

温氏股份 (300498.SZ)

股权激励方案发布, 看好公司生猪出栏快速增长

核心观点:

- **事件:** 公司发布第四期限制性股票激励计划 (草案) 及 2023 年员工持股计划 (草案)。此次限制性股票激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量 1.85 亿股, 占公司股本总额的 2.82%, 首次授予部分限制性股票的授予价格为 10.15 元/股; 员工持股计划规模不超过 1139.1 万股, 占公司当前总股本的 0.17%, 计划购买公司回购股票的价格为 10.15 元/股。
- **本次激励计划兼具广度与深度, 管理层、员工与股东的利益更趋一致。** 限制性股票激励计划首次授予的激励对象不超过 4076 人, 包括公司董事、高级管理人员、中高层 (基层) 管理人员、核心业务人才和专业人才等, 覆盖范围较为广泛, 充分体现公司 “精诚合作, 齐创美满生活” 的核心理念; 员工持股计划不超过 20 人, 包括公司实际控制人、董事、监事、高级管理人员, 突出核心作用。
- **激发经营活力, 解锁条件对应生猪出栏量明显回升。** 限制性股票和员工持股计划解锁采取同样业绩考核条件, 分为三个归属期, 全部解锁的条件为: 2023-25 年度畜禽产品总销售重量比 2022 年分别增长 20%、40%、53%, 或累计归母净利润分别不低于 75、160、248 亿元。我们利用公司 2022 年肉鸡和生猪的销售数据, 并假设肉鸡销量维持平稳以及肉鸡、生猪销售均重保持不变的情况下, 若要完成总销售重量的解锁条件, 那么公司 2023-2025 年生猪出栏量分别需达到约 2500、3250、3700 万头, 较 2022 年出栏量分别增长约 40%、82%、107%。
- **盈利预测与投资建议: 维持 “买入” 评级。** 公司经营持续改善, 拟推出股权激励计划, 激发员工活力。我们预计 2023-24 年公司 EPS 分别为 1.96、2.84 元/股, 维持合理价值约 26.9 元/股, “买入” 评级。
- **风险提示:** 畜禽价格波动风险、原材料价格波动风险、动物疫病风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	74,939	64,965	77,490	99,012	113,185
增长率 (%)	2.5	-13.3	19.3%	27.8%	14.3%
EBITDA (百万元)	10,706	-6,042	9,643	17,899	24,187
归母净利润 (百万元)	7,426	-13,404	5,058	12,873	18,600
增长率 (%)	-46.8	-280.5	137.7%	154.5%	44.5%
EPS (元/股)	1.17	-2.11	0.77	1.96	2.84
市盈率 (x)	15.65	-	24.97	9.81	6.79
ROE (%)	16.2	-41.3	13.5%	27.3%	30.6%
EV/EBITDA (x)	12.51	-	16.43	8.74	6.28

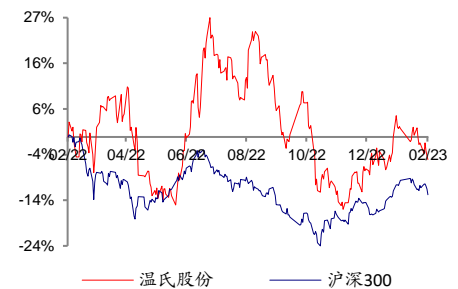
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	19.27 元
合理价值	26.9 元
前次评级	买入
报告日期	2023-02-19

相对市场表现



分析师:

王乾



SAC 执证号: S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师:

钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意, 王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

温氏股份 (300498.SZ) :22 2023-01-31

年业绩扭亏为盈, 养殖成本逐季优化

温氏股份 (300498.SZ) :生 2023-01-06

猪出栏目标顺利达成, 养殖成本逐季改善

温氏股份 (300498.SZ) :3 2022-10-26

季度如期扭亏, 充分受益畜禽价格高景气

联系人: 李雅琦

liyaqi@gf.com.cn

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	23,055	35,589	36,307	45,058	57,638
货币资金	1,865	7,633	2,022	3,030	6,491
应收及预付	1,597	1,269	1,186	1,662	1,708
存货	13,312	14,944	17,783	23,220	27,729
其他流动资产	6,281	11,743	15,317	17,146	21,711
非流动资产	57,445	61,199	58,748	60,956	62,558
长期股权投资	510	749	749	749	749
固定资产	28,508	35,404	36,717	37,425	37,528
在建工程	8,582	4,752	4,752	5,252	5,752
无形资产	1,743	1,762	1,762	1,762	1,762
其他长期资产	18,102	18,532	14,767	15,767	16,767
资产总计	80,500	96,788	95,055	106,014	120,197
流动负债	16,799	19,685	15,887	18,070	19,622
短期借款	3,991	1,757	0	0	0
应付及预收	4,150	6,773	3,728	4,300	4,736
其他流动负债	8,658	11,154	12,159	13,770	14,887
非流动负债	16,113	42,355	39,355	38,355	37,355
长期借款	7,162	18,385	15,385	14,385	13,385
应付债券	7,567	16,004	16,004	16,004	16,004
其他非流动负债	1,384	7,966	7,966	7,966	7,966
负债合计	32,912	62,039	55,241	56,425	56,977
股本	6,373	6,352	6,554	6,554	6,554
资本公积	5,408	5,510	5,510	5,510	5,510
留存收益	34,359	19,630	23,417	33,115	46,633
归属母公司股东权益	45,788	32,448	37,482	47,179	60,698
少数股东权益	1,800	2,301	2,332	2,410	2,522
负债和股东权益	80,500	96,788	95,055	106,014	120,197

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	74,939	64,965	77,490	99,012	113,185
营业成本	60,229	70,356	64,909	77,050	84,342
营业税金及附加	90	109	112	143	172
销售费用	880	813	969	1,238	1,415
管理费用	5,764	4,759	5,424	6,782	7,674
研发费用	679	603	620	693	792
财务费用	196	1,163	1,752	1,654	1,559
资产减值损失	537	2,194	356	109	90
公允价值变动收益	1,324	954	1,200	1,200	1,200
投资净收益	388	794	450	350	350
营业利润	8,387	-12,964	5,139	13,049	18,845
营业外收支	-415	-180	-20	-20	-20
利润总额	7,972	-13,144	5,119	13,029	18,825
所得税	488	404	31	78	113
净利润	7,484	-13,548	5,088	12,951	18,712
少数股东损益	58	-143	31	78	112
归属母公司净利润	7,426	-13,404	5,058	12,873	18,600
EBITDA	10,706	-6,042	9,643	17,899	24,187
EPS (元)	1.17	-2.11	0.77	1.96	2.84

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,465	766	1,093	12,354	16,662
净利润	7,484	-13,548	5,088	12,951	18,712
折旧摊销	3,409	5,634	4,187	4,792	5,397
营运资金变动	-2,198	2,498	-8,726	-5,668	-7,657
其它	-229	6,182	544	278	210
投资活动现金流	-15,690	-10,253	-76	-5,465	-5,465
资本支出	-20,416	-9,664	-726	-6,015	-6,015
投资变动	4,489	-710	-1,000	-1,000	-1,000
其他	238	121	1,650	1,550	1,550
筹资活动现金流	4,753	17,005	-6,629	-5,880	-7,736
银行借款	5,237	10,497	-4,757	-1,000	-1,000
股权融资	332	816	202	0	0
其他	-816	5,692	-2,074	-4,880	-6,736
现金净增加额	-2,471	7,518	-5,611	1,008	3,461
期初现金余额	5,339	2,801	7,633	2,022	3,030
期末现金余额	2,801	10,315	2,022	3,030	6,491

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	2.5%	-13.3%	19.3%	27.8%	14.3%
营业利润增长	-43.7%	-254.6%	139.6%	153.9%	44.4%
归母净利润增长	-46.8%	-280.5%	137.7%	154.5%	44.5%
获利能力					
毛利率	19.6%	-8.3%	16.2%	22.2%	25.5%
净利率	10.0%	-20.9%	6.6%	13.1%	16.5%
ROE	16.2%	-41.3%	13.5%	27.3%	30.6%
ROIC	10.9%	-19.4%	8.1%	17.7%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	40.9%	64.1%	58.1%	53.2%	47.4%
净负债比率	24.3%	40.2%	35.9%	31.2%	26.7%
流动比率	1.37	1.81	2.29	2.49	2.94
速动比率	0.51	1.01	1.11	1.14	1.47
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.73	0.81	0.98	1.00
应收账款周转率	230.64	172.08	223.45	205.17	197.88
存货周转率	4.67	4.98	3.65	3.32	3.04
每股指标 (元)					
每股收益	1.17	-2.11	0.77	1.96	2.84
每股经营现金流	1.33	0.12	0.17	1.88	2.54
每股净资产	7.18	5.11	5.72	7.20	9.26
估值比率					
P/E	15.65	—	24.97	9.81	6.79
P/B	2.54	3.77	3.37	2.68	2.08
EV/EBITDA	12.51	—	16.43	8.74	6.28

广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 周舒玥：高级研究员，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 李雅琦：研究员，上海财经大学金融学学士、硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。