

成本高企饲料稳发展，行业低谷养殖提效率

禾丰股份(603609)

评级:	买入	股票代码:	603609
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	12.26/7.52
目标价格:		总市值(亿)	73.30
最新收盘价:	7.95	自由流通市值(亿)	72.84
		自由流通股数(百万)	916.22

事件概述

公司发布 2021 年年报，报告期内，公司实现营业收入 294.69 亿元，同比上涨 23.73%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比下降 90.40%。单四季度来看，公司实现营业收入 77.06 亿元，同比下降 51.08%；同比实现归母净利润 0.70 亿元，同比下降 87.26%。公司发布 2022 年一季报，报告期内，实现营业收入 63.74 亿元，同比上升 0.81%，实现归母净利润-1.28 亿元，同比下降 144.06%。

分析判断:

► **营业收入稳健增长，成本上升&价格下降压缩利润空间。** 2021 年度，公司实现营业收入 294.69 亿元，同比上涨 23.73%，主要系公司饲料业务、禽产业、原料贸易、猪产业销售收入增长所致。具体来看：饲料业务方面，报告期内，实现营收 153.57 亿元，同比增长 26.81%，毛利率减少 0.86pct 至 9.42%；禽产业方面，报告期内，实现营收 82.55 亿元，同比增长 15.14%，毛利率减少 4.48pct 至 0.63%，系上游成本高企、下游消费不振挤压利润空间所致；原料贸易方面，报告期内，实现营收 36.77 亿元，同比增长 16.68%，毛利率减少 0.38pct 至 5.00%；猪产业方面，报告期内，实现营收 14.88 亿元，同比上升 96.60%，系生猪出栏量大幅增长所致，毛利率减少 46.79pct 至-15.99%，系报告期内生猪价格下降所致；相关业务实现营收 6.76 亿元，同比增长 11.17%，毛利率减少 1.44pct 至 17.01%。

► **无惧原料价格高企，单吨净利行业领先。** 饲料业务是公司第一主业，2021 年公司控参股企业合计饲料总产量 803 万吨，同比增长 15.04%，合并范围内企业饲料外销量 433.10 万吨，同比增长 12.54%。其中，外销猪饲料 197.24 万吨，同比增长 26.44%；外销禽饲料 142.83 万吨，同比下降 1.29%；外销反刍料 21.34 万吨，同比增长 1.38%；外销其他料 433.10 万吨，同比增长 12.54%。2021 年，饲料原料价格高位震荡，养殖业行情萎靡致使饲料消费需求增速于下半年显著放缓，面对原料价格上涨，公司充分发挥头部企业品牌与技术优势，加快变革步伐，强化多部门协同作战能力，饲料业务核心能力显著增强，在原料价格高企的大环境下，单吨净利依旧行业领先。我们认为，公司饲料业务涵盖生猪、禽和反刍动物等，多线并行，能够有效减少养殖行业格局变化对公司产生的影响。另外，公司各部门协同作战能力进一步增强，技术服务升级推动规模养殖场客户占比提升，有望推动公司实现 2022 年饲料销量增幅 15% 的目标。

► **冷静面对理性决策，行业低谷仍获盈利。** 2021 年，饲料价格高企，终端消费不振，禽畜行业景气度下行至低谷。面对如此挑战，公司冷静面对，理性决策。肉禽业务方面，公司放缓扩张速度，进一步夯实运营能力、压缩成本费用，在保障安全边际的基础上，有计划地完善产业链布局，稳步扩大市场份额。2021 全年，公司控参股企业合计屠宰白羽肉鸡 6.93 亿羽，同比增长 8.5%，养殖与屠宰产能配比超过 90%；控参股企业合计产销肉鸡分割品 180 万吨，同比增长 7.0%；控参股企业合计生产调理品及熟食 2.8 万吨，同比增长 7.3%，其中熟食出口 3,488 吨，同比增长 15.9%。生猪业务方面，公司第一时间淘汰低效产能，缩减生产规模，专注于猪场管理和提升养殖成绩，成本费用实现大幅压缩。2021 年猪产业实现毛利-2.38 亿元，毛利率同比减少 46.79 个百分点，在同行业中实现较少亏损。我们认为，目前生猪价格缓慢恢复，饲料原料价格小幅回落，公司成本端压力稍有缓解，未来随着生猪价格的回暖，公司盈利能力将提升；另外，疫情形势严峻下户外餐饮受限，预制菜熟食火热，我们预计，公司熟食相关业务将乘风增长，有望进一步增厚公司利润。

