

## 黄鸡或迎景气度提升，生猪稳健发展待拐点

### 投资要点

- 业绩总结：**2022年一季度公司实现营业收入145.9亿元，同比减少13.3%，归母净利润为-37.6亿元，同比减少792.4%，扣非后归母净利润为-36亿元，同比减少767.8%。
- 点评：**公司一季度营收与利润出现同比下滑主要系生猪价格处于低位，生猪养殖行业持续亏损所致。一季度公司共计出栏生猪402.4万头同比增长91.9%，实现销售收入61.5亿元，同比减少19%，一季度出售商品鸡2.3亿羽，基本与21年Q1持平，实现销售收入66.35亿元，同比增加0.9%。公司处于谨慎性原则本期计提资产减值准备10亿元，主要是针对肉猪存货进行跌价准备，提高单季成本，若剔除该影响因素，则一季度亏损为27.6亿元。
- 黄羽鸡养殖稳定发展。**根据中国畜牧业协会数据，2021年末在产黄羽鸡父母代存栏4047.2万套，同比下降6%，当前存栏已处于近四年的相对低位，对价格有一定的支撑作用，21年黄羽鸡养殖仍普遍亏损，21年四季度起行业去产能初见成效，另一方面2020年7月有关部门表示，将限制活禽交易和宰杀、鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀，逐步取消活禽交易市场，叠加饲料成本偏高等因素，散户加速退出市场，规模场稳步扩张，市场占有率达到不断提升。2021年公司销售肉鸡11.01亿只(含毛鸡、鲜品和熟食)，约占全国黄羽鸡和白羽鸡总出栏量的11%，同行业上市公司中位列第一。且公司注重研发创新，拥有专业的鸡育种公司，建立了行业内规模领先、结构合理的黄羽鸡育种基地，是国内掌握优质鸡遗传资源最多的单位之一。针对活禽交易和调运受到限制，公司继续推进禽业转型升级，加大禽业屠宰以及预制菜业务发展力度，21年公司销售的鲜品鸡销量1.5亿只，同比增长18.33%，公司累计竣工的肉鸡屠宰单班产能达2.85亿只/年，全年销售预制菜产品共16,889吨。
- 公司盈利能力逐步修复，未来业绩有望增长。**2018年爆发的非洲猪瘟对我国生猪养殖造成巨大影响，生猪价格在2019年11月前后达到41元/公斤创下历史新高。后价格于2021年起不断下跌，十月左右到达11元/公斤，最近生猪价格在14元/公斤左右；中期来看猪肉供应有保障，生猪价格仍将位于低位盘整，从能繁母猪的角度考虑，产能去化趋势明显，出清仍需时间。且淘汰过程中落后产能将优先被淘汰从而形成结构性的调整，综合考虑当前能繁母猪PSY等生产效率指标较以往有所提升的发展情况。公司生猪养殖业务受到非瘟影响主要体现在结构、出栏量以及养殖成本三方面：受非洲猪瘟病毒的影响，公司淘汰部分受病毒威胁的母猪，采用外购仔猪进行育肥销售的模式应对，2020年资产负债表生产性生物资产表明，外购金额达到51.9亿元，同比增长117倍，外购占新增的比重约为36%。公司防疫能力提升，高效能繁母猪比例增加，21年优质能繁母猪存栏在100-110万头，结构得到优化，已于2021年5月停止外购仔猪。公司出栏量稳步回升，2020、2021年生猪出栏量分别为955万头、1321.7万头，公司出栏从非瘟影响中逐步恢复，且21年三季度后公司出栏的肉猪以自产猪苗育肥出栏为主。养殖成本端，此前因外购仔猪、防疫费用等原因，公司完全成本走高，后经努力控制逐步降低，叠加出栏量增长，盈利水平弹性大增长，公司把握行业发展趋势，多产品协同发展，进一步扩大市场占有率。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为-0.25元、1.66元、2.68元，对应2023-2024年动态PE分别为12/7倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游养殖业出现疫情；产品销售情况不及预期等。

### 西南证券研究发展中心

分析师：徐卿  
执业证号：S1250518120001  
电话：021-68415832  
邮箱：xuq@swsc.com.cn  
  
联系人：刘佳宜  
电话：021-68415832  
邮箱：liujy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	63.52
流通A股(亿股)	47.33
52周内股价区间(元)	12.3-22.67
总市值(亿元)	1,258.30
总资产(亿元)	967.88
每股净资产(元)	4.96

### 相关研究

- 温氏股份(300498)：短期业绩承压，困境反转长期向好 (2022-02-25)
- 温氏股份(300498)：盈利能力显著恢复，养殖龙头静待周期拐点 (2021-12-20)

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	64964.59	80733.14	104840.92	141500.49
增长率	-13.31%	24.27%	29.86%	34.97%
归属母公司净利润(百万元)	-13404.36	-1557.67	10550.82	17022.02
增长率	-280.51%	-111.62%	106.31%	61.33%
每股收益EPS(元)	-2.11	-0.25	1.66	2.68
净资产收益率ROE	-38.99%	-4.84% <sup>14.82%</sup>		28.56%
PE	-9	-81	12	7
PB	3.62	3.90	2.93	2.10

数据来源：Wind, 西南证券

## 关键假设：

假设 1：根据当前生猪价格，结合我们对于猪周期的判断以及公司盈利能力逐步修复的预期，假设 2022-2024 年生猪平均销售价格变化幅度为持平/18%/10%，毛利率水平为 -5%/25%/26%。

假设 2：当前黄羽鸡景气度提升，2022-2024 年黄羽鸡出栏增速为 5%/5%/5%，相应毛利水平得到提升，2022-2024 年毛利率水平为 20%/17%/15%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
肉猪	收入	29494.27	35393.12	51320.03	80572.45
	增速	-36.36%	20.00%	45.00%	57.00%
	毛利率	-30.39%	-5.00%	25.00%	26.00%
肉鸡	收入	30327.59	39425.87	47311.04	54407.70
	增速	24.84%	30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	9.00%	20.00%	17.00%	15.00%
其他业务	收入	5142.73	5914.14	6209.85	6520.34
	增速	19.55%	15.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	16.40%	15.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	64964.59	80,733.13	104,840.92	141,500.48
	增速	-13.31%	24.27%	29.86%	34.97%
	毛利率	-8.30%	8.67%	20.50%	21.03%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	64964.59	80733.14	104840.92	141500.49	净利润	-13547.62	-1560.12	10642.96	17139.00
营业成本	70355.84	73730.50	0.17	111738.46	折旧与摊销	5108.85	5124.53	5294.42	5379.84
营业税金及附加	108.79	122.49	164.57	219.64	财务费用	1163.48	1764.56	1607.71	1208.75
销售费用	813.03	968.80	1467.77	1415.00	资产减值损失	-2193.53	-1000.00	0.00	0.00
管理费用	4759.28	5651.32	8282.43	10400.29	经营营运资本变动	-442.38	-1334.43	-3600.25	-4270.86
财务费用	1163.48	1764.56	1607.71	1208.75	其他	10677.35	-83.25	-904.40	-900.59
资产减值损失	-2193.53	-1000.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	766.16	2911.29	13040.44	18556.14
投资收益	793.92	600.00	500.00	500.00	资本支出	-3287.28	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	953.52	500.00	400.00	400.00	其他	-6965.72	1764.52	696.03	954.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10253.00	1754.52	686.03	944.66
<b>营业利润</b>	<b>-12963.80</b>	<b>-1404.53</b>	<b>10871.39</b>	<b>17418.35</b>	短期借款	-2233.70	-1756.90	0.00	0.00
其他非经营损益	-180.19	-125.00	-143.40	-137.27	长期借款	11223.82	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-13143.99</b>	<b>-1529.53</b>	<b>10727.99</b>	<b>17281.08</b>	股权融资	80.15	0.00	0.00	0.00
所得税	403.63	30.59	85.03	142.08	支付股利	-1263.85	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>-13547.62</b>	<b>-1560.12</b>	<b>10642.96</b>	<b>17139.00</b>	其他	9198.26	-5453.09	-1607.71	-1208.75
少数股东损益	-143.26	-2.45	92.14	116.98	筹资活动现金流净额	17004.69	-7209.99	-1607.71	-1208.75
归属母公司股东净利润	-13404.36	-1557.67	10550.82	17022.02	<b>现金流量净额</b>	7514.03	-2544.18	12118.76	18292.04
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E					
货币资金	7632.77	5088.60	17207.35	35499.39	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
应收和预付款项	3631.37	3966.11	5203.21	6975.55	成长能力				
存货	14943.68	15865.41	17857.76	23982.97	销售收入增长率	-13.31%	24.27%	29.86%	34.97%
其他流动资产	9381.31	8532.88	10962.20	13185.03	营业利润增长率	-254.57%	-110.83%	674.02%	60.22%
长期股权投资	749.35	749.35	749.35	749.35	净利润增长率	-281.02%	-111.52%	582.19%	61.04%
投资性房地产	92.61	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-155.80%	-18.04%	224.06%	35.07%
固定资产和在建工程	40156.37	35265.92	30205.58	25059.82	获利能力				
无形资产和开发支出	1965.73	1754.00	1542.28	1330.56	毛利率	-8.30%	8.67%	20.50%	21.03%
其他非流动资产	18235.18	18232.82	18230.47	18228.11	三费率	10.37%	10.39%	10.83%	9.20%
<b>资产总计</b>	<b>96788.37</b>	<b>89455.08</b>	<b>101958.20</b>	<b>125010.78</b>	净利润率	-20.85%	-1.93%	10.15%	12.11%
短期借款	1756.90	0.00	0.00	0.00	ROE	-38.99%	-4.84%	24.82%	28.56%
应付和预收款项	8056.11	7634.66	8665.82	11796.14	ROA	-14.00%	-1.74%	10.44%	13.71%
长期借款	18385.50	18385.50	18385.50	18385.50	ROIC	-25.22%	0.82%	28.70%	42.69%
其他负债	33840.73	31201.97	32030.97	34814.23	EBITDA/销售收入	-10.30%	6.79%	16.95%	16.97%
<b>负债合计</b>	<b>62039.24</b>	<b>57222.13</b>	<b>59082.29</b>	<b>64995.87</b>	营运能力				
股本	6351.81	6351.81	6351.81	6351.81	总资产周转率	0.73	0.87	1.10	1.25
资本公积	5509.82	5509.82	5509.82	5509.82	固定资产周转率	2.03	2.36	3.39	5.29
留存收益	19630.07	18072.40	28623.22	45645.23	应收账款周转率	172.20	190.59	205.63	204.72
归属母公司股东权益	32447.68	29933.95	40484.77	57506.79	存货周转率	4.98	4.78	4.94	5.34
少数股东权益	2301.45	2299.00	2391.14	2508.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.86%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>34749.12</b>	<b>32232.95</b>	<b>42875.92</b>	<b>60014.91</b>	资本结构				
负债和股东权益合计	96788.37	89455.08	101958.20	125010.78	资产负债率	64.10%	63.97%	57.95%	51.99%
					带息债务/总负债	58.26%	60.10%	58.21%	52.91%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.81	2.25	3.06	3.52
EBITDA	-6691.46	5484.56	17773.52	24006.94	速动比率	1.05	1.18	2.00	2.46
PE	-9.39	-80.78	11.93	7.39	股利支付率	-9.43%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	3.62	3.90	2.93	2.10	每股指标				
PS	1.94	1.56	1.20	0.89	每股收益	-2.11	-0.25	1.66	2.68
EV/EBITDA	-20.14	24.37	6.83	4.29	每股净资产	5.47	5.07	6.75	9.45
股息率	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.12	0.46	2.05	2.92
					每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

### 行业评级

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf @swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn