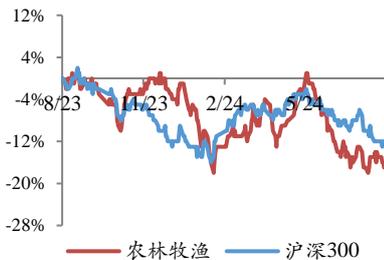


## 产能去化影响逐步显现，产能恢复明显偏弱

行业评级：增持

报告日期：2024-08-19

### 行业指数与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

1、生猪养殖行业系列报告六：仔猪价格或呈回落态势，静待生猪产能加速去化 20240223

2、生猪养殖行业系列报告七：猪企成本震荡下行，猪价高点值得期待 20240515

3、生猪养殖行业系列报告八：猪价高点值得期待，产能恢复或明显偏弱 20240616

### 主要观点：

#### ● 行业集中度持续提升，养猪业整体水平提升空间大

我国生猪养殖行业规模化程度不断提升：从我国养猪场（户）数量变化看，增速最快的是年出栏5万头以上养猪场数量，2007-2022年、2018-2022年的年复合增长率均达到22%，年出栏10,000-49,999头的养猪场增速次之，年出栏1-99头的养猪场数量自2008年以来持续下降；从生猪饲养规模占比变化看，年出栏1-49头生猪饲养规模占比从2012年31.9%降至2022年14.7%，年出栏500头以上生猪饲养规模占比从2012年38.5%上升至2022年65.1%，年出栏3000头以上生猪饲养规模占比从2012年17.5%上升至2022年42.1%，年出栏1万头以上生猪饲养规模占比从2012年8.1%上升至2022年25.7%，年出栏5万头以上生猪饲养规模占比从2012年1.4%上升至2022年12%。我国养猪业务整体水平提升空间很大，与世界先进水平的差距，主要体现在生产效率和成本控制方面。

#### ● 产能去化影响逐步显现，产能恢复明显偏弱

今年3月以来，生猪价格持续超市场预期，产能去化的影响不断显现。1H2024，全国猪饲料产量同比下降7.3%，其中，仔猪、母猪、育肥猪饲料产量同比分别降13.5%、9.4%、5.0%；1H2024全国生猪定点屠宰企业屠宰量同比下降0.7%，1-6月同比增长29%、-7%、-5%、-10%、-5%、-8%。8月16日，全国生猪均价已涨至21.1元/公斤。本轮周期生猪产能恢复明显偏慢。从官方数据看，2024年2季末能繁母猪存栏量4038万头，环比1季末仅小幅上升1.2%。从行业数据看，2024年2-7月，涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升0.28%、1.57%、0.96%、0.73%、0.61%、1.79%；2024年3-7月，上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升0.22%、0.94%、0.43%、0.37%、1.11%，2024年以来，生猪产能恢复明显弱于2022年。我们认为，2024年生猪产能回升速度偏慢，与亏损期较长、维持数年的高资产负债率、偏好压栏和二育等多重因素相关，恢复速度需持续跟踪。

#### ● 猪价仍处上行周期，2H24猪价有望维持高位

本轮周期2022年12月-2024年3月累计去化9.1%，2024年4月农业部能繁母猪存栏量环比再降0.1%，整体去化已超过2021-2022年，较2021年6月能繁母猪存栏量更是下降了12.5%，2024年猪价步入上行周期。今年上半年，全国新生仔猪数量同比下降7%，对应下半年育肥猪出栏同比下降约7%；二季末全国生猪存栏同比下降4.6%，对应7-9月育肥猪出栏同比下降，下半年猪价有望维持高位。

从农业部数据看，2024年5月能繁母猪存栏量开始环比上升，从统计局数据看，2024年二季末能繁母猪存栏量环比1季末上升1.2%。由此推算10-12月之后，即对应2025年3-5月生猪价格将步入下行通道，考虑到季节性因素影响，春节后是猪肉传统消费淡季，不排除猪价提前至2025年2月步入下行周期。

### ● 生猪出栏均重处近年偏高水平，2024年二育整体偏理性

**生猪出栏均重处于近年偏高水平，但相对可控。**涌益咨询（8.9-8.15）全国出栏生猪均重 126.17 公斤，较 2022 年同期低 0.28 公斤，较 2023 年同期高 5.81 公斤；中国农业信息网，7 月全国 16 省生猪宰后均重 91.43 公斤，处于 2021 年以来同期偏高水平。2024 年 7 月，温氏生猪出栏均重 121.4 公斤，处于 2020 年以来同期偏高水平；7 月大北农的控股、参股公司育肥猪出栏均重分别为 126.36 公斤、123.7 公斤，均处于 2022 年以来偏高水平。

**今年以来，二育整体偏理性。**首先，涌益咨询数据显示，2024 年 5 月 11 日-5 月 20 日二育出栏占比达到峰值 7.26%，较 2023 年 10 月 11 日-10 月 20 日峰值的 9.61% 仍有差距，2024 年 8 月 1 日-8 月 10 日二育出栏占比仅为 2.32%；其次，2022 年以来，150 公斤以上生猪出栏占比的弹性已显著弱于生猪出栏均重的弹性，我们认为，生猪养殖行业趋势性地增加了出栏均重，在经历了 2021-2022 年行情大起大落后，二育更多转向短、频、快的操作模式。再次，生猪期货价格走势偏谨慎。需要注意的是，标肥价差的存在会提升压栏或二育短期积极性。

### ● 上市猪企整体出栏微增，养殖成本处下降通道

**2024 年 1-7 月，18 家上市猪企合计出栏 8725.2 万头，同比增长 2.2%，**上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 3855、温氏股份 1670、新希望 995、天邦食品 355、大北农 331、唐人神 217、中粮家佳康 190、正邦 182、天康生物 162、华统股份 154、傲农生物 151、神农集团 129、京基智农 121、金新农 69、立华股份 56、罗牛山 44、东瑞股份 42、正虹科技 4.1；出栏量同比增速从高到低依次为，神农集团 70%、立华股份 25%、京基智农 20%、温氏股份 20%、华统股份 15%、金新农 12%、唐人神 10%、牧原股份 7%、天康生物 4%、大北农 3%、东瑞股份 2%、天邦食品-1%、罗牛山-2%、新希望-4%、中粮家佳康-34%、正邦-45%、傲农生物-55%、正虹科技-68%。

**上市猪企生猪养殖成本处于下行通道。**2024 年 1 月以来，神农集团、牧原股份、温氏股份的完全成本处于第一梯队。

### ● 估值及投资建议

一、二线龙头猪企估值多数处历史低位。从头均市值角度看，根据 2024 年预测生猪出栏量，温氏头均市值 3027 元、牧原 3354 元、巨星农牧 3125 元、华统 2406 元、新希望 2867 元、天康生物 1538 元、唐人神 1667 元。从猪价高点年化 PE 角度看，按照猪价高点 21 元/公斤估算，温氏 5.0 倍、牧原 4.3 倍、巨星农牧 4.4 倍、华统 4.4 倍、新希望 4.8 倍、天康生物 3.9 倍、唐人神 2.9 倍。

我们继续推荐生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份、神农集团、巨星农牧。

### ● 风险提示

疫情；猪价维持高位时间低于预期。

## 正文目录

1 行业集中度持续提升，养猪业水平提升空间大 .....	5
1.1 中国生猪养殖业集中度快速提升 .....	5
1.2 2023 年上市猪企市占率超过 20% .....	7
1.3 中国养猪业整体水平提升空间大 .....	8
2 产能去化影响逐步显现，产能恢复明显偏弱 .....	9
2.1 产能去化影响逐步显现，3 月以来猪价持续超预期 .....	9
2.2 本轮周期生猪产能恢复明显偏慢 .....	9
3 2H24 猪价有望维持高位，二育整体偏理性 .....	11
3.1 2H24 猪价有望维持高位 .....	11
3.2 2024 年以来二育整体偏理性 .....	12
4 上市猪企整体出栏微增，养殖成本处下降通道 .....	14
4.1 2024 年 1-7 月上市猪企出栏同比增长 2.2% .....	14
4.2 上市猪企养殖成本处于下行通道 .....	17
4.3 估值及投资建议 .....	18
风险提示: .....	19

