

## 生猪、肉鸡双主业，新周期新模式新发展

### 核心观点：

- **事件** 公司发布 2021 年年度报。
- **肉鸡业务实现盈利，生猪养殖深度亏损** 2021 年公司实现营收 649.65 亿元，同比-13.31%，其中肉鸡类养殖、猪肉类养殖分别贡献 303.28 亿元、294.94 亿元，同比+24.84%、-36.36%。公司实现归母净利润-134.04 亿元，同比-280.51%；扣非后归母净利润-146.66 亿元，同比-329.82%。期间费用率 11.3%，同比+1.27pct；综合毛利率-8.23%。21Q4 公司收入 183.88 亿元，同比-5.62%；归母净利润-37.03 亿元，同比-354.02%；期间费用率 11.5%，同比-0.6pct；综合毛利率-8.27%。受生猪价格持续下行影响叠加养殖成本较高，公司肉猪养殖业务出现深度亏损。此外，21 年公司摊销股权激励费用 4.95 亿元；对存栏的消耗性生物资产和生产性生物资产计提减值准备约 20 亿元，其中种猪减值 19.07 亿元。
- **21 年公司生猪出栏市占率约 2%，22 年出栏目标 1800 万头** 21 年公司销售肉猪 1321.74 万头，同比+38.5%，约占全国生猪出栏量的 2%。公司肉猪销售均价约为 17.39 元/kg，同比-48.18%；估算出栏均重约为 118.09kg，同比-4.17%。21Q4 公司肉猪销售均价 15.06 元/kg，环比 Q3 上涨 9.37%；出栏均重 116.22kg，环比 Q3 下降 0.59%。截至 21 年末，公司固定资产 354.04 亿元，同比+24.19%；在建工程 47.52 亿元，同比-44.63%；生产性生物资产 47.64 亿元，同比-48.36%。为保证公司现金流安全，公司暂缓新建种猪场产能，并积极拓宽融资渠道。22 年公司肉猪销量目标为 1800 万头左右，综合成本目标控制在 16-17 元/kg。
- **公司肉鸡销量市占率达 11%，22 年保持 5%增速** 21 年公司销售肉鸡 11.01 亿只，同比+4.8%，约占全国黄羽鸡、白羽鸡总出栏量的 11%。公司肉鸡销售均价为 13.2 元/kg，同比+13.5%；销售毛利率为 9%，同比+8.62pct。22 年公司肉鸡销售目标为同比+5%左右。受饲料原材料价格上行影响，公司肉鸡养殖成本有所提升；但受益于销售价格连续多月维持历史较高水平，肉鸡业绩表现尚可。从行业层面看，黄羽鸡祖代、父母代存栏呈下行走势，21 年年末总存栏分别为 255.86 万套、2297.26 万套，同比-1.47%、-6.3%，持续去产能过程中，黄鸡价格或于 22H2 有较好表现。
- **投资建议** 公司以生猪、肉鸡养殖为核心双主业，随着上行周期的到来，叠加出栏持续增长，公司业绩或可期。考虑到 22 年猪周期或迎来上行阶段，盈利能力有好转趋势，以及黄鸡价格高位震荡保持较好盈利能力，我们预计 22 年公司业绩扭亏为盈。预计 2022-2023 年 EPS 分别为 0.14 元、2.66 元，维持“推荐”评级。

温氏股份 (300498.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

谢芝优

■：021-68597609

✉：xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

### 市场数据

2022/04/15

A 股收盘价(元)	21.44
A 股一年内最高价(元)	22.72
A 股一年内最低价(元)	12.14
市盈率 (TTM)	-10.2
总股本 (亿股)	63.52
实际流通 A 股(亿股)	47.33
限售的流通 A 股(亿股)	16.19
流通 A 股市值(亿元)	1015

**● 风险提示**

- 1、动物疫病与自然灾害的风险；
- 2、原材料供应及价格波动的风险；
- 3、生猪价格波动的风险；
- 4、政策变化的风险等。

**主要财务指标**

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	64964.59	76982.46	114878.29	122332.25
增长率%	-13.31%	18.50%	49.23%	6.49%
净利润(百万元)	-13404.36	868.04	16909.52	13543.58
增长率%	-280.51%	106.48%	1848.02%	-19.91%
每股收益 EPS(元)	-2.11	0.14	2.66	2.13
净资产收益率 ROE	-38.99%	2.35%	31.48%	21.19%
PE	-10	157	8	10

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

**盈利预测**

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>				
营业收入 (百万元)	64,964.59	76,982.45	114,878.28	122,332.24
Yoy	-13.31%	18.50%	49.23%	6.49%
营业成本 (百万元)	70,355.84	69,349.70	87,958.38	98,326.95
毛利率	-8.32%	9.91%	23.43%	19.62%
<b>猪肉类养殖</b>				
收入 (百万元)	29,494.27	37,800.00	72,240.00	79,800.00
Yoy	-36.36%	28.16%	91.11%	10.47%
成本 (百万元)	38,457.02	35,640.00	52,080.00	60,900.00
毛利率	-30.39%	5.71%	27.91%	23.68%
<b>肉鸡类养殖</b>				
收入 (百万元)	30,327.59	33,525.45	36,415.58	35,687.26
Yoy	24.84%	10.54%	8.62%	-2.00%
成本 (百万元)	27,599.25	28,901.25	30,589.08	31,608.72
毛利率	9.00%	13.79%	16.00%	11.43%
<b>其他</b>				
收入 (百万元)	5,142.73	5,657.00	6,222.70	6,844.97
Yoy	13.10%	10.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	4,299.57	4,808.45	5,289.30	5,818.23
毛利率	16.40%	15.00%	15.00%	15.00%

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）向其客户提供。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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。未经银河证券书面授权许可，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 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

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐漫羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)