

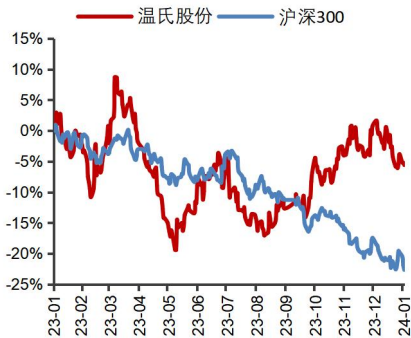
出栏目标顺利完成，畜禽养殖成本下行

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-02-01

收盘价 (元)	18.79
近 12 个月最高/最低 (元)	22.33/15.89
总股本 (百万股)	6,652
流通股本 (百万股)	5,442
流通股比例 (%)	81.8
总市值 (亿元)	1250
流通市值 (亿元)	1023

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 温氏股份 (300498) 2022 年业绩报告点评：Q4 猪鸡业绩双盈利，肉猪上市率明显改善 2023-2-2
- 温氏股份 (300498) 年报季报点评：畜禽业务稳健增长，生猪生产指标逐步改善 2023-4-26
- 温氏股份 (300498) 中报点评：生猪出栏量同比增长 47.2%，生产指标持续改善 2023-8-31
- 温氏股份 (300498) 三季报点评：公司 Q3 业绩实现盈利，畜禽养殖成本稳步下行 2023-10-26

主要观点：

● 2023 年实现归母净利润-60 亿元~-65 亿元

公司公布业绩预告：2023 年实现归母净利润-60 亿元~-65 亿元，2022 年同期盈利 52.89 亿元。分季度看，Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现归母净利润-27.5 亿元、-19.4 亿元、1.59 亿元、-14.3 亿元~-19.7 亿元。分业务看，生猪业务亏损 55 亿元左右，肉鸡业务微利。

● Q4 生猪业务亏损 16-19 亿元，生猪养殖综合成本约 16.3 元/公斤

2023 年，公司生猪出栏量 2626.2 万头，同比大增 46.6%，养殖综合成本 8.35 元/斤，较 2022 年下降约 0.3 元/斤。分季度看，Q1、Q2、Q3、Q4 生猪出栏量分别为 559.5 万头、619.0 万头、654.03 万头、794 万头，同比分别增长 39%、55%、48%、45%，2023 年 2600 万头出栏目标顺利完成；Q1、Q2、Q3、Q4 生猪业绩分别为，亏损约 17 亿元、亏损约 18 亿元、亏损 3-4 亿元、亏损 16-19 亿元。10-12 月，公司生猪出栏均价分别为 15.11 元/公斤、14.43 元/公斤、14.81 元/公斤，我们估算 Q4 生猪养殖综合成本 16.3 元/公斤，与 Q3 基本持平。目前，公司能繁母猪存栏量 155 万头，较 2022 年末略有增加，上市率 92%，PSY22.4 头，为 2024 年生猪出栏量 3000-3330 万头奠定基础。

● Q4 肉鸡业务盈利约 4 亿元，肉鸡出栏成本降至 13 元/公斤

2023 年，公司肉鸡出栏量 11.83 亿羽，同比增长 9.5%。分季度看，Q1、Q2、Q3、Q4 肉鸡出栏量分别为 2.67 亿羽、2.87 亿羽、3.08 亿羽、3.22 亿羽，同比分别增长 17.8%、9.5%、4.7%、8%；Q1、Q2、Q3、Q4 肉鸡业绩分别为，亏损约 10 亿元、亏损约 2 亿元、盈利 8-9 亿元、盈利 4 亿元。10-12 月，公司肉鸡销售均价分别为 14.37 元/公斤、13.68 元/公斤、13.33 元/公斤，我们估算 Q4 肉鸡出栏成本 13 元/公斤，较 Q3 肉鸡出栏成本下降 0.2-0.3 元/公斤。

● 生猪产能中期去化逻辑不变，黄羽鸡有望获得正常盈利

①根据统计局、农业部数据，2023 年 1-6 月，全国能繁母猪存栏量同比分别增长 1.8%、1.8%、2.9%、2.6%、1.6%、0.4%，与此同时，2023 年生猪养殖效率提升，我们粗略估计 1H2024 生产效率较 1H2023 同比提升幅度有望接近 10%，1H2024 全国生猪出栏量同比有望增长 10%，生猪价格大概率低于 2023 年上半年水平。根据猪易通数据，1H2023 生猪均价 14.7 元/公斤，最低价 13.7 元/公斤，1H2024 生猪价格有望至少跌破 13 元/公斤，生猪价格持续低迷，有望加速产能去化。短期看，仔猪价格出现大幅反弹，将拖累 2024 年 1 月能繁母猪去化。②2024 年第 2 周 (1.8-1.14)，黄羽在产祖代存栏 140.3 万套，创近年同期新高；黄羽在产父母代存栏 1271.6 万套，创 2018 年以来同期最低水平，黄羽父母代鸡苗销量 115.6 万套，处于近年同期低位，2024 年黄羽鸡有望获得正常盈利。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量 2626 万头、3300 万头、4000 万

头, 同比分别增长 46.6%、25.7%、21.2%, 预计肉鸡出栏量 11.83 亿羽、12.42 亿羽、13.04 亿羽, 同比分别增长 10.9%、5%、5%, 对应归母净利润-63.58 亿元、31.88 亿元、188.25 亿元, 同比分别增长-220.2%、150.1%、490.5%, 归母净利润前值 2023 年 7.31 亿元、2024 年 167.9 亿元、2025 年 219.54 亿元, 本次调整幅度较大的原因是, 修正了 23-25 年生猪出栏量和猪价预期。随着生猪养殖行业持续去产能, 2024 年生猪价格有望迎来新一轮上行周期, 公司作为我国第二大生猪养殖企业、第一大黄羽鸡养殖企业, 有望实现净利润大幅增长, 维持公司“买入”评级不变。

风险提示

疫情; 鸡价上涨晚于预期; 猪价持续低迷。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	83725	92120	116671	151318
收入同比 (%)	28.9%	10.0%	26.7%	29.7%
归属母公司净利润	5289	-6358	3188	18825
净利润同比 (%)	139.5%	-220.2%	150.1%	490.5%
毛利率 (%)	15.5%	0.3%	10.0%	18.7%
ROE (%)	13.3%	-20.3%	9.2%	35.3%
每股收益 (元)	0.82	-0.96	0.48	2.83
P/E	23.92	—	39.21	6.64
P/B	3.24	3.99	3.63	2.34
EV/EBITDA	12.57	-63.11	20.51	5.65

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36594	31892	39375	53837	营业收入	83725	92120	116671	151318
现金	4266	157	10	11211	营业成本	70699	91884	105034	122981
应收账款	538	486	811	871	营业税金及附加	132	145	183	238
其他应收款	2502	2616	3866	4540	销售费用	812	1117	1325	1397
预付账款	1194	1194	1365	1599	管理费用	4374	5053	5991	6135
存货	20388	20249	26133	28426	财务费用	1816	1257	1377	1165
其他流动资产	7706	7190	7190	7190	资产减值损失	-277	-200	-100	0
非流动资产	61491	61806	62571	62143	公允价值变动收益	-774	300	300	300
长期投资	934	934	934	934	投资净收益	1473	921	1167	1513
固定资产	35077	35668	36633	35977	营业利润	6118	-6629	3730	20698
无形资产	1648	1598	1548	1498	营业外收入	144	30	30	30
其他非流动资产	23832	23606	23456	23733	营业外支出	447	300	300	300
资产总计	98084	93698	101946	115979	利润总额	5815	-6899	3460	20428
流动负债	24951	33711	36004	39221	所得税	174	-207	104	613
短期借款	1089	3489	5989	989	净利润	5641	-6692	3356	19816
应付账款	5802	9512	7994	12503	少数股东损益	352	-335	168	991
其他流动负债	18060	20711	22021	25729	归属母公司净利润	5289	-6358	3188	18825
非流动负债	30219	25819	28419	19419	EBITDA	12725	-2509	7976	24479
长期借款	10153	7853	7853	2853	EPS (元)	0.82	-0.96	0.48	2.83
其他非流动负债	20066	17966	20566	16566					
负债合计	55169	59530	64422	58640					
少数股东权益	3212	2877	3045	4036					
股本	6554	6652	6652	6652					
资本公积	8312	7466	7466	7466					
留存收益	24837	17173	20361	39186					
归属母公司股东权益	39703	31291	34479	53304					
负债和股东权益	98084	93698	101946	115979					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11075	4016	-64	28823
净利润	5641	-6692	3356	19816
折旧摊销	5408	3884	4235	4428
财务费用	1978	1321	1380	1165
投资损失	-1473	-921	-1167	-1513
营运资金变动	-2533	6254	-7938	4957
其他经营现金流	10228	-12776	11364	14829
投资活动现金流	-5763	-2749	-3803	-2457
资本支出	-6404	-4770	-5270	-4270
长期投资	516	800	0	0
其他投资现金流	125	1221	1467	1813
筹资活动现金流	-9225	-5376	3720	-15165
短期借款	-668	2400	2500	-5000
长期借款	-8233	-2300	0	-5000
普通股增加	202	98	0	0
资本公积增加	2802	-846	0	0
其他筹资现金流	-3328	-4727	1220	-5165
现金净增加额	-3898	-4109	-147	11201

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	28.9%	10.0%	26.7%	29.7%
营业利润	147.2%	-208.4%	156.3%	455.0%
归属于母公司净利	139.5%	-220.2%	150.1%	490.5%
获利能力				
毛利率 (%)	15.5%	0.3%	10.0%	18.7%
净利率 (%)	6.3%	-6.9%	2.7%	12.4%
ROE (%)	13.3%	-20.3%	9.2%	35.3%
ROIC (%)	9.1%	-9.2%	4.8%	23.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	56.2%	63.5%	63.2%	50.6%
净负债比率 (%)	128.6%	174.2%	171.7%	102.3%
流动比率	1.47	0.95	1.09	1.37
速动比率	0.42	0.18	0.21	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.96	1.19	1.39
应收账款周转率	176.28	180.00	180.00	180.00
应付账款周转率	13.06	12.00	12.00	12.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	-0.96	0.48	2.83
每股经营现金流薄)	1.66	0.60	-0.01	4.33
每股净资产	6.06	4.70	5.18	8.01
估值比率				
P/E	23.92	—	39.21	6.64
P/B	3.24	3.99	3.63	2.34
EV/EBITDA	12.57	-63.11	20.51	5.65

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。