

## 买入

2023年5月29日

### 全年业绩大增，成本优势进一步加深，23年Q1业绩承压，产能出清仍在持续

- 全年业绩大增：**公司2022年实现营业收入1248.26亿人民币，同比增长58.23%，也是公司自上市以来营业收入首次突破千亿大关。净利润实现132.66亿，同比增长92.16%。2022年全年，公司实现生猪销售6120.1万头，同比增长约52%，其中商品猪销售实现5529.6万头，仔猪555.6万头，种猪34.6万头；公司22年全年屠宰生猪736.2万头，实现鲜、冻品等猪肉产品销售75.7万吨，截至2022年末，公司已有养殖产能7500万头/年以及屠宰产能2900万头/年。
- 成本优势进一步加深：**2022年全年，公司的成本优势进一步加深，养殖成本呈现持续下降的趋势。公司2022年全年平均商品猪完全成本在15.7元/公斤，在第四季度完全成本已经降至15.5元/公斤以下，在剔除原粮价格上涨对公司成本的影响因素后，公司已经基本实现全年成本下降目标。
- 23年Q1业绩承压：**公司2023年一季度实现营业收入241.98亿元，同比增长32.39%；归母净利润为-11.98亿元，同比增长76.87%，相比22年Q4环比由盈转亏，主要由于进入2023年以来生猪价格持续走低，公司一季度商品猪销售均价约为14.7元/公斤，低于公司养殖完全成本，供给端压力较大，行业普遍亏损。公司在一季度实现生猪销售1384.5万头，其中商品猪销售实现1337.6万头，仔猪41.8万头，种猪5.1万头，主要由于一季度非洲猪瘟疫情较为严重影响了生猪的出栏。
- 产能出清仍在持续，后续猪价有望迎来反弹：**截至目前，生猪价格现货价为14.23元人民币/公斤，行业仍然处于普遍亏损的状态。我们认为行业持续亏损的状态在2023年上半年仍将持续，持续的亏损也将加速行业产能出清，使得供需关系重新趋紧，我们认为猪周期将在23年年末至24年年初到来，猪价将迎来大幅度的反弹，届时公司的业绩将得到全面的释放。
- 目标价58.92元，维持买入评级：**综上所述，我们调整公司2023-2025年盈利预期，预计公司2023-2025年的收入分别为1400.25亿/1612.42亿/1809.24亿元，归属于母公司的净利润分别为161.22亿/246.07亿/278.76亿元。维持公司未来12个月目标价格至58.92元，较目前价格有37.6%的上涨空间，对应2023年每股预测收益20倍市盈率，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

行业	畜牧
股价	42.82元
目标价	58.92元 (+37.6%)
股票代码	002714.SZ
已发行股本	54.70亿股
市值	2342.16亿元
52周高/低	65.99/41.90元
每股净资产	12.67元
主要股东	秦英林(51.09%)

### 盈利摘要

截止12月31日	2021年实际	2022年实际	2023年预测	2024年预测	2025年预测
收入(百万人民币)	78,889.9	124,826.2	140,025.0	161,242.6	180,924.2
变动(%)	40.2%	58.2%	12.2%	15.2%	12.2%
毛利润(百万人民币)	13,210.0	21,839.2	28,634.3	39,230.8	43,899.2
变动(%)	-61.3%	65.3%	31.1%	37.0%	11.9%
归母净利润(百万人民币)	6,903.8	13,266.2	16,122.1	24,607.6	27,876.5
变动(%)	-74.9%	92.2%	21.5%	52.6%	13.3%
EPS(元/股)	1.31	2.42	2.95	4.50	5.09
变动(%)	-82.0%	84.8%	21.5%	52.6%	13.3%
市盈率@42.82元(倍)	32.64	20.25	16.66	10.91	9.63
每股股息(元)	1.70	0.77	0.93	1.42	1.61

### 股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：Wind

## 附录 1：主要财务报表

损益表					财务分析						
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	
<b>收入</b>	78,889.9	124,826.2	140,025.0	161,242.6	180,924.2	<b>盈利能力</b>					
销售成本	(65,679.9)	(102,987.1)	(111,390.6)	(122,011.8)	(137,025.0)	毛利率 (%)	16.7%	17.5%	20.4%	24.3%	24.3%
<b>毛利</b>	13,210.0	21,839.2	28,634.3	39,230.8	43,899.2	EBITDA 利率 (%)	20.6%	21.4%	22.5%	26.6%	26.8%
行政及分销开支	(4,950.1)	(6,102.5)	(6,845.6)	(7,882.9)	(8,845.1)	净利率 (%)	8.8%	10.6%	11.5%	15.3%	15.4%
其他营运收入/(成本)	(57.7)	76.3	10.0	10.0	10.0	<b>营运表现</b>					
<b>EBITDA</b>	16,279.2	26,765.8	31,439.9	42,916.9	48,435.2	SG&A/收入 (%)	6.3%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
折旧	(8,090.3)	(11,190.4)	(9,835.2)	(11,784.6)	(13,625.8)	实际税率 (%)	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
摊销	(21.1)	(24.1)	(23.8)	(23.8)	(23.8)	固定资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
财务收入	922.6	2,218.5	3,519.4	3,519.4	3,519.4	库存周转率	2.3	3.3	3.3	3.3	3.3
财务开支	(249.9)	(83.0)	(72.8)	(94.8)	(96.8)	应付账款周转率	2.2	4.4	4.4	4.4	4.4
<b>税前盈利</b>	7,610.6	14,930.0	18,144.2	27,693.9	31,372.9	应收账款周转率	197.3	171.1	243.3	257.5	239.7
所得税	(28.0)	(3.4)	(4.1)	(6.2)	(7.1)	<b>财务状况</b>					
少数股东应占利润	(734.8)	(1,667.2)	(2,026.2)	(3,092.6)	(3,503.4)	权益负债率	61.3%	54.4%	56.0%	52.8%	49.7%
<b>归母净利润</b>	6,903.8	13,266.2	16,122.1	24,607.6	27,876.5	收入/总资产	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7
<b>增长</b>					<b>ROA</b>						
总收入 (%)	40.2%	58.2%	12.2%	15.2%	12.2%	ROE	12.7%	18.5%	19.5%	24.7%	23.5%
EBITDA (%)	-51.9%	64.4%	17.5%	36.5%	12.9%	<b>现金流量表</b>					
净利润 (%)	-74.9%	92.2%	21.5%	52.6%	13.3%	<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
<b>资产负债表</b>					<b>现金流量表</b>						
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	
现金	12,197.6	20,793.5	27,095.4	27,663.9	32,062.8	<b>税前盈利</b>	7,610.6	14,930.0	18,144.2	27,693.9	31,372.9
应收账款	399.9	729.4	575.4	626.1	754.8	折旧及摊销	8,111.4	11,214.5	9,859.0	11,808.4	13,649.6
存货	34,475.7	38,251.7	52,622.7	50,805.3	56,723.9	营运资金变化	11,338.9	(13,193.5)	6,841.1	7,871.8	(704.3)
其他流动资产	1,678.3	2,800.7	4,609.5	4,118.7	4,878.9	其他	28.0	3.4	(636.0)	(970.7)	(1,099.7)
<b>总流动资产</b>	48,752.7	62,578.3	84,904.4	83,215.7	94,422.5	<b>营运现金流</b>	27,089.0	12,954.4	34,208.4	46,403.4	43,218.6
固定资产	99,550.9	106,358.7	125,682.2	143,220.8	155,509.6	资本开支	(35,852.3)	(15,738.9)	(32,554.0)	(28,048.4)	(25,447.1)
无形资产	863.0	952.4	928.5	904.7	880.9	其他投资活动	(123.4)	(274.7)	(142.8)	(180.3)	(199.3)
其他	16,688.6	15,035.1	15,035.1	15,035.1	15,035.1	<b>投资活动现金流</b>	(35,975.7)	(16,013.6)	(32,696.9)	(28,228.7)	(25,646.4)
<b>总资产</b>	177,265.8	192,947.6	238,111.5	252,843.2	276,046.7	负债变化	8,423.9	5,828.8	0.0	0.0	0.0
短期负债	30,040.9	38,857.2	38,857.2	38,857.2	38,857.2	股本变化	2.2	9,723.7	0.0	0.0	0.0
应付帐款、应付票据	36,668.9	28,343.3	36,621.6	42,690.4	45,414.1	股息	(8,967.0)	(4,190.8)	(5,093.0)	(7,773.5)	(8,806.2)
其他	11,521.8	10,966.7	23,207.7	19,939.0	21,844.1	其他融资活动	7,032.7	295.5	0.0	0.0	0.0
<b>总短期负债</b>	78,231.6	78,167.2	98,686.5	101,486.5	106,115.3	<b>融资活动现金流</b>	6,491.8	11,657.2	(5,093.0)	(7,773.5)	(8,806.2)
长期银行贷款	13,923.3	10,646.4	10,646.4	10,646.4	10,646.4	<b>现金变化</b>	(2,395.9)	8,595.9	(3,579.8)	10,400.7	8,765.7
其他负债	7,881.0	7,142.4	9,490.1	12,304.3	13,778.7	期初持有现金	14,593.6	12,197.6	20,793.5	27,095.4	27,663.9
<b>总负债</b>	108,661.6	104,877.2	127,744.2	133,358.4	139,461.7	期末持有现金	12,197.6	20,793.5	17,213.7	37,496.1	36,429.6
<b>股东权益</b>	177,265.8	192,947.6	228,229.9	252,793.8	280,364.0						

数据来源：公司资料、第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供予阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。