

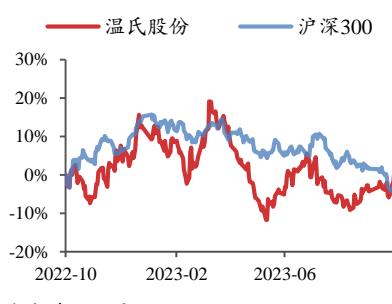
温氏股份 (300498.SZ) 公司经营环比扭亏为盈，生产成本有望不断优化

2023年10月27日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/26
当前股价(元)	18.25
一年最高最低(元)	22.60/16.08
总市值(亿元)	1,212.86
流通市值(亿元)	991.99
总股本(亿股)	66.46
流通股本(亿股)	54.36
近3个月换手率(%)	24.8

股价走势图**相关研究报告**

《猪价低迷压制当期利润，生产目标稳步兑现—公司信息更新报告》
-2023.8.31

《疫病扰动2023Q1业绩，老牌企业展现快速调整能力—公司信息更新报告》-2023.4.26

《优秀经验及体系加速降本增效，老牌龙头风采依旧—公司信息更新报告》-2023.2.1

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

●公司经营环比扭亏为盈，生产成本有望不断优化，维持“买入”评级

公司发布2023年三季报，前三季度公司实现营业收入647亿元(+16%)，实现归母净利润约-45.3亿元(-761%)，单Q3公司实现营业收入235.04亿元(-3%)，归母净利润1.59亿元(-96%)，环比扭亏为盈。前三季度内销售/管理/研发/财务费用分别同比变动+22%/+5%/+20%/-36%，财务费用管控良好。鉴于生猪供给持续过剩，猪价低迷，我们下调2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为-31.66/99.71/264.46(原值为-4.70/141.94/249.41)亿元，对应EPS分别为-0.48/1.50/3.98元，当前股价对应PE为-37.2/11.8/4.5倍。公司养殖成绩持续改善，出栏量成长确定性高，维持“买入”评级。

●生猪：猪价环比二季度略有改善，生产成本有望不断优化

前三季度生猪板块销量1832.6万头(+48%)，收入327.7亿元(+29%)，毛猪销售均价14.98元/公斤。单Q3生猪销量为654万头(+48%)，我们估计，2023Q3肉猪养殖综合成本约16.2元/公斤，生猪养殖业务亏损约3.5亿元，鉴于近期玉米、豆粕价格已开启回落态势，公司养殖成本有望持续改善。按照规划，公司2023年内猪(含毛猪和鲜品)销售目标为2600万头，前三季度出栏完成率已达70%。目前公司肉猪有效饲养能力(含合作农户、家庭农场及现代养殖小区等各类方式)已提升至3300万头以上，未来出栏产能基础稳固。

●肉鸡：黄鸡价格环比上升，四季度旺季来临有望继续向好发展

前三季度公司肉禽业务实现收入251.05亿元(+4%)，销售肉鸡8.62亿只(+10%)，毛鸡销售均价约13.6元/公斤，我们估计2023Q3肉禽业务贡献盈利约9亿元。单三季度黄鸡价格环比二季度有所改善，公司肉禽板块盈利向好，实现量价齐升。随着四季度黄鸡消费迎来旺季，价格中枢有望持续抬升，肉禽板块盈利持续改善预期较强。

