

# 温氏股份 (300498)

## Q1 同比减亏，向经营目标稳健迈进

### 报告摘要

#### ◆ Q1 淡季亏损，同比有所改善

2022 年公司实现营业收入 837.25 亿元，同比增长 28.88%，净利润 52.89 亿元，同比扭亏为盈。生猪方面，公司销售肉猪 1790.86 万头（占全国 2.56%），同比增 35.49%；毛猪销售均价 19.05 元/公斤（同比增 9.55%）。黄羽肉鸡方面，22 年公司销售肉鸡 10.81 亿只（占全国 28.98%），同比略降 1.83%；毛鸡销售均价 15.47 元/公斤（同比增 17.20%）。23 年一季度，畜禽淡季需求疲弱，行情低迷，叠加动物疫病因素，整体业绩受到影响。公司 23 年 Q1 实现收入 199.70 亿元，同比增 36.92%，实现归母净利润-27.49 亿元，同比减亏 26.95%。偿债能力上，截至一季度末，公司资产负债率 59.22%，较 22 年底增 2.97pcts，同比-7.26pcts。流动、速动比率环比有所下降。

#### ◆ 生猪稳健扩栏，成本逐步优化

1) 量上，公司稳健扩栏。母猪方面，截至 3 月，公司有能繁母猪超 140 万头，后备母猪约 50-60 万头。23 年公司计划达成 170 万头能繁母猪存栏目标。肥猪方面，23 年公司计划达成 2600 万头出栏目标。一季度公司实现出栏生猪 559.54 万头（同比增 39.1%，目标进度 21.5%），主要系春节期间出栏节奏影响。近月公司投苗量 230 万头的水平，考虑育肥上市指标（上市率已达 93%），我们认为公司有望实现年度出栏目标。2) 成本上，公司一季度受到阶段性疫病等影响，肉猪养殖综合成本略高于去年（约 8-9 元/斤）。未来随着疫病管控的提升，公司养殖效率和利用率的改善，仍望实现全年 8 元/斤以下的综合成本目标。

#### ◆ 养殖周期向上，有望充分获益

生猪方面，生猪行业 23 年以来已连续三个月亏损，叠加去年行业部分集团和规模企业整体未盈利，行业部分养殖户存在明显经营压力。行业继前期猪病影响被动去产能后，主动去产或将提速。随着产能去化的兑现，生猪

投资评级

买入

维持评级

2023 年 04 月 25 日

收盘价(元):

20.69

### 公司基本数据

总股本(百万股)	6,554.14
总市值(百万)	135,605.18
流通股本(百万股)	5,349.64
流通市值(百万)	110,684.07
12 月最高/最低价(元)	26.25/16.88
资产负债率(%)	59.22
每股净资产(元)	5.36
市盈率(TTM)	21.51
市净率(PB)	3.86
净资产收益率(%)	-7.65

### 股价走势图



### 作者

彭海兰 分析师  
SAC 执业证书: S0640517080001  
联系电话: 010-59562522  
邮箱: penghl@avicsec.com

陈翼 研究助理  
SAC 执业证书: S0640121080014  
联系电话: 010-59562522  
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

### 相关研究报告

猪禽共舞，年内仍扭亏为盈 —2022-08-07

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

远期行情值得期待。黄鸡方面，一季度行业整体行情较为低迷，养殖利润并不理想，引致行业持续去产能。随着产能调减带来供给收缩，黄鸡行情也有望趋势向上。

#### ◆ 投资建议

公司是生猪和肉鸡规模养殖巨头。生猪板块稳健扩产、成本逐步优化。猪禽共舞，公司有望迎来景气周期利润兑现。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 65.42 亿元、162.37 亿元、136.16 亿元，EPS 分别为 1.00 元、2.48 元、2.08 元，对应 23、24、25 年 PE 分别为 20.73、8.35、9.96 倍，维持评级给予“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

生猪行业产能去化幅度、猪肉消费不及预期等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	64954.06	83708.19	97464.45	121654.48	131750.25
增长率 (%)	-13.31	28.87	16.43	24.82	8.30
归母净利润 (百万元)	-13404.36	5289.01	6542.36	16237.36	13616.25
增长率 (%)	-280.51	139.46	23.70	148.19	-16.14
毛利率 (%)	-8.32	15.54	16.03	22.45	18.75
每股收益 (元)	-2.05	0.81	1.00	2.48	2.08
市盈率 PE	-10.12	25.64	20.73	8.35	9.96
市净率 PB	4.31	3.49	3.06	2.36	1.98
净资产收益率 ROE (%)	-41.31	13.32	14.53	27.86	19.62

资料来源：iFind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**
**资产负债表**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4265.52	9746.45	12165.45	20743.52
应收票据及账款	553.56	577.93	721.36	781.23
预付账款	1193.90	1435.69	1792.01	1940.73
其他应收款	2502.12	3114.43	3887.41	4210.02
存货	20388.33	19690.67	22700.05	25755.10
其他流动资产	7690.33	7797.84	8436.82	8703.50
<b>流动资产总计</b>	<b>36593.76</b>	<b>42363.00</b>	<b>49703.10</b>	<b>62134.09</b>
长期股权投资	934.04	990.29	1046.54	1102.79
固定资产	48717.25	43310.41	39176.79	34316.41
在建工程	3833.78	5194.81	4555.85	3916.89
无形资产	1648.20	1540.16	1565.46	1524.10
长期待摊费用	104.81	52.41	0.00	0.00
其他非流动资产	6252.67	6432.90	6422.66	6412.42
<b>非流动资产合计</b>	<b>61490.74</b>	<b>57520.98</b>	<b>52767.31</b>	<b>47272.61</b>
<b>资产总计</b>	<b>98084.50</b>	<b>99883.98</b>	<b>102470.41</b>	<b>109406.69</b>
短期借款	1088.70	7050.56	267.74	-0.00
应付票据及账款	7555.13	7415.92	8549.31	9699.90
其他流动负债	16306.91	14516.86	16805.30	19009.43
<b>流动负债合计</b>	<b>24950.73</b>	<b>28983.34</b>	<b>25622.35</b>	<b>28709.34</b>
长期借款	28463.23	20712.42	12965.63	5331.29
其他非流动负债	1755.35	1755.35	1755.35	1755.35
<b>非流动负债合计</b>	<b>30218.58</b>	<b>22467.77</b>	<b>14720.98</b>	<b>7086.64</b>
<b>负债合计</b>	<b>55169.32</b>	<b>51451.12</b>	<b>40343.33</b>	<b>35795.98</b>
股本	6554.14	6554.14	6554.14	6554.14
资本公积	8311.96	8311.96	8311.96	8311.96
留存收益	24837.22	30173.80	43418.56	54525.29
归属母公司权益	39703.32	45039.90	58284.66	69391.39
少数股东权益	3211.86	3392.96	3842.42	4219.33
<b>股东权益合计</b>	<b>42915.18</b>	<b>48432.86</b>	<b>62127.08</b>	<b>73610.72</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>98084.50</b>	<b>99883.98</b>	<b>102470.41</b>	<b>109406.69</b>

**利润表**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	83708.19	97464.45	121654.48	131750.25
营业成本	70696.86	81837.76	94345.22	107042.53
税金及附加	131.54	144.54	180.42	195.39
销售费用	812.31	925.91	1131.39	1198.93
管理费用	4373.55	5068.15	6204.38	6587.51
研发费用	531.74	682.25	851.58	922.25
财务费用	1816.12	1345.02	937.52	391.93
资产减值损失	-277.47	-1437.65	-1794.47	-1943.39
信用减值损失	-60.69	-74.76	-93.31	-101.06
其他经营损益	15.19	13.50	13.50	13.50
投资收益	1473.05	885.12	885.12	885.12
公允价值变动损益	-773.79	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	149.72	86.52	86.52	86.52
其他收益	245.95	227.41	227.41	227.41
营业利润	6118.05	7160.95	17328.75	14579.81
营业外收入	144.47	84.18	84.18	84.18
营业外支出	447.49	383.72	383.72	383.72
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	5815.04	6861.41	17029.20	14280.27
所得税	173.64	137.95	342.38	287.11
净利润	5641.40	6723.46	16686.82	13993.16
少数股东损益	352.39	181.10	449.46	376.91
归属母公司股东净利润	5289.01	6542.36	16237.36	13616.25
EBITDA	13038.72	16622.91	27176.64	24623.16
NOPLAT	8330.36	8254.45	17818.51	14590.23
EPS(元)	0.81	1.00	2.48	2.08

**主要财务比率**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	28.87%	16.43%	24.82%	8.30%
营业利润增长率	147.19%	17.05%	141.99%	-15.86%
EBIT 增长率	163.70%	7.54%	118.93%	-18.34%

**现金流量表**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
------	------	-------	-------	-------



税后经营利润	5641.40	5842.04	15805.40	13111.74	EBITDA 增长率	305.46%	27.49%	63.49%	-9.40%
折旧与摊销	5407.57	8416.48	9209.92	9950.95	归母净利润增长率	139.46%	23.70%	148.19%	-16.14%
财务费用	1816.12	1345.02	937.52	391.93	经营现金流增长率	1345.46%	18.06%	86.48%	-6.14%
投资损失	-1473.05	-885.12	-885.12	-885.12	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-2976.39	-2466.21	-1499.27	-498.19	毛利率	15.54%	16.03%	22.45%	18.75%
其他经营现金流	2658.89	822.52	812.99	812.99	净利率	6.74%	6.90%	13.72%	10.62%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>11074.53</b>	<b>13074.72</b>	<b>24381.43</b>	<b>22884.30</b>	营业利润率	7.31%	7.35%	14.24%	11.07%
资本支出	9479.40	4400.00	4400.00	4400.00	ROE	13.32%	14.53%	27.86%	19.62%
长期投资	457.28	0.00	0.00	0.00	ROA	5.39%	6.55%	15.85%	12.45%
其他投资现金流	3259.32	1145.95	897.31	897.31	ROIC	12.43%	12.97%	26.46%	21.94%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-5762.80</b>	<b>-3254.05</b>	<b>-3502.69</b>	<b>-3502.69</b>	<b>估值倍数</b>				
短期借款	-668.20	5961.87	-6782.82	-267.74	P/E	25.64	20.73	8.35	9.96
长期借款	-12009.05	-7750.81	-7746.80	-7634.34	P/S	1.62	1.39	1.11	1.03
普通股增加	202.33	0.00	0.00	0.00	P/B	3.49	3.06	2.36	1.98
资本公积增加	2802.14	0.00	0.00	0.00	股息率	0.48%	0.89%	2.21%	1.85%
其他筹资现金流	448.14	-2550.80	-3930.12	-2901.45	EV/EBIT	19.99	19.24	8.01	8.77
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-9224.65</b>	<b>-4339.74</b>	<b>-18459.74</b>	<b>-10803.53</b>	EV/EBITDA	11.70	9.50	5.29	5.23
<b>现金流量净额</b>	<b>-3897.62</b>	<b>5480.93</b>	<b>2419.00</b>	<b>8578.07</b>	EV/NOPLAT	18.32	19.13	8.07	8.82

资料来源：iFind，中航证券研究

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637