

畜禽价格低迷 H1 业绩承压，降本增效 Q2 环比减亏

投资要点

- 业绩总结：**8月30日，温氏股份披露半年报，公司2023年半年度实现营业收入412.0亿元，同比增长30.6%；归母净利润-46.9亿元，上年同期亏损35.2亿元。分季度看，2023Q2实现营业收入212.3亿元，同比增长25.2%，归母净利润-19.4亿元，二季度亏损较一季度收窄。
- 点评：养殖规模扩张带动公司营收增长，成本下降 Q2 环比减亏。**1) 生猪板块：报告期内，公司销售肉猪1178.57万头，同比增加47.21%；毛猪销售收入207.44亿元，同比增加54.39%。肉猪市场行情低迷，饲料价格较高，导致报告期内公司猪业亏损幅度较大。环比减亏主要系公司猪业生产成绩逐月提高。；2) 禽类板块：报告期内，公司销售肉鸡5.53亿只，同比增加13.30%；毛鸡销售收入157.56亿元，同比增加11.40%。报告期内，公司养鸡业务生产继续保持稳定，生产成绩仍保持在历史高位，养殖综合成本控制良好，但因市场行情低迷本，公司养鸡业务出现亏损。
- 公司生猪产能稳步发展。**截至5月末公司的能繁母猪存栏已超145万头、较2022年12月增加5万头，公司设定今年底能繁母猪奋斗目标约170万头。优质能繁母猪数量不断提高。成本方面，公司于养殖效率与出栏量上不断增强自身竞争力，公司猪业生产成绩逐月提高，今年有望继续实现降本增效。能繁母猪数据来看，7月份全国能繁母猪存栏量4271万头，同比环比均下降0.6%，为4100万头正常保有量的104.2%，处于产能调控的绿色合理区域上线。能繁母猪产能已连续7个月去化，养殖景气有望底部反转。
- 黄鸡养殖稳步发展。**报告期内，公司销售肉鸡5.53亿只，同比增加13.30%；毛鸡销售收入157.56亿元，同比增加11.40%，生产成绩仍保持在历史高位。从供给端看，产能去化提供支撑。父母代存栏当前处于低位，且雏鸡销售价格偏低。截至2023年6月末，在产父母代黄羽鸡1323.6万套，较2020年1575万套左右的最高水平降低16%左右，为2018年以来同期最低水平。父母代雏鸡价格6月末为9.33元/套，23年第26周销量为122.6万套，补栏积极性不高。从需求端来看，黄羽鸡作为我国本土品种，需求具有一定的刚性，在疫情得到有效控制后，黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑，且在经历长时间产能调整以及周期底部后，高景气度具有一定的可持续性。
- 盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为-0.29元、1.82元、3.05元，对应动态PE分别为-9/5倍，考虑到公司为生猪养殖龙头，予以公司2024年12倍PE，对应目标价21.84元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产能释放不及预期，下游需求不及预期、养殖端突发疫情等风险。

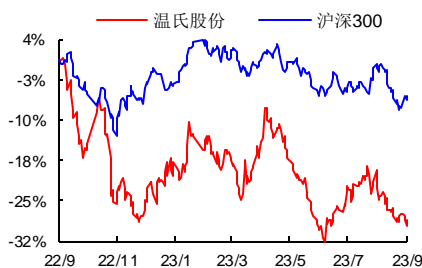
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	83,708	96,137	127,377	148,090
增长率	28.87%	14.85%	32.50%	16.26%
归属母公司净利润（百万元）	5,289	-1,899	12,090	20,248
增长率	139.46%	-135.90%	736.79%	67.47%
每股收益EPS（元）	0.82	-0.29	1.82	3.05
净资产收益率 ROE	13.32%	-5.15%	4.69%	29.25%
PE	23.92	—	9.16	5.47
PB	3.24	3.00	2.26	1.60

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	66.46
流通A股(亿股)	54.41
52周内股价区间(元)	16.23-24.14
总市值(亿元)	1,121.81
总资产(亿元)	950.71
每股净资产(元)	5.04

相关研究

- 温氏股份（300498）：生猪、黄鸡养殖景气提升，扭亏为盈稳步发展（2023-02-03）
- 温氏股份（300498）：扭亏为盈，黄羽鸡、生猪养殖景气共提升（2022-10-26）

盈利预测

关键假设：

1) 公司是我国生猪养殖龙头企业，产能充裕，市占率继续扩大。预计 2023-2025 年公司生猪出栏量增速为 45%/25%/15%。当前全国生猪供给充足，猪价的持续低迷，加剧行业的竞争，有望加速低效产能的出清，早日迎来周期拐点。目前整体畜禽市场价格已进入相对底部位置，后续有望逐步回暖。预计 2023-2025 年公司生猪销售均价增速为 -15%/15%/5%。对应毛利率水平分别为 5%/15%/22%。

2) 公司是我国黄鸡养殖龙头企业，黄鸡养殖稳健发展。预计 2023-2025 年公司生猪出栏量增速为 10%/10%/5%。2023Q1 目黄鸡行情低迷，但目前产能已去化至历史低位，后续有望逐步回暖。预计 2023-2025 年公司黄鸡销售均价增速为 -5%/10%/5%。对应毛利率水平分别为 5%/21%/20%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入（百万元）	83725.00	96,136.93	127,376.70	148,090.17
	yoy	11.72%	14.82%	32.50%	16.26%
	成本（百万元）	78363.85	90697.38	105889.98	117341.93
	毛利率	6.40%	5.66%	16.87%	20.76%
生猪养殖	收入（百万元）	42641.69	52449.28	75526.96	91387.62
	yoy	-7.99%	23.00%	44.00%	21.00%
	成本（百万元）	35201.99	49826.81	64197.92	71282.35
	毛利率	17.45%	5.00%	15.00%	22.00%
黄鸡养殖	收入（百万元）	35581.59	37360.67	45206.41	49727.05
	yoy	46.46%	5.00%	21.00%	10.00%
	成本（百万元）	30916.63	35492.64	35713.06	39781.64
	毛利率	13.11%	5.00%	21.00%	20.00%
其它	收入（百万元）	5501.72	6326.98	6643.33	6975.49
	yoy	27.90%	15.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	12245.23	5377.93	5978.99	6277.94
	毛利率	-122.57%	15.00%	10.00%	10.00%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取行业中的三家相关公司：牧原股份、湘佳股份、立华股份，三者 2023 年平均 PE 为 25 倍，2024 年平均 PE 为 11 倍。考虑到公司为生猪养殖龙头，生猪养殖成本持续下行并有显著优势，同时生猪出栏量保持 30% 以上增长，给予公司一定的估值溢价，予以公司 2024 年 12 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 21.84 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300761.SZ	立华股份	18.52	2.11	0.96	2.24	2.23	17.21	28.41	10.87	11.15
002714.SZ	牧原股份	40.58	2.49	1.4773	4.3385	5.06	16.72	27.45	9.35	8
002982.SZ	湘佳股份	32.35	1.04	1.67	2.43	2.93	31.13	19.36	13.29	11.04
平均值							21.69	25.07	11.17	10.06
300498.SZ	温氏股份	16.66	0.82	-0.29	1.82	3.05	23.92	—	9.16	5.47

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	83,708	96,137	127,377	148,090	净利润	5,641	-1,951	12,507	21,112
营业成本	70,699	90,697	105,890	117,342	折旧与摊销	5,408	4,687	5,387	5,518
营业税金及附加	132	143	201	229	财务费用	1,978	0	0	0
销售费用	812	1,088	1,424	1,590	资产减值损失	338	488	477	61
管理费用	4,374	6,487	8,195	9,086	经营营运资本变动	-2,533	-91	-1,417	-1,875
财务费用	1,816	13	14	13	其他	242	-1,270	-2,025	-2,406
资产减值损失	-277	-488	-477	-61	经营活动现金流净额	11,075	1,863	14,930	22,409
投资收益	1,473	1,122	1,762	2,127	资本支出	-6,404	-11,167	-8,355	-7,184
公允价值变动损益	-774	50	50	50	其他	641	759	1,579	1,977
其他经营损益	246	295	401	452	投资活动现金流净额	-5,763	-10,408	-6,776	-5,206
营业利润	6,118	-1,991	12,588	21,516	短期借款	-668	0	0	0
其他非经营损益	-303	0	0	0	长期借款	-8,233	0	0	0
利润总额	5,815	-1,991	12,588	21,516	股权融资	1,698	431	0	0
所得税	174	-40	81	404	支付股利	-1,863	-1,306	0	0
净利润	5,641	-1,951	12,507	21,112	其他	-159	3,293	0	0
少数股东损益	352	-53	417	864	筹资活动现金流净额	-9,225	2,418	0	0
归属母公司股东净利润	5,289	-1,899	12,090	20,248	现金流量净额	-3,898	-6,129	8,154	17,203
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,266	-1,863	6,291	23,494	成长能力				
应收和预付款项	1,732	2,064	2,401	2,815	销售收入增长率	28.87%	14.85%	32.50%	16.26%
存货	20,388	21,822	26,169	30,358	营业利润增长率	147.19%	-132.55%	732.17%	70.93%
其他流动资产	4,481	4,481	4,481	4,481	净利润增长率	139.46%	-135.90%	736.79%	67.47%
长期股权投资	934	1,076	1,265	1,437	EBITDA 增长率	314.27%	-78.72%	564.19%	50.35%
投资性房地产	77	92	103	107	获利能力				
固定资产和在建工程	38,911	41,806	42,065	41,791	毛利率	15.54%	5.66%	16.87%	20.76%
无形资产和开发支出	1,648	1,741	1,740	1,733	三费率	8.36%	7.89%	7.56%	7.22%
其他非流动资产	264	207	207	207	净利率	6.74%	-2.03%	9.82%	14.26%
资产总计	98,084	100,742	117,567	141,860	ROE	13.32%	-5.15%	24.69%	29.25%
短期借款	1,089	1,089	1,089	1,089	ROA	5.39%	-1.88%	10.28%	14.27%
应付和预收款项	7,557	8,225	10,373	11,560	ROIC	9.05%	-2.47%	13.75%	18.83%
长期借款	10,153	10,153	10,153	10,153	EBITDA/销售收入	15.20%	2.82%	14.12%	18.26%
其他负债	36,370	41,235	43,405	45,399	营运能力				
负债合计	55,169	60,701	65,019	68,201	总资产周转率	0.86	0.97	1.17	1.14
股本	6,554	6,646	6,646	6,646	固定资产周转率	2.38	2.64	3.30	3.73
资本公积	8,312	8,651	8,651	8,651	应收账款周转率	176.28	175.80	189.67	174.72
留存收益	24,202	20,995	33,085	53,333	存货周转率	4.00	4.30	4.41	4.15
归属母公司股东权益	39,703	36,881	48,971	69,219	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	3,212	3,159	3,576	4,440	资本结构				
股东权益合计	42,915	40,040	52,547	73,659	资产负债率	56.25%	60.25%	55.30%	48.08%
负债和股东权益合计	98,084	100,742	117,567	141,860	带息债务/总负债	64.35%	63.44%	59.23%	56.46%
					流动比率	1.47	1.09	1.36	1.83
					速动比率	0.42	0.16	0.42	0.86
					股利支付率	12.38%	-68.80%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.82	-0.29	1.82	3.05
					每股净资产	6.06	5.55	7.37	10.42
					每股经营现金	1.69	0.28	2.25	3.37
					每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	12,724.97	2,708.42	17,988.91	27,047.19					
PE	23.92	—	9.16	5.47					
PB	3.24	3.00	2.26	1.60					
PS	1.54	1.15	0.87	0.75					
EV/EBITDA	12.57	55.79	7.95	4.65					
股息率	1.53%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn