

温氏股份 (300498)

证券研究报告
2024年10月24日

利润持续增厚，分红与股东共享盈利“蛋糕”

事件：

2024 年前三季度实现营收 754.19 亿元，同比+17%；实现归母净利润 64.08 亿元，同比+241%。其中，单 Q3 实现营业收入 286.62 亿元，同比+22%、环比+15%；实现归母净利润 50.81 亿元，同比+3097%、环比+98%。此外，公司拟每 10 股派发现金 1.5 元（含税）。

我们的分析和判断：

1、生猪板块：成本持续优化，单三季度头均盈利超 600 元

1) 24Q3:【量】719 万头，同比+10%、环比基本持平；【价】19.48 元/kg，环比+19%；【均重】121.94kg，环比-1.73kg；【成本】估计完全成本约 14.2 元/kg；【盈利】估计生猪板块利润 46 亿元左右，头均利润约 600+元/头（24Q2 头均盈利 250~300 元）。

2) 24Q1-Q3:【量】2156 万头，同比+18%；【价】16.70 元/kg，同比+11%；【均重】121.93kg，同比+2.65kg；【成本】估计完全成本约 14.6 元/kg 左右；【盈利】估计板块盈利 55~58 亿元左右，头均盈利 250~270 元/头。

2、家禽板块：弱β下的强α，单羽盈利可观

1) 24Q3:【量】3.2 亿羽，同比+5%、环比+15%；【价】13.14 元/kg，环比-3%；【均重】2.07kg，环比-0.04kg；【成本】估计完全成本 12 元/kg 左右；【盈利】估计板块利润约 7 亿元，对应单羽盈利 2.2~2.3 元。

2) 24Q1-Q3:【量】8.7 亿羽，基本与去年同期持平；【价】13.24 元/kg，同比-3%；【均重】2.12kg；【成本】估计 12.2~12.4 元/kg 左右；【盈利】估计板块利润约 15~20 亿元，单羽盈利约 1.7~2.3 元。

3、未来怎么看？

1) 猪：量、质双增。量方面，预计 9 月末能繁存栏量继续有所增加（生产性生物资产环比+0.3%），为后续出栏量持续增长奠定基础；成本方面，随着料肉比、PSY 等核心生产指标持续优化以及仔猪成本持续下降，奠定后续成本持续优化基础。

2) 禽：出栏量继续保持增长&成本有望继续获得改善。公司规划今年的肉鸡出栏量保持 5%~10% 增长，继续保持龙头地位；成本方面，随着料肉比的逐步下降及上市率的稳步提升，成本不断下降，预计单只盈利水平较为可观。

3) 资金：资产负债率加快修复。得益于畜禽价格上涨和成本改善，公司现金流入速度加快，财务数据有所优化。截至 Q3 末，资产负债率降至约 54.9%，相比 Q2 末下降约 4.1pct，完成此前对资产负债率降至 55% 以内的目标。

4、投资建议：

维持“买入”评级。基于：1) 成本行业领先且后续仍有下降空间；2) 出栏量增速在千万头部企业中较高；3) 当前市值对应 2024 年预估出栏量头均市值为 2000-3000 元/头，处于历史相对底部区间；4) 在行业谨慎补栏下，盈利周期有望延长，公司基于成本优势有望不断增厚利润空间，24 年有望实现大幅扭亏为盈，明年盈利有望持续。考虑到本轮周期社会面消费变化、补栏情绪、二育等因素影响，周期盈利时间或被拉长、周期高度或有所收窄，我们调整 24-26 年归母净利润为 124/137/106 亿元（前值为 140/173 亿元）；对应 EPS 分别为 1.87/2.06/1.59 元/股，继续重点推荐！

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	83,725.11	89,921.10	109,399.31	117,729.63	122,477.76
增长率(%)	28.88	7.40	21.66	7.61	4.03
EBITDA(百万元)	13,462.08	694.05	20,101.17	20,986.18	18,083.88
归属母公司净利润(百万元)	5,289.01	(6,389.66)	12,436.56	13,713.01	10,600.98
增长率(%)	(139.46)	(220.81)	294.64	10.26	(22.69)
EPS(元/股)	0.79	(0.96)	1.87	2.06	1.59
市盈率(P/E)	23.44	(19.40)	9.97	9.04	11.69
市净率(P/B)	3.12	3.75	3.73	2.28	1.97
市销率(P/S)	1.48	1.38	1.13	1.05	1.01
EV/EBITDA	9.97	198.28	6.34	5.26	5.65

资料来源：wind，天风证券研究所

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	18.63 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,653.91
流通 A 股股本(百万股)	5,439.24
A 股总市值(百万元)	123,962.40
流通 A 股市值(百万元)	101,333.02
每股净资产(元)	5.78
资产负债率(%)	54.86
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 联系人
chenlian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《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
- 《温氏股份-公司点评:猪鸡共舞，业绩有望实现高速增长!》 2023-02-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,265.52	4,266.00	7,057.33	25,289.68	34,982.99
应收票据及应收账款	537.99	521.47	694.08	614.03	746.84
预付账款	1,193.90	863.30	1,547.99	976.43	1,655.51
存货	20,388.33	20,335.66	19,560.41	25,219.08	21,975.10
其他	10,192.45	7,272.85	11,318.77	8,896.46	11,239.52
流动资产合计	36,578.18	33,259.28	40,178.59	60,995.67	70,599.95
长期股权投资	934.04	1,358.79	1,358.79	1,358.79	1,358.79
固定资产	35,076.82	34,372.39	34,583.81	33,861.71	32,539.51
在建工程	3,833.78	3,500.70	3,250.35	2,625.18	2,312.59
无形资产	1,648.20	1,512.12	1,459.40	1,406.68	1,353.96
其他	19,997.91	18,840.64	19,051.20	19,209.06	18,969.90
非流动资产合计	61,490.74	59,584.64	59,703.55	58,461.42	56,534.75
资产总计	98,084.50	92,895.14	99,882.14	119,457.09	127,134.71
短期借款	1,088.70	2,474.53	1,422.80	1,255.75	1,339.27
应付票据及应付账款	7,555.13	11,026.68	6,108.27	10,837.77	9,029.83
其他	15,972.13	17,265.42	16,718.50	18,985.10	19,017.57
流动负债合计	24,615.96	30,766.63	24,249.56	31,078.62	29,386.67
长期借款	10,152.95	7,597.11	9,265.03	11,241.29	12,261.19
应付债券	12,402.77	9,948.75	12,785.01	11,712.18	11,481.98
其他	7,662.86	8,364.22	7,300.00	7,775.69	7,813.30
非流动负债合计	30,218.58	25,910.08	29,350.04	30,729.16	31,556.47
负债合计	55,169.32	57,048.12	53,599.60	61,807.78	60,943.14
少数股东权益	3,211.86	2,786.44	2,989.49	3,213.38	3,386.45
股本	6,554.14	6,652.03	6,653.91	6,653.91	6,653.91
资本公积	8,311.96	9,824.11	9,824.11	9,824.11	9,824.11
留存收益	24,147.81	16,528.72	26,477.97	37,448.38	45,929.17
其他	689.41	55.72	337.06	509.54	397.93
股东权益合计	42,915.18	35,847.02	46,282.54	57,649.32	66,191.57
负债和股东权益总计	98,084.50	92,895.14	99,882.14	119,457.09	127,134.71

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,641.40	(6,388.86)	12,436.56	13,713.01	10,600.98
折旧摊销	4,832.56	4,844.11	5,091.65	5,400.00	5,687.50
财务费用	1,977.67	1,329.29	1,969.19	1,177.30	1,224.78
投资损失	(1,473.05)	(857.20)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(3,423.91)	6,610.42	(9,703.41)	4,285.06	(1,608.54)
其它	3,519.86	2,056.18	197.39	627.72	3.24
经营活动现金流	11,074.53	7,593.94	9,791.38	25,003.08	15,707.97
资本支出	3,857.54	3,341.87	6,064.22	3,524.31	3,962.39
长期投资	184.68	424.75	0.00	0.00	0.00
其他	(9,805.02)	(7,081.29)	(10,830.48)	(8,008.32)	(7,317.63)
投资活动现金流	(5,762.80)	(3,314.66)	(4,766.26)	(4,484.02)	(3,355.24)
债权融资	(11,098.06)	(4,253.38)	21.07	339.37	(384.34)
股权融资	776.97	311.26	(2,254.85)	(2,626.09)	(2,275.07)
其他	1,096.44	(633.68)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(9,224.65)	(4,575.80)	(2,233.79)	(2,286.72)	(2,659.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,912.92)	(296.53)	2,791.33	18,232.34	9,693.32

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	83,725.11	89,921.10	109,399.31	117,729.63	122,477.76
营业成本	70,696.86	89,146.81	88,122.58	95,321.43	102,646.13
营业税金及附加	131.54	142.89	175.04	188.37	195.96
销售费用	812.31	906.79	984.59	1,295.03	1,224.78
管理费用	4,373.55	4,412.74	4,704.17	5,297.83	5,389.02
研发费用	531.74	591.87	547.00	588.65	612.39
财务费用	1,816.12	1,212.87	1,969.19	1,177.30	1,224.78
资产/信用减值损失	(338.15)	(249.47)	(33.52)	(33.05)	(23.84)
公允价值变动收益	(773.79)	(511.57)	(56.42)	347.86	(213.10)
投资净收益	1,473.05	857.20	200.00	200.00	200.00
其他	(1,116.16)	(451.96)	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,118.05	(6,137.07)	13,006.81	14,375.84	11,147.76
营业外收入	144.47	36.57	122.98	101.34	86.96
营业外支出	447.49	270.18	311.24	342.97	308.13
利润总额	5,815.04	(6,370.68)	12,818.56	14,134.21	10,926.59
所得税	173.64	18.18	128.19	141.34	109.27
净利润	5,641.40	(6,388.86)	12,690.37	13,992.87	10,817.33
少数股东损益	352.39	0.80	253.81	279.86	216.35
归属于母公司净利润	5,289.01	(6,389.66)	12,436.56	13,713.01	10,600.98
每股收益(元)	0.79	(0.96)	1.87	2.06	1.59

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	28.88%	7.40%	21.66%	7.61%	4.03%
营业利润	-147.19%	-200.31%	-311.94%	10.53%	-22.45%
归属于母公司净利润	-139.46%	-220.81%	294.64%	10.26%	-22.69%
获利能力					
毛利率	15.56%	0.86%	19.45%	19.03%	16.19%
净利率	6.32%	-7.11%	11.37%	11.65%	8.66%
ROE	13.32%	-19.33%	28.73%	25.19%	16.88%
ROIC	17.60%	-10.93%	39.81%	32.99%	30.00%
偿债能力					
资产负债率	56.25%	61.41%	53.66%	51.74%	47.94%
净负债率	59.03%	62.18%	46.43%	8.28%	-6.16%
流动比率	1.47	1.07	1.66	1.96	2.40
速动比率	0.65	0.42	0.85	1.15	1.65
营运能力					
应收账款周转率	176.22	169.75	180.00	180.00	180.00
存货周转率	4.74	4.42	5.48	5.26	5.19
总资产周转率	0.86	0.94	1.13	1.07	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.79	-0.96	1.87	2.06	1.59
每股经营现金流	1.66	1.14	1.47	3.76	2.36
每股净资产	5.97	4.97	4.99	8.18	9.44
估值比率					
市盈率	23.44	-19.40	9.97	9.04	11.69
市净率	3.12	3.75	3.73	2.28	1.97
EV/EBITDA	9.97	198.28	6.34	5.26	5.65
EV/EBIT	15.44	-33.58	8.48	7.08	8.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于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	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com