

春雪食品(605567)深度报告： 行业拐点将至，成长性与弹性兼备的优质标的

评级：买入(首次覆盖)

程一胜(证券分析师)

S0350521070001

chengys01@ghzq.com.cn

王思言(联系人)

S0350121120082

wangsy02@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
春雪食品	-4.9%	-7.9%	-14.2%
沪深300	-0.8%	5.2%	-5.3%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2033	2302	2790	3450
增长率(%)	9	13	21	24
归母净利润 (百万元)	57	115	235	298
增长率(%)	-62	103	105	27
摊薄每股收益 (元)	0.28	0.57	1.18	1.49
ROE(%)	5	10	17	17
P/E	60.86	25.26	12.32	9.74
P/B	3.91	2.45	2.04	1.69
P/S	2.10	1.26	1.04	0.84
EV/EBITDA	33.85	15.36	7.62	5.62

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

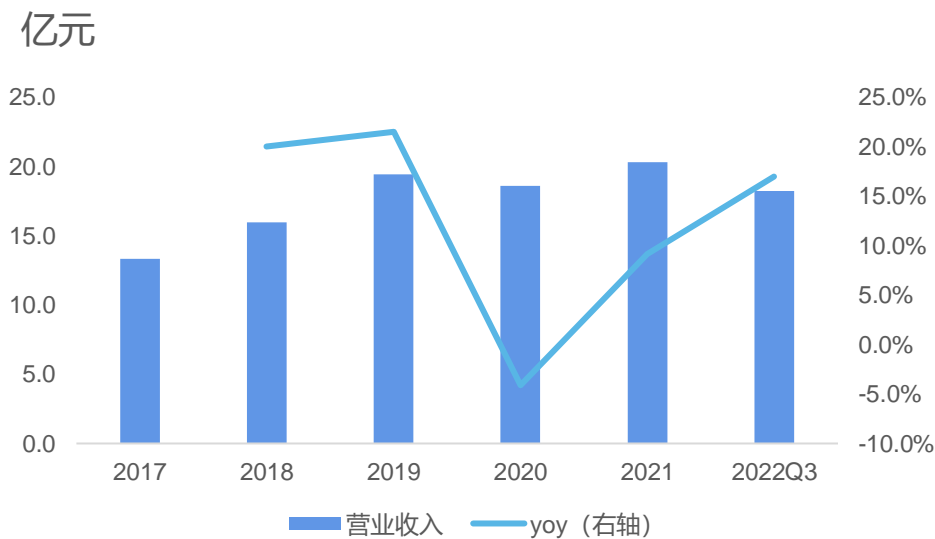
- ◆ **公司为致力于向食品企业转型的鸡肉调理品行业龙头。**2021年，公司鸡肉调理品业务实现营收10.6亿元，营收占比达52.12%，2018-2021年CAGR为16.93%，生鲜品业务实现营收7.12亿元，营收占比达35.0%，2018-2021年CAGR为-2.15%。2022年以来，公司转型升级战略持续推进，调理品销售保持稳定增长，一定程度上平抑了行业周期性带来的盈利波动，赋予公司更强增长动能，前三季度公司合计实现营业收入18.3亿元，同比+17.0%，实现归母净利润0.8亿元，同比+14.0%。
- ◆ **调理品：公司调理品业务属于预制菜行业，长期来看有望增强公司业绩稳定性和成长性。**鸡肉调理品业务属于预制菜的一种，长期来看，预制菜行业具有较大潜力，行业盈利能力更加稳定。目前预制菜行业内百家争鸣，行业格局未定，不同行业参与者具有不同的核心竞争优势。公司作为鸡肉调理品的龙头，积极布局海外业务，拥有丰富的产品矩阵，持续的研发能力，渠道体系和品牌建设持续推进，在行业内具有一定先发优势，未来有望实现成功转型，增强公司业绩的稳定性和成长性。
- ◆ **生鲜品：白羽鸡行业拐点将至，生鲜品业务有望增强公司业绩弹性。**2022年5月，由于海外高致病性禽流感爆发，祖代引种中断。我们预计，经过十四个月的传导，2023年下半年商品代肉鸡供应量将受限，鸡肉价格将会迎来较大改善。2022H1，由于鸡肉价格持续低迷，屠宰利润持续亏损，公司出售部分毛鸡产品，生鲜品销量大幅下滑。我们预计2023年随着公司养殖和屠宰产能的扩张，公司生鲜品销量有望恢复，叠加鸡肉价格的改善，公司生鲜品业绩有望迎来较大改善。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**生鲜品业务盈利回升，调理品业务持续增长，公司作为主要布局白羽鸡下游产业链的企业，有望在分享行业拐点到来红利的同时，兼备长期成长价值。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.15/2.35/2.98亿元，对应PE分别为25.26/12.32/9.74倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**发生疫情的风险；雏鸡价格波动风险；饲料成本上升的风险；环境保护风险；公司业绩不及预期的风险；小市值公司二级市场流动性风险；中国与国际同行（市场）并不具有完全可比性，相关数据仅供参考。

- ◆ **一、春雪食品：致力于转型食品消费企业的鸡肉调味品龙头**
- ◆ 二、调味品：行业潜力较高，公司盈利能力有望改善
- ◆ 三、生鲜品：白羽鸡行业拐点将至，公司利润增厚可期
- ◆ 四、盈利预测与投资评级
- ◆ 五、风险提示

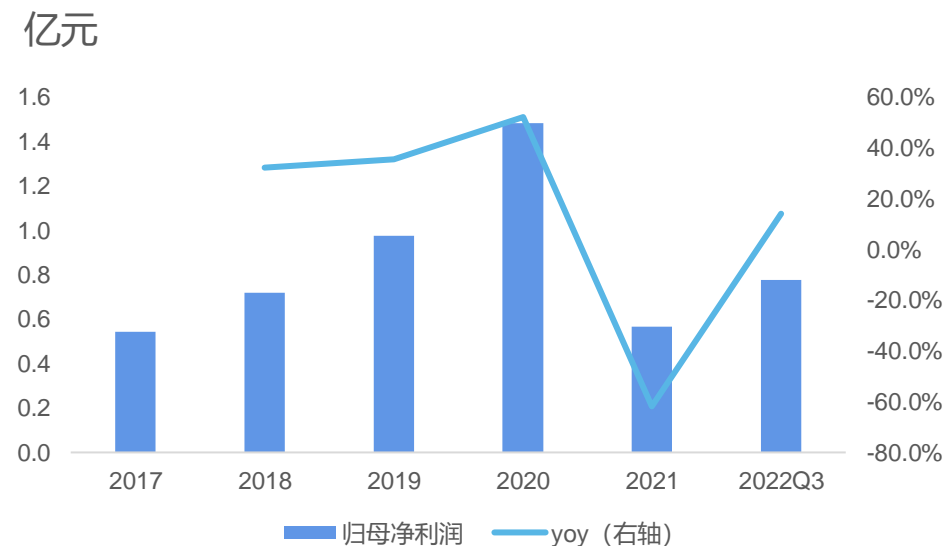
1.1 致力于转型食品企业的鸡肉调味品龙头

- ◆ 公司主要从事白羽鸡鸡肉食品的研发、生产加工和销售业务，主营产品为鸡肉调味品和生鲜品，2017-2021年营业收入整体增长稳健。在目前国内大型白羽鸡鸡肉食品企业中，公司是少数以鸡肉调味品生产、销售为主的企业，致力于成为中国鸡肉调味品细分行业的龙头企业。2017-2021年，公司营收由13.32亿元提升至20.33亿元，CAGR约为11.2%，归母净利润由0.54亿元提升至0.57亿元，CAGR约为1.0%，主要系生鲜业务受鸡肉价格影响较大，2021年鸡肉价格持续低迷，影响公司盈利。2021年，公司鸡肉调味品业务实现营收10.6亿元，营收占比达52.12%，2018-2021年CAGR为16.93%，生鲜品业务实现营收7.12亿元，营收占比达35.0%，2018-2021年CAGR为-2.15%。
- ◆ 鸡肉调味品业务有效平抑企业盈利波动。公司主要布局在产业链下游环节，2022年以来，公司转型升级战略持续推进，调味品销售保持稳定增长，一定程度上平抑了行业周期性带来的盈利波动，营收和归母净利润同比增长。2022年前三季度，公司实现营业收入18.3亿元，同比+17.0%，实现归母净利润0.8亿元，同比+14.0%。

图表1：公司营业总收入变化



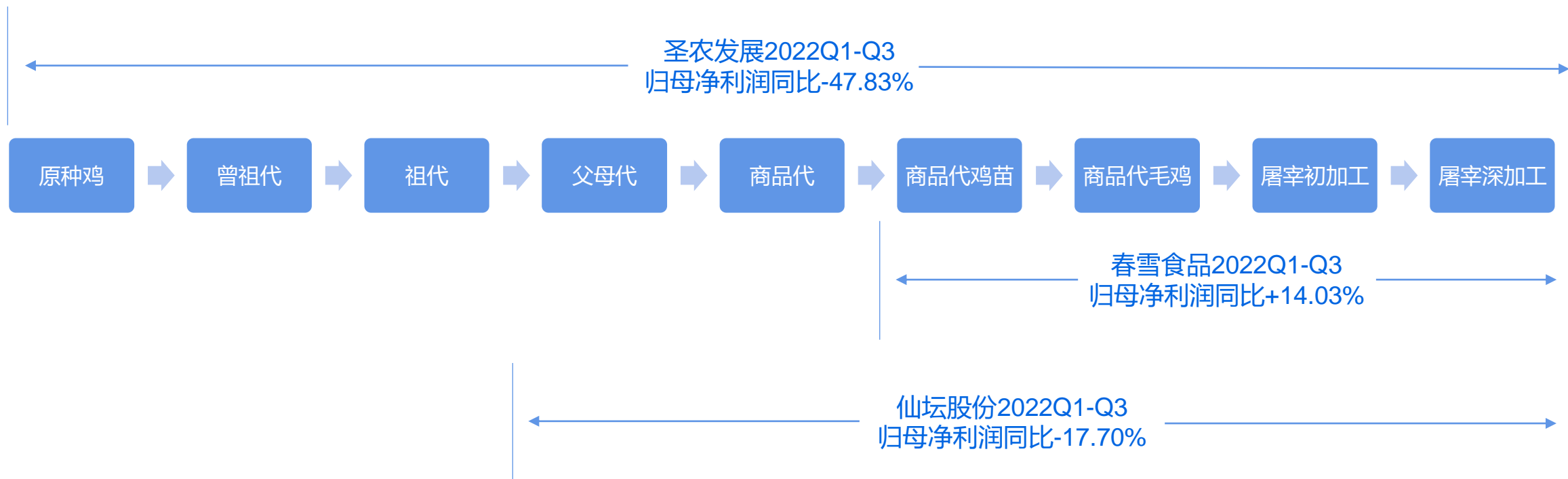
图表2：公司归母净利润变化



1.1 致力于转型食品企业的鸡肉调理品龙头

- ◆ **公司的业务模式：**公司主要布局在产业链下游，主要业务模式为由子公司春雪养殖统一采购养殖肉鸡所需的商品代雏鸡、药品、疫苗等，之后通过委托养殖的模式生产加工调理品和生鲜品的原料，之后分别加工生鲜品和鸡肉调理品。此外，在产品供不应求，委托养殖的鸡肉不能及时满足公司的生产需求时，公司经过严格检测合格后向非委托养殖户采购部分商品代肉鸡和对外采购部分生鲜鸡肉产品进行进一步加工。
- ◆ **产业链环节分布的不同决定了企业的盈利能力。**由于2022年第一季度鸡肉价格持续低迷，产业链各环节表现分化，上中游环节盈利明显不如下游环节。由此对应的是，下游业务占比较大的企业2022年盈利表现更好。2022Q1-Q3，春雪食品归母净利润同比+14.03%，仙坛股份归母净利润同比-17.70%，圣农发展归母净利润同比-47.83%。

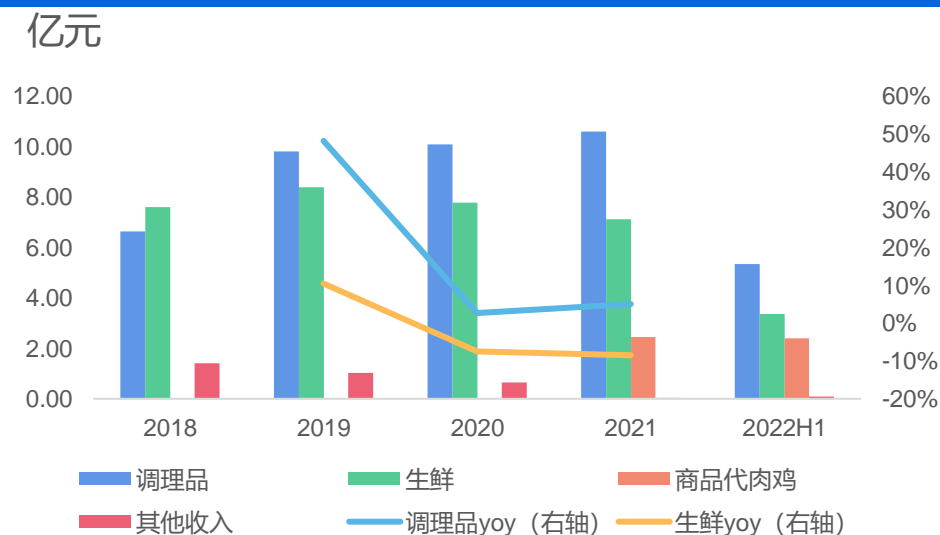
图表3：白羽鸡产业链布局情况及业绩



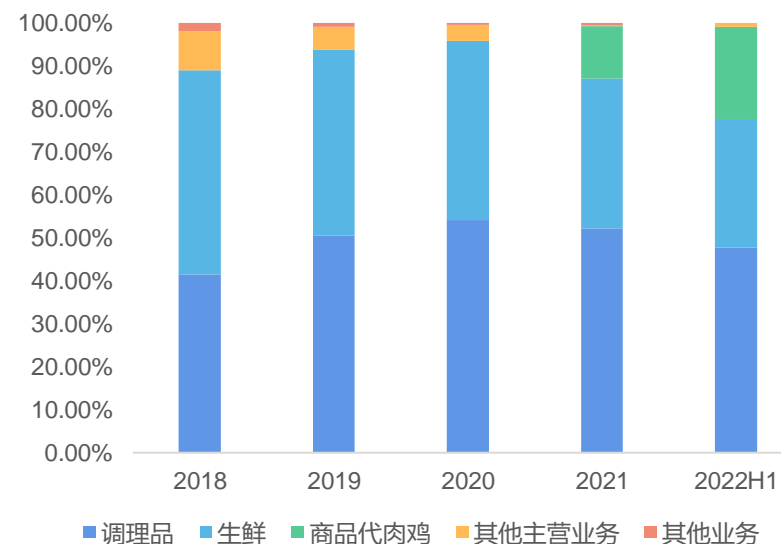
1.2 生鲜品和调理品双轮驱动，盈利能力有望改善

- ◆ 从公司产品结构来看，鸡肉调理品为公司主要产品，贡献主要营收，生鲜品占比缩小。由于公司始终坚持“只鸡价值最大化”的经营理念，不断推出转化产品，尤其是高附加值的熟调产品、低价格原料转化产品，并持续改善初级产品的增值加工与销售方式，公司调理品的营收占比逐步提高，由2017年的27.3%提升至2022H1年的47.7%，与此对应的是，公司生鲜品营收占比由57.2%下降至30.0%。
- ◆ 2021年下半年以来，由于鸡肉价格的持续下跌，屠宰利润亏损持续走阔，公司新增商品代肉鸡业务，一定程度上优化了营收结构，2021和2022H1公司商品代肉鸡营收占比分别为12.1%和21.4%。我们预计后续随着鸡肉价格回暖，屠宰环节将扭亏转盈，公司商品代肉鸡业务亦会向下游生鲜品和调理品转移。

图表5：公司各产品营收及yoy



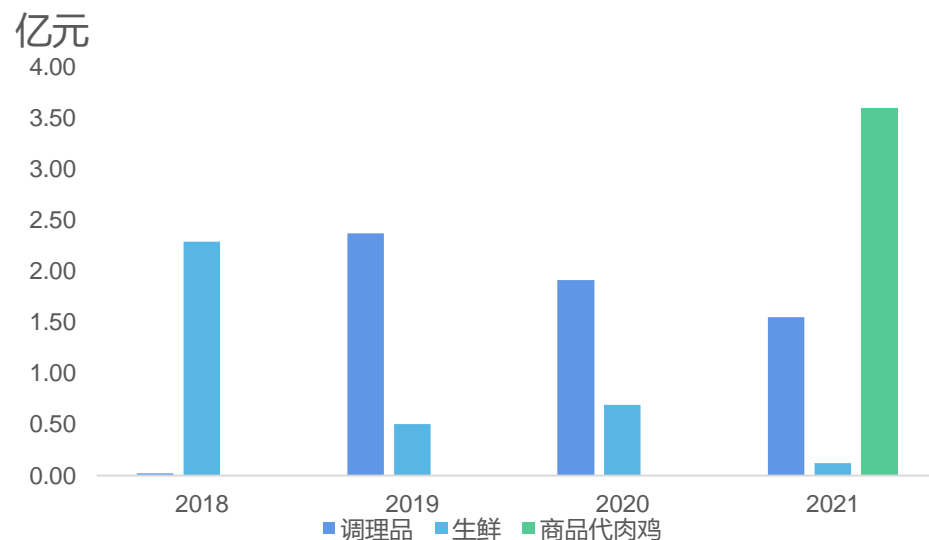
图表6：公司产品结构变化



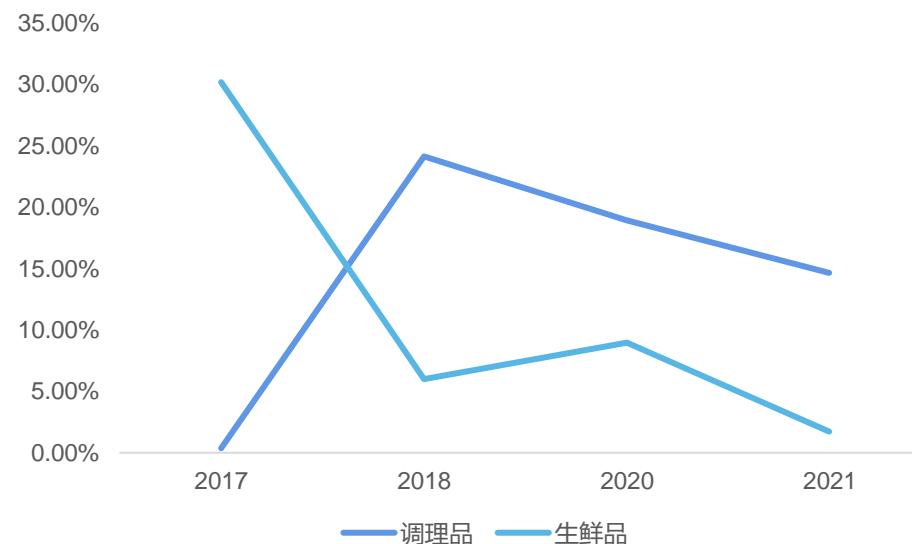
1.2 生鲜品和调理品双轮驱动，盈利能力有望改善

- ◆ 公司不同业务的盈利能力来看，公司调理品业务毛利率较高且较为稳定，生鲜品毛利率弹性较大。公司不同业务毛利率不同主要系其定价机制和下游客户不同造成。
- ◆ 公司调理品的定价模式为“生鲜品市价+加工费+合理利润空间”的模式，生鲜品市价是调理品定价参考的主要因素，当生鲜品价格呈现一定变化时，调理品销售价格变动一般会小于生鲜品的变动幅度，从下游客户来说，公司下游客户主要以定制客户为主，当生产成本出现较大波动或者生鲜品市场出现较大波动时，公司能够通过与客户协商等方式转嫁由于市场行情引起的利润率空间变窄。此外，由于调理品属于深加工产品，包含加工增值和品牌溢价，故其价格和毛利率较生鲜品也更高。而公司生鲜品的销售则基于市场价格，毛利率与市场行情具有紧密的联动关系，因此，公司生鲜毛利率的弹性更大。

图表7：公司各产品毛利



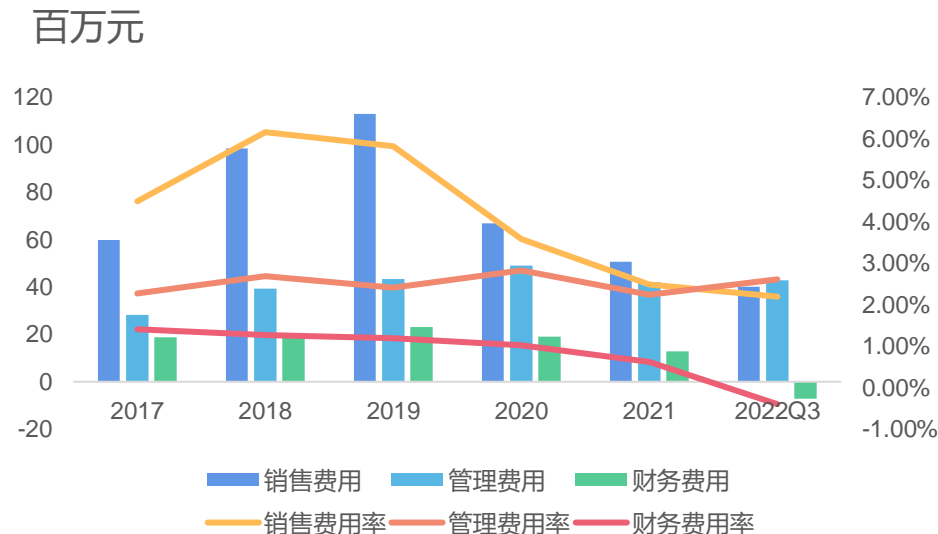
图表8：公司调理品和生鲜品毛利率对比



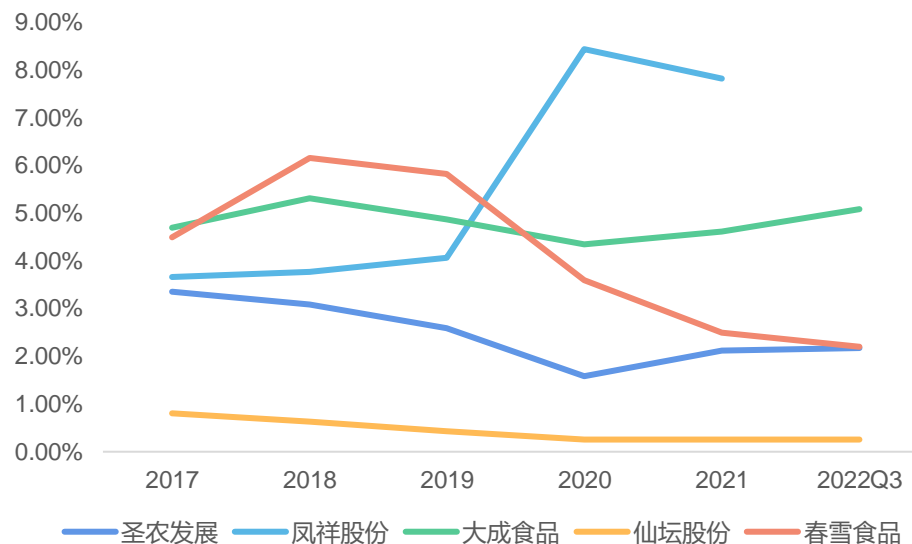
1.2 生鲜品和调味品双轮驱动，盈利能力有望改善

- ◆ 从公司费用率来看，公司销售费用逐年下降，管理费用率和财务费用率整体稳定。2017-2021年，公司销售费用和销售费用率逐年下降，主要系收入准则的调整，将部分促销费用作为合同收入的抵减项冲减营业收入以及将部分运输成本重分类至营业成本，我们预计在后续会计政策没有变更单的情况下，公司销售费用率将保持稳定。
- ◆ 从行业可比公司来看，公司销售费用率高于行业可比公司，主要系与公司所选同行业上市公司在生鲜品和调味品结构上差异较大，而生鲜品与调味品在销售费用开支上差异较大，尤其是在餐饮与电商渠道上。由于调味品消费属性更强，具有一定品牌溢价，盈利空间更大，故调味品的销售费用通常会高于生鲜品。

图表9：公司各项费用与费用率



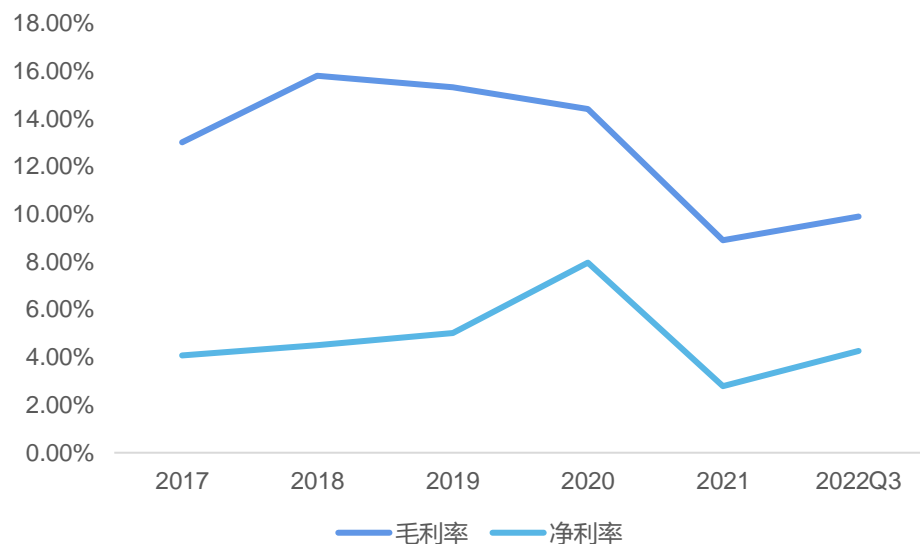
图表10：公司与可比公司销售费用率



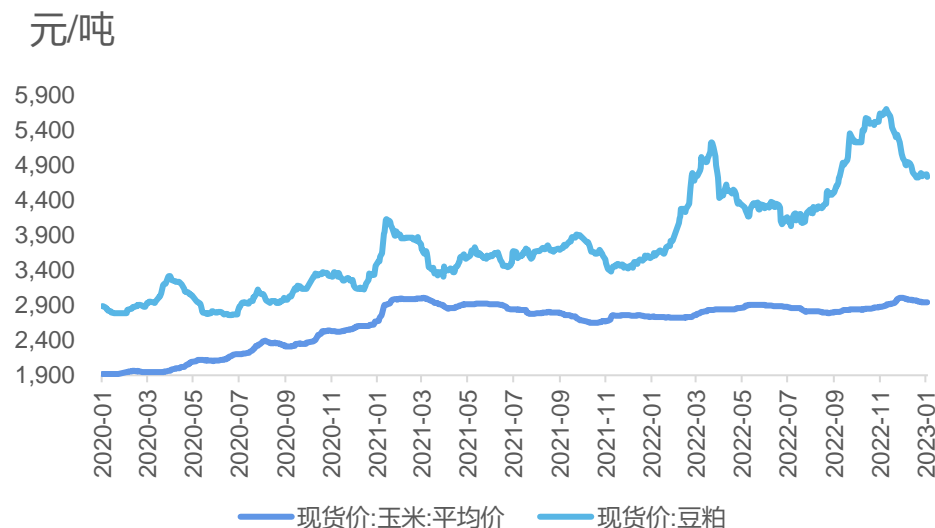
1.2 生鲜品和调味品双轮驱动，盈利能力有望改善

- ◆ 预计后续期间费用率保持稳定的情况下，公司盈利能力主要受上游原材料成本和下游生鲜品价格波动影响。2017-2020年，公司销售毛利率维持在13%-16%，净利率维持在4%-8%。2021年，受上游大宗商品价格持续上涨以及鸡肉价格的持续下跌影响，公司的毛利率和净利率双降，销售毛利率由14.4%下跌至8.9%，销售净利率由8.0%下跌至2.8%。
- ◆ 2022年以来，受鸡肉价格见底回升影响，公司销售毛利率和净利率见底回升，2022Q1-Q3，公司销售毛利率回升至9.9%，销售净利率回升至4.3%。我们认为，在上游大宗商品上涨缺乏有力支撑，下游生鲜品价格有望见底回升的情况下，公司毛利率和净利率将会有所改善。

图表11：公司毛利率与净利率



图表12：上游大宗商品价格走势



- ◆ 一、春雪食品：致力于转型食品消费企业的鸡肉调味品龙头
- ◆ 二、调味品：行业潜力较高，公司盈利能力有望改善
- ◆ 三、生鲜品：白羽鸡行业拐点将至，公司利润增厚可期
- ◆ 四、盈利预测与投资评级
- ◆ 五、风险提示

2.1 中国预制菜行业潜力较高，行业格局未定

- ◆ 预制菜指的是以农、畜、禽、水产品为原料，配以各类辅料，用现代化标准集中生产，经过分切、搅拌、腌制、成型、调味等环节预加工完成，再采用急速冷冻技术或其他保鲜技术保存的成品或半成品。目前，行业内多按照食用方式对预制菜进行产品分类，分为即食食品，即热食品，即烹食品和即配食品。其中，即热食品较为成熟，一般面向C端。即热食品在外卖兴起前多面向C端，随着外卖的兴起，由于标准化的料理包可以节省人力、时间、租金等成本，B端需求旺盛。即烹食品在疫情前多面向B端餐饮客户，随着疫情催生居家做饭的消费场景，面向C端的即烹预制菜兴起。即配食品主要为净菜，通常面向B端客户，可以帮助有效B端客户节约时间成本。
- ◆ 根据原材料分类，预制菜可以分为蔬菜及菌类预制菜，肉类及水产类预制菜，以及米面类预制菜。其中，由于各项预制菜产品最终形态不同，其加工繁琐程度亦有所不同。对于肉及水产品类预制菜来讲，调理品通常为加工繁琐程度最低的预制菜品类、次之为半成品菜肴、荤菜料理包、方便中、西餐速食以及熟食、卤味等。具体如下右图：

图表13：按照食用方式进行分类的预制菜

分类	消费群体	主要产品
即食食品	ToC, 少量ToB	凉菜、卤味、袋装熟食等
即热食品	ToB或ToC	料理包、速冻米面、方便速食等
即烹食品	ToB, ToC兴起	调理肉、半成品菜肴、速冻米面等
即配食品	ToB, 少量ToC	净菜等

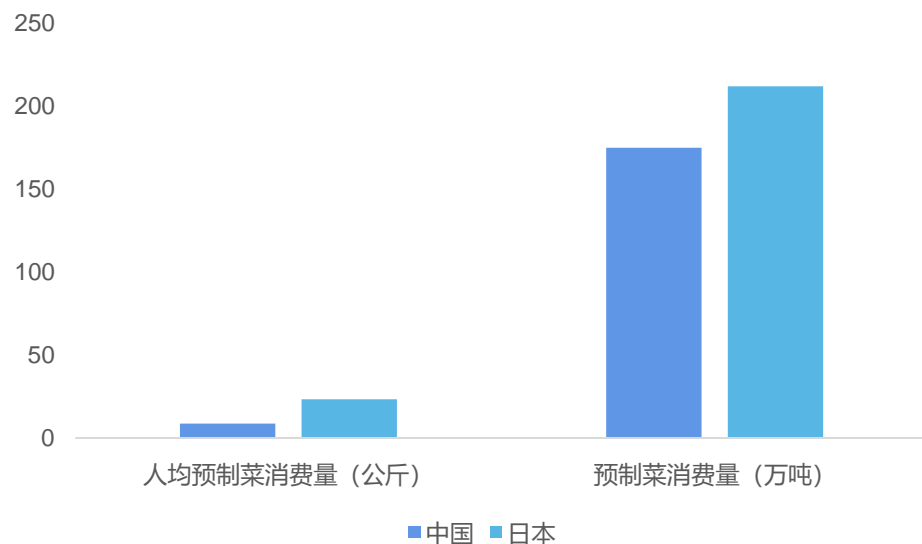
图表14：按原料分类的预制菜产品

	蔬菜及菌类预制菜	肉及水产品类预制菜	米面类预制菜
预制 复 杂 度 ↓	净菜、半成品菜肴	调理肉制品	待油炸食品
	素菜料理包	半成品菜肴	待烘焙食品
	凉菜等	荤菜料理包	待蒸煮食品
		方便中、西餐速食	
		熟食、卤味等	

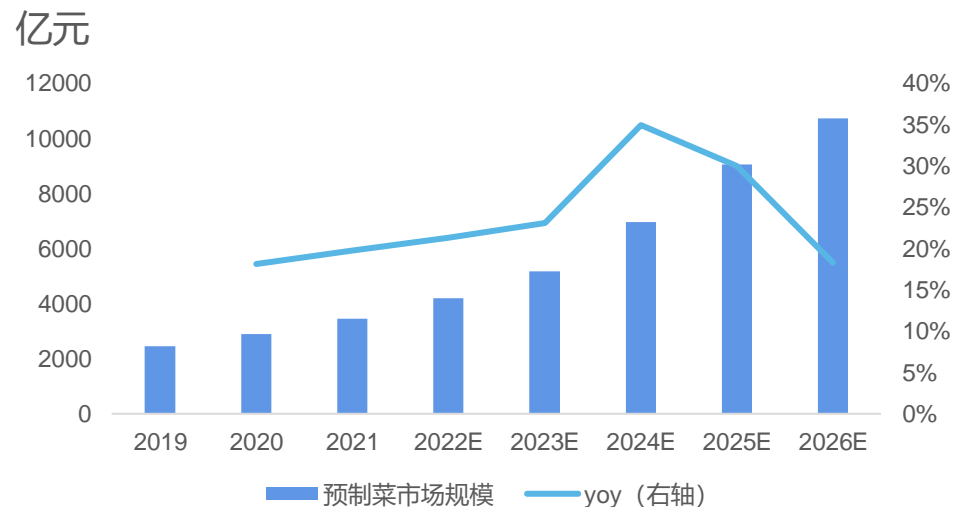
2.1 中国预制菜行业潜力较高，行业格局未定

- ◆ 对标日本，中国人均预制菜消费量较低，未来市场规模有望达万亿元。2021年，中国人均预制菜消费量仅为8.90公斤/年，远低于日本23.59公斤/年。若对标日本，中国预制菜消费量仍有2.65倍以上空间。人均消费量的持续提升将推动行业市场规模的持续扩容。根据艾媒咨询预测，预计2022年中国预制菜市场规模有望达到4196亿元，同比+21.3%，2026年有望达到10720亿元，2022-2026年CAGR约为26.4%。
- ◆ 鸡肉调理品指经过洗、切或其他预处理，可直接进行烹饪的鸡肉预制食品，属于预制菜中的即烹食品。从需求端来看，鸡肉调理品既符合当前人们生活餐饮简便、快捷、安全的生活需求，也符合人们吃好、吃健康、吃营养的现实需求。从供给端来看，白羽鸡的不同部位可以用于制作不同品类的调理品，可以有效提高向下游预制菜转型可以有效提高单只鸡的利用率，增强企业盈利能力。2021年以来，受疫情、就地过年等因素的影响，国内预制菜行业处在了高速增长的起点，而鸡肉调理品供需两端的特性保证了其作为预制菜行业的一个细分品类，能够充分受益于预制菜行业的持续发展。

图表15：2021年中国和日本预制菜消费量



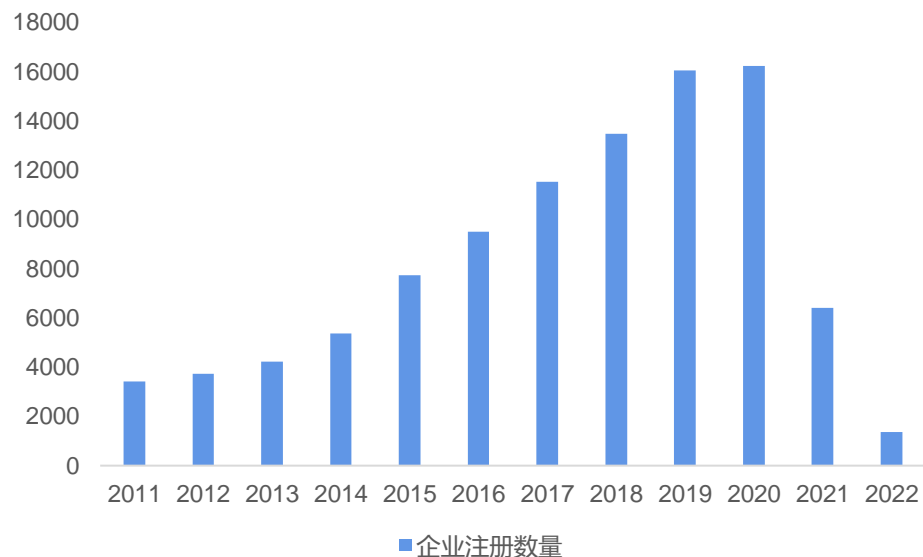
图表16：中国预制菜市场规模



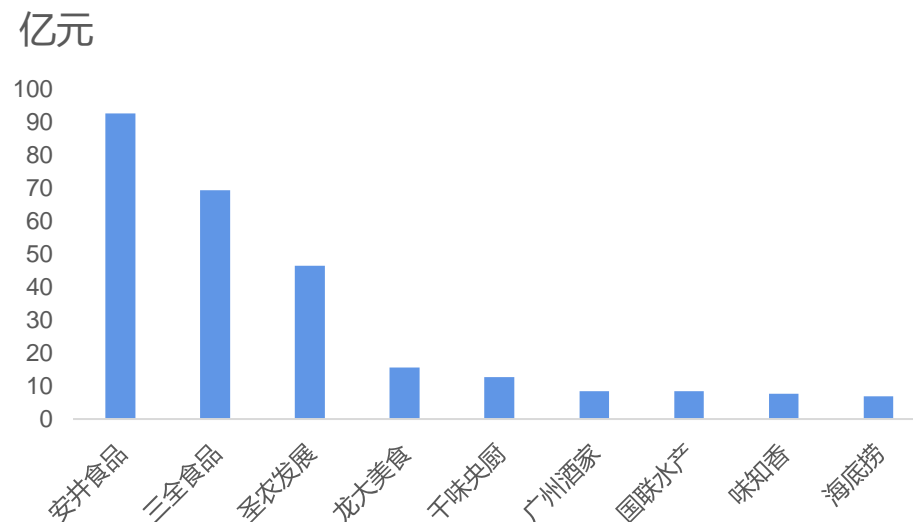
2.1 中国预制菜行业潜力较高，行业格局未定

- ◆ 数万家预制菜企业参与行业竞争，行业竞争格局较为分散。由于行业的资金、技术等进入壁垒较低，且预制菜行业赛道广阔，包含众多细分品类，叠加不同区域不同的饮食文化会催生具有当地特色的小规模预制菜企业，因此随着行业的持续发展，行业参与者数量快速增加。2020年，中国预制菜企业新注册数量达到16221家，为近年最多，2021年和2022年有所放缓。截至2022年5月，中国预制菜企业新注册数量达1365家，行业仍在持续涌入新进入者。
- ◆ 从终端营收规模来看，尚未有企业营收超过百亿元，且各家产品结构布局存在较大差异。我们选取部分预制菜上市公司作为参考，整体营收规模均在百亿元以下，且不同公司产品结构有较大差异。销售额位居行业前列的安井食品和三全食品以速冻米面类制品为主，圣农发展和龙大美食以肉类调理品为主，海底捞以调味品和食材为主，行业高度分散，未来仍有进一步提升的空间。

图表17：预制菜企业注册数量（截至2022年5月）



图表18：2021年部分预制菜上市公司预制菜业务营收



2.1 中国预制菜行业空潜力较高，行业格局未定

- ◆ 根据基因，我们认为当前预制菜行业主要参与者有如下六大流派。各大流派参与者在产业链上布局的环节不同，从而导致其在成本控制、品质把控、产品研发、渠道建设和品牌影响力环节优势不同。我们认为，畜牧、水产产业链企业在成本控制、品质把控方面具备天然优势，但是产品定制化能力较差、渠道建设和品牌影响力仍有待提升。目前国内预制菜行业格局未定，细分品类众多，未来有望持续演变，对于畜牧、水产产业链企业，我们应持续关注如何将品质优势转化为品牌力，如何营销提高品牌曝光度，如何提高产品研发能力，以及如何如何进行渠道建设，实现圈地跑马。

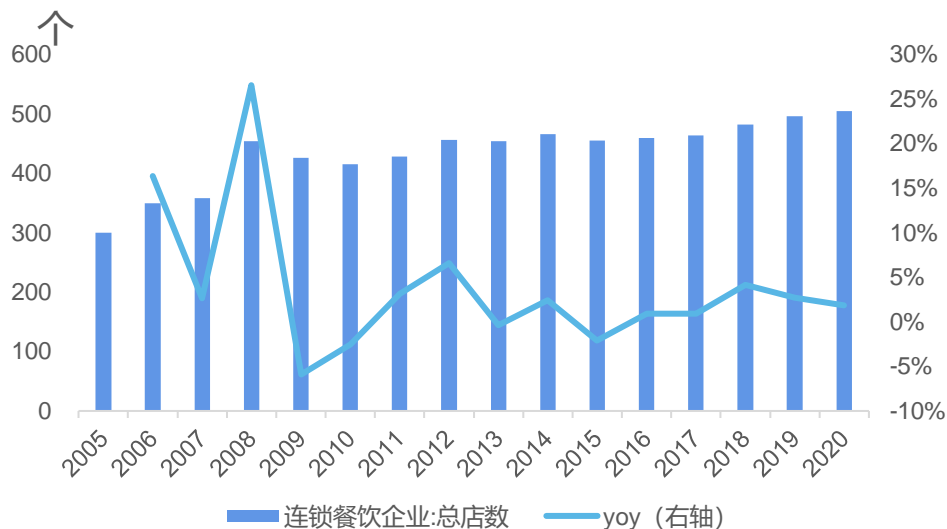
图表19：预制菜行业主要参与者

	畜牧、水产产业链企业	蔬菜初加工企业	速冻食品制造企业	专业预制菜企业	连锁餐饮品牌	零售企业
产品类型	调理肉、熟食为主，半成品菜肴为辅	净菜为主，半成品菜肴为辅	米面类半成品为主，方便速食、半成品菜肴为辅	米面类半成品、料理包、半成品菜肴等	半成品菜肴	半成品菜肴、净菜等
产业链布局	产业链上游，一般可实现养殖、屠宰、食品加工、冷链运输等全产业链发展	产业链中间环节，上接种植户，下接餐饮企业、商超、学校或大型单位等	产业链中下游环节，一般具备冷链运输能力	产业链中下游环节，一般采取定制化生产	产业链下游环节，向上自建中央厨房或通过OEM贴牌生产半成品菜肴；向下通过门店或线上平台零售菜肴类预制菜	产业链下游环节，多为通过OEM贴牌生产半成品菜肴，部分自建中央厨房；向下通过门店或线上平台零售菜肴类预制菜
渠道	主要为B端，向餐饮企业、商超等供应调理肉；C端打造自营店或线上平台，零售调理肉、熟食、菜肴等	主要为B端，向餐饮企业、商超、学校或大型单位等供应净菜	主要为B端，向餐饮企业、商超供应速冻类、油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类半成品；C端通过线上平台，零售上述食品	B端与C端并重。B端向餐饮企业、外卖商户、商超等供应米面类半成品、菜肴类半成品、料理包等；C端通过门店及线上平台零售半成品菜肴	B端与C端并重。B端向加盟或自营门店供应标准半成品菜肴；C端通过门店或线上平台向顾客销售明星菜品预制菜	主要为C端，通过门店或线上平台向顾客销售净菜、半成品菜肴等
优势	原材料成本可控；规模化生产；品控能力较强	模式简单，投资成本小	规模化生产；产品研发能力较强；品控能力较强；冷链运输能力强	定制能力强；产品研发能力强；市场广阔	具备优质大单品；品牌认知度高，客源稳定；门店销售渠道稳定	具备销售渠道优势；市场感知能力强，产品更迭速度快
劣势	定制能力较差；自营店运营成本较高；品牌打造能力较弱	服务半径小，市场有限；企业规模较小；行业进入门槛低	定制能力较差；自营店运营成本较高；品牌打造能力较弱	多为供应商或代工厂角色，品牌塑造能力弱；单品市场有限，难以规模化生产	产品类型受限；冷链运输能力有限；销售渠道有限	代工模式品控能力较差；冷链运输能力有限；研发能力有限

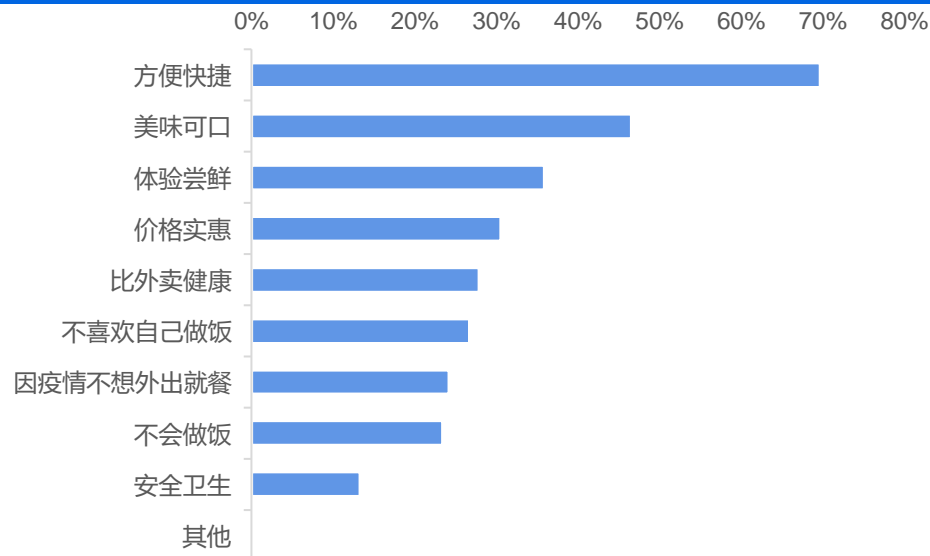
2.2 鸡肉调味品空间持续扩容，头部企业盈利分化

- ◆ B端中餐饮企业降本增效、连锁餐饮对菜品一致性质量要求以及C端生活方式的变革推动鸡肉调味品业务不断发展。根据面向对象不同，鸡肉调味品的客户可以分为B端和C端，其中B端主要以肯德基、麦当劳、德克士、华莱士等连锁西式快餐店为主。通常来讲，使用鸡肉调味品可以大大节约餐饮店的烹饪时间，提高烹饪效率，降低烹饪的人工成本，减少厨房用地面积，提高用地效率。此外，鸡肉调味品还可以满足连锁餐饮对菜品一致性的质量要求。因此，鸡肉调味品的行业规模将受益于连锁餐饮数量的提升及其渠道下沉和门店拓展。
- ◆ 从C端来讲，方便和美味两大要素推动消费者选择预制菜，叠加疫情加强了消费场景教育，消费者购买习惯进一步巩固。根据艾媒咨询《2022-2023年中国预制菜产业发展趋势及商业布局分析报告》调研结果来看，2022年约有近7成消费者选择预制菜的原因为方便快捷，近半数消费者选择预制菜的原因为美味可口，方便和美味成为消费者选择预制菜的核心驱动因素。此外，还有部分消费者选择预制菜是因为相比外卖更加实惠健康、不喜欢（会）做饭等。值得注意的是，疫情的反复爆发导致消费者减少外出就餐次数，加强了预制菜的消费场景教育，有利于提高消费者预制菜的消费频次。

图表20：中国连锁餐饮数量逐步提升



图表21：2022年C端消费者选择预制菜的原因

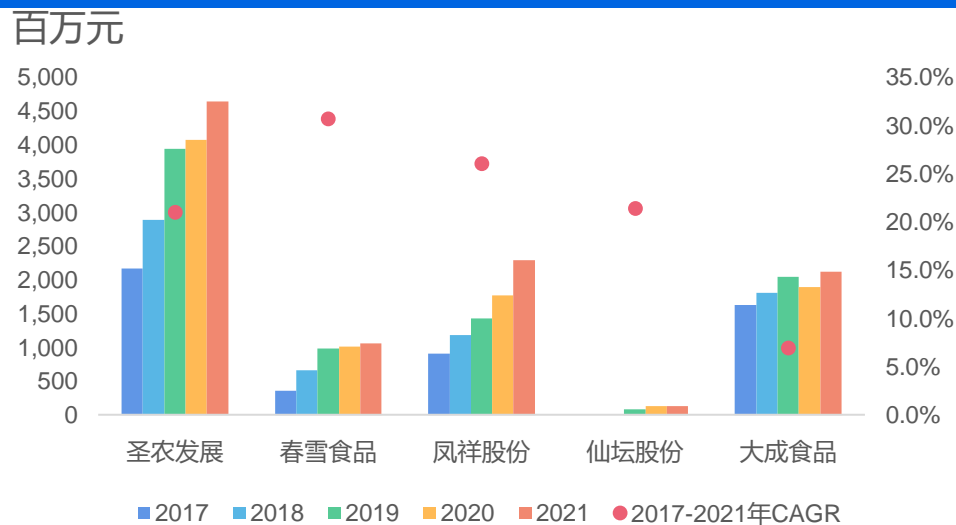


2.2 鸡肉调味品空间持续扩容，头部企业盈利分化

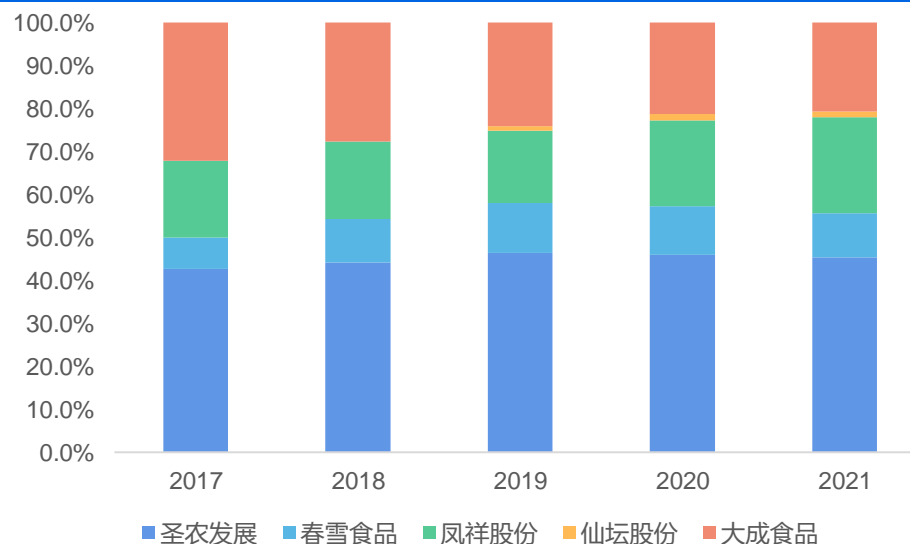
◆ **鸡肉调味品头部企业营收规模迅速增长。**我们选取5家鸡肉调味品行业上市公司（圣农发展、春雪食品、凤祥股份、仙坛股份和大成食品）进行统计分析：上述上市公司鸡肉调味品（包含鸡肉预制菜）销售额在过去5年增长迅速，合计销售额由2017年的50.67亿元上涨至2021年的102.52亿元，复合增长率达19.3%（由于仙坛股份业务开展时间较晚，采取3年复合增长率），增长速度显著。细分来看：

- **圣农发展：销售额与增速兼具的龙头。**2021年，公司鸡肉调味品销售额达46.46亿元，占5家上市公司销售总额的45.3%，市场份额呈提升趋势，5年复合增长率达21.0%，超过行业平均增速，构成“一超多强格局”中的“一超”。
- **春雪食品/凤祥股份：销售额次于圣农发展，增速显著。**2017-2021年，春雪食品营收CAGR达30.7%，为5家上市公司中增速最快，销售额由3.64亿元提升至10.6亿元，占5家上市公司销售总额比例由7.2%提高至10.3%，市场影响力扩大；同期凤祥股份5年CAGR为26.0%，仅次于春雪食品，销售额由9.1亿元提升至22.95亿元，市占率由18.0%提升至22.4%，仅次于圣农发展，构成“一超多强格局”中的“多强”。
- **仙坛股份/大成食品：销售额或者增速仍有提升空间。**其中，仙坛股份预制菜业务开展较晚，2019年拆分出预制菜业务，2021年销售额仅为1.28亿元，与上述公司仍有差距，仍有一定提升空间；大成食品2021年销售额达21.24亿元，占5家上市公司销售额比重为20.7%，具有一定市场影响力，2017-2021年CAGR约为6.9%，低于行业平均增速。

图表22：行业5家上市公司调味品营收及2017-2021年CAGR



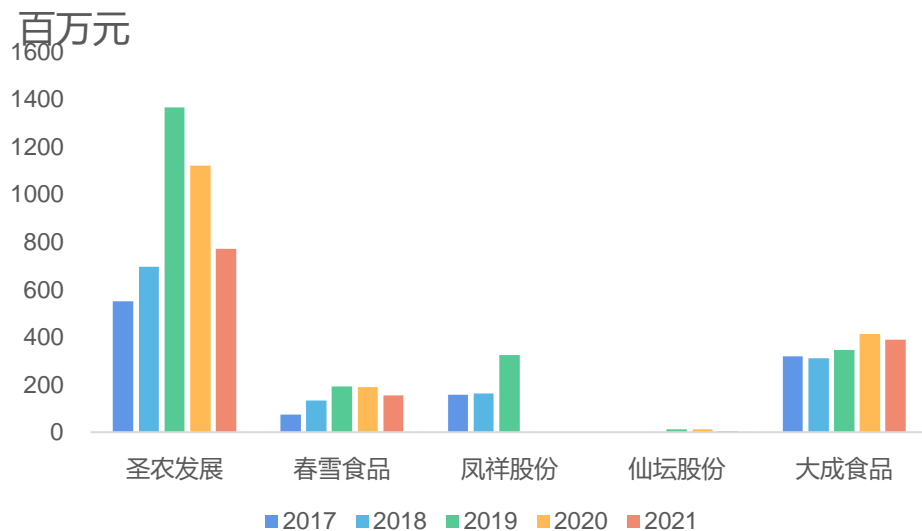
图表23：行业5家上市公司市占率



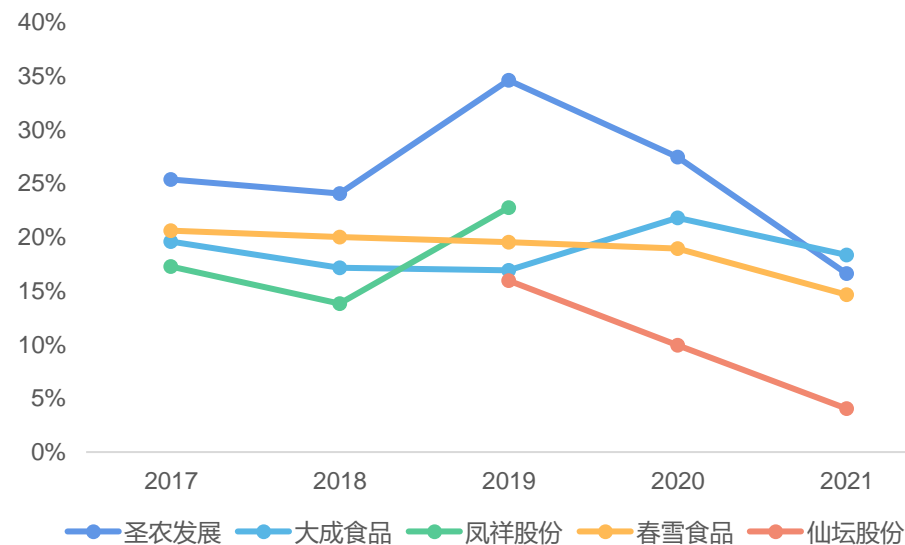
2.2 鸡肉调味品空间持续扩容，头部企业盈利分化

- ◆ 圣农发展盈利能力最强，春雪食品与大成食品盈利能力较为稳定。从调味品盈利能力来看，圣农发展作为鸡肉调味品行业龙头，盈利能力位居行业前列，2016-2020年常年位居行业第一，2020年以来，受上游大宗商品价格上涨，公司调味品毛利率有所下行。春雪食品和大成食品整体盈利能力较为稳定，处于行业第二梯队，仙坛股份预制菜业务毛利率则是逐年下行。
- ◆ 产业链布局导致盈利能力产生分化，产品结构和客户结构影响毛利率。春雪食品和大成食品整体毛利率相仿，主要系其产业链布局相似，均不存在种禽业务，二者之间的差异更多系产品结构不同导致。圣农发展、仙坛股份、凤祥股份深加工产品毛利率存在较大波动，主要系产业链条存在前端种禽业务、深加工产品结构以及服务及服务的客户不同造成，深加工产品一般是定制产品，产品毛利率差异较大。

图表24：头部鸡肉调味品企业毛利润



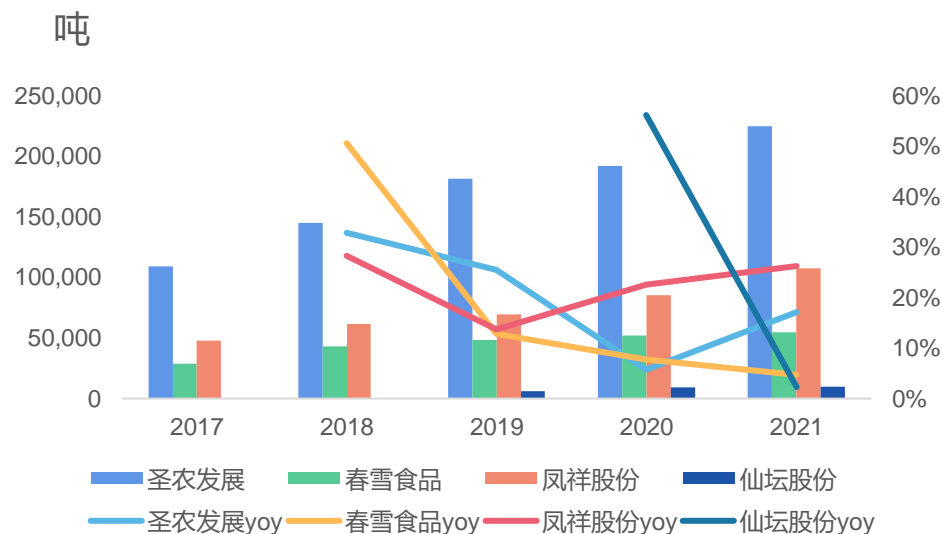
图表25：头部鸡肉调味品企业毛利率



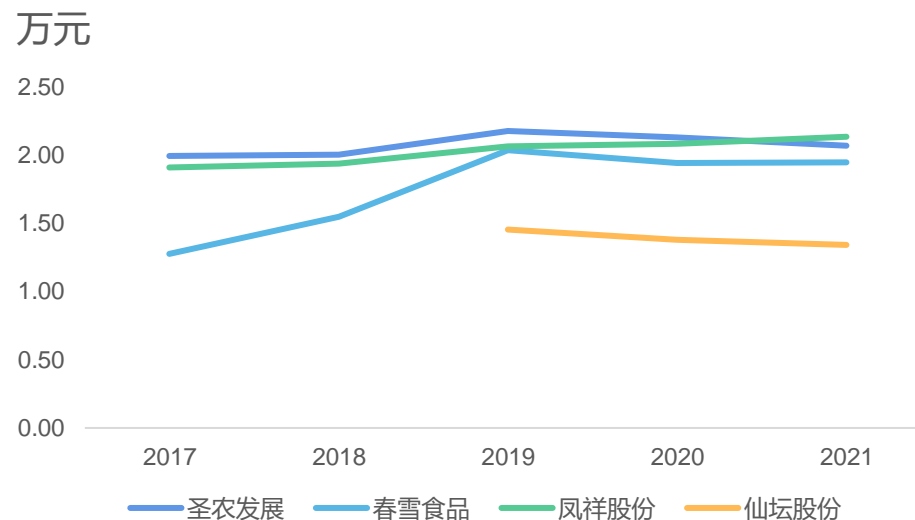
2.2 鸡肉调味品空间持续扩容，头部企业盈利分化

- ◆ 从销量上来看，行业头部企业和新进入者销量持续增长，行业销量有望持续增长。我们选取披露了鸡肉调味品销量的四家上市公司作为参考，其中，圣农发展鸡肉调味品销量最大，2021年销量达22.5万吨，2017年-2021年CAGR约为19.8%。而作为新进入者的仙坛股份，2021年鸡肉调味品销量为9670吨，2019-2021年CAGR约为26.4%，同样维持了较快增长。我们认为，头部企业和新进入者销量同时快速增长从侧面佐证了鸡肉调味品行业市场具有潜力，未来行业销量有望维持快速增长。
- ◆ 从吨价上来看，头部企业吨价优势明显，两万元左右存在明显壁垒。据我们计算，圣农发展和凤祥股份鸡肉调味品吨价稳定，整体维持在2万元左右，2019年之前相比春雪食品具有明显优势。2019年之后，随着公司产品结构的调整，春雪食品吨价提升明显，和头部企业吨价差距缩小，目前维持与行业头部企业维持在同一水平。仙坛股份作为新进入者，吨价仍有提升空间。从整体情况来看，目前行业内头部玩家吨价天花板在两万元前后，我们认为主要系其定价模式决定，后续如何建立品牌溢价，形成吨价优势将是鸡肉调味品企业需要关注和思考的问题。

图表26：头部鸡肉调味品企业鸡肉销量



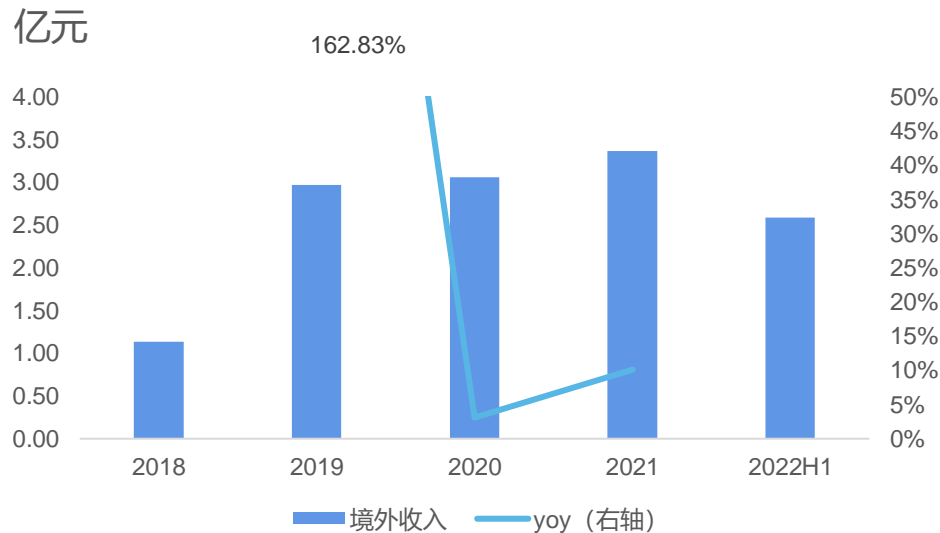
图表27：头部鸡肉调味品企业吨价



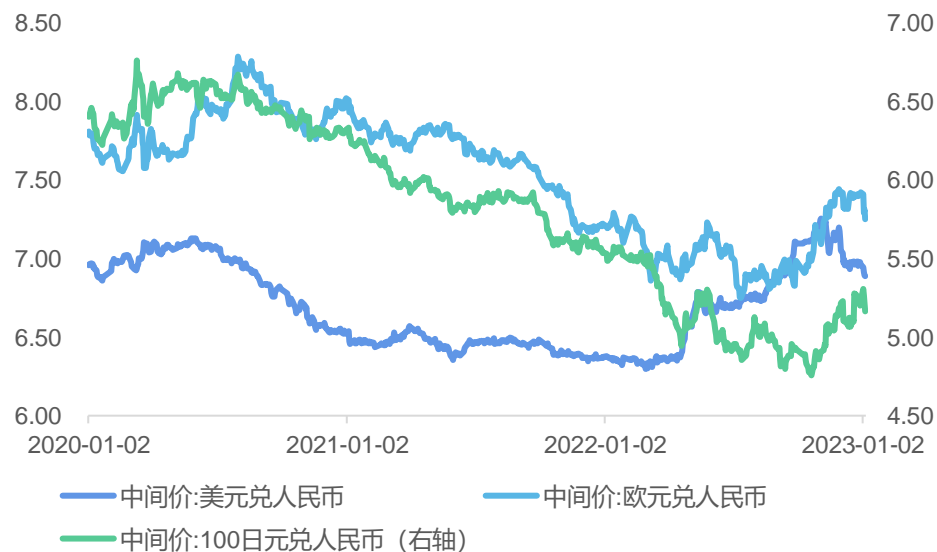
2.3 国内外业务齐发展，产品、品牌、渠道打造公司壁垒

- ◆ 公司抓住国外疫情（泰国）及美元汇率变化的有利时机，多次与日本、欧洲客户做线上交流和视频会议，积极开拓国外市场。22年上半年出口业务营收占比约23%，出口量同比增长77%，出口创汇额同比增长93%，公司调理产品主要销往日本、欧盟、中东、韩国等国家和地区，其中日本销量同比去年增长超70%，欧盟销量同比增长超270%，中东销量同比增长超100%。
- ◆ 2022年以来人民币持续贬值，未来有望增厚公司境外营收。2022年以来，随着美联储和欧洲央行的持续加息，人民币汇率持续贬值，公司产品竞争力增强。短期来看，美元兑人民币和欧元兑人民币仍将处于相对强势地位，日元兑人民币见底回升，公司产品仍将保持一定竞争力，从而进一步增厚公司境外营收。

图表26：公司境外收入逐步提高



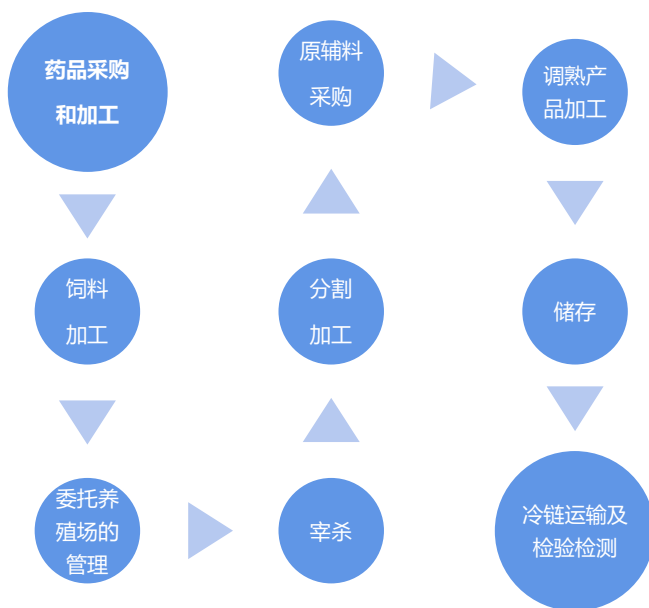
图表27：2022年以来人民币持续贬值



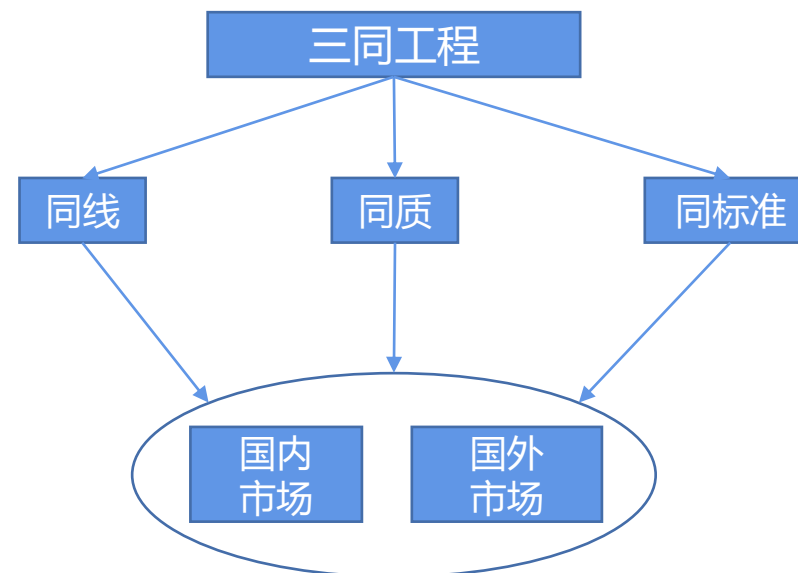
2.3 国内外业务齐发展，产品、品牌、渠道打造公司壁垒

- ◆ **双保证体系严密运行，确保公司食品安全优势：**公司建立了严格的《自检自控体系》和《产品追溯体系》，坚持“一防、二控、三检测”的原则，对药品采购和使用、饲料加工、委托养殖场的管理、宰杀、分割加工、原辅料的采购、调熟产品加工、储存、冷链运输及检验检测等“全产业链”环节进行严格规范流程，明确界定任务与责任，确保食品安全全流程无缝覆盖，不留死角。
- ◆ **三同工程铸就公司食品品质优势：**公司实施“同线同标同质”三同工程标准，确保公司产品内、外销同标准同品质。公司作为出口食品企业，通过实施“三同工程”，使供应国内市场和供应国际市场的产品达到相同的质量标准，产品品质处于行业领先水平，得到国内外客户的高度肯定和好评。

图表28：双保证体系覆盖全产业链环节



图表29：三同工程示意图



2.3 国内外业务齐发展，产品、品牌、渠道打造公司壁垒

- ◆ 公司产品矩阵丰富，实现消费群体全覆盖。调理品作为深加工鸡肉产品，具有产品形式、用途、口味、包装、营养成分等方面多样化的特点，且不同人群、客户对产品特性的需求也不同。目前，公司鸡肉调理品目前种类齐全，产品系列较为完整，涵盖中式料理包系列、西式油炸裹粉系列、火锅制品系列（鸡肉丸、鸡肉卷等）、鸡肉烤串系列、健身系列、儿童系列等，分贝定位不同的消费群体和消费场景，能够满足消费者多样化的需求。
- ◆ 精准把握消费者的健康需求，卓越的产品创新能力：公司不断推陈出新，产品特色鲜明，满足消费者的健康需求。2022H1，公司植物基面点产品（包括馅饼、包子、饺子、馄饨），以满足素食、低脂、低热量人群需求，并陆续推出双蛋白鸡肉能量堡（包括香辣、麻辣、黑椒口味，采用鸡胸肉+植物蛋白+蔬菜膳食纤维）、非油炸预制菜系列（12个品种）、冷藏哑铃低温鸡胸肉、高档黑毛和牛等新产品。新推出的预制菜产品突出特点是终端“不用油炸”，采用水浴、蒸煮、烤箱、空气炸锅、微波等加热方式，调理方式多样化，产品还原度高，口感层次丰富。

图表30：公司部分调理品样品



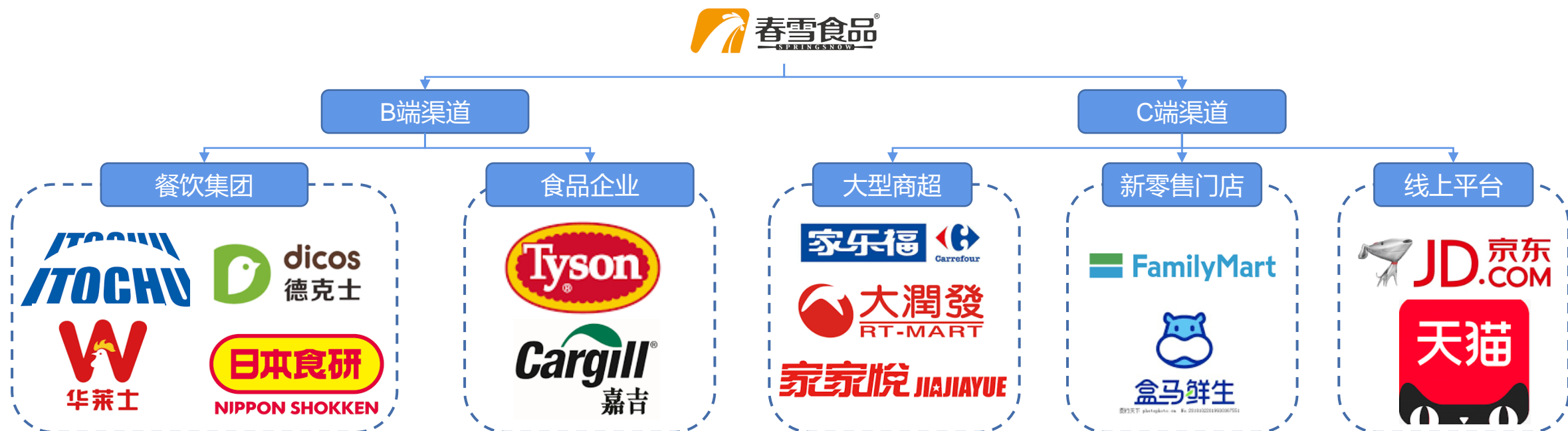
图表31：22H1公司推出多款不用油炸的预制菜产品



2.3 国内外业务齐发展，产品、品牌、渠道打造公司壁垒

- ◆ 公司已搭建了春雪特色的多层次销售渠道布局，并通过与大型商超、便利店及线上平台的合作将品牌影响力逐渐延伸至终端消费领域。公司产品已经覆盖家乐福、大润发、家家悦、全家、盒马鲜生、京东商城、天猫商城等线下大型超市、新零售门店和线上主要网销平台，同时是伊藤忠商事、德克士快餐、嘉吉动物蛋白等国内外著名餐饮集团和食品企业的长期供应商。
- ◆ 布局零售市场，持续挖掘C端潜力。公司在维护B端大客户的同时，积极布局零售市场，截止2022年6月底，已进入60%以上的国内零售百强系统，商超门店覆盖数超过5000家（含沃尔玛、大润发、家乐福、盒马鲜生、华润万家、永辉、伊藤洋华堂、永旺、家家悦、中百等全国性及地方区域性连锁系统），覆盖国内70%以上大中城市，便于消费者购买到公司高品质的产品。

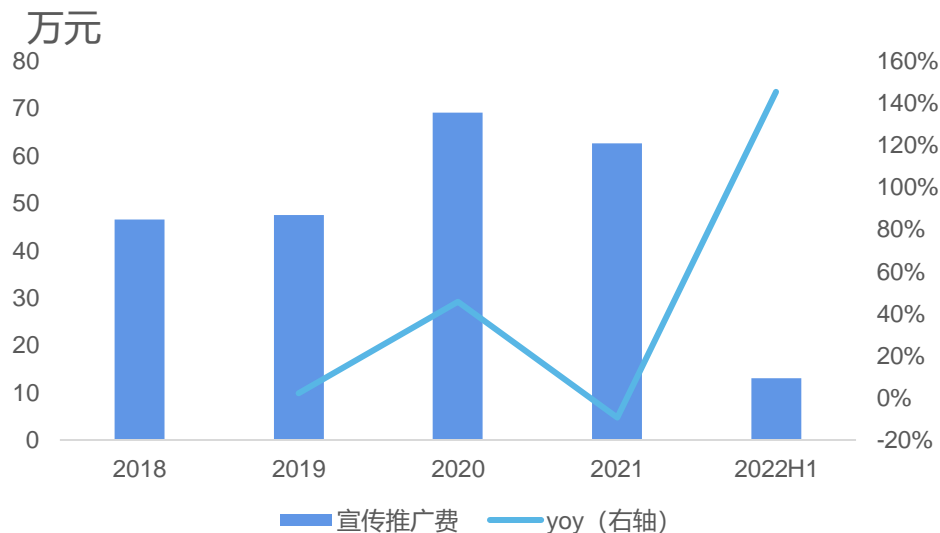
图表32：春雪食品渠道体系架构



2.3 国内外业务齐发展，产品、品牌、渠道打造公司壁垒

- ◆ 公司为中国鸡肉调理品最早布局企业之一，先发优势明显。公司主要的经营管理团队早在2002年即开始进入鸡肉深加工调理品领域，是国内较早进入鸡肉调理品领域的团队之一，其于2002年参与组建管理的鸡肉调理品生产线是首批35家获准对日出口热加工禽肉产品的生产线之一。通过在鸡肉调理品领域近20年的深耕，公司产品在行业内形成了较高的品牌知名度。
- ◆ 公司不断提高营销水平，通过新媒体营销不断提高品牌知名度和美誉度。由于线上主要面向白领、家庭消费等群体，公司将根据其对于预制菜、植物基、功能性等中高端食品的需求变化适时调整营销和推广策略，今后公司将继续加大包括京东、天猫等线上销售平台的推广力度。此外，公司募投项目“营销网络及品牌建设推广项目”的内容之一即是新媒体推广传播，包括网红种草、达人推荐、网红带货、自媒体账号、信息流、抖音挑战赛，确保与年轻消费群体的精准沟通。公司与京东联手打造的鸡肉品牌“上鲜”已连续五年位居生鲜鸡肉类销量第一名，并且连续五年夺得京东“双11”鸡肉榜单头名，截至2023年1月，上鲜京东自营旗舰店粉丝数已超过2000万人，为可比公司最多，会员数超过1000万人。

图表33：公司宣传推广费及yoy



图表34：“上鲜”关注人数超2000万，远超温氏、圣农和正大

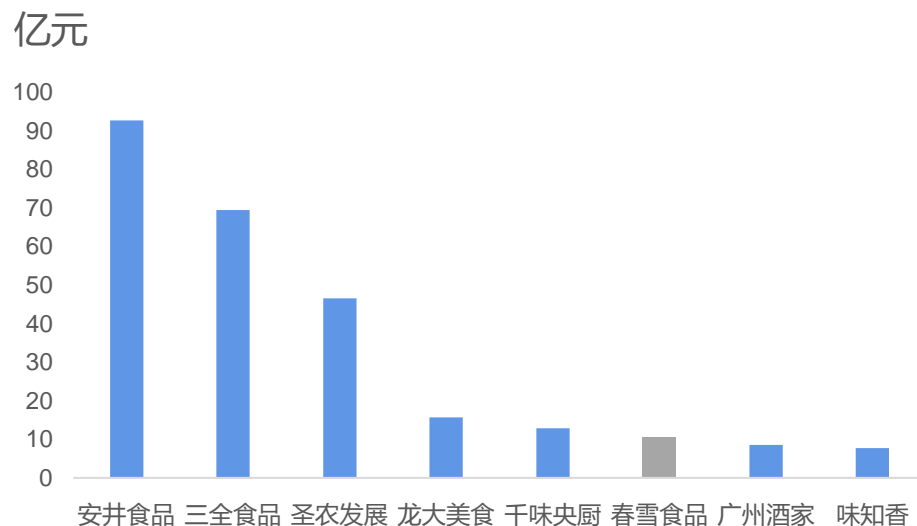


2.3 国内外业务齐发展，产品、品牌、渠道打造公司壁垒

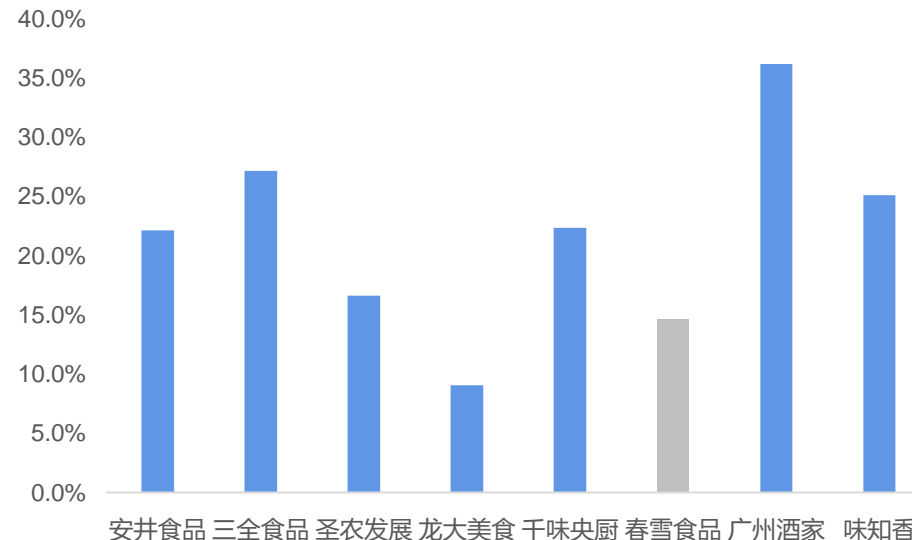
◆ 结合我们此前的研究，我们认为，公司的调味品业务帮助公司锁定了长期视角下的可成长性：

- 由于预制菜行业潜力较高，调味品受益明显，公司调味品业务有望持续放量，为公司贡献持续的营收增量和成长空间。2021年，公司实现调味品营收约为10.6亿元，处于行业第二梯队，预计后续随着公司渠道建设的不断深化，公司调味品业务有望持续增长。
- 由于调味品采取“生鲜品市价+加工费+合理利润空间”的模式，其毛利率更加稳定，可以一定程度上平抑上游成本波动带来的盈利能力波动。2021年，公司调味品毛利率约为14.62%，和圣农发展毛利率相仿，预计后期随着公司品牌建设的推动，品牌溢价的提高，公司调味品毛利率有望向预制菜行业头部企业靠近。

图表35：公司调味品营收处于行业第二梯队



图表36：2021公司调味品毛利率和圣农发展相近

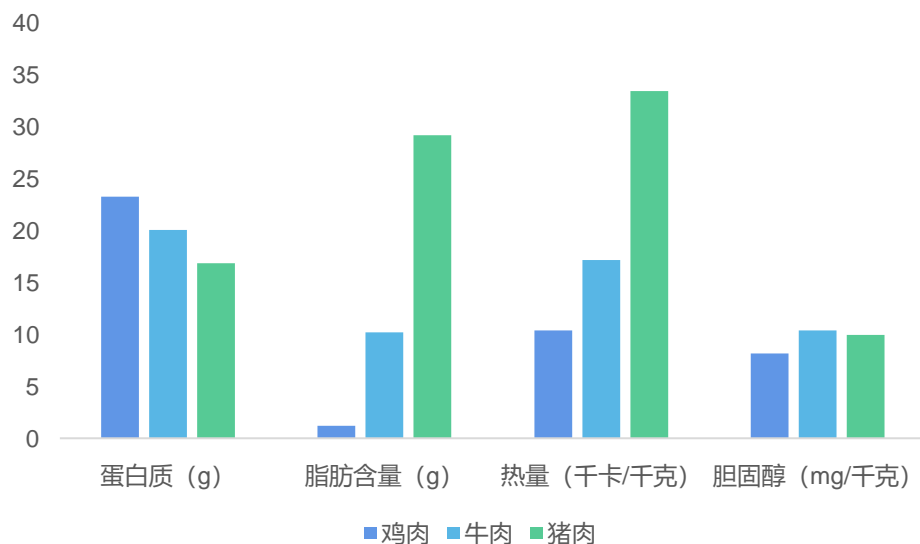


- ◆ 一、春雪食品：致力于转型食品消费企业的鸡肉调味品龙头
- ◆ 二、调味品：行业潜力较高，公司盈利能力有望改善
- ◆ 三、生鲜品：白羽鸡行业拐点将至，公司利润增厚可期
- ◆ 四、盈利预测与投资评级
- ◆ 五、风险提示

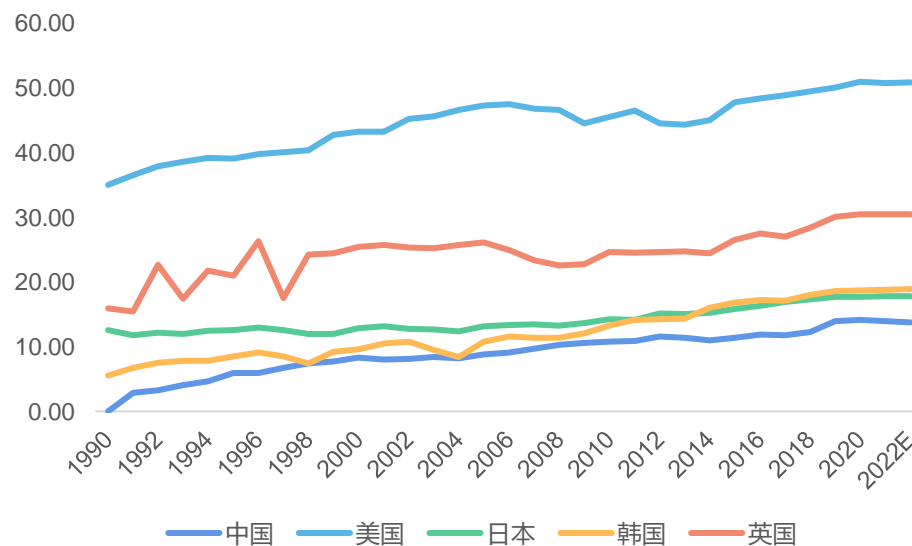
3.1 白羽鸡行业拐点将至，盈利有望改善

- ◆ 白羽鸡肉具有一高三低的特点，能够满足消费者的健康需求，行业潜力较高。从长期来看，由于白羽鸡肉具有“一高三低”的营养优势，即高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低热量，其蛋白质高于牛肉和猪肉，脂肪、热量和蛋白质显著低于牛肉和猪肉，能够满足消费者的健康需求。同时，快餐业兴盛，生鲜电商崛起，年轻人低脂健康的饮食习惯，猪肉的消费会越来越低，鸡肉成为最大的空缺替代肉类，有望成为中国最大的肉类消费品。
- ◆ 对标海外，中国人均禽类消费量较低，仍有较大可提升空间。根据世界经济合作与发展组织统计，预计2022年中国禽肉消费量仅为13.82千克/年，同期美国、英国、日本、韩国这一数据分别为50.90、30.52、17.84和18.90千克/年。对标饮食习惯比较类似的日本韩国，中国禽肉消费量仍有29.09%–36.76%以上的提升空间，白羽鸡消费量有望持续提升。

图表37：白羽鸡肉有一高三低的特点



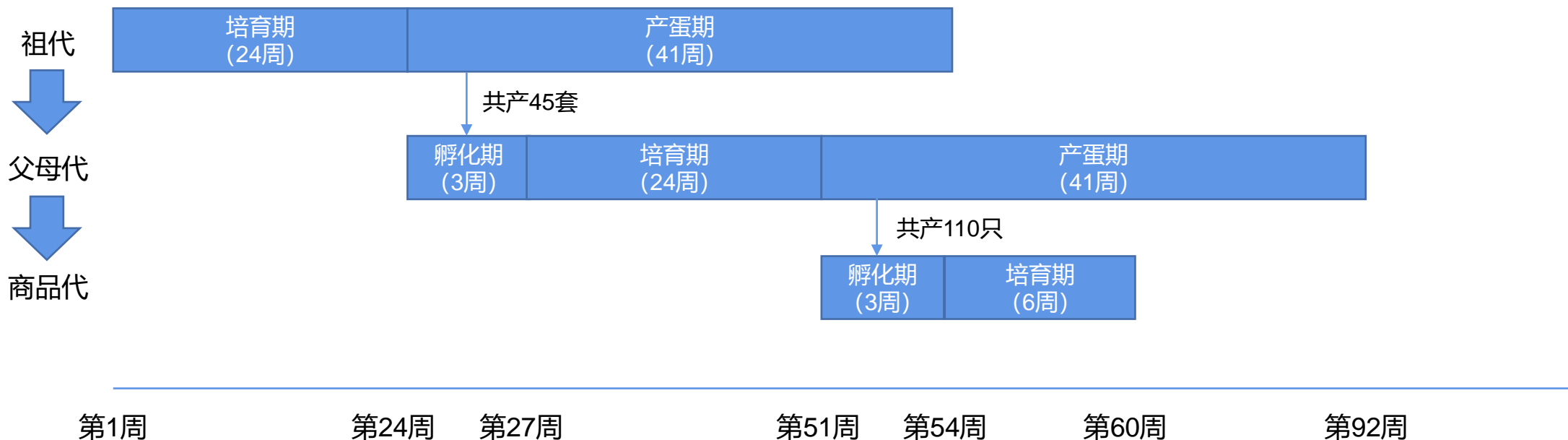
图表38：中美日韩英五国人均禽肉消费量（千克/年）



3.1 白羽鸡行业拐点将至，盈利有望改善

- ◆ **白羽鸡的生产环节：**白羽鸡的生产过程涉及祖代、父母代和商品代三个代际，其中祖代和父母代包括引种（孵化）、培育和产蛋三个环节，商品代仅包括孵化和培育两个环节。自海外引种祖代鸡苗后，经过6周的育雏期和18周的育成期，祖代鸡进入合计41周的产蛋期，期间产出父母代种蛋；父母代的种蛋需要3周进行孵化，此后同样需要经过24周的育雏、育成环节，父母代种鸡开始产商品代种蛋；商品代种蛋经过3周孵化，得到商品代鸡苗，商品代鸡苗经过6周的育肥后可出栏进入屠宰、消费环节。
- ◆ **白羽鸡生产周期长60周，引种量异动传导至消费环节共需14个月。**经过上述生产过程，易得知，通常情况下，引种量的异动传导至生产销售环节需要14个月（约60周=24周+3周+24周+3周+6周），影响时间最长可持续至引种量中断后的第33月（约142周=24周+41周+3周+24周+41周+9周）。

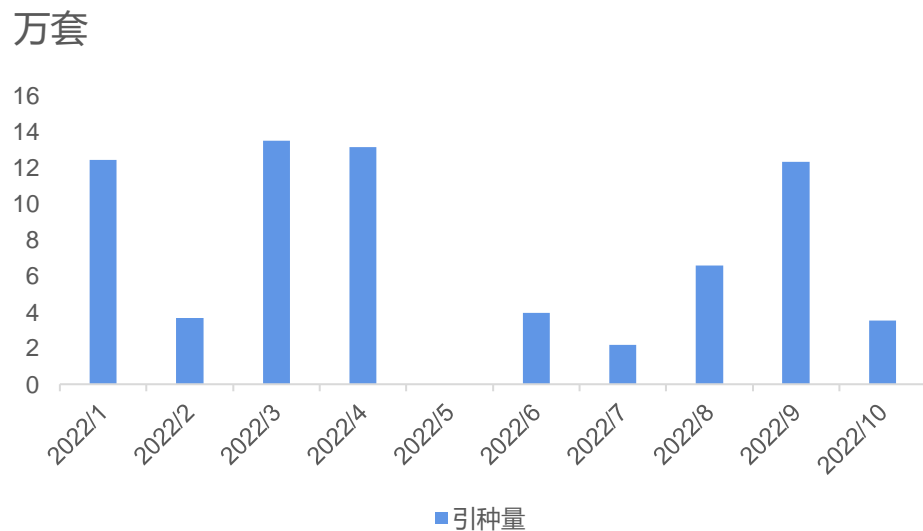
图表39：白羽鸡生产周期



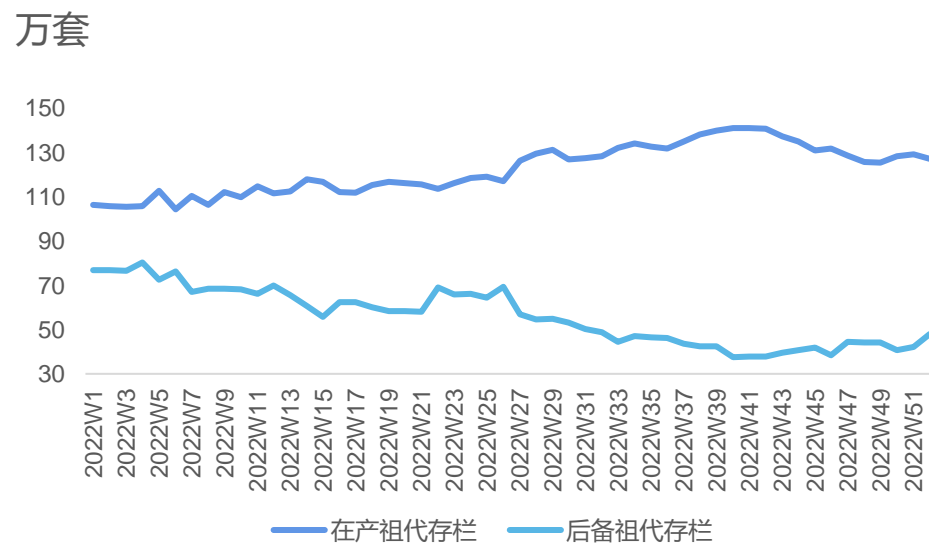
3.1 白羽鸡行业拐点将至，盈利有望改善

- ◆ **海外爆发高致病性禽流感，2022年5-7月引种量受到较大影响。**2022年4月份以来多个国家发生禽流感，海关总署发布《禁止从动物疫病流行国家地区输入的动物及其产品一览表》，其中进口禽类及其产品禁止国家包括：加拿大、法国、西班牙、荷兰、意大利、英国、德国等国家。因此，5-7月祖代种鸡引种量受到了较大影响，其中5月引种量为0，6月引种量为3.97万套，7月引种量为2.2万套。
- ◆ **海外引种停滞，后备祖代存栏显著下降，后续产能有望持续去化。**由于2022年5-7月的海外引种量的停滞，后备祖代存栏由高位快速下降，难以对在产祖代存栏量形成支撑。由于祖代在产存栏为父母代出栏量的一阶导，为商品代出栏量的二阶导，祖代在产存栏的下行将进一步影响父母代出栏量和商品代的出栏量，行业产能有望持续去化，商品鸡毛鸡供给量易跌难涨。

图表40：海外禽流感爆发导致5月引种量中断



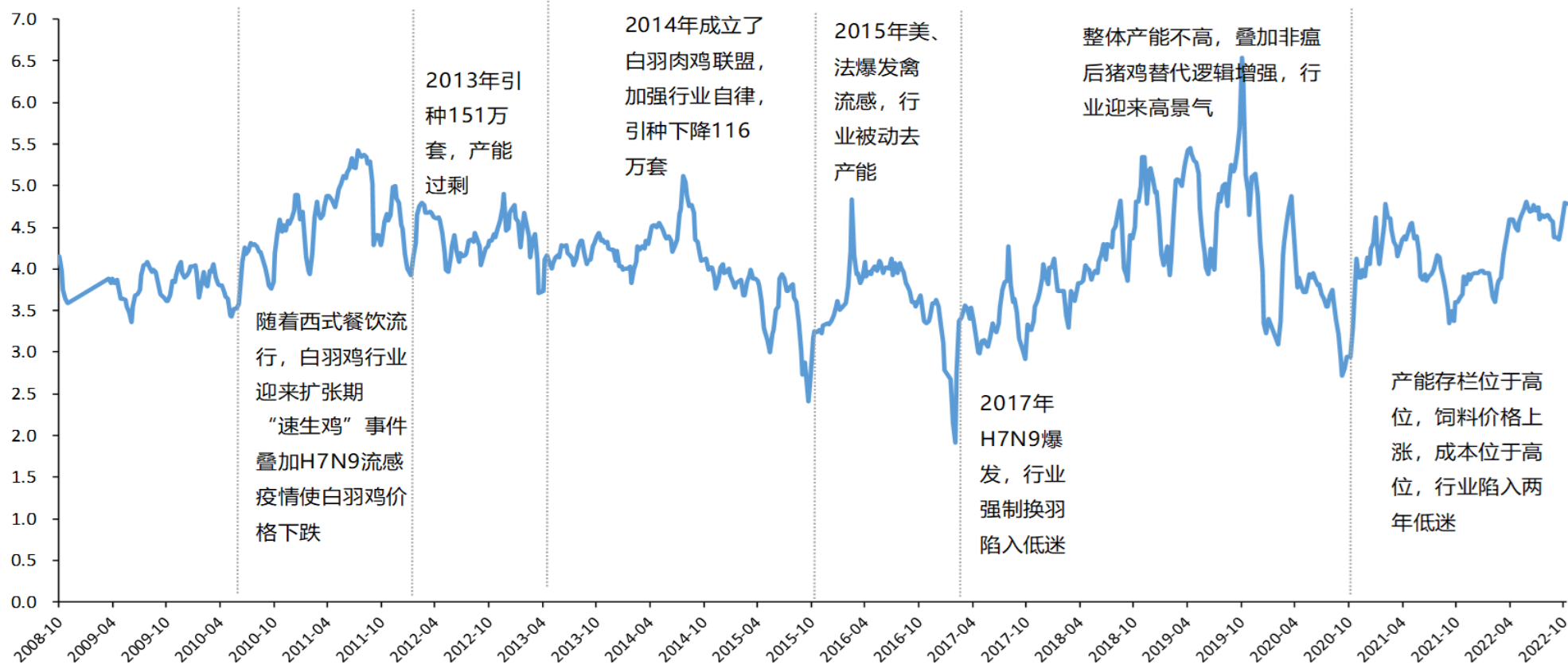
图表41：后备祖代存栏快速下降



3.1 白羽鸡行业拐点将至，盈利有望改善

◆ 供给端决定鸡肉价格中枢，需求端以强化作用为主。通过复盘白羽鸡价格历史周期，我们发现，白羽鸡的行业周期通常持续2-3年，主要系供给端的变动对于鸡肉价格是决定作用，其影响时长可达2-3年，需求端对于价格的影响更多的是强化作用。过去多轮周期中，海外禽流感爆发、引种中断，经过十四个月的传导对于鸡肉价格均产生了显著影响。从需求端来看，非洲猪瘟后，白羽鸡替代消费需求的高涨和H7N9流感在均在特定时间点强化了供给端变动的的影响。因此，我们认为本次引种量的中断经过十四个月的传导，有望提振2023年鸡肉价格，引发新一轮周期轮动。

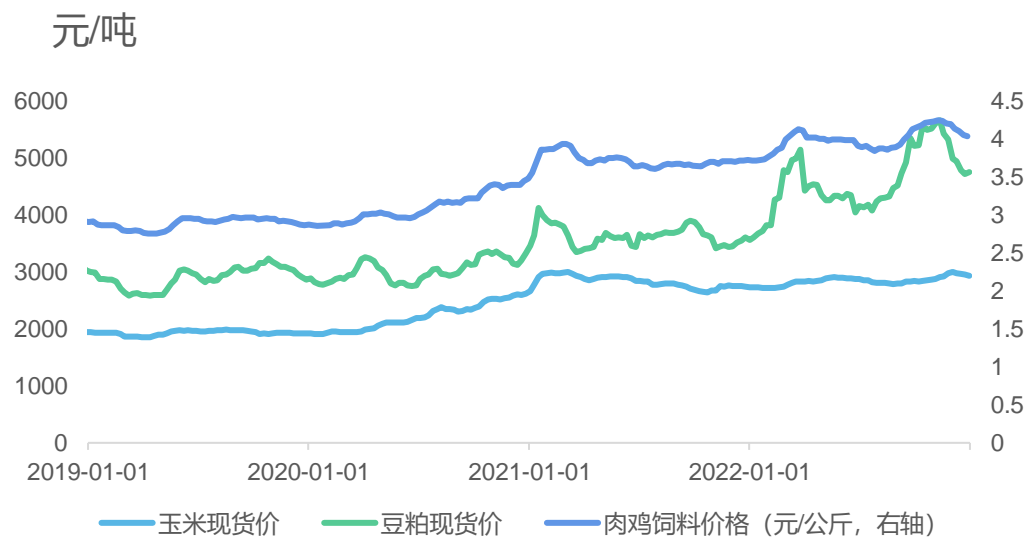
图表42：白羽鸡历史价格周期复盘（毛鸡价格，元/斤）



3.1 白羽鸡行业拐点将至，盈利有望改善

- ◆ 白羽鸡行业成本以饲料为主，约占60%-70%。根据卓创资讯，肉鸡养殖过程中鸡苗及饲料分别占养殖总成本10%-15%、60%-70%。其中，饲料的主要成本为玉米和豆粕。2022年，由于拉尼娜现象和国内玉米去库存基本完成，豆粕价格大幅上涨，玉米价格高位运行，带动肉鸡饲料价格整体高位运行，提高了白羽肉鸡的养殖成本。
- ◆ 2022/2023年度全球大豆确定性增产，叠加白羽鸡饲用需求有望下行，饲料成本易跌难涨。随着2022/2023年度，中国大豆主要进口国确定性增产，中国大豆进口量有望提高，豆粕价格高位运行的局面有望进一步改善，叠加白羽鸡饲用需求有望下行，饲料成本有望进一步改善，进一步打开行业盈利空间。

图表43：2019年以来饲料价格和玉米豆粕价格走势



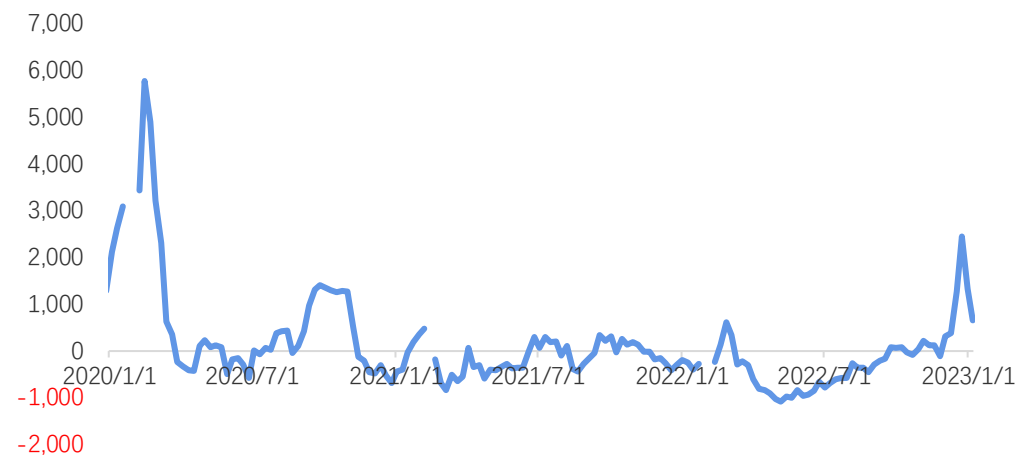
3.1 白羽鸡行业拐点将至，盈利有望改善

- ◆ 2022年上半年以来，鸡肉综合售价持续低迷，屠宰环节持续亏损。白羽鸡行业产业链分工较为成熟，由上至下分为祖代场、父母代场、养殖户、和屠宰场四个环节。2022年H1，下游鸡肉价格持续低迷，带动屠宰场持续亏损。对于公司来说，屠宰环节持续亏损，公司减少生鲜品产量，出售部分毛鸡。

图表44：鸡肉综合售价（元/吨）



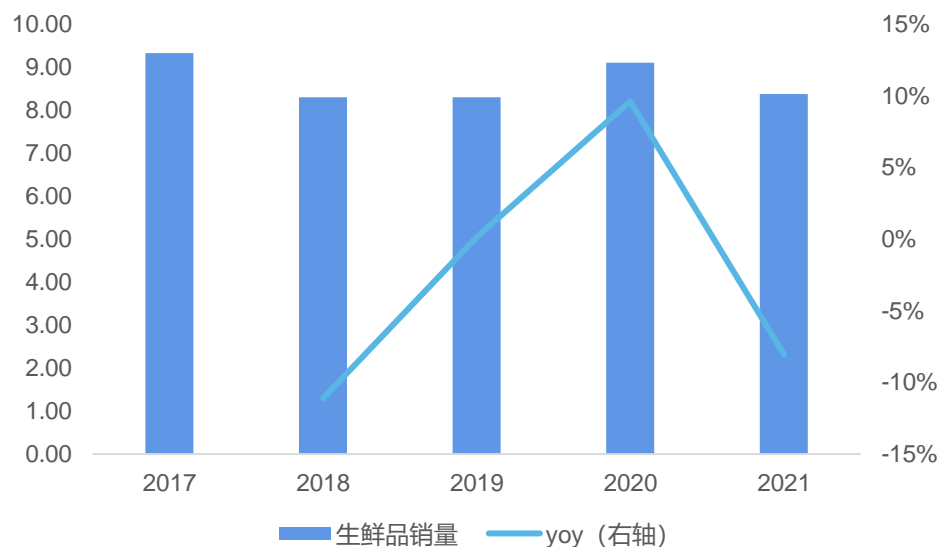
图表45：屠宰场盈利情况（元/吨）



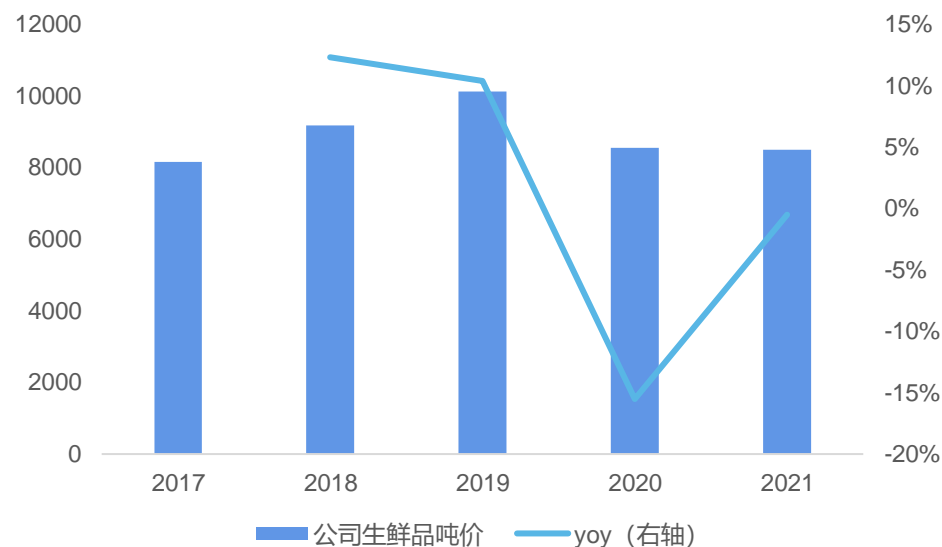
3.2 生鲜品销量基本稳定，有望增强业绩弹性

- ◆ 生鲜品销量基本稳定，价格随行就市。从销量上来讲，2017-2021年，公司生鲜品销量基本维持在8万吨-10万吨之间，销量基本稳定。从价格上来讲，公司生鲜品价格主要随行就市，价格波动较大。2017年-2021年，公司生鲜品价格先升后降，基本与历史周期行情趋同。
- ◆ 2023年，随着鸡肉价格行情回暖，公司生鲜品销量将进一步增加。2022年，由于下游鸡肉行情低迷，屠宰亏损严重，公司出售了一部分商品代毛鸡，我们预计生鲜品销量会出现较大下滑。随着公司募投项目以及相关改造产能达产后，公司屠宰产能由5000万羽增加至1亿羽，叠加下游鸡肉价格行情改善，我们预计2023年公司产品仍将以生鲜品和调理品为主，生鲜品销量有望在恢复历史基础上进一步增长。

图表46：公司生鲜品销量（万吨）



图表47：公司生鲜品吨价（元/吨）



3.2 生鲜品销量基本稳定，有望增强业绩弹性

- ◆ 结合白羽鸡周期波动的特性，我们认为，公司生鲜品业务有望贡献公司短期盈利弹性：
- ◆ 受2022年5-7月海外引种暂停影响，经过14个月的传导，预计2023年下半年鸡肉价格有望明显上行，白羽鸡行业拐点将至。而受益于鸡肉价格的上涨，公司生鲜品价格和毛利将会迎来显著改善，在公司产能有所保障的前提下，有望贡献公司2023年业绩弹性。据我们测算，若2023年鸡肉价格较2021年增加5%，在0%-30%销量涨幅下，公司生鲜品收入最大有望增厚2.60亿元。以此类推，我们做了如下测算：

图表48：公司营收对鸡肉销量和价格变动的敏感性分析（万吨）

		销量变动幅度							最大增厚营收（亿元）
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	
价格变动幅度	0%	7.1	7.5	7.8	8.2	8.5	8.9	9.3	2.13
	5%	7.5	7.8	8.2	8.6	9.0	9.3	9.7	2.60
	10%	7.8	8.2	8.6	9.0	9.4	9.8	10.2	3.06
	15%	8.2	8.6	9.0	9.4	9.8	10.2	10.6	3.52
	20%	8.5	9.0	9.4	9.8	10.2	10.7	11.1	3.98
	25%	8.9	9.3	9.8	10.2	10.7	11.1	11.6	4.45
	30%	9.3	9.7	10.2	10.6	11.1	11.6	12.0	4.91
	最大增厚营收	2.13	2.60	3.06	3.52	3.98	4.45	4.91	

- ◆ 一、春雪食品：致力于转型食品消费企业的鸡肉调味品龙头
- ◆ 二、调味品：行业潜力较高，公司盈利能力有望改善
- ◆ 三、生鲜品：白羽鸡行业拐点将至，公司利润增厚可期
- ◆ **四、盈利预测与投资评级**
- ◆ 五、风险提示

4 盈利预测与投资建议

- ◆ **调味品业务：**我们认为，调味品行业具有潜力，公司优势明显，预计随着公司产能的扩大，公司销量和销售收入将会持续增长，我们预计，2022-2024年增速分别为+13%/+25%/+20%；
- ◆ **生鲜品业务：**我们认为，白羽鸡即将迎来周期拐点，随着2023年鸡肉价格回暖，公司生鲜品销量亦会有所上升，我们预计，2022-2024年收入增速分别为-28%/+80%/+39%。
- ◆ **养殖：**我们预计，随着鸡肉价格的改善，公司将会减少商品代毛鸡的出售量，增加屠宰量。因此，毛鸡收入会有所下降。
- ◆ **综上所述，我们预计2022-2024年公司实现营收23.02/27.9/34.5亿元。**

图表49：主营业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
调味品					
收入 (百万)	1008.6	1059.7	1200.0	1500.0	1800.0
yoy	3%	5%	13%	25%	20%
销量 (万吨)	5.2	5.4	6.0	7.5	9.0
yoy	8%	5%	10%	25%	20%
毛利率	19%	15%	17%	18%	20%
毛利	190.8	155.0	204.0	262.5	360.0
生鲜品					
收入 (百万)	777.7	711.6	512.2	920.0	1280.0
yoy	-7%	-9%	-28%	80%	39%
销量 (扣除自用, 万吨)	9.1	8.4	6.0	9.7	13.9
yoy	10%	-8%	-29%	63%	44%
毛利率	9%	2%	3%	13%	10%
毛利	69.5	12.3	17.9	116.2	125.2
商品代毛鸡					
收入 (百万)		245.5	489.8	270.0	270.0
yoy			100%	-45%	0%
销量 (万吨)		2.9	5.2	2.6	2.6
yoy			81%	-50%	0%
毛利率		4%	9%	18%	18%
毛利		8.8	45.0	47.6	47.6
其他(饲料、肥料)					
收入	76.7	16.6	100.0	100.0	100.0
合计					
收入 (百万)	1863.0	2033.4	2302.0	2790.0	3450.0
yoy		9%	13%	21%	24%
毛利	260.3	176.1	266.9	426.3	532.8

- ◆ 生鲜品业务盈利回升，调理品业务持续增长，公司作为主要布局白羽鸡下游产业链的企业，有望在分享行业拐点到来红利的同时，兼备长期成长价值。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.15/2.35/2.98亿元，对应PE分别为25.26/12.32/9.74倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2033	2302	2790	3450
增长率(%)	9	13	21	24
归母净利润（百万元）	57	115	235	298
增长率(%)	-62	103	105	27
摊薄每股收益（元）	0.28	0.57	1.18	1.49
ROE(%)	5	10	17	17
P/E	60.86	25.26	12.32	9.74
P/B	3.91	2.45	2.04	1.69
P/S	2.10	1.26	1.04	0.84
EV/EBITDA	33.85	15.36	7.62	5.62

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- ◆ 一、春雪食品：致力于转型食品消费企业的鸡肉调味品龙头
- ◆ 二、调味品：行业潜力较高，公司盈利能力有望改善
- ◆ 三、生鲜品：白羽鸡行业拐点将至，公司利润增厚可期
- ◆ 四、盈利预测与投资评级
- ◆ 五、风险提示

- 1、发生疫情的风险。**公司主要生产经营环节包括委托养殖商品代肉鸡，在饲养过程中可能会出现如新城疫、H7N9等疾病，疫情的传播将影响消费者心理，降低鸡肉产品的市场需求，影响公司的经营业绩；另外，疫情流行时主要控制措施包括疫苗接种、隔离甚至强制扑杀等，上述措施均会不同程度增加公司的支出或成本。
- 2、雏鸡价格波动风险。**雏鸡是公司重要的生产要素之一，雏鸡的采购价格将直接影响公司的生产成本和盈利水平。公司雏鸡来源于外购，如果雏鸡的市场价格出现剧烈变化，且公司未能通过提高产品售价等有效的措施抵消雏鸡价格上涨的因素，将可能对公司经营业绩产生一定的影响。
- 3、饲料成本上升的风险。**公司主要产品的销售成本中饲料成本占比较高，饲料的主要原料是玉米、豆粕，占饲料成本比例约70%。随着公司生产规模的扩大，对玉米、豆粕等原材料的需求将持续增长。玉米、豆粕等原材料供应量受国际贸易、国内产量、气候及自然灾害等多种因素的影响，若玉米、豆粕等原材料因国内外种植面积减少、产地气候反常、严重自然灾害等减产，或受国际贸易摩擦等因素影响，供应量下降，导致不能满足公司生产需求，影响公司正常经营，将对公司业绩产生不利影响。
- 4、环境保护风险。**公司从事白羽鸡鸡肉食品生产加工业务不属于重污染行业，但养殖及生产过程中的废水、废气、废弃物等对于环境有一定的影响。虽然公司对环境因素识别评价程序、水污染防治控制程序、大气污染防治控制程序、固体废弃物污染防治控制程序、应急准备和响应控制程序等环境管理各个方面均有全面的内控制度，并取得了排污许可证等环保资质，但是在今后的生产经营过程中若环境保护不力，出现环境污染事故，存在被监管机关处罚的风险。
- 5、公司业绩不及预期的风险。**公司业绩受到白羽鸡行情及鸡肉价格的影响，历史上白羽鸡价格起伏较大，行业内企业业绩波动也较大，由于存在价格走势的不确定性，公司业绩存在不及预期的风险。
- 6、小市值公司二级市场流动性风险。**小市值公司抗风险能力差，相对大公司更容易受到市场和宏观经济的影响，小市值公司股价波动大，易存在投资风险。
- 7、中国与国际同行（市场）并不具有完全可比性，相关数据仅供参考。**

春雪食品盈利预测表

证券代码： 605567

股价： 14.50

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20230324

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					每股指标与估值				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	474	495	692	903	营业收入	2033	2302	2790	3450	每股指标				
应收款项	79	113	119	168	营业成本	1852	2035	2364	2917	EPS	0.35	0.57	1.18	1.49
存货净额	286	302	381	462	营业税金及附加	8	9	11	13	BVPS	5.45	5.93	7.10	8.59
其他流动资产	57	71	77	101	销售费用	51	58	70	86	估值				
流动资产合计	896	981	1269	1634	管理费用	42	58	59	72	P/E	60.9	25.3	12.3	9.7
固定资产	424	445	464	481	财务费用	13	2	2	0	P/B	3.9	2.4	2.0	1.7
在建工程	168	168	168	168	其他费用/(-收入)	4	5	6	7	P/S	2.1	1.3	1.0	0.8
无形资产及其他	106	105	104	103	营业利润	66	137	280	355	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	1	0	0	0	盈利能力				
资产总计	1595	1700	2005	2387	利润总额	68	137	280	355	ROE	5%	10%	17%	17%
短期借款	184	184	184	184	所得税费用	11	22	45	57	毛利率	9%	12%	15%	15%
应付款项	208	221	278	338	净利润	57	115	235	298	期间费率	5%	5%	5%	5%
预收帐款	1	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	3%	5%	8%	9%
其他流动负债	87	85	98	122	归属于母公司净利润	57	115	235	298	成长能力				
流动负债合计	481	490	560	644	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	9%	13%	21%	24%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	101	97	253	268	利润增长率	-62%	103%	105%	27%
其他长期负债	24	24	24	24	净利润	57	115	235	298	营运能力				
长期负债合计	24	24	24	24	少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	1.27	1.35	1.39	1.45
负债合计	505	514	585	668	折旧摊销	38	30	32	34	应收账款周转率	25.81	20.36	23.36	20.53
股本	200	200	200	200	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	7.11	7.62	7.32	7.47
股东权益	1090	1185	1421	1718	营运资金变动	-8	-55	-21	-70	偿债能力				
负债和股东权益总计	1595	1700	2005	2387	投资活动现金流	-183	-50	-50	-50	资产负债率	32%	30%	29%	28%
					资本支出	-179	-50	-50	-50	流动比	1.86	2.00	2.26	2.54
					长期投资	0	0	0	0	速动比	1.23	1.35	1.55	1.79
					其他	-4	0	0	0					
					筹资活动现金流	399	-27	-7	-7					
					债务融资	-110	0	0	0					
					权益融资	558	0	0	0					
					其它	-49	-27	-7	-7					
					现金净增加额	316	20	197	212					

农业小组介绍

程一胜，农业首席分析师，上海财经大学硕士，曾先后就职于中银证券和方正证券。2022年Choice最佳分析师第2名；2022年中国证券业分析师金牛奖第4名；2022年卖方分析师水晶球奖总榜单第5名（公募榜单第4名），2020年水晶球公募榜单第5名；2022年新浪财经金麒麟最佳分析师第5名；2022年第20届新财富最佳分析师第6名。

熊子兴，研究生毕业于美国福特汉姆大学，本科毕业于湖南大学，曾在方正证券和国元证券从事农业研究，目前主要覆盖动保、生猪板块。

王思言，研究生毕业于格拉斯哥大学，本科毕业于中国人民大学，覆盖养殖、饲料、宠物板块。

分析师承诺

程一胜，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 农业研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区上海市黄浦区中山南路988号绿地外滩中心C17F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597