

乘行业困境反转之风，产业链协同发展助力业绩增长

禾丰股份 (603609.SH)

核心观点

公司 2022 年实现营收 328.12 亿元 (同比+11.34%)，归母净利润 5.14 亿元 (同比+333.25%)。①公司 2022 年公司饲料外销量 399.09 万吨 (同比-7.85%)，全年利润近 3.9 亿元，单吨净利约 96 元。②猪业务板块：公司 2022 年出栏生猪 97.6 万头，全年亏损约 1.5 亿元。③肉禽业务盈利良好：公司 2022 年屠宰白羽肉鸡 7.2 亿羽，分割品销售 186 万吨，调理品及熟食销售 2.7 万吨，全年盈利约 3.5 亿元。展望 2023 年，公司设定饲料销量增幅 15% 以上、生猪出栏 120 万头以及白羽鸡屠宰量超过 8 亿羽目标，我们认为公司业绩有望进一步增长。

事件

公司披露 2022 年报，实现营收 328.12 亿元，同比增加 11.34%；归母净利润为 5.14 亿元，同比增加 333.25%；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.20 元 (含税)。

简评

1、乘行业困境反转之风，盈利水平快速修复。

公司 2022 年实现营收 328.12 亿元 (同比+11.34%)，归母净利润 5.14 亿元 (同比+333.25%)；2022Q4 实现营收 92.90 亿元 (同比+20.56%)，归母净利润 1.64 亿元 (同比+132.92%)。公司计提资产减值 4178.50 万元，减少净利润 3774.89 万元。

利润率方面，公司 2022 年销售毛利率为 6.01% (同比+0.69pcts)，公司销售净利率为 1.64% (同比+1.56pcts)。费用方面，公司 2022 年销售费用为 6.22 亿元 (同比+9.17%)；管理费用为 5.37 亿元 (同比+28.45%)，主要系伴随规模扩张，公司薪酬福利水平以及管理人员数量等提升；研发费用为 0.90 亿元 (同比-7.45%)；财务费用为 1.61 亿元 (同比+59.62%)，主要系银行借款利息与可转换公司债券计提利息增加。

2、养殖低迷致饲料销量下滑，多举措实现降本增效。

公司 2022 年公司饲料外销量 399.09 万吨 (同比-7.85%)，其中猪料外销量 155.81 万吨 (同比-21.00%)，禽料外销量 150.73 万吨 (同比+5.53%)，反刍料外销量 73.57 万吨 (同比+2.62%)，其他料外销量 18.98 万吨 (同比-11.06%)。2022Q4 公司实现饲料外销量 106 万吨。下半年养殖业景气度回升带动饲料销量回暖，同时面对玉米、豆粕等主要饲料原料价格居高不下，公司从改进

维持

买入

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100007

发布日期：2023 年 03 月 31 日

当前股价：11.74 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.60/-6.70	0.43/-5.67	20.16/18.38
12 月最高/最低价 (元)		14.20/7.74
总股本 (万股)		91,943.05
流通 A 股 (万股)		91,943.05
总市值 (亿元)		107.94
流通市值 (亿元)		107.94
近 3 月日均成交量 (万)		671.23
主要股东		
金卫东		16.27%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-25 【中信建投农林牧渔】禾丰股份 (603609):三大主业持续向好，三季度业绩超预期
- 2022-08-15 【中信建投农林牧渔】禾丰股份 (603609):三大主业景气共振，业绩弹性逐步释放
- 2022-07-14 【中信建投农林牧渔】禾丰股份 (603609):三大业务景气复苏，公司业绩超预期

饲料配方、完善采购团队、优化生产工艺及洞察市场等多方面降本提效，22Q4 单吨净利润提升至 110 元左右，2022 全年公司饲料单吨净利约 96 元。综合来看，公司饲料板块 2022 年贡献利润约 3.9 亿元。展望 2023 年，公司将加快饲料业务转型升级，优化配方以扩大产品性价比优势，顺应养殖格局变化提升规模厂占比，提升全价料生产供应能力以完善产品结构并规划产能布局，有助于推动公司 2023 年实现 15% 以上饲料销量增幅计划。

3、猪业务稳健发展，肉禽业务盈利良好。

公司 2022 年共出栏生猪 97.6 万头，其中肥猪 63.7 万头、仔猪 27.4 万头、种猪 6.5 万头。2022Q4 出栏生猪 34.6 万头，其中肥猪 21.7 万头、仔猪 11.4 万头、种猪 1.5 万头。公司 2022 年生猪业务全年亏损约 1.50 亿元，其中屠宰业务预计亏损 0.65 亿元。截至 2022 年底，公司母猪存栏增长至 6.3 万头（同比增加 1.3 万头），其中能繁母猪 4.5 万头，后备母猪 1.8 万头。展望 2023 年，公司坚持“控规模、提质量”的主要发展方略，持续提升种猪生产性能，增强管理控制能力与猪场规范化管理，力争实现 2023 年生猪外销出栏 120 万头的经营目标。

公司 2022 年共屠宰白羽肉鸡 7.2 亿羽，分割品销售 186 万吨，调味品及熟食销售 2.7 万吨。2022Q4 屠宰白羽肉鸡 2 亿羽，分割品销售 53 万吨，调味品及熟食销售 0.38 万吨。公司 2022 年肉禽业务全年盈利约 3.5 亿元，以全产业链 45% 权益比例计算，公司全年单羽盈利约 1.1 元。展望 2023 年，公司将积极提高种鸡产量与质量以提高市场占有率，推进屠宰端产能建设与已投产项目效率提升，并根据屠宰产能情况稳步推进养殖扩张，力争实现 2023 年公司白羽鸡屠宰量超过 8 亿羽的经营目标。

4、盈利预测与评级：考虑白羽鸡行业景气回升以及公司宰量增长，公司白鸡板块业务有望量利齐升；饲料板块随销量恢复增长以及成本边际改善有望呈增长态势；猪业务板块预计稳健发展；综合考虑，公司 2023 年业绩预计增长显著，2024-2025 年假设产品价格相对稳定并伴随公司规模扩张，业绩有望稳健增长。预计公司 2023-2025 年实现营收 373.32/409.71/444.57 亿元，归母净利润 11.63/13.06/13.62 亿元，EPS 分别为 1.26/1.42/1.48 元/股，对应 PE 分别为 9.28x/8.27x/7.92x，维持“买入”评级。

风险提示：①原材料价格波动的风险：原材料成本占公司饲料业务成本的绝大部分，主要原材料的产量变化、进口政策等都会影响原材料价格波动，进而影响公司饲料业务盈利水平。②禽畜价格波动的风险：供给规模调整的滞后性致使禽畜价格呈现周期性波动，且我国畜禽养殖行业目前仍以散户和小型养殖场为主，其非理性行为决策进一步加剧了畜禽养殖业市场价格的周期性波动，若未来禽畜价格出现大幅下滑，公司业绩将受到不利影响。③重大疫病的风险：一旦发生畜禽疫病，一方面会导致公司产量下降，另一方面将引起市场消费心理恐慌，导致市场需求萎缩，同时饲料行业主要服务于下游养殖业，畜禽疫病也直接影响饲料业务的业绩情况，将会给公司的经营带来重大影响。④其他风险：环保政策引起的产业格局调整风险、汇率波动的风险、食品安全的风险。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29,468.93	32,811.76	37,332.24	40,971.35	44,457.07
YoY(%)	23.73	11.34	13.78	9.75	8.51
净利润(百万元)	118.53	513.53	1,162.60	1,305.56	1,362.42
YoY(%)	-90.40	333.25	126.39	12.30	4.36
毛利率(%)	5.32	6.01	7.79	7.88	7.64
净利率(%)	0.40	1.57	3.11	3.19	3.06
ROE(%)	1.83	7.10	13.95	13.64	12.55
EPS(摊薄/元)	0.13	0.56	1.26	1.42	1.48
P/E(倍)	91.07	21.02	9.28	8.27	7.92
P/B(倍)	1.67	1.54	1.33	1.16	1.02

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

王明琦

中信建投证券农林牧渔行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物消费等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，获 2022 年水晶球农林牧渔行业最佳分析师第 4 名；2019 年 10 月-2021 年 7 月曾就职于方正证券研究所，任农林牧渔行业研究员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk