

温氏股份 (300498.SZ)

2023 年报与 2024 一季报点评：生猪成本稳步改善，黄鸡养殖成绩领先

买入

核心观点

公司 2023 年归母净利亏损，由于猪价行情低迷业绩同比承压。公司 2023 年实现营收 899.21 亿元，同比+7.4%，归母净利亏损 63.90 亿元，同比-220.81%。2024Q1 实现营收 218.48 亿元，同比+9.38%，归母净利亏损 12.36 亿元，同比减亏 55.03%，其中，预计猪业亏损约 9 亿元，黄鸡业务微利，养鸭、动保、设备等其他总体不错，加起来盈利预计 1-2 亿元，另外总部费用预计 1-2 亿元，投资业务受市场行情影响，浮亏预计 3 亿元。公司 2024Q1 生猪销售 718 万头，同比+28%，黄鸡销售 2.67 亿只，同比-0.3%，2024Q1 生猪行情仍同比承压，公司生猪及黄鸡养殖成绩持续改善，由此带动公司净利减亏。

生猪养殖生产成绩改善，成本管控稳步加强。公司养殖成绩稳步改善，2023 全年肉猪上市率 92%，比上年提升 2 个百分点；种猪 PSY22.1，比上年增加 2.1 头；2024Q1 预计肉猪综合成本降至约 15.2 元/公斤。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）达 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增长。此外，公司资金情况良好，截至 2024Q1 末，公司资产负债率达 63.37%，较 2023 年末增长 1.96pct，拥有货币资金 58.76 亿元，较 2023 年末增长 37.7%，2024Q1 经营性现金流净额 22.59 亿元，实现正向现金流入。

黄鸡养殖经营稳健，有望同步受益下半年猪价景气回升。2023 年公司销售肉鸡 11.83 亿只（含毛鸡、鲜品和熟食），同比增长 9.51%，占全国肉鸡（包括白羽、黄羽和小型白羽肉鸡）总出栏数量 9.1%，在同行上市企业中排名第一。公司禽业生产稳定，2023 年毛鸡成本同比下降 0.66%，截至 2024 年 4 月，公司再添两个国家畜禽新品种，分别为天露黄鸡 2 号配套系、温氏麻黄鸡 3 号配套系。目前，公司获国家审定通过的黄羽肉鸡新品种已经增至 9 个，拥有丰富的黄羽肉鸡品种资源，品种培育技术行业领先。

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。公司养殖成本稳步改善，目前已降至原有盈利预测假设的 2024 年成本以下，因此我们下调 2024 年成本假设，相应上调 2024 年盈利预测；此外，考虑到远期猪价波动具有不确定性，出于保守谨慎原则，对原有 2025 年猪价假设进行下调，相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测。综上，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 75.9/158.2/120.3 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利分别为 50.14/275.57 亿元），对应当前股价 PE 为 17/8/11 X。

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

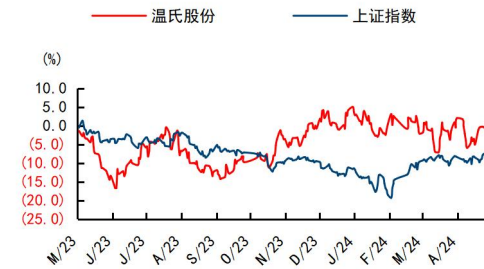
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

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 19.08 元
总市值/流通市值 126921/103896 百万元
52 周最高价/最低价 20.43/16.08 元
近 3 个月日均成交额 633.84 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 三季报点评：2023Q3 业绩环比扭亏，生猪成本稳步改善》——2023-10-31
- 《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

盈利预测和财务指标

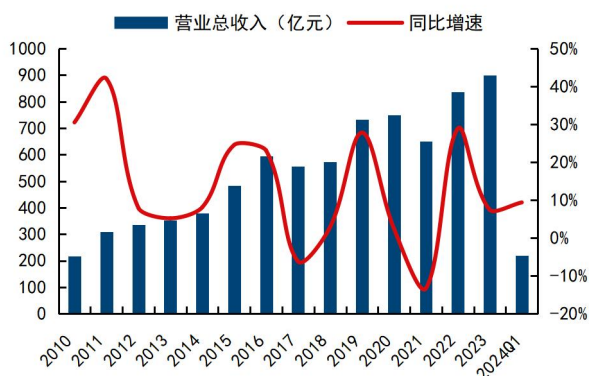
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	83,725	89,921	110,315	124,807	125,751
(+/-%)	28.9%	7.4%	22.7%	13.1%	0.8%
净利润(百万元)	5289	-6390	7587	15819	12031
(+/-%)	139.5%	-	218.7%	108.5%	-23.9%
每股收益(元)	0.81	-0.96	1.14	2.38	1.81
EBIT Margin	8.6%	-5.9%	7.0%	13.5%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	-19.3%	19.8%	32.0%	20.8%
市盈率 (PE)	23.8	-20.0	16.8	8.1	10.6
EV/EBITDA	15.1	-378.8	16.1	8.8	10.8
市净率 (PB)	3.17	3.87	3.33	2.58	2.21

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

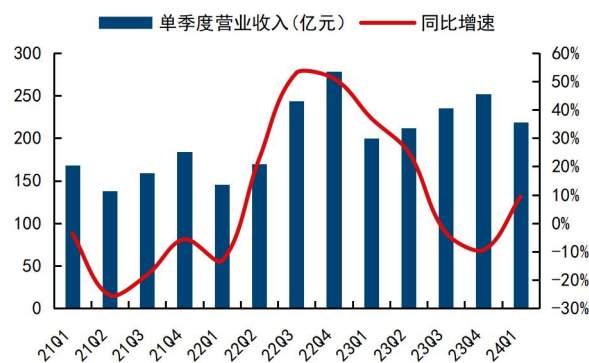
公司 2023 年归母净利亏损，由于猪价行情低迷业绩同比承压。公司 2023 年实现营收 899.21 亿元，同比+7.4%，归母净利亏损 63.90 亿元，同比-220.81%。2024Q1 实现营收 218.48 亿元，同比+9.38%，归母净利亏损 12.36 亿元，同比减亏 55.03%，其中，预计猪业亏损约 9 亿元，黄鸡业务微利，养鸭、动保、设备等其他总体不错，加起来盈利预计 1-2 亿元，另外总部费用预计 1-2 亿元，投资业务受市场行情影响，浮亏预计 3 亿元。公司 2024Q1 生猪销售 718 万头，同比+28%，黄鸡销售 2.67 亿只，同比-0.3%，2024Q1 生猪行情仍同比承压，公司生猪及黄鸡养殖成绩持续改善，由此带动公司净利减亏。

图1：温氏股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



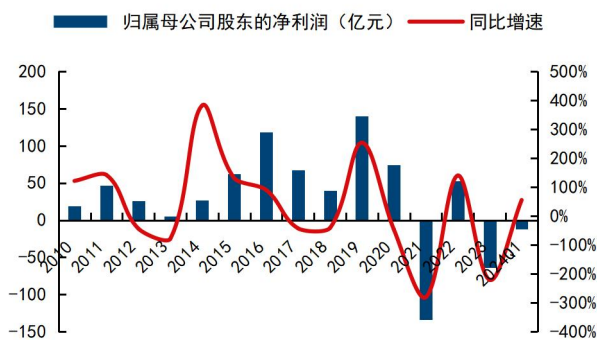
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：温氏股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



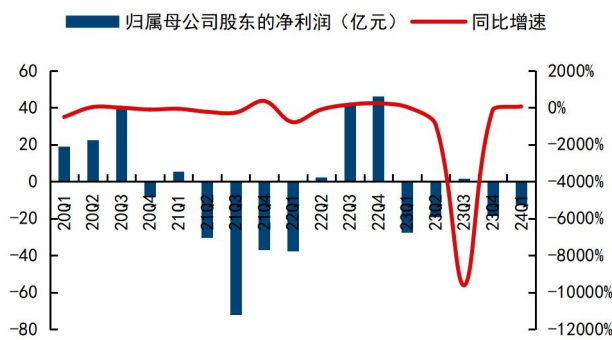
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

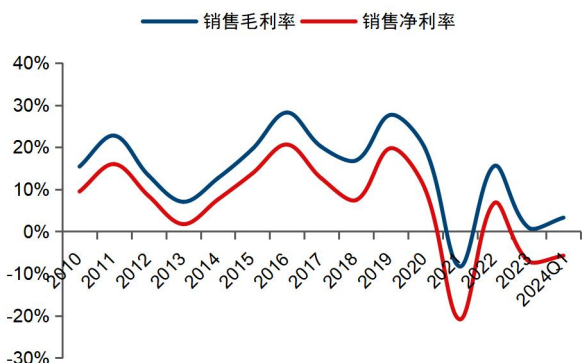
图4：温氏股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

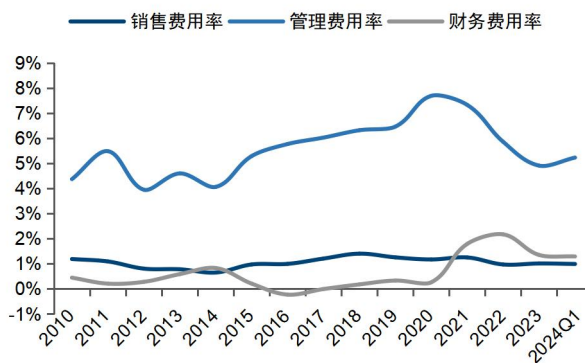
毛利率随生猪价格周期波动，整体费用率下降明显。2024Q1 公司销售毛利率为 3.27%，同比增长 10.34pct；销售净利率-5.75%，同比增长 8.37pct；销售费用率 0.99%(-0.12pct)，管理费用率 5.23%(+1.01pct)，财务费用率 1.29%(+0.05pct)，整体费用率同比有所提升。

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

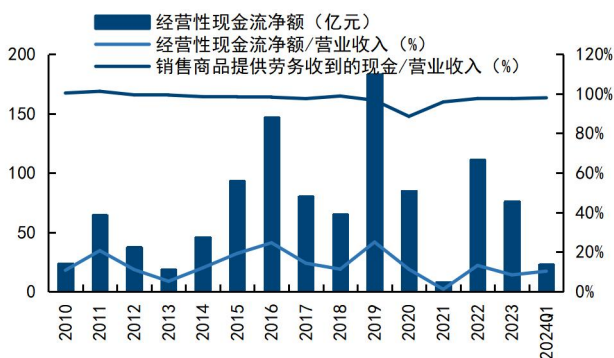
图6: 温氏股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

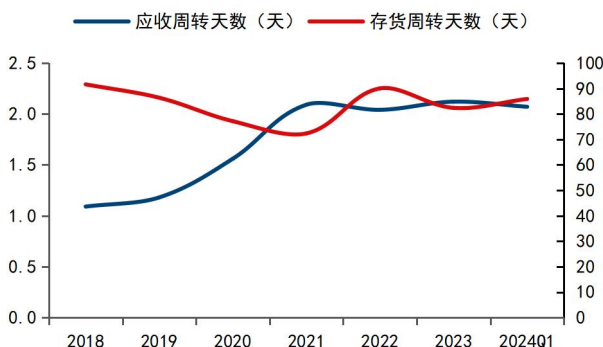
经营性现金流同比回暖, 应收及存货周转率小幅提升。2024Q1 经营性现金流净额 22.59 亿元 (同比由负转正), 经营性现金流净额占营业收入比例为 10.34%, 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 97.94%。在主要流动资产周转方面, 2024Q1 公司应收周转天数达 2.07 天 (同比-16.53%), 存货周转天数达 85.87 天 (同比-0.38%), 周转效率有所提升。

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

考虑到公司 2023 年成本控制管理优秀, 叠加今年以来饲料原材料价格同比降幅较大, 预计 2024 年养殖成本有望继续实现较好下降, 因此我们上调此前对于公司 2024 年的盈利预测, 此外, 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原有 2025 年猪价假设进行下调, 相应的下调此前对于公司 2025 年的盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 75.9/158.2/120.3 亿元 (原预计 2024-2025 年归母净利润分别为 50.14/275.57 亿元)。公司的盈利预测调整主要来源于对 2024-2025 年行业生猪均价预期、公司养殖成本预期有所调整, 具体来看基于以下假设条件:

生猪养殖业务: 销量方面, 公司生猪产能保持稳健扩张, 我们预计公司 2024-2026 年的生猪出栏量分别为 3000 万头、3200 万头、3500 万头。成本方面, 考虑到公司养殖产能利用率处于上升期, 同时种群健康度及各环节精细化管理工作在持续推进, 预计公司成本有望进一步下降。售价方面, 公司以肥猪出栏为主, 依照我

们对行业判断，分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪销售价格 17.5 元、18.5 元、17.5 元的预期（广东省猪价通常要比全国均价略高，原预计 2024-2025 年公司每公斤商品猪销售价格分别为 17.5 元、22.5 元）。最终我们预计公司生猪养殖业务 2024-2026 年营收为 656.25/740.0/765.6 亿元，同比增速为 35%/13%/3%；2024-2026 年毛利率为 15%/21%/17%。

黄羽肉鸡养殖业务：销量方面，公司黄鸡出栏保持稳健扩张，我们预计公司 2024-2026 年的黄鸡出栏量分别为 12.42 亿羽、13.04 亿羽、13.69 亿羽。成本方面，公司黄鸡养殖管理向好，成本在持续改善，预计有望进一步下降。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2024-2026 年公司每公斤黄鸡销售价格 13.5 元、14.5 元、13.5 元的预期。最终我们预计公司肉鸡养殖业务 2024-2026 年营收为 397.49/456.49/438.23 亿元，同比增速为 8%/15%/-4%；2024-2026 年毛利率为 10.1%/19.5%/14.1%。

其他养殖业务：该部分业务非战略重点发展方向，预计收入将保持较低的平稳增速，因此我们预计公司其他养殖业务 2024-2026 年收入分别为 27.6 亿元/28.4 亿元/29.3 亿元，毛利率分别为 9%/10%/10%。

其他业务：公司其他业务包含原奶与乳制品、兽药、肉制品加工等农业相关产业业务，这些板块均非核心发展业务，当前规模体量均较小，预计 2024-2026 年其他业务收入增速分别为 6%/6%/5%，毛利率亦基本保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 18%/19%/19%。

表1: 温氏股份业务拆分

单位: 亿元, %	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
生猪养殖业务						
收入	294.94	426.42	485.04	656.25	740.00	765.63
同比	-36%	45%	14%	35%	13%	3%
毛利	-89.63	74.40	-18.14	101.25	152.00	133.00
毛利率 (%)	-30%	17%	-4%	15%	21%	17%
黄羽肉鸡养殖业务						
收入	303.28	355.82	366.64	397.49	456.49	438.23
同比	25%	17%	3%	8%	15%	-4%
毛利	27.29	46.65	19.46	40.24	88.88	61.89
毛利率 (%)	9.0%	13.1%	5.3%	10.1%	19.5%	14.1%
其他养殖业务						
收入	27.23	30.19	26.77	27.57	28.40	29.25
同比	33%	11%	-11%	3%	3%	3%
毛利	0.84	3.85	2.45	2.48	2.84	2.93
毛利率 (%)	3%	13%	9%	9%	10%	10%
其他业务						
收入	24.20	24.66	20.57	21.83	23.18	24.40
同比	7.5%	1.9%	-16.6%	6.1%	6.2%	5.3%
毛利	7.59	5.96	3.80	4.01	4.31	4.61
毛利率 (%)	31%	24%	18%	18%	19%	19%
合计						
收入	649.65	837.25	899.21	1,103.14	1,248.07	1,257.51
同比	-13%	29%	7%	23%	13%	1%
毛利	-53.91	130.28	7.74	147.98	248.03	202.43
毛利率 (%)	-8.30%	15.56%	0.86%	13.41%	19.87%	16.10%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计 2024-2026 年的公司整体营收分别为 1103.14/1248.07/1257.51 亿元, 同比增速为 23%/13%/1%, 毛利率 13%/20%/16%, 毛利为

147.98/248.03/202.43 亿元。

表2: 温氏股份未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	89921	110315	124807	125751
营业成本	89147	95516	100004	105509
销售费用	907	1022	1184	1108
管理费用	4413	5164	5809	5727
研发费用	592	696	813	776
财务费用	1213	1005	999	912
营业利润	(6137)	7507	16417	12329
利润总额	(6371)	7372	16297	12216
归属于母公司净利润	(6390)	7587	15819	12031
EPS	-0.96	1.14	2.38	1.81
ROE	-19.3%	19.8%	32.0%	20.8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年归属母公司净利润 75.9/158.2/120.3 亿元, 每股收益分别为 1.14/2.38/1.81 元。

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。公司养殖成本稳步改善, 目前已降至原有盈利预测假设的 2024 年成本以下, 因此我们下调 2024 年成本假设, 相应上调 2024 年盈利预测; 此外, 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原有 2025 年猪价假设进行下调, 相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测。综上, 我们预计公司 24-26 年归母净利润为 75.9/158.2/120.3 亿元 (原预计 2024-2025 年归母净利分别为 50.14/275.57 亿元), 每股收益分别为 1.14/2.38/1.81 元, 对应当前股价 PE 为 17/8/11 X。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4266	4266	5246	5116	13755	营业收入	83725	89921	110315	124807	125751
应收款项	3040	2258	2871	3419	4134	营业成本	70697	89147	95516	100004	105509
存货净额	20388	20336	22657	24950	24875	营业税金及附加	132	143	165	206	174
其他流动资产	3428	2231	3289	8736	7797	销售费用	812	907	1022	1184	1108
流动资产合计	36594	33310	36263	44222	52061	管理费用	4374	4413	5164	5809	5727
固定资产	38911	37873	41576	43740	45699	研发费用	532	592	696	813	776
无形资产及其他	1648	1512	1453	1393	1334	财务费用	1816	1213	1005	999	912
投资性房地产	19998	18841	18841	18841	18841	投资收益	1473	857	1220	1100	1210
长期股权投资	934	1359	1709	1859	1959	资产减值及公允价值变动	(1051)	(756)	(459)	(475)	(427)
资产总计	98084	92895	99840	110054	119893	其他收入	(198)	(337)	(696)	(813)	(776)
短期借款及交易性金融负债	7041	9010	6847	8871	7830	营业利润	6118	(6137)	7507	16417	12329
应付款项	7555	11027	12084	11031	10226	营业外净收支	(303)	(234)	(135)	(120)	(113)
其他流动负债	10355	11101	12741	12353	15072	利润总额	5815	(6371)	7372	16297	12216
流动负债合计	24951	31138	31672	32255	33128	所得税费用	174	18	(214)	(11)	(181)
长期借款及应付债券	22556	17546	18146	17846	18046	少数股东损益	352	1	1	(489)	(366)
其他长期负债	7663	8364	8864	8064	8664	归属于母公司净利润	5289	(6390)	7587	15819	12031
长期负债合计	30219	25910	27010	25910	26710	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	55169	57048	58682	58165	59838	净利润	5289	(6390)	7587	15819	12031
少数股东权益	3212	2786	2787	2445	2188	资产减值准备	(1890)	(89)	42	12	13
股东权益	39703	33061	38372	49445	57866	折旧摊销	4774	4792	3857	4409	4861
负债和股东权益总计	98084	92895	99840	110054	119893	公允价值变动损失	1051	756	459	475	427
						财务费用	1816	1213	1005	999	912
						营运资本变动	(6539)	8019	(753)	(10519)	2828
						其它	2119	90	(41)	(355)	(269)
						经营活动现金流	4804	7179	11151	9842	19890
						资本开支	(527)	(2855)	(8001)	(7001)	(7201)
						其它投资现金流	1223	1252	2020	200	500
						投资活动现金流	511	(2027)	(6331)	(6951)	(6801)
						权益性融资	15	1926	0	0	0
						负债净变化	(8233)	(2556)	600	(300)	200
						支付股利、利息	(1863)	(2425)	(2276)	(4746)	(3609)
						其它融资现金流	11494	2884	(2163)	2024	(1041)
						融资活动现金流	(8682)	(5151)	(3840)	(3021)	(4450)
						现金净变动	(3367)	0	980	(130)	8639
						货币资金的期初余额	7633	4266	4266	5246	5116
						货币资金的期末余额	4266	4266	5246	5116	13755
						企业自由现金流	4673	4662	3079	3692	13131
						权益自由现金流	7934	4990	482	4416	11365

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提及的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