

➤ **事件概述:** 公司于 4 月 28 日发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年全年实现营收 899.0 亿元, 同比+7.4%; 实现归母净利润-63.9 亿元, 同比-220.8%, 计提资产减值损失 2.4 亿元。2024 年 Q1 实现营收 218.4 亿元, 同比+9.4%, 环比-13.4%; 实现归母净利润-12.4 亿元, 同比+55.0%, 环比+33.5%。

➤ **生猪出栏维持高增, 聚焦提升生产效率。** 2023 年公司销售生猪 2626.2 万头, 同比+46.7%; 实现营收 462.6 亿元, 同比+12.7%; 销售均价为 14.8 元/kg, 同比-22.3%, 出栏均重为 119kg。2024Q1 公司销售生猪 718.0 万头, 销售均价为 14.3 元/kg。公司养殖成本逐步降低, 已然迈入成本第一梯队行列。2023 年公司肉猪养殖综合成本约 16.6-16.8 元/kg, 同比下降约 0.6 元/kg, 2024Q1 已降至 15.2 元/kg。按照 119kg 的出栏均重计算, 公司一季度头均亏损约 112 元。公司产能以稳为主, 截至 2024 年 2 月末, 公司能繁母猪数量约 155 万头, 计划 2024 年末能繁母猪数量在 2023 年底 155 万头的基础上再增加 5-10 万头。2024 年公司目标实现生猪销售约 3000-3300 万头, 全年平均肉猪养殖综合成本 15.0-15.6 元/kg。公司聚焦生产效率的提升, 2023 年公司肉猪上市率 92%, 同比+2PCT; 种猪 PSY 为 22.1, 同比去年增加 2.1 头。

➤ **积极探索生猪屠宰业务, 合理布局产能。** 截至 2024 年 3 月, 公司共有 4 个生猪屠宰项目已投入运营, 合计年屠宰产能约 400 万头。另外, 公司还有 3 个生猪屠宰在建项目, 合计年屠宰产能约 300 万头。未来, 公司将逐步向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变。

➤ **肉鸡生产指标稳中向好, 增量增效持续推进。** 2023 年公司销售肉鸡 11.8 亿只, 同比+9.5%; 实现营收 347.0 亿元, 同比+2.2%; 销售均价为 13.7 元/kg, 同比-11.5%, 出栏均重为 2.1kg。2024Q1 公司销售肉鸡 2.7 亿只, 销售均价为 13.1 元/kg。公司肉鸡核心生产成绩指标保持良好, 出栏完全成本稳中有降。2023 年公司毛鸡出栏完全成本降至 13.6 元/kg, 同比-0.7%, 2024Q1 已降至 12.8 元/kg。按照 2kg 的出栏均重计算, 公司一季度单羽盈利约 0.6 元。公司肉鸡生产继续保持高水平稳定, 2023Q4 肉鸡养殖上市率达 95.3%, 为近几年最高水平; 料肉比持续下降, 四季度降至 2.79。2024 年公司目标实现黄羽肉鸡出栏同比 2023 年增加 5%-10%, 全年毛鸡出栏完全成本 13.2-13.6 元/斤。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 52.82、137.63、161.29 亿元, EPS 分别为 0.79、2.07、2.42 元, 对应 PE 分别为 24、9、8 倍, 2024 年下半年猪周期有望迎来重要反转, 公司以生猪、肉鸡养殖为核心双主业, 盈利能力有好转趋势, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 生猪出栏不及预期; 突发大规模疫病; 农产品价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	89,921	110,386	129,882	141,032
增长率 (%)	7.4	22.8	17.7	8.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	-6,390	5,282	13,763	16,129
增长率 (%)	-220.8	182.7	160.6	17.2
每股收益 (元)	-0.96	0.79	2.07	2.42
PE	-	24	9	8
PB	3.8	3.2	2.4	2.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 29 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
19.08 元

分析师 徐菁

执业证书: S0100523120004

邮箱: xujing@mszq.com

相关研究

1. 温氏股份 (300498.SZ) 2023 年三季报点评: 猪、鸡业务降本增效成果显著, Q3 环比扭亏为盈-2023/10/28
2. 温氏股份 (300498.SZ) 2023 年中报点评: 猪鸡双低迷致业绩承压, 生产经营仍稳步推进-2023/09/03
3. 温氏股份 (300498.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 2022 年猪鸡共振实现业绩倍增, 出栏量稳步增长-2023/04/28
4. 温氏股份 (300498.SZ) 2022 年业绩预告点评: 降本增效成果显著, 猪鸡业务共振增长-2023/02/05
5. 温氏股份 (300498.SZ) 2022 年三季报点评: 猪、鸡景气度共振, 三季度业绩高增-2022/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	89,921	110,386	129,882	141,032
营业成本	89,147	97,118	106,962	115,294
营业税金及附加	143	221	260	282
销售费用	907	1,104	1,299	1,410
管理费用	4,413	5,519	6,494	7,052
研发费用	592	662	649	705
EBIT	-5,105	6,051	14,508	16,608
财务费用	1,213	1,399	1,094	773
资产减值损失	-245	-43	-44	-45
投资收益	857	993	1,169	1,269
营业利润	-6,137	5,644	14,588	17,111
营业外收支	-234	-88	-110	-144
利润总额	-6,371	5,556	14,479	16,967
所得税	18	167	434	509
净利润	-6,389	5,390	14,044	16,458
归属于母公司净利润	-6,390	5,282	13,763	16,129
EBITDA	330	11,703	20,782	23,561

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,266	8,406	17,693	26,345
应收账款及票据	521	563	612	669
预付款项	863	971	1,070	1,153
存货	20,336	21,244	21,935	22,697
其他流动资产	7,324	9,479	9,811	10,001
流动资产合计	33,310	40,664	51,120	60,865
长期股权投资	1,359	1,359	1,359	1,359
固定资产	34,372	34,668	34,623	34,554
无形资产	1,512	1,511	1,509	1,508
非流动资产合计	59,585	58,511	57,889	57,210
资产合计	92,895	99,175	109,009	118,075
短期借款	2,475	4,953	3,953	2,953
应付账款及票据	11,027	11,441	12,308	12,319
其他流动负债	17,637	12,277	13,536	14,588
流动负债合计	31,138	28,671	29,797	29,860
长期借款	7,597	9,471	5,471	1,471
其他长期负债	18,313	18,218	18,202	18,187
非流动负债合计	25,910	27,688	23,673	19,658
负债合计	57,048	56,359	53,470	49,518
股本	6,652	6,652	6,652	6,652
少数股东权益	2,786	2,894	3,175	3,504
股东权益合计	35,847	42,815	55,539	68,556
负债和股东权益合计	92,895	99,175	109,009	118,075

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.40	22.76	17.66	8.58
EBIT 增长率	-169.76	218.54	139.77	14.47
净利润增长率	-220.81	182.66	160.58	17.19
盈利能力 (%)				
毛利率	0.84	12.02	17.65	18.25
净利润率	-7.11	4.78	10.60	11.44
总资产收益率 ROA	-6.88	5.33	12.63	13.66
净资产收益率 ROE	-19.33	13.23	26.28	24.79
偿债能力				
流动比率	1.07	1.42	1.72	2.04
速动比率	0.28	0.45	0.76	1.05
现金比率	0.14	0.29	0.59	0.88
资产负债率 (%)	61.41	56.83	49.05	41.94
经营效率				
应收账款周转天数	2.12	2.00	2.00	2.00
存货周转天数	83.26	80.00	75.00	72.00
总资产周转率	0.94	1.15	1.25	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	-0.96	0.79	2.07	2.42
每股净资产	4.97	6.00	7.87	9.78
每股经营现金流	1.14	1.40	3.15	3.43
每股股利	0.10	0.20	0.52	0.61
估值分析				
PE	-	24	9	8
PB	3.8	3.2	2.4	2.0
EV/EBITDA	475.18	13.40	7.55	6.66
股息收益率 (%)	0.52	1.04	2.71	3.18

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-6,389	5,390	14,044	16,458
折旧和摊销	5,435	5,652	6,274	6,953
营运资金变动	5,193	-1,857	813	-179
经营活动现金流	7,594	9,286	20,961	22,789
资本开支	-6,249	-4,243	-5,098	-5,734
投资	2,720	154	0	0
投资活动现金流	-3,315	-2,886	-3,929	-4,465
股权募资	1,926	0	0	0
债务募资	-2,634	-2,185	-5,000	-5,000
筹资活动现金流	-4,576	-2,260	-7,746	-9,672
现金净流量	-294	4,140	9,287	8,652

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026