

# 生猪养殖行业投资框架 2024更新版

行业研究 · 深度报告  
投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：鲁家瑞  
021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠  
021-60893308  
liruinan@guosen.com.cn  
S0980523030001

联系人：江海航  
010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn

## ◆关键结论

- 1、猪周期是伴随二元能繁母猪变化下的猪价大幅度的有规律波动。
- 2、从历史看，一轮猪周期基本维持4-5年。另外，在养殖成本离散度很大的背景下，猪周期时间不会拉长，而且头部规模企业仍有明显的成长性。
- 3、当前行业实际产能去化足够，尤其2023下半年北方猪瘟疫情影响较大，2024年春节后猪价表现淡季不淡，周期已进入右侧。考虑到后续南方将进入雨季多发期，且行业高成本高杠杆产能现金流依然承压，后续潜在重新亏损或者疫情扰动都将启动更大的周期反转。

## ◆投资建议

- 1、周期角度，成本和出栏成长均优秀的小体量猪企是首选。
- 2、价值角度，产品做到极致，具备超额收益的企业更能实现高质量发展。

## ◆股价上行的驱动

- 第一，猪价预期抬升，头均市值在猪价上行期的隐含义是头均盈利\*PE，猪价高度将直接影响市值提升空间。
- 第二，企业成本及出栏兑现，优质猪企在景气上行期将拥有出栏弹性和单位超额盈利的双击。

## ◆相关标的（按2023年生猪出栏量大小排序）

牧原股份、温氏股份、新希望、唐人神、新五丰、天康生物、巨星农牧、华统股份、京基智农、神农集团、广弘控股。

## ◆风险提示：不可控的动物疫情引发的潜在风险；生猪价格波动剧烈的风险，饲料原材料价格波动剧烈的风险。

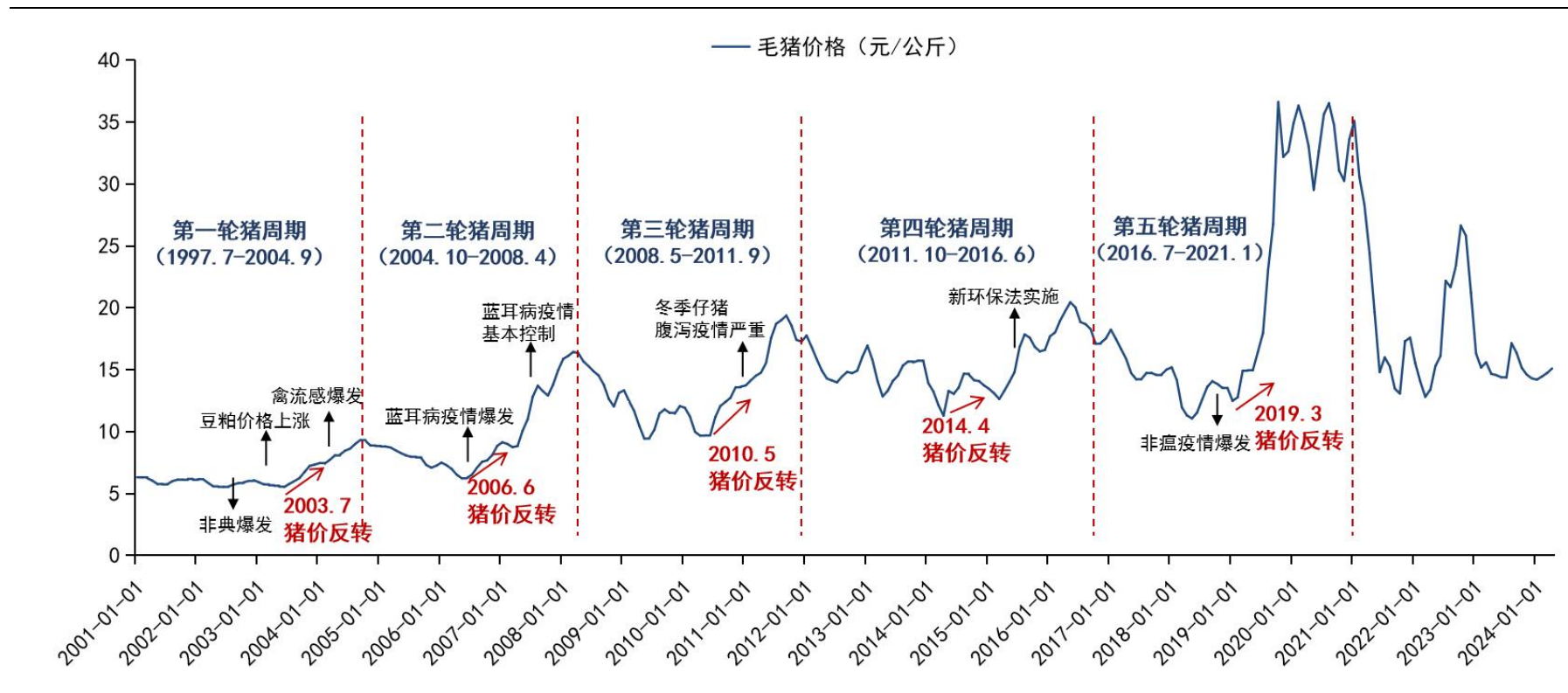
- [ 01 ] 问题1：周期的变与不变
- [ 02 ] 问题2：未来如何判断
- [ 03 ] 问题3：投资节奏如何把握
- [ 04 ] 问题4：如何选股
- [ 05 ] 行业相关标的介绍
- [ 06 ] 风险提示

# 问题1：周期的变与不变

# 周期仍存：国内猪周期依然存在，养猪板块还是很好的投资赛道

- ◆ 周期性：猪价围绕母猪产能这一核心变量进行有规律的波动，21世纪以来，国内经历了5轮完整的猪周期，基本4年左右一轮。
- 猪周期波动的本质是在猪价的牵引下，行业产能跟随盈利波动出现规律性起伏；同时，养殖生产有时滞，当下的产能通过影响远期的供给，又决定着未来的猪价，进而影响新的产能波动。
- 当前行业内养殖水平差异依然较大，负债率与成本双高的产能数量足够，猪周期依然存在。

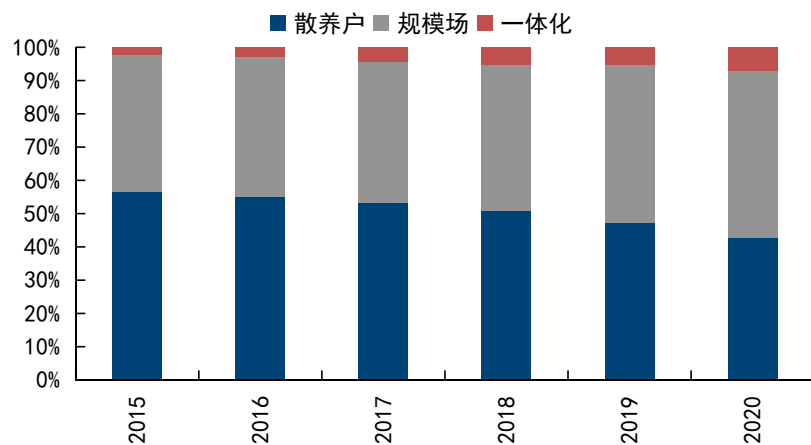
图1：历史生猪价格复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

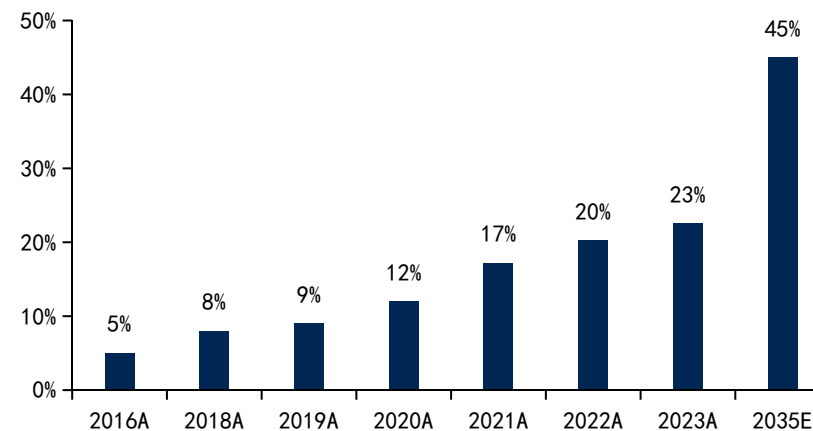
- ◆ 成长性：国内养殖产能未来仍有较大的规模提升空间。
  - 据农业农村部预计，2023年国内生猪养殖规模化率超过68%，相较2022年提升约3%。参考美国生猪行业99%的规模产能占比，未来国内仍有充裕的规模提升空间。
  - 按照2023年生猪养殖出栏统计来看，国内养猪产能CR10合计占比仅23%，其中，优秀企业表现出明显的成长性。

图2：目前国内散养户产能占比仍高



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图3：2016年起国内生猪养殖CR10快速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 周期核心驱动：市场亏损、疫情干扰、政策引导等带动产能去化

- ◆ 市场去产能：盈利亏损驱动，资金不足的养殖户主动退出行业。
- ◆ 疫情去产能：蓝耳、非瘟等疫病驱动，受到疫情影响较大的产能被动出清。
- ◆ 政策推动：环保政策提高养殖行业门槛，落后产能被动出清。

表1：21世纪以来五次猪周期猪价波动情况

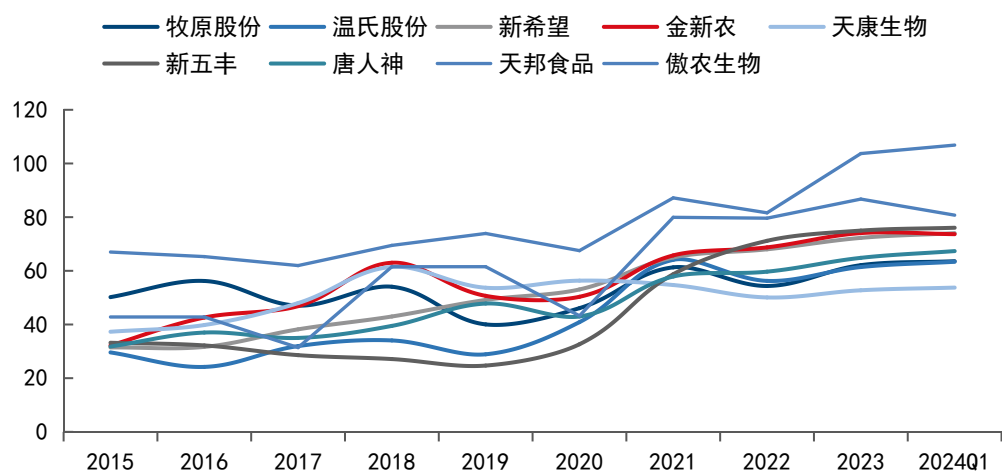
产能去化核心驱动	起止时间	亏损(月)	最大亏损幅度	盈利(月)	最大盈利幅度	周期长度	上行阶段启动因素
非典去产能	1997.07~2004.09	9	-200	11	200	7.2年	1. (核心) “非典”期间宰杀母猪、补栏停滞； 2. (催化剂) 04年禽流感疫情，猪肉替代消费增加； 3. (催化剂) 豆粕价格上涨带动养殖成本上升。
疫情去产能	2004.10~2008.04	13	-105	29	585	3.5年	1. (核心) 2006年高致病性猪蓝耳病疫情导致能繁母猪数量与生产效率双降； 2. (催化剂) 饲料价格再升。
市场去产能	2008.05~2011.09	7	-200	33	665	3.3年	1. (核心) 猪价两次探底导致的产能去化； 2. (催化剂) 2011年初雨雪冰冻灾害导致部分地区母猪流产、仔猪腹泻等疫病流行。
市场去产能 环保去产能	2011.10~2016.06	42.5/14	-625/-370 (散户/规模场)	13.5/42	460/720	4.7年	1. (核心) 猪价多底亏损，散户规模场产能双去化； 2. (扰动因素) 成本分化和环保禁养导致的规模场扩张与散户去产能并行。 3. (扰动因素) “中央八项规定”、“闰九月”和新环保法实施导致的供需短期失衡。
非瘟去产能	2016.07~2021.1	9/6.5	-325/-326 (外购仔猪/ 自繁自养)	41.5/44	3080/2781	4.5年	1. (核心) 18年非洲猪瘟疫情带来蛋白缺口； 2. (催化剂) 大范围环保禁养导致生产恢复困难。

资料来源：畜牧产业经济观察，国信证券经济研究所整理(注：受数据限制，第一周期盈亏统计仅包含2003年1月-2004年9月)

# 本轮周期新变化：行业负债率升至历史极限，金融去杠杆或成为核心驱动

- ◆ 高盈利转化为固定资产开支，猪企杠杆率普遍再上新阶。2019-2020年行业的高盈利，由于周期顶部的持续扩张，均转化成固定资产。2021年起生猪行业进入下行周期，产业整体经营活动现金流失血，主要靠筹资性现金流支撑，上市公司通过定增、可转债等方式融资来补充现金流。
- ◆ 本轮周期行业整体的资产负债率较上一轮周期底部的最差阶段（2018年）明显抬升。从上市公司报表来看，2024Q1末行业资产负债率中枢水平达到70-75%，个别企业已超过80%，行业需要一波大的盈利才有望实现资产负债表修复。
- ◆ 上市公司间的资产负债率离散度也较大，资金储备与后续融资空间存在明显差异。非上市的规模企业融资渠道更加有限，主要依赖银行贷款和上游账期维持周转，行业整体资金面压力较大，周期底部信号明显。

