

母猪结构优化中，肉禽业务显著好转

温氏股份 (300498.SZ)
推荐 维持评级

核心观点：

- **事件** 公司发布 2020 年年度报告及 2021 年第一季度报告。
- **受猪价下行、原料上涨影响，21Q1 业绩下滑** 2020 年公司营业收入为 749.39 亿元，同比+2.45%，其中猪肉类养殖、肉鸡类养殖分别贡献收入 463.43 亿元、242.94 亿元，同比+10.84%、-9.30%；归母净利润 74.26 亿元，同比-46.83%；扣非后归母净利润为 63.81 亿元，同比-51.11%。公司综合毛利率 19.61%，同比-8.05pct；期间费用率为 10.03%，同比+1.49pct。2020Q4，公司营业收入为 194.83 亿元，同比-21.56%；归母净利润-8.16 亿元，同比-110.35%；扣非后归母净利润-11.74 亿元，同比-114.83%。**分红预案：**每 10 股派现金股利 2 元（含税）。
2021Q1，公司实现营收 168.18 亿元，同比-3.62%；归母净利润为 5.44 亿元，同比-71.28%；扣非后归母净利润为 5.39 亿元，同比-72.82%。21Q1 公司生猪均价同比-15.7%，叠加原材料价格上涨，成本增加，导致养猪业务利润同比大幅下降。
- **肉禽养殖利润显著好转，转型升级稳步推进** 2020 年公司销售肉鸡 10.51 亿只（含毛鸡、鲜品和熟食），同比+14.86%；销售肉鸭 5692.80 万只。20 年活禽市场供给过剩，叠加新冠肺炎疫情影响餐饮行业对禽肉的需求；同时随着生猪供给逐步恢复，禽肉的消费替代作用逐步减弱，公司毛鸡、毛鸭销售均价分别同比下降 21.79%、32.94%，肉禽类业务出现较大亏损。2021Q1 公司养禽业务利润同比大幅上升。肉鸡、肉鸭销售价格同比+38.84%、+34.01%。公司将围绕 2021 经营计划继续推进养禽业务稳产增效。公司有序配套高效养殖小区产能，肉鸡、肉鸭养殖小区位置占其总产能的 27%、12.7%，逐步推进转型升级。另外，在屠宰方面，公司新增单班屠宰产能 8600 万只，累计竣工单班产能 2.48 亿只，有力支撑公司鲜品业务发展。20 年公司鲜品销量达 1.32 亿只，同比+37.74%。
- **持续优化母猪结构，商品猪投苗环比显著增长** 20 年公司销售生猪 954.55 万头，同比-48.45%；毛利率 30.58%，同比+1.74pct；销售均价约为 33.86 元/kg，头均利润约 1400 元。公司为控制非瘟风险，主动调整猪苗调运及投放生产环节的进度，并淘汰部分受威胁母猪，致使肉猪产量以及存栏母猪的整体生产性能有所下降。公司将持续优化母猪结构：20 年底公司能繁母猪中高效占比约 80%；预计到 21 年底，公司能繁母猪存栏目标 180 万头，后备母猪 80 万头，高效能繁母猪比例将进一步提升。2021Q1，公司肉猪销售 209.72 万头，同比-6.90%，销售均价约 29.61 元/kg。公司将加大力度推进猪业复产，其中商品猪苗投苗季度环比增长 46%，为后续商品猪出栏量提升奠定基础。
- **投资建议** 受益黄鸡价格均值回归，公司作为黄鸡规模龙头将显著受益，业绩回升可期；随着母猪产能提升，公司生猪养殖出栏及成本将逐步改善。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别 1.18、1.06 元，对应 PE 为 13、15 倍，维持“推荐”评级。

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhuyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

市场数据

2021/4/21

A 股收盘价(元)	15.60
A 股一年内最高价(元)	31.45
A 股一年内最低价(元)	15.51
市盈率 (TTM)	16
总股本 (亿股)	63.73
实际流通 A 股(亿股)	48.40
限售的流通 A 股(亿股)	15.33
流通 A 股市值(亿元)	755

● **风险提示**

- 1、动物疫病的风险；
- 2、原材料价格大幅波动的风险；
- 3、环保、养殖等方面政策变化的风险；
- 4、自然灾害的风险；
- 5、食品安全的风险等。

主要财务指标

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	74938.91	85482.12	102815.24	109702.13
增长率%	2.45%	14.07%	20.28%	6.70%
净利润(百万元)	7425.87	7510.81	6737.61	3609.06
增长率%	-46.83%	1.14%	-10.29%	-46.43%
每股收益 EPS(元)	1.17	1.18	1.06	0.57
净资产收益率 ROE	15.73%	14.18%	11.54%	5.95%
PE	13	13	15	28

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。五年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-80928023 gengyouyou@ChinaStock.com.cn