

投资评级 优于大市 维持

行业景气上行，主业或渐次修复

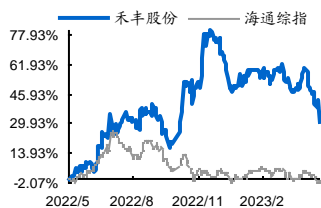
股票数据

05月04日收盘价(元)	10.33
52周股价波动(元)	7.65-14.59
总股本/流通A股(百万股)	919/919
总市值/流通市值(百万元)	9360/9360

相关研究

《饲料业务全面升级，畜禽产业平稳发展》
2022.05.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.5	-19.0	-18.5
相对涨幅(%)	-15.3	-18.0	-14.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:李淼

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@haitong.com

证书:S0850517120001

分析师:冯鹤

Tel:(021)23219402

Email:fh15342@htesc.com

证书:S0850523040003

分析师:巩健

Tel:(021)23219402

Email:gj15051@haitong.com

证书:S0850522110002

投资要点:

- 禾丰股份发布 22 年报及 23 年一季报:** 公司 22 年实现营业收入 328.1 亿元 (同比+11.34%), 归母净利润 5.1 亿元 (同比+333.25%)。基本每股收益为 0.58 元, 毛利率为 6.0%, 同比+0.69pct, 加权 ROE 7.48%, 同比抬升 5.68pct。其中, 22Q4 实现营业收入 92.9 亿元 (同比+20.56%), 归母净利润 1.64 亿元 (同比+132.9%), 毛利率为 6.09%, 同比+2.18pct。23Q1 实现营收 78.4 亿元 (同比+23.05%), 归母净利润 0.19 亿元 (同比扭亏), Q1 毛利率为 4.62%, 同比+0.68pct。分红方面, 每 10 股派发现金红利 1.20 元 (含税)。
- 22 年饲料需求不足, 23 年行业景气度或将修复。** 2022 年公司实现饲料销量 399.1 万吨, 同比-7.9%, 猪料、禽料、反刍料分别销售 155.81/150.73/73.57 万吨, 分别同比-21%/+5.5%/+2.6%。2022 年上半年, 受到畜禽价格处于低位的影响, 养殖户补栏积极性低, 饲料需求萎缩, 下半年随着畜禽价格的上涨带动补栏增加, 饲料需求也有所恢复。全年来看, 受到需求偏弱, 原材料价格上涨等因素的影响, 饲料行业整体需求不足, 公司饲料销量下降。23 年以来, 生猪存栏处于高位, 白羽肉鸡价格也有所上涨, 我们认为今年全年饲料行业景气度将好于去年, 公司饲料销量也将恢复至 15% 以上增长水平。
- 降成本, 提效率, 公司白鸡养殖与屠宰成绩进一步改善。** 22 年公司控参股企业合计屠宰白羽肉鸡 7.2 亿羽, 同比+4%, 合计产销肉鸡分割品 186 万吨, 合计产销调理品及熟食 2.7 万吨。22 年白羽肉鸡行业受到需求不足等因素的影响, 行业整体面临一定压力, 但公司在保持稳健增长, 养殖和屠宰端的成本和效率进一步优化。我们认为 23 年, 去年引种量的下降奠定了今年产业链价格有望处于较高景气水平的基础, 行业景气将迎来改善, 公司也将在保持单羽盈利优势的基础上实现生产规模的进一步扩大, 而公司当前屠宰产能达到 11 亿羽, 我们预计 2023 年公司控参股企业合计屠宰量将达到 8 亿羽以上。
- 生猪养殖业务苦练内功, 稳健发展。** 22 年公司控参股企业合计外销出栏生猪 97.6 万头, 同比小幅+6.1%, 其中育肥猪、仔猪、种猪分别为 63.7/27.4/6.5 万头, 整体出栏增速并不高, 这也与公司稳健的理念一致, 公司当前生猪业务的发展更注重质量的提升。2022 年底, 公司控参股企业合计母猪存栏 6.3 万头, 其中能繁母猪 4.5 万头, 后备母猪 1.8 万头。我们预计 23 年公司控参股企业合计生猪外销量将达到 120 万头。
- 盈利预测及投资建议。** 我们预计 23~25 年 EPS 分别为 1.00/1.20/1.46 元, 给予公司 23 年 13~16 倍 PE, 对应合理价值区间为 13.0~16.0 元, 维持“优于大市”评级。

- 风险提示。** 消费大幅不及预期, 出现动物疫病, 公司饲料销量大幅不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29469	32812	36080	40711	46449
(+/-)YoY(%)	23.7%	11.3%	10.0%	12.8%	14.1%
净利润(百万元)	119	514	916	1107	1339
(+/-)YoY(%)	-90.4%	333.2%	78.4%	20.9%	20.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.13	0.56	1.00	1.20	1.46
毛利率(%)	5.3%	6.0%	7.3%	7.3%	7.6%
净资产收益率(%)	1.8%	7.1%	11.4%	12.4%	13.3%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
002385.SZ	大北农	7.1	292.8	0.01	0.3	0.4	707.0	25.5	17.9	2.5
002311.SZ	海大集团	54.9	913.2	1.8	2.5	3.3	30.7	21.9	16.6	4.2
平均值							368.8	23.7	17.3	3.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2023 年 4 月 28 日数据, 盈利预测来源于 Wind 一致预期, EPS 全部以最新总股本摊薄。

表 2 禾丰股份分项收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
饲料业务				
业务收入 (百万元)	15643	16417	17956	20413
业务成本 (百万元)	14423	14955	16314	18474
毛利率 (%)	7.80	8.90	9.14	9.50
原料贸易				
业务收入 (百万元)	5180	5957	6850	7878
业务成本 (百万元)	4994	5719	6576	7563
毛利率 (%)	3.59	4.00	4.00	4.00
禽产业				
业务收入 (百万元)	9284	10905	12611	14673
业务成本 (百万元)	8886	10306	11956	13866
毛利率 (%)	4.29	5.50	5.20	5.50
猪产业				
业务收入 (百万元)	2058	2059	2442	2508
业务成本 (百万元)	1977	1853	2173	2207
毛利率 (%)	3.93	10.00	11.00	12.00
相关业务				
业务收入 (百万元)	614	706	812	934
业务成本 (百万元)	514	586	674	775
毛利率 (%)	16.24	17.00	17.00	17.00
其他业务				
业务收入 (百万元)	33	36	39	43
业务成本 (百万元)	44	25	28	30
毛利率 (%)	-36.68	30.00	30.00	30.00
合计				
业务收入 (百万元)	32812	36080	40711	46449
业务成本 (百万元)	30839	33444	37721	42916
毛利率 (%)	6.01	7.31	7.34	7.61

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	32812	36080	40711	46449
每股收益	0.56	1.00	1.20	1.46	营业成本	30839	33444	37721	42916
每股净资产	7.87	8.72	9.74	10.98	毛利率%	6.0%	7.3%	7.3%	7.6%
每股经营现金流	0.21	2.13	0.90	2.18	营业税金及附加	47	51	58	66
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	622	691	776	888
P/E	20.02	11.22	9.28	7.68	营业费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
P/B	1.42	1.28	1.15	1.02	管理费用	537	551	644	722
P/S	0.31	0.28	0.25	0.22	管理费用率%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%
EV/EBITDA	11.76	7.31	6.63	5.13	EBIT	668	1279	1448	1780
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	161	100	110	131
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
毛利率	6.0%	7.3%	7.3%	7.6%	资产减值损失	-30	-23	-19	-14
净利润率	1.6%	2.5%	2.7%	2.9%	投资收益	157	37	119	92
净资产收益率	7.1%	11.4%	12.4%	13.3%	营业利润	657	1164	1401	1687
资产回报率	3.3%	5.6%	5.9%	6.7%	营业外收支	-28	-30	-29	-30
投资回报率	4.5%	7.9%	8.2%	9.1%	利润总额	628	1134	1371	1658
盈利增长 (%)					EBITDA	1139	1624	1826	2187
营业收入增长率	11.3%	10.0%	12.8%	14.1%	所得税	91	170	206	249
EBIT 增长率	67.6%	91.4%	13.2%	22.9%	有效所得税率%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	333.2%	78.4%	20.9%	20.9%	少数股东损益	24	48	58	70
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	514	916	1107	1339
资产负债率	45.7%	43.7%	45.5%	43.0%					
流动比率	1.71	1.85	1.79	1.98	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.68	0.91	0.79	1.02	货币资金	1689	2962	3099	4338
现金比率	0.41	0.72	0.59	0.83	应收账款及应收票据	1041	611	972	784
经营效率指标					存货	3362	2987	4257	3941
应收账款周转天数	9.42	8.16	7.00	6.80	其它流动资产	1015	1010	1130	1296
存货周转天数	35.33	34.33	34.83	34.58	流动资产合计	7106	7570	9458	10359
总资产周转率	2.31	2.28	2.33	2.40	长期股权投资	2487	2559	2659	2749
固定资产周转率	9.68	9.69	10.07	10.80	固定资产	3547	3900	4186	4413
					在建工程	601	451	338	254
					无形资产	363	402	443	484
					非流动资产合计	8288	8750	9210	9632
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	15393	16320	18669	19991
净利润	514	916	1107	1339	短期借款	934	1134	1334	1534
少数股东损益	24	48	58	70	应付票据及应付账款	1692	1353	2195	1777
非现金支出	513	378	411	435	预收账款	18	16	20	22
非经营收益	28	111	46	98	其它流动负债	1511	1591	1738	1909
营运资金变动	-881	508	-798	59	流动负债合计	4155	4093	5287	5242
经营活动现金流	196	1962	825	2000	长期借款	1313	1363	1413	1463
资产	-742	-768	-769	-771	其它长期负债	1569	1680	1786	1894
投资	-24	-72	-100	-90	非流动负债合计	2882	3043	3199	3357
其他	23	37	119	92	负债总计	7037	7137	8485	8599
投资活动现金流	-743	-803	-749	-769	实收资本	919	919	919	919
债权募资	1158	362	356	359	归属于母公司所有者权益	7237	8015	8957	10094
股权募资	76	0	0	0	少数股东权益	1120	1168	1227	1297
其他	-239	-247	-294	-350	负债和所有者权益合计	15393	16320	18669	19991
融资活动现金流	995	114	62	8					
现金净流量	451	1274	137	1239					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭行业/农林牧渔行业
冯鹤 农林牧渔行业
巩健 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 生物股份,科前生物,傲农生物,普莱柯,海大集团,登海种业,仙坛股份,唐人神,佩蒂股份,天邦股份,晓鸣股份,大北农,通威股份,隆平高科,温氏股份,圣农发展,禾丰股份,立华股份,巨星农牧

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。