图4：上市猪企资产负债率整体提升至历史极限水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2：2018Q1-2024Q1阶段生猪养殖上市企业整体结余现金数量不大（单位：亿元）

单位：亿元	经营性现金流 净额加总	投资性现金流 净额加总	筹资性现金流 净额加总	结余现金数量
牧原股份	887.98	-1,384.70	609.06	112.34
温氏股份	549.57	-521.47	55.22	83.32
新希望	372.08	-713.43	400.83	59.48
金新农	8.42	-23.64	14.52	-0.70
天康生物	18.06	-77.68	68.13	8.52
新五丰	-7.90	-13.07	31.82	10.85
唐人神	22.61	-94.64	88.84	16.82
正邦科技	4.69	-201.54	212.96	16.11
天邦食品	37.42	-80.99	39.96	-3.61
傲农生物	26.71	-103.70	79.04	2.05

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 问题2：未来如何判断？

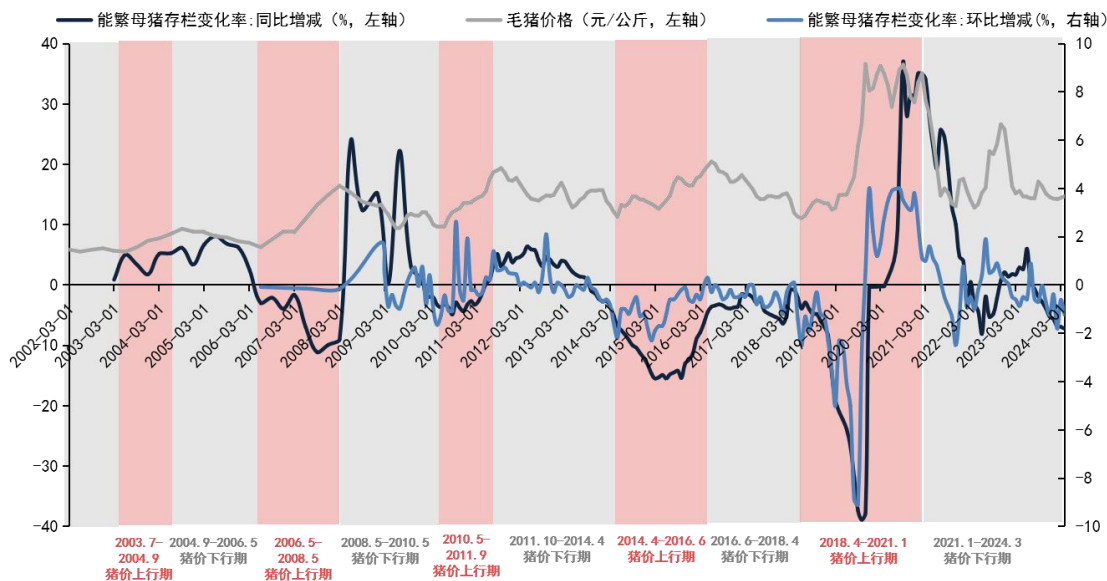
# 猪价预判体系：供需分析-供给更重要



# 供给-远期跟踪指标：母猪的存栏、饲料与疫苗数据

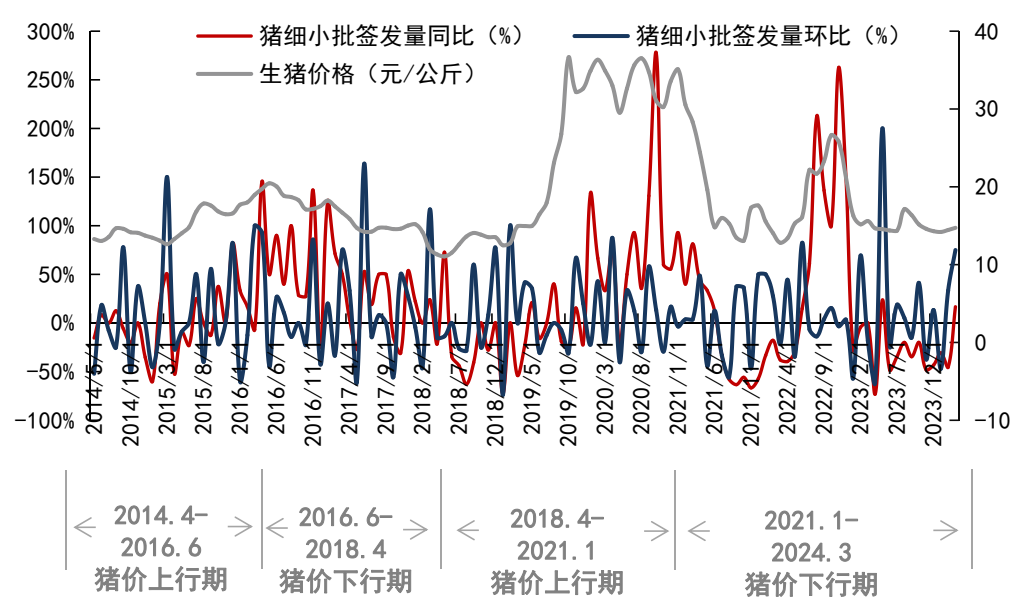
- ◆ 能繁母猪存栏量及母猪生产效率可以反映10-12个月后的商品猪出栏量。
- 核心关注官方数据，包括农业部月度同环比、统计局季度同环比等。饲料、猪细小疫苗批签发数据可作为母猪存栏的同步验证指标。
- 猪价是可以预判能繁存栏变化的前瞻性日频数据，一般猪价很差，母猪去化会加快，饲料和疫苗的批签发数据都会后续得到验证。

图5：农业部能繁母猪存栏同环比与毛猪价格的拟合对比



资料来源：农业部，国信证券经济研究所整理（红色区域代表猪价上行期，灰色区域代表猪价下行期；2008.12之前的能繁母猪存栏是季度数据，为保持数据一致性，未将能繁环比增速在上图列示）

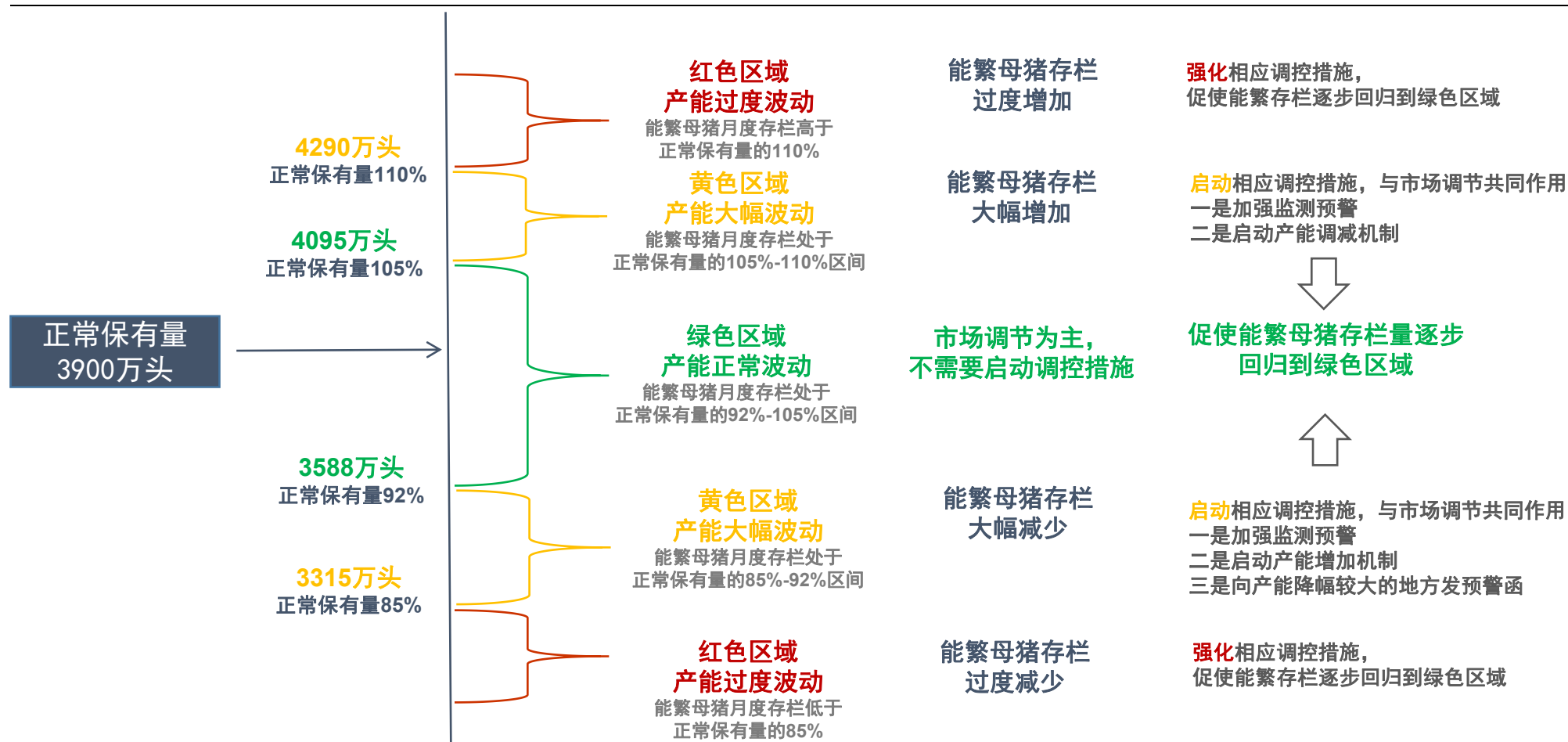
图6：全国猪细小批签发量月度同环比与生猪价格的拟合对比



资料来源：中国兽药信息网，国信证券经济研究所整理

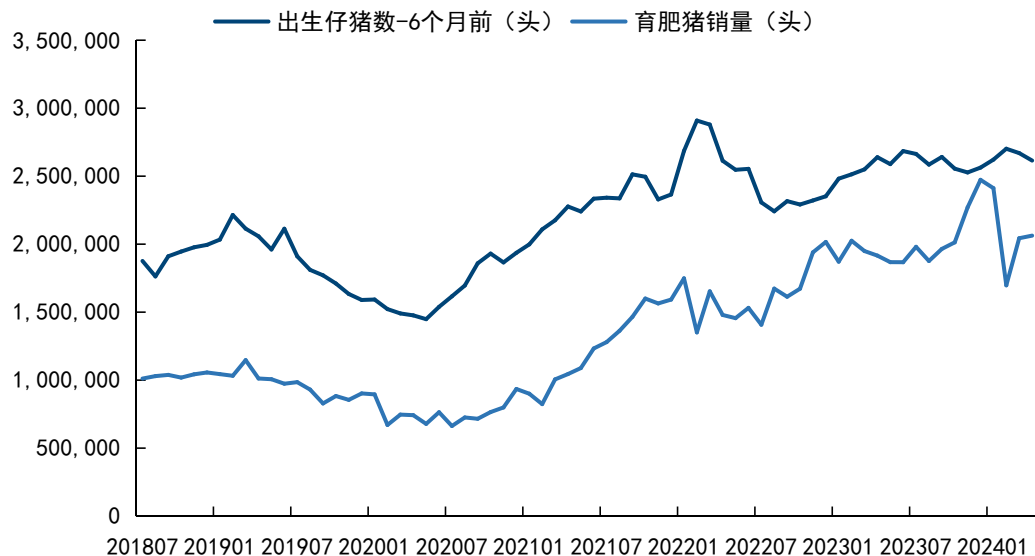
- ◆ 能繁母猪存栏是决定生猪供应的基本盘，农业部以能繁母猪存栏量为核心调控指标，落实生猪稳产保供。
- 2024年2月29日，农业农村部印发了《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》的通知。“十四五”后期，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在3900万头左右。

图7：农业农村部印发的《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》的详细内容



- ◆ **出生仔猪数、育肥全程成活率：**仔猪经过1个月哺乳、5-6个月育肥后成为可上市的商品猪，因此出生仔猪数对6个月后的商品猪出栏量具有指示意义。
- ◆ **仔猪价格：**价格波动来源于行业补栏仔猪的需求波动，表征行业对于5-6个月后的猪价预期。

图8：6个月前的出生仔猪数与当期育肥猪销量的变化拟合情况



资料来源：畜牧业协会，国信证券经济研究所整理

图9：仔猪价格变化情况

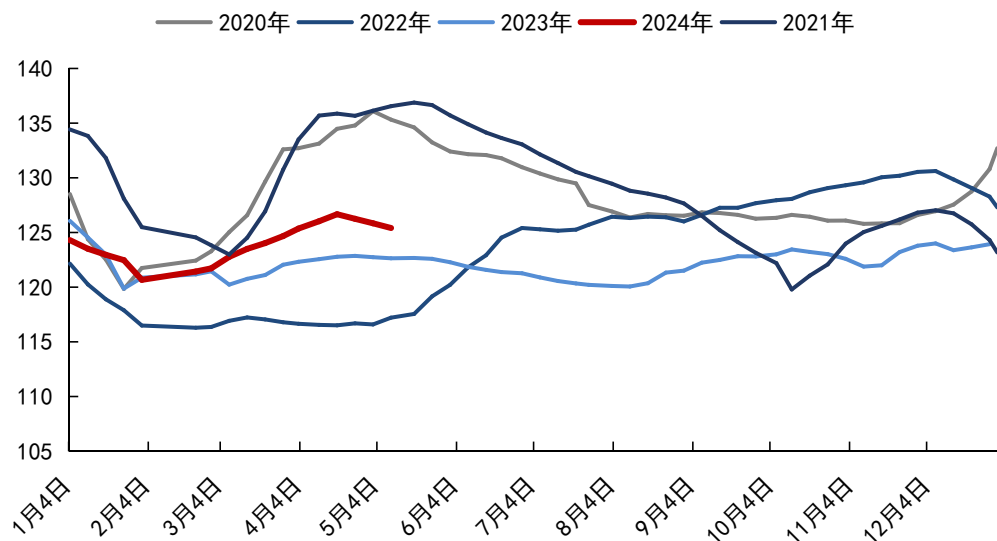


资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

# 供给-短期跟踪指标：活猪出栏节奏、冻品储存及消耗趋势

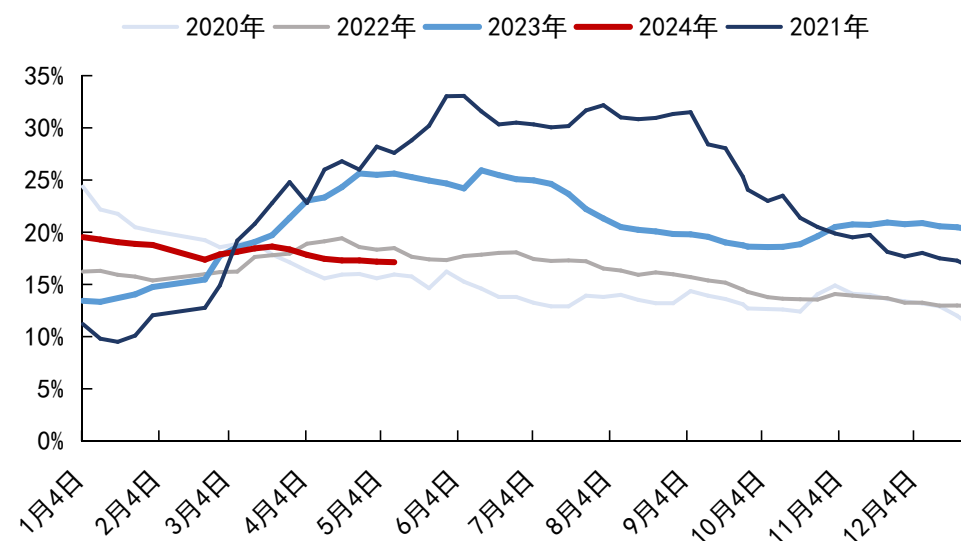
- ◆ **活猪出栏均重**：反映养户的短期饲养意愿，养户如果对未来短期猪价预期更高，或者标肥价差较大，会倾向压栏养大肥猪；如果对未来短期猪价预期较差，或者遇到猪病多发、或者自身资金紧张，就会提前出栏。
- ◆ **冻品库容率**：代表行业的冻品储备库存水平，反映下游屠宰行业对于未来猪价变动的预期，可通过控制冻品的入库和出库来赚取不同时点间的差价。

图10：全国活猪出栏均重情况



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

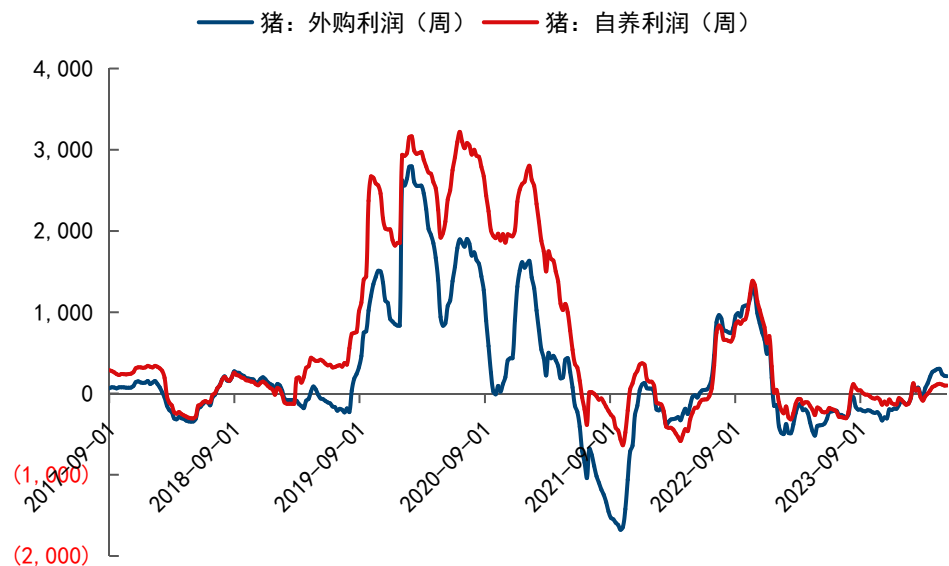
图11：全国多样本冻品库容率情况



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

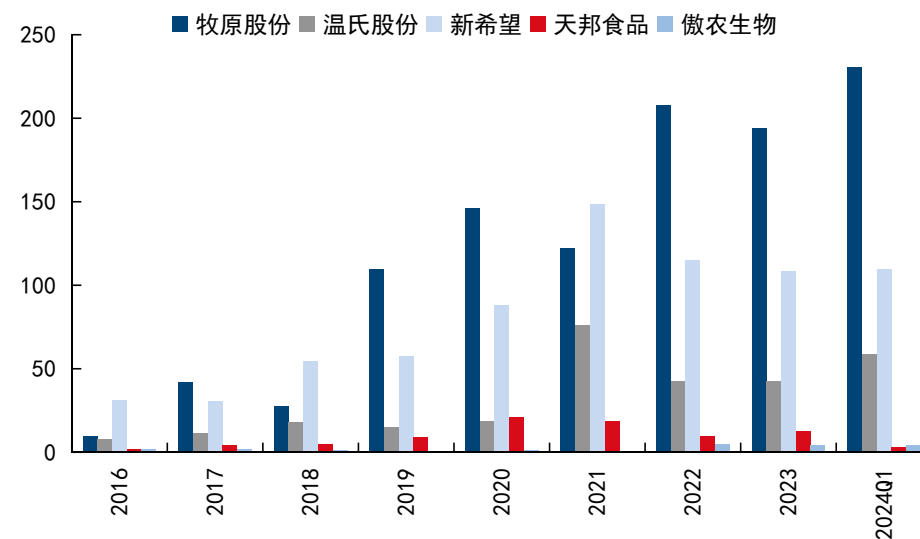
- ◆ 现金情况：周期左侧核心关注公司经营稳定性和可持续性，现有储备现金可以支撑低猪价多久时间。
- ◆ 资产负债率：跟历史周期底部的资产负债率做对比，特别高资产负债率的企业产能占比情况。
- ◆ 行业融资难易程度情况、猪企资产出售情况。

图12：2010年以来生猪自繁自养和外购育肥的盈利波动情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：上市猪企货币资金变动情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 问题3：投资节奏如何把握？

# 猪价与股价拟合表现：一轮周期中股价通常有三阶段驱动

- ◆ 复盘以往猪周期股价，一轮周期中股价通常有三阶段的驱动：1) 行业产能去化，2) 预期猪价抬升，3) 猪企盈利兑现。

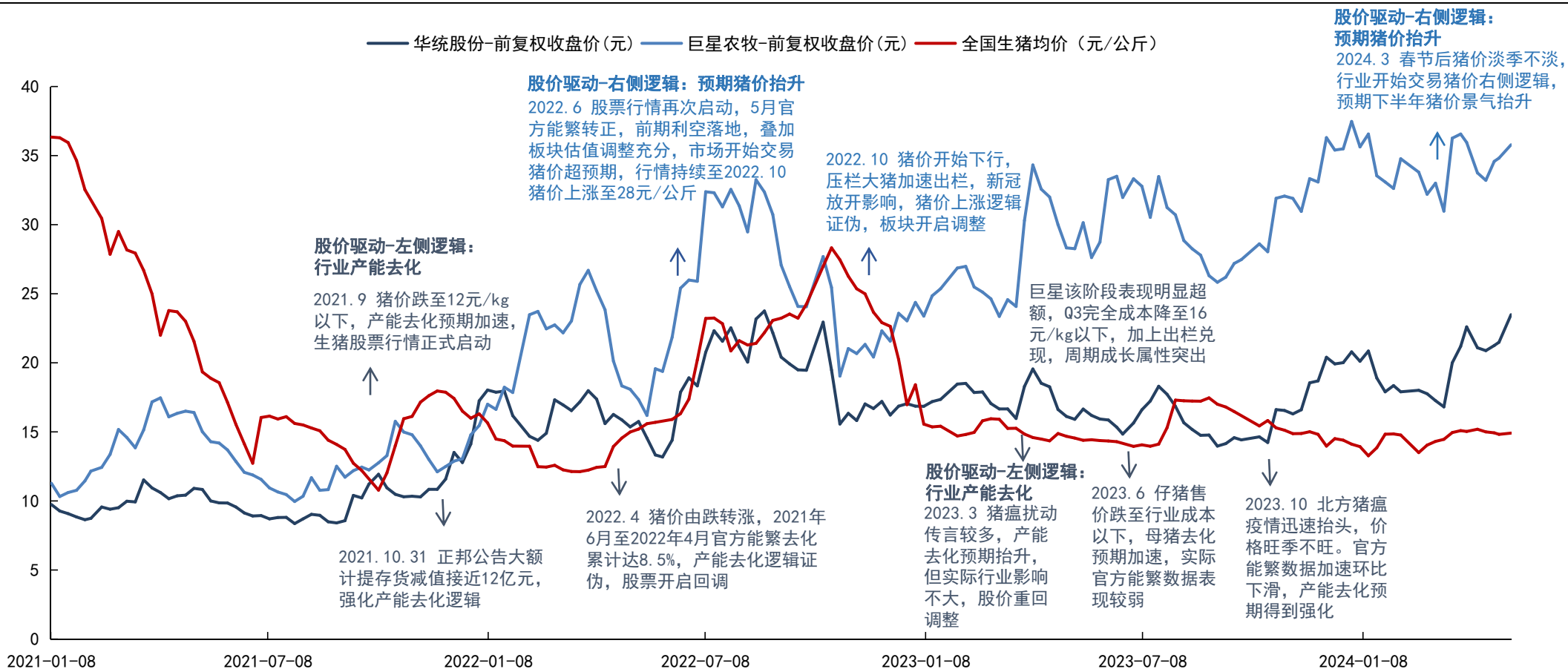
图14：历史生猪板块股价与猪价拟合情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 猪价与股价拟合表现：一轮周期中股价通常有三阶段驱动

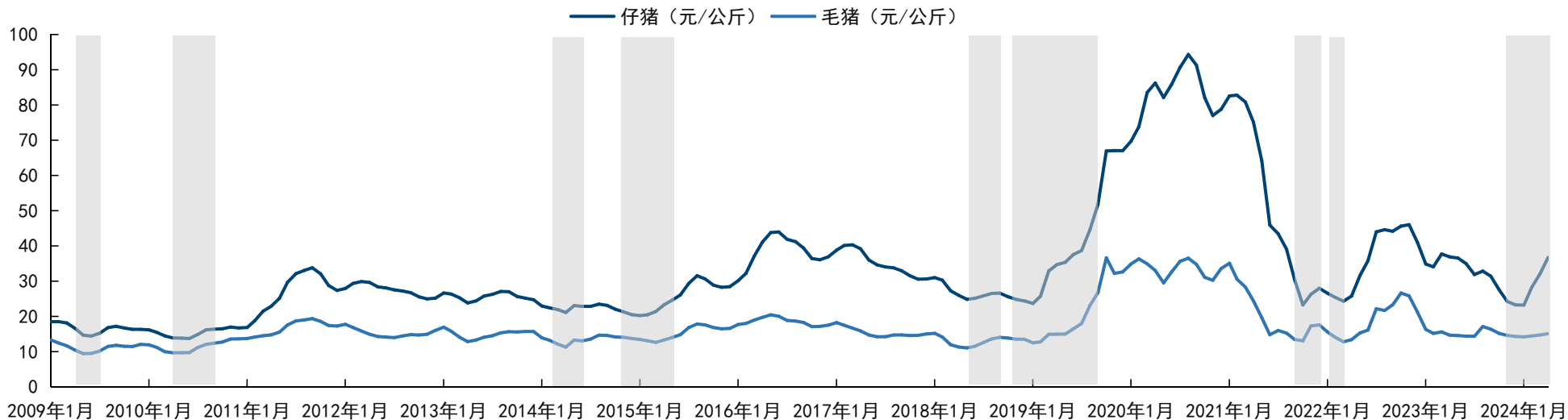
图15：2021年以来巨星农牧与华统股份股价与猪价表现复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ 周期左侧核心关注产能变动：要让猪股有大的行情，需要发生产能的加速去化。
  - 考虑到能繁母猪去化数据是月度披露，因此日常跟踪的指标主要包括生猪价格、仔猪价格、生猪疫情等可以影响母猪存栏的高频数据。
  - 母猪产能加速去化的原因，一般来源于两方面：
    - 1) 大规模的疫情死淘。通常冬季北方地区，雨季南方地区的猪瘟扰动影响较大。
    - 2) 行业现金流出现问题，有养殖产能要破产，或预期要破产。这种情况下，商品猪价格和仔猪价格是核心跟踪指标。如果价格足够低，则意味着供给多，低位持续时间足够长，就会引发行业悲观，母猪去化就会加速。

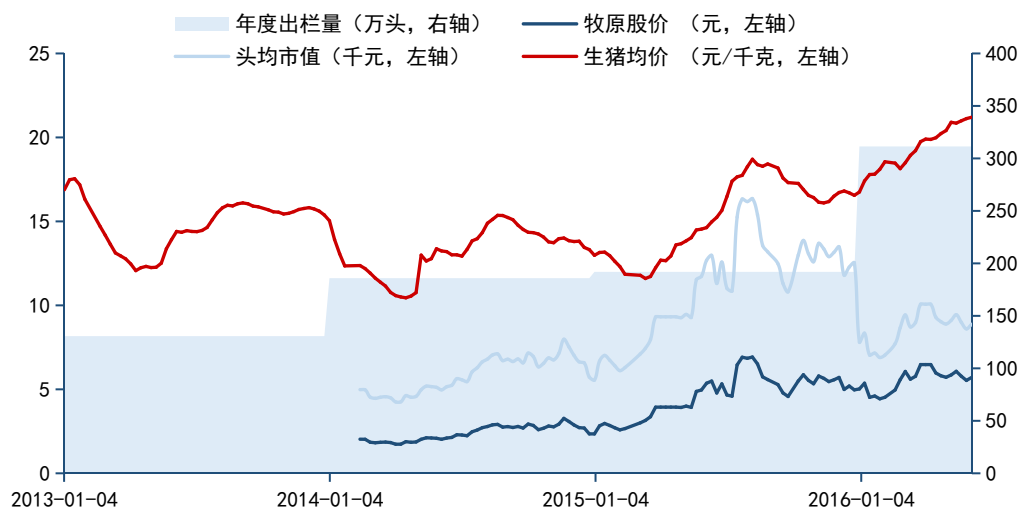
图16：在商品猪价格与仔猪价格双低阶段，行业悲观情绪会加速母猪产能去化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（上图灰色区域代表官方月度能繁母猪环比去化基本接近1%的阶段）

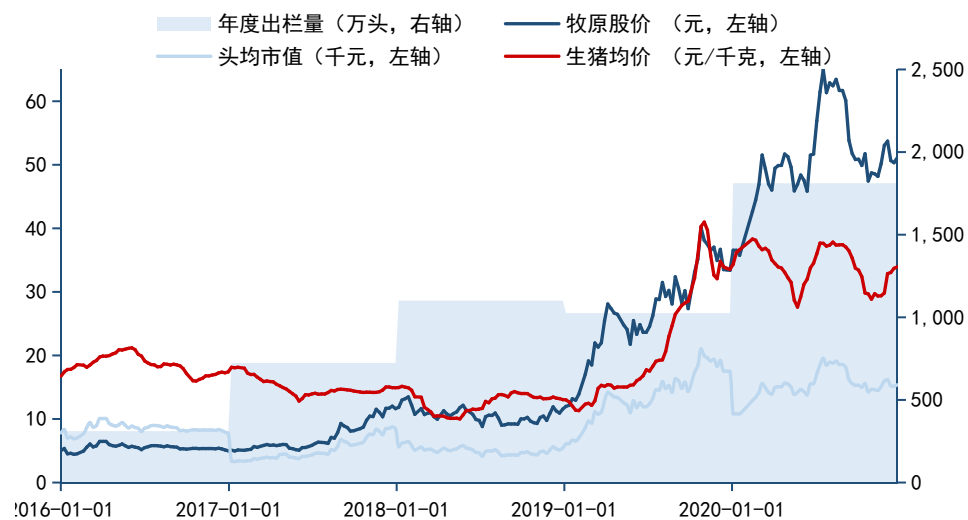
- ◆ 周期右侧核心关注猪价预期：猪价是影响企业盈利的核心要素之一，将直接影响未来的估值拔高空间。
- 在猪周期上行期，养殖资产头均市值的内涵代表着头均盈利\*PE，因此在过往周期中，单位养殖盈利越高，则对应头均市值更高。

图17：牧原股份在2011-2016年这轮完整周期中的股价、头均市值与猪价拟合情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：牧原股份在2016-2021年这轮完整周期中的股价、头均市值与猪价拟合情况



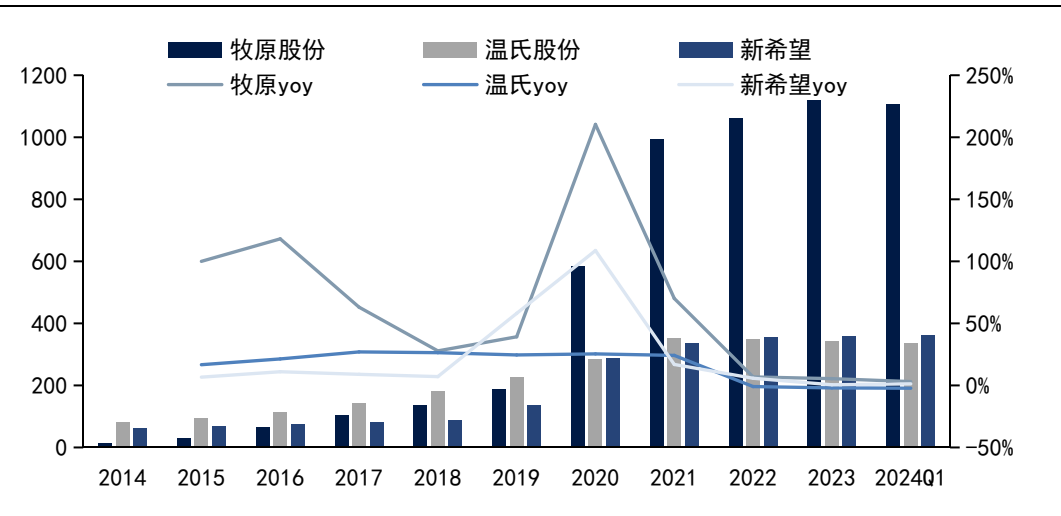
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 问题4： 如何选股？

# 优质企业的发展要素：硬件（钱、地、人等）&软件（管理、激励等）

- ◆ **强资金**：养殖是高度依赖资金的行业，土地储备和固定资产都是上市公司硬件优势的表现。（单头母猪固定资产投资在1-2万元，单头育肥猪的固定资产投资在1500元左右）。
- ◆ **好管理**：养殖是对管理极度依赖的行业，上市公司的超额收益来源于管理，种猪、育肥过程的管理等等。好的激励制度可以将员工与公司利益深度绑定，有利于实现更好的企业发展。

图19：头部猪企固定资产（亿元）及同比增速（%）情况对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表3：牧原股份员工持股计划及股权激励所认购股权比例合计超公司总股本10%

草案公告日	项目	参与对象	认购数量 (万股)	占公告日股本总额比例
2015/9/26	第一期员工持股计划	公司董事（不包括独立董事）、监事、高管、公司及子公司员工等500人	2235.37	3.86%
2016/8/9	第二期员工持股计划	公司员工，不包括董事、监事、高管等432人	4053.51	3.50%
2017/6/30	第三期员工持股计划	公司董事（不包括独立董事）、监事、高级管理人员、公司及子公司员工等5000人	2669.24	2.30%
2019/12/2	限制性股票	核心管理和技术人员等911人	5338.81	2.47%
2022/2/12	限制性股票	高管、核心管理和技术人员等共计6093人	8108.07	1.54%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ 周期角度：成本和出栏成长均优秀的小体量猪企是首选。
- ◆ 价值角度：产品做到极致，具备超额收益的企业更能实现高质量发展。

表4：上市猪企生猪出栏及养殖资产头均市值情况

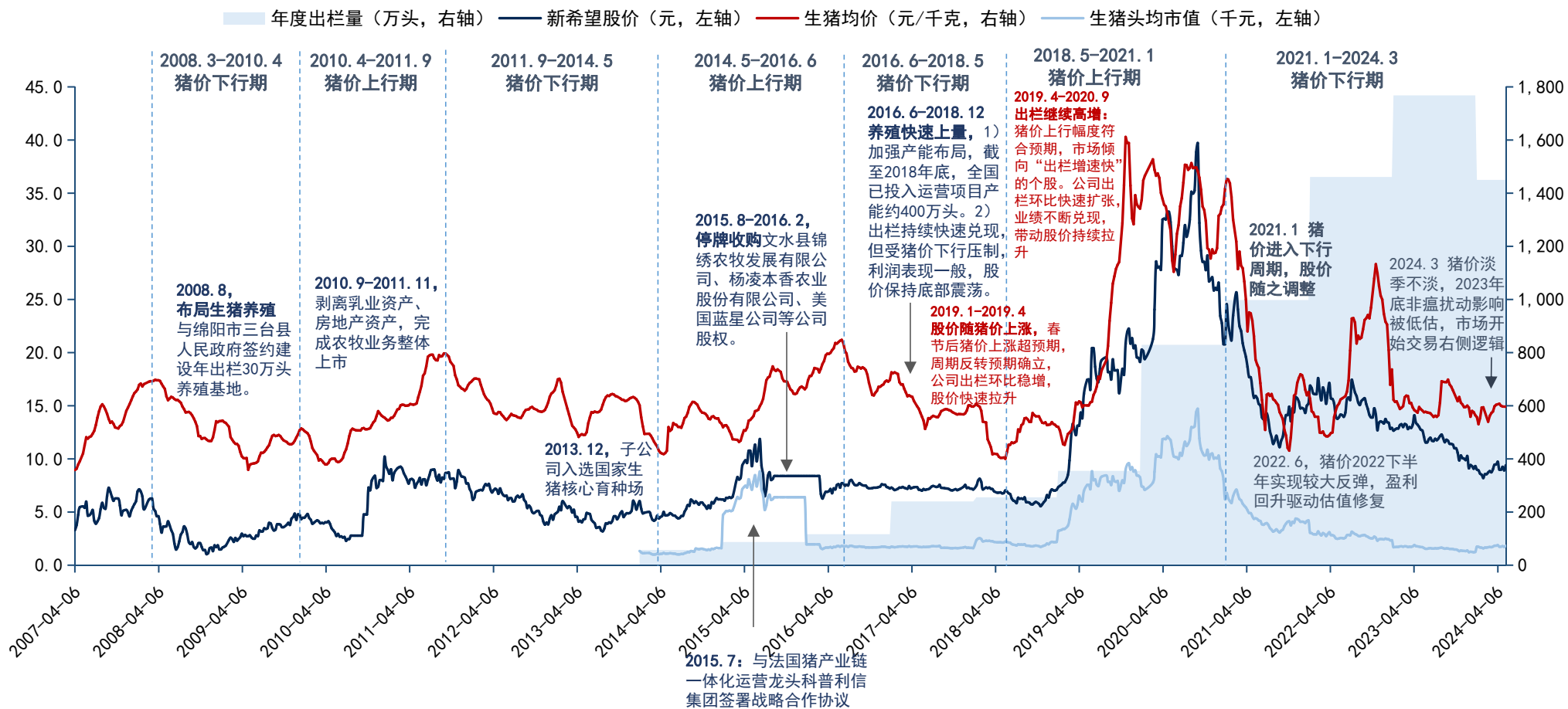
公司名称	股票代码	历史生猪出栏情况及未来规划（万头）					市值情况	养殖资产头均市值	
		2022A	2023A	2023年 生猪出栏 市占率	2024E	2025E	当前市值 （亿元）	2024年	2025年
华统股份	002840. SZ	121	230	0.3%	400	600	144	3,308	2,205
巨星农牧	603477. SH	150	268	0.4%	350	500	171	5,210	3,647
唐人神	002567. SZ	216	371	0.5%	400	500	91	1,628	1,547
天康生物	002100. SZ	203	282	0.4%	350	400	109	1,406	1,231
新五丰	600975. SH	107	320	0.4%	500	600	110	2,319	1,933
京基智农	000048. SZ	126	185	0.3%	250	300	90	1,589	1,324
神农集团	605296. SH	93	152	0.2%	250	350	226	8,691	6,208
广弘控股	000529. SZ	8	11	0.01%	40	100	47	1,632	653
温氏股份	300498. SZ	1791	2,626	3.6%	3150	3500	1,392	3,273	2,945
牧原股份	002714. SZ	6120	6,382	8.8%	6900	8000	2,551	4,513	3,892
新希望	000876. SZ	1461	1,768	2.4%	1500	1500	432	2,026	2,634
金新农	002548. SZ	126	105	0.1%	120	120	39	2,568	2,568
东瑞股份	001201. SZ	52	62	0.1%	90	160	62	6,866	3,862
天邦食品	002124. SZ	442	712	1.0%	500	-	50	1,246	-
傲农生物	603363. SH	519	586	0.8%	200	-	35	2,793	-

数据来源：Wind，国信证券经济研究所测算整理

# 周期角度：关注出栏增速快、成本改善明显的高质量成长标的

- 从边际定价的角度，处于高质量成长阶段的标的，边际向好趋势会更为明显，更受益于周期反转带来的量价齐升红利。
- 从估值的角度，对于成功穿越周期、出栏有增长的公司，即使有周期波动，底部市值也在持续提升。

图20：新希望股价复盘图

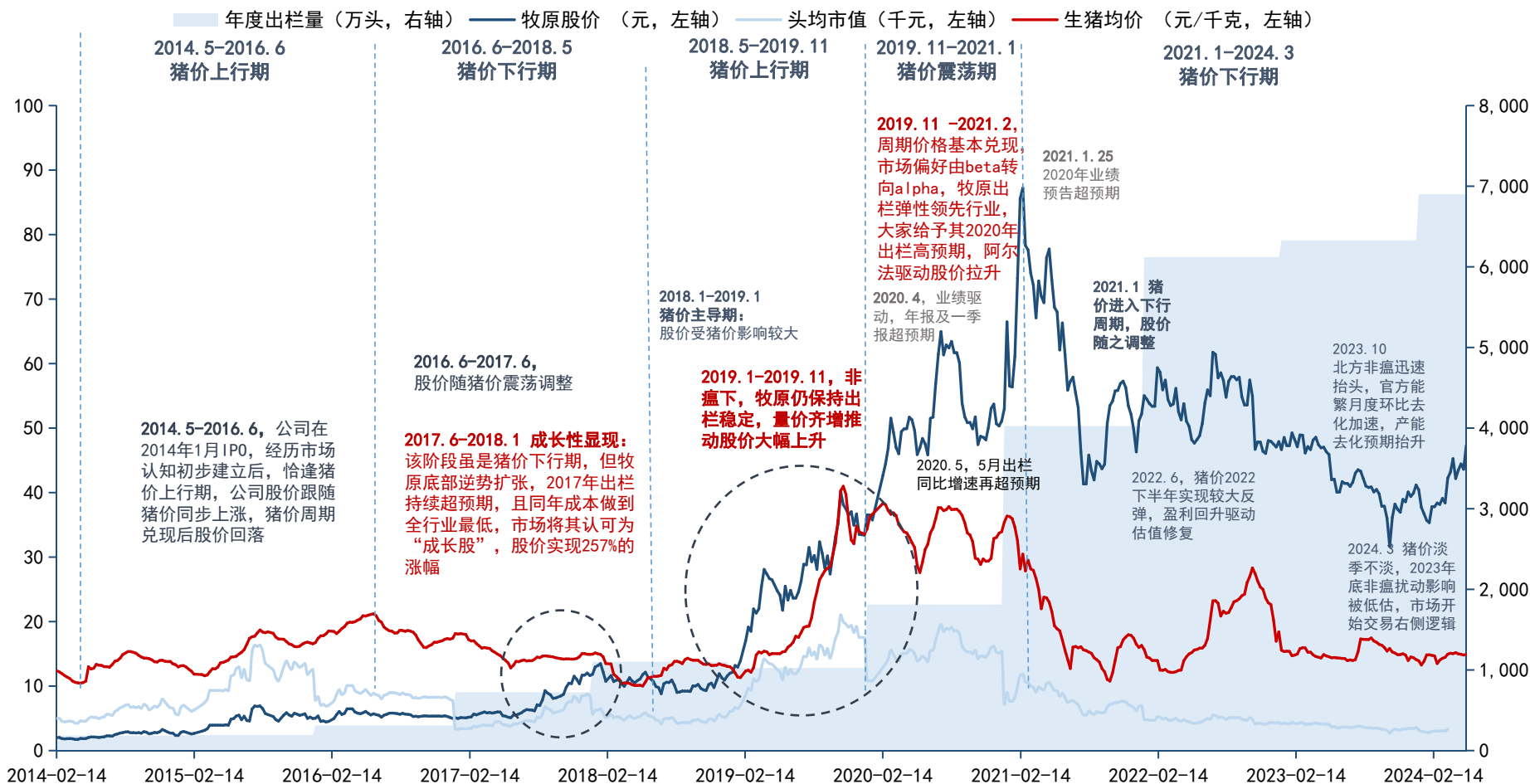


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 价值角度：选择成本做到极致的优质白马股

- 从公司长远发展来看，养殖行业是竞争格局较为分散的行业，在行业集中的过程中，优质的企业可以做到穿越周期。因此如果是买优质的企业，那就应该坚守，接受周期该有的波动。

图21：牧原股份股价复盘图



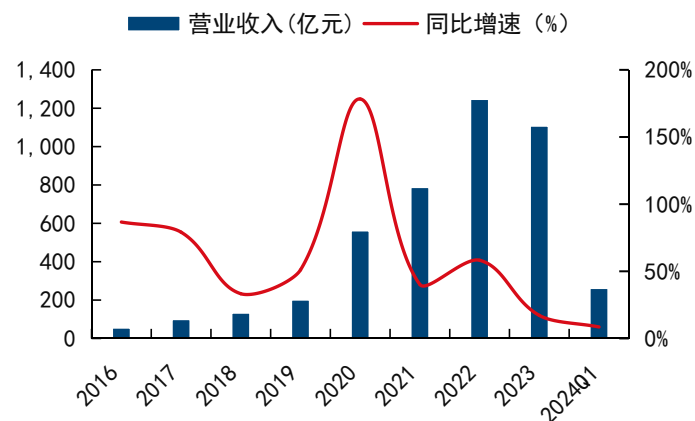
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 附件：行业相关标的介绍

# 牧原股份：成本优秀的生猪龙头，单位盈利领先行业

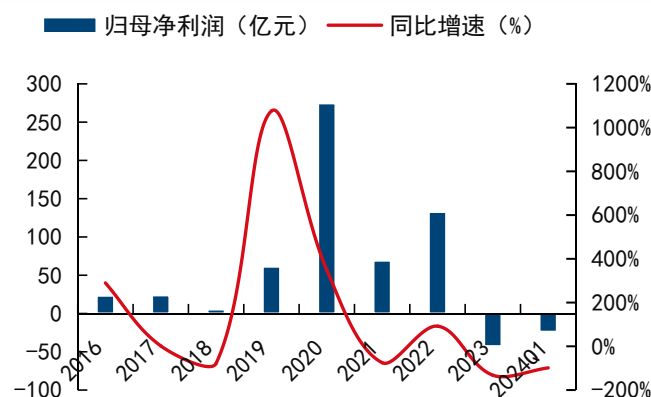
- ◆ **公司养殖成绩改善明显，最新完全成本已下降到15元/公斤以下。**出栏方面，公司2023全年实现生猪出栏6381.6万头，同比略增4.3%，其中商品猪6226.7万头，仔猪136.7万头，种猪18.1万头。当前公司生猪养殖产能在8,000万头/年左右，截至2024年3月末，能繁母猪存栏为314.2万头。公司预计2024年全年生猪出栏区间为6600-7200万头，有望较2023年增长3.4%-12.8%。截至2024年3月末，公司生产性生物资产达106.37亿元，较2023年末增加14.19%。公司加强现金流的管理，2023年经营活动产生的现金流量净额为98.93亿元，2024Q1为50.67亿元。此外，公司2024Q1末资产负债率达63.59%，较2023年末增长1.48pct，处于行业中等偏低水平；货币资金达230.24亿元，较2023Q4末增长18.50%，资金储备整体依然充裕
- ◆ **软硬件优势兼具，龙头地位稳固。**牧原的管理能力处于行业领先，具体来看分软硬两方面表现：软件方面，公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效；硬件方面，公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕，为产能高速扩张奠定扎实基础。另外，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，产能亦在稳步上量，未来随产能利用率提升有望逐步盈利，公司养殖屠宰双发展战略有望进一步打开增长新空间。

图22：牧原股份营业收入情况



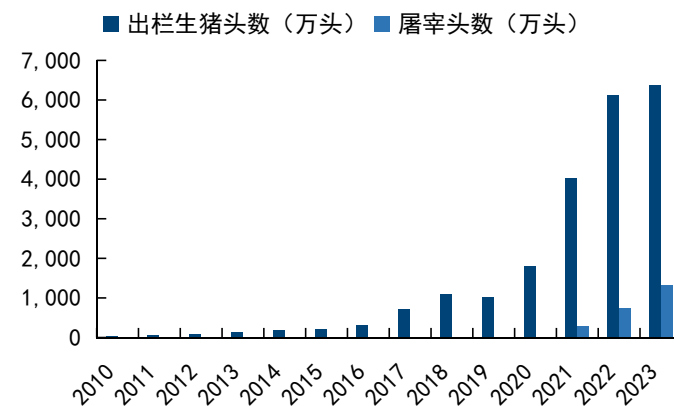
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23：牧原股份归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24：牧原股份历史生猪出栏与屠宰量情况

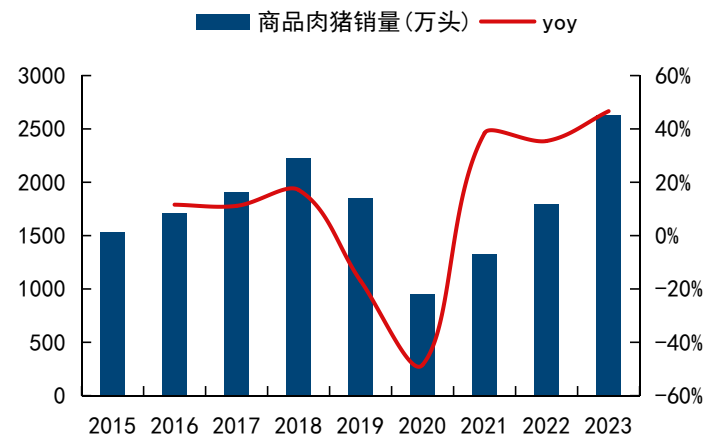


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 温氏股份：经营稳健的白马标的，出栏保持稳步增长

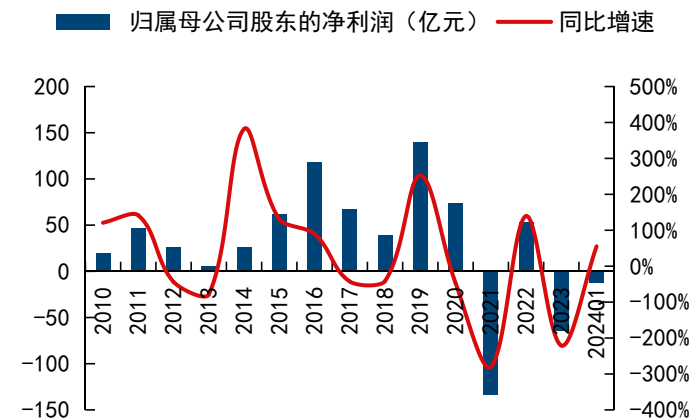
- ◆ 公司深耕畜禽养殖40载，是“公司+农户”养殖模式的行业标兵。温氏股份主营业务为黄羽肉鸡及生猪的养殖和销售，公司是国内最大的黄羽肉鸡养殖企业，同时在全国种猪育种和肉猪养殖规模排名前二，是成功将“公司+农户”养殖模式壮大的典范。近两年公司生猪业务快速发展，2023年公司肉猪类产品收入462.56亿元，同比+12.67%，占收入整体比例达53.11%。2023年商品肉猪出栏量为2626万头，同比+47%，公司目标2024年实现生猪出栏3000-3300万头，养殖出栏有望进一步增长。
- ◆ 生猪养殖稳健扩张，生产成绩稳步提升。公司养殖成绩稳步改善，2023全年肉猪上市率92%，比上年提升2%；种猪PSY达22.1，比上年增加2.1头；根据公司公告披露，2024Q1预计肉猪综合成本降至约15.2元/公斤。现阶段公司肉猪有效饲养能力（含合作农户、家庭农场及现代养殖小区等各类方式）达3300万头，猪场竣工产能（即目前公司的种猪场满负荷状态时，能繁母猪按正常生产性能可产出的商品猪苗量）约4600万头，预计未来公司生猪出栏有望继续增长。此外，公司资金情况良好，截至2024Q1末，公司资产负债率达63.37%，较2023年末增长1.96pct，拥有货币资金58.76亿元，较2023年末增长37.7%，2024Q1经营性现金流净额22.59亿元，实现正向现金流入。

图25：温氏股份生猪出栏情况



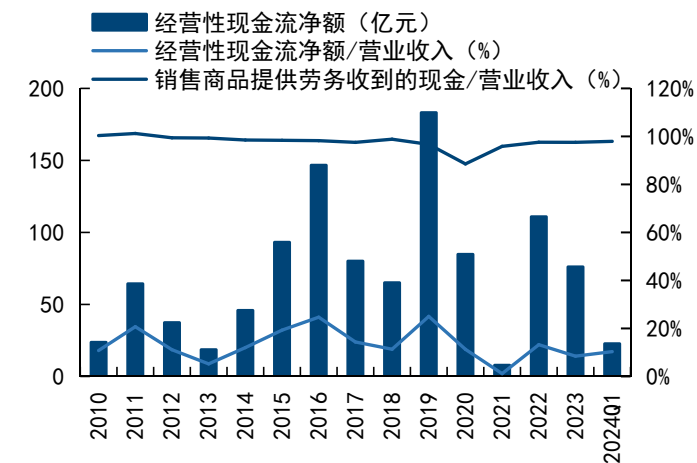
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：温氏股份归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：温氏股份经营性现金流情况

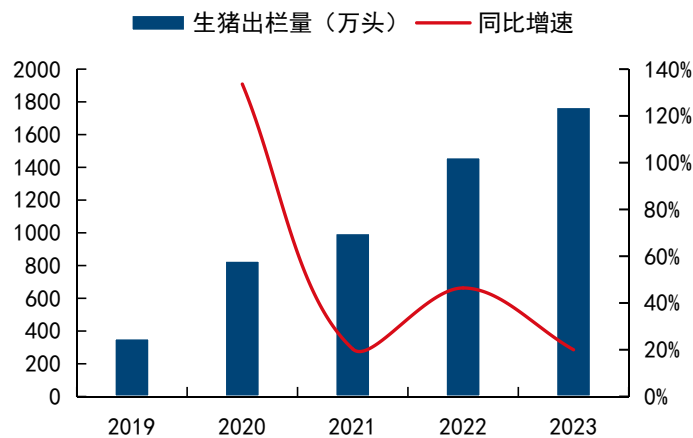


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 新希望：经营改善的农牧白马，生猪出栏稳步扩张

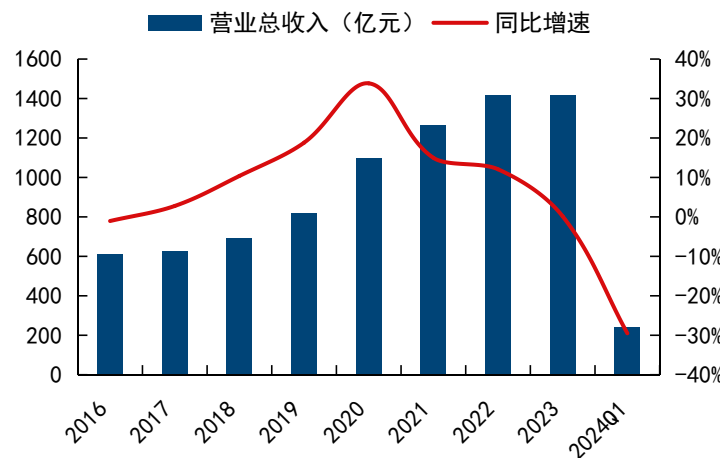
- ◆ **国内饲料行业龙头，持续加码下游生猪养殖及食品业务。**公司是国内集饲料、养殖、食品为一体的农牧综合性白马企业，2023年营业收入达1417.03亿，同比增长0.14%；归母净利达2.49亿，同比扭亏，其中，饲料盈利预计 14.6 亿、禽产业盈亏平衡、猪产业预计亏损53 亿，食品板块预计盈利 2 亿，另外白羽肉禽和食品板块出售收益有 52 亿，整体实现扭亏为盈。2024 年公司禽板块和食品板块已经出表，将作为联营企业投资收益的方式进入报表，未来公司将进一步聚焦饲料和生猪产业发展。
- ◆ **生猪产能稳步上量，养殖成绩有望延续边际改善趋势。**生猪出栏方面，2023年合计出栏生猪1768.24万头，同比增长20%，公司持续加强养殖管理，2024年生猪经营战略以提质量为导向，把成活率、料肉比、转固成本等做好，以整体降成本、最大程度减亏为目标，2024年出栏预计1400-1500万头。截至2024Q1末，公司能繁母猪存栏72万头左右，年内 3、4 季度预计将适度增加一点。此外，公司养殖成绩改善趋势明显，2024Q1PSY 达 25 左右，同比去年提高 3，另外，2024年4 月育肥成活率达 92%，窝均断奶数 10.9，正处于稳步改善的趋势当中。

图28：新希望生猪出栏情况



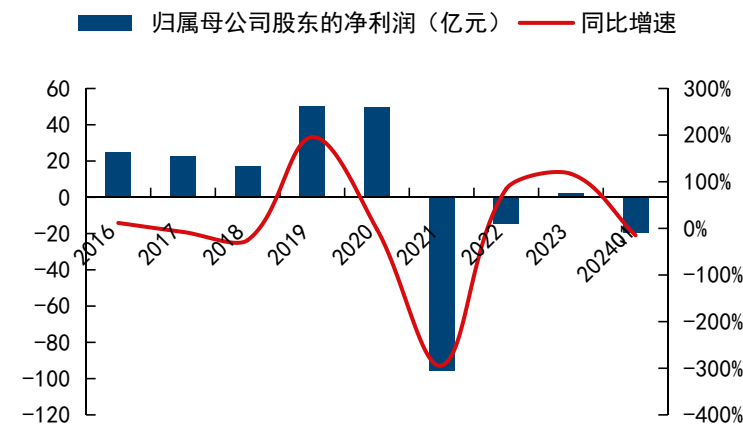
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：新希望营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：新希望归母净利情况

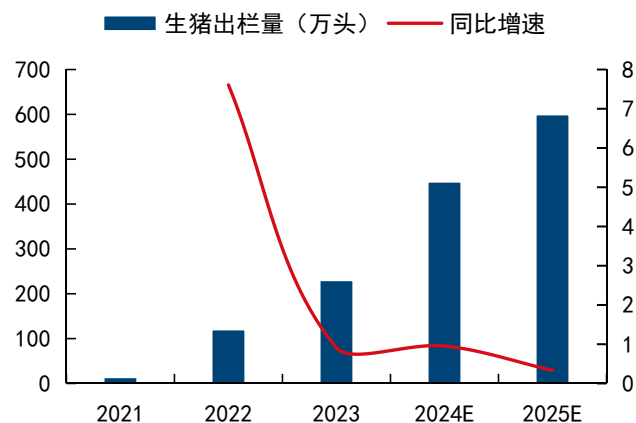


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 华统股份：生猪一体化新标杆，浙江养殖核心资产

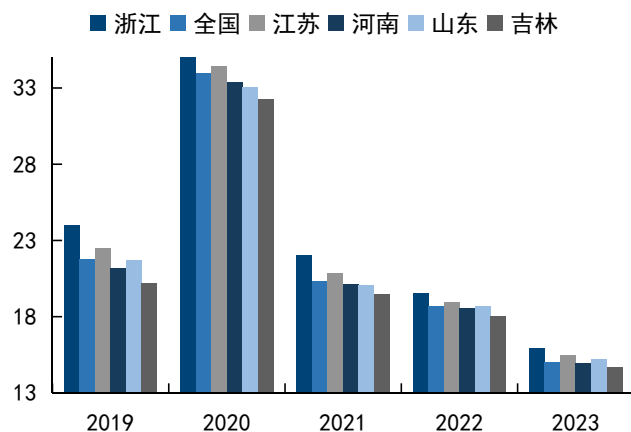
- ◆ 立足浙江并向全国扩张的生猪一体化企业，养殖产能自21Q4起逆周期稳步扩张。公司业务覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全环节，2023年实现生猪出栏230.27万头，同比增长91.13%；2023年屠宰生猪448.17万头，同比增长29.38%。考虑到公司从2022下半年开始进行高效种猪升级，预计从2024下半年开始月度母猪存栏会明显提升，2024-2025年公司出栏目标依次为：400-500万头、600万头。公司资金实力较强，截至2024Q1末，货币资金达7.52亿元，较2023年末增长20%，未来出栏兑现动力较为充足。经测算，如果不考虑淘汰母猪，公司2024Q1头均商品猪亏损约260元，对应商品猪完全成本约16.35元/公斤，成本继续维持低位。
- ◆ 三大核心优势铸就“单位超额收益+出栏增速快”的周期成长股，理应具备更高头均市值。具体来看：1) 区域优势造就单位超额收入。浙江养殖资产具备稀缺性，一是因为浙江是生猪销区，当地商品猪均价高于全国接近1-2元/公斤；二是浙江几乎没有农民养户，属于天然养殖无疫区，对于疾病防控具备天然优势，因此浙江养殖产能具备“超额收入+防疫佳”的天然优势。2) 后发优势带来养殖的超额收益。华统是非瘟后崛起的养殖黑马，周期底部逆势扩张使得公司不但受益于行业性大幅扩张带来的人才积聚与技术升级红利，而且拥有种猪等资源的成本优势。3) 资金优势奠定出栏的成长性。公司拥有可转债、大股东定增、政府养殖补贴等多元化的资金来源，定增完成后公司资产负债率进一步下降，打开未来融资空间。

图31：华统股份生猪出栏情况



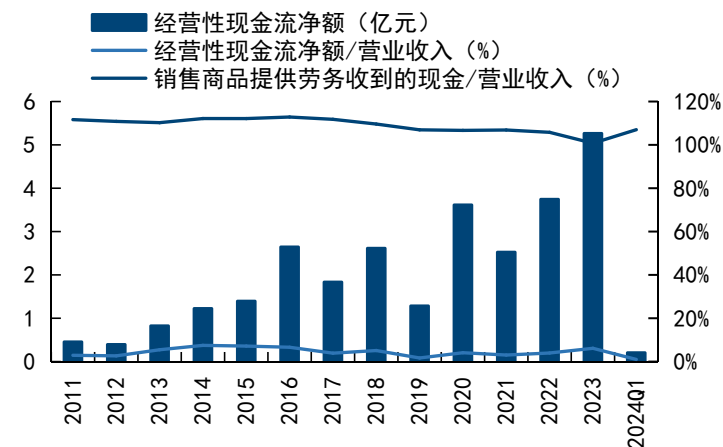
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：浙江省生猪年均价比全国年均价高出约1-2元/公斤



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图33：华统股份周期底部现金流依然充裕

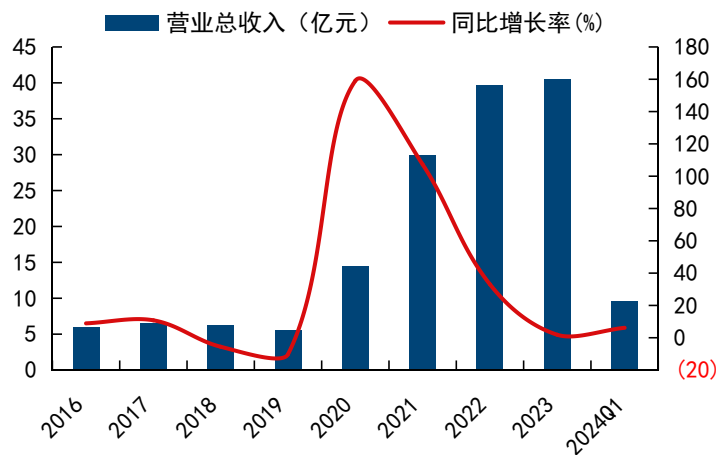


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 巨星农牧：成本领先的成长标的，经营业绩逐季兑现

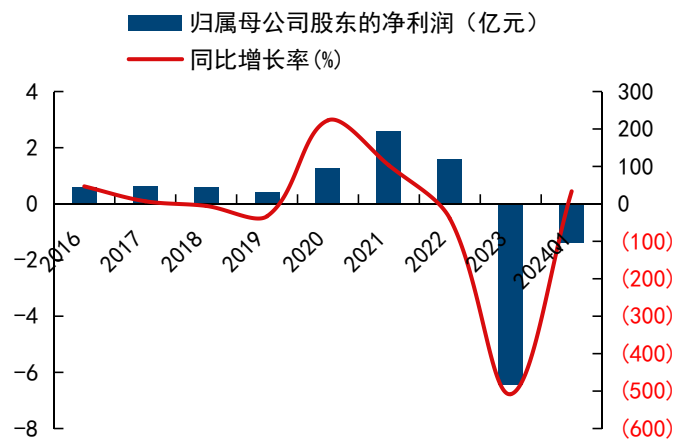
- ◆ **集种猪、饲料、商品猪生产于一体的农业产业化企业，生猪出栏处于高速成长期。**公司2023年实现营业收入40.41亿元，其中，生猪养殖、饲料业务收入占比分别达86%及11%。出栏方面，公司2023年出栏生猪268万头，同比增长75%，有望继续保持高速增长，德昌巨星生猪繁育一体化项目正在按计划开展引种工作，公司公告预计将于2024年5月末完成。此外，据公司公告，2024Q1公司部分优秀养殖基地已实现盈利。公司在出栏高速扩张过程中依然实现成本行业领先，养殖管理方案卓有成效。
- ◆ **公司成本控制能力处于行业领先水平，其核心优势在生猪育种和养殖管理表现突出。**育种方面，2017年种猪改良公司PIC与公司达成战略合作，是公司最主要的种猪供应商。公司在PIC提供的曾祖代公猪、曾祖代和祖代小母猪基础上繁育的种猪具有产仔率高、存活率高、料肉比低的特点，生产指标优秀。目前公司的圈龙猪场及高观猪场均采用PIC优质种猪，两者在2019年、2020年实际经营中平均PSY高达29.17，处于行业领先。管理方面，公司与知名养猪服务技术公司Pipestone达成合作，由其提供生猪养殖咨询服务，包括场所设计、基因审查、养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询等，有效提高了公司养殖效率和安全性。综合两方面优势，公司生猪养殖成本领先地位稳固，未来随PSY及料肉比改善，仍有下降空间。

图34：巨星农牧营业收入情况



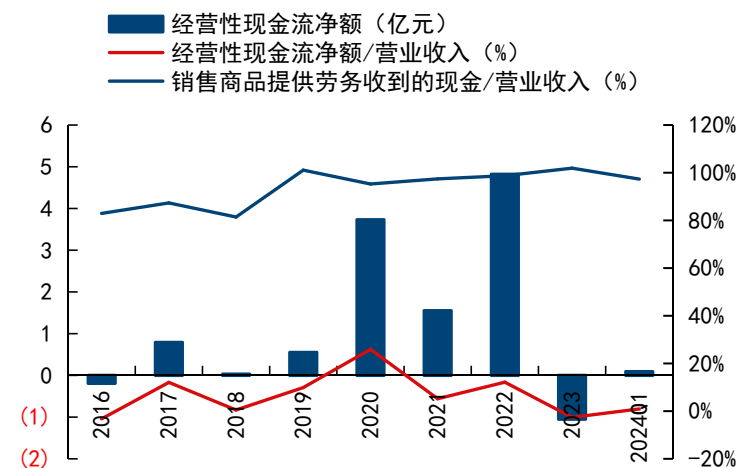
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：巨星农牧归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图36：巨星农牧周期底部现金流情况

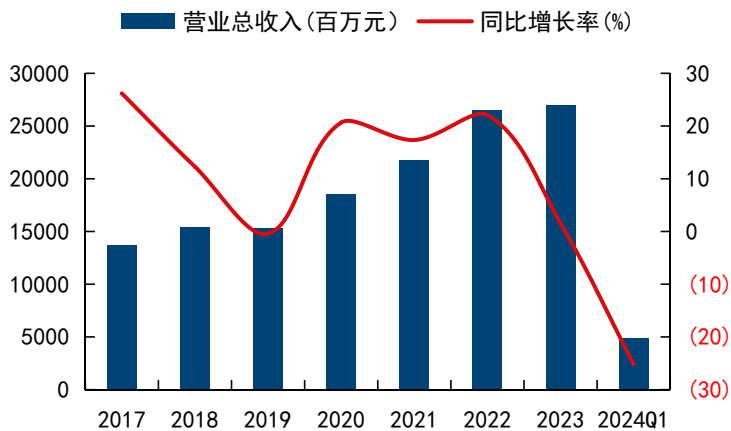


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 唐人神：深耕生猪养殖十五年，产能稳步扩张

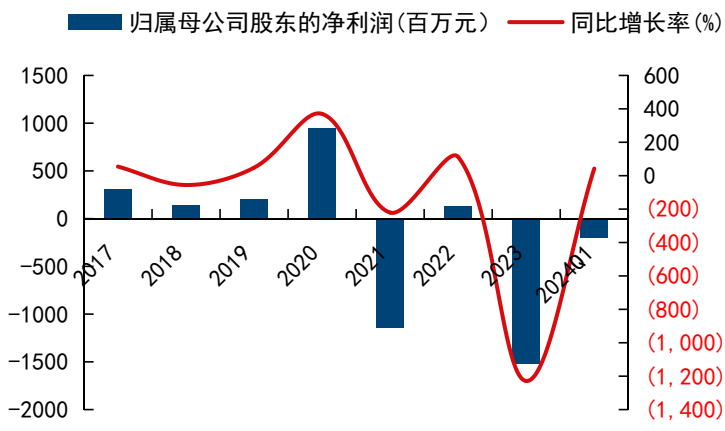
- ◆ **公司发家于饲料业务，逐步向下游布局生猪产业链。**公司深耕饲料三十余年，目前已实现以饲料、生猪养殖、品牌肉品三大主业为核心的产业链完整布局。2023年实现营业收入269.5亿元，同比增长1.55%；归母净利润-15.26亿元，同比由盈转亏，其中饲料、生猪、肉类业务收入占比分别达74%、19%及6%。公司经营表现稳健，养殖出栏稳步扩张，2023年实现生猪出栏371.26万头，同比增长72.05%，另外，生猪业务成本进一步改善，据公司公告，2023年养殖成本各季度持续下降。其中，2023Q4较2023Q1下降0.9元/公斤。公司持续加大高繁殖率的新丹系种猪补充，强化内部生产经营管理能力，PSY、成活率等生产指标进一步改善。。
- ◆ **周期底部资金储备充裕，养殖产能稳步扩张。**公司2022年公司完成非公开发行，募集资金11.4亿元用于支持湖南、广东、海南、广西等养殖项目建设，截止2024Q1末，公司在建工程8.96亿元，主要是四川雅安和广东云浮等猪场项目，未来会逐步完工进猪投产。公司固定资产投在2022年基本完成，生猪产能能满足今年出栏规划，目前重点工作是提升生猪产能利用率。此外，截至2024Q1末，公司资产负债率为64.84%，资金杠杆处于行业较低水平，另外拥有货币资金余额为23.33亿元，资金储备较为充裕。

图37：唐人神营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38：唐人神归母净利情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：唐人神与华特希尔合作打造世界级原种猪场

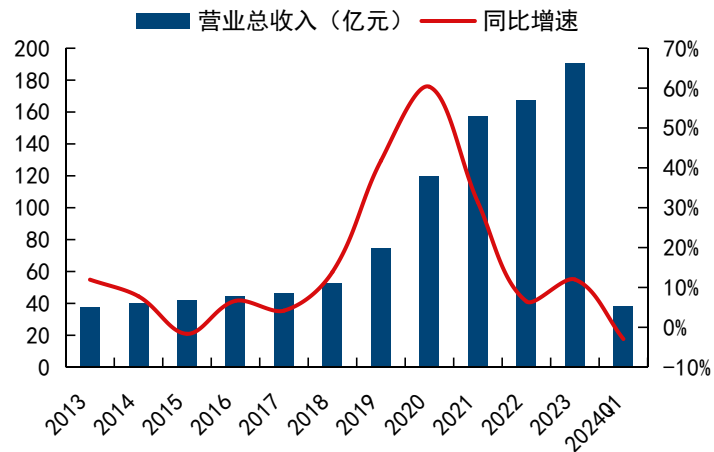


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 天康生物：立足新疆的一体化龙头，持续加码西北养殖布局

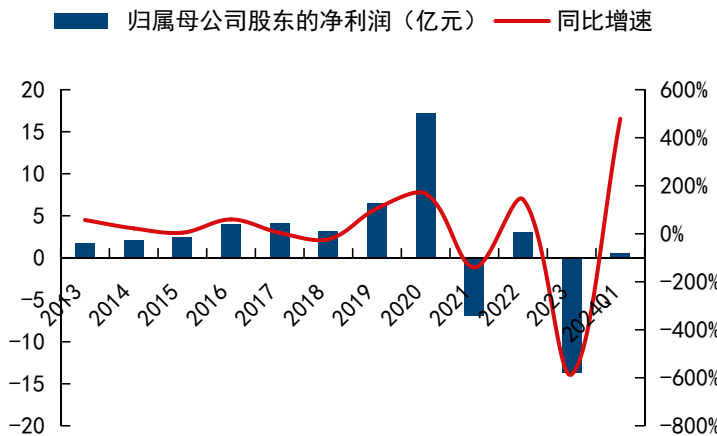
- ◆ 立足于我国西北地区的区域性农牧产业链龙头，稳步扩大生猪养殖经营。新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司为天康生物实控人及第一大股东，截至2024Q1末持股比例达21.74%。分业务来看，公司饲料板块、生猪养殖加工板块、粮食收储、农产品加工及兽药板块2023年营收占比分别为34%、29%、16%、11%和5%。公司养殖产业链的相关业务协同发展，育肥产能和出栏量稳定快速增长。据公司公告披露，2023年总体经营目标为：目标实现饲料产销量315万吨，动物疫苗20亿毫升(头份)、生猪出栏300-350万头、植物蛋白原料加工生产量40万吨、玉米收储量150万吨，全年营收有望维持稳步增长。
- ◆ 生猪养殖业务稳步增长，区域优势叠加一体化优势铸就成本护城河。公司2023年实现生猪出栏281.58万头，同比增长38.9%，养殖产能方面，公司已在新疆、河南、甘肃建设“从原种猪—三级繁育—育肥，同时配套饲料和屠宰加工”的聚落式养殖基地，为全产业链加速发展奠定良好基础。2024Q1末公司PSY指标达24.12。据公司公告披露，2024Q1养殖完全成本预计已接近16元/kg。公司产能稳步投放，目前新疆和河南产能已基本满产，今后将进一步提高肥猪配套产能；甘肃产能目前还处于建设中，产能利用率接近70%，预计随产能利用率提升，成本仍有进一步下降空间。

图43：天康生物营业收入情况



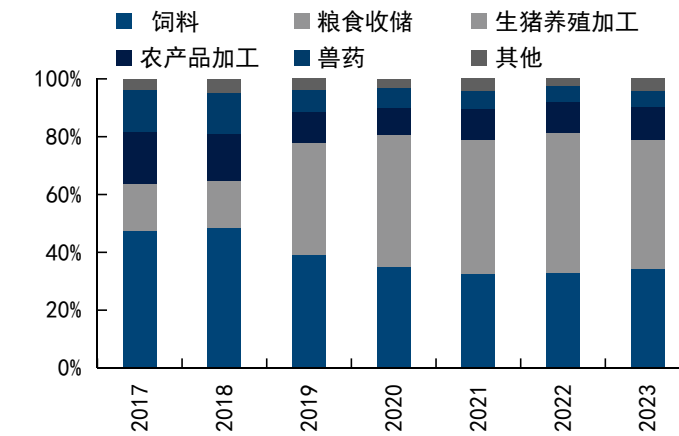
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44：天康生物归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图45：天康生物分业务营收占比

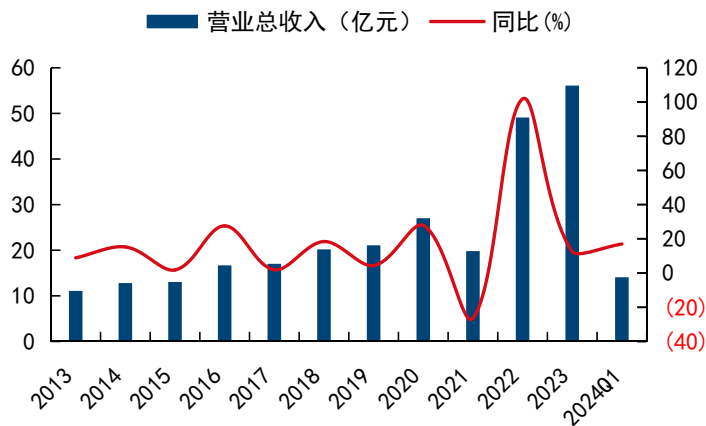


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 新五丰：国企弹性标的，收购天心种业增厚养殖实力

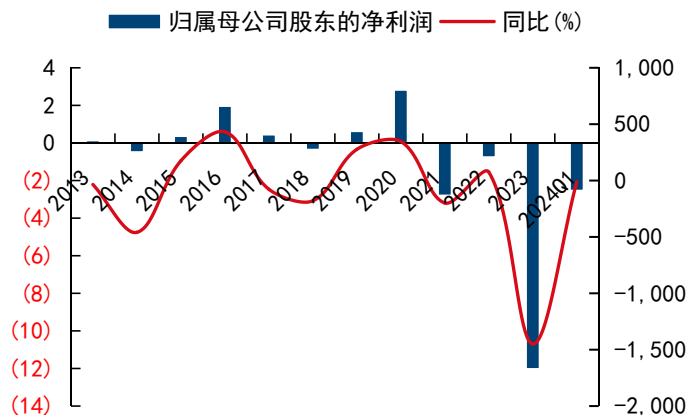
- ◆ **完成天心种业收购后夯实养殖实力，国企改革焕发活力。**新五丰成立于2001年，实控人为湖南省国资委，涵盖饲料、原料贸易、养殖、冷鲜肉品加工等生猪全产业链。公司于2022年收购天心种业100%股权等资产，进一步夯实了公司生猪养殖主业，2023年公司（含天心种业）实现生猪出栏约320万头，同比增长75%。天心种业为湖南省优质种猪及仔猪销售企业，2020-2023年分别实现生猪出栏16/42/76/180万头，处于产能快速放量期。截至2023年底，公司整体种畜期末存栏为34.92万头，较年初增长20.5%，其中能繁母猪存栏20.99万头，未成熟生产性生物资产13.93万头，预计未来公司生猪出栏有望继续保持稳步增长。
- ◆ **成本改善空间充裕，出栏或将继续保持高速增长。**公司成本目前处于行业中游水平，未来改善空间较大，一方面，公司拟计划通过引进法系猪持续优化种猪群体效率，另一方面，预计随产能利用率提升，总部费用会进一步摊销。出栏方面，公司采取以租赁为主、自建及改造为辅的扩张模式，出栏预计继续保持快速增长。另外，根据公司收购天心种业时所签署的《业绩承诺与补偿协议》，天心种业截至2023年末累积已实现净利润占累积承诺净利润比例为89.97%，业绩承诺未完成，天心种业原股东需履行补偿义务，补偿金额为8397.07万元，折合股份1163.03万股，上市公司将以1.00元对价回购各承诺方应补偿股份并予以注销。

图40：新五丰营业收入情况



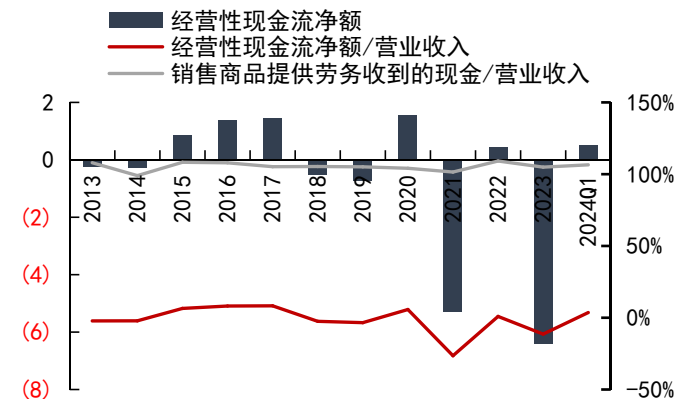
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：新五丰归母净利情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：新五丰周期底部经营性现金净流出

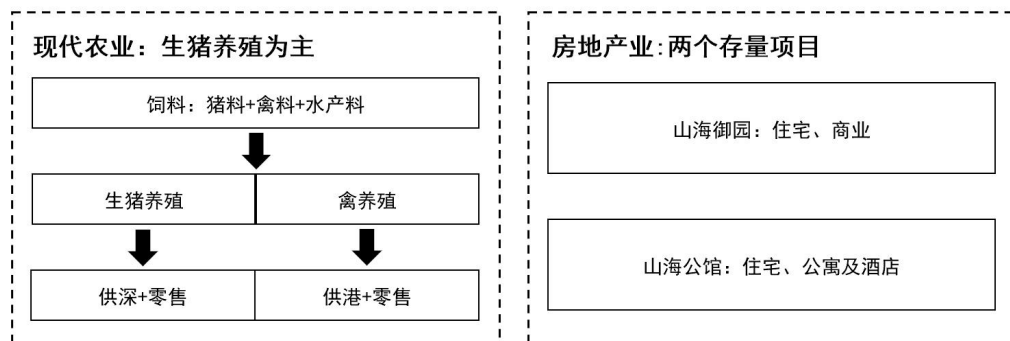


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 京基智农：广东楼房养殖新秀，产能有望稳步兑现

- ◆ 公司目前已经形成了聚焦生猪养殖扩张、运作地产存量项目的主业格局。房地产业务方面，公司只做深圳市内的存量项目，目前在售项目主要为山海御园及山海公馆，正逐步进行交付。生猪养殖业务方面，公司定位服务粤港澳大湾区，近年在广东及周边开展楼房生猪项目建设，2023年合计实现生猪出栏184.50万头，同比增长45.92%。公司采用6750楼房养殖模式进行四周批全进全出的规范化生产，有利于提高猪群健康度及存活率，据公司公告披露，2024年4月，公司PSY约25头，窝均断奶仔猪数约11头，育肥存活率约90%，处于行业领先水平。公司产能布局正处于快速兑现期。截至2024年4月底，公司母猪存栏约11.46万头，其中基础母猪约9.90万头，后备母猪约1.56万头；育肥猪存栏100.76万头，另有哺乳仔猪15.79万头。
- ◆ 区域销价优势带来超额收入，资金储备支撑较快量增。（1）从量来看：公司闭群繁育体系已经搭建完毕，现有建成产能225万头，另外已完成租赁的储备土地对应产能约200万头，产能储备较为充裕。2024年公司规划出栏量超280万头，其中自繁自养出栏量约225万头，代养出栏量约60万头。（2）从价来看：广东市场短期内省外活猪调运受限，长期规划自供比例约为70%，区域溢价带来的销价优势可能持续存在，公司有望依靠广东省内产能享有超额收入。（3）从确定性来看：公司地产项目运作稳健，短期偿债压力较小，截至2024Q1末，公司货币资金达8.99亿元，依靠充裕的现金储备和银行授信余额，公司养殖业务有望兑现产能和业绩。

图46：京基智农主营业务分为现代农业、房地产业两大板块



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图47：京基智农养殖业务定位服务粤港澳大湾区市场

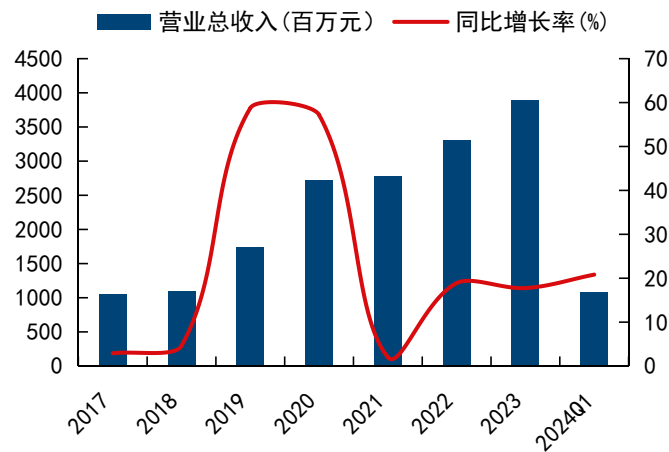


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 神农集团：养殖成绩优异的弹性标的，出栏有望持续扩张

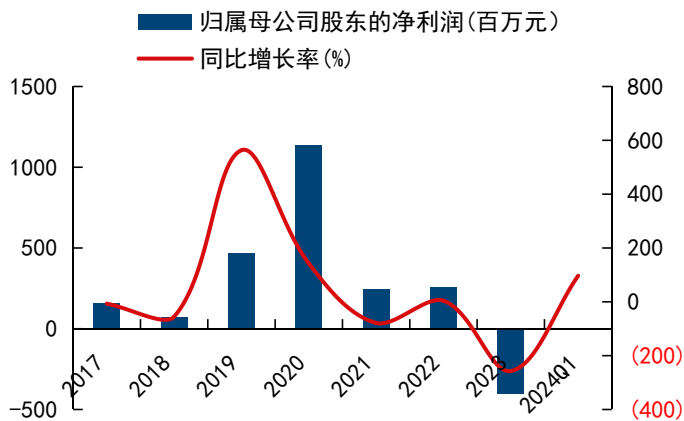
- ◆ **养殖成本表现优异，位于行业第一梯队。**公司在生猪产业链深耕二十余年，其以饲料业务起家，分别于2002年和2005年开始拓展生猪养殖与屠宰业务，2023年公司养殖、屠宰、饲料收入占比分别为53.83%、31.65%、12.81%。目前公司养殖业务主要分布在云南和广西两省。公司重视生猪防疫及健康保健，生猪养殖成绩处于行业前列，公司2023年以来养殖成本持续下降，2024Q1完全成本降至14.5+元/公斤左右，仔猪断奶成本达到330+元/头，位列行业第一梯队。公司今年完全成本目标进一步下降，其在管理模式、人才储备、满负荷运营、原料采购等方面准备充分，对达成预期目标充满信心。
- ◆ **远期出栏目标达500万头，生猪产能稳步放量。**公司2023年实现生猪出栏152万头，同比+63.62%。截至2024Q1末，公司能繁母猪数量约9万头；PSY年平均水平约27.2头。随着在建猪场年内陆续完工投产，预计2024年末母猪存栏规模可达13万头。公司2024-2025年出栏目标分别为250、350万头，有望继续保持高速增长。同时公司资金安全垫较高，截至2024Q1末，拥有货币资金6.09亿元，较2023年末增加11.9%；资产负债率仅29.53%，未来仍有充裕融资空间。

图48：神农集团营收情况



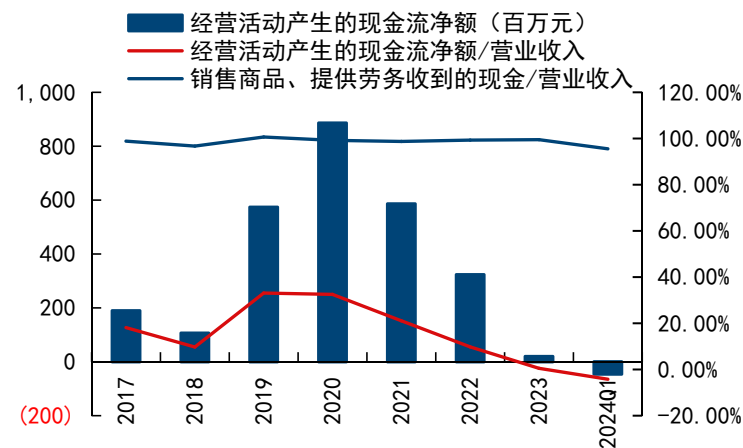
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图49：神农集团归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：神农集团在周期底部经营性现金流净额阶段性承压

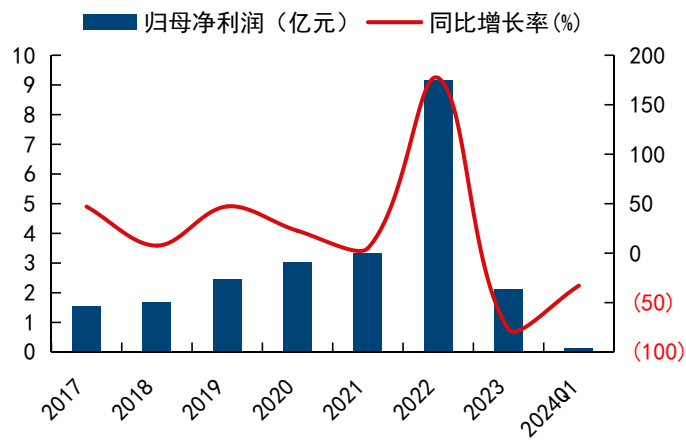


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 广弘控股：广东养殖新秀标的，产能稳步加速投放

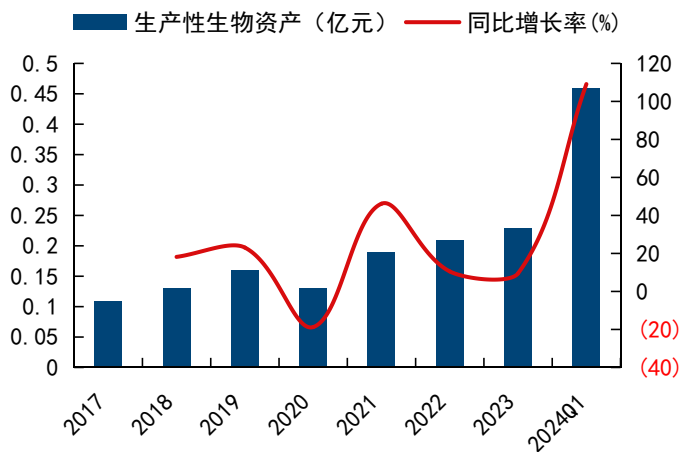
- ◆ **广东省属国有控股农牧企业，生猪及家禽养殖产能加速扩张。**公司是广东省优质的畜禽育种养殖、及冷冻食品仓储和销售企业，目前自营和管理冷库库容量超过8万吨，年吞吐量近100万吨，2023年实现生猪销售10.5万头，家禽销售2244万只。公司为解决同业竞争问题剥离教育书店业务（2022年8月出表），进一步聚焦农牧产业发展，根据公告的十四五规划目标，2025年计划通过租赁、合作、自建、并购等实现生猪80-100万头规划目标；家禽板块2025年计划实现9千万至1亿羽规划目标，其中包括父母代400万套。目前公司生猪总产能50万头，从投产进度看，兴宁30万头生猪扩繁基地项目在2024年初投产，2024Q1末公司生产性生物资产达0.46亿元，较2023年末增加104%；预计公司出栏将稳步扩张，有望受益2024年下半年猪价景气上行带来的量价齐升。
- ◆ **资金储备较为充裕，后续发展动力充足。**2024Q1末，公司货币资金达29.23亿元，交易性金融资产达6.27亿元，资产负债率达54.99%，杠杆处于养殖行业较低水平。2020年公司将所属南海种禽公司“种鸡场”地块（位于佛山市狮山镇）交由佛山市土地储备中心收储，其中，南海种禽公司应获得补偿金额为8.72亿元，并于2020年11月收到首期50%补偿款4.36亿元。根据2023年7月披露的进展公告，佛山市土地储备中心应分别于2024年5月31日前、2024年11月30日前一次性支付第二期货币补偿2.5亿元、支付第三期补偿款约1.86亿元。基于充裕的资金储备及来源，预计未来公司发展动力较为充足

图51：广弘控股自2022年8月教育出版业务出表后，归母净利润随养殖周期波动明显



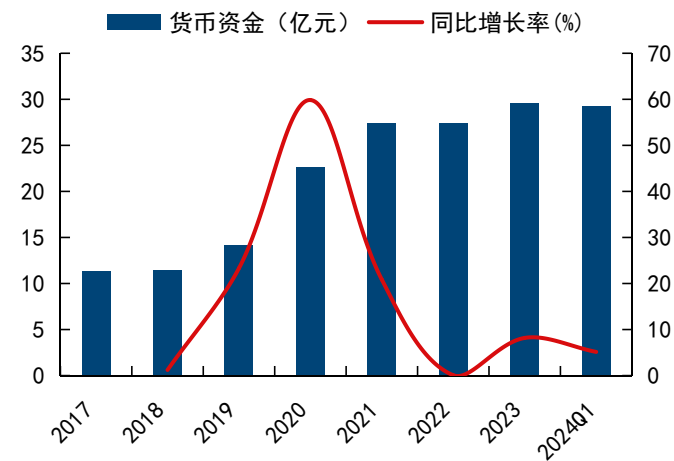
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图52：广弘控股2024Q1末生产性生物资产同比增长109%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图53：广弘控股货币资金储备充裕



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 行业相关标的主要经营指标情况一览

表：相关生猪标的主要经营指标一览

公司名称	证券代码	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			ROE-摊薄（%）		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
牧原股份	002714.SZ	788.9	1,248.3	1,108.6	69.0	132.7	-42.6	12.7	18.5	-6.8
温氏股份	300498.SZ	649.6	837.3	899.2	-134.0	52.9	-63.9	-41.3	13.3	-19.3
新希望	000876.SZ	1,262.6	1,415.1	1,417.0	-95.9	-14.6	2.5	-28.6	-5.0	1.0
华统股份	002840.SZ	83.4	94.5	85.8	-1.9	0.9	-6.0	-12.5	3.3	-29.2
巨星农牧	603477.SH	29.8	39.7	40.4	2.6	1.6	-6.5	7.9	4.3	-21.0
天康生物	002100.SZ	157.4	167.3	190.3	-6.9	2.8	-13.6	-9.6	3.5	-21.3
唐人神	002567.SZ	217.4	265.4	269.5	-11.5	1.4	-15.3	-20.8	2.0	-27.8
新五丰	600975.SH	20.0	49.3	56.3	-2.8	-0.8	-12.0	-13.2	-2.8	-40.2
神农集团	605296.SH	27.8	33.0	38.9	2.5	2.6	-4.0	5.5	5.5	-9.6
京基智农	000048.SZ	32.2	60.0	124.2	3.9	7.7	17.5	15.4	29.5	45.3
广弘控股	000529.SZ	36.4	34.2	27.9	3.3	9.2	2.1	14.3	30.4	6.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 一、不可控的动物疫情引发的潜在风险。以非洲猪瘟为代表的各类疫病可能出现抬头迹象，如果发生不可控的动物疫情可能会造成部分养殖公司的生猪出现高死亡率，存在可能造成公司严重损失的潜在风险。
- 二、生猪价格大幅波动风险。生猪价格直接决定养殖业务的销售收入，如果生猪价格波动幅度较大，会直接导致猪企的盈利随之大幅波动。
- 三、饲料原材料价格大幅波动的风险。饲料成本占养殖成本的比例较大，如果玉米、豆粕等原材料价格上涨幅度过大，存在可能拉低猪企盈利水平的风险。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032