

## 激励方案披露，发展信心坚定

### 2023 员工持股与第四期限制性股票激励计划点评

#### 核心观点

- **公司公告 2023 年员工持股计划（草案）和第四期限制性股票激励计划（草案）。** 2023 年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，较公告前收盘日折价 47.3%，参加人数包括公司实际控制人、董事、监事、高级管理人员等 20 人。公司第四期限制性股权激励预计授予 1.85 亿股，其中首次授予约 1.76 亿股，授予包括董事、副总裁等 5 人以及核心人才等 4071 人，预留部分约 950 万股。
- **公司业绩考核目标与前期经营目标基本一致。** 考虑到鸡猪周期，业绩考核目标为销量或业绩择其一：1) 销量方面，23、24、25 畜禽销售总量（含鸡、猪、鸭）较 22 年分别增长 20%、40%、53%。我们假设肉鸡业务保持 5% 左右增幅；2022 年及以后养鸭业务保持出栏 6000 万只稳定值，则测算猪的隐含出栏量目标分别约为 2600、3300、3700 万头左右。2) 业绩方面，23、23-24、23-25 年分别累计归母净利润不低于 75 亿、160 亿、248 亿，以 23 年 75 亿看，假设其他板块盈利与 22 年持平，考虑股权激励费用，则养猪隐含头均盈利至少为 277 元/头，对应公斤盈利 2.4 元，假设 18~19 元/公斤年均均价则分别对应 15.6~16.6 元/公斤完全成本。
- **股权激励与员工持股计划有望正向推进公司经营，激发员工积极性提高经营效率。** 合理激励计划对公司经营有积极的影响，2021 年以来，公司经营改善连续改善明显，在当前时点推出新一轮的激励计划能有效激发管理团队和员工的积极性，留住人才，提高经营效率，为公司实现 2023 年经营目标提供动力。

#### 盈利预测与投资建议

- 预计 2022-2024 年归母净利润 50.49、131.56、46.78 亿元，同比分别+137.7%、160.5%、-64.4%，沿用前次可比公司估值水平，给予 23 年 12xPE，目标价 24.09 元，公司经营改善不断落地，业绩持续兑现，激励政策有望进一步驱动新年度目标如期达成，维持“买入”评级。

#### 风险提示

- 疫病风险、生猪价格波动风险、原材料价格波动风险、食品安全风险等、假设条件变化影响测算结果风险等。

#### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	74,924	64,954	84,446	100,764	99,082
同比增长(%)	2.5%	-13.3%	30.0%	19.3%	-1.7%
营业利润(百万元)	8,387	(12,964)	5,723	14,053	5,147
同比增长(%)	-43.7%	-254.6%	144.1%	145.5%	-63.4%
归属母公司净利润(百万元)	7,426	(13,404)	5,049	13,156	4,678
同比增长(%)	-46.8%	-280.5%	137.7%	160.5%	-64.4%
每股收益(元)	1.13	(2.05)	0.77	2.01	0.71
毛利率(%)	19.6%	-8.3%	18.1%	23.3%	15.3%
净利率(%)	9.9%	-20.6%	6.0%	13.1%	4.7%
净资产收益率(%)	16.3%	-34.3%	13.7%	27.6%	8.5%
市盈率	17.0	(9.4)	25.0	9.6	27.0
市净率	2.8	3.9	3.1	2.3	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

#### 投资评级 买入（维持）

股价（2023年02月17日）	19.27 元
目标价格	24.09 元
52 周最高价/最低价	26.1/16.78 元
总股本/流通 A 股（万股）	655,414/534,753
A 股市值（百万元）	126,298
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2023 年 02 月 19 日

#### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.26	-7.04	7.98	-5
相对表现	-1.51	-4.56	2.33	7.85
沪深 300	-1.75	-2.48	5.65	-12.85



#### 证券分析师

张斌梅 021-63325888\*6090  
zhangbinmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520020002  
香港证监会牌照：BND809

#### 联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn  
肖嘉颖 xiaojiaying@orientsec.com.cn

#### 相关报告

养殖效率扎实提升，经营目标如期达成： 2023-02-01  
温氏股份 2022 年度业绩预告点评  
畜禽共振，景气兑现：温氏股份 2022 三季度 2022-10-27  
报点评  
成本改善兑现，猪鸡共迎反转：温氏股份 2022-08-18  
2022 中报点评

## 激励方案披露，发展信心坚定

公司公告 2023 年员工持股计划（草案）。2023 年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，较公告前收盘日折价 47.3%，参加人数包括公司实际控制人、董事、监事、高级管理人员等 20 人。

表 1：2023 年员工持股计划持有人分配情况

序号	持有人	职务	拟认购份额（万份）	对应股数上限（万股）	占本次持股计划比例
1	温志芬	董事长	2009.7	198	17.38%
2	温鹏程	董事	1710.275	168.5	14.79%
3	梁志雄	董事、总裁	1167.25	115	10.10%
4	严居然	董事	862.75	85	7.46%
5	温小琼	董事	1015	100	8.78%
6	温均生	监事会主席	1136.8	112	9.83%
7	严居能	监事	751.1	74	6.50%
8	陈海枫	监事	426.3	42	3.69%
9	胡焱鑫	监事	426.3	42	3.69%
10	黄聪	监事	248.675	24.5	2.15%
11	孙芬	总裁助理、采购中心总经理	1015	100	8.78%
12	温蛟龙	养禽事业部助理总裁兼养禽事业部食品发展部总经理、佳润公司总经理	406	40	3.51%
13	温冰文	中山晶宝公司副经理	142.1	14	1.23%
14	温淑娴	采购中心监察室副主任	76.125	7.5	0.66%
15	陈晓韵	财务运营部副主任	66.99	6.6	0.58%
小计			11460.365	1129.1	99.12%
其他干部（共 5 人）			101.5	10	0.88%
合计			11561.865	1139.1	100%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司公告第四期限制性股票激励计划（草案）。公司第四期限制性股权激励预计授予 1.85 亿股，其中首次授预约 1.76 亿股，授予包括董事、副总裁等 5 人以及核心人才等 4071 人，预留部分约 950 万股。

表 2：第四期限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	授予股数（万股）	获授总额占授予总数的比例	占当前公司股本总额的比例
黎少松	董事、副总裁	100	0.54%	0.02%
秦开田	董事	85	0.46%	0.01%
梅锦方	副总裁、董事会秘书	85	0.46%	0.01%
林建兴	副总裁、财务总监	85	0.46%	0.01%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

张祥斌	副总裁、技术总监	85	0.46%	0.01%
除董事，高级管理人员以外的主任 级及以上干部、核心业务人才和专业人才等（4,071 人）		17120.79	92.49%	2.61%
预留部分		950.11	5.13%	0.14%
<b>合计</b>		<b>18510.9</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.82%</b>

数据来源：公司公告，东方证券研究所

考虑到鸡猪周期，业绩考核目标为销量或业绩择其一：

- 1) 销量方面，23、24、25 畜禽销售总量（含鸡、猪、鸭）较 22 年分别增长 20%、40%、53%。我们假设肉鸡业务保持 5%左右增幅；2022 年及以后养鸭业务保持出栏 6000 万只稳定值，则测算猪的隐含出栏量目标分别约为 2600、3300、3700 万头左右。

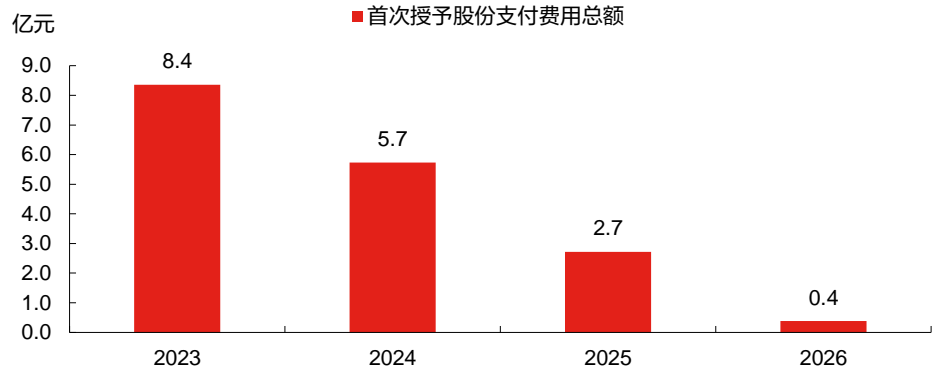
表 3：公司业绩考核目标估算表

	2021A	2022A/E	2023E	2024E	2025E
<b>肉猪</b>					
出栏量（万头）	1321.7	1790.9	2601	3295	3707
YoY		35.5%	45%	27%	12%
均重（公斤）	117.9	120.3	115	115	115
销售重量（万吨）	155.9	215.5	299.1	378.9	426.3
<b>肉鸡</b>					
出栏量（亿只）	11.0	10.8	11.3	11.9	12.5
YoY		-1.9%	5%	5%	5%
均重（公斤）	2.0	2.0	2	2	2
销售重量（万吨）	218.2	219.3	226.8	238.2	250.1
<b>肉鸭</b>					
出栏量（万只）	5797.9	6000.0	6000.0	6000.0	6000.0
YoY		3.5%	0%	0%	0%
均重（公斤）	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
鸭销售重量（万吨）	20.3	21.0	21.0	21.0	21.0
<b>重量合计（万吨）</b>	<b>394.4</b>	<b>455.8</b>	<b>547.0</b>	<b>638.1</b>	<b>697.4</b>
<b>YoY</b>		<b>15.6%</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>	<b>9%</b>

数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

- 2) 业绩方面，23、23-24、23-25 年分别累计归母净利润不低于 75 亿、160 亿、248 亿，以 23 年 75 亿看，假设其他板块盈利与 22 年持平，考虑股权激励费用，则养猪隐含头均盈利至少为 277 元/头，对应公斤盈利 2.4 元，假设 18~19 元/公斤年均价则分别对应 15.6~16.6 元/公斤完全成本。

图 1：第四期股权激励计划首次授予的限制性股票对各期会计成本的影响



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 投资建议

预计 2022-2024 年归母净利润 50.49、131.56、46.78 亿元，同比分别+137.7%、160.5%、-64.4%，延用前次可比公司估值水平，给予 23 年 12xPE，目标价 24.09 元，公司经营改善不断落地，业绩持续兑现，激励政策有望进一步驱动新年度目标如期达成，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 疫病风险

动物疫病是畜牧行业发展中面临的主要风险，生猪因发生疫病或导致病亡，直接导致公司生猪出栏量的降低，收入和业绩受损；此外，疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致短期内市场需求萎缩、产品价格下降，对公司生猪销售产生不利影响。若公司周边地区或自身场区疫病发生频繁，或者公司疫病防控执行不力，公司将可能面临生猪发生疫病所引致的产量下降、盈利下降、甚至亏损等风险。

### 生猪价格波动风险

我国生猪养殖行业集中度较低的特点以及生猪固有生长周期共同决定了生猪市场价格的周期性波动。生猪价格周期性波动会对包括公司在内的生猪养殖企业的经营业绩产生重大影响。如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑，将会对公司的盈利水平造成重大不利影响，从而引致公司未来盈利大幅下降、甚至亏损等风险。

### 原材料价格波动风险

公司原材料成本占公司主营业务成本的比例在 50%以上，公司的原材料主要包括小麦、玉米、豆粕等，因此，小麦、玉米和豆粕等价格波动会对公司主营业务成本、净利润产生较大影响。

### 食品安全风险

如果公司一旦出现质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将直接影响到公司生产经营和盈利能力，并损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的经营业绩。

### 假设条件变化影响测算结果风险

文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,865	7,633	15,465	8,784	1,486	营业收入	74,924	64,954	84,446	100,764	99,082
应收票据及应收账款	343	412	532	504	495	营业成本	60,229	70,356	69,128	77,253	83,971
预付账款	1,254	857	1,098	1,310	1,288	营业税金及附加	90	109	110	131	129
存货	13,312	14,944	17,282	16,223	17,634	营业费用	880	813	1,056	1,260	1,239
其他	6,281	11,743	12,866	12,090	12,783	管理费用及研发费用	6,443	5,363	7,177	8,109	7,827
<b>流动资产合计</b>	<b>23,055</b>	<b>35,589</b>	<b>47,242</b>	<b>38,911</b>	<b>33,686</b>	财务费用	196	1,163	725	592	1,270
长期股权投资	510	749	777	777	777	资产减值损失	615	2,228	547	87	219
固定资产	28,508	35,404	32,206	43,931	47,318	公允价值变动收益	1,324	954	(1,200)	500	500
在建工程	8,582	4,752	4,861	9,344	14,602	投资净收益	388	794	1,200	200	200
无形资产	1,743	9,863	9,963	10,071	10,187	其他	204	367	20	20	20
其他	18,102	10,430	11,208	11,683	12,044	<b>营业利润</b>	<b>8,387</b>	<b>(12,964)</b>	<b>5,723</b>	<b>14,053</b>	<b>5,147</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>57,445</b>	<b>61,199</b>	<b>59,015</b>	<b>75,806</b>	<b>84,928</b>	营业外收入	72	36	35	85	85
<b>资产总计</b>	<b>80,500</b>	<b>96,788</b>	<b>106,257</b>	<b>114,717</b>	<b>118,614</b>	营业外支出	488	216	150	150	150
短期借款	3,991	1,757	1,400	1,400	1,742	<b>利润总额</b>	<b>7,972</b>	<b>(13,144)</b>	<b>5,608</b>	<b>13,988</b>	<b>5,082</b>
应付票据及应付账款	4,140	6,772	6,567	6,953	6,718	所得税	488	404	85	213	77
其他	8,669	11,156	12,227	13,613	13,384	<b>净利润</b>	<b>7,484</b>	<b>(13,548)</b>	<b>5,523</b>	<b>13,775</b>	<b>5,004</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>16,799</b>	<b>19,685</b>	<b>20,194</b>	<b>21,965</b>	<b>21,843</b>	少数股东损益	58	(143)	474	619	327
长期借款	7,162	18,385	18,588	20,441	21,708	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,426</b>	<b>(13,404)</b>	<b>5,049</b>	<b>13,156</b>	<b>4,678</b>
应付债券	7,567	16,004	15,606	6,309	6,309	每股收益(元)	1.13	-2.05	0.77	2.01	0.71
其他	1,384	7,966	8,068	8,426	8,804						
<b>非流动负债合计</b>	<b>16,113</b>	<b>42,355</b>	<b>42,261</b>	<b>35,175</b>	<b>36,820</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>32,912</b>	<b>62,039</b>	<b>62,456</b>	<b>57,140</b>	<b>58,664</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,800	2,301	2,775	3,394	3,721	<b>成长能力</b>					
股本	6,373	6,352	6,554	6,554	6,554	营业收入	2.5%	-13.3%	30.0%	19.3%	-1.7%
资本公积	5,170	5,510	8,793	8,793	8,793	营业利润	-43.7%	-254.6%	144.1%	145.5%	-63.4%
留存收益	34,359	19,630	24,680	37,835	39,882	归属于母公司净利润	-46.8%	-280.5%	137.7%	160.5%	-64.4%
其他	(115)	956	1,001	1,001	1,001	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>47,588</b>	<b>34,749</b>	<b>43,802</b>	<b>57,577</b>	<b>59,950</b>	毛利率	19.6%	-8.3%	18.1%	23.3%	15.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>80,500</b>	<b>96,788</b>	<b>106,257</b>	<b>114,717</b>	<b>118,614</b>	净利率	9.9%	-20.6%	6.0%	13.1%	4.7%
						ROE	16.3%	-34.3%	13.7%	27.6%	8.5%
						ROIC	13.3%	-17.3%	8.2%	16.9%	7.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	40.9%	64.1%	58.8%	49.8%	49.5%
净利润	7,484	(13,548)	5,523	13,775	5,004	净负债率	37.0%	89.9%	52.4%	38.5%	51.8%
折旧摊销	2,408	3,386	3,579	4,282	5,381	流动比率	1.37	1.81	2.34	1.77	1.54
财务费用	196	1,163	725	592	1,270	速动比率	0.58	1.04	1.46	1.01	0.71
投资损失	(388)	(794)	(1,200)	(200)	(200)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	5,015	(1,879)	(4,572)	3,516	(2,633)	应收账款周转率	214.6	160.6	167.0	181.6	185.1
其它	(6,249)	12,437	1,005	(711)	(436)	存货周转率	4.7	5.0	4.2	4.5	4.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,465</b>	<b>766</b>	<b>5,061</b>	<b>21,254</b>	<b>8,387</b>	总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.9	0.8
资本支出	(14,675)	(12,990)	(514)	(20,649)	(14,149)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(30)	(251)	(19)	0	0	每股收益	1.13	-2.05	0.77	2.01	0.71
其他	(984)	2,988	978	700	700	每股经营现金流	1.33	0.12	0.77	3.24	1.28
<b>投资活动现金流</b>	<b>(15,690)</b>	<b>(10,253)</b>	<b>445</b>	<b>(19,949)</b>	<b>(13,449)</b>	每股净资产	6.99	4.95	6.26	8.27	8.58
债权融资	10,661	21,784	(77)	(7,394)	1,323	<b>估值比率</b>					
股权融资	382	318	3,485	0	0	市盈率	17.0	-9.4	25.0	9.6	27.0
其他	(6,289)	(5,098)	(1,082)	(592)	(3,559)	市净率	2.8	3.9	3.1	2.3	2.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,753</b>	<b>17,005</b>	<b>2,326</b>	<b>(7,986)</b>	<b>(2,237)</b>	EV/EBITDA	12.8	-16.7	14.0	7.4	11.9
汇率变动影响	(66)	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.3	-11.9	21.7	9.6	21.8
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,537)</b>	<b>7,514</b>	<b>7,832</b>	<b>(6,680)</b>	<b>(7,298)</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。