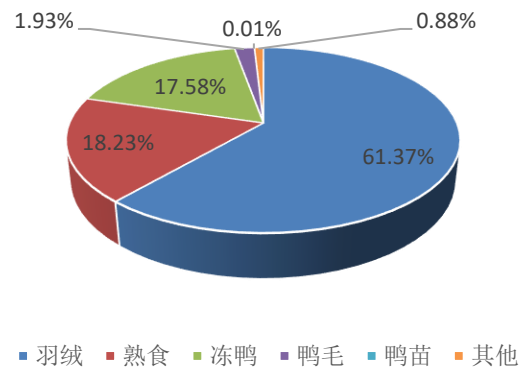
公司立足于“羽绒+食品”双主业发展。从产品结构来看，公司主要由“羽绒”+“食品”两大板块组成，“食品”板块包括冻鸭、熟食业务。2022年，公司羽绒板块、熟食、冻鸭销售收入占比较高，分别为17.79亿元、5.28亿元、5.09亿元，占比分别为61.37%、18.23%、17.58%。

图 6：2013-2023 年公司利润率变化 (%)



资料来源：Wind，中原证券

图 7：2022 年公司产品结构情况



资料来源：Wind，中原证券



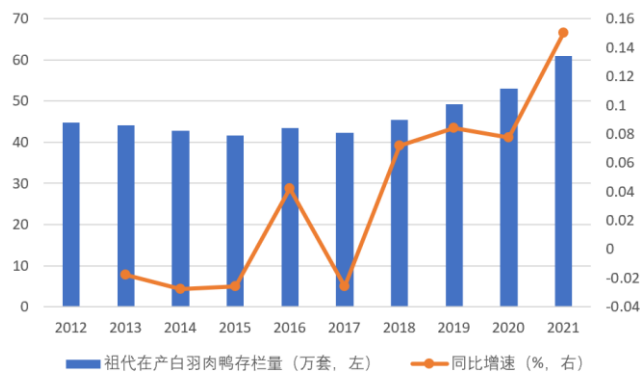
## 2. 肉禽养殖行业景气度提升，羽绒原毛价格上涨风险可控

从肉类食品消费结构来看，鸭肉是继猪肉、鸡肉之后我国的第三大消费肉类。根据农业农村部数据，2022年全国家禽出栏161.4亿只，同比+2.5%；其中，出栏肉鸭约40亿只，白羽肉鸡约61亿只，黄羽肉鸡约37亿只。长期以来，鸭肉凭借其高营养的优势，成为我国居民重要的食品组成部分。

### 2.1. 肉鸭产能明显去化，预计2023年出栏量持续下降

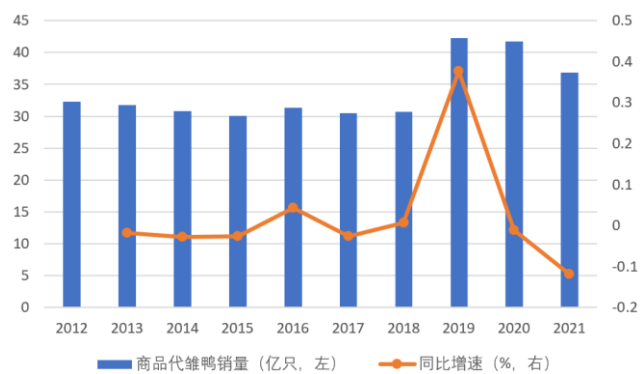
在我国肉鸭养殖产业中，白羽肉鸭品种占比最高，达到80%，其他肉鸭品种市场份额占比约20%。从产能情况来看，根据中国畜牧业协会数据，2018年以来我国祖代在产白羽肉鸭存栏量逐年增长，但是近两年父母代在产白羽肉鸭存栏、商品代雏鸭销量及毛鸭出栏量都呈现环比下降趋势。

图 8：2012-2021 年中国祖代在产白羽肉鸭出栏情况



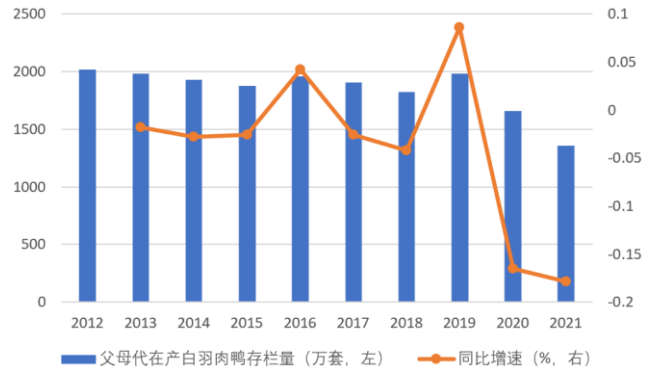
资料来源：中国畜牧业协会，中原证券

图 10：2012-2021 年中国商品代雏鸭销量及增速



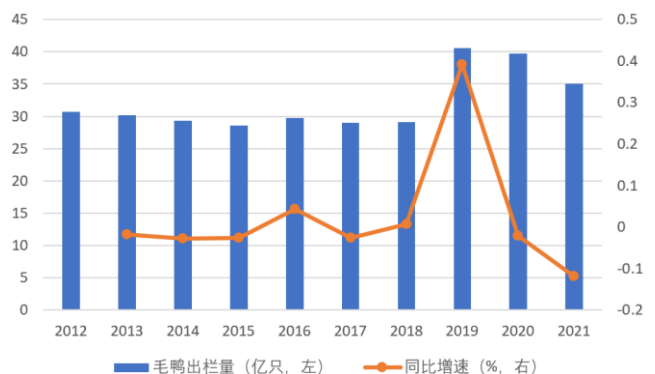
资料来源：中国畜牧业协会，中原证券

图 9：2012-2021 年中国父母代在产白羽肉鸭存栏情况



资料来源：中国畜牧业协会，中原证券

图 11：2012-2021 年中国毛鸭出栏量及增速



资料来源：中国畜牧业协会，中原证券

根据山东省畜牧经济研究会发布，2022年全国祖代种鸭平均存栏2702单元，同比-24%；父母代存栏185075单元，同比-9%。2022年全国出栏肉鸭约40.02亿只，同比-2.41%。2022年内肉鸭产能进入去化期，目前，父母代产能较2021年水平相比去化约30%，全国日供鸭苗约为常态供应量下的67%。预计2023年全国肉鸭出栏量将继续下降趋势。

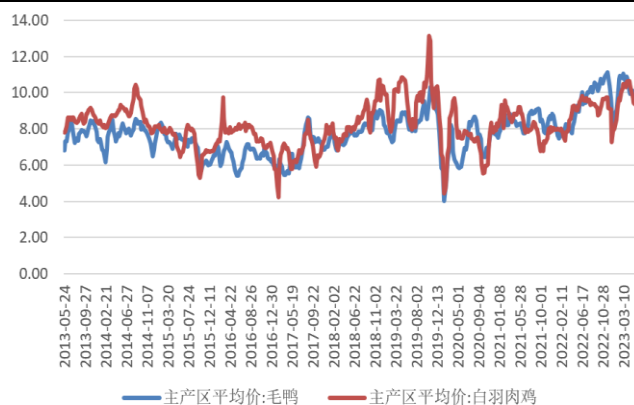
## 2.2. 肉禽价格反弹带动行业景气度提升

作为鸭养殖全产业链企业，鸭肉价格的波动对公司业绩产生较大影响，从往年价格走势来看，鸡鸭存在较为明显的联动作用。鸡、鸭作为主要的肉禽类消费食品，在市场价格、种类、体型、饲养方式、养殖周期等方面较为相似。同时，鸡鸭消费群体也高度重合，主要包括工厂企业类及机关、学校食堂等团膳配餐消费以及城乡居民商超购买消费，二者替代性较强，因此价格趋同关系明显。

截至 2023 年 5 月下旬，根据博亚和讯数据统计，主产区毛鸭均价 9.47 元/公斤，同比上涨 1.94%；主产区白羽肉毛鸡价格 9.38 元/公斤，同比上涨 3.65%；鸡苗价格 2.48 元/羽，同比下跌 3.5%；鸭苗价格 4.04 元/羽，同比上涨 136.26%。根据测算，过去 10 年，毛鸭-白羽肉毛鸡、鸭苗-鸡苗价格数据相关系数均大于 0.7，鸡、鸭价格走势一致性较高。2023 年一季度，毛鸡、毛鸭出栏量较低，市场供应偏紧，消费复苏带动下肉鸡、肉鸭价格回暖，养殖利润扩大，行业景气度提升。2023 年春节后猪价持续处于底部区间震荡，猪价压制下，肉禽价格反弹空间受限。

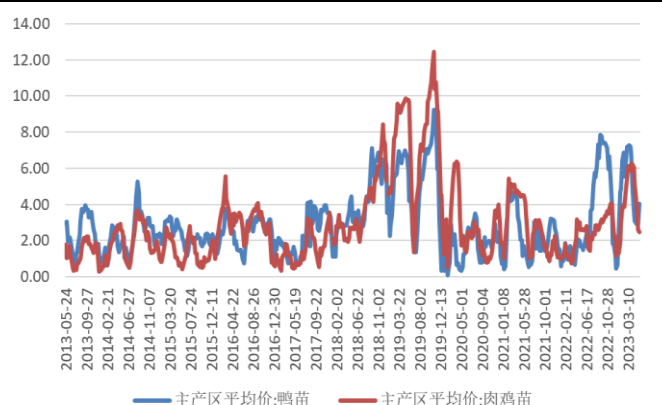
整体来看，2023 年肉鸭出栏量仍然偏紧，疫情防控政策的优化后消费端逐步回暖，市场供求关系有望发生逆转，随着猪价的止跌企稳，肉禽价格反弹行情或持续，预计全年肉鸭平均价格将同比上涨，行业迎来上行周期。同时，饲料成本已经迎来高位回调，养殖行业利润弹性逐步释放，行业相关上市公司盈利水平持续改善。

图 12: 毛鸭和白羽肉毛鸡价格走势趋同 (元/公斤)



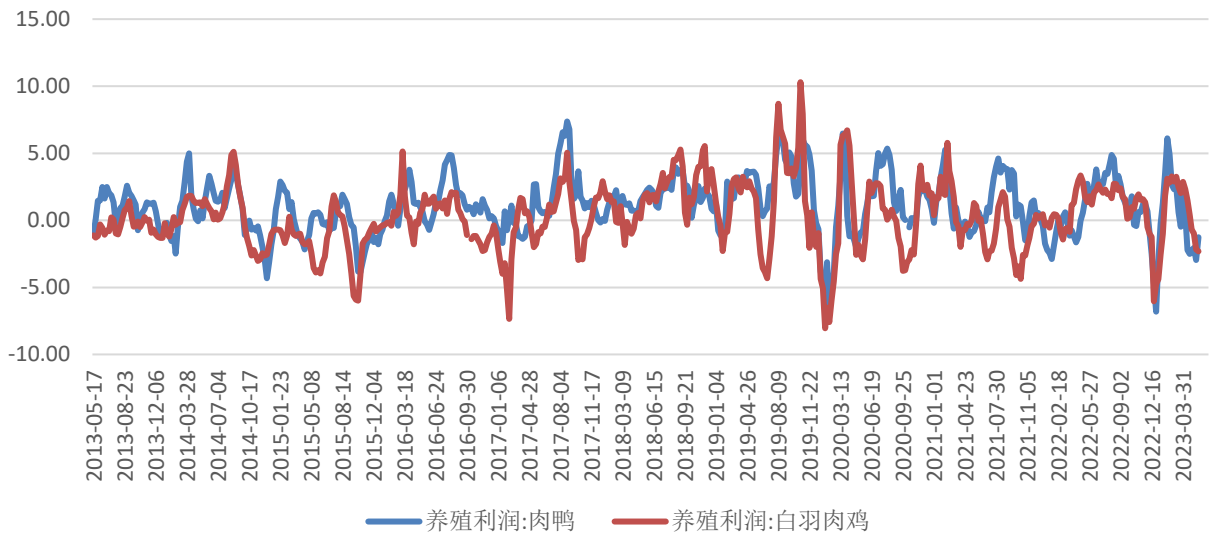
资料来源：博亚和讯，中原证券

图 13: 鸡苗和鸭苗价格走势趋同 (元/羽)



资料来源：博亚和讯，中原证券

图 14: 2013-2023 年肉鸭、白羽肉鸡养殖利润变化趋势接近 (元/羽)



资料来源: 博亚和讯, 中原证券

### 2.3. 成本端迎来高位回调

肉禽养殖行业中, 企业生产成本主要为玉米、小麦、豆粕等饲料原料。2020-2022 年, 在气候灾害、地缘冲突等因素影响下, 国际粮价逐步攀升带动饲料价格屡创新高, 对养殖企业成本控制形成较大压力。随着农产品种植面积和进口量的增加, 2023 年初以来玉米、豆粕价格均迎来高位回调, 有望传导至下游饲料价格出现下降。

根据农业农村部监测, 2023 年一季度玉米平均价格 3.01 元/公斤, 同比+4.3%, 环比-1%。其中, 1 月、2 月、3 月全国玉米平均价格分别为 3.04 元/公斤、3.02 元/公斤、2.99 元/公斤, 呈现逐月回调趋势。2023 年一季度豆粕平均价格 4.82 元/公斤, 同比+14.1%, 环比-9.7%。其中, 1 月、2 月、3 月全国豆粕平均价格分别为 4.99 元/公斤、4.92 元/公斤、4.60 元/公斤, 同样呈现逐月下降走势。

图 15: 2023 年玉米价格震荡下行



资料来源: 农业农村部, 中原证券

图 16: 2023 年豆粕价格高位回调

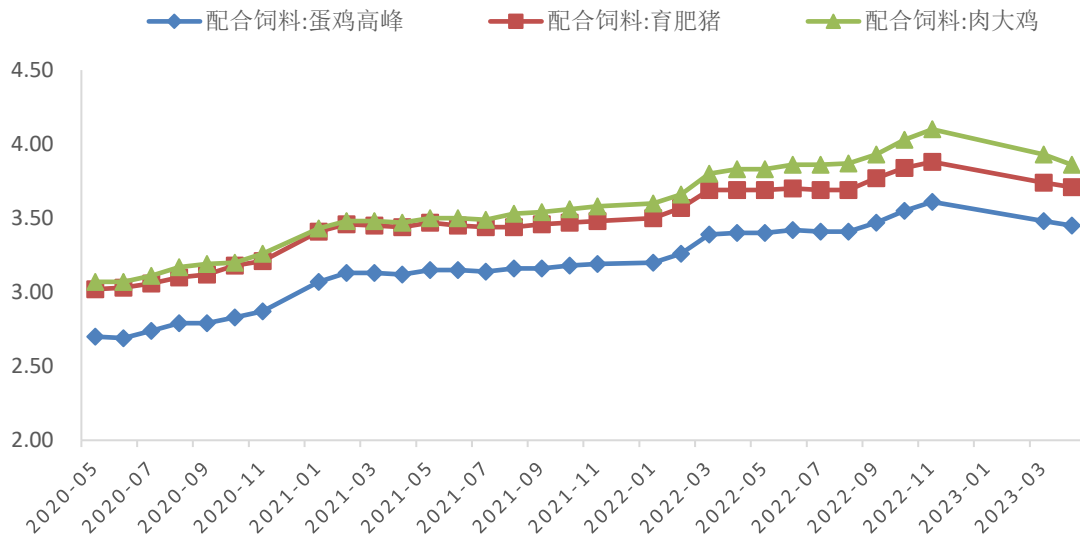


资料来源: 农业农村部, 中原证券

原料价格回调传导至饲料产品。根据中国饲料工业协会统计数据, 2023 年 4 月, 全国工业饲料产量 2584 万吨, 环比+2.9%, 同比+12.4%, 下游生猪养殖行业产能处于历史相对高位,

拉动饲料消费需求。2023 年饲料原料价格的回调逐步传导至饲料产品，3 月、4 月主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格逐月环比下降。其中，4 月育肥猪、蛋鸡高峰、肉大鸡配合饲料平均价格分别为 3.71 元/公斤、3.45 元/公斤、3.86 元/公斤，环比增速分别为 -0.7%、-0.8%、-1.6%。2023 年 4 月，饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 36.6%，同比-1.3ppt；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比 12.5%，同比-1.9ppt。

图 17：2023 年 3 月、4 月配合饲料平均价环比下跌（元/公斤）



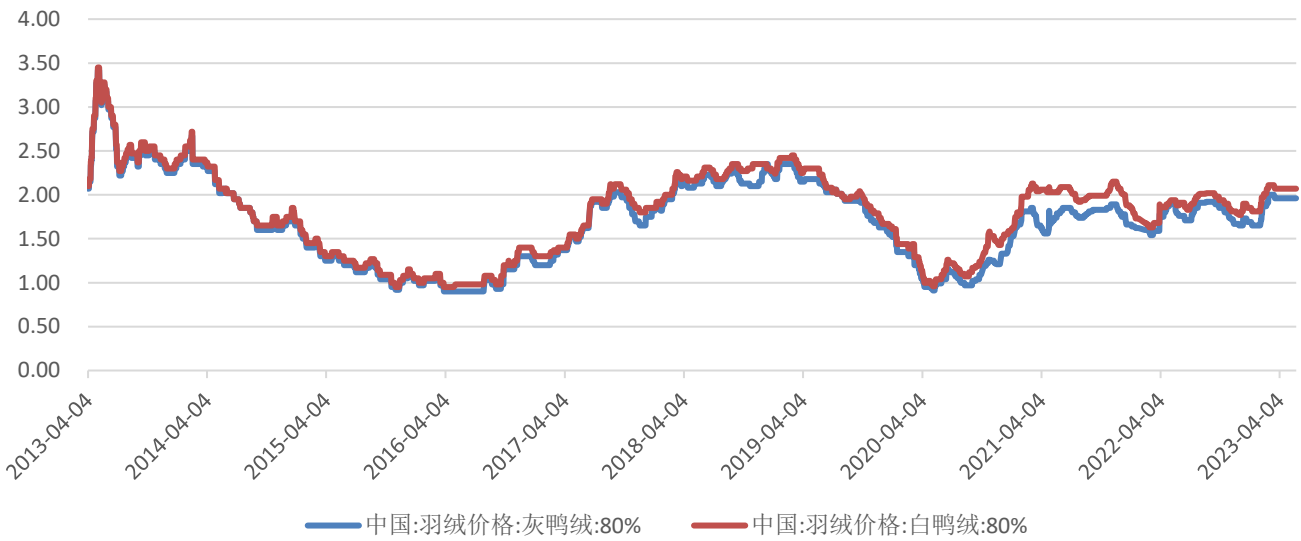
资料来源：中国饲料工业协会，中原证券

#### 2.4. 鸭绒原料价格上涨风险可控

我国是世界上最大的羽绒及制品生产、出口和消费国。根据联合国粮农组织 FAO 的数据，中国鸭养殖量占全球 74.2%，鹅养殖量占全球 93.2%。羽绒原毛是养殖屠宰业的副产品，巨大的水禽屠宰量使我国羽绒羽毛生产加工行业拥有全球最丰富的原材料供应。中国羽绒羽毛材料的年产量约为 40 万吨以上，占全球绝大部分市场份额，近年来出口金额呈现出逐年增长的趋势。2020-2022 年，我国出口羽绒及相关制品分别为 28.25 亿美元、33.33 亿美元、34.35 亿美元，为世界第一大出口国。随着人们对羽绒制品认识的不断提高，羽绒制品功能和品质的不断提升，羽绒制品普及率将逐步提高，羽绒羽毛作为天然、环保的功能型纤维材料，市场需求和市场规模预计将持续扩大。

截至 2023 年 5 月下旬，中国灰鸭绒价格 1.96 元/千克，月环比持平，同比+3.16%；白鸭绒价格 2.07 元/千克，月环比持平，同比+6.70%。2023 年一季度，市场上鸭苗出栏量紧张，消费端进入复苏期，导致鸭苗价格大幅上涨，鸭毛结算价提高，鸭绒价格上涨。

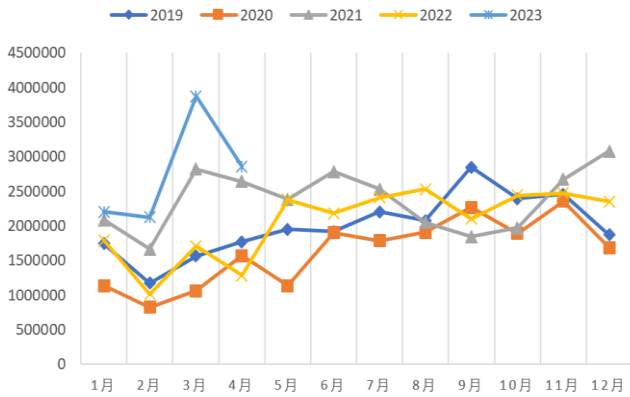
图 18: 2013-2023 年中国鸭绒价格走势 (元/千克)



资料来源: 中国羽绒金网, 中原证券

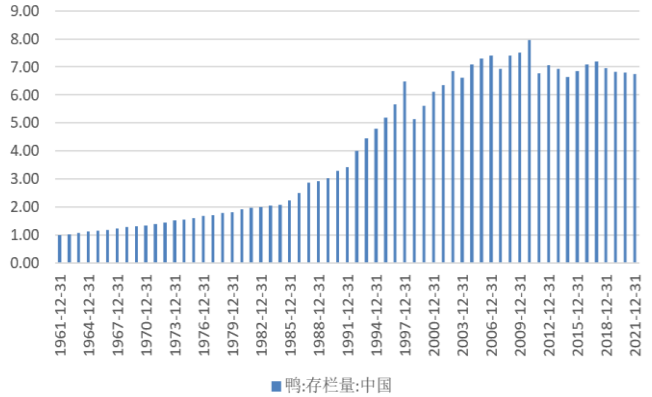
根据国家海关总署数据, 2023 年 1-4 月, 我国羽绒原毛进口量 11,052,252 千克, 同比 +90.84%, 创近年来新高, 有望缓解近期国内鸭绒供应紧张的现象。公司羽绒业务外部原毛采购占比较大, 因此原毛价格上涨对于公司成本控制产生压力, 随着进口原毛数量的增加将缓解行业原料价格上涨所带来的风险。

图 19: 2019-2023 年中国羽绒原毛进口数据 (千克)



资料来源: 国家海关总署, 中原证券

图 20: 中国鸭年度存栏量数据 (亿只)



资料来源: 联合国粮农组织 (FAO), 中原证券

### 3. 公司坚持“羽绒+食品”双主业发展

#### 3.1. 羽绒：公司支柱产业，力争成为全球羽绒领域龙头

公司曾先后三次布局羽绒业务，直到 2016 年成立杭州华英新塘后，羽绒板块的业绩才得以释放。华英新塘的业务范围主要是羽绒加工和贸易，通过规模化采购、散收、回收再利用以及进口等方式采购羽绒原材料，经过精加工再将符合客户需求的规格羽绒原材料出售给下游羽绒制品企业，此外围绕羽绒产品为客户提供原材料研发及市场营销等方面的赋能。公司羽绒产品以出口业务和内销业务两大主导模式经营，均采用以销定产的销售模式。

公司已经成为国内羽绒生产龙头企业之一，也是唯一一家羽绒生产类的 A 股上市公司，羽绒业务主要客户涵盖国内知名企业波司登、雪中飞、千仞岗、安踏、特步、海澜之家、七匹狼、以纯等，以及国际知名企业唐立特等知名企业。子公司华英新塘曾荣获中国羽绒工业协会颁布的“2018—2022 年度中国羽绒行业功勋企业”和“2021—2022 年度中国羽绒行业出口十强企业”，综合实力处于行业领先地位。根据公司公告，目前公司羽绒业务在国内市占率约 6%-8%，排名处于行业前三位。

图 21：公司羽绒被产品展示

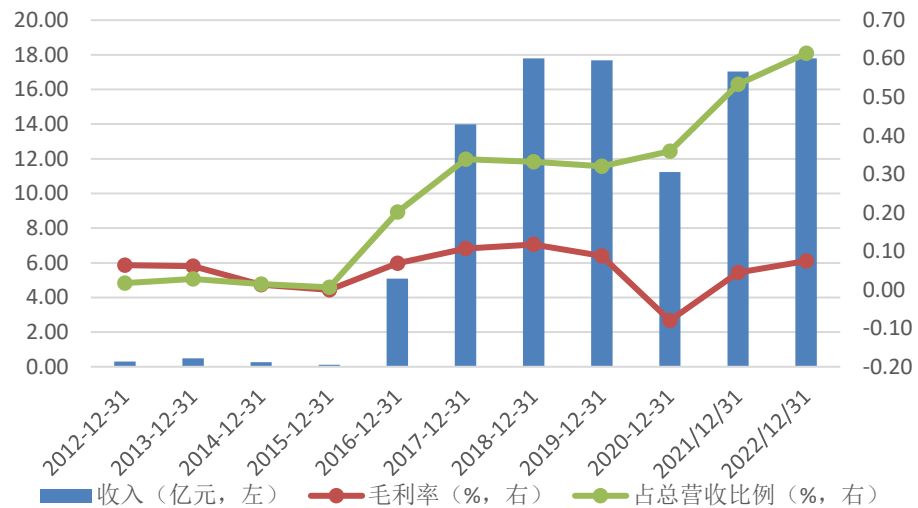


资料来源：公司官网，中原证券

由于羽绒业务资金需求大，也伴随着较大风险。2020 年行业进入下行周期，公司羽绒业务遭遇重大打击。2020 年公司羽绒板块实现营收 11.24 亿元，同比-36.42%，板块毛利由盈转亏；2021 年公司羽绒板块业绩实现营收 17.03 亿元，同比+51.51%，毛利率也大幅提升。

2022 年，公司紧抓羽绒行业景气度提升的机遇，进一步扩大羽绒板块生产经营，全年销售羽绒 5683.8 吨，实现销售收入 17.79 亿元，同比+4.46%，占总营收比例由 2021 年的 53.35% 提升至 61.37%。2022 年，羽绒板块毛利率也恢复至正常水平，达到 7.44%，全年实现净利润 7756.58 万元，同比+135.5%。

图 22：2012-2023 年公司羽绒业务营收、毛利率及占比情况



资料来源：Wind，中原证券

羽绒业务作为公司主要收入来源，是公司发展的重要支柱，对于扩大经营规模、恢复市场信心具有重要意义。目前，公司羽绒板块年产能约 8000 吨，基本实现满销满产，未来公司将继续增加市场原毛采购，扩大生产产能，整合行业上下游资源，实现羽绒业务销售收入的稳定增长。同时，公司有望向产业链下游延申布局，打造“从源头到消费端”的全产业链条，引领中国羽绒产业升级、创新，致力于成为全球羽绒领域的产业龙头。

### 3.2. 冻鸭：迎来业绩拐点，盈利水平持续优化

冻鸭板块是公司传统业务，主要产品包括去骨整鸭、鸭舌、鸭头、鸭掌、鸭胸肉等产品。公司将回购的合格成鸭经屠宰加工制成冻品及生鲜制品。其中，冻品及生鲜制品一部分自用，做熟食生产原料；另一部分通过经销商或直接销往终端客户。在市场方面，公司拥有中亚、东南亚、中东、香港等多个国家及地区冻品制品的出口资格，根据市场行情向境外客户直接销售。

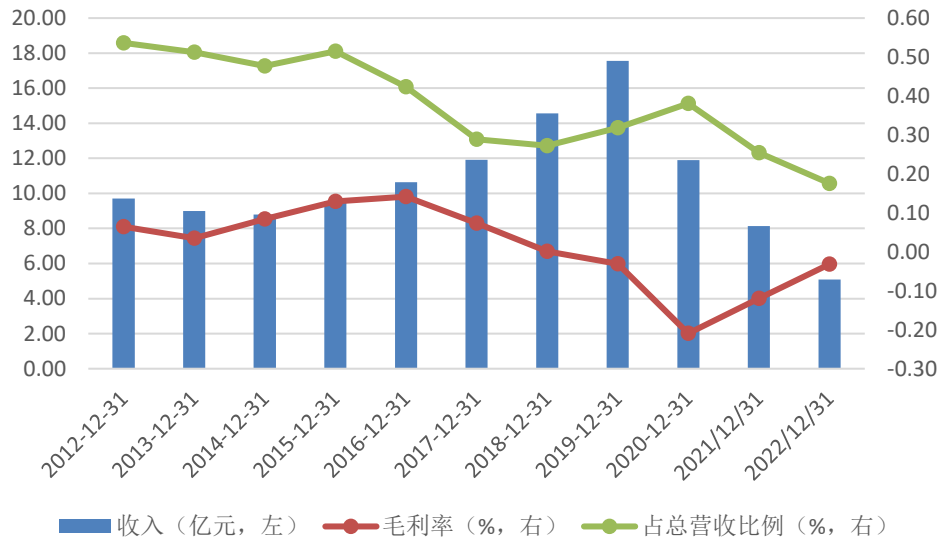
图 23：公司部分冻鸭产品展示



资料来源：公司官网，中原证券

2014-2019年，公司冻鸭业务营收一直稳步增长。受到新冠疫情、养殖成本增加等因素对公司的正常经营带来了较大的负面效应，2020年、2021年公司冻鸭板块业绩连续2年大幅下滑，陷入亏损状态。2022年，公司生鲜冻品销售量为4.5万吨，实现销售收入5.09亿元，同比-37.33%，主要是因公司重整处置了大量低效率、亏损子公司，导致相应的冻鸭产销量有所下降。2023年，随着肉禽价格反弹带动行业景气度回升，公司冻鸭板块基本面迎来反转，进入量价齐升的局面，有望贡献公司整体业绩。

图 24：2012-2022 年公司冻鸭业务营收、毛利率及占比情况



资料来源：Wind，中原证券

为了找到冻鸭产品突破口，公司通过掌握设备运行特性、设定产品副品率可控目标、制定操作责任人等方式，计划进一步提高鸭胸肉的出成率，同时降低高价值产品鸭舌、鸭掌、鸭头的副品率，提高副品率的产品综合卖价，使产品副品率始终处于受控状态。2022年11月，公司将目标责任落实到车间一线员工，致力于维持鸭舌副品率控制在目标值以下，公司在降本增效方面再次实现突破。

图 25：公司禽类加工六厂成鸭屠宰环节



资料来源：华英农业，中原证券

图 26：公司禽类加工六厂成鸭分割环节



资料来源：华英农业，中原证券



### 3.3. 熟食：公司全产业链中的重要组成单元

公司熟食业务起家较早，但是过去占比相对较低，近年来公司熟食板块借助预制菜兴起的浪潮进入快速发展期。公司熟食板块子公司从公司加工厂采购生鲜品或冻品进行深加工，主要品种包括休闲零食、火锅食材、卤制品及预制菜，再通过经销商或者商超销往终端客户。在下游营销渠道方面，公司同国内头部商超、新零售、及连锁餐饮均有定制化合作。未来，公司将开发预制菜中央厨房业务，打造中央厨房标杆项目，建立完整、安全的食品供应链体系，为B端客户提供预制菜产品，进一步抢占行业市场份。

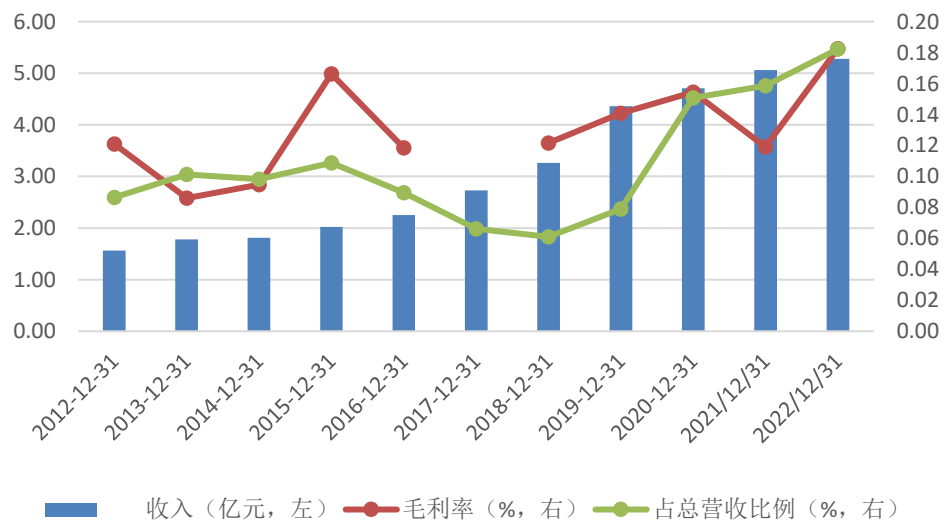
图 27：公司部分熟食产品展示



资料来源：公司公告，中原证券

整体来看，公司熟食板块营收稳步增长，且在公司占比持续提升，利润率也逐步优化。2012-2022 年，公司熟食板块营收复合增长率 13%，占总营收比例由 2012 年的 8.64% 提升至 2022 年的 18.23%，毛利率+6.26ppt。其中，2022 年公司销售熟食 1.72 万吨，实现销售收入 5.29 亿元，同比+4.33%；毛利率提升至 18.26%，达到历史最高水平。随着熟食业务产销量的稳步增长，未来公司利润结构有望不断优化，有助于公司平滑行业周期波动所带来的影响。

图 28：2012-2022 年公司熟食业务营收、毛利率及占比情况



资料来源：Wind，中原证券

公司是国内首家高端鸭血制品开创者，处于行业领先地位。2001 年公司将血制品列为华英食品事业部五大业务单元之一，致力于打造鸭血制品第一品牌；2016 年成立华樱生物科技有限公司，独立运营鸭血制品，采用进口高端切割工艺，立志成为行业标准的先行者和推动者。目前，华樱生物在河南、山东、江西建有五大生产加工基地，集产品研发和生产于一体，年产能 6 万吨鸭血，是国内规模化、现代化的高端鸭血生产加工企业。华樱生物拥有国内一流的技术研发团队，将传统工艺与现代工艺结合，采用“四步净取，五道过滤”等专业技术，使鸭血产品具备配方独特、品质稳定、口感纯正、营养价值丰富的特点。

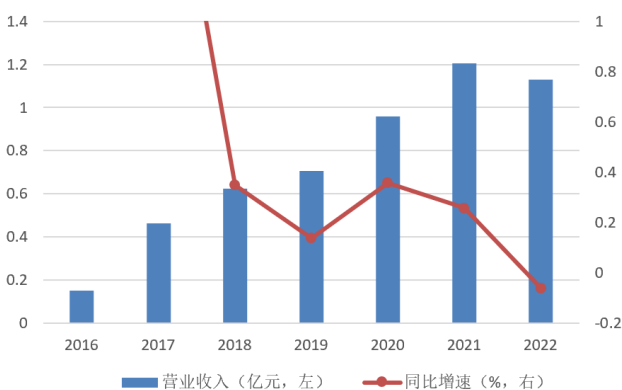
图 29：公司采用独特的“四步净取，五道过滤”生产工艺



资料来源：华樱生物，中原证券

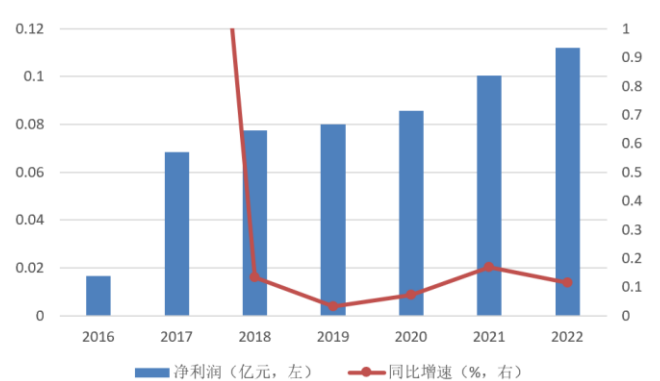
华樱生物自设立以来，打造品牌多样化，推出多款鸭血产品，包括经典鸭血、预蒸鸭血、调理鸭血、华英血状元、锅侠客袋血、华英铁探长等不同系列产品。华樱生物整体业绩无惧周期波动，呈现稳步增长的态势。2016-2022 年，华樱生物营业收入年均复合增长率为 39.94%，净利润年均复合增长率 37.44%。其中，2022 年华樱生物实现营收 1.13 亿元，同比-6.3%；净利润 1119 万元，同比+11.51%。鸭血是我国的传统特色美食，具有利肠通便、清肺、高蛋白等优势，下游餐饮需求具有一定刚性，华樱生物的鸭血系列产品有望持续为公司贡献利润。

图 30：2016-2022 年华樱生物营收及增速



资料来源：公司公告，中原证券

图 31：2016-2022 年华樱生物净利润及增速



资料来源：公司公告，中原证券

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

公司主营业务为羽绒、冻鸭、熟食，根据行业周期波动情况及公司制订的五年战略规划，对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 羽绒：羽绒业务是公司支柱产业，也是未来重要发展领域。公司实控人许水均先生从事羽绒行业二十余载，行业经验丰富，有望充分利用行业资源，推动公司向产业链上下游延申，实现羽绒板块销售收入的稳定增长。根据公司年报及公开调研信息，假设 2023-2025 年羽绒板块销售量分别为 6996.90/8046.44/8851.08 吨，对应销售收入为 23.00/26.45/29.10 亿元，同比增速分别为+29.29%/+15%/+10%。参考公司羽绒板块历史数据，假设 2023-2025 年板块毛利率依次为 8.62%/8.20%/7.50%。
- 2) 冻鸭：2022 年公司完成加工六厂生产线升级改造及一系列降本增效措施后，冻鸭板块盈利水平进一步提升。考虑到公司商品代养殖产能的规划及屠宰产能利用率的恢复情况，假设 2023-2025 年冻鸭板块销量可达到 9.00/10.80/12.42 万吨，预计 2024 年肉鸭平均价格有望同比增长，测算出 2023-2025 年冻鸭板块销售收入为 10.00/12.96/14.90 亿元，同比增速分别为+96.46%/29.60%/15.00%。随着成本端饲料原料价格压力的缓解，叠加公司产能恢复后有助于降低单位成本，公司屠宰业务利润率有望逐步修复。考虑到 2023 年肉禽养殖行业进入上行周期，参考公司冻鸭板块历史数据，假设 2023-2025 年毛利率依次为 10.00%/8.05%/8.55%。
- 3) 熟食：熟食是公司重点发力板块，近年来销售收入稳步增长，利润率逐年提升，占公司业务比例持续扩大。根据公司战略规划，未来鸭血产品及预制菜产能的释放有望推动公司熟食板块业绩稳定增长。假设 2023-2025 年，熟食板块销量为 2.40/2.88/3.31 万吨，对应销售收入 7.20/8.64/9.94 亿元，同比增速+36.11%/+20.00%/+15.00%。公司鸭血产品利润率相对较高，随着熟食产能的释放，假设板块毛利率稳定在 18.50% 附近窄幅波动。

基于上述假设，预计 2023-2025 年公司可实现营业总收入 40.20/48.05/53.94 亿元，同比增速+42.71%/+19.53%/+12.25%，对应综合毛利率 10.73%/10.01%/9.82%。

**表 1：公司收入拆分与盈利预测**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>羽绒</b>					
销售量 (吨)	6,643.50	5683.80	6996.90	8046.44	8851.08
销售收入 (亿元)	17.03	17.79	23.00	26.45	29.10
增长率 (%)	51.51	4.46	29.29	15.00	10.00
毛利率 (%)	4.45	7.44	8.62	8.20	7.50
毛利 (亿元)	0.76	1.32	1.98	2.17	2.18
<b>冻鸭</b>					
销售量 (吨)	86,081.70	45009.26	90018.52	108022.22	124225.56
销售收入 (亿元)	8.13	5.09	10.00	12.96	14.90
增长率 (%)	-31.62	-37.33	96.46	29.6	15.00
毛利率 (%)	-11.92	-3.19	10.00	8.05	8.55
毛利 (亿元)	-0.97	-0.16	1.00	1.04	1.27
<b>熟食</b>					
销售量 (吨)	12,249.50	17,214.15	24009.81	28811.77	33133.54
销售收入 (亿元)	5.06	5.29	7.20	8.64	9.94
增长率 (%)	7.43	4.33	36.11	20.00	15.00
毛利率 (%)	11.92	18.26	18.50	18.50	18.50
毛利 (亿元)	0.60	0.97	1.33	1.60	1.84
收入合计 (亿元)	30.22	28.17	40.20	48.05	53.94
增长率 (%)			42.71	19.53	12.25
综合毛利率 (%)	1.87	7.44	10.73	10.01	9.82

资料来源：Wind，中原证券

## 4.2. 投资建议

考虑到肉禽行业处于景气周期及公司产能恢复情况，预计 2023-2025 年可实现营收 40.20/48.05/53.94 亿元，归母净利润分别为 2.24/2.47/2.61 亿元，EPS 分别为 0.10/0.12/0.12 元，对应 PE 为 27.20/24.61/23.25 倍。

根据行业周期变化，2023 年公司食品板块有望实现扭亏为盈，针对公司 2023 年估值情况做出如下判断：

选取圣农发展、民和股份、仙坛股份作为食品业务可比上市公司，均为肉鸡养殖产业链头部企业，由于鸡肉和鸭肉价格走势趋同且产品替代性较高，因此同公司可比性较高。根据可比公司估值情况，给予食品板块 2023 年市盈率 12X-22X 之间，预计食品板块（冻鸭+熟食）2023 年可实现净利润 1.34 亿元，对应估值为 16.10 亿元-29.52 亿元。

根据羽绒行业属性及产品，选取波司登、兴业科技作为板块可比上市公司。其中，波司登是国产羽绒服龙头，羽绒是其主要生产原料之一；兴业科技主要从事天然牛头层皮革的研发、生产与销售。根据可比公司估值情况，给予羽绒板块 2023 年市盈率 15X，预计公司 2023 年羽绒板块实现净利润 1.38 亿元，对应估值为 20.7 亿元。

根据公司估值测算情况，2023 年合理估值区间为 36.80 亿元-50.22 亿元，对应市盈率

16.43-22.42 倍。公司业务布局覆盖鸭养殖全产业链，重整完成后产能利用率仍有较大提升空间，考虑到公司熟食板块和出口业务的成长性，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

表 2：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002299.SZ	圣农发展	19.23	239.15	1.43	2.14	2.03	13.64	9.10	9.58
002746.SZ	仙坛股份	8.47	72.89	0.41	0.51	0.47	21.29	17.01	18.70
002234.SZ	民和股份	17.95	62.64	1.44	1.89	0.91	12.60	9.60	19.93
002674.SZ	兴业科技	11.74	34.26	0.76	0.96	1.17	15.37	12.19	9.99
3998.HK	波司登	3.53	384.89	0.21	0.26	0.30	14.97	12.41	10.54
002321.SZ	ST 华英	2.95	62.92	0.09	0.12	0.12	30.09	24.61	23.25

资料来源：Wind，中原证券（估值日为 2023 年 6 月 5 日）

## 5. 风险提示

原材料价格大幅波动的风险：玉米、豆粕是饲料产品的主要组成部分，玉米、豆粕价格的高位运行会对公司成本控制造成压力。

肉禽价格大幅波动的风险：畜禽养殖行业周期性较强，肉鸭、肉鸡价格的大幅回调会对公司盈利能力造成负面影响。

公司产能扩张、销售不及预期：公司当前销售目标比较乐观，存在产能扩张及销售不及预期的风险。

汇率波动风险：公司海外出口业务呈现逐年增长趋势，人民币汇率大幅波动对公司业绩存在一定程度影响。

动物疫病发生的风险：假如发生禽流感等动物疾病，将对肉禽消费产生负面影响。

食品安全风险：如果发生重大食品安全事故，将对公司品牌形象产生负面影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,497</b>	<b>1,718</b>	<b>1,852</b>	<b>2,324</b>	<b>2,380</b>
现金	920	342	434	743	702
应收票据及应收账款	430	523	638	687	698
其他应收款	183	106	117	150	150
预付账款	48	30	108	130	146
存货	420	612	454	507	574
其他流动资产	497	105	101	108	111
<b>非流动资产</b>	<b>1,849</b>	<b>1,811</b>	<b>2,652</b>	<b>2,681</b>	<b>2,915</b>
长期投资	26	41	55	11	6
固定资产	1,394	1,329	2,026	2,058	2,262
无形资产	187	181	244	247	240
其他非流动资产	242	260	328	365	407
<b>资产总计</b>	<b>4,346</b>	<b>3,529</b>	<b>4,504</b>	<b>5,005</b>	<b>5,296</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,755</b>	<b>1,039</b>	<b>1,792</b>	<b>2,053</b>	<b>2,092</b>
短期借款	15	151	151	151	151
应付票据及应付账款	409	306	518	633	618
其他流动负债	1,331	582	1,124	1,269	1,323
<b>非流动负债</b>	<b>1,119</b>	<b>1,129</b>	<b>1,129</b>	<b>1,129</b>	<b>1,129</b>
长期借款	0	80	80	80	80
其他非流动负债	1,119	1,049	1,049	1,049	1,049
<b>负债合计</b>	<b>2,874</b>	<b>2,168</b>	<b>2,921</b>	<b>3,182</b>	<b>3,221</b>
少数股东权益	355	340	338	331	322
股本	2,133	2,133	2,133	2,133	2,133
资本公积	2,305	2,844	2,844	2,844	2,844
留存收益	-3,320	-3,917	-3,694	-3,447	-3,186
归属母公司股东权益	1,117	1,021	1,245	1,492	1,753
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,346</b>	<b>3,529</b>	<b>4,504</b>	<b>5,005</b>	<b>5,296</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-284</b>	<b>-699</b>	<b>1,081</b>	<b>368</b>	<b>292</b>
净利润	-2,536	-553	222	240	252
折旧摊销	193	122	124	33	90
财务费用	359	60	65	68	72
投资损失	-1,589	419	-40	-48	-54
营运资金变动	180	-830	712	98	-58
其他经营现金流	3,109	83	-1	-23	-9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-8</b>	<b>137</b>	<b>-924</b>	<b>9</b>	<b>-261</b>
资本支出	-7	-60	-919	-56	-293
长期投资	0	196	-45	18	-22
其他投资现金流	-1	0	40	48	54
<b>筹资活动现金流</b>	<b>374</b>	<b>595</b>	<b>-65</b>	<b>-68</b>	<b>-72</b>
短期借款	-1,729	136	0	0	0
长期借款	-195	80	0	0	0
普通股增加	1,599	0	0	0	0
资本公积增加	690	540	0	0	0
其他筹资现金流	9	-161	-65	-68	-72
<b>现金净增加额</b>	<b>79</b>	<b>38</b>	<b>92</b>	<b>309</b>	<b>-41</b>

资料来源：聚源数据，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,192</b>	<b>2,898</b>	<b>4,020</b>	<b>4,805</b>	<b>5,394</b>
营业成本	3,133	2,683	3,589	4,324	4,864
营业税金及附加	27	22	24	29	32
营业费用	40	33	36	43	53
管理费用	466	136	141	168	189
研发费用	1	4	4	4	4
财务费用	361	62	65	68	72
资产减值损失	-1,767	-28	0	0	0
其他收益	14	16	52	37	47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,589	-419	40	48	54
资产处置收益	44	0	1	23	9
<b>营业利润</b>	<b>-2,181</b>	<b>-513</b>	<b>255</b>	<b>276</b>	<b>289</b>
营业外收入	23	7	0	0	0
营业外支出	375	35	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-2,533</b>	<b>-542</b>	<b>255</b>	<b>276</b>	<b>289</b>
所得税	3	11	33	36	38
<b>净利润</b>	<b>-2,536</b>	<b>-553</b>	<b>222</b>	<b>240</b>	<b>252</b>
少数股东损益	2	44	-1	-7	-10
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-2,538</b>	<b>-597</b>	<b>224</b>	<b>247</b>	<b>261</b>
EBITDA	-1,496	113	402	306	388
EPS (元)	-4.59	-0.28	0.10	0.12	0.12

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	2.14	-9.21	38.70	19.53	12.26
营业利润 (%)	-97.94	76.47	149.74	8.09	4.88
归属母公司净利润 (%)	-121.89	76.48	137.44	10.52	5.84
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	1.87	7.44	10.73	10.01	9.82
净利率 (%)	-79.50	-20.60	5.56	5.14	4.85
ROE (%)	-227.21	-58.46	17.96	16.56	14.91
ROIC (%)	-105.60	-0.55	12.68	11.04	10.80
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	66.12	61.43	64.86	63.58	60.82
净负债比率 (%)	195.17	159.29	184.54	174.55	155.23
流动比率	1.42	1.65	1.03	1.13	1.14
速动比率	0.88	0.98	0.69	0.79	0.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.74	1.00	1.01	1.05
应收账款周转率	7.64	6.09	7.20	7.50	8.00
应付账款周转率	7.39	8.25	9.16	8.20	8.51
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-1.19	-0.28	0.10	0.12	0.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.13	-0.33	0.51	0.17	0.14
每股净资产 (最新摊薄)	0.52	0.48	0.58	0.70	0.82
<b>估值比率</b>					
P/E	—	—	27.20	24.61	23.25
P/B	5.44	5.95	4.88	4.08	3.47
EV/EBITDA	-0.57	43.66	14.85	18.51	14.69

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10%以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15%以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5%至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。