

## 温氏股份 (300498.SZ)

## 猪价低迷压制当期利润，生产目标稳步兑现

2023年08月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

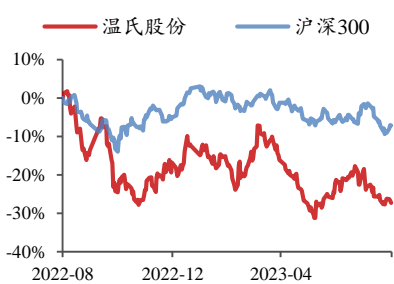
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2023/8/30
当前股价(元)	16.95
一年最高最低(元)	25.00/16.08
总市值(亿元)	1,126.46
流通市值(亿元)	922.30
总股本(亿股)	66.46
流通股本(亿股)	54.41
近3个月换手率(%)	30.04

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《疫病扰动2023Q1业绩，老牌企业展现快速调整能力——公司信息更新报告》-2023.4.26

《优秀经验及体系加速降本增效，老牌龙头风采依旧——公司信息更新报告》-2023.2.1

《公司盈利能力持续强化，高分红展现企业责任——公司信息更新报告》-2022.10.27

### ● 猪价低迷压制当期利润，生产目标稳步兑现，维持“买入”评级

公司发布2023年半年报，报告期内实现收入412.00亿元（+30.61%），实现归母净利润-46.89亿元（-33.07%），销售/管理/研发/财务费用分别同比变动+29.69%/+3.9%/+21.97%/-28.24%，费用整体管控良好，报告期内公司计提消耗性及生产性生物资产合计0.72亿元。鉴于猪价低迷较久，我们调低2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为-4.70（65.21）/141.94（193.00）/249.41（216.71）亿元，对应EPS分别为-0.07/2.14/3.75元，当前股价对应PE为-255.2/8.5/4.8倍。公司养殖成绩不断改善，出栏量成长确定性高，维持“买入”评级。

### ● 生猪：产能扩张逐渐推进，生产成绩不断优化

报告期内生猪板块销量1178.57万头（+47.21%），收入207.44亿元（+54.39%），毛猪销售均价14.58元/公斤（+3.18%）。我们估计，2023H1肉猪养殖综合成本约17.2元/公斤，生猪养殖业务亏损约36亿元。生产成绩方面，2023年5月公司PSY已提升至22头/年，仔猪生产成本380元/头，上半年肉猪上市率92%，生产成绩不断优化。能繁方面，报告期末公司能繁母猪存栏约150万头，环比2023Q1（140万头）增长10万头，为后期出栏增长打下基础。公司2023/2024年出栏目标为2600万头/3300万头保持不变，截止7月出栏量兑现度已超53%。

### ● 肉鸡：黄鸡价格有所回落，生产成绩优异下半年盈利有望渐趋改善

2023H1肉禽业务实现收入157.56亿元（+11.40%），销售肉鸡5.53亿只（+13.30%），毛鸡销售均价13.09元/斤（-5.69%），肉鸡及肉鸭上市率均达94%，我们估计2023H1肉鸡业务亏损约11.57亿元。报告期内黄鸡价格低迷，但公司鲜品、预制菜、蛋品均实现盈利，鲜品鸡/蛋品销量分别同比增长13.4%/18.2%，另外新秀业务白羽鸡也实现盈利。8月下旬以来黄鸡价格企稳回升，随着下半年黄鸡消费场景增多需求走旺，公司毛鸡业务有望逐渐走强迎来改善。

### ● 风险提示：生猪存栏恢复不及预期、行业竞争加剧、新品上市不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	64,954	83,708	99,466	124,115	146,402
YOY(%)	-13.3	28.9	18.8	24.8	18.0
归母净利润(百万元)	-13,404	5,289	-470	14,194	24,941
YOY(%)	-280.5	-139.5	-108.9	-3119.6	75.7
毛利率(%)	-8.3	15.5	8.5	19.5	24.6
净利率(%)	-20.6	6.3	-0.5	11.4	17.0
ROE(%)	-39.0	13.1	-1.2	27.4	32.9
EPS(摊薄/元)	-2.02	0.80	-0.07	2.14	3.75
P/E(倍)	-8.9	22.7	-255.2	8.5	4.8
P/B(倍)	3.8	3.1	3.2	2.4	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	35589	36594	42472	52628	60715
现金	7633	4266	12931	16135	25589
应收票据及应收账款	412	538	258	697	387
其他应收款	2362	2502	2124	3392	2838
预付账款	857	1194	132	1328	299
存货	14944	20388	20052	24340	24746
其他流动资产	9381	7706	6976	6736	6856
<b>非流动资产</b>	61199	61491	63287	65292	66632
长期投资	749	934	1010	1112	1201
固定资产	40169	40968	43710	45888	47480
无形资产	1762	1648	1721	1777	1819
其他非流动资产	18520	17941	16846	16515	16133
<b>资产总计</b>	96788	98084	105760	117920	127348
<b>流动负债</b>	19685	24951	38283	40753	29658
短期借款	1757	1089	12071	21837	0
应付票据及应付账款	6772	7555	9174	1624	9704
其他流动负债	11156	16307	17038	17292	19954
<b>非流动负债</b>	42355	30219	26286	22285	17883
长期借款	34389	22556	18623	14622	10220
其他非流动负债	7966	7663	7663	7663	7663
<b>负债合计</b>	62039	55169	64569	63038	47541
少数股东权益	2301	3212	3176	4003	5315
股本	6352	6554	6646	6646	6646
资本公积	5510	8312	8312	8312	8312
留存收益	19630	24148	23693	36460	60089
<b>归属母公司股东权益</b>	32448	39703	38014	50879	74491
<b>负债和股东权益</b>	96788	98084	105760	117920	127348

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	766	11075	10548	5816	44325
净利润	-13548	5641	-505	15021	26254
折旧摊销	5109	4833	3983	4570	5118
财务费用	1163	1816	2096	1237	1549
投资损失	-794	-1473	-600	-600	-600
营运资金变动	2003	-2976	5224	-14411	12004
其他经营现金流	6833	3234	350	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-10253	-5763	-4321	-5974	-5859
资本支出	13240	9352	1721	1902	1252
长期投资	-936	457	-76	-96	-89
其他投资现金流	2051	4047	-2676	-4168	-4696
<b>筹资活动现金流</b>	17005	-9225	-9632	-6404	-7175
短期借款	-2234	-668	-1089	0	0
长期借款	19660	-11833	-3932	-4002	-4401
普通股增加	-22	202	92	0	0
资本公积增加	102	2802	0	0	0
其他筹资现金流	-502	272	-4703	-2402	-2773
<b>现金净增加额</b>	7514	-3898	-3406	-6562	31292

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	64954	83708	99466	124115	146402
营业成本	70356	70697	90990	99881	110443
营业税金及附加	109	132	147	184	227
营业费用	813	812	1492	1241	1318
管理费用	4759	4374	5471	6702	6588
研发费用	603	532	778	880	1091
财务费用	1163	1816	2096	1237	1549
资产减值损失	-2194	-277	767	944	1046
其他收益	223	246	235	240	238
公允价值变动收益	954	-774	-500	0	0
投资净收益	794	1473	600	600	600
资产处置收益	133	150	150	0	0
<b>营业利润</b>	-12964	6118	-255	15774	27069
营业外收入	36	144	60	80	60
营业外支出	216	447	326	369	340
<b>利润总额</b>	-13144	5815	-521	15485	26790
所得税	404	174	-16	465	536
<b>净利润</b>	-13548	5641	-505	15021	26254
少数股东损益	-143	352	-35	826	1313
<b>归属母公司净利润</b>	-13404	5289	-470	14194	24941
EBITDA	-6483	11686	4464	21044	32285
EPS(元)	-2.02	0.80	-0.07	2.14	3.75

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-13.3	28.9	18.8	24.8	18.0
营业利润(%)	-254.6	147.2	-104.2	6277.1	71.6
归属于母公司净利润(%)	-280.5	-139.5	-108.9	-3119.6	75.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	-8.3	15.5	8.5	19.5	24.6
净利率(%)	-20.6	6.3	-0.5	11.4	17.0
ROE(%)	-39.0	13.1	-1.2	27.4	32.9
ROIC(%)	-15.3	8.7	0.6	16.2	27.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.1	56.2	61.1	53.5	37.3
净负债比率(%)	110.0	75.0	71.2	58.4	-4.5
流动比率	1.8	1.5	1.1	1.3	2.0
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	172.1	176.2	250.0	260.0	270.0
应付账款周转率	12.9	9.9	10.9	18.5	19.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-2.02	0.80	-0.07	2.14	3.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	1.67	1.59	0.88	6.67
每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.85	5.59	7.52	11.08
<b>估值比率</b>					
P/E	-8.9	22.7	-255.2	8.5	4.8
P/B	3.8	3.1	3.2	2.4	1.6
EV/EBITDA	-24.1	13.0	33.7	7.3	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn