

民和股份(002234)

报告日期: 2023年07月11日

周期临近, 食品助力新成长

——民和股份深度报告

投资要点

- 深耕肉种鸡多年, 产业链继续延伸。**公司三十多年来一直致力于父母代肉种鸡饲养和商品代肉雏鸡的生产, 已初步建立起了以父母代肉种鸡饲养、商品代肉雏鸡生产销售为核心, 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。截至2020年, 公司存栏父母代肉种鸡约330万套, 可年孵化商品代肉鸡3亿多只、年出栏并屠宰商品代肉鸡3,000多万只。
- 祖代引种受限, 供给收紧周期将至。**自2021年全球再次爆发禽流感大流行, 祖代生产基地包括欧洲、美国和新西兰, 其中欧洲在2015年禽流感爆发封关后至今未予复关, 美国47个州均受到禽流感侵袭, 4个主要祖代生产州目前仅剩阿拉巴马州可对外供种, 新西兰方面, 新西兰安伟捷暂时无法对外供种, 仅科宝可引进, 预计祖代引种受限问题短期内无法缓解。国内自2022年5月至今, 海外引种同比大幅减少, 根据协会数据, 2022年国内祖代种鸡更新量约96万套, 同比减少约25%, 且海外品种仅占比35%, 祖代更新的品种结构问题将加剧产业链的供应短缺。**从产能周期来看, 在产祖代存栏在2022年10月出现拐点, 在产祖代从2022年初至10月份一直处于增长趋势, 随后开始进入产能去化, 截至2023年5月末, 在产祖代存栏为112万套, 相较于高点已去化20.6%, 且引种断档后祖代后备存栏一直处于较低水平, 预计祖代在产还将继续下降。而在产父母代存栏也在2023年5月出现拐点, 根据协会数据, 父母代在产存栏在4月份达到2261万套的高点后开始逐渐去化。**
- 立足苗鸡主业, 产业链延伸食品端。**公司通过定增将新增1亿羽鸡苗产能的建设, 有望在下一轮景气周期达产, 助力业绩的大幅增长。另外, 公司在原有养殖屠宰业务基础上开始继续向下游延伸至食品端, 通过定增投资将新增6万吨的食品产能, 新设杭州民和悦和公司主要负责食品业务的线上销售工作, 未来食品业务有望成为公司重要的营收利润来源。
- 盈利预测与估值**
 公司为从事国内白羽肉鸡苗的龙头企业, 并向下游延伸产业链至食品端, 2021年定增加码主业发展。祖代引种受限导致的供给缺口短期难以恢复, 行业景气周期有望到来, 公司作为产业链上游的龙头企业, 将最先受益于行业的景气复苏, 实现丰厚业绩。从成长性来看, 随着新建产能的达产, 未来鸡苗产能将增加1亿羽, 另外食品业务的发力有望为公司营收利润的增长带来新的驱动力。
- 预计公司2023/24/25年分别实现营业收入26.26亿元、33.91亿元、32.59亿元, 同比增长63.27%/29.11%/-3.88%; 实现归母净利润为3.74亿元、9.13亿元、6.10亿元, 同比增长-144.16%/-33.11%。**
- 风险提示**
 (1) 动物疫病风险; (2) 鸡苗价格大幅波动风险; (3) 饲料原料价格波动风险。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 孟维肖
执业证书号: S1230521120002
mengweixiao@stocke.com.cn

研究助理: 王琪
wangqi02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥18.98
总市值(百万元) 6,623.26
总股本(百万股) 348.96

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1609	2626	3391	3259
(+/-) (%)	-9.39%	63.27%	29.11%	-3.88%
归母净利润	-452	374	913	610
(+/-) (%)	/	/	144.16%	-33.11%
每股收益(元)	-1.30	1.07	2.62	1.75
P/E	-14.65	17.72	7.26	10.85

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 预计公司 2023/24/25 年分别实现营业收入 26.26 亿元、33.91 亿元、32.59 亿元，同比增长 63.27%/29.11%/-3.88%；实现归母净利润为 3.74 亿元、9.13 亿元、6.10 亿元，同比增长-144.16%/-33.11%。

2) 预计公司 2023/24/25 年 EPS 分别为 1.07 /2.62 /1.75 元/股。公司在 2019-2020 年上一轮景气周期的 PE 在 9-11X，同时参考 2024 年预计可比公司行业的平均估值为 11.52X，因此给予公司 2024 年 PE 为 10X 估值，目标价为 26.2 元/股，给予“买入”评级。

● 关键假设

1) 商品代鸡苗:

销售量: 目前公司已拥有商品代肉鸡产能 3 亿羽以上，新建 1 亿羽产能预计在 2024 年年中达产，随着鸡苗行情的好转，预计公司 2023/24/25 年销售鸡苗 3.2 亿羽、3.4 亿羽、3.8 亿羽。

销售价格: 根据白羽鸡生产周期的传导，祖代供给短缺向下游传导稍滞后于父母代，预计 2023-2025 年商品代鸡苗销售均价 4.45、6.0、4.5 元/羽。

2) 鸡肉制品:

销售量: 随着公司潍坊和蓬莱两个熟食产能的逐步投产，预计未来食品销量保持 10%的增速增长。

销售价格: 鸡肉业务随着 23-24 年景气度提升价格逐步恢复，另外食品业务的拓展将拉高销售均价，预计销售均价增长 5%-10%，2025 年鸡肉价格有所回调使得销售均价增速降为 3%左右。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为虽然海外引种减少，但国产祖代在一定程度上弥补了缺口，目前在产父母代处于高位，鸡苗供应充足，超预期景气周期难以出现。但我们认为虽然祖代引种更新从总量上看缺口不大，但从结构上，2022 年更新量中科宝和国产品种合计占比达到 60%以上，而优质的安伟捷占比不足 20%，整体祖代的质量下降将加深祖代供应短缺矛盾，另外目前父母代在产存栏处于高位正是 2022 年 Q4 父母代鸡苗销量增长的合理传导，且存栏拐点已现，随着 2022 年 5 月以来祖代引种断档向下游传导节点临近，我们认为白羽鸡行业周期渐行渐近。

● 股价上涨的催化因素

1) 鸡苗价格超预期上涨；2) 祖代引种持续受限。

● 风险提示

(1) 动物疫病风险；(2) 鸡苗价格大幅波动风险；(3) 饲料原料价格波动风险。

正文目录

1 公司概况：聚焦产业链，由上至下延伸	6
1.1 发展历程：深耕肉种鸡，下游延伸寻找新成长	6
1.2 股权较为集中，实行基金奖励制	7
1.3 周期明显，营收及利润波动较大	8
2 行业：引种受限，供需缺口推升行业景气度	9
2.1 产肉效率突出，白羽鸡行业规模稳步增长	9
2.2 鸡肉预制品消费兴起，养殖企业具备先天优势	11
2.3 引种受限，白羽鸡行业进入新周期	14
3 公司：鸡苗业务稳步增长，下游拓展食品领域	19
3.1 深耕多年肉种鸡，鸡苗销量稳定增长	19
3.2 募投项目继续加码养殖端产能	21
3.3 下游拓展食品领域，打造新增长点	21
4 盈利预测	24
4.1 关键假设与盈利预测	24
4.2 估值与投资建议	25
5 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 主要子公司及业务.....	6
图 3: 公司主要业务及产品.....	7
图 4: 公司股权结构 (截至 23Q1)	7
图 5: 公司收入随周期波动明显 (亿元)	8
图 6: 公司归母净利润随周期波动明显 (亿元)	8
图 7: 鸡苗业务贡献主要营收 (亿元)	9
图 8: 鸡苗业务贡献主要毛利润 (亿元)	9
图 9: 公司与同行销售费用率比较 (%)	9
图 10: 公司与同行管理费用率比较 (%)	9
图 11: 全国白羽鸡出栏量持续增长 (亿羽)	10
图 12: 白羽鸡上市量增长高于其他肉鸡品种 (亿羽)	10
图 13: 国内肉类消费结构.....	10
图 14: 国内禽肉人均消费低于发达国家 (2018-2020 年均)	10
图 15: 各类畜禽料肉比参考值 (2016)	11
图 16: 禽肉生产过程排放温室气体较少 (2018)	11
图 17: 国内 2018 年肉类消费结构.....	11
图 18: 预计国内 2030 年肉类消费结构.....	11
图 19: 预制菜主要品类.....	12
图 20: 预制菜市场规模广阔.....	13
图 21: 国内每年预制菜相关企业注册数量 (家)	13
图 22: 鸡苗价格复盘 (元/羽)	15
图 23: 白羽鸡生产的代际与扩繁系数.....	15
图 24: 禽流感在全球最新发生情况.....	16
图 25: 美国各州爆发禽流感情况.....	16
图 26: 全球候鸟迁徙路线.....	17
图 27: 北美候鸟迁徙路线及安伟捷美国生产基地.....	17
图 28: 主要白羽鸡祖代生产国产能情况 (2018)	17
图 29: 各主要祖代生产地的封关情况.....	17
图 30: 2010-2023Q1 国内祖代引种及更新情况 (万套)	18
图 31: 引种更新品种结构 (2018)	18
图 32: 引种更新品种结构 (2022)	18
图 33: 祖代存栏情况 (万套)	19
图 34: 父母代存栏情况 (万套)	19
图 35: 父母代鸡苗价格 (元/套)	19
图 36: 商品代鸡苗价格 (元/羽)	19
图 37: 公司鸡苗销量 (万羽)	20
图 38: 公司鸡苗收入 (万元)	20
图 39: 公司鸡苗销售均价 (元/羽)	20
图 40: 公司鸡苗单位生产成本 (元/羽)	20
图 41: 玉米价格 (元/吨)	21
图 42: 豆粕价格 (元/吨)	21

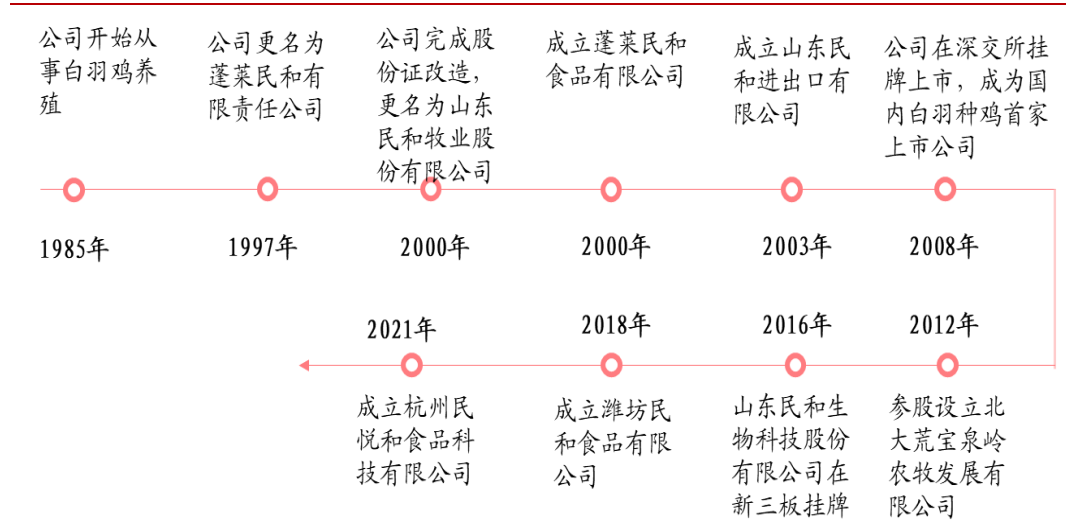
图 43: 公司鸡肉销量 (吨)	22
图 44: 公司鸡肉收入 (万元)	22
图 45: 公司鸡肉销售均价及单位成本 (元/吨)	22
图 46: 公司鸡苗及肉制品毛利率 (%)	22
图 47: 丰富的产品.....	23
图 48: 布局各大电商渠道.....	23
图 49: 公司 2023 年各电商平台 618 销售额大幅增长	24
图 50: 公司盈利预测 (百万元)	25
图 51: 公司历史 PE 估值.....	26
表 1: 历年激励基金提取情况.....	8
表 2: 养殖企业纷纷布局调理禽肉制品.....	14
表 3: 安伟捷在美生产基地州禽流感发生情况.....	17
表 4: 公司鸡苗成本拆分 (元/羽)	21
表 5: 2021 年定增募集资金投向养殖孵化产能建设	21
表 6: 公司鸡肉成本拆分 (元/吨)	23
表 7: 2021 年定增募集资金投向食品产能建设	24
表 8: 公司与可比公司估值 (2023.7.10)	26
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 公司概况：聚焦产业链，由上至下延伸

1.1 发展历程：深耕肉种鸡，下游延伸寻找新成长

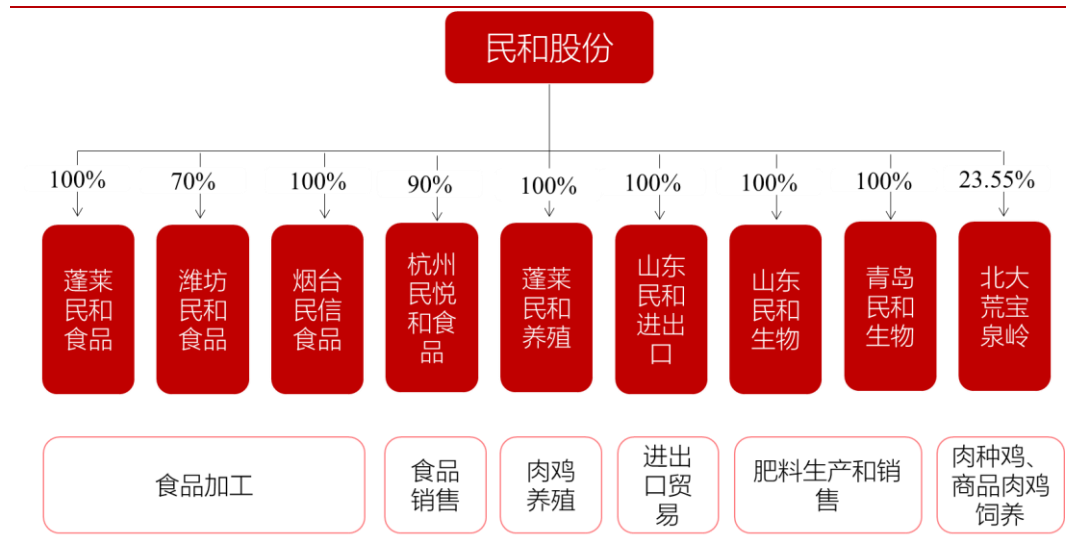
民和股份成立于1985年，主要业务为父母代种鸡养殖和商品鸡屠宰加工为主。公司三十多年来一直致力于父母代肉种鸡饲养和商品代肉雏鸡的生产。目前公司下设种鸡场、孵化厂、饲料厂、商品鸡基地、食品公司、进出口公司、生物科技公司等生产单位，已初步建立起了以父母代肉种鸡饲养、商品代肉雏鸡生产销售为核心，集肉鸡养殖、屠宰加工、有机废弃物资源化开发利用为一体的较为完善的循环产业链，实现了自动化、智能化、工厂化生产和集约化管理。截至2020年存栏父母代肉种鸡约330万套，年孵化商品代肉雏鸡3亿多只、年出栏并屠宰商品代肉鸡3,000多万只。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、爱企查、浙商证券研究所

图2：主要子公司及业务



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司核心业务主要有：商品代鸡苗的生产与销售、商品代肉鸡的饲养与屠宰加工；鸡肉制品的生产与销售；有机废弃物资源化开发利用。公司已形成了以父母代肉种鸡饲养和商品代肉雏鸡生产销售为核心，肉鸡饲养、屠宰加工、鸡肉熟食和调理品生产、有机废弃物资源化开发利用为辅助的经营模式。

图3：公司主要业务及产品

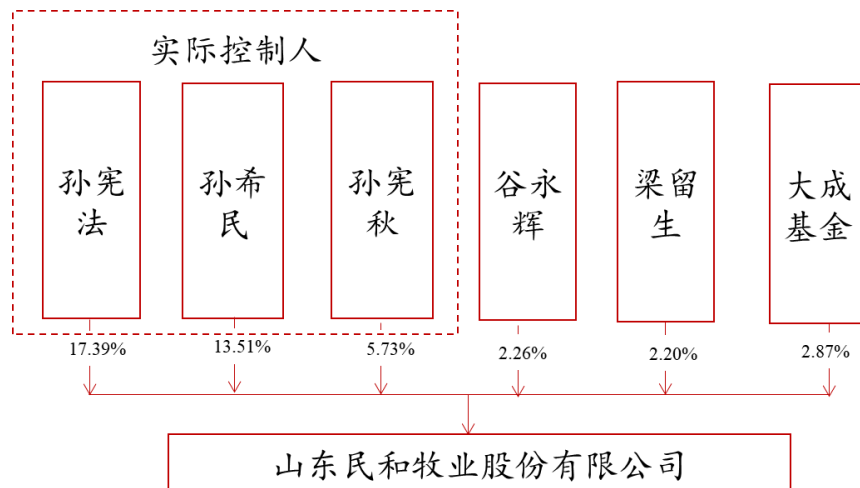


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.2 股权较为集中，实行基金奖励制

公司股权结构稳定。截止 2023 年 Q1，公司资深董事长孙希民先生、董事长兼总经理孙宪法先生、第三管理区经理孙宪秋女士合计持有公司股份 36.63%，为公司的实际控制人。

图4：公司股权结构（截至 23Q1）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

实行激励基金分配制。为充分调动公司中高层管理人员和骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起，公司在 2016 年推出《激励基金管理办法》，并在 2018 年更新。根据该办法，若当年合并报表中扣除非经常损益后归属于上市公司股东的

司股东的净利润为正方可提取，提取额度为扣除非经常损益后合并报表中归属于上市公司股东的净利润（为提取激励基金前数据）的5%—20%，实际提取额度在规定范围内由管理层提出。

表1: 历年激励基金提取情况

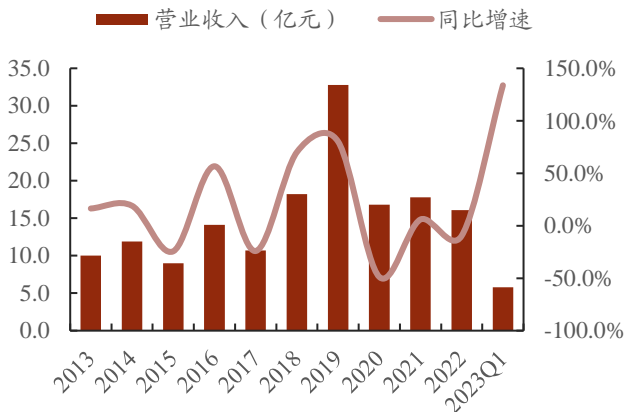
年份	提取奖励基金额（万元）	当年扣非归母净利润（万元）	提取比例
2016	2,678.0	15,325.0	17.5%
2018	3,060.0	36,617.2	8.4%
2019	8,499.8	160,809.6	5.3%
2020	837.30	6,721.50	12.5%
2021	213.0	3,844.7	5.5%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3 周期明显，营收及利润波动较大

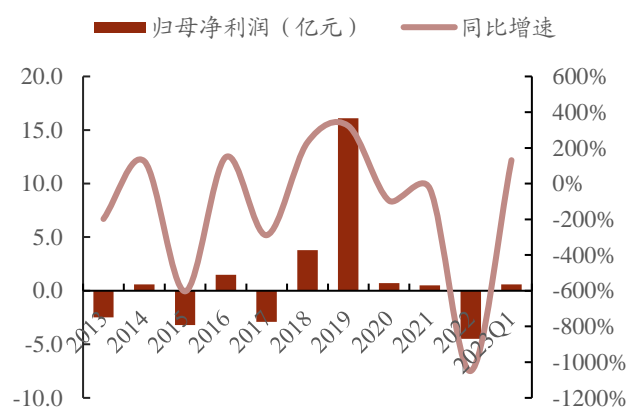
鸡苗价格周期明显，公司营收及利润周期波动较大。公司鸡苗销量的不断增长和食品业务的拓展是公司营收及利润规模增长的核心驱动力，但因鸡苗价格周期性波动较大，导致公司营收及利润的波动也呈较强的周期性。截至2022年，公司实现营收16.1亿元，2013-2022年复合增长率为5.4%，2019年因鸡苗价格创历史新高，实现营收32.8亿元，同比增长80.2%。2023年Q1实现营收5.8亿，同比增长133.8%。盈利方面，2022年产业链景气度较低，尤其上半年商品代价格极度低迷，导致公司全年归母净利润亏损4.5亿元，2019年公司在高景气下净利润实现16.1亿元，整体来看公司盈利受周期影响较大，盈亏不一。2023Q1因年后商品代鸡苗价格的持续回暖，公司实现归母净利润0.6亿元，同比增长131.1%。

图5: 公司收入随周期波动明显（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

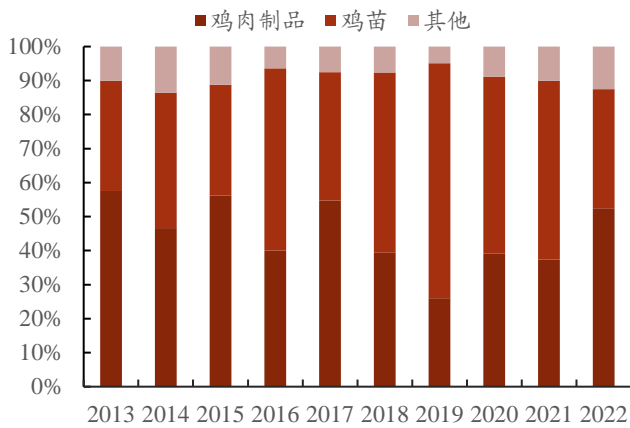
图6: 公司归母净利润随周期波动明显（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

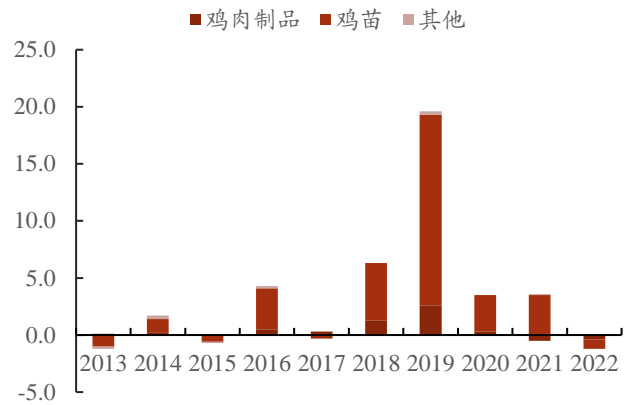
鸡苗及鸡肉业务贡献主要营收和毛利润。从公司主营结构来看，目前公司收入贡献以鸡苗和鸡肉业务为主，合计占比基本保持在90%左右，但鸡苗业务因价格波动，其占比变化较大，毛利润贡献方面，鸡苗业务仍是公司盈利时的主要利润来源。

图7: 鸡苗业务贡献主要营收(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

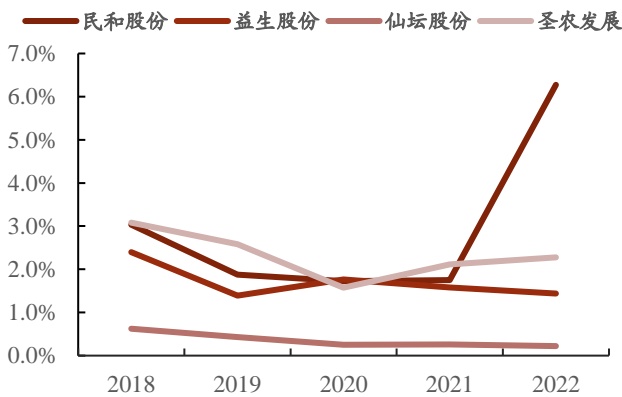
图8: 鸡苗业务贡献主要毛利润(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

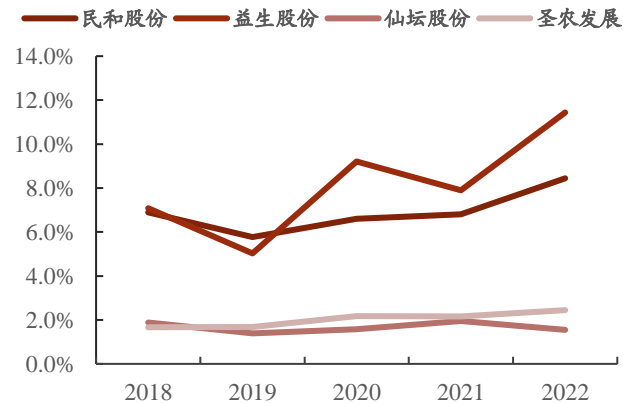
公司管理费用控制适中, 销售费用投入明显增加。公司管理费用使用控制较为合理, 低于业务类似的益生股份, 2018-2021年的管理费用率在6%-7%, 2022年因收入有所下滑提升至8.4%。销售费用方面, 公司2021年以前食品业务开发力度较小, 销售费用投入较低, 2022年公司新设子公司陆续开展熟食销售推广所致。2022年公司销售费用为10,092.7万元, 同比增长225.4%; 销售费用率达6.30%, 相比2021年提高了4.6pcts, 随着公司熟食业务不断扩量增加收入来源, 销售费用率有望回到稳定水平。

图9: 公司与同行销售费用率比较 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图10: 公司与同行管理费用率比较 (%)



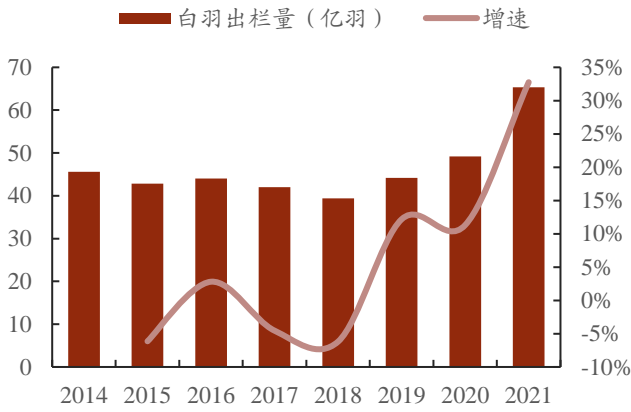
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2 行业: 引种受限, 供需缺口推升行业景气度

2.1 产肉效率突出, 白羽鸡行业规模稳步增长

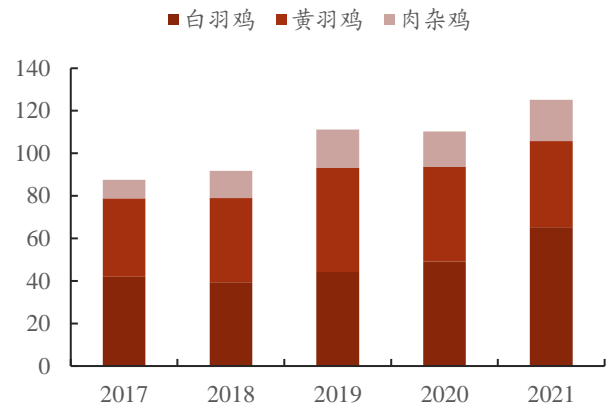
优质且高效的蛋白来源。国内肉鸡主要分为白羽鸡、黄羽鸡和肉杂鸡。白羽鸡行业整体规模在非瘟疫情后增量明显, 截至2021年全国上市白羽肉鸡达到65.32亿羽, 同比增长了32.76%。

图11: 全国白羽鸡出栏量持续增长(亿羽)



资料来源: 中国畜牧业协会、浙商证券研究所

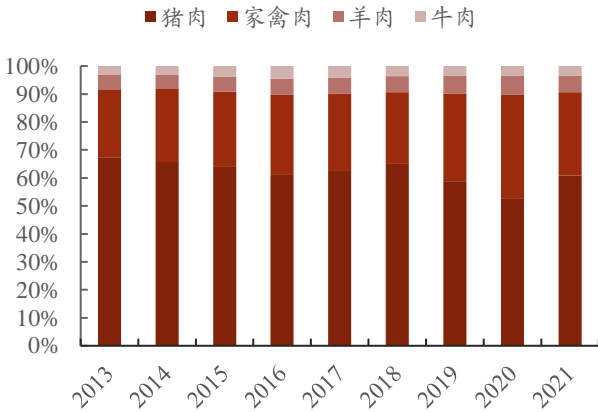
图12: 白羽鸡上市量增长高于其他肉鸡品种(亿羽)



资料来源: 中国畜牧业协会、浙商证券研究所

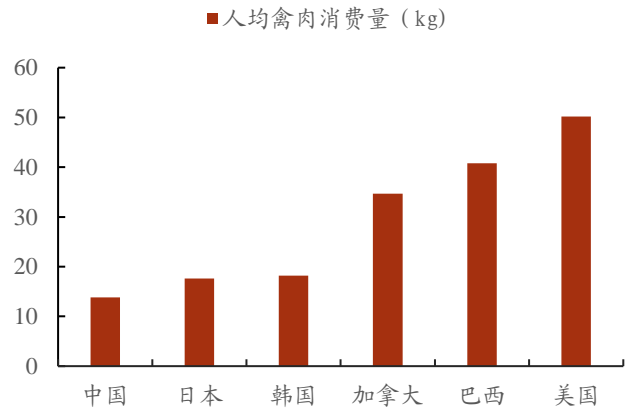
国内人均鸡肉消费量还较低，目前仍以猪肉消费为主。国内肉食消费长期呈现猪肉“一家独大”的局面，近10年猪肉消费占比逐步减少，尤其是近三年受非洲猪瘟影响，禽肉的替代性消费需求大幅增长，禽肉消费占比得到较快提升。2013-2021年期间，国内居民猪肉消费占比从67.2%下降至60.9%，禽肉消费占比从24.4%上升至29.7%，禽肉人均消费量从7.19kg增长至12.30kg。即便如此，目前国内人均禽肉消费在肉类消费中的比例仍不足发达国家的1/3，人均禽肉消费量还有较大提升空间，猪肉仍是最主要的肉类消费品。

图13: 国内肉类消费结构



资料来源: wind、浙商证券研究所

图14: 国内禽肉人均消费低于发达国家(2018-2020年均)



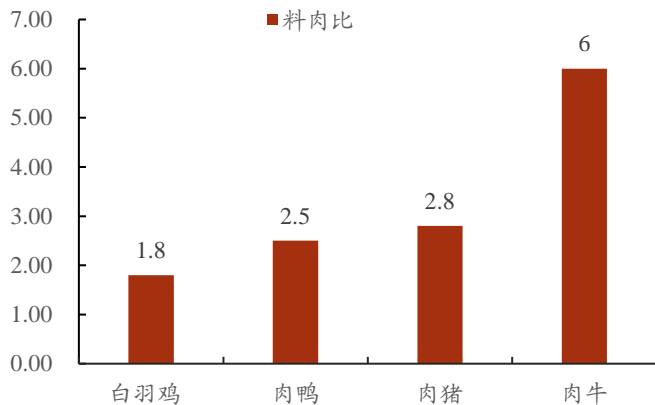
资料来源: OECD-FAO农业展望报告2021-2030、浙商证券研究所

从长期来看，我们认为国内白羽鸡消费量还有较大增量空间。核心逻辑在于：(1)白羽鸡极低的料肉比、较为稳定的生长周期更符合现代社会工业化饲养需求；(2)人均GDP水平提高进而引致消费升级趋势是全球性的普遍规律，未来随经济发展仍有较大提升空间；(3)禽肉能够快速补充市场肉类供给缺口，非瘟背景下，国内肉类消费市场有望加速形成双极化格局；(4)快餐和外卖业迅速发展为鸡肉消费解锁新场景。

白羽鸡对供需双方来讲都极具性价比。从消费端来看，相较于猪肉，鸡肉具有高蛋白质、低脂肪、低热量、低胆固醇的“一高三低”的营养优势，是最具经济优势的动物蛋白来源。从生产端来看，与黄羽鸡、猪肉、牛肉相比，白羽鸡的料肉比极低、饲料转化率高、生长周期短且稳定，符合现代社会工业化养殖需求和国家低碳战略发展需要，而以活禽交易为主、生长周期不一致的黄羽肉鸡难以形成标准化规模养殖，因此，白羽鸡市场份额预

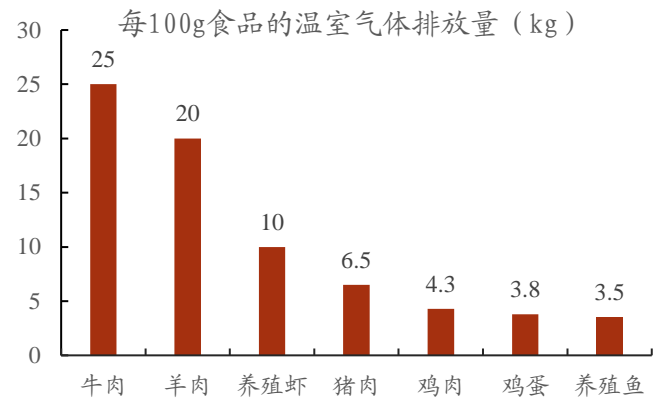
计还会继续提高。

图15: 各类畜禽料肉比参考值(2016)



资料来源: 国际畜牧网、浙商证券研究所

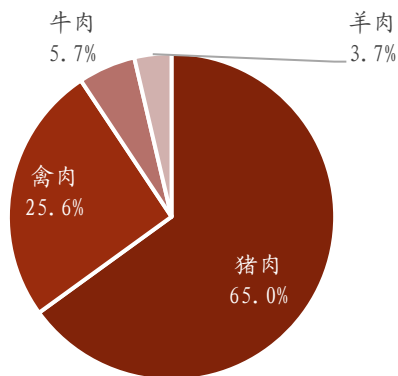
图16: 禽肉生产过程排放温室气体较少(2018)



资料来源: 科学杂志、浙商证券研究所

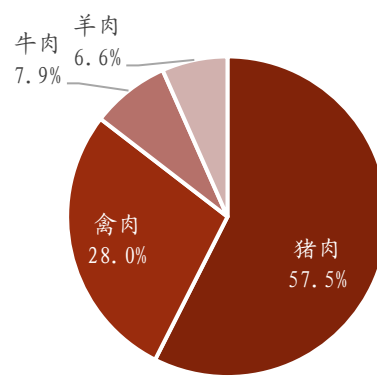
国内居民肉类消费结构有望重塑。非洲猪瘟加速改变国内居民蛋白消费结构, 2018年猪肉消费占比达到65.0%, 肉类消费单极化结构明显。2020年居民消费习惯受非洲猪瘟影响, 猪肉消费占比一度降至52.8%, 2021年以来伴随猪价的持续回落, 禽肉替代猪肉的性价比有所降低, 猪肉消费量逐渐回升。但居民的消费习惯一旦形成在短期内是难以改变的, 因此我们认为未来国内居民猪肉消费占比将逐步回升, 但难以回到非瘟前的消费水平, 预计国内2030年居民猪肉消费占比降至57.5%, 禽肉消费占比提升至28%。

图17: 国内2018年肉类消费结构



资料来源: wind、浙商证券研究所

图18: 预计国内2030年肉类消费结构



资料来源: OECD-FAO 农业展望报告 2021-2030、浙商证券研究所

2.2 鸡肉预制品消费兴起, 养殖企业具备先天优势

预制菜相较于传统烹饪更加方便高效。预制菜是指以农、畜、水产品为原料, 配以各种辅料, 经预加工(如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味)而成的成品或半成品。预制菜省去了繁琐的洗、切、调味等步骤, 消费者只需要简单加工即可制成热菜或直接开封食用, 具备明显的方便快捷、品控稳定等特点。

图19: 预制菜主要品类

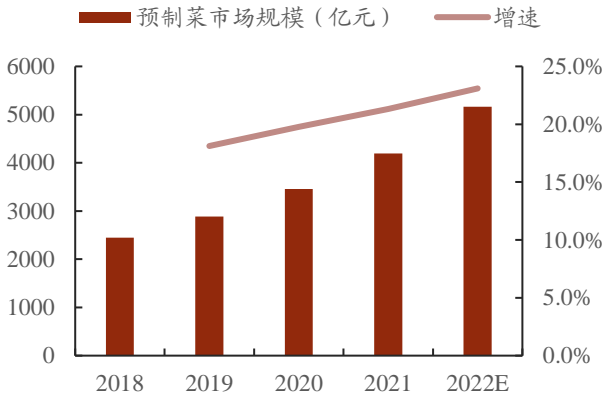


资料来源: 公开资料整理、浙商证券研究所

国内预制菜行业处在了高速增长起点。2022 年全国预制菜行业步入高速发展阶段，各地政府纷纷出台相关扶持政策，挖掘各地市具有地域特色菜品，利用本土品牌的影响力，推进预制菜增品种、提品质、创品牌行动，大力发展预制菜行业。由于行业空间大，企业面临的机遇远大于挑战，导致许多企业推进向预制菜的转型。据《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》，目前国内预制菜渗透率只有 10%-15%，预计在 2030 年将增至 15%-20%，市场规模将达到 1.2 万亿元。而美国、日本预制菜渗透率已达 60%以上，由此可见，中国预制菜市场还有较大的扩容空间。

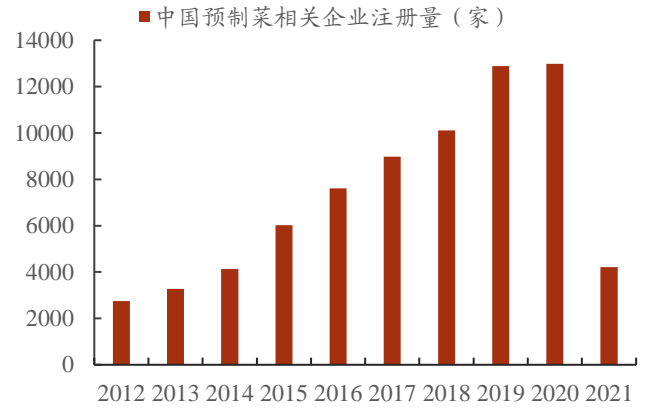
国内预制菜行业步入快车道，参与者快速增加。从需求端看，受益于 B 端连锁餐饮企业和 C 端消费者的双重需求推动，国内预制菜行业正加速扩容，2020 年后“宅经济”更是间接推动了预制菜在国内市场的扩大，2020 年国内预制菜相关企业注册数量高达 12983 家。从供给端来看，国内冷链物流的快速发展为预制菜延长保存时间、扩大配送范围提供了基础条件；同时大数据的发展帮助预制菜实现精准营销，提高经营效率，叠加新零售、电子商务、明星带货等多种销售渠道提高消费者购物便利性，共同推动预制菜行业加速发展。

图20: 预制菜市场规模广阔



资料来源: 艾媒咨询、浙商证券研究所

图21: 国内每年预制菜相关企业注册数量 (家)



资料来源: 艾媒咨询、浙商证券研究所

B 端为主 C 端为辅，驱动行业快速崛起。 C 端预制菜的兴起动力与驱动因素，主要来自 B 端中餐餐饮企业降本增效、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。目前国内预制菜 B 端、C 端的销售占比为 8: 2，B 端市场销售规模仍然遥遥领先。不少专家学者认为，虽然随着时间的推移，后续 C 端市场有望加快增长，但预计相当长时间内我国预制菜消费市场仍会以 B 端为主。80 后、90 后、00 后年轻群体已成为 C 端消费主力。在 C 端市场，消费习惯正在培养成，便捷性与安全性兼顾的预制菜有高频消费的属性，处于蓝海市场。未来随着终端市场的不断发展，消费频次有望提升。下一步，大型全国连锁商超、社区超市、新零售门店、便利店及电商、直播带货等渠道将成为 C 端预制菜的重要销售渠道。

调理肉制品超千亿，养殖企业均在布局。 调理类肉制品是指经过滚揉、搅拌、调味和预加热等形成的非即食类肉制品，常见的产品包括骨肉相连、鸡柳、奥尔良鸡翅等，根据预制菜在线数据显示，全国调理肉制品产值约有 1800 亿规模。相比于其他预制菜品类，调理肉制品通过煎炸等方式即可，消费者操作性强，更易走向终端。在成本端，养殖企业天然具备原材料成本优势，未来养殖企业是该板块主要玩家。

表2: 养殖企业纷纷布局调理禽肉制品

公司名称	布局情况	产品展示
圣农发展	公司下游食品深加工板块的主要产品包括鸡肉、牛肉、羊肉、猪肉等深加工肉制品，主要面向大型餐饮企业、连锁超市（B 端）以及个人消费者（C 端）等销售。	
春雪食品	2022 年销量调理品达 5.8 万吨，同比增长 7%；实现销售额 12 亿元，同比增长 13%，占全部食品营业收入比例达到 63%，并且连续三年超 50%以上，继续领先同行业。	
温氏股份	广东温氏佳味食品有限公司成立于 2004 年，是温氏股份下属一家以禽畜产品深加工及销售为主营业务的子公司，分别在华南、华东、华中拥有 3 大预制菜生产基地。产品销往港澳和内地各区域市场，2022 年全年销售食品 1.9 万吨，其中出口港澳熟鸡销量占据当地市场的 20%以上份额。	
得利斯	公司山东本部拥有 10 万吨预制菜产能、3 万吨牛肉系列预制菜产能、2 万吨速冻米面产能；陕西基地 5 万吨预制菜产能预计将于 2023 年三季度投产，届时公司预制菜总产能将达到 20 万吨。	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.3 引种受限，白羽鸡行业进入新周期

鸡苗价格周期复盘：引种与疫病是周期起伏的核心变量。复盘 2009 至今白羽鸡行业已经历 4 轮周期。

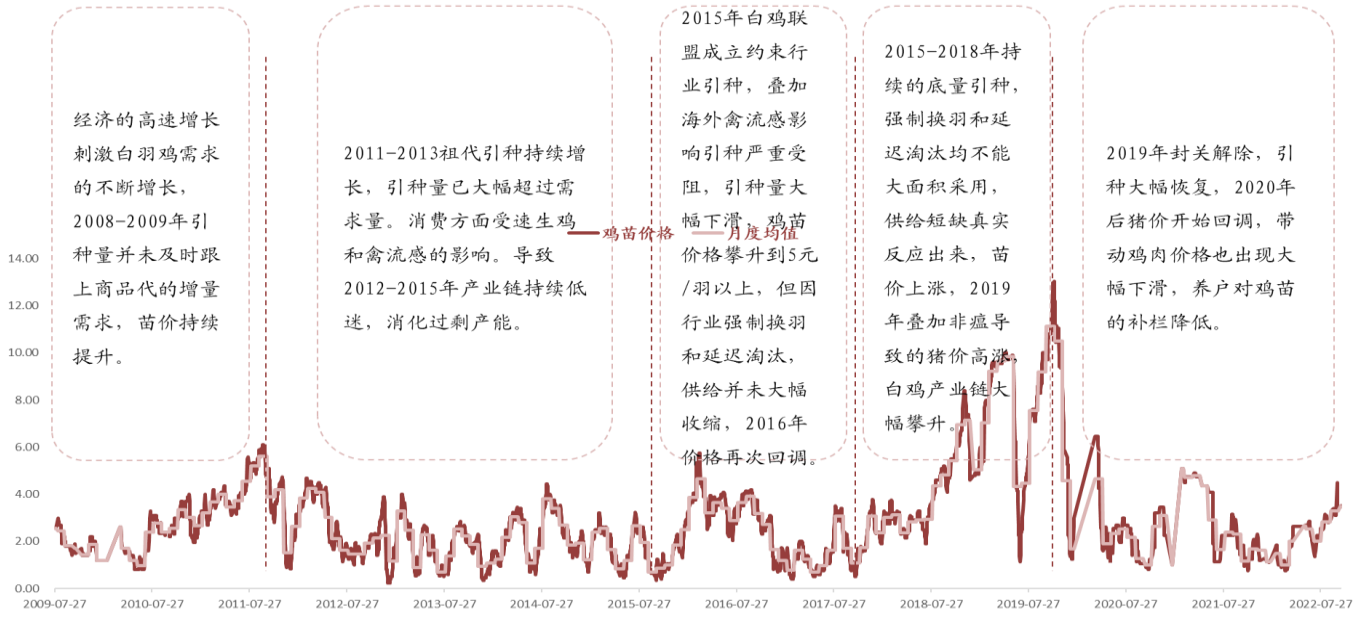
第一轮：（2009-2013）。经济的快速增长刺激肉类消费的提升，前期引种量不足不足以满足商品代鸡苗养殖的需求，2009 至 2011 迎来周期上行。高景气刺激祖代企业大幅引种积极性，2012 和 2013 年引种量达到 136、151 万套，引种量远超需求量。消费方面，因“速生鸡”事件和禽流感的爆发，导致消费者对白羽鸡肉消费恐慌，需求大跌，产业走向低迷。

第二轮：（2014-2017）。随着禽流感疫病的逐步消退，速生鸡事件也淡化，持续低迷行情淘汰产能，2015 年白羽鸡联盟成立开始约束行业的引种量，叠加海外禽流感爆发，2015 年的引种量下降至 70 万套，鸡苗价格从 2016 年开始快速上涨至 5 元/羽以上。但随后行业开始大面积的强制换羽和延迟淘汰，使得商品代鸡苗供应迅速补齐缺口，2016 年中就进入周期下行阶段。

第三轮：（2018-2022）。2015-2016 年持续的低量引种，强制换羽的种鸡群基础不复存在，产能缺口开始真正显现，另外 2019 年生猪行业爆发非瘟疫情，替代猪肉缺口导致鸡肉需求大幅增长，行业迎来历史级别周期，鸡苗价格一度涨至 10 元以上。2019 年海外禽流感减弱，引种封关解除，引种量逐步恢复，另外 2020 年后猪价开始大幅回调，带动鸡肉价格也大幅下滑，2020 年后鸡肉消费逐渐低迷，周期低迷持续时间远超以往周期。

第四轮：（2023-）。随着近两年时间的超长行业低迷，产能逐步出清，2021 年末欧美国国家开始爆发禽流感，另外国际航班熔断导致 2022 年 5 月以来引种量大幅下滑，行业逐渐开启新一轮周期。

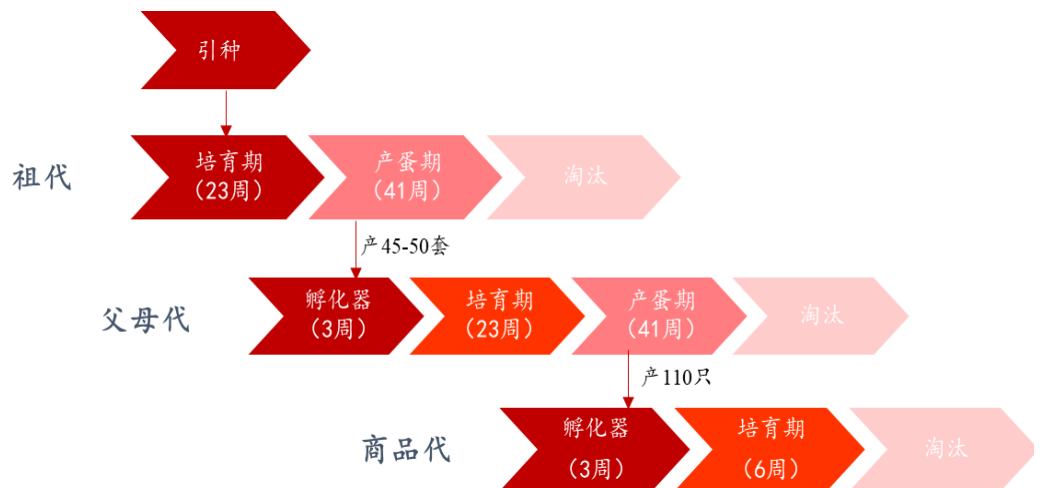
图22: 鸡苗价格复盘 (元/羽)



资料来源: wind、浙商证券研究所

代际传导: 三年一周期的底层逻辑。国内白羽肉鸡生产周期包含三个代际, 即祖代-父母代-商品代。国内祖代肉种鸡养殖企业主要从国外公司引进祖代肉种鸡雏鸡, 繁育父母代肉种鸡雏鸡出售给下游父母代肉种鸡养殖企业, 父母代肉种鸡产蛋孵化出商品雏鸡销售给养殖户, 商品肉鸡经屠宰加工后成为鸡肉产品。祖代鸡苗引进后最短需要60周(14个月)左右的时间实现第一批商品代肉鸡的出栏。一般来说, 一套祖代种鸡可以扩繁出45-50套父母代种鸡, 一套父母代鸡可扩繁出110只商品代鸡苗, 每只商品肉鸡在42天内即可出栏。

图23: 白羽鸡生产的代际与扩繁系数



资料来源: 山东凤翔招股书、国际畜牧网、浙商证券研究所

禽流感大流行, 引种大幅下滑。2021年以来, H5N8禽流感疫情形势严峻, 印度、匈牙利、立陶宛、英国、法国、捷克、意大利等国也相继向OIE报告了H5N8疫情情况, 我

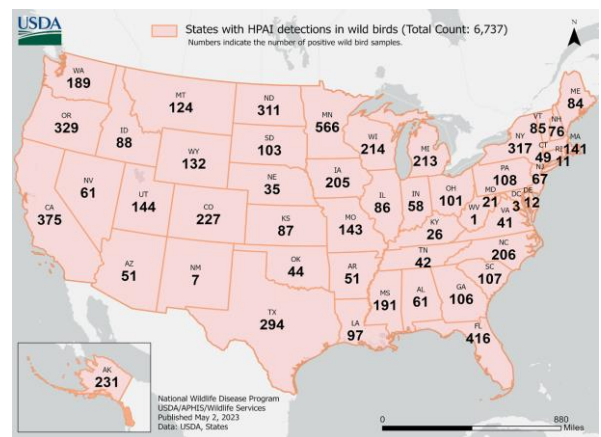
国邻国日本、韩国、越南、俄罗斯等国家也有 H5N8 疫情的爆发，给世界养禽业造成了巨大的经济损失，同时也给我国的禽流感防控带来更大的压力。美国自 2022 年开始也出现高致病性疫情的爆发，已有 47 个州出现家禽感染疫情，截至 23 年 4 月 3 日，美国在本轮禽流感疫情中已发生 323 例商业养殖场、495 例家庭养殖场 HPAI、扑杀禽类数量达到 5865 万只，相较上一轮禽流感疫情在更短的时间内产生了更大的影响范围与扑杀数量。疫情在南美洲继续扩大传播，因疫情影响阿根廷已将暂停禽类产品出口，南美洲疫情发展或影响全球鸡肉供应，可能进一步加大种源紧缺程度。

图24： 禽流感在全球最新发生情况



资料来源：WHO、浙商证券研究所

图25： 美国各州爆发禽流感情况



资料来源：USDA、浙商证券研究所

全球主要祖代基地均受禽流感影响，引种受限持续时间有望超预期。欧洲方面：我国海关总署于 2022 年 10 月 28 日发布《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》，禁止从欧洲的 32 个国家地区进口禽类及其相关产品，包括法国、波兰、西班牙等白羽鸡引种国。而根据海关总署的《进口法国种禽种蛋检疫和卫生要求》公告，法国动物卫生状况要求需要达到世界动物卫生组织《陆生动物卫生法典》的 HPAI 国家无疫状态要求。作为再次申请的无疫区，法国虽仅需保持 28d（一个禽流感潜伏期）的无疫情爆发即可再次申请恢复无疫状态，但国内发布相关进口禁令一般需要经过现场考察、疫情风险分析才会解除禁令。而我国对法国的禽类进口禁令自 21 年 1 月 6 日发布后也一直未解除。另外对于首次申请无疫区状态的国家，WOAH《陆生动物卫生法典》要求保持 12 个月无疫情爆发，因此近期 HPAI 疫情的爆发将使得这类国家至少 1 年左右不能满足引种的无疫区条件。**美国方面：**美国自 2022 年开始出现高致病性疫情，已有 47 个州出现家禽感染疫情，目前主要的 4 个供种州仅剩阿拉巴马州可供种。**新西兰方面：**目前新西兰科宝是可以正常引种，但科宝品种整体接受度低于安伟捷且国内有科宝基地，新西兰安伟捷方面则暂时无法放开引种。

图26: 全球候鸟迁徙路线



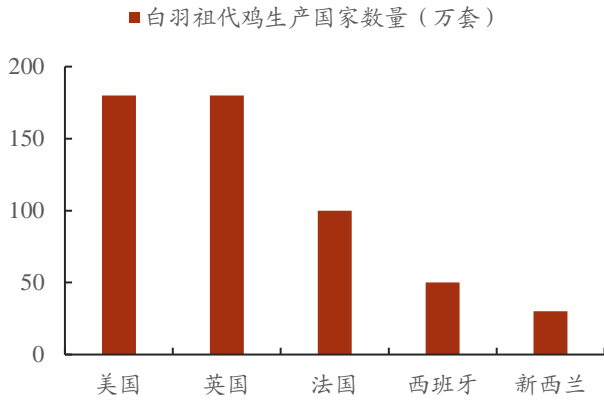
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图27: 北美候鸟迁徙路线及安伟捷美国生产基地



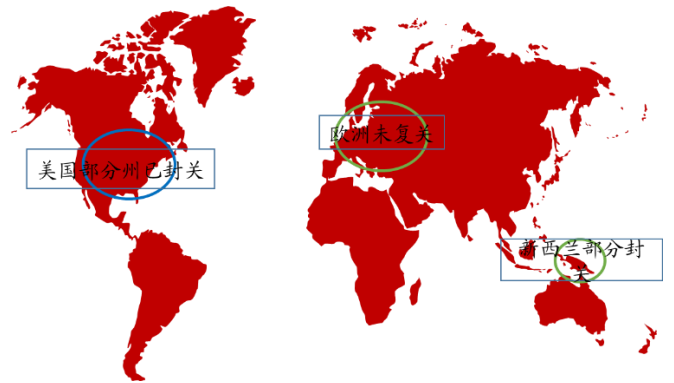
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图28: 主要白羽鸡祖代生产国产能情况 (2018)



资料来源: 网易新闻、浙商证券研究所

图29: 各主要祖代生产地的封关情况



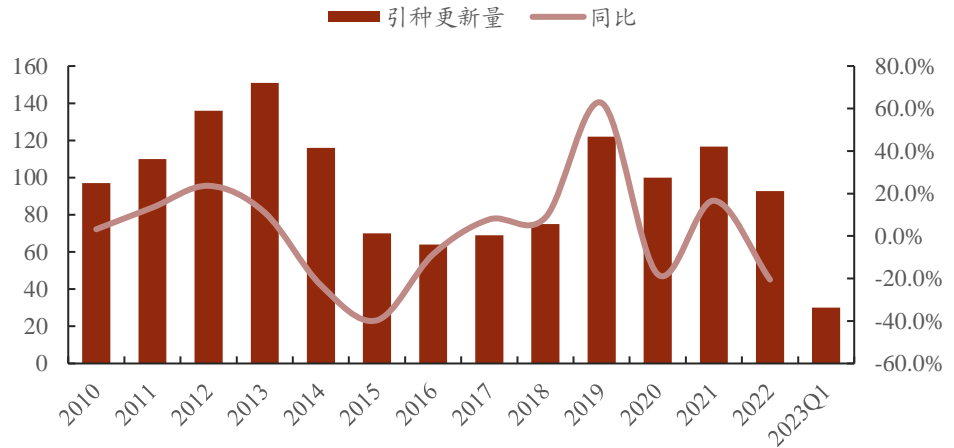
资料来源: 海关总署、浙商证券研究所

表3: 安伟捷在美生产基地州禽流感发生情况

时间	州	郡县	受损情况 (只)
2023/4/18	New York	Kings	1400
2023/3/16	Mississippi	Monroe	30
2023/1/20	Tennessee	Weakley	267800
2022/11/3	South carolina	Beaufort	170
2022/8/22	Georgia	Henry	80
2022/12/5	Alabama	Laerence	460

资料来源: USDA、浙商证券研究所

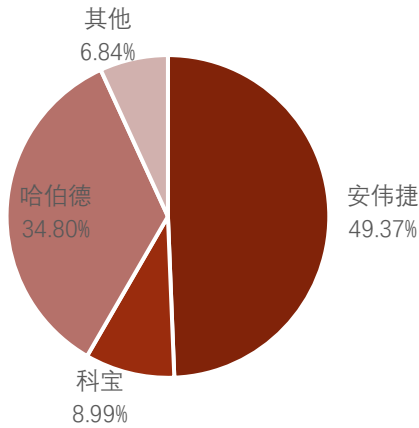
图30: 2010-2023Q1 国内祖代引种及更新情况 (万套)



资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

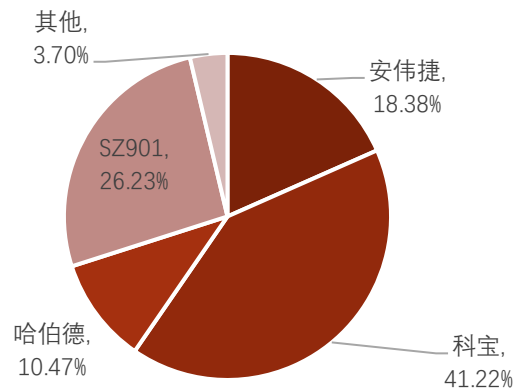
引种更新结构的变化加剧产能缺口。随着海外引种的受限, 国产品种逐步替代祖代更新的份额, 2018年优质品种AA+&罗斯308的占比为49.0%, Hubbard和Cobb品种分别为35.0%和9.0%, 三大海外品种合计为93.0%, 而到2022年, 更新量占比第一为Cobb品种, 达到41.22%, AA+&罗斯308以及Hubbard分别占比18.38%、10.47%, 国产品种SZ901达到26.23%, 优质品种占比大幅下降加剧产能的供给短缺。

图31: 引种更新品种结构 (2018)



资料来源: 博亚和讯、浙商证券研究所

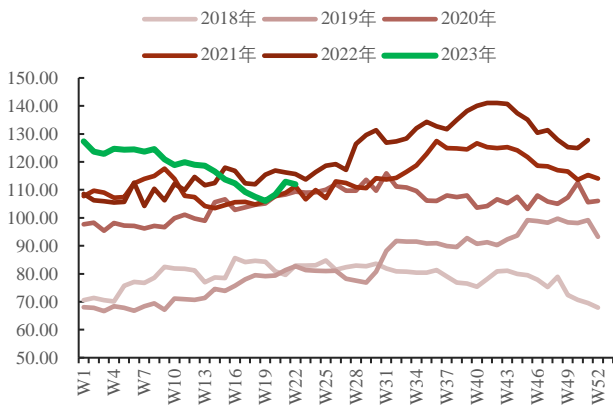
图32: 引种更新品种结构 (2022)



资料来源: 博亚和讯、浙商证券研究所

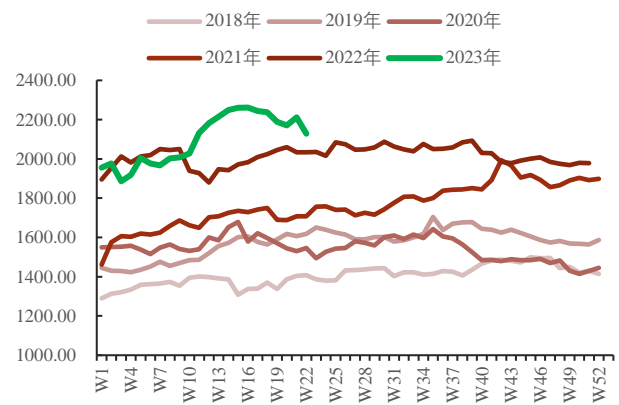
引种缺口逐步显现, 景气周期已开启。在产祖代存栏在2022年10月出现了拐点, 在产祖代从2022年初至10月份一直处于增长趋势, 随后开始进入产能去化, 截至2023年5月末, 在产祖代存栏为112万套, 相较于高点已去化20.6%, 且引种断档后祖代后备存栏一直处于较低水平, 预计祖代在产还将继续下降。根据代际传导, 父母代在产存栏将惯性增加至5月份, 根据协会数据, 父母代在产存栏在4月份达到2261万套的高点后开始逐渐去化, 主要因4月后商品代鸡苗价开始快速下降, 种鸡场淘汰种鸡所致。

图33: 祖代存栏情况 (万套)



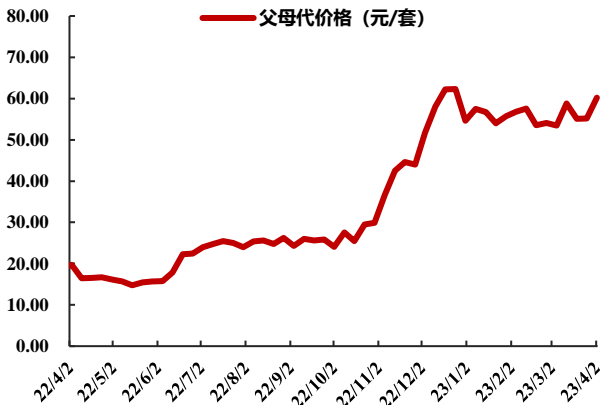
资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

图34: 父母代存栏情况 (万套)



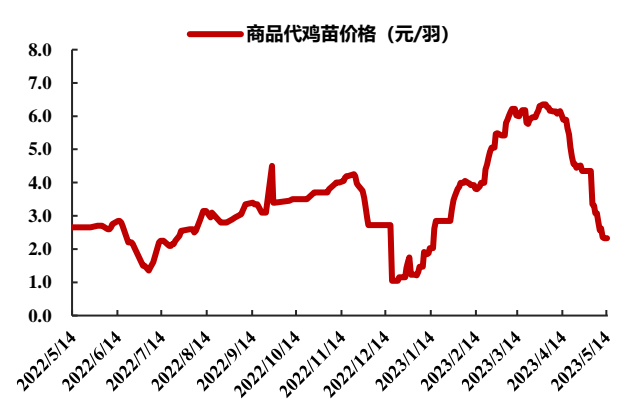
资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

图35: 父母代鸡苗价格 (元/套)



资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

图36: 商品代鸡苗价格 (元/羽)



资料来源: 博亚和讯、浙商证券研究所

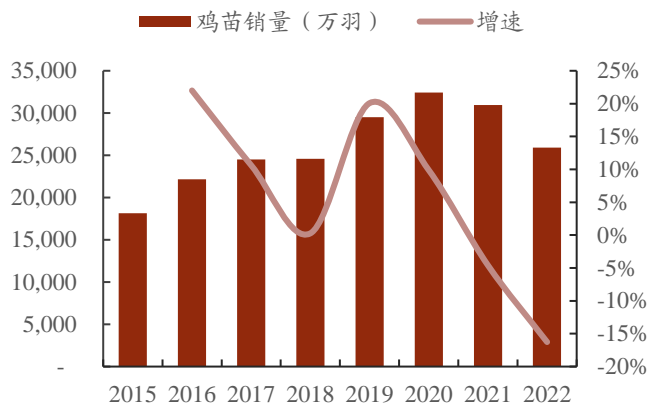
3 公司: 鸡苗业务稳步增长, 下游拓展食品领域

3.1 深耕多年肉种鸡, 鸡苗销量稳定增长

公司是中国最大的父母代笼养种鸡养殖企业, 多年来一直致力于父母代肉种鸡饲养和商品代肉雏鸡的生产, 与其他企业相比, 在肉鸡的繁育与推广方面具有行业领先的技术和成熟的经验。公司旗下产业链包括父母代肉种鸡饲养、商品代肉雏鸡生产销售为核心, 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, 实现了自动化、智能化、工厂化生产和集约化管理同时, 公司自主研发了“肉用种鸡全程笼养新技术开发”、“鸡鲜精稀释及冻业技术研究”、“商品肉鸡全程笼养技术研究”, 并在饲养中采用“三阶段全进全出”的饲养工艺、“联栋纵向通风鸡舍”配套饲养设施及人工授精、鸡精液稀释等专有技术, 改变了传统平养模式普遍存在的肉种鸡成活率低、限饲困难、受精率低、单位面积饲养密度小、管理困难等弊端; 公司生产中的诸多养殖技术指标在国内同行业中处于领先地位。

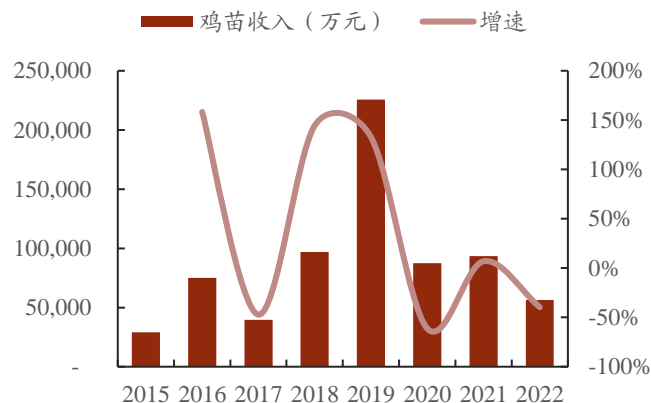
公司现存栏父母代肉种鸡约 330 万套，可年孵化商品代肉鸡苗 3 亿多只。公司 2020 年鸡苗销量达到 3.24 亿羽，但 2021-2022 因行业持续低迷状态，公司降低鸡苗销量，2022 年销售 2.59 亿羽，同比下滑了 16.3%。

图37: 公司鸡苗销量(万羽)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

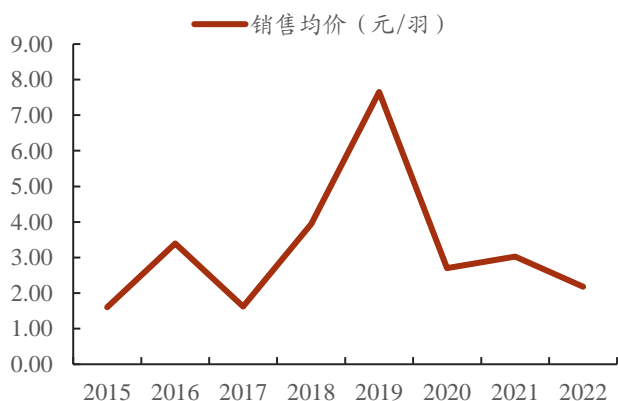
图38: 公司鸡苗收入(万元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

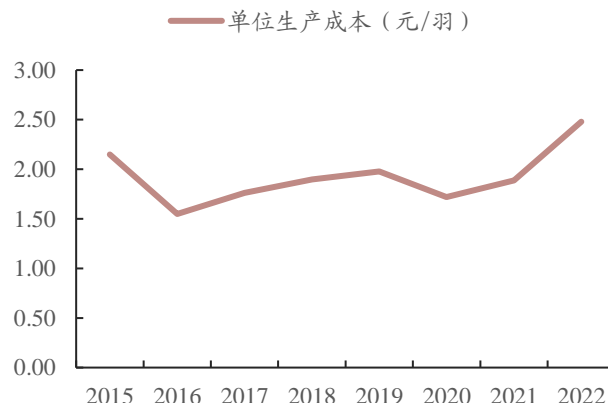
鸡苗销售价格周期波动较大。商品代鸡苗价格的波动在鸡产品中最大，公司销售均价周期性明显，2016 年在引种减量的背景下开始回暖，销售价格达到 3.39 元/羽，但因强制换羽后产能缺口填补，2017 年再次陷入低迷，2019 年因非州猪瘟带动下的迎来历史级别景气，销售均价达到 7.65 元/羽，随后行业陷入长达近三年的低迷，2022 年销售价格仅 2.18 元/羽，低于公司生产成本。

图39: 公司鸡苗销售均价(元/羽)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图40: 公司鸡苗单位生产成本(元/羽)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

饲料原料价格下行，生产成本有望下降。2021 年以前公司鸡苗生产成本相对稳定，基本保持在 1.9 元/羽左右，但 2022 年随着饲料原材料如玉米、豆粕的大幅上涨，导致公司生产成本攀升至 2.48 元/羽。进入 2023 年，玉米、豆粕价格均有不同幅度的下降，截至 2023 年 6 月 28 日，玉米、豆粕价分别为 2821 元/吨、4029 元/吨，较高点分别下降了 6.2%、29.3%。

表4: 公司鸡苗成本拆分(元/羽)

类别	2018	2019	2020	2021	2022
原材料	0.94	0.87	0.85	1.03	1.22
人工成本	0.34	0.32	0.32	0.35	0.40
燃料动力	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05
折旧摊销	0.42	0.59	0.31	0.28	0.58
制造费用	0.16	0.16	0.20	0.19	0.23
合计	1.90	1.98	1.72	1.89	2.48

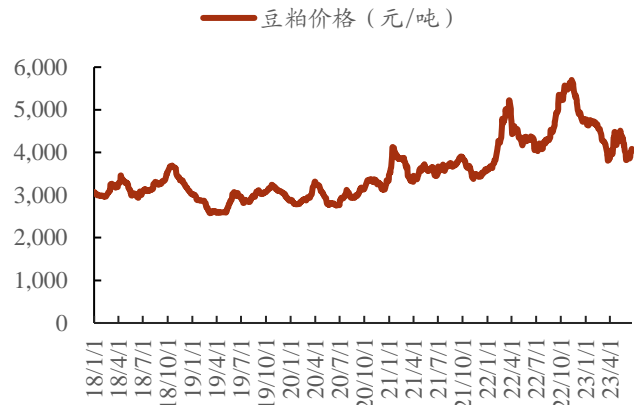
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图41: 玉米价格(元/吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图42: 豆粕价格(元/吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

3.2 募投项目继续加码养殖端产能

规模化背景下继续加码产能扩张。在经历了H7N9疫情、原料涨价以及国家环保政策趋严下，市场份额由小企业向大中型企业转移，商品代肉鸡规模化养殖比例不断上升，从2003年的67%上升至2014年的90%以上。公司2021年定增募集资金投入上游种鸡产能建设，募投项目包括“年存栏80万套父母代肉种鸡养殖园区项目”和“年孵化1亿只商品代肉雏鸡孵化厂建设项目”。根据公司公告，预计产能将在2024年中达产，预计将为公司带来1亿只商品代鸡苗/年的新增产能。

表5: 2021年定增募集资金投向养殖孵化产能建设

项目名称	投资额(万元)	达产时间
年存栏80万套父母代肉种鸡养殖园区项目	24,920.00	2024/06/30
年孵化1亿只商品代肉雏鸡孵化厂建设项目	9,470.00	2024/06/30

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

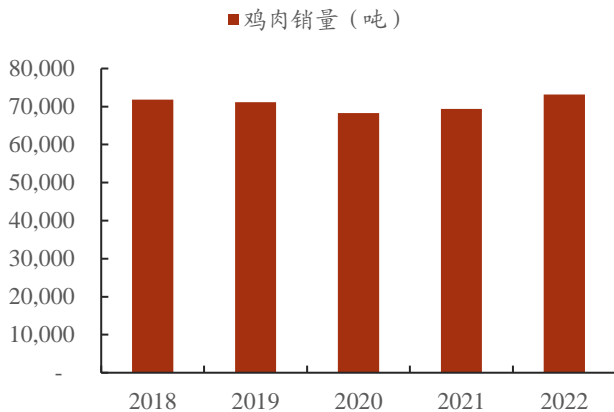
3.3 下游拓展食品领域，打造新增长点

延伸产业链至食品领域。公司拥有肉鸡养殖产能超过3,000万只，自有屠宰厂年屠宰加工产能7.2万吨，年生产鸡肉7万吨以上。公司自产的高品质鸡肉能够保障熟食加工项目原材料的稳定供应。在熟食及肉制品加工方面，公司已建立了自己的小规模熟食加工生

产线，拥有油炸、炭烤、调理、卤煮、蒸烤等多品类产品的生产制作能力，涵盖鸡肉类、海鲜类及不同肉类的组合产品。公司熟食业务经过数年的经营和开发，已具备的熟食研发和加工的技术基础。

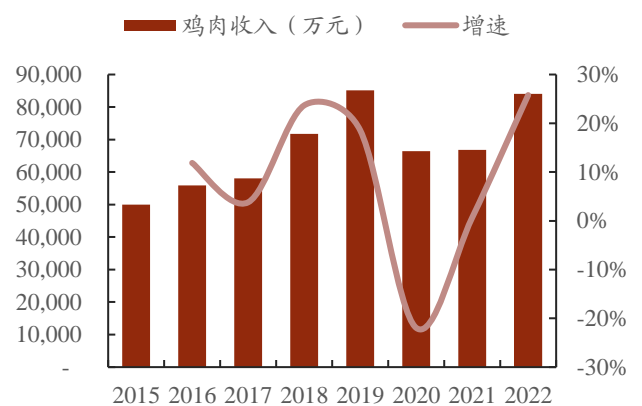
公司蓬莱和潍坊两地熟食品项目正式投入生产运营，鸡肉熟食及调理食品开始生产销售。食品深加工项目的实施，使公司的产业链布局进一步向下游延伸，随着销售规模的增长，将拓宽公司的产品结构，提升公司盈利能力和抗风险能力。

图43: 公司鸡肉销量 (吨)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

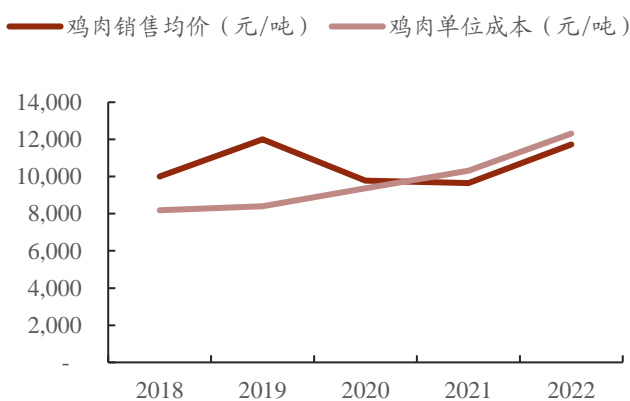
图44: 公司鸡肉收入 (万元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

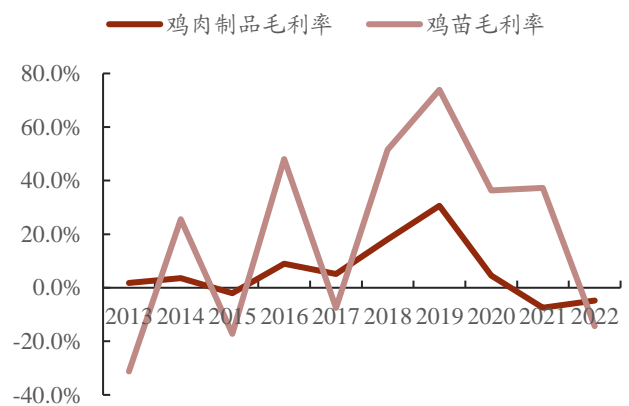
肉制品毛利率水平相对稳定。2021-2022年因饲料价格的上涨，肉鸡养殖成本抬升使得公司鸡肉加工成本有所上扬，近两年鸡肉价格较为低迷，导致毛利率跌至-7.5%、-4.8%。但从毛利率的变化情况来看，鸡肉制品的毛利率相对鸡苗业务比较稳定，随着鸡肉制品未来规模的扩张，有利于公司盈利能力的稳定。

图45: 公司鸡肉销售均价及单位成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图46: 公司鸡苗及肉制品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表6: 公司鸡肉成本拆分(元/吨)

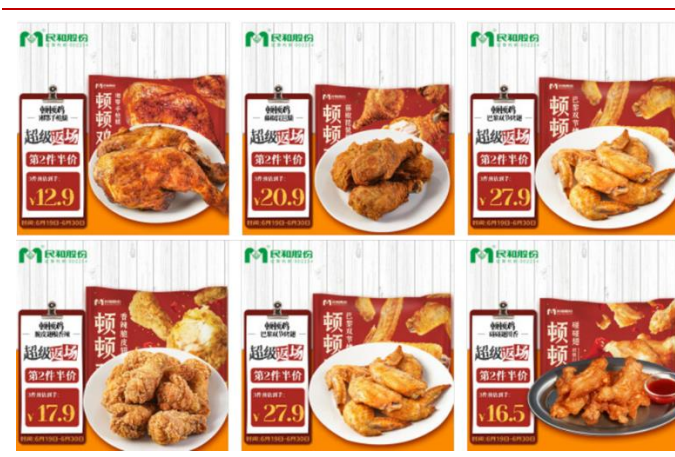
类别	2018	2019	2020	2021	2022
原材料	7076.74	7242.90	7924.88	8659.11	9849.44
人工成本	572.84	604.99	768.50	897.87	1081.69
燃料动力	118.62	106.96	119.02	128.86	212.84
折旧摊销	93.55	124.98	139.64	138.13	287.33
制造费用	324.03	330.45	419.86	484.50	882.33
合计	8185.78	8410.29	9371.90	10308.47	12313.63

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

鸡肉产品多渠道销售。公司销售模式为直销,分为两种,一是直接销售给百胜、铭基(麦当劳指定供应商)、真功夫、华莱士等餐饮企业和双汇、金锣、得利斯、喜旺等食品加工企业,二是将产品销售给各地贸易公司或经销商。熟食和调理品销售和生食类似,增加了天猫商城、微信商城、抖音直播等线上销售方式。

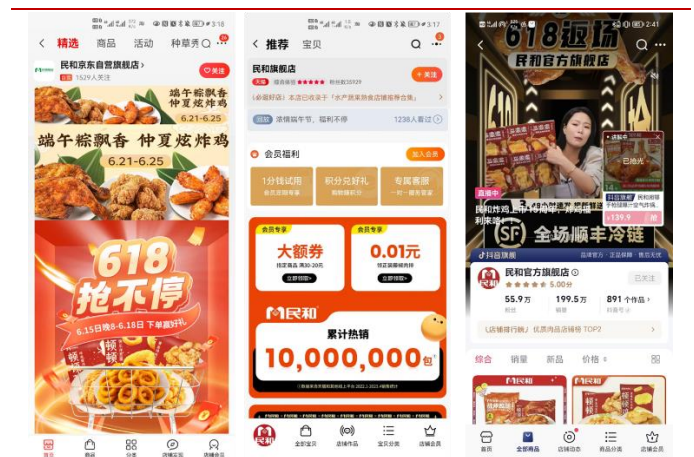
借助电商渠道发力C端市场。公司在2021年成立杭州民悦和,负责熟食品的电商平台销售,目前在天猫、京东和抖音主流电商平台均有布局,并通过直播的形式销售。由于处于渠道建设初期,需要投入较多资金进行宣传 and 引流,投入较大,目前处于业务拓展期。2022年民和5大自有直播间累计观看人次达2.5亿次,产品荣登抖音电商鸡肉行业销售榜TOP1,抖音电商优质肉品店铺TOP2,食品健康行业商家自播排行榜TOP3。公司品牌的巨大影响力已经成为自身成长发展壮大的核心优势,成为其他行业竞争对手难以复制的竞争优势。未来,公司将加强品牌管控,将公司的品牌影响力进一步强化。

图47: 丰富的产品



资料来源: 京东淘宝, 浙商证券研究所

图48: 布局各大电商渠道



资料来源: 京东淘宝, 浙商证券研究所

图49: 公司 2023 年各电商平台 618 销售额大幅增长



资料来源: 天猫、抖音、浙商证券研究所

食品深加工产能逐步达产, 营收迎来新成长。2021 年公司非公开发行股票募投项目包括“潍坊民和 3 万吨肉制品加工项目”及“民和食品 3 万吨熟食制品加工项目”。食品类别涵盖油炸类、调理类、烘烤类、酱卤熏烤类等多个品类, 合计产能为 6 万吨。其中潍坊项目已于 2022 年 6 月 30 日达产, 蓬莱项目将在 2024 年年中达产。随着公司食品业务的逐步扩张, 公司盈利能力有望进一步提升并增强抗周期波动风险能力。

表7: 2021 年定增募集资金投向食品产能建设

项目名称	投资额 (万元)	达产时间	建设产能	
			产品类别	产能
潍坊民和 3 万吨肉制品加工项目	26,539.00	2022/06/30	禽肉制品	24000
			畜产制品	3000
			速冻方便食品	3000
民和食品 3 万吨熟食制品加工项目	25,228.00	2024/06/30	禽肉制品	25000
			水产制品	5000

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4 盈利预测

4.1 关键假设与盈利预测

1) 商品代鸡苗:

销售量: 目前公司已拥有商品代肉鸡产能 3 亿羽以上, 新建 1 亿羽产能预计在 2024 年年中达产, 随着鸡苗行情的好转, 预计公司 2023/24/25 年销售鸡苗 3.2 亿羽、3.4 亿羽、3.8 亿羽。

销售价格: 根据白羽鸡生产周期的传导, 祖代供给短缺向下游传导稍滞后父母代, 预计 2023-2025 年商品代鸡苗销售均价 4.45、6.0、4.5 元/羽。

2) 鸡肉制品:

销售量: 随着公司潍坊和蓬莱两个熟食产能的逐步投产, 预计未来食品销量保持 10% 的增速增长。

销售价格: 鸡肉业务随着 23-24 年景气度提升价格逐步恢复, 另外食品业务的拓展将拉高销售均价, 预计销售均价增长 5%-10%, 2025 年鸡肉价格有所回调使得销售均价增速降为 3% 左右。

综上, 经过测算合计, 预计公司 2023/24/25 年分别实现营业收入 26.26 亿元、33.91 亿元、32.59 亿元, 同比增长 63.27%/29.11%/-3.88%; 实现归母净利润为 3.74 亿元、9.13 亿元、6.10 亿元, 同比增长-144.16%/-33.11%。

图50: 公司盈利预测 (百万元)

	分类	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	鸡苗	935	565	1,424	2,040	1,710
	鸡肉	669	841	1,030	1,169	1,364
	其他	171	203	172	182	186
	合计	1,775	1,609	2,626	3,391	3,259
营业成本	鸡苗	584	642	768	799	893
	鸡肉	714	883	950	1,036	1,149
	其他	156	204	169	177	183
	合计	1,455	1,729	1,887	2,011	2,226
毛利率	鸡苗	37.6%	-13.7%	46.1%	60.8%	47.8%
	鸡肉	-6.8%	-4.9%	7.8%	11.4%	15.7%
	其他	8.9%	-0.5%	1.6%	3.1%	1.3%
毛利额	鸡苗	351	-77	656	1241	817
	鸡肉	-46	-42	80	133	214
	其他	15	-1	3	6	2
	合计	321	-120	739	1379	1034

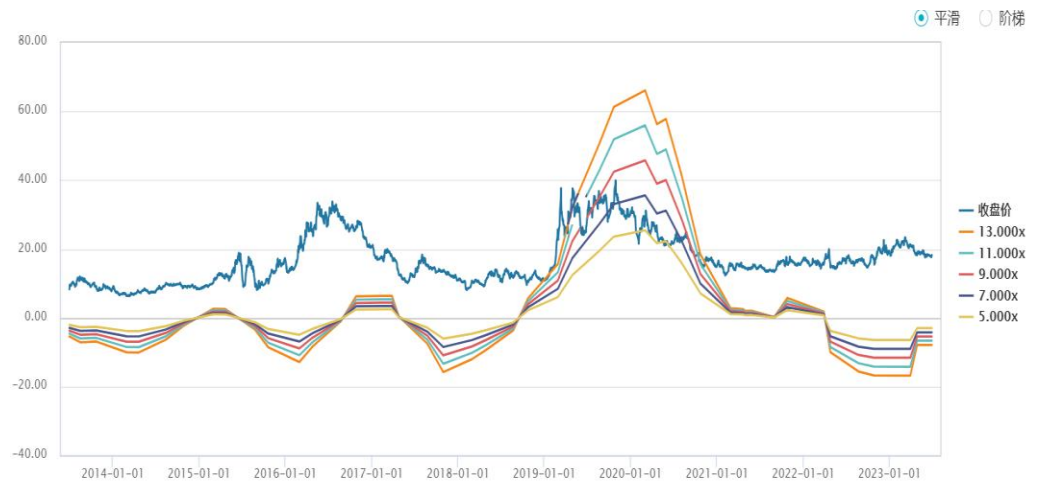
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司为从事国内白羽肉鸡苗的龙头企业, 并下游延伸产业链至食品端, 2021 年定增加码主业发展。祖代引种受限导致的供给缺口短期难以恢复, 行业景气周期有望到来, 公司作为产业链上游的龙头企业, 将最先受益于行业的景气复苏, 实现丰厚业绩。从成长性来看, 随着新建产能的达产, 未来鸡苗产能将增加 1 亿羽, 另外食品业务的发力有望为公司营收利润的增长带来新的驱动力。

根据上述预测, 预计公司 2023/24/25 年 EPS 分别为 1.07/2.62 /1.75 元/股。公司在 2019-2020 年上一轮景气周期的 PE 在 9-11X, 同时参考 2024 年预计可比公司行业的平均估值为 11.52X, 因此给予公司 2024 年 PE 为 10X 估值, 目标价为 26.2 元/股, 给予“买入”评级。

图51: 公司历史 PE 估值



资料来源: wind、浙商证券研究所

表8: 公司与可比公司估值 (2023.7.10)

公司简称	最新价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
益生股份	13.18	130.87	0.24	1.34	1.42	0.56	55.74	9.84	9.29	23.56
圣农发展	19.47	242.14	0.45	1.43	2.17	2.03	42.80	13.58	8.98	9.59
仙坛股份	8.19	70.48	0.66	2.07	3.13	2.93	26.68	19.91	16.28	16.92
	均值		0.45	1.61	2.24	1.84	41.74	14.44	11.52	16.69
民和股份	18.98	66.23	-1.30	1.07	2.62	1.75	-14.65	17.72	7.26	10.85

资料来源: wind、浙商证券研究所、其他公司盈利预测来自 wind 一致预期

5 风险提示

- 动物疫病风险。**若国内动物疫病大范围爆发,将会对白羽鸡养殖行业产生重大影响,一是疫病的发生将导致鸡群的死亡;二是疫病的大规模发生与流行,易影响消费者心理,导致市场需求萎缩、产品价格下降,对鸡肉销售产生不利影响。公司经营因此面临挑战。
- 鸡苗价格大幅波动风险。**鸡苗市场价格的周期性波动导致公司的毛利率呈现周期性波动。若鸡苗销售价格出现大幅下降并持续低于公司成本,公司业绩将会难以维持增长,甚至出现亏损。
- 饲料原料价格波动风险。**饲料成本占公司营业成本较高,饲料原料的价格直接影响到公司盈利水平。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1657	1622	2631	3361
现金	778	726	1632	2385
交易性金融资产	221	172	229	208
应收账款	69	73	55	0
其它应收款	5	7	10	10
预付账款	17	17	18	21
存货	550	590	651	708
其他	17	36	35	30
非流动资产	2297	2380	2389	2386
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	263	289	282	278
固定资产	1592	1688	1726	1764
无形资产	89	95	95	96
在建工程	179	140	92	56
其他	175	168	194	193
资产总计	3955	4002	5020	5747
流动负债	1173	845	919	1019
短期借款	996	613	677	762
应付款项	114	130	144	153
预收账款	0	0	0	0
其他	63	103	98	104
非流动负债	112	103	108	108
长期借款	0	0	0	0
其他	112	103	108	108
负债合计	1285	948	1027	1127
少数股东权益	(4)	6	32	50
归属母公司股东权	2674	3047	3960	4570
负债和股东权益	3955	4002	5020	5747

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(289)	510	1011	786
净利润	(465)	384	939	628
折旧摊销	150	111	120	130
财务费用	(2)	29	15	6
投资损失	24	(7)	(9)	2
营运资金变动	12	(10)	(25)	24
其它	(7)	3	(28)	(3)
投资活动现金流	(137)	(149)	(155)	(112)
资本支出	(50)	(168)	(110)	(131)
长期投资	32	(26)	7	4
其他	(118)	45	(51)	15
筹资活动现金流	492	(413)	49	79
短期借款	574	(383)	64	85
长期借款	0	0	0	0
其他	(82)	(30)	(15)	(6)
现金净增加额	67	(51)	906	753

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1609	2626	3391	3259
营业成本	1729	1887	2011	2226
营业税金及附加	10	10	14	15
营业费用	101	142	180	163
管理费用	118	142	187	163
研发费用	18	13	20	21
财务费用	(2)	29	15	6
资产减值损失	87	39	51	49
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(24)	7	9	(2)
其他经营收益	10	14	16	13
营业利润	(465)	384	939	628
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	(465)	385	939	628
所得税	0	0	0	0
净利润	(465)	384	939	628
少数股东损益	(13)	11	26	17
归属母公司净利润	(452)	374	913	610
EBITDA	(277)	525	1074	764
EPS (最新摊薄)	(1.30)	1.07	2.62	1.75

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-9.39%	63.27%	29.11%	-3.88%
营业利润	-1124.90%	182.63%	144.17%	-33.12%
归属母公司净利润	-	-	144.16%	-33.11%
获利能力				
毛利率	-7.46%	28.15%	40.68%	31.72%
净利率	-28.90%	14.64%	27.68%	19.26%
ROE	-15.60%	13.06%	25.90%	14.18%
ROIC	-11.56%	11.25%	20.47%	11.84%
偿债能力				
资产负债率	32.50%	23.70%	20.47%	19.61%
净负债比率	77.67%	64.80%	66.07%	67.78%
流动比率	1.41	1.92	2.86	3.30
速动比率	0.94	1.22	2.15	2.60
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.66	0.75	0.61
应收账款周转率	25.76	29.10	26.44	23.00
应付账款周转率	14.97	15.49	14.70	14.98
每股指标(元)				
每股收益	(1.30)	1.07	2.62	1.75
每股经营现金	(0.83)	1.46	2.90	2.25
每股净资产	7.66	8.73	11.35	13.10
估值比率				
P/E	(14.65)	17.72	7.26	10.85
P/B	2.48	2.17	1.67	1.45
EV/EBITDA	(24.41)	12.12	5.11	6.36

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>