投资建议

我们分析：(1) 生猪业务方面，生猪价格逐步恢复叠加公司生猪养殖规模的扩大及后续生猪出栏量的增长，生

猪业务方面营收将进一步增长，盈利能力得到提升；(2) 饲料业务方面，目前生猪产能虽然去化，产能依旧可观，饲料需求依然较为旺盛；(3) 预制菜和熟食市场火热将带动公司熟食业务增长，基于此，我们将公司 22-23 年营业收入从 335.33/388.81 亿元上调至 351.64/407.30 亿元、新增 24 年营业收入为 472.73 亿元，将 22-23 年归母净利从 5.07/10.80 亿元上调至 7.41/11.80 亿元、新增预测 24 年归母净利为 14.52 亿元，将 22-23 年 EPS 从 0.55/1.17 元上调至 0.80/1.28 元、新增预测 24 年 EPS 为 1.57 元，2022 年 4 月 29 日股价 7.95 元对应 22/23/24 年 PE 分别为 10/6/5X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险，禽畜价格波动风险，重大疫情风险，环保政策引起的产业格局调整风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23,818	29,469	35,164	40,730	47,273
YoY (%)	33.9%	23.7%	19.3%	15.8%	16.1%
归母净利润(百万元)	1,235	119	741	1,180	1,452
YoY (%)	3.0%	-90.4%	524.8%	59.3%	23.0%
毛利率 (%)	9.0%	5.3%	5.8%	6.5%	6.8%
每股收益 (元)	1.34	0.13	0.80	1.28	1.57
ROE	18.3%	1.8%	10.3%	14.1%	14.8%
市盈率	5.93	61.84	9.90	6.21	5.05

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	29,469	35,164	40,730	47,273	净利润	25	260	370	433
YoY(%)	23.7%	19.3%	15.8%	16.1%	折旧和摊销	455	275	282	279
营业成本	27,900	33,123	38,080	44,046	营运资金变动	-468	-436	-318	-383
营业税金及附加	41	49	56	66	经营活动现金流	299	302	629	742
销售费用	570	683	790	917	资本开支	-1,087	-1,003	-984	-1,007
管理费用	418	493	567	661	投资	29	0	0	0
财务费用	101	201	290	406	投资活动现金流	-1,051	-1,003	-984	-1,007
研发费用	97	121	139	161	股权募资	118	0	0	0
资产减值损失	-27	3	3	3	债务募资	3,110	1,051	1,500	1,800
投资收益	-80	0	0	0	筹资活动现金流	765	850	1,210	1,394
营业利润	208	493	805	1,010	现金净流量	12	148	854	1,129
营业外收支	-32	0	0	0					
利润总额	176	493	805	1,010	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	152	233	434	577	成长能力				
净利润	25	260	370	433	营业收入增长率	23.7%	19.3%	15.8%	16.1%
归属于母公司净利润	119	741	1,180	1,452	净利润增长率	-90.4%	524.8%	59.3%	23.0%
YoY(%)	-90.4%	524.8%	59.3%	23.0%	盈利能力				
每股收益	0.13	0.80	1.28	1.57	毛利率	5.3%	5.8%	6.5%	6.8%
					净利率	0.1%	0.7%	0.9%	0.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	0.9%	5.0%	6.9%	7.4%
货币资金	1,234	1,382	2,236	3,364	净资产收益率 ROE	1.8%	10.3%	14.1%	14.8%
预付款项	480	548	640	739	偿债能力				
存货	2,691	3,405	3,906	4,477	流动比率	1.35	1.17	1.08	1.03
其他流动资产	970	1,084	1,236	1,413	速动比率	0.55	0.45	0.47	0.49
流动资产合计	5,374	6,419	8,018	9,994	现金比率	0.31	0.25	0.30	0.35
长期股权投资	2,333	2,333	2,333	2,333	资产负债率	42.1%	47.3%	52.2%	56.6%
固定资产	3,233	3,760	4,236	4,730	经营效率				
无形资产	317	351	385	417	总资产周转率	2.27	2.39	2.39	2.40
非流动资产合计	7,597	8,324	9,022	9,744	每股指标 (元)				
资产合计	12,972	14,743	17,040	19,737	每股收益	0.13	0.80	1.28	1.57
短期借款	1,546	2,597	4,097	5,897	每股净资产	7.01	7.81	9.09	10.67
应付账款及票据	1,300	1,549	1,796	2,067	每股经营现金流	0.32	0.33	0.68	0.80
其他流动负债	1,133	1,345	1,525	1,718	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,979	5,491	7,418	9,682	估值分析				
长期借款	1,246	1,246	1,246	1,246	PE	61.84	9.90	6.21	5.05
其他长期负债	234	234	234	234	PB	1.46	1.02	0.87	0.75
非流动负债合计	1,480	1,480	1,480	1,480					
负债合计	5,459	6,971	8,898	11,161					
股本	922	922	922	922					
少数股东权益	1,048	567	-242	-1,260					
股东权益合计	7,513	7,772	8,142	8,576					
负债和股东权益合计	12,972	14,743	17,040	19,737					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪财经麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxqz/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。