

温氏股份 (300498.SZ) 养殖业务持续降本增效，生产指标快步走出低谷

2022年02月27日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（上调）

日期	2022/2/25
当前股价(元)	19.49
一年最高最低(元)	22.72/12.14
总市值(亿元)	1,237.97
流通市值(亿元)	921.66
总股本(亿股)	63.52
流通股本(亿股)	47.29
近3个月换手率(%)	51.74

股价走势图



相关研究报告

《公司信息更新报告-公司持续降本增效，养殖业务逐步走出低谷》 - 2021.10.31

《公司信息更新报告-生猪养殖业务承压，禽养殖业务同比改善》 - 2021.8.19

《公司信息更新报告-组织革新，经营拐点将至》 - 2021.4.22

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

● 公司持续降本增效，生产指标快步走出低谷，上调至“买入”评级

温氏股份发布2021年业绩快报，公司2021年实现营收649.63亿元(-13.31%)，实现归母净利润-133.37亿元(-279.61%)。2021年公司初步计提减值准备约21亿元，下调2021年盈利预测；2021H2公司生猪养殖生产指标加速恢复，上调2022-2023年盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润为-133.37/5.88/177.09亿元(前预测值为-102.44/5.52/118.20亿元)，对应EPS分别为-2.10/0.09/2.79元，当前股价对应PE为-9.4/213.9/7.1倍。上调至“买入”评级。

● 生猪养殖效率边际改善明显，持续降本增效迎周期反转

公司2021年销售生肉猪1321.74万头(+38.47%)；毛猪销售均价17.39元/公斤(-48.18%)；实现销售收入271.42亿元，(-31.86%)。2021H2公司窝均健仔数10.1-10.3头，育肥成活率稳定在88%左右，2021M12育肥全成本17.4元/公斤。2022M1断奶仔猪成本约450元/头，预计全年综合成本16-17元/公斤。截至2022M2，公司基母存栏100-110万头，支撑2022年1800万头出栏目标。

● 禽养殖成本下降，转型屠宰收效明显，鲜品、熟食占比有望保持高增速

2021年销售肉鸡11.01亿只(+4.76%)；销售肉鸭0.58亿只(+1.85%)。2021年公司销售肉鸡鲜品1.5亿只(+18%)，增速亮眼。2021年毛鸡出栏完全成本12.6元/公斤，行业成本比较优势仍然显著。公司肉禽屠宰产能持续提升，单班2.9亿只/年(同比提升0.3亿只/年)。2022年公司毛鸡养殖完全成本目标12.2元/公斤，公司将继续加大禽肉鲜品、熟食销量占比。

● 公司资金储备充裕，周期底部现金流压力较小

截至2021年报告期末，期末资产总额为969.04亿元，较期初增长12.57%。预计期末资产负债率约65%，债务结构以长期债务为主。公司2022年资本开支规划约40-50亿元。现金流压力测试角度，2022H1公司现金流净流出额极限约40亿元。截至2022年1月底公司账面现金约150亿元，周期底部现金流压力较小。

● 风险提示：饲料原料价格上涨，养殖疫病风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73,120	74,924	64,963	74,699	104,903
YOY(%)	27.8	2.5	-13.3	15.0	40.4
归母净利润(百万元)	13,967	7,426	-13,337	588	17,709
YOY(%)	252.9	-46.8	-279.6	-104.4	2911.9
毛利率(%)	27.7	19.6	-10.0	10.3	24.8
净利率(%)	19.1	9.9	-20.5	0.8	16.9
ROE(%)	31.0	15.7	-41.2	1.9	37.2
EPS(摊薄/元)	2.20	1.17	-2.10	0.09	2.79
P/E(倍)	9.0	16.9	-9.4	213.9	7.1
P/B(倍)	2.8	2.7	4.0	4.1	2.7

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	26094	23055	35204	30418	46460	营业收入	73120	74924	64963	74699	104903
现金	1468	1865	8445	9711	13637	营业成本	52894	60229	71476	66974	78878
应收票据及应收账款	307	343	177	398	379	营业税金及附加	106	90	81	96	136
其他应收款	1294	2218	803	2517	1947	营业费用	917	880	783	932	1318
预付账款	306	1254	0	879	287	管理费用	4728	5764	4028	5080	6294
存货	12486	13312	18455	11311	23746	研发费用	570	679	617	672	839
其他流动资产	10232	4063	7323	5603	6463	财务费用	241	196	1015	1552	645
非流动资产	39485	57445	58641	60465	62970	资产减值损失	-62	-537	-2111	-523	0
长期投资	508	510	732	982	1262	其他收益	139	213	222	250	280
固定资产	27029	37734	41830	44638	46885	公允价值变动收益	1056	1324	1500	1350	1600
无形资产	1371	1743	1890	2057	2219	投资净收益	123	388	475	430	480
其他非流动资产	10578	17458	14189	12788	12604	资产处置收益	1	-24	20	-8	-11
资产总计	65579	80500	93844	90883	109429	营业利润	14900	8387	-12933	893	19141
流动负债	13897	16799	47725	48160	52398	营业外收入	32	72	60	80	80
短期借款	2072	3991	28472	34872	29502	营业外支出	152	488	210	300	400
应付票据及应付账款	2658	4140	3685	3555	4535	利润总额	14780	7972	-13083	673	18821
其他流动负债	9167	8669	15567	9733	18361	所得税	336	488	432	67	565
非流动负债	5054	16113	13320	10593	7919	净利润	14445	7484	-13514	606	18256
长期借款	4346	14729	11936	9209	6535	少数股东损益	477	58	-178	18	548
其他非流动负债	709	1384	1384	1384	1384	归母净利润	13967	7426	-13337	588	17709
负债合计	18951	32912	61045	58753	60317	EBITDA	18075	12201	-7843	6995	25711
少数股东权益	1516	1800	1623	1641	2188	EPS(元)	2.20	1.17	-2.10	0.09	2.79
股本	5312	6373	6373	6373	6373						
资本公积	6501	5408	5408	5408	5408	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	34132	34359	19553	18845	35788	成长能力					
归属母公司股东权益	45112	45788	31177	30490	46924	营业收入(%)	27.8	2.5	-13.3	15.0	40.4
负债和股东权益	65579	80500	93844	90883	109429	营业利润(%)	240.4	-43.7	-254.2	106.9	2042.3
						归属于母公司净利润(%)	252.9	-46.8	-279.6	-104.4	2911.9
						获利能力					
						毛利率(%)	27.7	19.6	-10.0	10.3	24.8
						净利率(%)	19.1	9.9	-20.5	0.8	16.9
						ROE(%)	31.0	15.7	-41.2	1.9	37.2
						ROIC(%)	27.9	12.5	-16.5	2.3	22.3
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
经营活动现金流	18303	8465	-11868	5365	19952	资产负债率(%)	28.9	40.9	65.0	64.6	55.1
净利润	14445	7484	-13514	606	18256	净负债比率(%)	13.0	38.4	108.6	118.5	53.4
折旧摊销	3049	3409	4160	4956	5720	流动比率	1.9	1.4	0.7	0.6	0.9
财务费用	241	196	1015	1552	645	速动比率	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
投资损失	-123	-388	-475	-430	-480	营运能力					
营运资金变动	179	-2174	-1533	23	-2601	总资产周转率	1.2	1.0	0.7	0.8	1.0
其他经营现金流	512	-61	-1520	-1342	-1589	应收账款周转率	304.9	230.6	250.0	260.0	270.0
投资活动现金流	-10811	-15690	-3180	-5009	-6156	应付账款周转率	19.4	17.7	18.3	18.5	19.5
资本支出	12392	29991	973	1574	2225	应付账款周转率	19.4	17.7	18.3	18.5	19.5
长期投资	-1668	4688	-222	0	-280	每股指标(元)					
其他投资现金流	-87	18989	-2429	-3434	-4211	每股收益(最新摊薄)	2.20	1.17	-2.10	0.09	2.79
筹资活动现金流	-4867	4753	-6845	-5490	-4500	每股经营现金流(最新摊薄)	2.88	1.33	-1.87	0.84	3.14
短期借款	270	1918	-3991	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.10	7.21	4.91	4.80	7.39
长期借款	-555	10383	-2793	-2728	-2673	估值比率					
普通股增加	-2	1062	0	0	0	P/E	9.0	16.9	-9.4	213.9	7.1
资本公积增加	234	-1093	0	0	0	P/B	2.8	2.7	4.0	4.1	2.7
其他筹资现金流	-4815	-7518	-62	-2762	-1826	EV/EBITDA	7.3	11.8	-20.6	23.4	5.9
现金净增加额	2626	-2537	-21893	-5134	9297						

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	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	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，属于机密材料，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16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