

## 温氏股份

300498

买入（维持）

## 猪鸡共振，成本优化

2022年10月27日

## 市场数据

市场数据日期 2022-10-27

收盘价(元)	18.49
总股本(百万股)	6546
流通股本(百万股)	5336
总市值(百万元)	121000
流通市值(百万元)	98660
净资产(百万元)	36031
总资产(百万元)	98350
每股净资产(元)	5.38

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

分析师:  
纪宇泽  
jiyuze@xyzq.com.cn  
S0190522080004

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	64965	89153	110033	119844
同比增长	-13.3%	37.2%	23.4%	8.9%
归母净利润(百万元)	-13404	7190	15089	13168
同比增长	-280.5%	153.6%	109.9%	-12.7%
毛利率	-8.3%	18.0%	22.2%	19.6%
净利率	-20.9%	8.1%	13.7%	11.0%
净资产收益率	-41.3%	18.1%	28.2%	20.3%
每股收益(元)	-2.05	1.10	2.30	2.01
每股经营现金流(元)	0.12	1.27	2.97	2.52

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 公司前三季度营收 558.6 亿元, 同比+19.95%, 归母净利润 6.86 亿元, 同比+107.07%。单季度看, 公司 Q3 实现营收 243.3 亿元, 同比+52.6%, 归母净利润 42.1 亿元, 同比+158.4%。
- **生猪养殖板块:** 公司 2022Q3 共出栏生猪 441.3 万头, 环比 Q2 的 398.2 头增加了 43 万头左右, 单季度生猪销售均价在 22.7 元/kg 左右, 我们测算公司三季度的生猪养殖板块的完全成本在 17 元/kg 左右(公司在三季度计提了年度奖金, 若剔除该影响 9 月份的综合成本在 16.4 元/kg 左右), 环比上季度继续优化。公司三季度的头均盈利 700 元/头左右, 板块盈利 30 亿元左右, 环比二季度大幅提升(Q2 亏损 7.1 亿元), 景气度向上, 业绩边际改善明显。从产能的角度来看, 今年按照年底 140 万头能繁母猪的计划稳步前进。
- **黄鸡板块:** 公司 2022Q3 共销售黄鸡 2.95 亿羽, 环比销量增加 3300 万羽左右, 单季度销售均价在 17.8 元/kg 左右, 我们测算公司三季度肉鸡养殖板块的完全成本在 14.4 元/kg 左右, 成本环比 Q2 有所提升主要系计提年度奖金所致, 若扣除奖金的影响, 公司 9 月份的出栏成本在 13.6 元/kg 左右。公司三季度羽均盈利约 7 元左右, 板块盈利 20 亿元左右。禽价持续上涨, 公司业绩逐步释放。

- **费用率：**公司前三季度销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.98%/5.48%/2.72%/0.59%，分别同比下降 0.25pct/下降 1.81pct/增长 0.97pct/下降 0.35pct。公司管理费用率有所下降，但是汇率变动造成的美元债汇兑损失增加了部分财务费用。
- **投资建议：**公司作为生猪与黄鸡养殖板块的龙头企业，管理能力优异，竞争优势显著，综合成本稳步下降，我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年公司的归母净利润分别为 71.9 亿元, 150.9 亿元和 131.7 亿元, 分别同比增长 153.6%、109.9%、-12.7%。基于 2022 年 10 月 27 日收盘价，对应 PE 为 16.8, 8.0, 9.2 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**生猪存栏不及预期，动物突发疫病，原材料价格大幅波动，汇率波动，政策变化。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	35589	44590	63967	76670	<b>营业收入</b>	64965	89153	110033	119844
货币资金	7633	15386	32228	41203	营业成本	70356	73061	85653	96330
交易性金融资产	3926	2934	3139	3202	税金及附加	109	102	100	104
应收票据及应收账款	412	450	586	668	销售费用	813	1093	1358	1476
预付款项	857	1205	1228	1485	管理费用	4759	6461	6835	8276
存货	14944	16314	18747	21045	研发费用	603	696	596	584
其他	2362	2940	3815	4054	财务费用	1163	665	564	450
<b>非流动资产</b>	61199	61085	67434	74911	其他收益	223	192	209	208
长期股权投资	749	749	749	749	投资收益	794	435	539	589
固定资产	35404	35113	36138	37792	公允价值变动收	954	0	0	0
在建工程	4752	2876	2038	1719	信用减值损失	-35	-53	-55	-48
无形资产	1762	1714	1663	1609	资产减值损失	-2194	-100	-80	-60
商誉	204	204	204	204	资产处置收益	133	37	49	73
长期待摊费用	124	55	39	42	<b>营业利润</b>	-12964	7585	15589	13386
其他	18204	20373	26603	32796	营业外收入	36	47	52	45
<b>资产总计</b>	96788	105674	131402	151581	营业外支出	216	285	330	277
<b>流动负债</b>	19685	18241	19543	20910	<b>利润总额</b>	-13144	7347	15311	13154
短期借款	1757	2874	2315	2595	所得税	404	130	246	14
应付票据及应付账款	6772	5242	6759	7928	净利润	-13548	7217	15065	13141
其他	11156	10125	10469	10387	少数股东损益	-143	27	-24	-27
<b>非流动负债</b>	42355	45341	55995	63464	<b>归属母公司净利</b>	-13404	7190	15089	13168
长期借款	18385	25755	34149	42673	<b>EPS(元)</b>	-2.05	1.10	2.30	2.01
其他	23969	19586	21846	20791					
<b>负债合计</b>	62039	63582	75538	84374					
股本	6352	6546	6546	6546	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	5510	5510	5510	5510	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	16440	23630	37396	48775	<b>成长性</b>				
少数股东权益	2301	2329	2304	2277	营业收入增长率	-13.3%	37.2%	23.4%	8.9%
<b>股东权益合计</b>	34749	42093	55863	67207	营业利润增长率	-254.6%	158.5%	105.5%	-14.1%
<b>负债及权益合计</b>	96788	105674	131402	151581	归母净利润增长	-280.5%	153.6%	109.9%	-12.7%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	-8.3%	18.0%	22.2%	19.6%
					净利率	-20.9%	8.1%	13.7%	11.0%
					ROE	-41.3%	18.1%	28.2%	20.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	64.1%	60.2%	57.5%	55.7%
					流动比率	1.81	2.44	3.27	3.67
					速动比率	1.04	1.55	2.31	2.66
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	0.73	0.88	0.93	0.85
					应收帐款周转率	160.66	193.17	198.42	178.58
					存货周转率	4.96	4.65	4.87	4.83
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	-2.05	1.10	2.30	2.01
					每股经营现金	0.12	1.27	2.97	2.52
					每股净资产	4.96	6.07	8.18	9.92
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	-9.0	16.8	8.0	9.2
					PB	3.7	3.0	2.3	1.9

## 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn