

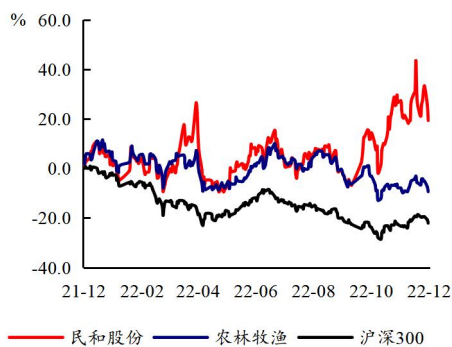


评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	赵雅斐
电子邮箱	zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	348.96
流通A股/B股(百万股)	348.96/0.00
资产负债率(%)	29.12
每股净资产(元)	8.01
市净率(倍)	2.35
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	22.59/14.25

相关研究

鸡苗乘风起，食品添新翼

——民和股份（002234.SZ）首次覆盖报告

核心观点

国内商品代鸡苗龙头，产业链布局持续完善。公司已在白羽鸡养殖行业深耕二十余年，建立起了以父母代肉种鸡饲养、商品代肉鸡苗生产销售为核心，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，并进一步发展熟食深加工业务，向下游延伸产业链。公司现存栏父母代肉种鸡370万套，年孵化商品代鸡苗3亿多只，商品代自养肉鸡年出栏3000多万只，年屠宰分割各类鸡肉产品7万多吨。公司营收整体呈增长态势，2012-2021年CAGR为4.53%，利润水平随周期波动。公司扩张自身养殖规模的同时，积极向鸡肉制品深加工板块延伸以提高盈利稳定性，公司护城河有望不断拓宽。

白鸡行情景气回升，商品代苗价反转可期。1) 短期跌势不改苗价上行趋势。近期商品代鸡苗价格下跌主要系为避免春节期间肉鸡出栏，大多数企业在12月中上旬进入停苗期，鸡苗需求下降。目前多数种禽企业停苗期即将结束，鸡苗市场将逐步恢复正常交易，但需时间消化停孵期积攒的种蛋量，因此在出苗开端苗价或继续呈现下跌走势。然而前期行情低迷导致在产父母代存栏量下行，商品代鸡苗供给呈现减少趋势，叠加鸡苗需求逐步恢复，苗价有望在供需紧张态势下得到提振。2) 引种缺口传导有望逐步兑现，2023H2商品代苗价景气上行。受制于航班熔断及祖代供种国禽流感疫情暴发影响，祖代引种持续受阻，2022年1-11月祖代更新量86.21万套，同比大幅下降近25%。根据白羽肉鸡生产周期，5-11月祖代供给缺口将作用于14个月后，即2023年中旬商品代鸡苗供给出现明显收缩。同时2023年春节后行情往往低迷，养殖户产能主动去化或发生，利好后市鸡苗行情。考虑到下半年中秋节等节假日助力鸡肉消费以及种鸡成本居于高位，商品代苗价进入新一轮上行周期或在2023H2。

养殖、食品端双向发展，产业链持续向下游延伸。（1）立足鸡苗核心主业，养殖规模有望进一步扩张。a. 受益于苗价高弹性，公司在行业景气时期有望迎来业绩的爆发式增长。2019年白羽鸡行业迎来最高景气，公司业绩大幅增长。纵向来看，2019年公司毛利率高达59.68%，同比+25.37 pct；2019年公司实现归母净利润16.10亿元，同比+322.95%。横向来看，2019年公司毛利率和归母净利润同比增速明显高于同时期产业链中下游企业。b. 鸡苗销量稳健增长，募投项目加码产能扩张。2021年公司商品代鸡苗实现外销3.09亿只（市占率约为5.5%），2015-2021年销量CAGR达9.23%。2021年公司非公开发行股票募集资金实施80万套父母代种鸡养殖项目和1亿只商品代鸡苗孵化项目，两项目预计2023年建成，投产后预计将为公司带来1亿只商品代鸡苗/年的新增产能。c. 追求技术创新，养殖技术业内领先。公司持续加大研发投入，始终坚持父母代种鸡笼养模式，提高了种鸡成活率、受精率等生产技术指标，与传统平养模式相比优势显著。苗价高弹性叠加产能扩张，受益于行业景气反转在即，公司鸡苗业务有望迎来业绩爆发式增长。（2）积极布局下游深加工环节，产业链一体化加速推进。2021年公司鸡肉制品销售6.93万吨，2016-2021年CAGR为3.64%，鸡肉制品销量较为稳定。2021年公司非公开发行股票募资实施两项熟食项目，合计产能6万吨。目前两大项目均已部分建成投产，2022年熟食销量预计达8000-9000吨，随项目逐步落地，公司熟食销量有望持续增长，公司盈利能力和抗风险能力有望进一步增强。

投资建议

全球禽流感疫情高发，后期引种不确定性加剧，白羽鸡拐点有望加速到来。公司处于产业链上游，是商品代鸡苗龙头企业，随养殖、食品两端规模扩增，有望充分受益于行业景气度的提升。我们预计 2022-2024 公司归母净利润为-3.10/5.29/6.60 亿元，当前股价对应 2023/2024 年 PE 分别 12.38/9.93 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

原材料价格波动、疫病发生、鸡肉价格下行。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1775.43	1624.92	2913.79	3254.77
增长率 (%)	5.56	-8.48	79.32	11.70
归母净利润	47.61	-310.01	529.47	660.22
增长率 (%)	-28.60	-751.14	270.79	24.69
EPS (元/股)	0.14	-0.89	1.52	1.89
市盈率 (P/E)	122.57	—	12.38	9.93
市净率 (P/B)	1.92	2.33	1.96	1.64

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测（基于 2022 年 12 月 20 日股价 18.79 元）

正文目录

1. 白羽肉鸡苗龙头企业，深耕产业二十余年	5
1.1. 立足鸡苗核心主业，产业链延伸促成长	5
1.2. 分配激励基金，提振员工工作积极性	6
1.3. 行业景气触底回升，公司经营边际改善	7
2. 祖代引种受阻，行业景气上行	9
2.1. 引种受限持续，祖代产能大幅下滑	9
2.2. 白鸡行情景气回升，商品代苗价反转可期	11
2.3. 深加工市场空间广阔，白羽鸡肉消费需求有望扩容	13
3. 养殖、食品端双向发展，产业链持续向下游延伸	15
3.1. 鸡苗业务高弹性，定增加码养殖产能	15
3.1.1. 苗价高弹性成就景气时期业绩高增	15
3.1.2. 鸡苗量稳健增长，募投项目助力产能扩张	16
3.1.3. 追求技术创新，养殖技术业内领先	17
3.1.4. 践行“双碳”理念，构建农业循环生态	19
3.2. 积极布局下游深加工环节，产业链一体化不断推进	20
3.2.1. 发力下游食品板块，盈利稳定性有望增强	20
3.2.2. 熟食产品定位高端，电商业务发展迅速	21
4. 盈利预测	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1. 公司历史沿革	5
图表 2. 公司部分子公司	5
图表 3. 公司主要股东持股比例（截至 2022 年三季报）	6
图表 4. 2022 年激励基金分配方案	7
图表 5. 公司营业收入整体上行	8
图表 6. 公司归母净利润随周期波动	8
图表 7. 公司鸡肉制品业务占比呈增长趋势	8
图表 8. 公司鸡肉制品毛利率更加稳定（%）	8
图表 9. 公司销售毛利率、净利率走势	9
图表 10. 公司销售、管理、财务费用率变动	9
图表 11. 2022 年以来美国三大供种州禽流感疫情发生情况（截至 2022 年 12 月 15 日）	10
图表 12. 全国祖代种鸡总存栏量（万套）	10
图表 13. 全国后备祖代种鸡总存栏量（万套）	10
图表 14. 全国部分在产祖代种鸡总存栏量（万套）	10
图表 15. 全国部分父母代种鸡总存栏量（万套）	11
图表 16. 全国部分后备父母代种鸡存栏量（万套）	11
图表 17. 全国部分在产父母代种鸡存栏量（万套）	11
图表 18. 全国部分商品代鸡苗销售量（万只）	11
图表 19. 山东烟台白羽肉鸡苗价格（日度）	12
图表 20. 山东烟台白羽肉鸡苗价格（月度）	12
图表 21. 春节前补栏三批鸡出栏以及对应补栏时间	12
图表 22. 主产区肉种蛋近期持续下滑至低位	13
图表 23. 春节前停孵期以及对应停苗期	13
图表 24. 中国快餐门店数、营收快速增长	14
图表 25. 2021 年中国快餐十大品牌榜	14

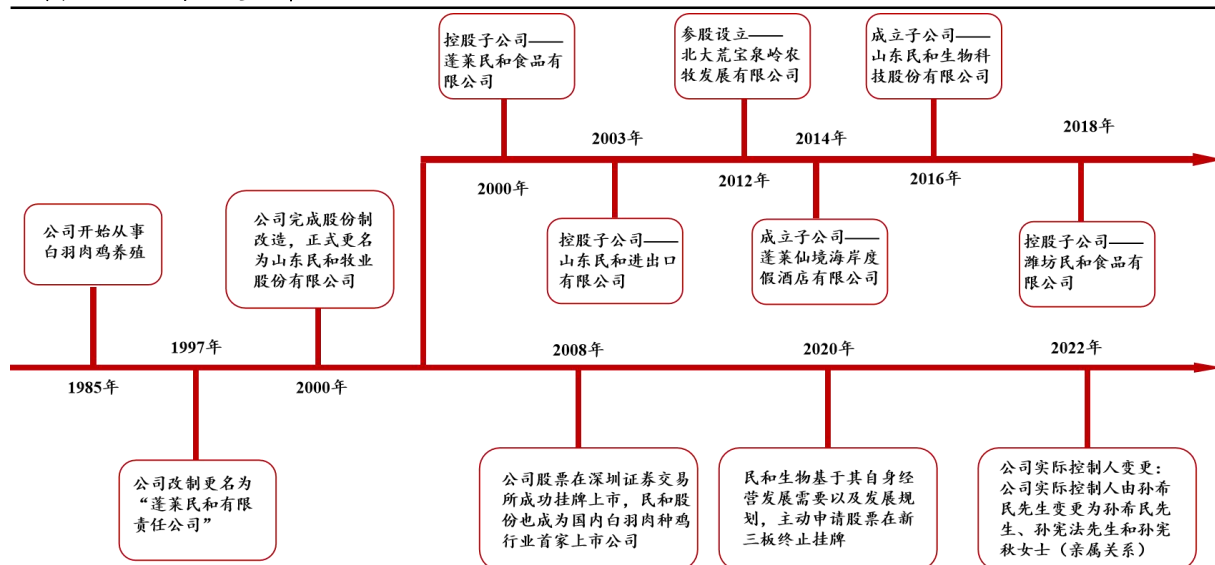
图表 26. 中国白羽鸡肉深加工市场规模快速增长	14
图表 27. 商品代鸡苗价格波动性最大	15
图表 28. 各公司毛利率水平 (%)	16
图表 29. 各公司归母净利润同比增速 (%)	16
图表 30. 商品代鸡苗销量稳步增长	17
图表 31. 2022 年 1-11 月鸡苗销售情况	17
图表 32. 2021 年公司非公开发行股票部分募投项目	17
图表 33. 公司研发投入快速增长	18
图表 34. 笼养模式的优势	18
图表 35. 公司部分研发项目概况 (截至 2021/12/31)	19
图表 36. 子公司民和生物部分肥料产品“新壮态”	19
图表 37. 民和沼气发电项目再次完成 CDM 碳减排量交易	19
图表 38. 公司鸡肉制品营业收入	20
图表 39. 公司鸡肉制品销量较为稳定	20
图表 40. 2021 年公司非公开发行股票部分募投项目	21
图表 41. 潍坊民和 3 万吨肉制品加工项目	21
图表 42. 民和食品 3 万吨熟食制品加工项目	21
图表 43. 公司“顿顿鸡”系列产品	22
图表 44. 公司电商业务销售成绩显著	22
图表 45. 公司分项业务盈利预测	23

1. 白羽肉鸡苗龙头企业，深耕产业二十余年

1.1. 立足鸡苗核心主业，产业链延伸促成长

主营产品代鸡苗生产销售，积极向下游延伸产业链。公司已在白羽鸡养殖行业深耕二十余年，积累了丰富的行业经验，建立起了以父母代肉种鸡饲养、商品代肉鸡苗生产销售为核心，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，并进一步发展熟食深加工业务，向下游延伸产业链。公司主要产品为商品代鸡苗，一部分自用，其余销售给养殖公司、养殖户以及经销商；子公司民和食品对商品代肉鸡进行屠宰加工产出冷冻鸡肉制品；子公司民和生物则以公司种鸡及商品鸡养殖产生的粪污为原料，进行沼气发电、有机固态肥、有机水溶肥等业务。2021年底，公司成立电商团队“杭州民悦和食品科技有限公司”，打造自身熟食制品线上电商渠道。公司立足核心鸡苗主业，积极打造农业循环生态以支持公司健康稳定发展，同时积极向下游延伸，持续加强产业链一体化布局。

图表 1. 公司历史沿革



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 2. 公司部分子公司

公司主要子公司	持股比例	子公司经营业务
蓬莱市民信食品有限公司	100%	熟食制品加工企业
蓬莱民和食品有限公司	100%	商品代肉鸡屠宰加工
山东民和生物科技股份有限公司	100%	主要从事沼气发电、生物天然气、有机肥料、功能型水溶肥料的生产、销售等业务。
杭州民悦和食品科技有限公司	90%	食品互联网销售（销售预包装食品）等

资料来源：公司公告、Wind，东亚前海证券研究所

公司股权结构清晰，孙宪法为公司第一大股东。截至 2022Q3，公司前十大股东占总股本比例为 43.40%。公司第一大股东为孙宪法，持股比例 17.39%；公司创始人孙希民为第二大股东，持股比例达 13.51%。公司前四大股东均为自然人，孙希民、孙宪法、孙宪秋三人为亲属关系。孙希民现任公司资深董事长；其子孙宪法为公司董事长；其女孙宪秋为公司第三大股东，三人合计持股占比 36.33%，在公司股权结构中占主导地位。

图表 3. 公司主要股东持股比例（截至 2022 年三季度报）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 分配激励基金，提振员工工作积极性

对激励对象进行现金奖励，有望提升员工积极性、主动性。2021 年度公司实现的经营业绩达到了激励基金的提取条件，公司董事会审议批准提取激励基金 213 万元；合计 2020 年度计提数额，激励基金总额为 1050.30 万元。具体来看，公司中层管理人员、核心骨干及重要员工（共 211 人）合计获得约 770.81 万税前基金奖励，平均每人可获得约 3.65 万元税前奖励。本次激励基金分配有利于提升公司中层干部和骨干员工的工作积极性和责任感，加强了公司的凝聚力，一定程度上减少了公司人员流失的风险。

图表 4. 2022 年激励基金分配方案

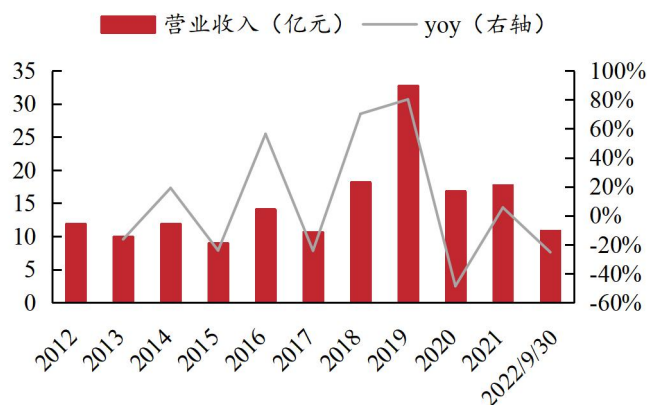
姓名	职务	获得的激励基金金额(税前)(万元)
董事、监事、高级管理人员（共 8 人）		279.5
孙宪法	副董事长、总经理	90
周东	董事、副总经理	60
张东明	董事、副总经理、董事会秘书、民和生物副董事长	60
于乐洪	董事、基建部经理	12
文立胜	监事会主席、人力资源部经理	20
崔华良	监事、种鸡场长	2.5
李伟	监事、基建科长	5
钟宪军	财务总监	30
中层管理人员、核心骨干及重要员工（共 211 人）		770.8
合 计		1,050.30

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 行业景气触底回升，公司经营边际改善

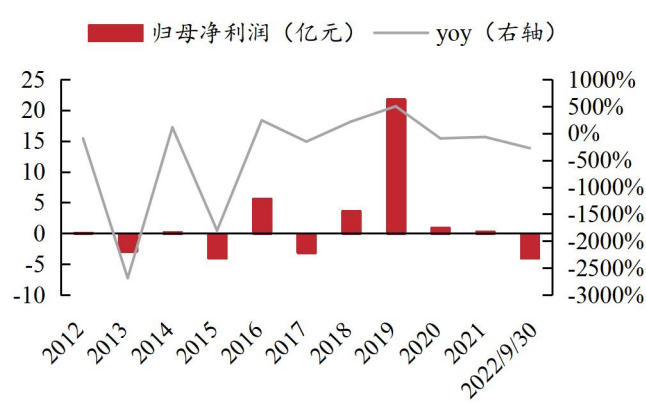
行业景气回暖，公司经营边际改善。2021 年下半年，鸡苗行情一路下滑，8-9 月有所小幅反弹，但很快继续回落直至年末；2022 年上半年鸡苗价格虽有起伏，但是整体在低位波动。2021 年全年至 2022 年上半年白羽肉鸡终端鸡肉市场价格则维持在较低水平，屠宰业务持续亏损。2020 年以来白羽肉鸡行业景气下行，公司业绩整体承压。2021 年公司实现营收 17.75 亿元（同比+5.56%），实现归母净利润 0.48 亿元（同比-28.60%）；2022 年前三季度公司实现营收 10.85 亿元（同比-25.28%），实现归母净利润-3.32 亿元（同比-299.53%）。行业前期产能去化效果显现叠加传统补栏旺季，2022 年 7-11 月商品代鸡苗价格持续上行。受益于行业景气回暖，公司经营边际改善。2022 年单三季度公司实现营收 4.45 亿元，环比+13.23%；单三季度归母净利润亏损 0.35 亿，亏损环比大幅收窄 0.79 亿元。

图表 5. 公司营业收入整体上行



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

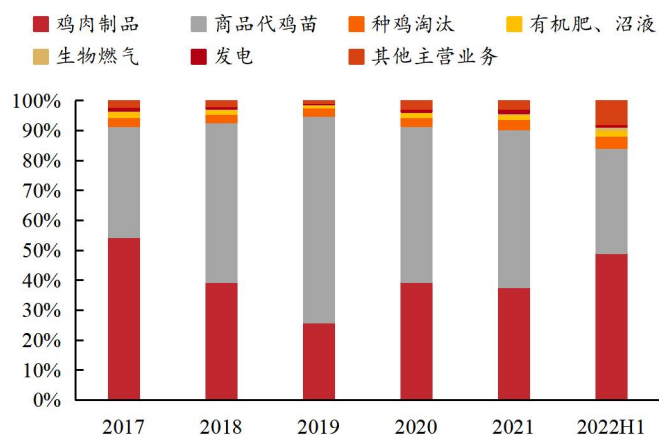
图表 6. 公司归母净利润随周期波动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

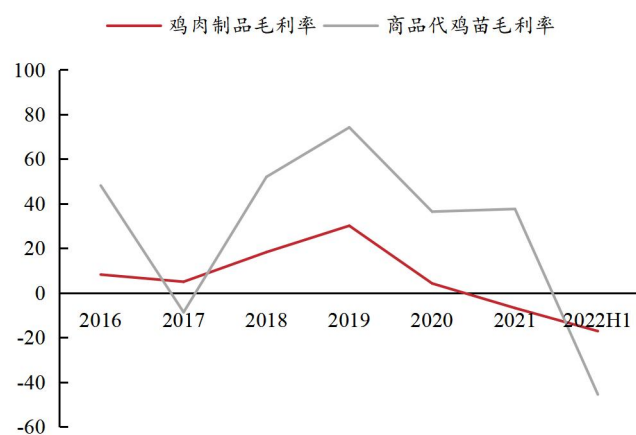
鸡肉制品占比逐年提升，盈利稳定性有望进一步提升。2019 年受供给短缺以及猪价高涨带动，白鸡行业迎来最高景气，公司销售毛利率/销售净利率分别达 59.68%/49.13%，同比分别+25.37pct/+28.20pct，盈利水平达到历史高点。2020 年以来白羽鸡行业已持续低迷近 2 年，公司销售毛利率以及销售净利率持续下行，2022 年前三季度公司销售毛利率/销售净利率分别为-13.54%/-31.25%，相比 2021 年末分别-31.61pct/-33.65pct。可以看出，公司盈利水平受行业周期影响较大，利润率水平波动幅度较大。然而近些年公司布局产业链下游，鸡肉制品业务占比呈增长趋势，2022H1 鸡肉制品业务营收占比为 49.18%，较 2021 年底提升 11.52pct。此外鸡肉制品的毛利率较稳定，2017 年行业景气下行，鸡肉制品业务仍能保持盈利，2022 年在行业景气低迷时，鸡肉制品亏损幅度仍小于鸡苗业务。2021 年以来公司进一步发展熟食深加工延伸产业链，鸡肉制品业务占比有望进一步提升，有利于平滑利润周期波动，提高盈利稳定性。

图表 7. 公司鸡肉制品业务占比呈增长趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

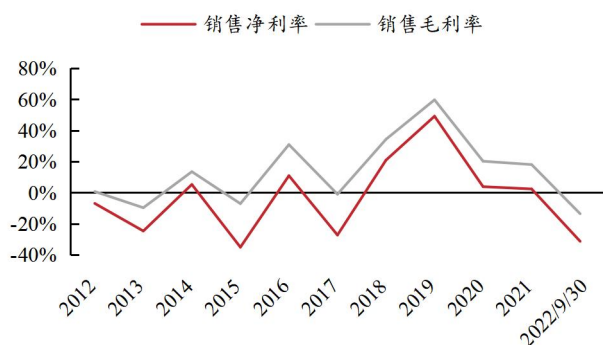
图表 8. 公司鸡肉制品毛利率更加稳定 (%)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

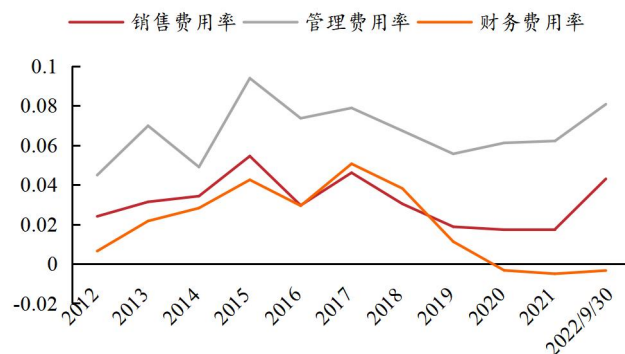
拓展熟食电商营销，销售费用率显著上升。销售费用方面，2022 年前三季度，公司销售费用为 4661.64 万元，同比+110.46%；销售费用率达 4.30%，相比 2021 年末+2.55pct。2022 年销售费用增加主要系公司新设子公司陆续开展熟食销售推广所致。未来公司有望继续加大熟食业务的营销投入，销售费用率或继续提升。2022 年前三季度公司管理费用为 8758.90 万元，同比+18.87%；管理费用率达 8.07%，相比 2021 年末+1.86pct。2020 年至今，公司财务费率保持负值，主要系公司募集资金到位，银行存款利息增加。

图表 9. 公司销售毛利率、净利率走势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 10. 公司销售、管理、财务费用率变动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 祖代引种受阻，行业景气上行

2.1. 引种受限持续，祖代产能大幅下滑

海外引种受阻，1-11 月祖代更新量同比下滑近 25%。美国是我国祖代白羽肉鸡的主要引种国，2022 年 3 月美国暴发自 2015 年以来最严重的禽流感疫情，截至 2022 年 12 月 15 日，美国已有 47 个州、300 个商业养殖场暴发禽流感疫情，5600 万只禽类受影响。美国三大供种州（密西西比州、阿拉巴马州、田纳西州）目前均已发生禽流感疫情。受航班熔断以及供种州发生禽流感疫情影响，5 月-7 月我国未从美国进口祖代白羽肉鸡，8-9 月我国从美国少量引种，10 月和 11 月仍未从海外引种。2022 年 1-11 月我国白羽鸡祖代更新量为 86.21 万套，同比下降 24.72%，预计全年祖代更新量不足 90 万套，和行业需求均衡水平 120 万套相比，存在 25%左右的供给缺口。

主动去化+引种受阻，祖代产能大幅下滑。2020 年以来受新冠疫情等多因素影响，行业已持续低迷超 2 年，产能主动去化已发生，叠加海外引种受阻，祖代产能去化幅度逐渐加深。根据中国畜牧业协会数据，截至 2022 年第 48 周，祖代种鸡存栏为 169.99 万套，同比下降 4.09%，较年内高点累计去化 8.80%；其中后备祖代种鸡存栏 44.31 万套，同比下降 27.03%，较年内高点累计去化 44.95%；其中在产祖代种鸡存栏 125.68 万套，同比增长 7.86%，较年内高点累

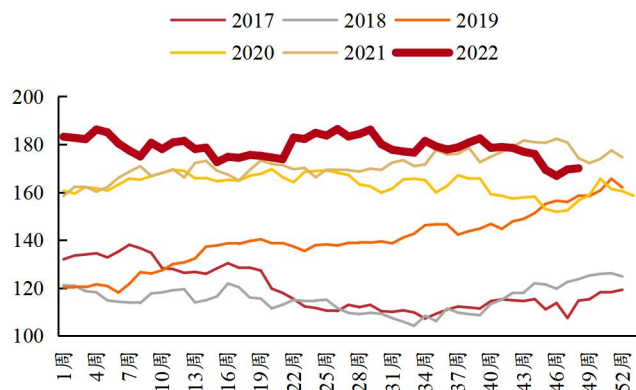
计去化 10.89%。

图表 11. 2022 年以来美国三大供种州禽流感疫情发生情况（截至 2022 年 12 月 15 日）

Confirmation Date	State	County Name	Flock Type	Birds Affected
2022/12/14	Tennessee	Weakley	WOAH Poultry	37900
2022/11/23	Tennessee	Davidson	WOAH Non-Poultry	10
2022/11/15	Tennessee	Bledsoe	Commercial Broiler Breeder	20900
2022/10/31	Tennessee	Tipton	WOAH Non-Poultry	90
2022/9/15	Tennessee	Obion	WOAH Poultry	130
2022/11/14	Mississippi	Lowndes	WOAH Non-Poultry	0
2022/11/4	Mississippi	Lawrence	Commercial Broiler Breeder	34400
2022/12/5	Alabama	Lawrence	WOAH Non-Poultry	460

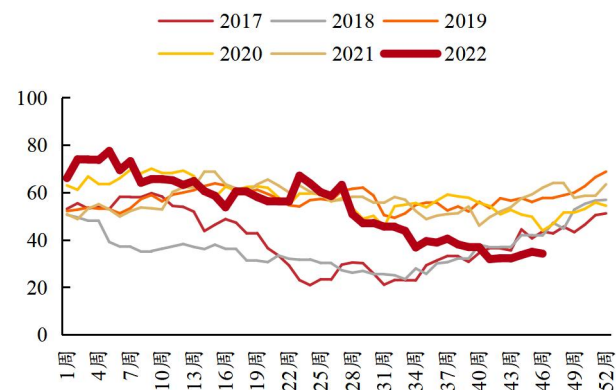
资料来源：USDA，东亚前海证券研究所

图表 12. 全国祖代种鸡总存栏量（万套）



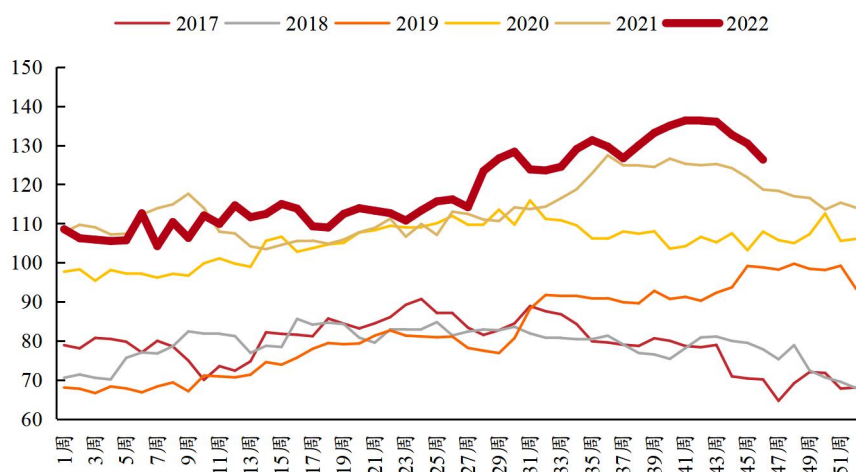
资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 13. 全国后备祖代种鸡总存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 14. 全国部分在产祖代种鸡总存栏量（万套）

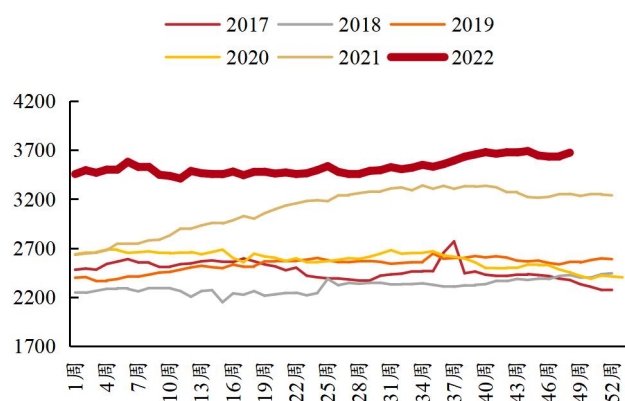


资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

2.2. 白鸡行情景气向上，商品代苗价反转可期

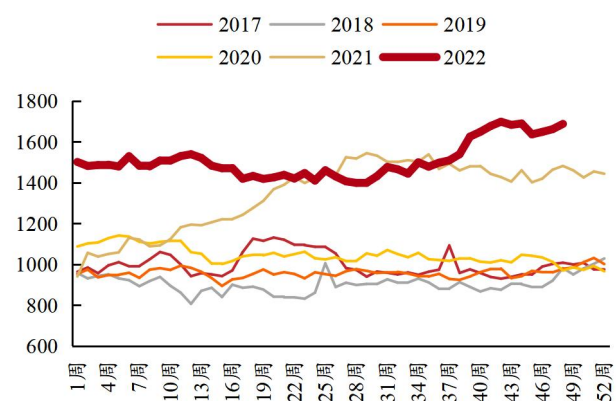
随祖代引种受限影响显现，父母代存栏后续或继续下滑。根据中国畜牧业协会数据，截至 2022 年第 48 周，全国部分父母代种鸡总存栏量为 3673.50 万套，较年内高点去化 0.46%。其中后备父母代种鸡存栏 1687.99 万套，较年内高点去化 0.63%；在产父母代种鸡存栏 2092.97 万套，较年内高点去化 5.13%。未来随祖代供给短缺影响逐步显现，后备/在产父母代种鸡存栏或将继续下滑。

图表 15. 全国部分父母代种鸡总存栏量（万套）



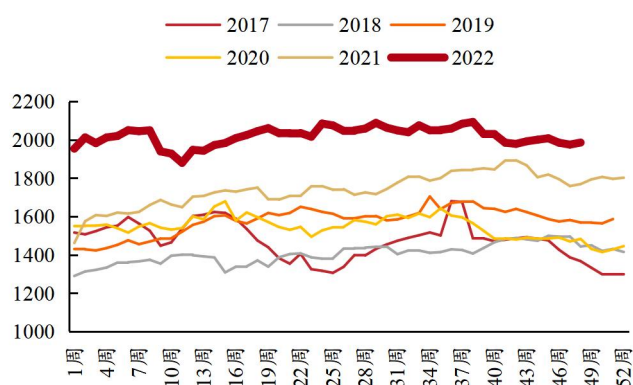
资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 16. 全国部分后备父母代种鸡存栏量（万套）



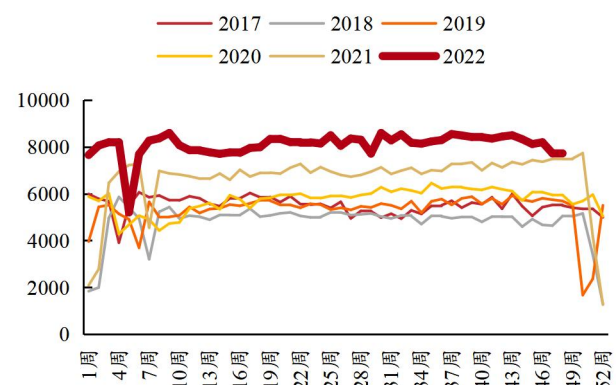
资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 17. 全国部分在产父母代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 18. 全国部分商品代鸡苗销售量（万只）



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

8-11 月商品代鸡苗价格持续上涨，高点已突破 4 元/羽。回顾 2022 年鸡苗价格走势，2022 年一季度，鸡苗价格低位运行主要系各地新冠疫情反复，交通运输受阻，养殖户补栏谨慎，叠加春节后消费需求回落，需求支撑减弱。6-7 月，鸡苗价格再次下行，进入传统鸡苗需求淡季，主要系该时间段内补栏商品代鸡苗对应高温天气出栏，毛鸡养殖难度加大，养殖端补栏积极性较差。进入 8 月，需求端：天气转凉，养殖难度减小，养殖风险降低，叠加养殖场在春节

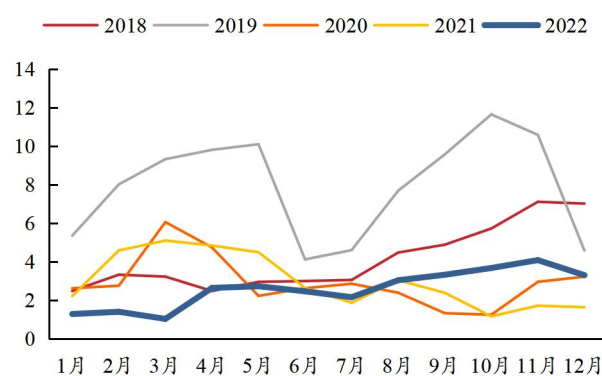
前出栏三批鸡意愿较强，补栏积极性提升；供给端：受前期亏损影响，在产父母代存栏 10 月起持续下滑，商品代鸡苗销量随之减少，第 48 周商品代鸡苗销量为 7744.18 万只，较 11 月初下降 7.00%。供需两端合力推升苗价持续上涨，截至 2022 年 11 月 24 日，烟台鸡苗价格已涨至 4.30 元/羽，较一季度苗价低点（0.80 元/羽）涨幅高达 215.63%，较去年同期上涨 126.32%。

图表 19. 山东烟台白羽肉鸡苗价格（日度）



资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

图表 20. 山东烟台白羽肉鸡苗价格（月度）



资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

图表 21. 春节前补栏三批鸡出栏以及对应补栏时间

	第一批鸡	第二批鸡	第三批鸡
鸡苗补栏时间	2022 年 9 月 1 日-9 月 10 日	2022 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2022 年 11 月 28 日-12 月 7 日
毛鸡出栏时间	2022 年 10 月 10 日-10 月 19 日	2022 年 11 月 15 日-11 月 24 日	2023 年 1 月 7 日-1 月 17 日

资料来源：钢联数据，东亚前海证券研究所

短期跌势不改苗价上行趋势。根据涌益资讯，为避免春节期间出栏，大多数孵化企业在 11 月 12 日前后已经进入停孵期，且停孵期将持续 13 天左右，11 月 12 日-11 月 25 日停孵期对应 21 天后，12 月 3 日-12 月 16 日为停苗期。前期由于停苗期临近，鸡苗需求下降，鸡苗价格逐渐下跌。根据博亚和讯，12 月 2 日烟台鸡苗价格为 3.20 元/羽，周度环比-25.58%。目前多数种禽企业停苗期即将结束，鸡苗市场将逐步恢复正常交易，但需时间消化停孵期积攒的种蛋出苗量，因此在出苗开端苗价或继续呈现下跌走势（12 月中下旬）。然而前期行情低迷导致在产父母代存栏量下行，商品代鸡苗供给减少趋势不改，叠加鸡苗需求逐步恢复，苗价有望在供紧需增态势下得到提振。

引种缺口传导有望逐步兑现，2023H2 商品代苗价景气上行。2023 年春节后种禽企业陆续恢复出苗，叠加停孵期积攒的种蛋孵化，我们预计春节后商品代鸡苗供给增大，叠加节后需求端支撑减弱，预计 2023 年春节后商品代鸡苗

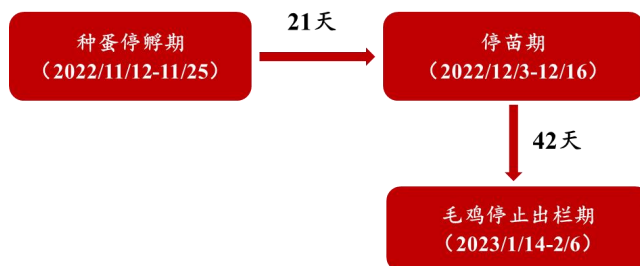
行情低迷，产能去化发生，利好后市鸡苗价格。此外，根据白羽肉鸡生产周期，5-11月祖代供给缺口将作用于14个月后，即2023年中旬商品代鸡苗开始减量，叠加下半年中秋节等节假日助力鸡肉消费，以及种鸡成本居于高位，我们预计2023年下半年，商品代鸡苗价格持续向好。

图表 22. 主产区肉种蛋近期持续下滑至低位



资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

图表 23. 春节前停孵期以及对应停苗期

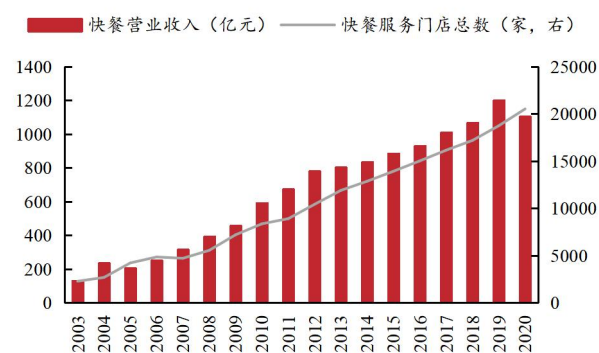


资料来源：涌益资讯，东亚前海证券研究所

2.3. 深加工市场空间广阔，白羽鸡肉消费需求有望扩容

连锁餐饮规模持续扩大，鸡肉制品需求有望持续增长。1) 快餐规模迅速扩张，鸡肉类品牌占快餐主导地位。2020 年我国快餐服务营业收入为 1102.29 亿元，同比减少 8.06%，主要系 2020 年新冠疫情影响下，餐饮停摆；2003-2020 年营收 CAGR 为 13.41%；2020 年快餐服务门店总数达到 20504 家，同比增长 9.50%，2003-2020 年门店数量 CAGR 为 13.80%。在 2020-2021 年度品牌指数排名前十的全国快餐店中，共有 6 家快餐店以肉鸡类食品为主，鸡肉快餐店的扩张将驱动对鸡肉制品的需求持续增长。2) 餐饮连锁化率逐年提升，进一步提升对高标准化鸡肉产品的需求。餐饮连锁化率在逐年提升，根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，2018-2020 年我国餐饮连锁化率从 12.8% 增长至 15.0%。然而对标海外，我国餐饮连锁化率仍低于美国的 54% 和日本的 49%，未来有较大幅度的提升空间。餐饮连锁化率的提升将提高餐饮企业对食材标准化程度要求，提升对鸡肉制品等预制菜的需求。

图表 24. 中国快餐门店数、营收快速增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

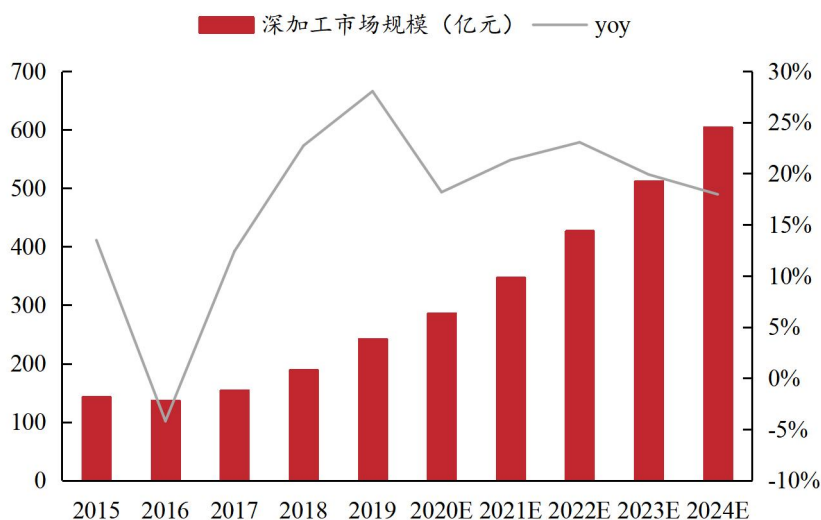
图表 25. 2021 年中国快餐十大品牌榜

名次	2021年中国快餐十大品牌	品牌指数
1	肯德基	975.4
2	麦当劳	971.7
3	老乡鸡	955.2
4	乡村基	954.1
5	德克士	943.8
6	华莱士	934.5
7	永和大王	904.8
8	大米先生	897.6
9	萨莉亚意大利餐厅	874.1
10	华骨头排骨饭	872.4

资料来源: 第三届中国餐饮营销峰会, 东亚前海证券研究所

即食产品受青睐叠加活禽交易减少, 深加工鸡肉市场规模高速增长。白羽鸡肉消费多以初加工冷冻鸡肉为主, 但随着年轻一代步入厨房, 生活节奏加快, 便捷烹饪的即食产品越来越受消费者欢迎; 叠加禽流感的全球暴发打击了国内活禽市场的整体需求, 更多消费者转向深加工白羽鸡肉制品。深加工产品市场规模持续增长, 2015-2019 年 CAGR 为 14.1%; 随着多元化产品的推出以及追求方便的年轻人的追捧, 根据弗若斯特沙利文预测, 2019-2024 年深加工鸡肉制品市场规模将以近 20.1% 的 CAGR 增长。中国的深加工鸡肉制品市场仍处于发展阶段, 其中深加工鸡肉制品仅占全国鸡肉消费总额的约 14%, 远远低于发达国家 40-70% 的平均水平, 中国的深加工鸡肉市场具有巨大的发展潜力, 也将进一步带动白羽肉鸡产业链发展空间扩容。

图表 26. 中国白羽鸡肉深加工市场规模快速增长



资料来源: 凤祥股份招股说明书, 东亚前海证券研究所

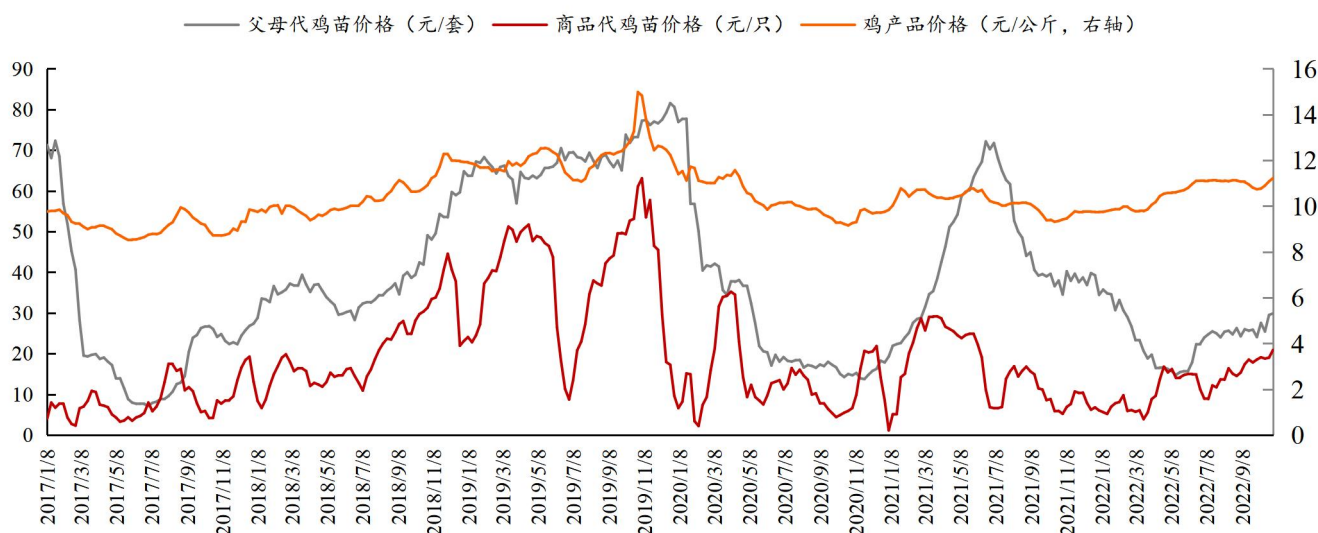
3. 养殖、食品端双向发展，产业链持续向下游延伸

3.1. 鸡苗业务高弹性，定增加码养殖产能

3.1.1. 苗价高弹性成就景气时期业绩高增

全产业链中商品代鸡苗价格享有最大弹性。商品代鸡苗到肉鸡出栏仅需42天时间；而父母代鸡苗到商品代鸡苗，经过育雏育成（6周+18周）即24周才可进入产蛋期，种蛋孵化需要3周产出商品代鸡苗，因此父母代鸡苗到商品代鸡苗最短需要27周。因此，由于商品代鸡苗养殖周期较短，养殖端可以根据下游的需求灵活调节供给给市场终端的商品代肉鸡数量，然而却无法灵活调整上游父母代传导至商品代鸡苗的供给水平。对需求的快速调节叠加供给调整的相对滞后，商品代鸡苗价格波动性最大。

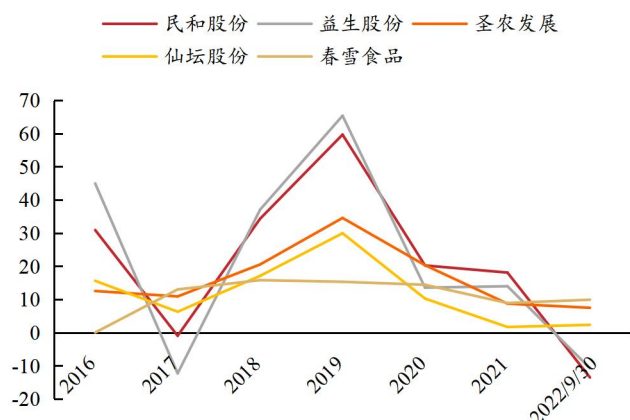
图表 27. 商品代鸡苗价格波动性最大



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

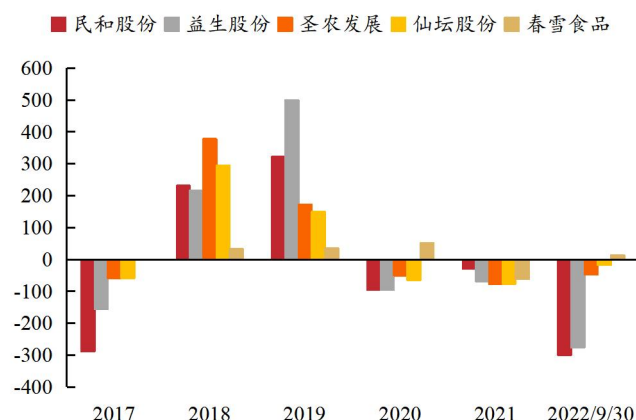
行业景气向上时期，公司业绩弹性较大。在行业高景气时期（2018-2019年）鸡苗业务毛利率的波动性以及盈利水平均处于较高水平。2019年公司鸡苗业务毛利率高达74.12%，同比+22.18pct，较2017年+82.82pct。鸡苗业务高弹性奠定了公司业绩爆发式增长的基础。纵向来看，2019年公司毛利率高达59.68%，同比+25.37pct；2019年公司实现归母净利润16.10亿元，同比+322.95%。横向来看，2019年公司毛利率高于同时期产业链中下游企业仙坛股份29.74pct，春雪食品44.38pct；公司归母净利润同比增速同样明显高于产业链下游企业。

图表 28. 各公司毛利率水平 (%)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 29. 各公司归母净利润同比增速 (%)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.1.2. 鸡苗量稳健增长，募投项目助力产能扩张

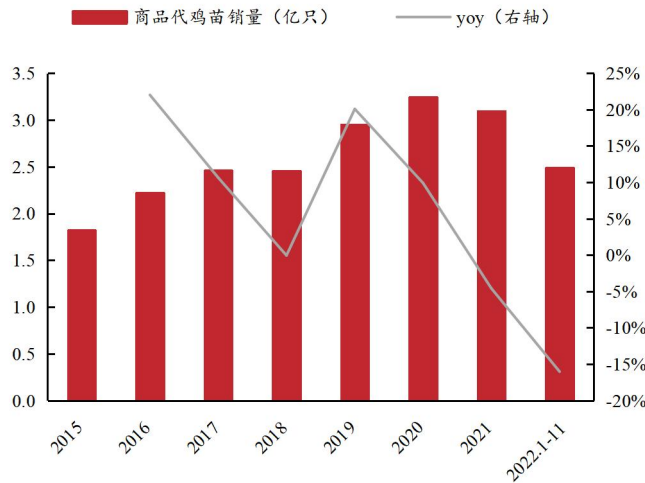
种鸡养殖规模稳步扩张，商品代鸡苗销量稳健增长。2021 年公司商品代鸡苗实现外销 3.09 亿只（同比-4.58%），2015-2021 年销量年均复合增长率（CAGR）为 9.23%。2019-2020 年公司商品代鸡苗销量以较高速度增长，主要系 2019-2020 年公司开展了与其他养鸡场的种鸡养殖合作，同时新增 4 个种鸡场以及新建成的孵化六厂投产后产能逐步得到释放。2021 年和 2022 年 1-11 月公司商品代鸡苗分别外销 3.09 亿只和 2.49 亿只，同比分别-4.58%/-16.03%，主要系 2021 年下半年商品代鸡苗价格一路下滑，2022 年上半年鸡苗行情整体低迷，公司适当降低了商品代鸡苗产量。整体来看，随公司种鸡以及肉鸡养殖规模逐渐扩张，商品代鸡苗销量呈现稳步增长的态势。

苗价回暖，鸡苗业务边际改善。2022 年 10 月和 11 月公司鸡苗业务销售收入分别实现 7892.67/9147.16 万元，环比 +12.09%/+15.89%，同比 +146.53%/+119.04%；公司 10 月和 11 月鸡苗销售单价为 3.20/3.66 元/只，环比 +14.18%/+9.26%。8 月以来，公司销售数据已出现明显改善，主要系行业产能去化效果显现，商品代鸡苗供给减少，叠加养殖场在春节前补栏三批鸡意愿较强，商品代鸡苗价格逐渐回暖。

生产规模继续扩大，募投项目拟新增 1 亿只商品代鸡苗产能。目前公司商品代雏鸡产能超过 3 亿只，2021 年公司非公开发行股票募集资金投资“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”。目前 80 万套父母代种鸡养殖项目建设工作进展顺利，部分厂房已建设完毕，预计下半年将开始逐步饲养种鸡，预计 2023 年上半年开始产出商品代鸡苗，2023 年可全部建完；“1 亿只商品代鸡苗孵化项目”预计 2023 年建成。

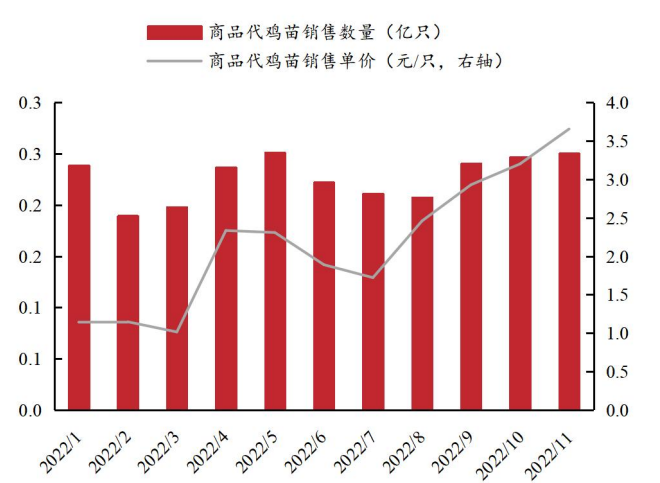
种鸡项目与孵化厂项目形成配套，建成投产后预计将为公司带来1亿只商品代鸡苗/年的新增产能。

图表 30. 商品代鸡苗销量稳步增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 31. 2022 年 1-11 月鸡苗销售情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 32. 2021 年公司非公开发行股票部分募投项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设进度	预计建成时间
1	年存栏 80 万套父母代肉种鸡养殖园区项目	24,920.00	22,000.00	已开始建设	2023 年
2	年孵化 1 亿只商品代肉雏鸡孵化厂建设项目	9,470.00	8,000.00	已开始建设	2023 年
养殖孵化项目资金占比		/	39.92%	52.63%	/

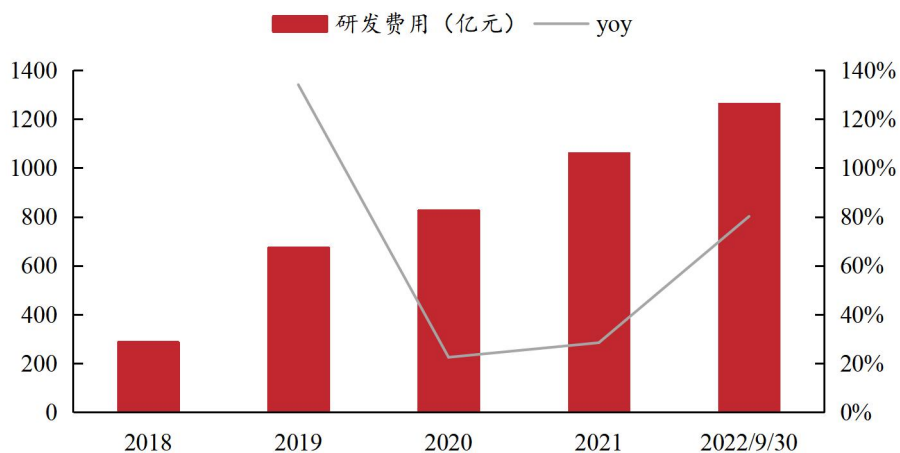
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.1.3. 追求技术创新，养殖技术业内领先

公司持续加大研发投入，养殖技术业内领先。公司为国内最大的父母代笼养种鸡养殖企业，并且注重技术创新，持续加大研发投入，2021 年公司研发费用为 1060.99 万元，同比+28.48%，2018-2021 年 CAGR 达 54.44%。公司自主研发了多项专有技术，包括“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”和“商品肉鸡全程笼养技术研究”。公司在饲养中采用“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，提高了肉种鸡成活率、受精率、单位面积饲养密度，相比传

统平养模式优势显著。

图表 33. 公司研发投入快速增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 34. 笼养模式的优势

序号	笼养模式的优势
1	鸡不接触粪便，不接触粪便和垫料，减少粪便污染的机会，种鸡不易发生肠道传染病。笼养方式育雏、育成期的成活率在 97%以上，产蛋期死淘率在 10%以下
2	采用食槽上料，配备乳头饮水器，保证每只鸡有足够的料位，不会出现抢食挤压现象，同时减少了饲料的污染和浪费，笼养方式比平养方式每只鸡每天可节省约 10%的饲料
3	采取人工授精的方式，受精率比平养高 2%—3%
4	采用笼养方式，可使饲养密度提高约 50%，土地和房舍利用率提高约 50%，与同规模的饲养场相比，可节约 50%的土建投资
5	笼养公母配比 1:20，而平养必须达到 1:10，少用公鸡，经过选育，有利于选拔优秀公鸡，使其遗传潜力得到更大的发挥。同时减少种公鸡饲养量、减少非生产性饲料开支

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 35. 公司部分研发项目概况 (截至 2021/12/31)

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
规模化鸡舍环境和鸡群健康智能感知机器人技术研发与应用	国家重点研发计划项目 政府间国际科技创新合作重点专项	课题结题,项目处于验收阶段	建立 3D 环境实时监控系统和鸡群健康监测预警系统,实现禽舍环境的自动平稳调控和鸡群健康智能预警,为鸡群提供最适生长环境和及时的健康监测
基于数字信息技术的中欧食品安全过程控制体系的建立与示范	政府间国际科技创新合作重点专项	进行中	建立“食品安全‘智慧’管理平台”,建设肉鸡食品安全“智慧”生产线
高温高压杀菌技术在常温休闲产品中的使用	满足市场需求,提升公司产品品质,增强公司市场竞争力	课题结题,项目逐步投产	解决行业内常温产品为了保证货架期而加入各种防腐剂的问题,引入高温高压技术,有效保证常温产品货架期的同时减少食品添加剂的使用

资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

3.1.4. 践行“双碳”理念,构建农业循环生态

利用鸡粪进行沼气发电,产学研相结合打造循环经济产业。公司子公司民和生物利用鸡粪进行沼气发电,并利用沼气发电的副产品开展有机肥的生产与销售。公司与中国农业大学、中国石油大学、南京工业大学等多个科研机构建立合作,对沼气高效制备与高值化利用、沼液浓缩资源化利用等关键技术进行研究。公司通过独特的笼养技术,利用沼气发电工程产生的沼液和自主研发的沼液浓缩技术开发出新产品“新壮态”营养促进液,实现了废弃物再利用,进一步促进公司平稳健康发展。2022 年上半年子公司民和生物科技参与制定《畜禽粪水还田技术规程》行业标准,已由农业农村部正式批准发布,于 2022 年 6 月 1 日起开始实施。公司持续践行双碳理念,民和沼气发电项目超额完成碳排放量交易。2022 年 8 月 17 日,民和沼气发电 CDM 项目完成 41 万吨碳减排量交易,和设计碳减排量超额完成 10 万吨。

图表 36. 子公司民和生物部分肥料产品“新壮态”



资料来源:公司官网,东亚前海证券研究所

图表 37. 民和沼气发电项目再次完成 CDM 碳减排量交易

		Project: 1891 Animal Manure Management System (AMMS) GHG Mitigation Project, Shandong Minhe Livestock Co., Ltd. China - Issuance Request
Project	1891 Animal Manure Management System (AMMS) GHG Mitigation Project, Shandong Minhe Livestock Co., Ltd. China	
ISSUANCE STATUS	Issued (on 17 Aug 22)	completeness check: complete info & rep che
Monitoring period	01 Jan 15 - 26 Apr 19	
Monitoring report	Monitoring report (595 KB)	
Request for issuance	Signed form (150 KB)	
Amount of CERs	CERs issued from 01 Jan 2013 until 31 December 2020: 113,265 Serial Range: 2013-2020: 295-113101 to 295-2-4-1091 Block end: C	
Verification and certification reports	VAMMS version V1.0-PA 3.0 Certification report (217 KB) Verification report (717 KB)	
Additional documents	MR (114 KB)	
Issuance of CERs		

资料来源:公司官网,东亚前海证券研究所

3.2. 积极布局下游深加工环节，产业链一体化不断推进

3.2.1. 发力下游食品板块，盈利稳定性有望增强

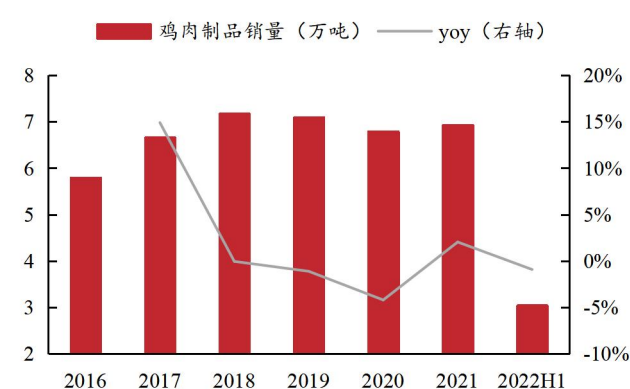
鸡肉制品业务发展稳健。公司鸡肉制品由全资子公司民和食品对商品代肉鸡屠宰加工，会根据客户的不同需求，来提供肉鸡分割产品。公司鸡肉产品销售覆盖全国，销售模式分为直销和经销两种，一是直接销售给百胜、铭基（麦当劳指定供应商）、真功夫、华莱士等餐饮企业和双汇、金锣、得利斯、喜旺等食品加工企业，二是将产品销售给各地贸易公司或经销商。公司目前商品代自养肉鸡年出栏 3000 多万只，年屠宰分割各类鸡肉产品 7 万多吨，鸡肉制品销量也较为稳定。2021 年公司鸡肉制品销售 6.93 万吨，同比+2.03%，2016-2021 年鸡肉制品销量 CAGR 为 3.64%。2022H1 公司鸡肉制品销售 3.04 万吨，同比-0.93%。

图表 38. 公司鸡肉制品营业收入



资料来源：淘宝，东亚前海证券研究所

图表 39. 公司鸡肉制品销量较为稳定



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

食品深加工项目已落地，公司产品结构进一步优化。2021 年公司非公开发行股票募资实施“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”。两个熟食项目产品不仅限于禽肉制品，还涉及水产制品以及速冻方便食品，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，两个项目产能合计 6 万吨。

两大项目均已建成投产，公司盈利能力有望进一步提升。目前蓬莱和潍坊两地熟食品项目 4 条产线中，已有 2 条产线建成投产，对应 3 万吨熟食产能，与公司目前 7 万吨生食产能相匹配。目前两个熟食项目每个厂的生产规模在 500-600 吨/月左右，预计 2022 年熟食可销售 8000-9000 吨。食品深加工项目实施后，公司将实现产业链向下游的进一步延伸，从而优化产品结构，提高产品附加值，增强公司的盈利能力和抗风险能力。

图表 40. 2021 年公司非公开发行股票部分募投项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设进度
1	潍坊民和 3 万吨肉制品加工项目	26,539.00	10,000.00	已部分建成投产
2	民和食品 3 万吨熟食制品加工项目	25,228.00	17,000.00	已部分建成投产
肉制品项目资金占比		/	60.08%	47.37%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 41. 潍坊民和 3 万吨肉制品加工项目

序号	类别	产品规格	数量(吨)
1	禽肉制品	油炸类	10000
2		调理类	5000
3		烘烤类	3000
4		烟熏类	2000
5		炭烤类	2000
6		蒸烤类	2000
7	畜肉制品	蒸煮、水	2000
8		煮类	1000
9	速冻方便食品(含肉)	油炸类	1000
10		蒸煮类	2000
合计	/	/	30000

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 42. 民和食品 3 万吨熟食制品加工项目

序号	类别	产品规格	数量(吨)
1	禽肉制品	油炸类	8900
2		调理类	7300
3		蒸烤类	7400
4		酱卤熏烤类	700
5		炭烤类	700
6		油炸类	2800
7	水产制品	蒸烤类	2200
合计	/	/	30000

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2.2. 熟食产品定位高端，电商业务发展迅速

产品品质优越，品牌定位高端人群。公司持续对熟食产品进行研发创新，截至目前，公司已推出“顿顿鸡”系列产品，包括“湘鄂手枪腿”、“黄金鸡米花”、“巴黎双节翅”、“川味碰碰翅”、“脆皮鸡排”、“香辣脆皮翅根”等。公司全产业链专业养殖，覆盖从农场到餐桌各个环节，自产饲料和养殖过程不加激素，熟食工厂引进德国、美国、日本、荷兰等国际一流水平的加工设备及配套设施，以出口标准严格执行。在这样的高标准下，公司熟食产品品质优越，例如公司产品裹粉量低，其中“碰碰翅”较传统配方减少 30%的裹粉量，“脆皮翅根”、“多汁鸡块”和“洋葱圈”均减少 20%的裹粉量，“鸡米花”减少 20%裹粉量的同时芯肉含量大于 60%，能保证外表酥脆口感、真材实料的同时减少油腻感且更健康。公司产品因此定价较高，品牌定位偏向高端客群。

强势发展 C 端市场，电商渠道发展迅速。（1）**线下渠道：**公司依托生食渠道来拓展和开发客户，初期以快餐类连锁企业和供应商为主，同时推进产品出口，主要以 B 端大客户为主。（2）**线上渠道：**公司成立了杭州民悦和食品科技有限公司作为自身的电商团队，负责熟食品线上销售工作。公司积极布局抖音、小红书等主流社交平台，打造集图文、短视频、店铺直播为一体的营销组合拳。为推动全域渠道扩张，公司与抖音、天猫渠道头部主播和达人资源合作，例如东方甄选、李佳琦、罗永浩、贾乃亮等多名知名主播多次为民和炸鸡带货，民和品牌知名度显著提升，并且打造了“湘鄂手枪腿”和“咔滋脆大鸡排”等网销爆品。12 月 13 日抖音民和官方旗舰店在优质肉品店铺榜中排名第二。根据公司披露，大促期间，民和品牌 5 大直播间累计观看量达 2.5 亿次，抖音短视频实现 6685 万次播放曝光。公司电商业务发展迅速，2022 年 5 月 1 日至 2022 年 11 月 29 日，民和全网销售额累计突破 1 亿元；其中双 11 期间，公司在销售额、曝光量、行业排名取得佳绩，线上全域销售总额超 2000 万。

图表 43. 公司“顿顿鸡”系列产品



资料来源：淘宝，东亚前海证券研究所

图表 44. 公司电商业务销售成绩显著



资料来源：公司官网、抖音，东亚前海证券研究所（注：抖音店铺排名为 12 月 13 日抖音数据）

4. 盈利预测

（1）商品代鸡苗业务：量上，公司目前拥有 3 亿只左右鸡苗产能，随 1 亿只商品代鸡苗产能逐步落地，公司商品代鸡苗销量有望持续增长；价上，随祖代供给缺口逐步传导至商品代，商品代鸡苗售价有望逐步上涨，预计 2022/2023/2024 年销售收入为 6.31/15.91/17.88 亿元，同比 -32.57%/+152.28%/+12.34%。

（2）鸡肉制品业务：量上：公司目前拥有 7 万吨左右的生食产能，6 万吨熟食项目中已有 3 万吨建成投产，随产能逐步释放，公司鸡肉制品销量有望持续增长；价上，熟食因其较高的产品附加值，售价水平相对较高，随熟食逐步上量，有望带动公司鸡肉制品价格稳步上涨。预计 2022/2023/2024 年销售收

入为 8.43/11.77/13.08 亿元，同比+26.08%/+39.62%/+11.13%。

图表 45. 公司分项业务盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
商品代鸡苗				
营业收入（百万元）	935.40	630.79	1591.32	1787.70
营业成本（百万元）	584.11	679.49	859.99	927.07
毛利率	37.56%	-7.72%	43.00%	48.14%
鸡肉制品				
营业收入（百万元）	668.62	843.03	1177.00	1308.00
营业成本（百万元）	714.33	907.83	1,159.29	1,281.74
毛利率	-6.84%	-7.69%	1.50%	2.01%
其他业务				
营业收入（百万元）	171.41	151.11	145.46	159.07
营业成本（百万元）	156.10	133.27	116.97	123.46
毛利率	8.93%	11.80%	19.58%	22.39%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测（注：其他业务包含公司“种鸡淘汰”、“有机肥、沼液”、“生物燃气”、“发电收入”和“其他主营业务收入”）

5. 风险提示

原材料价格波动的风险：养殖成本中最主要的是饲料成本，饲料主要原材料为玉米、豆粕等农产品。由于农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，价格变化波动较难预测。若未来主要原材料价格大幅波动，将会在一定程度上影响行业盈利水平。

发生疫病的风险：鸡只在饲养过程中会发生禽流感或其它类似疫病。禽流感等疫病在爆发期间，会导致鸡只的死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩。

鸡肉价格下行的风险：鸡肉价格呈现周期性波动，若鸡价上涨幅度不及预期，将直接影响行业的盈利能力。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1775.43	1624.92	2913.79	3254.77
%同比增速	5.56%	-8.48%	79.32%	11.70%
营业成本	1454.54	1720.60	2136.26	2332.26
毛利	320.90	-95.68	777.53	922.51
%营业收入	18.07%	-5.89%	26.68%	28.34%
税金及附加	7.71	10.44	14.65	17.14
%营业收入	0.43%	0.64%	0.50%	0.53%
销售费用	31.02	60.85	83.25	97.41
%营业收入	1.75%	3.74%	2.86%	2.99%
管理费用	110.34	109.50	135.53	147.51
%营业收入	6.21%	6.74%	4.65%	4.53%
研发费用	10.61	14.44	14.89	17.14
%营业收入	0.60%	0.89%	0.51%	0.53%
财务费用	-8.95	17.71	23.44	18.27
%营业收入	-0.50%	1.09%	0.80%	0.56%
资产减值损失	-140.60	-5.33	-7.10	-4.14
信用减值损失	-1.27	-1.49	0.00	0.00
其他收益	23.16	10.29	23.55	29.79
投资收益	-8.83	-11.54	7.28	9.44
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	42.86	-316.68	529.49	660.13
%营业收入	2.41%	-19.49%	18.17%	20.28%
营业外收支	-0.24	0.20	-0.02	0.09
利润总额	42.62	-316.48	529.47	660.22
%营业收入	2.40%	-19.48%	18.17%	20.28%
所得税费用	0.02	0.11	0.05	0.07
净利润	42.59	-316.59	529.42	660.16
%营业收入	2.40%	-19.48%	18.17%	20.28%
归属于母公司的净利润	47.61	-310.01	529.47	660.22
%同比增速	-28.60%	-751.14%	270.79%	24.69%
少数股东损益	-5.02	-6.59	-0.05	-0.07
EPS (元/股)	0.14	-0.89	1.52	1.89

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.14	-0.89	1.52	1.89
BVPS	8.96	8.07	9.59	11.48
PE	122.57	—	12.38	9.93
PEG	—	—	0.05	0.40
PB	1.92	2.33	1.96	1.64
EV/EBITDA	32.91	-58.86	8.91	6.63
ROE	2%	-11%	16%	16%
ROIC	1%	-7%	13%	13%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	656	863	1000	1722
交易性金融资产	295	235	235	235
应收账款及应收票据	57	64	80	83
存货	494	424	769	544
预付账款	11	52	34	42
其他流动资产	58	35	40	38
流动资产合计	1571	1673	2159	2663
长期股权投资	295	344	357	372
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1494	1511	1547	1604
无形资产	90	104	117	126
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	392	476	561	599
资产总计	3841	4108	4740	5364
短期借款	422	1022	1022	1022
应付票据及应付账款	117	93	144	115
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	38	34	76	63
应交税费	2	4	7	8
其他流动负债	25	28	37	40
流动负债合计	604	1182	1286	1249
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	109	114	114	114
负债合计	713	1297	1400	1363
归属于母公司的所有者权益	3126	2816	3345	4005
少数股东权益	2	-5	-5	-5
股东权益	3128	2811	3341	4001
负债及股东权益	3841	4108	4740	5364

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	43	-76	524	1100
投资	-299	11	-13	-16
资本性支出	-278	-281	-361	-359
其他	1	-15	38	48
投资活动现金流净额	-576	-285	-336	-327
债权融资	-519	5	0	0
股权融资	562	0	0	0
银行贷款增加(减少)	520	600	0	0
筹资成本	-120	-36	-51	-51
其他	-83	0	0	0
筹资活动现金流净额	360	569	-51	-51
现金净流量	-173	207	137	722

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>