

温氏股份 (300498.SZ)

经营显著改善，猪鸡共振进行时

业绩概况：2022H1 营收同比增长 2.97%，归母净亏损 35.24 亿元。公司发布 2022 年中报，2021H1 实现营收 315.44 亿元，同比整张 2.97%，归母净亏损 35.24 亿元。肉鸡/肉猪/其他养殖/原奶及乳制品/兽药/肉制品加工产品/设备分别实现营收 148.51 亿元/141.26 亿元/13.71 亿元/5.20 亿元/3.22 亿元/1.99 亿元/1.03 亿元。2022Q2 实现营收 169.54 亿元，同比增长 22.71%，归母净利润 2.40 亿元，其中包含对 Q1 跌价减值准备的转回约 9.93 亿元，剔除该影响后 2022Q2 经营层面亏损约 7.53 亿元，同比、环比亏损均显著收窄。

生猪生产业绩同比大幅增长，显著受益于 Q2 猪价回暖。2022Q1/Q2 公司分别合计销售肉猪 402.4 万头/398.2 万头（含毛猪和鲜品），同比分别增长 91.9%/53.7%，主要受益于 2020 年以来公司能繁产能恢复以及产能效率提升。估算 Q1/Q2 出栏均重 117.8/119.6 公斤，Q2 体重环比有所增加。2022Q1/Q2 公司实现生猪销售收入 61.52/72.85 亿元，同比分别 -18.96%/+31.62%，估算 2022Q1/Q2 销售均价 12.98/15.30 元/kg，主要受 Q2 生猪价格持续上涨拉动。

种猪结构改善效能提升，成本改善可持续。报告期内公司通过自有繁育体系替换低效产能实现种猪结构优化，截止 2022H1 高效能繁母猪增至 120 万头，截止 2022H1 窝均健仔数提升至 10.8 头，肉猪上市率稳步提高，已接近 90%，生产效能显著提升推动成本持续优化，截止 5 月综合成本已降至 17 元/kg 左右，且其中 5 家三级公司降至 16 元/kg 以下，预计下半年随生产改善以及经营效率改善，成本端仍存在合理优化空间。

黄鸡景气持续提升，保持正向盈利。2022Q1/Q2 公司分别销售肉鸡 2.27/2.62 亿只（含毛鸡、鲜品和熟食），同比分别 +0.14%/+1.52%，估算 2022Q1/Q2 公司黄羽鸡销售均价 13.95/13.82 元/公斤，分别实现销售收入 66.35/75.09 亿元。禽业生产效率亦呈现向好趋势，上市率（94.9%）处于历史高位水平，5 月份毛鸡出栏成本低于 6.7 元/斤，相较 Q1 有所提升，主要受一季度饲料原材料采购成本提升影响，但仍处于行业领先地位，预计 7~8 月鸡价水平下公司羽均盈利在 5 元左右，下半年鸡价持续保持高景气，黄鸡盈利有望表现出色。

资金状况边际改善，猪鸡共振进行时。截止 2022Q2 公司资产负债率 65.70%，环比有所改善，截止 6 月底公司货币资金、拆出资金以及交易性金融资产合计达 107.37 亿元，资金状况、偿债能力均领先行业。公司稳步持续推动养殖模式向“公司+养殖小区+农户”、“公司+现代养殖小区+农户”模式稳步升级。供给支撑下预计下半年猪价处于相对高景气，生猪养殖业务有望实现正向盈利，同时黄羽鸡已确定性处于反转区间，预计高景气可持续至 2023H1，猪鸡共振进行时，2022H2 盈利有望大幅改善。

盈利预测：生猪与肉鸡养殖双龙头，养殖规模、成本管控与运营管理效率优势显著，产业链上下游布局全面，生鲜转型稳步推进，我们看好公司生猪养殖产能恢复以及受益于黄鸡景气，鸡猪双驱增长可期，预计公司 FY2022-2024 归母净利润 17.60/67.41/54.40 亿元，对应 EPS 0.28/1.06/0.86 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：行业疫病爆发、新冠疫情反复、猪价反转不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	74,939	64,965	76,521	100,895	114,561
增长率 yoy (%)	2.5	-13.3	17.8	31.9	13.5
归母净利润（百万元）	7,426	-13,404	1,760	6,741	5,440
增长率 yoy (%)	-46.8	-280.5	/	283.1	-19.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.17	-2.11	0.28	1.06	0.86
净资产收益率 (%)	15.7	-39.0	4.9	16.8	12.6
P/E（倍）	20.8	-11.5	87.9	22.9	28.4
P/B（倍）	3.4	4.9	4.6	4.1	3.9

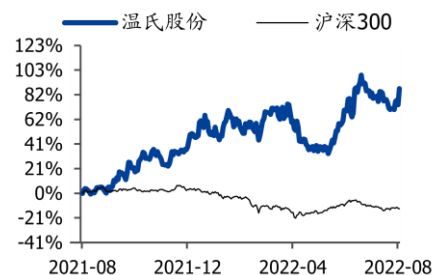
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	养殖业
前次评级	买入
8月19日收盘价(元)	24.34
总市值(百万元)	159,335.62
总股本(百万股)	6,546.25
其中自由流通股(%)	81.51
30日日均成交量(百万股)	43.61

股价走势



作者

分析师 孟鑫

执业证书编号：S0680520090003

邮箱：mengxin@gszq.com

分析师 李宣霖

执业证书编号：S0680522040001

邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

- 《温氏股份 (300498.SZ)：Q2 扭亏为盈经营改善，猪鸡共振可期》2022-08-05
- 《温氏股份 (300498.SZ)：猪价低迷延续深度亏损，计提减值提升安全边际》2022-04-27
- 《温氏股份 (300498.SZ)：猪业生产反转+禽业稳健增长，轻装上阵再起航》2022-04-17

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	23055	35589	36886	51022	48937
现金	1865	7633	10111	13332	15138
应收票据及应收账款	343	412	477	696	636
其他应收款	2218	2362	3033	4081	3997
预付账款	1254	857	1629	1649	2073
存货	13312	14944	12254	21884	17713
其他流动资产	4063	9381	9381	9381	9381
非流动资产	57445	61199	64611	74085	76940
长期投资	510	749	1005	1261	1519
固定资产	37734	40169	42763	50979	53567
无形资产	1743	1762	1898	2023	2142
其他非流动资产	17458	18520	18944	19822	19713
资产总计	80500	96788	101497	125107	125877
流动负债	16799	19685	28848	53348	58127
短期借款	3991	1757	11284	24901	35415
应付票据及应付账款	4140	6772	3731	9452	5839
其他流动负债	8669	11156	13832	18996	16873
非流动负债	16113	42355	36116	31106	24172
长期借款	14729	34389	28151	23140	16207
其他非流动负债	1384	7966	7966	7966	7966
负债合计	32912	62039	64964	84454	82300
少数股东权益	1800	2301	2325	2404	2470
股本	6373	6352	6352	6352	6352
资本公积	5408	5510	5510	5510	5510
留存收益	34359	19630	21066	26861	31620
归属母公司股东权益	45788	32448	34207	38249	41108
负债和股东权益	80500	96788	101497	125107	125877

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8465	766	1574	10296	8635
净利润	7484	-13548	1783	6819	5505
折旧摊销	3409	5109	3886	4731	5653
财务费用	196	1163	537	729	986
投资损失	-388	-794	-314	-405	-475
营运资金变动	-2174	2003	-3488	-538	-1998
其他经营现金流	-61	6833	-830	-1041	-1037
投资活动现金流	-15690	-10253	-6153	-12760	-6996
资本支出	29991	13240	3156	9218	2597
长期投资	4688	-936	-256	-256	-258
其他投资现金流	18989	2051	-3253	-3797	-4656
筹资活动现金流	4753	17005	-2470	-7932	-10347
短期借款	1918	-2234	0	0	0
长期借款	10383	19660	-6238	-5011	-6933
普通股增加	1062	-22	0	0	0
资本公积增加	-1093	102	0	0	0
其他筹资现金流	-7518	-502	3768	-2922	-3414
现金净增加额	-2537	7514	-7049	-10396	-8708

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	74939	64965	76521	100895	114561
营业成本	60229	70356	67721	85002	98593
营业税金及附加	90	109	106	144	163
营业费用	880	813	995	1312	1489
管理费用	5764	4759	5586	7063	8019
研发费用	679	603	702	931	1054
财务费用	196	1163	537	729	986
资产减值损失	-537	-2194	0	0	0
其他收益	213	223	0	0	0
公允价值变动收益	1324	954	830	1041	1037
投资净收益	388	794	314	405	475
资产处置收益	-24	133	0	0	0
营业利润	8387	-12964	2018	7160	5768
营业外收入	72	36	43	46	49
营业外支出	488	216	245	275	306
利润总额	7972	-13144	1816	6931	5511
所得税	488	404	32	111	6
净利润	7484	-13548	1783	6819	5505
少数股东损益	58	-143	24	78	66
归属母公司净利润	7426	-13404	1760	6741	5440
EBITDA	12539	-5888	6862	13253	13214
EPS (元)	1.17	-2.11	0.28	1.06	0.86

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.5	-13.3	17.8	31.9	13.5
营业利润(%)	-43.7	-254.6	115.6	254.8	-19.4
归属于母公司净利润(%)	-46.8	-280.5	/	283.1	-19.3
获利能力					
毛利率(%)	19.6	-8.3	11.5	15.8	13.9
净利率(%)	9.9	-20.6	2.3	6.7	4.7
ROE(%)	15.7	-39.0	4.9	16.8	12.6
ROIC(%)	13.0	-14.5	3.3	8.3	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	64.1	64.0	67.5	65.4
净负债比率(%)	38.4	110.0	118.6	121.1	117.4
流动比率	1.4	1.8	1.3	1.0	0.8
速动比率	0.4	0.7	0.6	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	230.6	172.1	172.1	172.1	172.1
应付账款周转率	17.7	12.9	12.9	12.9	12.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	-2.11	0.28	1.06	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	0.12	0.25	1.62	1.36
每股净资产(最新摊薄)	7.21	4.96	5.24	5.87	6.32
估值比率					
P/E	20.8	-11.5	87.9	22.9	28.4
P/B	3.4	4.9	4.6	4.1	3.9
EV/EBITDA	13.8	-32.5	28.6	15.3	15.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com