

饲料承压生猪扭亏为盈，肉禽业务有望受益巴西禁出口令

核心观点

- 公司发布半年度业绩预告，预计 2024 年上半年度归属于母公司所有者的净亏损为 3300 万元至 4800 万元，扣除非经常性损益后的净亏损为 3130 万元至 4630 万元。
- **饲料肉禽承压亏损，生猪业务扭亏为盈。**2024 上半年，受生猪产业产能优化调整影响，公司猪饲料销量下滑较多，导致饲料业务利润有所下滑。肉禽业务方面，行业养殖端普遍面临亏损，肉鸡价震荡走低；根据卓创资讯数据统计，白羽鸡 24H1 均价跌至 3.77 元/斤，受此影响，公司肉禽业务利润同比由盈转亏。生猪板块，受益于生猪价格上行叠加养殖成本下降，24H1 生猪养殖业务同比扭亏为盈。
- **密集回购稳盘，公司力挺股东信心。**公司 6 月发布公告，拟在 3 月内使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司 1.5 亿元--3 亿元股份，每股回购价格不超过 10 元，所回购股份将按照有关规定用于出售，逾期未实施出售部分将依法予以注销。禾丰股份期望通过此举彰显对公司未来发展潜力的坚定信心，同时鼓励投资者长期理性投资、强化股东信心，为公司长期稳定发展奠定坚实基础。截至 7 月 16 日，公司已累计回购股份 1956.4 万股，总支付金额 1.29 亿，占公司目前总股本 2.13%。
- **巴西禁出口令或致鸡价上涨，公司肉禽业务有望受益。**受禽类病毒影响，巴西已宣布一系列出口禁令，防止本国疫情进一步扩散。2024 年 1-5 月，我国从巴西市场进口白羽肉鸡 21.33 万吨，占全国总进口量的 58.85%，进口量稳居我国进口榜单榜首。若暂停巴西禽类进口，供不应求将有力支撑白羽鸡价格，有望助力公司肉禽业务发展。

盈利预测与投资建议

- 考虑到生猪产能逐步出清，饲料需求下滑，下调 24-25 年饲料收入；考虑到猪价回暖，上调 24-25 年猪产业收入。据 23 年基数，下调 24-25 年毛利率。预计 24-26 年公司归母净利润 5.99、8.55、8.68 亿（原预测 24-25 年 11.99、10.85 亿）。
- 考虑到 2024 年生猪有望扭亏为盈，我们选择以 2025 年业绩进行估值。分板块看，预计饲料、贸易相关业务以及生猪板块合计利润 5.9 亿元、禽产业利润 2.6 亿。根据饲料及生猪养殖、肉鸡可比公司 25 年水平，分别给予上述 2 大板块 10x、10xPE，目标价 9.30 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、畜禽价格波动风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,812	35,970	37,522	40,035	41,686
同比增长(%)	11.3%	9.6%	4.3%	6.7%	4.1%
营业利润(百万元)	657	(490)	993	1,361	1,374
同比增长(%)	216.2%	-174.6%	302.7%	37.1%	0.9%
归属母公司净利润(百万元)	513	(457)	599	855	868
同比增长(%)	332.6%	-189.1%	231.0%	42.9%	1.5%
每股收益(元)	0.56	(0.50)	0.65	0.93	0.94
毛利率(%)	6.0%	4.0%	7.2%	8.0%	7.7%
净利率(%)	1.6%	-1.3%	1.6%	2.1%	2.1%
净资产收益率(%)	7.5%	-6.6%	8.5%	10.8%	9.9%
市盈率	12.6	(14.1)	10.8	7.5	7.4
市净率	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7

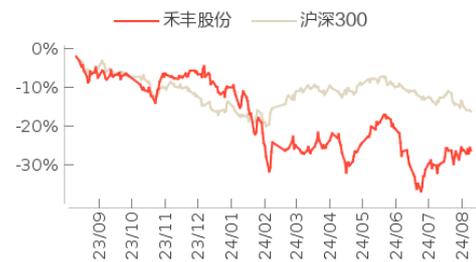
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月09日）	7.01元
目标价格	9.30元
52周最高价/最低价	9.52/5.96元
总股本/流通A股（万股）	91,943/91,943
A股市值（百万元）	6,445
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2024年08月10日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.28	8.51	-7.76	-25.97
相对表现%	1.28	11.66	1.33	-9.94
沪深300%	-1.56	-3.15	-9.09	-16.03



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

饲料承压向前，白鸡蓄力周期：禾丰股份	2023-08-18
2023年中报点评	
短期行业承压，看好长期稳健发展：禾丰股份	2023-04-28
2023年一季报点评	
饲料盈利修复，畜禽降本增效：禾丰股份	2023-03-31
2022年年报点评	

投资建议

考虑到生猪产能逐步出清，饲料需求下滑，下调 24-25 年饲料收入；考虑到猪价回暖，上调 24-25 年猪产业收入。据 23 年基数，下调 24-25 年毛利率。预计 24-26 年公司归母净利润 5.99、8.55、8.68 亿（原预测 24-25 年 11.99、10.85 亿）。

考虑到 2024 年生猪有望扭亏为盈，我们选择以 2025 年业绩进行估值。分板块看，预计饲料、贸易相关业务以及生猪板块合计利润 5.9 亿元、禽产业利润 2.6 亿。根据饲料及生猪养殖、肉鸡可比公司 25 年水平，分别给予上述 2 大板块 10x、10xPE，目标价 9.30 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

	公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
饲料及生猪养殖	新希望	000876.SZ	9.60	0.05	0.24	0.79	0.77	175.12	40.59	12.16	12.42
	海大集团	002311.SZ	41.17	1.65	2.44	3.07	3.39	24.99	16.90	13.41	12.14
	唐人神	002567.SZ	5.48	-1.06	0.30	0.70	0.78	-5.15	18.40	7.87	7.06
	天康生物	002100.SZ	6.70	-1.00	0.37	0.89	0.83	-6.71	18.34	7.51	8.08
	牧原股份	002714.SZ	43.30	-0.78	2.98	4.30	3.78	-55.51	14.51	10.08	11.44
饲料及生猪养殖行业调整后平均									18	10	11
肉鸡	圣农发展	002299.SZ	12.95	0.53	1.16	1.47	1.60	24.24	11.19	8.84	8.09
	益生股份	002458.SZ	8.68	0.49	0.67	0.67	0.62	17.76	12.91	13.05	14.04
	仙坛股份	002746.SZ	5.74	0.26	0.71	0.83	0.81	21.86	8.09	6.94	7.07
	立华股份	300761.SZ	21.82	-0.53	1.45	1.85	1.54	-41.29	15.02	11.78	14.18
白羽鸡行业调整后平均									12	10	11

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2024 年 8 月 9 日收盘价）

表 2：分部估值表（2025E）

分部估值	归母净利润(亿元)	PE	市值	总股本(亿股)	目标价格(元)
饲料、生猪、贸易及相关业务	5.94	10.00	59.40	9.19	9.30
禽产业	2.61	10.00	26.14		
合计	8.55	10.00	85.54		

数据来源：Wind、东方证券研究所

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。

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。

畜禽价格波动风险。公司经营业绩对生猪、鸡肉销售价格和销售数量敏感性较高，若受供需波动，畜禽价格出现大幅下降，则经营业绩将受到不利影响。

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,689	1,915	2,251	2,402	3,345	营业收入	32,812	35,970	37,522	40,035	41,686
应收票据及应收账款	1,041	1,121	1,181	1,260	1,312	营业成本	30,839	34,540	34,821	36,828	38,467
预付账款	762	470	658	718	674	营业税金及附加	47	55	53	60	63
存货	3,362	2,687	4,004	4,235	4,424	营业费用	622	718	750	841	847
其他	252	230	238	244	251	管理费用及研发费用	627	699	725	767	790
流动资产合计	7,106	6,423	8,333	8,860	10,007	财务费用	161	172	278	278	236
长期股权投资	2,487	2,316	2,316	2,316	2,316	资产、信用减值损失	42	183	99	108	130
固定资产	3,547	4,168	4,074	3,898	3,723	公允价值变动收益	(2)	(0)	0	0	0
在建工程	601	158	196	198	217	投资净收益	157	(148)	154	166	174
无形资产	363	364	353	343	332	其他	28	55	43	42	47
其他	1,323	1,508	1,502	1,523	1,574	营业利润	657	(490)	993	1,361	1,374
非流动资产合计	8,322	8,514	8,441	8,278	8,162	营业外收入	18	74	60	51	62
资产总计	15,428	14,937	16,774	17,138	18,169	营业外支出	46	66	54	55	58
短期借款	934	971	2,412	1,326	1,100	利润总额	628	(481)	999	1,357	1,377
应付票据及应付账款	1,692	1,630	1,724	1,860	1,887	所得税	92	107	127	204	207
其他	1,529	1,958	1,229	1,378	1,439	净利润	536	(588)	872	1,153	1,171
流动负债合计	4,155	4,558	5,364	4,564	4,427	少数股东损益	23	(131)	273	298	302
长期借款	1,313	920	920	920	920	归属于母公司净利润	513	(457)	599	855	868
应付债券	1,258	1,306	1,306	1,306	1,306	每股收益(元)	0.56	-0.50	0.65	0.93	0.94
其他	346	537	473	484	481						
非流动负债合计	2,917	2,763	2,698	2,709	2,707	主要财务比率					
负债合计	7,072	7,322	8,063	7,274	7,133		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1,120	956	1,229	1,527	1,830	成长能力					
股本	919	919	919	919	919	营业收入	11.3%	9.6%	4.3%	6.7%	4.1%
资本公积	681	673	873	873	873	营业利润	216.2%	-174.6%	302.7%	37.1%	0.9%
留存收益	5,422	4,857	5,456	6,311	7,180	归属于母公司净利润	332.6%	-189.1%	231.0%	42.9%	1.5%
其他	214	210	234	234	234	获利能力					
股东权益合计	8,356	7,615	8,711	9,865	11,035	毛利率	6.0%	4.0%	7.2%	8.0%	7.7%
负债和股东权益总计	15,428	14,937	16,774	17,138	18,169	净利率	1.6%	-1.3%	1.6%	2.1%	2.1%
						ROE	7.5%	-6.6%	8.5%	10.8%	9.9%
						ROIC	6.1%	-3.2%	8.7%	10.0%	9.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	45.8%	49.0%	48.1%	42.4%	39.3%
净利润	536	(588)	872	1,153	1,171	净负债率	27.4%	29.1%	33.5%	18.2%	6.2%
折旧摊销	334	420	374	383	377	流动比率	1.71	1.41	1.55	1.94	2.26
财务费用	161	172	278	278	236	速动比率	0.90	0.80	0.80	1.01	1.25
投资损失	(157)	148	(154)	(166)	(174)	营运能力					
营运资金变动	(804)	728	(1,767)	(203)	(176)	应收账款周转率	38.2	33.5	33.0	33.3	32.9
其它	127	76	(175)	(41)	(58)	存货周转率	10.1	11.2	10.2	8.9	8.8
经营活动现金流	196	956	(571)	1,404	1,376	总资产周转率	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
资本支出	(661)	(537)	(204)	(171)	(203)	每股指标(元)					
长期投资	(154)	171	0	0	0	每股收益	0.56	-0.50	0.65	0.93	0.94
其他	72	(37)	154	166	174	每股经营现金流	0.21	1.04	-0.62	1.53	1.50
投资活动现金流	(743)	(403)	(49)	(5)	(29)	每股净资产	7.87	7.24	8.14	9.07	10.01
债权融资	1,575	155	(407)	116	58	估值比率					
股权融资	25	(8)	200	0	0	市盈率	12.6	-14.1	10.8	7.5	7.4
其他	(604)	(455)	1,163	(1,364)	(462)	市净率	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
筹资活动现金流	995	(308)	956	(1,248)	(404)	EV/EBITDA	7.6	85.7	5.3	4.3	4.4
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.7	-27.5	6.9	5.3	5.4
现金净增加额	451	246	336	151	943						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。