

农林牧渔

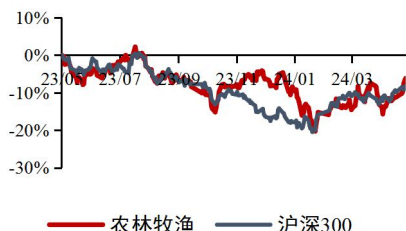
农业 2023&2024Q1业绩综述 同步大市-A(维持)

看好生猪养殖股、海大集团、圣农发展在当前的配置时机

2024年5月13日

行业研究/行业分析

农林牧渔板块近一年市场表现



资料来源：最闻

| 首选股票 | | 评级 |
|-----------|------|------|
| 002311.SZ | 海大集团 | 买入-A |
| 002299.SZ | 圣农发展 | 买入-B |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 买入-B |
| 301498.SZ | 乖宝宠物 | 增持-A |
| 002567.SZ | 唐人神 | 增持-B |
| 605296.SH | 神农集团 | 增持-B |
| 603477.SH | 巨星农牧 | 增持-B |
| 001201.SZ | 东瑞股份 | 增持-B |
| 000876.SZ | 新希望 | 增持-B |

相关报告：

【山证宠物食品】如何看待宠物食品行业当前新渠道与价格战情况？-【山证农业】宠物专题报告（一） 2024.4.25

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

研究助理：

张彦博

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

投资要点：

➢ 根据 2024 年 1 季报业绩的同比趋势，在农业各子行业中，宠物食品、畜禽养殖、果蔬加工、粮食种植等子行业同比趋好或改善。受益于自有品牌持续增长、海外订单回暖、汇率影响等因素，宠物食品板块 2023&2024Q1 业绩同比明显趋好。畜禽养殖板块 2024Q1 总体业绩同比改善的主要原因在于上游玉米豆粕等原料成本下降和内部管理效率的改善。白羽肉鸡产业链内部出现分化，受前期祖代种鸡引种收缩的影响，上游种源环节要稍好于下游环节。黄羽鸡板块虽然 2024Q1 价格仍在低位，但由于上游饲料原料价格下降和企业内部降本增效等正面驱动，2024Q1 业绩同比有所改善。

➢ 2024 年进入本轮周期的第 4 个“亏损底”，是 2006 年以来首次出现 4 个“亏损底”的周期，且周期磨底有望逐渐进入尾声。由于二次育肥等行业行为的存在，我们倾向于认为未来猪周期的高点较有可能比 2018 年“非洲猪瘟”发生之前的正常周期高点要高。

➢ 参考前两轮周期的经验，生猪养殖指数的拐点一般领先猪价周期拐点 6-9 个月。生猪养殖指数的上升周期往往在倒数第 2 个“亏损底”期间或附近已经开始启动，还没等到猪价走出最后 1 个“亏损底”，生猪养殖指数的上升周期已经演绎过半。由此可见，猪价周期磨底阶段的倒数第 2 个“亏损底”或是布局生猪养殖股大周期机会的较好时机，而不是最后一个“亏损底”，更不是等到养殖行业进入盈利期以后。

➢ 无论是看 2024 年反转，还是看 2025 年反转，根据上述养殖股的演绎规律，我们认为均应重视生猪养殖股在第 4 个“亏损底”布局时机。如果第 4 个“亏损底”是最后一个底，则养殖股后续演绎逻辑有可能逐渐从“产能去化”阶段进入“周期反转”阶段。悲观情景下，若第 4 个“亏损底”是倒数第二个亏损底，则仍是布局生猪养殖股大周期机会的良好时机。我们推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等生猪养殖股。

➢ 随着上游原料成本压力下降和下游趋于改善，海大集团在本轮周期最差的时刻或已过去，目前估值处于历史底部区域，推荐海大集团的投机机会。

➢ 肉鸡养殖股历史大级别行情更多来源于生猪和肉鸡的“周期共振”。根据我们的“亏损期+低 PB”策略，圣农发展已经进入配置窗口期。

➢ 我们认为卓越的全产业链运营是宠粮品牌核心竞争力之一，随着国产品牌效应逐步增强，国产品牌高增长有望继续保持，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物。

➢ **风险提示：**养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险。



目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 生猪养殖：降本增效，2024Q1 整体业绩同比有所减亏..... | 4 |
| 家禽养殖：白羽肉鸡链条内部有所分化，黄羽肉鸡同比改善..... | 8 |
| 饲料动保：行业筑底，水产饲料基本面开始修复..... | 12 |
| 农作物种业：价格和供给压力犹存..... | 15 |
| 宠物食品：自有品牌发力和海外订单回暖助力景气回升..... | 17 |
| 投资建议..... | 18 |
| 风险提示..... | 19 |

图表目录

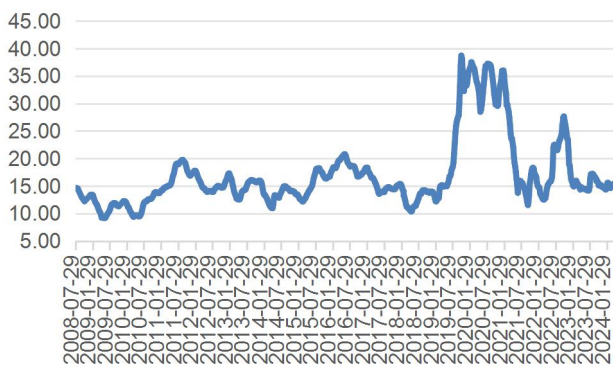
| | |
|--|----|
| 图 1：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）..... | 4 |
| 图 2：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）..... | 4 |
| 图 3：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）..... | 4 |
| 图 4：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）..... | 4 |
| 图 5：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）..... | 5 |
| 图 6：国内能繁母猪存栏量环比变动趋势..... | 5 |
| 图 7：生猪养殖上市公司归属净利润（累计）..... | 5 |
| 图 8：生猪养殖公司归属净利润同比增速（累计）..... | 5 |
| 图 9：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势..... | 6 |
| 图 10：生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势..... | 6 |
| 图 11：生猪养殖上市公司资产负债率趋势..... | 7 |
| 图 12：2013-2015 年生猪养殖行业产能去化幅度对亏损幅度的敏感度趋于明显增强..... | 8 |
| 图 13：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）..... | 9 |
| 图 14：我国白羽肉鸡主产区均价（元/公斤）..... | 9 |
| 图 15：我国商品代白羽肉鸡苗价格走势（元/羽）..... | 9 |
| 图 16：国内鸡蛋市场零售价（元/公斤）..... | 9 |
| 图 17：家禽养殖上市公司归属净利润（累计）..... | 10 |
| 图 18：家禽养殖公司归属净利润同比增速（累计）..... | 10 |
| 图 19：家禽养殖上市公司单季度净利润趋势..... | 10 |
| 图 20：根据我们的“亏损期+低 PB”策略，圣农发展已经进入配置窗口期..... | 11 |
| 图 21：全国猪饲料历年产量（万吨）..... | 12 |
| 图 22：全国禽饲料历年产量（万吨）..... | 12 |
| 图 23：全国水产饲料历年产量（万吨）..... | 12 |
| 图 24：全国工业饲料产量和增速..... | 12 |
| 图 25：饲料动保上市公司归属净利润（累计）..... | 13 |
| 图 26：饲料动保上市公司归母净利润增长趋势..... | 13 |
| 图 27：饲料动保上市公司毛利率趋势..... | 13 |
| 图 28：饲料动保上市公司销售净利率趋势..... | 13 |
| 图 29：饲料动保上市公司单季度净利润趋势..... | 14 |
| 图 30：国内玉米现货价（元/公斤）..... | 14 |
| 图 31：国内豆粕现货价（元/吨）..... | 14 |

| | |
|------------------------------|----|
| 图 32: 种业上市公司营业收入增长趋势..... | 15 |
| 图 33: 种业上市公司归母净利润增长趋势..... | 15 |
| 图 34: 种业上市公司毛利率趋势..... | 15 |
| 图 35: 种业上市公司销售净利率趋势..... | 15 |
| 图 36: 种业上市公司单季度净利润趋势..... | 16 |
| 图 37: 全国杂交玉米制种面积和制种量趋势..... | 16 |
| 图 38: 全国杂交玉米库存消费比趋势..... | 16 |
| 图 39: 全国杂交水稻制种面积和制种量趋势..... | 17 |
| 图 40: 全国杂交水稻库存消费比趋势..... | 17 |
| 图 41: 宠物食品上市公司营业收入增长趋势..... | 17 |
| 图 42: 宠物食品上市公司归母净利润增长趋势..... | 17 |
| 图 43: 宠物食品上市公司毛利率趋势..... | 18 |
| 图 44: 宠物食品上市公司销售净利率趋势..... | 18 |
| 图 45: 宠物食品上市公司单季度净利润趋势..... | 18 |

生猪养殖：降本增效，2024Q1 整体业绩同比有所减亏

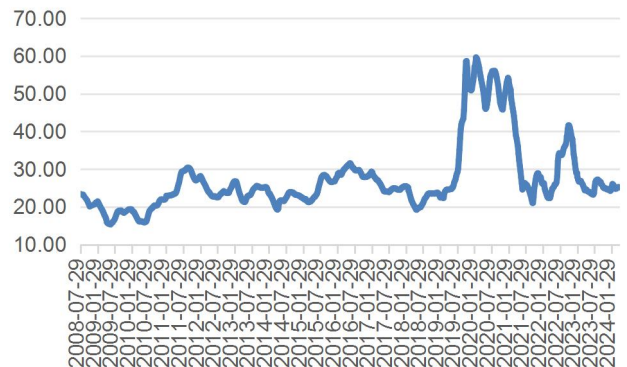
2023 年，在供给严重过剩和需求不振的双重不利影响之下，国内生猪价格全年表现较为低迷，行业整体持续亏损，能繁母猪产能持续去化。2024 年初以来，国内生猪价格在 14-16 元/公斤的价格区间震荡，自繁自养仍处于亏损区域，能繁母猪产能进一步去化。

图 1：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



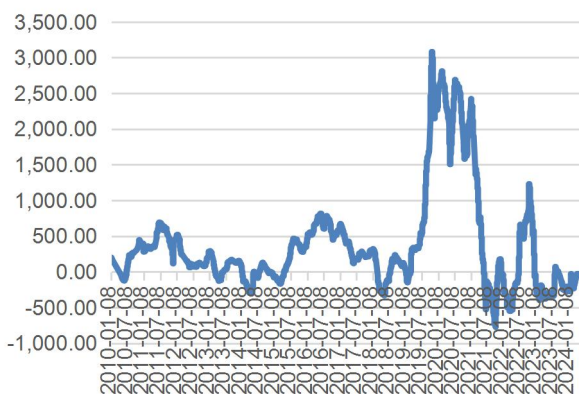
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 2：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



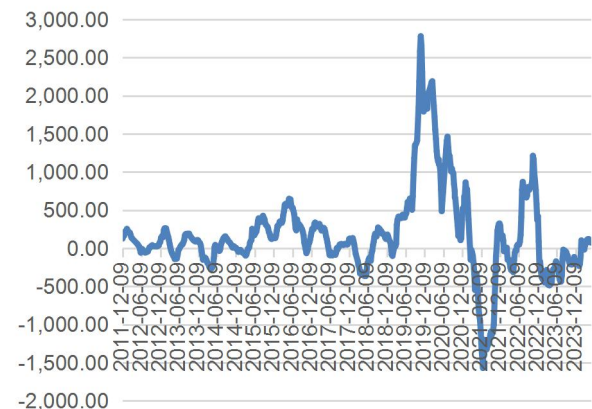
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 3：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



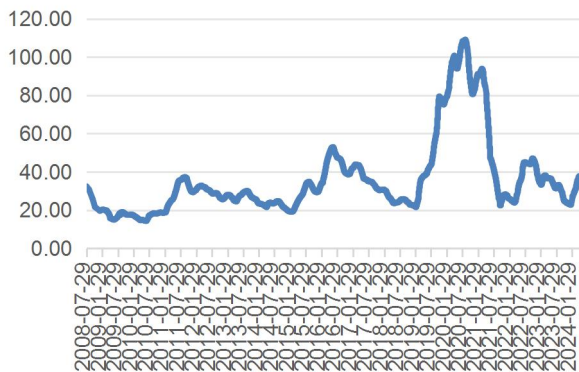
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 4：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



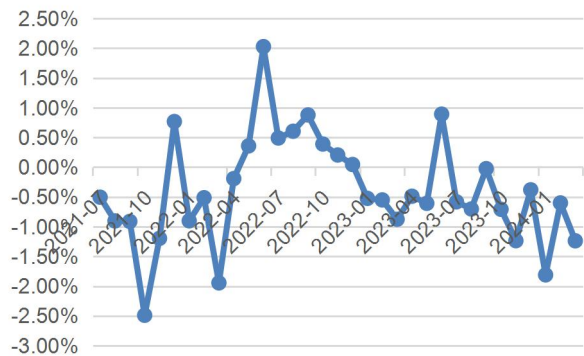
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 5：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 6：国内能繁母猪存栏量环比变动趋势



资料来源：Wind、山西证券研究所

2024 年初以来，受益于玉米豆粕等上游饲料原料价格明显下降和内部生产管理效率的提升，生猪养殖上市公司 2024Q1 总体业绩同比有所减亏。受业绩亏损影响，剔除债权债务重整的个别上市公司，生猪养殖上市公司 2024Q1 整体资产负债率水平比 2023 年进一步上升。

图 7：生猪养殖上市公司归属净利润（累计）

| 归母净利润 (百万元) | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| *ST傲农 | -1039.03 | -179.71 | -809.32 | -1289.89 | -3650.82 | -292.02 |
| 新希望 | -1460.61 | -1685.74 | -2982.65 | -3857.51 | 249.20 | -1934.42 |
| ST天邦 | 489.45 | -663.78 | -1256.32 | -1565.86 | -2883.41 | 603.73 |
| *ST正邦 | -13387.15 | -1178.64 | -1993.95 | -2818.53 | 8528.71 | -48.80 |
| 大北农 | 55.60 | -305.34 | -774.04 | -908.40 | -2173.89 | -209.46 |
| 金新农 | 19.84 | -99.05 | -237.85 | -308.46 | -659.87 | -52.06 |
| 唐人神 | 135.07 | -340.18 | -664.03 | -910.85 | -1525.91 | -197.51 |
| 巨星农牧 | 158.09 | -205.58 | -348.32 | -342.77 | -645.29 | -138.05 |
| 温氏股份 | 5289.01 | -2749.10 | -4688.74 | -4529.81 | -6389.66 | -1236.02 |
| 神农集团 | 255.38 | -105.87 | -263.82 | -217.12 | -401.28 | -3.57 |
| 东瑞股份 | 42.91 | -190.88 | -330.11 | -415.64 | -516.09 | -83.05 |
| 天康生物 | 280.74 | -14.28 | -447.29 | -504.38 | -1363.32 | 54.06 |
| 新五丰 | -76.00 | -226.35 | -614.24 | -749.40 | -1203.42 | -254.31 |
| 牧原股份 | 13266.16 | -1198.05 | -2779.22 | -1842.33 | -4263.28 | -2378.91 |
| 华统股份 | 87.74 | -104.58 | -356.37 | -358.28 | -604.86 | -157.30 |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 8：生猪养殖公司归属净利润同比增速（累计）

| 归母净利润 增速 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| *ST傲农 | 31.64% | 48.90% | -19.59% | -125.22% | -251.37% | -62.49% |
| 新希望 | 84.77% | 41.45% | 27.95% | -42.52% | 117.06% | -14.75% |
| ST天邦 | 110.97% | 1.47% | -315.41% | -256.58% | -689.11% | 190.95% |
| *ST正邦 | 28.86% | 51.56% | 53.47% | 63.13% | 163.71% | 95.86% |
| 大北农 | 112.63% | -31.29% | -51.62% | -176.43% | -4009.74% | 31.40% |
| 金新农 | 102.01% | 33.32% | -28.84% | -707.29% | -3426.47% | 47.45% |
| 唐人神 | 111.77% | -128.00% | -375.22% | -2760.81% | -1229.73% | 41.94% |
| 巨星农牧 | -38.96% | 33.92% | -31.96% | -254.08% | -508.18% | 32.85% |
| 温氏股份 | 139.46% | 26.95% | -33.07% | -760.77% | -220.81% | 55.04% |
| 神农集团 | 4.11% | 29.42% | -114.90% | -781.03% | -257.13% | 96.63% |
| 东瑞股份 | -79.72% | -492.15% | -458.62% | -8495.52% | -1302.67% | 56.49% |
| 天康生物 | 140.93% | 79.48% | -358.85% | -295.53% | -585.61% | 478.54% |
| 新五丰 | 72.88% | -101.95% | -247.62% | -393.69% | -1483.47% | -12.35% |
| 牧原股份 | 92.16% | 76.87% | 58.42% | -221.82% | -132.14% | -98.56% |
| 华统股份 | 145.59% | -18.98% | -503.21% | -889.75% | -789.34% | -50.41% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 9：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势

| 单季度归属于 母公司股 东的利润 (百万元) | 2021-03-31 | 2021-06-30 | 2021-09-30 | 2021-12-31 | 2022-03-31 | 2022-06-30 | 2022-09-30 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 牧原股份 | 6963.07 | 2562.91 | -821.71 | -1800.49 | -5180.23 | -1503.37 | 8195.89 | 11753.86 | -1198.05 | -1581.16 | 936.89 | -2420.95 | -2378.91 |
| 新希望 | 136.81 | -3551.88 | -2986.12 | -3189.68 | -2879.19 | -1260.56 | 1433.07 | 1246.06 | -1685.74 | -1296.91 | -874.85 | 4106.70 | -1934.42 |
| 温氏股份 | 543.52 | -3041.19 | -7203.65 | -3703.04 | -3763.30 | 239.78 | 4209.06 | 4603.47 | -2749.10 | -1939.64 | 158.93 | -1859.85 | -1236.02 |
| *ST傲农 | 162.02 | -324.63 | -340.26 | -1017.00 | -351.68 | -325.06 | 104.03 | -466.31 | -179.71 | -629.61 | -480.56 | -2360.93 | -292.02 |
| 新五丰 | 43.52 | 30.42 | -174.36 | -179.84 | -112.08 | -64.61 | 24.90 | 75.80 | -226.35 | -387.89 | -135.16 | -454.01 | -254.31 |
| 大北农 | 390.93 | 107.84 | -391.36 | -547.76 | -232.57 | -277.95 | 181.89 | 384.22 | -305.34 | -468.70 | -134.36 | -1265.49 | -209.46 |
| 唐人神 | 279.15 | -103.38 | -573.40 | -749.77 | -149.20 | 9.47 | 173.96 | 100.84 | -340.18 | -323.85 | -246.81 | -615.07 | -197.51 |
| 华统股份 | 77.46 | 30.50 | -103.46 | -196.96 | -87.89 | 28.81 | 104.45 | 42.38 | -104.58 | -251.79 | -1.91 | -246.58 | -157.30 |
| 巨星农牧 | 231.10 | 57.05 | -85.54 | 56.37 | -311.13 | 47.17 | 167.15 | 254.89 | -205.58 | -142.74 | 5.55 | -302.53 | -138.05 |
| 东瑞股份 | 185.20 | 46.58 | 4.60 | -24.80 | -32.23 | -26.86 | 64.04 | 37.96 | -190.88 | -139.24 | -85.53 | -100.45 | -83.05 |
| 金新农 | 19.31 | 20.49 | -332.17 | -696.73 | -148.56 | -36.05 | 146.40 | 58.05 | -99.05 | -138.80 | -70.60 | -351.41 | -52.06 |
| *ST正邦 | 211.64 | -1641.72 | -6197.05 | -11191.69 | -2433.28 | -1852.38 | -3358.24 | -5743.25 | -1178.64 | -815.31 | -824.58 | 11347.24 | -48.80 |
| 神农集团 | 314.38 | 49.54 | -135.04 | 16.41 | -150.01 | 27.24 | 154.65 | 223.50 | -105.87 | -157.95 | 46.70 | -184.16 | -3.57 |
| 天康生物 | 301.01 | -59.61 | -434.26 | -493.11 | -69.61 | -27.87 | 355.44 | 22.79 | -14.28 | -433.01 | -57.09 | -858.93 | 54.06 |
| ST天邦 | 195.39 | -845.92 | -2045.60 | -1765.66 | -673.65 | 1256.87 | 416.80 | -510.58 | -663.78 | -592.54 | -309.53 | -1317.55 | 603.73 |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 10：生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势

| 生猪销量 (万头) | 唐人神 | 牧原股份 | 温氏股份 | *ST傲农 | ST天邦 | *ST正邦 | 新希望 | 天康生物 | 金新农 | 大北农 | 东瑞股份 | 神农集团 | 京基智农 | 华统股份 | 新五丰 |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|---|
| 2023年1月 | 23.23 | | 158.71 | 41.78 | 38.31 | 56.5 | 129.11 | 15.91 | 5.01 | 49.42 | 5.32 | 9.2 | 13.46 | 16.17 | |
| 2023年2月 | 28.58 | 884.4 | 193.55 | 50.12 | 40.28 | 67.4 | 173.3 | 19.89 | 13.85 | 49.07 | 7.4 | 14.04 | 13.35 | 18.45 | |
| 2023年3月 | 26.6 | 500.1 | 207.28 | 46.68 | 54.2 | 48.72 | 169.1 | 21.14 | 8.87 | 45.28 | 8.27 | 12.01 | 14.47 | 18.78 | |
| 2023年4月 | 26.8 | 534.2 | 210.63 | 42.84 | 45.68 | 56.79 | 157.39 | 24.54 | 7.98 | 49.64 | 6.49 | 10.04 | 13.43 | 20.15 | |
| 2023年5月 | 29.53 | 576.4 | 209.36 | 49.96 | 66.12 | 41.96 | 144.28 | 25.59 | 10.85 | 45.36 | 5.43 | 10.62 | 14.92 | 19.56 | |
| 2023年6月 | 31.2 | 531.4 | 199.04 | 60.96 | 61.74 | 27.53 | 126.22 | 23.9 | 7.89 | 39.24 | 3.73 | 11.18 | 14.7 | 22.18 | 生猪生产量320.07万头，其中，以活猪销售311.51万头，以肉品销售8.56万头。 |
| 2023年7月 | 31.87 | 570 | 213.11 | 44.76 | 51.1 | 32.52 | 138.06 | 25.57 | 7.06 | 43.15 | 4.37 | 13.51 | 16.02 | 19.03 | |
| 2023年8月 | 27.51 | 567.2 | 214.43 | 45.85 | 53.33 | 49.01 | 131.48 | 25.66 | 10.36 | 45.08 | 4.76 | 14.24 | 17.67 | 16.46 | |
| 2023年9月 | 37.77 | 537.3 | 226.49 | 61.1 | 48.67 | 33.3 | 137.21 | 23.63 | 5.84 | 49.81 | 4.66 | 16.37 | 17.27 | 17.3 | |
| 2023年10月 | 38.41 | 488 | 239.56 | 45.86 | 79.08 | 47.92 | 147.15 | 23.14 | 7.67 | 47.32 | 4.29 | 11.68 | 16.26 | 18.42 | |
| 2023年11月 | 33.87 | 529.5 | 257.39 | 42.83 | 88.99 | 40.44 | 167.59 | 24.63 | 9.37 | 69.36 | 4.29 | 16.19 | 15.18 | 20.71 | |
| 2023年12月 | 35.89 | 663.1 | 296.67 | 53.16 | 84.49 | 45.76 | 147.36 | 27.98 | 9.93 | 72.15 | 3.45 | 12.96 | 17.78 | 23.06 | |
| 2024年1月 | 32.82 | | 263.74 | | 70.15 | 42.98 | 172.48 | 23.21 | 13.32 | 63.5 | 5.78 | 19.51 | 17.19 | 23.59 | 生猪生产量92.38万头，其中，以活猪销售87.84万头，以肉品销售4.54万头。 |
| 2024年2月 | 27.2 | 1,054 | 192.21 | 75.24 | 40.12 | 22.08 | 130.88 | 15.6 | 7.77 | 32.67 | 4.58 | 13.09 | 13.65 | 18.46 | |
| 2024年3月 | 34.68 | 547.1 | 262.05 | 21.17 | 40.9 | 27.21 | 152.55 | 25.92 | 12.17 | 49.03 | 6.28 | 17.08 | 15.21 | 23.64 | |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

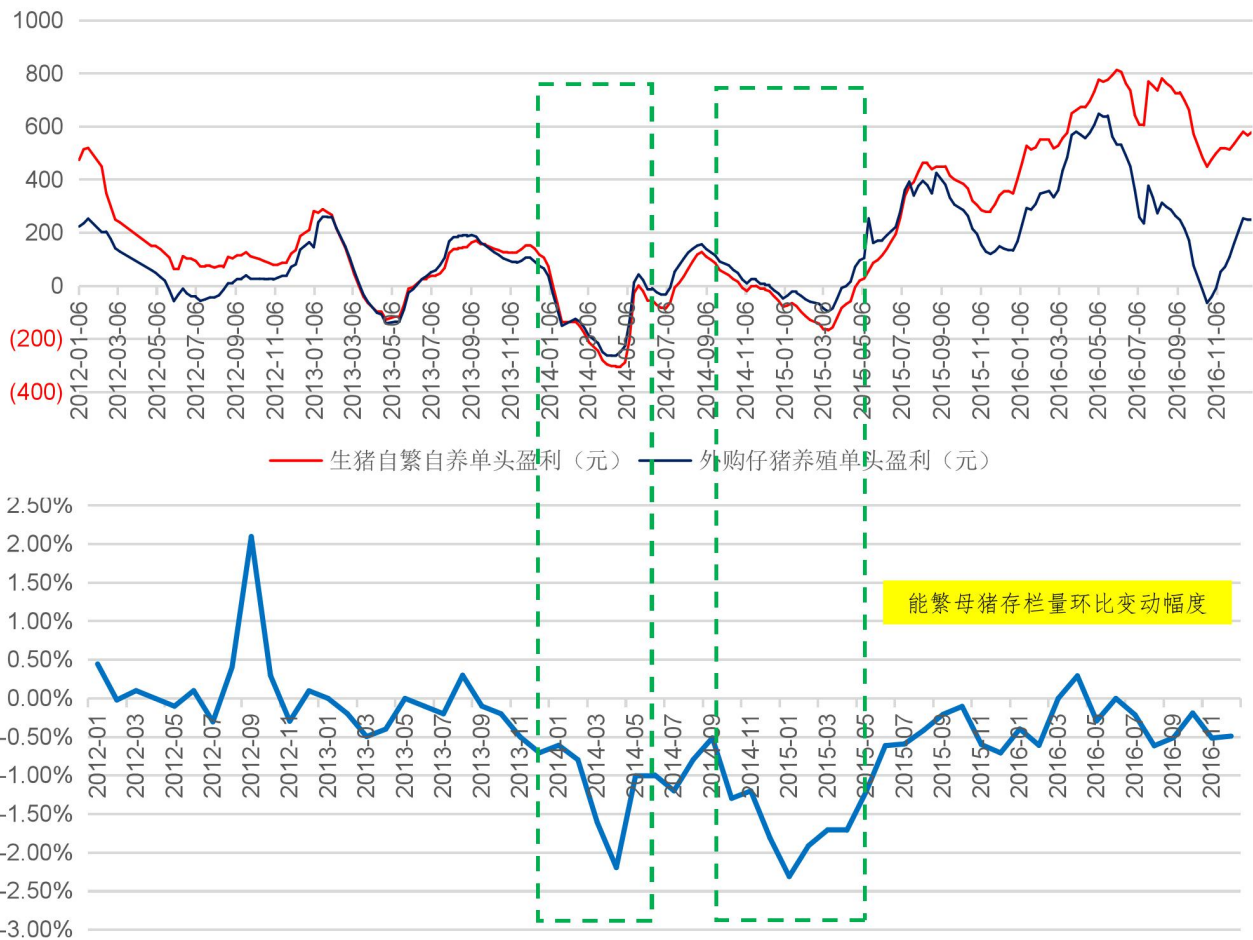
图 11：生猪养殖上市公司资产负债率趋势

| 资产负债率 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| *ST傲农 | 81.61% | 83.12% | 86.72% | 89.41% | 103.69% | 106.84% |
| ST天邦 | 79.61% | 83.15% | 85.78% | 87.03% | 86.73% | 80.74% |
| 华统股份 | 62.29% | 68.78% | 71.59% | 72.11% | 74.68% | 76.77% |
| 新五丰 | 71.18% | 75.37% | 69.82% | 70.15% | 74.99% | 76.05% |
| 新希望 | 68.02% | 70.40% | 71.79% | 72.76% | 72.28% | 74.03% |
| 金新农 | 68.74% | 69.23% | 70.36% | 70.53% | 74.06% | 73.66% |
| 大北农 | 58.28% | 59.01% | 60.71% | 63.00% | 66.29% | 67.75% |
| 唐人神 | 59.69% | 60.83% | 62.07% | 64.75% | 64.84% | 67.35% |
| 牧原股份 | 54.36% | 56.37% | 60.06% | 59.65% | 62.11% | 63.59% |
| 温氏股份 | 56.25% | 59.22% | 61.32% | 60.31% | 61.41% | 63.37% |
| 巨星农牧 | 48.85% | 54.13% | 55.17% | 56.59% | 59.85% | 62.19% |
| 天康生物 | 50.26% | 52.05% | 51.84% | 47.06% | 52.75% | 53.75% |
| *ST正邦 | 148.41% | 156.99% | 160.10% | 162.61% | 53.97% | 50.43% |
| 东瑞股份 | 34.14% | 40.75% | 46.97% | 47.82% | 42.47% | 43.82% |
| 神农集团 | 14.46% | 13.48% | 18.35% | 22.27% | 26.41% | 29.53% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

在行业资金链趋紧的背景下，生猪产能有望进一步去化。根据历史经验，随着资金的持续消耗和负债率水平处于历史高位，后续生猪养殖行业产能去化对亏损幅度的敏感度有可能会趋于明显增强。复盘 2013-2015 年的周期底部（2018-2019 年为非洲猪瘟疫情带来的产能淘汰，不具有可比性），2015 年的亏损幅度虽然比 2014 年明显要小，但 2015 年能繁母猪产能去化的幅度不亚于 2014 年；与此同时，虽然 2015 年的亏损幅度与 2013 年较为接近，但是 2015 年能繁母猪产能去化的幅度要明显大于 2013 年。这一现象背后潜在的逻辑在于：在周期底部的初期，虽然行业有所亏损，但此时现金流和负债率还相对宽松；随着亏损时间的不断累积，资金持续消耗，负债率和现金流进入较为紧张的临界区域，即使小幅的亏损也有可能引发较大规模的被动淘汰。

图 12：2013-2015 年生猪养殖行业产能去化幅度对亏损幅度的敏感度趋于明显增强



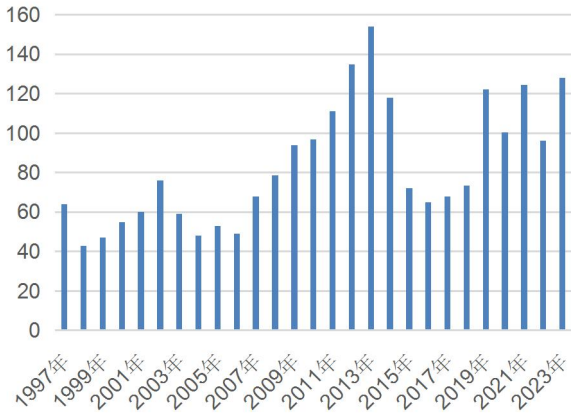
资料来源：Wind、山西证券研究所

家禽养殖：白羽肉鸡链条内部有所分化，黄羽肉鸡同比改善

受到供给和需求的双重影响，肉鸡板块 2024Q1 的产品价格和业绩整体处于低位。白羽肉鸡产业链内部出现分化，受前期祖代种鸡引种收缩的影响，上游种源环节要稍好于下游环节。黄羽肉鸡板块虽然 2024Q1 价格仍在低位，但由于上游饲料原料价格下降和企业内部降本增效等正面驱动，2024Q1 业绩同比有所改善。

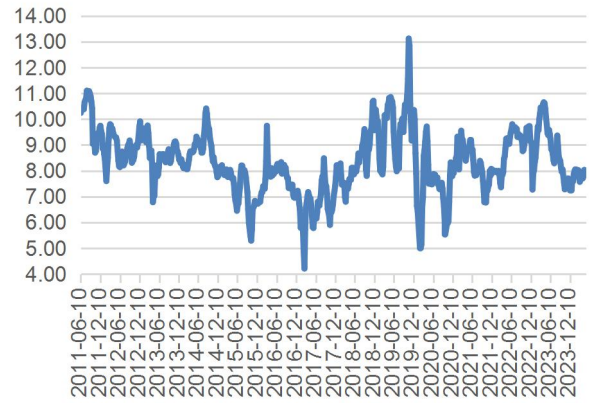


图 13：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）



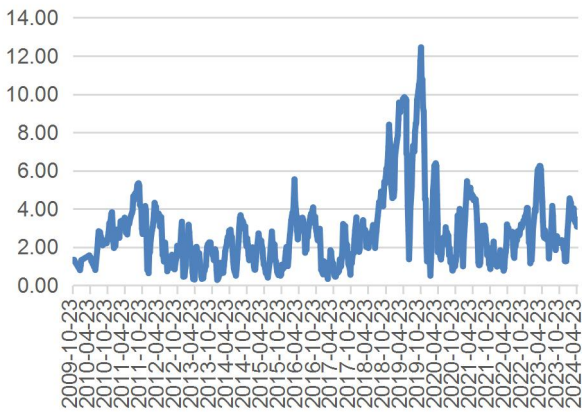
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 14：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



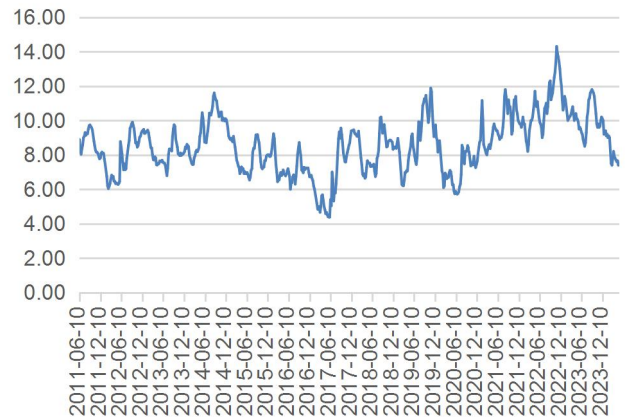
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 15：我国商品代白羽肉鸡苗价格走势（元/羽）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 16：国内鸡蛋市场零售价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 17: 家禽养殖上市公司归属净利润（累计）

| 归母净利润 (百万元) | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 晓鸣股份 | 7.32 | -11.10 | -35.92 | -79.77 | -154.77 | -9.88 |
| 温氏股份 | 5289.01 | -2749.10 | -4688.74 | -4529.81 | -6389.66 | -1236.02 |
| 民和股份 | -452.06 | 56.86 | -39.90 | -118.05 | -386.32 | -34.91 |
| 圣农发展 | 410.90 | 89.45 | 426.39 | 739.56 | 664.27 | -61.92 |
| 华英农业 | -597.02 | 4.79 | 13.45 | 16.01 | -31.84 | 1.12 |
| 益生股份 | -367.05 | 313.83 | 564.92 | 683.62 | 540.79 | 109.34 |
| 立华股份 | 890.77 | -390.93 | -591.59 | -284.71 | -437.41 | 80.03 |
| 湘佳股份 | 105.87 | -28.25 | -83.51 | -55.72 | -147.15 | -19.41 |
| 仙坛股份 | 128.36 | 92.05 | 203.28 | 266.81 | 225.91 | 7.02 |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 18: 家禽养殖公司归属净利润同比增速（累计）

| 归母净利润 增速 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 晓鸣股份 | -91.05% | -181.36% | -269.26% | -546.12% | -2213.47% | 10.98% |
| 温氏股份 | 139.46% | 26.95% | -33.07% | -760.77% | -220.81% | 55.04% |
| 民和股份 | -1049.51% | 131.09% | 86.58% | 64.45% | 14.54% | -161.39% |
| 圣农发展 | -8.33% | 236.91% | 531.58% | 284.73% | 61.66% | -169.23% |
| 华英农业 | 76.48% | 112.46% | -89.71% | 107.30% | 94.67% | -76.71% |
| 益生股份 | -1390.00% | 208.96% | 252.56% | 269.88% | 247.34% | -65.16% |
| 立华股份 | 325.18% | -120.15% | -281.36% | -143.81% | -149.10% | 120.47% |
| 湘佳股份 | 312.30% | -341.63% | -1812.66% | -157.30% | -238.99% | 31.29% |
| 仙坛股份 | 56.26% | 310.44% | 1107.29% | 160.65% | 76.00% | -92.37% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 19: 家禽养殖上市公司单季度净利润趋势

