

# 东瑞股份 (001201.SZ)

**买入**

## 2022 年报及 2023 一季报点评：养殖成本阶段性抬升，种猪优化有望助力轻装上阵

### 核心观点

公司 2023Q1 业绩亏损较大，个别种猪场受疫病影响后进行种群优化。公司 2022 年营收 12.17 亿元，同比+15.68%，归母净利 0.43 亿元，同比-79.72%；2023Q1 营收 3.25 亿元，同比+42.36%，归母净利亏损 1.91 亿元，同比-492.15%，其中，由于一季度生猪价格持续低迷，计提存货跌价准备金额约 0.45 亿元。公司近年营收增速较快主要系生猪出栏规模稳步扩张，但由于猪价整体行情低迷，盈利依然承压。此外，2023Q1 公司个别场存在蓝耳、伪狂犬等疾病问题，因此公司主动淘汰落后产能并补充更新种猪体系，该场一季度亏损合计约 1.15 亿元（含存货跌价准备计提约 0.20 亿元）。同时公司新建场较多，需承担的固定折旧摊销等费用较大，对应 2023Q1 合计亏损约 0.25 亿元。整体上，公司生产经营正常，总体基本面良好，经历此次种猪体系调整优化后，有助于公司未来生产效率提升，有望轻装上阵。

**供港生猪养殖先锋，市场价格优势显著。**公司拥有集饲料生产、育种扩繁、商品猪饲养、活大猪供港、及广东市场生猪销售于一体的完整生猪产业链，是我国供港活大猪最大的供应商，2022 年公司全年出口供应港澳活大猪为 25.08 万头，其中自营出口 22.19 万头，占内地供港活大猪的比例约为 23%，占公司。2023 年公司目标供港数量为 30 万头。2023Q1 公司商品猪销售均价为 16.77 元/公斤，展现出生猪供港业务的市场优势，一方面，香港猪价在一般情况下较高，且通过拍卖定价，因此质量好的生猪卖价会更高，利好养殖出栏质量高的企业，另一方面，供港活猪市场的龙头市占率仍有提升空间，公司未来目标是实现年供港约 50 万头以上，目前仍有翻倍以上成长空间。

**养殖产能储备充足，生猪出栏有望稳步扩张。**出栏方面，据 2023 年 2 月 23 日投资者关系活动记录表披露，目前公司存栏母猪数约 6.6 万头，2023 年公司出栏目标是 80 万头-100 万头，较 2022 年有望实现翻倍增长。在土地储备上，公司目前在河源市已储备 200 万头产能养殖项目用地。2023 年公司资本开支预计约 10 亿元，主要建设“东源东瑞现代农业综合体项目（黄沙基地）”、“惠州东瑞多层楼房生猪养殖项目”等项目，以上两个项目建成后将新增产能 50 万头。有望助力公司出栏稳步扩张。

**风险提示：**养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

**投资建议：**维持“买入”评级。由于 2023 上半年猪价下跌幅度较大，下调公司盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为 0.11/5.23/2.35 亿元（原预计 23-24 年归母净利为 3.92/3.19 亿元），对应当前股价 PE 为 499/10/23X。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,052	1,217	2,066	3,777	4,049
(+/-%)	-23.0%	15.7%	69.8%	82.8%	7.2%
净利润(百万元)	212	43	11	523	235
(+/-%)	-68.9%	-79.7%	-75.0%	4777.8%	-55.1%
每股收益(元)	1.19	0.20	0.05	2.45	1.10
EBIT Margin	19.3%	6.7%	6.6%	18.4%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	1.4%	0.3%	16.8%	7.6%
市盈率 (PE)	21.0	124.5	499.1	10.2	22.8
EV/EBITDA	17.4	30.9	17.2	8.2	11.1
市净率 (PB)	1.44	1.72	1.72	1.72	1.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 农林牧渔·养殖业

**证券分析师：鲁家瑞**

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

**证券分析师：李瑞楠**

021-60893308

liruihan@guosen.com.cn

S0980523030001

**联系人：江海航**

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.62 元
总市值/流通市值	5239/2261 百万元
52 周最高价/最低价	50.06/24.46 元
近 3 个月日均成交额	54.46 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《东瑞股份(001201.SZ)-2022 中报业绩预告点评：Q2 业绩受洪灾影响承压，定增有望助力公司出栏稳步增长》——2022-07-17

《东瑞股份-001201-2021 年业绩预告快评：供港生猪养殖先锋，出栏保持稳步扩张》——2022-02-05

公司 2023Q1 业绩亏损较大，个别种猪场受疫病影响后进行种群优化。公司 2022 年营收 12.17 亿元，同比+15.68%，归母净利 0.43 亿元，同比-79.72%；2023Q1 营收 3.25 亿元，同比+42.36%，归母净利亏损 1.91 亿元，同比-492.15%，其中，由于一季度生猪价格持续低迷，计提存货跌价准备金额约 0.45 亿元。公司近年营收增速较快主要系生猪出栏规模稳步扩张，但由于猪价整体行情低迷，盈利依然承压。此外，2023Q1 公司个别场存在蓝耳、伪狂犬等疾病问题，因此公司主动淘汰落后产能并补充更新种猪体系，该场一季度亏损合计约 1.15 亿元（含存货跌价准备计提约 0.20 亿元）。同时公司新建场较多，需承担的固定折旧摊销等费用较大，对应 2023Q1 合计亏损约 0.25 亿元。整体上，公司生产经营正常，总体基本面良好，经历此次种猪体系调整优化后，有助于公司未来生产效率提升，有望轻装上阵。

图1：东瑞股份营业收入及增速



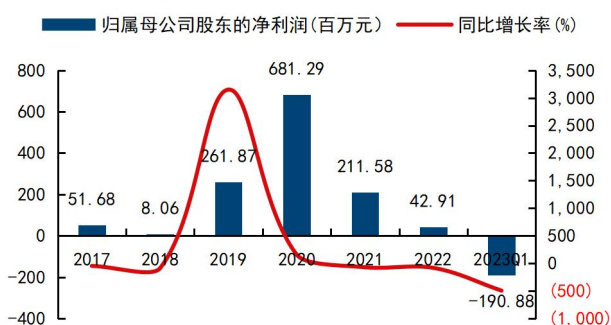
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东瑞股份单季营业收入及增速



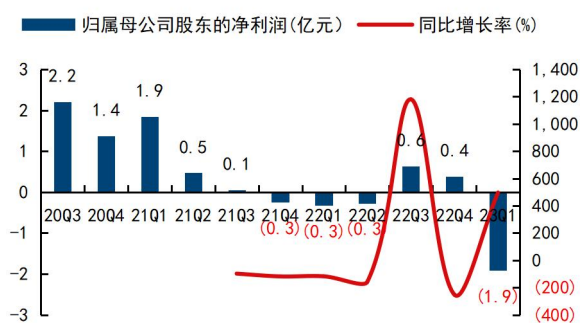
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东瑞股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

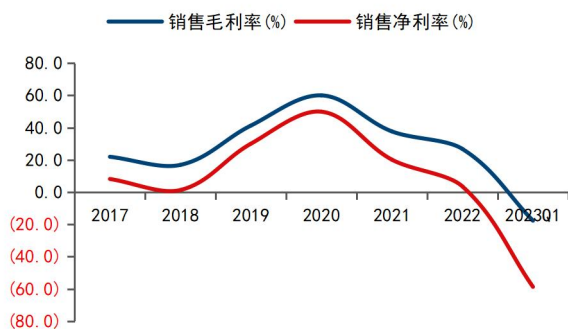
图4：东瑞股份单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

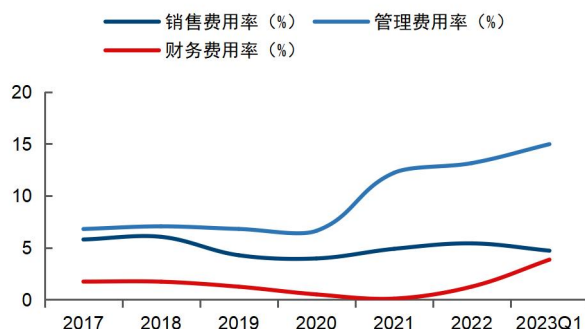
利润率持续下降，管理及财务费用增加明显。2022 年销售毛利率 26.76%，同比-10.87pct；销售净利率 3.53%，同比减少 16.59pct，23Q1 受低猪价、种猪淘汰以及投产摊销等影响，公司毛利率和净利率均由正转负。2022 年公司销售费用率 5.42%(+0.53pct)，管理费用率 13.14%(+0.93pct)，财务费用率 1.25%(+1.15pct)。三项费用率合计 19.81%，同比提升 2.61pct，一方面系管理人员薪酬、折旧摊销费用、环境保护费、生猪保险费增加导致管理费用增长明显，另一方面系利息支出增加导致财务费用增长明显。23Q1 公司管理费用率和财务费用率进一步上升。

图5: 东瑞股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

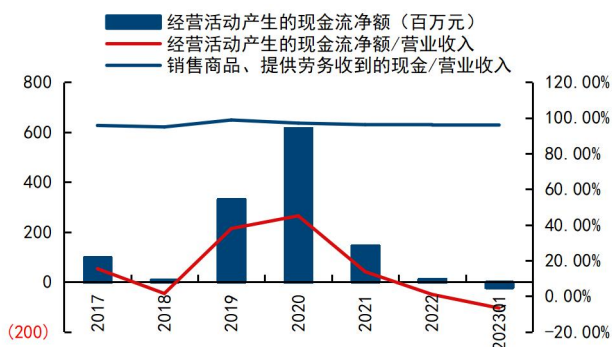
图6: 东瑞股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

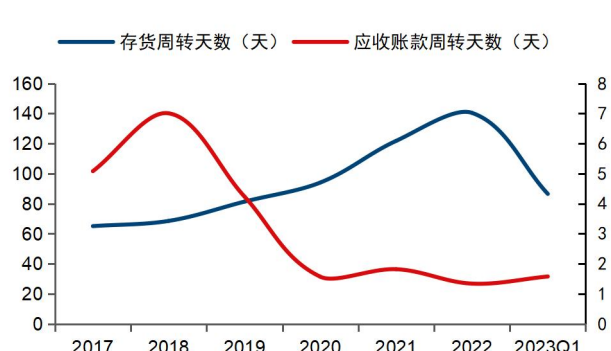
**经营性现金流持续承压, 23Q1 存货周转加快。**2022 年经营性现金流净额 0.12 亿元 (-91.44%), 经营性现金流净额占营业收入比例为 1.02% (-12.75pcts), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 95.95% (-0.21pcts), 23Q1 受猪价低迷影响, 公司经营性现金流进一步明显。在主要流动资产周转方面, 2022 年公司应收周转天数达 1.3 天 (-26.42%), 存货周转天数达 140.4 天 (+15.30%), 销售回款明显加快。

图7: 东瑞股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 东瑞股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持“买入”评级。由于 2023 上半年猪价下跌幅度较大, 下调公司盈利预测, 预计公司 23-25 年归母净利润为 0.11/5.23/2.35 亿元 (原预计 23-24 年归母净利润为 3.92/3.19 亿元), 对应当前股价 PE 为 499/10/23X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	22A	23E	24E	22A	23E	24E			
002840	华统股份	16.65	102.05	0.14	1.61	3.69	119	10	5	买入		
603363	傲农生物	9.88	86.06	0.81	1.10	2.30	12	9	4	买入		
603477	巨星农牧	30.03	151.98	0.31	1.68	2.97	97	18	10	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	973	324	722	631	517	营业收入	1052	1217	2066	3777	4049
应收款项	34	30	57	106	108	营业成本	656	891	1515	2391	2951
存货净额	279	416	542	998	1263	营业税金及附加	3	4	5	11	12
其他流动资产	3	18	16	32	42	销售费用	51	66	102	185	194
<b>流动资产合计</b>	<b>1289</b>	<b>889</b>	<b>1437</b>	<b>1867</b>	<b>2030</b>	管理费用	128	160	282	453	462
固定资产	1995	3317	3952	4450	4601	研发费用	10	14	25	42	43
无形资产及其他	4	33	32	30	29	财务费用	1	15	60	90	103
投资性房地产	303	427	427	427	427	投资收益	22	(28)	0	0	0
长期股权投资	80	50	51	42	30	资产减值及公允价值变动	25	18	(50)	0	2
<b>资产总计</b>	<b>3671</b>	<b>4716</b>	<b>5898</b>	<b>6817</b>	<b>7117</b>	其他收入	(25)	(6)	(25)	(42)	(43)
短期借款及交易性金融负债	102	405	276	708	743	营业利润	234	65	27	606	287
应付款项	208	394	412	823	1073	营业外净收支	(9)	(9)	(15)	(5)	(10)
其他流动负债	30	37	59	101	120	<b>利润总额</b>	<b>224</b>	<b>56</b>	<b>12</b>	<b>601</b>	<b>277</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>339</b>	<b>836</b>	<b>747</b>	<b>1631</b>	<b>1936</b>	所得税费用	13	13	1	78	43
长期借款及应付债券	30	567	1767	1767	1767	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	204	208	241	281	307	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>212</b>	<b>43</b>	<b>11</b>	<b>523</b>	<b>235</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>234</b>	<b>775</b>	<b>2008</b>	<b>2048</b>	<b>2074</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>573</b>	<b>1610</b>	<b>2754</b>	<b>3679</b>	<b>4009</b>	净利润	212	43	11	523	235
少数股东权益	0	1	1	1	1	资产减值准备	12	(6)	2	1	0
股东权益	3097	3105	3107	3107	3080	折旧摊销	85	144	335	402	452
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3671</b>	<b>4716</b>	<b>5863</b>	<b>6788</b>	<b>7090</b>	公允价值变动损失	(25)	(18)	50	0	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1	15	60	90	103
每股收益	1.19	0.20	0.05	2.45	1.10	营运资本变动	(41)	(82)	(75)	(28)	19
每股红利	0.77	0.32	0.04	2.45	1.23	其它	(12)	6	(2)	(1)	(0)
每股净资产	17.47	14.59	14.59	14.59	14.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>231</b>	<b>87</b>	<b>321</b>	<b>897</b>	<b>703</b>
ROIC	9%	2%	6%	13%	7%	资本开支	0	(1476)	(1000)	(900)	(600)
ROE	7%	1%	0%	17%	8%	其它投资现金流	0	(100)	0	0	0
毛利率	38%	27%	27%	37%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3)</b>	<b>(1546)</b>	<b>(1001)</b>	<b>(891)</b>	<b>(587)</b>
EBIT Margin	19%	7%	7%	18%	10%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	27%	18%	23%	29%	21%	负债净变化	30	537	700	0	0
收入增长	-23%	16%	70%	83%	7%	支付股利、利息	(137)	(68)	(8)	(523)	(262)
净利润增长率	-69%	-80%	-75%	4778%	-55%	其它融资现金流	470	(128)	(129)	432	35
资产负债率	16%	34%	47%	54%	57%	<b>融资活动现金流</b>	<b>256</b>	<b>811</b>	<b>1062</b>	<b>(90)</b>	<b>(227)</b>
息率	2.6%	1.3%	0.2%	9.8%	4.9%	<b>现金净变动</b>	<b>484</b>	<b>(648)</b>	<b>383</b>	<b>(85)</b>	<b>(111)</b>
P/E	21.0	124.5	499.1	10.2	22.8	货币资金的期初余额	488	973	324	722	631
P/B	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	货币资金的期末余额	973	324	707	637	519
EV/EBITDA	17.4	30.9	17.2	8.2	11.1	企业自由现金流	0	(1352)	(503)	86	217
						权益自由现金流	0	(943)	14	440	164

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032