

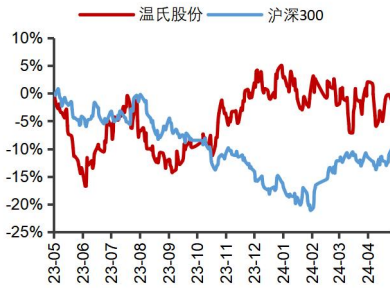
## 生产指标持续改善，畜禽成本稳步回落

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-29

收盘价(元)	19.21
近12个月最高/最低(元)	21.48/15.89
总股本(百万股)	6,652
流通股本(百万股)	5,445
流通股比例(%)	81.9
总市值(亿元)	1263
流通市值(亿元)	1034

### 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年业绩预告点评：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年亏损63.9亿元，2024Q1亏损12.36亿元

公司公布2023年报和2024年一季报：2023年实现收入899亿元，同比增长7.4%，归母净利润亏损63.9亿元，2022年盈利52.89亿元；2024Q1实现收入218.4亿元，同比增长9.4%，归母净利润亏损12.36亿元，2023Q1归母净利润亏损27.5亿元。

#### ● 2024Q1生猪养殖综合成本降至15.2元/公斤，保证盈利为首要目标

2023年，公司生猪出栏量2626.2万头，同比大增46.6%。公司高度聚焦重大疾病防控工作，继续完善高繁种猪配套系，优化种猪结构，加大低效母猪、非主流品系公猪淘汰力度，提高种猪繁殖性能，2023年公司肉猪上市率92%，同比提升2个百分点，种猪PSY22.1头，同比提升2.1头，生猪养殖综合成本降至16.7元/公斤，同比下降3.4%。

2024Q1，公司生猪出栏量718万头，同比增长28.3%，实现生猪业务收入123.1亿元，同比增长24.4%。分月度看，1-3月公司生猪销售均价分别为13.76元/公斤、14.29元/公斤、14.73元/公斤，2024Q1公司生猪养殖综合成本约15.2元/公斤，我们估算Q1生猪业务亏损9亿元左右，随着饲料成本回落和生产效率提升，公司生猪综合成本有望降至15元/公斤以内。截至目前，公司肉猪有效饲养能力已超过3500万头，能繁母猪存栏量约155万头，2024年公司计划出栏生猪3000-3300万头，将以保证盈利为首要考虑目标，注重生产稳定和成本控制，3月公司养猪业务PSY已提升至23头左右。

#### ● 2024Q1肉鸡业务微利，肉鸡出栏成本降至12.8元/公斤

2023年，公司肉鸡出栏量11.83亿羽，同比增长9.5%，肉鸡上市率94.9%，维持高水平稳定状态，毛鸡成本同比下降0.66%。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。

2024Q1，公司肉鸡出栏量2.67亿羽，同比增长0.2%，实现肉鸡业务收入76.52亿元，同比下降1%。分月度看，1-3月公司肉鸡销售均价分别为12.65元/公斤、13.59元/公斤、12.98元/公斤，2024Q1公司肉鸡完全成本约12.8元/公斤，我们估算Q1肉鸡业务盈利约0.2亿元。

#### ● 生猪逻辑已从产能去化转向猪价反转，黄羽鸡有望获得正常盈利

①2022年12月-2024年3月，官方能繁母猪产能去化约9%，市场逻辑已从产能去化转向猪价反转。今年以来，生猪价格明显强于市场预期原因是，2023Q4北方疫情造成生猪提前出栏，春节前大体重猪集中出栏造成节后大体重猪相对短缺，标肥价差、压栏、二次育肥对猪价形成支撑。从当前时点看，生猪均重变化、南方暴雨天气对疫情的影响，

将影响本轮猪周期价格高度。②2024年第12周(3.18-3.24)：黄羽在产祖代存栏144.5万套，处于2018年以来同期高位；黄羽在产父母代存栏1269万套，黄羽父母代鸡苗销量102.6万套，均创2018年以来同期新低，2024年黄羽鸡有望获得正常盈利。

#### ● 投资建议

我们预计2024-2026年公司生猪出栏量3300万头、3700万头、4000万头，同比分别增长25.7%、12.1%、8.1%，预计肉鸡出栏量12.42亿羽、13.04亿羽、13.69亿羽，同比分别增长5%、5%、5%，对应归母净利润84.03亿元、175.3亿元、153.62亿元，同比分别增长231.5%、108.6%、-12.4%，归母净利润前值2024年31.88亿元、2025年188.25亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了24-25年猪价预期、生猪养殖综合成本、肉鸡出栏完全成本。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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	89921	112271	129023	132297
收入同比 (%)	7.4%	24.9%	14.9%	2.5%
归属母公司净利润	-6390	8403	17530	15362
净利润同比 (%)	-220.8%	231.5%	108.6%	-12.4%
毛利率 (%)	0.8%	15.2%	19.7%	16.4%
ROE (%)	-19.3%	20.3%	29.7%	20.7%
每股收益 (元)	-0.97	1.26	2.64	2.31
P/E	—	15.21	7.29	8.32
P/B	4.04	3.08	2.17	1.72
EV/EBITDA	490.25	11.43	5.77	6.01

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	33310	34517	53946	65032	<b>营业收入</b>	89921	112271	129023	132297
现金	4266	3459	22148	31346	营业成本	89147	95208	103656	110591
应收账款	521	726	707	763	营业税金及附加	143	178	205	210
其他应收款	1737	3565	2528	3720	销售费用	907	1189	1149	1076
预付账款	863	952	1037	1106	管理费用	4413	5259	4543	3854
存货	20336	21779	23991	25061	财务费用	1213	1056	890	460
其他流动资产	5588	4036	3536	3036	资产减值损失	-245	-200	-100	0
<b>非流动资产</b>	59585	60585	61773	61812	公允价值变动收益	-512	-500	0	0
长期投资	1359	1359	1359	1359	投资净收益	857	1123	1290	1323
固定资产	34372	35078	36371	36171	<b>营业利润</b>	-6137	9389	19293	16940
无形资产	1512	1462	1412	1362	营业外收入	37	30	30	30
其他非流动资产	22341	22686	22631	22921	营业外支出	270	300	300	300
<b>资产总计</b>	92895	95102	115719	126844	<b>利润总额</b>	-6371	9119	19023	16670
<b>流动负债</b>	31138	28500	34664	31619	所得税	18	274	571	500
短期借款	2475	3475	3475	3475	<b>净利润</b>	-6389	8845	18453	16170
应付账款	7393	5830	8566	6794	少数股东损益	1	442	923	809
其他流动负债	21271	19195	22623	21351	<b>归属母公司净利润</b>	-6390	8403	17530	15362
<b>非流动负债</b>	25910	21910	17910	15910	EBITDA	330	13475	22752	19983
长期借款	7597	5597	3597	2597	EPS (元)	-0.97	1.26	2.64	2.31
其他非流动负债	18313	16313	14313	13313					
<b>负债合计</b>	57048	50410	52574	47529					
少数股东权益	2786	3229	4151	4960					
股本	6652	6652	6652	6652					
资本公积	9824	9824	9824	9824					
留存收益	16584	24987	42517	57879					
归属母公司股东权益	33061	41463	58994	74355					
<b>负债和股东权益</b>	92895	95102	115719	126844					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	7594	6913	27558	14883	<b>成长能力</b>				
净利润	-6389	8845	18453	16170	营业收入	7.4%	24.9%	14.9%	2.5%
折旧摊销	5435	3495	3807	3955	营业利润	-200.3%	253.0%	105.5%	-12.2%
财务费用	1329	1120	942	792	归属于母公司净利	-220.8%	231.5%	108.6%	-12.4%
投资损失	-857	-1123	-1290	-1323	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	5193	-6352	5324	-4932	毛利率 (%)	0.8%	15.2%	19.7%	16.4%
其他经营现金流	-8700	16125	13450	21323	净利率 (%)	-7.1%	7.5%	13.6%	11.6%
<b>投资活动现金流</b>	-3315	-3600	-3926	-2892	ROE (%)	-19.3%	20.3%	29.7%	20.7%
资本支出	-6249	-4728	-5222	-4220	ROIC (%)	-7.5%	13.0%	20.7%	15.1%
长期投资	2720	505	5	5	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	214	623	1290	1323	资产负债率 (%)	61.4%	53.0%	45.4%	37.5%
<b>筹资活动现金流</b>	-4576	-4120	-4942	-2792	净负债比率 (%)	159.1%	112.8%	83.3%	59.9%
短期借款	1386	1000	0	0	流动比率	1.07	1.21	1.56	2.06
长期借款	-2556	-2000	-2000	-1000	速动比率	0.28	0.33	0.78	1.19
普通股增加	98	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	1512	0	0	0	总资产周转率	0.94	1.19	1.22	1.09
其他筹资现金流	-5016	-3120	-2942	-1792	应收账款周转率	169.75	180.00	180.00	180.00
<b>现金净增加额</b>	-294	-807	18689	9199	应付账款周转率	13.51	14.40	14.40	14.40
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	-0.97	1.26	2.64	2.31
					每股经营现金流薄)	1.14	1.04	4.14	2.24
					每股净资产	4.97	6.23	8.87	11.18
					<b>估值比率</b>				
					P/E	—	15.21	7.29	8.32
					P/B	4.04	3.08	2.17	1.72
					EV/EBITDA	490.25	11.43	5.77	6.01

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15%；
- 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。