

# 禾丰股份 (603609.SH)

## 短期业绩承压，饲料业务加快变革步伐

### 核心观点:

- **畜禽价格同比下行,公司短期业绩承压。**2021年,公司实现营收294.69亿元(yoy+23.7%),饲料销售规模扩大驱动公司收入增长;归母净利润1.19亿元(yoy-90.4%),畜禽价格下行是导致公司业绩下滑的主要原因。22Q1,公司实现营收约63.74亿元(yoy+0.8%),归母净利润约-1.28亿元,肉禽和生猪业务均面临行业性亏损,拖累公司短期业绩。
- **饲料:加快变革步伐,充分发挥龙头企业优势。**饲料是公司第一主业,公司持续打造和优化自身的系统能力,2021年公司合并范围内企业饲料外销量433.1万吨(yoy+12.5%),其中猪料/禽料/反刍料销量分别约197/143/72万吨,同比分别+26.4%/-1.3%/+13.6%。展望2022年,公司力争在东北三省等优势区域稳步提高市占率,东北以外地区努力扩大市场份额,整体计划饲料销量实现15%以上的增长。
- **肉禽:受行业景气下行拖累,进一步完善产业链布局。**公司肉禽业务放缓扩张速度,2021年公司控参股企业合计屠宰白羽肉鸡6.93亿羽(yoy+8.5%),养殖与屠宰产能配比超过90%;产销肉鸡分割品180万吨(yoy+7%)、调理品及熟食2.8万吨(yoy+7.3%)。
- **生猪:持续降本增效,优化种猪产能。**2021年,公司控参股企业合计总出栏129.3万头,其中肥猪63.9万头、仔猪58.8万头(其中外销21.5万头、内销37.3万头)、种猪6.6万头。截至21年底,公司母猪存栏量约5万头,相比21年6月底,淘汰低效母猪约2.9万头。
- **盈利预测与投资建议:**公司饲料业务稳健增长,生猪和肉禽业务短期承压,后续有望受益畜禽价格反弹。预计22-24年公司EPS分别约0.48、0.91、1.41元/股,考虑行业平均估值,给予23年15倍PE,对应合理价值13.65元/股,维持“买入”评级。
- **风险提示:**农产品价格波动风险、疫病风险、食品安全等。

### 盈利预测:

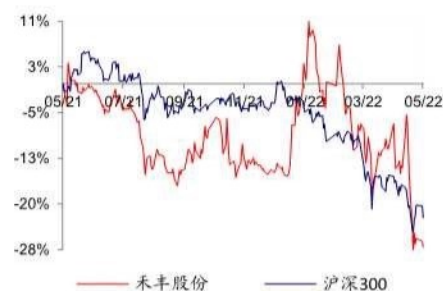
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23,818	29,469	29,544	33,761	38,431
增长率(%)	33.9	23.7	0.3	14.3	13.8
EBITDA(百万元)	1,607	896	1,096	1,609	2,306
归母净利润(百万元)	1,235	119	445	844	1,299
增长率(%)	3.0	-90.4	275.5	89.5	54.0
EPS(元/股)	1.34	0.13	0.48	0.91	1.41
市盈率(x)	8.82	79.65	16.14	8.51	5.53
ROE(%)	18.3	1.8	6.5	11.4	15.8
EV/EBITDA(x)	7.16	12.49	7.81	5.38	3.74

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级	买入
当前价格	7.79元
合理价值	13.65元
前次评级	买入
报告日期	2022-05-08

### 相对市场表现



分析师:

王乾



SAC 执业证号: S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师:

钱浩



SAC 执业证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意,王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

禾丰股份(603609.SH):肉禽板块拖累中报业绩,猪料增长表现靓丽 2021-08-31

请务必阅读末页的免责声明

## 一、盈利假设与预测

我们假设：

1. 公司饲料销量稳步增长，并考虑下游养殖量的周期性变化，假设22年增速相对偏慢，23年增速有所回升。毛利率方面，受益产品结构优化、原材料价格波动趋缓等因素，预计23-24年毛利率小幅上升。
2. 公司肉禽养殖及屠宰规模小幅扩大，2022-24年复合增速约8%；肉禽行业开启产能淘汰进程，22-24年行业景气触底后逐步回升。

综上所述，我们预计公司2022-24年归母净利润分别为4.45/8.44/12.99亿元，对应EPS分别为0.48、0.91、1.41元/股。参考行业平均估值，给予23年15倍PE，对应合理价值13.65元/股，维持“买入”评级。

表1：公司主要业务分拆情况

饲料	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（万元）	1,211,035	1,535,736	1,681,441	2,028,282	2,415,712
成本（万元）	1,086,493	1,391,012	1,509,975	1,819,877	2,161,875
毛利率	10.28%	9.42%	10.20%	10.27%	10.51%
原料贸易	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（万元）	315,095	367,654	347,392	364,762	375,705
成本（万元）	298,129	349,255	333,497	350,171	364,434
毛利率	5.38%	5.00%	4.00%	4.00%	3.00%
肉禽板块	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（万元）	716,921	825,493	812,988	853,638	896,320
成本（万元）	680,294	820,264	788,599	810,956	824,614
毛利率	5.11%	0.63%	3.00%	5%	8%
生猪业务	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（万元）	75,683	148,791	112,578	129,464	155,357
成本（万元）	52,374	172,582	106,949	110,045	116,518
毛利率	30.80%	-15.99%	5%	15%	25%
合计	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（万元）	2,318,733	2,877,673	2,954,399	3,376,146	3,843,094
成本（万元）	2,117,291	2,733,113	2,739,019	3,091,049	3,467,441
毛利率	8.69%	5.02%	7.29%	8.44%	9.77%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表2: 饲料行业可比公司估值情况(收盘价为2022年4月29日收盘价, 盈利预测均采用wind一致预期)

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	EPS(元/股)		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
000876.SZ	新希望	14.03	-0.36	0.9	-39	16
002385.SZ	大北农	7.18	0.11	0.59	65	12
平均					-	14

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 二、风险提示

农产品价格波动风险、疫病风险、食品安全等。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>4,790</b>	<b>5,374</b>	<b>5,577</b>	<b>6,087</b>	<b>6,591</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>766</b>	<b>299</b>	<b>1,283</b>	<b>1,189</b>	<b>1,685</b>
货币资金	1,198	1,234	1,800	1,900	2,000	净利润	1,358	25	473	917	1,443
应收及预付	829	1,173	923	1,003	1,048	折旧摊销	363	455	274	280	282
存货	2,474	2,691	2,551	2,879	3,230	营运资金变动	-722	-468	309	-152	-179
其他流动资产	290	276	303	305	313	其它	-233	288	225	145	139
<b>非流动资产</b>	<b>6,856</b>	<b>7,474</b>	<b>7,829</b>	<b>8,449</b>	<b>9,267</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,506</b>	<b>-1,051</b>	<b>-698</b>	<b>-885</b>	<b>-1,066</b>
长期股权投资	2,425	2,333	2,633	2,933	3,233	资本支出	-1,343	-1,087	-348	-615	-816
固定资产	2,860	3,233	3,259	3,279	3,297	投资变动	-280	29	-300	-300	-300
在建工程	323	602	802	1,102	1,602	其他	117	7	-50	30	50
无形资产	292	317	317	317	317	<b>筹资活动现金流</b>	<b>419</b>	<b>765</b>	<b>-18</b>	<b>-204</b>	<b>-519</b>
其他长期资产	957	989	818	818	818	银行借款	514	1,182	-2	200	76
<b>资产总计</b>	<b>11,647</b>	<b>12,848</b>	<b>13,407</b>	<b>14,536</b>	<b>15,858</b>	股权融资	208	118	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>3,110</b>	<b>3,979</b>	<b>4,139</b>	<b>4,628</b>	<b>4,968</b>	其他	-303	-535	-16	-405	-595
短期借款	1,111	1,546	1,544	1,744	1,820	<b>现金净增加额</b>	<b>-321</b>	<b>13</b>	<b>566</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
应付及预收	1,088	1,311	1,405	1,591	1,744	<b>期初现金余额</b>	<b>1,508</b>	<b>1,186</b>	<b>1,234</b>	<b>1,800</b>	<b>1,900</b>
其他流动负债	911	1,122	1,190	1,294	1,405	<b>期末现金余额</b>	<b>1,186</b>	<b>1,198</b>	<b>1,800</b>	<b>1,900</b>	<b>2,000</b>
<b>非流动负债</b>	<b>635</b>	<b>1,356</b>	<b>1,356</b>	<b>1,356</b>	<b>1,356</b>						
长期借款	575	1,246	1,246	1,246	1,246						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	60	111	111	111	111						
<b>负债合计</b>	<b>3,745</b>	<b>5,335</b>	<b>5,496</b>	<b>5,985</b>	<b>6,325</b>						
股本	922	922	922	922	922						
资本公积	888	878	878	878	878						
留存收益	4,990	4,906	5,259	5,826	6,663						
归属母公司股东权益	6,752	6,464	6,834	7,401	8,239						
少数股东权益	1,149	1,048	1,077	1,150	1,294						
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,647</b>	<b>12,848</b>	<b>13,407</b>	<b>14,536</b>	<b>15,858</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	33.9%	23.7%	0.3%	14.3%	13.8%
营业利润增长	-4.3%	-86.4%	212.7%	90.6%	56.8%
归母净利润增长	3.0%	-90.4%	275.5%	89.5%	54.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.0%	5.3%	7.3%	8.4%	9.8%
净利率	5.7%	0.1%	1.6%	2.7%	3.8%
ROE	18.3%	1.8%	6.5%	11.4%	15.8%
ROIC	13.2%	0.7%	6.6%	9.9%	13.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.2%	41.5%	41.0%	41.2%	39.9%
净负债比率	15.5%	23.2%	23.7%	23.2%	21.7%
流动比率	1.54	1.35	1.35	1.32	1.33
速动比率	0.63	0.55	0.65	0.61	0.59
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.29	2.41	2.25	2.42	2.53
应收账款周转率	57.38	50.91	52.14	56.15	60.83
存货周转率	10.73	10.80	10.74	10.74	10.74
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.34	0.13	0.48	0.91	1.41
每股经营现金流	0.83	0.32	1.39	1.29	1.83
每股净资产	7.32	7.01	7.41	8.03	8.94
<b>估值比率</b>					
P/E	8.82	79.65	16.14	8.51	5.53
P/B	1.61	1.46	1.05	0.97	0.87
EV/EBITDA	7.16	12.49	7.81	5.38	3.74

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>23,818</b>	<b>29,469</b>	<b>29,544</b>	<b>33,761</b>	<b>38,431</b>
营业成本	21,684	27,900	27,390	30,910	34,674
营业税金及附加	31	41	41	46	54
销售费用	465	570	591	675	769
管理费用	310	418	591	675	769
研发费用	84	97	109	125	142
财务费用	65	101	116	110	114
资产减值损失	35	27	26	32	39
公允价值变动收益	-1	2	0	0	0
投资净收益	363	-80	-50	30	50
<b>营业利润</b>	<b>1,525</b>	<b>208</b>	<b>649</b>	<b>1,238</b>	<b>1,940</b>
营业外收支	-16	-32	-18	-15	-16
<b>利润总额</b>	<b>1,509</b>	<b>176</b>	<b>631</b>	<b>1,223</b>	<b>1,924</b>
所得税	152	152	158	306	481
<b>净利润</b>	<b>1,358</b>	<b>25</b>	<b>473</b>	<b>917</b>	<b>1,443</b>
少数股东损益	122	-94	28	73	144
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,235</b>	<b>119</b>	<b>445</b>	<b>844</b>	<b>1,299</b>
EBITDA	1,607	896	1,096	1,609	2,306
EPS (元)	1.34	0.13	0.48	0.91	1.41

## 广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 周舒玥：高级研究员，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。