

二季度业绩超预期，下半年有望持续复苏

禾丰股份 2022 年中报业绩预告点评

核心观点

- **公司披露 2022 年半年报业绩预告。**2021 年上半年公司预计实现归母净利润 0.45-0.5 亿元，同比-82.1%~-80.11%，扣非归母净利润 0.47-0.52 亿元，同比-81.94%~-80.02%。单二季度归母净利润预计 1.73~1.78 亿元，较去年二季度实现扭亏为盈。
- **行业承压，饲料业务受冲击。**上半年公司饲料业务面临多方挑战。一方面，生猪存栏量整体下降，尤其是东北地区降幅较为严重，导致猪料需求大幅下降。另一方面，豆粕、玉米等主要饲料原料价格大幅上涨，达到历史高位。此外，新冠疫情点状频发，波及公司饲料业务主要产销区，导致物流受限，冲击公司饲料业务。受以上因素影响，公司上半年饲料销量和单吨净利出现下滑。下半年随上述负面因素逐渐消解，我们预计公司饲料业务将有所回升。
- **鸡苗降价，白鸡利润或超预期。**由于行业父母代种鸡存栏高位，但鸡苗生产性能偏差，4 月末以来，白羽肉鸡行业呈现出“苗弱肉强”的现象，肉鸡苗价格从 4 月高点的 3.18 元/羽下降到 6 月末的 2.12 元/羽，降幅达 1.06 元/羽，而白羽肉鸡产品价格持续上涨，二季度末达到 10.88 元/公斤，较 4 月初上涨 1 元/公斤。公司白羽肉鸡产业链以屠宰和养殖为主，鸡苗端存在较大比例外购，因而受益于行业盈利环节向养殖端转移，我们预计公司白鸡业务实现较好利润，带动二季度公司业绩超预期。
- **周期反转，生猪养殖筑底回升。**上半年国内生猪价格整体仍处低位，行业均价 14.13 元/公斤，叠加原材料价格处于历史高位，拉动饲料成本高企，公司生猪业务出现亏损。我们认为目前生猪产能去化程度已经到位，猪周期迎来反转。截至 7 月 8 日，生猪均价已达到 23 元/公斤。随下半年猪价上涨我们预计公司养猪业务将触底回升。

盈利预测与投资建议

- 考虑鸡苗成本回落、原料成本和肉鸡价格上涨，我们下调生猪养殖业务盈利预测，上调肉鸡业务盈利预测和投资收益。预计 22-24 年公司实现归母净利润 5.37、10.78、13.30 亿元（原预测 5.10、9.04、11.97 亿元），同比分别+352.9%、+100.9%、+23.3%。2023 年分板块看，预计饲料、贸易相关业务以及生猪板块合计利润 7.32 亿元、禽产业利润 3.47 亿，考虑到 22 年部分公司盈利预期受猪价低迷影响为负，因此根据饲料及生猪养殖、肉鸡可比公司 23 年水平，分别给予上述 2 大板块 11x、14xPE，目标价 14.08 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料风险、疫病风险、消费需求下滑超预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23,818	29,469	30,316	35,281	41,513
同比增长(%)	33.9%	23.7%	2.9%	16.4%	17.7%
营业利润(百万元)	1,525	208	669	1,373	1,635
同比增长(%)	-4.3%	-86.4%	222.3%	105.2%	19.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,235	119	537	1,078	1,330
同比增长(%)	3.0%	-90.4%	352.9%	100.9%	23.3%
每股收益(元)	1.35	0.13	0.59	1.18	1.45
毛利率(%)	9.0%	5.3%	6.2%	7.5%	7.9%
净利率(%)	5.2%	0.4%	1.8%	3.1%	3.2%
净资产收益率(%)	19.8%	1.8%	7.8%	13.9%	15.0%
市盈率	7.3	75.9	16.8	8.3	6.8
市净率	1.3	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年07月14日）	9.82 元
目标价格	14.08 元
52 周最高价/最低价	12.26/7.52 元
总股本/流通 A 股（万股）	91,622/91,622
A 股市值（百万元）	8,997
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 07 月 15 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.73	15.5	5.77	-4.83
相对表现	2.39	17	9.33	20.49
沪深 300	-4.12	-1.5	-3.56	-25.32



