

禾丰股份 (603609.SH) 盈利能力迎来修复，产业链条持续纵深拓展

2022年08月23日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

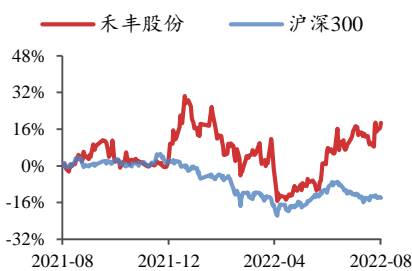
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2022/8/23
当前股价(元)	10.85
一年最高最低(元)	12.26/7.52
总市值(亿元)	99.41
流通市值(亿元)	99.41
总股本(亿股)	9.16
流通股本(亿股)	9.16
近3个月换手率(%)	59.47

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 盈利能力迎来修复，产业链条持续纵深拓展

公司是我国东北地区饲料龙头，历经二十多年形成了饲料、肉禽业务和生猪养殖三大主业并行发展的业务版图。短期内公司将集中资源做大做强饲料业务，长期朝着加深猪禽产业链纵深一体化的方向发展。鉴于猪价长期低迷拉低养殖板块盈利能力，我们下调2022年盈利预测（前预测值为15.02亿元），新增2023-2024年盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润为5.66/11.71/12.46亿元，对应EPS为0.62/1.28/1.36元，当前股价对应PE为17.6/8.5/8.0倍，鉴于养殖后周期饲料成本降低，产需规模稳步扩张，猪禽产业将迎来盈利修复，维持“买入”评级。

● 定调饲料板块战略地位，承托下游养殖效率

公司地处粮食主产区原料采购优势突出，饲料配方研究深入成本控制力强，立足东北养殖主产区逐渐布局全国市场。2021年起公司集中力量发展饲料业务，短期来看，饲料业务将受益于原材料价格回落及养殖后周期产能回补，我们预计未来三年饲料销量将保持快速增长，反刍料基数小市占高有望实现更快扩张进程。

● 肉禽产业规模有序扩张，一体化水平渐趋成熟

公司肉禽业务经历前期快速发展，养殖屠宰规模、产业链一体化水平及成本控制能力已达到行业前列水平。2022年上半年公司参控股企业合计屠宰白羽肉鸡3.2亿羽，销售分割品81万吨，调理品及熟食1.25万吨。短期来看，下半年餐饮消费复苏，行业产能短期回落及猪价上涨带动禽价走高，板块盈利能力有望有效改善。长期来看，公司将受益于人均禽肉消费量抬升带来的市场扩容。

● 生猪业务放缓扩张步伐，注重降本增效

业务发展前期，公司积极开展优质种猪繁育、种猪仔猪销售业务及生猪屠宰等产业链延伸业务。2022年上半年公司参控股出栏量为43.9万头，肥猪/仔猪/种猪销量分别为31.0/10.2/2.7万头，短期内生猪业务有望随猪价上行得到盈利修复，公司将暂缓扩张步伐，力争提高成本管控能力，为后续扩张打下坚实基础。

● **风险提示：**原材料价格波动风险，产能扩张及出栏量不及预期，禽畜疫病影响。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23,818	29,469	31,606	34,038	36,899
YOY(%)	33.9	23.7	7.3	7.7	8.4
净利润(百万元)	1,235	119	566	1,171	1,246
YOY(%)	3.0	-90.4	377.3	107.0	6.4
毛利率(%)	9.0	5.3	6.7	9.5	10.0
净利率(%)	5.7	0.1	2.0	3.8	3.8
ROE(%)	17.2	0.3	7.7	14.0	13.1
EPS(摊薄/元)	1.35	0.13	0.62	1.28	1.36
P/E(倍)	8.0	83.9	17.6	8.5	8.0
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、业务版图逐步扩充，产业链条纵深拓展.....	4
2、定调上游饲料板块战略定位，承托下游养殖效率.....	5
2.1、行业集中度逐渐上升，公司饲料业务上新台阶.....	5
2.2、采购产销体系完整，积极开拓培育市场.....	7
2.3、原料价格趋于回落，利润规模有望受益于毛利水平抬升.....	8
3、肉禽产业规模有序扩张，一体化水平渐趋成熟.....	10
3.1、上游注重养殖效益，轻资产模式撬动业务扩张.....	10
3.2、下游产能稳健扩张，未来食品业务有望放量增长.....	11
4、生猪业务暂缓扩张步伐，注重降本增效.....	14
5、盈利预测及估值.....	16
6、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

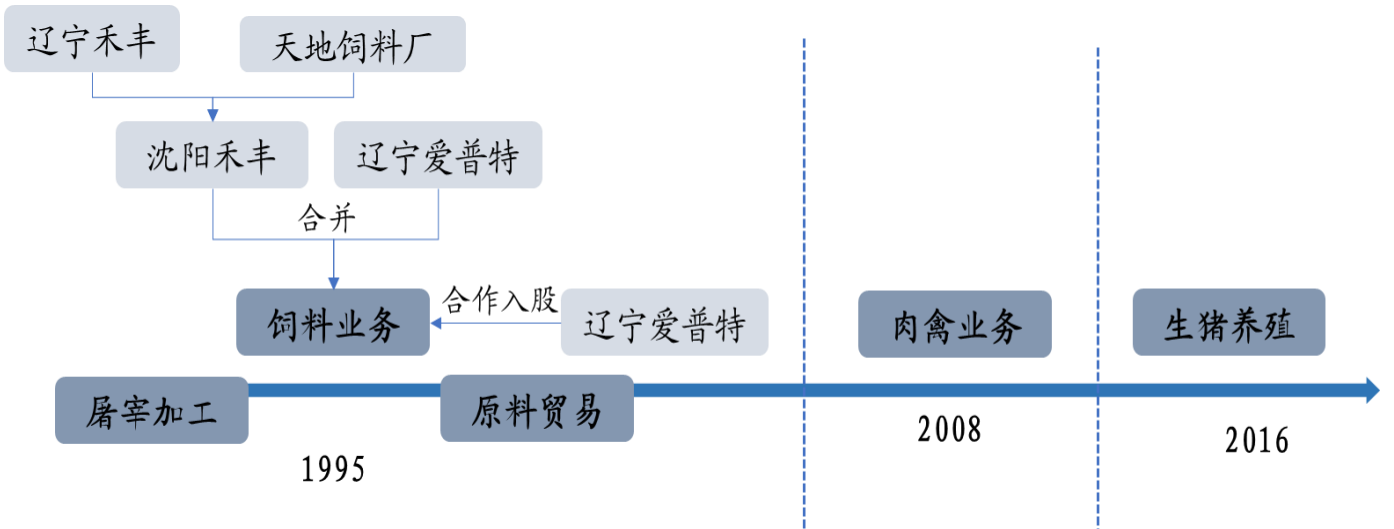
图 1：公司 1995 年经业务整合后以饲料业务起家，2008 年及 2016 年分别引入肉禽及生猪养殖业务.....	4
图 2：公司 2016-2021 年营收同比增速大于 10%.....	4
图 3：2021 年受禽畜价格低迷影响归母净利润同比下滑.....	4
图 4：公司饲料业务营收（亿元）占比超过 50%.....	5
图 5：公司饲料业务毛利（亿元）稳步提升波动较小.....	5
图 6：截止 2021 年末公司员工硕士及以上学历比例超 51%.....	5
图 7：2018 年来公司研发费用逐年递增.....	5
图 8：规模厂商数量逐年递增.....	6
图 9：2021 年公司饲料销量（万吨）排名步入国内行业十强.....	6
图 10：2021 猪料、水产及反刍料产量（万吨）均实现同比增长.....	6
图 11：公司饲料参控股合计销量（万吨）逐年增长.....	6
图 12：公司大宗原料采购均价（元/吨）稳定.....	7
图 13：2021 年来东北地区玉米原料均价（元/吨）低于全国均价.....	7
图 14：饲料原料价格已从高位逐渐回落.....	8
图 15：国内饲用豆粕价格已于 2022 年 4 月逐步回落.....	8
图 16：能繁母猪存栏已于 2022 年 5 月环比转正.....	9
图 17：自繁自养及外购仔猪利润（元/头）震荡上行.....	9
图 18：父母代种鸡存栏（万套）仍处高位.....	9
图 19：白羽鸡养殖利润中枢提升将带动养殖积极性.....	9
图 20：我国肉牛肉羊产量（万头）及消费量（万吨）均同比增长.....	10
图 21：2022 年全国反刍料月度产量（万吨）高于历史同期，景气延续.....	10
图 22：公司肉禽产业化业务分为养殖、加工、深加工三大事业群.....	10
图 23：公司针对合作农场创设高自动化养殖程序.....	11
图 24：合作大农场采用三层笼养九统一标准化养殖模式.....	11
图 25：国内祖代种鸡存栏量（万套）处于高位.....	11
图 26：公司前期肉鸡养殖量增长较快.....	11
图 27：2016 年来公司肉鸡屠宰量复合增速达 20%.....	12

图 28: 2021 年公司肉鸡分割品产量已超过 180 万吨.....	12
图 29: 公司食品端品系及种类丰富	12
图 30: 公司渠道铺设同时覆盖 B 端 C 端及线上线下	12
图 31: 我国居民年禽肉消费量逐渐替代猪肉.....	13
图 32: 我国居民禽肉人均消费量中枢稳步上升.....	13
图 33: 2020 年白羽鸡下游消费渠道快餐+团膳占比过半	14
图 34: 餐饮行业收入同比降幅收窄临近转正, 复苏在即.....	14
图 35: 2010 年来肯德基期末门店环比增速均大于 11%	14
图 36: 麦当劳总门店数及特许经营家数持续上升.....	14
图 37: 公司构建生猪养殖一体化产业链	15
图 38: 2021 年公司合计外销出栏生猪 92 万头.....	15
图 39: 生猪业务毛利水平波动较大	15
图 40: 公司生猪养殖产能主要分布东部及东北地区.....	16
表 1: 2021 年公司针对饲料业务提出四大战略转型方向.....	7
表 2: 公司针对饲料原料价格风险开展相应减量替代研究.....	7
表 3: 公司针对不同销售区域施行不同的市场拓展策略.....	8
表 4: 几大猪价高点年份我国人均禽肉消费均实现同比增长, 后续消费中枢持续抬升	13
表 5: 可比公司估值表	17

1、业务版图逐步扩充，产业链条纵深拓展

公司是我国东北地区饲料龙头，历经二十多年发展形成了饲料业务、肉禽业务和生猪养殖三大主业并行发展的业务版图。回溯公司发展历程，饲料业务为肉禽、生猪养殖业务打下坚实的前端基础。公司从单一饲料企业逐渐成长为以饲料为核心，上下游产业链纵深拓展的纵向一体化公司，发展出更强的抗风险与竞争能力。2021年公司饲料业务年外销量已超400万吨，肉禽业务方面参控股企业年屠宰量超6.9亿羽，生猪养殖年外销量超90万头。

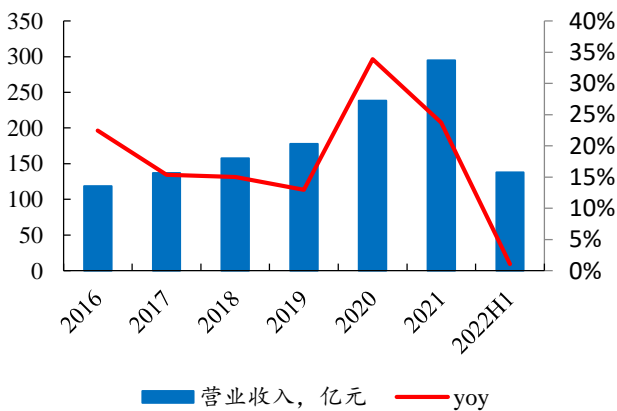
图1：公司1995年经业务整合后以饲料业务起家，2008年及2016年分别引入肉禽及生猪养殖业务



资料来源：公司公告、开源证券研究所

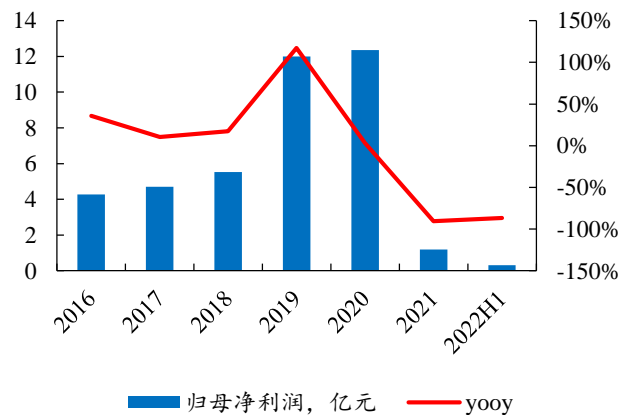
营收增速稳健，成本管控得当。2016-2021年，公司营收增速均保持在10%以上。主要得益于公司通过扩宽原有产品线的品类及销售区域，实现产品销量提升，并辅以专业团队优势提升养殖现场服务能力，增强市场竞争力，积极应对行情波动，保持充分的增长动能。2021年养殖行业普遍亏损，公司精准研判市场行情，加强对鱼粉、氨基酸、氢钙等原料品种的成本管理，饲料业务对养殖板块波动形成一定缓冲。

图2：公司2016-2021年营收同比增速大于10%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2021年受禽畜价格低迷影响归母净利同比下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

营收结构来看，饲料业务是公司第一大业务板块，营收占比超过50%。凭借饲料业务深耕多年的优势，在下游养殖环节行情复杂多变背景下，公司饲料业务能够

为其带来更加稳健的业绩表现。从毛利构成来看，饲料业务是公司毛利占比最高的业务，利润贡献规模及增速呈稳健提升态势，猪产业利润波动最大，禽产业次之。

图4：公司饲料业务营收（亿元）占比超过50%

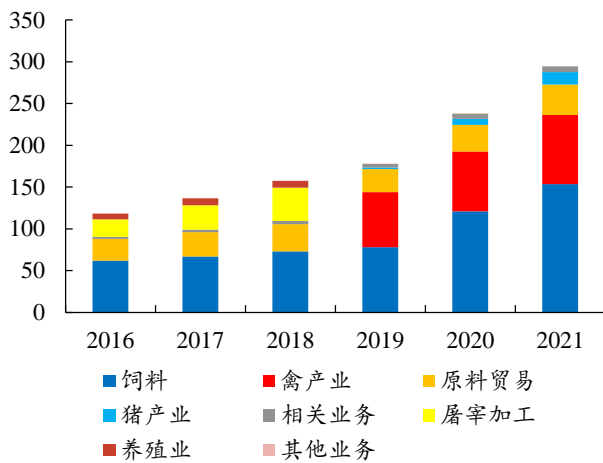
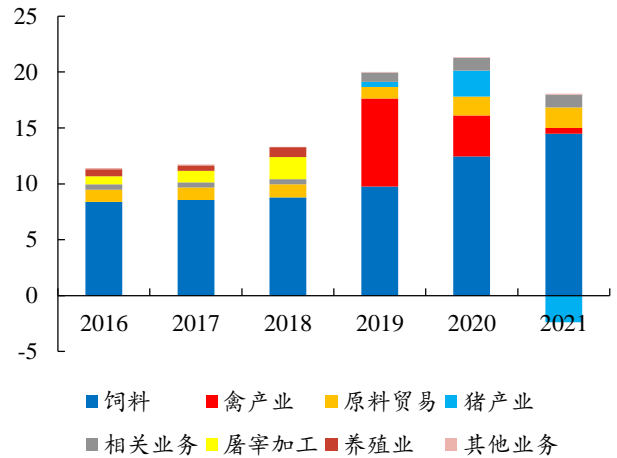


图5：公司饲料业务毛利（亿元）稳步提升波动较小

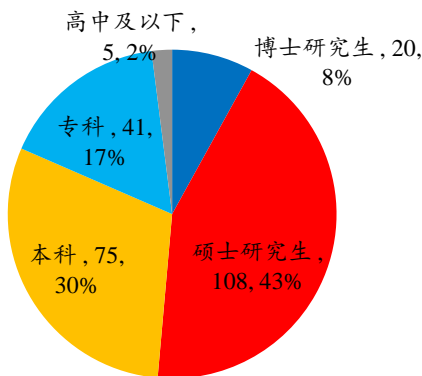


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

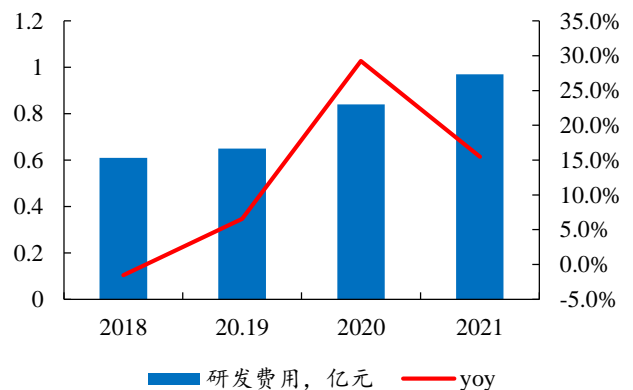
吸引优秀人才加入，加大研发投入力度，出台股权激励。公司拥有数百名硕博士及资深专家组成的技术研发团队，技术领头人深入各大区域，截止2021年末硕士及以上学历占比超过51%。随着人员学历水平的提升，公司研发投入亦逐年增加。2021年公司回购2095万股，累计支付2亿元用于实施员工持股计划或股权激励计划。

图6：截止2021年末公司员工硕士及以上学历比例超51%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2018年来公司研发费用逐年递增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、定调上游饲料板块战略定位，承托下游养殖效率

2.1、行业集中度逐渐上升，公司饲料业务上新台阶

从竞争格局来看，我国饲料行业的集中度加速提高，公司规模化优势将日益突出。经过多年的市场竞争，饲料行业众多技术低、规模小、利润低、技术差的小企业逐步退出市场。而依靠技术、规模、营销服务脱颖而出的企业将迎来发展的红利期，通过优势产业整合取代中小企业的市场份额，2021年行业前30强企业产量合计

占全国总产 64%。2021 年公司提出“饲料销量保底年均增长 20%，并冲击三年翻倍”新目标，凭借在畜禽料方面的突破性发展，公司 2021 年销量进入全国前十榜单。

图8：规模厂商数量逐年递增

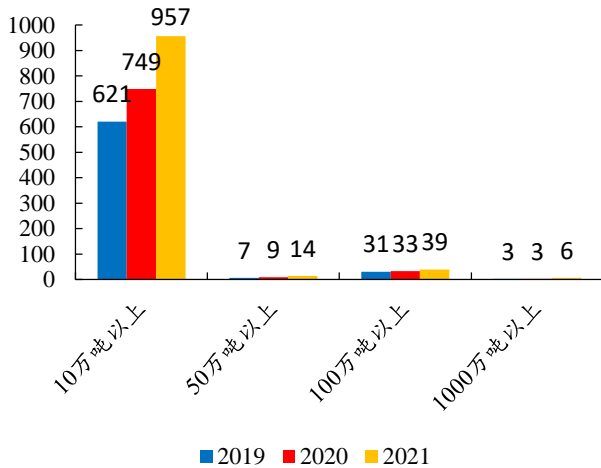
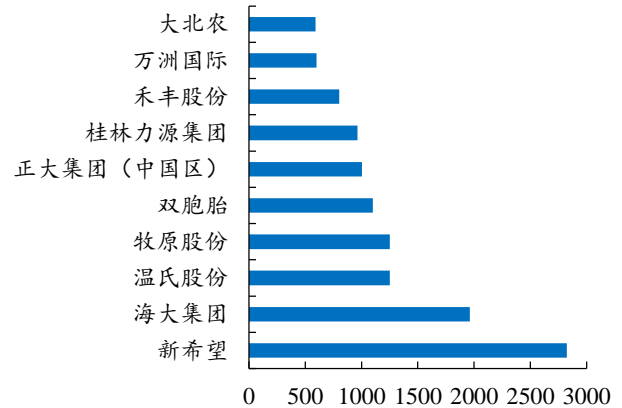


图9：2021 年公司饲料销量（万吨）排名步入国内行业十强



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

数据来源：农财宝典、开源证券研究所

从细分市场来看，2021 年生猪产业增长迅猛，水产和反刍动物养殖亦保持蓬勃发展，带动饲料工业产量较快增加，饲料行业总产值及营收均保持同比增长。公司饲料产品种类齐全，猪、禽、反刍、水产四大类饲料品种规模增速相对均衡。

图10：2021 猪料、水产及反刍料产量（万吨）均实现同比增长

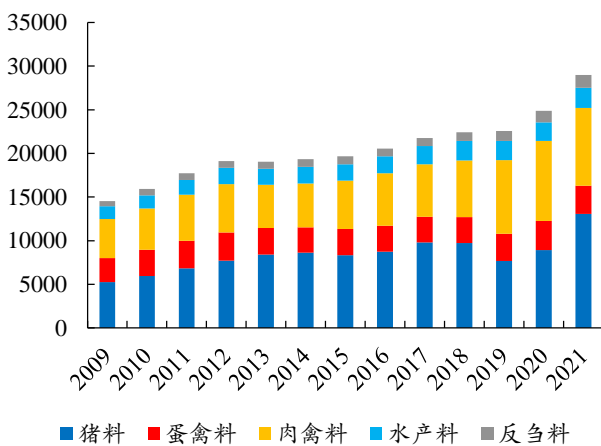
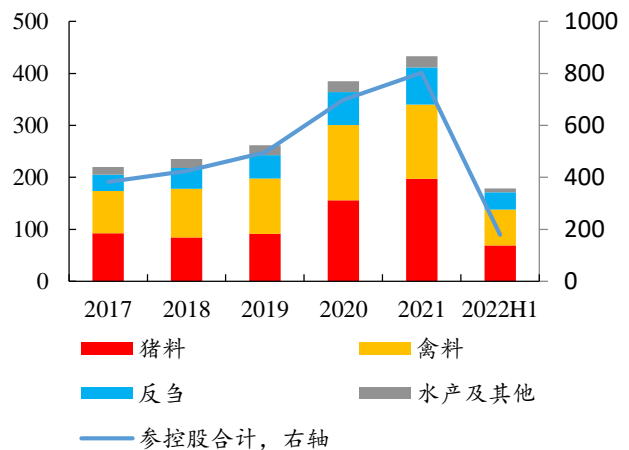


图11：公司饲料参控股合计销量（万吨）逐年增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

饲料业务始终是公司主业，2021 年公司整体战略修订中进一步提升了饲料业务战略地位。对各个板块发展提出了更高的考核要求，并给予了更多资源配置。提出并推进四个“战略转型”。2020 年公司猪饲料销售量达到 155.99 万吨，与禽饲料销售量达到基本持平水平，2022 年可转债募集资金投资项目的实施将提高饲料业务中猪饲料产销量及比重，有助于公司饲料业务结构的进一步优化，进而提升饲料业务的整体盈利能力。

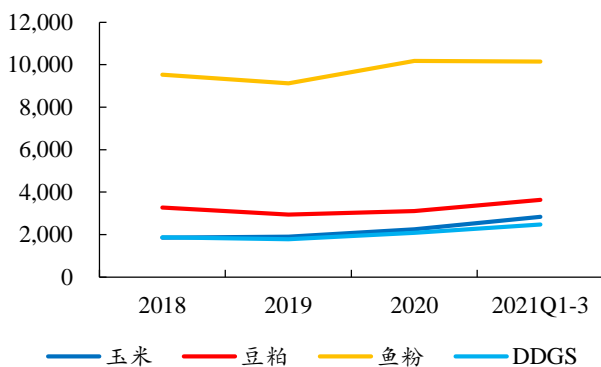
表1: 2021 年公司针对饲料业务提出四大战略转型方向

战略方向	转型内容
强化技术、采购、市场三联动	美式日粮向欧式配方
提升饲料业务整体核心竞争力， 技术升级，巩固优化渠道优势	“浓缩料优势” 向 “全价料优势” 从 “渠道优势” 向 “渠道与规模场并重”
做大做强饲料业务	“东北的饲料企业” 逐渐向 “全国的饲料企业” 转型

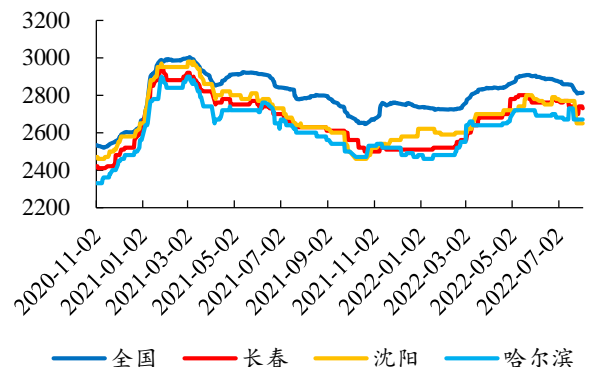
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、采购产销体系完整，积极开拓培育市场

从上游采购来看，公司所处粮食主产区原料采购优势突出，原料贸易赋能饲料主业。在饲料成本结构方面，玉米作为畜禽饲料配方的重要原料，占比最高可达 55%；豆粕、鱼粉、赖氨酸等居于其次。公司的配合料销量占比最高，2020 年已超过 75%，玉米等能量原料用量较大。公司产地主要位于东北地区，作为国内最大的粮食产区，玉米和水稻质优量大，深加工企业数量众多，饲料原料及副产品种类丰富、性价比高，物流运输成本低廉。此外，公司从事饲料原料贸易以获取饲料原料贸易利润，并受益于规模效应带来的采购成本优势。

图12: 公司大宗原料采购均价（元/吨）稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13: 2021 年来东北地区玉米原料均价（元/吨）低于全国均价


数据来源：Wind、开源证券研究所

从中游生产来看，公司饲料配方研究深入，产品性价比高，借助原料替代组合不断加强成本控制能力。公司通过与合作伙伴荷兰皇家 De Heus 公司共享技术数据，De Heus 公司在反刍料和肉禽料领域具有雄厚的技术实力和丰富的生产运营经验。公司与其深化合作关系，持续优化原料配方数据库，及时调整配方细节以应对原料价格的波动风险。

表2: 公司针对饲料原料价格风险开展相应减量替代研究

饲料品种	减量替代研究方向
蛋禽料	小麦、糙米和高粱对蛋鸡生产性能的影响
猪料	小麦、糙米等玉米替代物
肉禽料	使用全小麦或全糙米掺混物日粮，自产鸡肠粉替代雏鸡料中豆粕、鱼粉等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

从下游销售来看，在区域拓展方面，公司根据不同区域设定市场拓展策略，在原有区域管理的基础上，设立不同饲料品种营销事业线，促进营销、服务体系相辅相成。在不同品类方面，公司针对猪料、蛋禽料及反刍料开展了不同的攻关策略，

公司在猪料及蛋禽料领域有多年经验，反刍料领域具备市场先发优势，并且贴近西北、内蒙、辽宁、黑龙江、吉林和河南等养殖大省，2021年获“反刍料技术创新明星品牌”。

表3：公司针对不同销售区域施行不同的市场拓展策略

区域	发展策略
东北	依托原料采购的相对优势，大力开发规模养殖场大客户，同时积极利用新媒体等多样化手段丰富销售策略，巩固公司产品在中小散户中的品牌优势。
东北以外	华北、山东、华中、西部、华东五个区域，推行“管理下沉”模式的组织变革，针对不同区域的特点制定有针对性的市场开拓方案，稳步增加销售单元、逐渐填补空白市场公司主产区。

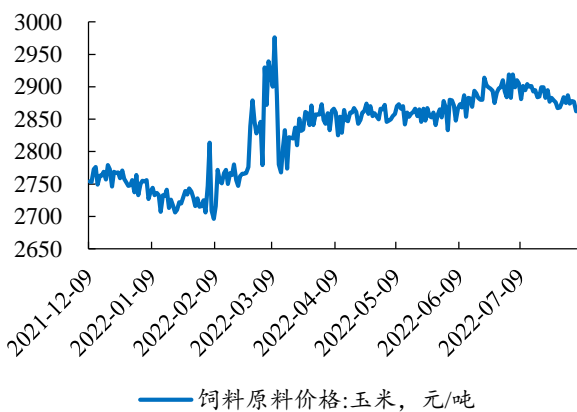
资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司拥有独立完整的采购、生产和销售体系，积极培育和开拓市场。一方面，公司在当地新设分子公司进行饲料产品生产和销售，以自有力量培育和拓展市场；另一方面，公司利用资金、技术和品牌优势，战略性选择有愿望合作的当地饲料企业或者大型养殖场共同成立联营或合营企业，强强联合，共同开拓市场。

2.3、原料价格趋于回落，利润规模有望受益于毛利水平抬升

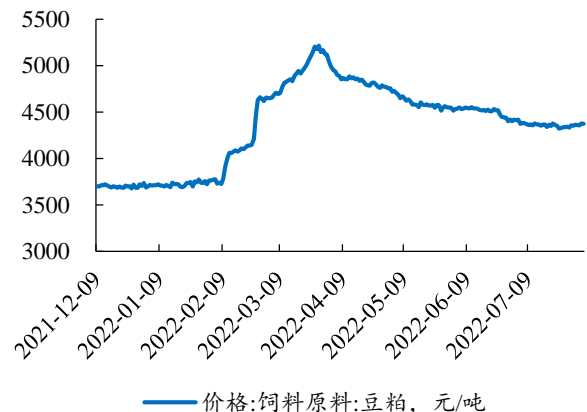
饲料原料价格趋于回落，下游禽畜养殖利润震荡上行，预计公司饲料业务盈利中枢将迎来抬升。具体来看，玉米及豆粕两大饲料原材料价格呈逐步回落态势，新季小麦于7月下旬至8月期间大量上市，国储稻谷持续拍卖入市，替代原料相对充足，玉米价格涨势动力不足。能繁母猪存栏已于5月环比转正，2022年四季度商品猪存栏数量有望环比走高，养户补栏情绪渐趋积极，此外行业自繁自养及外购仔猪利润均趋势性向上，下游养殖积极性带动下公司猪料业务将改善向好。

图14：饲料原料价格已从高位逐渐回落

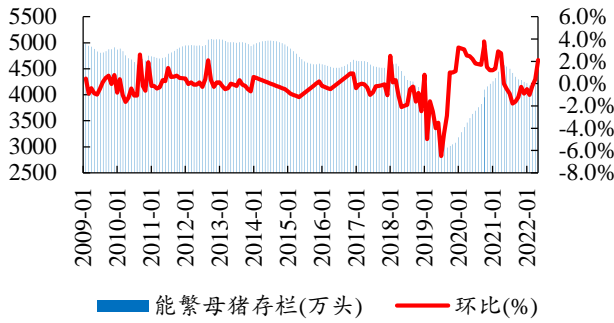


数据来源：Wind、开源证券研究所

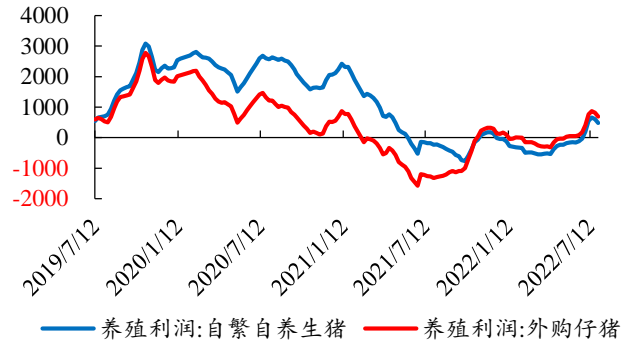
图15：国内饲用豆粕价格已于2022年4月逐步回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

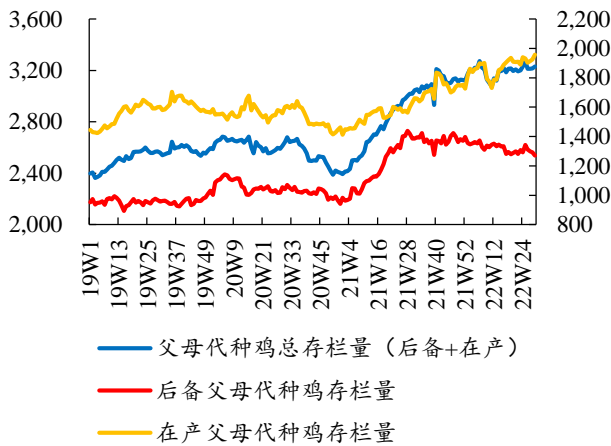
图16: 能繁母猪存栏已于2022年5月环比转正


数据来源：农业农村部、开源证券研究所

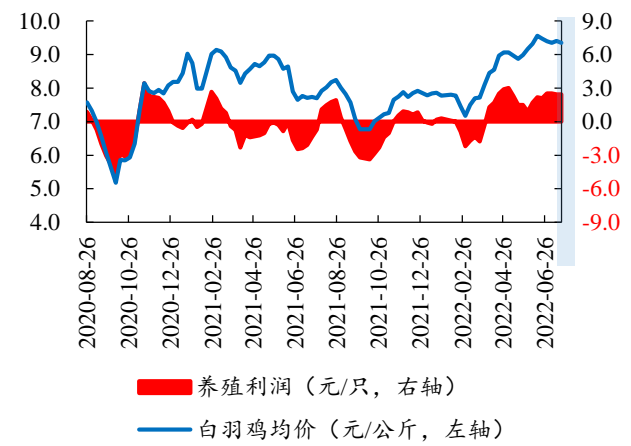
图17: 自繁自养及外购仔猪利润（元/头）震荡上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

禽料方面，受益于猪价抬升，白羽肉鸡终端价格走高提振养殖利润，叠加父母代种鸡存栏仍处相对高位，下游商品代养殖规模较大有望带动禽料需求提升，公司有望受益于肉鸡行业景气抬升。

