

民和股份 (002234.SZ)

买入

2022 年报及 2023 一季报点评：23Q1 归母净利润同比+131%，有望受益白鸡板块景气上行

核心观点

22 年业绩承压明显，23Q1 业绩大幅回暖。公司 2022 年实现营业收入 16.09 亿元，较上年同期-9.39%，实现归属于母公司所有者的净利润-4.52 亿元，较上年同期-1049.51%，收入利润承压主要系全年白羽肉鸡鸡苗销量减少且价格低迷。从单季度表现来看，受年后鸡苗价格持续攀升影响，公司业绩大幅回暖，23Q1 营业收入同比+133.84%至 5.78 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比+131.09%至 5686 万元。

22 年鸡苗量价齐减，单羽亏损近 1 元。公司 22 全年鸡苗销量 2.59 亿羽，同比-16.18%，实现收入 5.65 亿元，对应单羽均价为 2.18 元，考虑到公司鸡苗完全成本在 3 元/羽附近，单羽亏损约 1 元左右。另外公司 22 全年鸡肉制品销量为 7.32 万吨，实现收入 8.41 亿元，单吨价格约 1.15 万元，单吨毛利约-570 元。

23Q1 鸡苗业务量价齐升。公司 23Q1 鸡苗销量 6870.67 万羽，同比+9.84%，合计收入 2.78 亿元，同比+303.54%，对应单羽价格 4.05 元，同比+267.37%。

未来预计新增鸡苗产能 1 亿羽、鸡肉熟食制品 6 万吨。鸡苗业务方面，公司目前公司商品代雏鸡产能超过 3 亿羽，计划通过非公开募集资金建设项目将新增 1 亿羽/年商品代雏鸡的产能，能够进一步带动公司业绩的增长。鸡肉制品业务方面，公司正积极向产业下游鸡肉制品深加工环节进行拓展，计划募投新增鸡肉熟食制品合计 6 万吨，鸡肉熟食制品等深加工环节的利润通常较为稳定，有望为公司提供较为稳定的收益。

海外引种受阻或推动供给趋紧，消费中枢上移或支撑独立周期，2023 年白羽肉鸡板块有望开启高景气。受 2022 年 5 月以来的海外祖代引种收缩影响，国内父母代白羽肉鸡鸡苗供应已于 2022 年末开始减少，对应 2023 年 Q3 起行业商品代鸡苗及毛鸡供给或趋紧，同时近年来白鸡进入家庭消费，消费中枢趋势上移或支撑板块开启独立周期，因此我们认为 2023 年白鸡板块有望开启高景气。民和股份主营鸡苗及鸡肉制品销售，业绩有望受益白鸡板块景气回升。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：白鸡板块有望景气上行，公司鸡苗业绩或迎高弹性回升，屠宰盈利亦有望修复，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.46/9.12/0.56 亿元，EPS 分别为 0.99/2.61/0.16 元，对应 PE 分别为 19.0/7.2/117.3，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,775	1,609	2,377	3,205	2,306
(+/-%)	5.6%	-9.4%	47.8%	34.8%	-28.0%
净利润(百万元)	48	-452	346	912	56
(+/-%)	-28.6%	-1049.5%	-176.5%	163.8%	-93.9%
每股收益(元)	0.14	-1.30	0.99	2.61	0.16
EBIT Margin	9.1%	-22.8%	13.5%	28.7%	1.6%
净资产收益率 (ROE)	1.5%	-16.9%	11.9%	25.7%	1.6%
市盈率 (PE)	138.2	-14.6	19.0	7.2	117.3
EV/EBITDA	25.2	-36.0	15.3	6.9	30.4
市净率 (PB)	2.10	2.46	2.26	1.85	1.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 养殖业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruihan@guosen.com.cn

S0980523030001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	
收盘价	18.85 元
总市值/流通市值	6578/5720 百万元
52 周最高价/最低价	23.80/13.82 元
近 3 个月日均成交额	241.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

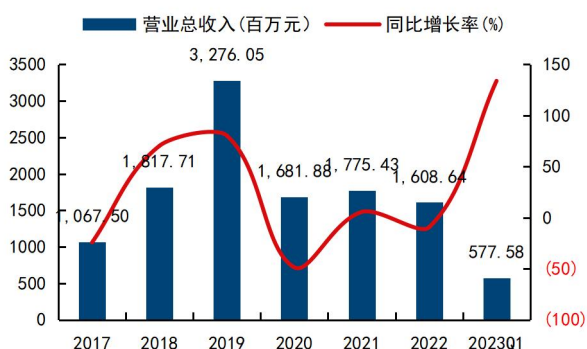
相关研究报告

22 年业绩承压明显，23Q1 业绩大幅回暖。公司 2022 年实现营业收入 16.09 亿元，较上年同期-9.39%，实现归属于母公司所有者的净利润-4.52 亿元，较上年同期-1049.51%，收入利润承压主要系全年白羽肉鸡鸡苗销量减少且价格低迷。从单季度表现来看，受年后鸡苗价格持续攀升影响，公司业绩大幅回暖，23Q1 营业收入同比+133.84%至 5.78 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比+131.09%至 5686 万元。

22 年鸡苗量价齐减，单羽亏损近 1 元。公司 22 全年鸡苗销量 2.59 亿羽，同比-16.18%，实现收入 5.65 亿元，对应单羽均价为 2.18 元，考虑到公司鸡苗完全成本在 3 元/羽附近，单羽亏损约 1 元左右。另外公司 22 全年鸡肉制品销量为 7.32 万吨，实现收入 8.41 亿元，单吨价格约 1.15 万元，单吨毛利约-570 元。

23Q1 鸡苗业务量价齐升。公司 23Q1 鸡苗销量 6870.67 万羽，同比+9.84%，合计收入 2.78 亿元，同比+303.54%，对应单羽价格 4.05 元，同比+267.37%。

图1: 民和股份营业收入及增速



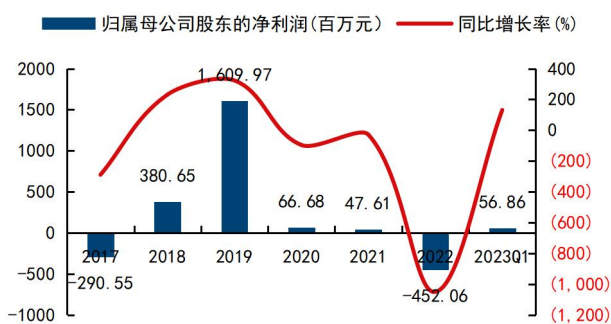
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 民和股份单季营业收入及增速



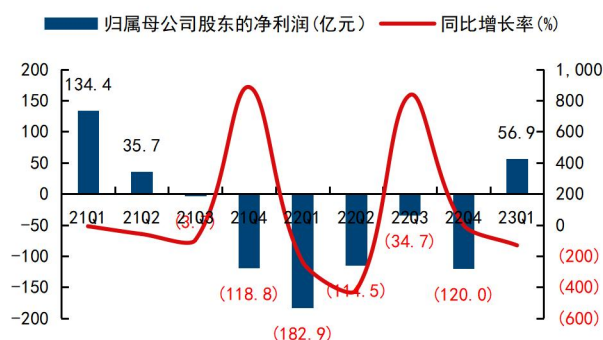
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 民和股份归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

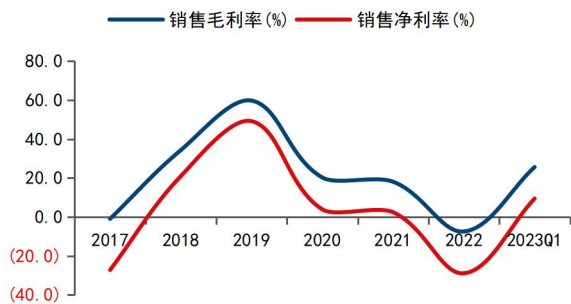
图4: 民和股份单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

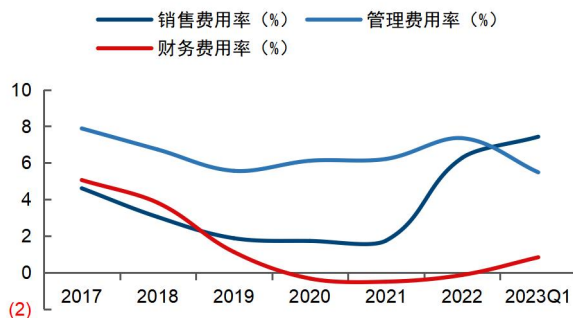
22 年利润率承压，23 年利润率大幅回升。受苗价低迷影响以及下游业务扩张导致的销售费用增加影响，公司 2022 年销售毛利率及销售净利润均降至负值。但 23Q1 苗价持续回升以及管理费用优化，公司 23Q1 年销售毛利率大幅回升至 25.59%，销售净利率大幅回升至 9.43%。

图5: 民和股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

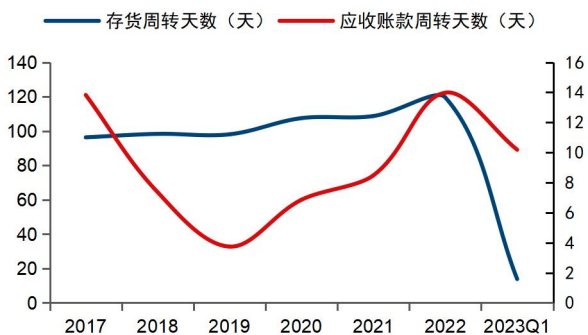
图6: 民和股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

