

2022年08月04日

证券研究报告·2022H1 业绩快报点评

温氏股份(300498) 农林牧渔

买入(维持)

当前价: 23.15 元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

短期业绩承压, 长期向好终迎曙光

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩快报, 2022年 H1 实现营业收入 315.4 亿元, 同比增长 3%, 归母净利润-35.2 亿元, 同比减少 40.8%, 扣非后归母净利润-38.4 亿元, 同比减少 21.8%。
- **点评:** 公司养猪业仍处于较大亏损状态, 6月实现月度扭亏为盈。报告期内公司销售肉猪 800.6 万头, 实现销售收入 134.4 亿元, 销售均价 13.59 元/公斤, 同比下降 42%, 自非洲猪瘟后, 公司重构疫病防控体系, 优化种猪结构, 持续进行降本增效的各项工作, 在饲料价格上升的情况下成本仍稳步下降。禽业实现盈利, 但因饲料价格提高, 养殖成本随之上升, 整体毛利率降低, 上半年公司销售黄羽鸡 4.9 亿羽, 实现销售收入 141.4 亿元, 毛鸡销售均价 13.88 元/公斤, 总体较为平稳。
- **生猪价格趋势向上, 短期仍有回调可能, 公司生猪业务向好。** 6月多方因素使得短期猪价迅速上涨至 23 元/公斤左右, 但后续供给增加或将促使价格回落。价格上升市场可能存在压栏行为, 从能繁母猪产能的角度分析, 参考历史情况, 2013 年 10 月至 15 年 9 月左右去化幅度达到 23% 左右, 对应猪价上行约 97%; 最近一轮周期中, 能繁母猪数量自 2017 年底去化至 2019 年 10 月, 幅度约 40% 左右, 价格对应上升 260% 左右。2022 年 5 月能繁母猪存栏量 4192 万头较 21 年 6 月高点 4564 万头去化 8.5% 左右, 生猪价格按 19-20 元/公斤, 较 21 年 10 月 10.78 元/公斤上涨 76%-85%, 单纯由此数量角度考虑, 生猪供给仍相对充足, 且母猪产能结构调整以及生产效率不断提高, 因此若要生猪数量下降, 在其他条件不变的情况下, 能繁母猪数量需减少的幅度有所提升。公司生猪养殖业务逐步修复, 出栏稳步回升, 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, 长期来看业绩有望增长。
- **黄羽鸡景气度或将迎来回升, 公司黄鸡板块盈利能力增强。** 一方面生猪价格趋势向上为黄羽鸡景气度提供支撑, 历史情况看 19 年下半年猪价快速上涨创下新高, 9 月、11 月黄羽鸡、白羽鸡价格分别上涨至 21 元/公斤、13 元/公斤, 且因黄羽鸡生产周期较长, 故而高景气的维持时间也会更久。另一方面, 行业自身存在供需缺口, 截至 2022 年 6 月中, 在产父母代黄羽鸡 1380 万套, 较 2020 年 1575 万套左右的最高水平降低 13%, 基本与 2018 年持平, 低于 2019、2020、2021 年同期水平。从需求端看, 黄羽鸡作为我国本土品种, 需求具有一定的刚性, 在新冠疫情得到有效控制后, 整体市场需求回暖, 供需缺口得到体现, 价格反弹弹性大。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 16889 吨。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为-0.24 元、1.61 元、2.60 元, 对应 2023-2024 年动态 PE 分别为 14/9 倍。考虑到公司作为养殖龙头, 盈利水平逐步修复, 未来长期业绩向好, 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。

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	-1557.89	10550.24	17021.04
增长率	-280.51%	-111.62%	106.31%	61.33%
每股收益 EPS(元)	-2.05	-0.24	1.61	2.60
净资产收益率 ROE	-38.99%	-4.84%	24.82%	28.56%
PE	-11	-97	14	9
PB	4.36	4.70	3.53	2.53

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

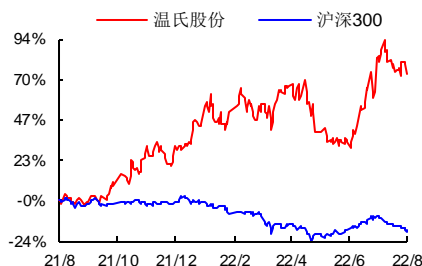
邮箱: xuq@swsc.com.cn

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)	65.46
流通 A 股(亿股)	53.36
52 周内股价区间(元)	12.9-25.81
总市值(亿元)	1,515.46
总资产(亿元)	967.88
每股净资产(元)	4.96

相关研究

1. 温氏股份(300498): 黄鸡或迎景气度提升, 生猪稳健发展待拐点 (2022-04-27)
2. 温氏股份(300498): 短期业绩承压, 困境反转长期向好 (2022-02-25)
3. 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)

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	-1560.34	10642.38	17138.02
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	1764.78	1608.30	1209.74
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	-527.99	-1308.62	-3619.32	-4292.69
财务费用	1163.48	1764.78	1608.30	1209.74	其他	10762.97	-126.06	-897.27	-897.02
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	2894.27	13028.51	18537.88
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
营业利润	-12963.80	-1404.75	10870.80	17417.36	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
利润总额	-13143.99	-1529.75	10727.40	17280.09	股权融资	80.15	0.00	0.00	0.00
所得税	403.63	30.59	85.02	142.08	支付股利	-1263.85	0.00	0.00	0.00
净利润	-13547.62	-1560.34	10642.38	17138.02	其他	9198.26	-5453.30	-1608.30	-1209.74
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	-7210.20	-1608.30	-1209.74
归属母公司股东净利润	-13404.36	-1557.89	10550.24	17021.04	现金流量净额	7514.03	-2561.41	12106.23	18272.79
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7632.77	5071.37	17177.60	35450.40	成长能力				
应收和预付款项	3631.37	3966.11	5203.21	6975.55	销售收入增长率	-13.31%	24.27%	29.86%	34.97%
存货	14943.68	15882.42	17886.71	24030.18	营业利润增长率	-254.57%	-110.84%	673.86%	60.22%
其他流动资产	9381.31	8532.88	10962.20	13185.03	净利润增长率	-281.02%	-111.52%	582.05%	61.04%
长期股权投资	749.35	749.35	749.35	749.35	EBITDA 增长率	-155.80%	-18.04%	224.06%	35.07%
投资性房地产	92.61	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	40156.37	35265.92	30205.58	25059.82	毛利率	-8.30%	8.67%	20.50%	21.03%
无形资产和开发支出	1965.73	1754.00	1542.28	1330.56	三费率	10.37%	10.39%	10.83%	9.20%
其他非流动资产	18235.18	18232.82	18230.47	18228.11	净利率	-20.85%	-1.93%	10.15%	12.11%
资产总计	96788.37	89454.86	101957.40	125008.99	ROE	-38.99%	-4.84%	24.82%	28.56%
短期借款	1756.90	0.00	0.00	0.00	ROA	-14.00%	-1.74%	10.44%	13.71%
应付和预收款项	8056.11	7634.66	8665.82	11796.14	ROIC	-25.22%	0.82%	28.68%	42.65%
长期借款	18385.50	18385.50	18385.50	18385.50	EBITDA/销售收入	-10.30%	6.79%	16.95%	16.97%
其他负债	33840.73	31201.97	32030.97	34814.23	营运能力				
负债合计	62039.24	57222.13	59082.29	64995.87	总资产周转率	0.73	0.87	1.10	1.25
股本	6351.81	6546.25	6546.25	6546.25	固定资产周转率	2.03	2.36	3.39	5.29
资本公积	5509.82	5315.39	5315.39	5315.39	应收账款周转率	172.20	190.59	205.63	204.72
留存收益	19630.07	18072.18	28622.42	45643.46	存货周转率	4.96	4.76	4.92	5.32
归属母公司股东权益	32447.68	29933.73	40483.97	57505.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.86%	—	—	—
少数股东权益	2301.45	2299.00	2391.14	2508.11	资本结构				
股东权益合计	34749.12	32232.73	42875.11	60013.13	资产负债率	64.10%	63.97%	57.95%	51.99%
负债和股东权益合计	96788.37	89454.86	101957.40	125008.99	带息债务/总负债	58.26%	60.10%	58.21%	52.91%
					流动比率	1.81	2.25	3.06	3.52
					速动比率	1.05	1.18	1.99	2.46
					股利支付率	-9.43%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	-6691.46	5484.56	17773.52	24006.94	每股收益	-2.05	-0.24	1.61	2.60
PE	-11.31	-97.28	14.36	8.90	每股净资产	5.31	4.92	6.55	9.17
PB	4.36	4.70	3.53	2.53	每股经营现金	0.12	0.44	1.99	2.83
PS	2.33	1.88	1.45	1.07	每股股利	0.19	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-23.31	29.06	8.28	5.37					
股息率	0.83%	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

行业评级

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
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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	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