图18: 父母代种鸡存栏（万套）仍处高位


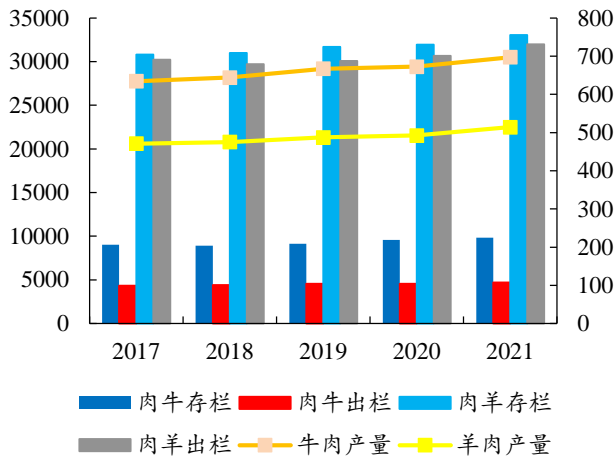
数据来源：中国禽业协会、开源证券研究所

图19: 白羽鸡养殖利润中枢提升将带动养殖积极性


数据来源：Wind、开源证券研究所

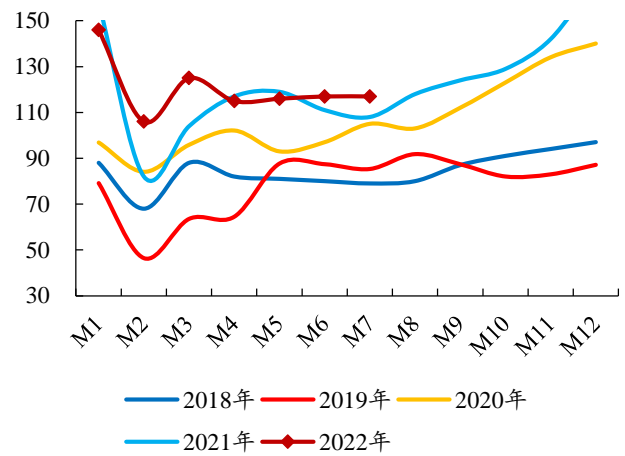
反刍料方面，近年来我国肉牛肉羊存栏及出栏量稳定增长，下游牛羊肉消费亦逐渐抬升，2021年12月农业农村部发布《十四五全国畜牧兽医行业发展规划》，政策支持叠加下游消费旺盛，养殖积极性得到提振，反刍料市场景气延续。公司深耕反刍料多年，迎来快速发展期，2021年反刍料销量同比增速16%高于行业均值12%。

图20：我国肉牛肉羊产量（万头）及消费量（万吨）均同比增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图21：2022年全国反刍料月度产量（万吨）高于历史同期，景气延续



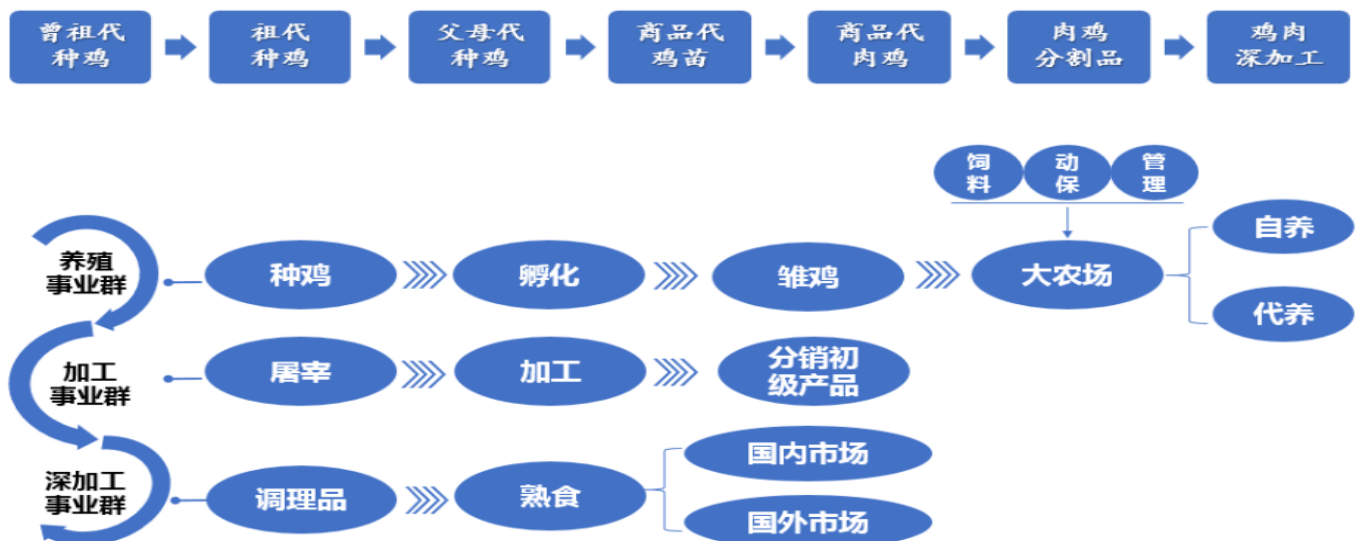
数据来源：饲料工业协会、开源证券研究所

3、肉禽产业规模有序扩张，一体化水平渐趋成熟

3.1、上游注重养殖效益，轻资产模式撬动业务扩张

回溯公司肉禽业务发展历程，公司通过契约合同和投资参股两种方式扩大肉禽产业规模，并借助合资、合作、并购等方法推进业务快速发展，提高整体竞争力。轻资产模式下公司规模扩张资金压力较小，成本控制是决定扩张速度的关键因素。公司肉禽产业化业务厚积薄发，实现了从2008年仅一家屠宰工厂到2021年拥有50余家分子公司的跨越式发展。

图22：公司肉禽产业化业务分为养殖、加工、深加工三大事业群



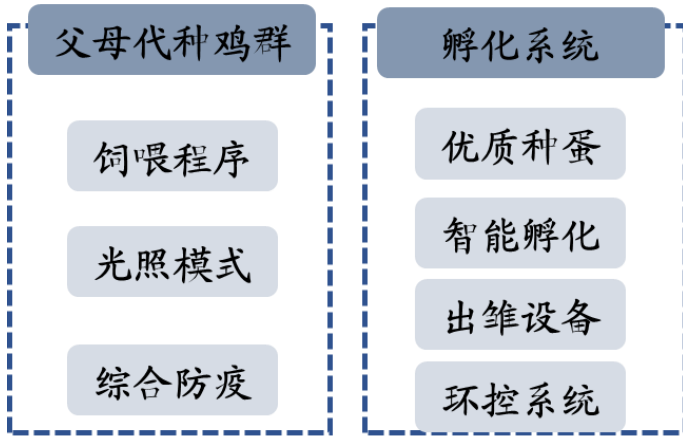
资料来源：公司公告

具体来看，公司肉禽业务涵盖肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工、调理品与熟食深加工产业链各个环节。一体化运营有利于确保各环节的生产供应的可控性与安全性，从源头开始对饲料生产、肉鸡养殖、屠宰、肉品及食品加工等全过程实施食品安全控制，通过标准化管理与流程化作业将生物安

全、药残控制和加工过程的卫生控制有机整合，最终实现食品安全可追溯。

养殖事业群方面，公司肉禽养殖业务采取“公司+大农场”的经营模式，对大农场实施“九统一”的标准化养殖管理，100%采用三层笼养模式，上料、给水、温度及湿度控制等环节全程自动化。公司商品代肉鸡的出栏均重可达3公斤，平均成活率96%以上，欧洲效益指数超过390，养殖效率位于业内前列，合作大农场认可度高。

