

农林牧渔

2023 年报&2024 一季报总结： 2023 年养殖行业砥砺前行，静待行情回暖

行业整体：23 年农林牧渔行业低迷，24 年养殖周期回暖渐近

2023 年的农林牧渔行业仍然处于周期底部蛰伏期。养殖业的低迷亦传导至上游饲料、动保等板块，中小企业纷纷面临出清压力，行业整合并购步伐加快。进入 2024Q1，虽然市场仍未明显摆脱寒冬，但我们已然观察到不少积极的信号，猪价淡季不淡、大宗农产品价格的持续下行、宠物食品海外需求的稳健增长等，或许周期回暖的脚步也将渐行渐致，农林牧渔板块投资的春天也将到来。

➤ 生猪养殖：23 年行业亏损明显，静待 24 年周期反转

我们选取生猪养殖行业内 15 家上市公司进行分析，23 年板块合计出栏生猪 14598.70 万头，同比增长 17.30%。受低猪价拖累板块营收整体小幅下降 1.48%，23 年行业亏损 136 亿元。24 年 2 月以来猪价底部企稳，行业延续亏损但幅度收窄。24Q1 板块资产负债率小幅下降，但仍维持相对高位，大部分上市猪企收缩产能，24Q1 上市猪企生产性生物资产同比下滑 7.87%，在建工程同比下滑 21.64%。

➤ 肉鸡养殖：24Q1 盈利能力好转，看好肉鸡景气度提升

我们选取肉鸡板块内 6 家上市公司进行分析，23 年板块实现营收 488.11 亿元，同比增长 11.16%；实现盈利 4.60 亿元，同比减少 35.81%。24Q1 肉鸡企业盈利能力好转，实现归母净利润 0.80 亿元。行业资产负债率表现较好，大部分企业有能力持续扩产，维持较高的出栏增速。24Q1 肉鸡企业生产性生物资产同比增长 2.15%，在建工程同比增长 32.08%。

➤ 饲料：成本压力持续缓解，毛利率有望逐步改善

我们选取饲料板块内 4 家上市公司进行分析，2023 年饲料企业总营收 1606.06 亿元，同比增长 9.80%，总归母净利润 24.09 亿元，同比下降 34.94%。2024Q1 主要饲料企业实现归母净利润 7.23 亿元，同比增长 80.30%，环比增长 1012.31%。24Q1 主要饲料企业单季度平均销售毛利率为 10.13%，同环比均有所提升，主要系玉米、豆粕等原材料价格下降，饲料企业成本压力逐步缓解。

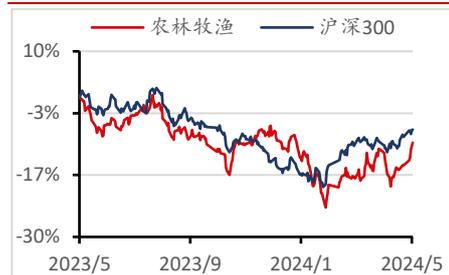
➤ 投资建议

养殖右侧行情仍处起步阶段，延续性依旧充分。重点推荐牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团；关注唐人神、天康生物、新五丰等。把握今年黄鸡景气度与生猪共振回暖的投资机会。重点推荐立华股份。白羽鸡行业景气度已触底回升，关注圣农发展、益生股份、禾丰股份等。水产品价格有望逐步回暖，从而带动水产饲料需求改善。重点推荐海大集团，关注粤海饲料。

风险提示：发生动物疫病风险，畜禽价格长期处低位风险，原材料价格波动风险等。

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：王明琦
执业证书编号：S0590524040003
邮箱：wmq@glsc.com.cn

联系人：涂雅晴
邮箱：tuyq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《农林牧渔：24Q1 行业持仓环比微降，关注生猪养殖及水产链》2024.04.25
- 2、《农林牧渔：如何看待3月上市猪企销售数据？》2024.04.18

正文目录

1. 生猪养殖：23 年行业亏损明显，静待 24 年猪周期反转.....	4
1.1 23 年猪企由盈转亏，24Q1 盈利能力有所好转.....	4
1.2 23 年出栏维持增长，24Q1 生产性生物资产明显下滑.....	7
2. 肉鸡养殖：24Q1 盈利能力好转，看好黄羽鸡景气度提升.....	8
2.1 23 年肉鸡企业营收增长，鸡价低迷行业利润下降.....	8
2.2 24Q1 管理费用率下降，生产性生物资产趋势提升.....	10
3. 饲料：原料价格下行，盈利能力有望持续改善.....	11
3.1 24Q1 饲料产量同比下降，水产价格底部复苏.....	12
3.2 24Q1 饲料企业营收下滑，毛利率同环比提升.....	13
4. 投资建议.....	17
4.1 养殖：重视板块右侧投资机会.....	17
4.2 饲料：把握水产景气复苏的投资机会.....	17
4.3 宠物：关注宠企国内业务发展.....	18
4.4 其他：关注动保后周期估值修复.....	18
5. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1：15 家上市猪企营收（亿元）及同环比（%）.....	5
图表 2：15 家上市猪企合计营收（亿元）及同环比（%）.....	5
图表 3：生猪月度均价情况（元/公斤）.....	5
图表 4：生猪自繁自养利润变化（元/头）.....	5
图表 5：15 家上市猪企归母净利润（亿元）及同环比（%）.....	5
图表 6：15 家猪企单季度归母净利润（亿元）及同环比（%）.....	5
图表 7：13 家上市猪企 ROE、销售净利率、毛利率水平的均值变化.....	6
图表 8：15 家上市猪企管理费用率&同环比（pct）.....	6
图表 9：15 家上市猪企销售费用率&同环比（pct）.....	6
图表 10：15 家上市猪企出栏情况（万头）.....	7
图表 11：部分上市猪企成本情况（元/公斤）.....	7
图表 12：15 家上市企业经营性现金流（亿元）.....	8
图表 13：15 家上市猪企资产负债率&同环比（pct）.....	8
图表 14：生猪板块生产性生物资产情况（亿元）.....	8
图表 15：生猪板块在建工程情况（亿元）.....	8
图表 16：6 家肉鸡企业营收（亿元）&同环比（%）.....	9
图表 17：6 家肉鸡企业单季度营收（亿元）&同环比（%）.....	9
图表 18：6 家肉鸡企业归母净利润（亿元）&同环比（%）.....	9
图表 19：6 家肉鸡企业营收单季度归母净利润（亿元）&同环比（%）.....	9
图表 20：白羽肉鸡产区均价情况（元/公斤）.....	10
图表 21：毛鸡养殖利润变化（元/羽）.....	10
图表 22：6 家肉鸡企业 ROE、销售净利率、毛利率水平的均值变化.....	10
图表 23：6 家肉鸡企业管理费用率&同环比（pct）.....	11
图表 24：6 家肉鸡企业销售费用率&同环比（pct）.....	11
图表 25：6 家肉鸡企业经营性现金流（亿元）.....	11
图表 26：6 家肉鸡企业资产负债率&同环比（pct）.....	11
图表 27：肉鸡板块生产性生物资产情况（亿元）.....	11
图表 28：肉鸡板块在建工程情况（亿元）.....	11
图表 29：中国饲料产量.....	12
图表 30：育肥猪配合饲料/肉鸡饲料周度价格.....	13
图表 31：全国玉米、小麦、豆粕均价.....	13
图表 32：普水类价格（元/斤）.....	13

图表 33:	特水类与淡水甲壳类价格 (元/斤)	13
图表 34:	饲料企业总营收	14
图表 35:	饲料企业分季度营收	14
图表 36:	饲料企业营收明细	14
图表 37:	饲料企业总归母净利润	15
图表 38:	饲料企业分季度归母净利润	15
图表 39:	饲料企业归母净利润明细	15
图表 40:	饲料企业利润率	15
图表 41:	饲料企业分季度利润率	15
图表 42:	饲料企业毛利润率明细	16
图表 43:	饲料企业净利润率明细	16
图表 44:	饲料企业销售/管理费用率	16
图表 45:	饲料企业分季度销售/管理费用率	16
图表 46:	饲料企业销售费用率明细	17
图表 47:	饲料企业管理费用率明细	17

2023 年的农林牧渔行业仍然处于周期底部蛰伏期。生猪养殖行业绝大多数时间处于成本线以下，全行业面临较大亏损，甚至有大型养殖集团面临现金流问题。白羽鸡养殖在去年上半年迎来昙花一现式的上涨，但下半年行情又急转直下。养殖业的低迷亦传导至上游饲料、动保等板块，中小企业纷纷面临出清压力，行业整合并购步伐加快。面对行业寒冬，不少养殖企业苦练内功，通过提升养殖健康管理水平、清退低效产能等方式降本增效，上游企业则采取一场一策、提供更具性价比的产品组合迎合市场需求。

进入 2024Q1，虽然市场仍未明显摆脱寒冬，但我们已然观察到不少积极的信号，猪价淡季不淡、大宗农产品价格的持续下行、宠物食品海外需求的稳健增长等，或许周期回暖的脚步也将渐行渐致，农林牧渔板块投资的春天也将到来。

1. 生猪养殖：23 年行业亏损明显，静待 24 年猪周期反转

1.1 23 年猪企由盈转亏，24Q1 盈利能力有所好转

23 年猪企营收小幅下降，24Q1 下滑幅度较大。我们选取生猪养殖行业内 15 家上市公司(见图 1)进行分析。23 年生猪养殖企业营收 4647.78 亿元，同比下降 1.48%；其中 ST 正邦营收出现大幅下滑，同比下降 51.50%。24Q1 生猪企业实现收入 946 亿元，环比下降 18.93%，同比下降 14.60%；其中京基智农、傲农生物、新希望、ST 天邦营收环比降幅超过 30%。

23 年生猪养殖行业低迷，上市企业出现明显亏损。23 年生猪均价 14.98 元/公斤，同比下降 19.18%，生猪自繁自养利润平均为-232 元/头，处于深度亏损状态。15 家上市猪企 2023 年实现归母净利润-136 亿元，较上年同期增加亏损 184 亿元。24Q1 猪价均价 14.46 元/公斤，环比-1.55%，同比-3.59%。2 月以来猪价开始逐步上涨，但仍处于行业盈亏平衡线以下。24Q1 生猪企业实现归母净利润-61 亿元，其中仅 ST 天邦、天康生物和京基智农实现盈利。

图表1: 15家上市猪企营收(亿元)及同环比(%)

公司简称	营收	环比	同比	营收	同比	营收
	24Q1			2023		23Q4
牧原股份	262.72	-5.81%	8.57%	1108.61	-11.19%	278.92
温氏股份	218.48	-13.36%	9.38%	899.21	7.40%	252.18
新希望	239.08	-31.60%	-29.49%	1417.03	0.14%	349.55
ST天邦	20.50	-30.81%	-5.69%	102.32	6.91%	29.63
*ST正邦	14.42	19.55%	-36.08%	69.92	-51.50%	12.06
*ST傲农	24.08	-43.75%	-50.02%	194.58	-9.97%	42.81
巨星农牧	9.49	-8.33%	6.16%	40.41	1.83%	10.35
华统股份	19.96	-17.31%	0.52%	85.78	-9.24%	24.14
唐人神	48.80	-19.73%	-25.19%	269.49	1.55%	60.79
天康生物	37.77	-12.57%	-2.93%	190.26	13.74%	43.20
新五丰	14.30	-18.66%	18.13%	56.32	14.19%	17.58
京基智农	12.58	-49.47%	-81.12%	124.17	107.10%	24.89
金新农	10.51	22.30%	-3.55%	40.40	1.67%	8.59
东瑞股份	2.80	21.75%	-13.95%	10.37	-14.77%	2.30
神农集团	10.82	5.93%	20.82%	38.91	17.76%	10.22
总计	946.31	-18.93%	-14.60%	4647.78	-1.48%	1167.22

资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表2: 15家上市猪企合计营收(亿元)及同环比(%)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表3: 生猪月度均价情况(元/公斤)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表4: 生猪自繁自养利润变化(元/头)



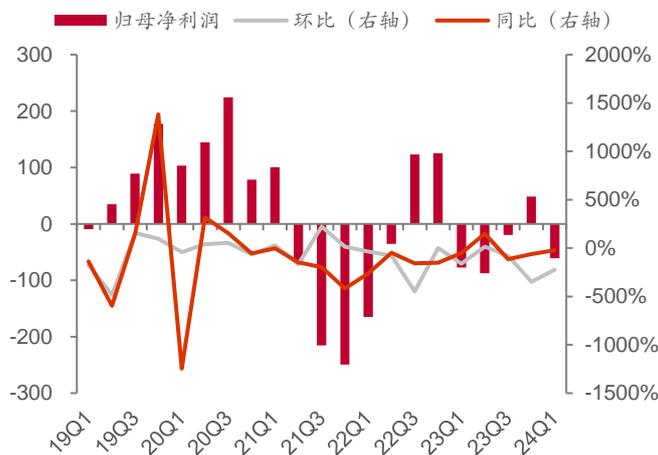
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表5: 15家上市猪企归母净利润(亿元)及同环比(%)

公司简称	净利润	环比	同比	净利润	净利润
	24Q1			2023	
牧原股份	-23.79	-2%	99%	-42.63	-24.21
温氏股份	-12.36	-34%	-55%	-63.90	-18.60
新希望	-19.34	-147%	15%	2.49	41.07
ST天邦	6.04	-146%	-191%	-28.83	-13.18
*ST正邦	-0.49	-100%	-96%	85.29	113.47
*ST傲农	-2.92	-88%	62%	-36.51	-23.61
巨星农牧	-1.38	-54%	-33%	-6.45	-3.03
华统股份	-1.57	-36%	50%	-6.05	-2.47
唐人神	-1.98	-68%	-42%	-15.26	-6.15
天康生物	0.54	-106%	-479%	-13.63	-8.59
新五丰	-2.54	-44%	12%	-12.03	-4.54
京基智农	0.54	-89%	-96%	17.46	4.88
金新农	-0.52	-85%	-47%	-6.60	-3.51
东瑞股份	-0.83	-17%	-56%	-5.16	-1.00
神农集团	-0.04	-98%	-97%	-4.01	-1.84

资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表6: 15家猪企单季度归母净利润(亿元)及同环比(%)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

24Q1 盈利能力环比好转。生猪养殖板块盈利水平主要来自猪价波动，23 年以来生猪行业处于供应充裕局面，猪价长期维持低迷，生猪企业盈利水平同比明显回落。2023 年 13 家上市猪企（剔除 ST 正邦、傲农生物）ROE、销售净利率、销售毛利率均值同比下滑。24Q1 行业盈利能力环比有所好转，ROE、销售净利率、销售毛利率均值为-1.59%/-5.38%/3.99%。

24Q1 销售&管理费用环比下滑。21 年以来猪价亏损时间远高于盈利时间，行业降本增效积极应对低迷的养殖行情，行业销售及管理费用率有所下降。24Q1 生猪企业管理费用（含研发费用）均值为 8.50%，环比下降 0.95pct，同比增加 1.83pct；生猪企业销售费用率均值 1.72%，环比下降 0.08pct。

图表7：13 家上市猪企 ROE、销售净利率、毛利率水平的均值变化



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表8：15 家上市猪企管理费用率&同环比 (pct)

公司简称	管理费	环比	同比	管理费	同比	管理费
	用率	pct	pct	用率	pct	用率
	24Q1			2023		23Q4
牧原股份	5.34%	-0.02	-0.18	4.99%	0.71	5.36%
温氏股份	5.81%	0.35	0.97	5.57%	-0.29	5.46%
新希望	4.73%	1.98	0.51	3.39%	-0.13	2.75%
ST天邦	13.22%	1.53	1.20	10.52%	-1.50	11.70%
*ST正邦	15.19%	-22.09	-2.22	20.61%	0.04	37.28%
*ST傲农	9.04%	3.19	4.97	4.43%	0.61	5.85%
巨星农牧	9.70%	0.76	4.52	5.98%	-0.15	8.93%
华统股份	3.63%	1.26	0.10	3.15%	0.93	2.37%
唐人神	5.16%	1.38	0.70	3.74%	0.31	3.78%
天康生物	4.98%	-0.63	1.26	3.91%	-0.02	5.62%
新五丰	3.51%	-0.10	-0.52	3.58%	-0.06	3.61%
京基智农	6.90%	3.39	5.94	2.42%	-1.77	3.51%
金新农	5.27%	-2.02	-1.10	6.64%	-0.40	7.29%
东瑞股份	27.94%	-1.49	11.39	26.84%	12.52	29.43%
神农集团	7.02%	-1.80	-0.12	7.96%	0.24	8.83%
均值	8.50%	-0.95	1.83	7.58%	0.74	9.45%

资料来源：ifind，国联证券研究所

图表9：15 家上市猪企销售费用率&同环比 (pct)

公司简称	销售费	环比	同比	销售费	同比	销售费
	用率	pct	pct	用率	pct	用率
	24Q1			2023		23Q4
牧原股份	1.07%	0.07	0.22	0.89%	0.28	1.00%
温氏股份	0.99%	0.04	-0.12	1.01%	0.04	0.94%
新希望	1.38%	0.28	-0.05	1.25%	0.04	1.10%
ST天邦	0.70%	0.25	0.16	0.45%	-0.01	0.44%
*ST正邦	1.34%	0.37	0.74	0.72%	-0.47	0.96%
*ST傲农	2.96%	0.85	1.17	1.85%	-0.06	2.11%
巨星农牧	0.94%	-0.02	-0.06	0.96%	-0.14	0.96%
华统股份	1.19%	0.34	0.11	1.01%	0.15	0.85%
唐人神	1.71%	0.91	-0.07	1.71%	-0.09	0.80%
天康生物	3.43%	-0.10	0.68	2.85%	-0.09	3.53%
新五丰	0.49%	0.10	0.00	0.47%	-0.05	0.40%
京基智农	2.04%	-1.48	-6.39	6.11%	1.68	3.52%
金新农	1.37%	-0.82	0.06	1.59%	0.35	2.19%
东瑞股份	4.76%	-1.34	0.04	5.24%	-0.18	6.10%
神农集团	1.50%	-0.59	0.09	1.67%	0.44	2.09%
均值	1.72%	-0.08	-0.23	1.85%	0.13	1.80%

资料来源：ifind，国联证券研究所

1.2 23 年出栏维持增长，24Q1 生产性生物资产明显下滑

出栏量整体维持增长，养殖成本分化明显。15 家上市企业 2023 年合计出栏生猪 14598.70 万头，同比增长 17.30%，其中仅 ST 正邦、金新农出现同比下滑；华统股份、巨星农牧、新五丰、神农集团出栏增速位于前列。猪价下行期，成本管控能力是穿越周期的核心竞争力，上市公司养殖成本均呈现下降趋势，但仍存在较大差异，神农集团、牧原股份、巨星农牧成本管控行业内表现优秀。

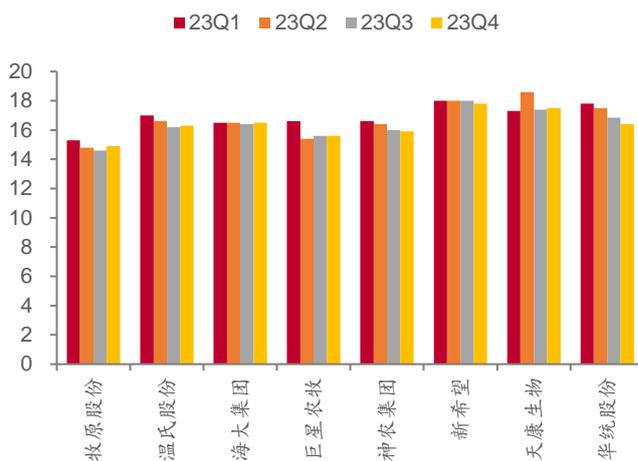
资产负债率维持高位，生产性生物资产下降。2023 年以来猪价持续在成本线以下运行，行业普遍亏损下现金流相对紧张，24Q1 上市猪企经营性现金流净额下降至 44.82 亿元。24Q1 上市猪企资产负债率均值为 65.91%，同比小幅下降，但仍维持相对高位。行业资产负债表压力较大，大部分上市猪企收缩产能，24Q1 上市猪企生产性生物资产同比下滑 7.87%，在建工程同比下滑 21.64%。

图表10：15 家上市猪企出栏情况（万头）

公司	2022	2023	同比增速
牧原股份	6,120.10	6,381.60	4.27%
温氏股份	1,790.86	2,626.22	46.65%
新希望	1,461.39	1,768.24	21.00%
ST天邦	442.15	711.99	61.03%
*ST正邦	844.75	547.85	-35.15%
傲农生物	518.93	585.90	12.91%
巨星农牧	153.01	268.98	75.79%
华统股份	120.48	230.40	91.24%
唐人神	215.79	371.26	72.05%
天康生物	202.72	281.58	38.90%
新五丰	178.00	320.00	79.78%
京基智农	126.44	184.50	45.92%
金新农	125.64	104.69	-16.67%
东瑞股份	52.03	63.45	21.95%
神农集团	92.90	152.04	63.66%
合计	12,445.19	14,598.70	17.30%

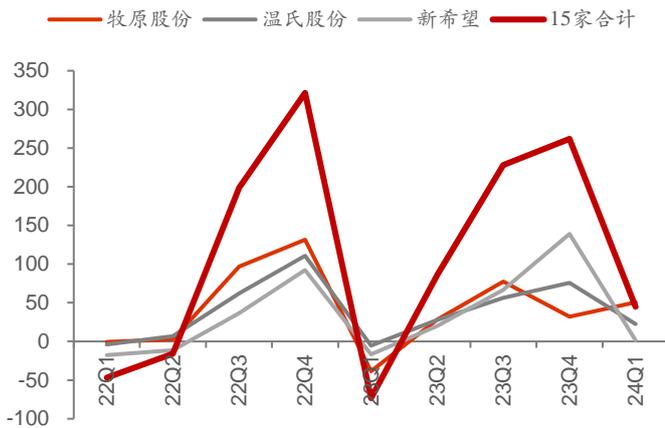
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表11：部分上市猪企成本情况（元/公斤）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表12: 15家上市企业经营性现金流(亿元)



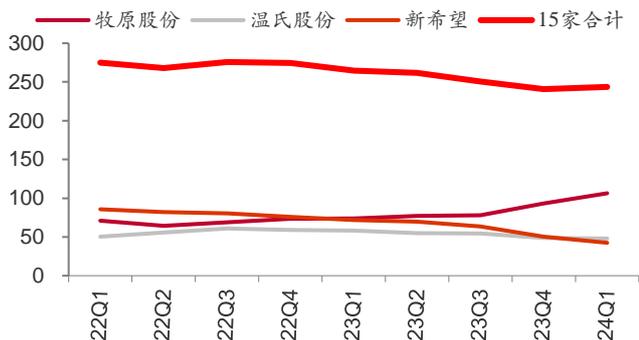
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表13: 15家上市猪企资产负债率&同环比(pct)

公司简称	资产负债率	环比pct	同比pct	23Q4	23Q1
				24Q1	
牧原股份	64%	1.48	7.22	62.11%	56.37%
温氏股份	63%	1.96	4.15	61.41%	59.22%
新希望	74%	1.75	3.63	72.28%	70.40%
ST天邦	81%	-5.99	-2.40	86.73%	83.15%
*ST正邦	50%	-3.54	-106.56	53.97%	156.99%
*ST傲农	107%	3.15	23.72	103.69%	83.12%
巨星农牧	62%	2.34	8.06	59.85%	54.13%
华统股份	77%	2.09	8.00	74.68%	68.78%
唐人神	67%	2.51	6.52	64.84%	60.83%
天康生物	54%	1.00	1.70	52.75%	52.05%
新五丰	76%	1.06	0.67	74.99%	75.37%
京基智农	66%	-1.31	-5.08	67.78%	71.56%
金新农	74%	-0.40	4.43	74.06%	69.23%
东瑞股份	44%	1.35	3.08	42.47%	40.75%
神农集团	30%	3.12	16.05	26.41%	13.48%
平均值	65.91%	0.70	-1.79	65.20%	67.69%

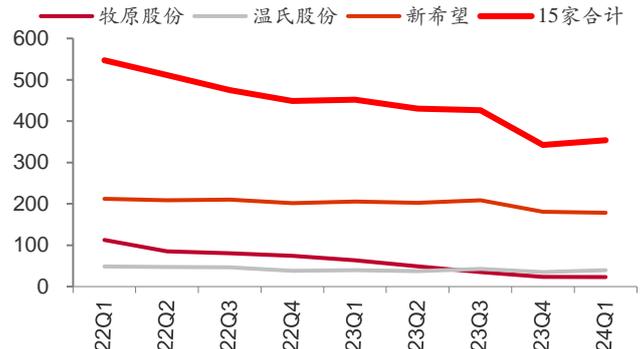
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表14: 生猪板块生产性生物资产情况(亿元)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表15: 生猪板块在建工程情况(亿元)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

2. 肉鸡养殖: 24Q1 盈利能力好转, 看好黄羽鸡景气度提升

2.1 23 年肉鸡企业营收增长, 鸡价低迷行业利润下降

23 年肉鸡企业营收整体增长, 24Q1 营收环比下滑。我们选取肉鸡板块内 6 家上市公司(见图 16) 进行分析。23 年禽板块实现收入 488.11 亿元, 同比增长 11.16%。6 家公司均实现营收正增长, 其中益生股份营收增速达到 52.71%, 在行业内表现最佳。24Q1 肉鸡板块实现收入 110.69 亿元, 同比下降 4.33%, 环比下降 9.77%; 其中仅益生股份、民和股份营收环比实现正增长。

图表16: 6家肉鸡企业营收(亿元)&同环比(%)

公司简称	营收	环比	同比	营收	同比	营收
	24Q1			2023		23Q4
圣农发展	42.15	-7.56%	-7.10%	184.87	9.93%	45.60
益生股份	6.87	21.38%	-24.75%	32.25	52.71%	5.66
民和股份	5.22	18.16%	-9.55%	20.74	28.96%	4.42
立华股份	36.62	-12.68%	7.34%	153.54	6.28%	41.93
仙坛股份	10.78	-25.48%	-11.80%	57.81	13.31%	14.46
湘佳股份	9.05	-14.62%	-0.44%	38.90	1.76%	10.60
合计	110.69	-9.77%	-4.33%	488.11	11.16%	122.68

资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表18: 6家肉鸡企业归母净利润(亿元)&同环比(%)

公司简称	净利润	环比	同比	净利润	同比	净利润
	24Q1			2023		23Q4
圣农发展	-0.62	-17.74%	-169.23%	6.64	62%	-0.75
益生股份	1.09	-176.55%	-65.16%	5.41	-247.34%	-1.43
民和股份	-0.35	-86.99%	-161.39%	-3.86	-14.54%	-2.68
立华股份	0.80	-152.41%	-120.47%	-4.37	-149.10%	-1.53
仙坛股份	0.07	-117.17%	-92.37%	2.26	76.00%	-0.41
湘佳股份	-0.19	-78.77%	-31.29%	-1.47	-238.99%	-0.91
合计	0.80	-110.39%	-39.74%	4.60	-35.81%	-7.71

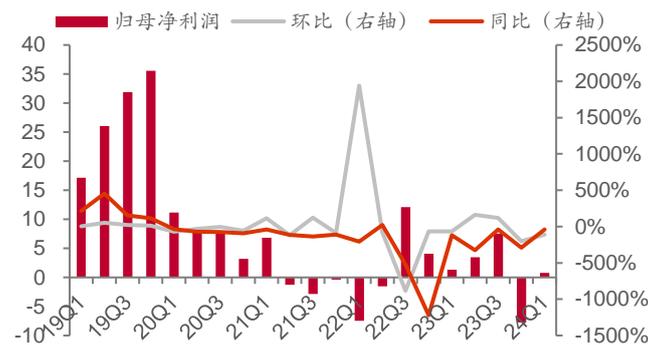
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表17: 6家肉鸡企业单季度营收(亿元)&同环比(%)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表19: 6家肉鸡企业单季度归母净利润(亿元)&同环比(%)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

23年肉鸡企业利润大幅下降, 24Q1 盈利环比好转。23年毛鸡养殖大幅转亏, 养殖利润平均为-0.70元/羽, 而22年平均利润为0.91元/羽。肉鸡板块6家上市企业2023年实现归母净利润4.60亿元, 同比下降35.81%。24Q1白羽肉鸡主产区平均价7.86元/羽, 环比增长5.01%, 鸡价好转带动板块整体扭亏为盈, 24Q1实现归母净利润0.80亿元。24Q1肉鸡企业盈利能力好转, 6家肉鸡企业ROE、销售净利率、销售毛利率均值环比提升, 分别为0.06%/1.51%/12.54%。

图表20: 白羽肉鸡产区均价情况(元/公斤)



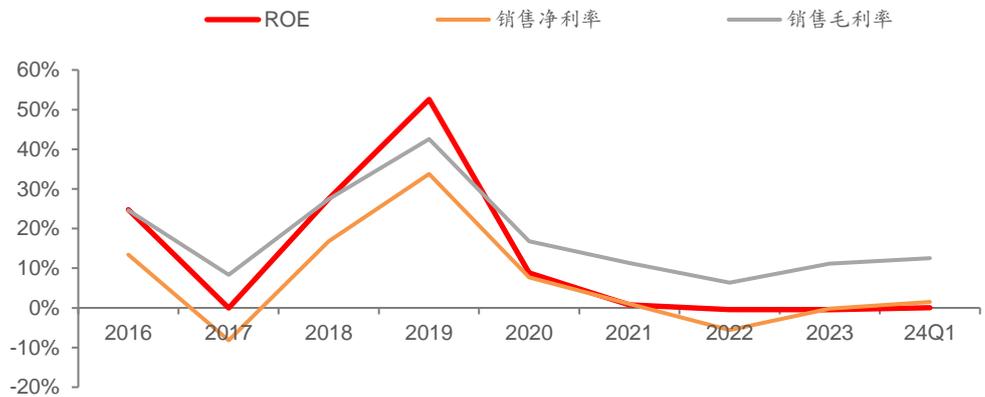
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表21: 毛鸡养殖利润变化(元/羽)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表22: 6家肉鸡企业ROE、销售净利率、毛利率水平的均值变化



资料来源: ifind, 国联证券研究所

2.2 24Q1 管理费用率下降, 生产性生物资产趋势提升

23年&24Q1 销售费用率相对稳定, 24Q1 管理费用率环比下降明显。23年肉鸡企业管理费用率均值为4.67%, 同比减少0.57pct; 销售费用率均值为3.89%, 同比增加0.10pct。其中湘佳股份和民和股份销售&管理费用率最高。24Q1年肉鸡企业管理费用率均值为5.09%, 同比增加0.95pct, 环比减少0.89pct; 销售费用率均值为4.15%, 同比增加0.33pct, 环比增加0.23pct。

资产负债率相对良好, 生产性生物资产逐步提升。24Q1肉鸡企业经营性现金流净额合计5.09亿元。24Q1资产负债率均值为43.48%, 同比增加2.95pct, 环比增加1.15pct。行业资产负债率表现较好, 大部分企业有能力持续扩产, 维持较高的出栏增速。24Q1肉鸡企业生产性生物资产同比增长2.15%, 在建工程同比增长32.08%。

图表23: 6家肉鸡企业管理费用率&同环比 (pct)

公司简称	管理费 用率	环比pct	同比pct	管理费 用率	同比pct	管理费 用率
	24Q1			2023		23Q4
圣农发展	2.92%	-0.16	0.51	2.68%	0.24	3.07%
益生股份	9.36%	-5.63	3.09	8.53%	-2.91	14.99%
民和股份	6.85%	-1.40	0.59	6.91%	-1.53	8.25%
立华股份	5.40%	0.72	0.22	4.94%	0.30	4.68%
仙坛股份	2.44%	0.27	0.70	1.58%	0.03	2.17%
湘佳股份	3.60%	0.87	0.57	3.36%	0.42	2.73%
均值	5.09%	-0.89	0.95	4.67%	-0.57	5.98%

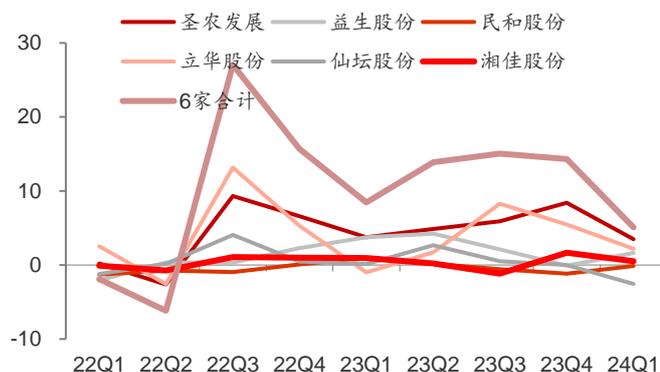
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表24: 6家肉鸡企业销售费用率&同环比 (pct)

公司简称	销售费 用率	环比pct	同比pct	销售费 用率	同比pct	销售费 用率
	24Q1			2023		23Q4
圣农发展	3.33%	0.04	0.95	2.56%	0.28	3.29%
益生股份	0.95%	-0.81	0.26	1.06%	-0.38	1.77%
民和股份	7.91%	-0.02	0.47	8.13%	1.86	7.92%
立华股份	1.40%	0.50	-0.03	1.27%	0.12	0.89%
仙坛股份	0.32%	0.12	0.04	0.24%	0.02	0.20%
湘佳股份	11.02%	1.55	0.27	10.09%	-1.31	9.46%
均值	4.15%	0.23	0.33	3.89%	0.10	3.92%

资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表25: 6家肉鸡企业经营性现金流 (亿元)



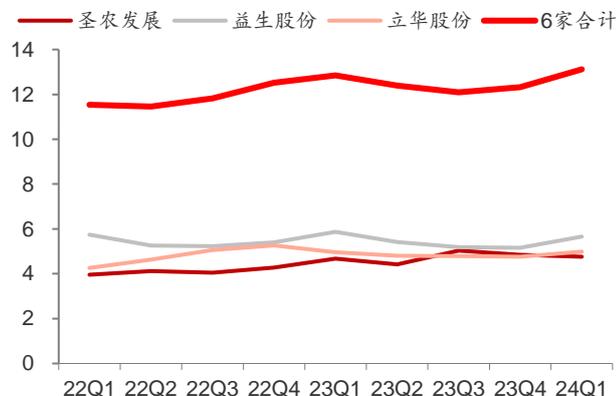
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表26: 6家肉鸡企业资产负债率&同环比 (pct)

公司简称	资产负 债率	环比pct	同比pct	23Q4	23Q1
	24Q1				
圣农发展	56.28%	2.14	7.42	54.14%	48.86%
益生股份	33.50%	2.52	-13.32	30.98%	46.81%
民和股份	40.90%	1.49	6.74	39.41%	34.16%
立华股份	43.93%	0.91	3.15	43.02%	40.78%
仙坛股份	30.43%	-0.99	6.27	31.41%	24.16%
湘佳股份	55.85%	0.83	7.42	55.02%	48.43%
平均值	43.48%	1.15	2.95	42.33%	40.53%

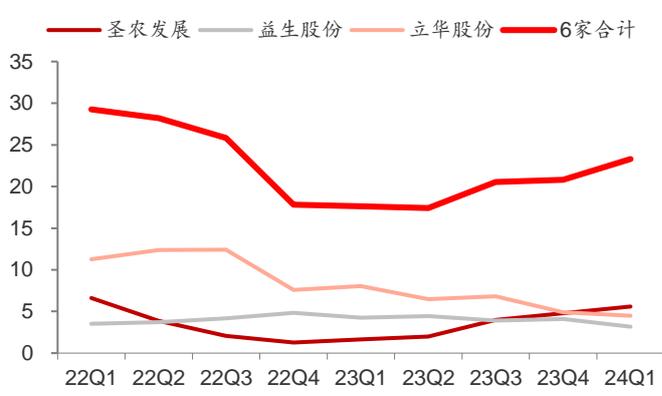
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表27: 肉鸡板块生产性生物资产情况 (亿元)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表28: 肉鸡板块在建工程情况 (亿元)



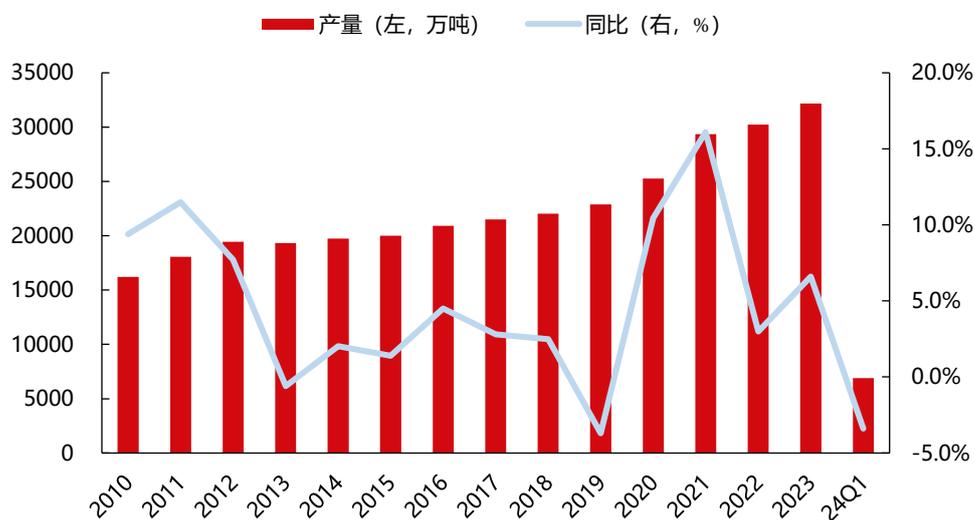
资料来源: ifind, 国联证券研究所

3. 饲料: 原料价格下行, 盈利能力有望持续改善

3.1 24Q1 饲料产量同比下降，水产价格底部复苏

2023 年全国饲料产量同比增长且增速加快，24Q1 饲料产量同比下降。中国饲料工业协会数据显示，2023 年中国饲料总产量 32162.7 万吨，比上年增长 6.6%。分品种看，猪饲料产量 14975.2 万吨，增长 10.1%；蛋禽饲料产量 3274.4 万吨，增长 2.0%；肉禽饲料产量 9510.8 万吨，增长 6.6%；反刍动物饲料产量 1671.5 万吨，增长 3.4%；水产饲料产量 2344.4 万吨，下降 4.9%。2024 年一季度，全国工业饲料总产量 6896 万吨，同比下降 3.4%。展望后市，考虑下游养殖景气度逐步回暖及季节性因素影响，24Q2 饲料产量有望呈现环比增长。

图表29：中国饲料产量



资料来源：中国饲料工业协会，国联证券研究所

原材料成本逐步下降，24Q1 主要饲料产品价格下调。随着玉米、豆粕等农产品供给偏紧局面逐步缓解，原材料价格呈现下降趋势，进而带动饲料产品下降。Wind 数据显示，4 月 25 日当周育肥猪配合饲料/肉鸡配合饲料价格分别为 3.58/3.69 元/kg，分别较年初下降 5.04%/5.14%。展望后市，随原材料价格持续相对低位运行，饲料价格或有进一步下降可能。

图表30: 育肥猪配合饲料/肉鸡饲料周度价格



资料来源: Wind, 国联证券研究所

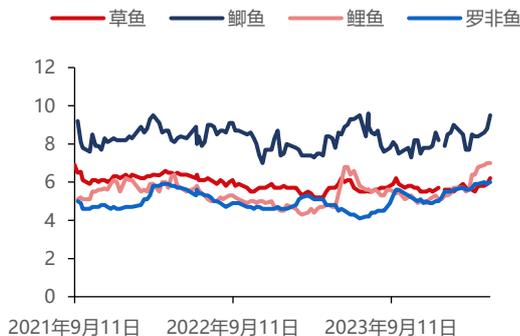
图表31: 全国玉米、小麦、豆粕均价



资料来源: Wind, 国联证券研究所

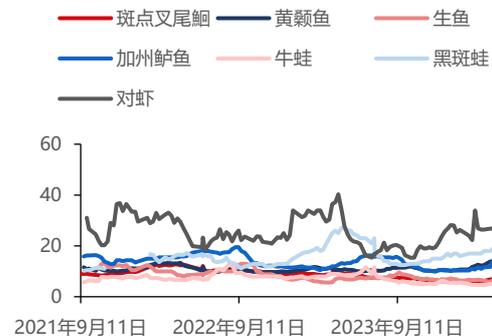
24Q1 水产品价格低位运行, 4 月开始呈现回暖趋势。受消费淡季以及存塘阶段性偏多影响, 2024 年一季度水产品价格整体呈现低位运行态势。进入 4 月, 随存塘成鱼逐步消化以及需求回暖影响, 部分水产品价格底部回升。通威农牧 4 月 29 日当周数据显示, 以草鱼、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼为代表的普水鱼存塘偏少, 价格普涨。环比来看, 草鱼上涨约 4%、鲫鱼/加州鲈上涨 8.6%、鲤鱼/罗非鱼上涨约 1%; 黄颡鱼持续短缺, 价格维持高位。叉尾鮰/生鱼价格开始底部反弹, 南美白对虾/小龙虾下跌、牛蛙持平。整体看水产品向好的行情开始向多品种蔓延传导, 进入景气周期的确定性进一步增强。

图表32: 普水类价格 (元/斤)



资料来源: 通威农牧公众号, 国联证券研究所

图表33: 特水类与淡水甲壳类价格 (元/斤)



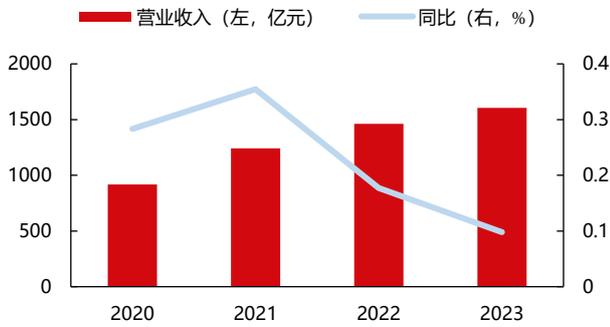
资料来源: 通威农牧公众号, 国联证券研究所

3.2 24Q1 饲料企业营收下滑, 毛利率同环比提升

2023 年主要饲料企业总营收同比增长, 24Q1 呈现下滑趋势。2023 年饲料企业总营收 1606.06 亿元, 同比增长 9.80%。2024Q1 主要饲料企业实现营收 316.57 亿元, 同比下降 2.74%, 环比下降 21.49%。分公司同比来看, 邦基科技 2024Q1 营收同比正向增长, 主要系公司饲料销量增长明显; 海大集团、粤海饲料、禾丰股份均出现同比下滑。分公司环比来看, 四家饲料企业营收均出现下滑主要系①饲料销量环比有所下

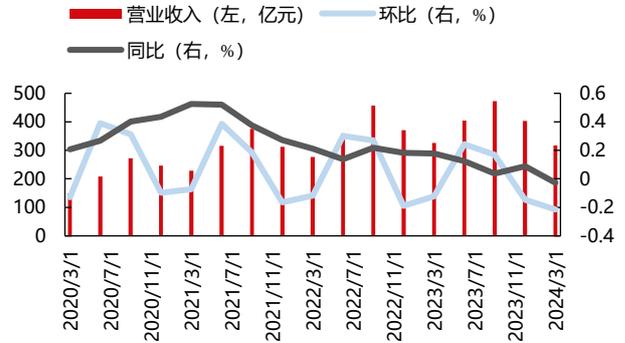
降；②原材料价格下降导致产品售价下降。

图表34：饲料企业总营收



资料来源：Wind，国联证券研究所（饲料企业选取海大集团、粤海饲料、禾丰股份、邦基科技，下同）

图表35：饲料企业分季度营收



资料来源：Wind，国联证券研究所

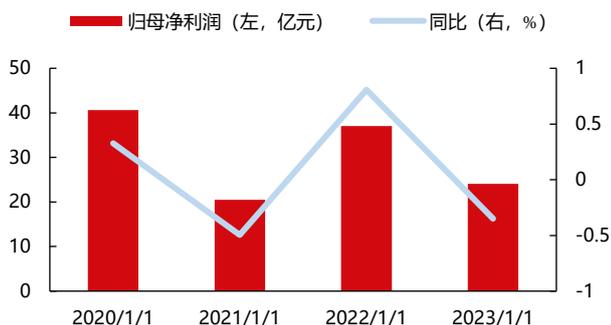
图表36：饲料企业营收明细

营业收入 (亿元)	2023 年	同比	2024Q1	同比	环比
海大集团	1161.17	10.89%	231.72	-0.80%	-20.62%
粤海饲料	68.72	-3.10%	8.51	-11.07%	-45.25%
禾丰股份	359.70	9.63%	72.22	-7.93%	-20.45%
邦基科技	16.47	-0.71%	4.12	5.72%	-16.91%

资料来源：Wind，国联证券研究所

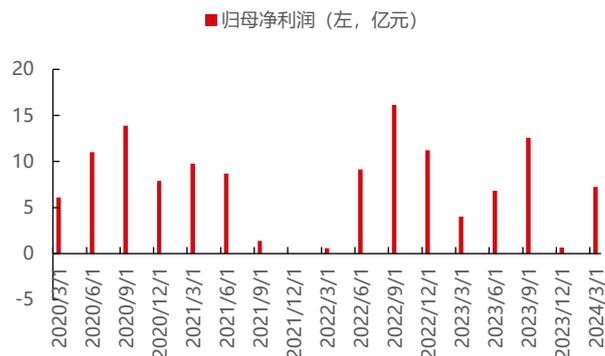
2023 年主要饲料企业总净利下滑，24Q1 同环比均呈现增长。2023 年主要饲料企业总归母净利润 24.09 亿元，同比下降 34.94%，其中禾丰股份同比由盈转亏，主要系屠宰及养殖业务亏损严重。2024Q1 主要饲料企业实现归母净利润 7.23 亿元，同比增长 80.30%，环比增长 1012.31%。2024Q1 不同公司盈利出现分化，其中邦基科技因饲料销量增长，归母净利润环比增长 26.89%；粤海饲料受一季度极端天气及减值影响，净利润由盈转亏；海大集团饲料主业稳健增长，生猪养殖盈利良好带动业绩环比增长 75.77%；禾丰股份因 2023Q4 减值计提充分，2024Q1 业绩亏损收窄。

图表37：饲料企业总归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表38：饲料企业分季度归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

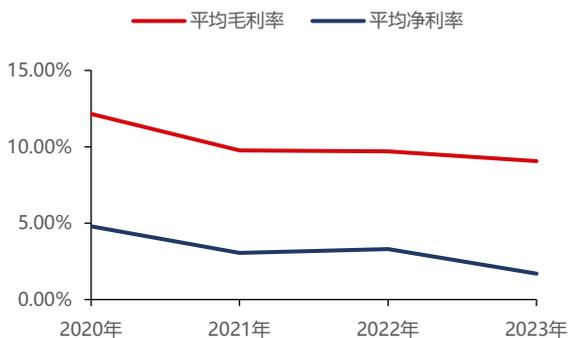
图表39：饲料企业归母净利润明细

归母净利润 (亿元)	2023年	同比	2024Q1	同比	环比
海大集团	27.41	-7.31%	8.61	111.00%	75.77%
粤海饲料	0.41	-64.40%	-0.56	-15.70%	-199.69%
禾丰股份	-4.57	-189.13%	-1.02	-627.34%	79.36%
邦基科技	0.84	-30.04%	0.20	-13.09%	26.89%

资料来源：Wind，国联证券研究所

2023年主要饲料企业利润率同比下滑，24Q1整体呈现改善态势。2023年主要饲料企业平均毛利率为9.06%，同比下降0.64pct，平均净利率为1.70%，同比下降1.61pct。2024Q1主要饲料企业单季度平均销售毛利率为10.13%，单季度平均销售净利率为0.14%，其中邦基科技、海大集团、禾丰股份毛利率、净利率环比均正向增长，粤海饲料销售毛利率环比增长，净利率环比下降。

图表40：饲料企业利润率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表41：饲料企业分季度利润率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表42：饲料企业毛利润率明细

毛利润率 (%)	2023年	同比 (pct)	2024Q1	同比 (pct)	环比 (pct)
海大集团	8.47%	-0.80	10.75%	2.36	2.99
粤海饲料	10.74%	0.91	12.07%	2.41	1.66
禾丰股份	3.98%	-2.04	4.56%	-0.06	3.75
邦基科技	13.05%	-0.64	13.16%	-0.73	2.44

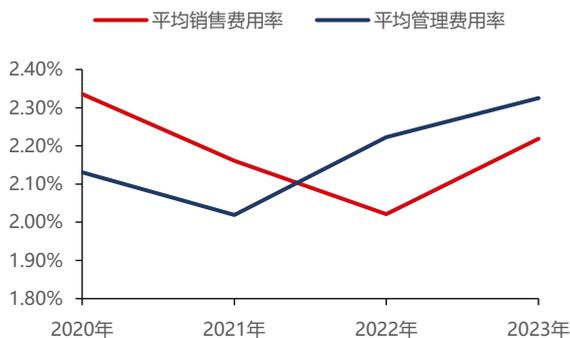
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表43：饲料企业净利润率明细

净利润率 (%)	2023年	同比 (pct)	2024Q1	同比 (pct)	环比 (pct)
海大集团	2.36%	-0.46	7.76%	2.02	2.2
粤海饲料	0.60%	-1.02	-6.75%	-1.57	-10.49
禾丰股份	-1.27%	-2.84	-1.85%	-1.85	4.67
邦基科技	5.10%	-2.14	5.00%	-1	1.77

资料来源：Wind，国联证券研究所

2023年主要饲料企业销售、管理费用率小幅波动，24Q1同环比均增长。2023年主要饲料企业平均销售费用率为2.22%，同比增长0.20pct；管理费用率2.33%，同比增长0.11pct。24Q1主要饲料企业整体销售、管理销售费用率整体呈现增长趋势。其中邦基科技、禾丰股份、海大集团销售费用率同环比均正向增长。管理费用率方面，4家企业均呈现同环比增长趋势。

图表44：饲料企业销售/管理费用率


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表45：饲料企业分季度销售/管理费用率


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表46：饲料企业销售费用率明细

销售费用率 (%)	2023年	同比 (pct)	2024Q1	同比 (pct)	环比 (pct)
海大集团	1.95%	0.05	2.35%	0.27	0.4
粤海饲料	2.81%	0.20	4.34%	-0.03	1.53
禾丰股份	2.00%	0.10	2.40%	0.24	0.4
邦基科技	2.13%	0.44	2.19%	0.04	0.07

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表47：饲料企业管理费用率明细

管理费用率 (%)	2023年	同比 (pct)	2024Q1	同比 (pct)	环比 (pct)
海大集团	2.25%	-0.21	2.90%	0.18	0.65
粤海饲料	2.60%	0.11	4.84%	0.95	2.23
禾丰股份	1.71%	0.07	2.35%	0.42	0.64
邦基科技	2.73%	0.44	3.39%	0.91	0.67

资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 投资建议

4.1 养殖：重视板块右侧投资机会

生猪养殖“信心指数”拐点已现，重视板块右侧投资机会，把握兑现度高和估值低的标的。从中期维度看，仔猪价格于去年底触底回升、春节后育肥猪价“淡季不淡”、猪病影响边际转弱、饲料端成本持续下降，养殖端“信心指数”正逐步回升，表明板块右侧行情或将到来。

从历史上右侧板块投资节奏看，无非关心生猪市场行情拐点(已显现)和高度(持续性)。考虑过去一年多产能去化一直在延续，当前养殖端资金状况尚未恢复且即将到来的雨季对南方猪病防控亦有压力，至少从目前看右侧行情仍处在起步阶段，延续性依旧充分。

对于个股而言，关注的重点应落脚在兑现度。这其中包括养殖企业出栏量的兑现和养殖成绩的改善，重点把握仍处于历史中枢估值分位数以下的标的。**重点推荐牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团；关注唐人神、天康生物、新五丰等。**

把握今年黄鸡景气度与生猪共振回暖的投资机会。黄鸡产能去化带动供应减量，叠加消费复苏，黄鸡价格有望逐步回暖，**重点推荐立华股份。**白羽鸡行业景气度已触底回升，**关注圣农发展、益生股份、禾丰股份等。**

4.2 饲料：把握水产景气复苏的投资机会

水产价格底部回升，把握景气复苏投资机会。草鱼、鲤鱼等普水价格在经历近两年低迷行情后显现回暖趋势，加州鲈亦因大鱼紧缺而带动标鱼价格上涨。展望后市，当前草鱼等鱼种存塘逐渐降低，后市供给边际减量；叠加消费复苏及替代品价格回升，

水产品价格有望逐步回暖，从而带动水产饲料需求改善。重点推荐海大集团，关注粤海饲料。

4.3 宠物：关注宠企国内业务发展

宠物消费保持增长，关注宠企国内业务发展。国内宠物行业处在快速发展阶段，宠物食品作为宠物经济的重要组成部分之一，在国内仍有广阔发展空间，这一过程也将孕育优秀的国产自主品牌。重点推荐乖宝宠物，中宠股份。

4.4 其他：关注动保后周期估值修复

关注动保企业养殖复苏后的估值修复，同时关注非瘟疫苗进展。当前板块整体估值已处于历史低位，未来养殖业回暖与规模化进程持续推进将为动保企业带来机会，板块有望迎来估值修复行情。

关注转基因品种商业化推广进程。从中长期来看，转基因品种的商业化应用有望推动行业格局改变，利好优质行业龙头。建议关注隆平高科、登海种业等。

5. 风险提示

(1) 发生动物疫病的风险：生猪养殖过程中发生的疫病，主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪伪狂犬病等。发生疾病传播会给行业及公司带来重大经营风险，一是疫病的发生将导致生猪的死亡，直接导致生猪产量的降低；二是疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩、产品价格下降，对生猪销售产生不利影响。

(2) 畜禽价格长期处于低位的风险：畜禽市场价格的周期性波动导致养殖行业的毛利率呈现周期性波动，公司的毛利率也呈现与行业基本一致的波动趋势。未来，若畜禽销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者公司畜禽出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，则公司存在业绩难以保持持续增长，甚至大幅下降、亏损的风险。

(3) 原材料价格波动的风险：总体来看，由于各项营业成本构成变动幅度存在差异，过去几年小麦、玉米和豆粕等主要原材料成本合计占生猪养殖营业成本的比例约在 55%-65%，因此，上述大宗农产品价格波动对公司的主营业务成本、净利润均会产生较大影响。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