

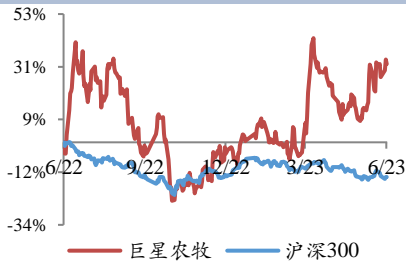
## 西南地区生猪养殖龙头，成本优势与成长弹性兼顾

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-06-28

收盘价(元)	33.35
近12个月最高/最低(元)	36.06/19.06
总股本(百万股)	506
流通股本(百万股)	482
流通股比例(%)	95.19
总市值(亿元)	169
流通市值(亿元)	161

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003  
电话：18502142884  
邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 巨星农牧：西南生猪养殖龙头，逆势快速扩张

乐山巨星农牧股份有限公司前身为四川振静股份有限公司，主要从事中高端皮革的研发、制造和销售。2020年资产重组后，公司新增以畜禽养殖为主的主营业务，聚焦养殖，逐渐成为西南地区集种猪繁育、商品猪生产、饲料生产于一体的农业产业化经营企业。2022年，公司实现营业收入39.68亿元，同比增长33.0%，其中，生猪出栏153.01万头，同比增长75.7%。

#### ● 主要上市猪企扩张减速，生猪养殖行业有望持续去产能

①受困于生猪养殖行业持续低迷，主要上市猪企资本支出逐年回落，2021-2022年分别降至974亿元、494亿元，2022年已回落至2019年的水平。②2022年末，主要上市猪企在建工程余额自2018年以来首次下降。同时今年以来，多家上市猪企陆续下修2023年出栏目标，从1-5月生猪出栏情况看，经过下修的出栏目标完成率较高。③2022年12月，生猪养殖行业再次陷入亏损，2023年1季度末全国能繁母猪存栏量降至4305万头，较2022年末下降1.9%，2023年4月全国能繁母猪存栏量环比再降0.5%。由于生猪养殖效率明显提升，产能需进一步出清。2023年1-5月，仔猪销售持续盈利，随着市场对下半年猪价预期的转变，6月仔猪价格开始明显回落。我们判断，随着生猪价格的持续低迷，仔猪销售或进入亏损期，产能去化有望加速。

#### ● 合理规划养殖产能，控制成本实现出栏高增

公司始终在提高生产管理效率，控制养殖成本的基础上实现出栏量快速扩张。2021-2022年，公司生猪出栏量分别为87.1万头和153.01万头，同比分别增长308.9%和75.7%。根据公司规划，2023-2024年生猪计划出栏量分别为300万头、500万头，并在之后三年实现年出栏1000万头的中长期目标。2023Q1，公司生猪出栏量约48万头，公司会根据育肥猪、仔猪价格变化进行合理的出栏调整，若后续仔猪价格走低，或考虑减少部分仔猪销售，我们预计2023年公司生猪出栏量为280-300万头。

#### ● 健全养殖管理体系，优化成本打造核心竞争力

公司深耕生猪养殖产业，逐渐建立了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，充分发挥业务链协同效应。①饲料端：全程饲料自主供应，主动调整饲料配方，以精准营养理念及时优化配方，在一定程度上减轻了饲料原材料成本上涨压力。②种源端：公司深度合作世界知名种猪改良公司PIC，通过自繁降低仔猪成本、PIC配套系优良性能降低肥猪养殖成本，推动养殖指标不断优化。③管理端：公司与世界知名养猪服务技术公司Pipestone达成合作，通过借鉴学习海外先进管理经验加速自身养殖体系迭代。

**● 投资建议**

巨星农牧是我国西南地区优质养殖龙头，兼具出栏量成长弹性与养殖成本优势，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 52.48 亿元、91.20 亿元、121.02 亿元，同比增长 32.3%、73.8%、32.7%，对应归母净利润 0.55 亿元、9.68 亿元、13.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.11 元、1.91 元、2.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**● 风险提示**

畜禽产品价格波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3968	5248	9120	12102
收入同比 (%)	33.0%	32.3%	73.8%	32.7%
归属母公司净利润	158	55	968	1355
净利润同比 (%)	-39.0%	-65.3%	1664.3%	40.0%
毛利率 (%)	14.6%	7.5%	17.3%	17.8%
ROE (%)	4.3%	1.5%	20.6%	22.4%
每股收益 (元)	0.31	0.11	1.91	2.68
P/E	78.07	312.04	17.69	12.64
P/B	3.36	4.60	3.65	2.83
EV/EBITDA	23.77	59.27	15.20	11.08

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

<b>1 巨星农牧：西南养殖龙头，逆势快速发展</b> .....	<b>6</b>
<b>1.1 重组聚焦养殖，股权架构稳定</b> .....	<b>6</b>
<b>1.2 精细化养殖持续发力，营收端快速增长</b> .....	<b>7</b>
<b>2 生猪养殖行业有望持续去产能</b> .....	<b>10</b>
<b>2.1 主要上市猪企扩张明显减速</b> .....	<b>10</b>
<b>2.2 养殖效率明显提升，仔猪价格大跌或加速去化</b> .....	<b>12</b>
2.2.1 全国能繁母猪存栏量持续下行.....	12
2.2.2 生猪养殖效率明显提升.....	14
2.2.3 大体重猪对行情影响不容忽视.....	16
2.2.4 仔猪价格大跌或加速产能去化.....	17
<b>2.3 产能出清速度取决于疫情、深度亏损时间</b> .....	<b>17</b>
<b>2.4 产业有望持续去产能，估值先于提前基本面调整到位</b> .....	<b>19</b>
<b>3 成本优化+产能扩张，穿越周期实现量价齐升</b> .....	<b>20</b>
<b>3.1 合理规划养殖产能，灵活应对市场变化</b> .....	<b>20</b>
3.1.1 立足四川，打造世界级的农牧食品及皮革生产企业.....	20
3.1.2 生猪产能快速提升，控制成本实现出栏高增长.....	20
<b>3.2 紧密型“公司+农户”与一体化自主养殖结合</b> .....	<b>22</b>
<b>3.3 养殖管理体系完善，生产成本严格把控</b> .....	<b>23</b>
<b>3.4 公司经营稳健，以人为本重视人才培养</b> .....	<b>26</b>
<b>4 盈利预测、估值及投资评级</b> .....	<b>28</b>
<b>4.1 盈利预测</b> .....	<b>28</b>
<b>4.2 投资建议</b> .....	<b>29</b>
<b>风险提示：</b> .....	<b>29</b>
<b>财务报表与盈利预测</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构图	7
图表 3 2018-2023Q1 公司营收及 YOY, 亿元	7
图表 4 2018-2023Q1 公司归母净利润及 YOY, 亿元	7
图表 5 2020-2022 公司产品营收变化, 亿元	8
图表 6 2020-2022 公司产品占比变化	8
图表 7 2022 年公司分季度生猪出栏及销售	8
图表 8 2018-2023Q1 公司综合毛利率变化, %	9
图表 9 2020-2022 年公司主要产品毛利率变化, %	9
图表 10 2014-2023Q1 公司资产负债率变化情况, %	9
图表 11 2017-2023Q1 公司速动比率变化情况	9
图表 12 主要上市猪企资产负债率对照表, %	10
图表 13 主要上市猪企资本开支对照表, 亿元	10
图表 14 主要上市猪企在建工程和固定资产余额对照表, 亿元	11
图表 15 主要上市猪企出栏量及 2023 年出栏目标完成率	11
图表 16 能繁母猪存栏量走势图	12
图表 17 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图, 万头	13
图表 18 淘汰母猪价格对照表, 元/公斤	13
图表 19 二元母猪价格与生猪均价对照图, 元/公斤	14
图表 20 二元母猪价格与自繁自养盈利对照图	14
图表 21 全国生猪定点屠宰企业屠宰量, 万头	14
图表 22 主要上市猪企生猪出栏量, 万头	14
图表 23 温氏股份生产性生物资产对照表, 百万元	15
图表 24 牧原股份生产性生物资产对照表, 百万元	15
图表 25 新希望生产性生物资产对照表, 百万元	15
图表 26 唐人神生产性生物资产对照表, 百万元	15
图表 27 生猪出栏均重与猪价走势图对照图	16
图表 28 175 公斤与标猪出栏价差走势图, 元/斤	17
图表 29 大体重猪出栏占比与生猪出栏均重走势图对照图	17
图表 30 2018-2023 年 15KG 仔猪价格走势图, 元/头	17
图表 31 2023 年 15KG 仔猪价格走势图, 元/头	17
图表 32 全国猪粮比价走势图	18
图表 33 猪粮比对应时间列表	18
图表 34 主要上市猪企头均市值对照表	19
图表 35 公司企业文化及愿景	20
图表 36 2020-2024E 公司出栏量情况及规划, 万头	20
图表 37 2022 年公司生猪出栏结构	20
图表 38 公司现有产能情况	21
图表 39 公司产能地区分布	21

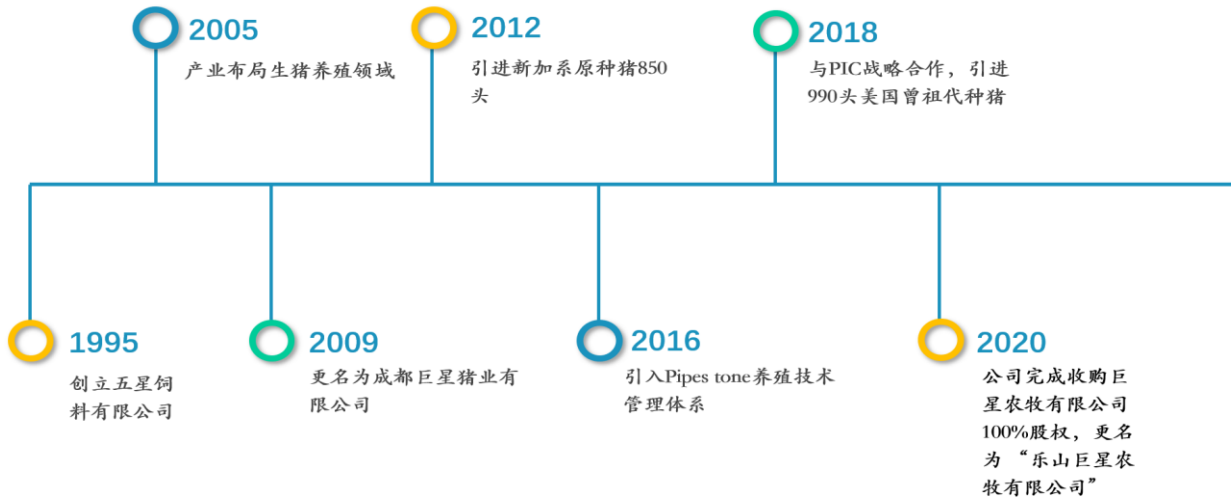
图表 40 2018-2023.3 公司固定资产余额, 亿元	21
图表 41 2018-2023.3 公司在建工程余额, 亿元	21
图表 42 2022 年末公司主要在建生猪养殖项目情况, 亿元	22
图表 43 2018-2023Q1 公司资本开支情况, 亿元	22
图表 44 2018-2023.3 公司生产性生物资产情况, 亿元	22
图表 45 紧密型“公司+农户”模式流程	23
图表 46 2021-2022 公司不同养殖模式存栏量占比, %	23
图表 47 2021-2022 年公司养殖场面积及养殖密度, 万平方米、平方米/头 (仅包括自建或者租赁的养殖场)	23
图表 48 2020 年至今玉米豆粕现货价格走势, 元/吨	24
图表 49 2020-2022 公司饲料产能产量情况, 万吨, %	24
图表 50 公司饲料全流程自主供应	24
图表 51 2022 年公司加大了糙米在配方中的比例	24
图表 52 2020-2021 年公司 PIC 合作高观场生产成绩	25
图表 53 2022 年 PIC 能繁母猪各指标情况	25
图表 54 PIC 种猪遗传改良指数逐年递增	26
图表 55 2022 年部分上市猪企 PSY 水平	26
图表 56 2018-2023Q1 同行公司资产负债率对比	26
图表 57 2018-2023Q1 同行公司速动比率对比	26
图表 58 2020-2023Q1 分季度公司经营现金净流量, 亿元	27
图表 59 巨星农牧“公司+农户”贷款模式流程	27
图表 60 2019-2022 公司员工结构	28
图表 61 公司人才培养星计划	28
图表 62 公司收入成本预测表, 百万元、%	28

# 1 巨星农牧：西南养殖龙头，逆势快速发展

## 1.1 重组聚焦养殖，股权架构稳定

资产重组赋予转型能量，加速发展养殖业务。乐山巨星农牧股份有限公司（简称“巨星农牧”）成立于 1993 年，前身为四川振静股份有限公司，主要从事中高端皮革的研发、制造和销售。2020 年 7 月，公司通过发行股份加配现金支付的方式完成对巨星农牧 100% 股权的收购，成功进行资产重组，并正式更名为“乐山巨星农牧股份有限公司”，增加了以畜禽养殖为主的主营业务。

图表 1 公司发展历程

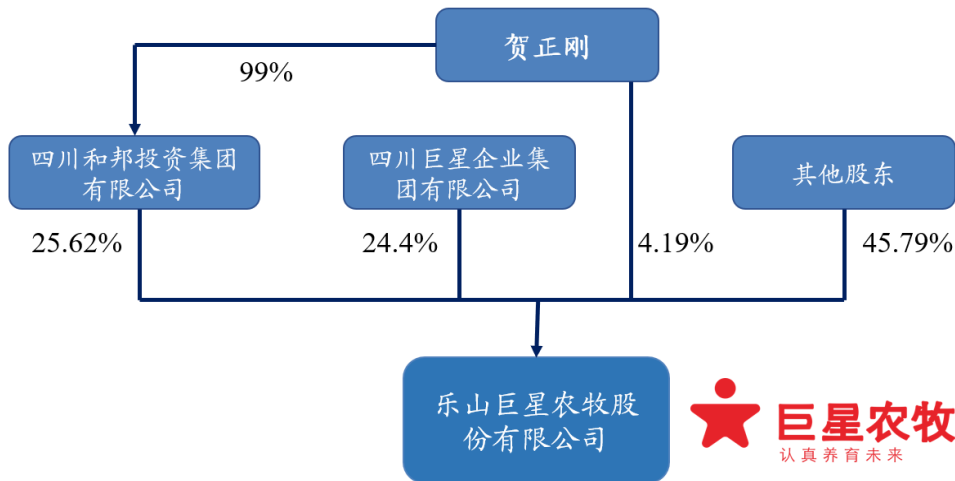


资料来源：公司公告、公司官网，华安证券研究所

公司目前主营业务包括畜禽养殖、饲料以及皮革业务。其中，皮革业务拥有汽车革、鞋面革、家私革三大产品线，产品链条完整。作为公司传统业务，皮革业务将在保持现有规模的前提下进一步“做精做细”，精准细分产品定位和市场定位，紧跟潮流趋势，引领市场发展。

2020 年公司资产重组后，养殖及饲料生产销售成为公司主营业务，公司现已形成生猪养殖行业较为完整的一体化产业链。2022 年末，公司自主经营育肥场 50 家以及标准化种猪场 29 家，是西南地区集种猪繁育、商品猪生产、饲料生产于一体的农业产业化经营企业。公司大部分生猪养殖采取紧密型“公司+农户”模式，少部分采用自繁自养模式，在饲养规模、育种技术、管理水平等方面均有显著优势，先后获得“中国畜牧行业百强优秀企业”、“农业产业化国家重点龙头企业”等荣誉。

图表 2 公司股权结构图



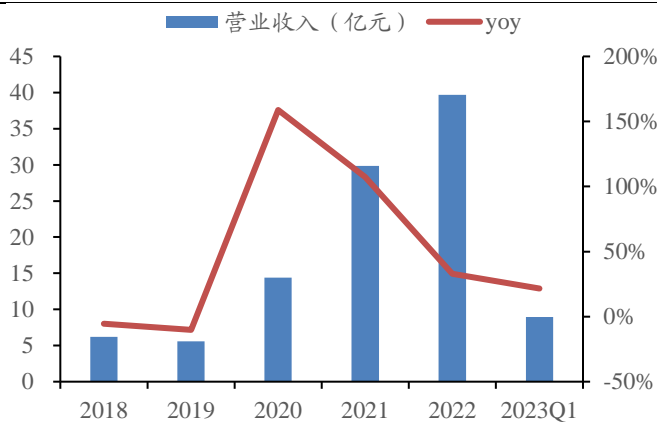
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司股权结构较为稳定，实际控制人贺正刚先生直接持有巨星农牧 4.19% 股权，并通过控股四川和邦投资集团有限公司间接持有公司 25.36% 股权，合计控股 29.55%。四川巨星企业集团有限公司为第二大股东，持股占比 24.4%。

### 1.2 精细化养殖持续发力，营收端快速增长

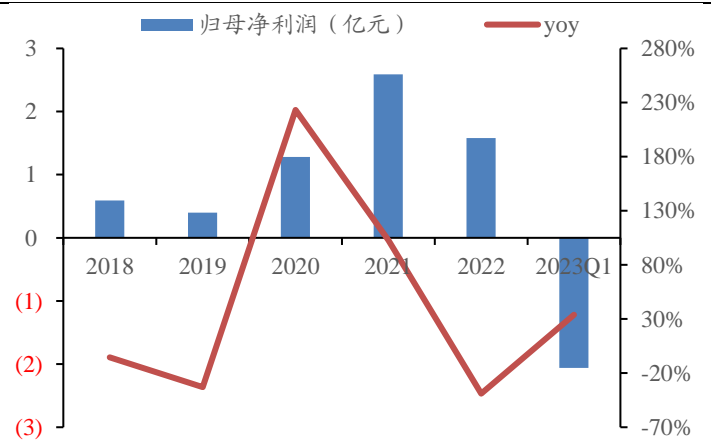
生猪出栏量持续高增带动公司营收增长，利润波动受行业周期变动影响明显。2020-2022 年，公司营业收入从 14.39 亿元增长至 39.68 亿元，年复合增长率达 66.1%，其中，2022 年公司营业收入同比增长 33.0%，归母净利润 1.58 亿元，同比下滑 39.0%。2023Q1，公司实现营收 8.94 亿元，同比增长 21.7%，归母净利润 -2.06 亿元，主要系猪价低迷叠加计提资产减值损失所致。

图表 3 2018-2023Q1 公司营收及 yoy，亿元



资料来源：wind，华安证券研究所

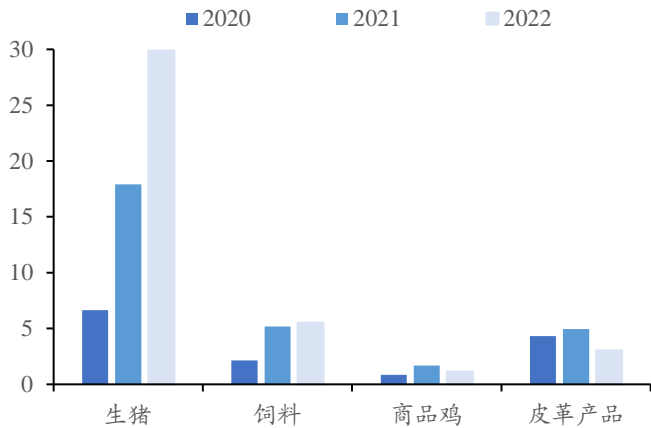
图表 4 2018-2023Q1 公司归母净利润及 yoy，亿元



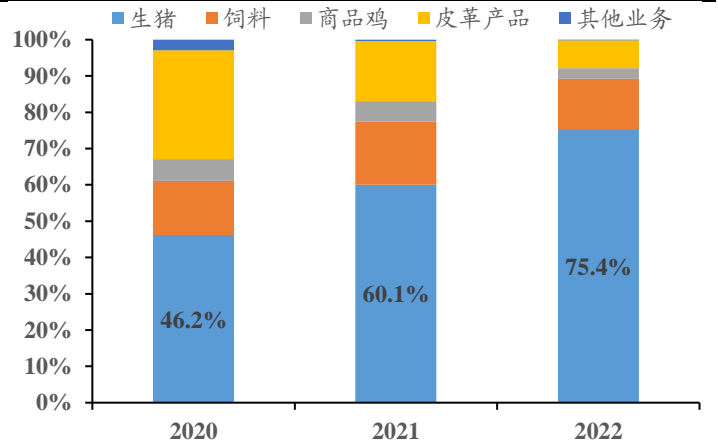
资料来源：wind，华安证券研究所

分产品看,公司营收主要由饲料、生猪、商品鸡以及皮革产品构成,随着公司养殖产能快速提升,生猪业务成为公司主要营收来源。2020-2022年,公司生猪产品营业收入从6.65亿元增长至29.9亿元,年复合增长率高达112.0%,在公司营收中占比从46.2%增长至75.4%。2022年,公司生猪出栏量为153.01万头,同比增长75.7%。分季度看,2022年公司主要营收及利润集中于下半年,其中,2022Q4营业收入14.52亿元,占比达36.6%,主要系生猪价格上涨以及公司出栏量增加等因素所致。

图表5 2020-2022公司产品营收变化,亿元



图表6 2020-2022公司产品占比变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 2022年公司分季度生猪出栏及销售

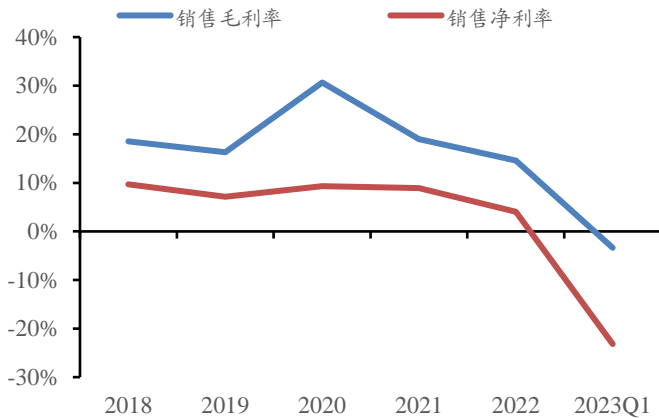
品种	项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
种猪	出栏量(万头)	0.38	0.58	0.73	0.73
	销售单价(元/头)	2,892.53	3,518.53	3,322.58	3,727.05
	出栏均重(公斤)	103.42	87.19	80.82	95.93
仔猪	出栏量(万头)	4.32	3.06	14.51	10.17
	销售单价(元/头)	535.57	519.10	625.85	649.10
	出栏均重(公斤)	6.63	9.05	9.37	11.31
育肥猪	出栏量(万头)	30.46	29.31	22.16	36.59
	销售单价(元/头)	12.89	14.58	22.18	23.49
	出栏均重(公斤)	124.20	123.49	122.18	127.47

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司主营业务毛利率与饲料原材料价格、生猪行业周期波动等因素高度相关。2022年,公司综合毛利率14.6%,同比下滑4.39个百分点。其中,生猪业务毛利率18.1%,同比下滑8.13个百分点,主要系饲料主要原材料价格波动上涨叠加上半年猪价低迷所致;饲料业务毛利率8.2%,同比提升0.31个百分点,主要系公司在加强精细化的同时主动调整饲料配方,在一定程度上缓解成本端压力所致。2023Q1公司毛利率-3.4%,主要系生猪价格持续下探,生猪销售业务出现亏损叠加商品鸡、皮革业务承压所致。

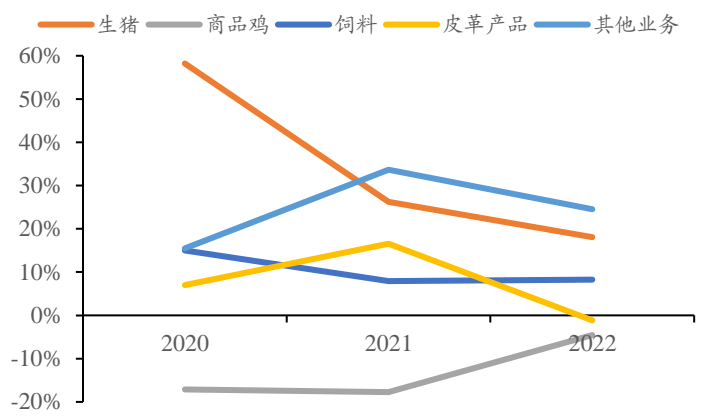


图表 8 2018-2023Q1 公司综合毛利率变化, %



资料来源: wind, 华安证券研究所

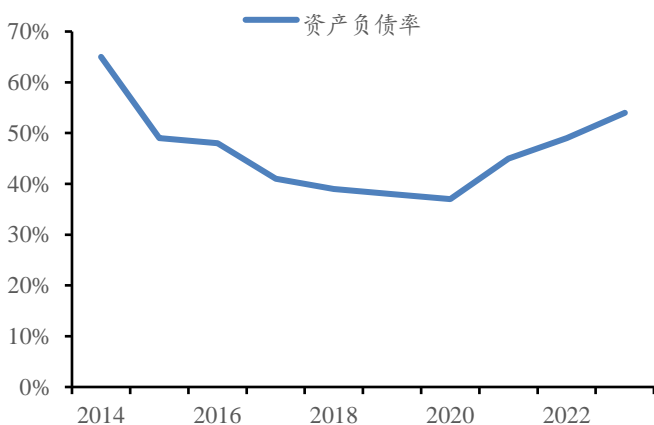
图表 9 2020-2022 年公司主要产品毛利率变化, %



资料来源: wind, 华安证券研究所

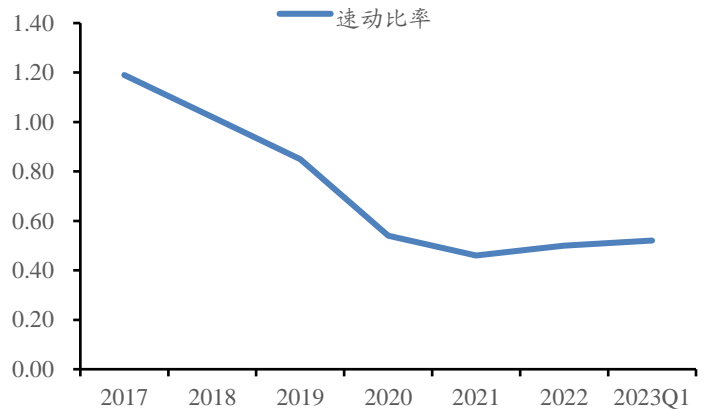
资本结构和偿债能力方面, 2023Q1 公司资产负债率增长至 54.1%, 同比提升 4.98 个百分点, 杠杆水平有所提高主要系生猪养殖行业持续低迷叠加公司新建猪场资金投入需求所致, 2023Q1 公司速动比率小幅提升至 0.52, 但仍保持偏低水平。

图表 10 2014-2023Q1 公司资产负债率变化情况, %



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 2017-2023Q1 公司速动比率变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 生猪养殖行业有望持续去产能

### 2.1 主要上市猪企扩张明显减速

主要上市猪企平均资产负债率达到 68%。今年 3 月末，主要上市猪企平均资产负债率达到 68%，处于 2013 年以来最高水平。其中，资产负债率超过 80% 的企业从高到低依次为，正邦科技 157%、正虹科技 90%、傲农生物 83%、天邦食品 83%；资产负债率超过 65% 的企业从高到低依次为，新五丰 75%、京基智农 72%、新希望 70%、华统股份 69%、金新农 69%。由于生猪养殖行业持续低迷，猪企负债率大概率进一步攀升。

图表 12 主要上市猪企资产负债率对照表，%

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	平均
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58	41	48		64	53
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57	46	53	65	70	51
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59	38	33	49	59	45
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43	32	32	48	58	42
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41	29	29	41	82	42
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35	34	27	39	76	48
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36	27	25	38	63	45
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49	21	33	37	72	47
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61	13	59	45	83	60
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62	14	71	49	85	65
2023.3	56	59	83	157	52	69	70	61	83	59		41	90	69	60	13	75	54	72	68

资料来源：wind，华安证券研究所

主要上市猪企资本支出逐年回落。主要上市猪企的资本开支于 2020 年见顶，高达 1437 亿元，2021-2022 年分别降至 974 亿元、494 亿元，2022 年已回落至 2019 年的水平。2023Q1 主要上市猪企资本开支 111 亿元（中粮家佳康未披露数据），2023 年全年或回落至 2017-2018 年低位。

图表 13 主要上市猪企资本开支对照表，亿元

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	合计
2017	63	98	10	41	6	2	25	3	4	11	10	1	0	1	6	2	0	0	1	286
2018	50	94	17	32	6	5	37	7	6	10	13	1	0	3	4	2	0	0	1	288
2019	131	124	12	57	14	5	93	8	7	9	10	1	1	6	2	2	1	0	1	483
2020	461	300	51	103	9	11	343	21	33	24	17	4	2	16	11	6	2	6	17	1437
2021	359	132	23	65	18	7	174	35	27	24	15	11	1	22	8	12	3	12	26	974
2022	157	94	11	13	14	4	69	21	15	16	10	13	0	11	5	8	3	11	19	494
2023.3	41	21	2	0	1	1	16	4	2	3		4	0	3	1	2	1	3	7	111

资料来源：wind，华安证券研究所

主要上市猪企 2022 年在建工程余额下降。2022 年末，主要上市猪企在建工程余额同比下降 14.4%，是自 2018 年以来首次下降。2023 年 1 季末，主要上市猪企

的固定资产余额、在建工程余额均与 2022 年末基本持平，不排除会进一步下行。

图表 14 主要上市猪企在建工程和固定资产余额对照表，亿元

	固定资产余额							在建工程余额						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3
牧原	106	135	189	585	996	1,064	1,075	15	37	86	148	111	74	64
温氏	144	183	227	285	354	351	345	36	35	30	86	48	38	40
天邦	14	21	31	55	60	78	78	2	8	6	9	28	13	13
正邦	67	92	99	149	165	108	105	22	31	37	12	38	41	41
天康	16	17	32	37	43	50	51	4	6	6	5	9	6	5
金新农	8	9	12	17	22	23	22	1	5	5	6	4	13	13
新希望	82	88	138	289	337	357	359	12	26	47	110	193	202	206
唐人神	19	22	25	32	56	86	84	2	3	5	12	19	5	8
傲农	7	12	17	40	57	63	63	2	3	7	15	13	12	11
大北农	46	48	60	72	89	105	104	7	3	4	14	16	5	4
家佳康	50	60	67	79	90	95	95							
东瑞	3	3	3	6	9	29	29	0	0	1	2	11	4	7
正虹	3	3	3	3	3	2	2	0	0	0	0	0	0	
华统	7	8	11	16	32	37	37	1	3	4	11	16	17	19
罗牛山	20	25	26	27	37	35	35	6	2	1	8	2	3	3
神农	5	6	7	9	16	20	22	0	0	1	3	3	3	3
新五丰	6	5	5	5	6	13	13	0	0	0	1	2	6	6
巨星	1	2	4	14	18	19	19	2	2	0	3	8	11	12
京基	6	7	5	5	32	48	58	0	0	0	10	12	6	4
合计	610	744	962	1,723	2,421	2,583	2,597	112	163	241	455	535	458	458
合计 yoy		22.0%	29.2%	79.2%	40.5%	6.7%	0.6%		45.6%	47.8%	88.7%	17.5%	-14.4%	0.1%

资料来源: wind, 华安证券研究所

**主要上市猪企陆续下调出栏目标。**今年以来，多家上市猪企陆续下修 2023 年出栏目标，从 1-5 月生猪出栏情况看，经过下修的出栏目标完成率较高。

根据出栏量从高到低排序，牧原股份出栏目标 6500-7100 万头，前 5 月出栏生猪 2495 万头，出栏目标完成率 35.1%-38.4%；温氏股份出栏目标 2600 万头，前 5 月出栏生猪 980 万头，出栏目标完成率 37.7%；新希望出栏目标 1850-2000 万头，前 5 月出栏生猪 773 万头，出栏目标完成率 38.7%-41.8%；大北农出栏目标 500-550 万头，前 5 月出栏生猪 239 万头，出栏目标完成率 43.5%-47.8%；中粮家佳康出栏目标 450 万头，前 5 月出栏生猪 203 万头，出栏目标完成率 45%；唐人神出栏目标 350 万头，前 5 月出栏生猪 135 万头，出栏目标完成率 38.5%；天康生物出栏目标 280-300 万头，前 5 月出栏生猪 107 万头，出栏目标完成率 35.7%-38.2%；华统股份出栏目标 250 万头，前 5 月出栏生猪 93 万头，出栏目标完成率 37.2%；神农集团出栏目标 150 万头，前 5 月出栏生猪 56 万头，出栏目标完成率 37.3%；东瑞股份出栏目标 100 万头，前 5 月出栏生猪 33 万头，出栏目标完成率 32.9%。

图表 15 主要上市猪企出栏量及 2023 年出栏目标完成率

2023 年	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农
--------	----	----	----	----	----	-----	-----	-----	----	-----	-----	----	----	----	-----	----

累计销量 (万头)																
1-2月	884	352	79	124	36	19	302	52	92	98	86	13	4	35	10	23
1-3月	1,385	560	133	173	57	28	472	78	139	144	127	21	6	53	17	35
1-4月	1,919	770	178	229	81	36	629	105	181	193	165	27	9	74	24	45
1-5月	2,495	980	245	271	107	47	773	135	231	239	203	33	11	93	31	56
累计销量 yoy (%)																
1-2月	13	37	18	-15	73	37	33	105	34	41	13	66	89	331%	41	72
1-3月	0	39	32	-29	51	-17	28	105	32	34	9	67	64	229%	61	58
1-4月	-5	41	29	-31	52	-15	30	92	27	36	8	61	53	189%	55	52
1-5月	-4	45	38	-34	48	-13	32	93	25	41	3	57	41	153%	62	63
2023年出 栏目标	6500- 7100	2600			280- 300		1850- 2000	350	低于 600	500- 550	450	100		250		150
出栏目标 完成率 (%)	35.1- 38.4	37.7			35.7- 38.2		38.7- 41.8	38.5		43.5- 47.8	45.0	32.9		37.2		37.3

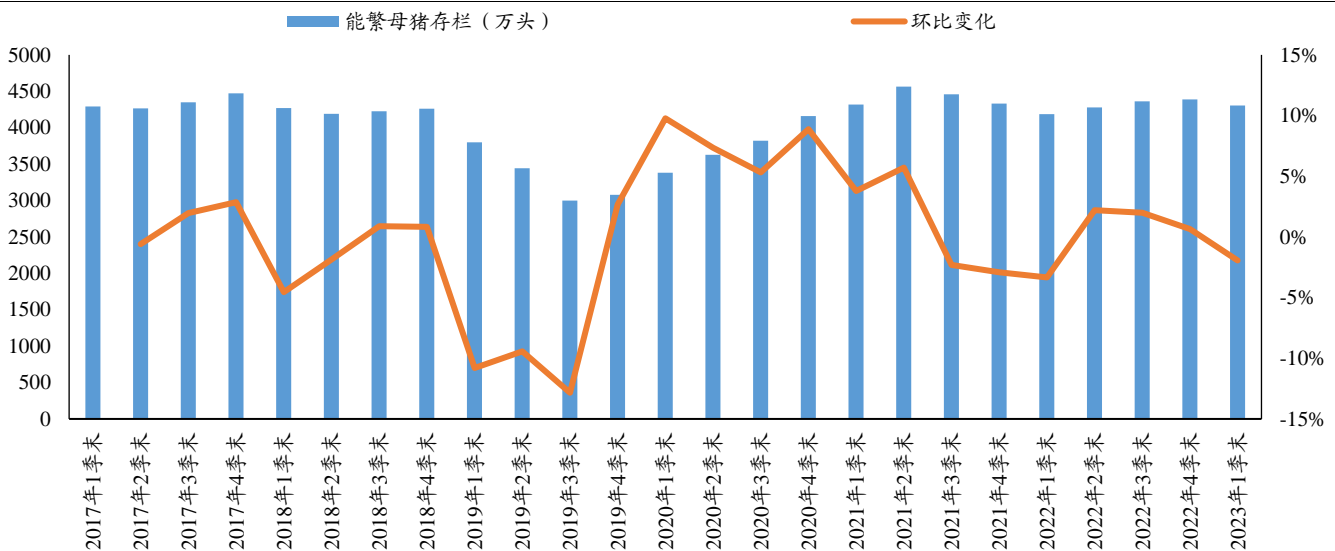
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 养殖效率明显提升，仔猪价格大跌或加速去化

### 2.2.1 全国能繁母猪存栏量持续下行

2022年4月猪价步入上行周期，5-6月生猪养殖户逐步进入盈利期，7月生猪价格创出非瘟疫情前新高，随着养殖户盈利和现金流不断改善，行业再次进入补栏阶段，据统计局数据，2022年末全国能繁母猪存栏量4390万头，较一季末低点上升4.9%。2022年12月，生猪养殖行业再次陷入亏损，2023年1季度末全国能繁母猪存栏量降至4305万头，较2022年末下降1.9%；农业部披露，2023年4月全国能繁母猪存栏量环比下降0.5%，同比增长2.6%。

图16 能繁母猪存栏量走势图

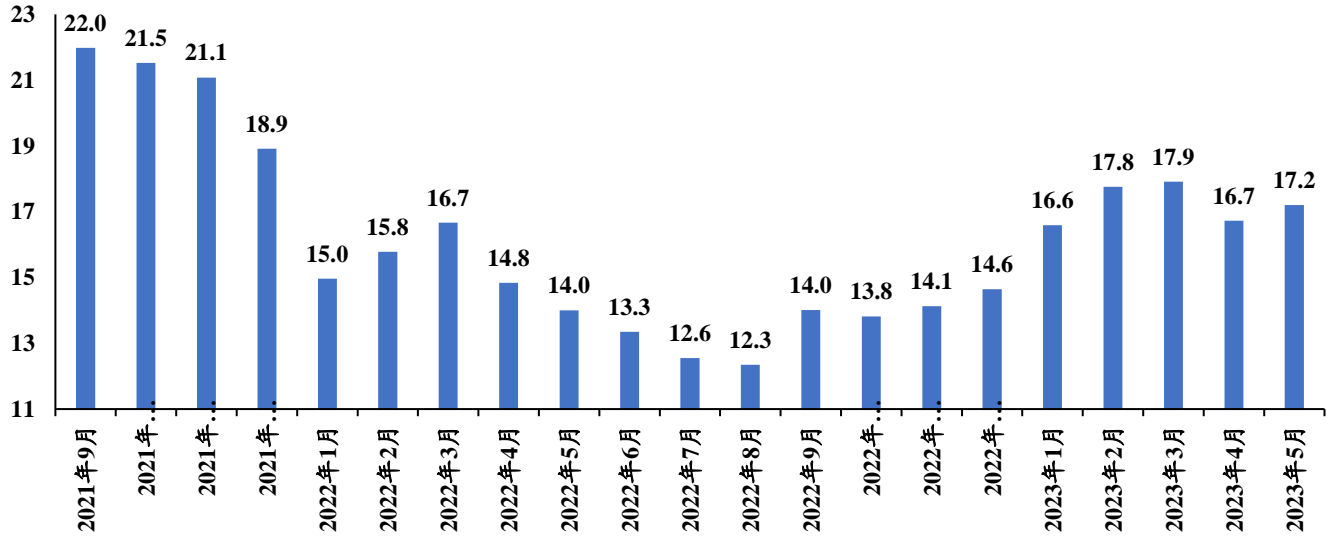


资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

2023年1-5月，全国五省（包括河南、山东、辽宁、四川、广西）淘汰母猪屠宰场宰杀量86.2万头，同比增长13%，淘汰母猪价格始终处于偏低水平。

本轮下行周期，种猪补栏理性。2022年7-10月，生猪价格频创非瘟疫情前新高，但二元母猪价格始终围绕35.27-36.52元/公斤（对应1763.5元/头-1826元/头）波动，2022年12月以来，猪价持续低迷，50公斤二元母猪价格逐步回落至1600-1650元/头。

图表 17 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图，万头



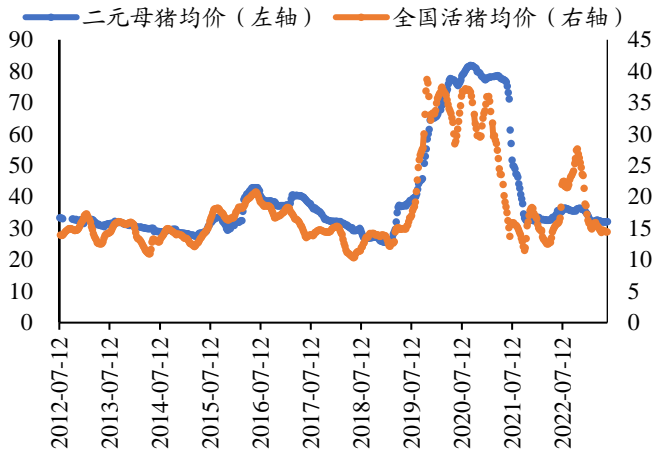
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所 (NOTE: 五省包括河南、山东、辽宁、四川、广西)

图表 18 淘汰母猪价格对照表，元/公斤

	2019年		2020年		2021年		2022年		2023年至今		当前日期	
	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价		
开始日期	5/17	10/25	2/7	7/3	9/24	1/8	2/11	10/14	1/27	2/24	6/2	
结束日期	5/23	10/31	2/13	7/9	9/30	1/14	2/17	10/20	2/2	3/2	6/8	
华中	河南	3.5-4	11.0-14.0	6	9.5-12.0	2.4-3.3	9.0-12.5	3.6-4.3	10.6-11.5	5.0-5.7	6.3-6.7	5.2-6.0
	湖南	4	14.5-15.5	9.0-10.3	11.8-13.5	3.0-3.3	10.6-13.4	3.5-4.3	10.2-12	5.1-5.6	6.3-6.8	5.2-5.9
	湖北	4	13.5-15.0	8.5-9.5	11.0-12.5	2.9-3.4	10.0-13.4	3.2-4.0	10.1-11.9	5.1-5.6	6.2-6.7	5.2-5.9
	安徽	4-4.8	12.0-15.0	10.5-11.2	10.5-11.8	2.5-3.6	10.0-13.5	3.6-4.3	10.8-11.8	5.0-5.7	6.3-6.7	5.2-5.9
	江西	4.3	11.0-14.0	8.0-9.0	10.0-13.2	3.0-3.7	10.9-13.0	3.7-4.4	10.1-11.5	4.7-5.5	6.2-6.8	5.2-5.8
华北	山西	4.5	10.0-12.5	7.5-8.0	8.7-11.0	2.8-3.5	8.8-11.99	3.4-4.1	10.6-11.4	4.8-5.5	5.9-6.5	5.2-5.9
	山东	4-5.5	11.0-14.0	10.0-11.0	9.5-12.0	2.1-3.5	8.5-12.5	3.5-4.5	10.7-11.7	5.3-6.0	6.2-6.9	5.2-5.9
	河北	4.2-4.3	13.0-14.0	8.0-9.0	10.5-11.8	2.6-3.1	9.0-12.5	3.0-4.2	10.6-11.5	4.6-5.3	6.2-6.8	5.2-6.0
东北	辽宁	4.0-5.0	12.0-14.0	10.0-12.5	11.0-14.0	2.6-3.0	12.0-14.0	3.4-4.5	9.8-11.3	5.0-5.3	5.9-6.7	5.1-5.7
	吉林	4.5-5	11.0-13.5	9.0-10.0	11.0-13.5	2.5-2.9	12.0-14.0	3.4-4.5	9.7-11.2	4.9-5.3	5.5-6.1	5.1-5.6
	黑龙江	4-4.5	11.0-13.0	8.5-9.0	11.0-13.0	2.5-2.9	11.0-13.0	3.2-4.2	9.5-11.1	4.9-5.2	5.5-6.1	5.1-5.6
西南	四川	5-5.5	14.0-16.0	9.0-10.7	10.0-12.0	2.9-3.4	11.0-12.2	3.5-4.2	10.7-11.8	4.9-5.6	6.1-6.6	5.3-6.2
	云南					2.6-3.0	10.5-11.5	3.1-3.7	10.4-11.5	4.6-5.4	5.9-6.3	5.1-5.7
	贵州					2.8-3.0	10.7-11.6	3.3-4.0	10.6-11.7	4.9-5.6	6.0-6.4	5.2-6.0
华南	福建	2.4	11.0-13.5	11.0-12.5	10.3-12.8	3.0-3.7	10.9-12.9	3.8-4.4	10.7-11.8	5.5-6.2	6.7-7.2	5.4-6.1
	广东	1.5-2	15.0-16.5	7.0-10.0	10.5-14.0	3.3-4.0	11.2-13.3	4.0-4.6	11.0-11.7	5.9-6.4	6.4-6.8	5.6-5.9
	广西	1.5-2	14.5-16.0	10.0-11.0	10.2-12.6	3.0-3.7	11.2-13.1	3.7-4.4	10.5-11.0	5.5-6.7	6.0-6.3	5.4-5.5
华东	浙江	4.5	12.5-14.0	11.0-12.0	10.8-12.5	2.8-3.7	10.8-14.0	3.8-4.7	12.0-12.4	5.4-6.0	6.5-7.3	5.7-6.0
	江苏	4	12.5-13.0	10.0-11.0	11.0-12.8	2.5-3.6	10.0-13.8	3.7-4.6	11.0-12.1	5.2-5.9	6.3-7.0	5.3-6.0

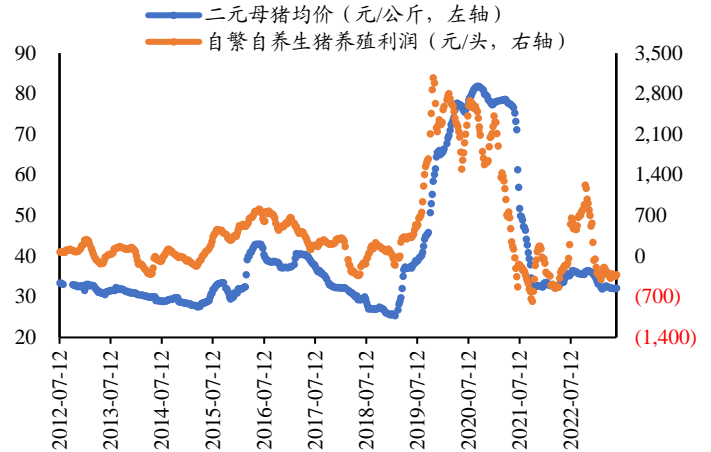
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 19 二元母猪价格与生猪均价对照图, 元/公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 二元母猪价格与自繁自养盈利对照图

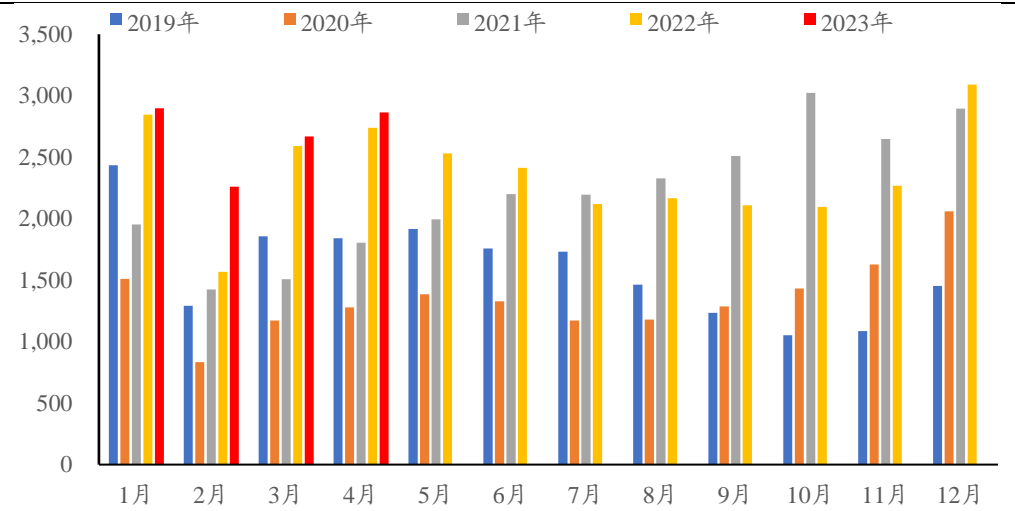


资料来源: wind, 华安证券研究所

### 2.2.2 生猪养殖效率明显提升

根据农业部数据, 能繁母猪存栏量于 2022 年 4 月降至最低点, 然而, 2023 年 1-2 月、3 月和 4 月生猪定点屠宰企业屠宰量同比分别增长 16.8%、3.1%、4.6%, 处于近年高位, 2023 年 1-2 月、3 月和 4 月 16 家上市猪企生猪出栏量同比分别增长 23.3%、0.9%、3.8%, 行业生猪养殖效率明显提升。

图表 21 全国生猪定点屠宰企业屠宰量, 万头



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 主要上市猪企生猪出栏量, 万头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家家康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	合计
2022.1	783	151	38	96	13	7	129	13	38	42	40	5	2	2	5	8	979
2022.2		107	29	50	8	7	98	12	31	28	36	3	1	6	2	5	813
2022.3	599	145	34	97	17	20	143	13	36	37	40	5	2	8	3	9	1,206
2022.4	632	143	38	92	16	9	113	17	39	35	37	5	2	9	5	7	1,196
2022.5	586	132	38	75	19	12	105	15	43	28	44	4	2	11	4	8	1,126
2022.6	528	123	31	75	21	13	98	16	49	29	31	3	2	12	4	6	1,041

2022.7	459	132	33	88	17	10	94	18	43	27	25	4	1	9	5	6	972
2022.8	489	150	32	61	21	10	94	17	48	34	26	4	1	13	4	8	1,012
2022.9	446	158	37	68	20	9	117	21	47	41	25	4	2	13	5	6	1,018
2022.10	478	165	39	64	15	13	146	21	50	38	33	5	1	12	4	8	1,091
2022.11	517	196	46	30	18	13	169	24	45	50	34	6	1	12	4	10	1,173
2022.12	603	187	48	49	20	4	157	29	51	55	41	5	1	13	5	11	1,280
2023.1	884	159	38	57	16	5	129	23	42	49	39	5	3	16	4	9	1,037
2023.2		194	40	67	20	14	173	29	50	49	47	7	2	19	6	14	1,172
2023.3	500	207	54	49	21	9	169	27	47	45	41	8	2	19	7	12	1,217
2023.4	534	211	46	57	25	8	157	27	43	50	38	7	3	20	7	10	1,241

资料来源：公司公告，华安证券研究所

观察主要上市猪企的生产性生物资产科目，其中，外购种猪占当期新增生产性生物资产占比明显回落，处置种猪占期初生产性生物资产余额明显下降，猪企繁育体系基本完成重建。

图表 23 温氏股份生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	2,600	2,748	3,005	3,534	8,873	6,440
本期增加:	2,347	2,183	4,730	14,527	5,895	4,915
外购	187	158	44	5,192	1,086	26
自行培育	2,159	2,026	4,685	9,087	4,809	4,889
企业合并				248		
本期减少:	2,198	1,926	4,202	9,188	8,328	4,591
处置	2,198	1,926	4,202	9,188	8,328	4,591
其他						
期末余额	2,748	3,005	3,534	8,873	6,440	6,764
处置/期初余额	85%	70%	140%	260%	94%	71%
外购/本期增加	8%	7%	1%	36%	18%	1%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 新希望生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	589	684	676	2,728	12,846	10,815
本期增加:	1,234	1,124	3,833	22,834	13,371	10,757
外购	268	276	1,414	8,364	1,310	269
自行培育	927	846	2,412	14,470	12,061	10,469
企业合并						
本期减少:	1,138	1,133	1,780	12,717	15,402	11,093
处置	526	553	723	1,505	9,965	7,168
其他						
期末余额	684	676	2,728	12,846	10,815	10,479
处置/期初余额	89%	81%	107%	55%	78%	66%
外购/本期增加	22%	25%	37%	37%	10%	2%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 牧原股份生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	1,106	1,613	1,737	4,194	8,233	8,484
本期增加:	2,356	2,346	4,731	10,762	12,414	9,641
外购	1	2	0	2	2	1
自行培育	2,355	2,345	4,731	10,759	12,412	9,639
本期减少:	1,848	2,223	2,274	6,723	12,164	9,386
处置	1,789	2,150	2,120	6,270	11,564	8,922
其他	59	73	153	453	600	464
期末余额	1,613	1,737	4,194	8,233	8,484	8,738
处置/期初余额	162%	133%	122%	149%	140%	105%
外购/本期增加	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 唐人神生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	78	165	181	199	462	496
本期增加:	127	102	114	468	567	583
外购	52	13	46	237	222	169
自行培育	27	79	69	231	325	414
企业合并	48	9	0	0	20	
本期减少:	39	86	96	205	533	314
处置	39	80	91	179	484	266
其他	1	6	5	26	49	47
期末余额	165	181	199	462	496	765
处置/期初余额	50%	48%	50%	90%	105%	54%
外购/本期增加	41%	13%	40%	51%	39%	29%

资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.2.3 大体重猪对行情影响不容忽视

我们根据生猪出栏均重与猪价对照图，得出以下结论：

1、出栏生猪体重峰值：2019-2021 年，受非瘟疫情影响，猪价长期处于高位，养殖户积极压栏和二次育肥，生猪出栏每年峰值分别达到 135.32 公斤、136.09 公斤、136.88 公斤。2022 年，市场倾向于二次育肥，出栏生猪均重最高达到 130.48 公斤。

2、猪价下行期，大体重猪集中出栏会导致猪价崩盘。2021 年生猪市场逐渐供过于求，大体重猪集中出栏已两次引发猪价暴跌：

第一次（2021/5/13-2021/10/8），出栏生猪均重从 136.88 公斤下降 12.5%至 119.79 公斤，生猪价格则从 2021 年初 36.73 元/公斤持续暴跌 72%至 2021/10/8 的 10.28 元/公斤；

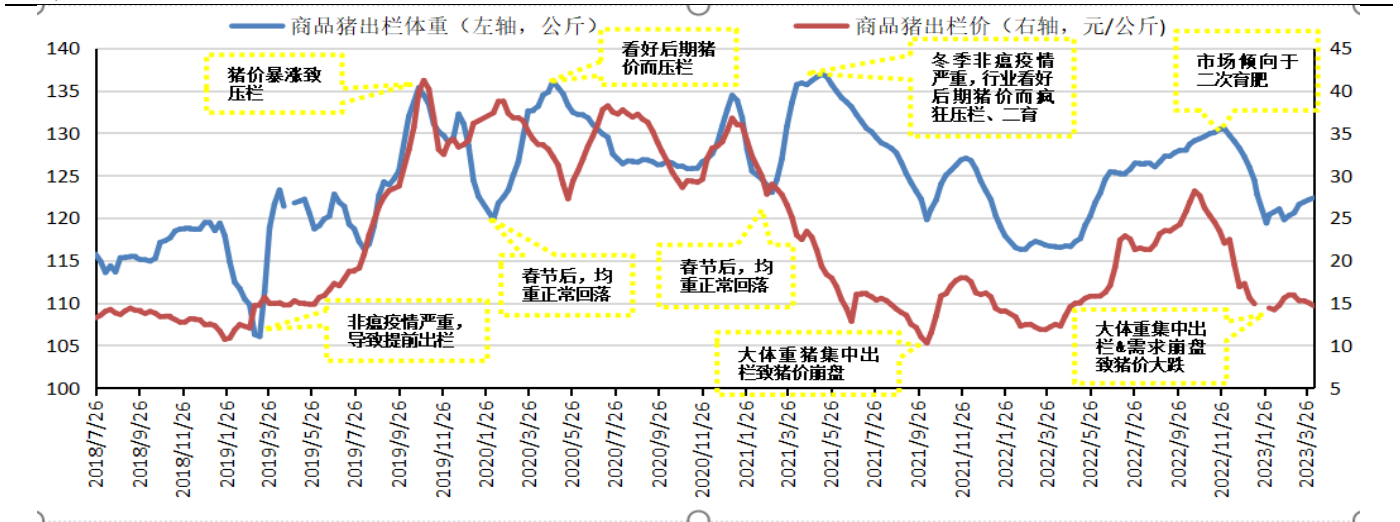
第二次（2022/12/1-2023/1/29），出栏生猪均重从 130.48 公斤下降 8.5%至 119.39 公斤，生猪价格则从 2022/10/20 的 28.16 元/公斤持续暴跌 47.8%至 2023/2/16 的 14.7 元/公斤。

3、然而，在生猪市场严重供不应求的情况下，大体重猪集中出栏的影响相对有限。

第一次（2019/10/24-2020/2/6），出栏生猪均重从 135.32 公斤下降 11.4%至 119.84 公斤，2019 年 10 月 31 日-2019 年 11 月 28 日生猪价格从 41.18 元/公斤大跌 21.2%至 32.47 元/公斤，生猪养殖盈利仍相当丰厚；

第二次（2020/4/30-2020/8/20），出栏生猪均重从 136.09 公斤下降 7%至 126.58 公斤，由于猪肉供给严重不足，2020 年 5 月 21 日-2020 年 7 月 23 日，猪价则从 27.25 元/公斤大涨 37.4%至 37.45 元/公斤。

图表 27 生猪出栏均重与猪价走势图对照图

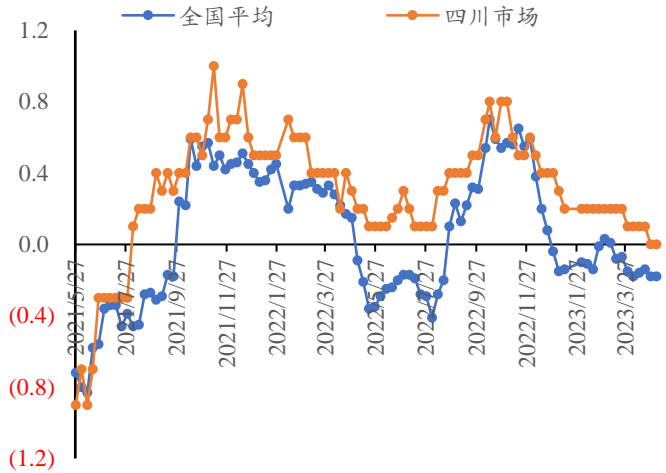


资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

据涌益咨询数据（6.9-6.15）：全国出栏生猪均重 121.27 公斤，周环比下跌 0.1%，同比下跌 2.7%，已连续第 6 周下降；175kg 与标猪价差-0.22 元/斤，200kg 与标猪价差-0.22 元/斤，150kg 以上生猪出栏占比 5.37%，周环比下跌 0.16 个百分点。整体看，当前生猪出栏均重处于正常水平，暂不会引发后期猪价大跌。

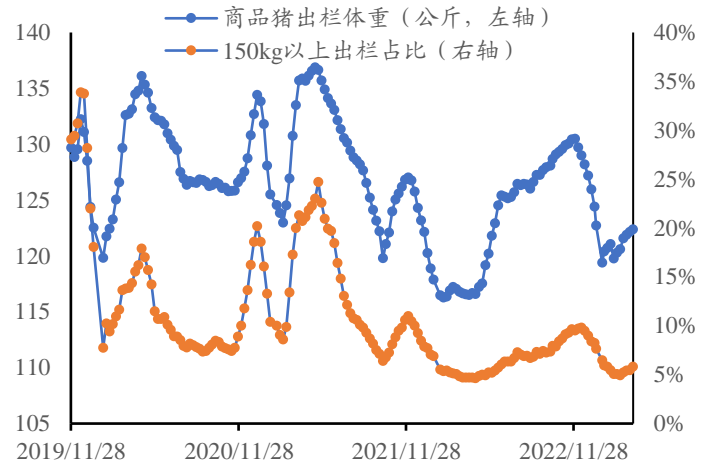


图表 28 175 公斤与标猪出栏价差走势图, 元/斤



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 29 大体重猪出栏占比与生猪出栏均重走势图

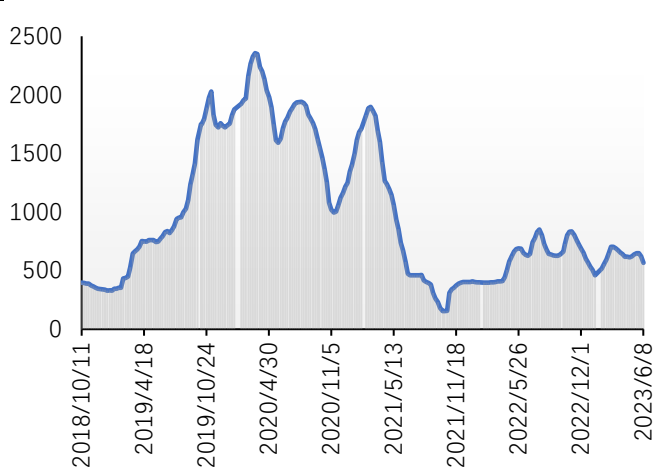


资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

### 2.2.4 仔猪价格大跌或加速产能去化

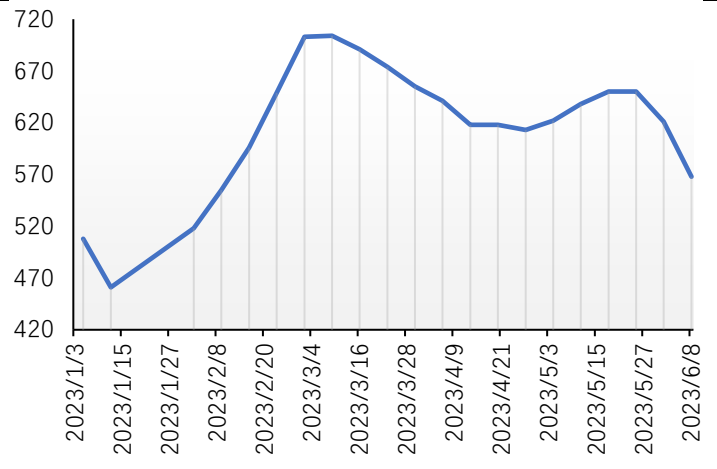
随着市场对下半年猪价预期的转变, 6 月仔猪价格开始明显回落。根据涌益咨询数据, 6 月 15 日, 规模场 15 公斤仔猪出栏价 508 元/头, 周环比大跌 10.1%, 同比下降 19.7%, 三周大跌 19.7%; 我们判断, 随着生猪价格的持续低迷, 仔猪销售若进入亏损期, 产能去化有望加速。

图表 30 2018-2023 年 15kg 仔猪价格走势, 元/头



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 31 2023 年 15kg 仔猪价格走势, 元/头



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

### 2.3 产能出清速度取决于疫情、深度亏损时间

根据 2009 年发布的《防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)》和 2012 年发布的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》, 我国生猪生产达到盈亏平衡点的猪粮比价约为 6:1。根据 2015 年发改委、财政部、农业部、商务部联合对外发布重新修订的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》(国家发展改革委 2015 年第 24 号公告), 全国平均生猪生产盈亏平衡点对应的猪粮比合理区间为 5.5:1-5.8:1。

由于盈亏平衡点持续波动, 我们将猪粮比划分为, 5.5-6.0、5.0-5.5、低于 5.0

以供参考。在过去四轮下行周期，每轮周期的亏损时长与亏损深度、疫情直接相关。

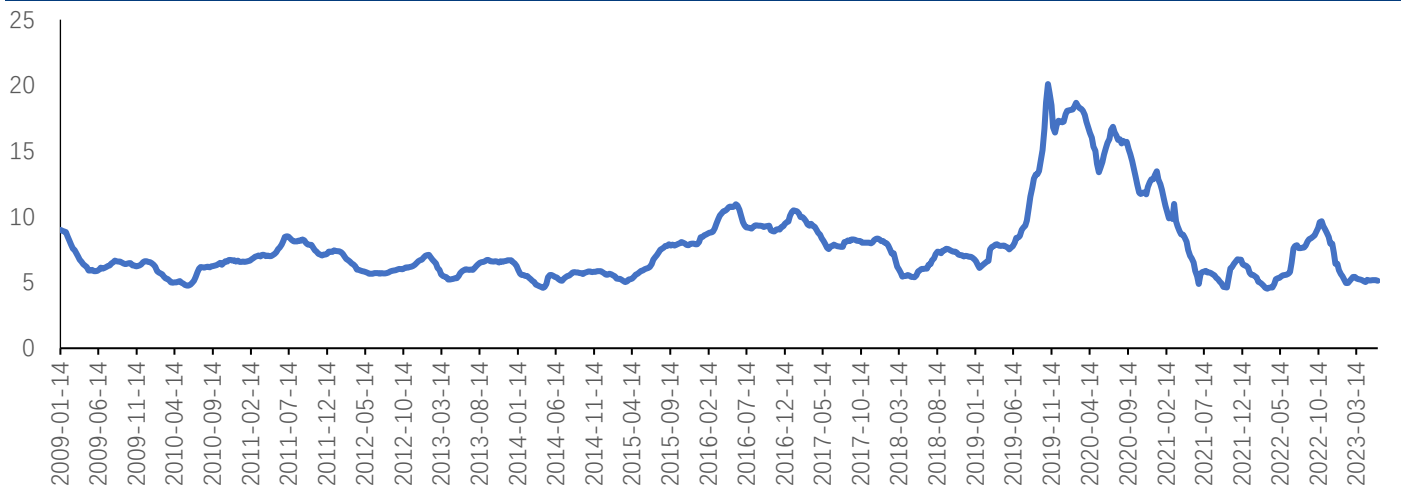
① 2008年4月至2010年4月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于5.5共17周；2016年5月至2018年5月猪价下行，2018年8月爆发非瘟，猪粮比低于5.5仅7周；

② 2011年9月至2014年4月猪价下行期，未曾出现严重疫情。猪粮比5.5-6.0共64周，5.0-5.5共33周，低于5.0仅6周时间，所以猪价磨底的时间很久；

③ 2021年1月至2022年3月猪价下行期，疫情相对可控。猪粮比低于5.0的时间长达18周，大幅亏损导致产能迅速出清，磨底时间短。

2022年10月至今，猪粮比5.0-5.5共18周，猪粮比低于5.0仅3周，本轮下行周期的产能出清时间将取决于疫情和深度亏损的时间，我们需要持续观察。

图表 32 全国猪粮比价走势图



资料来源：中国政府网，华安证券研究所

图表 33 猪粮比对应时间列表

完整周期	下行周期	猪粮比--对应时间段			猪粮比--对应时长		
		5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0	5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0
		2006/5-2010/4	2008/4-2010/4	2009/5/6-2009/6/17			6周
		2010/2/3-2010/2/24			3周		
			2010/3/3-2010/5/5			10周	
				2010/5/12-2010/6/23			6周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1周	1周	
		合计			<b>10周</b>	<b>11周</b>	<b>6周</b>
2010/4-2014/4	2011/9-2014/4	2012/4/11-2012/9/19			21周		
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1周	8周	
		2013/5/12-2013/6/12			5周		
		2013/6/26-7/17			3周		
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4周	4周	6周
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26周	10周	

		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4周	11周	
		合计			64周	33周	6周
2014/4-2018/5	2016/5-2018/5	2018/3/23	2018/3/28-2018/5/16		1周	7周	
		2018/5/23-2018/6/6			2周		
		合计			3周	7周	
2018/5-2022/3	2021/1-2022/3	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1周	1周	1周
		2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9周	3周	3周
		2022/1/12-2022/1/26	2021/10/20	2022/2/23-2022/4/20	3周	1周	9周
			2022/2/9-2022/2/16	2022/5/25-2022/6/22		2周	5周
			2022/4/27-2022/5/18			4周	
		合计			13周	11周	18周
2022/3-至今	2022/10-至今	2023/1/4-2023/1/18	2023/1/18-2023/2/1	2023/2/1-2023/2/22	2周	2周	3周
			2023/2/22-2023/6/7			16周	
		合计			2周	18周	3周

资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至2023年6月7日）

## 2.4 产业有望持续去产能，估值先于基本面调整到位

2021年6月-2022年4月，生猪养殖行业估计能繁母猪存栏量降幅15%-20%，理论上讲，2023年3-4月猪价有望达到阶段性高点，然而，生产效率快速提升导致2022年12月以来猪价持续低迷。我们判断，为迎接新一轮上行周期的开启，行业需要进一步去产能；今年3-4月是生猪出栏量最少的月份，然而，行业仍处于亏损状况，我们预计6-12月会以亏损为主，行业有望持续去产能。由于今年1-2月北方地区疫情较为严重，出现部分仔猪死淘，市场担心对应6-7月育肥猪阶段性短缺会造成猪价大涨，从而导致能繁母猪淘汰中止；然而，从我们观察看，6月至今猪价维持低迷，且2022年12月北方疫情已开始发酵，对应今年5月猪价也未上涨，6-7月生猪价格明显上涨的概率正在降低。本轮猪价下行周期（2022年10月至今），猪粮比处于5.0-5.5共18周，猪粮比低于5.0仅3周，后期产能出清速度将取决于疫情和深度亏损的时间，我们需要紧密跟踪6-7月猪价走势，以及南方雨季疫情进展。

据2023年生猪出栏量，预计温氏股份头均市值3215元、牧原股份3248元、新希望2655元、天康生物2300元、中粮家佳康头均市值1700元。一、二线龙头猪企估值均处历史底部，估值已先于基本面调整到位，继续推荐生猪养殖板块。

图表 34 主要上市猪企头均市值对照表

		牧原	温氏	天邦	天康	新希望	傲农	大北农	家佳康	东瑞	华统	巨星	新五丰
出栏量 (万头)	2022年	6,120	1,791	442	203	1,461	519	443	407	52	121	150	179
	2023E	6500-7100	2,600	575	280-300	1850-2000	600	600	450	100	250	300	400
头均市值 (2023年出栏)		3,248	3,215	1,410	2,300	2,655	1,300	2,017	1,700	5,000	3,640	5,400	2,500
总市值 (亿元)		2,306	1,136	81	109	531	78	271	77	50	91	162	100

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2023年6月21日）

### 3 成本优化+产能扩张，穿越周期实现量价齐升

#### 3.1 合理规划养殖产能，灵活应对市场变化

##### 3.1.1 立足四川，打造世界级的农牧食品及皮革生产企业

作为西南地区规模化生猪养殖龙头企业，公司秉承“认真养猪一百年，持续造福三代人”的理念，将生猪养殖作为未来发展的核心业务，将“高质量发展”作为未来的战略指导方向，以“滚动发展”、“做精做细”为经营理念，持续降低生产成本、不断提高产品利润率，适度负债、提高公司抗风险能力，保障公司资金安全，采取多种措施确保提升企业竞争力和盈利能力，积蓄发展后劲，打造世界级的农牧食品及皮革生产企业。

图表 35 公司企业文化及愿景



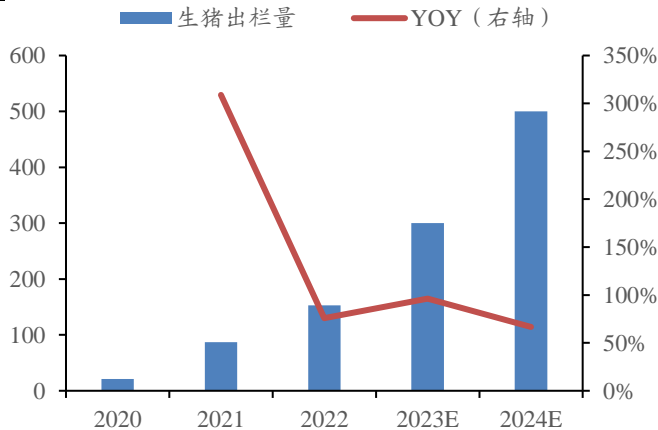
资料来源：公司官网，华安证券研究所

##### 3.1.2 生猪产能快速提升，控制成本实现出栏高增长

公司始终在提高生产管理效率，控制养殖成本的基础上实现出栏量快速扩张。2021-2022 年，公司生猪出栏量分别为 87.1 万头和 153.01 万头，同比分别增长 308.9%和 75.7%。

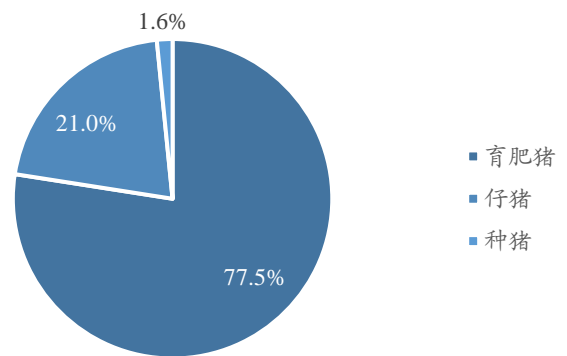
根据公司规划，2023-2024 年生猪计划出栏量分别为 300 万头、500 万头，并在之后三年实现年出栏 1000 万头的中长期目标。2023Q1，公司生猪出栏量约 48 万头，公司会根据育肥猪、仔猪价格变化进行合理的出栏调整，若后续仔猪价格走低，或考虑减少部分仔猪销售，我们预计 2023 年公司生猪出栏量 280-300 万头。

图表 36 2020-2024E 公司出栏量情况及规划，万头



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 37 2022 年公司生猪出栏结构



资料来源：wind，华安证券研究所

公司专注于养殖产业链的建设和发展,目前在全国布局了“成都基地、广元基地、泸叙基地、安徽基地、古蔺基地、眉山基地、乐山基地、雅安基地、德昌基地、平塘基地、屏山基地”等 11 个生猪养殖基地,形成标准化种猪场 29 个,并自主经营育肥场 50 家,签约合作农户 413 个,其中,2022 年新增育肥场 14 家,合作农户 89 个。目前,公司育肥场和养殖场基本都分布在四川省内,外省仅有贵州 10 万头和安徽濮阳 15 万头产能,集中式布局有利于公司更好地进行生产管理并降低运输成本。此外,公司深度布局饲料行业,在四川、重庆、云南等地拥有多个饲料生产基地,现有饲料生产能力超 100 万吨/年,有效发挥与养殖业务的协同效应。

图表 38 公司现有产能情况

项目	2022 年	2021 年
自主运营育猪场生猪存栏量 (万头)	37.19	21.57
合作农户生猪存栏量 (万头)	60.81	54.35
产能 (万头/年)	260.00	155.98
产量 (万头)	153.01	87.10
产能利用率	59%	55.9%

图表 39 公司产能地区分布



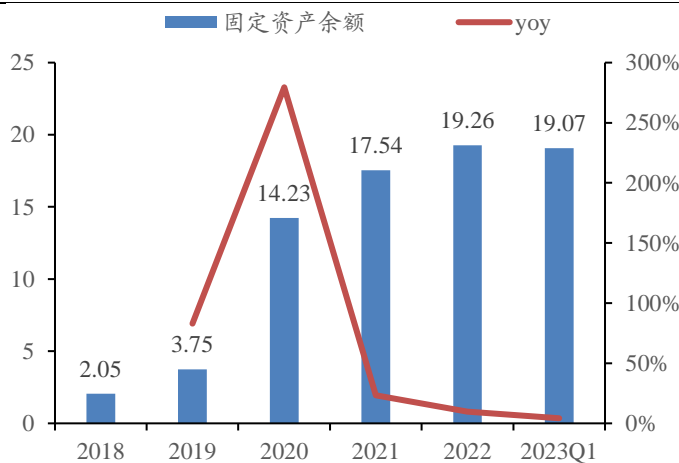
资料来源: 巨星农牧可转债追踪评级报告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

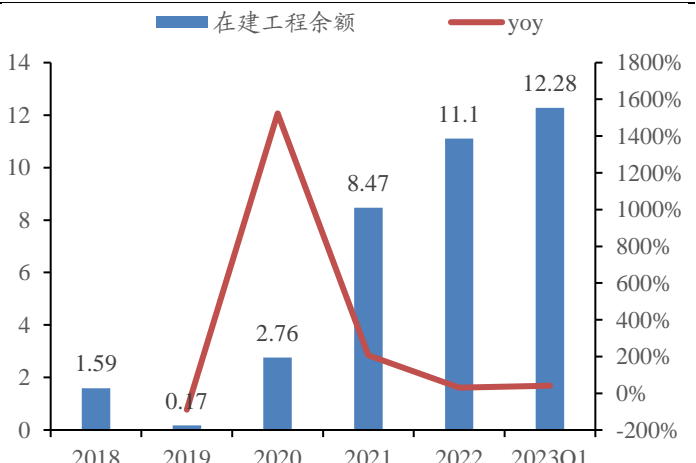
**固定资产及在建工程持续投入。**2022 年末,公司固定资产余额 19.26 亿元,同比提升 9.8%,在建工程规模 11.1 亿元,同比增长 31.1%;2023 年 1 季末,公司固定资产余额 19.07 亿元,同比提升 4.2%,在建工程 12.28 亿元,同比增长 41.4%。

2022 年,公司建设资金主要投向德昌巨星生猪繁育一体化项目和古蔺巨星石宝种猪场项目。德昌巨星生猪繁育一体化项目是公司重点推进的项目,是公司首个种猪繁育一体化生猪养殖场,将采用资源利用率更高的“楼房养猪”模式,预计项目建成后可容纳 3.6 万头母猪,生猪年出栏量可达到 97.2 万头。由于当前猪价波动较大,公司延缓了部分生猪养殖项目的建设,2023 年公司主要在建生猪养殖项目计划投资规模 7.7 亿元,主要投向德昌巨星生猪繁育一体化项目。

图表 40 2018-2023.3 公司固定资产余额, 亿元



图表 41 2018-2023.3 公司在建工程余额, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 42 2022 年末公司主要在建生猪养殖项目情况, 亿元

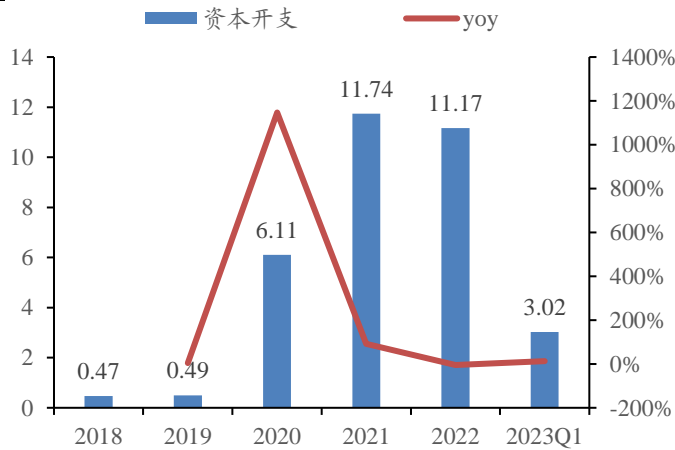
项目名称	计划总投资	已投资	2023 年计划投资规模
德昌巨星生猪繁育一体化项目	19.21	6.54	7
盐边巨星新民智慧养殖园区项目	3.5	0.51	0.05
石桥自建场项目	3	0.2	0.05
平府种猪场项目	2.2	0.14	0.05
古蔺巨星石宝种猪场项目	2.11	1.33	0.1
崇州巨星林秀商品猪养殖基地项目	1.1	0.13	0.3
巨星甘江 30 万头智慧养猪综合体建设项目	6.5	0.2	0.05
屏边种猪场项目	5.1	0.12	0.1
合计	42.72	9.17	7.7

资料来源: 巨星农牧可转债追踪评级报告、华安证券研究所

合理规划资本开支, 轻资产模式助推公司产能快速提升。2022 年, 公司资本开支 11.2 亿元, 同比下降 4.3%, 生产性生物资产 4.4 亿元, 同比提升 89.6%; 2023 年 1 季末, 公司资本开支 3.0 亿元, 同比提升 13.1%, 生产性生物资产 4.6 亿元, 同比提升 87.5%, 增速均高于行业平均水平。

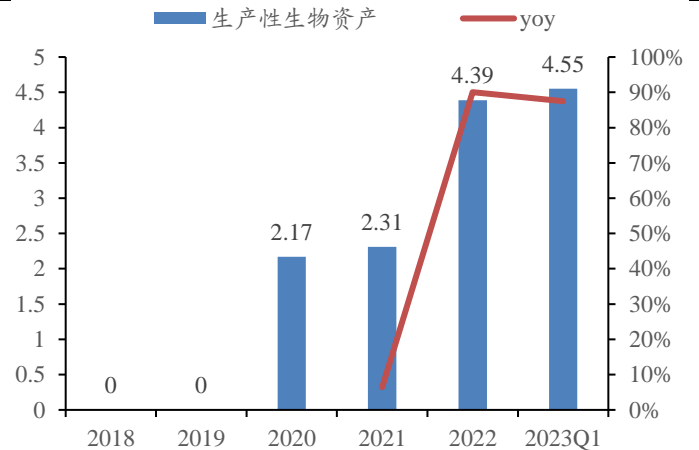
根据公司产品规划, 面对猪价持续低迷, 且行业存在大量在建及闲置过剩产能的现状, 公司将合理规划资本支出, 在建设德昌巨星生猪繁育一体化项目的基础上, 通过对现有养殖和管理体系的复制向外省进行产能扩张, 以租赁的轻资产模式扩大种猪和育肥规模, 减轻公司前期投入资金的压力以及项目开拓的成本, 满足公司未来出栏规划的需要。

图表 43 2018-2023Q1 公司资本开支情况, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 2018-2023.3 公司生产性生物资产情况, 亿元



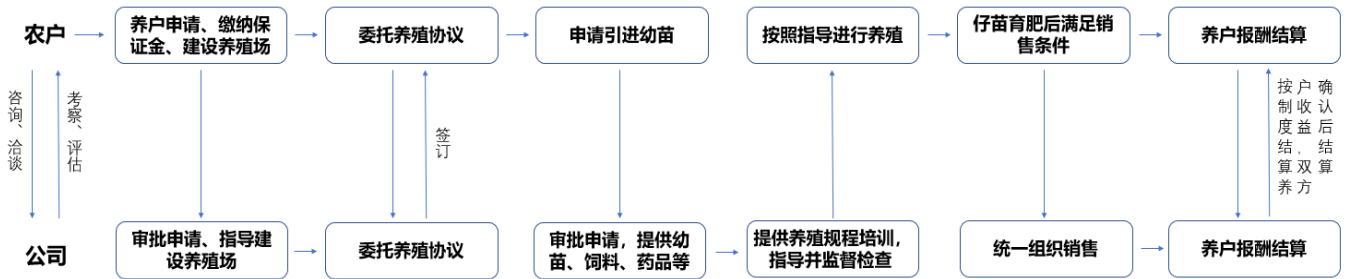
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 紧密型“公司+农户”与一体化自主养殖结合

公司养殖业务模式主要由紧密型“公司+农户”和一体化自主养殖两种生产模式构成。紧密型“公司+农户”模式是指, 由公司负责生猪、肉鸡育种和扩繁, 农户负责育肥, 通过委托养殖合作协议约定, 按分工合作方式进行生产, 按内部流程定价和核算方式计算收益, 该模式相对具有“轻资产”的特点, 对生产用厂房和机器设

备等资产需求相对较小，是公司目前主要采取的生猪养殖模式。

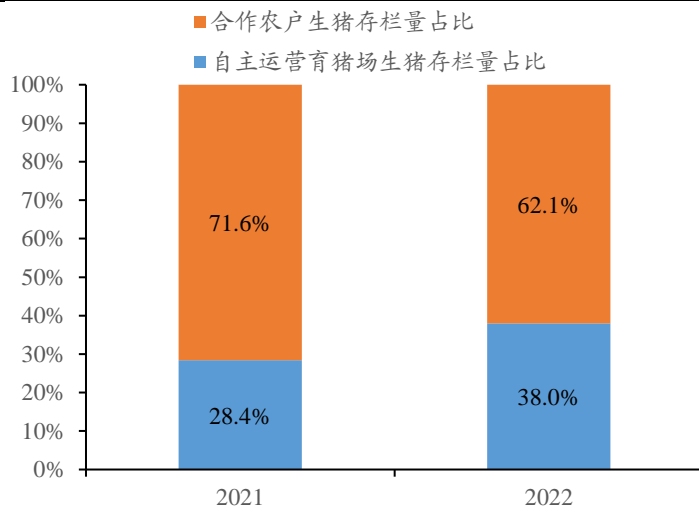
图表 45 紧密型“公司+农户”模式流程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

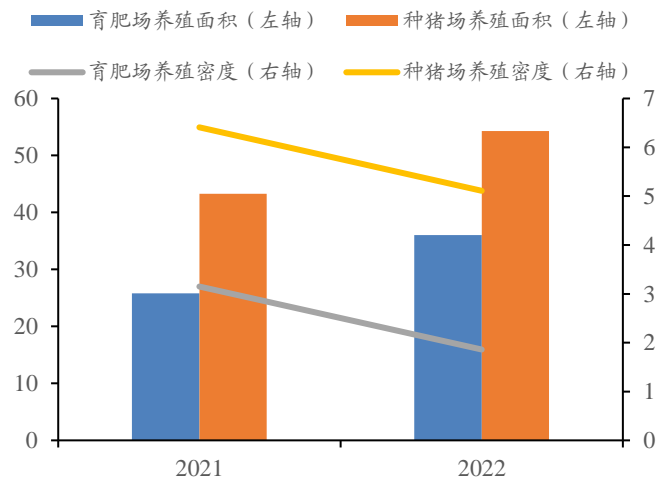
一体化自主养殖生产模式是指，公司从供应商 PIC 公司引进高质量、高健康种猪种群，进行祖代和父母代扩繁。种猪选育和扩繁、仔猪生产、商品猪育肥全程由公司负责，公司目前主要在西南布局种猪育种繁育基地，通过自建与租赁方式进行项目建设。伴随未来公司募投项目投产以及租赁产能持续增加，公司一体化自主养殖占比有望提升。

图表 46 2021-2022 公司不同养殖模式存栏量占比，%



资料来源：巨星农牧可转债追踪评级报告，华安证券研究所

图表 47 2021-2022 年公司养殖场面积及养殖密度，万平方米、平方米/头（仅包括自建或者租赁的养殖场）



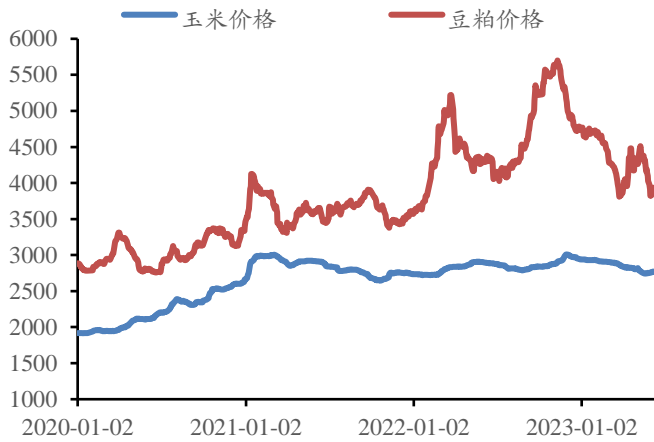
资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.3 养殖管理体系完善，生产成本严格把控

公司有效把控生猪养殖成本，2022 年完全成本处于上市猪企第二梯队。公司深耕生猪养殖产业，逐渐建立了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，充分发挥业务链协同效应，深度控制生猪养殖业务的各个环节，有效把控养殖成本。2022 年，公司生猪养殖业务单位成本为 1600.99 元/头，据我们估算，公司商品猪完全成本约 16.6 元/公斤，在主要上市猪企中仅高于牧原股份，处于上市猪企第二梯队。

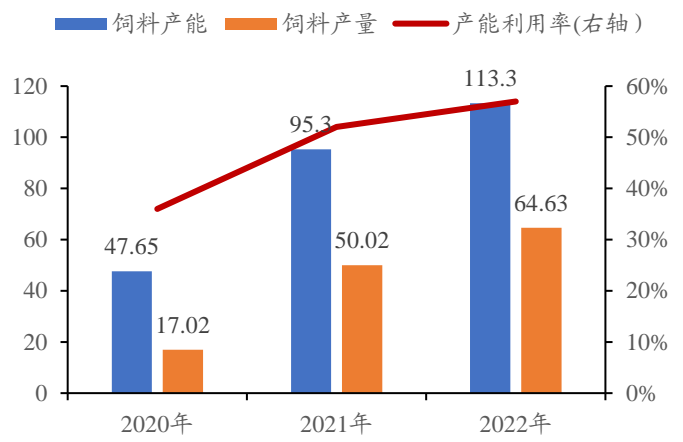
饲料是生猪养殖成本的主要来源。受养殖规模扩大以及原材料价格上涨等因素影响，2022年公司生猪养殖的饲料成本同比增长100.5%至17.38亿元，在养殖成本中的占比达到70.9%，同比提升5.4个百分点。公司养殖所需饲料基本由子公司供应，2022年公司饲料销量56.27万吨，其中，对内销售44.49万吨，占比79.1%。面对玉米、豆粕价格波动，公司主动调整饲料配方，以精准营养理念及时优化配方，在一定程度上减轻了成本上涨压力。

图表 48 2020 年至今玉米豆粕现货价格走势，元/吨



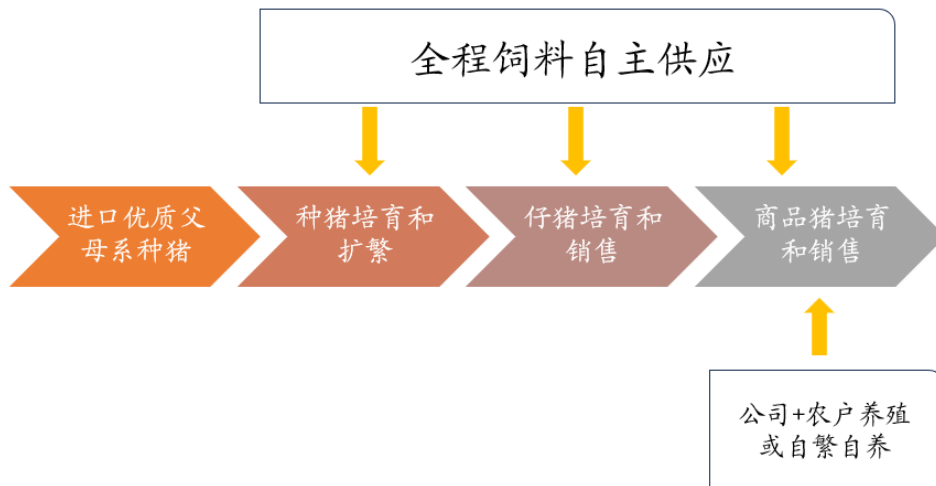
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 49 2020-2022 公司饲料产能产量情况，万吨，%



资料来源：巨星农牧可转债追踪评级报告，华安证券研究所

图表 50 公司饲料全流程自主供应



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 51 2022 年公司加大了糙米在配方中的比例

原材料	项目	2020	2021	2022
玉米	采购数量 (万吨)	16.40	14.97	27.39
	单价 (元/吨)	2485.36	3,062.87	3,088.72
	金额 (万元)	40,751.13	45,849.60	84,585.45
豆粕	采购数量 (万吨)	4.62	6.45	8.99
	单价 (元/吨)	3233.22	3,888.58	4,676.89
	金额 (万元)	14,941.26	25,067.41	42,038.85



糙米	采购数量 (万吨)	/	0.11	7.50
	单价 (元/吨)	/	2,785.27	2,991.30
	金额 (万元)	/	306.38	22,446.84

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**深度合作 PIC 引进优质种源。**2017 年，公司与世界知名种猪改良公司 PIC 签订《封闭扩繁总协议》，协议初始期限为七年零六个月，公司直接从 PIC 中国或通过进出口代理公司向 PIC 美国进行采购，选取生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪，充分利用杂交优势和性状互补原理，使其后代综合表现出优良性状。在此基础上公司繁育的四阴种猪具有产仔率高、仔猪存活率高等多种优点，有效降低了生产成本，推动养殖指标不断优化，2022 年公司养殖 PSY 达 26.77 头，在可比上市公司中处于靠前水平。

图表 52 2020-2021 年公司 PIC 合作高观场生产成绩

	目标值	2020 年	2021 年	累计两年
配种性能				
42 天受胎率	93%	93.3%	95.1%	94.3%
分娩性能				
分娩率	91%	90	92.5	91.4
每窝总仔数	14.8	15.5	15.4	15.5
每窝活仔数	14.5	14.0	14.5	14.3
死胎率	7.0	7.3	4.2	5.5
木乃伊率	2.0	2.5	1.5	2.0
断奶性能				
每头母猪窝断奶仔猪数	12.0	12.49	13.14	12.86
断奶体重	/	6.1	6.0	6.1
psy	/	29.01	31.88	30.60

资料来源：PIC 中国公众号，华安证券研究所

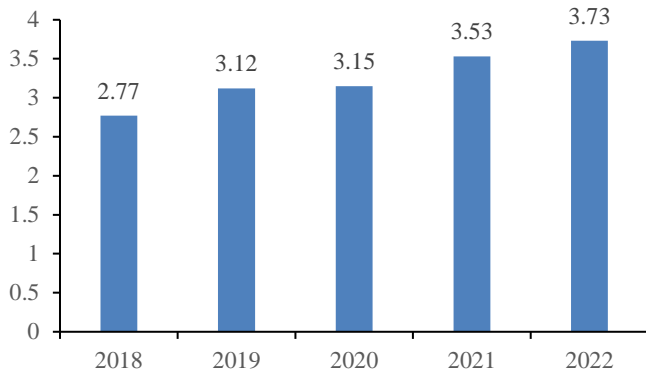
PIC 公司成立于 1962 年，长期以来通过对种猪遗传基因编辑，比如显性基因沉默、使用 RNA 干扰来关闭导致疾病的细菌基因等方式改善繁育后代的健康水平以及养殖效率。根据 PIC 中国披露的《2022 年母猪繁殖数据报告》，2022 年 PIC 从中国共收集 40.46 万份分娩数据，其中 PIC 母猪分娩率领先行业平均水平 8.16%；窝均总产、窝均活产、窝均断奶数比行业平均表现高 0.93、0.78 和 0.88，LSY 和 PSY 比行业平均水平高 0.36 和 6.17，在六项核心繁殖性状上均处于行业领先水平。

图表 53 2022 年 PIC 能繁母猪各指标情况

项目	分娩率	总产仔数	活产仔数	断奶数	平均 LSY	平均 PSY
PIC 母猪	86.40%	14	12.8	11.6	2.37	27.3
行业平均水平	78.24%	13.07	12.02	10.72	2.01	21.13

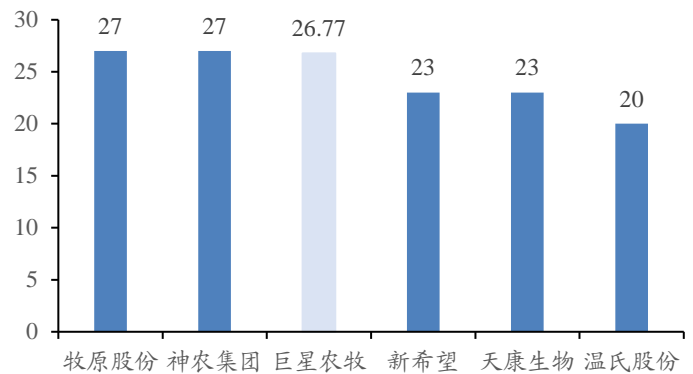
数据来源：PIC 中国 2022 年母猪繁殖数据报告、华安证券研究所

图表 54 PIC 种猪遗传改良指数逐年递增



资料来源：美国 PIC 年度报告，华安证券研究所

图表 55 2022 年部分上市猪企 psy 水平



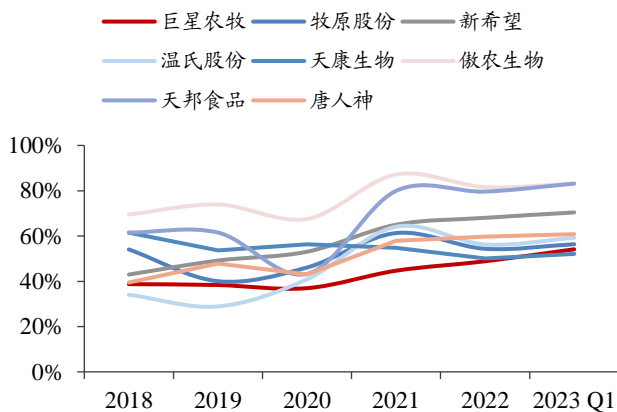
资料来源：公司公告，华安证券研究所

养殖管理方面，经过十余年规模化猪场管理的实践，公司现已具备丰富的养殖管理经验。2016 年 9 月，公司与世界知名养猪服务技术公司 Pipestone 达成合作，从猪场的选址、设计、建设、设施设备的配置、猪场的生产操作流程等方面引入全套养殖理念和生产技术体系，遵循现代化、规模化、工业化的养殖理念，加速自身养殖体系迭代，公司生产业绩、生产效率和生物安全均得到较大提高。

### 3.4 公司经营稳健，以人为本重视人才培养

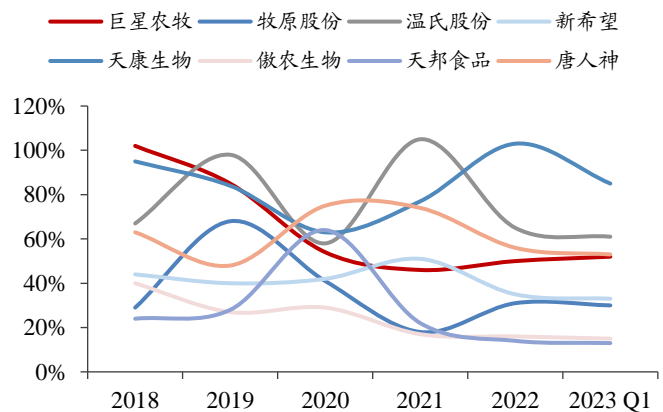
2023 年 1 季末，公司资产负债率 54.1%，速动比率为 0.52，资金储备以及偿债能力在同业可比上市公司中处于相对领先水平；现金流管理方面，通过适时调整产品销售结构以及控制成本，2023Q1，公司经营性净现金流 0.77 亿元，同比转正，在行业猪价低迷的背景下，公司经营仍表现出一定韧性。

图表 56 2018-2023Q1 同行公司资产负债率对比



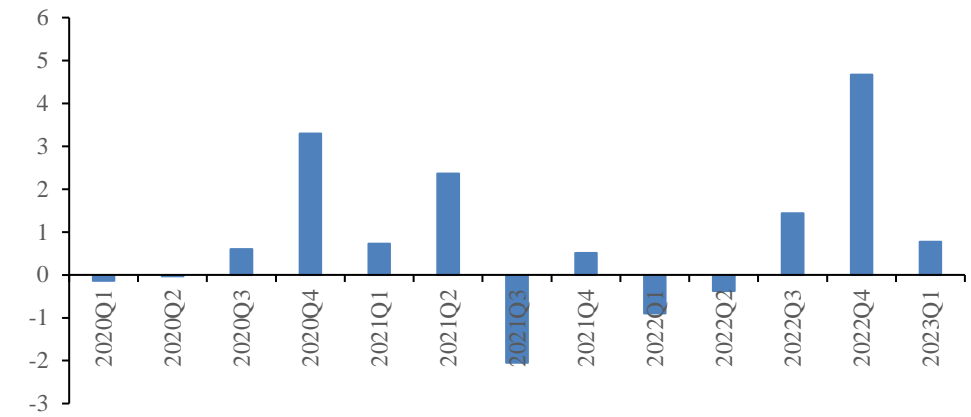
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 57 2018-2023Q1 同行公司速动比率对比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 58 2020-2023Q1 分季度公司经营性现金净流量, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

**深度合作养殖户，解决养户资金难题。**公司通过与银行合作签订助农合约帮助养殖户办理贷款，解决资金周转问题。通过对养殖户的筛选、监管实现头尾把控，提升养殖户粘性。同时为了保证产出，公司对代养户采取分级管理，对于绩效较差的养殖户，公司会对其赋能，进行管理培训，对绩效好的代养户会把养户的经验进行提炼和分享，并且会按照合同，给予一定现金激励。通过这些措施，公司目前优质养殖户占比实现了持续提升。

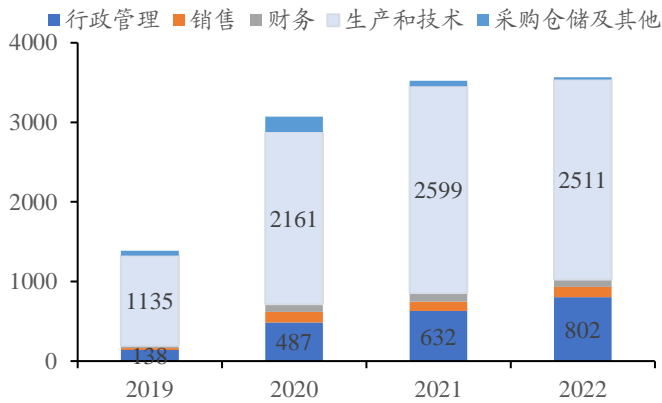
图表 59 巨星农牧“公司+农户”贷款模式流程



资料来源: 巨能贷, 华安证券研究所

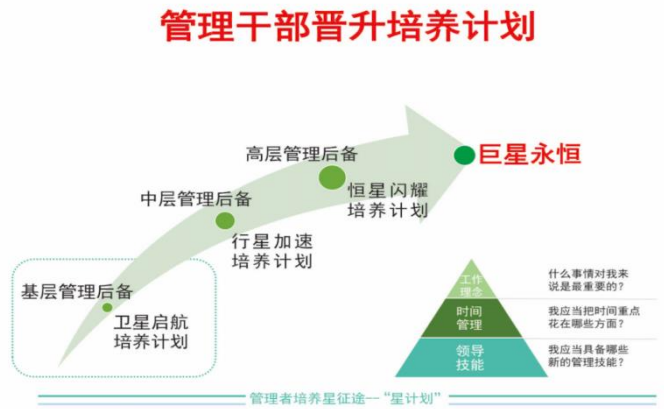
**重视人才，持续健全人才培养体系。**公司员工数量稳步增长，其中，生产和技术职工占比 70%~80%。公司坚持内部培养与外部引进相结合的原则，一方面聚焦团队专业化能力提升，实现专业养殖能力与规模发展匹配，建立从种场生产到育肥场各层级管理、专业人才训战结合的培训赋能体系，另一方面，加快优秀人才的引进，为公司产能扩张储备专业和管理人才。

图表 60 2019-2022 公司员工结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 61 公司人才培养星计划



资料来源：巨星农牧公众号，华安证券研究所

## 4 盈利预测、估值及投资评级

### 4.1 盈利预测

#### (1) 生猪养殖业务

公司生猪养殖业务兼具出栏弹性和成本优势，是未来发展的核心业务。我们预计，2023-2025 年公司生猪出栏量分别为 280/450/600 万头，商品猪销售均价分别为 16.1/18.1/18.1 元/公斤，仔猪销售均价分别为 476/546/588 元/头，预计 2023-2025 年公司生猪养殖业务实现收入 43.0/81.8/111.3 亿元，同比分别增长 43.7%/90.2%/36.1%。

#### (2) 饲料业务

公司饲料业务主要用于供应各养殖基地，外销规模较小，我们预计，2023-2025 年公司饲料业务实现收入 5.75/5.92/6.30 亿元，同比增长 4.2%/2.9%/6.5%。

#### (3) 商品鸡业务

公司商品鸡业务规模较小且受黄羽鸡价格影响持续亏损，公司将逐渐缩减黄羽鸡业务，我们预计，2023-2025 年公司商品鸡业务实现收入 0.63/0.32/0.16 亿元，同比下滑 45.1%/50%/50%。

#### (4) 皮革业务

皮革业务为公司传统业务，我们预计，公司将在维持业务体量的情况下稳健发展，2023-2025 年公司皮革业务实现收入 3.12/3.21/3.31 亿元，同比增长 3%/3%/3%。

图表 62 公司收入成本预测表，百万元、%

合计	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,439.2	2,982.9	3,967.9	5,248	9,120	12,102
yoy	159.1%	107.3%	33.0%	32.3%	73.8%	32.7%

营业成本 (百万元)	998.1	2,416.4	3,388.6	4,854	7,547	9,944
毛利率	30.7%	19.0%	14.6%	7.5%	17.3%	17.8%
毛利 (百万元)	441.1	566.5	579.3	395	1,574	2,158
yoy	386.5%	28.4%	2.3%	-31.8%	298.4%	37.1%
<b>生猪养殖</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
收入	665.0	1,792.2	2,990.4	4,298	8,176	11,125
yoy		169.5%	66.9%	43.7%	90.2%	36.1%
成本	277.94	1,322.51	2,449.68	3,960	6,669	9,036
毛利率	58.2%	26.2%	18.1%	7.9%	18.4%	18.8%
毛利	387	470	541	339	1,507	2,089
<b>饲料</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
收入	213.7	519.2	551.7	575	592	630
yoy		143.0%	6.3%	4.2%	2.9%	6.5%
成本	181.6	478.0	506.3	525	540	578
毛利率	15.0%	7.9%	8.2%	8.7%	8.8%	8.3%
毛利	32.1	41.1	45.4	50	52	53
<b>商品鸡</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
收入	86.5	166.7	115.4	63	32	16
yoy		92.8%	-30.8%	-45.1%	-50.0%	-50.0%
成本	101.3	196.2	120.6	67	33	17
毛利率	-17.1%	-17.7%	-4.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利	-14.8	-29.6	-5.3	-3	-2	-1
<b>皮革及其他</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
收入	432.5	495.5	302.7	312	321	331
yoy		14.5%	-38.9%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	402.2	413.4	306.1	302	305	314
毛利率	7.0%	16.6%	-1.1%	3.0%	5.0%	5.0%
毛利	30.4	82.1	-3.5	9	16	17

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4.2 投资建议

巨星农牧是我国西南地区优质养殖龙头，兼具出栏量成长弹性与养殖成本优势，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 52.48 亿元、91.20 亿元、121.02 亿元，同比增长 32.3%、73.8%、32.7%，对应归母净利润 0.55 亿元、9.68 亿元、13.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.11 元、1.91 元、2.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示：

畜禽产品价格波动风险；原材料价格波动风险；成本上升风险；产能扩张低于预期风险等。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2533	2569	4099	5364	<b>营业收入</b>	3968	5248	9120	12102
现金	881	557	813	1170	营业成本	3389	4854	7547	9944
应收账款	113	131	253	328	营业税金及附加	10	10	18	24
其他应收款	23	29	51	69	销售费用	44	52	91	121
预付账款	74	97	151	205	管理费用	228	236	401	520
存货	1440	1753	2830	3591	财务费用	82	50	85	96
其他流动资产	2	2	2	2	资产减值损失	-1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4721	5907	6530	7134	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	1926	2108	2235	2355	<b>营业利润</b>	160	47	978	1397
无形资产	108	103	98	94	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	2687	3696	4197	4685	营业外支出	23	0	0	0
<b>资产总计</b>	7254	8475	10629	12498	<b>利润总额</b>	154	47	978	1397
<b>流动负债</b>	2199	2761	3477	3913	所得税	-7	-9	-10	14
短期借款	513	963	1063	863	<b>净利润</b>	161	56	988	1383
应付账款	314	404	629	829	少数股东损益	3	1	20	28
其他流动负债	1372	1394	1785	2221	<b>归属母公司净利润</b>	158	55	968	1355
<b>非流动负债</b>	1345	1949	2399	2449	EBITDA	588	337	1333	1783
长期借款	225	875	1325	1375	EPS (元)	0.31	0.11	1.91	2.68
其他非流动负债	1120	1074	1074	1074					
<b>负债合计</b>	3544	4710	5876	6361					
少数股东权益	39	40	60	88					
股本	506	506	506	506					
资本公积	2210	2210	2210	2210					
留存收益	955	1009	1977	3332					
归属母公司股东权益	3671	3725	4694	6049					
<b>负债和股东权益</b>	7254	8475	10629	12498					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	482	295	684	1497	<b>成长能力</b>				
净利润	161	56	988	1383	营业收入	33.0%	32.3%	73.8%	32.7%
折旧摊销	295	241	270	290	营业利润	-45.9%	-70.9%	1996.2%	42.8%
财务费用	86	50	85	96	归属于母公司净利	-39.0%	-65.3%	1664.3%	40.0%
投资损失	3	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-101	-46	-659	-272	毛利率(%)	14.6%	7.5%	17.3%	17.8%
其他经营现金流	300	97	1647	1655	净利率(%)	4.0%	1.0%	10.6%	11.2%
<b>投资活动现金流</b>	-992	-1421	-893	-893	ROE(%)	4.3%	1.5%	20.6%	22.4%
资本支出	-996	-1394	-893	-893	ROIC(%)	4.9%	1.6%	12.3%	14.9%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	4	-28	0	0	资产负债率(%)	48.9%	55.6%	55.3%	50.9%
<b>筹资活动现金流</b>	855	802	465	-246	净负债比率(%)	95.5%	125.1%	123.6%	103.7%
短期借款	-201	450	100	-200	流动比率	1.15	0.93	1.18	1.37
长期借款	-465	650	450	50	速动比率	0.46	0.26	0.32	0.40
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.67	0.95	1.05
其他筹资现金流	1521	-298	-85	-96	应收账款周转率	36.19	43.01	47.43	41.66
<b>现金净增加额</b>	347	-324	256	357	应付账款周转率	9.84	13.51	14.61	13.64
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.31	0.11	1.91	2.68
					每股经营现金流	0.95	0.58	1.35	2.96
					每股净资产	7.25	7.36	9.27	11.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	78.07	312.04	17.69	12.64
					P/B	3.36	4.60	3.65	2.83
					EV/EBITDA	23.77	59.27	15.20	11.08

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 2013 年金牛奖评选农业行业入围, 2018 年天眼农业最佳分析师, 2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖, 2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。