2025 年 09 月 04 日

温氏股份（300498.SZ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

养殖成本持续优化 业绩稳健兑现

农林牧渔组

分析师：张子阳（执业 S1130524120008）

zhangziyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.71 元

相关报告：

1.《温氏股份公司点评：猪鸡共振高景气 业绩表现优秀》，2024.10.23

业绩简评

2025 年 8 月 27 日，公司披露 2025 年中报，25H1 实现营收 498.5 亿元，同比+5.9%；实现归母净利润 34.8 亿元，同比+195.1%。25Q2 实现营业收入 255.4 亿元，同比+1.2%；实现归母净利润 14.73 亿元，同比-42.83%。

经营分析

生猪降本增效成果显著，公司业绩稳健兑现：25H1 出栏肉猪 1793.19 万头，同比+24.75%，销售均价 14.93 元/公斤，公司 25H1 生猪养殖综合成本 12.4 元/公斤，截至 7 月份成本下降至 12.2 元/公斤，公司年底成本有望下降至 12 元/公斤以内。产能方面截至 7 月底能繁存栏约 185 万头，计划年底前能繁存栏降至 180 万头，预计 26 年公司商品猪出栏仍有小幅增长。

肉鸡价格短期低迷，出栏量稳健增长：25H1 销售黄羽鸡 5.98 亿只，同比+9.2%，25H1 由于黄羽鸡价格低迷，虽然公司综合成本下降至 11.2 元/公斤，整体依旧亏损，目前黄羽鸡价格有所回暖，预计全年有望实现盈利。增长方面预计未来黄鸡销量维持 5-10%增速目标。

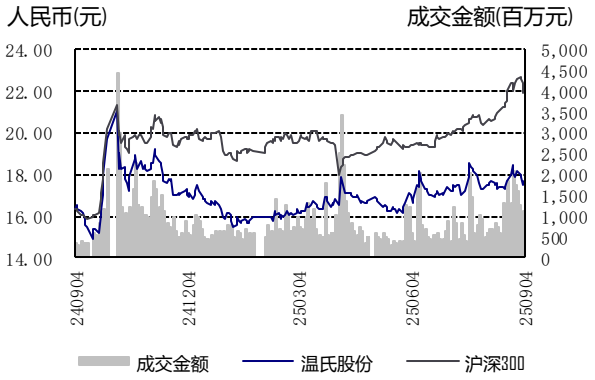
公司经营稳健，负债率持续下降：随着盈利的好转，公司主动降低资产负债率水平，截至 25Q2 资产负债率为 50.57%，环比下降 2.6pct，公司经营稳健向好，中期仍有持续降本空间。此外，随着行业的稳健发展，预计公司整体资本开支有望减少，后续随着经营的持续改善，公司分红能力有望提升。

盈利预测、估值与评级

在产能调控的大背景下，生猪价格波动逐步缩窄且中期来看价格中枢有望提升，公司作为行业龙头，养殖指标持续优化，业绩兑现能力优秀，可以在长周期内实现稳健增长。我们预计公司 25-27 年有望实现归母净利润 86.3/132.6/152.9 亿元，同比-6.5%/+53.7%/+15.2%；对应 EPS1.3/2.0/2.3 元，公司股票现价对应 PE 估值为 14X/9X/8X，维持“买入”评级。

风险提示

猪价波动风险；动物疫病风险；原材料价格波动风险。



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	89,921	104,924	97,345	107,780	117,500
营业收入增长率	7.40%	16.68%	-7.22%	10.72%	9.02%
归母净利润(百万元)	-6,390	9,230	8,628	13,264	15,285
归母净利润增长率	-220.81%	-244.46%	-6.52%	53.72%	15.24%
摊薄每股收益(元)	-0.961	1.387	1.297	1.993	2.297
每股经营性现金流净额	1.14	2.94	2.17	2.92	3.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	-19.33%	22.54%	17.77%	21.93%	20.59%
P/E	-20.88	11.90	13.66	8.88	7.71
P/B	4.04	2.68	2.43	1.95	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**83,725**	**89,921**	**104,924**	**97,345**	**107,780**	**117,500**
增长率		7.4%	16.7%	-7.2%	10.7%	9.0%
主营业务成本	-70,697	-89,147	-86,715	-80,131	-85,889	-92,357
%销售收入	84.4%	99.1%	82.6%	82.3%	79.7%	78.6%
毛利	13,028	774	18,209	17,213	21,891	25,143
%销售收入			17.4%	17.7%	20.3%	21.4%
营业税金及附加	-132	-143	-162	-165	-162	-211
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-812	-907	-918	-993	-1,056	-1,151
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-4,374	-4,413	-5,078	-5,257	-5,389	-6,345
%销售收入	5.2%	4.9%	4.8%	5.4%	5.0%	5.4%
研发费用	-532	-592	-675	-681	-647	-705
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
息税前利润（EBIT）	7,179	-5,280	11,377	10,117	14,638	16,730
%销售收入	8.6%	n.a	10.8%	10.4%	13.6%	14.2%
财务费用	-1,816	-1,213	-1,035	-717	-647	-463
%销售收入	2.2%	1.3%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-338	-249	-293	0	0	0
公允价值变动收益	-774	-512	-259	0	0	0
投资收益	1,473	857	-50	0	0	0
%税前利润	25.3%	-13.5%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	6,118	-6,137	9,960	9,600	14,191	16,467
营业利润率	7.3%	n.a	9.5%	9.9%	13.2%	14.0%
营业外收支	-303	-234	-387	-300	-350	-400
税前利润	5,815	-6,371	9,572	9,300	13,841	16,067
利润率	6.9%	n.a	9.1%	9.6%	12.8%	13.7%
所得税	-174	-18	39	-372	-277	-482
所得税率	3.0%	n.a	-0.4%	4.0%	2.0%	3.0%
净利润	5,641	-6,389	9,611	8,928	13,564	15,585
少数股东损益	352	1	381	300	300	300
归属于母公司的净利润	**5,289**	**-6,390**	**9,230**	**8,628**	**13,264**	**15,285**
净利率	6.3%	n.a	8.8%	8.9%	12.3%	13.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,641	-6,389	9,611	8,928	13,564	15,585
少数股东损益	352	1	381	300	300	300
非现金支出	5,746	5,684	5,742	5,100	5,655	6,686
非经营收益	2,220	3,105	2,223	838	1,086	1,007
营运资金变动	-2,533	5,193	2,010	-449	-904	-1,541
经营活动现金净流	**11,075**	**7,594**	**19,586**	**14,417**	**19,400**	**21,737**
资本开支	-6,404	-6,249	-5,569	-6,337	-11,450	-11,500
投资	516	2,720	-2,109	-1,000	-1,050	-1,100
其他	125	214	132	0	0	0
投资活动现金净流	**-5,763**	**-3,315**	**-7,546**	**-7,337**	**-12,500**	**-12,600**
股权募资	1,698	1,926	127	-80	0	0
债权募资	-8,135	-2,634	-6,992	-3,921	-3,418	-1,099
其他	-2,788	-3,868	-3,513	-1,758	-2,062	-2,135
筹资活动现金净流	**-9,225**	**-4,576**	**-10,378**	**-5,759**	**-5,480**	**-3,235**
现金净流量	**-3,898**	**-294**	**1,662**	**1,321**	**1,420**	**5,902**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,266	4,266	4,460	4,143	4,405	9,489
应收款项	3,040	2,258	1,913	2,667	2,953	3,219
存货	20,388	20,336	19,401	18,661	20,002	21,508
其他流动资产	8,900	6,451	9,748	6,334	6,442	6,607
流动资产	36,594	33,310	35,523	31,805	33,802	40,823
%总资产	37.3%	35.9%	37.8%	34.6%	33.6%	36.2%
长期投资	6,705	6,930	6,617	7,617	8,617	9,617
固定资产	44,802	42,764	42,630	43,943	49,682	54,370
%总资产	45.7%	46.0%	45.4%	47.7%	49.4%	48.2%
无形资产	1,912	1,790	1,716	1,813	1,862	1,913
非流动资产	61,491	59,585	58,335	60,222	66,668	72,082
%总资产	62.7%	64.1%	62.2%	65.4%	66.4%	63.8%
资产总计	**98,084**	**92,895**	**93,858**	**92,027**	**100,469**	**112,905**
短期借款	7,041	9,010	7,054	5,763	3,844	2,745
应付款项	15,856	20,784	19,794	17,107	17,828	17,969
其他流动负债	2,054	1,344	2,288	1,217	1,276	1,431
流动负债	24,951	31,138	29,136	24,086	22,948	22,145
长期贷款	10,153	7,597	4,511	3,511	2,011	2,011
其他长期负债	20,066	18,313	16,233	12,557	11,399	10,581
负债	55,169	57,048	49,880	40,154	36,359	34,738
普通股股东权益	39,703	33,061	40,952	48,548	60,486	74,242
其中：股本	6,554	6,652	6,654	6,654	6,654	6,654
未分配利润	20,904	13,026	20,571	28,337	40,274	54,031
少数股东权益	3,212	2,786	3,025	3,325	3,625	3,925
负债股东权益合计	**98,084**	**92,895**	**93,858**	**92,027**	**100,469**	**112,905**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.807	-0.961	1.387	1.297	1.993	2.297
每股净资产	6.058	4.970	6.155	7.296	9.090	11.158
每股经营现金净流	1.690	1.142	2.944	2.167	2.916	3.267
每股股利	0.400	0.100	0.300	0.130	0.199	0.230
回报率						
净资产收益率	13.32%	-19.33%	22.54%	17.77%	21.93%	20.59%
总资产收益率	5.39%	-6.88%	9.83%	9.38%	13.20%	13.54%
投入资本收益率	9.52%	-8.42%	17.72%	13.92%	18.26%	17.73%
增长率						
主营业务收入增长率	28.88%	7.40%	16.68%	-7.22%	10.72%	9.02%
EBIT增长率	N/A	-173.55%	-315.47%	-11.07%	44.69%	14.29%
净利润增长率	-139.46%	-220.81%	-244.46%	-6.52%	53.72%	15.24%
总资产增长率	1.34%	-5.29%	1.04%	-1.95%	9.17%	12.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	91.2	83.4	83.6	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	28.0	27.0	33.5	27.0	25.0	20.0
固定资产周转天数	178.6	159.4	139.5	151.6	152.9	151.7
偿债能力						
净负债/股东权益	51.55%	56.00%	31.00%	22.48%	12.44%	2.30%
EBIT利息保障倍数	4.0	-4.4	11.0	14.1	22.6	36.1
资产负债率	56.25%	61.41%	53.14%	43.63%	36.19%	30.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	11	20	29	42	102
增持	2	3	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.15**	**1.13**	**1.09**	**1.09**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-06-04	买入	21.75	19.00～28.28
2	2024-08-27	买入	17.53	N/A
3	2024-10-23	买入	19.16	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究