

禾丰股份（603609.SH）

饲料、养殖、屠宰产业链一体化的优质企业

优于大市

核心观点

公司简介：深耕畜牧产业近三十年，持续完善饲料、肉禽产业化、生猪养殖三大核心板块。公司饲料产品包括猪、禽、反刍等品种，2024 年实现外销量 396 万吨，全国市占率 1.3%，收入 125.09 亿元，占公司总营收 39%；肉禽产能分布东北三省、河北、河南、山东，涵盖肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代养殖、屠宰加工、调理品与熟食深加工等环节，年屠宰能力合计超 11 亿羽，白鸡屠宰量占全国约 10%，2024 年实现收入 113.40 亿元，占公司整体营收比例达 35%；生猪业务在东北三省、内蒙古、河南、河北、安徽等地布局，2024 年合计出栏 140 万头，收入 33.18 亿元，占公司总营收 10%。公司重视员工激励，陆续于 2018、2024 年发布限制性股票激励与员工持股计划，有望充分调动员工积极性，看好公司长期发展。

行业分析：1) **饲料：**2025 年猪禽饲料增速有望受益存栏恢复。猪禽料销售随养殖周期波动较为明显，我们预计 2025 年生猪存栏提升、且养殖终端保持较好盈利，对应猪料需求或相应好转。2) **白鸡：**产业一体化延伸趋势延续，中长期看好消费提升。行业盈利中心呈下移趋势，目前上游养殖环节技术已较为稳定成熟，屠宰环节也竞争充分，因此拓展盈利能力更强且更稳定的品牌鸡肉产品业务正在成为发展主线，看好头部企业品牌拓展。3) **生猪：**重视低成本优质企业市占率提升。国内生猪行业仍处成本与效率竞争阶段，企业经营禀赋分化较大，优质企业未来仍有充裕市占率提升空间。

公司看点：区位优势显著，饲料养殖屠宰一体化全链发展。饲料业务方面，公司产品矩阵完善，产能稳步扩张。公司深耕饲料研发近三十年，研发体系积累深厚，并与战略合作伙伴荷兰皇家德赫斯公司联合研发，共享成果。肉禽产业化业务方面，公司肉禽全链配套完善，上下游协同发展，并具备区位优势，主要布局东北三省、河南、河北和山东，当地饲料原料及其副产品种类丰富、性价比高、物流便捷，有良好的白鸡养殖基础和较为成熟的市场销售体系，有利于形成产业规模优势。生猪业务方面，公司以轻资产模式扩张，以“控规模、提质量”为主要发展方略，和饲料板块形成有效协同。

盈利预测与估值：禾丰股份是国内优质的大型饲料、白鸡与生猪养殖及屠宰加工企业之一，市占率有望稳步提升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.35/4.78/4.65 亿元，股票合理估值区间在 9.60-10.36 元，相对目前约有 13-22%左右溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：发生禽类疫病风险；饲料原材料大幅波动风险；食品安全风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	35,970	32,545	35,058	37,114	39,251
(+/-%)	9.6%	-9.5%	7.7%	5.9%	5.8%
归母净利润(百万元)	-457	342	435	478	465
(+/-%)	-	-	26.9%	10.1%	-2.8%
每股收益(元)	-0.50	0.37	0.47	0.52	0.51
EBIT Margin	-0.1%	1.9%	2.2%	2.3%	2.1%
净资产收益率 (ROE)	-6.9%	5.1%	6.2%	6.5%	6.1%
市盈率 (PE)	-17.2	23.0	18.1	16.4	16.9
EV/EBITDA	29.6	13.0	12.4	11.9	12.0
市净率 (PB)	1.18	1.17	1.12	1.06	1.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	9.60 - 10.36 元
收盘价	8.60 元
总市值/流通市值	7847/7847 百万元
52 周最高价/最低价	9.38/5.96 元
近 3 个月日均成交额	65.12 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司介绍：立足北方的饲料、养殖、屠宰产业链一体化优质企业	6
公司简介：深耕畜牧产业近三十年，持续完善全产业链布局	6
公司治理：股权结构稳定，管理层专业出身	7
经营分析：经营规模稳步扩张，盈利表现随景气波动	10
行业展望：饲料受益存栏恢复，畜禽产业向头部集中	13
饲料：2025 年猪禽饲料增速有望受益存栏恢复	13
白鸡：产业一体化延伸趋势延续，中长期看好消费提升	15
生猪：重视低成本优质企业市占率提升	21
公司看点：区位优势显著，饲料养殖屠宰一体化全链发展	26
饲料业务看点：产品矩阵完善，产能稳步扩张	26
肉禽产业化业务看点：全链配套完善，上下游协同发展	28
生猪业务看点：轻资产模式扩张，稳步扩大规模	30
盈利预测	32
假设前提	32
未来 3 年业绩预测	33
盈利预测的敏感性分析	34
估值与投资建议	35
绝对估值：9.60-10.36 元	35
相对估值：9.64-10.11 元	36
投资建议	37
风险提示	38
附表：财务预测与估值	40

图表目录

图 1：禾丰股份从最初的单一饲料企业，目前已成长为拥有饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖三大主业	7
图 2：公司实控人为金卫东，（截至 2025 年 3 月 31 日）	8
图 3：董事长金卫东畜牧领域专业出身，深耕饲料及养殖链产业	8
图 4：公司营业收入 2014-2024 年 CAGR 为 13.5%	11
图 5：公司归母净利润随畜禽产业景气波动明显	11
图 6：公司 2025Q1 营业收入同比增速转正	11
图 7：公司 2025Q1 归母净利润同比、环比均明显改善	11
图 8：公司利润率波动明显	12
图 9：公司费用率较为平稳	12
图 10：公司 2024 年主营业务收入结构（按产品）	12
图 11：公司 2024 年主营业务毛利结构（按产品）	12
图 12：我国饲料行业营业收入于 2024 年达 12000 亿元	13
图 13：2023 年我国饲料行业总体 CR10 约 46%	13
图 14：我国猪饲料总产量受益 2018 年非瘟后养殖规模化提升明显增加	14
图 15：2023 年我国猪饲料 CR5 占比接近 42%	14
图 16：我国禽饲料总产量增速更为平缓，下游禽养殖规模化集中度更高	14
图 17：2023 年我国禽饲料 CR5 占比接近 28%	14
图 18：2019-2020 年能繁存栏环比及同比变化情况	15
图 19：2020 年仔猪料与母猪料增速受益能繁产能回升同步恢复	15
图 20：2017-2020 年全国白鸡存栏波动情况	15
图 21：禽饲料增速与禽存栏具备正向波动关系	15
图 22：禽肉是国内第二大消费肉类	16
图 23：2019-2020 年在高蛋白缺口和高猪价驱动下，替代消费需求转向鸡肉	16
图 24：白羽肉鸡价格和生猪价格拥有较高的景气关联度	16
图 25：肉鸡养殖料肉比明显低于商品猪和肉牛	17
图 26：肉鸡养殖天数明显低于商品猪和肉牛	17
图 27：美国鸡肉消费量在 1990s 末已超过牛肉消费量	17
图 28：鸡肉已成为日本国内第一大肉类消费品种（单位：千克）	17
图 29：禽肉在国内城镇居民肉类消费中的占比已提升至近 40%	18
图 30：国内人均禽肉消费量维持增长趋势但仍明显低于猪肉	18
图 31：鸡肉具备低脂高蛋白特性（单位：克）	18
图 32：美国超 50%的鸡肉消费需求来自餐饮服务业	18
图 33：2021 年我国人均肉用鸡肉消费量明显低于其他国家或地区（单位：千克/人）	18
图 34：2025 年国内餐饮行业市场规模有望突破 5 万亿元	18
图 35：美国肉鸡养殖产业集约化特征明显	19
图 36：美国前十大肉鸡企业鸡肉产量占国内总产量的近 70%	19

图 37: 美国白羽肉鸡产业组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段	20
图 38: 美国白羽肉鸡产业现已形成从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式	20
图 39: 美国肉鸡养殖指标在 1980s 后趋于平稳	20
图 40: 美国销售端深加工鸡肉占比自 1980s 开始快速提高	20
图 41: 国内白羽肉鸡产业围绕屠宰环节已形成较为成熟的格局	21
图 42: 本轮猪周期进入右侧, 预计 2025 年低成本企业仍能维持较好单头盈利	21
图 43: 自繁自养与外购仔猪养殖户盈利自 2024 年 3 月起扭亏	22
图 44: 上市猪企经营性现金流(亿元)自 2024Q2 起逐季回暖	22
图 45: 商品猪均价自 2024 年 3 月起景气回升(元/公斤)	22
图 46: 断奶仔猪价格伴随猪价景气同步修复(元/头)	22
图 47: 2025 年 2 月未能繁母猪存栏仍处于产能正常波动的绿色区域	23
图 48: 50kg 二元后备母猪价格窄幅调整, 补栏情绪平淡(元/头)	23
图 49: 2024 年 2 月 29 日, 农业农村部印发《生猪产能调控实施方案(2024 年修订)》	23
图 50: 上市猪企 2025Q1 末平均资产负债率接近 62%, 产业杠杆处于历史较高水平	24
图 51: 上市猪企养殖完全成本对比	24
图 52: 目前国内仍处养殖规模化早期阶段	25
图 53: 我国生猪散养户数量自 2018 年非瘟后下降较快	25
图 54: 生猪养殖行业 CR10 自 2016 年以来稳步增长, 2024 年达 25%	25
图 55: 公司饲料产品收入 2015-2024 年 CAGR 达 8.3%	26
图 56: 公司 2024 年外销饲料产品中猪料、禽料、反刍料销量占比分别达 36%、43%、17%	26
图 57: 禾丰股份已形成产品优化中心、研发中心和质量管理中心为主导的技术研发体系	27
图 58: 禾丰白羽肉鸡业务布局覆盖从父母代到深加工的养殖-加工-深加工全产业链	28
图 59: 禾丰控股参股企业白羽肉鸡屠宰量稳步扩张, 2014-2024 年 CAGR 达 20%	29
图 60: 禾丰控股参股企业白羽肉鸡合计产销分割品稳步增长, 2019-2024 年 CAGR 达 13%	29
图 61: 禾丰已拥有育种、养殖、屠宰及加工一体化的生猪产业链条	30
图 62: 禾丰生猪出栏数量自 2022 年产能精简后稳步扩张	30
表 1: 禾丰股份主营业务涵盖饲料、禽养殖及屠宰加工、生猪养殖等畜禽产业链多领域	6
表 2: 禾丰股份已发展为国内最大的白羽肉鸡屠宰企业	7
表 3: 公司现任管理层畜牧产业经验丰富, 不乏在公司效力 20 年以上的老将	9
表 4: 公司重视员工激励, 分别于 2018 年、2024 年发布限制性股票激励计划与员工持股计划	10
表 5: 公司 2018 年限制性股票激励计划考核目标及完成情况	10
表 6: 公司 2024 年员工持股计划考核目标	10
表 7: 国内多数白羽肉鸡上市企业已涉足品牌鸡肉深加工业务	21
表 8: 禾丰股份饲料研发团队核心带头人情况	27
表 9: 禾丰股份 2024 年在猪饲料、反刍料、禽料等产品研发上取得进一步进展	27
表 10: 禾丰股份主营业务收入拆分	33
表 11: 未来 3 年盈利预测表(单位: 百万元)	33
表 12: 情景分析(乐观、中性、悲观)	34
表 13: 公司盈利预测假设条件(%)	35

表 14: 资本成本假设	35
表 15: 禾丰股份 FCFF 预测表	35
表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	36
表 17: 禾丰股份同类公司估值比较	36

公司介绍：立足北方的饲料、养殖、屠宰产业链一体化优质企业

公司简介：深耕畜牧产业近三十年，持续完善全产业链布局

◆ **业务简介：涵盖饲料、禽养殖及屠宰加工、生猪养殖等畜禽产业链多领域**

禾丰股份主营业务包括饲料、肉禽产业化、生猪养殖三大核心板块。饲料业务方面，公司产品包括猪、禽、反刍等动物饲料，产品覆盖全国 29 个省级行政区并在海外建有饲料厂，2024 年实现外销量 396 万吨，在全国饲料行业市占率达 1.3%，实现收入 125.09 亿元，占公司整体营收比例达 39%。**肉禽业务方面**，公司产能主要分布于东北三省、河北、河南、山东等地，产业链涵盖肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰加工、调理品与熟食深加工等业务环节，参控股企业年屠宰能力合计超过 11 亿羽，屠宰量国内领先，占全国白羽鸡屠宰比例约 10%，2024 年实现收入 113.40 亿元，占公司整体营收比例达 35%。**生猪业务方面**，公司通过自建、合资、租赁等方式在东北三省、内蒙古、河南、河北、安徽等区域进行产业布局，2024 年公司控参股企业合计出栏生猪 140 万头；其中，肥猪出栏 121 万头，仔猪出栏 16 万头，种猪出栏 3 万头，实现收入 33.18 亿元，占公司整体营收比例达 10%。

表 1：禾丰股份主营业务涵盖饲料、禽养殖及屠宰加工、生猪养殖等畜禽产业链多领域

主要业务	主要产品	经营模式
饲料	猪、禽、反刍饲料	销售模式 : 经销+直销 整体运营模式 : 研发+采购+生产+销售+服务
肉禽	肉鸡分割品、毛鸡	产业链模式 : 涵盖“肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰加工、调理品与熟食深加工”等业务环节 商品代肉鸡养殖模式 : 公司+大农场
生猪	肥猪、仔猪、种猪	产业链模式 : 涵盖“原种猪、种猪、仔猪、商品猪”完整的生猪繁育体系 育肥猪养殖模式 : 放养+少量自养

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **发展历程：立足东北三省，畜禽规模稳步扩张**

公司成立于 1995 年，以金卫东先生为核心的七位创始人共同发起创立禾丰牧业，以预混合饲料作为核心业务正式起步，经营范围不断扩展，从最初的单一饲料企业，目前已成长为拥有饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖三大主业，同时涉猎动物药品、养殖设备、国际事业、宠物诊疗及食品加工等相关领域的大型农牧食品企业集团。具体来看，公司发展历程分为以下几个主要阶段：

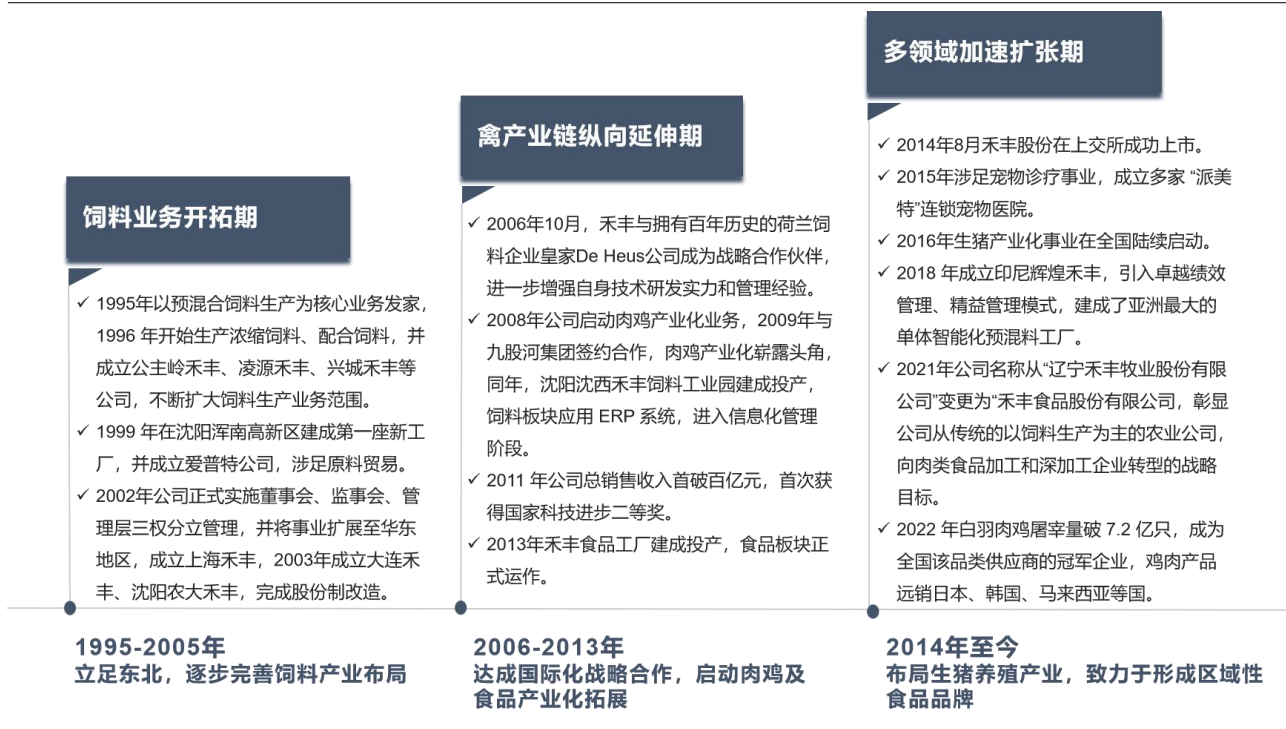
1) 饲料业务开拓期—立足东北，逐步完善饲料产业布局（1995-2005 年）：1996 年开始生产浓缩饲料、配合饲料，并成立公主岭禾丰、凌源禾丰、兴城禾丰等公司，不断扩大饲料生产业务范围。1999 年在沈阳浑南高新区建成第一座新工厂，并成立爱普特公司，涉足原料贸易业务。2002 年公司正式实施董事会、监事会、管理层三权分立管理，并将事业扩展至华东地区，成立上海禾丰，2003 年成立大连禾丰、沈阳农大禾丰，完成股份制改造。

2) 禽产业链纵向延伸期—达成国际化战略合作，启动肉鸡及食品产业化拓展（2006-2013 年）：2006 年 10 月，禾丰与拥有百年历史的荷兰饲料企业皇家 DeHeus

公司成为战略合作伙伴，进一步增强自身技术研发实力和管理经验。2008 年公司启动肉鸡产业化业务，2009 年与九股河集团签约合作，肉鸡产业化崭露头角，2013 年禾丰食品工厂建成投产，食品板块正式运作。

3) 多领域加速扩张期——布局生猪养殖产业，形成区域性食品品牌（2014 年至今）：2014 年 8 月禾丰股份在上交所成功上市，2015 年涉足宠物诊疗事业，成立多家“派美特”连锁宠物医院，2016 年生猪产业化事业在全国陆续启动，2021 年公司名称从“辽宁禾丰牧业股份有限公司”变更为“禾丰食品股份有限公司，彰显公司从传统的以饲料生产为主的农业公司，向肉类食品加工和深加工企业转型的战略目标。总体上，公司营业收入上市以来保持稳健增长，2014-2024 年 CAGR 达 13.5%。

图1：禾丰股份从最初的单一饲料企业，目前已成长为拥有饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖三大主业



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：禾丰股份已发展为国内最大的白羽肉鸡屠宰企业

序号	企业名称	2022 年白羽肉鸡屠宰量（亿羽）	2022 年市占率
1	禾丰集团	7.2	10.00%
2	圣农集团	6.1	8.10%
3	正大（中国）	4.6	6.10%
4	新希望六和	3.1	4.10%
5	山东太和集团	2.7	3.60%
6	耘垦集团	2.4	3.20%
7	益客集团	2.4	3.20%
8	仙坛集团	2	2.70%
9	山东超合集团	1.9	2.50%
10	凤祥集团	1.4	1.90%

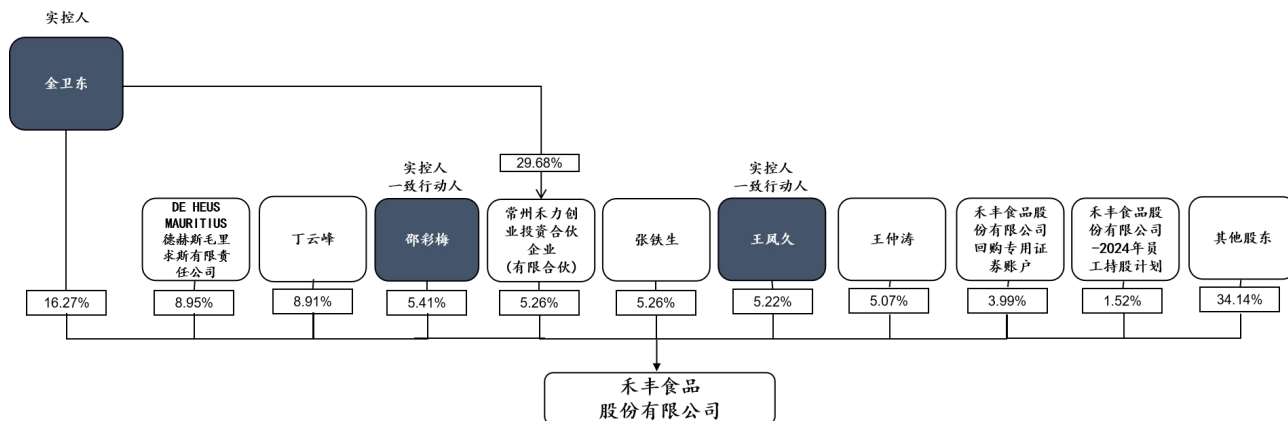
资料来源：白羽肉鸡联盟，国信证券经济研究所整理

公司治理：股权结构稳定，管理层专业出身

◆ 公司股权结构稳定，实控人为金卫东

截至 2025 年 3 月 31 日，金卫东为公司第一大股东及实际控制人，直接持有禾丰股份 16.27% 的股份，并通过常州禾力创业投资合伙企业间接控制禾丰股份 5.26% 的股份。同时，金卫东与公司其他股东邵彩梅、王凤久为一致行动人，实控人及一致行动人合计拥有公司 32.16% 的表决权。

图2：公司实控人为金卫东，（截至 2025 年 3 月 31 日）

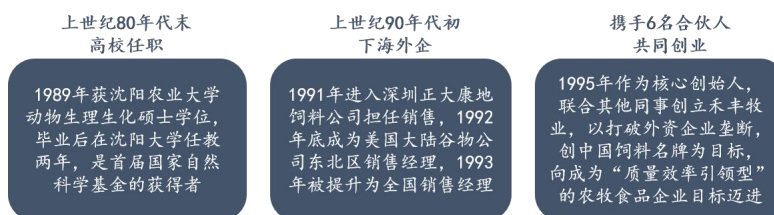


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 创始人及管理层团队多为畜牧专业出身，产业经验丰富

禾丰管理团队底蕴深厚，成员多为在公司长期耕耘的资深老将。大多数公司管理层都拥有畜牧领域的专业知识背景，董事长金卫东 1989 年获沈阳农业大学动物生理生化硕士，后于 1991 年进入深圳正大康地饲料公司工作，1995 年作为核心创始人，联合其他同事创立禾丰牧业，以打破外资企业垄断，创中国饲料名牌为目标，持续深耕饲料及养殖产业链，向成为“质量效率引领型”的农牧食品企业的目标迈进。

图3：董事长金卫东畜牧领域专业出身，深耕饲料及养殖链产业



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表3: 公司现任管理层畜牧产业经验丰富, 不乏在公司效力 20 年以上的老将

姓名	现任职务	加入禾丰时间	背景介绍
金卫东	董事长, 董事	核心创始人	1963 年出生, 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, 正高级畜牧师, 博士生导师, 首批国家自然科学基金项目执行人, 禾丰股份核心创始人, 1995 年创业至今任禾丰股份董事长。研究生毕业后留校工作两年。1991 年下海经商, 曾任美国大陆谷物公司东北区销售经理, 全国销售经理, 亚洲区总裁助理。现任中国饲料工业协会副会长, 中国畜牧业协会副会长, 辽宁省饲料协会会长, 沈阳市总商会海城商会会长。
王凤久	监事会主席, 监事	创始人之一	1969 年出生, 沈阳农业大学畜牧专业本科, 中国农业科学院动物营养与饲料科学硕士, 禾丰股份创始人之一。大学毕业后在沈阳农业大学教务处工作, 后就职于美国大陆谷物公司任中国东北区销售经理, 1995 年创立禾丰后, 历任辽宁禾丰业务经理, 副总经理, 公主岭禾丰, 沈阳禾丰, 大庆禾丰, 辽宁禾丰食品总经理等职。曾任禾丰股份董事、总裁十余年。后任副总裁, 并负责禾丰股份食品板块食品深加工事业的开创。
邵彩梅	首席技术官	创始人之一	1966 年出生, 南京农业大学动物生理生化化学博士, 正高级畜牧师, 禾丰股份创始人之一。曾任农业部中国牧工商农牧家禽育种中心技术员, 美国大陆谷物公司康地饲料添加剂(北京)有限公司技术配方经理。创立禾丰后, 始终担任禾丰股份技术第一负责人, 历任董事, 副总裁。现任禾丰股份董事, 首席技术官。兼任中国畜牧兽医学会动物营养学会常务理事, 中国饲料工业标准化技术委员会委员, 国家现代产业技术体系生猪产业综合试验站站长, 获得多项省部级科技进步一等奖和二等奖, 30 余项技术发明专利, 2024 年被授予“沈阳市第八届优秀专家”荣誉称号。
邱嘉辉	总裁	2000 年加盟禾丰	1972 年出生, 沈阳农业大学兽医专业学士。大学毕业后就职于国有核心育种企业大连种鸡场, 从事技术与现场管理工作。2000 年加盟禾丰, 从业务代表做起, 因能力出众而快速晋升, 历任海城禾丰, 海城新众鑫总经理, 前华康集团副总裁, 禾丰股份市场总监, 禾丰股份肉禽板块总裁, 禾丰股份副总裁。现任禾丰股份董事、总裁, 是禾丰肉禽事业的开拓者, 带领团队用 10 余年时间实现了禾丰肉禽业务的后来居上、腾飞发展。
金戈	副总裁	2014 年加盟禾丰	1989 年出生, 本科毕业于南京农业大学动物医学专业, 硕士研究生毕业于英国利物浦大学兽医科学专业。2014 年毕业后即加盟禾丰, 先后在公司国际事业, 肉禽产业化板块担任项目经理, 总经理, 总监等职, 因业绩突出, 2022 年 1 月提升为公司助理总裁至今, 分管饲料板块战略业务之反刍及预混料事业。
赵馨	副总裁, 首席人力资源官	1995 年加盟禾丰	1972 年出生, 沈阳农业大学经济学学士。1995 年大学毕业后即加盟禾丰, 历任公司行政助理, 市场部主任, 人事部主任, 人力资源经理, 人力资源总监, 董事长助理等职。现任禾丰股份董事, 首席人力资源官, 曾任董事会秘书, 具有 20 余年的人力资源和企业管理经验, 是禾丰人力资源管理体系的构建者之一。
陈宇	财务总监、董事会秘书	2022 年加盟禾丰	1984 年出生, 上海财经大学硕士研究生学历, 注册会计师。2009 年 9 月至 2017 年 1 月就职于毕马威华振会计师事务所, 历任审计师, 审计部经理等职; 2017 年 1 月至 2019 年 5 月就职于新东北电气集团, 全面负责财务管理工作; 2019 年 5 月至 2021 年 11 月就职于安徽和天医院管理有限公司, 担任首席财务官; 2022 年 8 月至今担任禾丰股份财务总监。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 重视员工激励, 陆续发布限制性股票激励与员工持股计划

禾丰股份分别于 2018 年发布限制性股票激励计划, 于 2024 年发布员工持股计划, 合计激励股票数量占比达公司总股本比例 4.03%。其中, 2018 年限制性股票激励计划的三个解除限售期中, 2019 及 2020 会计年度均完成针对净利润设定的公司层面业绩考核目标, 2021 会计年度由于受到白鸡与生猪养殖周期波动影响未能完成公司净利润目标。2024 年 5 月, 公司再次发布 2024 年员工持股计划, 激励对象包括公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员(不超过 426 人), 对 2025-2027 年度公司净利润设立业绩考核。公司重视员工激励, 良好的激励机制有望进一步绑定核心团队利益, 充分调动员工积极性。

表4: 公司重视员工激励, 分别于 2018 年、2024 年发布限制性股票激励计划与员工持股计划

激励计划名称	激励对象	对应公司股票数量(万股)	占发布日总股本的比例
2018 年限制性股票激励计划	中高层管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员(372 人)	获授的限制性股票数量 1,457.50 万股	1.75%
2024 年员工持股计划	公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员(不超过 426 人)	对应认购股数上限为 2,095.66 万股	2.28%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表5: 公司 2018 年限制性股票激励计划考核目标及完成情况

解除限售期	公司层面业绩考核目标	目标是否完成	具体情况
第一个解除限售期	以 2017 年净利润为基数, 2019 年净利润增长率不低于 25.00%	完成	以 2017 年归母扣非净利润 3.90 亿元为基础, 2019 年归母扣非净利润为 11.91 亿元, 增长率为 205.69%
第二个解除限售期	以 2017 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 37.50%	完成	以 2017 年归母扣非净利润 3.90 亿元为基础, 2020 年归母扣非净利润为 12.3 亿元, 增长率为 215.88%
第三个解除限售期	以 2017 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 51.25%	未完成	以 2017 年归母扣非净利润 3.90 亿元为基础, 2020 年归母扣非净利润为 1.35 亿元, 增长率为-65.39%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表6: 公司 2024 年员工持股计划考核目标

解锁期	公司层面业绩考核指标
第一个解锁期	2024 年度扣非后归母净利润不低于 6 亿元
第二个解锁期	2024-2025 年度累计扣非后归母净利润不低于 14 亿元或 2025 年度扣非后归母净利润不低于 8 亿元
第三个解锁期	2025-2027 年度累计扣非后归母净利润不低于 24 亿元或 2026 年度扣非后归母净利润不低于 10 亿元

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营分析: 经营规模稳步扩张, 盈利表现随景气波动

◆ 收入及利润: 收入稳步扩张, 盈利随禽产业景气波动。

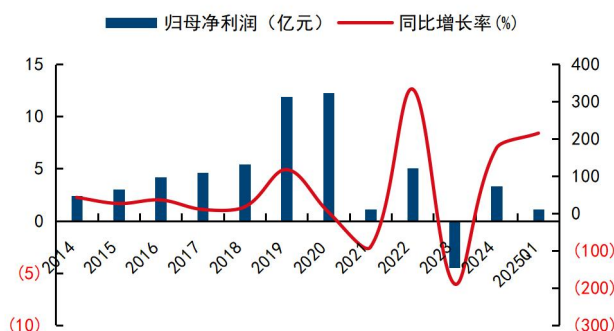
公司自 2014 年上市以来经营规模稳步扩张, 但盈利表现受猪禽产业景气影响波动明显。公司营业收入 2014-2024 年 CAGR 为 13.5%, 整体保持稳健增长态势。从 2024 年经营表现来看, 公司 2024 年营收同比-9.52%至 325.45 亿元, 归母净利润同比扭亏至 3.42 亿元。按业务进行拆分, 1) 饲料业务方面, 受生猪行业产能去化影响, 公司猪饲料销量 2024 年同比下降较多, 同时叠加饲料原材料价格下滑影响, 由此导致公司饲料业务收入与利润同比有所下滑, 但伴随养殖存栏恢复, 公司饲料销量及单吨盈利自 2024Q3 起已呈现环比修复态势。2) 禽产业业务方面, 虽然禽行情延续低迷, 但公司持续推进料肉比改善, 带动饲料成本下降, 并基于饲料、养殖、屠宰产业链一体化优势, 相较行业保持较好超额盈利。3) 生猪业务方面, 公司持续精进生猪养殖成本, 出栏保持稳健增长, 同时 2024 年受益猪价景气上行, 养殖利润同比明显增长。

图4：公司营业收入 2014-2024 年 CAGR 为 13.5%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润随畜禽产业景气波动明显



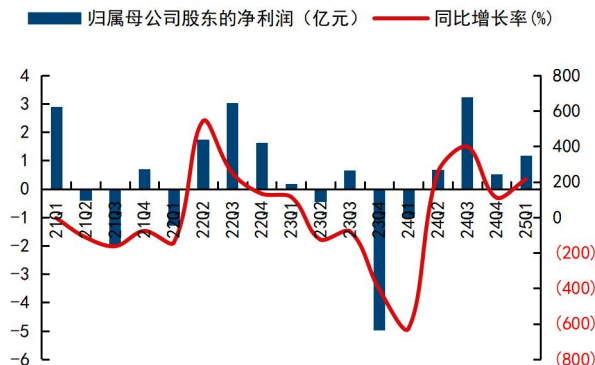
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司 2025Q1 营业收入同比增速转正



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司 2025Q1 归母净利润同比、环比均明显改善

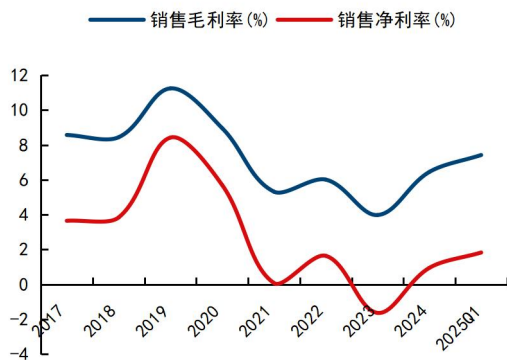


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 利润率及费用率：利润率同比修复，费用率相对平稳

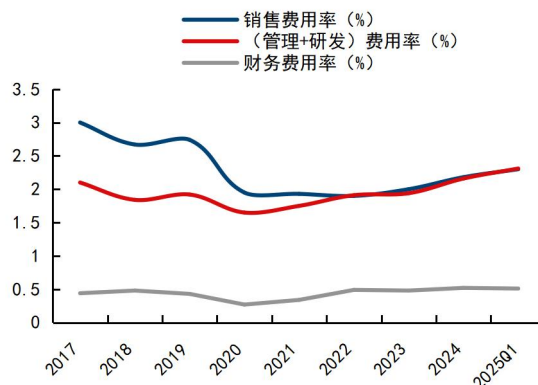
（1）**盈利能力方面**：受猪禽养殖景气回暖及公司生产成本改善影响，2024 年公司毛利率和净利率同比修复。2024 年毛利率同比+2.47pct 至 6.45%，2019-2024 年平均值为 6.99%；2024 年净利率同比+2.58pct 至 0.95%，2019-2024 年平均值为 2.53%。（2）**费用方面**：公司费用率整体维持平稳。2024 年销售费用率同比-0.12pct 至 2.18%，管理与研发费用率合计同比-0.15pct 至 2.16%，财务费用率同比+0.01pct 至 0.52%，费用支出水平伴随产能扩张整体维持平稳。

图8：公司利润率波动明显



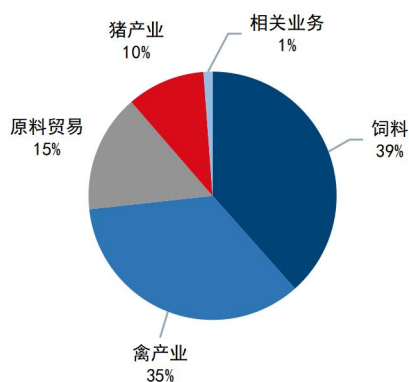
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司费用率较为平稳



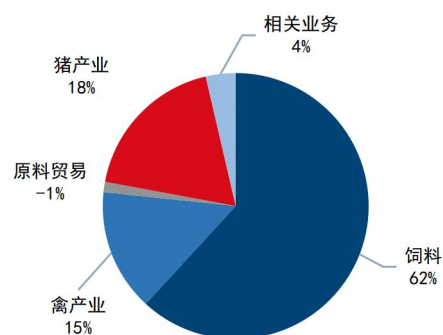
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司 2024 年主营业务收入结构（按产品）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司 2024 年主营业务毛利结构（按产品）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业展望：饲料受益存栏恢复，畜禽产业向头部集中

饲料：2025 年猪禽饲料增速有望受益存栏恢复

我国是畜禽饲料生产大国，行业仍有较大整合空间

我国饲料行业市场总收入接近 12000 亿元，2016–2024 年 CAGR 达 6%。近十年来我国饲料行业市场规模总体受益肉类需求提升以及饲料商品化率提升的驱动，保持稳定增速。其中，2019 年由于非洲猪瘟疫情蔓延的影响，生猪存栏大幅减少，影响猪饲料的需求，因此 2019 年全国饲料行业收入同比减少接近 10%，但 2020 年开始随着生猪存栏恢复以及家禽存栏维持，我国饲料生产又恢复增长态势，至 2023 年全国饲料行业营业收入达到 13304 亿元，2024 年由于生猪产能去化影响，全国饲料销量同比减少约 2%，叠加饲料原料玉米、豆粕等价格下滑带来饲料销售价格同比下行，因此 2024 年全国饲料行业营业收入同比减少约 10%至 12000 亿元，预计后续随养殖存栏恢复及玉米、豆粕价格筑底有望恢复增长趋势。

饲料行业竞争格局较为分散，年产量超 10 万吨的企业数量不断提升。我国饲料行业整体以中小规模企业为主，低效产能占比较大。近年来我国饲料行业呈现头部集中趋势，大量技术水平低、规模化程度低的小企业退出。2024 年全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 1032 家，比 2023 年减少 18 家；合计饲料产量 19468.3 万吨，在全国饲料总产量中的占比为 61.8%，比 2023 年提高 0.7 个百分点。另外，2024 年全国年产百万吨以上规模饲料企业集团 34 家，比 2023 年增加 1 家，预计未来行业集中度将继续提高。

图 12：我国饲料行业营业收入于 2024 年达 12000 亿元



资料来源：中国饲料工业协会，国信证券经济研究所整理

图 13：2023 年我国饲料行业总体 CR10 约 46%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

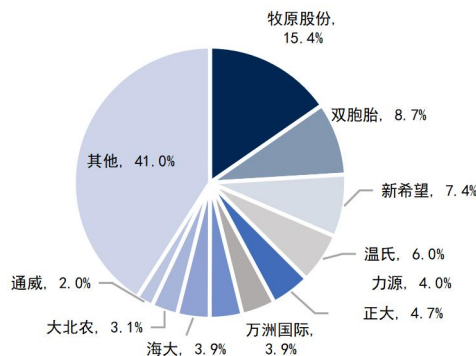
我国猪禽饲料头部企业仍有充裕的市占率提升空间。我国是畜禽养殖大国，同样也是饲料生产大国。据饲料工业协会披露的数据，2024 年全国猪饲料、禽饲料的产量分别为 1.4 亿吨、1.3 亿吨，行业空间广阔。从竞争格局来看，由于头部畜禽养殖企业发展自有饲料生产供应，实现自有饲料-养殖一体化，因此如果不考虑内销饲料的养殖企业，我国猪禽饲料外销企业的市占率均较低，呈现出两超多强的格局。其中，猪饲料两强双胞胎和新希望的市占率分别为 9%和 7%，禽饲料两强新希望和海大集团的市占率分别为 9%和 8%，其余头部饲料外销企业的市占率均在 4%以下。

图14：我国猪饲料总产量受益2018年非瘟后养殖规模化提升明显增加



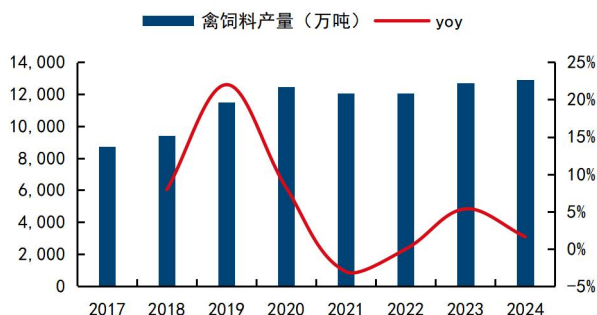
资料来源：中国饲料工业协会，国信证券经济研究所整理

图15：2023年我国猪饲料CR5占比接近42%



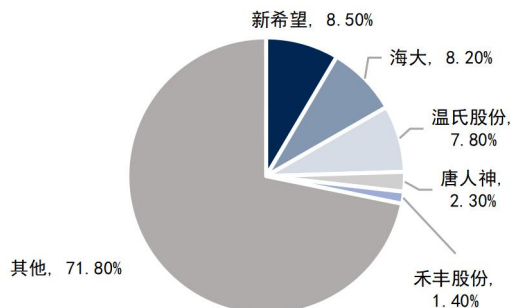
资料来源：Wind，中国饲料工业协会，新牧网，国信证券经济研究所整理

图16：我国禽饲料总产量增速更为平缓，下游禽养殖规模化集中度更高



资料来源：中国饲料工业协会，国信证券经济研究所整理

图17：2023年我国禽饲料CR5占比接近28%



资料来源：Wind，中国饲料工业协会，新牧网，国信证券经济研究所整理

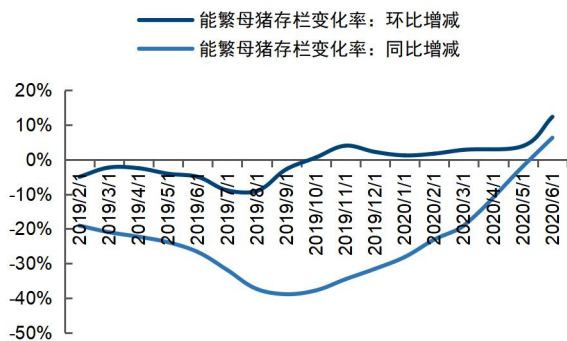
猪禽料销售随养殖周期波动较为明显

当畜禽存栏量提升后，养殖终端价格好转后，猪禽料需求也会相应好转。以2020年的能繁母猪存栏增速转正阶段为例，对于猪饲料，2020年6月能繁母猪存栏同比增速开始转正，环比连续9个月增长，而猪饲料销售直接受益于母猪存栏量提升，2020年6月开始，仔猪料和母猪料的环比增速也持续回升。禽饲料产量波动也有类似规律，在2020年，全国种鸡存栏（在产+后备）明显高于往年同期水平，蛋禽饲料和肉禽饲料产量也保持同比增长，环比持续改善。但伴随着2021年以来畜禽价格低迷，养殖亏损，饲料的盈利也开始下行。总体上，畜禽饲料受下游存栏及盈利影响，具备明显的周期性波动。

下游养殖规模化有望推动畜禽料集中度进一步提升。目前我国饲料行业参与者多且竞争激烈，靠价格战去抢占市场的现象也更为普遍，尤其在畜禽周期底部，下游由于盈利压力带来的压价影响也更明显，因此畜禽饲料销售在周期底部通常面

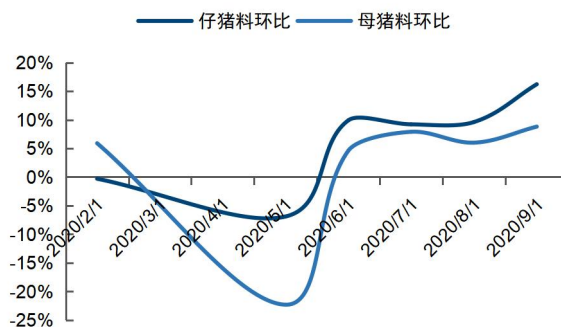
临量利双杀。从行业发展看，下游生猪养殖集中度正加速提升，将对饲料企业的质量和服務提出更高要求，龙头企业更占优势，头部饲料企业有望继续进行行业整合，实现规模扩张。

图 18：2019-2020 年能繁存栏环比及同比变化情况



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 19：2020 年仔猪料与母猪料增速受益能繁产能回升同步恢复



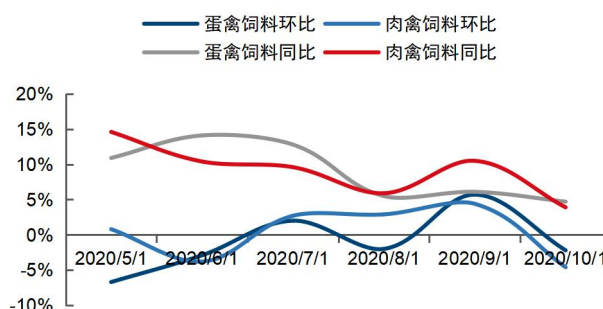
资料来源：中国饲料工业协会，国信证券经济研究所整理

图 20：2017-2020 年全国白鸡存栏波动情况



资料来源：白鸡协会，国信证券经济研究所整理

图 21：禽饲料增速与禽存栏具备正向波动关系



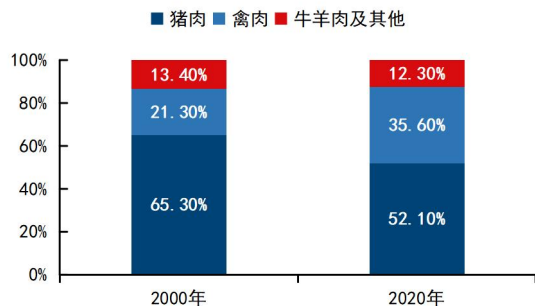
资料来源：中国饲料工业协会，国信证券经济研究所整理

白鸡：产业一体化延伸趋势延续，中长期看好消费提升

◆ 禽肉作为第二大消费肉类，价格景气受猪周期影响较大

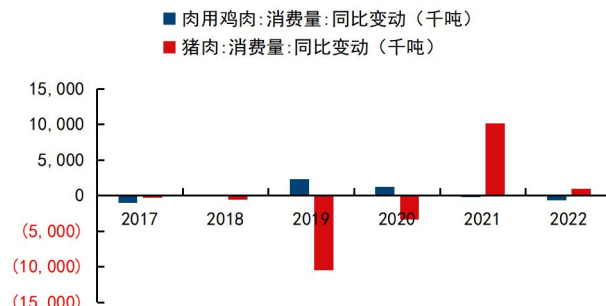
禽肉作为国内第二大消费肉类，具备较强的猪肉消费替代属性。目前我国禽肉消费规模呈现出持续扩张趋势。从肉类消费结构来看，国内城镇居民肉类消费中的禽肉占比已由 2000 年的 21.30% 提升至 2020 年的 35.60%，乡村居民肉类消费中的禽肉占比已由 2000 年的 16.30% 提升至 2020 年的 39.00%。从产量口径来看，鸡肉贡献禽肉主要规模，其中鸡肉近 60% 供给来自白羽肉鸡。从替代表现上来看，禽肉和生猪消费体现为较强的替代关系，这在上一轮非瘟驱动的猪肉价格周期中体现得尤为明显。消费量方面，受猪肉缺口驱动，鸡肉消费量在 2019 年后实现明显增长；价格方面，白羽肉鸡 2019 年以来与猪肉价格存在明显正向联动关系。考虑到 2025 年生猪供给或温和回升，猪价景气有望延续，预计白鸡价格有望同步维稳。

图 22: 禽肉是国内第二大消费肉类



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 23: 2019-2020 年在高蛋白缺口和高猪价驱动下，替代消费需求转向鸡肉



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图 24: 白羽肉鸡价格和生猪价格拥有较高的景气关联度

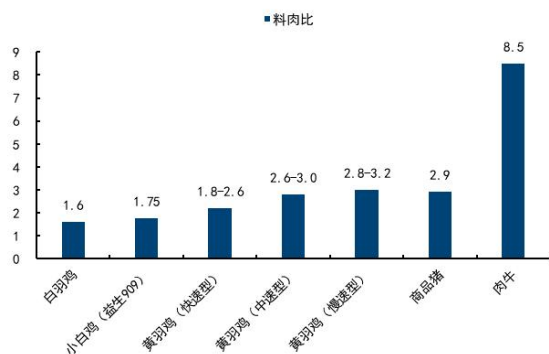


资料来源：博亚和讯，国信证券经济研究所整理

◆ 鸡肉消费具备扩容空间，看好终端品牌拓展

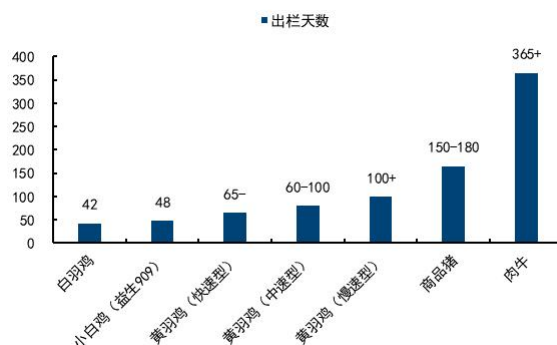
从生产效率来看，常规白羽肉鸡和小白羽肉鸡的料肉比和出栏天数均要明显低于黄羽鸡、肉猪和肉牛。参考海外经验，随餐饮和食品加工行业发展，在低成本驱动下，肉类消费具备向低成本肉类靠拢倾向。美国鸡肉消费量在上世纪 80 年代末已超过猪肉消费量，并在上世纪 90 年代进而超过牛肉，成为美国的第一大肉类消费品种。而日本作为东亚传统小农国家，其饮食结构曾和中国具有较大相似性，即肉类消费早期被猪肉主导，但目前鸡肉已经取代猪肉地位，成为了日本国内第一大肉类消费品种。

图 25: 肉鸡养殖料肉比明显低于商品猪和肉牛



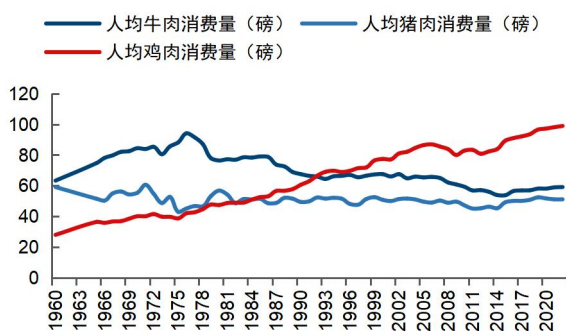
资料来源: 公司公告, 华经产业研究院, 优顶特研究院, 国信证券经济研究所整理

图 26: 肉鸡养殖天数明显低于商品猪和肉牛



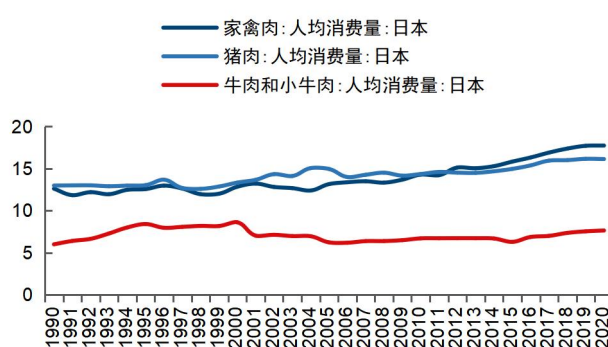
资料来源: 公司公告, 麦迪森生物数据中心, 人民网, 国信证券经济研究所整理

图 27: 美国鸡肉消费量在 1990s 末已超过牛肉消费量



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图 28: 鸡肉已成为日本国内第一大肉类消费品种 (单位: 千克)

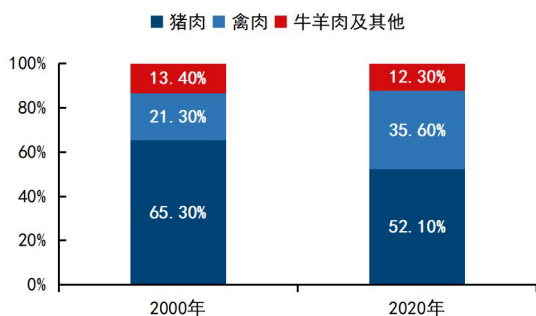


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内白鸡消费有望持续增加

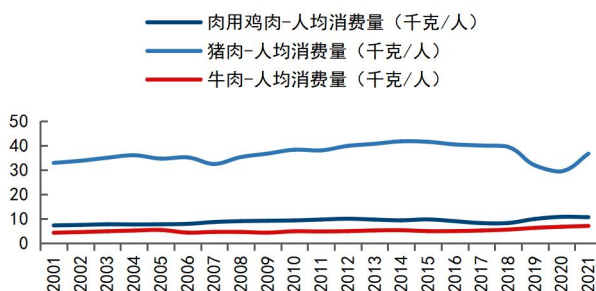
相较美国, 我国白羽肉鸡产业起步较晚, 近年鸡肉消费规模呈现出持续扩张趋势。从肉类消费结构来看, 国内城镇居民肉类消费中的禽肉占比已由 2000 年的 21.30% 提升至 2020 年的 35.60%, 乡村居民肉类消费中的禽肉占比已由 2000 年的 16.30% 提升至 2020 年的 39.00%; 从人均消费量来看, 国内人均肉用鸡肉消费量已从 2001 年的 7.28 千克/人增长到 10.64 千克/人。

图29：禽肉在国内城镇居民肉类消费中的占比已提升至近40%



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

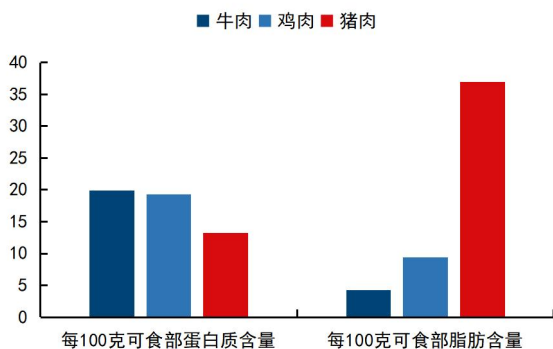
图30：国内人均禽肉消费量维持增长趋势但仍明显低于猪肉



资料来源：USDA，国家统计局，国信证券经济研究所整理

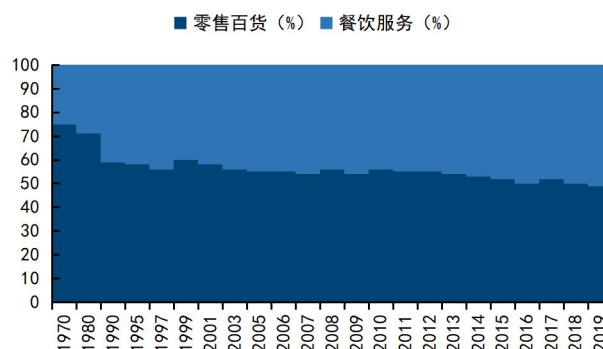
目前国内肉用鸡肉的人均消费量仍处于偏低水平，而参考美国发展经验，随餐饮行业逐渐成熟以及居民健康消费理念兴起，低成本、高营养的鸡肉或逐渐发展为核心肉类消费品种，因此我们认为国内白羽肉鸡消费仍具备较大扩张空间，养殖及加工企业长期有望受益产业扩容。

图31：鸡肉具备低脂高蛋白特性（单位：克）



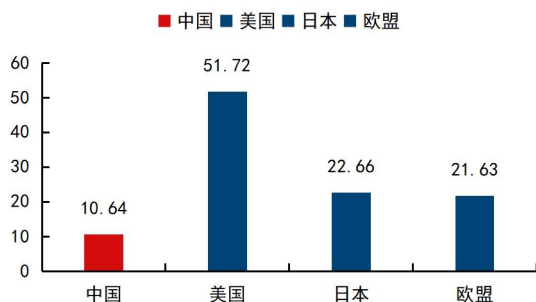
资料来源：生命时报，国信证券经济研究所整理

图32：美国超50%的鸡肉消费需求来自餐饮服务业



资料来源：NationalChickenCouncil，国信证券经济研究所整理

图33：2021年我国人均肉用鸡肉消费量明显低于其他国家或地区（单位：千克/人）



资料来源：USDA，世界银行，国信证券经济研究所整理

图34：2025年国内餐饮行业市场规模有望突破5万亿元

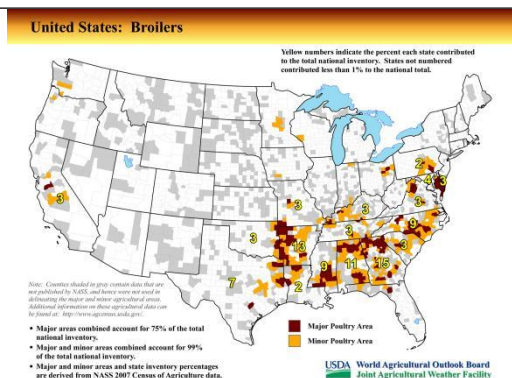


资料来源：国家统计局，艾媒数据中心，国信证券经济研究所整理

◆ 海外映射：基于高效率养殖的品牌竞争成为美国白鸡产业主线

根据新希望六和禽产业研究院许毅等人所著的《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》介绍，美国白羽肉鸡产业呈现出三个明显特征：（1）**集约化程度高**：美国近 95% 的肉鸡产量来自 17 个州，超 70% 的肉鸡产量来自前十大肉鸡企业，而且这些企业几乎全是垂直化一条龙企业，集种禽、饲料、养殖、屠宰、食品各业务板块于一体。（2）**工业化程度高**：工业化养殖模式在美国肉鸡规模中的占比高达近 98%，肉鸡企业建立了以屠宰场为核心的一条龙养殖体系，种禽场、孵化场、饲料厂均围绕在屠宰场周边形成集群建筑，养殖场则分布在屠宰场周边 100-150 公里以内，以保证出栏肉鸡及时转运至屠宰场进行分割加工。（3）**机械化程度高**：养殖场中每位工人能够实现 2-3 万只鸡的管理。

图 35：美国肉鸡养殖产业集约化特征明显



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 36：美国前十大肉鸡企业鸡肉产量占国内总产量的近 70%



资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

美国白羽肉鸡产业的组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段：

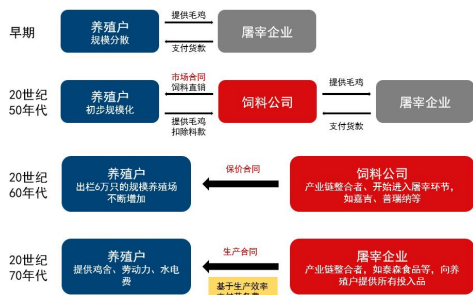
（1940s-1960s）饲料企业降本扩销动机催生产业一体化雏形：在此期间，美国肉鸡的商业化养殖开始兴起，养殖规模化程度不断提高，专业饲料的效率价值开始凸显，成为产业链中的重要盈利中心。然而随着行业竞争加剧，饲料企业受降本扩销动机驱动开始绕过经销商与规模养殖场建立合同养殖关系，即饲料厂承担饲料赊销和毛鸡代销双重角色，成为了产业链中原料、资金和毛鸡的中转枢纽，产业链一体化联接初具雏形。

（1960s-1980s）风险平抑与走量摊费动机推动产业链垂直整合：随着养殖场规模不断扩大、饲料行业竞争持续加剧，早期赊销合同开始逐渐转为保价合同，饲料厂为抵御价格波动带来的风险开始向下游屠宰拓展，屠宰环节逐步成为产业链的主导环节。在此期间，嘉吉、普瑞纳等饲料公司开始逐步发展屠宰板块，同时以泰森食品为代表的大型屠宰企业出于走量摊费需求，开始涉足饲料生产、禽苗孵化等上游环节，来为合同养殖户提供所有投入品，进而实现养殖环节的把握，行业垂直一体化整合快速发展。

（1980s-2000s）基于效率的代养合同兴起，竞争由成本转向产品渠道：一体化组织模式成型后，养殖、饲料和屠宰环节的竞争逐渐充分，此前的保价合同也逐步转变为基于养殖效率支付代养费的委托养殖合同，行业技术管理水平趋于成熟，料肉比、死亡率等养殖指标趋于平稳，成本端优化空间不断缩小，头部肉鸡养殖屠宰企业为提升利润，开始逐渐在产品开发和渠道拓展方面寻求突破，行业竞争从上游成本转向下游产品渠道。

（2000s-至今）基于高效率养殖的品牌化食品业务快速发展：进入 21 世纪后，为进一步寻求价值端突破，提升产品附加值和利润水平，头部屠宰企业开始向下游食品加工拓展，以食品直接触达渠道和终端，从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式正式成型。然而相比于依赖技术提升、管理优化的养殖业务，食品业务更依赖于产品研发和品牌建设，需要持续投入和创新才能实现利润的兑现，基于高效率养殖的品牌化消费产品竞争成为美国白羽肉鸡产业当前的发展主线。

图 37：美国白羽肉鸡产业组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段



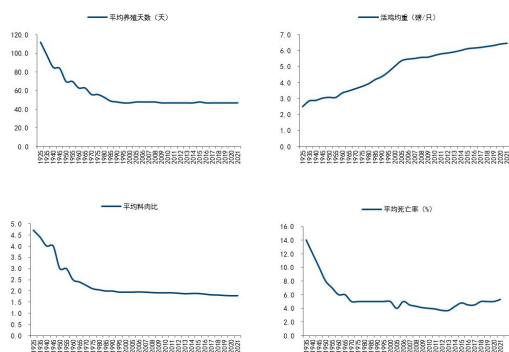
资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

图 38：美国白羽肉鸡产业现已形成从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式



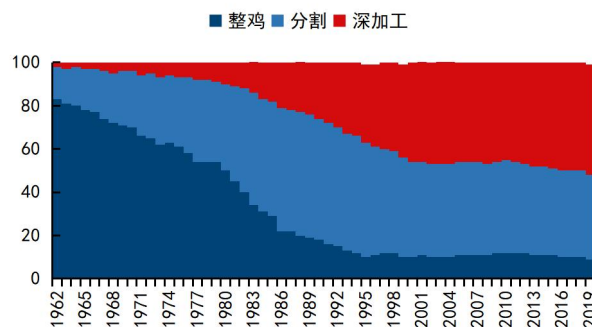
资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

图 39：美国肉鸡养殖指标在 1980s 后趋于平稳



资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

图 40：美国销售端深加工鸡肉占比自 1980s 开始快速提高

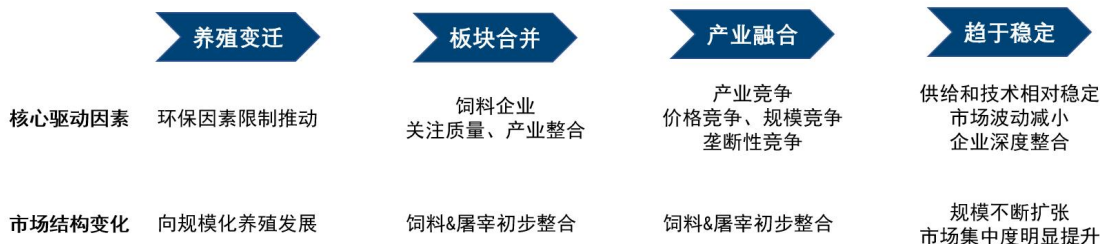


资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

◆ 国内白鸡产业展望：行业盈利中心呈下移趋势，看好头部企业品牌拓展

我国白羽肉鸡产业经历了从养殖规模化到产业链整合的发展过程，目前上游养殖环节的技术和管理水平已较为稳定成熟，屠宰环节随着竞争充分，盈利能力逐渐降至低位，拓展盈利能力更强且更稳定的品牌鸡肉产品业务，进而平抑周期风险、提升盈利能力，正在成为各家头部企业的发展主线。

图41：国内白羽肉鸡产业围绕屠宰环节已形成较为成熟的格局



资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

表7：国内多数白羽肉鸡上市企业已涉足品牌鸡肉深加工业务

公司名称	曾祖代养殖	祖代鸡苗销售	祖代引种	祖代养·殖	父母代鸡苗销售	父母代养殖	商品代鸡苗销售	商品代养殖	肉鸡屠宰	鸡肉深加工
圣农发展	X	X		X	X	X		X	X	X
益生股份			X	X	X	X	X			
民和股份						X	X	X	X	X
仙坛股份						X		X	X	X
春雪食品								X	X	X
禾丰股份						X		X	X	X
益客食品						X	X		X	X

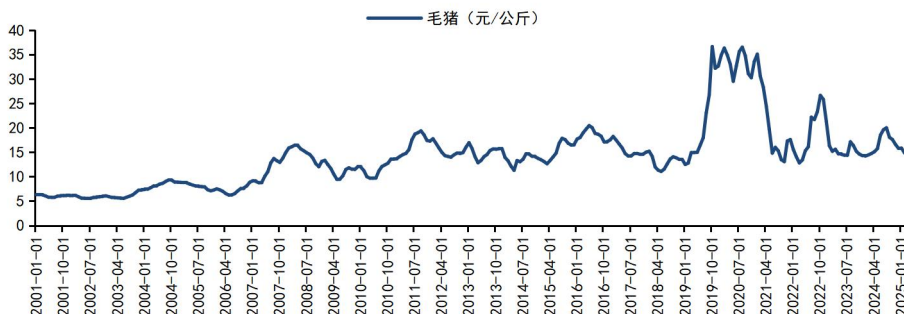
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

生猪：重视低成本优质企业市占率提升

◆ 周期预判：产业扩张意愿不足，预计 2025 年猪价景气有望维持

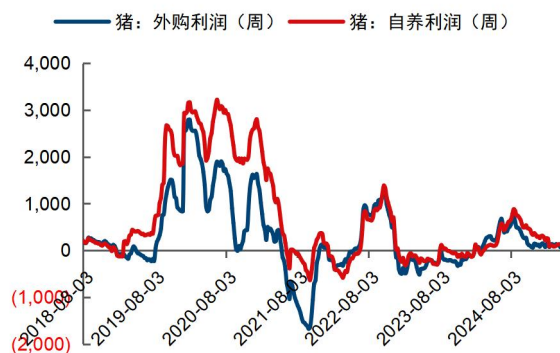
猪周期进入右侧，行业盈利转正。受现金亏损带来的市场化去产能、及冬季非瘟扰动共同驱动，本轮猪价自 2024 年 3 月起开始反转。2024 年 3 月末，猪价 2 月末环比上涨 8.02%至 15.09 元/公斤，自繁自养户与外购仔猪养殖户开始扭亏，生猪养殖行业结束自 2023 年以来一年多的深度亏损阶段，开始进入周期景气上行阶段，至 2024 年 8 月达到高点 21 元/公斤，后续开始阶段性回落，但受益产能增速较缓、饲料原料价格下行，行业仍保持较好盈利，2025 年 4 月末，生猪自繁自养户单头盈利仍接近 100 元。

图 42：本轮猪周期进入右侧，预计 2025 年低成本企业仍能维持较好单头盈利



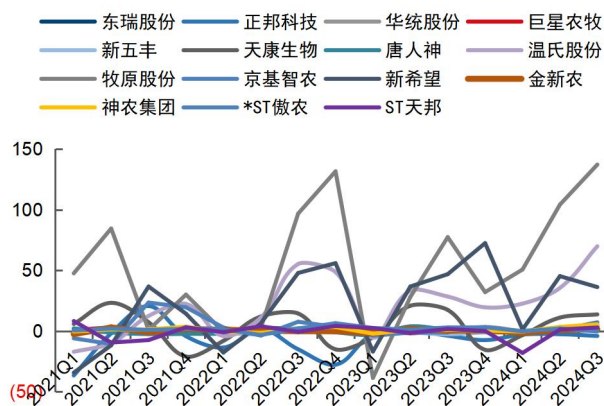
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图43：自繁自养与外购仔猪养殖户盈利自2024年3月起扭亏



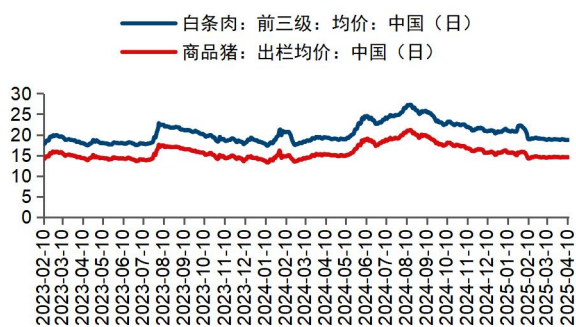
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图44：上市猪企经营性现金流（亿元）自2024Q2起逐季回暖



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图45：商品猪均价自2024年3月起景气回升（元/公斤）



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

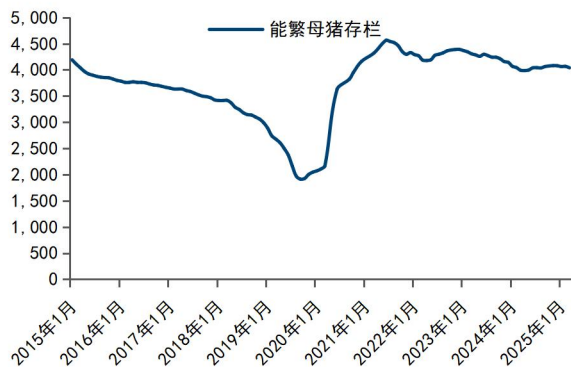
图46：断奶仔猪价格伴随猪价景气同步修复（元/头）



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

当前能繁母猪产能维持低位，产业扩张意愿不足。参考2024年2月29日农业农村部印发的《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》的通知，“十四五”后期，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在3900万头左右，当能繁母猪月度存栏处于正常保有量的92%-105%区间，为产能正常波动的绿色区域，官方将以市场调节为主，不需要启动调控措施。据农业农村部公布，2025年Q1末，全国能繁母猪存栏量4039万头，为3900万头正常保有量的103.6%，仍属于105%以内的产能调控绿色合理区域范围。从产能变化趋势来看，2025年Q1末能繁存栏较上一季度末环比减少1.0%，较本轮周期2024年4月末低点累计增长1.3%，行业自盈利以来，产能补充速度较慢。

图47: 2025年2月末能繁母猪存栏仍处于产能正常波动的绿色区域



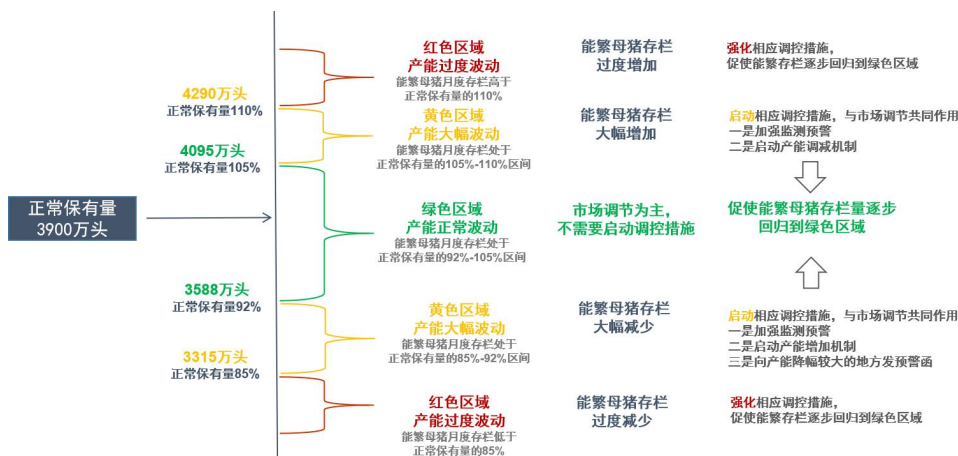
资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图48: 50kg二元后备母猪价格窄幅调整, 补栏情绪平淡(元/头)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图49: 2024年2月29日, 农业农村部印发《生猪产能调控实施方案(2024年修订)》

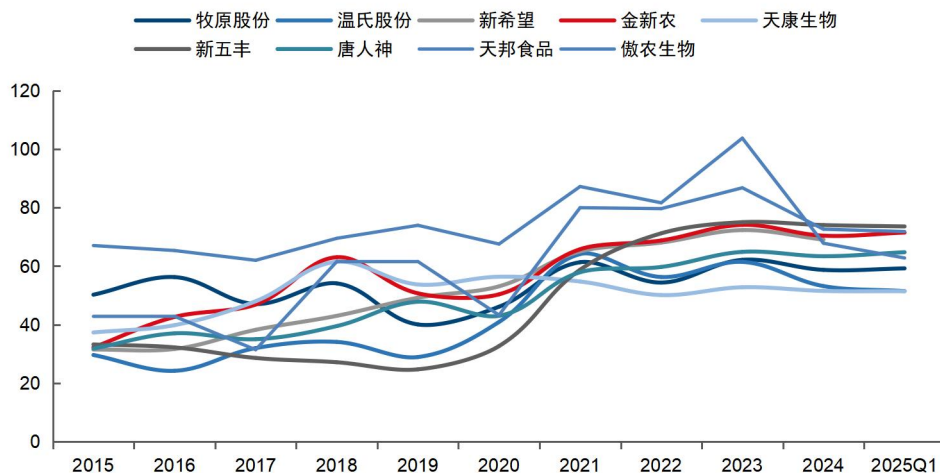


资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

猪企资产负债率仍处于历史高位, 产业扩表能力有限。2018年国内首次发生非洲猪瘟后, 行业产能大幅去化, 因此国内生猪行业在2019-2020年经历周期高盈利阶段, 头部企业周期顶部快速扩张, 将盈利转为固定资本开支, 而2021-2023年生猪价格进入下行周期, 养殖产业经营活动现金流失血, 主要靠筹资性现金流支撑, 上市公司通过定增、可转债等方式融资来补充现金流, 由此导致行业整体资产负债率中枢上移。

综合来看, 我们预计生猪产能会继续维持低波动, 2025年猪价景气有望维持。

图50: 上市猪企 2025Q1 末平均资产负债率接近 62%，产业杠杆处于历史较高水平

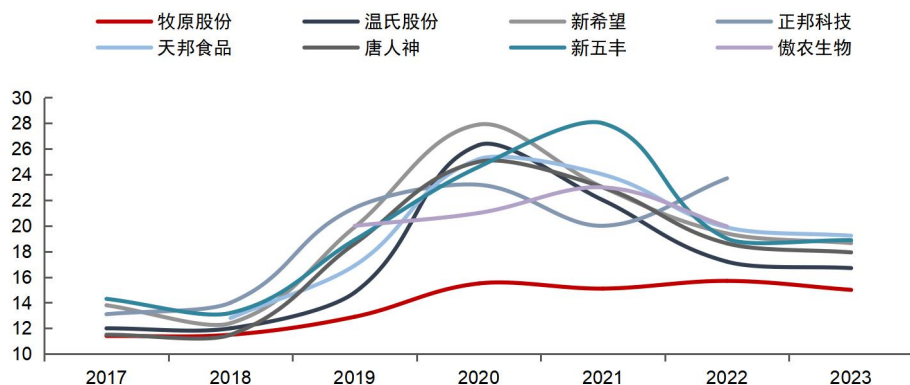


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 行业趋势：猪企经营管理禀赋仍存差距，头部企业成长空间充裕

国内生猪养殖产业仍处成本与效率竞争阶段，猪企经营与管理禀赋仍有差距。通过对比不同企业间的完全成本表现可以发现，养殖周期的巨幅波动成为了对企业经营能力考验的放大镜，具备竞争优势的优质企业凭借更强的超额盈利能力与杠杆控制能力，平稳穿越周期波动。

图51: 上市猪企养殖完全成本对比

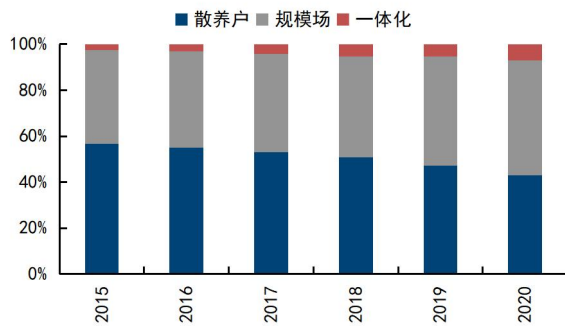


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国内养殖规模化进程稳步推进，与美国对比仍然处于规模化早期向加速期过渡的阶段。2018 年国内首次发现非洲猪瘟疫情后，国内养殖行业也发生了较大的边际变化，行业规模化程度大幅度提升，国内生猪散养户的数量加速下降，这也是本轮猪周期跟以往周期出现的较大不同。从农业农村部的统计数据来看，散养户产能占比由 2017 年的 53% 下降到 2020 年的 43%。据农业农村部预计，2023 年国内生猪养殖规模化率超过 68%，相较 2022 年提升约 3%。我们与美国的养殖结构演变历程对比来看，2020 年国内规模场出栏量占比约为 57%，仅相当于美国 1986 年的

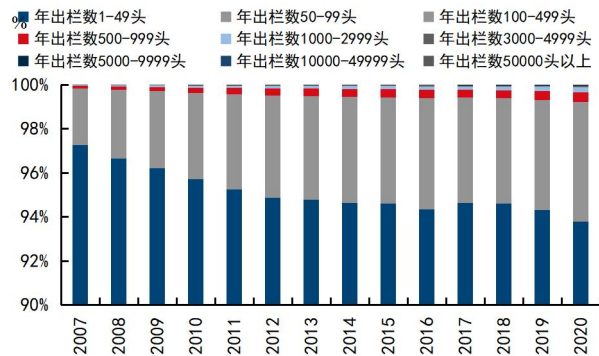
水平；2020 年国内养殖场头均出栏头数 25 头/户，仅相当于美国 1978 年的水平。考虑到美国在养殖规模化加速期，花了长达 15 年左右才基本完成养殖规模化，规模场出栏占比从 57%提升至 90%以上，未来我国养殖规模集中度提升的空间及时间依然充裕。按照 2024 年生猪养殖出栏统计来看，国内养猪产能 CR10 合计占比仅 25%，其中，优秀企业表现出明显的成长性，当前我国生猪竞争格局依然较为分散，未来头部的规模企业仍有较为充裕的市占率成长空间。

图 52：目前国内仍处养殖规模化早期阶段



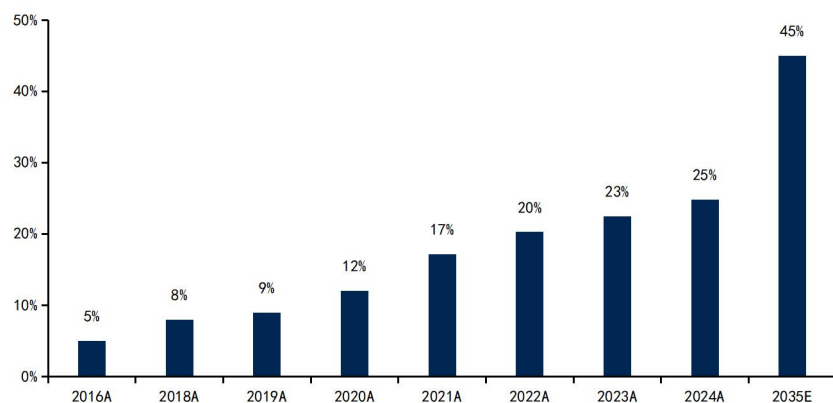
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 53：我国生猪散养户数量自 2018 年非瘟后下降较快



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预估

图 54：生猪养殖行业 CR10 自 2016 年以来稳步增长，2024 年达 25%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司看点：区位优势显著，饲料养殖屠宰一体化全链发展

饲料业务看点：产品矩阵完善，产能稳步扩张

公司饲料产品涵盖猪料、禽料、反刍料、水产料等全品类，自上市以来饲料产品收入保持稳步扩张趋势。公司自创立之初即专注于饲料领域，目前销售网络遍布全国 29 个省级行政区，且在尼泊尔、印尼、菲律宾等国家成功建立了饲料工厂，品牌影响力持续向国际拓展。通过深入洞察市场需求、精准规划并定位各阶段饲料产品，公司致力于以高品质的产品满足不同动物在生长周期中的营养需求，并为养殖户量身打造了集养殖技术指导、疫病防治策略、运营管理咨询等为一体的综合服务体系与系统解决方案，凭借专业的技术团队和丰富的行业经验，为养殖户提供全方位支持，帮助其实现养殖效益最大化。上市后凭借募投产能，公司饲料业务销量进一步扩张，饲料产品收入 2024 年达 125 亿元，2015-2024 年 CAGR 达 8.3%。

图55：公司饲料产品收入 2015-2024 年 CAGR 达 8.3%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

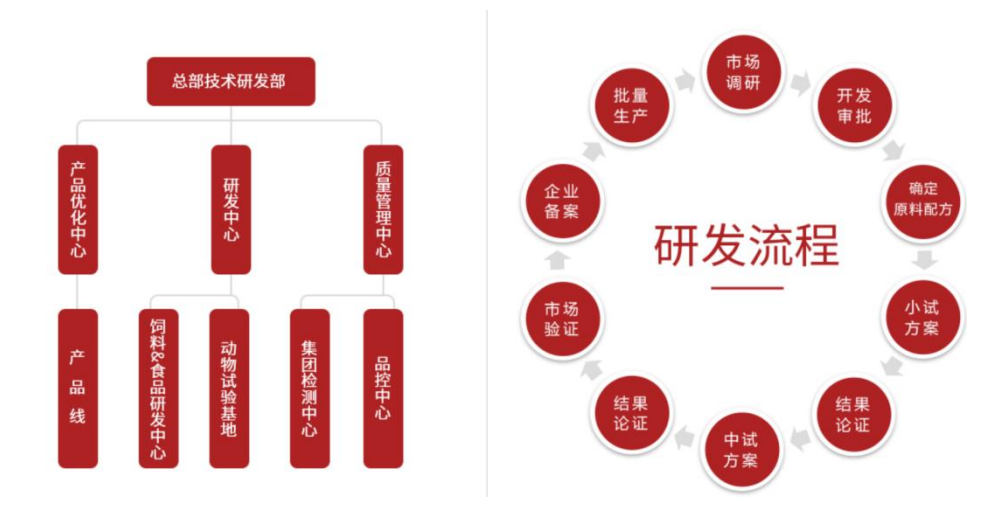
图56：公司 2024 年外销饲料产品中猪料、禽料、反刍料销量占比分别达 36%、43%、17%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司深耕饲料研发近三十年，研发体系积累深厚。基于持续的研发投入、全方位的国内外合作和高素质的研发人才队伍建设，禾丰股份的技术研发体系日臻完善，已形成产品优化中心、研发中心和质量管理中心，三大中心为公司研发创新和产业链发展打下坚实基础。其中，公司研发中心下设饲料和食品研发中心和动物试验基地，饲料和食品研发中心包括新产品设计开发部、原料价值评估部、生产工艺部。动物试验基地包括生猪、肉禽、蛋禽、特禽以及反刍、水产、皮毛等动物的试验基地。在研发流程落地阶段，科研人员对产品研发从市场调研、新产品设计、动物试验、小试、中试、投产再到技术升级、售后服务全过程进行分析思考、评估修正和数据积累等，确保投入市场新产品的先进性和竞争力，满足动物健康成长需求，保证肉、蛋、奶和水产品等食品的安全。研发中心也根据禾丰战略变化而不断调整，推动各产业不断向前发展。同时禾丰与战略合作伙伴荷兰皇家帝赫斯公司联合研发，共享成果。

图57：禾丰股份已形成产品优化中心、研发中心和质量管理中心为主导的技术研发体系



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表8：禾丰股份饲料研发团队核心带头人情况

姓名	专业背景	公司职位
邵彩梅	南京农业大学动物生理生化博士	首席技术官
任秉鑫	中国海洋大学细胞工程博士	肉鸡饲料产品首席专家
JanCortenbach	荷兰瓦格宁根大学畜牧学硕士	荷兰德赫斯公司驻禾丰技术总监
郭耀棋	中国农业大学动物科学博士	蛋禽饲料技术带头人
栗文钰	扬州大学动物营养硕士	反刍产品线高级营养师
李根来	南京农业大学动物营养与饲料科学博士	辽宁区猪料技术研发总监
张淑枝	中国农业大学动物营养与饲料加工专业硕士	辽宁区反刍技术研发总监、集团反刍预混料研发负责人

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司拥有国内一流的研发检测能力及数据库。禾丰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，同时公司拥有国内一流的检测设备，设有理化、微生物、精密仪器三大类检测室，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DeHeus公司的数据资源，拥有母猪、商品猪、繁育牛、商品牛的精准净能体系数据库、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料，以获得最低成本配方，实现较好性价比。

表9：禾丰股份2024年在猪饲料、反刍料、禽料等产品研发上取得进一步进展

饲料产品类别	2024年研发进展
猪饲料产品线	优化无抗方案，特别是低锌产品的验证，持续梳理、合并和精简功能性添加剂，降低配方成本。结合饲料产品线及生猪产业化研发结果和实际生产数据，不断打磨产品，形成可落地的饲喂模式及成本分析方案，有效支撑规模化猪场的开发。
反刍料产品线	深入推动肉羊自由采食模式，开发推出新产品，更为简化饲喂模式，适应市场需求；肉牛方面结合牧场粗饲料种类及养殖品种，推出新的定制化产品；奶牛方面更侧重犊牛营养方案及产品调控，着力解决犊牛腹泻、毛色不佳等养殖痛点。
禽料产品线	肉禽料方面，持续完善饲料料型，完成适宜肉鸡生长的“碴”“粒”比例试验，确定了更为完善的生产工艺，进一步降低料肉比；蛋禽料方面，继续探究料型对产蛋高峰期性能及蛋品质等的影响，为产品的迭代升级提供数据支持。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

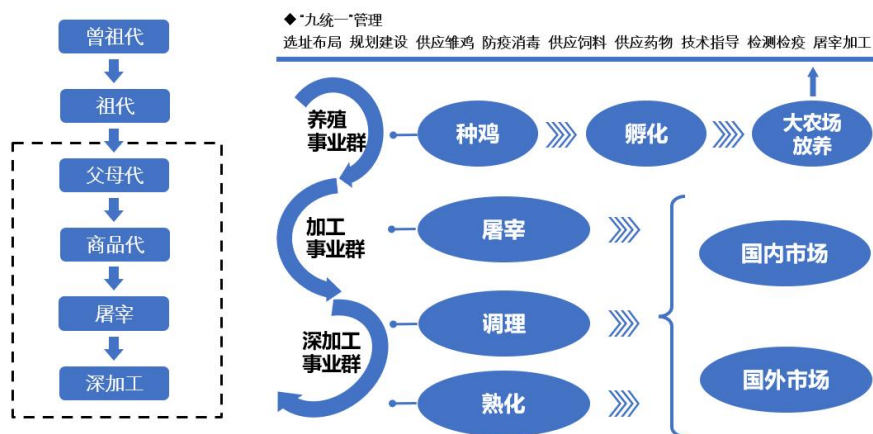
肉禽产业化业务看点：全链配套完善，上下游协同发展

全产业链一体化协同发展，屠宰环节毛鸡自供比例超过 90%

公司白鸡产能具备区位优势。公司白羽肉鸡事业主要布局于东北三省、河南、河北和山东，这些地区饲料原料的粮食及其副产品种类丰富、性价比高、物流便捷，同时白羽肉鸡生产量约占全国白羽肉鸡总量的 75%以上，是中国最主要的几个白羽肉鸡产业发展区域，具有良好的白羽肉鸡养殖基础和较为成熟的市场销售体系，进而有利于公司形成产业规模优势，提高运营效率，降低物流成本。

