

温氏股份 (300498.SZ)

2023 三季报点评：2023Q3 业绩环比扭亏，生猪成本稳步改善

买入

核心观点

受养殖行情回暖，公司 2023Q3 业绩环比扭亏。公司 2023Q3 实现营收 235.04 亿元，同比-3.4%，实现归母净利润 1.59 亿元，同比-96.22%，其中，预计猪业亏损约 3-4 亿元，禽业（含鸡+鸭）盈利约 8-9 亿元，动保、设备等其他业务稳健运营，发展良好，投资业务受市场行情影响，有所浮亏。受益消费季节性回升，2023Q3 生猪及黄鸡养殖行情整体呈现供需两旺、价格稳中有升态势，由此带动公司盈利回暖。公司 2023Q3 末资产负债率达 60.31%，环比 2023Q2 未改善 1.01%，仍处于行业较低水平；2023Q3 经营性现金流净额为 28.4 亿元，未出现现金亏损，公司资金储备充裕，通过偿还部分有息借款、长短债置换，进一步优化财务费用，整体费用率水平明显下降。

生猪养殖生产成绩稳步改善，成本控制效果显著。2023Q3 商品肉猪出栏量为 654 万头，同比增长 48.2%，预计综合成本降至约 16.2 元/公斤。公司养殖成绩稳步改善，2023 年 7 月公司配种分娩率提升至 83%，窝均健仔数达到 10.9 头，PSY 稳步提升至近 22，关键指标均提升至较好水平。2023H1 末公司种猪资产账面价值达 48.00 亿元，较 2023 年年初增长 4%，目前公司产能储备较为充裕，7 月末能繁存栏已增加至 152 万头，后备母猪约 60 万头。现阶段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，猪场竣工产能（即目前公司的种猪场满负荷状态时，能繁母猪按正常生产性能可产出的商品猪苗量）约 4600 万头，预计未来公司生猪出栏有望继续保持较快增长。

黄鸡养殖经营稳健，上半年受行情影响阶段性承压。2023Q3 共销售肉鸡 3.1 亿只（含毛鸡、鲜品、熟食），同比增长 4.9%。公司禽业生产稳定，2023H1 毛鸡上市率达 94.7%；毛鸭上市率达 94.0%。据公司公告，2023Q2 毛鸡出栏成本约 6.9 元/斤，7 月降至约 6.6 元/斤。Q3 后，随着肉鸡消费进入传统旺季，8-9 月黄鸡价格上涨明显，带来显著业绩增量。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 23-25 年归母净利润为 -17.53/50.14/275.57 亿元，利润年增速分别为 -133.2%/385.9%/449.7%，每股收益分别为 -0.27/0.76/4.20 元，对应当前股价 PE 为 -63/22/4 X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	64,965	83,725	87,861	98,142	128,903
(+/-%)	-13.3%	28.9%	4.9%	11.7%	31.3%
净利润(百万元)	-13404	5289	-1753	5014	27557
(+/-%)	-280.5%	139.5%	-133.1%	386.0%	449.7%
每股收益(元)	-2.11	0.81	-0.27	0.76	4.20
EBIT Margin	-18.0%	8.6%	-1.2%	6.0%	23.0%
净资产收益率 (ROE)	-41.3%	13.3%	-4.6%	12.1%	45.4%
市盈率 (PE)	-8.4	22.0	-63.1	22.1	4.0
EV/EBITDA	-26.2	14.3	58.1	15.9	4.9
市净率 (PB)	3.47	2.93	2.92	2.67	1.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 养殖业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

联系人：江海航

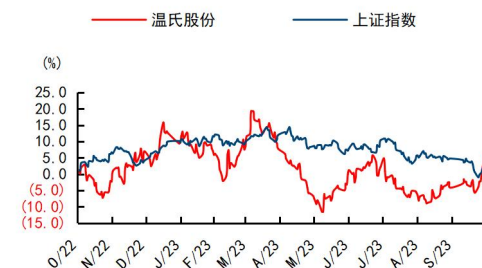
010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	19.02 元
总市值/流通市值	126403/103384 百万元
52 周最高价/最低价	22.60/16.08 元
近 3 个月日均成交额	400.52 百万元

市场走势



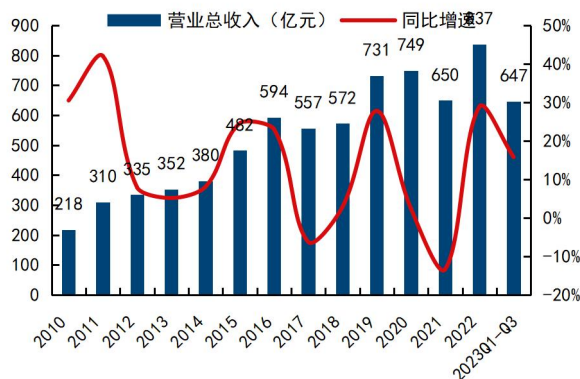
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《温氏股份 (300498.SZ) - 2023 半年报点评：2023H1 业绩受猪、鸡行情影响阶段性承压，养殖成绩稳步改善》——2023-09-05
《温氏股份 (300498.SZ) - 2022 年报及 2023 一季报点评：2022 年成本稳步下降，肉猪及肉鸡生产指标持续改善》——2023-04-26
《温氏股份 (300498.SZ) - 畜禽养殖大型企业，有望受益猪鸡周期回暖》——2022-11-25
《温氏股份 (300498.SZ) - 2022 半年报点评：生猪成本稳步下降，养殖景气明显回暖》——2022-08-20
《温氏股份 (300498.SZ) - 2021 年年报点评：生猪经营边际改善，黄鸡受益周期回暖》——2022-04-21

公司 2023Q3 归母净利达 1.59 亿元，受益于 Q3 猪价和黄羽鸡价行情环比回暖。公司 2023Q3 实现营收 235.04 亿元，同比-3.4%，实现归母净利润 1.59 亿元，同比-96.22%，其中，预计猪业亏损约 3-4 亿元，禽业（含鸡+鸭）盈利约 8-9 亿元，动保、设备等其他业务稳健运营，发展良好，投资业务受市场行情影响，有所浮亏。受益消费季节性回升，2023Q3 生猪及黄鸡养殖行情整体呈现供需两旺、价格稳中有升态势，由此带动公司盈利回暖。公司 2023Q3 末资产负债率达 60.31%，环比 2023Q2 末改善 1.01%，仍处于行业较低水平；2023Q3 经营性现金流净额为 28.4 亿元，未出现现金亏损，公司资金储备充裕，通过偿还部分有息借款、长短债置换，进一步优化财务费用，整体费用率水平明显下降。

图1：温氏股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：温氏股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



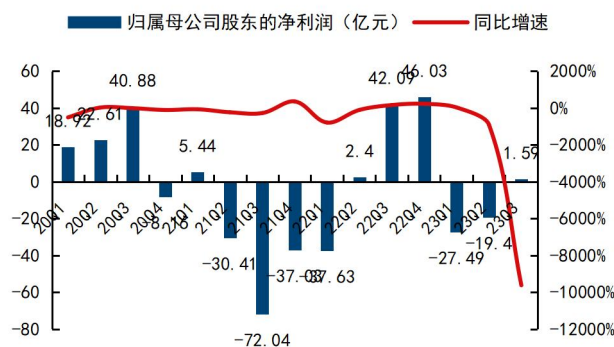
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：温氏股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

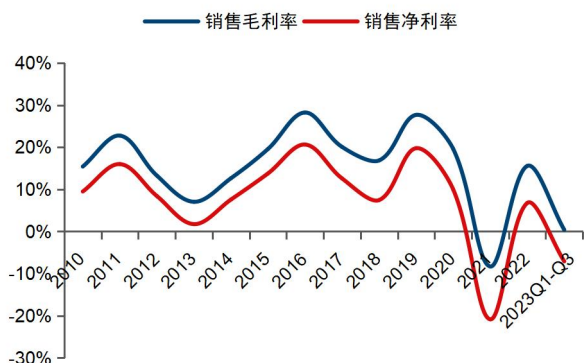
图4：温氏股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

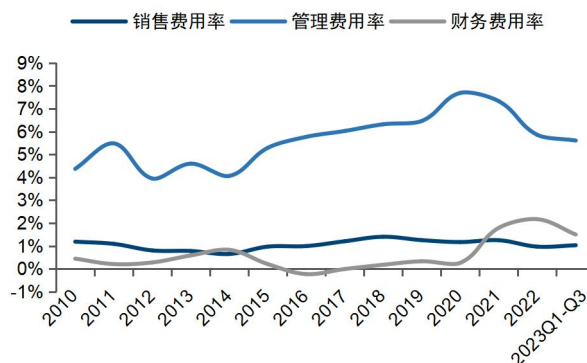
毛利率随生猪价格周期波动，整体费用率下降明显。2023Q1-Q3 公司销售毛利率为 0.39%，同比减少 10.90pct；销售净利率-7.10%，同比减少 8.67pct；销售费用率 1.03%（+0.05pct），管理费用率 4.99%（-0.50pct），财务费用率 1.50%（-1.22pct），整体费用下降明显。

图5: 温氏股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

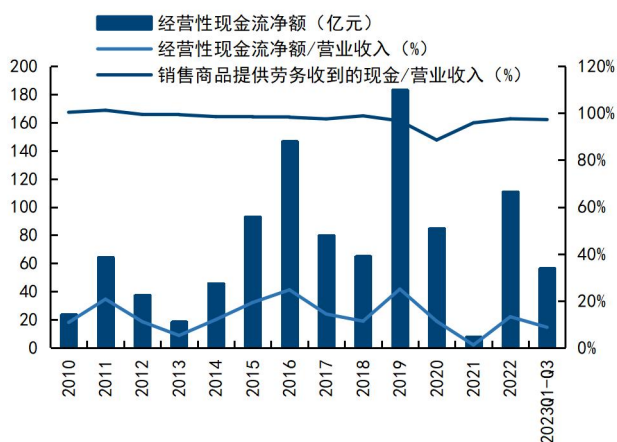
图6: 温氏股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

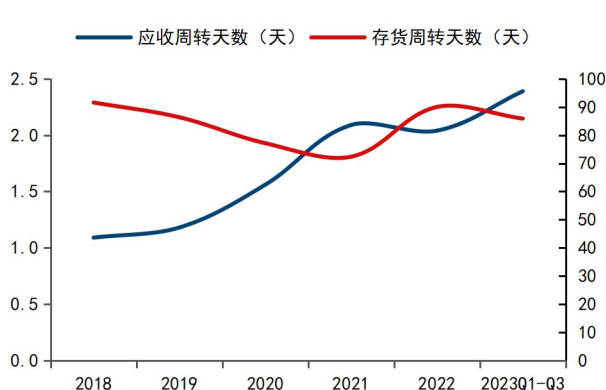
经营性现金流同比回暖，应收及存货周转率小幅提升。2023Q1-Q3 经营性现金流净额 56.41 亿元（同比-9.25%），经营性现金流净额占营业收入比例为 8.72%（同比-2.41pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 97.24%（同比-0.26pct）。在主要流动资产周转方面，2023H1 公司应收周转天数达 2.39 天（同比-0.04%），存货周转天数达 85.89 天（同比-3.44%），周转效率小幅提升。

图7: 温氏股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 温氏股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级，温氏股份的生猪及黄羽鸡养殖业务处于行业领先地位，从成本边际改善来看，公司在经历非洲猪瘟磨练之后，持续打磨养殖模式且取得较好成效，生猪养殖的完全成本改善明显，未来有望继续通过精细化管理稳步降本增效。从产能扩张速度来看，公司产能储备较为充足，有望通过持续的出栏增长，进一步打开成长空间。预计公司 23-25 年归母净利润为-17.53/50.14/275.57 亿元，利润年增速分别为-133.2%/385.9%/449.7%，每股收益分别为-0.27/0.76/4.20 元，对应当前股价 PE 为-63/22/4 X。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7633	4266	10393	10009	8318	营业收入	64965	83725	87861	98142	128903
应收款项	2774	3040	3129	3227	3178	营业成本	70356	70697	83110	85766	91284
存货净额	14944	20388	26050	18878	21155	营业税金及附加	109	132	123	152	168
其他流动资产	3544	3428	4036	6870	7992	销售费用	813	812	845	973	1101
流动资产合计	35589	36594	46609	40984	42143	管理费用	4759	4374	4373	4822	6011
固定资产	40156	38911	47809	58173	65246	研发费用	603	532	504	552	696
无形资产及其他	1762	1648	1583	1518	1453	财务费用	1163	1816	1149	1152	1245
投资性房地产	18532	19998	19998	19998	19998	投资收益	794	1473	626	750	700
长期股权投资	749	934	1134	1284	1384	资产减值及公允价值变动	(1240)	(1051)	0	0	0
资产总计	96788	98084	117133	121957	130224	其他收入	(282)	(198)	(504)	(552)	(696)
短期借款及交易性金融负债	4489	7041	5426	5652	6039	营业利润	(12964)	6118	(1617)	5475	29097
应付款项	6772	7555	8683	7107	6346	营业外净收支	(180)	(303)	(300)	(200)	(50)
其他流动负债	8424	10355	12658	10430	11157	利润总额	(13144)	5815	(1917)	5275	29047
流动负债合计	19685	24951	26767	23189	23543	所得税费用	404	174	(48)	103	618
长期借款及应付债券	34389	22556	25556	26556	27556	少数股东损益	(143)	352	116	(158)	(871)
其他长期负债	7966	7663	9663	11163	11663	归属于母公司净利润	(13404)	5289	(1753)	5014	27557
长期负债合计	42355	30219	35219	37719	39219	现金流量表（百万元）					
负债合计	62039	55169	61985	60907	62762	净利润	(13404)	5289	(1753)	5014	27557
少数股东权益	2301	3212	3293	3182	2572	资产减值准备	1614	(1890)	102	80	69
股东权益	32448	39703	37950	41460	60750	折旧摊销	5008	4774	4065	4921	5724
负债和股东权益总计	96788	98084	103229	105550	126084	公允价值变动损失	1240	1051	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1163	1816	1149	1152	1245
每股收益	(2.11)	0.81	(0.27)	0.76	4.20	营运资本变动	7646	(6539)	(825)	2017	(2815)
每股红利	0.39	0.28	0.00	0.23	1.26	其它	(1783)	2119	(21)	(191)	(679)
每股净资产	5.11	6.06	5.79	6.33	9.27	经营活动现金流	319	4804	1568	11841	29856
ROIC	-20.33%	7.95%	10%	19%	5%	资本开支	0	(527)	(8001)	(14001)	(12001)
ROE	-41.31%	13.32%	-5%	12%	45%	其它投资现金流	(3504)	1223	2472	1000	500
毛利率	-8%	16%	5%	13%	29%	投资活动现金流	(3744)	511	(5729)	(13151)	(11601)
EBIT Margin	-18%	9%	-1%	6%	23%	权益性融资	(4)	1698	0	0	0
EBITDA Margin	-10%	14%	3%	11%	27%	负债净变化	11224	(8233)	3000	1000	1000
收入增长	-13%	29%	5%	12%	31%	支付股利、利息	(2479)	(1863)	0	(1504)	(8267)
净利润增长率	-281%	139%	-133%	386%	450%	其它融资现金流	(8293)	9811	(1615)	226	388
资产负债率	66%	60%	63%	61%	52%	融资活动现金流	9192	(8682)	1385	(278)	(6880)
股息率	2.1%	1.6%	0.0%	1.4%	7.5%	现金净变动	5767	(3367)	(2776)	(1587)	11375
P/E	(8.4)	22.0	(63.1)	22.1	4.0	货币资金的期初余额	1865	7633	4266	10393	10009
P/B	3.5	2.9	2.9	2.7	1.8	货币资金的期末余额	7633	4266	1489	8806	21385
EV/EBITDA	(26.2)	14.3	58.1	15.9	4.9	企业自由现金流	0	4673	4892	4375	(930)
						权益自由现金流	0	6251	5145	4449	(778)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032