Q2 公司收入快增长，打造熟食新增长点

民和股份(002234.SZ)

推荐 维持评级

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年半年度报告：公司营收 11.21 亿元，同比+75.18%；归母净利润-0.40 亿元，同比+86.58%；扣非后归母净利润为-0.41 亿元，同比+86.18%。
- **Q2 公司收入快速增长，亏损幅度同比收窄。**2023H1 公司业绩改善的主要原因是 Q1 鸡苗供应偏紧和节后集中补栏导致商品代鸡苗价格上涨，以及公司鸡肉熟食调理品业务规模扩大使得整体毛利率改善。H1 公司综合毛利率 15.48%，同比+40.95pct；期间费用率为 15.28%，同比+1.66pct。单季度来看，Q2 公司营收 5.43 亿元，同比+38.30%；归母净利润-0.97 亿元，同比+15.48%；扣非后归母净利润为-0.99 亿元，同比+13.18%；亏损主要源于苗价逐步回落到亏损区间。公司综合毛利率 4.73%，同比+14.89pct；期间费用率为 16.09%，同比+4.96pct，主要是电商业务有较大幅增长，销售费用显著提升。
- **H1 公司鸡苗销量+5%，毛利率改善显著。**23H1 公司商品代鸡苗销量为 1.4 亿羽，同比+5.26%；营收 4.87 亿元，同比+43.43%；鸡苗单价约 3.48 元/只，同比+106.40%；毛利率 28.86%，同比+74.42pct。目前公司商品代鸡苗产能超过 3 亿羽。同时，公司临沂孵化厂建设项目进度已过半，与种鸡项目相匹配，运营后将新增 1 亿羽商品代年产能，且更高效地服务附近客户，推动公司业绩进一步增长。另外，公司持续推进 80 万套父母代种鸡养殖项目，目前已部分投产，22 年 11 月开始饲养的首批 11 万套父母代种鸡预计将于 23H2 逐步生产鸡苗供应市场。养殖方面公司采用多层笼养、“三阶段全进全出”、鸡精液稀释等多种规模化饲养技术，提高养殖效率。
- **持续拓宽熟食业务，有望增加 6 万吨熟食产能。**23H1 公司鸡肉产品销量为 3.59 万吨，同比+18.14%；营收 5.21 亿元，同比+46.47%；单价约 14500 元/吨，同比+40.13%；毛利率为 4.64%，同比+21.82pct。公司近年来加大熟食业务投资，不断开拓新的营销渠道，延长产业链。公司熟食业务主要采用传统销售与电商销售相结合的模式，线上线下互补，目前已在多个电商平台销售，并在线下不断扩展 B 端客户。公司潍坊和民和两个熟食品工厂已投入运营，满产产能合计达到 6 万吨，目前正在努力提升生产和销售能力，23H1 产销量不断提升。由于鸡肉熟食深加工制品的利润相对稳定，或将降低公司对商品代鸡苗盈利的依赖，有望提供较为稳定的收益。
- **投资建议：**公司以父母代种鸡饲养、商品代鸡苗销售为核心，建立了集肉鸡养殖、屠宰加工、有机废弃物开发利用为一体的循环产业链，并进一步发展熟食深加工业务，补齐产业中下游薄弱环节，便于获得价值链各环节增值的利润。随着白鸡行业景气度提升，公司有望实现扭亏为盈。我们预计 2023-2024 年 EPS 分别为 0.80 元、1.99 元，对应 PE 为 19 倍、8 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**动物疫情的风险；原材料价格波动的风险；食品安全的风险；鸡价波动的风险等。

分析师

谢芝优

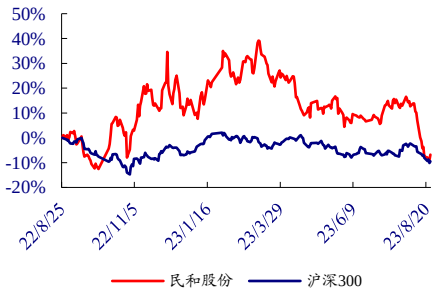
☎：021-68597609

✉：xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130519020001

市场数据	2023-08-24
A 股收盘价(元)	15.65
股票代码	002234
A 股一年内最高价/最低价(元)	23.35/14.67
上证指数	3,082.24
总股本/实际流通 A 股(万股)	34,896/30,343
流通 A 股市值(亿元)	47

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

表1：主要财务指标预测

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1608.64	2596.91	3273.80	3287.47
增长率	-9.39%	61.43%	26.07%	0.42%
归母净利润（百万元）	-452.06	277.89	693.13	399.66
增长率	-1049.51%	161.47%	149.42%	-42.34%
每股收益 EPS(元)	-1.30	0.80	1.99	1.15
净资产收益率 ROE	-17.42%	8.84%	18.28%	10.09%
PE	-12	19	8	13

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	777.75	294.13	1111.27	1584.98
应收和预付款项	90.91	128.44	162.75	164.92
存货	550.39	678.73	740.79	844.71
其他流动资产	238.35	248.81	255.98	256.12
长期股权投资	263.21	263.21	263.21	263.21
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1770.44	1490.73	1211.01	931.29
无形资产和开发支出	88.75	73.81	58.86	43.92
其他非流动资产	175.01	173.67	172.32	170.98
资产总计	3954.82	3351.52	3976.19	4260.13
短期借款	996.23	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	148.49	191.01	204.72	231.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	140.77	133.27	135.25	138.12
负债合计	1285.48	324.28	339.97	369.97
股本	348.96	348.96	348.96	348.96
资本公积	1381.79	1381.79	1381.79	1381.79
留存收益	942.91	1311.22	1948.77	2209.80
归属母公司股东权益	2673.67	3041.97	3679.52	3940.55
少数股东权益	-4.33	-14.73	-43.30	-50.39
股东权益合计	2669.33	3027.24	3636.23	3890.16
负债和股东权益合计	3954.82	3351.52	3976.19	4260.13

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1608.64	2596.91	3273.80	3287.47
营业成本	1728.71	2036.61	2230.67	2512.95
营业税金及附加	9.84	11.65	15.48	15.97
销售费用	100.93	129.85	163.69	164.37
管理费用	118.26	155.81	196.43	197.25
财务费用	-2.21	4.08	-1.78	-3.05
资产减值损失	-86.04	0.00	0.00	0.00
投资收益	-23.77	10.00	-4.00	-6.65
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-465.21	268.90	665.32	393.33
其他非经营损益	0.35	-1.27	-0.56	-0.65
利润总额	-464.86	267.63	664.76	392.68
所得税	0.05	0.13	0.20	0.12
净利润	-464.91	267.50	664.56	392.56
少数股东损益	-12.85	-10.39	-28.57	-7.09
归属母公司股东净利润	-452.06	277.89	693.13	399.66

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-464.91	267.50	664.56	392.56
折旧与摊销	149.53	296.00	296.00	296.00
财务费用	-2.21	4.08	-1.78	-3.05
资产减值损失	-86.04	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-21.62	-149.72	-86.49	-77.17
其他	136.35	0.59	2.64	7.58
经营活动现金流净额	-288.90	418.46	874.94	615.93
资本支出	-50.06	0.00	0.00	0.00
其他	-86.60	10.00	-4.00	-6.65
投资活动现金流净额	-136.66	10.00	-4.00	-6.65
短期借款	573.88	-996.23	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	90.41	-55.58	-138.63
其他	-81.79	-6.26	1.78	3.05
筹资活动现金流净额	492.09	-912.08	-53.80	-135.57
现金流量净额	66.64	-483.62	817.14	473.71

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.41	0.71	0.89	0.80
固定资产周转率	1.04	1.79	2.79	3.68
应收账款周转率	24.51	29.06	26.72	23.80
存货周转率	2.96	3.05	2.91	2.96
资产负债率	32.50%	9.68%	8.55%	8.68%
带息债务/总负债	77.50%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.41	6.38	9.98	11.07
速动比率	0.94	3.17	6.73	7.79
股利支付率	0.00%	-32.53%	8.02%	34.69%
ROE	-17.42%	8.84%	18.28%	10.09%
ROA	-11.76%	7.98%	16.71%	9.21%
ROIC	-19.81%	11.51%	29.20%	18.63%
EBITDA/销售收入	-19.76%	21.91%	29.31%	20.88%
EBITDA	-317.89	568.99	959.54	686.28
PE	-11.93	19.41	7.78	13.50
PB	2.02	1.77	1.47	1.37
PS	3.35	2.08	1.65	1.64
EV/EBITDA	-16.44	8.28	4.06	4.98
股息率	0.00%	—	1.03%	2.57%

数据来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。证券研究从业 8+年，南京大学管理学硕士，曾供职于西南证券、国泰君安证券，2018 年加入银河证券。曾获 2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016 年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）
推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。
谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。
中性：预计与基准指数平均回报相当。
回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）
推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。
谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。
中性：预计与基准指数平均回报相当。
回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程　曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田　薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn