

饲料改善，猪鸡共振

禾丰股份 2022 年三季度点评

核心观点

- **公司披露 2022 年三季度报。**2022 年前三季度公司营业收入 235.22 亿元，同比+8.08%，归母净利润 3.50 亿元，同比+625.67%。单三季度营业收入 97.35 亿元，同比+19.89%，归母净利润 3.03 亿元，同比+249.16%。
- **行业至暗时刻过去，饲料改善节点来临。**2022 年前三季度，饲料原料价格大幅上涨，下游养殖景气度不佳，养殖户补栏谨慎，导致行业饲料需求同比有所下降。在此背景下，公司克服原料价格上涨、下游需求下降等影响，积极开展技采联动、市场营销等工作，第三季度饲料销量较第一和第二季度实现较大幅度增长。向后展望，畜禽养殖行情明显改善，饲料行业至暗时期已过，饲料需求有望得到恢复。
- **白羽肉鸡行业景气度提升，行业整体盈利能力改善。**受鸡苗价格上涨影响，单三季度行业父母代种鸡养殖利润为-0.19 元/羽，亏损幅度环比有所收窄，毛鸡养殖利润为 1.85 元/羽，环比有所下降，但仍保持在历史高位。终端鸡肉价格上涨提升屠宰利润，Q3 毛鸡屠宰利润为-1.10 元/羽，环比增加 0.68 元/羽。公司肉禽板块持续优化产业链结构，提升运营管理能力，取得了较好利润。
- **生猪价格高位，养殖业绩提升。**今年 4 月中旬以来猪价呈现持续上涨，三季度行业生猪均价达 22.44 元/公斤。与此同时，公司不断强化猪场管理，提高养殖成绩，努力压缩成本费用。在此背景下，公司养殖利润得到明显改善，生猪业务第三季度实现单季度盈利。十月以来，生猪价格不断冲高，至今月度均价已达到 27.12 元/公斤，随着四季度消费旺季到来，生猪价格或持续维持高位，带动公司养殖业绩继续提升。

盈利预测与投资建议

- 考虑饲料行业压力，我们下调 22-24 年饲料业务盈利预测。考虑鸡价和猪价波动，我们上调 22 年肉鸡业务、生猪业务盈利预测和投资收益。预计 22-24 年公司实现归母净利润 6.87、10.64、14.99 亿元（原预测 5.57、10.63、15.11 亿元），同比分别增加 479.6%、54.8%、41.0%。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 6.98 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 8x、19xPE，目标价 13.68 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	29,775	33,421	37,444
同比增长(%)	33.9%	23.7%	1.0%	12.2%	12.0%
营业利润(百万元)	1,525	208	837	1,361	1,802
同比增长(%)	-4.3%	-86.4%	303.3%	62.5%	32.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,235	119	687	1,064	1,499
同比增长(%)	3.0%	-90.4%	479.6%	54.8%	41.0%
每股收益(元)	1.35	0.13	0.75	1.16	1.64
毛利率(%)	9.0%	5.3%	6.6%	7.6%	8.4%
净利率(%)	5.2%	0.4%	2.3%	3.2%	4.0%
净资产收益率(%)	19.8%	1.8%	9.9%	13.5%	16.5%
市盈率	8.6	89.9	15.5	10.0	7.1
市净率	1.6	1.6	1.4	1.3	1.1

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10月26日）	11.63 元
目标价格	13.68 元
52 周最高价/最低价	12.58/7.52 元
总股本/流通 A 股（万股）	91,622/91,622
A 股市值（百万元）	10,656
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 10 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.78	26.27	9	24.19
相对表现	0.39	30.96	22.87	50.51
沪深 300	-3.17	-4.69	-13.87	-26.32



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
肖嘉颖 xiaojiaying@orientsec.com.cn

相关报告

周期启明，成长提速：禾丰股份深度报告 2022-09-12
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

投资建议

考虑饲料行业压力，我们下调 22-24 年饲料业务盈利预测。考虑鸡价和猪价波动，我们上调 22 年肉鸡业务、生猪业务盈利预测和投资收益。预计 22-24 年公司实现归母净利润 6.87、10.64、14.99 亿元（原预测 5.57、10.63、15.11 亿元），同比分别增加 479.6%、54.8%、41.0%。

