

禾丰股份 (603609.SH)

东北农牧龙头，未来充分受益产业链景气提升

核心观点：

- **东北农牧食品龙头，积极打造产业链一体化。**公司成立于1995年，深耕东北地区，逐步成长为东北地区最大的农牧企业集团之一。公司以饲料业务起家，不断优化产业结构，逐步将业务拓展至肉禽、生猪养殖领域，积极构建产业链一体化。2021年，公司实现营收294.69亿元，其中饲料业务和肉禽业务的营收贡献分别为52%、28%。
- **饲料板块是公司传统强势业务，市场份额有望持续提升。**公司作为东北地区最大的饲料企业，受益于东北地区的饲料原料价格优势。公司坚持多品类饲料均衡发展，有效平抑周期波动，饲料业务毛利率水平处于行业领先。同时，公司坚持研发创新，推动饲料业务战略转型，在保持东北市占率稳步提升的同时，深入挖掘东北以外的潜在市场空间。根据公司年报及债券评级报告，2021年公司拥有饲料产能725万吨，饲料外销量达433万吨。
- **肉禽业务实现逆势盈利，生猪出栏量稳步提升。**公司是白羽鸡行业隐形龙头，养殖与屠宰规模跻身行业第一梯队。肉禽养殖成绩持续提升，成本优势凸显，2022H1肉禽板块实现逆势盈利。此外，公司延伸布局下游消费终端，食品业务维持稳步增长。公司生猪出栏量保持稳步增长，并通过可转债募投项目加码生猪业务。公司种猪结构持续优化，截至2022H1母猪存栏量增长至5.2万头。随着生猪业务稳步推进，有望成为公司新利润增长点。
- **盈利预测与投资建议：维持“买入”评级。**我们预计公司2022-24年EPS分别为0.57、0.81、1.26元/股。参考可比公司估值，综合考虑公司竞争优势，维持合理价值13.65元/股的判断不变，对应23年17倍PE，给予“买入”评级。
- **风险提示：**农产品价格波动风险、疾病风险、畜禽价格波动风险等。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	23,818	29,469	27,132	30,754	34,800
增长率 (%)	33.9	23.7	-7.9	13.4	13.2
EBITDA (百万元)	1,607	896	1,120	1,591	2,274
归母净利润 (百万元)	1,235	119	518	741	1,156
增长率 (%)	3.0	-90.4	337.1	43.0	56.0
EPS (元/股)	1.34	0.13	0.57	0.81	1.26
市盈率 (x)	8.82	79.65	19.27	13.47	8.64
ROE (%)	18.3	1.8	7.5	10.1	14.3
EV/EBITDA (x)	7.16	12.49	9.84	6.95	4.82

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

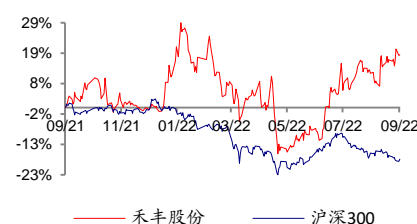
买入

当前价格	10.90元
合理价值	13.65元
前次评级	买入
报告日期	2022-09-06

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	916.22/916.22
总市值/流通市值 (百万元)	9822/9822
一年内最高/最低 (元)	11.92/7.74
30日日均成交量/成交额 (百万)	7.71/81.26
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	27.16/11.43

相对市场表现



分析师：

王乾



SAC 执证号：S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：

钱浩



SAC 执证号：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) :2 季 2022-07-14
度实现扭亏为盈，业绩表现超
预期

目录索引

一、东北农牧食品龙头，积极打造产业链一体化	5
（一）以饲料为本，肉禽与生猪业务双轮驱动发展	5
（二）积极构建一体化产业链，东北区域龙头地位稳固	7
二、饲料：传统优势业务，市场份额有望持续提升	8
（一）行业经营压力有所缓解，公司受益于东北饲料原料价格优势	8
（二）多品类均衡发力平抑周期性，坚持研发创新提升竞争力	10
（三）推动饲料业务战略转型，从“东北”走向“全国”	12
三、肉禽：打通全产业链经营，白羽鸡行业“隐形冠军”	14
（一）养殖规模跻身前列，业务涵盖“养殖”到“深加工”全产业链	14
（二）养殖成绩持续提升，肉禽业务实现逆势盈利	15
（三）延伸布局下游消费终端，食品业务维持稳步增长	17
四、生猪：稳步推进，有望成为新利润增长点	18
（一）打造产业链一体化，出栏规模稳步增长	18
（二）养殖成绩有望持续优化，可转债募投加码生猪业务	19
五、盈利预测和投资建议	21
六、风险提示	22

图表索引

图 1: 公司发展历史沿革.....	5
图 2: 2021 年, 饲料业务营收贡献超 5 成.....	6
图 3: 2017-2021 年, 公司营收情况.....	6
图 4: 2017-2021 年, 公司归母净利润情况.....	6
图 5: 2017-2021 年, 公司利润率情况.....	6
图 6: 2021 年, 公司在东北地区营收占比达 51%.....	7
图 7: 公司在华北、华中等地区的营收占比有所提升.....	7
图 8: 金卫东先生是公司实际控制人(截至 2022H1).....	8
图 9: 近期玉米、豆粕等饲料原材料价格有所回落.....	8
图 10: 生猪价格走势情况.....	9
图 11: 生猪养殖重新进入盈利状态.....	9
图 12: 烟台白羽毛鸡价格走势.....	9
图 13: 毛鸡养殖利润情况.....	9
图 14: 东北三省玉米产量位居全国前列(2020 年).....	10
图 15: 东北玉米价格低于全国均价.....	10
图 16: 辽宁豆粕收购价低于全国均价.....	10
图 17: 公司饲料销售情况.....	11
图 18: 公司饲料结构占比情况.....	11
图 19: 公司饲料毛利率波动较小.....	11
图 20: 公司饲料业务毛利率处于行业领先(2021 年).....	11
图 21: 公司研发人员数量逐年增长.....	12
图 22: 公司饲料业务“四个战略转型”.....	13
图 23: 公司饲料产能情况.....	14
图 24: 公司肉禽产业化涵盖养殖、加工、深加工三大事业群.....	15
图 25: 白羽鸡在产父母代存栏处于相对历史高位.....	16
图 26: 2022Q1, 白羽鸡价格相对低迷.....	16
图 27: 2020 年公司控股及参股企业合计养殖 5.61 亿羽.....	16
图 28: 2021 年公司控股及参股企业合计屠宰 6.93 亿羽.....	16
图 29: 公司养殖与屠宰的产能配套程度持续提升.....	17
图 30: 公司肉鸡分割品产量情况.....	17
图 31: 公司调理品及熟食产量情况.....	17
图 32: 目前公司拥有肉类深加工产品百余种.....	18
图 33: 公司生猪养殖产能主要分布于东北、华中等地区.....	19
图 34: 公司生猪养殖产业链布局情况.....	19
图 35: 2022Q2, 公司能繁母猪存栏量有所回升.....	20
表 1: 公司持续坚持研发投入.....	12
表 2: 2022 年, 公司发行可转债募投饲料项目.....	13

表 3: 截至 2022H1, 公司目前主要饲料在建项目情况	13
表 4: 截至 2022H1, 公司目前主要禽业在建项目情况	14
表 5: 公司肉鸡养殖成绩稳步提升	16
表 6: 公司生猪出栏情况	18
表 7: 2022 年, 公司发行可转债募投生猪项目	20
表 8: 截至 2022H1, 公司目前主要生猪在建项目情况	20
表 9: 公司营收拆分情况	21
表 10: 可比公司盈利预测与估值 (盈利预测均采用 wind 一致预期)	22

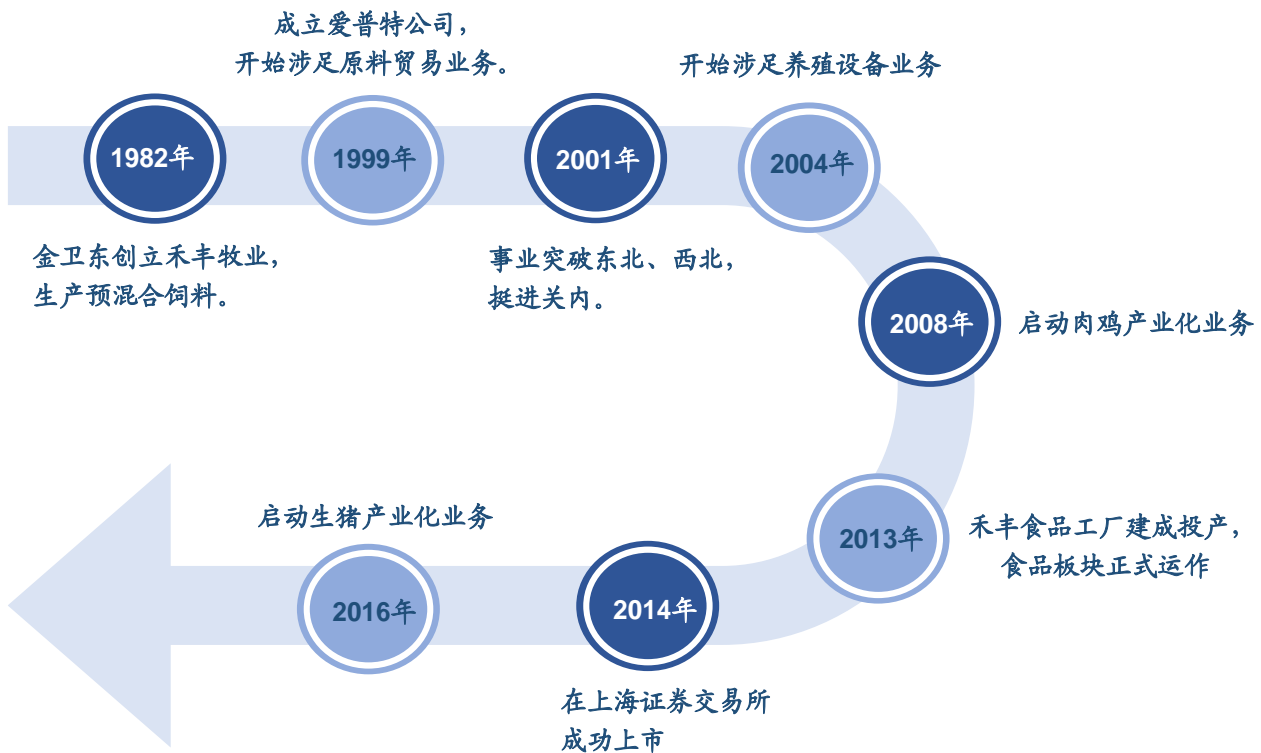
一、东北农牧食品龙头，积极打造产业链一体化

（一）以饲料为本，肉禽与生猪业务双轮驱动发展

公司以饲料业务为基石，致力于构建肉禽、生猪双产业链，是东北地区最大的农牧企业集团之一。公司成立于1995年，以饲料业务起家，在做强传统饲料业务的基础上，逐步将业务拓展至肉禽、生猪养殖领域，以完善产业链。

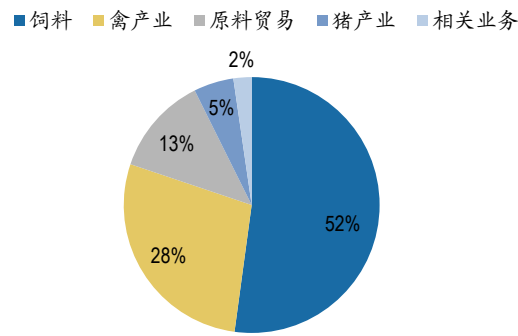
目前，公司拥有饲料及饲料原料贸易、肉禽养殖、生猪养殖三大核心业务。其中，同时涉及动物药品、养殖设备及食品加工等相关领域。2021年，饲料业务的营收贡献超5成，是公司主要营收来源。此外，2021年肉禽业务和生猪业务的营收贡献分别为28%和5%。

图1：公司发展历史沿革



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图2: 2021年, 饲料业务营收贡献超5成



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

近年来, 公司饲料销量规模持续扩大驱动营收稳步增长, 营业收入由2017年的136.96亿元增至2021年的294.69亿元, 复合增长率为21.11%。由于畜禽价格下行, 生猪和肉禽业务面临行业性亏损, 2021年公司实现归母净利润1.19亿元, 同比减少90.40%。

图3: 2017-2021年, 公司营收情况

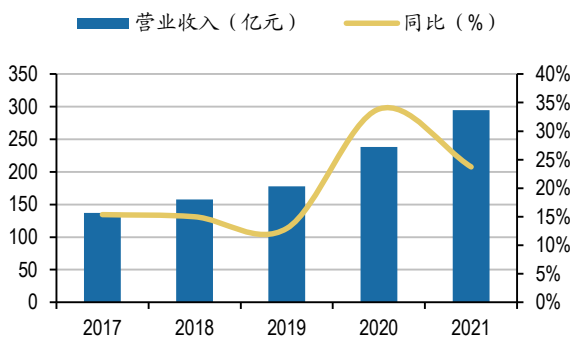
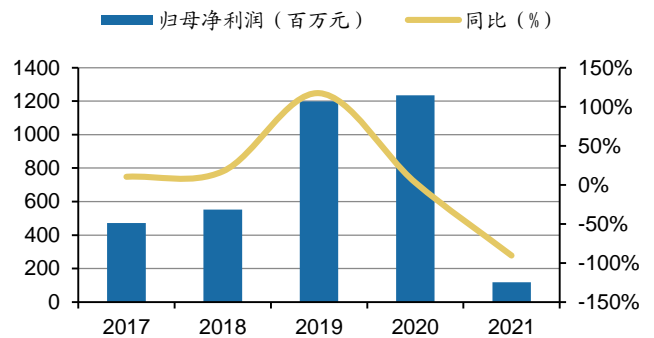


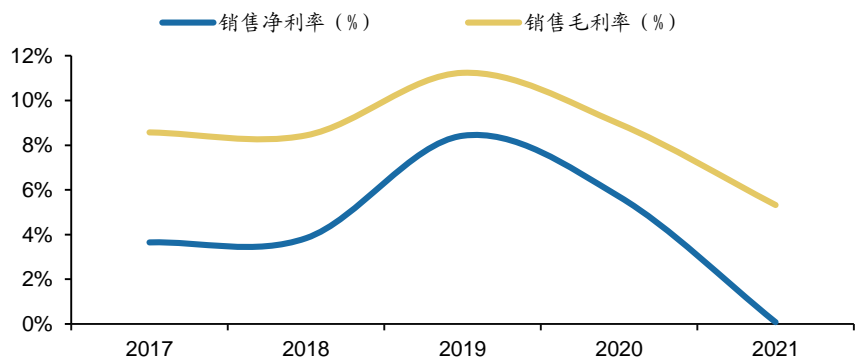
图4: 2017-2021年, 公司归母净利润情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图5: 2017-2021年, 公司利润率情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

（二）积极构建一体化产业链，东北区域龙头地位稳固

公司立足于农牧领域，采取“横向多元化、纵向一体化”的布局策略，不断优化产业结构。此外，公司深耕东北，是东北地区最大的农牧企业集团之一，区域龙头地位稳固。

- 1. 产业结构持续优化：**采取“横向多元化、纵向一体化”的布局策略。横向布局方面，公司以饲料为本，大力推进肉禽和生猪业务，努力打造肉禽与生猪产业双轮驱动的经营模式。纵向精深方面，持续完善链条各业务的匹配度，构建一体化产业链，以增强各业务间的协同效应。
- 2. 区域优势：**公司立足东北，区域行业龙头地位稳固，同时积极将业务拓展至全国。东北地区是公司的传统优势区域，2021年公司在东北地区收入占比达到51%。同时，公司积极向华北、华东、华中、华南等地区拓展业务，逐步走向全国，近年来公司在华北、华中、华东等地区的营收占比有所提升。
- 3. 股权结构：**公司股权结构相对分散，创始股东、优秀管理层分散持股，激励机制完善，人员稳定性处于行业领先。截至2022H1，公司创始人金卫东先生直接持有公司16.32%的股份；通过控制常州禾力间接控制本公司5.28%的表决权；并通过《一致行动确认和承诺函》联合丁云峰、王凤久、邵彩梅、王仲涛四名股东控制本公司24.70%的表决权。金卫东合计控制公司46.30%的股份表决权，为公司实际控制人。

图6：2021年，公司在东北地区营收占比达51%

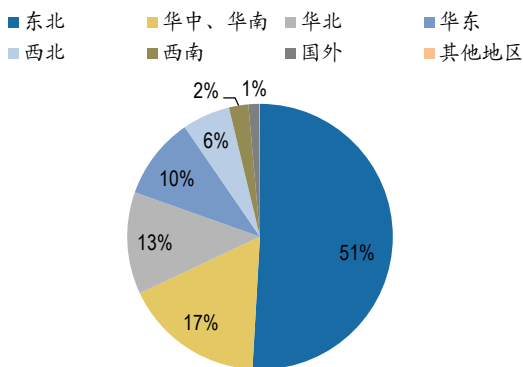
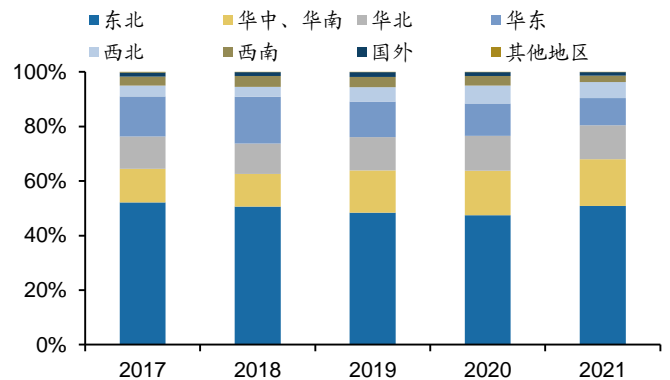


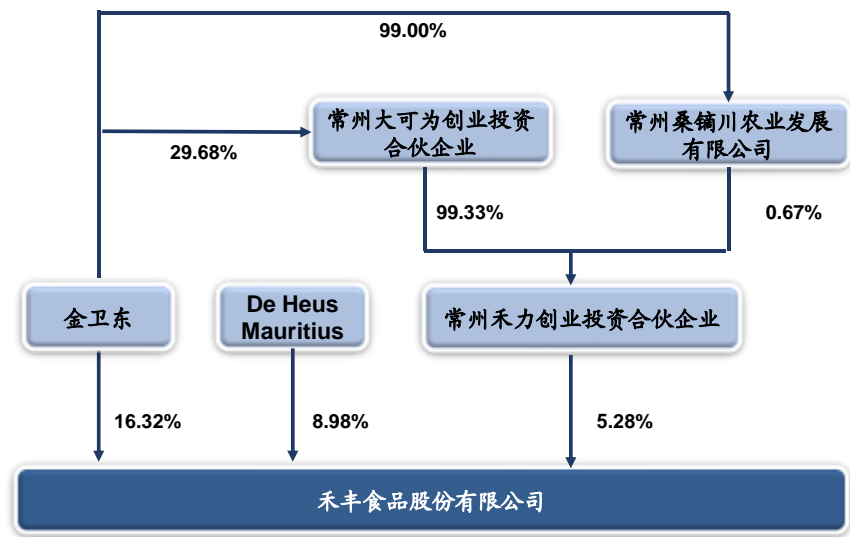
图7：公司在华北、华中等地区的营收占比有所提升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图8: 金卫东先生是公司实际控制人(截至2022H1)



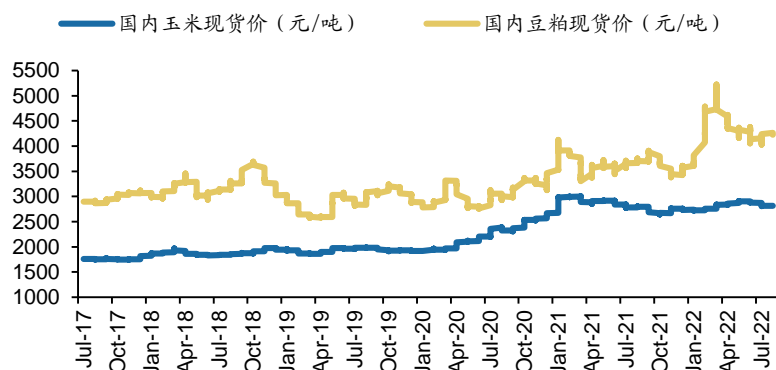
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

二、饲料: 传统优势业务, 市场份额有望持续提升

(一) 行业经营压力有所缓解, 公司受益于东北饲料原料价格优势

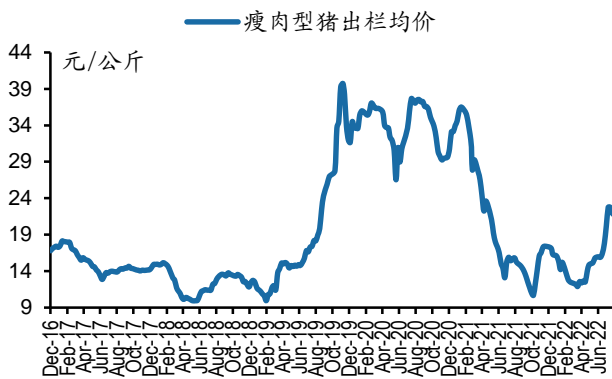
饲料原料价格回落, 叠加畜禽价格上涨, 饲料行业经营情况明显回暖。近期豆粕、玉米等饲料原料价格有所回落, 其中豆粕价格较前期高点下降约19%, 饲料原料价格回落使得行业整体成本压力有所缓解。此外, 近期畜禽价格上涨, 受益于下游养殖端盈利改善, 饲料行业的经营情况较上半年有望明显回暖。

图9: 近期玉米、豆粕等饲料原材料价格有所回落



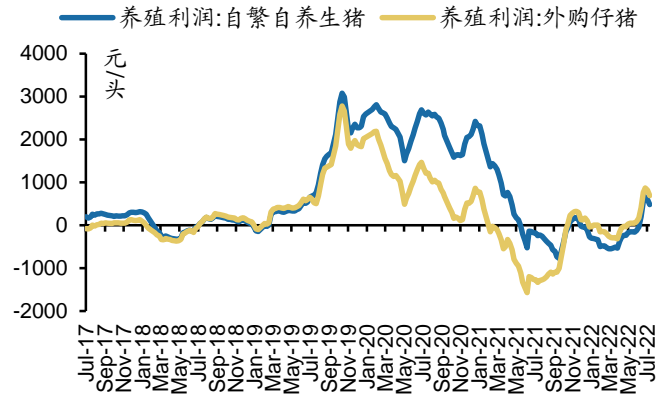
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图10: 生猪价格走势情况



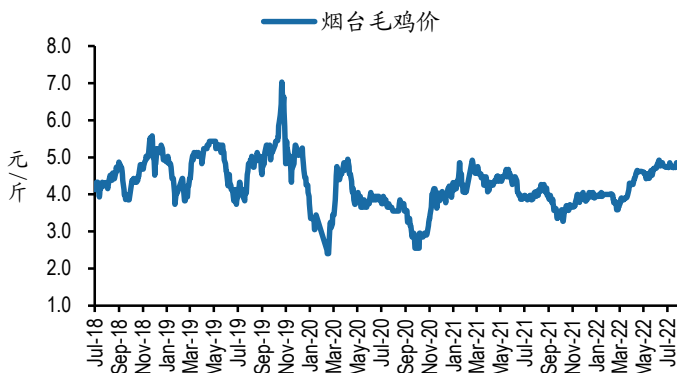
数据来源: 搜猪网、广发证券发展研究中心

图11: 生猪养殖重新进入盈利状态



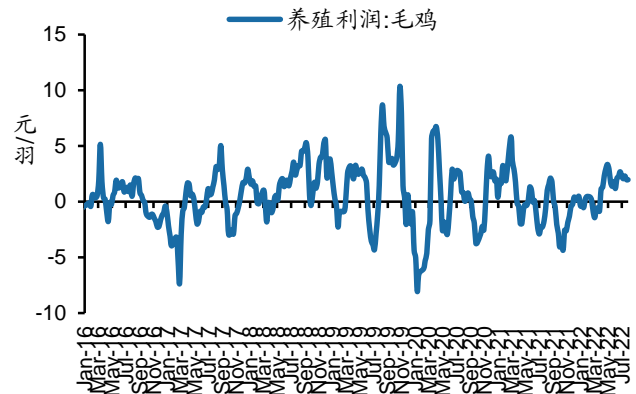
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图12: 烟台白羽毛鸡价格走势



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: 毛鸡养殖利润情况

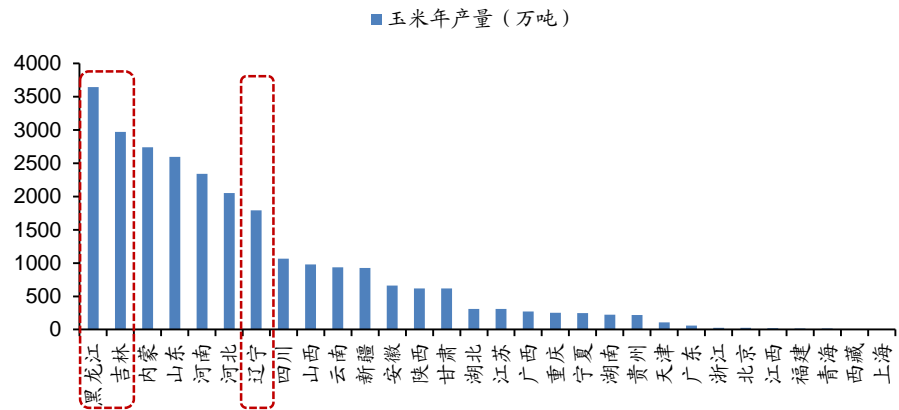


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

东北地区是国内最大的粮食产区, 拥有丰富的玉米、大豆等粮食资源, 区域内玉米产量占比可达全国总产量的32%, 同时在饲料原料价格上具备优势, 同时区域内可用于饲料原料的粮食及其副产品种类丰富、性价比高。

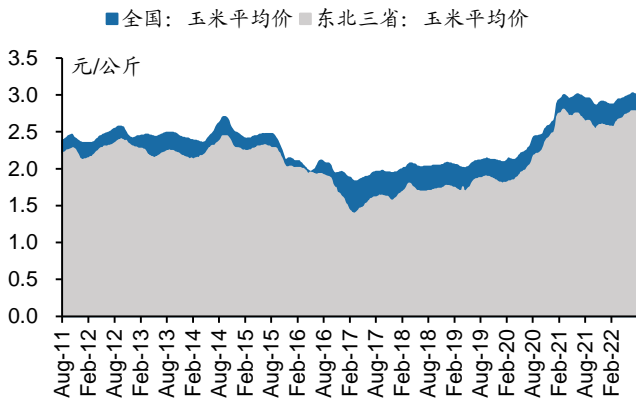
公司深耕东北, 是东北地区最大的饲料企业, 在饲料原料采购上具备地域优势。公司主要业务布局于北方, 尤以东北居多, 产能布局靠近国内主要粮食产区, 使其在饲料原料采购和综合成本上具备明显地域优势。

图14: 东北三省玉米产量位居全国前列 (2020年)



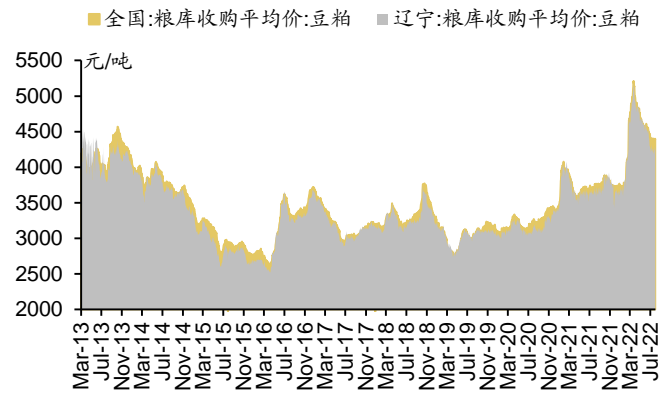
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 东北玉米价格低于全国均价



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 辽宁豆粕收购价低于全国均价



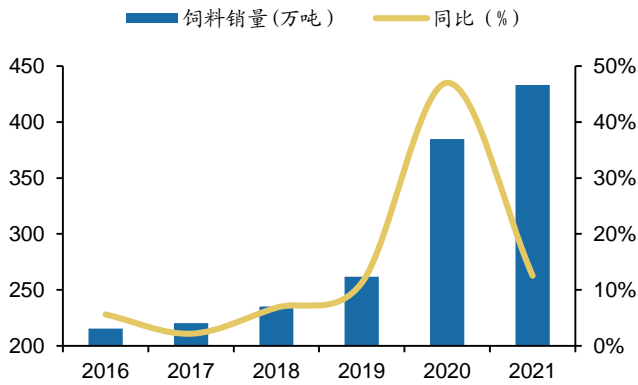
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 多品类均衡发力平抑周期性, 坚持研发创新提升竞争力

饲料业务是支撑公司发展的基石业务, 公司多年来围绕饲料产业深耕细作, 现已成为中国前十名的商品化饲料生产销售企业。近年来公司饲料销售规模稳步增长, 2021年饲料外销量达433.1万吨, 同比增长12.5%。

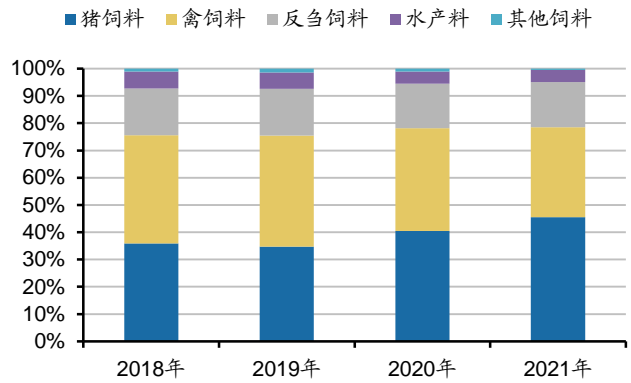
公司始终坚持猪料、禽料、反刍料等多品类均衡发展, 从而有效平抑周期波动。目前, 公司猪料及禽料的销售占比仍旧保持70%以上, 是保证饲料营收的主力; 在立足猪、禽料的基础上, 公司发力开拓反刍饲料, 不断提高品牌竞争力, 2021年反刍料销量增幅达到13.6%。通过多品类饲料均衡发展, 公司有效避免单一品类饲料销量和盈利水平的周期性, 饲料毛利率波动较小, 处于同类饲料企业领先水平。

图17: 公司饲料销售情况



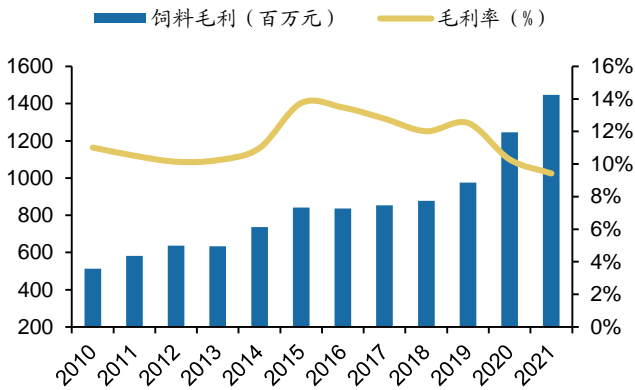
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 公司饲料结构占比情况



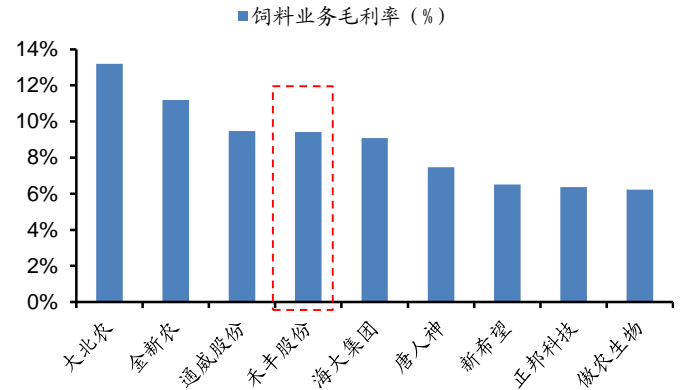
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图19: 公司饲料毛利率波动较小



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图20: 公司饲料业务毛利率处于行业领先(2021年)

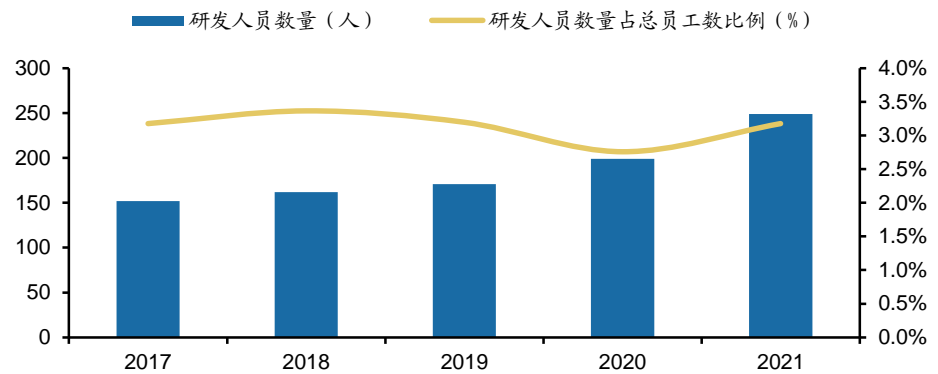


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

公司坚持研发创新工作，不断提升饲料产品的质量及性价比，寻找完善的原料替代组合。在饲料产品方面，公司推出新一代教槽料，在适口性、仔猪抗腹泻性等方面全面提升；在原料替代技术应用上，公司与合作伙伴荷兰皇家De Heus公司共享技术数据，持续优化原料动态数据库，储备多种原料高效配制技术。

公司拥有优秀领先的技术研发团队，研发人员数量逐年增长，2021年研发人员中硕士学历人员占比超5成。同时，公司于2021年建立“技术研发院”、“行情研判院”、“市场研究院”三大研究机构，并积极与科研院所和各大高校开展产学研合作，不断进行技术创新与新产品研发。

图21: 公司研发人员数量逐年增长



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表1: 公司持续坚持研发投入

	具体情况
研发团队	公司已建立了集产业养殖技术、饲料产品技术、生产加工技术等“多位一体”的技术研发团队,是国家认定企业技术中心、新型生物饲料研发与应用国家地方联合工程研究中心、国家农产品加工饲料加工专业分中心
研发合作	(1) 2006年起,公司与荷兰皇家 De Heus 深入合作,技术研发团队与荷兰皇家 De Heus 一直保持高频率的技术沟通和交流,有助于公司了解和掌握世界最新技术动态、研发成果。 (2) 与科研院所和各大高校,如中国农业大学、南京农业大学、沈阳农业大学、东北农业大学、合肥工业大学、安徽农业大学等开展饲料产品、肉制品新技术研发和专业人才联合培养等多方面深度合作。
研发检测能力及数据库	公司的研发检测中心是国内饲料企业中为数不多的通过 CNAS 认证的实验室,检测结果可被全球 60 个国家/地区所承认。公司建有原料动态数据库并共享荷兰合作伙伴的数据资源,按照生产性能和采食量精准配制动物饲料,以获得最低成本配方,达到最佳性价比。
研发成果	截至 2021 年末公司已累计获得授权专利 196 项,其中发明专利 59 项,并获得 2 项国家科技进步奖、1 项国家技术发明奖、近 20 项省部级科技奖励。

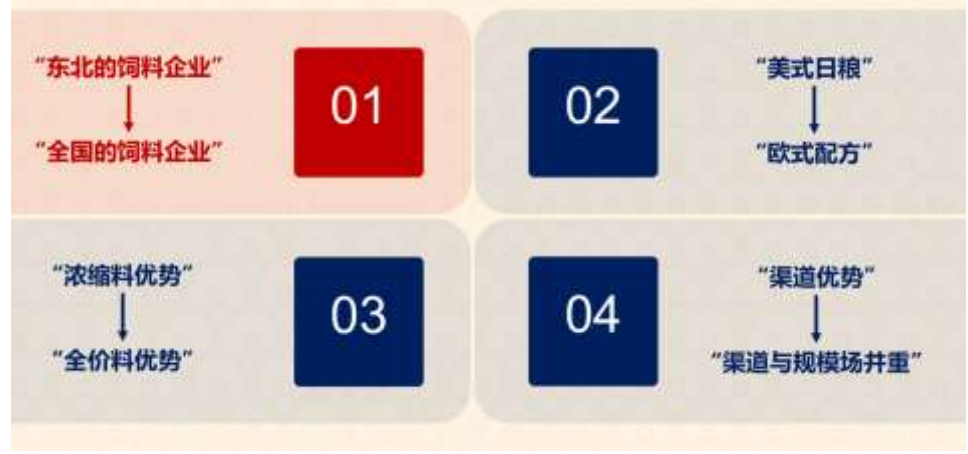
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 推动饲料业务战略转型,从“东北”走向“全国”

公司进一步提升饲料业务战略定位,推动饲料业务的“四个战略转型”:强化技术、采购、市场三联动,推进从“美式日粮”向“欧式配方”的转型;提升饲料业务整体核心竞争力,从传统的“浓缩料优势”向“全价料优势”逐步转型;技术服务升级,保持经销商渠道优势的同时,积极提升规模养殖场客户占比,优化客户结构,实现从“渠道优势”向“渠道与规模场并重”的转型;集中资源饱和投入,做大做强饲料业务,从“东北的饲料企业”逐渐向“全国的饲料企业”转型。

公司围绕着四个“战略转型”,不断提高团队能力,同时深入挖掘各品种、各工厂、各环节的潜在利润空间,提升饲料业务的外部产品、渠道优势及内部运营效率,构筑整体核心竞争力。

图22: 公司饲料业务“四个战略转型”



数据来源: 公司投资者交流材料、广发证券发展研究中心

此外, 在保持东北三省市占率稳步提升的同时, 公司深入挖掘东北地区以外的潜在市场空间, 扩大在华东、华中等地区的市场份额, 逐步从“东北”走向“全国”。2022年, 公司发行可转换债券募集15亿元, 涉及3个饲料募投项目, 其中沈阳、黑龙江的饲料募投项目旨在帮助公司巩固在东北地区的基本盘, 位于安徽的饲料募投项目旨在拓展华东地区饲料业务。

截至2021年, 公司饲料业务产能为725.3万吨, 公司集中资源、饱和投入发展饲料业务, 产能有望进一步提升。

表2: 2022年, 公司发行可转债募投饲料项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
沈阳农大禾丰饲料有限公司年产30万吨全价饲料项目	10300	8400
安徽禾丰牧业有限公司年产30万吨猪饲料和15万吨反刍饲料项目	13994.87	11400
黑龙江禾丰牧业有限公司年产10万吨教保饲料项目	5000	3900
合计	29294.87	23700

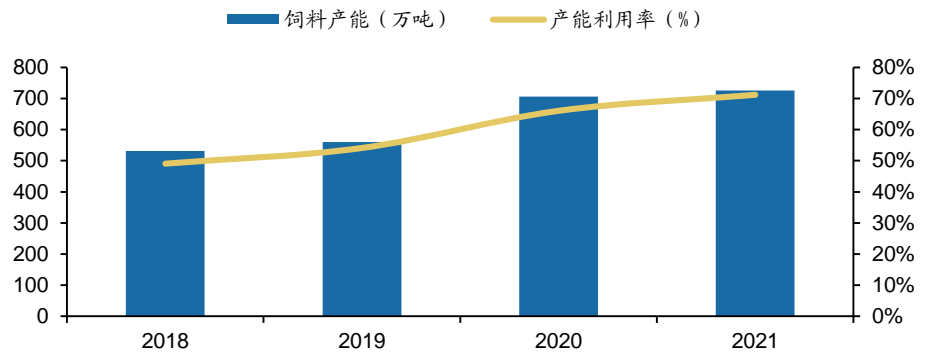
数据来源: 公司可转债募集说明书、广发证券发展研究中心

表3: 截至2022H1, 公司目前主要饲料在建项目情况

项目名称	预算数(万元)	工程进度	预计新增产能(万吨)
海南禾丰-20万吨饲料生产线项目	7200	95%	20
清源禾丰-40万吨饲料生产项目	9500	95%	40
黑龙江禾丰-教保料车间	5000	15%	-
公主岭反刍	630	95%	-

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图23: 公司饲料产能情况



数据来源: 公司债券评级报告、广发证券发展研究中心

三、肉禽: 打通全产业链经营, 白羽鸡行业“隐形冠军”

(一) 养殖规模跻身前列, 业务涵盖“养殖”到“深加工”全产业链

经历10余年时间的发展, 公司肉禽板块拥有50余家控股及参股公司, 肉禽业务持续保持稳步增长, 目前公司肉鸡养殖与屠宰规模跻身行业第一梯队, 全国市占率约10%。2021年, 公司控股及参股企业合计屠宰白羽鸡6.93亿羽, 同比增长8.5%。

公司将肉禽业务划分为养殖、加工、深加工三大事业群, 涵盖从种鸡养殖到熟食深加工各业务环节, 布局形成完善的一体化产业链。公司肉禽产业化业务始终坚持精益管理模式, 各区域协同配合、各公司独立运营, 通过上下游各环节协同发展, 提升产业链价值。

- 养殖事业群:** 业务涵盖肉种鸡养殖、孵化、商品代肉鸡养殖及饲料生产加工。公司商品代肉鸡养殖主要采取“公司+大农场”的经营模式, 对大农场实施“九统一”的标准化管 理, 100%采用三层笼养模式, 商品代肉鸡平均成活率可达96%以上。
- 加工事业群:** 主要覆盖屠宰业务, 同等规模企业中, 公司屠宰出成率和人均屠宰效率均位居行业前列。据半年报披露, 目前公司肉鸡屠宰能力可达10亿羽。
- 深加工事业群:** 延伸布局下游熟食及调理品业务, 目前拥有深加工产品百余种, 主要销往大型餐饮连锁店、商超农贸、企业及学校食堂等。

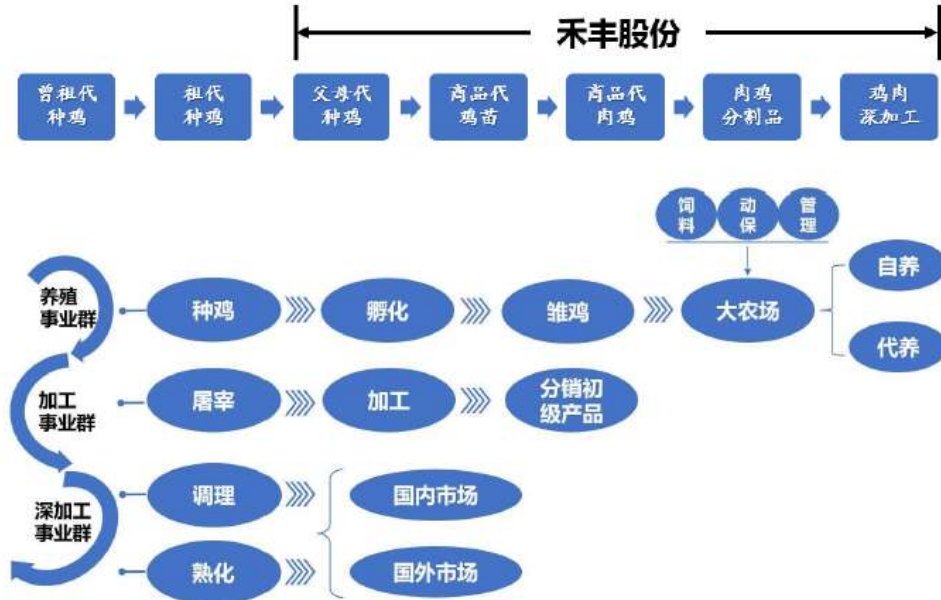
表4: 截至2022H1, 公司目前主要禽业在建项目情况

项目名称	预算数 (万元)	工程进度
河北太行禾丰-肉鸡屠宰加工项目	40000	60%
大连中佳-二期鸡肉加工及屠宰项目	25000	10%

沈阳禾丰禽业-蛋鸡厂一期工程	1500	100%
辽宁禾丰蛋业-生产线及相关设备改造	4335	65%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图24：公司肉禽产业化涵盖养殖、加工、深加工三大事业群



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（二）养殖成绩持续提升，肉禽业务实现逆势盈利

公司肉禽产业化业务始终坚持精益管理模式，不断优化生产指标、提高运营效率，合理压缩成本费用。公司从鸡苗、动保等多方面入手，提高养殖自动化程度，持续优化养殖技术，强化内部运营管理能力，养殖成绩稳重有升。与此同时，公司动态调整农场主的代养费政策，商品鸡养殖代养费有所降低。根据半年报披露，目前公司商品代肉鸡的出栏均重可达3公斤，欧洲效益指数超过390，肉鸡平均成活率96%以上（行业平均成活率约92%），养殖成绩优于行业平均水平。

依托领先行业的养殖管理效率和生产成绩，公司拥有优秀的成本控制能力，肉禽业务实现逆势盈利。2022年上半年，白羽鸡行业产能持续释放，叠加鸡肉需求疲弱，行业景气度依旧相对低迷。但凭借卓越的成本控制能力，公司肉禽业务在2季度实现扭亏，22年上半年肉禽板块整体实现盈利。

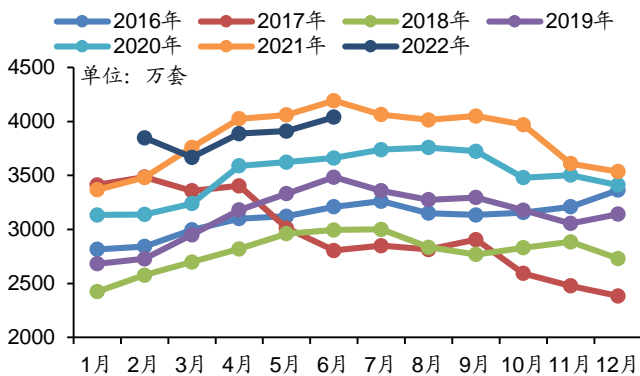
表5: 公司肉鸡养殖成绩稳步提升

	2018	2019	2020	2021	2022H1
成活率 (%)	95%	95%	96%	>96%	>96%
欧洲效益指数 (epi)	>380	390	390	>390	>390
商品代肉鸡出栏均重 (公斤)	2.8	3	3	3	3

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

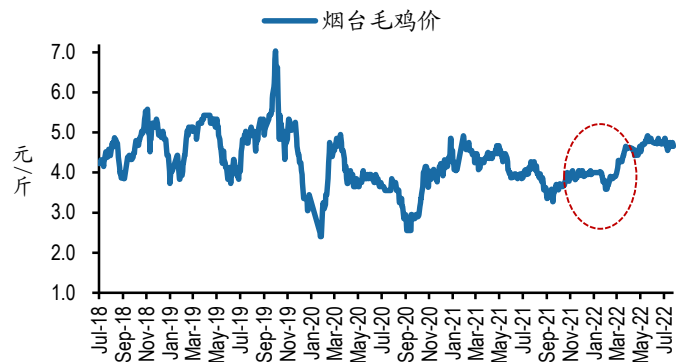
注: 欧洲效益指数=[(体重 x 成活率) / (料肉比 x 出栏日龄)] x 10000, 指数越大盈利能力越好

图25: 白羽鸡在产父母代存栏处于相对历史高位



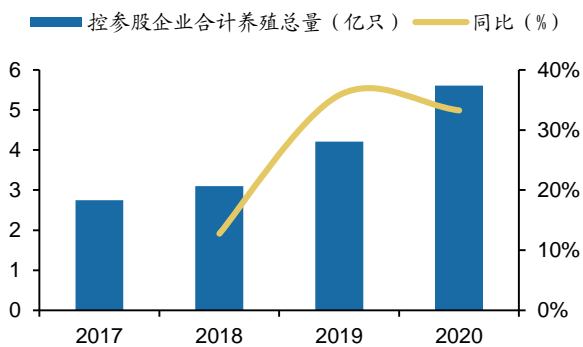
数据来源: 中国畜牧业协会、广发证券发展研究中心

图26: 2022Q1, 白羽鸡价格相对低迷



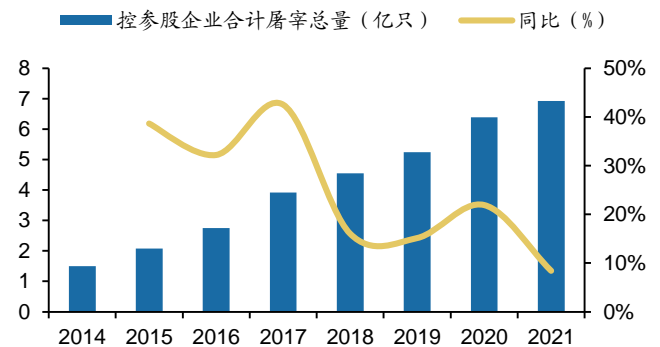
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 2020年公司控股及参股企业合计养殖5.61亿羽



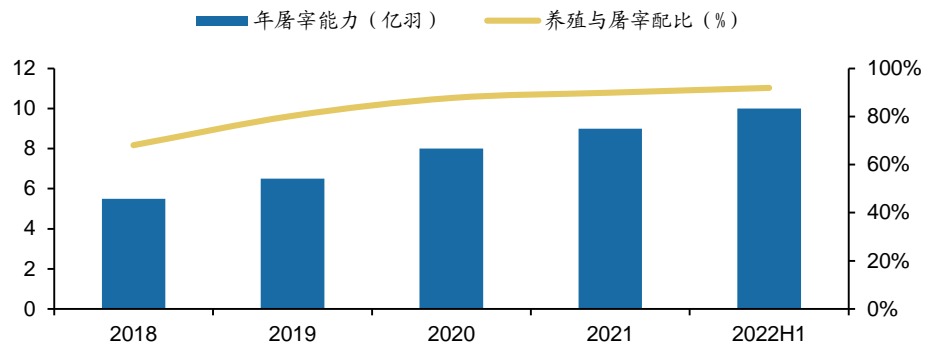
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图28: 2021年公司控股及参股企业合计屠宰6.93亿羽



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图29: 公司养殖与屠宰的产能配套程度持续提升



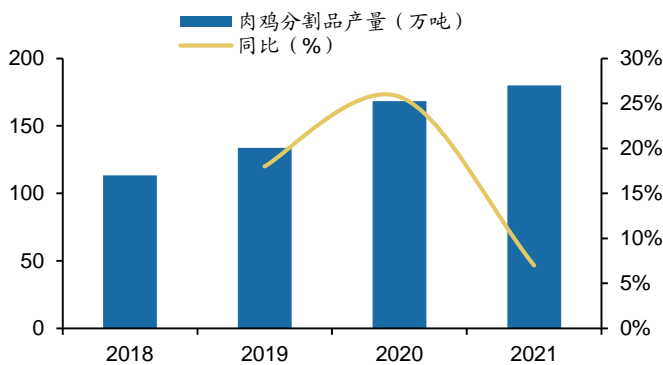
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(三) 延伸布局下游消费终端, 食品业务维持稳步增长

公司积极优化营销策略, 向下游延伸推进高附加值的食品业务, 以提升产业链价值。公司利用“多品牌策略”加速开拓肉鸡分割品销售渠道, 拥有“禾丰”、“荷风”、“九丰”、“华康”四个品牌, 在东北、华北、华中三大关键区域市场占有率显著提升。在调理品与熟食领域, 公司积极布局餐饮连锁中央厨房、企业及学校食堂、商超便利店等线下渠道, 并积极拓展熟食出口业务, 目前产品已进入韩国、日本市场。此外, 2022年公司可转债募投项目中有1个项目涉及调理品与熟食业务, 该项目投资总额为3亿元, 预计项目建成后新增年产3万吨调理品与熟食业务产能。

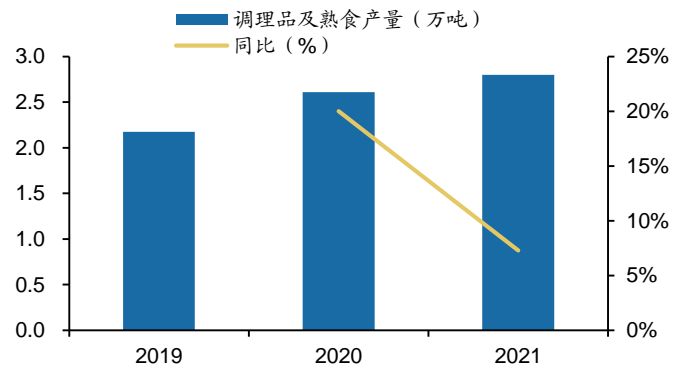
2021年, 公司控股及参股企业合计生产肉鸡分割品180万吨, 同比增长7%; 生产调理品及熟食2.8万吨, 同比增长7.3%, 其中熟食出口3488吨, 同比增长15.9%。随着产品的完善和渠道的铺开, 公司食品业务有望持续稳步增长。

图30: 公司肉鸡分割品产量情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图31: 公司调理品及熟食产量情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图32: 目前公司拥有肉类深加工产品百余种



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

四、生猪: 稳步推进, 有望成为新利润增长点

(一) 打造产业链一体化, 出栏规模稳步增长

致力于打造生猪产业链一体化。公司于2016年涉足布局生猪养殖业务, 积极建立全面且严格的生物安全体系、先进的育种体系、科学的养殖管理体系, 致力于打造包含育种、养殖、屠宰及加工一体化的生猪产业链条。据公司年报, 2021年公司控股及参股企业出栏生猪129万头, 其中外销出栏量为92万头。

从产能布局上看, 公司依托其在东北等地区的区域优势, 通过自建、合资、租赁等方式在东北三省、河南、河北、安徽等区域进行生猪产业布局。

表6: 公司生猪出栏情况

	2019	2020	2021	2022H1
生猪外销量(万头)	-	48	92	43.9
生猪内销量(万头)	-	20.2	37.3	-
控股参股企业合计出栏肥猪 (万头)	27	68.2	129.3	-

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图33: 公司生猪养殖产能主要分布于东北、华中等地区



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图34: 公司生猪养殖产业链布局情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

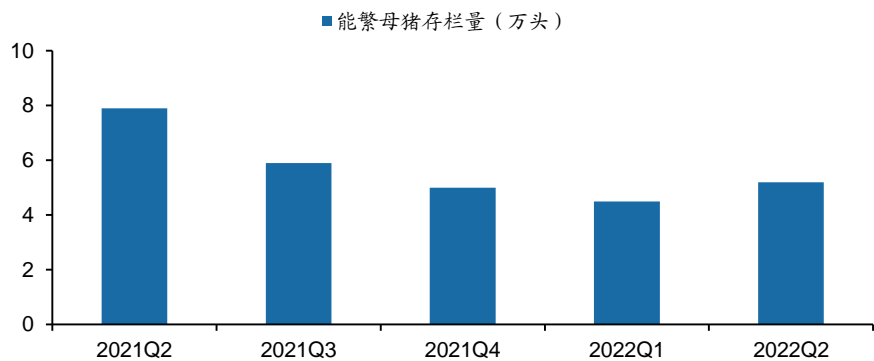
(二) 养殖成绩有望持续优化, 可转债募投加码生猪业务

公司种猪质量持续提升, 养殖成绩有望进一步优化。当前生猪养殖行业的高红利期已过, 而公司生猪业务尚处于发展阶段, 因此公司坚持以“控规模、提质量”为主要发展方略, 保持稳健经营。公司始终重视种猪质量, 2021年6月底三元杂能繁母猪存栏占比仅为5.5% (行业平均占比45%), 并于2021年三季度开始逐步淘汰低效产能, 补栏优质种猪。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3.2万头, 后备母猪2万头。同时, 公司着力于提升生产质量,

进一步提高合作放养猪场的考核标准，不断优化整体资产质量，生产成绩有望持续优化，养殖成本有望进一步下降。

公司持续加码生猪业务，稳步扩张养殖产能。2022年公司发行可转换债券，其中3个募投项目涉及生猪产业链，项目投资总额合计约6.83亿元，预计项目建成后可新增仔猪产能15万头、种猪产能1万头。2022年上半年公司控参股企业合计外销出栏生猪43.9万头，预计2022全年生猪外销量有望达到80-90万头。

图35: 2022Q2, 公司能繁母猪存栏量有所回升



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表7: 2022年, 公司发行可转债募投生猪项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	预计新增产能
阜新禾丰农牧有限公司年产 15 万头仔猪育繁推一体化项目	20000	17400	仔猪: 15 万头
凌源禾丰农牧有限公司 1 万头原种猪场项目	29300	25700	种猪: 1 万头
安徽禾丰食品有限责任公司年屠宰 100 万头生猪及 12 万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目	19000	14400	生猪屠宰: 100 万头 肉制品: 12 万吨
合计	68300	57500	-

数据来源: 公司可转债募集说明书、广发证券发展研究中心

表8: 截至2022H1, 公司目前主要生猪在建项目情况

项目名称	预算数 (万元)	工程进度
凌源禾丰-猪场建设	8500	95%
利辛翔丰-猪场建设	3000	100%
抚顺农牧-猪场建设	38030	93%
阜新农牧-生猪育繁推一体化项目	8800	98%
安徽禾丰-100 万头生猪屠宰项目	16200	55%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

我们假设：

1. 公司饲料业务竞争优势突出，东北区域龙头地位稳固，市场份额有望持续提升。预计2022-2024年饲料销量分别为436、518、610万吨；由于饲料行业定价机制接近成本加成定价，预计饲料板块毛利率基本平稳。
2. 公司肉禽养殖及屠宰规模保持稳步增长，随着白羽鸡价格明显回暖，肉禽板块盈利有望恢复改善，预计2022-2024年公司肉禽板块毛利率稳中有增。
3. 公司稳步推进生猪业务，出栏规模持续增长。

综上所述，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为5.18、7.41、11.56亿元，对应EPS分别为0.57、0.81、1.26元/股。参考可比公司估值，综合考虑公司竞争优势，维持合理价值13.65元/股的判断不变，对应23年17倍PE，给予“买入”评级。

表9：公司营收拆分情况

	2021	2022E	2023E	2024E
饲料				
收入（百万元）	15357.4	14402.1	17275.2	20526.6
成本（百万元）	13910.1	12942.5	15512.8	18385.0
毛利率（%）	9.4%	10.1%	10.2%	10.4%
原料贸易				
收入（百万元）	3676.5	3473.9	3647.6	3757.0
成本（百万元）	3492.6	3335.0	3501.7	3644.3
毛利率（%）	5.0%	4.0%	4.0%	3.0%
禽产业化				
收入（百万元）	8254.9	8129.9	8536.4	8963.2
成本（百万元）	8202.6	7886.0	8109.6	8246.1
毛利率（%）	0.6%	3.0%	5.0%	8.0%
生猪业务				
收入（百万元）	1487.9	1125.8	1294.6	1553.6
成本（百万元）	1725.8	1035.7	1100.4	1165.2
毛利率（%）	-16.0%	8.0%	15.0%	25.0%
合计				
收入（百万元）	29468.9	27131.7	30753.8	34800.4
yoy（%）	23.7%	-7.9%	13.4%	13.2%
成本（百万元）	27900.3	25199.2	28224.5	31440.7
毛利率（%）	5.3%	7.1%	8.2%	9.7%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表10: 可比公司盈利预测与估值 (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	15.66	-0.08	1.35	-	11.6
002385.SZ	大北农	8.86	0.05	0.44	165.0	20.2
平均					-	15.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

六、风险提示

农产品价格波动风险: 饲料原材料价格上涨超预期, 饲料业务及畜禽养殖面临成本上行风险, 导致公司盈利不达预期。

疫病风险: 鸡病、非洲猪瘟等动物疫病发生, 畜禽养殖业务面临经营效益下滑风险。

畜禽价格波动风险: 畜禽价格波动性对养殖业务的业绩产生较大影响, 若畜禽价格超预期下跌且持续时间长, 导致公司盈利不达预期。

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
流动资产	4,790	5,374	5,287	5,736	6,177	经营活动现金流	766	299	1,397	1,232	1,732
货币资金	1,198	1,234	1,800	1,900	2,000	净利润	1,358	25	551	806	1,285
应收及预付	829	1,173	848	915	949	折旧摊销	363	455	412	448	484
存货	2,474	2,691	2,347	2,629	2,929	营运资金变动	-722	-468	425	-129	-153
其他流动资产	290	276	292	292	299	其它	-233	288	9	107	117
非流动资产	6,856	7,474	7,692	8,144	8,761	投资活动现金流	-1,506	-1,051	-498	-865	-1,066
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	3,121	2,974	2,790	投资变动	-280	29	-300	-300	-300
在建工程	323	602	802	1,102	1,602	其他	117	7	150	50	50
无形资产	292	317	317	317	317	筹资活动现金流	419	765	-332	-267	-566
其他长期资产	957	989	818	818	818	银行借款	514	1,182	-331	122	8
资产总计	11,647	12,848	12,979	13,880	14,938	股权融资	208	118	0	0	0
流动负债	3,110	3,979	3,634	4,004	4,235	其他	-303	-535	-1	-388	-574
短期借款	1,111	1,546	1,215	1,337	1,344	现金净增加额	-321	13	566	100	100
应付及预收	1,088	1,311	1,292	1,452	1,580	期初现金余额	1,508	1,186	1,234	1,800	1,900
其他流动负债	911	1,122	1,126	1,215	1,310	期末现金余额	1,186	1,198	1,800	1,900	2,000
非流动负债	635	1,356	1,356	1,356	1,356						
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						
负债合计	3,745	5,335	4,990	5,360	5,591						
股本	922	922	916	916	916						
资本公积	888	878	884	884	884						
留存收益	4,990	4,906	5,332	5,799	6,497						
归属母公司股东权益	6,752	6,464	6,908	7,374	8,072						
少数股东权益	1,149	1,048	1,081	1,146	1,274						
负债和股东权益	11,647	12,848	12,979	13,880	14,938						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23,818	29,469	27,132	30,754	34,800
营业成本	21,684	27,900	25,199	28,224	31,441
营业税金及附加	31	41	38	42	49
销售费用	465	570	543	615	696
管理费用	310	418	543	615	696
研发费用	84	97	100	114	129
财务费用	65	101	102	95	96
资产减值损失	35	27	23	29	35
公允价值变动收益	-1	2	0	0	0
投资净收益	363	-80	150	50	50
营业利润	1,525	208	753	1,089	1,729
营业外收支	-16	-32	-18	-15	-16
利润总额	1,509	176	735	1,074	1,713
所得税	152	152	184	269	428
净利润	1,358	25	551	806	1,285
少数股东损益	122	-94	33	64	128
归属母公司净利润	1,235	119	518	741	1,156
EBITDA	1,607	896	1,120	1,591	2,274
EPS (元)	1.34	0.13	0.57	0.81	1.26

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	33.9%	23.7%	-7.9%	13.4%	13.2%
营业利润增长	-4.3%	-86.4%	262.6%	44.7%	58.7%
归母净利润增长	3.0%	-90.4%	337.1%	43.0%	56.0%
获利能力					
毛利率	9.0%	5.3%	7.1%	8.2%	9.7%
净利率	5.7%	0.1%	2.0%	2.6%	3.7%
ROE	18.3%	1.8%	7.5%	10.1%	14.3%
ROIC	13.2%	0.7%	5.9%	8.9%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	32.2%	41.5%	38.4%	38.6%	37.4%
净负债比率	15.5%	23.2%	21.9%	21.4%	19.9%
流动比率	1.54	1.35	1.46	1.43	1.46
速动比率	0.63	0.55	0.72	0.68	0.68
营运能力					
总资产周转率	2.29	2.41	2.10	2.29	2.42
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
每股指标 (元)					
每股收益	1.34	0.13	0.57	0.81	1.26
每股经营现金流	0.83	0.32	1.52	1.34	1.89
每股净资产	7.32	7.01	7.54	8.05	8.81
估值比率					
P/E	8.82	79.65	19.27	13.47	8.64
P/B	1.61	1.46	1.45	1.35	1.24
EV/EBITDA	7.16	12.49	9.84	6.95	4.82

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。