

禾丰股份 (603609.SH)

业绩稳健增长，估值具备吸引力

核心观点:

- **公司行稳致远，连续 7 年实现收入与利润双增长。**2020 年公司实现营业收入 238.18 亿元 (yoy+33.9%)，收入增长源于饲料销量及生猪出栏增长；归母净利润 12.35 亿元 (yoy+3%)，扣非后约 12.31 亿元，基本符合市场预期；销售毛利率约 9%，同比下降 2.3 个百分点；期间费用率 3.5%，同比下降 1.2 个百分点。**分红预案：**每 10 股派现金 2.2 元。
- **饲料：受益行业景气，猪料增长最靓丽。**据公司年报，2020 年公司饲料销量 384.83 万吨 (yoy+47%)。其中，猪料/禽料/反刍料的销量分别约为 155.99/144.69/63.1 万吨，同比分别增长 71.6%/35.6%/40.9%。公司充分发挥技术优势，在稳固深化东北优势区域的基础上，积极开拓东北以外市场。据年报，2021 年公司计划实现 20% 以上的销量增幅。
- **肉禽：把控节奏、顺势而为，坚定推进食品战略。**受新冠疫情等因素冲击，肉禽行业景气下行，公司稳健规划产能布局，推进下游产业链延伸。据公司年报，2020 年公司控参股企业养殖白羽肉鸡 5.61 亿羽 (yoy+33%)，屠宰白羽肉鸡 6.39 亿羽 (yoy+22%)，生产肉鸡分割品 168.25 万吨 (yoy+26%)，生产调理品及熟食 2.61 万吨 (yoy+20%)。
- **生猪：打造闭环生物安全防控体系，把握行业红利机遇期。**公司快速推进仔猪、种猪销售业务，深入拓展育肥猪自养及放养业务。据公司年报，2020 年公司控参股企业销售生猪 68.2 万头，其中肥猪 21.6 万头，仔猪 36.9 万头 (内销 20.2 万头、外销 16.7 万头)，种猪 9.7 万头；2021 年公司计划实现控参股企业合计生猪出栏 120-150 万头。
- **投资建议：**公司饲料业务稳健增长，生猪和肉禽业务打开成长空间。预计 2021-23 年公司 EPS 分别为 1.62/1.96/2.33 元/股，维持合理价值约 21.58 元/股，对应 2021 年 PE 约 13 倍，“买入”评级。
- **风险提示：**农产品价格波动风险、疫病风险、食品安全等。

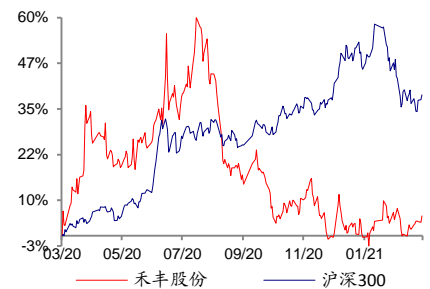
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	17,792	23,818	27,693	31,930	37,029
增长率 (%)	13.0	33.9	16.3	15.3	16.0
EBITDA (百万元)	1,423	1,607	1,797	2,252	2,674
归母净利润 (百万元)	1,199	1,235	1,496	1,806	2,148
增长率 (%)	117.3	3.0	21.1	20.7	19.0
EPS (元/股)	1.30	1.34	1.62	1.96	2.33
市盈率 (P/E)	9.10	8.82	7.64	6.33	5.32
ROE (%)	21.0	18.3	18.6	18.8	18.5
EV/EBITDA	7.49	7.16	6.23	4.80	3.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	12.39 元
合理价值	21.58 元
前次评级	买入
报告日期	2021-03-31

相对市场表现



分析师:

王乾



SAC 执证号: S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师:

钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634

shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

禾丰牧业 (603609.SH):饲料 2020-10-26

业务延续高增长，公司估值优势明显

禾丰牧业 (603609.SH):业绩 2020-08-06

维持高增长，估值优势明显

禾丰牧业 (603609.SH):中报 2020-07-12

业绩延续高增长，饲料主业受益存栏回升

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,962	4,790	5,295	6,042	6,852
货币资金	1,555	1,198	1,800	2,100	2,400
应收及预付	588	829	858	946	1,012
存货	1,568	2,474	2,344	2,701	3,134
其他流动资产	251	290	293	296	306
非流动资产	5,188	6,856	7,712	8,935	10,499
长期股权投资	2,070	2,425	2,725	3,025	3,325
固定资产	2,023	2,860	3,438	4,060	4,824
在建工程	240	323	523	823	1,323
无形资产	246	292	292	292	292
其他长期资产	609	957	735	735	735
资产总计	9,150	11,647	13,008	14,977	17,351
流动负债	2,433	3,110	3,029	3,266	3,489
短期借款	1,051	1,111	871	799	693
应付及预收	869	1,088	1,297	1,495	1,689
其他流动负债	513	911	860	972	1,108
非流动负债	218	635	635	635	635
长期借款	174	575	575	575	575
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	43	60	60	60	60
负债合计	2,650	3,745	3,663	3,901	4,124
股本	922	922	922	922	922
资本公积	883	888	888	888	888
留存收益	3,958	4,990	6,283	7,858	9,822
归属母公司股东权益	5,698	6,752	8,047	9,622	11,586
少数股东权益	801	1,149	1,297	1,454	1,641
负债和股东权益	9,150	11,647	13,008	14,977	17,351

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,792	23,818	27,693	31,930	37,029
营业成本	15,792	21,684	25,161	28,998	33,639
营业税金及附加	27	31	40	45	52
销售费用	487	465	554	575	629
管理费用	276	310	360	319	333
研发费用	65	84	102	118	137
财务费用	76	65	53	43	36
资产减值损失	98	35	23	31	40
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资净收益	637	363	400	350	400
营业利润	1,595	1,525	1,818	2,172	2,582
营业外收支	-12	-16	-12	-15	-16
利润总额	1,582	1,509	1,806	2,157	2,566
所得税	85	152	163	194	231
净利润	1,497	1,358	1,643	1,963	2,335
少数股东损益	298	122	148	157	187
归属母公司净利润	1,199	1,235	1,496	1,806	2,148
EBITDA	1,423	1,607	1,797	2,252	2,674
EPS (元)	1.30	1.34	1.62	1.96	2.33

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,112	766	1,901	1,930	2,265
净利润	1,497	1,358	1,643	1,963	2,335
折旧摊销	277	363	322	377	436
营运资金变动	-247	-722	231	-168	-221
其它	-416	-233	-296	-242	-285
投资活动现金流	-874	-1,506	-790	-1,265	-1,616
资本支出	-747	-1,343	-890	-1,315	-1,716
投资变动	-164	-280	-300	-300	-300
其他	37	117	400	350	400
筹资活动现金流	379	419	-508	-365	-349
银行借款	-211	514	-239	-73	-106
股权融资	833	208	0	0	0
其他	-243	-303	-269	-293	-243
现金净增加额	616	-321	602	300	300
期初现金余额	889	1,508	1,198	1,800	2,100
期末现金余额	1,508	1,186	1,800	2,100	2,400

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	13.0%	33.9%	16.3%	15.3%	16.0%
营业利润增长	130.9%	-4.3%	19.2%	19.5%	18.9%
归母净利润增长	117.3%	3.0%	21.1%	20.7%	19.0%
获利能力					
毛利率	11.2%	9.0%	9.1%	9.2%	9.2%
净利率	8.4%	5.7%	5.9%	6.1%	6.3%
ROE	21.0%	18.3%	18.6%	18.8%	18.5%
ROIC	17.5%	13.2%	14.8%	16.4%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	29.0%	32.2%	28.2%	26.0%	23.8%
净负债比率	14.2%	15.5%	12.1%	10.0%	8.0%
流动比率	1.63	1.54	1.75	1.85	1.96
速动比率	0.89	0.63	0.87	0.91	0.95
营运能力					
总资产周转率	2.21	2.29	2.25	2.28	2.29
应收账款周转率	45.78	57.38	52.14	56.15	60.83
存货周转率	10.60	10.73	10.74	10.74	10.74
每股指标 (元)					
每股收益	1.30	1.34	1.62	1.96	2.33
每股经营现金流	1.21	0.83	2.06	2.09	2.46
每股净资产	6.18	7.32	8.73	10.44	12.57
估值比率					
P/E	9.10	8.82	7.64	6.33	5.32
P/B	1.91	1.61	1.42	1.19	0.99
EV/EBITDA	7.49	7.16	6.23	4.80	3.89

广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑 颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐 翌：高级分析师，中国科学技术大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。