●风险提示：生猪存栏恢复不及预期、行业竞争加剧、新品上市不及预期。**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	64,954	83,708	96,032	118,619	147,730
YOY(%)	-13.3	28.9	14.7	23.5	24.5
归母净利润(百万元)	-13,404	5,289	-3,166	9,971	26,446
YOY(%)	-280.5	-139.5	-159.9	-414.9	165.2
毛利率(%)	-8.3	15.5	5.6	16.0	25.4
净利率(%)	-20.6	6.3	-3.3	8.4	17.9
ROE(%)	-39.0	13.1	-8.9	22.2	37.7
EPS(摊薄/元)	-2.02	0.80	-0.48	1.50	3.98
P/E(倍)	-8.8	22.3	-37.2	11.8	4.5
P/B(倍)	3.7	3.0	3.4	2.7	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	35589	36594	41637	51823	54752	营业收入	64954	83708	96032	118619	147730
现金	7633	4266	12484	15420	19580	营业成本	70356	70697	90640	99593	110159
应收票据及应收账款	412	538	230	682	412	营业税金及附加	109	132	142	176	229
其他应收款	2362	2502	1964	3307	2979	营业费用	813	812	1440	1186	1330
预付账款	857	1194	87	1309	332	管理费用	4759	4374	5282	6405	6648
存货	14944	20388	19896	24367	24592	研发费用	603	532	751	841	1101
其他流动资产	9381	7706	6976	6736	6856	财务费用	1163	1816	2099	1385	1770
非流动资产	61199	61491	63060	64934	66790	资产减值损失	-2194	-277	767	944	1046
长期投资	749	934	1010	1112	1201	其他收益	223	246	235	240	238
固定资产	40169	40968	43637	45727	47432	公允价值变动收益	954	-774	-500	0	0
无形资产	1762	1648	1721	1777	1819	投资净收益	794	1473	500	600	600
其他非流动资产	18520	17941	16692	16318	16337	资产处置收益	133	150	150	0	0
资产总计	96788	98084	104697	116757	121542	营业利润	-12964	6118	-3170	10817	28376
流动负债	19685	24951	40196	47061	29536	营业外收入	36	144	60	80	60
短期借款	1757	1089	14139	28131	0	营业外支出	216	447	400	20	30
应付票据及应付账款	6772	7555	9110	1657	9641	利润总额	-13144	5815	-3510	10877	28406
其他流动负债	11156	16307	16947	17274	19895	所得税	404	174	-105	326	568
非流动负债	42355	30219	26210	22183	17983	净利润	-13548	5641	-3404	10551	27838
长期借款	34389	22556	18547	14520	10320	少数股东损益	-143	352	-238	580	1392
其他非流动负债	7966	7663	7663	7663	7663	归属母公司净利润	-13404	5289	-3166	9971	26446
负债合计	62039	55169	66406	69244	47519	EBITDA	-6483	11686	1513	16584	34101
少数股东权益	2301	3212	2974	3554	4946	EPS(元)	-2.02	0.80	-0.48	1.50	3.98
股本	6352	6554	6646	6646	6646						
资本公积	5510	8312	8312	8312	8312						
留存收益	19630	24148	21084	30052	55106						
归属母公司股东权益	32448	39703	35318	43960	69076						
负债和股东权益	96788	98084	104697	116757	121542						
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						成长能力					
经营活动现金流	766	11075	8001	1367	45804	营业收入(%)	-13.3	28.9	14.7	23.5	24.5
净利润	-13548	5641	-3404	10551	27838	营业利润(%)	-254.6	147.2	-151.8	441.3	162.3
折旧摊销	5109	4833	3980	4559	5107	归属于母公司净利润(%)	-280.5	-139.5	-159.9	-414.9	165.2
财务费用	1163	1816	2099	1385	1770						
投资损失	-794	-1473	-500	-600	-600						
营运资金变动	2003	-2976	5476	-14528	11689						
其他经营现金流	6833	3234	350	0	0						
投资活动现金流	-10253	-5763	-4190	-5833	-6362						
资本支出	13240	9352	1494	1772	1766						
长期投资	-936	457	-76	-96	-89						
其他投资现金流	2051	4047	-2772	-4157	-4685						
筹资活动现金流	17005	-9225	-9731	-6589	-7151						
短期借款	-2234	-668	-1089	0	0						
长期借款	19660	-11833	-4009	-4027	-4199						
普通股增加	-22	202	92	0	0						
资本公积增加	102	2802	0	0	0						
其他筹资现金流	-502	272	-4725	-2562	-2952						
现金净增加额	7514	-3898	-5920	-11055	32290						
						盈利能力					
						毛利率(%)	-8.3	15.5	5.6	16.0	25.4
						净利率(%)	-20.6	6.3	-3.3	8.4	17.9
						ROE(%)	-39.0	13.1	-8.9	22.2	37.7
						ROIC(%)	-15.3	8.7	-3.0	11.9	31.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.1	56.2	63.4	59.3	39.1
						净负债比率(%)	110.0	75.0	83.0	82.0	3.4
						流动比率	1.8	1.5	1.0	1.1	1.9
						速动比率	0.7	0.4	0.4	0.5	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.1	1.2
						应收账款周转率	172.1	176.2	250.0	260.0	270.0
						应付账款周转率	12.9	9.9	10.9	18.5	19.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	-2.02	0.80	-0.48	1.50	3.98
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	1.67	1.20	0.21	6.89
						每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.85	5.18	6.48	10.26
						估值比率					
						P/E	-8.8	22.3	-37.2	11.8	4.5
						P/B	3.7	3.0	3.4	2.7	1.7
						EV/EBITDA	-23.8	12.8	99.5	9.5	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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形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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn