

温氏股份 (300498.SZ)

养殖成本继续领先，高分红彰显价值

25Q3，公司生猪养殖成本继续领先，黄鸡盈利修复。母猪产能去化或提速，或抬升 26 年猪价中枢，公司有望凭借低成本优势充分释放利润弹性。维持“强烈推荐”投资评级。

□ **公司 25Q3 业绩基本符合预期，高分红彰显价值。** 公司披露 2025 年三季报。报告期内，公司实现收入 758 亿元 (yoy-0.04%)、归母净利润 52.6 亿元 (同比-18%)。25Q3，公司实现收入 259 亿元 (yoy-9.8%)、归母净利润 17.8 亿元 (同比-65%)。公司 25Q3 业绩表现基本符合预期。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金 3 元 (含税)，合计派发现金 19.9 亿元，占前三季度归母净利润的 38%。

□ **生猪出栏稳增，黄鸡盈利修复。** 分板块来看：1) **生猪板块。** 25 年前三季度，公司出栏生猪 2767 万头 (yoy+28%)，25Q3，公司出栏生猪 974 万头，同比+30%，其中商品猪 838 万头，估算商品猪综合成本 12.0-12.5 元/公斤，商品猪头均盈利 150-200 元。2) **黄鸡板块。** 25 年前三季度，公司出栏肉鸡 9.48 亿羽 (yoy+8.9%)。25Q3，公司出栏肉鸡 3.50 亿羽 (yoy+8.4%)，估算综合成本 11.4-11.9 元/公斤，只均盈利 0.0-0.5 元，此外转回存货跌价准备约 5 亿元。公司生猪养殖板块成本继续保持行业领先水平，但黄鸡养殖成本抬升对公司黄鸡板块盈利形成一定拖累。

□ **去产能或提速，或抬升 26 年猪价中枢。** 行业全面亏损 & 政策调控产能双管齐下，预计母猪产能去化提速，或进一步抬升 26 年猪价中枢。“低成本+”猪企利润弹性有望充分释放。公司养殖成本优势明显，有望充分受益于母猪产能调控。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。** 25Q3，公司生猪养殖成本继续领先，黄鸡盈利修复。行业全面亏损 & 政策调控产能双管齐下，预计母猪产能去化提速，或进一步抬升 26 年猪价中枢。公司有望凭借低成本优势充分释放利润弹性。考虑到 Q4 猪价或略低于预期，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 62.9 亿元、137 亿元、147 亿元，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；养殖成本改善不及预期；突发大规模不可控疫情；政策不及预期；等。**

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	94427	107840	113507
同比增长	7%	17%	-10%	14%	5%
营业利润(百万元)	(6137)	9960	6771	14488	15476
同比增长	-200%	-262%	-32%	114%	7%
归母净利润(百万元)	(6390)	9230	6288	13729	14682
同比增长	-221%	-244%	-32%	118%	7%
每股收益(元)	-0.96	1.39	0.94	2.06	2.21
PE	-18.7	13.0	19.0	8.7	8.2
PB	3.6	2.9	2.7	2.1	1.8

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:

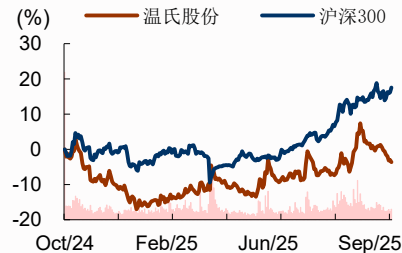
当前股价: 18.0 元

基础数据

总股本 (百万股)	6654
已上市流通股 (百万股)	5963
总市值 (十亿元)	119.8
流通市值 (十亿元)	107.3
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	18.4
资产负债率	49.4%
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	-5	7	-5
相对表现	-7	-16	-23



相关报告

- 《温氏股份 (300498) 一生猪成本继续领先，黄鸡价格低迷拖累盈利》2025-09-01
- 《温氏股份 (300498) 一负债率持续改善，25Q1 盈利略超预期》2025-04-28
- 《温氏股份 (300498) 一盈利加速释放，负债表逐季修复》2024-10-24

施腾 S1090522080002

shiteng@cmschina.com.cn

李秋燕 S1090521070001

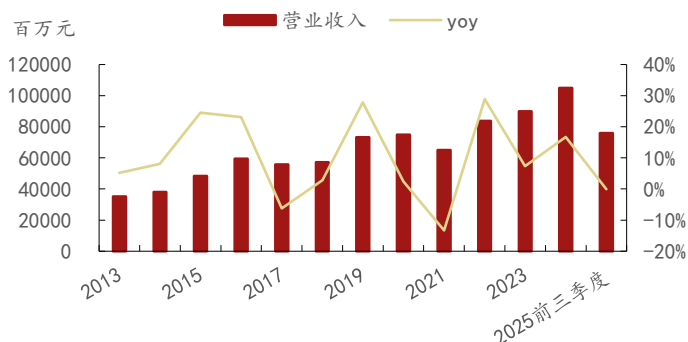
liqiuyan@cmschina.com.cn

表 1：2022Q4-2025Q3，公司各季度业绩回顾

百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营业收入	27847	19971	21218	23500	25214	21842	24898	28644	29479	24318	25543	25942
YOY	51.5%	36.9%	25.2%	-3.4%	-9.5%	9.4%	17.3%	21.9%	16.9%	11.3%	2.6%	-9.4%
营业成本	21142	21383	21616	21435	24713	21128	20545	21403	23640	20843	22146	23083
毛利润	6705	(1413)	(398)	2065	501	714	4353	7242	5839	3474	3397	2860
毛利率	24%	-7.1%	-1.9%	8.8%	2.0%	3.3%	17%	25%	20%	14%	13%	11%
销售费用	264	221	221	226	238	216	220	220	262	219	249	248
管理费用	1311	842	1227	1159	1184	1142	1116	1393	1426	968	921	921
研发费用	200	125	136	139	192	127	173	162	212	142	220	233
财务费用	296	248	438	287	240	283	267	195	291	190	183	174
营业利润	5123	(2808)	(1803)	134	(1660)	(1247)	2806	5216	3185	2111	1485	2025
少数股东损益	158	(71)	20	(9.1)	60.8	(20.6)	122	126	153	73	(17)	105
归母净利润	4603	(2749)	(1940)	159	(1860)	(1236)	2563	5081	2822	2001	1473	1781

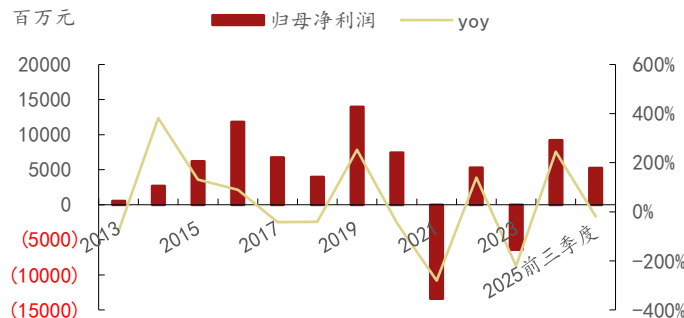
资料来源：公司公告，招商证券

图 1：2013-2025 年前三季度，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 2：2013-2025 年前三季度，公司归母净利润及其变化情况



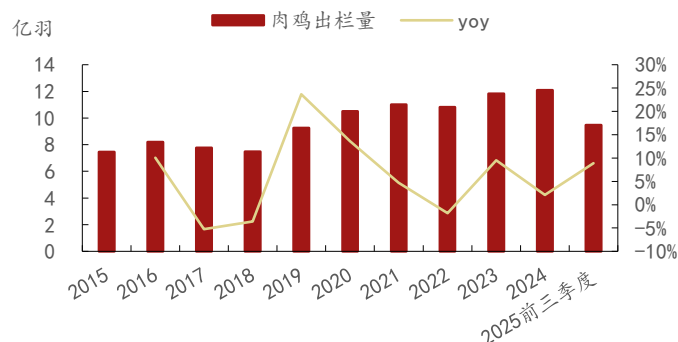
资料来源：公司公告，招商证券

图 3：2015-2025 年前三季度，公司生猪出栏量情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 4：2015-2025 年前三季度，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
流动资产	33310	35523	35123	50338	65022
现金	4266	4460	6192	19231	32391
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	496	567	597
其它应收款	1737	1360	1224	1397	1471
存货	20336	19401	18208	19198	20205
其他	4234	7665	6917	7859	8272
非流动资产	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
资产总计	92895	93858	91945	104832	116488
流动负债	31138	29136	23005	23484	23972
短期借款	2475	1432	1500	1500	1500
应付账款	11027	8884	8338	8791	9252
预收账款	374	372	349	368	387
其他	17263	18448	12818	12825	12832
长期负债	25910	20744	20744	20744	20744
长期借款	7597	4511	4511	4511	4511
其他	18313	16233	16233	16233	16233
负债合计	57048	49880	43749	44228	44716
股本	6652	6654	6654	6654	6654
资本公积金	9819	10135	10135	10135	10135
留存收益	16590	24163	28122	39965	50528
少数股东权益	2786	3025	3284	3850	4456
归属于母公司所有者权益	33061	40952	44911	56754	67317
负债及权益合计	92895	93858	91945	104832	116488

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7594	19586	13885	17970	19219
净利润	(6389)	9611	6547	14295	15287
折旧摊销	4844	4850	5513	5327	5028
财务费用	1329	1098	571	345	240
投资收益	(857)	50	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	8772	4171	1555	(1697)	(1036)
其它	(106)	(193)	0	0	0
投资活动现金流	(3315)	(7546)	(3700)	(2700)	(1700)
资本支出	(9775)	(9135)	(4000)	(3000)	(2000)
其他投资	6460	1589	300	300	300
筹资活动现金流	(4576)	(10378)	(8453)	(2231)	(4359)
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)	(1886)	(4119)
其他	(2827)	(2931)	(571)	(345)	(240)
现金净增加额	(297)	1662	1732	13039	13160

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
营业总收入	89921	104924	94427	107840	113507
营业成本	89147	86715	81384	85807	90310
营业税金及附加	143	162	146	167	176
营业费用	907	918	803	1186	1249
管理费用	4413	5078	4485	5392	5562
研发费用	592	675	567	755	795
财务费用	1213	1035	571	345	240
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
营业利润	(6137)	9960	6771	14488	15476
营业外收入	37	28	50	50	50
营业外支出	270	416	300	300	300
利润总额	(6371)	9572	6521	14238	15226
所得税	18	(39)	(26)	(57)	(61)
少数股东损益	1	381	259	566	605
归属于母公司净利润	(6390)	9230	6288	13729	14682

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	17%	-10%	14%	5%
营业利润	-200%	-262%	-32%	114%	7%
归母净利润	-221%	-244%	-32%	118%	7%
获利能力					
毛利率	0.9%	17.4%	13.8%	20.4%	20.4%
净利率	-7.1%	8.8%	6.7%	12.7%	12.9%
ROE	-17.6%	24.9%	14.6%	27.0%	23.7%
ROIC	-8.8%	20.4%	13.4%	24.7%	21.9%
偿债能力					
资产负债率	61.4%	53.1%	47.6%	42.2%	38.4%
净负债比率	17.9%	12.3%	6.5%	5.7%	5.2%
流动比率	1.1	1.2	1.5	2.1	2.7
速动比率	0.4	0.6	0.7	1.3	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.0	1.1	1.0
存货周转率	4.4	4.4	4.3	4.6	4.6
应收账款周转率	170.0	195.0	180.0	202.0	194.0
应付账款周转率	9.6	8.7	9.5	10.0	10.0
每股资料(元)					
EPS	-0.96	1.39	0.94	2.06	2.21
每股经营净现金	1.14	2.94	2.09	2.70	2.89
每股净资产	4.97	6.15	6.75	8.53	10.12
每股股利	0.10	0.35	0.28	0.62	0.66
估值比率					
PE	-18.7	13.0	19.0	8.7	8.2
PB	3.6	2.9	2.7	2.1	1.8
EV/EBITDA		10.2	12.5	8.0	7.7

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。