

温氏股份 (300498.SZ)

买入

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

核心观点

受益养殖行情回暖，公司 2022Q2 业绩转正。公司 2022 年营收达 837.25 亿元，同比+28.88%，归母净利润达 52.89 亿元，同比+139.46%。公司 2023Q1 归母净利润亏损 27.49 亿元，同比减亏 26.95%，环比由盈转亏。2023Q1 以来肉鸡和肉猪市场行情较差，为保证资金和现金流安全，公司增加了部分银行借款，2023Q1 末资产负债率达 59.22%，较 2022 年末增加 2.97%，但较同行仍处于较低水平。此外，公司 2023Q1 末生产性生物资产达 58.28 亿元，较 2022 年年末略降 1.07%，较 2022Q1 末同比+15.27%，公司种猪资产整体保持稳定。

生猪养殖生产成绩显著改善，肉制品加工经营向好。2022 年公司肉猪类产品共实现收入 426.42 亿元，同比+44.58%，占收入整体比例达 50.94%。2022 年商品肉猪出栏量为 1790.86 万头，同比+35.49%。2022 年末公司能繁母猪存栏达 140 万头，创历史新高。生产指标方面，2022 年 12 月份，公司肉猪上市率提升至 93%，年内总体呈稳定上升。目前公司产能储备较为充裕，预计 2023 年生猪出栏有望继续保持较快增长。我们认为猪价中期有望表现强势，公司在出栏高增长及成本改善的共同驱动下，有望实现较好业绩弹性。此外，公司肉制品加工板块 2022 年实现收入 4.49 亿元，同比+11.82%，占收入整体比例达 0.54%。2022 年公司成立广东温氏佳润肉食品有限公司，以提升公司对生猪屠宰加工业务的专业化管理水平。2022 年佳润肉食共屠宰生猪 93.3 万头，同比+50%，推动“产屠销”联动机制后，整体经营情况逐步向好。

黄鸡养殖经营稳健，周期回暖或将带来利润改善。2022 年公司肉鸡类产品共实现收入 355.82 亿元，同比增长 17.32%，占收入整体比例达 42.51%。2022 年共销售肉鸡 10.81 亿只（含毛鸡、鲜品、熟食），销售收入 339.45 亿元，分别同比变动-1.83%、+18.06%。2022 年公司肉鸡养殖鸡苗健康度显著提高，毛鸡销售均重超 4 斤/只，毛鸡上市率近 95%，连续两年保持高水平稳定；毛鸭上市率同样达到 93.9%的高点。我们认为 2023 年活禽消费或将迎来复苏，倘若叠加下半年生猪、白鸡行情回暖，黄鸡行情再起的确定性更高，公司肉鸡板块有望实现较好盈利。

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。考虑到 2023 年非瘟疫情扰动行业正常生产迭代，我们下调公司 2023 年盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为 71.97/150.87/45.87 亿元（原预计为 36.78/130.03/61.09 亿元），对应 EPS 为 1.10/2.30/0.70 元，对应当前股价 PE 为 19/9/30 X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	64,965	83,725	97,221	111,008	105,277
(+/-%)	-13.3%	28.9%	16.1%	14.2%	-5.2%
净利润(百万元)	-13404	5289	7197	15087	4587
(+/-%)	-280.5%	139.5%	36.1%	109.6%	-69.6%
每股收益(元)	-2.11	0.81	1.10	2.30	0.70
EBIT Margin	-18.0%	8.6%	8.1%	13.9%	4.9%
净资产收益率 (ROE)	-41.3%	13.3%	16.1%	27.3%	7.8%
市盈率 (PE)	-9.8	25.6	18.8	9.0	29.6
EV/EBITDA	-29.0	16.0	16.6	9.8	18.6
市净率 (PB)	4.05	3.42	3.03	2.45	2.32

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	20.69 元
总市值/流通市值	135605/110684 百万元
52 周最高价/最低价	26.25/16.88 元
近 3 个月日均成交额	719.50 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) - 畜禽养殖大型企业，有望受益猪鸡周期回暖》——2022-11-25

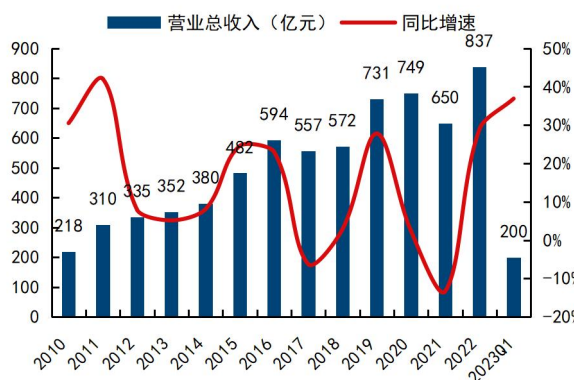
《温氏股份 (300498.SZ) - 2022 半年报点评：生猪成本稳步下降，养殖景气明显回暖》——2022-08-20

《温氏股份 (300498.SZ) - 2021 年年报点评：生猪经营边际改善，黄鸡受益周期回暖》——2022-04-21

《温氏股份-300498-2021 年业绩快报快评：生猪与黄鸡养殖双轮驱动，产能规模稳步扩张》——2022-02-25

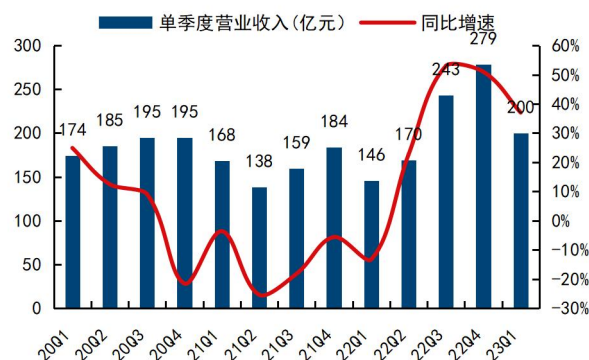
公司 2023Q1 归母净利同比+26.95%，环比受猪价行情波动影响有所调整。根据公司发布的 2022 年度报告，公司 2022 年实现营收 837.25 亿元，同比+28.88%，实现归母净利润 52.89 亿元，同比+139.46%。公司 2023Q1 归母净利亏损 27.49 亿元，同比减亏 26.95%，环比由盈转亏。分业务来看：（1）肉鸡类产品：2022 年共实现收入 355.82 亿元，同比增长 17.32%，占收入整体比例达 42.51%。2022 年共销售肉鸡 10.81 亿只（含毛鸡、鲜品、熟食），销售收入 339.45 亿元，分别同比变动-1.83%、+18.06%。2022 年公司肉鸡养殖鸡苗健康度显著提高，毛鸡销售均重超 4 斤/只，毛鸡上市率近 95%，连续两年保持高水平稳定；毛鸭上市率同样达到 93.9%的高点。（2）肉猪类产品：2022 年共实现收入 426.42 亿元，同比增长 44.58%，占收入整体比例达 50.94%。2022 年商品肉猪出栏量为 1790.86 万头，同比增长 35.49%。2022 末，公司能繁母猪存栏 140 万头创历史新高。2022 年 12 月份，公司肉猪上市率提升至 93%，年内总体呈稳定上升态势。（3）肉制品加工：2022 年共实现收入 4.49 亿元，同比增长 11.82%，占收入整体比例达 0.54%。2022 年公司成立广东温氏佳润肉食品有限公司，以提升公司对生猪屠宰加工业务的专业化管理水平。2022 年佳润肉食共屠宰生猪 93.3 万头，同比增加 50%，在推动“产屠销”联动机制后，整体经营情况逐步向好。

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、%）



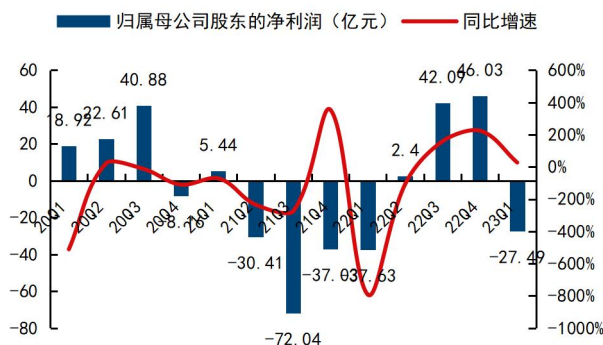
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

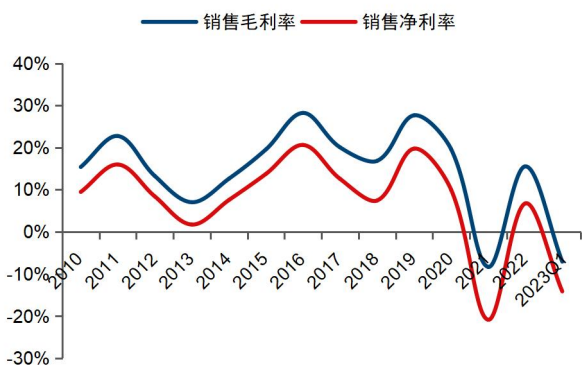


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率随生猪价格周期波动，财务费用率上升明显。2022 年公司销售毛利率为 15.54%，同比增加 23.86pct；销售净利率 6.74%，同比增长 27.60pct；销售费用

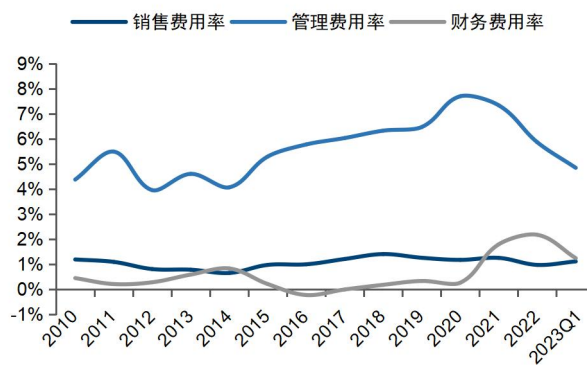
率 0.97% (-0.28pct)，管理费用率 5.86% (-1.47pct)，财务费用率 2.17% (+0.38pct)。三项费用率合计 9.00%，同比下降 1.37pct，财务费用增加主要系 2022 年利息支出及汇兑损益增加所致。

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

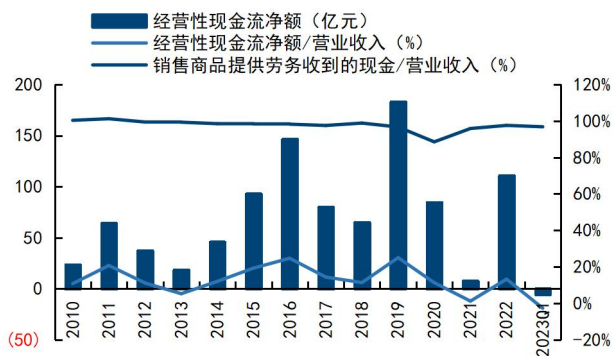
图6: 温氏股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

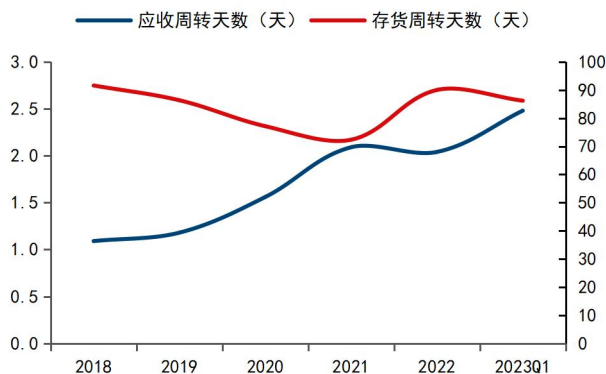
经营性现金流收缩明显，应收及存货周转率小幅提升。2022 年经营性现金流净额 110.75 亿元 (+1345.82%)，经营性现金流净额占营业收入比例为 13.23% (+1021.19%)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 97.57% (+1.79%)，公司 2022 年现金流状况受猪价和黄鸡价格整体回暖影响明显改善。在主要流动资产周转方面，2022 年公司应收周转天数达 2.04 天 (-2.39%)，存货周转天数达 90.01 天 (+24.43%)，周转效率小幅提升。

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

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，从成本边际改善来看，公司在经历非洲猪瘟磨练之后，持续打磨养殖模式且取得较好成效，2022 年公司生猪养殖的完全成本改善明显，未来有望继续通过精细化管理稳步降本增效。从产能扩张速度来看，公司产能储备较为充足，有望通过持续的出栏增长，进一步打开成长空间。考虑到 2023 年非瘟疫情扰动了行业正常生产迭代，我们下调公司 2023 年盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为 71.97/150.87/45.87 亿元（原预计为 36.78/130.03/61.09 亿元），对应 EPS 为

1. 10/2. 30/0. 70 元，对应当前股价 PE 为 19/9/30 X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
002840. SZ	华统股份	17. 66	108	0. 19	2. 09	1. 85	93	8	10	买入
603477. SH	巨星农牧	31. 39	159	0. 31	1. 68	2. 97	101	19	11	买入
002714. SZ	牧原股份	47. 74	2, 611	2. 25	4. 89	2. 45	21	10	19	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7633	4266	10393	10009	8318	营业收入	64965	83725	97221	111008	105277
应收款项	2774	3040	4528	3650	2596	营业成本	70356	70697	82243	86255	91852
存货净额	14944	20388	18687	18998	21295	营业税金及附加	109	132	156	179	168
其他流动资产	3544	3428	4467	7771	6527	销售费用	813	812	1110	1256	1243
流动资产合计	35589	36594	40004	42427	40235	管理费用	4759	4374	5027	7011	6082
固定资产	40156	38911	47809	58173	65246	研发费用	603	532	849	902	814
无形资产及其他	1762	1648	1583	1518	1453	财务费用	1163	1816	1149	1152	1245
投资性房地产	18532	19998	19998	19998	19998	投资收益	794	1473	400	700	300
长期股权投资	749	934	1134	1284	1384	资产减值及公允价值变动	(1240)	(1051)	1000	1300	800
资产总计	96788	98084	110528	123401	128317	其他收入	(282)	(198)	(849)	(902)	(814)
短期借款及交易性金融负债	4489	7041	5426	5652	6039	营业利润	(12964)	6118	8088	16254	4972
应付款项	6772	7555	8592	7152	6388	营业外净收支	(180)	(303)	(300)	(200)	(50)
其他流动负债	8424	10355	10151	10789	11251	利润总额	(13144)	5815	7788	16054	4922
流动负债合计	19685	24951	24169	23593	23679	所得税费用	404	174	119	(7)	36
长期借款及应付债券	34389	22556	25556	26556	27556	少数股东损益	(143)	352	472	973	298
其他长期负债	7966	7663	12663	14163	14663	归属于母公司净利润	(13404)	5289	7197	15087	4587
长期负债合计	42355	30219	38219	40719	42219	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	62039	55169	62387	64312	65897	净利润	(13404)	5289	7197	15087	4587
少数股东权益	2301	3212	3400	3787	3905	资产减值准备	1614	(1890)	102	80	69
股东权益	32448	39703	44742	55303	58514	折旧摊销	5008	4774	4065	4921	5724
负债和股东权益总计	96788	98084	110528	123401	128317	公允价值变动损失	1240	1051	(1000)	(1300)	(800)
						财务费用	1163	1816	1149	1152	1245
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	7646	(6539)	5110	(1958)	267
每股收益	(2.11)	0.81	1.10	2.30	0.70	其它	(1783)	2119	85	307	49
每股红利	0.39	0.28	0.33	0.69	0.21	经营活动现金流	319	4804	15560	17138	9898
每股净资产	5.11	6.06	6.83	8.44	8.93	资本开支	0	(527)	(12001)	(14001)	(12001)
ROIC	-20.33%	7.95%	10%	19%	5%	其它投资现金流	(3504)	1223	3543	(71)	500
ROE	-41.31%	13.32%	16%	27%	8%	投资活动现金流	(3744)	511	(8658)	(14222)	(11601)
毛利率	-8%	16%	15%	22%	13%	权益性融资	(4)	1698	0	0	0
EBIT Margin	-18%	9%	8%	14%	5%	负债净变化	11224	(8233)	3000	1000	1000
EBITDA Margin	-10%	14%	12%	18%	10%	支付股利、利息	(2479)	(1863)	(2159)	(4526)	(1376)
收入增长	-13%	29%	16%	14%	-5%	其它融资现金流	(8293)	9811	(1615)	226	388
净利润增长率	-281%	139%	36%	110%	-70%	融资活动现金流	9192	(8682)	(774)	(3300)	11
资产负债率	66%	60%	60%	55%	54%	现金净变动	5767	(3367)	6128	(384)	(1692)
股息率	1.8%	1.4%	1.6%	3.3%	1.0%	货币资金的期初余额	1865	7633	4266	10393	10009
P/E	(9.8)	25.6	18.8	9.0	29.6	货币资金的期末余额	7633	4266	10393	10009	8318
P/B	4.1	3.4	3.0	2.5	2.3	企业自由现金流	0	4673	4892	4375	(930)
EV/EBITDA	(29.0)	16.0	16.6	9.8	18.6	权益自由现金流	0	6251	5145	4449	(778)

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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