公司在肉禽产业的业务划分为养殖、加工、深加工三大事业群，涵盖肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰加工、调理品与熟食深加工等业务环节。公司在肉禽产业链各环节的配套较为健全，一体化的运营模式保证了各环节原料的充足供应，并且从源头开始对饲料生产、肉鸡养殖、屠宰、肉品及食品加工全过程严格把控，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保障有机整合，最终实现食品安全可追溯。

图 58：禾丰白羽肉鸡业务布局覆盖从父母代到深加工的养殖-加工-深加工全产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在商品代肉鸡养殖环节，公司主要采取“公司+大农场”的委托代养模式，公司向养殖户提供禽苗，产出商品代肉鸡后，由公司按照产品的料肉比、存活率等指标计算并支付代养费。在经营管理上，公司对农场实施“九统一”的流程化管理（统一选址布局、统一规划建设标准、统一供应雏鸡、统一防疫消毒、统一供应饲料、统一供应药物、统一技术指导、统一检测、统一屠宰加工），并严格执行科学饲养标准，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，并通过种养结合的方式减少粪便污染，促进资源再利用。2023 年公司与合作伙伴共养殖 7.6 亿羽肉鸡，屠宰环节毛鸡自供比例超过 90%。2024 年，公司商品代肉鸡的出栏均重可达 2.9-3kg，平均成活率 96-97%，养殖料肉比达到 1.44-1.48，欧洲效益指数达到 450-460，得到了合作大农场的广泛认可。

在肉鸡加工环节，公司拥有 20 家控股、参股屠宰企业，年屠宰能力超过 11 亿羽，2024 年公司控参股企业合计屠宰白羽肉鸡 9.2 亿羽，同比增长 14%；目标 2029 年实现控股与参股企业合计屠宰 15 亿羽白羽肉鸡。公司采用国内先进的禽类自动化专业生产流水线，严格执行出入检验检疫和药残检测，层层监管，从而建立起完善的质量保障体系与可追溯系统。公司不断精进屠宰加工技术，实施系统化员工

岗前培训、屠宰技术培训，结合 6S 精益管理模式不断提升屠宰加工水平，同等规模企业中，公司的屠宰出成率和人均屠宰效率均位居行业前列。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，同时销往蒙古、巴林、阿富汗等国家及我国香港、澳门等地区。

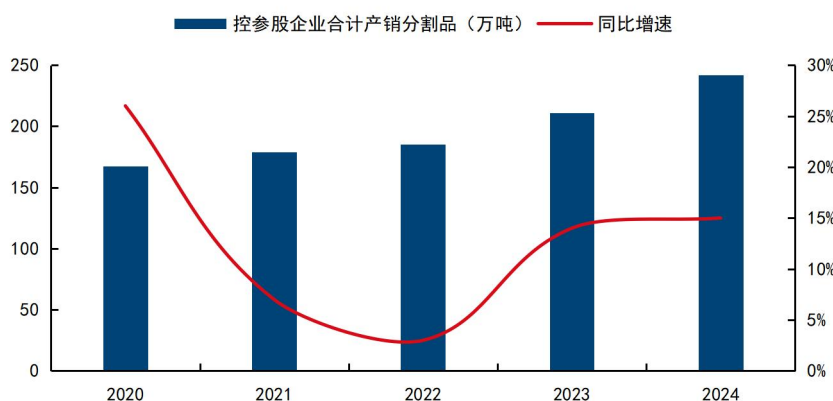
图 59: 禾丰控参股企业白羽肉鸡屠宰量稳步扩张，2014-2024 年 CAGR 达 20%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在深加工环节，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，目前拥有深加工产品百余种。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。同时公司积极拓展熟食出口业务，熟食产品已进入日本、韩国市场，反响良好。目前，公司已与罗森、全家、7-11 等多家连锁便利店达成合作。2023 年公司控参股企业合计产销调理品及熟食 3.2 万吨，同比增长 19%。

图 60: 禾丰控参股企业白羽肉鸡合计产销分割品稳步增长，2019-2024 年 CAGR 达 13%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

生猪业务看点：轻资产模式扩张，稳步扩大规模

公司于 2016 年开始尝试生猪产业，于 2018 年将生猪业务确定为战略业务，计划实现肉禽与生猪产业链双轮驱动的互补型经营模式。目前公司通过自建、合资、租赁等方式在东北三省、内蒙古、河南、河北、安徽等区域均实现产业布局。公司生猪业务主要涵盖种猪养殖与销售、商品仔猪销售、育肥猪放养及少量自养、生猪屠宰等业务环节，通过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。公司生猪养殖业务单月业绩于 2024 年 3 月转为盈利，养殖成本处于行业领先水平。

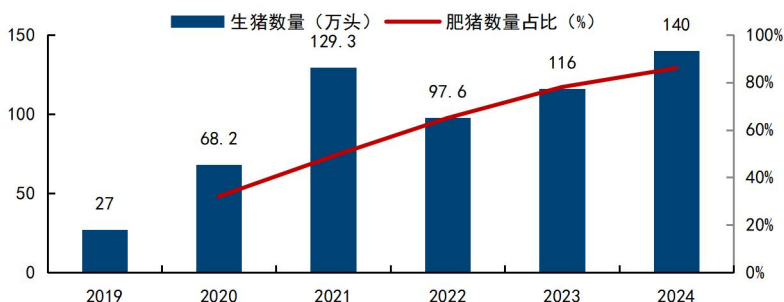
图 61：禾丰已拥有育种、养殖、屠宰及加工一体化的生猪产业链条



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司生猪产能自 2021 年低效产能淘汰后保持稳步扩张态势。2021 年随着猪价周期拐点到来，公司淘汰低效产能，2021Q3、2021Q4 分别淘汰低产母猪 2 万头、0.9 万头，母猪数量于 2021 年底缩减至 5 万头，其中能繁母猪 3 万头、后备母猪 2 万头，母猪整体生产性能进一步增强。同时，公司提高了合作猪场的考核标准，充分发挥轻资产运营优势，及时终止了与部分育肥场、放养场的合作，减负慢行，大幅降低成本费用，充分保障资金安全。因此公司 2022 年生猪出栏 97.6 万头，同比减少 25%。同时公司继续以“控规模、提质量”为主要发展方略，2022 年也成立育种管理小组，根据种猪育种指数、产仔情况、胎次、发情均匀度等情况进行批次种猪分级，梳理并建立核心群与扩繁群，并通过外引优秀公猪改善公猪群，提高种猪性能测定水平，不断完善育种体系。2022 年底公司母猪存栏有序扩张至 6.3 万头，同比增加 26%；2024 年生猪合计出栏 140 万头，同比增长 21%；其中，肥猪出栏 121 万头，仔猪出栏 16 万头，种猪出栏 3 万头。根据 2024 年报披露，2025 年公司计划实现出栏 180-200 万头的经营目标，出栏有望保持稳健扩张。

图 62：禾丰生猪出栏数量自 2022 年产能精简后稳步扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司生猪业务板块持续推行过程绩效管理体系。每月集团、区域、子公司三层级联动召开经营分析会，运用“对外学习、对内复制”的对标分析，精准定位各猪场核心关键问题，形成任务清单并严格落实改进计划。团队建设上，公司加速吸纳年轻技术与管理骨干，强化对中基层管理者的培训，通过跟踪培养与重点帮扶助力年轻猪场管理者快速成长。同时，定期开展人才盘点，依据优胜劣汰原则强化对中基层猪场管理者的考核评估，实现人才队伍的动态优化。配合科学合理的薪酬激励机制，猪场管理人员的主观能动性显著增强。

公司生猪业务已建立全方位的系统运营体系。首先，在品系选择与育种上，公司引入法系、加系、丹系优质种猪，适配不同区域，培育纯正种猪。同时构建科学选种选配方案，开展平台化选育，优化种群结构，巩固种源优势，提升养殖竞争力。其次，在饲养管理上，公司打造生猪全程饲养高效动态管理系统，融合三大数据库与三项关键技术，为猪场定制营养与饲养管理方案。通过持续数据收集分析、效果跟踪，精准优化营养方案，精细化管理并预警风险，提升生产成绩。此外，在生物安全上，公司建立生物安全管理体系，涵盖小单元饲养、四区管控等多环节。猪场外围设多层级安全区，专业消毒人、车、物；内部依安全等级分区，配隔离阻断方案，关键点位可视化监控。各区域设专业实验室，用多元技术精准检测、剔除疫病，保障猪场安全。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

饲料产品：按细分品种拆分来看，公司 2024 年饲料外销中猪料、禽料、反刍料销量分别为 141、170、68 万吨；销量占比分别为 36%、43%、17%。具体看各品种：

1) **猪料：**2024 年受到生猪行业产能去化造成的存栏减少影响，公司猪料销量同比下滑 9%，我们预计 2025-2027 年伴随行业整体生猪存栏低位恢复，公司猪料销量有望恢复较好增长，预计猪料销量增速 2025-2027 年分别为 8%、10%、11%。

2) **禽料：**2024 年受到东北地区蛋禽存栏减少影响，公司禽料销量同比下滑 8%，考虑到国内祖代蛋禽 2024 年初恢复引种，我们预计 2025-2027 年蛋禽行业整体存栏恢复，公司禽料销量有望恢复平稳增长，预计禽料销量增速 2025-2027 年分别为 2%、4%、5%。

3) **反刍料：**2024 年受到肉牛养殖行业亏损影响，公司反刍料销量同比下滑接近 8%，我们预计国内肉牛价格有望于 2025 年反转，预计 2025-2027 年肉牛行业盈利上行，公司反刍料业务有望受益，预计反刍料销量增速 2025-2027 年分别为 3%、5%、5%。

综合来看，我们预计公司饲料产品 2025-2027 年销量增速为 4.51%/6.42%/7.20%，单位销价增速为 2.25%/2.89%/2.95%，营收为 133.68/146.37/161.54 亿元，同比增速 6.87%/9.49%/10.36%，毛利率由于上游玉米、豆粕等原料价格预计将筑底回升，因此预计 2025-2027 年毛利率分别为 11.10%/10.80%/10.50%，对应 2025-2027 年饲料业务毛利分别为 14.84/15.81/16.96 亿元。

肉禽产业：公司近年屠宰量保持稳步扩张，2024 年公司通过优化饲料配方、改良饲喂模式，同时动态调整农场主的代养费政策等，实现了商品代肉鸡养殖成本同比显著下降。考虑到当前白鸡父母代同比减量且存在结构变化，中期消费或逐步上移，因为我们预计 2025-2027 年白羽鸡价格景气有望修复，同时公司养殖成绩有望提升，预计未来肉禽产业经营有望给公司贡献更多正向利润。我们预计公司 2025-2027 年白羽鸡屠宰量增速分别为 7.00%/6.50%/5.20%，单羽屠宰毛利分别为 0.38/0.43/0.44 元，对应肉禽产业 2025-2027 年营收为 121.56/129.83/137.10 亿元，同比增速 7.20%/6.80%/5.60%，毛利率为 3.08%/3.47%/3.54%，对应毛利分别为 3.74/4.51/4.85 亿元。

原料贸易：公司饲料原料贸易业务主要销售鱼粉、豆粕、玉米副产品等大宗饲料原料及氨基酸、抗氧化剂、防霉剂、维生素等饲料添加剂产品，毛利率预计随原料价格筑底同步回暖。我们预计原料贸易业务 2025-2027 年营收为 50.60/51.66/52.80 亿元，同比增速 1.20%/2.10%/2.20%，毛利率为 0.50%/0.60%/0.75%。

生猪产业：公司生猪业务采取轻资产模式稳步扩张，参考公司公告的 2025 年经营计划，其计划 2025 年实现出栏 180-200 万头，我们预计公司 2025-2027 年分别出栏生猪 190/200/210 万头。盈利水平上，2024 年公司单头生猪销售毛利 284 元，处于行业领先水平，考虑到当前生猪产业杠杆偏高，产能恢复速度较缓，预计 2025 年生猪供给恢复程度有限，猪价将同比下行但低成本企业仍有望维持正向盈利，但 2026-2027 年盈利压力或将增大，因此我们预计公司 2025-2027 年单头生猪毛利分别为 195/112/25 元。最终我们预计公司生猪产业 2025-2027 年营收为

40.81/39.19/36.86 亿元，同比增速 22.99%/-3.96%/-5.97%，毛利率为 9.08%/5.72%/1.42%，对应毛利分别为 3.71/2.24/0.53 亿元。

其他业务：公司其他业务为畜禽产业链相关的配套业务，非公司主营方向，预计增速与毛利率基本稳定。我们预计公司其他业务 2025-2027 年营收为 3.88/3.99/4.08 亿元，同比增速 3.00%/2.80%/2.20%，毛利率为 14.8%/14.3%/14.2%，对应毛利分别为 0.56/0.57/0.58 亿元。

表 10：禾丰股份主营业务收入拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务总收入（亿元）	328.12	359.70	325.98	351.15	371.74	393.14
yoy (%)	11.34	9.62	-9.37	7.72	5.86	5.76
主营业务总毛利（亿元）	19.73	14.30	20.84	23.19	23.54	23.43
毛利率 (%)	6.01	3.98	6.39	6.60	6.33	5.96
饲料产品收入（亿元）	156.43	164.70	125.09	133.68	146.37	161.54
yoy (%)	1.86	5.29	-24.05	6.87	9.49	10.36
饲料产品毛利（亿元）	12.20	13.87	13.30	14.84	15.81	16.96
饲料产品毛利率 (%)	7.80	8.42	10.64	11.10	10.80	10.50
饲料合计外销量（万吨）	399.09	430.51	395.67	413.53	440.08	471.76
yoy (%)	-7.85	7.87	-8.09	4.51	6.42	7.20
猪料销量（万吨）	155.81	155.65	141.00	152.28	167.51	185.93
yoy (%)	-21.00	-0.10	-9.41	8.00	10.00	11.00
禽料销量（万吨）	150.73	184.95	170.00	173.40	180.34	189.35
yoy (%)	5.53	22.70	-8.08	2.00	4.00	5.00
反刍料销量（万吨）	73.57	74.21	68.00	70.04	73.54	77.22
yoy (%)	2.62	0.87	-8.37	3.00	5.00	5.00
禽产业收入（亿元）	92.84	112.12	113.40	121.56	129.83	137.10
yoy (%)	12.47	20.77	1.14	7.20	6.80	5.60
禽产业毛利（亿元）	3.98	0.70	3.19	3.74	4.51	4.85
禽产业毛利率 (%)	4.29	0.62	2.81	3.08	3.47	3.54
原料贸易收入（亿元）	51.80	52.99	50.00	50.60	51.66	52.80
yoy (%)	40.88	2.30	-5.64	1.20	2.10	2.20
原料贸易毛利（亿元）	1.86	1.46	-0.27	0.25	0.31	0.40
原料贸易毛利率 (%)	3.59	2.75	-0.54	0.50	0.60	0.75
猪产业收入（亿元）	20.58	25.76	33.18	40.81	39.19	36.86
yoy (%)	38.31	25.17	28.80	22.99	-3.96	-5.97
猪产业毛利（亿元）	0.81	-2.38	3.97	3.71	2.24	0.53
猪产业毛利率 (%)	3.93	-9.23	11.97	9.08	5.72	1.42
其他业务收入（亿元）	6.14	3.66	3.77	3.88	3.99	4.08
yoy (%)	-9.17	-40.39	3.00	3.00	2.80	2.20
其他业务毛利（亿元）	1.00	0.57	0.56	0.56	0.57	0.58
其他业务毛利率 (%)	16.24	15.47	14.8	14.3	14.2	14.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

表 11：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32545	35058	37114	39251
营业成本	30447	32743	34764	36911
销售费用	710	747	705	730
管理费用	673	705	694	701
研发费用	29	31	34	32
财务费用	168	126	131	126
资产减值及公允价值变动	-53	-57	-67	-72
营业利润	444	634	683	659

利润总额	394	639	700	677
归属于母公司净利润	342	433	478	465
EPS	0.37	0.47	0.52	0.51
ROE	5.1%	6.2%	6.5%	6.1%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025–2027 年收入分别为 351/371/393 亿元，归属母公司净利润 4.33/4.78/4.65 亿元，每股收益 2025–2027 年分别为 0.47/ 0.52/ 0.51 元。

盈利预测的敏感性分析

表 12：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	35,970	32,545	35,360	37,682	40,112
(+/-%)	9.6%	-9.5%	8.6%	6.6%	6.4%
净利润(百万元)	-457	342	480	529	519
(+/-%)	-	-	40.0%	10.3%	-1.9%
摊薄 EPS	-0.50	0.37	0.52	0.58	0.56
中性预测					
营业收入(百万元)	35,970	32,545	35,058	37,114	39,251
(+/-%)	9.6%	-9.5%	7.7%	5.9%	5.8%
净利润(百万元)	-457	342	433	478	465
(+/-%)	-	-	26.5%	10.4%	-2.8%
摊薄 EPS(元)	-0.50	0.37	0.47	0.52	0.51
悲观的预测					
营业收入(百万元)	35,970	32,545	34,757	36,550	38,402
(+/-%)	9.6%	-9.5%	6.8%	5.2%	5.1%
净利润(百万元)	-457	342	268	301	275
(+/-%)	-	-	-21.6%	12.3%	-8.8%
摊薄 EPS	-0.50	0.37	0.29	0.33	0.30
总股本（百万股）	919	919	919	919	919

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 9.60-10.36 元，给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：9.60-10.36 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表 13：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	11.34%	9.63%	-9.52%	7.72%	5.86%	5.76%	6.70%	6.00%
营业成本/营业收入	93.99%	96.02%	93.55%	93.40%	93.67%	94.04%	94.20%	93.90%
管理费用/营业收入	1.60%	1.67%	2.02%	1.97%	1.83%	1.75%	1.85%	1.81%
研发费用/营业收入	0.27%	0.23%	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.09%	0.09%
销售费用/销售收入	1.90%	2.00%	2.18%	2.13%	1.90%	1.86%	1.96%	1.91%
营业税及附加/营业收入	0.14%	0.15%	0.18%	0.14%	0.14%	0.14%	0.15%	0.15%
所得税税率	14.52%	-22.27%	21.23%	20.50%	19.95%	19.56%	19.10%	19.08%
股利分配比率	27.17%	-56.93%	35.16%	21.00%	22.74%	54.30%	35.68%	42.57%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 14：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.30	T	20.50%
无风险利率	2.00%	Ka	11.10%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.88
公司股价（元）	8.55	Ke	15.15%
发行在外股数（百万）	919	E/(D+E)	64.09%
股票市值（E，亿元）	7861	D/(D+E)	35.91%
债务总额（D，亿元）	4405	WACC	11.22%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 9.60-10.36 元。

表 15：禾丰股份 FCFF 预测表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	782.6	866.0	821.1	718.3	937.5
所得税税率	20.50%	19.95%	19.56%	19.10%	19.08%
EBIT*(1-所得税税率)	622.2	693.3	660.5	581.1	758.6
折旧与摊销	471.0	504.9	536.0	571.1	609.6
营运资金的净变动	(494.7)	(61.0)	54.4	57.3	(185.3)
资本性投资	(451.0)	(471.0)	(521.0)	(591.0)	(611.0)
FCFF	147.5	666.1	729.9	618.6	572.0
PV(FCFF)	132.6	538.4	530.5	404.2	336.0
核心企业价值	10,375.0				
减：净债务	1,209.6				
股票价值	9,165.4				
每股价值	9.97				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.8%	11.0%	11.22%	11.4%	11.6%
永续 增长 率变 化	1.7%	10.78	10.44	10.12	9.81	9.52
	1.6%	10.69	10.36	10.04	9.74	9.45
	1.5%	10.61	10.28	9.97	9.67	9.38
	1.4%	10.52	10.20	9.89	9.60	9.32
	1.3%	10.44	10.12	9.82	9.53	9.25

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：9.64–10.11 元

我们采用 PE 法进行估值，预计公司 2025–2027 年 EPS 分别为 0.47/0.52/0.51 元。基于业务模式和业务构成，我们选取圣农发展、仙坛股份、大北农作为可比标的：

圣农发展：公司主营业务是肉鸡饲养及初加工、鸡肉产品深加工，建立了完整配套的白羽肉鸡自繁自养自宰及深加工全产业链业务。2024 年公司鸡肉销售、肉制品于总收入中占比分别为 56%/38%。

仙坛股份：公司主要从事饲料生产、父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工销售。2024 年公司鸡肉产品收入于总收入中占比为 95%。

大北农：公司已形成以饲料产品为基础，集种业、动保疫苗、生猪养殖等相互协同发展的产业综合布局。2024 年总体营业收入为 287.67 亿元，其中饲料产品、生猪产品、种业产品收入占比分别为 66%、22%、5%。

上述可比公司的 2025 年对应的平均市盈率为 20.7x。其中，圣农发展是国内白羽鸡一体化自繁自养龙头，育种自主可控，养殖规模稳步扩张，养殖成本行业领先，因此相比其他同行具有估值溢价。仙坛股份均以肉禽养殖、屠宰加工为核心业务，考虑到禾丰股份上游种苗配套尚存空间且生猪业务有望受益猪价景气维持，因此禾丰股份 PE 估值水平预计高于仙坛股份。大北农是国内生猪饲料及生猪养殖头部标的，同时大力布局生物育种业务，已获得多项转基因性状专利，有望受益未来国内转基因渗透率提升，因此相比其他同行有明显估值溢价。综合考虑，给予公司 20.5–21.5x 市盈率，对应 2025 年股价区间为 9.64–10.11 元。

表 17: 禾丰股份同类公司估值比较

代码	简称	收盘价	EPS（元）			PE			主要业务
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
002299.SZ	圣农发展	15.65	0.76	0.97	1.19	21	16	13	禽育种、养殖、屠宰加工等
002746.SZ	仙坛股份	6.00	0.33	0.37	0.37	18	16	16	禽养殖、屠宰加工等
002385.SZ	大北农	4.11	0.18	0.18	0.21	23	23	20	饲料、猪养殖、转基因种子等
	平均值					20.7			
603609.SH	禾丰股份	8.50	0.47	0.52	0.51	18.1	16.3	16.7	饲料、禽养殖、屠宰加工等

资料来源：WIND、国信证券经济研究所（注：仙坛股份、大北农盈利预测参考 WIND 一致预测）

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 9.60-10.36 元之间，相对于公司目前股价约有 13-22%左右溢价空间，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

我们预计公司未来3年毛利率分别为6.60%/6.33%/5.96%，可能存在对公司单价估计偏高、成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

我们并未对公司未来计提信用减值的情况进行预估，可能存在发生较大信用减值造成盈利预测值偏高的风险。

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观，从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在9.60-10.36元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.00%、风险溢价7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为1.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长、产能释放、产品推广不及预期，可能会造成估值下修的风险。

经营风险

◆ 发生禽类疫病风险

禽流感等疫病在暴发期间，可能导致公司合作养户肉禽大量死亡，进而令公司原料供应不足。同时禽流感暴发也会对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响公司的收入和利润。

◆ 饲料原材料大幅波动风险

玉米、豆粕等饲料原料是公司饲料业务和种禽业务成本的核心构成项目，如果受国内外供给紧张和极端天气影响存在价格大幅上涨情况，会冲击当期利润。

◆ 食品安全风险

公司主要生产销售禽类生鲜品和调熟品，如果出现食品安全问题，将对公司信誉和品牌形象造成严重影响，进而使公司销量下降，利润下滑。

计提资产减值可能造成的利润波动风险

公司 2024 年度确认信用减值损失 14191.19 万元，资产减值损失 5327.48 万元，最终造成公司 2024 年度归属于上市公司股东的净利润减少 17265.74 万元。考虑到应收账款、其他应收款坏账风险发生的不确定性，未来可能存在公司发生新的信用减值损失的风险。考虑到畜禽价格波动的不确定性，未来可能存在公司发生新的资产减值损失的风险。

股东减持计划可能造成的股价波动风险

公司于 2025 年 3 月 19 日公告了股东减持股份计划公告，王仲涛先生计划减持公司股份不超过 11,656,000 股，即不超过公司总股本的 1.2678%；王仲涛先生将通过大宗交易、集中竞价交易等上海证券交易所认定的方式减持公司股份，减持期间为自本公告披露之日起十五个交易日后的三个月内，即自 2025 年 4 月 11 日至 2025 年 7 月 10 日。因此公司未来可能存在股东减持带来的股价波动的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1915	1794	2274	3007	3354	营业收入	35970	32545	35058	37114	39251
应收款项	1214	990	1133	1194	1242	营业成本	34540	30447	32743	34764	36911
存货净额	2687	2809	2835	3181	3216	营业税金及附加	55	57	49	51	55
其他流动资产	606	420	631	710	656	销售费用	718	710	747	705	730
流动资产合计	6423	6014	6874	8092	8469	管理费用	615	673	705	694	701
固定资产	4326	4497	4436	4351	4280	研发费用	84	29	31	34	32
无形资产及其他	364	393	379	364	349	财务费用	172	168	126	131	126
投资性房地产	1508	1494	1494	1494	1494	投资收益	(148)	138	35	15	35
						资产减值及公允价值变动	(144)	(53)	(55)	(67)	(72)
长期股权投资	2316	2484	2535	2505	2527	其他收入	(67)	(131)	(31)	(34)	(32)
资产总计	14937	14883	15717	16806	17119	营业利润	(490)	444	636	683	659
短期借款及交易性金融负债	1904	1065	1142	1165	1176	营业外净收支	9	(50)	5	17	18
应付款项	1630	1630	1595	1777	1852	利润总额	(481)	394	641	700	677
其他流动负债	1025	1225	1013	1174	1060	所得税费用	107	84	131	140	132
流动负债合计	4558	3920	3750	4116	4089	少数股东损益	(131)	(32)	75	82	79
长期借款及应付债券	2226	2793	3263	3470	3438	归属于母公司净利润	(457)	342	435	478	465
其他长期负债	537	592	724	806	930	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	2763	3385	3987	4276	4368		2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	7322	7305	7737	8393	8457	净利润	(457)	342	435	478	465
少数股东权益	956	882	942	1005	1042	资产减值准备	114	(91)	1	(1)	(1)
股东权益	6659	6695	7038	7408	7620	折旧摊销	555	541	471	505	536
负债和股东权益总计	14937	14883	15717	16806	17119	公允价值变动损失	144	53	55	67	72
关键财务与估值指标						财务费用	172	168	126	131	126
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	936	466	(495)	(61)	54
每股收益	(0.50)	0.37	0.47	0.52	0.51	其它	(319)	70	59	65	37
每股红利	0.28	0.13	0.10	0.12	0.27	经营活动现金流	973	1383	525	1053	1163
每股净资产	7.24	7.28	7.66	8.06	8.29	资本开支	(689)	(551)	(451)	(471)	(521)
ROIC	-2.5%	4.1%	5.9%	6.5%	6.3%	其它投资现金流	(1)	(0)	0	0	0
ROE	-6.9%	5.1%	6.2%	6.5%	6.1%	投资活动现金流	(518)	(720)	(501)	(441)	(543)
毛利率	4.0%	6.4%	6.6%	6.3%	6.0%	权益性融资	1	110	0	0	0
EBIT Margin	-0.1%	1.9%	2.2%	2.3%	2.1%	负债净变化	(393)	524	190	82	(20)
EBITDA Margin	1.4%	3.6%	3.6%	3.7%	3.5%	支付股利、利息	(260)	(120)	(91)	(109)	(252)
收入增长	9.6%	-9.5%	7.7%	5.9%	5.8%	其它融资现金流	1077	(1702)	77	23	12
净利润增长率	-	-	26.9%	10.1%	-2.8%	融资活动现金流	(228)	(784)	456	121	(273)
资产负债率	55.4%	55.0%	55.2%	55.9%	55.5%	现金净变动	227	(121)	480	733	348
股息率	3.3%	1.5%	1.2%	1.4%	3.2%	货币资金的期初余额	1689	1915	1794	2274	3007
P/E	(17.2)	23.0	18.1	16.4	16.9	货币资金的期末余额	1915	1794	2274	3007	3354
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	企业自由现金流	752	952	147	666	730
EV/EBITDA	29.6	13.0	12.4	11.9	12.0	权益自由现金流	1436	(225)	314	666	621

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032