

➤ **事件概述:** 公司于 8 月 18 日发布 2022 年中报, 上半年实现营收 315.35 亿元, 同比增长 2.96%, 归母净利润亏损 35.24 亿元。其中, Q2 实现营收 169.54 亿元, 同比增长 22.71%, 环比增长 16.20%; 实现归母净利润 2.40 亿元, 同比增长 107.88%, 环比增长 106.37%。

➤ **持续提升生产成绩, 猪业重回盈利轨道。** 上半年公司销售肉猪 800.60 万头 (含毛猪和鲜品), 毛猪销售均价为 13.59 元/公斤, 总体生猪业务实现销售收入 141.28 亿元, 同比下降 3.17%, 占营收比例为 44.80%。2022 年 Q1 公司完全成本 16-17 元/公斤, 综合成本 (含淘汰母猪等其他盈亏) 18 元/公斤以下, 近两年来持续优化种猪结构, 不断推进降本增效等各项工作, 目前成效开始显现, 肉猪养殖成本持续下降, 窝均健仔达 10.8 头, 且肉猪上市率稳步提高, 已接近 90%。6 月伴随着猪价回升, 公司猪业在经历一年多亏损后实现月度扭亏为盈。截至 6 月底, 公司高效能繁母猪存栏量约 120 万头, 预计公司 2022、2023 年生猪出栏量将达到 1800、2800 万头。

➤ **落实产销、产屠联动, 提升禽业经营效益。** 上半年公司销售肉鸡 4.88 亿只 (含毛鸡、鲜品和熟食), 肉鸭 2,432.92 万只 (含毛鸭和鲜品), 禽业整体实现销售收入 148.51 亿元, 同比增长 8.73%, 占营业收入的比例为 47.09%。转型升级工作继续有效推进, 上半年肉鸡屠宰单班产能约 2.85 亿只, 鲜品鸡与熟食鸡共销售 7171.5 万只, 同比增长 1.74%。公司通过有力控制饲料成本、加强大体重肉鸡品种选育, 上半年实现肉鸡上市率达 94.9%, 料肉比 2.87, 同比降低 0.01, 生产成绩维持历史高位, 肉鸡生产成本控制能力保持行业领先。

➤ **专业化“温氏模式”, 完善配套产业助力长期发展。** 公司采用紧密型“公司+现代养殖小区+农户”经营模式, 这是公司获得持续增长和壮大的主要驱动力之一, 常常被业界称为“温氏模式”。2022 上半年公司合作农户 4.42 万户, 同比下降 5.35%, 各区域合作农户占总户数的比例分别为: 华南区域 43.09%, 华东区域 19.64%, 华中区域 15.63%, 西南区域 16.62%, 华北区域 3.55%, 西北区域 0.91%, 东北区域 0.57%。此外, 公司配套业务发展完善, 兽药、乳业、农牧设备分别实现销售收入 9.02 亿元、6.46 亿元、2.55 亿元。同时, 借力国家“一带一路”战略, 探索开拓东南亚市场, 重心转向养禽设备市场开拓, 销量同比增长 68%, 为将来的持久战打下坚实基础。

➤ **投资建议:** 预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 42.38、185.31、134.03 亿元, 对应 EPS 分别为 0.65、2.83、2.05 元, 我们预计 2022 年下半年猪鸡供应整体仍然偏紧, 叠加黄鸡与生猪消费旺季高度重叠, 未来价格仍有冲高可能。目前生猪、黄鸡都已经开启反转周期行情, 公司作为生猪、黄鸡养殖双龙头, 有望充分受益于禽畜景气度上行带来的量价齐升的红利, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 猪瘟疫病传播风险, 原材料价格波动风险, 猪价反弹不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	64,965	87,303	124,311	137,739
增长率 (%)	-13.3	34.4	42.4	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	-13,404	4,238	18,531	13,403
增长率 (%)	-280.5	131.6	337.2	-27.7
每股收益 (元)	-2.05	0.65	2.83	2.05
PE	-	35	8	11
PB	4.6	4.1	2.8	2.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
22.61 元

分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com


研究助理 徐菁

执业证书: S0100121110034

邮箱: xujing@mszq.com

相关研究

1. 温氏股份 (300498.SZ) 深度报告: 生猪养殖“王者归来”, 猪、鸡景气共振可期-2022/08/16

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	64,965	87,303	124,311	137,739
营业成本	70,356	73,446	91,974	110,608
营业税金及附加	109	148	211	234
销售费用	813	1,117	1,591	1,722
管理费用	4,759	6,399	9,199	10,206
研发费用	603	812	1,156	1,281
EBIT	-11,573	5,598	20,507	14,118
财务费用	1,163	874	728	51
资产减值损失	-2,194	-168	-145	-103
投资收益	794	192	311	482
营业利润	-12,964	4,748	19,998	14,550
营业外收支	-180	-226	-249	-216
利润总额	-13,144	4,523	19,749	14,334
所得税	404	172	770	559
净利润	-13,548	4,351	18,979	13,775
归属于母公司净利润	-13,404	4,238	18,531	13,403
EBITDA	-5,939	9,663	24,723	18,686

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,633	8,606	17,156	15,181
应收账款及票据	412	473	854	687
预付款项	857	949	1,408	1,490
存货	14,944	18,193	22,476	26,351
其他流动资产	11,743	16,353	20,280	22,191
流动资产合计	35,589	44,574	62,174	65,900
长期股权投资	749	845	958	1,107
固定资产	35,404	34,790	34,001	31,901
无形资产	1,762	1,962	2,167	2,373
非流动资产合计	61,199	61,435	60,020	58,252
资产合计	96,788	106,010	122,194	124,152
短期借款	1,757	2,173	100	100
应付账款及票据	6,772	3,913	10,804	7,656
其他流动负债	11,156	12,693	14,581	16,913
流动负债合计	19,685	18,780	25,484	24,668
长期借款	18,385	19,385	14,385	11,385
其他长期负债	23,969	28,969	26,969	21,969
非流动负债合计	42,355	48,355	41,355	33,355
负债合计	62,039	67,134	66,839	58,023
股本	6,352	6,546	6,546	6,546
少数股东权益	2,301	2,414	2,862	3,234
股东权益合计	34,749	38,876	55,355	66,130
负债和股东权益合计	96,788	106,010	122,194	124,152

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-13.31	34.39	42.39	10.80
EBIT 增长率	-256.07	148.37	266.36	-31.16
净利润增长率	-280.51	131.62	337.22	-27.67
盈利能力 (%)				
毛利率	-8.32	15.87	26.01	19.70
净利润率	-20.64	4.85	14.91	9.73
总资产收益率 ROA	-13.85	4.00	15.17	10.80
净资产收益率 ROE	-41.31	11.62	35.30	21.31
偿债能力				
流动比率	1.81	2.37	2.44	2.67
速动比率	0.73	0.87	1.14	1.07
现金比率	0.39	0.46	0.67	0.62
资产负债率 (%)	64.10	63.33	54.70	46.74
经营效率				
应收账款周转天数	2.09	1.84	1.94	2.03
存货周转天数	72.29	81.45	79.89	79.62
总资产周转率	0.73	0.86	1.09	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	-2.05	0.65	2.83	2.05
每股净资产	4.96	5.57	8.02	9.61
每股经营现金流	0.12	0.19	3.84	2.08
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	35	8	11
PB	4.6	4.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	-31.21	19.74	7.00	8.94
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-13,548	4,351	18,979	13,775
折旧和摊销	5,634	4,066	4,216	4,568
营运资金变动	2,498	-8,631	754	-5,366
经营活动现金流	766	1,225	25,120	13,602
资本开支	-9,664	-4,428	-2,906	-2,805
投资	-710	-953	-1,243	-1,346
投资活动现金流	-10,253	-5,188	-3,838	-3,669
股权募资	816	975	0	0
债务募资	19,724	6,416	-9,073	-8,000
筹资活动现金流	17,005	4,937	-12,732	-11,909
现金净流量	7,514	973	8,550	-1,975

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026