

買入

2023年5月29日

全年業績大增，成本優勢進一步加深，23年Q1業績承壓，產能出清仍在持續

- 全年業績大增：**公司2022年實現營業收入1248.26億人民幣，同比增長58.23%，也是公司自上市以來營業收入首次突破千億大關。淨利潤實現132.66億，同比增長92.16%。2022年全年，公司實現生豬銷售6120.1萬頭，同比增長約52%，其中商品豬銷售實現5529.6萬頭，仔豬555.6萬頭，種豬34.6萬頭；公司22年全年屠宰生豬736.2萬頭，實現鮮、凍品等豬肉產品銷售75.7萬噸，截至2022年末，公司已有養殖產能7500萬頭/年以及屠宰產能2900萬頭/年。
- 成本優勢進一步加深：**2022年全年，公司的成本優勢進一步加深，養殖成本呈現持續下降的趨勢。公司2022年全年平均商品豬完全成本在15.7元/公斤，在第四季度完全成本已經降至15.5元/公斤以下，在剔除原糧價格上漲對公司成本的影響因素後，公司已經基本實現全年成本下降目標。
- 23年Q1業績承壓：**公司2023年一季度實現營業收入241.98億元，同比增長32.39%；歸母淨利潤為-11.98億元，同比增長76.87%，相比22年Q4環比由盈轉虧，主要由於進入2023年以來生豬價格持續走低，公司一季度商品豬銷售均價約為14.7元/公斤，低於公司養殖完全成本，供給端壓力較大，行業普遍虧損。公司在一季度實現生豬銷售1384.5萬頭，其中商品豬銷售實現1337.6萬頭，仔豬41.8萬頭，種豬5.1萬頭，主要由於一季度非洲豬瘟疫情較為嚴重影響了生豬的出欄。
- 產能出清仍在持續，後續豬價有望迎來反彈：**截至目前，生豬價格現貨價為14.23元人民幣/公斤，行業仍然處於普遍虧損的狀態。我們認為行業持續虧損的狀態在2023年上半年仍將持續，持續的虧損也將加速行業產能出清，使得供需關係重新趨緊，我們認為豬週期將在23年年末至24年年初到來，豬價將迎來大幅度的反彈，屆時公司的業績將得到全面的釋放。
- 目標價58.92元，維持買入評級：**綜上所述，我們調整公司2023-2025年盈利預期，預計公司2023-2025年的收入分別為1400.25億/1612.42億/1809.24億元，歸屬於母公司的淨利潤分別為161.22億/246.07億/278.76億元。維持公司未來12個月目標價格至58.92元，較目前價格有37.6%的上漲空間，對應2023年每股預測收益20倍市盈率，維持買入評級。

陳曉霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	畜牧
股價	42.82元
目標價	58.92元 (+37.6%)
股票代碼	002714.SZ
已發行股本	54.70億股
市值	2342.16億元
52周高/低	65.99/41.90元
每股淨資產	12.67元
主要股東	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

股價表現



來源：公司資料，第一上海預測

來源：Wind

附錄 1：主要財務報表

損益表						財務分析				
<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
收入	78,889.9	124,826.2	140,025.0	161,242.6	180,924.2	盈利能力				
销售成本	(65,679.9)	(102,987.1)	(111,390.6)	(122,011.8)	(137,025.0)	毛利率 (%)				
毛利	13,210.0	21,839.2	28,634.3	39,230.8	43,899.2	EBITDA 利率 (%)				
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 (%)				
其他营运收入/ (成本)	(57.7)	76.3	10.0	10.0	10.0	营运表现				
EBITDA	16,279.2	26,765.8	31,439.9	42,916.9	48,435.2	SG&A/ 收入 (%)				
折旧	(8,090.3)	(11,190.4)	(9,835.2)	(11,784.6)	(13,625.8)	实际税率 (%)				
摊销	(21.1)	(24.1)	(23.8)	(23.8)	(23.8)	固定资产周转率				
财务收入	922.6	2,218.5	3,519.4	3,519.4	3,519.4	库存周转率				
财务开支	(249.9)	(83.0)	(72.8)	(94.8)	(96.8)	应付账款周转率				
税前盈利	7,610.6	14,930.0	18,144.2	27,693.9	31,372.9	应收账款周转率				
所得税	(28.0)	(3.4)	(4.1)	(6.2)	(7.1)	财务状况				
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				
归母净利润	6,903.8	13,266.2	16,122.1	24,607.6	27,876.5	收入/ 总资产				
增长						ROA				
总收入 (%)	40.2%	58.2%	12.2%	15.2%	12.2%	ROE				
EBITDA (%)	-51.9%	64.4%	17.5%	36.5%	12.9%					
净利润 (%)	-74.9%	92.2%	21.5%	52.6%	13.3%					
资产负债表						现金流量表				
<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	税前盈利				
应收账款	399.9	729.4	575.4	626.1	754.8	折旧及摊销				
存货	34,475.7	38,251.7	52,622.7	50,805.3	56,723.9	营运资金变化				
其他流动资产	1,678.3	2,800.7	4,609.5	4,118.7	4,878.9	其他				
总流动资产	48,752.7	62,578.3	84,904.4	83,215.7	94,422.5	营运现金流				
固定资产	99,550.9	106,358.7	125,682.2	143,220.8	155,509.6	资本开支				
无形资产	863.0	952.4	928.5	904.7	880.9	其他投资活动				
其他	16,688.6	15,035.1	15,035.1	15,035.1	15,035.1	投资活动现金流				
总资产	177,265.8	192,947.6	238,111.5	252,843.2	276,046.7	投资活动现金流				
短期负债	30,040.9	38,857.2	38,857.2	38,857.2	38,857.2	负债变化				
应付账款、应付票据	36,668.9	28,343.3	36,621.6	42,690.4	45,414.1	股本变化				
其他	11,521.8	10,966.7	23,207.7	19,939.0	21,844.1	股息				
总短期负债	78,231.6	78,167.2	98,686.5	101,486.5	106,115.3	其他融资活动				
长期银行贷款	13,923.3	10,646.4	10,646.4	10,646.4	10,646.4	融资活动现金流				
其他负债	7,881.0	7,142.4	9,490.1	12,304.3	13,778.7	融资活动现金流				
总负债	108,661.6	104,877.2	127,744.2	133,358.4	139,461.7	现金变化				
股东权益	177,265.8	192,947.6	228,229.9	252,793.8	280,364.0	期初持有现金				
						期末持有现金				

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。