图23：公司针对合作农场创设高自动化养殖程序



资料来源：公司公告、开源证券研究所

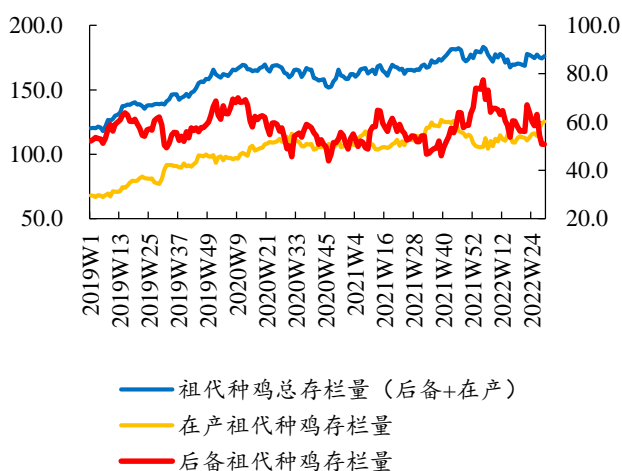
图24：合作大农场采用三层笼养九统一标准化养殖模式



资料来源：公司官网

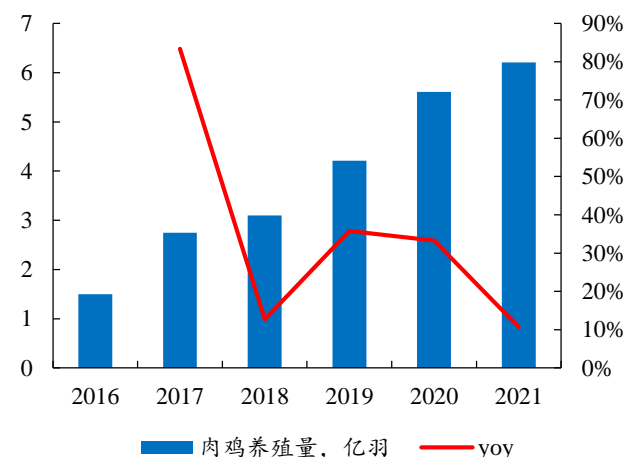
从过往养殖业务表现来看，公司在产量大、扩张速度快的情况下仍保持了较好的利润规模。未来几年公司将持续降低单羽费用，在养殖效率提升方面持续发力。2019年来，国内白羽鸡祖代存栏量升至高位，产业链前端产能扩张迅速，商品鸡雏供应量充足。因此2022年前，公司主动放缓种鸡端项目投产及建设速度，强化生产管理养殖环节，专注于提升鸡雏质量。2022年公司计划实现控参股企业合计养殖白羽鸡6.9亿羽，合计屠宰白羽鸡7.3亿羽，后续公司将适度扩大种鸡端自有产能规模及自供鸡雏占比。

图25：国内祖代种鸡存栏量（万套）处于高位



数据来源：中国禽业协会、开源证券研究所

图26：公司前期肉鸡养殖量增长较快



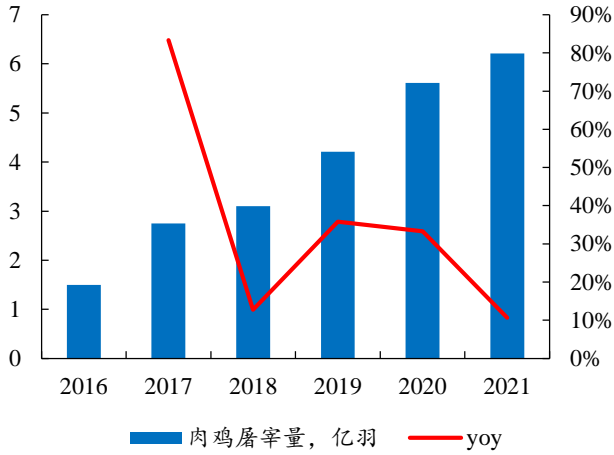
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、下游产能稳健扩张，未来食品业务有望放量增长

加工事业群方面，公司屠宰与养殖产能匹配度逐年提高。公司根据下游行情与产业需求情况稳步扩产，不断提高养殖与屠宰产能配比，自2016年的1:1.8升至2021

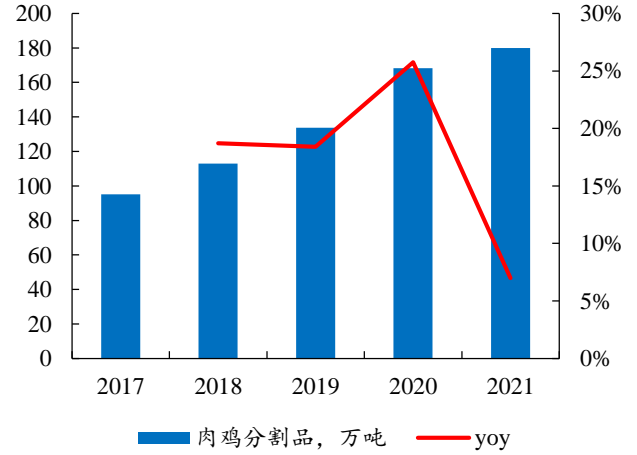
年的 9:10。同时公司动态调整农场主的代养费政策，合理设置公司与农场主利润比例，确保持续产能稳定性和延续性。从参控股屠宰量规模来看，目前公司白羽肉鸡业务位于行业第一梯队，是国内白羽肉鸡产品的主要供应商之一，市占率约为 10%，年屠宰能力超 10 亿羽。

图27：2016 年来公司肉鸡屠宰量复合增速达 20%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：2021 年公司肉鸡分割品产量已超过 180 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

深加工事业群方面，公司在食品端业务发力相对较晚，目前产能约为 3 万吨，预计可转债融资计划中熟食相关项目投产后可实现 10 万吨深加工产能。公司充分发挥“产业链一体化”的布局优势，以产业链中屠宰企业的优质鸡肉为原料，引进高效、节能的现代化生产设备对其进行深加工，最终形成熟食及调理品，目前拥有深加工产品百余种。

渠道铺设方面，公司熟食及调理品线下主要销往餐饮连锁中央厨房、企业及学校食堂、商超便利店等；此外，禾丰品牌及旗下子品牌入驻淘宝、京东及部分社区电商平台。公司亦积极拓展熟食出口业务，熟食产品远销日韩市场，反响良好。

图29：公司食品端品系及种类丰富



资料来源：公司官网

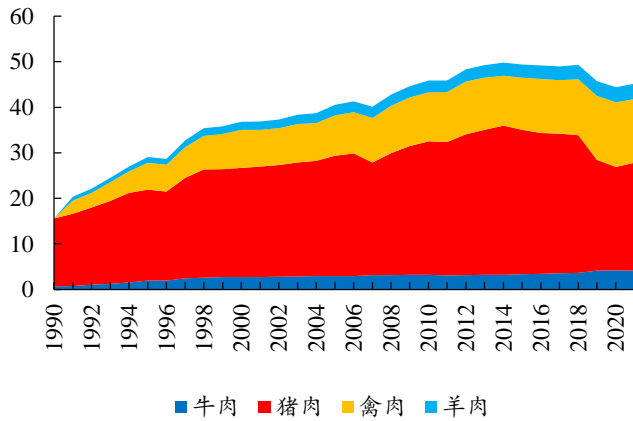
图30：公司渠道铺设同时覆盖 B 端 C 端及线上线下



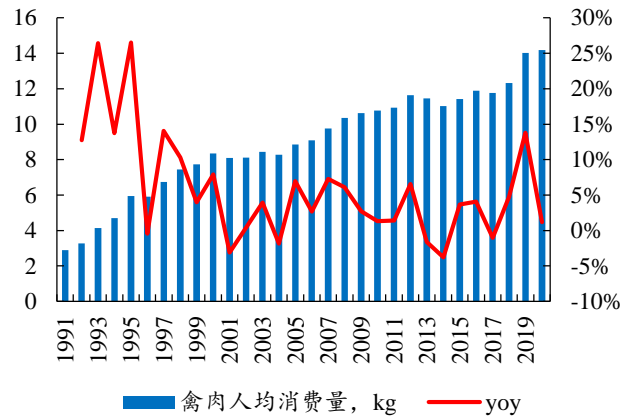
资料来源：公司官网

白鸡消费长期向好，预计中国在内的发展中国家需求增幅较大。美国农业部公布最新的中长期农业发展预测报告显示，预计 2031 年全球鸡肉消费量将较 2021 年

大幅增长 16.7%。在此期间，东南亚、拉丁美洲、非洲和中东等中等收入地区对肉类的需求增幅将最为显著。从我国禽肉消费变化来看，鸡肉为禽肉的主要组成部分，在我国国内居民消费比例中仅次于猪肉。2020 年我国禽肉消费约占猪肉的 60%，而鸡肉产量约占禽肉 66%，白羽肉鸡是鸡肉中占比最高的品类接近 60%。1990 年来，我国人均禽肉消费量稳中有升，截止 2021 年人均禽肉消费量约为 17.32 千克，按白羽鸡占比 60% 计算，人均白羽肉鸡消费量可达 10.4 千克。

图31：我国居民年禽肉消费量逐渐替代猪肉


数据来源：FAO、开源证券研究所

图32：我国居民禽肉人均消费量中枢稳步上升


数据来源：FAO、开源证券研究所

回溯猪价变动来看，猪价高点时期猪肉价格对猪肉需求形成一定抑制作用，同时也对禽肉需求产生一定拉动作用。2006 年-2010 年期间，我国居民禽肉消费量在猪价高点时期年份实现同比增长。

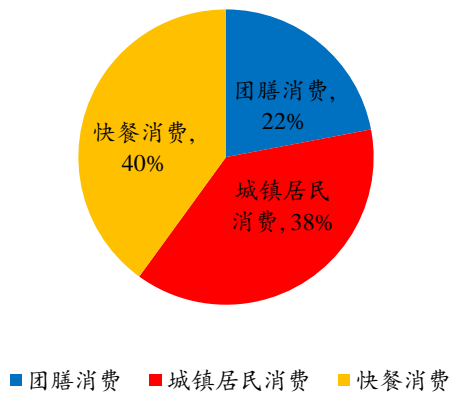
表4：几大猪价高点年份我国人均禽肉消费均实现同比增长，后续消费中枢持续抬升

年份	人均禽肉消费量, kg	较上年增长, kg	yoy
2007	9.76	0.66	7.3%
2011	10.92	0.15	1.4%
2016	11.89	0.47	4.1%
2019	14.02	1.70	13.8%
2020	14.19	0.17	1.2%

数据来源：FAO、开源证券研究所

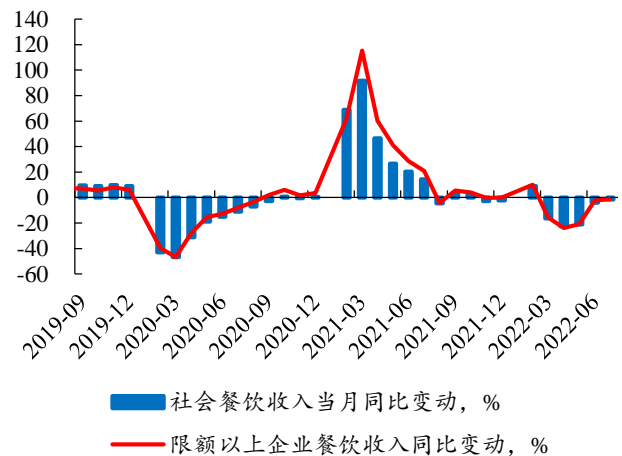
下游餐饮复苏将对肉鸡消费形成短期提振作用。消费渠道来看，白羽鸡肉是构成下游餐饮消费的重要部分。2020 年快餐及团膳消费占比过半约为 62%，居民消费则只占 1/3。从我国餐饮行业的表现来看，2022 年 6 月行业收入及限额以上企业收入同比降幅均已收窄，餐饮行业复苏在即。预计下半年行业需求将环比改善，公司肉禽业务将有所受益。

图33：2020年白羽鸡下游消费渠道快餐+团膳占比过半



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

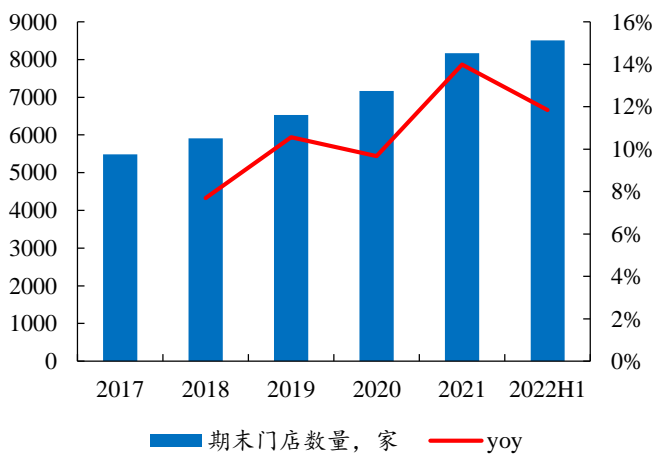
图34：餐饮行业收入同比降幅收窄临近转正，复苏在即



数据来源：Wind、开源证券研究所

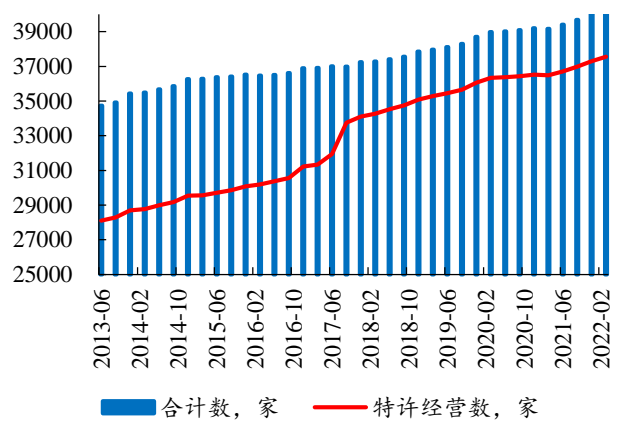
此外，以肉鸡产品为主打品类的西式餐饮连锁企业如肯德基、麦当劳近年加速渠道下沉，作为主要的白羽肉鸡需求方，西式快餐产品形式种类丰富，近两年来扩店速度不断加快，进一步扩大了国内白鸡消费的下沉渠道和总体规模。公司资源在未来将更多地向食品业务倾斜。随着食品业务新项目建设进度得到推进，产能规模得到提升，公司承接大订单能力及机会将进一步增强，今后有望成为头部西式快餐禽肉供应商。当前公司食品业务以B端渠道走货为主，后期公司将加强产品研发能力，打造拳头产品，积极拓宽C端销售渠道，塑造更强的核心能力与品牌影响力。

图35：2010年来肯德基期末门店环比增速均大于11%



数据来源：百胜中国公司公告、开源证券研究所

图36：麦当劳总门店数及特许经营家数持续上升

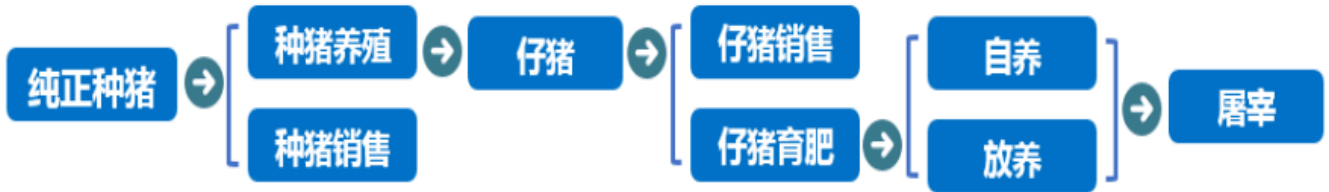


数据来源：麦当劳公司公告、开源证券研究所

4、生猪业务暂缓扩张步伐，注重降本增效

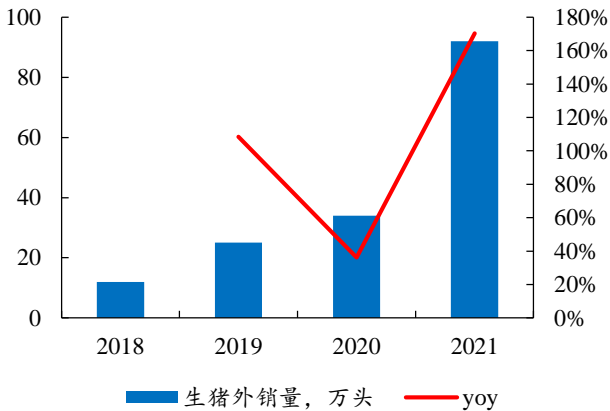
公司于2016年布局生猪养殖业务，构建了种猪养殖与销售、商品仔猪销售、育肥猪自养及放养、生猪屠宰一体化的业务链条。业务发展前期，公司积极开展优质种猪繁育及种猪、仔猪销售业务，努力培育生猪屠宰等产业链延伸业务，通过自建、合资的方式已在辽宁、河南、河北、黑龙江、安徽布局产能，并于2018年确立生猪养殖为公司战略业务，开始着力发展生猪养殖事业。盈利情况来看，生猪业务毛利率波动较大。规模方面，2021年外销出栏量合计达到92万头，肥猪出栏比例逐渐升高至49%。

图37：公司构建生猪养殖一体化产业链



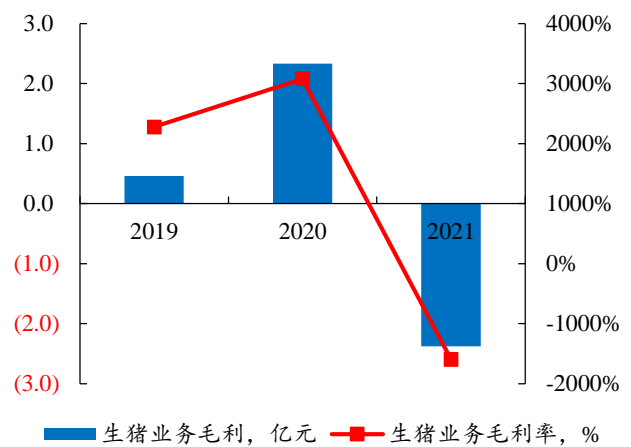
资料来源：公司公告

图38：2021年公司合计外销出栏生猪92万头



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39：生猪业务毛利水平波动较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

近两年产能排布方面，由于2021Q2起猪价不断走低，公司在一季度谨慎扩产基础上严控种猪质量，保持三元杂交母猪占比为4.5%，同期行业为45%。随着猪价急转直下，公司第一时间淘汰低效产能，2021Q3、Q4分别淘汰低产母猪2万头与0.9万头，截至2022年6月底，公司控参股合计母猪存栏量增长至5.2万头，其中能繁母猪及后备母猪分别为3.2万头、2万头，母猪生产性能较2021年度有明显提升。

分地区来看，公司目前主要在东三省、河南、河北、安徽开展生猪养殖业务。河北和黑龙江两地与佳和农牧合作。当前考虑到养殖技术的成熟度相对有限，公司主要以参股形式切入风险小，和当地较有实力的龙头合作。2022年公司计划实现控参股企业合计生猪外销出栏80-90万头的经营目标。

图40：公司生猪养殖产能主要分布东部及东北地区


资料来源：公司公告、开源证券研究所

养殖模式方面，公司生猪养殖业务采用种猪自养、育肥猪放养（公司+家庭农场）的模式，实行“五统一”管理（统一建设猪舍、统一供应猪苗、统一供应饲料、统一饲养管理、统一回收商品猪）。公司计划未来通过对标分析提升养殖效率，以缩小不同地区的成本差距。

5、盈利预测及估值

饲料业务：2021年起，公司将饲料业务定调为战略业务，作为东北地区饲料龙头企业，公司在猪料、禽料及反刍料方面深耕多年，市场认可度高，具备稳定扩张的业务基础，鉴于饲料产能扩张资金压力较小，公司融资成本低廉。由于Q1猪价低迷养殖积极性低，我们预计2022年饲料销量同比小幅度下滑，未来两年将保持快速增长，反刍料基数较小及市占率较高有望实现更快扩张进程。我们预计2022-2024年饲料板块收入分别同比增长2.1%、5.1%、10.9%。

肉禽业务：公司肉禽业务在上游种鸡繁育，商品代养殖方面及下游屠宰端已具备较高业务成熟度，随着后期种鸡端自有产能稳步提升，下游食品端深加工事业群产能建设有序推进，上下游产业链衔接度将进一步提高，成本控制能力将得到深化，平抑行情波动能力不断加强。2022年公司计划实现控参股企业合计白羽鸡养殖量6.9亿羽，屠宰量7.3亿羽，后续公司将适度扩大种鸡端自有产能规模及自供鸡雏占比。我们预计肉禽业务羽均净利将随猪价上行迎来快速抬升，板块盈利能力得到大幅修复。我们预计2022-2024年肉禽板块收入分别同比增长18.6%、13.9%、9.2%。

生猪养殖：公司生猪养殖业务进入降本增效发展期，2022年公司计划实现控参股企业合计生猪外销出栏80-90万头，我们预计随着饲料成本回落，公司内部养殖工

厂推行对标经营分析减小成本方差，肥猪出栏比例逐渐升高。我们预计 2022-2024 年生猪养殖板块收入分别同比增长 18.3%、14.8%、1.8%。

可比公司估值来看，公司三大主业涉及饲料、肉禽及生猪养殖，基于业务布局特点，选取唐人神、傲农生物、天康生物及海大集团作为可比公司。公司作为东北地区饲料龙头，有望充分受益于养殖后周期的饲料销量提振，肉禽业务有望随猪价上行迎来盈利修复，生猪业务降本增效也有望扭亏为盈，基本面迎来反转。对比 2023 年行业估值均值来看，公司估值低于可比公司均值。鉴于猪价长期低迷拉低养殖板块盈利能力，我们下调 2022 年盈利预测（前预测值为 15.02 亿元），新增 2023-2024 盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.66/11.71/12.46 亿元，对应 EPS 为 0.62/1.28/1.36 元，当前股价对应 PE 为 17.6/8.5/8.0 倍，鉴于养殖后周期饲料成本降低，产需规模稳步扩张，猪禽产业将迎来盈利修复，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS			PE(X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002567.SZ	唐人神	9.60	113.73	-0.37	1.18	-	-	8.1	-
603363.SH	傲农生物	21.44	173.91	-1.12	2.86	3.46	-	7.5	6.2
002100.SZ	天康生物	11.70	155.88	0.21	1.26	1.27	55.7	9.3	9.2
002311.SZ	海大集团	63.10	1,040.05	1.51	3.35	3.95	41.8	18.8	16.0
均值								10.9	
603609.SH	禾丰股份	10.85	99.41	0.62	1.28	1.36	17.6	8.5	8.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：禾丰股份及可比公司 EPS、PE(X)均为开源证券农林牧渔团队预测值

6、风险提示

原材料价格波动风险，产能扩张及出栏量不及预期，禽畜疫病影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4790	5374	4826	5206	5954
现金	1198	1234	1323	1425	1904
应收票据及应收账款	464	693	0	0	0
其他应收款	121	108	138	127	160
预付账款	364	480	426	549	508
存货	2474	2691	2770	2936	3212
其他流动资产	169	168	171	169	171
非流动资产	7016	7597	7765	7927	8030
长期投资	2425	2333	2538	2746	2873
固定资产	3082	3403	3461	3506	3561
无形资产	292	317	325	340	359
其他非流动资产	1218	1544	1441	1335	1238
资产总计	11807	12972	12592	13133	13984
流动负债	3128	3979	3223	2861	2716
短期借款	1111	1546	2114	1636	1546
应付票据及应付账款	1073	1300	0	0	0
其他流动负债	945	1133	1109	1225	1170
非流动负债	776	1480	1227	973	720
长期借款	575	1246	993	738	486
其他非流动负债	202	234	234	234	234
负债合计	3905	5459	4450	3834	3437
少数股东权益	1149	1048	1111	1241	1380
股本	922	922	922	922	922
资本公积	888	878	878	878	878
留存收益	4990	4906	5439	6582	7815
归属母公司股东权益	6752	6464	7030	8058	9167
负债和股东权益	11807	12972	12592	13133	13984

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	766	299	62	1340	1350
净利润	1358	25	629	1301	1385
折旧摊销	363	455	349	385	424
财务费用	65	101	127	119	84
投资损失	-363	80	-301	-305	-222
营运资金变动	-696	-390	-724	-135	-289
其他经营现金流	39	29	-17	-24	-31
投资活动现金流	-1506	-1051	-219	-244	-308
资本支出	1400	1185	312	338	400
长期投资	-165	27	-205	-209	-127
其他投资现金流	59	107	298	303	219
筹资活动现金流	419	765	-322	-517	-473
短期借款	60	436	568	-478	-90
长期借款	401	671	-253	-255	-252
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	5	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-331	-637	216	-131
现金净增加额	-322	12	-479	579	569

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23818	29469	31606	34038	36899
营业成本	21684	27900	29498	30819	33206
营业税金及附加	31	41	46	48	52
营业费用	465	570	735	762	780
管理费用	310	418	452	485	514
研发费用	84	97	113	120	128
财务费用	65	101	127	119	84
资产减值损失	-35	-27	-38	-36	-42
其他收益	24	29	20	21	23
公允价值变动收益	-1	2	0	0	0
投资净收益	363	-80	301	305	222
资产处置收益	3	-11	-3	-3	-4
营业利润	1525	208	894	1946	2301
营业外收入	13	17	13	14	14
营业外支出	29	49	28	33	35
利润总额	1509	176	879	1927	2281
所得税	152	152	251	626	896
净利润	1358	25	629	1301	1385
少数股东损益	122	-94	63	130	138
归属母公司净利润	1235	119	566	1171	1246
EBITDA	1942	770	1338	2413	2772
EPS(元)	1.35	0.13	0.62	1.28	1.36

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	33.9	23.7	7.3	7.7	8.4
营业利润(%)	-4.3	-86.4	330.5	117.7	18.2
归属于母公司净利润(%)	3.0	-90.4	377.3	107.0	6.4
获利能力					
毛利率(%)	9.0	5.3	6.7	9.5	10.0
净利率(%)	5.7	0.1	2.0	3.8	3.8
ROE(%)	17.2	0.3	7.7	14.0	13.1
ROIC(%)	32.0	0.8	11.8	22.8	23.1
偿债能力					
资产负债率(%)	33.1	42.1	35.3	29.2	24.6
净负债比率(%)	8.7	24.7	26.3	14.1	4.6
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.8	2.2
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7
应收账款周转率	58.6	52.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	25.1	23.6	45.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.35	0.13	0.62	1.28	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.33	0.07	1.46	1.47
每股净资产(最新摊薄)	7.37	7.06	7.67	8.80	10.01
估值比率					
P/E	8.0	83.9	17.6	8.5	8.0
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.1	16.8	9.9	5.2	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn