

Q3 业绩显著下行，成本逐步回归正常状态中

温氏股份 (300498.SZ)
推荐 维持评级

核心观点：

- **事件** 公司发布 2021 年三季度报告。
- **Q3 生猪价格大幅下行，拖累业绩表现** 2021 前三季度公司营业收入为 465.76 亿元，同比-16.01%；归母净利润-97.01 亿元，同比-217.71%；扣非后归母净利润为-107.95 亿元，同比-242.87%。公司计提各项资产减值准备 18.98 亿元。综合毛利率-8.34%，同比-31.6pct；期间费用率为 11.22%，同比+1.91pct。2021Q3 公司营业收入为 159.42 亿元，同比-18.2%；归母净利润-72.04 亿元，同比-276.21%；扣非后归母净利润-76.43 亿元，同比-328.9%。公司综合毛利率-28.71%，同比-52.31pct；期间费用率为 11.26%，同比+1.77pct。2021Q3，公司生猪销售均价环比-24.09%，同比-62.03%，叠加饲料原料价格高位及养殖效率等因素导致养殖成本高位，且 Q3 公司生猪出栏环比增长显著，多重因素导致公司养猪业务利润同比大幅下行。
- **黄鸡价格 7 月低位后逐月好转，Q4 相应业绩或向好** 2021 前三季度公司销售肉鸡 7.88 亿只，同比+2.2%。单看 Q3，公司肉鸡销量为 3.04 亿只，同比+4.11%；销售均价为 11.88 元/kg，环比-4.12%，同比-3.73%；Q3 鸡价呈现逐月好转趋势（7 月月度均价低位），我们估算 7 月出现显著亏损，8-9 月亏损幅度相对好转。21Q3 公司肉鸡养殖完全成本约 6.6 元/斤，剔除饲料涨价因素，整体同比下降 0.4 元/斤。目前黄鸡价格处于震荡上行过程中，预计 Q4 对应业绩向好。另外，在鲜品业务方面，21Q3 公司销售鲜比例进一步提升，由 H1 的 13% 提升到接近 15%。在产能建设方面，公司稳步推进养殖小区和屠宰产能建设，单班屠宰产能约 2.6 亿只/年。
- **生猪出栏高增长，完全成本逐步回归正常状态中** 2021 前三季度公司销售肉猪 897.52 万头，同比+27.03%；销售均价约 20.51 元/kg，同比-41.37%。21Q3 公司销售生猪 428.79 万头，环比+65.55%，同比+94.96%；销售均价约 13.77 元/kg，环比-24.09%，同比-62.03%。在出栏大幅增长（Q3 外购猪苗育肥出栏占比达 45%）、猪价大幅下行的双重作用下，公司 Q3 业绩出现大幅下行。随着外购仔猪育肥的逐步出栏（10-11 月外购育肥可以出栏完毕），公司生猪综合成本呈下行趋势（Q3 完全成本降至 22 元/kg）。9 月份自繁自养完全成本降至 19 元/kg。当前公司猪苗生产成本大幅下降，预计后续养殖成本会有较大幅度下行。公司成本层面逐步回归正常状态中。截至 9 月底，公司高性能的能翻母猪约 110 万头，后备母猪约 40 万头，基本保持稳定。
- **投资建议** 受益鸡价回暖，公司肉鸡业绩表现或向好；随着母猪自供能力与效率提升，公司生猪养殖完全成本有望逐步下行，后续业绩改善可期。考虑到猪价中短期走势，我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别 -1.69、0.12 元。长期来看，随着公司成本逐步下行，未来猪价探底上行，公司业绩有望显著好转。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

2021/10/27

A 股收盘价(元)	15.42
A 股一年内最高价(元)	20.35
A 股一年内最低价(元)	12.14
市盈率 (TTM)	126
总股本 (亿股)	63.73
实际流通 A 股(亿股)	48.29
限售的流通 A 股(亿股)	15.44
流通 A 股市值(亿元)	745

● **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	62689.03	84660.40	112946.44
增长率%	2.45%	-16.35%	35.05%	33.41%
净利润(百万元)	7425.87	-10726.80	778.60	4734.94
增长率%	-46.83%	-244.45%	107.26%	508.14%
每股收益 EPS(元)	1.17	-1.69	0.12	0.75
净资产收益率 ROE	15.73%	-30.87%	2.06%	11.20%
PE	13	-9	126	21

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。六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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn