

温氏股份（300498）

生猪业务盈利强劲，黄鸡行情低迷拖累 25H1 业绩

事件：

25H1 公司营收 499 亿元，同比+6%；归母净利润 35 亿元，同比+159%。其中，25q2 公司营收 255 亿元，同比+1%；归母净利润 15 亿元，同比-43%。

我们的分析和判断：

1、生猪：成本持续领先夯实业绩基本盘

1) 25q2：【量】934 万头（仔猪占比 10%），环比+9%；【价】14.7 元/kg，环比-3%；【盈利】综合销价、成本及季度末特殊事项，生猪板块利润约 26 亿元，对应头均利润约为 270~280 元/头。

2) 25H1：【量】1793 万头（仔猪占比 7%），同比+25%；【价】14.9 元/kg，同比-2%；【盈利】综合销价、成本及季度末特殊事项，生猪板块利润 51 亿元，对应头均利润约为 280~290 元/头。

2、禽：价格低迷致计提板块利润受拖累

1) 25q2：【量】3.16 亿羽，环比+12%；【价】10.76 元/kg，环比-1%；【盈利】综合价格、成本及季度末特殊事项（含 25Q2 计提存货跌价准备 5 亿元），肉鸡板块利润约-9 亿元，对应单羽利润约-2~3 元；若不考虑计提影响，估算肉鸡板块利润约-4 亿元，对应单羽利润约-1~1.5 元。

2) 25H1：【量】5.98 亿羽，同比+9%；【价】10.84 元/kg，同比-18%；【盈利】综合价格、成本及季度末特殊事项，肉鸡板块利润约-12 亿，对应单羽利润约-2 元；若不考虑计提影响，肉鸡板块利润约-7 亿元，对应单羽利润约-1~1.5 元。

3、未来怎么看？

1) 猪：生猪生产保持稳定，6 月公司肉猪上市率在 93%左右、料肉比 2.55，相比于 24 年同期上市率提升 1 个百分点、料肉比下降 0.05。随着生产成绩高水平运行推动成本进一步改善，25H1 公司肉猪养殖综合成本降至 6.2 元/斤，同比下降 1.2 元/斤，其中约 0.7 元/斤的降本来自非市场因素如生产成绩提升。往后展望，公司将继续通过全面推行精细化管理等方式，并深入开展“猪苗降本”和“肉猪降本”专项行动，有望进一步带来成本优化，夯实成本竞争优势。

2) 禽：黄鸡销售量计划每年保持 5%-10%增速（此前目标 5%+），继续夯实龙头地位；成本上，料肉比及上市率高水平稳定（6 月上市率 95.3%、料肉比 2.81），出栏成本稳中有降，25H1 公司出栏完全成本降至 5.6 元/斤，同比下降 0.6 元/斤。考虑到行业目前供给端出清较为彻底，价格弹性或取决于需求，且下半年黄鸡需求通常优于上半年，我们判断价格底或已成，后续价格或将伴随需求边际回升。8 月起，黄鸡价格快速回升，目前销售价格已上涨至 6.4 元/斤，黄鸡业务已恢复盈利。

4、投资建议

基于：1) 公司成本领先优势明显且后续成本仍有下降空间；2) 出栏量稳步增长，我们预计今年生猪出栏 3600 万头，yoy+19%；3) 当前市值对应 25 年预估出栏量头均市值为 2000 元/头左右，处于历史相对底部区间，向上空间可观。考虑到黄鸡价格 25H1 低迷及政策端对后续猪价的影响，我们预计 2025-2027 年公司有望实现营收 1013/1148/1262 亿元，同比-3%/+13%/+10%；实现归母净利润 94/178/205 亿元（25-26 年前值 122/92 亿元），同比+2%/+89%/+15%；对应 EPS 分别为 1.42/2.68/3.09 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：猪价不达预期；出栏量不达预期；非瘟疫情风险；成本波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	89,921.10	104,924.35	101,306.71	114,839.19	126,248.56
增长率(%)	7.40	16.68	(3.45)	13.36	9.94
EBITDA(百万元)	694.05	16,776.55	17,263.44	26,208.39	29,222.90
归属母公司净利润(百万元)	(6,389.66)	9,230.42	9,431.68	17,824.13	20,535.27
增长率(%)	(220.81)	244.46	2.18	88.98	15.21
EPS(元/股)	(0.96)	1.39	1.42	2.68	3.09
市盈率(P/E)	(18.65)	12.91	12.64	6.69	5.80
市净率(P/B)	3.60	2.91	2.91	2.07	1.64
市销率(P/S)	1.33	1.14	1.18	1.04	0.94
EV/EBITDA	198.28	6.49	6.67	3.71	2.99

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 08 月 29 日

投资评级

行业	农林牧渔/养殖业
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.91 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,653.93
流通 A 股股本(百万股)	5,962.71
A 股总市值(百万元)	119,171.83
流通 A 股市值(百万元)	106,792.08
每股净资产(元)	6.21
资产负债率(%)	50.57
一年内最高/最低(元)	23.90/15.12

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

陈炼 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080003
chenlian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《温氏股份-季报点评:利润持续增厚，分红与股东共享盈利“蛋糕”》 2024-10-24
- 《温氏股份-半年报点评:量&成本兼顾的养殖龙头企业，继续重点推荐！》 2023-09-02
- 《温氏股份-公司点评:2 月出栏量同、环比增长，出栏量创 21 年以来单月次新高》 2023-03-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,266.00	4,460.20	13,596.33	33,272.89	44,329.27
应收票据及应收账款	521.47	553.60	572.03	703.96	698.80
预付账款	863.30	493.43	1,375.88	402.87	1,451.26
存货	20,335.66	19,401.10	19,646.04	20,591.44	23,412.15
其他	7,272.85	10,606.43	10,180.02	9,234.02	11,536.11
流动资产合计	33,259.28	35,514.76	45,370.30	64,205.18	81,427.59
长期股权投资	1,358.79	1,421.90	1,421.90	1,421.90	1,421.90
固定资产	34,372.39	35,217.52	34,415.81	33,208.19	31,664.29
在建工程	3,500.70	2,522.15	2,261.07	2,130.54	2,065.27
无形资产	1,512.12	1,430.15	1,375.33	1,320.51	1,265.69
其他	18,840.64	17,742.83	18,785.64	18,335.90	18,216.62
非流动资产合计	59,584.64	58,334.54	58,259.75	56,417.03	54,633.76
资产总计	92,895.14	93,857.51	93,907.98	120,622.22	136,061.35
短期借款	2,474.53	1,432.04	1,422.80	1,255.75	1,339.27
应付票据及应付账款	11,026.68	8,884.12	9,514.83	9,829.99	11,476.88
其他	17,265.42	18,449.99	15,408.28	19,861.75	17,195.95
流动负债合计	30,766.63	28,766.15	26,345.91	30,947.49	30,012.10
长期借款	7,597.11	4,511.45	9,265.03	11,241.29	12,261.19
应付债券	9,948.75	8,610.77	10,320.76	9,626.76	9,519.43
其他	8,364.22	7,622.05	7,600.00	7,862.09	7,694.71
非流动负债合计	25,910.08	20,744.27	27,185.79	28,730.14	29,475.34
负债合计	57,048.12	49,880.15	53,531.71	59,677.63	59,487.44
少数股东权益	2,786.44	3,025.04	3,184.33	3,458.54	3,772.86
股本	6,652.03	6,653.92	6,653.93	6,653.93	6,653.93
资本公积	9,824.11	10,060.76	10,060.76	10,060.76	10,060.76
留存收益	16,528.72	24,074.18	29,733.19	40,427.66	55,829.11
其他	55.72	163.46	(5,483.70)	343.68	257.25
股东权益合计	35,847.02	43,977.37	44,148.51	60,944.58	76,573.92
负债和股东权益总计	92,895.14	93,857.51	93,907.98	120,622.22	136,061.35

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(6,388.86)	9,611.03	9,431.68	17,824.13	20,535.27
折旧摊销	4,844.11	4,849.94	5,117.60	5,392.97	5,663.99
财务费用	1,329.29	1,097.63	1,418.29	1,492.91	1,514.98
投资损失	(857.20)	49.74	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	6,610.42	(1,135.16)	(5,011.23)	6,376.52	(7,117.81)
其它	2,056.18	5,112.94	138.92	574.52	382.95
经营活动现金流	7,593.94	19,586.12	11,095.26	31,661.05	20,979.37
资本支出	3,341.87	5,347.70	4,022.05	3,737.91	4,167.38
长期投资	424.75	63.10	0.00	0.00	0.00
其他	(7,081.29)	(12,957.01)	(7,855.83)	(7,937.90)	(8,089.46)
投资活动现金流	(3,314.66)	(7,546.20)	(3,833.78)	(4,199.99)	(3,922.08)
债权融资	(4,253.38)	(7,414.89)	5,450.83	(349.58)	(675.89)
股权融资	311.26	(1,969.36)	(3,576.18)	(7,434.92)	(5,325.02)
其他	(633.68)	(993.51)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(4,575.80)	(10,377.76)	1,874.65	(7,784.50)	(6,000.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(296.53)	1,662.16	9,136.13	19,676.56	11,056.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	89,921.10	104,924.35	101,306.71	114,839.19	126,248.56
营业成本	89,146.81	86,715.06	82,795.27	87,051.71	94,829.80
营业税金及附加	142.89	162.31	156.71	177.65	195.29
销售费用	906.79	918.09	861.11	953.17	1,047.86
管理费用	4,412.74	5,077.65	4,862.72	5,512.28	6,059.93
研发费用	591.87	674.68	658.49	746.45	820.62
财务费用	1,212.87	1,034.82	1,418.29	1,492.91	1,514.98
资产/信用减值损失	(249.47)	(292.86)	(333.92)	(325.00)	(331.68)
公允价值变动收益	(511.57)	(259.45)	(126.56)	117.49	(36.14)
投资净收益	857.20	(49.74)	0.00	0.00	0.00
其他	(451.96)	984.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	(6,137.07)	9,959.78	10,093.62	18,697.51	21,412.24
营业外收入	36.57	28.06	30.00	30.00	30.00
营业外支出	270.18	415.55	377.74	354.49	382.59
利润总额	(6,370.68)	9,572.28	9,745.89	18,373.02	21,059.65
所得税	18.18	(38.74)	48.73	91.87	105.30
净利润	(6,388.86)	9,611.03	9,697.16	18,281.16	20,954.35
少数股东损益	0.80	380.61	265.48	457.03	419.09
归属于母公司净利润	(6,389.66)	9,230.42	9,431.68	17,824.13	20,535.27
每股收益（元）	(0.96)	1.39	1.42	2.68	3.09

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.40%	16.68%	-3.45%	13.36%	9.94%
营业利润	-200.31%	-262.29%	1.34%	85.24%	14.52%
归属于母公司净利润	-220.81%	244.46%	2.18%	88.98%	15.21%
获利能力					
毛利率	0.86%	17.35%	18.27%	24.20%	24.89%
净利率	-7.11%	8.80%	9.31%	15.52%	16.27%
ROE	-19.33%	22.54%	23.02%	31.01%	28.21%
ROIC	-10.93%	29.64%	28.63%	54.37%	64.15%
偿债能力					
资产负债率	61.41%	53.14%	57.00%	49.47%	43.72%
净负债率	62.18%	35.74%	30.46%	-8.34%	-19.98%
流动比率	1.07	1.22	1.72	2.07	2.71
速动比率	0.42	0.55	0.98	1.41	1.93
营运能力					
应收账款周转率	169.75	195.20	180.00	180.00	180.00
存货周转率	4.42	5.28	5.19	5.71	5.74
总资产周转率	0.94	1.12	1.08	1.07	0.98
每股指标（元）					
每股收益	-0.96	1.39	1.42	2.68	3.09
每股经营现金流	1.14	2.94	1.67	4.76	3.15
每股净资产	4.97	6.15	6.16	8.64	10.94
估值比率					
市盈率	-18.65	12.91	12.64	6.69	5.80
市净率	3.60	2.91	2.91	2.07	1.64
EV/EBITDA	198.28	6.49	6.67	3.71	2.99
EV/EBIT	-33.58	9.08	9.48	4.67	3.71

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com