

禾丰股份 (603609.SH)

饲料稳健发展贡献利润，静待肉禽生猪盈利修复

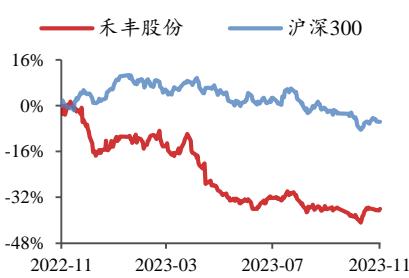
2023年11月14日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/14
当前股价(元)	8.84
一年最高最低(元)	14.59/8.14
总市值(亿元)	81.28
流通市值(亿元)	81.28
总股本(亿股)	9.19
流通股本(亿股)	9.19
近3个月换手率(%)	21.15

股价走势图



相关研究报告

《肉禽产销持续扩容，下游饲料需求

结构化改善—公司信息更新报告》

-2023.8.17

《肉禽产业链景气，饲料需求迎来上行—公司信息更新报告》-2023.3.31

《白鸡业务盈利水平突出，饲料需求有望修复上行—公司信息更新报告》

-2023.1.31

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790123060055

● 饲料稳健发展贡献利润，静待肉禽生猪盈利修复，维持“买入”评级

禾丰股份发布2023年三季报，2023前三季度实现营收268.93亿元(yoy+14.33%)，归母净利润0.40亿元(yoy-88.69%)。单Q3实现营收101.85亿元(yoy+4.62%)，归母净利润0.65亿元(yoy-78.58%)。鉴于Q4猪价上行空间有限，我们下调公司2023年盈利预测，后续猪周期有望逐步迎来反转，我们上调2024-2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.88/8.29/10.97(原预测分别为3.02/6.94/8.84)亿元，对应EPS分别为0.20/0.90/1.19元，当前股价对应PE为43.3/9.8/7.4倍。公司饲料销量稳步增长，静待盈利修复，维持“买入”评级。

● 饲料业务稳健发展，量利齐升贡献利润

前三季度公司饲料外销量315万吨(yoy+8%)，销量实现稳步增长。单Q3饲料外销量117万吨(yoy+1%)，其中猪料、禽料、反刍料yoy分别-5%、+15%、-7%，Q3饲料销量增速放缓主要系2022年同期高基数影响。公司饲料业务重点发力规模场大客户直销，Q3单吨净利润提升至94元(2023H1为91元)，我们预计公司前三季度饲料板块归母净利润达2.9亿元，预计公司全年饲料销量可同比增长8%。饲料业务整体保持稳健发展态势，量利齐升为公司贡献核心利润。

● 肉禽业务厚积薄发，成本持续下降静待周期向上盈利修复

前三季公司控参股企业合计屠宰白羽肉鸡6.2亿羽，其中单Q3屠宰2.5亿羽，我们预计公司全年白鸡屠宰量有望超8亿羽。公司肉禽业务涵盖父母代种鸡、商品代养殖及肉鸡屠宰，全程成本控制行业领先。Q4白鸡景气上行叠加公司养殖成本下降，公司肉禽业务利润有望修复。

● 生猪业务优化内部结构，降本增效高质量发展

我们预计前三季度公司生猪业务净利润亏损2.6亿元，控参股企业合计外销出栏生猪78万头，其中肥猪/仔猪分别为56/20万头。单Q3公司生猪完全养殖成本降至17.5元/公斤，公司生猪业务重点推进降本增效，优化内部猪场结构，实现高质量发展，我们预计公司全年生猪出栏有望达100万头。

风险提示：饲料原材料下降幅度不达预期，猪鸡涨幅不及预期，疫病不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29,469	32,812	37,341	41,368	42,488
YOY(%)	23.7	11.3	13.8	10.8	2.7
归母净利润(百万元)	119	514	188	829	1,097
YOY(%)	-90.4	333.2	-63.4	341.5	32.3
毛利率(%)	5.3	6.0	5.1	6.8	8.1
净利率(%)	0.4	1.6	0.5	2.0	2.6
ROE(%)	0.3	6.4	2.5	10.0	11.8
EPS(摊薄/元)	0.13	0.56	0.20	0.90	1.19
P/E(倍)	68.6	15.8	43.3	9.8	7.4
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所



附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5374	7106	7390	8547	7868	营业收入	29469	32812	37341	41368	42488
现金	1234	1689	1922	2129	2187	营业成本	27900	30839	35429	38535	39065
应收票据及应收账款	693	1041	933	1254	992	营业税金及附加	41	47	53	58	60
其他应收款	108	98	136	123	143	营业费用	570	622	896	703	680
预付账款	480	762	651	915	694	管理费用	418	537	709	621	595
存货	2691	3362	3592	3971	3696	研发费用	97	90	149	124	127
其他流动资产	168	154	156	155	156	财务费用	101	161	140	161	88
非流动资产	7597	8288	8835	9324	9760	资产减值损失	-27	-30	-34	-38	-39
长期投资	2333	2487	2909	3239	3524	其他收益	29	32	24	27	28
固定资产	3403	3734	3941	4170	4328	公允价值变动收益	2	-2	-0	-0	-0
无形资产	317	363	382	408	432	投资净收益	-80	157	269	177	131
其他非流动资产	1544	1704	1604	1506	1477	资产处置收益	-11	-4	-3	-4	-5
资产总计	12972	15393	16226	17870	17628	营业利润	208	657	316	1440	2097
流动负债	3979	4155	4995	5989	4814	营业外收入	17	18	15	16	17
短期借款	1546	934	1503	2113	996	营业外支出	49	46	37	40	43
应付票据及应付账款	1300	1692	1745	1994	1797	利润总额	176	628	294	1415	2070
其他流动负债	1133	1529	1747	1883	2021	所得税	152	91	85	494	851
非流动负债	1480	2882	2776	2633	2459	净利润	25	537	209	921	1219
长期借款	1246	2571	2465	2322	2148	少数股东损益	-94	24	21	92	122
其他非流动负债	234	311	311	311	311	归属母公司净利润	119	514	188	829	1097
负债合计	5459	7037	7771	8623	7272	EBITDA	770	1275	804	2008	2658
少数股东权益	1048	1120	1141	1233	1355	EPS(元)	0.13	0.56	0.20	0.90	1.19
股本	922	919	919	919	919	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	878	881	881	881	881	成长能力					
留存收益	4906	5423	5603	6405	7478	营业收入(%)	23.7	11.3	13.8	10.8	2.7
归属母公司股东权益	6464	7237	7314	8015	9001	营业利润(%)	-86.4	216.2	-51.9	355.7	45.6
负债和股东权益	12972	15393	16226	17870	17628	归属于母公司净利润(%)	-90.4	333.2	-63.4	341.5	32.3
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	获利能力					
经营活动现金流	299	196	565	690	2204	毛利率(%)	5.3	6.0	5.1	6.8	8.1
净利润	25	537	209	921	1219	净利率(%)	0.4	1.6	0.5	2.0	2.6
折旧摊销	455	471	407	464	484	ROE(%)	0.3	6.4	2.5	10.0	11.8
财务费用	101	161	140	161	88	ROIC(%)	0.5	6.1	2.4	7.6	9.8
投资损失	80	-157	-269	-177	-131	偿债能力					
营运资金变动	-390	-934	102	-648	570	资产负债率(%)	42.1	45.7	47.9	48.3	41.3
其他经营现金流	29	119	-24	-32	-26	净负债比率(%)	24.7	28.4	32.5	33.8	18.5
投资活动现金流	-1051	-743	-689	-780	-795	流动比率	1.4	1.7	1.5	1.4	1.6
资本支出	1185	843	533	622	636	速动比率	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7
长期投资	27	-25	-421	-331	-285	营运能力					
其他投资现金流	107	125	266	173	125	总资产周转率	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4
筹资活动现金流	765	995	-212	-313	-234	应收账款周转率	52.1	38.2	38.2	38.2	38.2
短期借款	436	-612	569	610	-1117	应付账款周转率	23.6	20.6	20.6	20.6	20.6
长期借款	671	1325	-106	-142	-175	每股指标(元)					
普通股增加	-0	-3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.56	0.20	0.90	1.19
资本公积增加	-10	3	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.21	0.61	0.75	2.40
其他筹资现金流	-331	283	-675	-782	1059	每股净资产(最新摊薄)	7.03	7.62	7.70	8.46	9.54
现金净增加额	12	451	-336	-403	1175	估值比率					
						P/E	68.6	15.8	43.3	9.8	7.4
						P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	14.3	9.1	14.9	6.2	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于商业秘密材料，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形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9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