

温氏股份 (300498.SZ)

强烈推荐 (维持)

猪鸡双主业平抑周期波动，高分红彰显价值

公司猪鸡双主业有效平抑周期波动，当前行业已处现金流深度亏损状态，生猪产能有望实质性去化，抬升 27 年猪价中枢。公司养殖成本优势明显，有望充分受益。维持“强烈推荐”评级。

□ 25 年顺利收官，业绩符合预期。公司披露 2025 年报，报告期内，公司实现收入 1039 元 (yoy-1.7%)、归母净利润 52.7 亿元 (同比-43%)。单四季度来看，公司实现收入 280 亿元 (yoy-5.9%)、归母净利润 1058 万元 (同比-100%)。公司 2025 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 4048 万头 (yoy+34%)，其中毛猪 3545 万头、仔猪 503 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) 黄鸡养殖方面，公司出栏肉鸡 13.0 亿羽，(yoy+7.9%)，估算综合成本 11.5-12.0 元/公斤，只均盈利 0.0-0.5 元。

□ 猪鸡双主业，26Q1 业绩符合预期。公司披露 2026 年一季报，报告期内，公司实现收入 245 亿元 (yoy+0.3%)、归母净利润-10.7 亿元 (同比转亏)。主要系猪价低迷以及计提资产减值所致。分板块来看：1) 生猪养殖方面，公司出栏商品猪 934 万头 (yoy+14%)，估算综合成本 11.7-12.2 元/公斤，头均亏损 50-80 元。2) 黄鸡养殖方面，公司出栏肉鸡 3.00 亿羽 (yoy+6.7%)，估算完全成本 11.3-11.8 元/公斤，只均盈利 0.3-0.8 元。整体来看，26Q1，公司猪鸡双主业有效对冲周期波动，在猪价低迷背景下，仍展现较强的经营韧性。

□ 现金流继续改善，分红彰显价值。现金流方面，猪价低迷，但黄鸡相对景气，同时公司猪鸡养殖成本继续改善，2025 年以及 26Q1，公司分别实现经营性现金流净流入 118 亿元、12.9 亿元。分红方面，公司披露 2025 年分红预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)，合计分红 13.2 亿元，全年累计分红 33.1 亿元，占年度归母净利润的 63%。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。公司猪鸡双主业有效平抑周期波动，当前行业已处现金流深度亏损状态，生猪产能有望实质性去化，抬升 27 年猪价中枢。公司养殖成本优势明显，有望充分受益。我们预计公司 2026-28 年归母净利润分别为 32.6 亿元、149 亿元、139 亿元，对应 PE 分别为 33X、7.2X、7.7X，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	104924	103862	101857	117435	118227
同比增长	17%	-1%	-2%	15%	1%
营业利润(百万元)	9960	5831	3676	15847	14859
同比增长	-262%	-41%	-37%	331%	-6%
归母净利润(百万元)	9230	5266	3264	14853	13913
同比增长	-244%	-43%	-38%	355%	-6%
每股收益(元)	1.39	0.79	0.49	2.23	2.09
PE	11.5	20.2	32.7	7.2	7.7
PB	2.6	2.5	2.5	1.9	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/农林牧渔

目标估值：

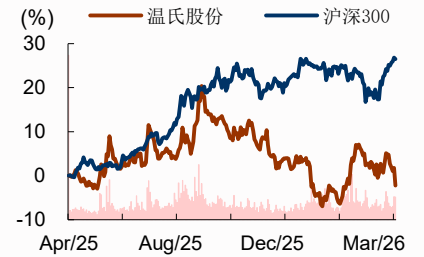
当前股价：16.02 元

基础数据

总股本 (百万股)	6654
已上市流通股 (百万股)	5949
总市值 (十亿元)	106.6
流通市值 (十亿元)	95.3
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	5.4
资产负债率	53.1%
主要股东	温鹏程
主要股东持股比例	3.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-7	0
相对表现	-8	-12	-27



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《温氏股份 (300498) — 养殖成本继续领先，高分红彰显价值》 2025-10-27
- 《温氏股份 (300498) — 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) — 负债率持续改善，25Q1 盈利略超预期》 2025-04-28

施腾 S1090522080002

shiteng@cmschina.com.cn

李秋燕 S1090521070001

liquyan@cmschina.com.cn

1: 2023Q2-2026Q1, 公司各季度业绩回顾

百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营业收入	21218	23500	25214	21842	24898	28644	29479	24318	25543	25942	28045	24531
YOY	25.2%	-3.4%	-9.5%	9.4%	17.3%	21.9%	16.9%	11.3%	2.6%	-9.4%	-4.9%	0.9%
营业成本	21616	21435	24713	21128	20545	21403	23640	20843	22146	23083	26141	23862
毛利润	(398)	2065	501	714	4353	7242	5839	3474	3397	2860	1904	669
毛利率	-1.9%	8.8%	2.0%	3.3%	17%	25%	20%	14%	13%	11%	7%	3%
销售费用	221	226	238	216	220	220	262	219	249	248	254	238
管理费用	1227	1159	1184	1142	1116	1393	1426	968	921	921	838	742
研发费用	136	139	192	127	173	162	212	142	220	233	220	165
财务费用	438	287	240	283	267	195	291	190	183	174	160	182
营业利润	(1803)	134	(1660)	(1247)	2806	5216	3185	2111	1485	2025	210	(1055)
少数股东损益	20	(9.1)	60.8	(20.6)	122	126	153	73	(17)	105	47	(18)
归母净利润	(1940)	159	(1860)	(1236)	2563	5081	2822	2001	1473	1781	11	(1070)

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 2013-2026Q1, 公司营业收入及其变化情况



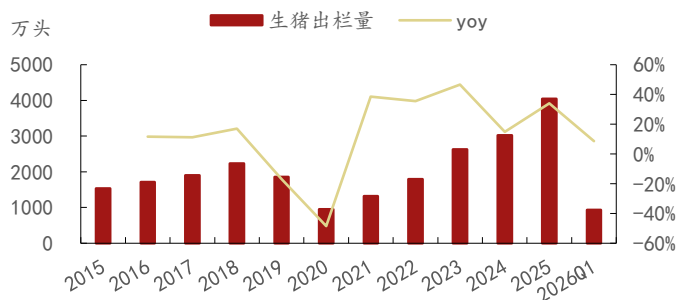
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 2013-2026Q1, 公司归母净利润及其变化情况



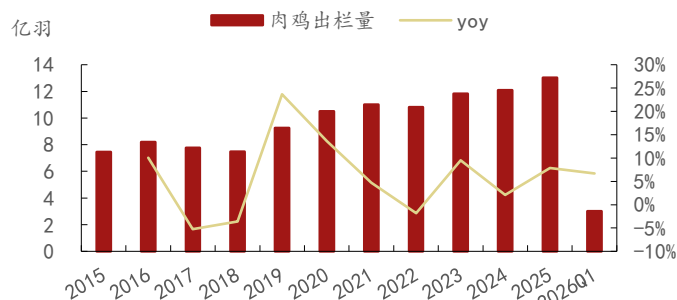
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 3: 2015-2026Q1, 公司生猪出栏量情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 2015-2026Q1, 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	35523	29007	36075	42286	49757
现金	4460	1013	8207	13079	19994
交易性投资	2083	850	850	850	850
应收票据	2	10	10	12	12
应收款项	552	1077	1056	1218	1226
其它应收款	1360	1298	1272	1467	1477
存货	19401	20770	20757	21216	21713
其他	7665	3989	3923	4444	4485
非流动资产	58335	60501	59829	60227	59553
长期股权投资	1422	2218	2218	2218	2218
固定资产	35218	36749	36801	37846	37750
无形资产商誉	6459	6766	6089	5480	4932
其他	15236	14767	14720	14682	14651
资产总计	93858	89508	95904	102513	109310
流动负债	29136	27267	32597	24397	24641
短期借款	1432	75	9426	1000	1000
应付账款	8884	9771	9765	9981	10215
预收账款	372	384	383	392	401
其他	18448	17038	13022	13024	13025
长期负债	20744	17323	18323	19323	20323
长期借款	4511	880	1880	2880	3880
其他	16233	16443	16443	16443	16443
负债合计	49880	44591	50921	43720	44965
股本	6654	6654	6654	6654	6654
资本公积金	10135	9591	9591	9591	9591
留存收益	24163	25831	25768	38990	43991
少数股东权益	3025	2841	2971	3559	4110
归属于母公司所有者权益	40952	42076	42013	55234	60235
负债及权益合计	93858	89508	95904	102513	109310

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	19586	11807	9423	20089	19745
净利润	9611	5475	3393	15442	14464
折旧摊销	4850	4892	5672	5602	5674
财务费用	1098	707	539	458	218
投资收益	50	(203)	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	4171	1004	118	(1113)	(311)
其它	(193)	(67)	0	0	0
投资活动现金流	(7546)	(3180)	(4700)	(5700)	(4700)
资本支出	(9135)	(10737)	(5000)	(6000)	(5000)
其他投资	1589	7557	300	300	300
筹资活动现金流	(10378)	(13476)	2471	(9516)	(8130)
借款变动	(6102)	(8187)	6336	(7426)	1000
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	317	(544)	0	0	0
股利分配	(1663)	(4325)	(3327)	(1632)	(8912)
其他	(2931)	(420)	(539)	(458)	(218)
现金净增加额	1662	(4849)	7193	4872	6915

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	104924	103862	101857	117435	118227
营业成本	86715	92213	92156	94194	96400
营业税金及附加	162	169	165	191	192
营业费用	918	970	951	1292	1300
管理费用	5078	3649	3871	4580	4374
研发费用	675	815	799	1174	1182
财务费用	1035	707	539	458	218
资产减值损失	(327)	(309)	0	0	0
公允价值变动收益	(259)	311	50	50	50
其他收益	255	287	150	150	150
投资收益	(50)	203	100	100	100
营业利润	9960	5831	3676	15847	14859
营业外收入	28	44	50	50	50
营业外支出	416	278	300	300	300
利润总额	9572	5598	3426	15597	14609
所得税	(39)	123	33	155	145
少数股东损益	381	209	129	588	551
归属于母公司净利润	9230	5266	3264	14853	13913

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	17%	-1%	-2%	15%	1%
营业利润	-262%	-41%	-37%	331%	-6%
归母净利润	-244%	-43%	-38%	355%	-6%
获利能力					
毛利率	17.4%	11.2%	9.5%	19.8%	18.5%
净利率	8.8%	5.1%	3.2%	12.6%	11.8%
ROE	24.9%	12.7%	7.8%	30.5%	24.1%
ROIC	20.4%	12.1%	7.9%	27.1%	22.6%
偿债能力					
资产负债率	53.1%	49.8%	53.1%	42.6%	41.1%
净负债比率	12.3%	5.6%	11.8%	3.8%	4.5%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.7	2.0
速动比率	0.6	0.3	0.5	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1
存货周转率	4.4	4.6	4.4	4.5	4.5
应收账款周转率	195.0	127.0	94.6	102.0	95.8
应付账款周转率	8.7	9.9	9.4	9.5	9.5
每股资料(元)					
EPS	1.39	0.79	0.49	2.23	2.09
每股经营净现金	2.94	1.77	1.42	3.02	2.97
每股净资产	6.15	6.32	6.31	8.30	9.05
每股股利	0.35	0.50	0.25	1.34	1.25
估值比率					
PE	11.5	20.2	32.7	7.2	7.7
PB	2.6	2.5	2.5	1.9	1.8
EV/EBITDA	9.7	13.5	15.4	7.0	7.3

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。