

生猪出栏创新高，黄鸡景气盈利延续

——温氏股份 11 月销售简报点评

核心观点

- 生猪：单月出栏量创新高，供给持续维持高位。**公司 25 年 11 月销售肉猪 435.35 万头，同比+49.71%，环比+11.83%，单月出栏量再创历史新高。均重方面，根据我们的估算，公司 11 月商品猪出栏均重约为 123.17 公斤，较 10 月下降 1.37 公斤，出栏节奏进一步提速，综合量、重来看，11 月供给仍处于全年高位。价格方面，11 月公司肉猪销售均价 11.71 元/公斤，较上月仅小幅度增长 0.14 元/公斤，受制于供给高位以及需求端备货滞后，价格维持磨底状态。
- 禽业：需求旺季，价格维持景气。**25 年 11 月销售肉鸡 11755.44 万只，环比减少 8.4%，同比增加 6.02%。从销售价格来看，11 月公司肉鸡销售均价 13.22 元/公斤，环比降 0.83%，同比增加 3.77%，8 月后进入禽肉消费传统旺季，当前鸡价景气延续。2025Q3 行业出栏增速放缓，供应缓解端压力，春节前鸡价仍存较强支撑。
- 继续看好政策与市场共振下的产能去化。从头部猪企出栏量、价情况来看，11 月猪价磨底、行业深亏状态仍在延续。考虑到 12 月行业理论出栏量依然处于高位，肥猪与仔猪价格难有起色，基于利润驱动的市场化去产能将持续兑现。当前猪价现实与预期双弱，叠加政策驱动，生猪养殖行业去产能加速，助力猪价长期上涨。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年 EPS 为 1.01/1.62/2.35 元（原 25-26 年预测分别为 1.91/1.93 元，主要由于 24 年行业盈利后提升产能利用率导致周期波动，调整了营收和毛利率），根据可比公司估值法，给予公司 26 年 14x 估值，对应目标价 22.68 元，维持“买入评级”。

风险提示

畜禽价格不及预期；畜禽疫病大规模爆发；原材料价格大幅波动；投资收益及公允价值波动风险。

投资评级	买入（维持）
股价 (2025 年 12 月 10 日)	16.86 元
目标价格	22.68 元
52 周最高价/最低价	19.88/15.11 元
总股本/流通 A 股 (万股)	665,393/596,271
A 股市值 (百万元)	112,185
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2025 年 12 月 11 日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.52	-7.87	-8.62	0.73
相对表现%	-2.86	-5.67	-11.91	-14.19
沪深 300%	1.34	-2.2	3.29	14.92



证券分析师

李晓渊 执业证书编号：S0860525090002
liaoyuan@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

于明正 执业证书编号：S0860125110014
yumingzheng@orientsec.com.cn
021-63326320

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	89,902	104,863	98,736	103,542	112,039
同比增长(%)	7.4%	16.6%	-5.8%	4.9%	8.2%
营业利润(百万元)	(6,137)	9,960	7,134	11,297	16,347
同比增长(%)	-200.3%	262.3%	-28.4%	58.3%	44.7%
归属母公司净利润(百万元)	(6,390)	9,230	6,693	10,796	15,625
同比增长(%)	-220.8%	244.5%	-27.5%	61.3%	44.7%
每股收益(元)	(0.96)	1.39	1.01	1.62	2.35
毛利率(%)	0.8%	17.3%	13.3%	17.2%	20.5%
净利率(%)	-7.1%	8.8%	6.8%	10.4%	13.9%
净资产收益率(%)	-17.6%	24.9%	15.7%	21.9%	25.3%
市盈率	(17.6)	12.2	16.8	10.4	7.2
市净率	3.4	2.7	2.5	2.1	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2025-2027 年 EPS 为 1.01/1.62/2.35 元，根据可比公司估值法，给予公司 26 年 14x 估值，对应目标价 22.68 元，维持“买入评级”。

表 1：相对估值

公司	代码	最新价 (元)	每股收益(元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
牧原股份	002714	47.99	3.27	3.40	4.08	5.35	14.66	14.12	11.77	8.97
圣农发展	002299	16.56	0.58	1.09	1.20	1.42	28.42	15.25	13.83	11.67
立华股份	300761	20.19	1.82	1.05	1.91	2.35	11.11	19.23	10.55	8.59
巨星农牧	603477	17.28	1.02	0.57	1.12	1.92	17.00	30.23	15.48	9.00
华统股份	002840	9.47	0.09	0.19	0.41	0.73	103.95	49.84	22.89	13.05
调整后平均								22.00	14.00	10.00

数据来源：wind，东方证券研究所，注：股价及估值日期为 2025-12-10

风险提示

- (1) 猪价不达预期风险。若猪价高度不及预期，甚至可能跌破公司养殖成本线，公司将面临亏损和资金链断裂的风险。
- (2) 畜禽疫病大规模爆发。一旦大规模爆发非洲猪瘟等高致死率畜禽疫病，可能导致公司业绩受损。
- (3) 原材料价格大幅波动。原材料成本是养殖成本的主要组成部分，若玉米、豆粕等原材料价格大幅波动将直接影响到企业盈利能力。
- (4) 投资收益及公允价值波动风险。养殖周期波动会影响公司公允价值变动，另外金融资产价值变化可能导致公司投资收益出现较大波动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,266	4,460	4,797	15,597	23,238	营业收入	89,902	104,863	98,736	103,542	112,039
应收票据、账款及款项融资	521	554	576	584	626	营业成本	89,147	86,715	85,651	85,742	89,107
预付账款	863	493	940	823	828	销售费用	907	918	939	979	1,035
存货	20,336	19,401	21,134	19,966	20,891	管理费用	4,413	5,078	3,663	3,727	3,921
其他	7,324	10,615	8,772	9,018	9,644	研发费用	592	675	691	725	763
流动资产合计	33,310	35,523	36,219	45,988	55,227	财务费用	1,213	1,035	1,056	925	701
长期股权投资	1,359	1,422	1,238	1,340	1,333	资产、信用减值损失	249	293	293	279	288
固定资产	34,372	35,218	32,086	28,521	24,955	公允价值变动收益	(512)	(259)	277	0	0
在建工程	3,501	2,522	7,533	12,043	16,054	投资净收益	857	(50)	247	0	0
无形资产	1,512	1,430	1,375	1,320	1,265	其他	136	119	169	132	125
其他	18,841	17,743	17,836	17,816	17,712	营业利润	(6,137)	9,960	7,134	11,297	16,347
非流动资产合计	59,585	58,335	60,068	61,039	61,320	营业外收入	37	28	70	45	48
资产总计	92,895	93,858	96,287	107,027	116,546	营业外支出	270	416	378	354	383
短期借款	2,475	1,432	1,665	1,857	1,651	利润总额	(6,371)	9,572	6,826	10,987	16,012
应付票据及应付账款	11,027	8,884	9,508	9,636	9,678	所得税	18	(39)	52	3	21
其他	17,637	18,820	17,575	18,034	18,177	净利润	(6,389)	9,611	6,774	10,984	15,992
流动负债合计	31,138	29,136	28,748	29,527	29,507	少数股东损益	1	381	81	188	367
长期借款	7,597	4,511	4,511	4,511	4,511	归属于母公司净利润	(6,390)	9,230	6,693	10,796	15,625
应付债券	9,949	8,611	7,700	7,700	2,000	每股收益 (元)	-0.96	1.39	1.01	1.62	2.35
其他	8,364	7,622	7,764	7,640	7,627						
非流动负债合计	25,910	20,744	19,976	19,851	14,139						
负债合计	57,048	49,880	48,723	49,378	43,646						
少数股东权益	2,786	3,025	3,106	3,295	3,661						
实收资本 (或股本)	6,652	6,654	6,654	6,654	6,654						
资本公积	9,024	9,344	9,488	9,364	9,399						
留存收益	16,529	24,074	27,440	37,465	52,311						
其他	855	880	876	870	875						
股东权益合计	35,847	43,977	47,564	57,649	72,900						
负债和股东权益总计	92,895	93,858	96,287	107,027	116,546						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	(6,389)	9,611	6,774	10,984	15,992	成长能力					
折旧摊销	3,034	3,538	3,681	3,682	3,645	营业收入	7.4%	16.6%	-5.8%	4.9%	8.2%
财务费用	1,213	1,035	1,056	925	701	营业利润	-200.3%	262.3%	-28.4%	58.3%	44.7%
投资损失	(857)	50	(247)	0	0	归属于母公司净利润	-220.8%	244.5%	-27.5%	61.3%	44.7%
营运资金变动	6,442	(2,170)	(941)	1,338	(1,238)	盈利能力					
其它	4,151	7,522	(701)	(106)	68	毛利率	0.8%	17.3%	13.3%	17.2%	20.5%
经营活动现金流	7,594	19,586	9,621	16,824	19,167	净利率	-7.1%	8.8%	6.8%	10.4%	13.9%
资本支出	(1,801)	(3,362)	(5,010)	(4,510)	(4,010)	ROE	-17.6%	24.9%	15.7%	21.9%	25.3%
长期投资	(425)	(55)	178	(101)	8	ROIC	-7.3%	17.4%	12.3%	16.8%	20.7%
其他	(1,088)	(4,129)	50	255	(12)	偿债能力					
投资活动现金流	(3,315)	(7,546)	(4,783)	(4,356)	(4,015)	资产负债率	61.4%	53.1%	50.6%	46.1%	37.4%
债权融资	(3,736)	(5,440)	(496)	(41)	(5,859)	净负债率	62.2%	35.7%	31.8%	7.9%	0.0%
股权融资	1,013	322	143	(123)	34	流动比率	1.07	1.22	1.26	1.56	1.87
其他	(1,854)	(5,259)	(4,150)	(1,503)	(1,686)	速动比率	0.42	0.55	0.52	0.88	1.16
筹资活动现金流	(4,576)	(10,378)	(4,502)	(1,667)	(7,511)	营运能力					
汇率变动影响	3	(0)	- 0	- 0	- 0	应收账款周转率	169.7	195.5	175.2	178.8	185.6
现金净增加额	(294)	1,662	337	10,800	7,641	存货周转率	4.4	4.4	4.2	4.2	4.4
						总资产周转率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
						每股指标 (元)					
						每股收益	-0.96	1.39	1.01	1.62	2.35
						每股经营现金流	1.14	2.94	1.45	2.53	2.88
						每股净资产	4.97	6.15	6.68	8.17	10.41
						估值比率					
						市盈率	-17.6	12.2	16.8	10.4	7.2
						市净率	3.4	2.7	2.5	2.1	1.6
						EV/EBITDA	-63.0	8.2	10.0	7.5	5.8
						EV/EBIT	-24.2	10.8	14.5	9.7	7.0

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfqz.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。