

周期启明，成长提速

禾丰股份深度报告

核心观点

- **禾丰股份已发展成为拥有饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖三大核心业务的大型农牧企业。**公司创立于 1995 年，以饲料业务起家。2006 年，公司与荷兰最大的饲料企业之一的德赫斯集团（De Heus）合资。2008 年公司启动肉鸡产业化业务。2016 年生猪业务起步，并于 2018 年确定为公司战略性业务。
- **饲料是公司的第一主业，关注后周期配置机会。**公司综合多方资源，坚持饲料研发创新、努力提升采购能力，扩大饲料产能、进一步挖掘市场、提升规模场占比，从“美式配方”向“欧式配方”转型，从“东北的饲料企业”向“全国的饲料企业”转型。未来，随下游养殖行情恢复，饲料销量有望在 23 年得到明显好转，叠加原材料价格下跌，公司饲料业务获得利润修复空间。
- **白鸡周期见底。**公司白羽肉鸡业务已经形成养殖、加工、深加工三大事业群，一条龙产业链。2021 年年屠宰能力达到 9 亿羽，是目前行业中的最大的白羽肉鸡综合屠宰企业。由于禽产业板块参股公司较多，目前各环节并没有完全匹配，以控参股合计产量计算，目前公司种鸡端与养殖端的产能配比约为 50%，养殖端与屠宰端的产能配比或提升至 94.5%。短期来看，白鸡父母代拐点临近，下半年供应预计偏紧。由于父母代鸡苗价格相对低迷，父母代存栏继续向下调整，我们对 Q4 毛鸡价格保持乐观。长期来看，北美禽流感影响引种，预计 24 年行业进入高景气。
- **生猪养殖利润回升。**公司生猪业务拥有“祖代育种-父母代扩繁-商品代养殖-生猪屠宰”完整的产业链条。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，并力争在未来一至两年内将成本管控能力提升至行业一流水平。今年 4 月中旬以来猪价呈现持续上涨，从低点约 12 元/公斤上涨至 22 元/公斤，猪价回升带动养殖利润回归至盈亏平衡点以上，对公司利润做出正向贡献。

盈利预测与投资建议

- 我们预计 22-24 年公司实现归母净利润 5.57、10.63、15.11 亿元（原预测 5.48、10.72、15.05 亿元），同比分别+369.7%、+90.9%、+42.1%。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 6.97 亿元、禽产业利润 3.66 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 10x、16xPE，目标价 14.00 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	29,932	33,743	37,865
同比增长(%)	33.9%	23.7%	1.6%	12.7%	12.2%
营业利润(百万元)	1,525	208	706	1,360	1,814
同比增长(%)	-4.3%	-86.4%	239.9%	92.7%	33.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,235	119	557	1,063	1,511
同比增长(%)	3.0%	-90.4%	369.7%	90.9%	42.1%
每股收益(元)	1.35	0.13	0.61	1.16	1.65
毛利率(%)	9.0%	5.3%	6.3%	7.6%	8.4%
净利率(%)	5.2%	0.4%	1.9%	3.2%	4.0%
净资产收益率(%)	19.8%	1.8%	8.1%	13.7%	16.8%
市盈率	7.3	75.9	16.2	8.5	6.0
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09月09日）	10.39 元
目标价格	14.00 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）	9,520
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 09 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-6.22	3.05	24.58	9.4
相对表现	-5.76	6.26	36.04	34.11
沪深 300	-0.46	-3.21	-11.46	-24.71



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

后周期将发力，三业务或共振：禾丰股份 2022-08-16
2022 年中报点评
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 2022-07-15
主业短期波折，静待经营拐点：禾丰股份 2021 年报和 2022 一季报点评 2022-04-29

目录

禾丰股份：禾养六畜，丰飧九州.....	5
饲料业务起家，全产业链拓展.....	5
股权结构稳定，控制人经验丰富.....	6
饲料：东北区域龙头，迈向全国一流.....	7
研发更迭，不忘初心.....	8
严控成本，提升盈利.....	9
产能提升，区域拓展.....	11
猪价反转，关注后周期配置.....	12
禽产业：综合屠宰龙头，享受景气周期.....	14
屠宰产能领跑，养殖成绩卓越.....	14
行业引种受限，白鸡拐点已至.....	17
猪产业：猪价反转向上，业务稳中精进.....	19
盈利预测与投资建议.....	20
盈利预测.....	20
投资建议.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2022H 公司营业收入 137.87 亿元, 同比增长 1.05%.....	5
图 3: 2022H 公司归母净利润 0.47 亿元, 同比下降 81.44%.....	5
图 4: 饲料板块是公司营业收入的主要来源 (2021A)	6
图 5: 公司分业务毛利率	6
图 6: 公司实际控制人金卫东控制公司 44.56% 的股权 (截至 2022 年 9 月 9 日)	6
图 7: 2021 年饲料收入 153.57 亿元, 同比增加 26.81%.....	7
图 8: 2022H 饲料外销量 178.6 万吨, 同比下滑 12.89%.....	7
图 9: 公司分品种饲料销量.....	8
图 10: 2021 年公司研发人员 249 人, 占总人数 3.18%	8
图 11: 2021 年研发费用 0.97 亿, 同比增加 16.48%.....	8
图 12: 公司玉米采购均价低于行业现货水平.....	10
图 13: 2021 年饲料单吨成本 3211.73 元/吨, 同比增加 14%.....	10
图 14: 豆粕价格从今年高点大幅下降.....	10
图 15: 玉米价格仍维持高位震荡.....	10
图 16: 2021 年公司产能 725.3 万吨, 产能利用率 71.17%	11
图 17: 公司直销料占比逐年提升.....	12
图 18: 2021 年东北地区营收占比达 51%	12
图 19: 禾丰 6M 管理服务方案.....	12
图 20: 2022 年 1-7 月全国饲料总产量同比减少 4.7%.....	13
图 21: 4-7 月全国猪料产量同比大幅下降.....	13
图 22: 2022 年 4 月中旬以来猪价持续上涨.....	13
图 23: 能繁母猪存栏量是判断未来 10 个月生猪供应和价格的领先指标	13
图 24: 公司肉禽产业链	14
图 25: 2021 年白羽肉鸡产业链综合屠宰企业屠宰量情况	14
图 26: 公司各环节产量匹配情况 (2021A)	15
图 27: 公司养殖与屠宰的配套程度不断提升.....	15
图 28: 公司归母净利润与白羽肉鸡各环节利润关系	15
图 29: 公司出栏均重高于行业	15
图 30: 公司欧洲效益指数高于行业	15
图 31: 公司屠宰产能持续增加	16
图 32: 公司鸡肉分割品增速有所回落.....	16
图 33: 公司肉鸡分割品的主要客户	16
图 34: 2021 年公司控参股合计生产调理品及熟食 2.8 万吨	17

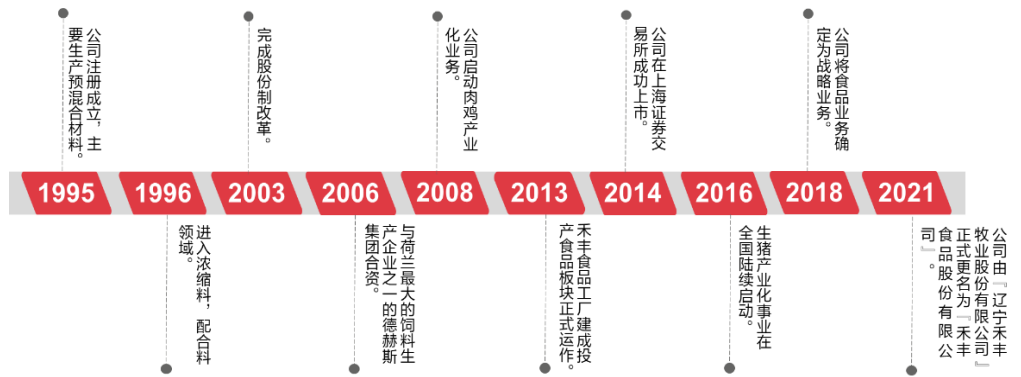
图 35: 2021 年公司控参股合计出口熟食 0.35 万吨.....	17
图 36: 3 月下旬开始白羽肉鸡产品价格稳步上升	17
图 37: 8 月最后一周父母代鸡苗价格 26.24 元/套.....	18
图 38: 8 月最后一周商品代鸡苗价格 2.58 元/只.....	18
图 39: 父母代鸡苗销量领先 3Q 商品代鸡苗销量	19
图 40: 7 月全国祖代更新数量 2.2 万套, 同比减少 39.7%	19
图 41: 公司形成完整以种猪场为核心的生猪产业链	19
图 42: 公司生猪养殖项目覆盖多个省份	19
图 43: 2022H 公司参控股企业合计外销生猪 43.9 万头	20
图 44: 2021 年生猪收入 14.88 亿元, 毛利率-16%	20
表 1: 公司创始人及主要管理人员介绍	7
表 2: 公司推出新一代教槽料	9
表 3: 饲料美式配方与欧式配方差异.....	9
表 4: 公司饲料业务新建产能情况	11
表 5: 2022 年 1-8 月白羽肉鸡各环节盈利情况 (单位: 元/羽)	18
表 6: 公司生猪业务新建产能情况	20
表 7: 可比公司估值表 (2022 年 9 月 9 日)	22
表 8: 分部估值表 (2023E)	22

禾丰股份：禾养六畜，丰饷九州

饲料业务起家，全产业链拓展

禾丰食品股份有限公司创立于 1995 年，以饲料业务起家，现已发展成为拥有饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖三大核心业务的大型农牧企业。公司成立之初主要生产预混料，后逐步进入浓缩料、配合料领域。2006 年，公司与荷兰最大的饲料企业之一的德赫斯集团（De Heus）合资，增强公司饲料研发能力、丰富管理经验、打开国际化道路。2008 年公司启动肉鸡产业化业务，至今形成“父母代种鸡-商品代养殖-屠宰-深加工”的完整产业链。2016 年生猪业务起步，并于 2018 年确定为公司战略性业务。

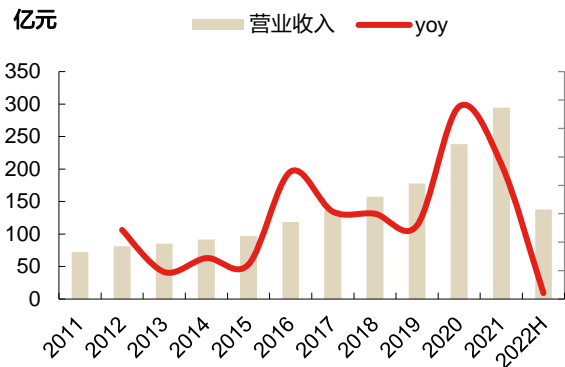
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网、东方证券研究所

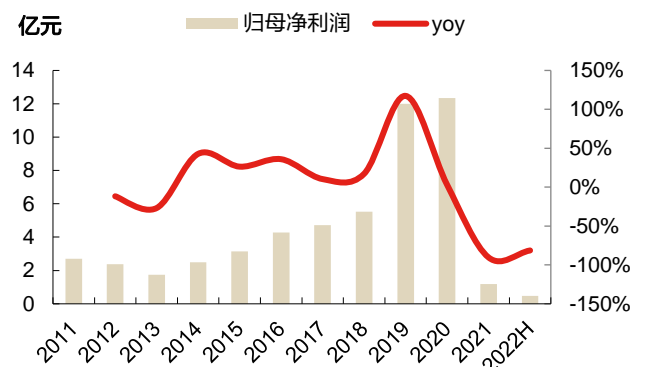
自 2014 年上市以来到 2020 年，公司已连续 7 年实现营业收入、归母净利润双增长，复合增长率分别达到 16%、32%。2021 年至今养殖行业景气度低迷，但公司通过收敛费用、加强资本管理等手段仍然实现了盈利。2021 年公司实现营业收入 294.69 亿元，同比增长 23.73%，归母净利润 1.19 亿元，同比下降 90.40%。2022 年上半年公司实现营业收入 137.87 亿元，同比增加 1.05%，归母净利润 0.47 亿元，同比下降 81.44%。

图 2：2022H 公司营业收入 137.87 亿元，同比增长 1.05%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：2022H 公司归母净利润 0.47 亿元，同比下降 81.44%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

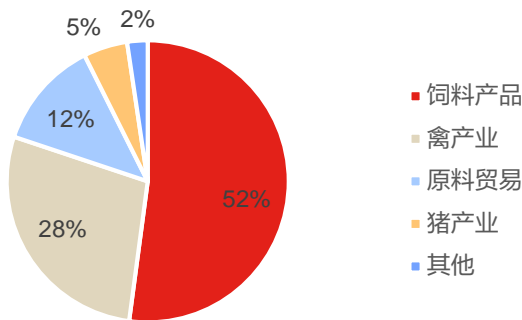
分业务看，饲料及原料贸易是公司的第一主业，也是公司营业收入的主要来源。2021 年公司饲料板块总收入 190.34 亿元，占总营业收入的 64.59%，其中饲料产业收入 153.57 亿元，同比增长 26.81%，占总营业收入 52.11%，原料贸易收入 36.77 亿元，同比增加 16.68%，占比 12.48%。

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。

肉禽、生猪业务则通过自建、控股或参股相结合的方式不断扩大规模，占营业收入的比例不断提高。2021 年禽产业收入 82.55 亿元，同比增长 15.14%，占比 28.01%；猪产业收入 14.88 亿元，同比增加 96.6%，占比 5.05%。

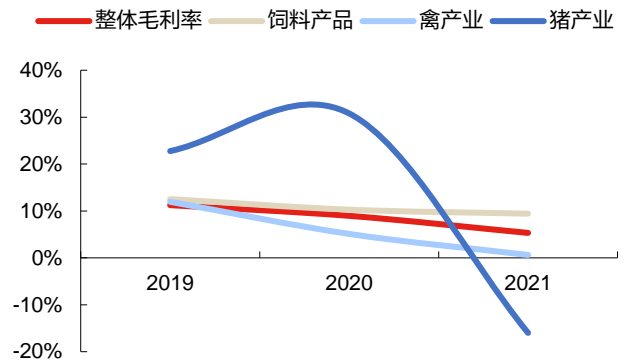
2021 年公司整体毛利率 5.32%，同比下降 3.64pct。其中，受原材料价格上涨影响，饲料毛利率略有下滑。禽产业、猪产业受猪鸡价格影响，毛利率波动大，2021 年禽产业毛利率仅 0.63%，猪产业毛利率下降至-15.99%。

图 4：饲料板块是公司营业收入的主要来源（2021A）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：公司分业务毛利率



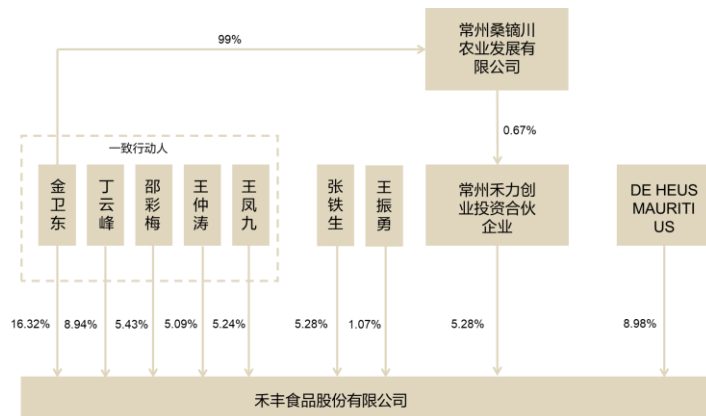
数据来源：公司公告、东方证券研究所

股权结构稳定，控制人经验丰富

公司实际控制人金卫东先生通过直接持有、间接持有和一致行动人共控制公司 44.56% 的股权。海外战略合作伙伴 De Heus 作为第二大股东，持股 8.93%。

成立于上世界 90 年代的禾丰股份，七人创始团队中拥有一名博士、四名硕士、两名学士。董事长金卫东先生本科毕业于沈阳农业大学兽医专业，硕士毕业于吉林大学（原解放军兽医大学）生理生化专业，研究生毕业后留校工作两年，后于 1991 年下海经商，加入中国第一家饲料外资企业深圳正大康地公司，并成为当时深圳正大康地的销售冠军，1995 年创业，任禾丰牧业董事长。现任总裁邱嘉辉先生同样毕业于沈阳农业大学兽医专业，加入禾丰后先从饲料部门基层做起，后成为集团肉禽事业的开拓者，利用 10 余年时间带领团队实现禾丰肉禽事业从无到有、腾飞发展。

图 6：公司实际控制人金卫东控制公司 44.56% 的股权（截至 2022 年 9 月 9 日）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

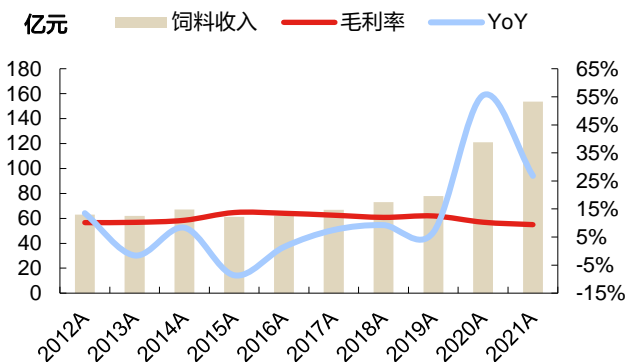
表 1：公司创始人及主要管理人员介绍

姓名	毕业院校	过往经历
金卫东	沈阳农业大学兽医专业本科；吉林大学（原解放军兽医大学）生理生化专业硕士	禾丰股份核心创始人，董事长
丁云峰	畜牧学学士	禾丰股份创始人之一，前任总裁
王凤久	中国农科院动物营养与饲料科学硕士	禾丰股份创始人之一，副总裁
邵彩梅	南京农业大学动物生理生化学博士	禾丰股份创始人之一，首席技术官
王仲涛	沈阳农业大学畜牧专业学士	禾丰股份创始人之一，监事长
张铁生	畜牧学学士	禾丰股份创始人之一
高俊松	动物营养硕士	禾丰股份创始人之一
邱嘉辉	沈阳农业大学兽医专业学士	2000 年加盟禾丰，禾丰肉禽产业化事业的开拓者，现任总裁
王学强	沈阳农业大学畜牧专业学士	1995 年加盟禾丰，禾丰饲料业务管理体系建设的重要贡献者之一，副总裁
郇国	沈阳农业大学管理学硕士	1996 年加盟禾丰，禾丰龙吉区事业发展的革新者，副总裁
张文良	东北大学质量成本管理硕士	1996 年加盟禾丰，首席财务官
赵鑫	沈阳农业大学经济学学士	1995 年加盟禾丰，董事会秘书，首席人力资源官

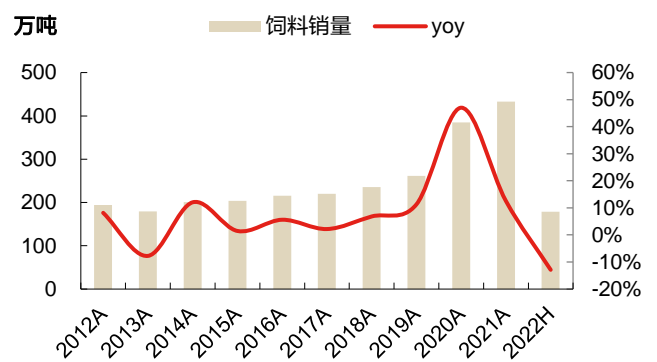
数据来源：公司公告、东方证券研究所

饲料：东北区域龙头，迈向全国一流

饲料业务一直是公司的第一主业。2021 年公司饲料业务收入 153.57 亿元，同比增加 26.81%，毛利率 9.42%。公司控参股企业合计饲料总产量 803 万吨，同比增长 15.04%，其中合并范围内企业饲料外销量 433.1 万吨，同比增长 12.54%。2022 年上半年，受东北地区生猪产能去化严重影响，公司合并范围内企业饲料外销量 178.6 万吨，同比下滑 12.89%。

图 7：2021 年饲料收入 153.57 亿元，同比增加 26.81%


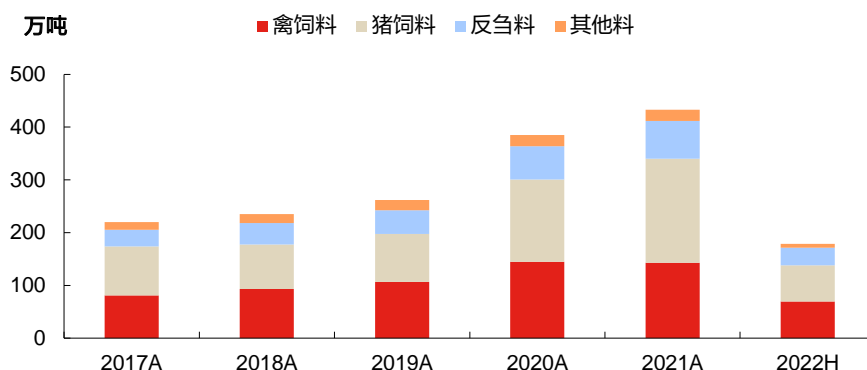
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：2022H 饲料外销量 178.6 万吨，同比下滑 12.89%


数据来源：公司公告、东方证券研究所

分品种看，2022 年上半年猪饲料外销量 68.7 万吨，占比 38.5%，同比减少 27.7%；禽饲料外销 69.4 万吨，占比 38.5%，同比减少 0.2%；反刍料外销 33.1 万吨，占比 18.5%，同比增加 0.3%；其他料外销 7.4 万吨，占比 4.2%，同比减少 0.9%。

图 9：公司分品种饲料销量

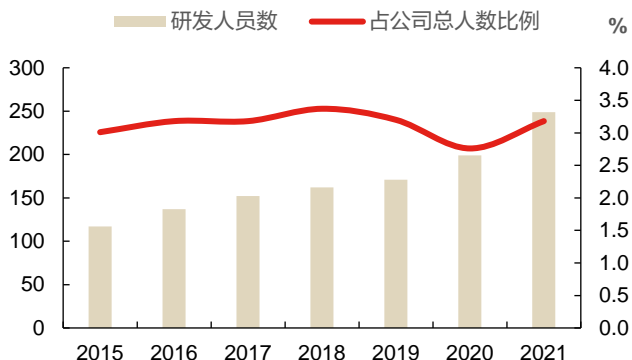


数据来源：公司公告、东方证券研究所

研发更迭，不忘初心

公司综合多方资源，始终坚持饲料的研发创新。公司拥有专业的研发团队，2021 年公司研发人员 249 人，占公司总人数的 3.18%。其中，博士研究生 20 人，占比 8%，硕士研究生 108 人，占比 43%。除自身培养的优秀研发团队外，公司与荷兰皇家 De Heus 公司、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、安徽农业大学等展开多方面深度合作。2021 年研发费用 0.97 亿，同比增加 16.48%。

图 10：2021 年公司研发人员 249 人，占总人数 3.18%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 11：2021 年研发费用 0.97 亿，同比增加 16.48%



数据来源：公司公告、东方证券研究所



新产品

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。

乳博士：专为出生后 7 天至断奶后两周仔猪设计的粉+粒型教槽料产品。使用大量乳制品，选择优质的动物蛋白原料以及预处理或预消化植物原料，充分降低饲料中的抗营养因子水平，适口性好。采用平衡氨基酸的配方设计理念，额外补充猪的限制性氨基酸，提高粗蛋白消化率，降低仔猪腹泻。优选适合断奶仔猪的纤维原料搭配以及酸化剂、植物提取物和功能性酶制剂等多种抗生素替代品，形成有效的无抗方案，最大限度地促进仔猪胃肠道发育。关注维生素和微量元素营养，添加免疫营养添加剂，提高仔猪机体抗病和抗应激能力，促进生长。使用乳博士平均日增重在 280-320g/天，体重达到 11-12kg 后，过渡到优质保育饲料。

益菌多：专为体重 50kg 以上仔猪设计的产品。使用玉米、糙米掺混物、豆粕和各种谷物加工副产品外，还选用气味好、消化率高的发酵饲料，从而引入大量有益微生物及其代谢产物，提高适口性和采食量。同样采用理想蛋白平衡氨基酸的配方设计理念，最大程度满足仔猪蛋白沉积的需求，提高粗蛋白消化吸收率，减少氮排泄。添加高水平维生素 A、维生素 E 等关键维生素，提高仔猪抗病和抗应激能力，提高生产性能。使用益菌多，平均日增重可达 1050-1150g/天，料重比约 2.5-2.6。

表 2：公司推出新一代教槽料

产品	适用对象	原料	设计理念	效果
	出生后 7 天至断奶后两周仔猪	大量乳制品，优质的动物蛋白原料以及预处理或预消化植物原料	平衡氨基酸、无抗、关注维生素和微量元素营养	日增重在 280-320g/天
	体重 50kg 以上仔猪	玉米、糙米掺混物、豆粕和各种谷物加工副产品，气味好、消化率高的发酵饲料		平均日增重可达 1050-1150g/天，料重比约 2.5-2.6

数据来源：饲料行业网、东方证券研究所

➤ 新配方

公司地处东北，独特的客户结构、市场需求、原材料供给决定了公司原来以玉米和豆粕为主的美式配方体系。随着未来向东三省以外市场不断推进，公司配方体系也将逐渐转向更具多样性的欧式低蛋白日粮体系。公司建有不断更新迭代的原料动态数据库并共享荷兰合作伙伴的数据资源，拥有精准母猪和生长猪体系净能数据库、氨基酸数据库、粗纤维数据库、脂肪酸数据库等，按照生产性能和采食量精准配制动物饲粮，解决了采用低蛋白日粮可能导致的育肥猪背膘增厚、猪采食量下降等问题，同时获得最低成本配方，达到最佳性价比。2021 年公司参与农业部主导的《饲料原料目录》修订，承担辽宁省重大专项《饲料质量安全控制及低蛋白饲料》，参与制定国家猪、禽低蛋白日粮团体标准，成为玉米豆粕减量替代模范带动企业。

表 3：饲料美式配方与欧式配方差异

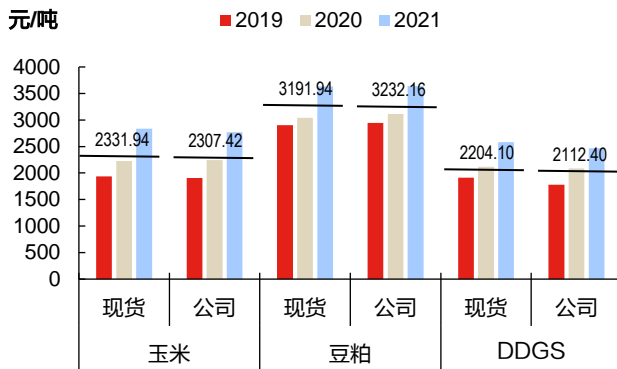
	美式配方	欧式配方
原料	猪料配方以玉米、豆粕为主	以大麦、小麦和燕麦为主
配方设计	以赖氨酸水平来做配方；	以净能水平来做配方；
抗生素使用	教保料中有抗生素，其它阶段不加抗生素	不允许使用抗生素

数据来源：饲料信息网、东方证券研究所

严控成本，提升盈利

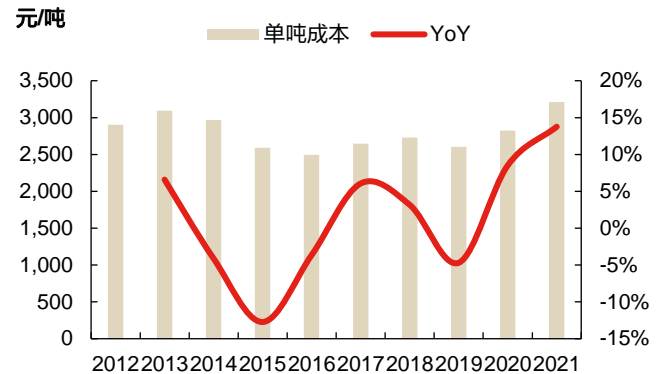
东北是我国最大的粮食产区，玉米质优量大、深加工行业发达，可用于饲料原料的粮食及其副产品种类丰富、性价比高、物流便捷。公司地处东北，在玉米采购方面拥有天然的成本优势，但在豆粕采购上始终有一定压力。2021 年，原材料价格大幅上涨，也使得公司成本进一步承压。2021 年公司饲料单吨成本 3211.73 元/吨，同比增加 14%。

图 12：公司玉米采购均价低于行业现货水平



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 13：2021 年饲料单吨成本 3211.73 元/吨，同比增加 14%



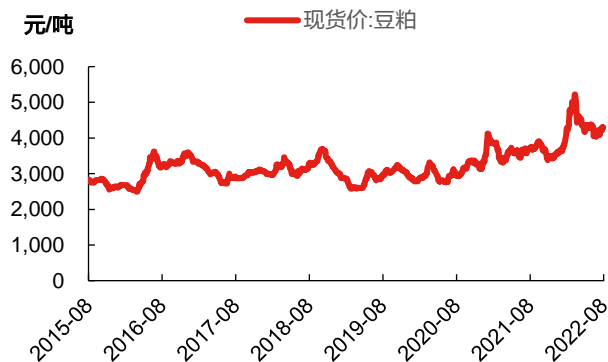
数据来源：公司公告、东方证券研究所

为提升采购能力，公司在采购系统的团队建设、采购模式、业务管理规范、技采联动方面采取了大量完善措施：

- 团队建设：公司采购团队不断注入年轻、高学历且具有丰富从业经验的新鲜血液，细化原料品种研究，提升行情研判能力。
- 采购模式：公司持续提高采购集中度，部分地区已实现从三级采购模式到二级采购模式的转变，加强集中决策，提高采购管理效率。
- 业务管理规范：公司完善原料供应链管理系统，根据市场变化灵活选择供应渠道，扩大供应商范围，全力保证供应安全。
- 技采联动：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。目前，公司在小麦、糙米等玉米替代物方面做了大量研发工作，推广使用全小麦或全糙米掺混物日粮，在保证饲料品质的前提下挖掘原料替代的更多可能性，最大限度平抑高价玉米对于饲料成本的压力。

展望未来，大宗原材料价格的维稳下跌给公司饲料业务带来修复空间。豆粕方面，2022 年 3 月底以来豆粕价格呈现明显回落。伴随美豆种植面积和优良率处于同期偏高水平，我们预计今年全球大豆产量将有所恢复，在增产背景下，未来豆粕价格中枢或进一步下移，进而改善公司饲料业务利润水平。玉米方面，受改种大豆、种植成本上升等因素影响，预计玉米价格仍将高位震荡。

图 14：豆粕价格从今年高点大幅下降



数据来源：中国汇易、东方证券研究所

图 15：玉米价格仍维持高位震荡



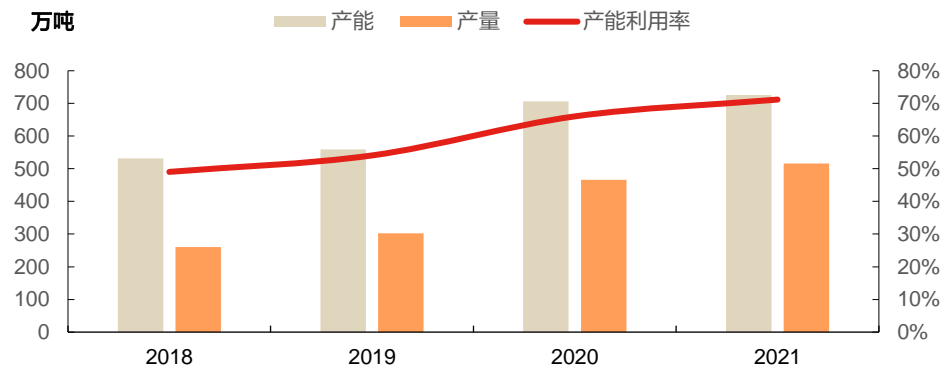
数据来源：中国汇易、东方证券研究所

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。

产能提升，区域拓展

2021 年公司产能 725.3 万吨，产量 516.2 万吨，产能利用率 71.17%，达到行业较高水平。未来饲料产能将进一步提升。2022 年公司通过发行可转债，总投资 2.93 亿元新建 3 个饲料项目，产能包括沈阳农大 30 万吨全价料、安徽禾丰 30 万吨猪饲料、15 万吨反刍饲料和黑龙江禾丰 10 万吨教保料。其中，黑龙江禾丰已经开工建设。截至 2022 年中，公司在建的海南禾丰、清源禾丰、黑龙江禾丰、公主岭反刍四个饲料项目工程进度分别达 95%、97%、17%、98%。

图 16：2021 年公司产能 725.3 万吨，产能利用率 71.17%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 4：公司饲料业务新建产能情况

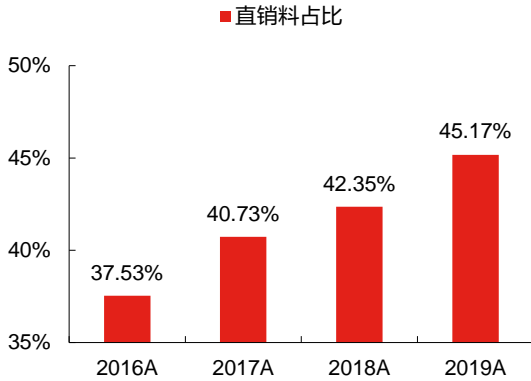
项目名称	产能	拟投入资金 (亿元)	工程进度	资金来源
海南禾丰	20 万吨饲料	0.72	95%	自筹
清源禾丰	40 万吨饲料	0.95	97%	自筹
黑龙江禾丰	10 万吨教保料	0.50	17%	可转债+自筹
公主岭反刍	反刍饲料	0.63	98%	自筹
沈阳农大	30 万吨全价饲料	1.03	建设期约 18 个月	可转债+自筹
安徽禾丰	30 万吨猪饲料 15 万吨反刍料	1.40	建设期约 24 个月	可转债+自筹

数据来源：公司公告、东方证券研究所

在扩产能的同时，公司进一步加大了市场开拓力度，升级了技术服务体系，根据区域特点，实行“直销”+“经销”并举的模式。

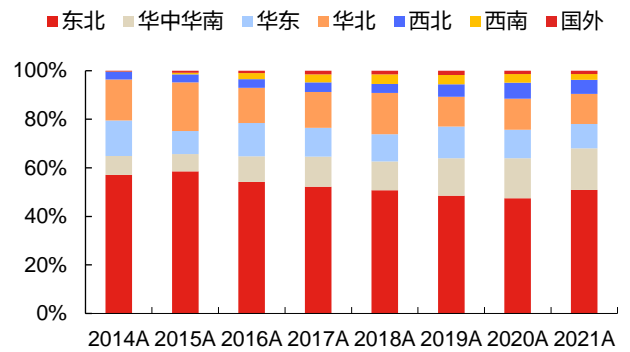
- 辽宁：辽宁地区是公司饲料业务的大本营，本身养殖体系以家庭农场和散养户为主。公司在辽宁地区的饲料业务本身以渠道经销为主，经过多年的经营，目前密集度高、渠道相对完善，未来旨在做好渠道的前提下，迎合规模场占比提升的趋势，重点开发规模场来提升销量。
- 黑龙江和吉林：公司在黑龙江和吉林地区的仍有较大的拓展空间。在国家政策扶持下，黑龙江规模场占比快速提升，成为主要的养殖群体。因此，公司抓住黑龙江地区以规模场为主的特点，推动直销模式，号召销售人员锚定目标客户，直接拜访规模场，以服务带动销售。
- 关内：公司将现有市场细分为华北、山东、华中、西部、华东五个区域，推行“管理下沉”模式的组织变革，针对不同区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，将东北的优势经营模式复制到相似的地区。

图 17：公司直销料占比逐年提升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

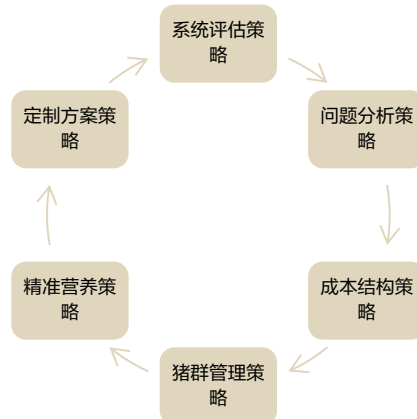
图 18：2021 年东北地区营收占比达 51%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

针对具体规模养殖场服务策略，公司推出“禾丰 6M 管理服务方案”，该方案包含系统评估策略、问题分析策略、成本结构策略、猪群管理策略、精准营养策略、定制方案策略六大降本增效策略，旨在将规模养殖场错综复杂的问题进行归纳分析排序，利用 73 个经营评价指标，全面覆盖养殖场 1123 个检核关键点，通过方案内 22 套精细管理工具，快速精准找出养殖场的核心关键问题，帮助客户制定行之有效之解决方案，助力猪场实现双增双降，即增加母猪年产胎次、增加窝均断奶仔猪数、降低全场死淘率、降低生长育肥猪料肉比。公司通过持续引进技术服务专家，扩大服务团队规模，整体服务能力不断增强，规模养殖场客户占比明显提升。

图 19：禾丰 6M 管理服务方案



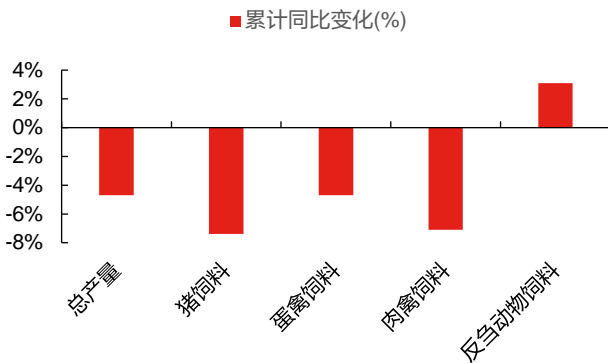
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2021 年公司进行组织架构调整，着手建立“技术研发院”、“行情研判院”、“市场研究院”三大研究机构。技术研发院着力于各品类饲料产品的配方及养殖技术的研发。行情研判院专注于产业及上下游行情的研判，尤其对于饲料原料价格变化趋势给予重点关注。市场研究院致力于市场格局、竞争对手及客户需求的分析研究。此外，公司在原有区域管理的基础上，又设立不同饲料品种营销事业线，横向的区域管理与纵向的事业线管理交叉合作，提升客户开发质量与速度。未来公司将进一步提升饲料业务的战略地位，集中资源，做大做强饲料业务，将公司从“东北的饲料企业”逐渐向“全国的饲料企业”转型。

猪价反转，关注后周期配置

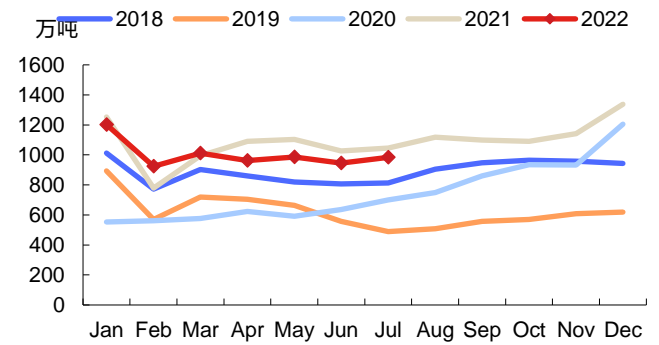
受下游养殖亏损和产能去化影响，2022 年至今饲料行业整体承压。1-7 月，全国饲料总产量 1.61 亿吨，同比减少 4.7%。其中，猪饲料产量 7014 万吨，同比减少 7.4%，蛋禽饲料 1792 万吨，同比减少 4.7%，肉禽饲料 4857 万吨，同比减少 7.1%，反刍饲料 841 万吨，同比增加 3.1%。单看猪料，4-7 月全国猪料产量同比下降 15.2%、14.6%、12.4%、11.1%。

图 20：2022 年 1-7 月全国饲料总产量同比减少 4.7%



数据来源：中国饲料工业协会、东方证券研究所

图 21：4-7 月全国猪料产量同比大幅下降



数据来源：中国饲料工业协会、东方证券研究所

今年 4 月中旬以来猪价呈现持续上涨，从低点约 12 元/公斤上涨至 22 元/公斤，当前猪价的实际上涨幅度和速度已超预期。能繁母猪存栏量是判断未来 10 个月生猪供应和价格的重要前置指标。本轮周期 2021 年 7 月能繁母猪环比首次出现下降，对应 2022 年 5 月生猪供应边际下降，当前猪价上涨与能繁前期变化基本吻合。虽然根据农业部数据，2021 年 7 月至 2022 年 4 月能繁母猪环比降幅合计仅 9.8%，但本次猪价上涨是在一年之中消费最差的淡季，这表明实际产能去化或超预期。由此判断后续供应依然偏紧，猪价仍处于反转上行通道内。

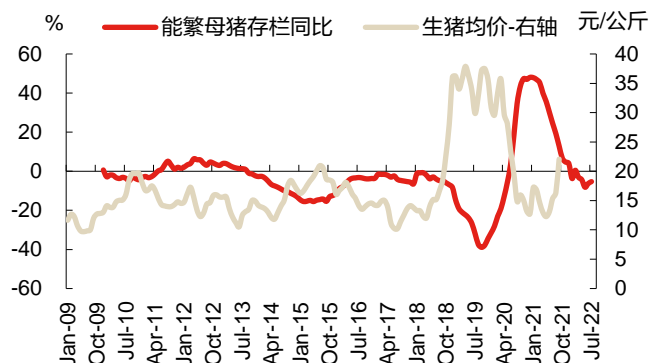
随着周期推进，猪价回升带动养殖利润回归至盈亏平衡点以上，推动行业补栏。根据农业部数据，5 月能繁母猪止跌，环比上升 0.4%，同比依然下降 8.15%。6 月能繁母猪环比+0.6%。往后推 10 个月，生猪存栏总量或在 23 年出现趋势性拐点，从而带动饲料销量在 23 年得到明显恢复。

图 22：2022 年 4 月中旬以来猪价持续上涨



数据来源：中国种猪信息网、东方证券研究所

图 23：能繁母猪存栏量是判断未来 10 个月生猪供应和价格的领先指标



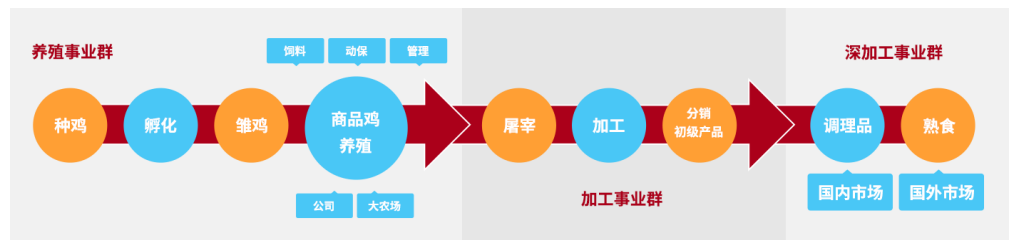
数据来源：中国种猪信息网、农业部、东方证券研究所

禽产业：综合屠宰龙头，享受景气周期

屠宰产能领跑，养殖成绩卓越

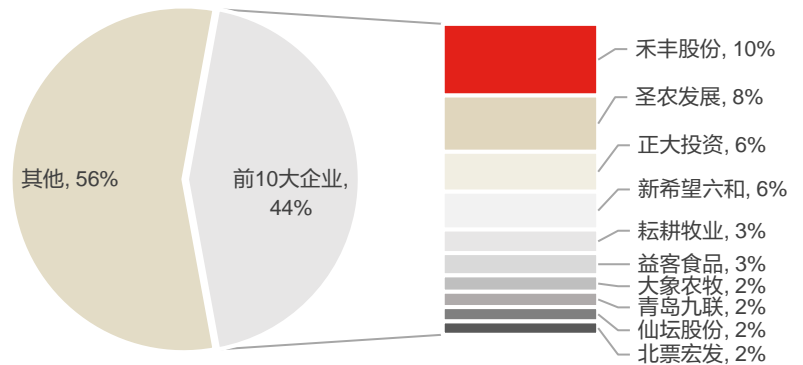
公司肉禽产业化板块主要以白羽肉鸡为主，已经形成养殖、加工、深加工三大事业群，一条龙的产业链涵盖肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工、调理品与熟食深加工等业务环节。2021年，公司整体屠宰规模已经达到近7亿羽，占全国白羽肉鸡屠宰量的10%左右，是国内规模最大的白羽肉鸡综合屠宰企业。

图 24：公司肉禽产业链



数据来源：公司官网、东方证券研究所

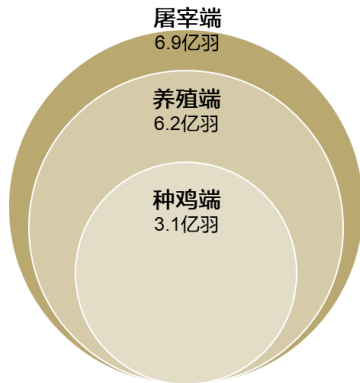
图 25：2021 年白羽肉鸡产业链综合屠宰企业屠宰量情况



数据来源：CBA、东方证券研究所

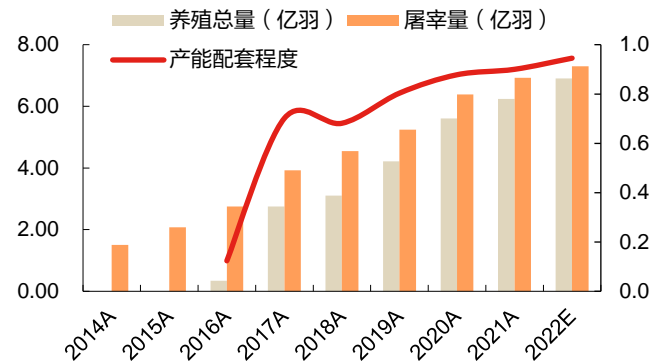
鸡苗供应仍有缺口，养殖屠宰配套日益完善。公司的白羽肉鸡产业链覆盖父母代种鸡养殖、孵化、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工、调理品与熟食深加工等业务环节，由于公司的禽产业板块参股公司较多，目前各环节并没有完全匹配，以控参股合计产量计算，目前公司种鸡端与养殖端的产能配比约为 50%，养殖端与屠宰端的产能配比约为 90%。近年来，公司不断提升养殖端和屠宰端的匹配程度吗，按照公司 2022 年的养殖和屠宰目标规划，养殖端和屠宰端的产能配比预计达到 94.5%。

图 26：公司各环节产量匹配情况（2021A）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

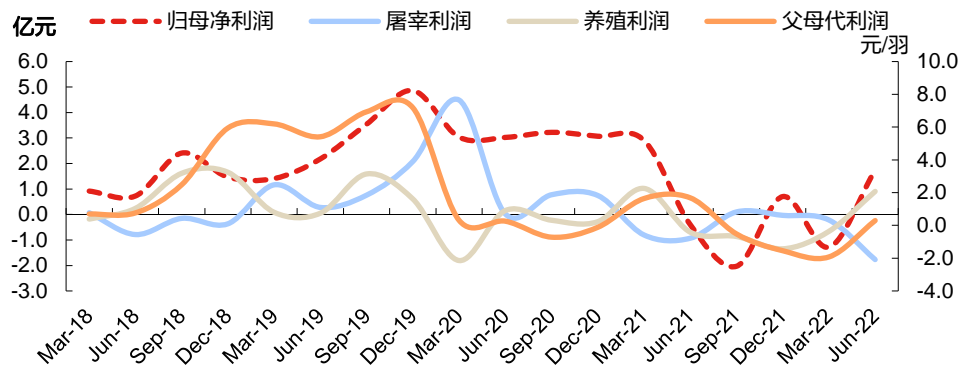
图 27：公司养殖与屠宰的配套程度不断提升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

利润逐步向养殖和屠宰集中，低苗价下更具优势。相对特殊的产业链使得肉禽产业板块利润集中在养殖和屠宰环节。50%的雏鸡外采使得公司在雏鸡供应充足、行业雏鸡价格偏低（父母代种鸡利润偏低）的时候，表现出盈利优势。

图 28：公司归母净利润与白羽肉鸡各环节利润关系



数据来源：公司公告、博亚和讯、东方证券研究所

饲养联动，养殖成绩卓越。依托公司饲料产业，公司的肉禽养殖具备明显的优势，养殖成绩领跑行业。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，综合表现远高于行业平均水平。

图 29：公司出栏均重高于行业

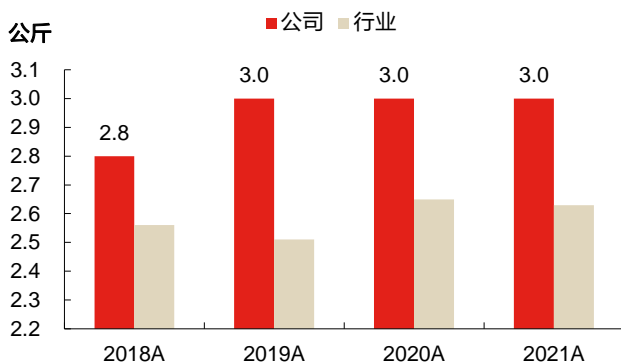
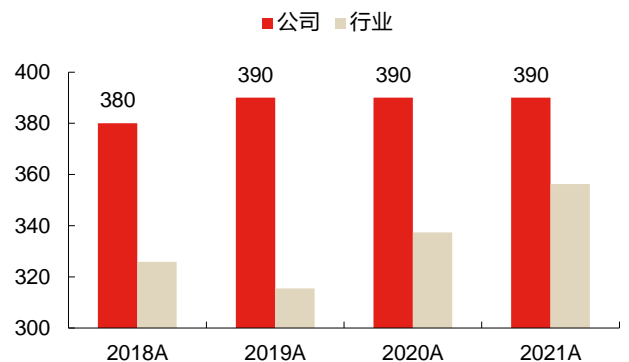


图 30：公司欧洲效益指数高于行业



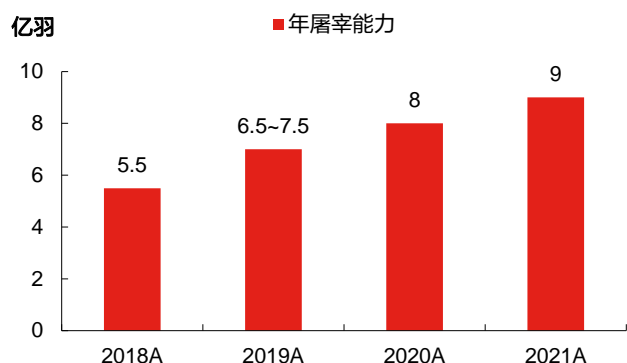
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告、农业部、东方证券研究所

数据来源：公司公告、农业部、东方证券研究所

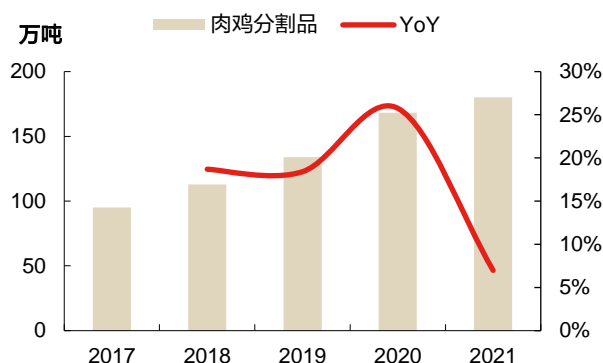
屠宰积淀已久，产能领跑行业。公司在肉禽屠宰行业中积淀已久，产能规模不断扩张，2021年公司年屠宰能力达到9亿羽，已是目前行业最大的白羽肉鸡综合屠宰企业。由于鸡肉价格较为低迷，公司于2021年下半年及时下调了生产计划，主动减缓了扩张速度，全年生产肉鸡分割品180万吨，同比增长7.0%，增速较过去3年有所下滑。在较大体量的产能支撑下，公司致力于短期效益与长远布局并重，没有满产的新项目集中资源迅速提升产销规模，力争以最快速度越过盈亏平衡点。

图 31：公司屠宰产能持续增加



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 32：公司鸡肉分割品增速有所回落



数据来源：公司公告、东方证券研究所

依托先进产线，把握优质渠道。依托国内先进的禽类自动化专业生产流水线，完善的质量保障体系与可追溯系统，公司不仅屠宰出成率和人均屠宰效率均位居行业前列，同时积累了一批优质客户，公司肉鸡分割品的主要客户有双汇集团、金锣集团、雨润集团、麦当劳、肯德基、吉野家、华莱士、地利生鲜、永辉超市、大润发超市以及各区域大型配餐公司、生鲜市场、食品加工厂等，同时出口蒙古、巴林、阿富汗等国家及我国香港、澳门等地区。

图 33：公司肉鸡分割品的主要客户

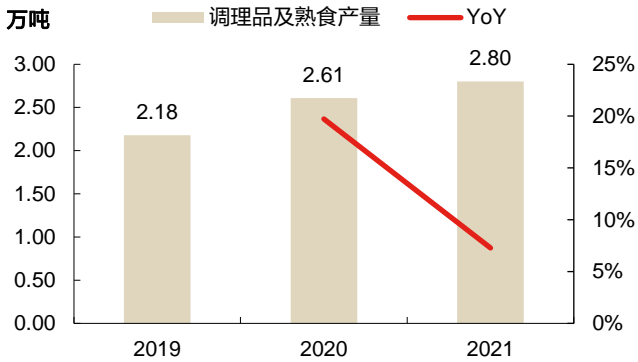


数据来源：公司公告、东方证券研究所

延伸产业链条，提升产品价值。随着公司屠宰规模初具，公司对肉禽产业的重心逐步从“扩规模”转移至“增效益”，而拓展深加工食品是极为重要的一环。依托公司相对完整的“一体化产业链”的优势，公司不断扩大食品品类，目前已经包括鸡肉、鸭肉、牛肉、猪肉等速冻肉制品和熟食制品，以及天然叶黄素鸡蛋等食品，拥有包括“禾丰”“荷风”“九丰”“华康”四个品牌。2021

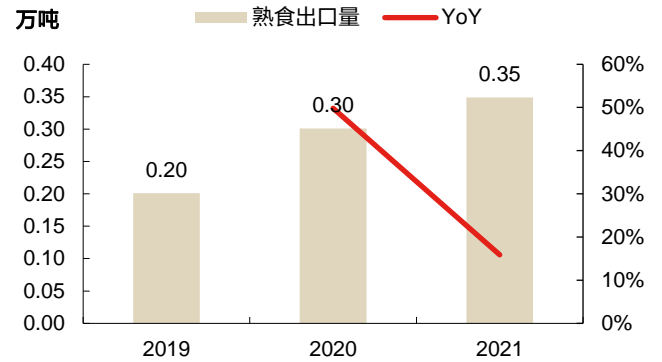
年，公司控参股企业合计生产调理品及熟食 2.8 万吨，同比增长 7.3%，其中熟食出口 3,488 吨，同比增长 15.9%。

图 34：2021 年公司控参股合计生产调理品及熟食 2.8 万吨



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 35：2021 年公司控参股合计出口熟食 0.35 万吨

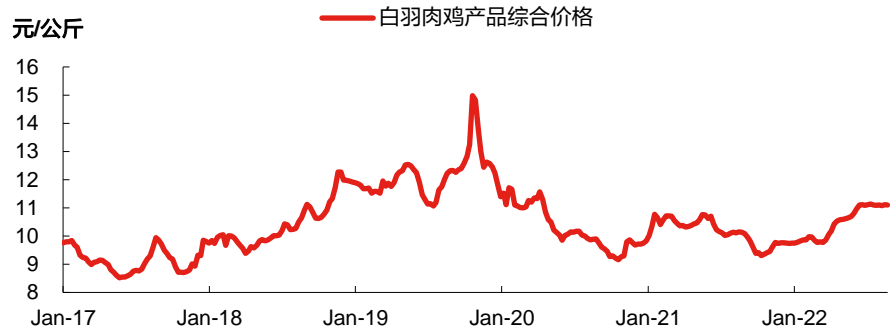


数据来源：公司公告、东方证券研究所

行业引种受限，白鸡拐点已至

鸡肉价格坚挺，鸡苗价格分化。3月下旬开始，鸡肉价格稳步上涨，6月末屠宰加工企业白羽肉鸡产品综合价格回到 11.11 元/公斤，同比上涨 8.7%，8月最后一周价格稳定在 11.10 元/公斤，在消费淡季表现依旧坚挺。鸡苗价格则有所分化，父母代环节自 5月中旬以来持续上升，6月末价格 22.44 元/套，同比下跌 68.0%，8月最后一周价格 26.24 元/套，同比跌幅收窄至 40.4%；商品代鸡苗价格经历 4~6月的高位后有所下跌，8月最后一周价格 2.58 元/只，环比 7月下跌 13.6%。

图 36：3月下旬开始白羽肉鸡产品价格稳步上升



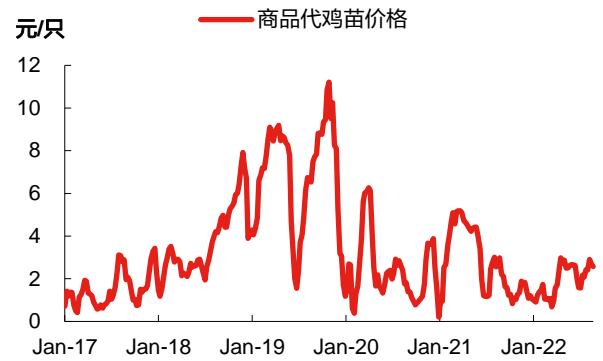
数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

图 37：8 月最后一周父母代鸡苗价格 26.24 元/套



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

图 38：8 月最后一周商品代鸡苗价格 2.58 元/只



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

毛鸡供应偏紧，利润向养殖环节集中。我们认为，当前价格反映出行业受到前期持续且长时间的低迷行情的影响，养殖主体的补栏积极性有所减弱；其次，行业的种鸡质量或出现了下降导致在产父母代生产能力下滑、毛鸡养殖存活率下降。从各环节利润分布可以看出，3月下旬开始的产业链价格恢复，对鸡苗端的利润提升有限，对养殖端的利润提升明显，屠宰环节的亏损则出现明显放大，反应出市场毛鸡相对紧俏，从而利润集中在养殖环节。

表 5：2022 年 1-8 月白羽肉鸡各环节盈利情况（单位：元/羽）

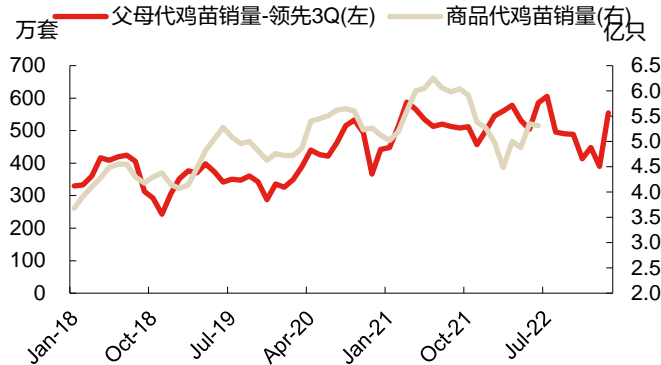
月度	父母代利润	孵化利润	养殖利润	屠宰利润
2022-01	-1.5	-0.4	0.0	-0.6
2022-02	-1.2	-0.2	-0.1	-0.1
2022-03	-1.7	-0.6	-0.9	0.0
2022-04	-0.4	0.5	2.2	-1.6
2022-05	0.0	0.2	2.0	-1.8
2022-06	-0.2	0.7	2.0	-1.9
2022-07	-0.8	-0.3	2.1	-1.6
2022-08	-0.1	0.3	2.3	-1.1

数据来源：博亚和讯、东方证券研究所

短期来看，父母代拐点临近，下半年供应预计偏紧。由于父母代鸡苗价格相对低迷，父母代存栏继续向下调整，2022年07月，全国父母代存栏6770.28万套，环比减少2.9%，同比减少9.5%，后备存栏2881.83万套，环比减少1.9%，同比减少4.7%；在产种鸡存栏3888.45万套，环比减少3.7%，同比减少12.69%。此外，父母代销量自21年11月起逐月回落至22年3月的390万套，按新开产种鸡对应三个季度后商品代鸡苗推算，9-10月开始鸡苗销量边际回落，叠加在产存栏降低，我们对Q4毛鸡价格保持乐观。

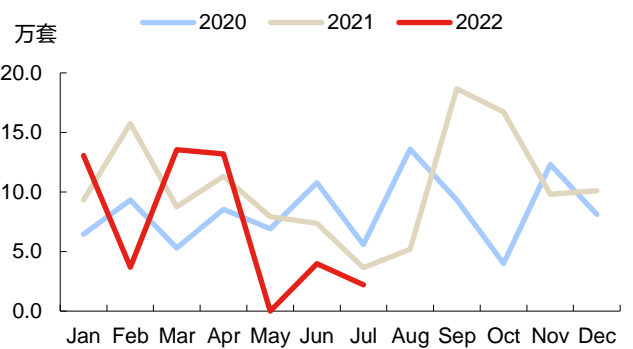
长期来看，北美禽流感影响引种，预计24年行业进入高景气。7月全国祖代更新数量2.2万套，同比减少39.7%，1-7月累计更新49.1万套，同比减少23.5%，因美国爆发禽流感，自美国引种中断。6-7月更新祖代为国内自繁。受更新数量减少影响，后备祖代存栏开始萎缩，2022年07月，全国祖代白羽肉种鸡存栏173.20万套，同比增加2.32%，后备存栏47.64万套，同比减少16.25%，在产存栏125.56万套，同比增加11.73%。

图 39：父母代鸡苗销量领先 3Q 商品代鸡苗销量



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

图 40：7 月全国祖代更新数量 2.2 万套，同比减少 39.7%



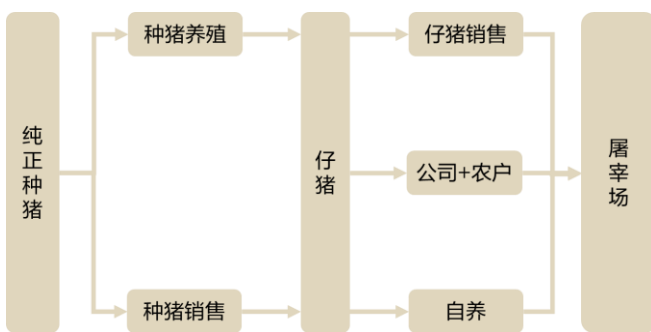
数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

从生长规律上来看，祖代更新量的减少将影响 1-2 年内商品代鸡供应量。产能的断档对价格将产生趋势性的影响。目前，由于北美禽流感疫情造成的引种受限已经显性化，虽然海关总署并未出台明确的进口禁令，但是美国已经不再签发相关疫情州的活禽出口检疫证书，而在近 2 个月美国确定性无法进口背景下，其他引种国也未能恢复向中国的供种能力，全年引种量下滑或成定局，行业有望在 23 年下半年至 24 年进入高景气。

猪产业：猪价反转向，业务稳中精进

公司 2016 年正式进入生猪养殖领域，发展初期以种猪场为核心，逐步向后端仔猪销售、自育肥、屠宰业务延伸，形成了“祖代育种-父母代扩繁-商品代养殖-生猪屠宰”完整的产业链条。2018 年起，生猪养殖被确立为公司的战略业务。目前，通过自建、合资等方式，公司在辽宁、吉林、黑龙江、河南、河北、安徽等全国多个区域布局有生猪养殖项目。

图 41：公司形成完整以种猪场为核心的生猪产业链



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 42：公司生猪养殖项目覆盖多个省份



数据来源：公司官网、东方证券研究所

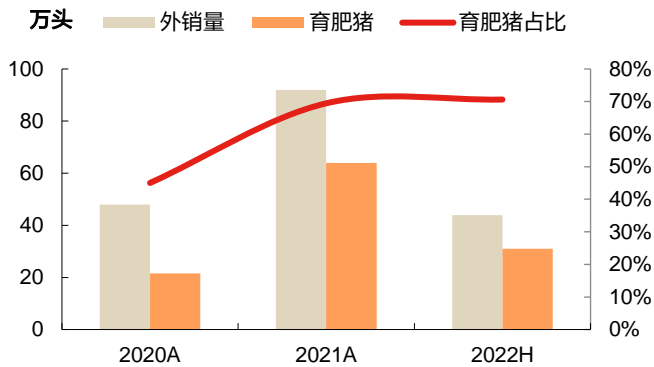
2021 年下半年猪价急跌，对此公司决定严控生猪业务规模。公司快速淘汰低效产能，2021Q3 淘汰低产母猪 2 万头，Q4 淘汰 0.9 万头，2022Q1 进一步淘汰 0.5 万头。Q2 起，随猪价回暖，公司猪价开始补充优质种猪。截至 6 月底，公司控股参股合计母猪存栏量增长至 5.2 万头，其中能繁母猪 3.2 万头，后备母猪 2 万头，母猪生产性能相比于 2021 年度有了明显提升。

2021 年公司内外销总出栏 129.3 万头，同比增长 133.7%，其中外销 92 万头，包括 63.9 万头肥猪、21.5 万头仔猪和 6.6 万头种猪，实现收入 14.88 亿元，同比增加 96.6%，但受猪价下跌影响，

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声明。

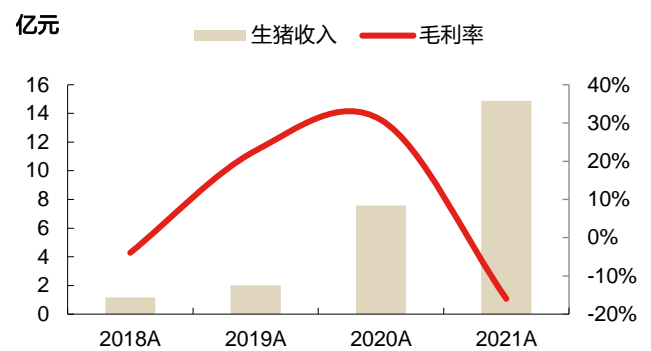
毛利率-15.99%。2022 年上半年，公司控参股企业合计外销出栏生猪 43.9 万头，其中肥猪 31.0 万头、仔猪 10.2 万头、种猪 2.7 万头。随着产业链布局完善，公司出栏肥猪占比持续提升。

图 43: 2022H 公司控参股企业合计外销生猪 43.9 万头



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 44: 2021 年生猪收入 14.88 亿元，毛利率-16%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司进一步完善生猪产业链建设。在种猪端，发行可转债募投原种猪场和育繁推一体化项目。在育肥端，提高合作放养猪场的考核标准，不断优化整体资产质量，大幅降低成本费用，充分保障资金安全。在屠宰端，通过可转债募投年屠宰 1 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。

表 6: 公司生猪业务新建产能情况

序号	项目	内容	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
1	阜新禾丰	年产 15 万头仔猪育繁推一体化	2.00	1.74
2	凌源禾丰	1 万头原种猪场	2.93	2.57
3	安徽禾丰	年屠宰 1 万头生猪及 12 万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设	1.90	1.44
合计			6.83	5.75

数据来源：公司公告、东方证券研究所

成本方面，公司继续执行“过程绩效管理体系”，每个月集团、区域、猪场三层级均召开经营分析会议，通过“对外学习、对内复制”的对标分析管理模式，快速找出每个猪场的核心关键问题，建立任务清单，切实执行改进计划。此外，公司积极组织人员培训，持续引入年轻的技术骨干和管理骨干，不断完善激励机制，通过跟踪培养、重点帮扶的方式使得年轻的猪场管理者迅速成长。随着公司低效产能淘汰的完成、资产质量的显著提升、养殖人员技术水平的持续提高、猪场运营能力的逐渐增强，公司的仔猪断奶成本、育肥增重成本与前期相比大幅降低。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，并力争在未来一至两年内将成本管控能力提升至行业一流水平。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 饲料板块：受养殖周期影响，假设 2022-2024 年猪料增速为-14%、25%、25%，禽料增速为 11%、15%、15%，水产料增速为 10%、15%、15%，反刍料增速为 10%、25%、25%。受原材料价格波动影响，假设 2022-2024 年猪料成本同比+6%、-4%、-5%，吨毛利 360、420、430 元/吨，禽料成本同比+5%、-3%、-6%，吨毛利 200、210、220 元/吨，水产料成本同比+11%、-7%、-1%，吨毛利 300、340、340 元/吨，反刍料成本同比+1%、-3%、-4%，吨毛利 280、300、300 元/吨。
- 2) 禽产业板块：预计公司控参股企业 2022-2024 年屠宰 7.3、8.03、8.5 亿羽，并表比例 37%，养殖 6.90、7.63、8.08 亿羽，并表比例 26%。考虑到 2022-2024 年毛鸡价格变化和成本改善情况，假设毛利率分别为 3.4%、4.2%、6.0%。
- 3) 猪产业板块：预计公司控参股企业 2022-2024 年出栏量为 90、100、100 万头，并表比例 67%。考虑生猪价格变化情况，假设 2022-2024 年毛利率分别 9.1%、16.4%、13.7%。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
饲料					
销售收入（百万元）	12,110.3	15,357.4	15,513.4	18,313.1	21,248.3
增长率	55.5%	26.8%	1.0%	18.0%	16.0%
毛利率	10.3%	9.4%	7.8%	9.0%	9.8%
禽产业					
销售收入（百万元）	7,169.2	8,254.9	8,677.0	9,227.0	10,179.9
增长率	8.6%	15.1%	5.1%	6.3%	10.3%
毛利率	5.1%	0.6%	3.4%	4.2%	6.0%
猪产业					
销售收入（百万元）	756.8	1,487.9	1,085.4	1,233.9	1,128.2
增长率	274.2%	96.6%	-27.1%	13.7%	-8.6%
毛利率	30.8%	-16.0%	9.1%	16.4%	13.7%
其他业务					
销售收入（百万元）	3,781.2	4,368.7	4,656.4	4,968.8	5,308.8
增长率	18.0%	15.5%	6.6%	6.7%	6.8%
毛利率	7.6%	7.0%	5.9%	6.0%	6.2%
合计	23,817.6	29,468.9	29,932.2	33,742.8	37,865.1
增长率	33.9%	23.7%	1.6%	12.7%	12.2%
综合毛利率	9.0%	5.3%	6.3%	7.6%	8.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预计 22-24 年公司实现归母净利润 5.57、10.63、15.11 亿元（原预测 5.48、10.72、15.05 亿元），同比分别+369.7%、+90.9%、+42.1%。

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 6.97 亿元、禽产业利润 3.66 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 10x、16xPE，目标价 14.00 元，维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值表（2022 年 9 月 9 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	15.16	-2.13	-0.08	1.35	1.67	-7.12	-192.14	11.26	9.06
	海大集团	002311.SZ	57.38	0.96	1.66	2.74	3.45	59.72	34.55	20.94	16.63
	唐人神	002567.SZ	8.88	-0.95	0.20	1.17	1.08	-9.33	45.38	7.60	8.23
	天康生物	002100.SZ	11.06	-0.51	0.28	1.49	1.64	-21.84	38.85	7.41	6.75
	牧原股份	002714.SZ	58.50	1.30	1.47	5.53	5.13	45.10	39.85	10.58	11.40
饲料及生猪养殖行业调整后平均								10.00	38.00	10.00	10.00
肉鸡	圣农发展	002299.SZ	21.64	0.36	0.35	1.18	1.57	60.05	61.03	18.30	13.80
	民和股份	002234.SZ	16.40	0.14	0.17	1.52	1.64	120.21	98.68	10.82	9.99
	仙坛股份	002746.SZ	9.38	0.10	0.14	0.26	0.41	98.26	67.87	36.22	22.68
	湘佳股份	002982.SZ	42.20	0.25	1.31	2.50	2.83	167.43	32.26	16.86	14.90
	立华股份	300761.SZ	42.66	-0.86	1.84	3.31	2.67	-49.59	23.20	12.91	15.98
肉鸡行业调整后平均								93.00	54.00	16.00	15.00

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 8：分部估值表（2023E）

分部估值	归母净利润（亿元）	PE	市值（亿元）	总股本（亿股）	目标价格（元）
饲料和贸易、相关业务及猪产业	6.97	10.00	69.72	9.16	14.00
禽产业	3.66	16.00	58.51		
合计	10.63	12.06	128.24		

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	1,796	2,025	2,272	营业收入	23,818	29,469	29,932	33,743	37,865
应收票据及应收账款	464	693	707	797	895	营业成本	21,684	27,900	28,048	31,195	34,695
预付账款	364	480	359	405	454	营业税金及附加	31	41	45	49	55
存货	2,474	2,691	3,085	3,431	3,816	营业费用	465	570	578	651	724
其他	290	276	210	221	234	管理费用及研发费用	394	515	525	578	645
流动资产合计	4,790	5,374	6,157	6,879	7,671	财务费用	65	101	206	232	213
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	31	36	37
固定资产	2,860	3,233	3,595	4,006	4,386	公允价值变动收益	(1)	2	0	0	0
在建工程	323	602	796	928	971	投资净收益	363	(80)	180	332	291
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	706	1,360	1,814
非流动资产合计	6,856	7,597	8,151	8,727	9,204	营业外收入	13	17	15	15	16
资产总计	11,647	12,972	14,308	15,607	16,875	营业外支出	29	49	35	37	40
短期借款	1,111	1,546	2,668	2,613	2,149	利润总额	1,509	176	686	1,337	1,789
应付票据及应付账款	1,073	1,300	1,122	1,248	1,388	所得税	152	152	129	144	142
其他	927	1,133	782	883	921	净利润	1,358	25	557	1,193	1,647
流动负债合计	3,110	3,979	4,572	4,744	4,458	少数股东损益	122	(94)	(0)	130	137
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	557	1,063	1,511
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.35	0.13	0.61	1.16	1.65
其他	60	234	186	180	184						
非流动负债合计	635	1,480	1,431	1,426	1,430	主要财务比率					
负债合计	3,745	5,459	6,003	6,170	5,888		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,149	1,048	1,048	1,178	1,315	成长能力					
股本	922	922	916	916	916	营业收入	33.9%	23.7%	1.6%	12.7%	12.2%
资本公积	842	654	878	878	878	营业利润	-4.3%	-86.4%	239.9%	92.7%	33.4%
留存收益	4,990	4,906	5,462	6,464	7,878	归属于母公司净利润	3.0%	-90.4%	369.7%	90.9%	42.1%
其他	(2)	(17)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,902	7,513	8,305	9,437	10,987	毛利率	9.0%	5.3%	6.3%	7.6%	8.4%
负债和股东权益总计	11,647	12,972	14,308	15,607	16,875	净利率	5.2%	0.4%	1.9%	3.2%	4.0%
						ROE	19.8%	1.8%	8.1%	13.7%	16.8%
						ROIC	16.3%	0.4%	6.5%	11.1%	13.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	32.2%	42.1%	42.0%	39.5%	34.9%
净利润	1,358	25	557	1,193	1,647	净负债率	7.7%	23.3%	26.3%	20.2%	10.9%
折旧摊销	304	347	346	402	462	流动比率	1.54	1.35	1.35	1.45	1.72
财务费用	65	101	206	232	213	速动比率	0.74	0.67	0.67	0.73	0.86
投资损失	(363)	80	(180)	(332)	(291)	营运能力					
营运资金变动	(588)	(268)	(681)	(291)	(390)	应收账款周转率	45.4	41.6	35.0	36.5	36.4
其它	(10)	15	33	(10)	(8)	存货周转率	10.6	10.7	9.7	9.6	9.6
经营活动现金流	766	299	280	1,194	1,634	总资产周转率	2.3	2.4	2.2	2.3	2.3
资本支出	(1,197)	(869)	(896)	(950)	(902)	每股指标(元)					
长期投资	(355)	92	0	0	0	每股收益	1.35	0.13	0.61	1.16	1.65
其他	46	(274)	219	332	291	每股经营现金流	0.83	0.32	0.31	1.30	1.78
投资活动现金流	(1,506)	(1,051)	(677)	(619)	(611)	每股净资产	7.37	7.06	7.92	9.01	10.56
债权融资	455	779	(175)	1	(1)	估值比率					
股权融资	30	(189)	219	0	0	市盈率	7.3	75.9	16.2	8.5	6.0
其他	(66)	174	916	(348)	(775)	市净率	1.3	1.4	1.2	1.1	0.9
筹资活动现金流	419	765	959	(347)	(776)	EV/EBITDA	6.0	17.3	9.0	5.7	4.6
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.1	36.8	12.4	7.1	5.6
现金净增加额	(322)	12	562	229	247						

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