证券分析师

张斌梅 021-63325888*6090
zhangbinmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020002
香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn

相关报告

主业短期波折，静待经营拐点：禾丰股份 2022-04-29
2021 年报和 2022 一季报点评
饲料表现平稳，关注战略变化 2022-01-27
养殖周期下行，业绩韧性仍在：禾丰股份 2021-10-29
三季报点评

盈利预测与投资建议

考虑鸡苗成本回落、原料成本和肉鸡价格上涨，我们下调生猪养殖业务盈利预测，上调肉鸡业务盈利预测和投资收益。预计 22-24 年公司实现归母净利润 5.37、10.78、13.30 亿元（原预测 5.10、9.04、11.97 亿元），同比分别+352.9%、+100.9%、+23.3%。

2023 年分板块看，预计饲料、贸易相关业务以及生猪板块合计利润 7.32 亿元、禽产业利润 3.47 亿，考虑到 22 年部分公司盈利预期受猪价低迷影响为负，因此根据饲料及生猪养殖、肉鸡可比公司 23 年水平，分别给予上述 2 大板块 11x、14xPE，目标价 14.08 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表（2022 年 7 月 14 日）

行业	公司名称	公司代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
饲料及生猪养殖	新希望	000876.SZ	17.28	-2.13	-0.24	1.40	1.69	-8.12	-73.10	12.32	10.21
	海大集团	002311.SZ	60.61	0.96	1.59	2.76	3.62	63.08	38.07	21.98	16.74
	唐人神	002567.SZ	10.15	-0.95	-0.01	1.26	1.46	-10.67	-799.21	8.05	6.95
	天康生物	002100.SZ	12.61	-0.51	0.10	1.37	1.59	-24.90	123.26	9.20	7.92
	牧原股份	002714.SZ	63.56	1.30	1.26	5.54	5.54	49.00	50.63	11.47	11.47
饲料及生猪养殖行业调整后平均								10.00	5.00	11.00	10.00
肉鸡	圣农发展	002299.SZ	18.75	0.36	0.45	1.26	1.50	52.04	41.75	14.84	12.49
	民和股份	002234.SZ	17.26	0.14	0.17	1.52	1.64	126.51	103.85	11.39	10.51
	仙坛股份	002746.SZ	9.13	0.10	0.04	0.18	0.31	95.64	224.32	52.05	29.11
	湘佳股份	002982.SZ	41.81	0.25	1.49	2.79	3.12	165.88	28.07	15.00	13.41
	立华股份	300761.SZ	40.69	-0.98	1.65	3.54	3.07	-41.54	24.62	11.49	13.25
肉鸡行业调整后平均								91.00	58.00	14.00	13.00

数据来源：Wind 一致预期，公司数据，东方证券研究所，每股收益使用最新股本全面摊薄计算

表 2：分部估值表（2023E）

分部估值	归母净利润(亿元)	PE	市值	总股本(亿股)	目标价格(元)
饲料和贸易、相关业务及猪产业	7.32	11.00	80.50	9.16	14.08
禽产业	3.47	14.00	48.51		
合计	10.78	11.96	129.01		

数据来源：Wind、东方证券研究所预测

风险提示

原材料风险

由于贸易环境存在不确定性，饲料原料价格若大幅上升，公司成本大幅提高，公司利润下降，或原材料供应不足，公司存栏肉猪、肉鸡被迫出栏。

疫病风险

由于发生疫病，导致需求超预期下滑，活禽和活猪交易受阻对公司销售造成重大不利影响。

消费需求下滑超预期

经济超预期减速，蛋白需求超预期下降对公司销售造成重大不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,198	1,234	1,819	2,117	2,491	营业收入	23,818	29,469	30,316	35,281	41,513
应收票据及应收账款	464	693	716	834	981	营业成本	21,684	27,900	28,436	32,626	38,244
预付账款	364	480	364	423	498	营业税金及附加	31	41	45	51	60
存货	2,474	2,691	3,128	3,589	4,207	营业费用	465	570	585	681	794
其他	290	276	211	226	245	管理费用及研发费用	394	515	532	604	707
流动资产合计	4,790	5,374	6,238	7,188	8,421	财务费用	65	101	211	243	241
长期股权投资	2,425	2,333	2,333	2,333	2,333	资产、信用减值损失	41	72	16	39	45
固定资产	2,860	3,233	3,589	3,960	4,310	公允价值变动收益	(1)	2	0	0	0
在建工程	323	602	789	877	926	投资净收益	363	(80)	153	310	186
无形资产	292	317	309	301	292	其他	27	18	26	26	27
其他	957	1,112	1,118	1,160	1,222	营业利润	1,525	208	669	1,373	1,635
非流动资产合计	6,856	7,597	8,137	8,631	9,084	营业外收入	13	17	15	15	16
资产总计	11,647	12,972	14,375	15,819	17,505	营业外支出	29	49	35	37	40
短期借款	1,111	1,546	2,814	2,828	2,854	利润总额	1,509	176	649	1,351	1,611
应付票据及应付账款	1,073	1,300	1,137	1,305	1,530	所得税	152	152	129	144	142
其他	927	1,133	786	901	965	净利润	1,358	25	520	1,207	1,469
流动负债合计	3,110	3,979	4,738	5,034	5,349	少数股东损益	122	(94)	(17)	128	139
长期借款	575	1,246	1,246	1,246	1,246	归属于母公司净利润	1,235	119	537	1,078	1,330
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.35	0.13	0.59	1.18	1.45
其他	60	234	123	123	123						
非流动负债合计	635	1,480	1,369	1,369	1,369	主要财务比率					
负债合计	3,745	5,459	6,107	6,403	6,718		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,149	1,048	1,031	1,160	1,299	成长能力					
股本	922	922	916	916	916	营业收入	33.9%	23.7%	2.9%	16.4%	17.7%
资本公积	842	654	878	878	878	营业利润	-4.3%	-86.4%	222.3%	105.2%	19.1%
留存收益	4,990	4,906	5,443	6,462	7,694	归属于母公司净利润	3.0%	-90.4%	352.9%	100.9%	23.3%
其他	(2)	(17)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,902	7,513	8,268	9,416	10,787	毛利率	9.0%	5.3%	6.2%	7.5%	7.9%
负债和股东权益总计	11,647	12,972	14,375	15,819	17,505	净利率	5.2%	0.4%	1.8%	3.1%	3.2%
现金流量表						ROE	19.8%	1.8%	7.8%	13.9%	15.0%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC	16.3%	0.4%	6.2%	11.1%	12.0%
净利润	1,358	25	520	1,207	1,469	偿债能力					
折旧摊销	304	347	345	400	457	资产负债率	32.2%	42.1%	42.5%	40.5%	38.4%
财务费用	65	101	211	243	241	净负债率	7.7%	23.3%	27.9%	21.5%	15.6%
投资损失	(363)	80	(153)	(310)	(186)	流动比率	1.54	1.35	1.32	1.43	1.57
营运资金变动	(588)	(268)	(704)	(399)	(604)	速动比率	0.74	0.67	0.65	0.71	0.79
其它	(10)	15	(44)	(2)	(4)	营运能力					
经营活动现金流	766	299	175	1,139	1,373	应收账款周转率	45.4	41.6	35.6	37.7	37.9
资本支出	(1,197)	(869)	(882)	(864)	(871)	存货周转率	10.6	10.7	9.8	9.7	9.8
长期投资	(355)	92	0	0	0	总资产周转率	2.3	2.4	2.2	2.3	2.5
其他	46	(274)	192	310	186	每股指标(元)					
投资活动现金流	(1,506)	(1,051)	(690)	(554)	(685)	每股收益	1.35	0.13	0.59	1.18	1.45
债权融资	455	779	(175)	1	(1)	每股经营现金流	0.83	0.32	0.19	1.24	1.50
股权融资	30	(189)	219	0	0	每股净资产	7.37	7.06	7.90	9.01	10.36
其他	(66)	174	1,057	(288)	(313)	估值比率					
筹资活动现金流	419	765	1,100	(287)	(314)	市盈率	7.3	75.9	16.8	8.3	6.8
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	市净率	1.3	1.4	1.2	1.1	0.9
现金净增加额	(322)	12	585	298	374	EV/EBITDA	6.0	17.3	9.3	5.6	4.9
						EV/EBIT	7.1	36.8	12.9	7.0	6.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn