

## 成本下降景气回升，三季度扭亏为盈

### 投资要点

- **业绩总结：**2023年前三季度，温氏股份实现营业收入 646.89 亿元，同比增长 15.80%；归属于上市公司股东的净利润-45.30 亿元，同比转亏。公司第三季度净利润为 1.59 亿元，同比下降 96.22%，但环比第一、二季度扭亏。
- **点评：成本下降景气回升，三季度扭亏为盈。**2023 年上半年，由于生猪行业和黄羽鸡行业均处于周期低谷期，三季度毛鸡销售均价、毛猪销售均价整体增长，公司扭亏为盈，但价格仍显著低于去年同期。1) 生猪板块：三季度，公司共销售肉猪 654 万头，同比增加 48%；公司肉猪养殖综合成本降至 8.1 元/斤，季度环比下降 0.4 元/斤。其中 9 月份降至 7.9 元/斤。尽管 9 月份饲料生产成本略有提升，但前期饲料原料价格和猪苗生产成本逐月下降，会逐步体现在第四季度的养猪成本下降上。；2) 禽类板块：三季度，公司销售肉鸡 3.1 亿只，同比增加约 5%。三季度，公司毛鸡出栏成本降至 6.6 元/斤，季度环比下降 0.4 元/斤，超额完成公司目标。其中 9 月份降至 6.6 元/斤以下。三季度肉鸡消费处于传统旺季，黄羽肉鸡价格上涨，获得合理收益。
- **公司生猪产能稳步发展。**前三季度，公司共销售肉猪 1833 万头，同比增加 48%。截至目前，公司能繁母猪约 156 万头，后备母猪约 60 万头。考虑到冬季引种难度和公司出栏规划，预计年底能繁母猪增加至 160 万头以上。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，2023 年有望继续实现降本增效。能繁母猪数据来看，9 月份全国能繁母猪存栏量 4240 万头，为 4100 万头正常保有量的 103.4%，处于产能调控的绿色合理区域上线。能繁母猪产能已连续 9 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，公司共销售肉鸡（含毛鸡、鲜品和熟食）8.6 亿只，同比增加超 10%。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。据中国禽业协会数据，截至 8 月末黄羽祖代种鸡总存栏量 259.83 万套，环比-0.8%；父母代种鸡总存栏 2170.98 万套，环比-1.3%。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-10/6 倍，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。

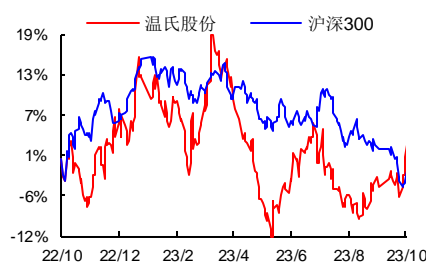
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	83,708	96,137	127,377	148,090
增长率	28.87%	14.85%	32.50%	16.26%
归属母公司净利润（百万元）	5,289	-1,899	12,090	20,248
增长率	139.46%	-135.90%	736.79%	67.47%
每股收益 EPS（元）	0.82	-0.29	1.82	3.05
净资产收益率 ROE	13.32%	-5.02%	24.21%	28.85%
PE	23.92	—	10.20	6.09
PB	3.24	3.26	2.47	1.76

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  
  
联系人：赵磐  
电话：021-68415832  
邮箱：zhaopan@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)	54.36
52 周内股价区间(元)	16.23-21.89
总市值(亿元)	1,233.46
总资产(亿元)	956.39
每股净资产(元)	5.15

### 相关研究

1. 温氏股份（300498）：畜禽价格低迷 H1 业绩承压，降本增效 Q2 环比减亏（2023-09-03）
2. 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）

**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	-1,339	-2,025	-2,406
资产减值损失	-277	-488	-477	-61	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>11,075</b>	<b>1,795</b>	<b>14,930</b>	<b>22,409</b>
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	780	1,579	1,977
其他经营损益	246	295	401	452	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5,763</b>	<b>-10,387</b>	<b>-6,776</b>	<b>-5,206</b>
<b>营业利润</b>	<b>6,118</b>	<b>-1,991</b>	<b>12,588</b>	<b>21,516</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>5,815</b>	<b>-1,991</b>	<b>12,588</b>	<b>21,516</b>	股权融资	1,698	1,391	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	822	0	0
少数股东损益	352	-53	417	864	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-9,225</b>	<b>907</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
归属母公司股东净利润	5,289	-1,899	12,090	20,248	<b>现金流量净额</b>	<b>-3,898</b>	<b>-7,687</b>	<b>8,154</b>	<b>17,203</b>
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	-3,421	4,733	21,935	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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	179	179	179	净利率	6.74%	-2.03%	9.82%	14.26%
<b>资产总计</b>	<b>98,084</b>	<b>99,168</b>	<b>115,993</b>	<b>140,286</b>	ROE	13.32%	-5.02%	24.21%	28.85%
短期借款	1,089	1,089	1,089	1,089	ROA	5.39%	-1.91%	10.42%	14.43%
应付和预收款项	7,557	8,225	10,373	11,560	ROIC	9.05%	-2.52%	13.98%	19.08%
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	38,701	40,871	42,865	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>55,169</b>	<b>58,167</b>	<b>62,485</b>	<b>65,666</b>	总资产周转率	0.86	0.97	1.18	1.16
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	9,611	9,611	9,611	应收账款周转率	176.28	175.80	189.67	174.72
留存收益	24,202	20,995	33,086	53,334	存货周转率	4.00	4.30	4.41	4.15
归属母公司股东权益	39,703	37,842	49,932	70,180	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>42,915</b>	<b>41,001</b>	<b>53,508</b>	<b>74,620</b>	资产负债率	56.25%	58.65%	53.87%	46.81%
负债和股东权益合计	98,084	99,168	115,993	140,286	带息债务/总负债	64.35%	62.01%	57.72%	54.92%
					流动比率	1.47	1.13	1.41	1.92
					速动比率	0.42	0.12	0.40	0.87
					股利支付率	12.38%	-68.80%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.82	-0.29	1.82	3.05
					每股净资产	6.06	5.69	7.51	10.56
					每股经营现金	1.69	0.27	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	12,725	2,708	17,989	27,047					
PE	24	—	10	6					
PB	3	3	2	2					
PS	2	1	1	1					
EV/EBITDA	13	60	9	5					
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。

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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@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
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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	xyx@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