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 6.98 亿元、禽产业利润 3.66 亿元，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 8x、19xPE，目标价 13.68 元，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测核心假设调整前后对比表

收入分类预测表	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
饲料						
销售收入	15,513	18,313	21,248	15,250	17,991	20,827
变动幅度				-1.7%	-1.8%	-2.0%
毛利率	7.84%	9.05%	9.75%	7.79%	9.08%	9.76%
变动幅度				-0.05%	0.03%	0.01%
禽产业						
销售收入	8,677	9,227	10,180	8,759	9,227	10,180
变动幅度				0.9%	0.0%	0.0%
毛利率	3.41%	4.22%	6.05%	4.31%	4.22%	6.05%
变动幅度				0.9%	0.0%	0.0%
猪产业						
销售收入	1,085	1,234	1,128	1,110	1,234	1,128
变动幅度				2.3%	0.0%	0.0%
毛利率	9.1%	16.4%	13.7%	11.1%	16.4%	13.7%
变动幅度				2.0%	0.0%	0.0%
原料贸易						
销售收入	3,860	4,053	4,256	3,860	4,053	4,256
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
相关业务及其他						
销售收入	796	915	1,053	796	915	1,053
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	29,932	33,743	37,865	29,775	33,421	37,444
变动幅度				-0.5%	-1.0%	-1.1%
综合毛利率	6.30%	7.55%	8.37%	6.59%	7.55%	8.36%
变动幅度				0.3%	0.0%	0.0%

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据调整前后对比表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E

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。

营业收入	29,932	33,743	37,865	29,775	33,421	37,444
变动幅度				-0.5%	-1.0%	-1.1%
投资收益	180	332	291	220	332	291
变动幅度				22.4%	0.0%	0.0%
营业利润	706	1,360	1,814	837	1,361	1,802
变动幅度				18.6%	0.0%	-0.6%
归属母公司净利润	557	1,063	1,511	687	1,064	1,499
变动幅度				23.4%	0.1%	-0.8%
每股收益(元)	0.61	1.16	1.65	0.75	1.16	1.64
变动幅度				23.4%	0.1%	-0.8%
毛利率(%)	6.30%	7.55%	8.37%	6.59%	7.55%	8.36%
变动幅度				0.3%	0.0%	0.0%
净利率(%)	1.86%	3.15%	3.99%	2.31%	3.18%	4.00%
变动幅度				0.4%	0.0%	0.0%

数据来源：东方证券研究所

表 3：可比公司估值表（2022 年 10 月 26 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	13.24	-2.11	-0.08	1.34	1.66	-6.27	-169.09	9.91	7.97
	海大集团	002311.SZ	59.11	0.96	1.69	2.74	3.31	61.52	34.96	21.60	17.86
	唐人神	002567.SZ	7.25	-0.95	0.21	1.15	1.08	-7.62	35.31	6.30	6.72
	天康生物	002100.SZ	8.28	-0.51	0.28	1.49	1.64	-16.35	29.14	5.54	5.04
	牧原股份	002714.SZ	50.74	1.30	1.91	5.52	4.80	39.12	26.62	9.20	10.58
饲料及生猪养殖行业调整后平均								8.00	30.00	8.00	8.00
肉鸡	圣农发展	002299.SZ	21.33	0.36	0.35	1.19	1.56	59.19	61.52	17.91	13.69
	益生股份	002458.SZ	10.53	0.03	0.15	0.45	0.63	367.45	69.87	23.34	16.73
	仙坛股份	002746.SZ	9.29	0.10	0.22	0.37	0.60	97.32	41.44	25.07	15.38
	湘佳股份	002982.SZ	40.52	0.25	1.38	2.59	2.39	160.76	29.45	15.66	16.92
	立华股份	300761.SZ	38.69	-0.86	2.49	3.57	2.98	-44.97	15.53	10.84	13.00
肉鸡行业调整后平均								106.00	44.00	19.00	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 4：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	6.98	8.00	55.83	9.16	13.68
禽产业	3.66	19.00	69.49		
合计	10.64	11.78	125.31		

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	1,787	2,005	2,247	营业收入	23,818	29,469	29,775	33,421	37,444
应收票据及应收账款	464	693	703	790	885	营业成本	21,684	27,900	27,812	30,897	34,314
预付账款	364	480	357	401	449	营业税金及附加	31	41	45	48	54
存货	2,474	2,691	3,059	3,399	3,775	营业费用	465	570	575	645	716
其他	290	276	209	220	232	管理费用及研发费用	394	515	522	572	638
流动资产合计	4,790	5,374	6,116	6,815	7,587	财务费用	65	101	201	221	202
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	30	35	36
固定资产	2,860	3,233	3,591	3,996	4,371	公允价值变动收益	(1)	2	0	0	0
在建工程	323	602	791	921	961	投资净收益	363	(80)	220	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	837	1,361	1,802
非流动资产合计	6,856	7,597	8,142	8,711	9,179	营业外收入	13	17	15	15	16
资产总计	11,647	12,972	14,258	15,526	16,767	营业外支出	29	49	35	37	40
短期借款	1,111	1,546	2,497	2,430	1,954	利润总额	1,509	176	817	1,338	1,778
应付票据及应付账款	1,073	1,300	1,112	1,236	1,373	所得税	152	152	129	144	142
其他	927	1,133	781	879	916	净利润	1,358	25	688	1,194	1,636
流动负债合计	3,110	3,979	4,390	4,545	4,243	少数股东损益	122	(94)	1	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	687	1,064	1,499
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.35	0.13	0.75	1.16	1.64
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	5,821	5,971	5,673		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,149	1,048	1,049	1,180	1,316	成长能力					
股本	922	922	916	916	916	营业收入	33.9%	23.7%	1.0%	12.2%	12.0%
资本公积	842	654	878	878	878	营业利润	-4.3%	-86.4%	303.3%	62.5%	32.5%
留存收益	4,990	4,906	5,593	6,581	7,983	归属于母公司净利润	3.0%	-90.4%	479.6%	54.8%	41.0%
其他	(2)	(17)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,902	7,513	8,436	9,555	11,094	毛利率	9.0%	5.3%	6.6%	7.6%	8.4%
负债和股东权益总计	11,647	12,972	14,258	15,526	16,767	净利率	5.2%	0.4%	2.3%	3.2%	4.0%
						ROE	19.8%	1.8%	9.9%	13.5%	16.5%
						ROIC	16.3%	0.4%	7.7%	11.0%	13.3%
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%	40.8%	38.5%	33.8%
净利润	1,358	25	688	1,194	1,636	净负债率	7.7%	23.3%	24.0%	18.2%	9.2%
折旧摊销	304	347	345	402	461	流动比率	1.54	1.35	1.39	1.50	1.79
财务费用	65	101	201	221	202	速动比率	0.74	0.67	0.69	0.75	0.90
投资损失	(363)	80	(220)	(332)	(291)	营运能力					
营运资金变动	(588)	(268)	(659)	(282)	(381)	应收账款周转率	45.4	41.6	34.9	36.4	36.3
其它	(10)	15	32	(11)	(9)	存货周转率	10.6	10.7	9.7	9.5	9.5
经营活动现金流	766	299	387	1,192	1,618	总资产周转率	2.3	2.4	2.2	2.2	2.3
资本支出	(1,197)	(869)	(887)	(943)	(892)	每股指标(元)					
长期投资	(355)	92	0	0	0	每股收益	1.35	0.13	0.75	1.16	1.64
其他	46	(274)	259	332	291	每股经营现金流	0.83	0.32	0.42	1.30	1.77
投资活动现金流	(1,506)	(1,051)	(627)	(611)	(601)	每股净资产	7.37	7.06	8.06	9.14	10.67
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	8.6	89.9	15.5	10.0	7.1
其他	(66)	174	750	(363)	(775)	市净率	1.6	1.6	1.4	1.3	1.1
筹资活动现金流	419	765	793	(362)	(776)	EV/EBITDA	6.9	19.8	9.4	6.6	5.3
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.2	42.1	12.5	8.2	6.5
现金净增加额	(322)	12	553	219	241						

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