

上半年业绩承压，看好后周期逐步发力

2022 年 08 月 16 日

➤ **事件概述。**2022 年 8 月 15 日公司发布半年度报告，上半年公司实现营收 137.87 亿元，同比+1.1%，实现归母净利润 0.47 亿元，同比-81.4%，实现毛利率 5.25%，同比-2.0PCT；其中，Q2 实现营收 74.13 亿元，环比+16.3%，实现归母净利润 1.75 亿元，环比+236.4%，实现毛利率 6.38%，环比+2.4PCT。

➤ **饲料业务：供需两端遭遇冲击，下半年盈利空间或将修复。**上半年公司合并范围内企业饲料外销量合计 178.6 万吨，其中猪料、禽料、反刍料和其他品种饲料销量分别为 68.7、69.4、33.1 和 7.4 万吨，同比变化分别为-27.7%、-0.2%、+0.3%、-0.9%。主要系自 2021 年下半年起，畜禽养殖行业陷入深度亏损，行业产能开始去化，特别是东北地区，生猪产能去化幅度远大于国内其他地区，饲料需求大幅萎缩，同时上游原料大幅涨价进一步压缩了公司的利润空间。我们认为下半年在上游原材料成本整体趋稳，需求边际将逐渐出现好转的情况下，公司饲料业务盈利空间有望获得修复。长远来看，我们预计未来三年公司饲料销量平均增速将稳定在 15% 左右，到 2024 年公司饲料销量将达到 659 万吨，2022~2024 年饲料业务收入将分别实现 196.68/228.06/265.47 亿元，CAGR 为 16.2%。

➤ **肉鸡业务：合理规划业务布局，成本控制能力卓越。**上半年公司控参股企业合计屠宰白羽肉鸡 3.2 亿羽，同比-1.8%；产销调理品及熟食 1.25 万吨，同比-3.1%；产销肉鸡分割品 81 万吨，养殖与屠宰产能配比超过 90%。公司通过全产业链精细化管理，不断扩大成本优势，种鸡方面，公司进一步强化种鸡场生产管理，孵化场满产运营，通过规模效应有效降低成本；养殖方面，公司从鸡雏/饲料/动保/设备等多方面入手，不断提升养殖成绩，同时动态调整农场主的代养费政策，商品鸡养殖代养费显著降低；屠宰方面，公司新项目投产后迅速扩大生产销售规模，以最快速度实现了盈利，最终公司白鸡业务在行业普遍亏损的情况下实现逆势盈利。公司计划 2022 年实现控参股企业合计养殖白羽鸡 6.9 亿羽，合计屠宰白羽鸡 7.3 亿羽，我们预计未来公司肉鸡出栏将以 5% 左右的速度增长，2022~2024 年肉鸡业务收入将实现 87.71/93.43/99.51 亿元，CAGR 为 6.5%。

➤ **生猪业务：种猪质量持续提升，未来有望厚积薄发。**上半年公司控参股企业合计外销生猪 43.9 万头，其中肥猪、仔猪、种猪分别为 31.0、10.2、2.7 万头，同比分别为-26.8%、+175.5%、+40.7%。前期公司快速淘汰低效产能，直至 2022 一季度末，控参股合计母猪存栏缩减至 4.5 万头，二季度逐渐补充优质种猪，截至 6 月底，控参股合计母猪存栏量增长至 5.2 万头，生产性能较 2021 年有明显提升，猪场运营能力的逐渐增强，公司的仔猪断奶成本、育肥增重成本大幅降低。公司计划 2022 年实现控参股企业合计生猪外销出栏 90-100 万头的经营目标，伴随下半年猪价持续上行，公司生猪业务盈利能力将进一步增强。我们预计公司未来三年将持续稳健的扩大养殖规模，2022~2024 年生猪业务收入分别实现 21.79/30.24/34.20 亿元，CAGR 为 25.3%。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.05/11.81/13.31 亿元，EPS 为 0.55/1.29/1.45 元。在本轮后周期景气上行过程中，公司饲料、肉禽、生猪各业务有望实现多点开花，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**生猪出栏不及预期；突发大规模疫病；农产品价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	29,469	35,602	40,429	45,516
增长率 (%)	23.7	20.8	13.6	12.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	119	505	1,181	1,331
增长率 (%)	-90.4	325.9	134.0	12.6
每股收益 (元)	0.13	0.55	1.29	1.45
PE	83	20	8	7
PB	1.5	1.5	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 16 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.78 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

1. 禾丰股份 (603609.SH) 深度报告：登高而望远，稳步中求进，后周期有望多点开花-2022/08/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	29,469	35,602	40,429	45,516
营业成本	27,900	33,255	36,151	40,576
营业税金及附加	41	49	56	63
销售费用	570	739	812	919
管理费用	418	499	562	637
研发费用	97	122	138	155
EBIT	399	938	2,711	3,168
财务费用	101	122	113	73
资产减值损失	-27	-27	-27	-33
投资收益	-80	214	243	319
营业利润	208	995	2,810	3,369
营业外收支	-32	-23	-25	-25
利润总额	176	971	2,785	3,343
所得税	152	437	1,472	1,865
净利润	25	534	1,313	1,479
归属于母公司净利润	119	505	1,181	1,331
EBITDA	853	1,411	3,263	3,791

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,234	1,566	795	132
应收账款及票据	693	693	784	878
预付款项	480	550	608	681
存货	2,691	3,399	3,683	4,094
其他流动资产	276	316	334	353
流动资产合计	5,374	6,525	6,203	6,137
长期股权投资	2,333	2,333	2,333	2,333
固定资产	3,233	3,965	4,526	4,953
无形资产	317	352	382	407
非流动资产合计	7,597	8,160	8,655	9,063
资产合计	12,972	14,685	14,858	15,201
短期借款	1,546	2,516	1,316	0
应付账款及票据	1,300	1,555	1,705	1,904
其他流动负债	1,133	1,390	1,478	1,631
流动负债合计	3,979	5,460	4,498	3,535
长期借款	1,246	1,043	1,043	1,043
其他长期负债	234	294	294	294
非流动负债合计	1,480	1,337	1,337	1,337
负债合计	5,459	6,797	5,835	4,872
股本	922	916	916	916
少数股东权益	1,048	1,078	1,209	1,357
股东权益合计	7,513	7,888	9,023	10,329
负债和股东权益合计	12,972	14,685	14,858	15,201

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.73	20.81	13.56	12.58
EBIT 增长率	-67.47	135.22	189.04	16.84
净利润增长率	-90.40	325.91	134.02	12.64
盈利能力 (%)				
毛利率	5.32	6.59	10.58	10.85
净利润率	0.08	1.50	3.25	3.25
总资产收益率 ROA	0.91	3.44	7.95	8.75
净资产收益率 ROE	1.83	7.41	15.12	14.83
偿债能力				
流动比率	1.35	1.19	1.38	1.74
速动比率	0.55	0.47	0.42	0.38
现金比率	0.31	0.29	0.18	0.04
资产负债率 (%)	42.08	46.29	39.27	32.05
经营效率				
应收账款周转天数	8.44	7.00	7.00	7.00
存货周转天数	35.21	37.53	37.44	37.10
总资产周转率	2.27	2.42	2.72	2.99
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.55	1.29	1.45
每股净资产	7.06	7.43	8.53	9.79
每股经营现金流	0.33	0.75	1.74	1.84
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	83	20	8	7
PB	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.77	8.68	3.62	2.94
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	25	534	1,313	1,479
折旧和摊销	455	473	552	623
营运资金变动	-468	-328	-247	-290
经营活动现金流	299	687	1,593	1,685
资本开支	-1,087	-1,057	-1,081	-1,069
投资	29	-4	0	0
投资活动现金流	-1,051	-862	-839	-751
股权募资	118	13	0	0
债务募资	1,182	827	-1,200	-1,316
筹资活动现金流	765	507	-1,525	-1,597
现金净流量	12	332	-771	-663

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026