

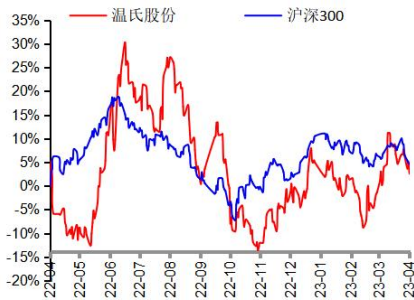
畜禽业务稳健增长，生猪生产指标逐步改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-4-26

收盘价 (元)	20.2
近 12 个月最高/最低 (元)	26.1/16.78
总股本 (百万股)	6,554
流通股本 (百万股)	5,350
流通股比例 (%)	81.6
总市值 (亿元)	1324
流通市值 (亿元)	1081

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 温氏股份 (300498) 中报点评：Q2 生猪业务亏损收窄，禽业实现整体盈利 2022-08-19
2. 温氏股份 (300498) 三季报：猪鸡业务共振，生猪养殖成本再降 2022-11-3
3. 温氏股份 (300498) 2022 年业绩预告点评：Q4 猪鸡业绩双盈利，肉猪上市率明显改善 2023-2-2

主要观点：

● 2023Q1 公司亏损 27.49 亿元，符合市场预期

公司公布 2022 年报和 2023 年一季报：2022 年实现营业收入 837.1 亿元，同比增长 28.9%，实现归母净利润 52.9 亿元，同比增长 139.5%；2023Q1 实现营业收入 199.7 亿元，同比增长 36.9%，亏损 27.49 亿元，符合市场预期。

● 生猪业务量价齐升，生猪生产指标逐步改善

2022 年，公司生猪业务实现量价齐升，生猪出栏量 1790.86 万头，同比增长 35.5%，基本实现 1800 万头年度出栏目标，毛猪销售均价 19.05 元/公斤，同比增长 9.6%，扣除费用前生猪业务盈利约 36 亿元，盈利主要体现在 2022Q4。公司深入总结近年南方雨季和北方冬春季生猪疫病防控经验，有序指导开展重大疾病免疫与防控、转季管理等基础工作，落实重大生产问题责任追究制度，加强基层人员业务培训和考核，强抓生物安全体系建设升级，实现了大生产总体稳定、可控，2022 年 12 月肉猪上市率提升至 93%，年内总体呈现稳中有升的态势，较非瘟上市前上市率 94%-95% 差距不断缩小；2022 年末，公司能繁母猪存栏量达到 140 万头，创历史新高，年内种猪账面资产新增 49.1 亿元，其中，自行培育高达 48.9 亿元，外购仅 0.2 亿元。

2023Q1，公司生猪出栏量 560 万头，同比增长 39.1%，实现生猪业务收入 99 亿元，同比增长 60.8%；分月度看，1-3 月公司生猪销售均价分别为 14.73 元/公斤、14.62 元/公斤、15.2 元/公斤，非瘟疫情对公司经营影响有限，1-3 月公司生猪综合成本分别达到 18 元/公斤以上、18 元/公斤以下、17 元/公斤，我们估算 Q1 生猪业务亏损 16-18 亿元，目前公司能繁母猪量约 145 万头，后备母猪存栏 60 万头，年末计划达到 170 万头能繁母猪存栏。

● 2023Q1 肉鸡出栏同比增长 17%，生产核心指标处历史高位

2022 年，公司肉鸡出栏量 10.81 亿羽，同比下降 1.83%，毛鸡销售均价 15.47 元/公斤，同比上升 17.2%，扣除费用前肉鸡业务盈利约 35 亿元，其中，Q4 盈利 11-12 亿元。公司养鸡业务生产持续稳定，核心生产成绩指标保持高位，养殖综合成本良好，养鸡业务利润同比上升。未来几年，公司规划养禽业务每年出栏增幅约 5%，其中，以增加适合屠宰品种的产量为主。

2023Q1，公司肉鸡出栏量 2.67 亿羽，同比增长 17.7%，实现肉鸡业务收入 77.28 亿元，同比增长 16.5%；分月度看，1-3 月公司肉鸡销售均价分别为 12.49 元/公斤、12.66 元/公斤、13.34 元/公斤，我们估算 Q1 肉鸡业务亏损约 10 亿元。

● 生猪养殖业持续去产能，静待畜禽价格反转

生猪养殖业持续去产能，猪病有望加速产能去化，静待猪价反转。① 生猪养殖行业正处于去产能阶段。3 月中国畜牧业协会二元母猪存栏量环比下降 2.3%，涌益咨询、农业部、钢联能繁母猪存栏环比分别降 1.95%、

下降 0.9%、下降 0.28%，延续今年以来下降趋势。据农业部数据推演，能繁母猪存栏量在 2022 年 4 月达到最低点，对应今年 3、4 月生猪出栏会处于本轮周期最低水平，然而，自去年 12 月以来，行业持续亏损，3、4 月猪价未有起色，市场或低估了生产效率提升对猪价的负面影响，2023 年猪价或整体低迷，生猪养殖业有望持续去产能；②带毒生产意愿低。非瘟流行数年，强毒株、中等毒力毒株、低毒力毒株现已同时存在。带毒生产与生猪价格直接相关，因母猪带毒生产死胎率高，只有在高猪价前提下，养殖户才会选择母猪带毒生产，当前低猪价的选择多是清场；③南方雨季大概率演绎北方冬季去产能；④持续关注二育变化。

白羽鸡板块，我们维持此前判断，商品代价格上行周期或于 2023 年底启动，值得注意的是，种鸡整体性能明显下降，或致商品代价格提前上涨。黄羽鸡板块，在产父母代存栏处于 2019 年以来低位，父母代鸡苗销量处于 2018 年以来最低水平，2023 年黄羽鸡行业有望获得正常盈利。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量 2600 万头、3300 万头、4000 万头，同比分别增长 45.2%、26.9%、21.2%，预计肉鸡出栏量 11.2 亿羽、11.76 亿羽、12.35 亿羽，同比分别增长 5%、5%、5%，对应归母净利润 36.23 亿元、137.4 亿元、156.76 亿元，同比分别增长-31.5%、279.2%、14.1%，归母净利润前值 2023 年 97.65 亿元、2024 年 158.45 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 2023-2024 年猪价预期。随着生猪养殖行业持续去产能，2024 年生猪价格有望迎来新一轮上行周期，公司作为我国第二大生猪养殖企业、第一大黄羽鸡养殖企业，有望实现净利润大幅增长，维持公司“买入”评级不变。

风险提示

疫情；鸡价上涨晚于预期；猪价持续低迷。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	83725	94215	120628	142350
收入同比 (%)	28.9%	12.5%	28.0%	18.0%
归属母公司净利润	5289	3623	13740	15676
净利润同比 (%)	139.5%	-31.5%	279.2%	14.1%
毛利率 (%)	15.5%	10.2%	17.5%	15.8%
ROE (%)	13.3%	8.5%	24.3%	21.7%
每股收益 (元)	0.82	0.55	2.10	2.39
P/E	23.92	36.54	9.64	8.45
P/B	3.24	3.10	2.34	1.84
EV/EBITDA	12.57	20.51	8.22	6.24

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36594	38949	54242	77808	营业收入	83725	94215	120628	142350
现金	4266	10223	13935	38122	营业成本	70699	84564	99490	119859
应收账款	538	509	831	750	营业税金及附加	132	148	190	224
其他应收款	2502	2732	3969	3939	销售费用	812	1143	1339	1271
预付账款	1194	1099	1293	1558	管理费用	4374	4429	5191	4784
存货	20388	17195	27022	26249	财务费用	1816	1221	1035	979
其他流动资产	7706	7190	7190	7190	资产减值损失	-277	400	400	400
非流动资产	61491	62206	63371	63343	公允价值变动收益	-774	0	0	0
长期投资	934	934	934	934	投资净收益	1473	1413	1809	2135
固定资产	35077	36068	37433	37177	营业利润	6118	4202	15181	17281
无形资产	1648	1598	1548	1498	营业外收入	144	30	30	30
其他非流动资产	23832	23606	23456	23733	营业外支出	447	300	300	300
资产总计	98084	101156	117613	141151	利润总额	5815	3932	14911	17011
流动负债	24951	27806	29800	36836	所得税	174	118	447	510
短期借款	1089	89	89	89	净利润	5641	3814	14464	16501
应付账款	5802	8292	8290	11686	少数股东损益	352	191	723	825
其他流动负债	18060	19425	21421	25061	归属母公司净利润	5289	3623	13740	15676
非流动负债	30219	27219	27219	27219	EBITDA	12725	7494	18242	20154
长期借款	10153	10153	10153	10153	EPS (元)	0.82	0.55	2.10	2.39
其他非流动负债	20066	17066	17066	17066					
负债合计	55169	55024	57018	64055					
少数股东权益	3212	3403	4126	4951					
股本	6554	6554	6554	6554					
资本公积	8312	7714	7714	7714					
留存收益	24837	28460	42201	57877					
归属母公司股东权益	39703	42729	56469	72145					
负债和股东权益	98084	101156	117613	141151					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11075	14397	8361	27510
净利润	5641	3814	14464	16501
折旧摊销	5408	3884	4235	4428
财务费用	1978	1285	1188	1188
投资损失	-1473	-1413	-1809	-2135
营运资金变动	-2533	6957	-9587	7657
其他经营现金流	10228	-3273	23921	8714
投资活动现金流	-5763	-2557	-3461	-2135
资本支出	-6404	-4770	-5270	-4270
长期投资	516	800	0	0
其他投资现金流	125	1413	1809	2135
筹资活动现金流	-9225	-5883	-1188	-1188
短期借款	-668	-1000	0	0
长期借款	-8233	0	0	0
普通股增加	202	0	0	0
资本公积增加	2802	-598	0	0
其他筹资现金流	-3328	-4285	-1188	-1188
现金净增加额	-3898	5958	3712	24187

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	28.9%	12.5%	28.0%	18.0%
营业利润	147.2%	-31.3%	261.3%	13.8%
归属于母公司净利	139.5%	-31.5%	279.2%	14.1%
获利能力				
毛利率 (%)	15.5%	10.2%	17.5%	15.8%
净利率 (%)	6.3%	3.8%	11.4%	11.0%
ROE (%)	13.3%	8.5%	24.3%	21.7%
ROIC (%)	9.1%	4.5%	14.8%	14.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	56.2%	54.4%	48.5%	45.4%
净负债比率 (%)	128.6%	119.3%	94.1%	83.1%
流动比率	1.47	1.40	1.82	2.11
速动比率	0.42	0.58	0.72	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.95	1.10	1.10
应收账款周转率	176.28	180.00	180.00	180.00
应付账款周转率	13.06	12.00	12.00	12.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.55	2.10	2.39
每股经营现金流薄)	1.69	2.20	1.28	4.20
每股净资产	6.06	6.52	8.62	11.01
估值比率				
P/E	23.92	36.54	9.64	8.45
P/B	3.24	3.10	2.34	1.84
EV/EBITDA	12.57	20.51	8.22	6.24

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。