## 图表目录

图表 1 我国养猪场（户）数量变化，个.....	5
图表 2 2012-2022 年生猪饲养规模比例变化，%.....	6
图表 3 2012-2022 年生猪饲养规模变化，亿头.....	7
图表 4 主要上市猪企合计出栏量及市占率走势图，万头、%.....	7
图表 5 2022 年各国平均 PSY 对照图.....	8
图表 6 2022 年各国平均 MSY 对照图.....	8
图表 7 2022 年各国生长育肥饲料转化率.....	8
图表 8 中国生产效率对照图，头.....	8
图表 9 全国猪料销量对照图，万吨.....	9
图表 10 生猪定点屠宰企业屠宰量对照图，万头.....	9
图表 11 全国生猪存栏量及同比变化对照图.....	9
图表 12 全国生猪价格走势图，元/公斤.....	9
图表 13 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局，万头、%.....	10
图表 14 2024 年 2-7 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化.....	10
图表 15 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化.....	10
图表 16 2024 年 3-7 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化.....	11
图表 17 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化.....	11
图表 18 统计局能繁母猪存栏量累计变化与猪价最高点（最低点）对照表.....	11
图表 19 2010-2024 年生猪月度价格对照表，元/公斤.....	12
图表 20 2020-2024 年涌益咨询生猪出栏均重，公斤.....	13
图表 21 2020-2024 年 16 省份生猪宰后均重图，公斤.....	13
图表 22 温氏股份生猪出栏均重，公斤.....	13
图表 23 大北农育肥猪出栏均重，公斤.....	13
图表 24 生猪出栏均重 150 公斤以上出栏占比.....	13
图表 25 二育出栏占比.....	13
图表 26 出栏均重与 150 公斤以上出栏占比对照图.....	14
图表 27 175 公斤肥猪与标猪出栏价差，元/斤.....	14
图表 28 主要上市猪企 2024 年月度出栏量列表，万头、%.....	15
图表 29 主要上市猪企 2024 年累计出栏量列表，万头、%.....	16
图表 30 主要上市猪企 2024 年生猪成本对照表，元/公斤.....	17
图表 31 主要上市猪企头均市值对照表.....	18
图表 32 猪价高点年化 PE 敏感性分析.....	19

# 1 行业集中度持续提升，养猪业水平提升空间大

## 1.1 中国生猪养殖业集中度快速提升

我国生猪养殖行业规模化程度不断提升。从我国养猪场（户）数量变化看，增速最快的是年出栏 5 万头以上养猪场数量，2007-2022 年、2018-2022 年的年复合增长率均达到 22%；年出栏 10,000-49,999 头的养猪场增速次之，年出栏 1-99 头的养猪场数量自 2008 年以来持续下降。

图表 1 我国养猪场（户）数量变化，个

	年出栏数 1-49 头	年出栏数 50-99 头	年出栏数 100-499 头	年出栏数 500- 999 头	年出栏数 1000-2999 头	年出栏数 3000-4999 头	年出栏数 5000-9999 头	年出栏数 10000-49999 头	年出栏数 5 万头以上
2007	80,104,750	1,577,645	542,014	83,731	30,053	6,164	2,840	1,803	50
2008	69,960,452	1,623,484	633,791	108,676	40,010	8,744	4,172	2,432	69
2009	64,599,143	1,653,865	689,739	129,369	46,429	10,342	5,117	3,083	96
2010	59,086,923	1,685,279	742,772	145,175	53,876	11,721	5,915	3,558	121
2011	55,129,498	1,724,703	782,338	157,036	58,180	12,173	6,315	3,937	162
2012	51,898,933	1,726,108	817,834	167,762	63,509	12,880	6,855	4,364	187
2013	49,402,542	1,619,877	827,262	175,652	65,369	13,355	7,137	4,567	202
2014	46,889,657	1,571,123	810,448	175,213	66,466	13,672	7,304	4,526	226
2015	44,055,927	1,479,624	758,834	174,075	65,171	13,404	7,281	4,388	261
2016	40,205,599	1,428,631	718,590	167,224	64,436	13,301	7,079	4,261	311
2017	35,718,766	1,209,265	603,091	133,486	58,487	12,095	6,893	4,134	407
2018	29,862,082	982,969	527,708	112,628	52,770	10,990	6,228	3,630	443
2019	21,445,792	733,678	404,688	90,508	44,360	9,849	5,373	3,101	373
2020	19,489,215	710,439	415,613	92,176	47,346	11,804	6,507	3,729	554
2021	18,792,785	706,476	423,810	95,304	53,276	14,508	8,072	4,854	849
2022	17,982,140	692,220	408,871	95,893	54,123	15,669	8,568	5,247	993
YOY	年出栏数 1-49 头	年出栏数 50-99 头	年出栏数 100- 499 头	年出栏数 500- 999 头	年出栏数 1000-2999 头	年出栏数 3000-4999 头	年出栏数 5000-9999 头	年出栏数 10000-49999 头	年出栏数 5 万头以上
2008	-13%	3%	17%	30%	33%	42%	47%	35%	38%
2009	-8%	2%	9%	19%	16%	18%	23%	27%	39%
2010	-9%	2%	8%	12%	16%	13%	16%	15%	26%
2011	-7%	2%	5%	8%	8%	4%	7%	11%	34%
2012	-6%	0%	5%	7%	9%	6%	9%	11%	15%
2013	-5%	-6%	1%	5%	3%	4%	4%	5%	8%
2014	-5%	-3%	-2%	0%	2%	2%	2%	-1%	12%
2015	-6%	-6%	-6%	-1%	-2%	-2%	0%	-3%	15%
2016	-9%	-3%	-5%	-4%	-1%	-1%	-3%	-3%	19%

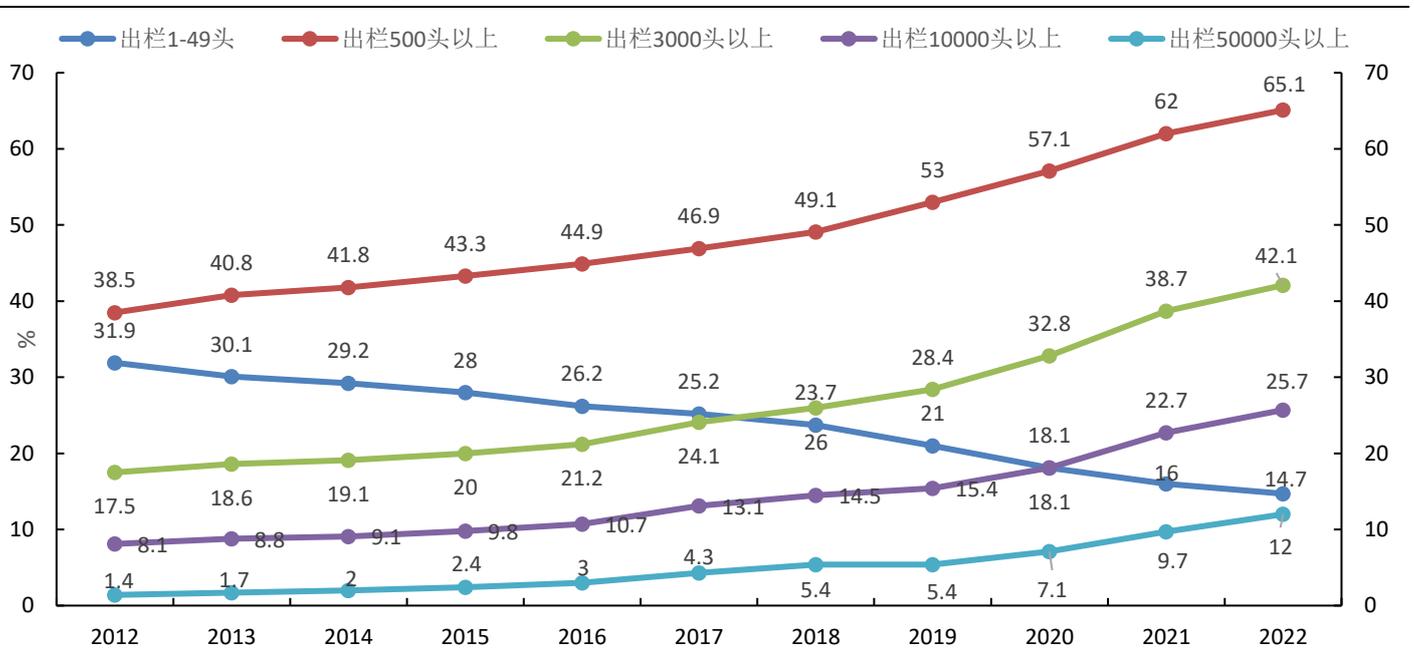
2017	-11%	-15%	-16%	-20%	-9%	-9%	-3%	-3%	31%
2018	-16%	-19%	-12%	-16%	-10%	-9%	-10%	-12%	9%
2019	-28%	-25%	-23%	-20%	-16%	-10%	-14%	-15%	-16%
2020	-9%	-3%	3%	2%	7%	20%	21%	20%	49%
2021	-4%	-1%	2%	3%	13%	23%	24%	30%	53%
2022	-4%	-2%	-4%	1%	2%	8%	6%	8%	17%
2007-2022年 复合增长率	-9%	-5%	-2%	1%	4%	6%	8%	7%	22%
2018-2022年 复合增长率	-12%	-8%	-6%	-4%	1%	9%	8%	10%	22%

资料来源：wind，华安证券研究所

从生猪饲养规模占比变化看，年出栏 1-49 头生猪饲养规模占比从 2012 年 31.9% 降至 2022 年 14.7%，年出栏 500 头以上生猪饲养规模占比从 2012 年 38.5% 上升至 2022 年 65.1%，年出栏 3000 头以上生猪饲养规模占比从 2012 年 17.5% 上升至 2022 年 42.1%，年出栏 1 万头以上生猪饲养规模占比从 2012 年 8.1% 上升至 2022 年 25.7%，年出栏 5 万头以上生猪饲养规模占比从 2012 年 1.4% 上升至 2022 年 12%。

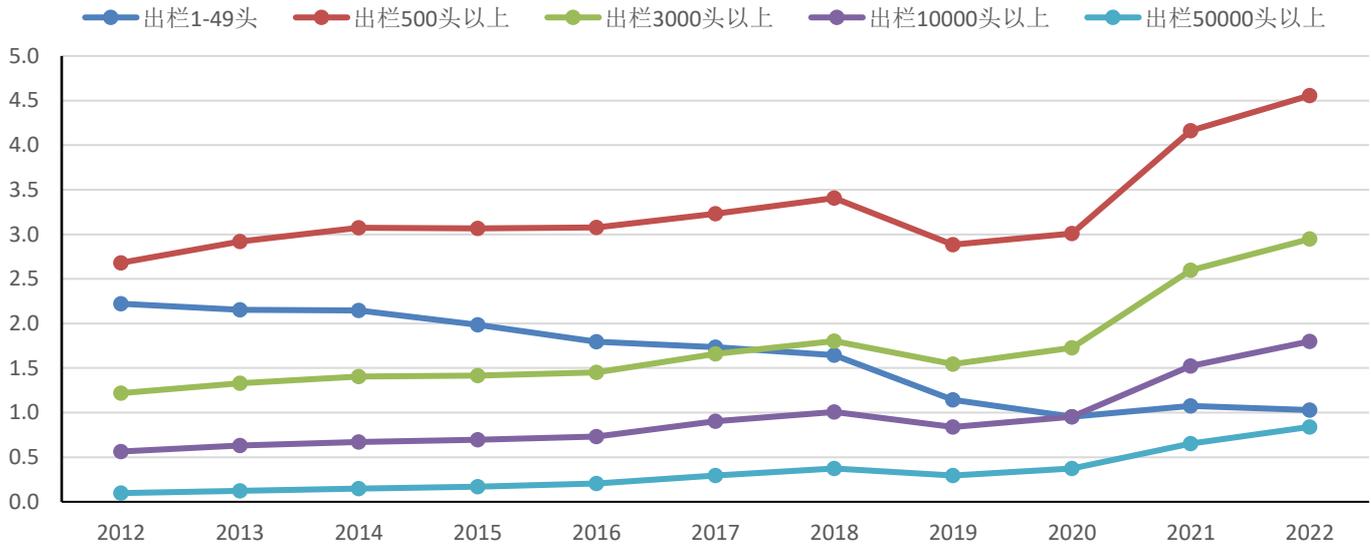
从生猪饲养规模变化看，年出栏 1-49 头生猪饲养规模从 2012 年 2.2 亿头降至 2022 年 1.0 亿头，年出栏 500 头以上生猪饲养规模从 2012 年 2.7 亿头上升至 2022 年 4.6 亿头，年出栏 3000 头以上生猪饲养规模从 2012 年 1.2 亿头上升至 2022 年 2.9 亿头，年出栏 1 万头以上生猪饲养规模从 2012 年 0.6 亿头上升至 2022 年 1.8 亿头，年出栏 5 万头以上生猪饲养规模从 2012 年 0.1 亿头上升至 2022 年 0.8 亿头。

图表 2 2012-2022 年生猪饲养规模比例变化，%



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 3 2012-2022 年生猪饲养规模变化, 亿头

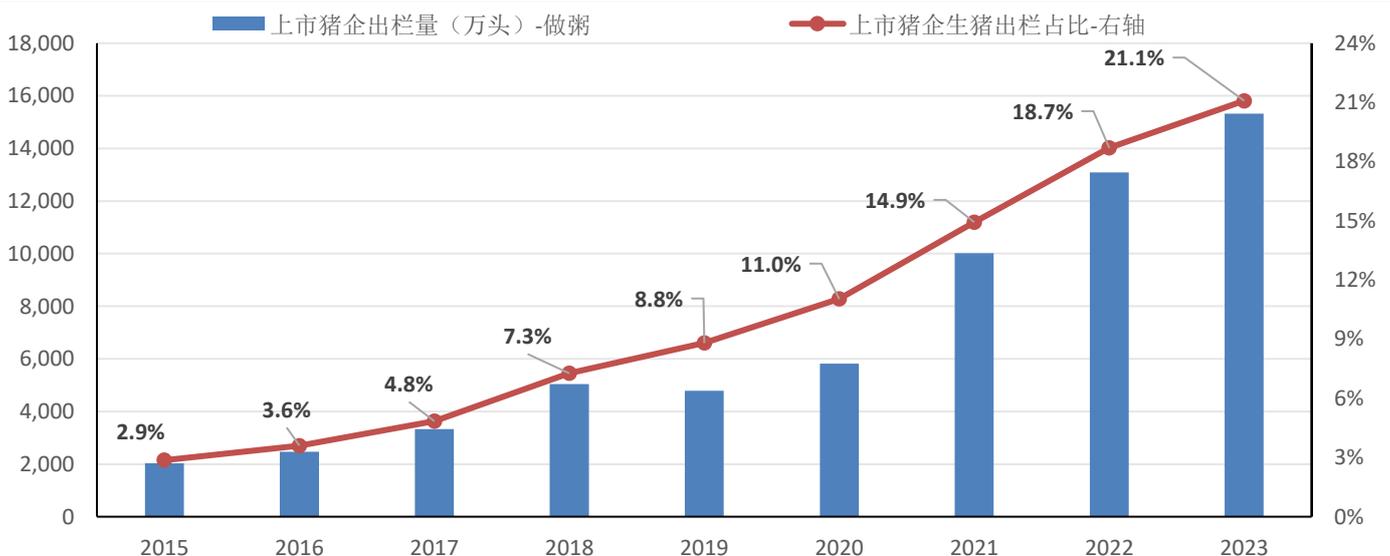


资料来源: 农业农村部, 华安证券研究所

## 1.2 2023 年上市猪企市占率超过 20%

2015-2023 年, 上市猪企出栏量从 2,028 万头大幅攀升至 15,318 万头, 年复合增长率高达 28.8%, 上市猪企出栏量占全国生猪出栏量的比重从 2.9% 大幅提升至 21.1%。尤其是非瘟疫情爆发后, 上市猪企市占率提升明显加速, 从 2018 年 7.3% 迅速攀升至 2023 年 21.1%。

图表 4 主要上市猪企合计出栏量及市占率走势图, 万头、%



资料来源: 农业农村部, 华安证券研究所

### 1.3 中国养猪业整体水平提升空间大

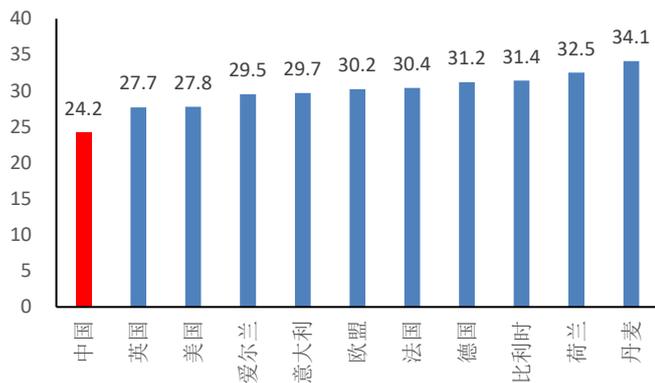
我国养猪业务整体水平提升空间很大，与世界先进水平的差距，主要体现在生产效率和控制成本方面。

对照 PSY 指标，2022 年从高到低依次为，丹麦 34.1 头、荷兰 32.5 头、比利时 31.4 头、德国 31.2 头、法国 30.4 头、欧盟 30.2 头、意大利 29.7 头、爱尔兰 29.5 头、美国 27.8 头、英国 27.7 头，中国行业协会监测的规模养猪场 2022 年 PSY24.2 头，较 2021 年虽提升 2.2 头，但仍低于发达国家水平。

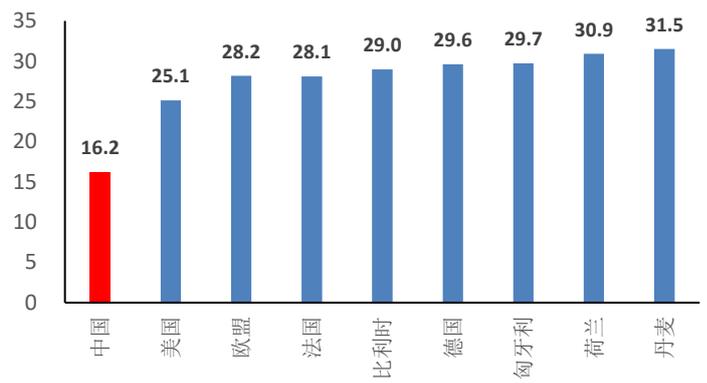
对照 MSY 指标，2022 年从高到低依次为，丹麦 31.53 头、荷兰 30.93 头、匈牙利 29.71 头、德国 29.61 头、比利时 28.96 头、法国 28.11 头、欧盟 28.19 头、美国 25.31 头；2022-2023 年中国平均 MSY 分别为 16.2 头、16.6 头（按照统计局当前出栏除以上一年末能繁母猪存栏量），明显低于发达国家水平。

对照生长育肥期饲料转化率，2022 年从低到高依次为，巴西（圣卡特琳娜州）2.34、丹麦 2.52、荷兰 2.54、芬兰 2.70、法国 2.70、美国 2.79、欧盟 2.79、德国 2.80，而中国即使是生产水平较高的定点监测规模猪场 2022 年的饲料转化率仍超过 3.0。

图表 5 2022 年各国平均 PSY 对照图



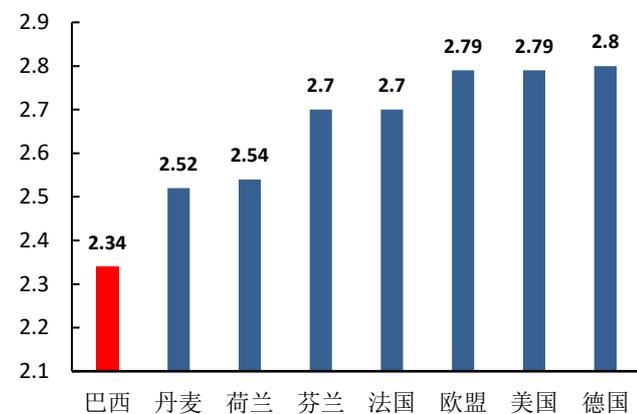
图表 6 2022 年各国平均 MSY 对照图



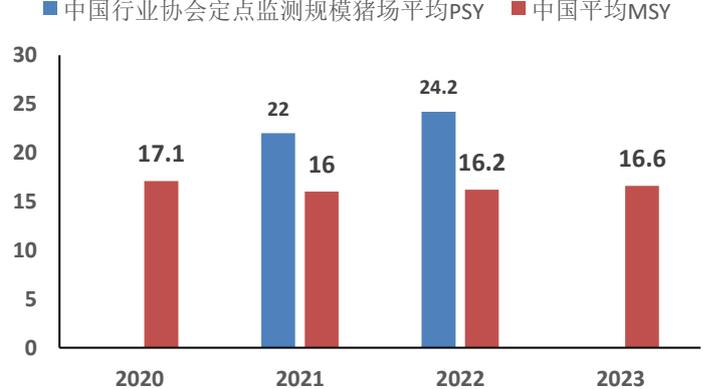
资料来源：《中国猪业发展报告（2023）》，华安证券研究所

资料来源：《中国猪业发展报告（2023）》，华安证券研究所

图表 7 2022 年各国生长育肥饲料转化率



图表 8 中国生产效率对照图，头



资料来源：《中国猪业发展报告（2023）》，华安证券研究所

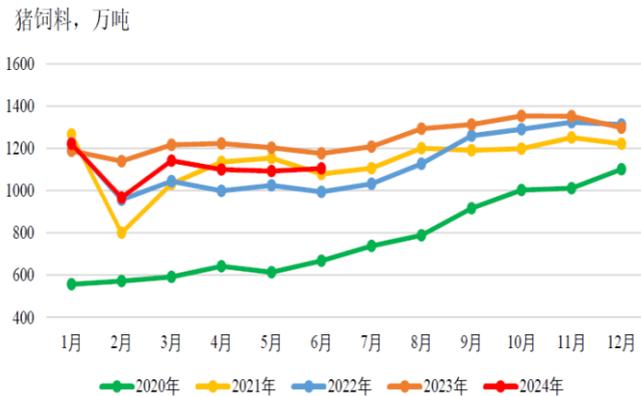
资料来源：《中国猪业发展报告（2023、2021）》，华安证券研究所

## 2 产能去化影响逐步显现，产能恢复明显偏弱

### 2.1 产能去化影响逐步显现，3月以来猪价持续超预期

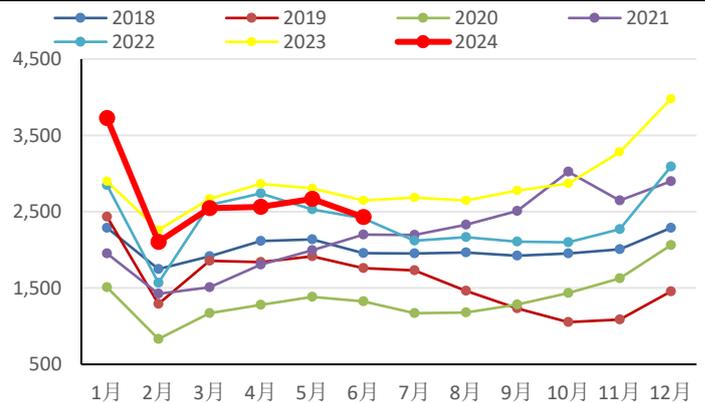
今年3月以来，生猪价格持续超市场预期，产能去化的影响正在不断显现。1H2024，全国猪饲料产量6,630万吨，同比降7.3%。其中，仔猪、母猪、育肥猪饲料产量同比分别降13.5%、9.4%、5.0%；1H2024全国生猪定点屠宰企业屠宰量16,034万头，同比下降0.7%，1-6月同比增长29%、-7%、-5%、-10%、-5%、-8%。2024年8月16日，全国生猪均价已涨至21.1元/公斤。

图表9 全国猪料销量对照图，万吨



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

图表10 生猪定点屠宰企业屠宰量对照图，万头



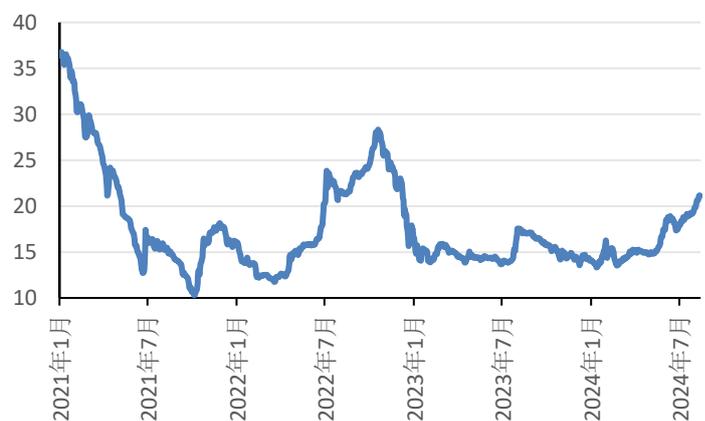
资料来源：wind，华安证券研究所

图表11 全国生猪存栏量及同比变化对照图



资料来源：wind，华安证券研究所

图表12 全国生猪价格走势，元/公斤



资料来源：猪易通，华安证券研究所

### 2.2 本轮周期生猪产能恢复明显偏慢

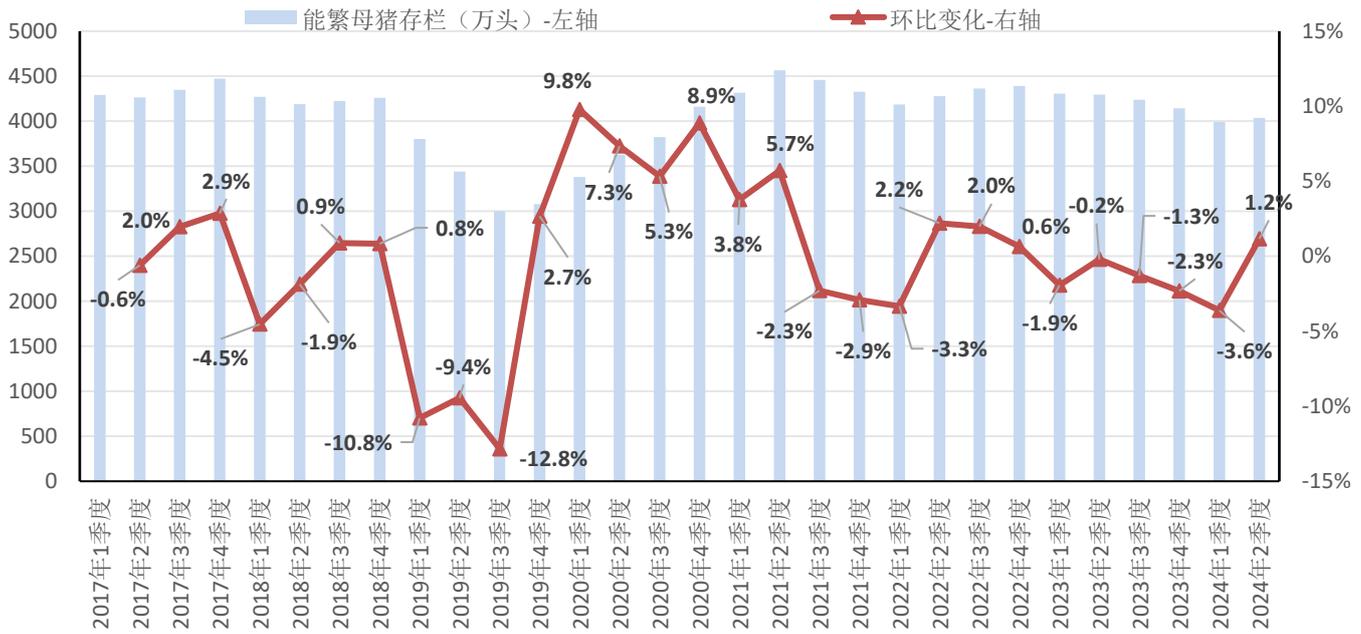
从官方数据看，2024年2季末，能繁母猪存栏量4038万头，环比1季末仅小幅上升1.2%。

从行业数据看，2024年2-7月，涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升0.28%、1.57%、0.96%、0.73%、0.61%、1.79%；2024年3-7月，上海钢联能繁母猪存栏

量环比分别上升 0.22%、0.94%、0.43%、0.37%、1.11%。对照 2022 年产能恢复期, 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升 1.23%、0.71%、1.79%、1.63%、1.39%、1.73%; 5-12 月, 上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升 1.86%、1.99%、1.19%、1.73%、1.27%、2.87%、1.17%、0.64%。2024 年以来, 生猪产能恢复明显弱于 2022 年。

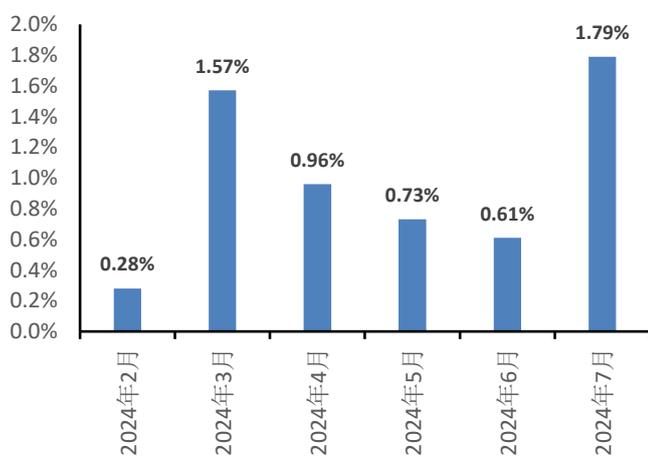
我们曾在《生猪养殖行业系列报告八: 猪价高点值得期待, 产能恢复或明显偏弱》中探讨过, 2024 年生猪产能回升速度偏慢, 与亏损期较长、维持数年的高资产负债率、偏好压栏和二育等多重因素相关, 恢复速度需持续跟踪。

图表 13 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局, 万头、%



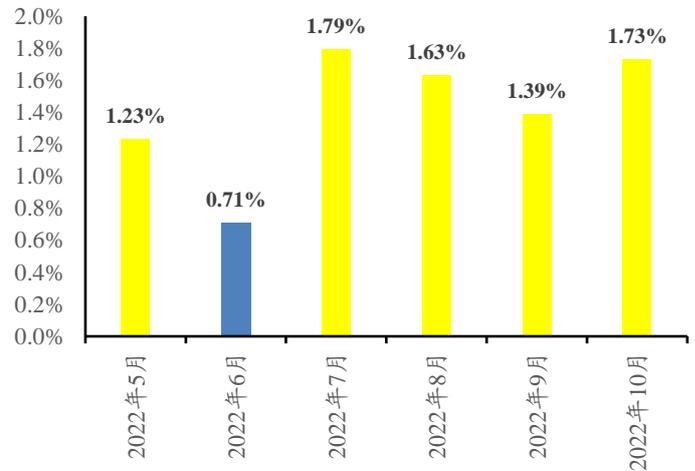
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 2024 年 2-7 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



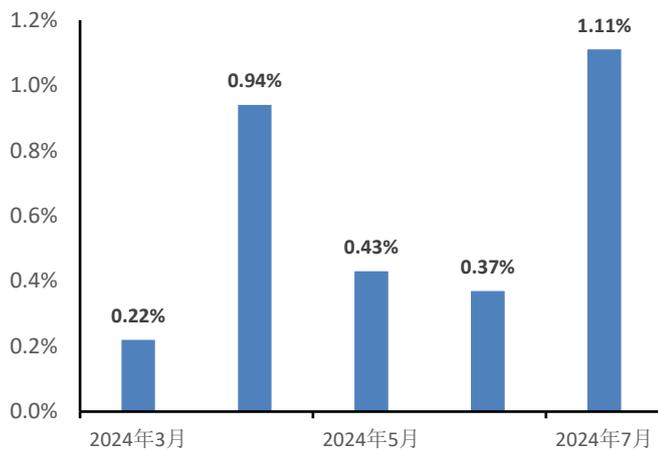
资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 15 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



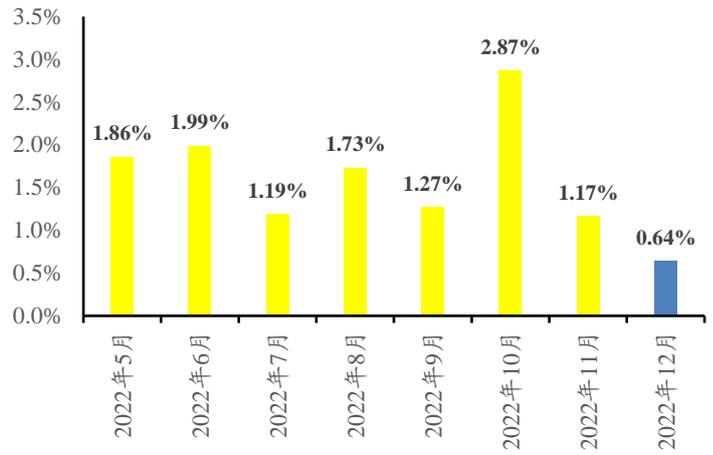
资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 16 2024 年 3-7 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 17 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

## 3 2H24 猪价有望维持高位，二育整体偏理性

### 3.1 2H24 猪价有望维持高位

回顾 2021 年 6 月-2022 年 3 月,统计局公布的能繁母猪存栏量累计下降 8.3%,受产能去化、延迟配种、二育等多重因素影响,猪价于 2022 年 10 月 26 日达到峰值 27.66 元/公斤。本轮周期 2022 年 12 月-2024 年 3 月累计去化 9.1%,2024 年 4 月农业部能繁母猪存栏量环比再降 0.1%,整体去化已超过 2021-2022 年,较 2021 年 6 月能繁母猪存栏量更是下降了 12.5%,2024 年猪价步入上行周期。

今年上半年,全国新生仔猪数量同比下降 7%,对应下半年育肥猪出栏量同比下降 7%左右;二季末全国生猪存栏同比下降 4.6%,对应 7-9 月育肥猪出栏量同比下降,2024 年下半年猪价有望维持高位。

图表 18 统计局能繁母猪存栏量累计变化与猪价最高点(最低点)对照表

阶段	产能变化时间段	统计局-能繁母猪存栏量累计变化	生猪价格最高点/最低点(元/公斤)-周度均价
阶段一	2017.12-2019.9	-32.9%	38.71(2019年10月30日)
阶段二	2019.9-2021.6	52.1%	11.54(2021年10月8日)
阶段三	2021.6-2022.3	-8.3%	27.66(2022年10月26日)
阶段四	2022.3-2022.12	4.9%	14.19(2023年7月12日)
阶段五	2022.12-2024.3	-9.1%	19.43+(2024年8月1日已达到19.43元/公斤,价格仍处于上涨阶段)
阶段六	2024.3-		

资料来源：wind，华安证券研究所

从农业部数据看,2024 年 5 月季能繁母猪存栏量开始环比上升,从统计局数据看,2024 年二季末能繁母猪存栏量环比 1 季末上升 1.2%。由此推算 10-12 月之后,即对应 2025 年 3-5 月生猪价格将步入下行通道,考虑到季节性因素影响,春节后是猪肉传统消费淡季,不排除猪价提前至 2025 年 2 月步入下行周期。

**图表 19 2010-2024 年生猪月度价格对照表，元/公斤**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1月	12.1	13.9	17.7	17.0	14.5	13.5	17.6	18.2	15.3	13.1	35.4	35.8	15.6	16.3	14.5
2月	11.1	14.4	17.1	16.1	13.1	13.2	18.4	17.8	14.1	12.6	37.1	31.7	14.1	15.2	15.2
3月	10.1	14.8	15.8	14.1	12.1	12.9	18.9	16.7	11.9	14.4	36.2	28.2	12.8	15.6	15.0
4月	9.5	15.1	14.8	12.8	11.1	12.9	19.8	16.0	10.9	15.0	33.7	23.9	13.4	14.7	15.3
5月	9.6	15.5	14.3	12.8	12.8	13.9	20.5	14.6	10.6	15.0	29.8	20.0	15.3	14.5	15.6
6月	9.6	17.5	14.1	14.1	13.1	14.6	20.4	13.8	11.3	15.9	31.5	15.6	16.6	14.4	18.1
7月	11.1	19.0	14.0	14.6	13.3	16.6	19.0	13.9	12.0	17.7	36.3	15.9	22.2	14.3	18.7
8月	12.2	19.3	14.3	15.7	14.6	18.1	18.6	14.4	13.4	21.9	37.1	15.3	21.9	17.0	
9月	12.6	19.7	14.9	16.0	14.9	17.9	18.4	14.8	14.1	26.8	36.2	13.4	23.7	16.8	
10月	12.8	18.9	14.9	15.9	14.4	17.1	17.1	14.5	14.1	33.3	31.4	13.1	26.6	15.9	
11月	13.6	17.3	14.8	15.8	14.1	16.4	17.0	14.5	13.9	34.9	29.7	17.3	25.4	15.1	
12月	13.8	17.1	15.8	15.9	13.8	16.7	17.5	15.1	14.0	33.3	33.1	17.6	20.6	14.8	

资料来源：wind，华安证券研究所

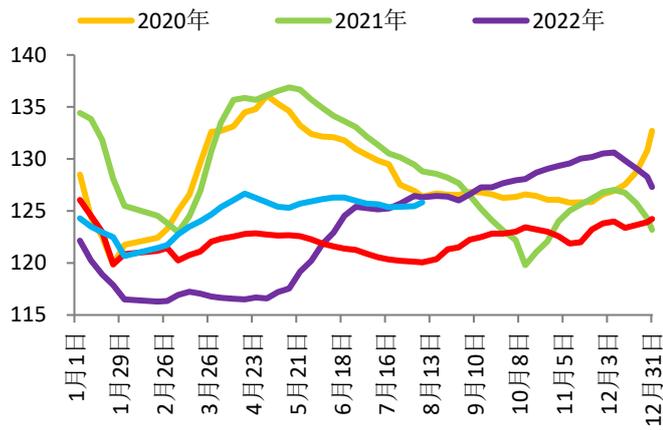
### 3.2 2024 年以来二育整体偏理性

目前，生猪出栏均重处于近年偏高水平，但相对可控。涌益咨询数据(8.9-8.15)，全国出栏生猪均重 126.17 公斤，周环比上升 0.34 公斤，较 2022 年同期低 0.28 公斤，较 2023 年同期高 5.81 公斤；中国农业信息网，7 月全国 16 省生猪宰后均重 91.43 公斤，处于 2021 年以来同期偏高水平。2024 年 7 月，温氏股份生猪出栏均重 121.4 公斤，月环比下降 1.8 公斤，处于 2020 年以来同期偏高水平；7 月大北农的控股、参股公司育肥猪出栏均重分别为 126.36 公斤、123.7 公斤，均处于 2022 年以来偏高水平。

今年以来，二育整体偏理性。首先，涌益咨询数据显示，2024 年 5 月 11 日-5 月 20 日二育出栏占比达到峰值 7.26%，较 2023 年 10 月 11 日-10 月 20 日峰值的 9.61% 仍有差距，2024 年 8 月 1 日-8 月 10 日二育出栏占比仅为 2.32%。其次，2022 年以来，150 公斤以上生猪出栏占比的弹性已显著弱于生猪出栏均重的弹性，我们认为，生猪养殖行业趋势性地增加了出栏均重，在经历了 2021-2022 年行情大起大落后，二育更多转向短、频、快的操作模式。再次，生猪期货价格走势表现得很谨慎，近日生猪现货价格已经突破 21 元/公斤，但 8 月 16 日生猪 2409 合约、2411 合约收盘价分别为 19690 元/吨、18590 元/吨。

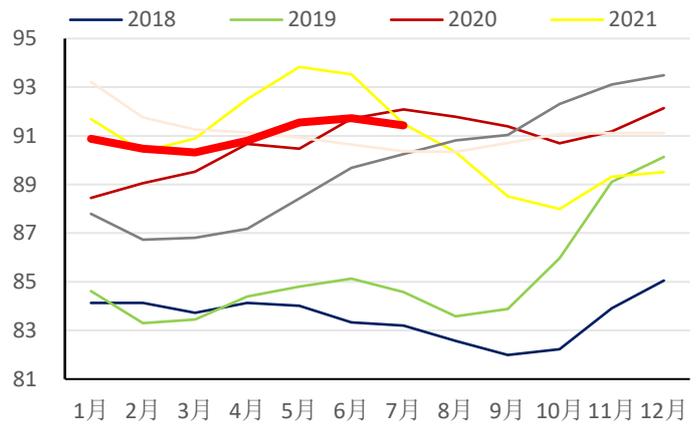
标肥价差的存在会提升压栏或二育的积极性。涌益咨询数据(8.9-8.15)，全国 175 公斤肥猪与标猪价差为 0.28 元/斤，四川市场 175 公斤肥猪与标猪价差为 0.65 元/斤。我们将持续关注生猪均重变化可能对猪价波动带来的影响。

图表 20 2020-2024 年涌益咨询生猪出栏均重, 公斤



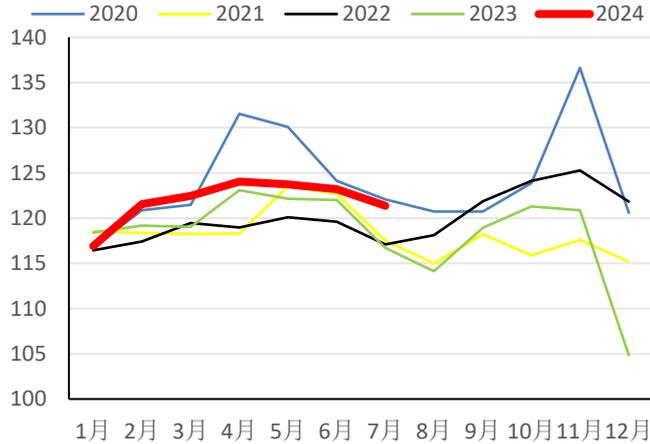
资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 21 2020-2024 年 16 省份生猪宰后均重图, 公斤



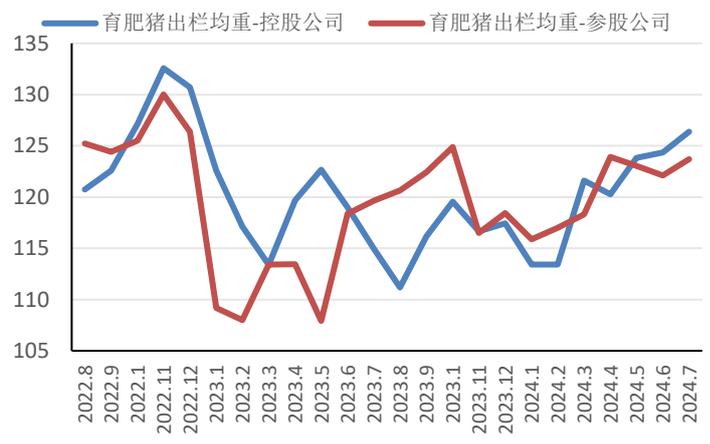
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 温氏股份生猪出栏均重, 公斤



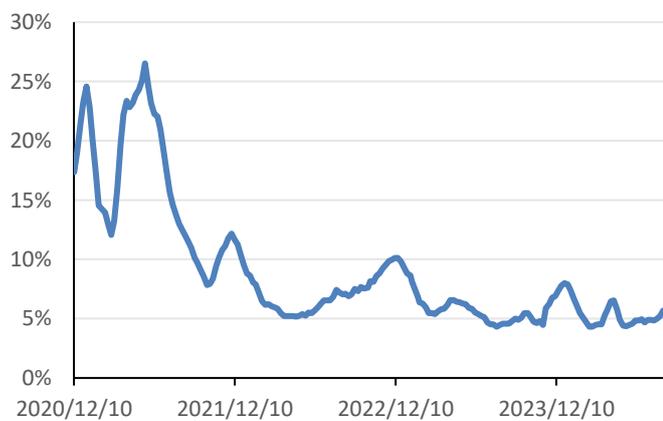
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 23 大北农育肥猪出栏均重, 公斤



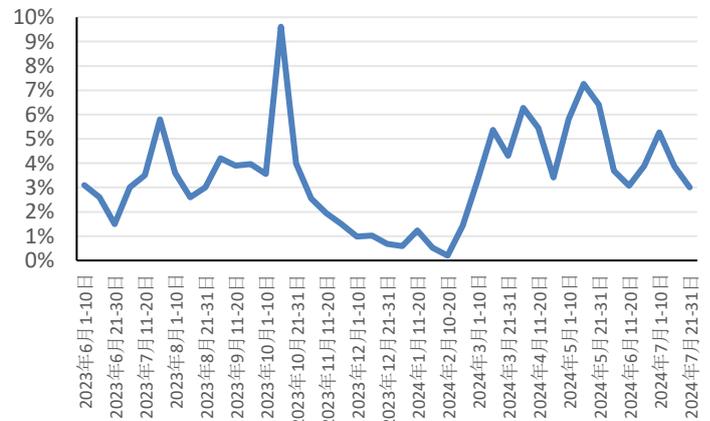
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 24 生猪出栏均重 150 公斤以上出栏占比



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 25 二育出栏占比



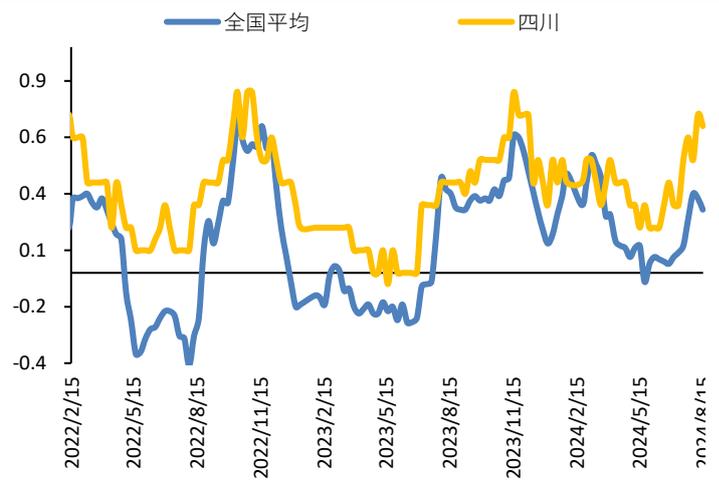
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 26 出栏均重与 150 公斤以上出栏占比对照图



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 27 175 公斤肥猪与标猪出栏价差，元/斤



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

## 4 上市猪企整体出栏微增，养殖成本处下降通道

### 4.1 2024 年 1-7 月上市猪企出栏同比增长 2.2%

2024 年 1-7 月，18 家上市猪企合计出栏 8725.2 万头，同比增长 2.2%，上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 3855、温氏股份 1670、新希望 995、天邦食品 355、大北农 331、唐人神 217、中粮家佳康 190、正邦 182、天康生物 162、华统股份 154、傲农生物 151、神农集团 129、京基智农 121、金新农 69、立华股份 56、罗牛山 44、东瑞股份 42、正虹科技 4.1；出栏量同比增速从高到低依次为，神农集团 70%、立华股份 25%、京基智农 20%、温氏股份 20%、华统股份 15%、金新农 12%、唐人神 10%、牧原股份 7%、天康生物 4%、大北农 3%、东瑞股份 2%、天邦食品-1%、罗牛山-2%、新希望-4%、中粮家佳康-34%、正邦-45%、傲农生物-55%、正虹科技-68%。

2024 年 7 月，18 家上市猪企合计出栏 1282 万头，同比上涨 0.9%，环比上升 10.6%。出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 615.8、温氏股份 232.3、新希望 126.2、天邦食品 52.94、大北农 46.6、中粮家佳康 31.3、唐人神 28.5、正邦 23.0、天康生物 22.1、华统股份 20.2、神农集团 19.9、京基智农 16.2、傲农生物 12.6、立华股份 12.4、金新农 9.3、东瑞股份 6.6、罗牛山 5.6、正虹科技 0.4；出栏量同比增速从高到低依次为，立华股份 52%、东瑞股份 50.8%、神农集团 47%、金新农 31.7%、温氏股份 9.0%、牧原股份 8.0%、华统股份 6.2%、天邦食品 3.6%、京基智农 1%、大北农 0.7%、新希望-8.6%、唐人神-10.6%、罗牛山-12%、天康生物-13%、中粮家佳康-28.5%、正邦-29.3%、傲农生物-72%、正虹科技-76.2%。

图表 28 主要上市猪企 2024 年月度出栏量列表，万头、%

单月销量 (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	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
2023.1	884	159	38	57	16	5	129	23	42	49	39	5	3	16	4	9	13	7
2023.2		194	40	67	20	14	173	29	50	49	47	7	2	18	6	14	13	9
2023.3	500	207	54	49	21	9	169	27	47	45	41	8	2	19	7	12	14	8
2023.4	534	211	46	57	25	8	157	27	43	50	38	6	3	20	7	10	13	4
2023.5	576	209	66	42	26	11	144	30	50	45	37	5	2	20	7	11	15	3
2023.6	531	199	62	28	24	8	126	31	61	39	42	4	1	22	6	11	15	6
2023.7	570	213	51	33	26	7	138	32	45	43	44	4	2	19	6	14	16	8
2023.8	567	214	53	49	26	10	131	28	46	45	37	5	2	16	6	14	18	6
2023.9	537	226	49	33	24	6	137	38	61	50	39	5	2	17	6	16	17	8
2023.10	488	240	79	48	23	8	147	38	46	47	38	4	2	18	7	12	16	9
2023.11	530	257	89	40	25	9	168	34	43	69	42	4	1	21	8	16	15	8
2023.12	663	297	84	46	28	10	147	36	53	72	75	3	1	23	7	13	18	10
2024.1	1,0	264	70	43	23	13	172	33	75	64	35	6	0	24	8	20	17	8
2024.2	54	192	40	22	16	8	131	27		33	20	5	0	18	4	13	14	4
2024.3	547	262	41	27	26	12	153	35	21	49	26	6	0	24	7	17	15	8
2024.4	545	248	46	18	24	11	148	32	16	52	24	5	1	20	7	17	19	7
2024.5	586	238	56	25	25	10	137	33	14	52	27	7	1	27	6	19	23	9
2024.6	507	233	50	24	26	7	129	29	12	36	26	6	1	21	5	24	17	8
2024.7	616	232	53	23	22	9	126	29	13	47	31	7	0	20	6	20	16	12
单月销量 yoy, %																		
	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	京基	立华
2023.1	13	5	0	-41	25	-29	0	78	10	19	-2	14	72	644	-9	11		47
2023.2		81	40	35	148	105	77	134	64	75	31	146	126	215	133	169		216
2023.3	-16	43	61	-50	25	-55	19	104	29	21	3	68	24	130	102	35		379
2023.4	-15	48	20	-38	55	-6	40	62	11	44	4	44	34	118	42	37		43
2023.5	-2	58	72	-44	36	-7	38	96	18	62	-14	40	7	72	90	30		-21
2023.6	1	62	99	-63	15	-40	29	91	25	37	38	13	-30	89	48	74		54
2023.7	24	61	56	-63	54	-28	47	75	4	60	77	4	39	102	41	133	76	150
2023.8	16	43	68	-20	25	7	39	60	-5	32	42	35	98	27	63	77	67	5
2023.9	20	43	32	-51	17	-35	18	83	31	21	57	6	7	33	28	169	-8	30
2023.10	2	45	105	-25	60	-42	1	84	-9	25	14	-20	179	54	69	57	46	80
2023.11	2	31	93	37	39	-28	-1	42	-5	40	25	-22	-21	77	89	66	36	2
2023.12	10	58	75	-6	41	154	-6	24	13	30	84	-28	-38	80	33	13	20	8
2024.1	19	66	83	-24	46	166	34	41	-18	28	-11	9	-86	46	89	112	28	15
2024.2		-1	0	-67	-22	-44	-24	-5		-33	-56	-38	-78	0	-30	-7	2	-58
2024.3	9	26	-25	-44	23	37	-10	30	-55	8	-37	-24	-80	26	7	42	5	-6
2024.4	2	18	0	-68	-2	32	-6	18	-64	4	-36	-17	-81	0	-6	70	43	84
2024.5	2	14	-16	-41	-1	-12	-5	11	-71	15	-29	29	-39	39	-13	77	53	225

2024.6	-5	17	-20	-14	8	-17	2	-6	-81	-9	-38	70	-33	-7	-15	112	13	26
2024.7	8	9	4	-29	-13	32	-9	-11	-72	1	-29	51	-76	6	-12	47	1	52
销量环比, %																		
	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	京基	立华
2023.1		-15	-21	16	-20	28	-18	-19	-19	-11	-4	11	111	26	-23	-20	-9	-25
2023.2		22	5	19	25	176	34	23		-1	19	39	-39	14	37	53	-1	24
2023.3		7	35	-28	6	-36	-2	-7	-7	-8	-13	12	11	2	23	-14	8	-2
2023.4	7	2	-16	17	16	-10	-7	1	-8	10	-6	-22	54	7	4	-16	-7	-54
2023.5	8	-1	45	-26	4	36	-8	10	17	-9	-2	-16	-23	-3	2	6	11	-25
2023.6	-8	-5	-7	-34	-7	-27	-13	6	22	-13	13	-31	-46	13	-14	5	-1	115
2023.7	7	7	-17	18	7	-11	9	2	-27	10	4	17	54	-14	0	21	9	32
2023.8	0	1	4	51	0	47	-5	-14	2	4	-15	9	-6	-14	-2	5	10	-25
2023.9	-5	6	-9	-32	-8	-44	4	37	33	10	5	-2	30	5	-8	15	-2	26
2023.10	-9	6	62	44	-2	31	7	2	-25	-5	-2	-8	-21	6	14	-29	-6	22
2023.11	9	7	13	-16	6	22	14	-12	-7	47	10	0	-37	12	21	39	-7	-16
2023.12	25	15	-5	13	14	6	-12	6	24	4	79	-20	-28	11	-10	-20	17	24
2024.1	19	-11	-17	-6	-17	34	17	-9	-22	-12	-54	68	-52	2	8	51	-3	-19
2024.2		-27	-43	-49	-33	-42	-24	-17		-49	-42	-21	-3	-22	-49	-33	-21	-55
2024.3	0	36	2	23	66	57	17	28	0	50	26	37	-3	28	86	30	11	121
2024.4	0	-5	11	-33	-7	-13	-3	-9	-27	6	-5	-14	51	-15	-8	0	26	-11
2024.5	8	-4	22	36	6	-10	-7	4	-8	0	9	29	145	35	-5	10	19	34
2024.6	-14	-2	-11	-4	2	-31	-6	-10	-17	-31	-1	-9	-41	-24	-16	26	-27	-17
2024.7	22	0	7	-3	-15	42	-2	-3	6	30	19	4	-45	-2	4	-16	-2	59

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 29 主要上市猪企 2024 年累计出栏量列表, 万头、%

累计销量 (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	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
2023.1	884	159	38	57	16	5	129	23	42	49	39	5	2.6	16	4	9	13	7
2023.1-2		352	79	124	36	19	302	52	92	98	86	13	4.2	35	10	23	27	15
2023.1-3	1,385	560	133	173	57	28	472	78	139	144	127	21	6.0	53	17	35	41	24
2023.1-4	1,919	770	178	229	81	36	629	105	181	193	165	27	8.8	74	24	45	55	28
2023.1-5	2,495	980	245	271	107	47	773	135	231	239	203	33	10.9	93	31	56	70	30
2023.1-6	3,027	1,179	306	299	131	54	899	166	292	278	245	37	12.1	115	38	67	84	37
2023.1-7	3,596	1,392	357	331	157	62	1,037	198	337	321	289	41	12.9	134	44	81	100	45
2023.1-8	4,164	1,606	411	380	182	72	1,169	225	383	366	326	46	15.5	151	50	95	118	51
2023.1-9	4,701	1,833	459	414	206	78	1,306	263	444	416	364	50	17.6	168	56	111	135	58
2023.1-10	5,189	2,072	539	462	229	85	1,453	302	490	463	403	55	19.3	187	63	123	152	68
2023.1-11	5,718	2,330	628	502	254	95	1,621	335	533	533	445	59	20.3	207	71	139	167	76

2023.1-12	6,382	2,626	712	548	282	105	1,768	371	586	605	520	62	21.1	230	78	152	185	86
2024.1	1,054	264	70	43	23	13	192	33	75	64	35	6	0	24	8	20	17	8
2024.1-2		456	110	65	39	21	323	60		96	55	10	1	42	12	33	31	11
2024.1-3	1,601	718	151	92	65	33	456	95	96	145	81	17	1.1	66	19	50	46	19
2024.1-4	2,146	966	197	110	89	44	604	126	112	197	106	22	1.6	86	26	67	65	26
2024.1-5	2,732	1,204	252	135	114	53	740	159	126	249	132	29	2.9	113	32	86	88	36
2024.1-6	3,239	1,437	302	159	140	60	869	188	138	285	158	35	3.7	134	38	109	105	43
2024.1-7	3,855	1,670	355	182	162	69	995	217	151	331	190	42	4.1	154	44	129	121	56
累计销量 yoy, %																		
	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
2023.1	13	5	0	-41	25	-29	0	78	10	19	-2	14	72.2	644	9	23		47
2023.1-2		37	18	-15	73	37	33	105	34	41	13	66	89.4	331	41	99		109
2023.1-3	0	39	32	-29	51	-17	28	105	32	34	9	67	63.6	229	61	88		160
2023.1-4	-5	41	29	-31	52	-15	30	92	27	36	8	61	53.2	189	55	79		134
2023.1-5	-4	45	38	-34	48	-13	32	93	25	41	3	57	41.5	153	62	63		97
2023.1-6	-3	47	47	-38	41	-19	31	92	25	40	8	51	29.1	137	60	59	66	88
2023.1-7	0	49	49	-42	43	-20	33	89	22	43	15	44	21.7	131	57	57	67	97
2023.1-8	2	48	51	-40	40	-17	34	85	18	41	17	43	35.1	112	57	52	67	78
2023.1-9	4	48	49	-41	37	-19	32	85	19	38	20	38	31.0	100	54	54	51	70
2023.1-10	4	47	55	-40	39	-22	28	85	16	37	20	31	37.4	94	55	41	51	71
2023.1-11	4	45	59	-37	39	-22	24	79	14	37	20	25	32.2	92	58	33	49	60
2023.1-12	4	47	61	-35	39	-17	21	72	13	37	28	20	27.0	91	56	26	46	52
2024.1	19	66	83	-24	46	166	49	41	-18	28	-11	9	-86	46	89	98	28	15
2024.1-2		29	40	-47	8	12	7	16		-2	-36	-19	-83	21	20	29	15	-26
2024.1-3	16	28	14	-47	14	20	-3	21	-30	1	-36	-21	-82	23	15	29	12	-19
2024.1-4	12	25	10	-52	9	23	-4	20	-38	2	-36	-20	-82	17	8	40	19	-4
2024.1-5	9	23	3	-50	7	15	-4	18	-45	4	-35	-12	-73	21	3	50	26	17
2024.1-6	7	22	-1	-47	7	10	-3	13	-53	2	-35	-3	-69	16	0	68	24	19
2024.1-7	7	20	-1	-45	4	12	-4	10	-55	3	-34	2	-68	15	-2	70	20	25

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4.2 上市猪企养殖成本处于下行通道

主要上市猪企生猪养殖成本处于下行通道。2024年1月以来，神农集团、牧原股份、温氏股份的完全成本始终处于第一梯队。

图表 30 主要上市猪企 2024 生猪成本对照表，元/公斤

	成本类型	2024Q2	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024Q1
神农集团	育肥猪完全成本		13.7		14.2		14.5+
牧原	生猪养殖完全成本		14	14.3	14.8	15.1	1-2月 15.8
温氏	肉猪养殖综合成本			14.2	14.4	14.8	15.2

天康	生猪养殖完全成本	15.15		14.88		15.33	15.99
新希望	运营场线出栏肥猪成本		14.7		14.7	15.3	1月15.8、2月16左右
大北农	养殖成本		较5月略上升	14.7			约15.1
家佳康	育肥猪完全成本		16+			16+	
东瑞	运营场线完全成本			16.8	17.4	16.7	17.2
华统	育肥猪完全成本		16-				16+
巨星	育肥猪完全成本		12.88（养殖成本）、14-（完全成本）	13.7（养殖成本）			16.1（含德昌）、15.46（不含德昌）
金新农	商品猪销售成本						15.68
京基智农	育肥猪完全成本	14.4		14.1	14.6	15.36	15.5
立华	育肥猪完全成本	14.8				16-	17.6

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 4.3 估值及投资建议

一、二线龙头猪企估值多数处历史低位。从头均市值角度看，根据2024年预测生猪出栏量，温氏头均市值3027元、牧原3354元、巨星农牧3125元、华统2406元、新希望2867元、天康生物1538元、唐人神1667元。从猪价高点年化PE角度看，按照猪价高点21元/公斤估算，温氏5.0倍、牧原4.3倍、巨星农牧4.4倍、华统4.4倍、新希望4.8倍、天康生物3.9倍、唐人神2.9倍。

我们继续推荐生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份、神农集团、巨星农牧。

图表 31 主要上市猪企头均市值对照表

		牧原	温氏	天康	新希望	大北农	家佳康	东瑞	华统	巨星	新五丰	唐人神	神农
出栏量 (万头)	2022	6,120	1,791	203	1,461	443	407	52	121	150	179	216	93
	2023	6,382	2,626	282	1,768	605	520	62	230	267	312	371	152
	2024e	7,000	3,300	325	1,500	600	425	80	320	320	400	450	250
头均市值 (2024年出栏量)		3,354	3,027	1,538	2,867	1,633	1,554	5,125	2,406	3,125	1,900	1,667	6,200
总市值(亿元)		2,348	1,299	90	430	173	66	41	77	100	76	75	155

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2024年8月16日）

图表 32 猪价高点年化 PE 敏感性分析

	2024 出栏量 预测 (万头)	完全成本假 设 (元/公斤)	生猪价格高点 (元/公斤)-对应业绩 (亿 元)							市值 (亿 元)	生猪价格高点 (元/公斤)-PE						
			19	20	21	22	23	24	25		19	20	21	22	23	24	25
牧原	7,000	14.5	378	462	546	630	714	798	882	2,370	6.3	5.1	4.3	3.8	3.3	3.0	2.7
温氏	3,300	14.4	182	222	261	301	341	380	420	1,319	7.2	5.9	5.0	4.4	3.9	3.5	3.1
天康	325	15.0	16	20	23	27	31	35	39	91	5.8	4.7	3.9	3.3	2.9	2.6	2.3
新希望	1,500	16.0	54	72	90	108	126	144	162	435	8.1	6.0	4.8	4.0	3.5	3.0	2.7
大北农	600	15.1	28	35	42	50	57	64	71	168	6.0	4.8	4.0	3.4	3.0	2.6	2.4
家佳康	425	16.0	15	20	26	31	36	41	46	72	4.7	3.5	2.8	2.4	2.0	1.8	1.6
东瑞	80	17.5	1	4	5	6	7	8	9	42	29.2	10.9	8.8	7.3	6.3	5.5	4.9
华统	320	16.0	12	15	19	23	27	31	35	85	7.4	5.5	4.4	3.7	3.2	2.8	2.5
巨星	320	14.5	17	21	25	29	33	36	40	110	6.4	5.2	4.4	3.8	3.4	3.0	2.7
新五丰	400	16.0	14	19	24	29	34	38	43	79	5.5	4.1	3.3	2.7	2.4	2.1	1.8
唐人神	450	16.0	16	22	27	32	38	43	49	77	4.8	3.6	2.9	2.4	2.0	1.8	1.6
金新农	110	15.7	4	6	7	8	10	11	12	31	7.1	5.4	4.4	3.7	3.2	2.8	2.5
京基智农	250	14.5	14	17	20	23	26	29	32	79	5.9	4.8	4.1	3.5	3.1	2.8	2.5
神农集团	230	14.3	13	16	18	21	24	27	30	174	13.4	11.1	9.4	8.2	7.2	6.5	5.9

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2024年8月16日）

## 风险提示：

疫情；猪价维持高位时间低于预期。

## 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, 2023 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第五名。

## 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达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%;  
卖出一未来 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。