

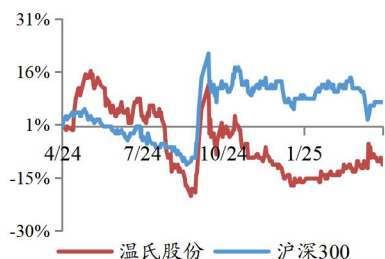
2025Q1 盈利 20 亿元，畜禽成本稳步回落

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-25

收盘价（元）	16.87
近 12 个月最高/最低（元）	23.90/15.12
总股本（百万股）	6,654
流通股本（百万股）	5,235
流通股比例（%）	78.68
总市值（亿元）	1,123
流通市值（亿元）	883

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 温氏股份 (300498) 2024 年业绩快报点评：2024 年盈利逾 90 亿元，生猪成本保持一梯队 2025-02-24

2. 温氏股份 (300498) 三季报点评：畜禽成本稳步回落，分红、回购彰显信心 2024-10-23

主要观点：

● 2025Q1 归母净利 20 亿元，一季末资产负债率降至 51.45%

公司公布 2024 年报和 2025 年一季报：2024 年实现收入 1048.6 亿元，同比增长 16.6%，归母净利润 92.3 亿元，同比扭亏为盈；2025Q1 实现收入 243.2 亿元，同比增长 11.3%，归母净利润 20.0 亿元，同比扭亏为盈。2025 年 3 月末，公司资产负债率 51.45%，较 2023 年末、2024 年末分别下降 9.96 个百分点、1.69 个百分点。

● 2025 年肉猪出栏量有望快速增长，肉猪养殖综合成本持续回落

2024 年，公司肉猪出栏量 3018.3 万头，同比增长 14.9%，仔猪销量 114.3 万头；2024 年末，公司能繁母猪存栏量约 174 万头，季环比上升约 5.5%，为实现 2025 年肉猪销售目标 3300-3500 万头奠定坚实基础，2025Q1 公司肉猪出栏量 859.4 万头，同比增长 19.7%。

2024 年，公司种猪、肉猪的生产关键指标持续改善，种猪 PSY 达到 23.7 头，恢复到 2018 年水平，肉猪上市率稳定提升至 92.3%，养猪业大生产总体稳定，2024 年全年公司肉猪养殖综合成本约 7.2 元/斤，同比下降约 1.2 元/斤。2025 年以来，公司深入开展降本增效专项行动，建立内部各区域单位排名机制，2 月肉猪养殖综合成本降至 6.3 元/斤，且区域单位间成本差异逐步缩小；2025 年 1-3 月，公司育肥猪出栏价格 15.77 元/公斤、14.96 元/公斤、14.87 元/公斤，根据我们测算，2025Q1 公司肉猪养殖综合成本约 6.3 元/斤，生猪业务利润约 24 亿元。

● 2025Q1 肉鸡业务小幅亏损，2025 年肉鸡出栏量有望稳步增长

2024 年，公司肉鸡出栏量 12.08 亿羽，同比增长 2.1%，公司规划 2025 年肉鸡出栏量同比增长 5% 或以上，2025 年 Q1 公司肉鸡出栏量 12,288 万羽，同比增长 8.7%。2024 年，公司抓好肉鸡品种选育与疫病净化，种源竞争优势持续凸显，生产成绩持续保持高水平，肉鸡上市率达 95%，Q4 进一步提升至 95.3%，达到公司近年最好水平，2024 年，公司毛鸡出栏完全成本降至 6 元/斤，同比下降 0.8 元/斤，完成年度成本目标。2025 年 1-3 月，公司肉鸡销售均价 11.8 元/公斤、10.4 元/公斤、10.7 元/公斤，1-2 月肉鸡养殖完全成本 5.6-5.7 元/斤、5.6 元/斤，我们预计 3 月肉鸡完全成本相对稳定，对应 2025Q1 肉鸡业务亏损 2-3 亿元。

● 2025 年生猪养殖、黄羽肉鸡养殖有望获得正常盈利

统计局数据，2025 年 3 月末，能繁母猪存栏量 4039 万头，较 2024 年末下降 1%，2024 年 4 月至今，产能累计仅上升 1.3%，生猪补栏积极性持续疲弱。2025 年，猪价已步入下行周期，但由于补栏明显偏慢，2025 年生猪养殖业有望获得正常盈利，具有成本优势的猪企将获得超额收益。

禽业协会数据，2025 年第 14 周（3.31-4.6）黄羽在产祖代存栏 157.6 万套，创 2021 年以来同期最高；黄羽在产父母代存栏 1377.9 万套，处 2022 年以来同期高位；黄羽父母代鸡苗销量 134.9 万套，处 2021 年以来同期高位；黄羽全国商品代毛鸡均价 14.42 元/公斤，成本 14.3

元/公斤，黄羽鸡养殖开始小幅盈利，2025 年黄羽鸡有望获得正常盈利。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司育肥猪出栏量 3500 万头、3800 万头、4100 万头，同比分别增长 16.0%、8.6%、7.9%，预计肉鸡出栏量 12.68 亿羽、13.32 亿羽、13.98 亿羽，同比分别增长 5%、5%、5%，对应归母净利润 103.29 亿元、105.97 亿元、120.86 亿元，同比分别增长 11.9%、2.6%、14.1%，归母净利润前值 2025 年 123.49 亿元、2026 年 111.83 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 25-26 年公司畜禽价格和成本。2025 年生猪价格虽步入下行周期，但公司成本始终处于第一梯队，市占率和竞争优势不断增加，维持公司“买入”评级不变。

风险提示

畜禽疫情；鸡价上涨晚于预期；猪价下跌幅度超预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	104924	104302	108460	115574
收入同比 (%)	16.7%	-0.6%	4.0%	6.6%
归属母公司净利润	9230	10329	10597	12086
净利润同比 (%)	244.5%	11.9%	2.6%	14.1%
毛利率 (%)	17.3%	18.0%	17.5%	17.9%
ROE (%)	22.5%	20.2%	17.1%	16.4%
每股收益 (元)	1.39	1.55	1.59	1.82
P/E	11.86	10.88	10.61	9.30
P/B	2.68	2.19	1.82	1.52
EV/EBITDA	7.70	7.72	7.02	5.50

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35523	45157	56229	72515	营业收入	104924	104302	108460	115574
现金	4460	13321	20815	35948	营业成本	86715	85480	89524	94835
应收账款	552	607	598	686	营业税金及附加	162	161	168	179
其他应收款	1360	1538	1475	1735	销售费用	918	946	974	1003
预付账款	493	855	895	948	管理费用	5078	5539	5590	5953
存货	19401	18590	21198	20950	财务费用	1035	728	461	281
其他流动资产	9257	10247	11247	12247	资产减值损失	-257	0	0	0
非流动资产	58335	56467	54441	52274	公允价值变动收益	-259	0	0	0
长期投资	1422	1422	1422	1422	投资净收益	-50	0	0	0
固定资产	35218	34300	32931	31135	营业利润	9960	11029	11308	12859
无形资产	1430	1430	1430	1430	营业外收入	28	30	30	30
其他非流动资产	20265	19315	18658	18287	营业外支出	416	300	300	300
资产总计	93858	101624	110670	124789	利润总额	9572	10759	11038	12589
流动负债	29136	30700	30957	33236	所得税	-39	0	0	0
短期借款	1432	2432	2432	2432	净利润	9611	10759	11038	12589
应付账款	8536	5711	9210	6596	少数股东损益	381	430	442	504
其他流动负债	19168	22556	19315	24208	归属母公司净利润	9230	10329	10597	12086
非流动负债	20744	16244	13994	13244	EBITDA	17035	15726	15896	17408
长期借款	4511	1511	11	11	EPS (元)	1.39	1.55	1.59	1.82
其他非流动负债	16233	14733	13983	13233					
负债合计	49880	46944	44951	46481					
少数股东权益	3025	3455	3897	4401					
股本	6654	6654	6654	6654					
资本公积	10061	10004	10004	10004					
留存收益	24238	34567	45164	57249					
归属母公司股东权益	40952	51225	61822	73908					
负债和股东权益	93858	101624	110670	124789					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	成长能力				
经营活动现金流	19586	15582	12775	18846	营业收入	16.7%	-0.6%	4.0%	6.6%
净利润	9611	10759	11038	12589	营业利润	262.3%	10.7%	2.5%	13.7%
折旧摊销	5450	3968	4126	4267	归属于母公司净利	244.5%	11.9%	2.6%	14.1%
财务费用	1098	795	661	593	获利能力				
投资损失	50	0	0	0	毛利率 (%)	17.3%	18.0%	17.5%	17.9%
营运资金变动	2010	-210	-3320	1126	净利率 (%)	8.8%	9.9%	9.8%	10.5%
其他经营现金流	8969	11240	14628	11733	ROE (%)	22.5%	20.2%	17.1%	16.4%
投资活动现金流	-7546	-2370	-2370	-2370	ROIC (%)	16.7%	15.3%	13.7%	13.5%
资本支出	-5569	-2370	-2370	-2370	偿债能力				
长期投资	-2109	0	0	0	资产负债率 (%)	53.1%	46.2%	40.6%	37.2%
其他投资现金流	132	0	0	0	净负债比率 (%)	113.4%	85.9%	68.4%	59.4%
筹资活动现金流	-10378	-4352	-2911	-1343	流动比率	1.22	1.47	1.82	2.18
短期借款	-1042	1000	0	0	速动比率	0.29	0.57	0.81	1.22
长期借款	-3086	-3000	-1500	0	营运能力				
普通股增加	2	0	0	0	总资产周转率	1.12	1.07	1.02	0.98
资本公积增加	237	-56	0	0	应收账款周转率	195.48	180.00	180.00	180.00
其他筹资现金流	-6488	-2295	-1411	-1343	应付账款周转率	10.89	12.00	12.00	12.00
现金净增加额	1662	8861	7494	15133	每股指标 (元)				
					每股收益	1.39	1.55	1.59	1.82
					每股经营现金流薄)	2.94	2.34	1.92	2.83
					每股净资产	6.15	7.70	9.29	11.11
					估值比率				
					P/E	11.86	10.88	10.61	9.30
					P/B	2.68	2.19	1.82	1.52
					EV/EBITDA	7.70	7.72	7.02	5.50

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。