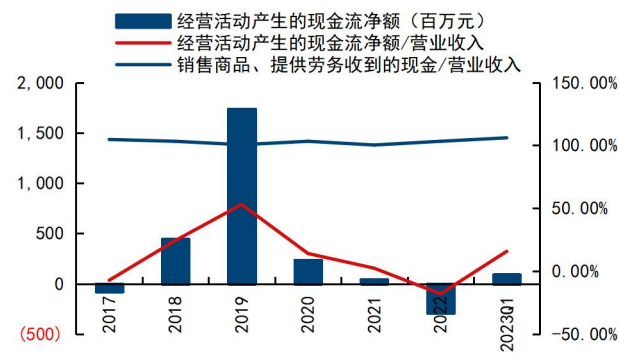
23Q1 资金、资产周转明显加快。2022 年受低迷行情影响, 公司销售回款明显放缓。2023 年随下游养殖盈利回升, 养户补栏积极性高, 公司经营性资金及流动资产周转明显改善, 23Q1 经营性现金流净额 9141 万元, 经营性现金流净额占营业收入比例为 15.83% (较 22 全年+33.79pcts), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 106.03% (较 22 全年+2.77pcts)。在主要流动资产周转方面, 23Q1 年公司存货周转天数降至 13.8 天 (较 22 全年-88.44%), 应收账款周转天数达 10.2 天 (较 22 全年同比-27.15%)。

图7: 民和股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 民和股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 白鸡板块有望景气上行, 公司鸡苗业绩或迎高弹性回升, 屠宰盈利亦有望修复, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.46/9.12/0.56 亿元, EPS 分别为 0.99/2.61/0.16 元, 对应 PE 分别为 19.0/7.2/117.3, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	22A	23E	24E	22A	23E	24E			
002458	益生股份	14.06	139.60	1.39	1.65	0.03	10	9	469	买入		
002299	圣农发展	21.18	263.40	0.33	1.35	1.58	64	16	13	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	656	778	726	1116	1266	营业收入	1775	1609	2377	3205	2306
应收款项	62	74	79	122	90	营业成本	1455	1729	1792	1906	1976
存货净额	494	550	552	606	613	营业税金及附加	8	10	12	16	12
其他流动资产	359	255	311	525	349	销售费用	31	101	77	120	102
流动资产合计	1571	1657	1668	2369	2317	管理费用	110	118	157	215	159
固定资产	1724	1774	1858	1903	1934	研发费用	11	18	17	26	20
无形资产及其他	90	89	86	84	81	财务费用	(9)	(2)	21	14	7
投资性房地产	162	172	172	172	172	投资收益	(9)	(24)	8	12	9
长期股权投资	295	263	263	263	263	资产减值及公允价值变动	141	86	50	20	20
资产总计	3841	3955	4047	4791	4767	其他收入	(270)	(181)	(17)	(26)	(20)
短期借款及交易性金融负债	424	998	785	855	783	营业利润	43	(465)	359	939	59
应付款项	117	114	121	134	133	营业外净收支	(0)	0	(3)	(1)	(1)
其他流动负债	63	60	96	88	87	利润总额	43	(465)	356	939	58
流动负债合计	604	1173	1002	1077	1002	所得税费用	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(5)	(13)	10	26	2
其他长期负债	109	112	126	139	149	归属于母公司净利润	48	(452)	346	912	56
长期负债合计	109	112	126	139	149	现金流量表 (百万元)					
负债合计	713	1285	1129	1216	1152	净利润	48	(452)	346	912	56
少数股东权益	2	(4)	3	21	22	资产减值准备	2	(55)	12	2	2
股东权益	3126	2674	2916	3554	3593	折旧摊销	128	148	183	203	218
负债和股东权益总计	3841	3955	4047	4791	4767	公允价值变动损失	(141)	(86)	(50)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	(9)	(2)	21	14	7
每股收益	0.14	(1.30)	0.99	2.61	0.16	营运资本变动	(427)	(32)	7	(292)	210
每股红利	0.34	0.06	0.30	0.78	0.05	其它	5	42	(5)	16	(1)
每股净资产	8.96	7.66	8.36	10.19	10.30	经营活动现金流	(384)	(435)	493	821	465
ROIC	5.74%	-10.88%	9%	25%	1%	资本开支	0	(227)	(227)	(227)	(227)
ROE	1.52%	-16.91%	11.86%	25.67%	1.56%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	18%	-7%	25%	41%	14%	投资活动现金流	14	(196)	(227)	(227)	(227)
EBIT Margin	9%	-23%	14%	29%	2%	权益性融资	(0)	6	0	0	0
EBITDA Margin	16%	-14%	21%	35%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	-9%	48%	35%	-28%	支付股利、利息	(120)	(19)	(104)	(274)	(17)
净利润增长率	-29%	-1050%	-176%	164%	-94%	其它融资现金流	521	784	(213)	70	(72)
资产负债率	19%	32%	28%	26%	25%	融资活动现金流	281	752	(317)	(204)	(89)
股息率	1.8%	0.3%	1.6%	4.2%	0.3%	现金净变动	(89)	122	(51)	390	149
P/E	138.2	(14.6)	19.0	7.2	117.3	货币资金的期初余额	745	656	778	726	1116
P/B	2.1	2.5	2.3	1.9	1.8	货币资金的期末余额	656	778	726	1116	1266
EV/EBITDA	25.2	(36.0)	15.3	6.9	30.4	企业自由现金流	0	(477)	285	605	237
						权益自由现金流	0	307	50	660	158

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032