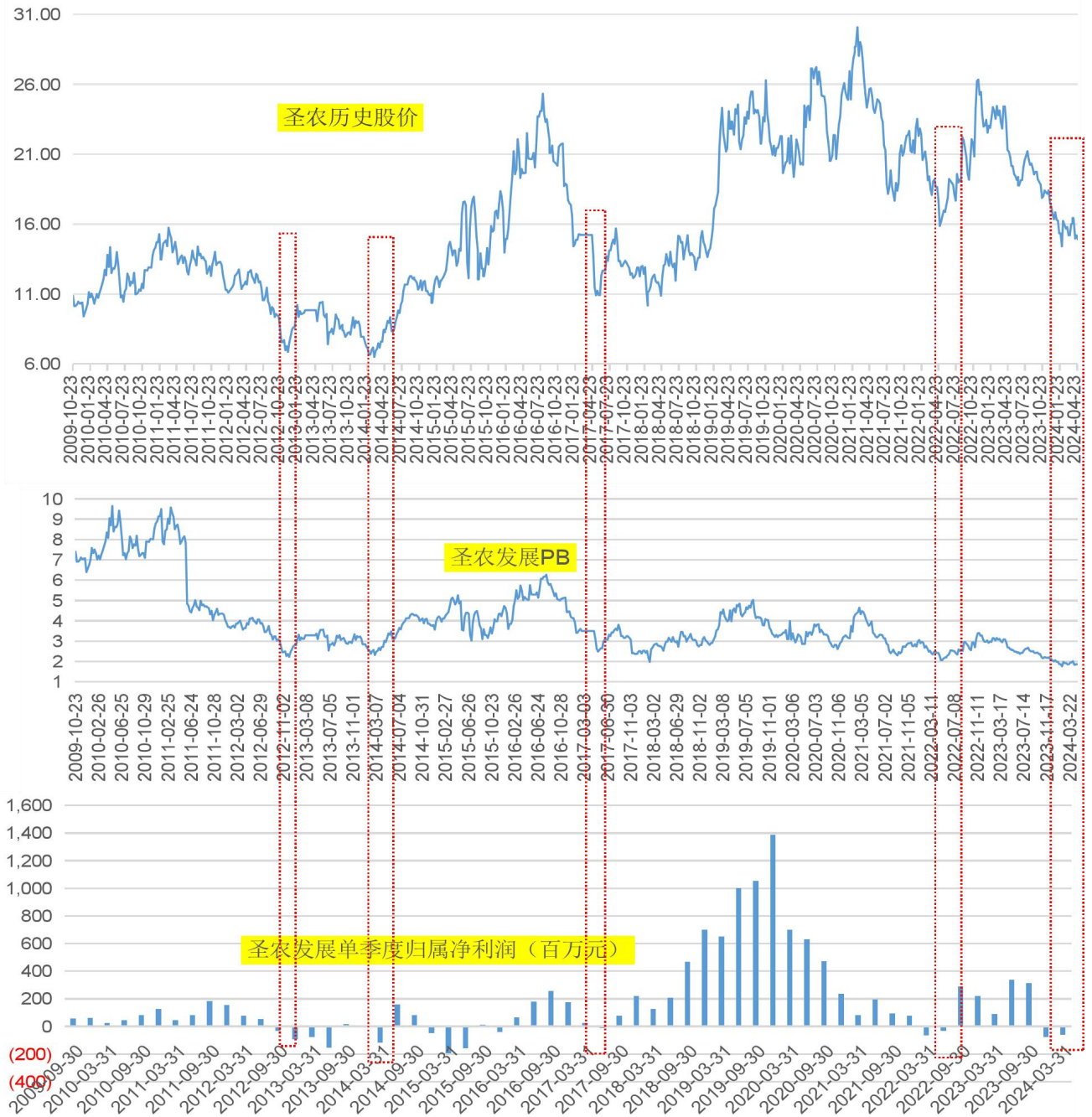
| 单季度归属于母 公司股东的利润 (百万元) | 2021-03-31 | 2021-06-30 | 2021-09-30 | 2021-12-31 | 2022-03-31 | 2022-06-30 | 2022-09-30 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 益生股份 | 111.97 | 163.84 | -47.24 | -200.12 | -288.01 | -82.27 | -32.12 | 35.36 | 313.83 | 251.09 | 118.71 | -142.83 | 109.34 |
| 立华股份 | 288.11 | -568.34 | -324.41 | 209.05 | -177.58 | 22.45 | 805.07 | 240.83 | -390.93 | -200.66 | 306.88 | -152.70 | 80.03 |
| 仙坛股份 | 62.18 | 59.78 | 2.42 | -42.24 | -43.74 | 60.58 | 85.53 | 25.99 | 92.05 | 111.23 | 63.54 | -40.90 | 7.02 |
| 华英农业 | -92.63 | -71.71 | -61.43 | -2312.28 | -38.49 | 169.21 | -350.15 | -377.60 | 4.79 | 8.66 | 2.56 | -47.85 | 1.12 |
| 晓鸣股份 | 17.32 | 34.63 | 25.12 | 4.78 | 13.64 | 7.58 | -3.34 | -10.56 | -11.10 | -24.82 | -43.84 | -75.01 | -9.88 |
| 湘佳股份 | 8.18 | -13.23 | -5.06 | 35.79 | 11.69 | -6.82 | 92.35 | 8.64 | -28.25 | -55.26 | 27.80 | -91.44 | -19.41 |
| 民和股份 | 134.39 | 35.73 | -3.71 | -118.79 | -182.87 | -114.47 | -34.67 | -120.04 | 56.86 | -96.75 | -78.15 | -268.27 | -34.91 |
| 圣农发展 | 80.14 | 194.57 | 93.76 | 79.77 | -65.33 | -33.46 | 291.02 | 218.67 | 89.45 | 336.94 | 313.17 | -75.28 | -61.92 |
| 温氏股份 | 543.52 | -3041.19 | -7203.65 | -3703.04 | -3763.30 | 239.78 | 4209.06 | 4603.47 | -2749.10 | -1939.64 | 158.93 | -1859.85 | -1236.02 |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

PB 估值处于底部的优质禽业股已经具备配置价值。从过去三轮周期的历史复盘来看，肉鸡养殖股历史大级别行情更多来源于生猪和肉鸡的“周期共振”。站在目前时点，从周期角度，圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，已经具备配置价值。



图 20：根据我们的“亏损期+低 PB”策略，圣农发展已经进入配置窗口期

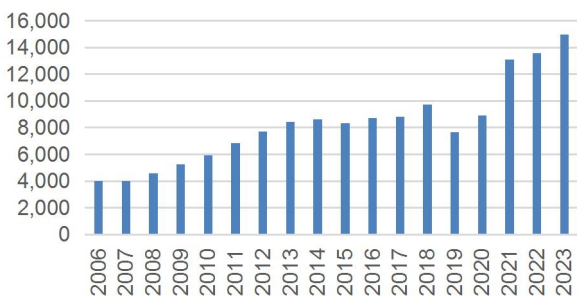


资料来源：Wind、山西证券研究所

饲料动保：行业筑底，水产饲料基本面开始修复

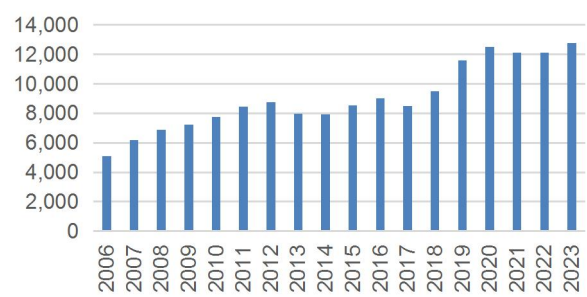
根据中国饲料工业协会披露的数据，2023年全国工业饲料总产量32162.7万吨，同比增长6.6%。分品种看，猪饲料产量14975.2万吨，同比增长10.1%；蛋禽饲料产量3274.4万吨，同比增长2.0%；肉禽饲料产量9510.8万吨，同比增长6.6%；反刍动物饲料产量1671.5万吨，同比增长3.4%；水产饲料产量2344.4万吨，同比下降4.9%；宠物饲料产量146.3万吨，同比增长18.2%。2024年一季度，全国工业饲料总产量6896万吨，同比下降3.4%。饲料动保板块2024Q1业绩出现分化，受去年基数和年初以来猪价延续低迷影响，部分公司业绩同比出现下滑。与此同时，海大集团受益水产饲料基本面修复、生猪养殖成绩提升等因素，2024Q1业绩同比大幅增长。

图 21：全国猪饲料历年产量（万吨）



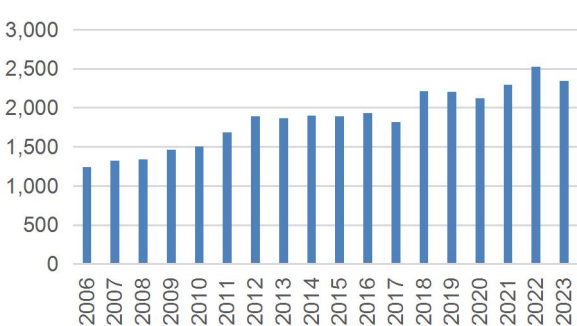
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 22：全国禽饲料历年产量（万吨）



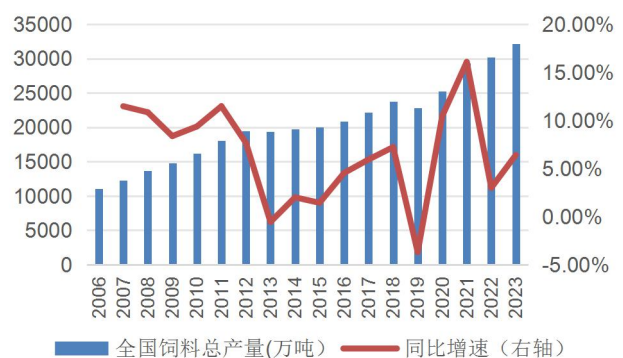
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 23：全国水产饲料历年产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 24：全国工业饲料产量和增速



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 25：饲料动保上市公司归属净利润（累计）

| 归母净利润 (百万元) | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 海大集团 | 2954.14 | 407.91 | 1100.18 | 2251.57 | 2741.26 | 860.69 |
| 粤海饲料 | 115.07 | -48.54 | -34.99 | -15.19 | 41.14 | -56.16 |
| 邦基科技 | 120.30 | 23.40 | 44.51 | 67.87 | 83.89 | 20.33 |
| 普莱柯 | 174.11 | 65.46 | 117.50 | 179.11 | 174.52 | 27.31 |
| 金河生物 | 75.54 | 36.92 | 89.36 | 103.07 | 86.46 | 45.14 |
| 瑞普生物 | 346.70 | 80.82 | 178.27 | 273.70 | 452.94 | 87.57 |
| 蔚蓝生物 | 69.84 | 10.56 | 31.47 | 55.32 | 80.71 | 12.72 |
| 中牧股份 | 550.07 | 140.50 | 268.97 | 396.96 | 403.05 | 76.53 |
| 生物股份 | 210.68 | 106.71 | 134.43 | 288.31 | 283.63 | 105.59 |
| 科前生物 | 409.52 | 135.54 | 239.17 | 357.43 | 395.93 | 87.23 |
| 回盛生物 | 52.71 | 14.86 | 15.90 | 14.88 | 16.78 | -16.41 |
| 中联生物 | 61.10 | 15.87 | 9.93 | 37.12 | 31.52 | -2.21 |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 26：饲料动保上市公司归母净利润增长趋势

| 归母净利润 增速 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 海大集团 | 85.09% | 103.24% | 19.78% | 7.13% | -7.21% | 111.00% |
| 粤海饲料 | -38.70% | -16.44% | 33.83% | -134.28% | -64.24% | -15.70% |
| 邦基科技 | -17.50% | -12.04% | -22.17% | -21.73% | -30.27% | -13.09% |
| 普莱柯 | -28.68% | 74.45% | 46.40% | 34.82% | 0.23% | -58.28% |
| 金河生物 | -19.63% | 16.20% | 3.08% | 0.59% | 14.45% | 22.27% |
| 瑞普生物 | -16.01% | 11.93% | 27.49% | 17.46% | 30.64% | 8.35% |
| 蔚蓝生物 | -47.32% | -41.59% | -15.87% | 2.05% | 15.56% | 20.45% |
| 中牧股份 | 7.05% | 4.76% | 4.61% | -0.87% | -26.73% | -45.53% |
| 生物股份 | -44.89% | 31.78% | 28.09% | 37.24% | 34.63% | -1.05% |
| 科前生物 | -28.25% | 49.33% | 50.31% | 26.11% | -3.32% | -35.64% |
| 回盛生物 | -60.33% | 634.03% | 144.11% | -43.66% | -68.16% | -210.43% |
| 中联生物 | -44.56% | -33.69% | -57.34% | -48.70% | -48.41% | -113.92% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 27：饲料动保上市公司毛利率趋势

| 毛利率 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 海大集团 | 9.27% | 8.39% | 8.86% | 8.71% | 8.47% | 10.75% |
| 粤海饲料 | 9.82% | 9.66% | 10.84% | 10.84% | 10.74% | 12.07% |
| 邦基科技 | 13.73% | 13.89% | 14.32% | 14.03% | 13.03% | 13.16% |
| 普莱柯 | 62.76% | 58.98% | 61.76% | 61.67% | 61.01% | 64.41% |
| 金河生物 | 28.92% | 29.41% | 29.89% | 31.10% | 29.55% | 34.18% |
| 瑞普生物 | 48.44% | 50.98% | 51.98% | 50.95% | 49.69% | 47.73% |
| 蔚蓝生物 | 43.23% | 43.80% | 44.18% | 44.34% | 46.23% | 44.46% |
| 中牧股份 | 21.59% | 22.05% | 20.98% | 20.67% | 19.76% | 21.10% |
| 生物股份 | 55.17% | 59.69% | 57.61% | 60.08% | 59.19% | 60.80% |
| 科前生物 | 73.61% | 77.34% | 73.58% | 73.78% | 72.09% | 66.64% |
| 回盛生物 | 22.03% | 24.18% | 22.34% | 21.21% | 20.92% | 22.67% |
| 中联生物 | 75.23% | 72.46% | 70.60% | 72.10% | 70.83% | 61.02% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 28：饲料动保上市公司销售净利率趋势

| 销售净利率 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 海大集团 | 3.02% | 1.86% | 2.23% | 2.74% | 2.47% | 3.88% |
| 粤海饲料 | 1.63% | -5.18% | -1.27% | -0.32% | 0.60% | -6.75% |
| 邦基科技 | 7.22% | 6.00% | 6.02% | 5.88% | 5.08% | 5.00% |
| 普莱柯 | 14.18% | 21.42% | 19.12% | 19.29% | 13.93% | 11.60% |
| 金河生物 | 5.56% | 7.67% | 9.27% | 7.25% | 4.34% | 9.16% |
| 瑞普生物 | 17.93% | 19.76% | 19.46% | 18.58% | 22.72% | 17.54% |
| 蔚蓝生物 | 7.34% | 5.40% | 6.78% | 7.64% | 8.58% | 5.98% |
| 中牧股份 | 9.34% | 12.56% | 9.91% | 8.74% | 6.42% | 6.58% |
| 生物股份 | 13.09% | 30.29% | 19.32% | 23.44% | 17.34% | 30.62% |
| 科前生物 | 40.86% | 48.45% | 44.93% | 43.17% | 37.18% | 42.49% |
| 回盛生物 | 5.15% | 6.45% | 3.54% | 2.15% | 1.65% | -7.93% |
| 中联生物 | 18.56% | 19.39% | 8.07% | 15.24% | 9.90% | -3.55% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 29：饲料动保上市公司单季度净利润趋势

| 单季度归属 于母公司股 东的利润 (百万元) | 2021-03-31 | 2021-06-30 | 2021-09-30 | 2021-12-31 | 2022-03-31 | 2022-06-30 | 2022-09-30 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 海大集团 | 707.28 | 825.31 | 213.89 | -150.43 | 200.70 | 717.83 | 1183.22 | 852.39 | 407.91 | 692.27 | 1151.39 | 489.68 | 860.69 |
| 粤海饲料 | -20.02 | 83.94 | 95.93 | 27.88 | -41.69 | -11.20 | 97.20 | 70.75 | -48.54 | 13.55 | 19.80 | 56.33 | -56.16 |
| 邦基科技 | | 67.49 | 30.45 | 47.88 | 26.60 | 30.59 | 29.52 | 33.60 | 23.40 | 21.11 | 23.36 | 16.02 | 20.33 |
| 普莱柯 | 86.85 | 76.75 | 67.03 | 13.51 | 37.52 | 42.74 | 52.59 | 41.26 | 65.46 | 52.04 | 61.61 | -4.59 | 27.31 |
| 金河生物 | 70.00 | 32.32 | 7.96 | -16.29 | 31.77 | 54.92 | 15.77 | -26.91 | 36.92 | 52.44 | 13.71 | -16.61 | 45.14 |
| 瑞普生物 | 116.35 | 87.23 | 88.61 | 120.59 | 72.21 | 67.63 | 93.19 | 113.68 | 80.82 | 97.45 | 95.43 | 179.24 | 87.57 |
| 蔚蓝生物 | 29.02 | 32.32 | 33.16 | 38.07 | 18.08 | 19.32 | 16.81 | 15.63 | 10.56 | 20.91 | 23.85 | 25.38 | 12.72 |
| 中牧股份 | 161.69 | 155.18 | 147.77 | 49.22 | 134.11 | 123.00 | 143.34 | 149.62 | 140.50 | 128.47 | 127.99 | 6.09 | 76.53 |
| 生物股份 | 211.33 | 46.61 | 160.68 | -36.33 | 80.97 | 23.97 | 105.13 | 0.60 | 106.71 | 27.72 | 153.88 | -4.68 | 105.59 |
| 科前生物 | 168.95 | 117.19 | 99.76 | 184.83 | 90.77 | 68.35 | 124.32 | 126.09 | 135.54 | 103.63 | 118.26 | 38.51 | 87.23 |
| 回盛生物 | 63.46 | 37.87 | 18.40 | 13.14 | 2.02 | 4.49 | 19.89 | 26.30 | 14.86 | 1.04 | -1.02 | 1.90 | -16.41 |
| 申联生物 | 28.38 | 16.04 | 47.47 | 18.31 | 23.93 | -0.64 | 49.08 | -11.27 | 15.87 | -5.94 | 27.19 | -5.61 | -2.21 |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

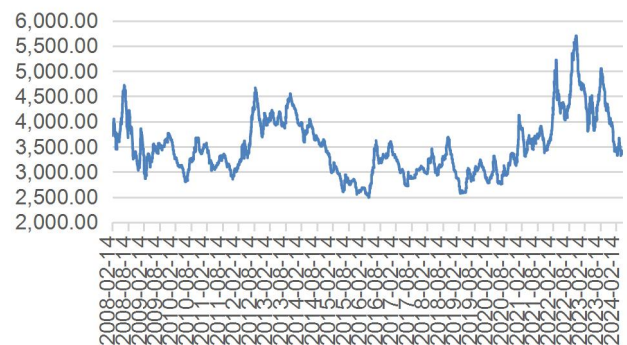
随着玉米大豆等全球主粮农作物进入增产通道和供给改善，2023 年底以来，玉米和豆粕等饲料上游原料价格大幅回调。我们预计 2024 年饲料行业上游原料成本压力同比将明显减少。

图 30：国内玉米现货价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 31：国内豆粕现货价（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

农作物种业：价格和供给压力犹存

一方面，受 2024Q1 粮食市场玉米价格下跌影响，玉米种子销售进度不及预期，从而给 2024Q1 种业业绩带来阶段压力；另一方面，巴西当地粮价低迷，隆平高科境外子公司加大促销力度，销售费用率上升，同时人员扩招带来管理费用率上升，从而使得 2024Q1 业绩同比出现下滑。

图 32：种业上市公司营业收入增长趋势

| 营业收入 同比增速 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 丰乐种业 | 14.83% | 10.96% | -0.78% | -0.44% | 3.61% | -5.63% |
| 隆平高科 | 5.29% | 17.63% | 49.00% | 59.48% | 22.45% | 16.56% |
| 登海种业 | 20.45% | -21.51% | 9.89% | 16.01% | 17.06% | -11.57% |
| 荃银高科 | 38.47% | 40.22% | 11.86% | 1.17% | 17.54% | 8.99% |
| 神农科技 | 28.90% | -16.96% | -16.45% | 23.91% | -12.51% | 27.62% |
| 敦煌种业 | 8.95% | 70.27% | 49.04% | 30.36% | 15.24% | 26.20% |
| 万向德农 | 5.99% | 15.24% | 14.05% | 29.39% | 35.89% | 9.46% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 33：种业上市公司归母净利润增长趋势

| 归母净利润 增速 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 丰乐种业 | -67.86% | 9.72% | -111.69% | -643.14% | -31.62% | -271.43% |
| 隆平高科 | -1503.53% | 177.64% | 51.42% | 23.57% | 124.02% | -48.95% |
| 登海种业 | 8.77% | -57.12% | -33.50% | -15.10% | 1.01% | -32.61% |
| 荃银高科 | 38.03% | 53.40% | 29.34% | -71.88% | 17.37% | -43.34% |
| 神农科技 | -13.68% | 17.39% | 18.06% | 49.70% | 44.24% | -151.82% |
| 敦煌种业 | 121.07% | 208.42% | 298.57% | 60.98% | 103.88% | 59.92% |
| 万向德农 | 89.66% | -17.47% | -11.26% | -7.08% | -9.28% | 0.15% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 34：种业上市公司毛利率趋势

| 毛利率 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 丰乐种业 | 12.65% | 12.71% | 10.55% | 9.65% | 12.72% | 12.10% |
| 隆平高科 | 33.31% | 45.09% | 42.22% | 40.80% | 39.76% | 38.80% |
| 登海种业 | 31.89% | 32.35% | 28.91% | 30.63% | 28.77% | 26.07% |
| 荃银高科 | 26.84% | 22.83% | 24.76% | 22.55% | 26.91% | 19.74% |
| 神农科技 | 32.05% | 27.11% | 29.64% | 47.25% | 35.62% | 30.47% |
| 敦煌种业 | 24.42% | 35.79% | 34.69% | 32.52% | 27.79% | 37.97% |
| 万向德农 | 47.76% | 32.69% | 37.02% | 31.43% | 34.85% | 31.12% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 35：种业上市公司销售净利率趋势

| 销售净利率 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 丰乐种业 | 1.83% | 1.28% | -0.21% | -1.61% | 1.24% | -3.27% |
| 隆平高科 | -20.93% | 20.44% | -3.43% | -23.04% | 4.05% | 4.00% |
| 登海种业 | 21.79% | 19.15% | 15.55% | 15.44% | 19.28% | 13.78% |
| 荃银高科 | 8.81% | 6.09% | 5.93% | 0.60% | 8.87% | 2.49% |
| 神农科技 | -33.07% | -6.88% | -33.84% | -1.85% | -19.61% | -14.50% |
| 敦煌种业 | 6.33% | 16.92% | 11.10% | 3.93% | 8.43% | 20.40% |
| 万向德农 | 33.91% | 44.94% | 33.75% | 25.40% | 22.70% | 40.68% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

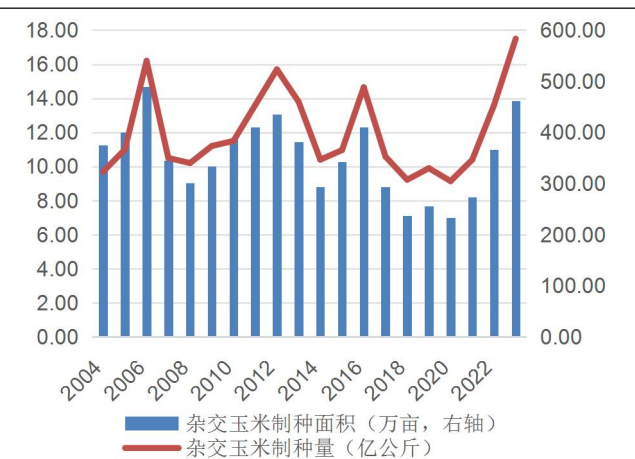
图 36：种业上市公司单季度净利润趋势

| 单季度归属于母公司股东的利润 (百万元) | 2021-03-31 | 2021-06-30 | 2021-09-30 | 2021-12-31 | 2022-03-31 | 2022-06-30 | 2022-09-30 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 丰乐种业 | 13.74 | 7.23 | -28.11 | 190.14 | 7.30 | 8.19 | -10.84 | 54.16 | 8.01 | -9.82 | -23.47 | 65.50 | -13.73 |
| 隆平高科 | 40.53 | -97.64 | -241.17 | 360.72 | 54.46 | -352.30 | -412.56 | -166.06 | 151.20 | -295.89 | -398.29 | 743.04 | 76.88 |
| 登海种业 | 58.95 | 46.19 | 11.63 | 116.03 | 104.28 | 7.87 | 0.17 | 140.90 | 44.72 | 29.86 | 20.79 | 160.42 | 30.13 |
| 荃银高科 | -2.07 | -7.40 | 8.51 | 170.00 | 20.42 | 10.06 | 7.35 | 195.51 | 31.32 | 8.10 | -28.78 | 263.23 | 17.74 |
| 神农科技 | -0.41 | -13.46 | -4.66 | -38.30 | -4.05 | -15.25 | -3.84 | -41.46 | -3.35 | -12.47 | 4.18 | -24.38 | -8.43 |
| 敦煌种业 | 16.18 | -20.29 | -18.37 | 31.53 | 8.00 | -14.37 | -28.33 | 54.71 | 24.68 | -12.03 | -26.19 | 54.33 | 39.47 |
| 万向德农 | 13.02 | 4.65 | 5.71 | 14.56 | 41.84 | 6.68 | 6.71 | 16.75 | 34.53 | 8.52 | 8.26 | 13.98 | 34.58 |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

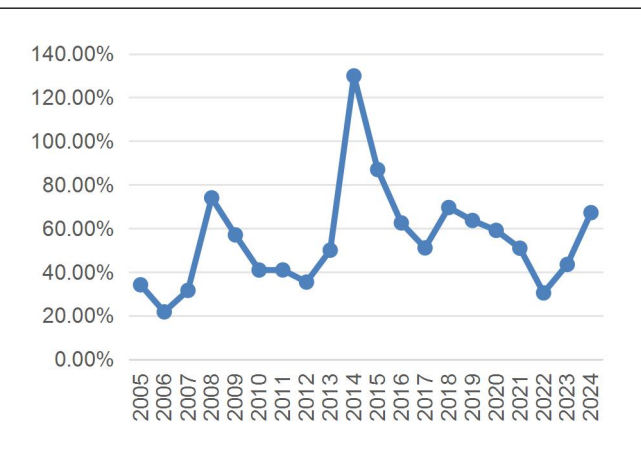
根据全国农技推广服务中心的统计，2023 年全国杂交玉米制种面积 462 万亩，预计全国新产玉米种子 17.5 亿公斤，同比增加 3.9 亿公斤，增幅 29%。加上前期有效库存 2.9 亿公斤，预计 2024 年杂交玉米种子总供应量 20.4 亿公斤，总需求量 12.2 亿公斤，期末余额 8.2 亿公斤，供大于求的压力有所增加。

图 37：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、农财网种业宝典、山西证券研究所

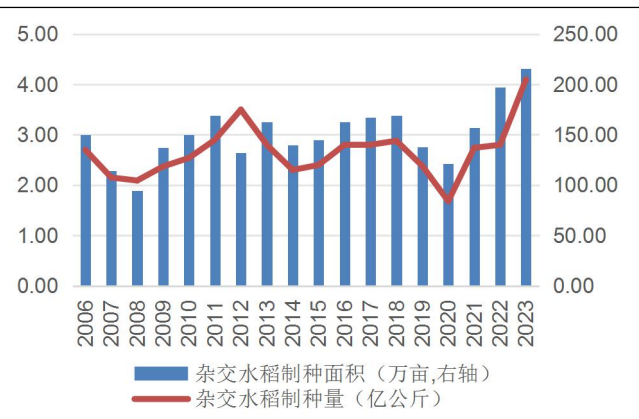
图 38：全国杂交玉米库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、农财网种业宝典、山西证券研究所

根据全国农技推广服务中心的统计，2023年全国杂交稻制种落实面积216万亩，同比增加19万亩，增幅9.6%。预计2023年全国新产杂交稻种子约4.1亿公斤，同比增1.3亿公斤，增幅46.4%。加上前期有效库存0.7亿公斤，预计2024年杂交稻种子总供应量4.8亿公斤，总需求量2.7亿公斤（含出口0.3亿），期末余额2.1亿公斤，严重供过于求，其中早稻供需平衡，中稻、晚稻积压严重。

图 39：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、农财网种业宝典、山西证券研究所

图 40：全国杂交水稻库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、农财网种业宝典、山西证券研究所

宠物食品：自有品牌发力和海外订单回暖助力景气回升

受益于自有品牌持续增长、海外订单回暖、汇率影响等因素，宠物食品板块2023&2024Q1业绩同比明显趋好。我们认为全产业链运营完善是宠粮品牌的核心竞争力之一，随着国产品牌效应的逐步增强，优秀的国产品牌有望迎来良好的发展期。

图 41：宠物食品上市公司营业收入增长趋势

| 营业收入同比增长 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 乖宝宠物 | 31.93% | 24.54% | 22.44% | 25.11% | 27.36% | 21.33% |
| 佩蒂股份 | 36.27% | -53.81% | -41.77% | -32.34% | -18.51% | 142.37% |
| 中宠股份 | 12.72% | -11.00% | 7.89% | 11.06% | 15.37% | 24.42% |
| 路斯股份 | 19.65% | 23.75% | 37.17% | 35.48% | 26.82% | 7.34% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 42：宠物食品上市公司归母净利润增长趋势

| 归母净利润同比增长 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 乖宝宠物 | 90.25% | 93.69% | 49.69% | 44.99% | 60.69% | 74.49% |
| 佩蒂股份 | 111.81% | -233.36% | -147.21% | -118.47% | -108.72% | 209.56% |
| 中宠股份 | -8.38% | -33.06% | 40.71% | 54.18% | 120.12% | 259.00% |
| 路斯股份 | 41.94% | 165.10% | 116.67% | 79.19% | 58.58% | 5.06% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 43：宠物食品上市公司毛利率趋势

| 毛利率 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 乖宝宠物 | 32.59% | 34.20% | 34.21% | 35.77% | 36.84% | 41.14% |
| 佩蒂股份 | 22.30% | 14.04% | 15.45% | 16.82% | 19.33% | 24.36% |
| 中宠股份 | 19.79% | 24.35% | 25.01% | 25.85% | 26.28% | 27.85% |
| 路斯股份 | 15.16% | 17.95% | 20.57% | 19.42% | 19.87% | 20.71% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 44：宠物食品上市公司销售净利率趋势

| 销售净利率 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 乖宝宠物 | 7.82% | 9.48% | 10.03% | 10.13% | 9.95% | 13.56% |
| 佩蒂股份 | 7.47% | -23.93% | -8.78% | -3.29% | -1.13% | 10.89% |
| 中宠股份 | 3.72% | 3.83% | 7.33% | 8.30% | 7.79% | 7.41% |
| 路斯股份 | 7.94% | 9.10% | 12.07% | 10.49% | 9.88% | 9.05% |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 45：宠物食品上市公司单季度净利润趋势

| 单季度归属于母公司股东的利润 (百万元) | 2021-06-30 | 2021-09-30 | 2021-12-31 | 2022-03-31 | 2022-06-30 | 2022-09-30 | 2022-12-31 | 2023-03-31 | 2023-06-30 | 2023-09-30 | 2023-12-31 | 2024-03-31 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 乖宝宠物 | 42.89 | 15.09 | 82.29 | 43.88 | 93.57 | 79.37 | 50.05 | 84.98 | 120.77 | 108.61 | 114.48 | 148.29 |
| 中宠股份 | 39.56 | 31.02 | 23.91 | 23.40 | 44.95 | 46.28 | -8.70 | 15.66 | 80.51 | 80.57 | 56.43 | 56.22 |
| 佩蒂股份 | 41.58 | 13.73 | -18.67 | 28.55 | 61.89 | 67.46 | -30.78 | -38.07 | -4.62 | 13.54 | 18.07 | 41.71 |
| 路斯股份 | 8.19 | 7.03 | 8.37 | 5.05 | 13.42 | 10.26 | 14.40 | 13.39 | 26.62 | 11.47 | 16.91 | 14.07 |

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

投资建议

2024 年进入本轮周期的第 4 个“亏损底”，是 2006 年以来首次出现 4 个“亏损底”的周期，且周期磨底有望逐渐进入尾声。美国生猪产业在规模化程度较高的时期尚有明显的猪周期，当前我国生猪产业的规模化程度仍大幅低于美国，我国猪价未来仍将会呈现周期波动特征。由于二次育肥等行业行为的存在，我们倾向于认为未来猪周期的高点较有可能比 2018 年“非洲猪瘟”发生之前的正常周期高点要高。

参考前两轮周期的经验，生猪养殖指数的拐点一般领先猪价周期拐点 6-9 个月。生猪养殖指数

的上升周期往往在倒数第 2 个“亏损底”期间或附近已经开始启动，还没等到猪价走出最后 1 个“亏损底”，生猪养殖指数的上升周期已经演绎过半。由此可见，猪价周期磨底阶段的倒数第 2 个“亏损底”或是布局生猪养殖股大周期机会的较好时机，而不是最后一个“亏损底”，更不是等到养殖行业进入盈利期以后。

无论是看 2024 年反转，还是看 2025 年反转，根据上述养殖股的演绎规律，我们认为均应重视生猪养殖股在第 4 个“亏损底”布局时机。如果第 4 个“亏损底”是最后一个底，则养殖股后续演绎逻辑有可能逐渐从“产能去化”阶段进入“周期反转”阶段。悲观情景下，若第 4 个“亏损底”是倒数第二个亏损底，则仍是布局生猪养殖股大周期机会的良好时机。我们推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等生猪养殖股。

随着上游原料成本压力下降和下游趋于改善，海大集团在本轮周期最差的时刻或已过去，目前估值处于历史底部区域，推荐海大集团的投机机会。

从过去三轮周期的历史复盘来看，肉鸡养殖股历史大级别行情更多来源于生猪和肉鸡的“周期共振”。站在目前时点，从周期角度，圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，已经具备配置价值。根据我们的“亏损期+低 PB”策略，圣农发展已经进入配置窗口期。

我们认为卓越的全产业链运营是宠粮品牌核心竞争力之一，随着国产品牌效应逐步增强，国产品牌高增长有望继续保持，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物。

风险提示

因畜禽养殖疫情和自然灾害导致养殖存栏出现损失的风险。极端天气和自然灾害导致养殖基地受损，从而影响生产和出栏的风险。昆虫灾害、干旱洪涝等自然灾害导致玉米大豆等原料供给减少和饲料原料涨价的风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

