

## 温氏股份 (300498.SZ)

## 负债率持续改善, 25Q1 盈利略超预期

25Q1, 受益于饲料价格下降以及生产效率改善, 公司盈利略超预期, 支撑资产负债率下行至 51%。生产成绩持续改善加持下, 25 年出栏量有望维持稳健增长, 维持“强烈推荐”评级。

□ 出栏稳增, 24 年业绩符合预期。公司披露 2024 年报, 报告期内, 公司实现收入 1049 亿元 (yoy+17%)、归母净利润 92.3 亿元 (同比扭亏)。单四季度来看, 公司实现收入 295 亿元 (yoy+17%)、归母净利润 28.2 亿元 (同比扭亏)。公司 2024 年业绩表现符合预期。分板块来看: 1) 生猪养殖方面, 公司出栏生猪 3018 万头 (yoy+15%), 估算综合成本 14.0-14.5 元/公斤, 头均盈利 280-330 元。2) 黄鸡养殖方面, 公司出栏肉鸡 12.1 亿羽 (yoy+2.1%), 估算完全成本 12.0-12.5 元/公斤, 只均盈利 1.5-2.0 元。

□ 成本稳降, 25Q1 盈利略超预期。公司披露 2025 年一季报, 报告期内, 公司实现收入 243 亿元 (yoy+11%)、归母净利润 20.0 亿元 (同比扭亏)。公司 2025 年业绩略超预期。分板块来看: 1) 生猪养殖方面, 公司出栏生猪 859 万头 (yoy+20%), 其中商品猪 817 万头、仔猪 41.9 万头, 估算商品猪综合成本 12.5-13.0 元/公斤, 头均盈利 270-320 元。2) 黄鸡养殖方面, 公司出栏肉鸡 2.82 亿羽 (yoy+5.4%), 估算完全成本 11.0-11.5 元/公斤, 只均亏损 0.8-1.3 元。3) 此外, 预计投资业务盈利 1 亿元。整体来看, 25Q1, 受益于饲料原料价格下降以及生产效率提升, 公司生猪养殖降本效果显著。

□ 资产负债率持续改善, 出栏或维持稳健增长。现金流方面, 25Q1, 受猪价表现好于预期以及养殖成本改善影响, 公司现金流持续改善, 24Q4、25Q1 分别实现经营性现金流净流入 68.0 亿元、38.2 亿元, 驱动公司资产负债率分别下降至 53%、51%。产能方面, 截至 24 年底, 公司能繁母猪存栏稳步增加至 174 万头左右, 同比增长 12%, 生产效率提升加持下, 公司 25 年出栏量或达到 3300-3500 万头、继续维持稳健增长。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。25Q1, 猪价表现好于市场预期, 公司养殖成本改善明显, 现金流持续改善驱动公司资产负债率快速降低至 51%。同时, 生产成绩持续改善加持下, 公司 25 年出栏量有望维持稳健增长。考虑到饲料价格波动, 我们调整公司 2025-27 年归母净利润分别为 91.6 亿元、113 亿元、131 亿元, 对应 PE 分别为 12X、10X、8.6X, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 猪价表现/公司规模扩张低于预期; 成本改善不及预期; 突发大规模不可控疫情。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	89921	104924	102671	109439	115185
同比增长	7%	17%	-2%	7%	5%
营业利润(百万元)	(6137)	9960	9746	11960	13839
同比增长	-200%	-262%	-2%	23%	16%
归母净利润(百万元)	(6390)	9230	9157	11291	13103
同比增长	-221%	-244%	-1%	23%	16%
每股收益(元)	-0.96	1.39	1.38	1.70	1.97
PE	-17.6	12.2	12.3	10.0	8.6
PB	3.4	2.7	2.4	2.0	1.7

资料来源: 公司数据, 招商证券

## 强烈推荐 (维持)

消费品/农林牧渔

目标估值:

当前股价: 16.89 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	6654
已上市流通股 (百万股)	5235
总市值 (十亿元)	112.4
流通市值 (十亿元)	88.4
每股净资产 (MRQ)	6.5
ROE (TTM)	29.0
资产负债率	51.4%
主要股东	温鹏程
主要股东持股比例	3.91%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-9	-11
相对表现	6	-4	-18



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《温氏股份 (300498) — 盈利加速释放, 负债表逐季修复》2024-10-24
- 《温氏股份 (300498) — 出栏稳步增长, 24Q2 环比扭亏》2024-08-28
- 《温氏股份 (300498) — 降本稳步推进, 24Q1 同环比减亏》2024-05-06

朱卫华 S1090511030001

zhuweihua@cmschina.com.cn

施腾 S1090522080002

shiteng@cmschina.com.cn

表 1: 2022Q1-2025Q1, 公司各季度业绩回顾

百万元	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营业收入	14586	16950	24325	27847	19971	21218	23500	25214	21842	24898	28644	29479	24318
YOY	-13%	23%	53%	52%	37%	25%	-3.4%	-9.5%	9.4%	17%	22%	17%	11%
营业成本	15498	16320	17737	21142	21383	21616	21435	24713	21128	20545	21403	23640	20843
毛利润	(912)	629	6589	6705	(1413)	(398)	2065	501	714	4353	7242	5839	3474
毛利率	-6.3%	3.7%	27%	24%	-7.1%	-1.9%	8.8%	2.0%	3.3%	17%	25%	20%	14%
销售费用	170	171	207	264	221	221	226	238	216	220	220	262	219
管理费用	1073	918	1071	1311	842	1227	1159	1184	1142	1116	1393	1426	968
研发费用	109	105	118	200	125	136	139	192	127	173	162	212	142
财务费用	366	590	565	296	248	438	287	240	283	267	195	291	190
营业利润	(3869)	451	4413	5123	(2808)	(1803)	134	(1660)	(1247)	2806	5216	3185	2111
少数股东损益	(44)	(15)	253	158	(71)	20	(9.1)	60.8	(20.6)	122	126	153	73
归母净利润	(3763)	240	4209	4603	(2749)	(1940)	159	(1860)	(1236)	2563	5081	2822	2001

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 2013-2025Q1, 公司营业收入及其变化情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 2013-2025Q1, 公司归母净利润及其变化情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 3: 2015-2025Q1, 公司生猪出栏量情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 2015-2025Q1, 公司肉鸡出栏量情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	33310	35523	38625	50361	64042
现金	4266	4460	7890	18194	30535
交易性投资	2217	2083	2083	2083	2083
应收票据	0	2	2	2	2
应收款项	521	552	540	575	606
其它应收款	1737	1360	1331	1418	1493
存货	20336	19401	19272	20097	20919
其他	4234	7665	7508	7992	8405
<b>非流动资产</b>	59585	58335	56822	54494	51467
长期股权投资	1359	1422	1422	1422	1422
固定资产	34372	35218	34380	32658	30172
无形资产商誉	6562	6459	5813	5232	4709
其他	17291	15236	15206	15183	15164
<b>资产总计</b>	<b>92895</b>	<b>93858</b>	<b>95447</b>	<b>104856</b>	<b>115509</b>
<b>流动负债</b>	31138	29136	23520	23919	24317
短期借款	2475	1432	1500	1500	1500
应付账款	11027	8884	8825	9203	9579
预收账款	374	372	369	385	401
其他	17263	18448	12825	12831	12837
<b>长期负债</b>	25910	20744	20744	20744	20744
长期借款	7597	4511	4511	4511	4511
其他	18313	16233	16233	16233	16233
<b>负债合计</b>	<b>57048</b>	<b>49880</b>	<b>44264</b>	<b>44663</b>	<b>45061</b>
股本	6652	6654	6654	6654	6654
资本公积金	9819	10135	10135	10135	10135
留存收益	16590	24163	30991	39535	49250
少数股东权益	2786	3025	3403	3868	4408
归属于母公司所有者权益	33061	40952	47780	56324	66039
<b>负债及权益合计</b>	<b>92895</b>	<b>93858</b>	<b>95447</b>	<b>104856</b>	<b>115509</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	7594	19586	15576	16094	17680
净利润	(6389)	9611	9534	11757	13643
折旧摊销	4844	4850	5513	5327	5028
财务费用	1329	1098	564	342	252
投资收益	(857)	50	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	8772	4171	265	(1033)	(943)
其它	(106)	(193)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(3315)	(7546)	(3700)	(2700)	(1700)
资本支出	(9775)	(9135)	(4000)	(3000)	(2000)
其他投资	6460	1589	300	300	300
<b>筹资活动现金流</b>	(4576)	(10378)	(8447)	(3089)	(3639)
借款变动	(796)	(6102)	(5554)	0	0
普通股增加	98	2	0	0	0
资本公积增加	916	317	0	0	0
股利分配	(1966)	(1663)	(2329)	(2747)	(3387)
其他	(2827)	(2931)	(564)	(342)	(252)
<b>现金净增加额</b>	<b>(297)</b>	<b>1662</b>	<b>3430</b>	<b>10304</b>	<b>12341</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	89921	104924	102671	109439	115185
营业成本	89147	86715	86137	89825	93499
营业税金及附加	143	162	159	169	178
营业费用	907	918	873	1204	1267
管理费用	4413	5078	4877	5472	5644
研发费用	592	675	616	766	806
财务费用	1213	1035	564	342	252
资产减值损失	(216)	(327)	0	0	0
公允价值变动收益	(512)	(259)	100	100	100
其他收益	226	255	100	100	100
投资收益	857	(50)	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>(6137)</b>	<b>9960</b>	<b>9746</b>	<b>11960</b>	<b>13839</b>
营业外收入	37	28	50	50	50
营业外支出	270	416	300	300	300
<b>利润总额</b>	<b>(6371)</b>	<b>9572</b>	<b>9496</b>	<b>11710</b>	<b>13589</b>
所得税	18	(39)	(38)	(47)	(54)
少数股东损益	1	381	378	466	540
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(6390)</b>	<b>9230</b>	<b>9157</b>	<b>11291</b>	<b>13103</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	7%	17%	-2%	7%	5%
营业利润	-200%	-262%	-2%	23%	16%
归母净利润	-221%	-244%	-1%	23%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	0.9%	17.4%	16.1%	17.9%	18.8%
净利率	-7.1%	8.8%	8.9%	10.3%	11.4%
ROE	-17.6%	24.9%	20.6%	21.7%	21.4%
ROIC	-8.8%	20.4%	18.4%	20.0%	19.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.4%	53.1%	46.4%	42.6%	39.0%
净负债比率	17.9%	12.3%	6.3%	5.7%	5.2%
流动比率	1.1	1.2	1.6	2.1	2.6
速动比率	0.4	0.6	0.8	1.3	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.0
存货周转率	4.4	4.4	4.5	4.6	4.6
应收账款周转率	170.0	195.0	187.0	196.0	194.0
应付账款周转率	9.6	8.7	9.7	10.0	10.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.96	1.39	1.38	1.70	1.97
每股经营净现金	1.14	2.94	2.34	2.42	2.66
每股净资产	4.97	6.15	7.18	8.46	9.92
每股股利	0.10	0.35	0.41	0.51	0.59
<b>估值比率</b>					
PE	-17.6	12.2	12.3	10.0	8.6
PB	3.4	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA		9.7	9.6	8.6	8.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。