

## 农林牧渔

## 农业行业深度报告

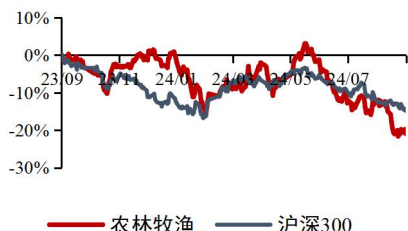
## 同步大市-A(维持)

## 猪周期比较研究和当前投资策略

2024年9月5日

行业研究/行业深度分析

## 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
300498.SZ 温氏股份	买入-B
605296.SH 神农集团	增持-B
603477.SH 巨星农牧	增持-B
002567.SZ 唐人神	增持-B
000876.SZ 新希望	增持-B
001201.SZ 东瑞股份	增持-B

## 相关报告：

【山证农林牧渔】生猪养殖板块的阶段性调整或进入尾声-【山证农业】农业行业周报(2024.08.26-2024.09.01) 2024.9.3

【山证农林牧渔】生猪养殖板块的阶段性调整或进入尾声-【山证农业】农业行业周报(2024.08.19-2024.08.25) 2024.8.27

## 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：

➢ 通过比较研究发现，在2006-2019年的3轮周期里，生猪养殖上市公司在完整周期里的累计归属净利润要么均为正值，要么大部分为正值，且周期下行底部末端的资产负债率极少高于70%。反观2019年以来这轮周期，大部分生猪养殖上市企业在本轮周期的累计归属净利润为负值，3家上市企业先后经历债务逾期和重整，且大部分生猪养殖上市公司的资产负债率在60%以上，其中负债率在70%以上有6家，负债率在80%以上有2家。从而可以看出，2019年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是2006年以来压力最大的，行业亟需通过一轮盈利周期来修复资产负债表，而不是继续加杠杆和扩张。与此同时，2006年以来各轮盈利周期猪价上涨的同时，较多时候还承受着成本上涨压力。2024年以来的这轮猪价上涨，同时少有地伴随着上游原料价格的明显下行，从而有助于生猪养殖行业进一步扩大盈利空间。

➢ 我们发现，2022年以来仔猪价格走势明显强于母猪价格，这跟2018年“非瘟”前的情况有明显区别。我们认为主要原因在于：“非瘟”以来，部分养殖群体担心母猪繁育周期过长和疫情反复，退出母猪繁育环节，而选择进入周转时间更短的购买仔猪育肥环节，从而使得过往周期传统的母猪补栏需求部分转移到仔猪需求上来，仔猪需求也相对更加旺盛。这种产业行为对行业造成的影响是：在行业底部震荡阶段，由于仔猪需求比往常周期更大，从而仔猪价格和盈利也比往常周期好，底部阶段淘汰母猪动力也比往常周期弱；同理，在猪价上行阶段，由于部分母猪补栏需求转移到仔猪需求上来，母猪的补栏需求比往常周期要弱，仔猪价格好于母猪价格。

➢ 市场情绪的钟摆从2022年的过度乐观到2024年当前的过度悲观，在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和养殖股的估值修复。2022年市场过度乐观地预期行业在经历过两个亏损期和疫情影响后迎来周期反转，生猪养殖指数经历了明显的“过山车行情”。进入2024年，在经历4个“亏损底”的持续消耗后，生猪养殖行业资产负债率正处于历史高位，修复资产负债表和降低高负债率尚需要较长时间，2024年产业对能繁母猪补栏的能力和意愿或已大幅减弱。市场近期对于生猪产能大幅回升的预期或过度悲观，生猪养殖板块股价表现与基本面趋势出现明显背离。生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和养殖股的估值修复。我们当前看好生猪养殖股的投资机会，推荐温氏股份、神农集团、唐人神、东瑞股份、巨星农牧、新希望等生猪养殖股。

**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

2006年以来的4轮猪周期.....	4
2006-2010年猪周期复盘.....	9
2010-2015年猪周期复盘.....	13
2015-2019年猪周期复盘.....	18
2019年以来的猪周期复盘.....	22
2006年以来各轮周期的对比总结.....	28
市场情绪的钟摆：从2022年的过度乐观到2024年的过度悲观.....	30
从前几轮周期经验来看，生猪养殖股价拐点平均领先猪价拐点6-9个月.....	30
2022年市场在过度乐观中抢跑周期反转，最后落空.....	31
2024年当前市场又陷入过度悲观，后续或有望迎来修正.....	32
投资建议.....	35
风险提示.....	36

## 图表目录

图1：2006年以来我国各轮猪周期概况.....	4
图2：我国生猪行业自繁自养利润的历史走势（元/头）.....	5
图3：新五丰历史毛利润构成.....	6
图4：罗牛山历史毛利润构成.....	6
图5：雏鹰农牧历史毛利润构成.....	6
图6：正邦科技历史毛利润构成.....	6
图7：天邦股份历史毛利润构成.....	7
图8：牧原股份历史毛利润构成.....	7
图9：温氏股份历史毛利润构成.....	7
图10：新希望历史毛利润构成.....	7
图11：唐人神历史毛利润构成.....	8
图12：金新农历史毛利润构成.....	8
图13：傲农生物历史毛利润构成.....	8
图14：天康生物历史毛利润构成.....	8
图15：2006-2010年国内生猪价格走势（元/公斤）.....	9
图16：2006-2010年国内玉米价格及其历史位置（元/吨）.....	10
图17：2006-2010年国内豆粕价格及其历史位置（元/吨）.....	10
图18：2005-2010年，生猪养殖上市公司年度归属净利润.....	11
图19：2005-2009年，生猪养殖上市公司股价表现.....	11
图20：2006Q2-2010Q1，生猪养殖上市公司累计归属净利润.....	12
图21：2006Q1-2010Q2，生猪养殖上市公司资产负债率变动趋势.....	12
图22：2010-2015年国内生猪价格走势（元/公斤）.....	13
图23：2010-2015年国内玉米价格及其历史水平（元/吨）.....	14
图24：2010-2015年国内豆粕价格及其历史水平（元/吨）.....	14
图25：2010-2015年国内生猪自繁自养盈利趋势（元/头）.....	14
图26：2010-2015年国内能繁母猪存栏量趋势（万头）.....	15

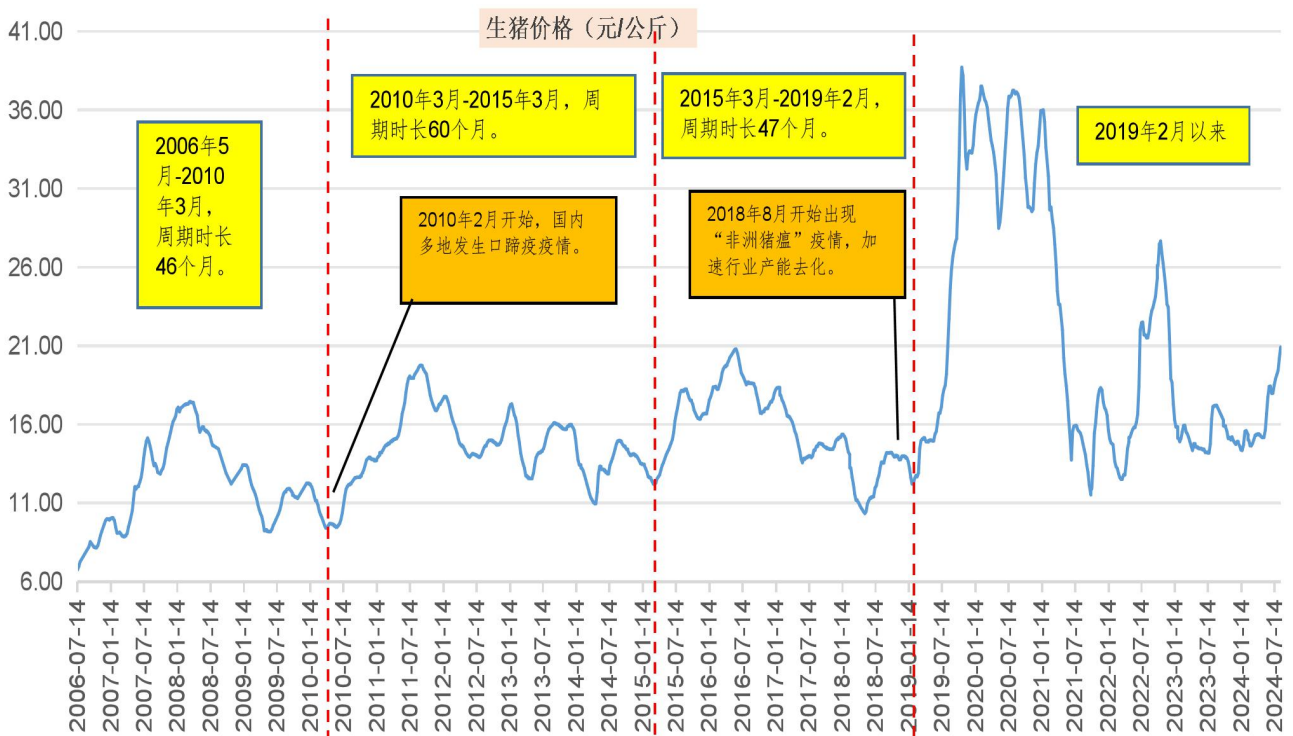


图 27: 2009-2015 年, 生猪养殖上市公司年度归属净利润 (百万元)	16
图 28: 2009-2013 年, 生猪养殖上市公司股价表现	16
图 29: 2010Q1-2015Q1, 生猪养殖上市公司累计归属净利润	17
图 30: 2010Q1-2015Q1, 生猪养殖上市公司资产负债率	17
图 31: 2015-2019 年国内生猪价格走势 (元/公斤)	18
图 32: 2015-2019 年国内玉米价格及其历史水平 (元/吨)	19
图 33: 2015-2019 年国内豆粕价格及其历史水平 (元/吨)	19
图 34: 2015-2019 年国内生猪自繁自养盈利趋势 (元/头)	19
图 35: 2015-2019 年国内能繁母猪存栏量趋势 (万头)	20
图 36: 2014-2019 年, 生猪养殖上市公司年度归属净利润 (百万元)	20
图 37: 2013-2018 年, 生猪养殖上市公司股价表现	21
图 38: 2015Q2-2019Q1, 生猪养殖上市公司累计归属净利润	22
图 39: 2015Q2-2019Q1, 生猪养殖上市公司资产负债率	22
图 40: 2019 年至今, 国内生猪价格走势 (元/公斤)	23
图 41: 2019 年以来国内玉米价格及其历史水平 (元/公斤)	24
图 42: 2019 年以来国内豆粕价格及其历史水平 (元/吨)	24
图 43: 2019 年以来, 国内生猪自繁自养盈利趋势 (元/头)	24
图 44: 2019 年以来, 国内能繁母猪存栏量趋势 (万头)	25
图 45: 2017-2021 年国内能繁母猪群体结构占比	25
图 46: 中国和美国 PSY 走势 (单位: 头)	25
图 47: 2019-2023 年, 生猪养殖上市公司年度归属净利润 (百万元)	26
图 48: 2018-2021 年, 生猪养殖上市公司股价表现	26
图 49: 2019Q2-2024Q1, 生猪养殖上市公司累计归属净利润	27
图 50: 2019Q1-2024Q1 生猪养殖上市公司资产负债率	28
图 51: 2006 年以来各轮周期的对比总结	29
图 52: 仔猪和母猪价格走势 (元/公斤)	30
图 53: 2018-2019 生猪养殖指数与猪价走势	31
图 54: 2018-2019 生猪指数与养殖盈利曲线走势	31
图 55: 2013-2016 生猪养殖指数与猪价走势	31
图 56: 2013-2016 生猪指数与养殖盈利曲线走势	31
图 57: 生猪养殖指数在 2022 年经历了“过山车行情”	32
图 58: 2022Q1-2024Q1 国内生猪行业自繁自养单头盈利水平 (元/头)	33
图 59: 生猪养殖上市公司 2022Q1-2024Q1 累计归属净利润	33
图 60: 生猪养殖上市公司 2022Q1 和 2024Q1 资产负债率对比	34
图 61: 能繁母猪补栏的驱动因素	34
图 62: 不同场景中的能繁母猪补栏速度	34
图 63: 我国能繁母猪月度存栏量 (万头)	35

## 2006年以来的4轮猪周期

2006年以来，我国生猪行业经历了4轮猪周期。第一轮周期：2006年5月-2010年3月，周期时长46个月；第二轮周期：2010年3月-2015年3月，周期时长60个月；第三年轮周期：2015年3月-2019年2月，周期时长47个月。前3轮周期的持续时间均在46个月以上。第四轮周期始于2019年2月，是2006年以来持续时间最长的一轮猪周期。

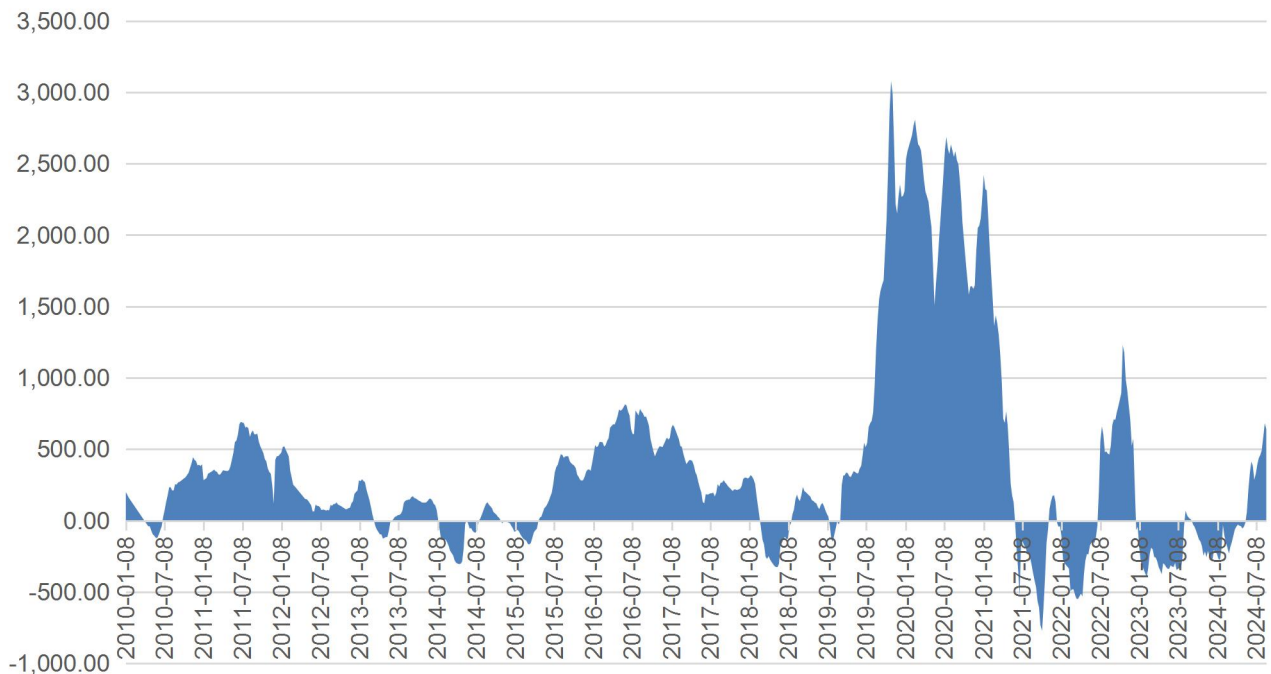
图1：2006年以来我国各轮猪周期概况



资料来源：Wind、农业农村部、山西证券研究所



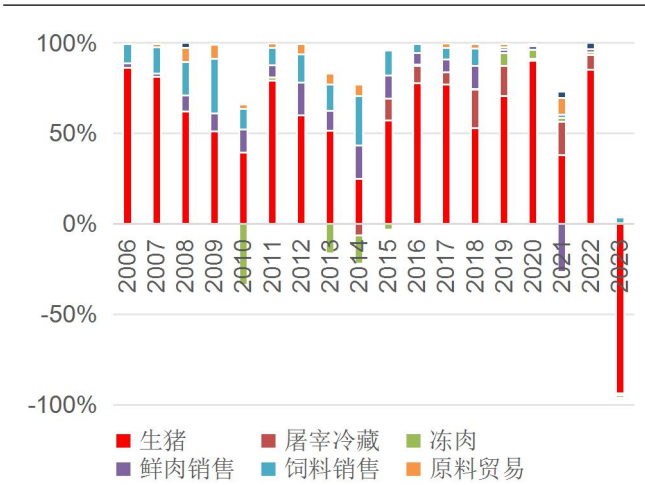
图 2：我国生猪行业自繁自养利润的历史走势（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

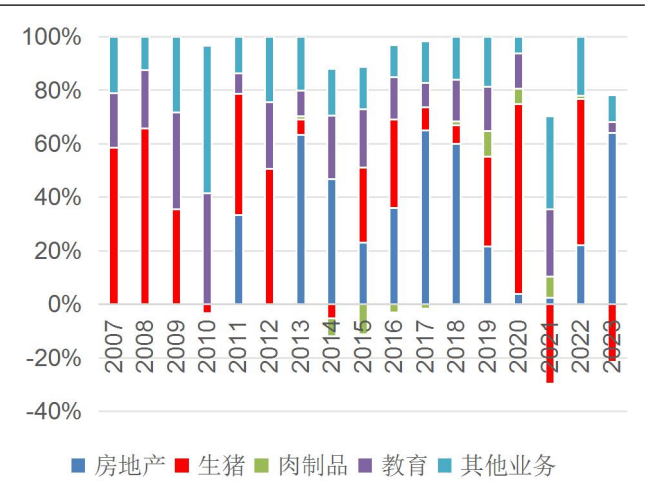
在过去 10 多年里，国内生猪养殖上市公司经历了数量从少到多，业务从多元到专注，板块市值逐渐做大，市场关注度逐渐提升的过程。在 2006-2010 年，国内涉足生猪业务的上市公司较少，而且业务较为多元化，均不是纯生猪养殖公司，当时生猪业务占比较大的公司主要有新五丰和罗牛山。在 2011-2015 年，随着温氏股份和牧原股份上市，以及正邦和天邦生猪养殖业务占比的上升，生猪养殖上市公司数量和质量开始明显上升。2019 年以来，随着众多上市饲料企业往下游拓展生猪养殖业务和“非洲猪瘟”疫情带来的超级行情，以及神农集团、巨星农牧和东瑞股份等企业上市，国内生猪养殖上市公司的队伍得到进一步壮大和发展。

图 3：新五丰历史毛利润构成



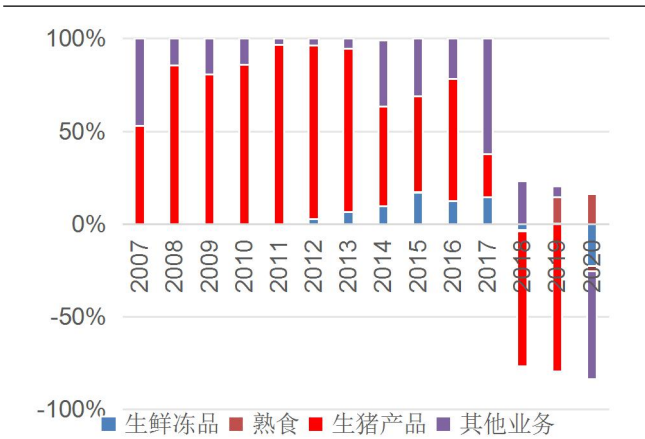
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 4：罗牛山历史毛利润构成



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 5：雏鹰农牧历史毛利润构成



资料来源：Wind、山西证券研究所

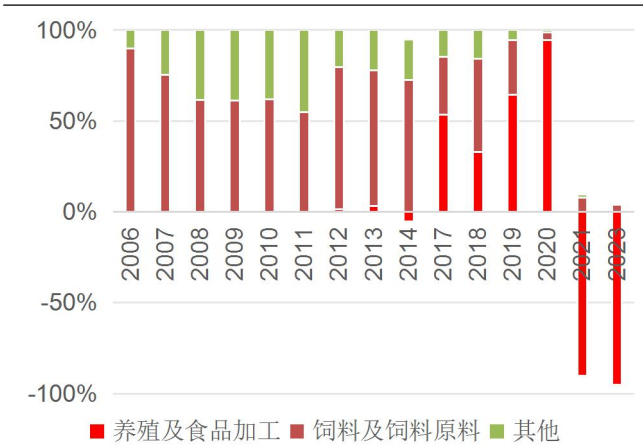
图 6：正邦科技历史毛利润构成



资料来源：Wind、山西证券研究所

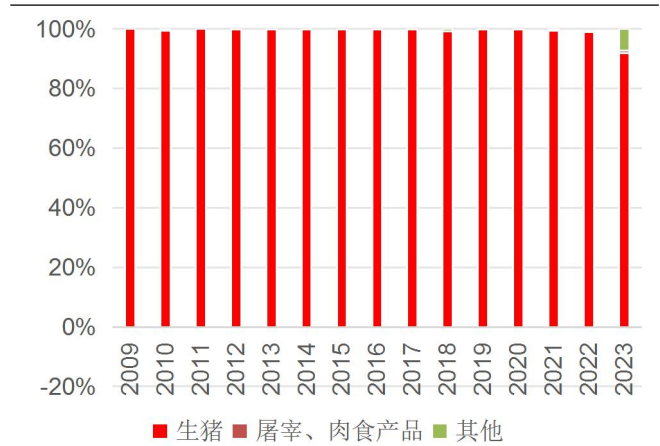


图 7：天邦股份历史毛利润构成



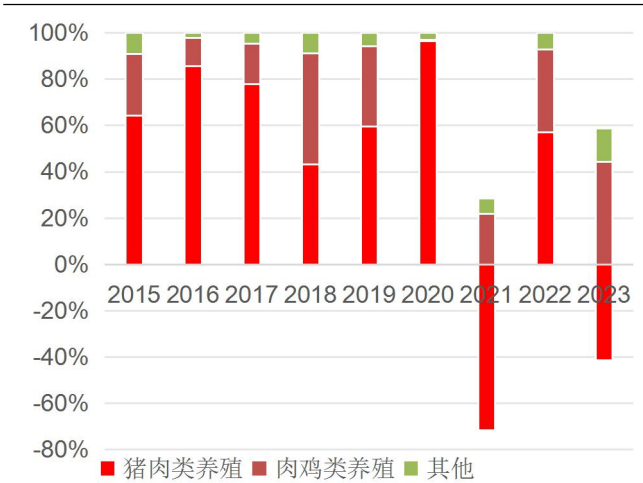
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 8：牧原股份历史毛利润构成



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 9：温氏股份历史毛利润构成



资料来源：Wind、山西证券研究所

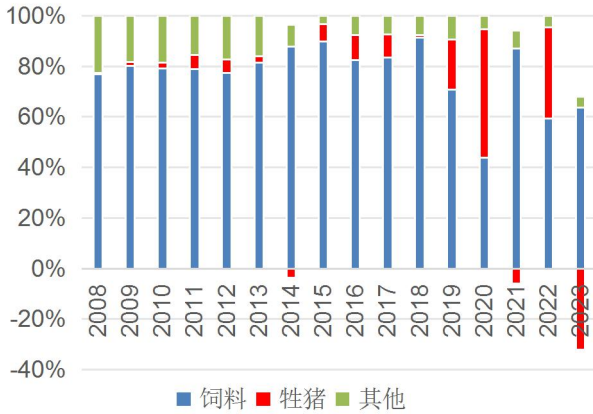
图 10：新希望历史毛利润构成



资料来源：Wind、山西证券研究所

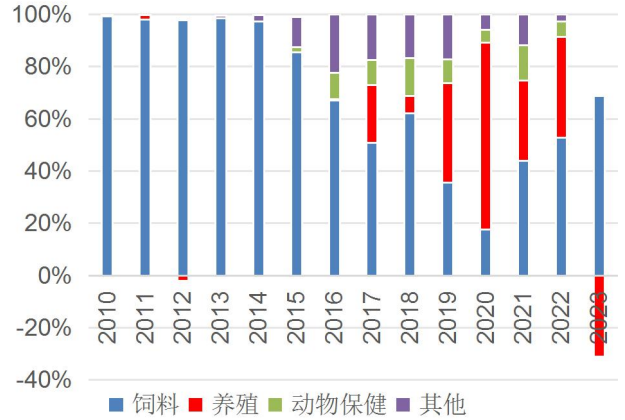


图 11：唐人神历史毛利润构成



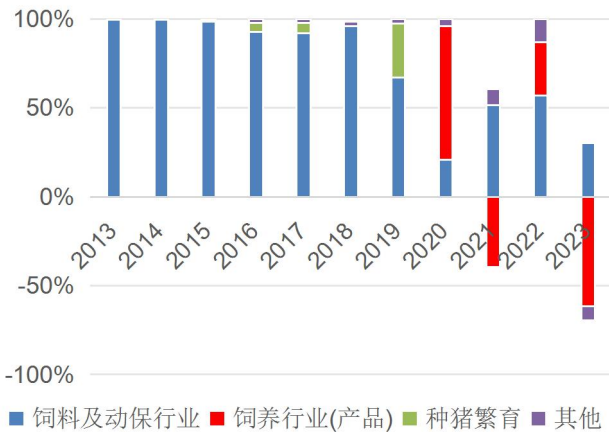
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 12：金新农历史毛利润构成



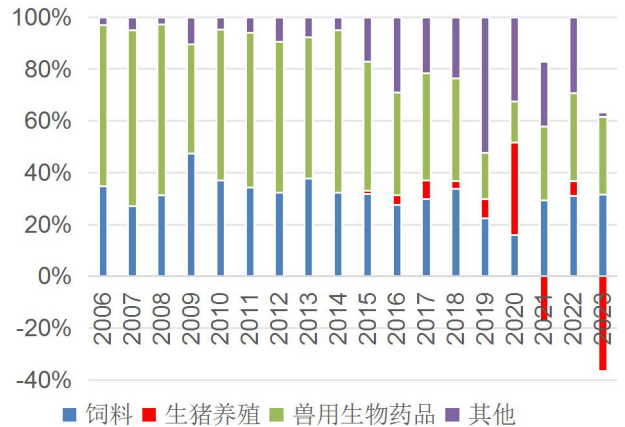
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 13：傲农生物历史毛利润构成



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 14：天康生物历史毛利润构成



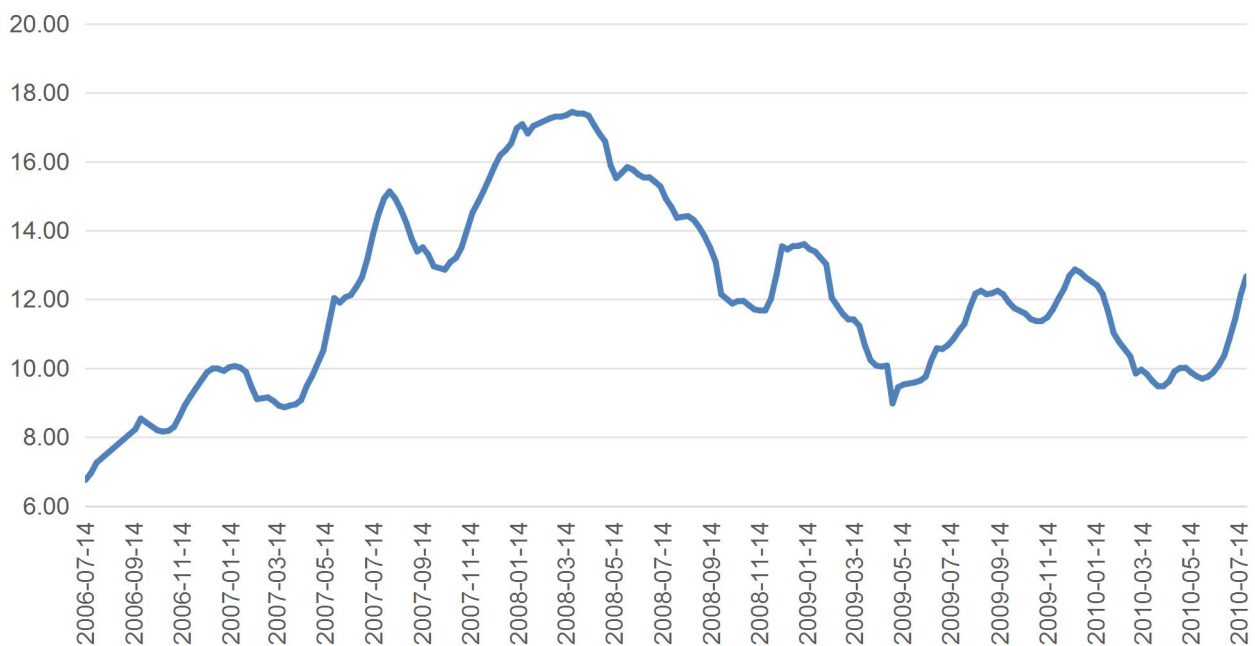
资料来源：Wind、山西证券研究所



## 2006-2010 年猪周期复盘

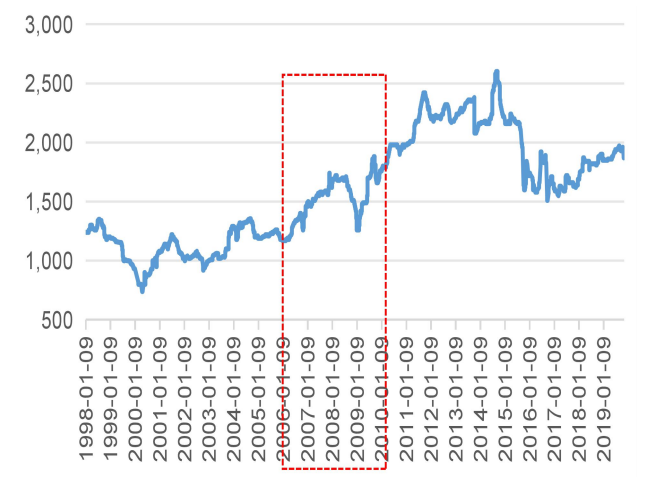
本轮周期从 2006 年 5 月开始，一直持续到 2010 年 3 月，周期时长 46 个月。生猪价格从本轮周期起点 2006 年 5 月的 5.96 元/公斤上涨至周期最高点 2008 年 3 月的 17.45 元/公斤，猪价上行期的持续时间为 22 个月，猪价从周期起点到最高点的涨幅为 193%。在此期间，上游原料成本价格方面，玉米价格总体呈现震荡走高的趋势，同时豆粕价格震荡运行区间也有所抬升。总体而言，在本轮猪价景气周期里，上游玉米豆粕等原料成本价格也处于上行期，生猪养殖企业在享受高猪价的同时，也承受着较大的成本压力。

图 15：2006-2010 年国内生猪价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 16: 2006-2010 年国内玉米价格及其历史位置  
(元/吨)



资料来源: Wind、山西证券研究所

图 17: 2006-2010 年国内豆粕价格及其历史位置  
(元/吨)



资料来源: Wind、山西证券研究所

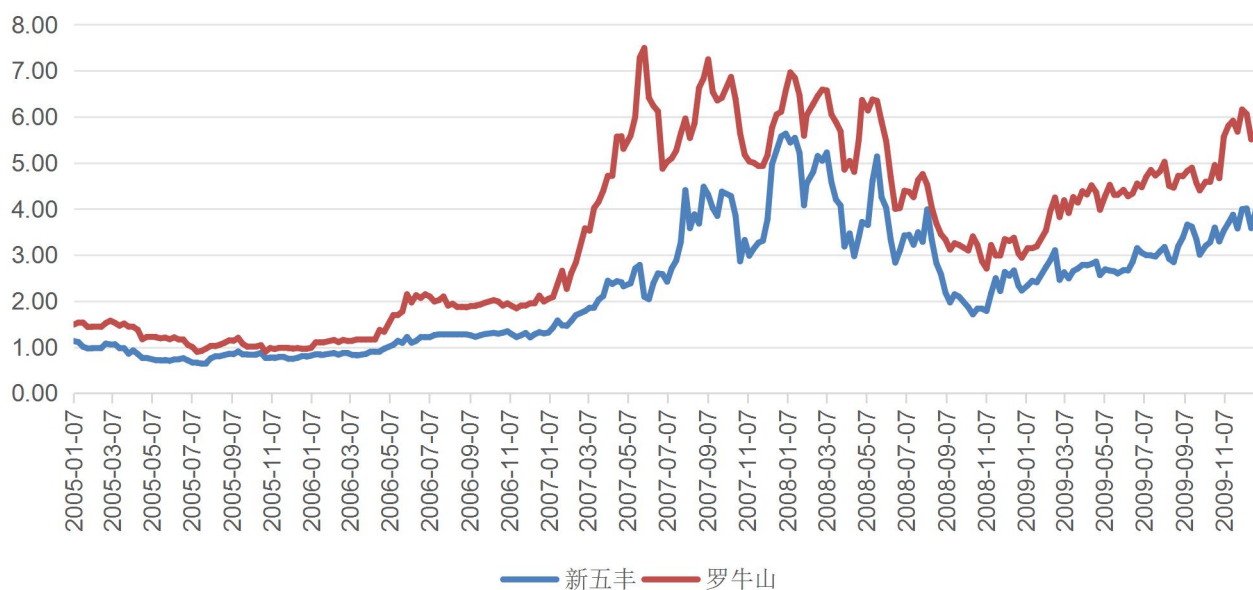
业绩表现方面,在此期间,从事生猪养殖业务的上市公司主要有新五丰和罗牛山两家。其中,新五丰不仅有生猪养殖业务,还有鲜肉销售、饲料销售等业务;罗牛山除了生猪业务,还有教育等非农业务,较为多元。虽然 2007 年和 2008 年猪价整体处于景气阶段,但行业里的养殖企业也同时面临着疫情频发和养殖成本居高不下的经营压力。在此期间,新五丰和罗牛山的业绩并没有与猪价周期呈现较好的正相关度。新五丰的主要原因在于:(1)收购社会猪场生猪出口业务长期出现购销价格倒挂,从而导致该项业务出现了亏损;(2)公司在资本市场的投资收益出现较大波动,从而对当时业绩造成较大影响。罗牛山的主要原因在于资本市场投资收益、无形资产处置净收益、应收款项计提坏账准备增加和对联营企业计提商誉减值等对当时业绩造成较大影响。股价表现方面,受 2006-2007 年资本市场景气周期和猪价上行周期等因素影响,新五丰和罗牛山在此期间的股价均出现较大幅度上涨,新五丰股价更是在市场指数出现震荡调整的 2008 年初创出新高。

图 18：2005-2010 年，生猪养殖上市公司年度归属净利润

归母净利润（百万元）	2005	2006	2007	2008	2009	2010
新五丰	27.06	25.72	18.73	8.14	21.69	14.77
同比增速		-5%	-27%	-57%	166%	-32%
罗牛山	-96.43	-101.51	368.77	81.38	61.19	29.18
同比增速		-5%	463%	-78%	-25%	-52%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 19：2005-2009 年，生猪养殖上市公司股价表现



资料来源：Wind、山西证券研究所

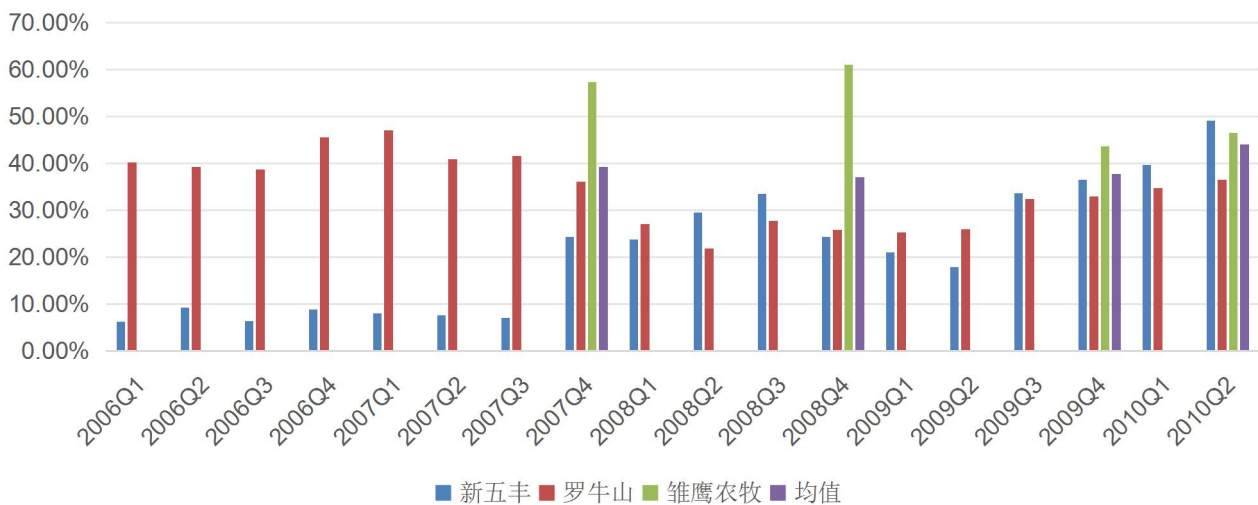
从财务的角度，新五丰和罗牛山在本轮周期的累计归属净利润均为正值，本轮周期没有出现周期累计亏损的情况。截止本轮周期底部末端附近的 2010 年 2 季度，新五丰、罗牛山、雏鹰农牧（2010 年 9 月上市）的资产负债率分别为 49.11%、36.48%、46.51%，平均值约为 44%。

图 20: 2006Q2-2010Q1, 生猪养殖上市公司累计归属净利润

单季度归属于母公司股东的利润 (百万元)	2006Q2	2006Q3	2006Q4	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	本周期累计
新五丰	12.01	5.87	1.53	2.18	2.88	10.36	3.30	2.92	2.10	-1.25	4.36	3.62	2.42	7.64	8.00	0.62	68.56
罗牛山	4.21	2.04	-105.30	2.43	71.43	7.65	287.26	13.51	85.10	4.04	-21.27	7.61	8.94	-3.20	47.84	3.85	416.14

资料来源: Wind、山西证券研究所

图 21: 2006Q1-2010Q2, 生猪养殖上市公司资产负债率变动趋势



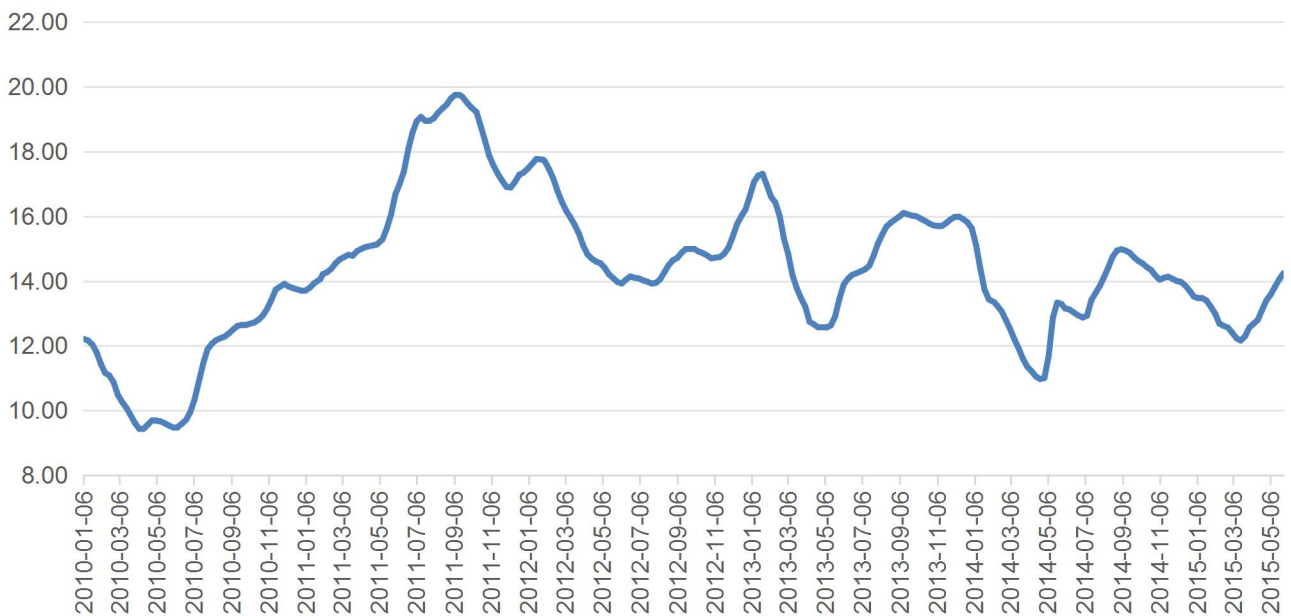
资料来源: Wind、山西证券研究所



## 2010-2015 年猪周期复盘

本轮周期从 2010 年 3 月开始，一直持续到 2015 年 3 月，周期时长 60 个月。生猪价格从本轮周期起点 2010 年 3 月的 9.61 元/公斤上涨至周期最高点 2011 年 9 月的 19.75 元/公斤，猪价上行期的持续时间为 18 个月，猪价从周期起点到最高点的涨幅为 106%。在此期间，上游原料成本价格方面，玉米价格延续了上一个周期以来的震荡走高趋势，豆粕价格虽然在本轮周期没有进一步大幅上涨，但也维持高位震荡的走势，且震荡区间中轴比上一轮周期有所抬升。总体而言，在本轮猪价景气周期里，上游原料价格整体仍有所上行，生猪养殖企业在享受高猪价的同时，也承受着一定的成本上涨压力。在本轮周期中，自繁自养生猪的最长盈利期从 2010 年 7 月持续到 2013 年 3 月，持续时间 33 个月，期间单头盈利最高值达到 691 元/头。行业产能方面，能繁母猪存栏量从 2010 年 9 月开始逐渐震荡回升，并在 2012 年 10 月达到周期峰值，累计增长幅度约为 10.78%。

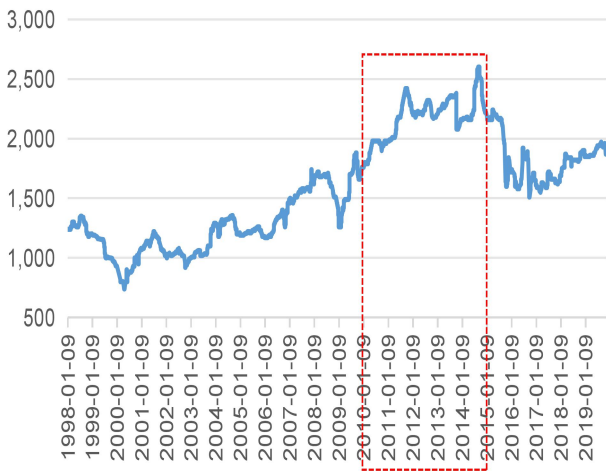
图 22：2010-2015 年国内生猪价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 23：2010-2015 年国内玉米价格及其历史水平

(元/吨)



资料来源：Wind、郑州粮食批发市场、山西证券研究所

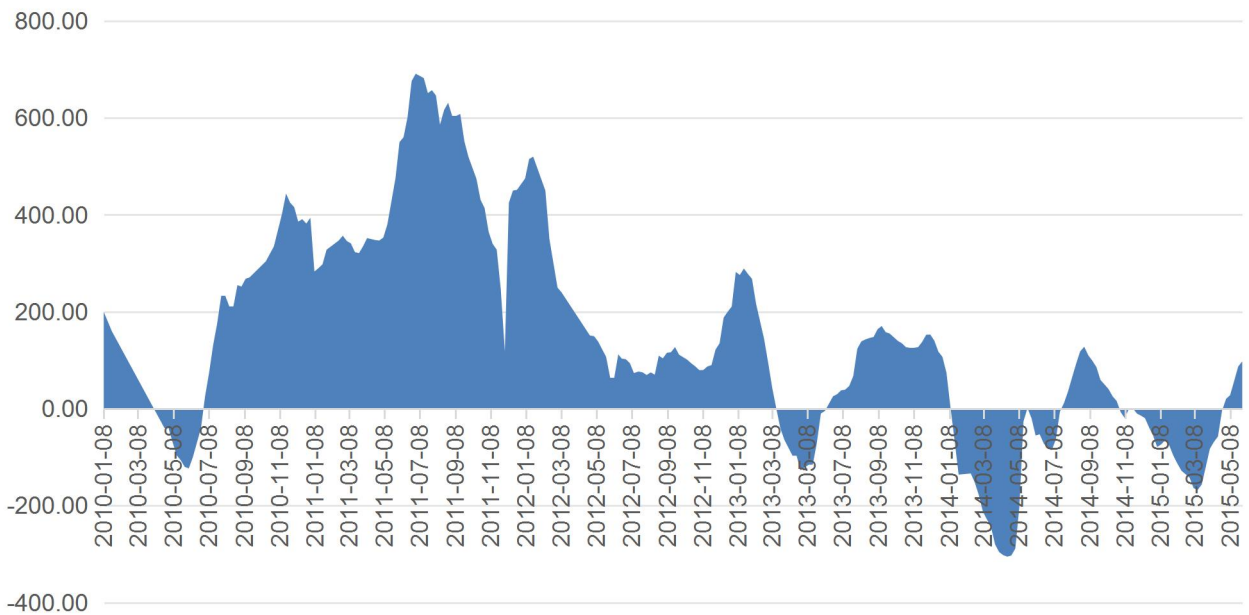
图 24：2010-2015 年国内豆粕价格及其历史水平

(元/吨)



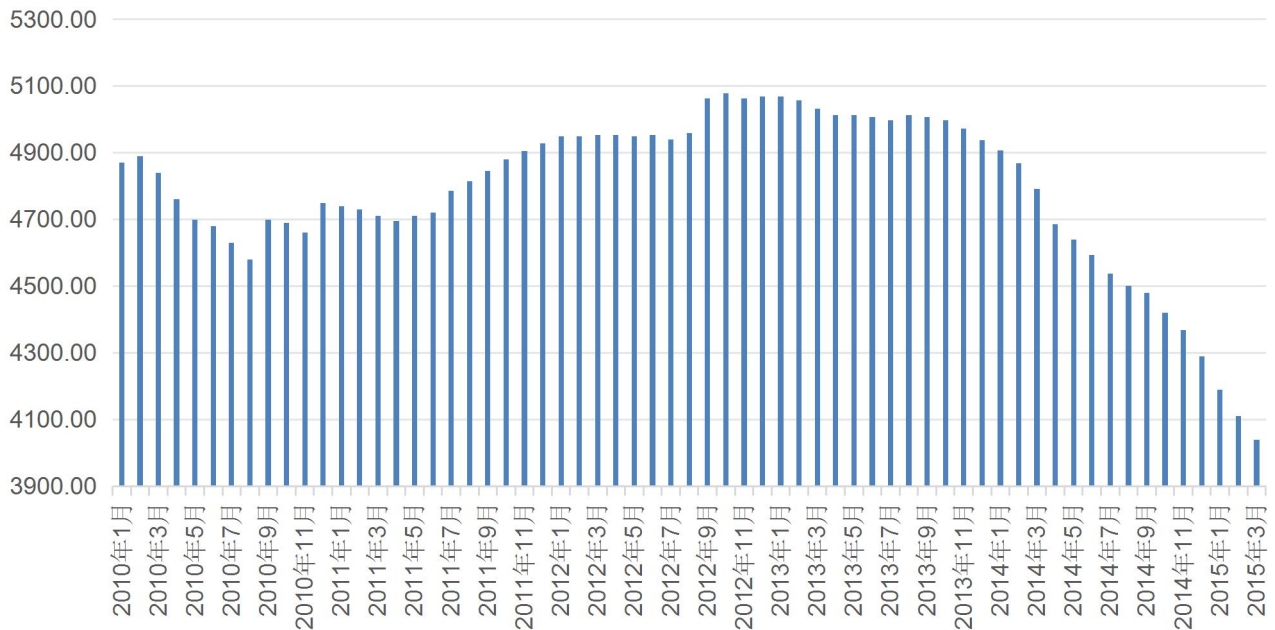
资料来源：Wind、郑州粮食批发市场、山西证券研究所

图 25：2010-2015 年国内生猪自繁自养盈利趋势 (元/头)



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 26：2010-2015 年国内能繁母猪存栏量趋势（万头）



资料来源：Wind、农业农村部、山西证券研究所

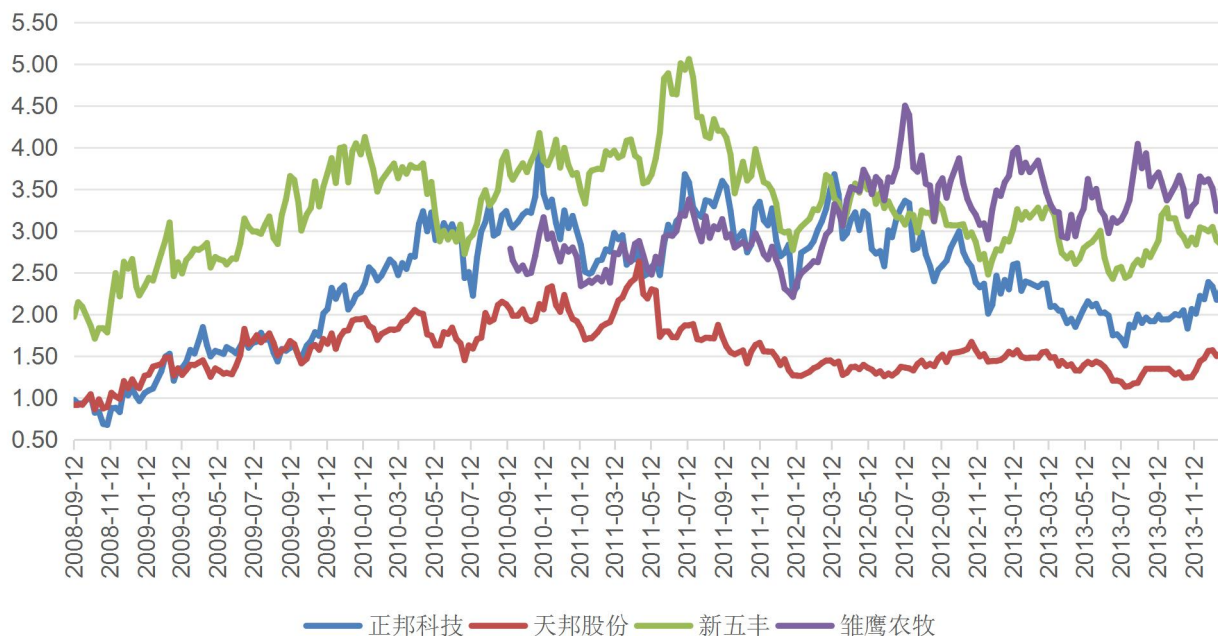
业绩表现方面，在此期间，从事生猪养殖业务的上市公司主要有天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧（2010年9月上市）。天邦股份猪业育种项目在2012年正式启动，并于2013年正式完成了艾格菲实业股权的交割，取得了对艾格菲实业的控制，迅速推进了公司猪业育种及养殖的发展。自繁自养生猪的盈利期从2010年7月持续到2013年3月，在此期间，正邦科技、新五丰、雏鹰农牧的业绩与猪价周期呈现较好的正相关度，且业绩周期高点均出现在2011年。股价表现方面，正邦科技在2010年底出现本轮周期股价最高点，天邦股份和新五丰在2011年出现本轮周期股价最高点，雏鹰农牧在2012年出现本轮周期股价最高点。

图 27：2009-2015 年，生猪养殖上市公司年度归属净利润（百万元）

归母净利润（百万元）	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
天邦股份	53.08	39.06	30.02	45.18	116.81	32.47	110.26
同比增速		-26%	-23%	51%	159%	-72%	240%
正邦科技	53.73	58.04	119.09	80.33	-29.94	41.11	311.43
同比增速		8%	105%	-33%	-137%	237%	658%
新五丰	21.69	14.77	72.06	21.09	13.63	-48.96	36.96
同比增速		-32%	388%	-71%	-35%	-459%	175%
雏鹰农牧	88.32	122.97	428.64	302.71	75.62	-189.46	220.42
同比增速		39%	249%	-29%	-75%	-351%	216%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 28：2009-2013 年，生猪养殖上市公司股价表现



资料来源：Wind、山西证券研究所



从财务的角度，天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧在本轮周期的累计归属净利润均为正值，本轮周期没有出现周期累计亏损的情况。截止本轮周期底部末端附近的 2015 年 1 季度，天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧的资产负债率分别为 66.72%、68.78%、56.30%、63.21%，平均值约为 63.75%。

图 29：2010Q1-2015Q1，生猪养殖上市公司累计归属净利润

单季度归属于母公 司股东的利润 (百万元)	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	本周期 累计
天邦股份	1.97	22.89	10.95	3.25	-15.70	4.02	29.07	12.62	-2.81	11.34	35.63	1.02	-16.36	6.33	50.79	76.05	-23.50	-6.07	47.76	14.28	-25.37	238.16
正邦科技	13.68	19.55	18.32	6.48	15.51	34.84	57.03	11.70	38.25	47.46	26.71	-32.08	21.13	-16.41	11.18	-45.85	-69.14	-76.25	29.89	156.61	-62.87	205.76
新五丰	0.62	2.59	-2.26	13.82	3.93	11.34	20.42	36.37	11.88	4.21	3.49	1.50	4.90	-1.37	3.06	7.04	-22.24	-17.76	0.73	-9.69	-21.51	51.07
雏鹰农牧	20.57	11.16	42.03	49.14	42.45	99.65	168.95	117.58	104.84	85.06	73.48	39.34	54.40	-12.52	26.70	7.04	-83.28	-64.48	73.58	-115.28	-87.91	652.50

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 30：2010Q1-2015Q1，生猪养殖上市公司资产负债率

资产负债率	2010Q1	2010Q2	2010Q4	2011Q2	2011Q4	2012Q2	2012Q4	2013Q2	2013Q4	2014Q2	2014Q4	2015Q1
天邦股份	48.42%	50.55%	50.08%	57.98%	54.83%	60.02%	55.74%	61.32%	66.77%	70.37%	67.10%	66.72%
正邦科技	53.45%	53.72%	56.86%	59.98%	58.93%	63.07%	69.61%	75.43%	74.98%	81.29%	66.89%	68.78%
新五丰	39.71%	49.11%	31.11%	24.56%	28.44%	29.18%	33.54%	34.17%	48.31%	48.52%	53.20%	56.30%
雏鹰农牧		46.51%	12.67%	24.06%	23.81%	44.35%	50.80%	58.87%	64.41%	58.96%	60.23%	63.21%
均值		49.97%	37.68%	41.65%	41.50%	49.16%	52.42%	57.45%	63.62%	64.78%	61.85%	63.75%

资料来源：Wind、山西证券研究所

## 2015-2019 年猪周期复盘

本轮周期从 2015 年 3 月开始，一直持续到 2019 年 2 月，周期时长 47 个月。生猪价格从本轮周期起点 2015 年 3 月的 12.16 元/公斤上涨至周期最高点 2016 年 6 月的 20.80 元/公斤，猪价上行期的持续时间为 15 个月，猪价从周期起点到最高点的涨幅为 71.05%。在此期间，上游原料成本价格方面，与前两轮周期有所不同，玉米豆粕等原料价格在本轮周期出现明显回落，价格运行中枢出现明显下移。总体而言，在本轮猪价景气周期里，生猪养殖企业在享受高猪价的同时，也遇上了上游原料成本下降的好时机。在本轮周期中，自繁自养生猪的最长盈利期从 2015 年 5 月持续到 2018 年 2 月，持续时间 34 个月，期间单头盈利最高值达到 814 元/头。行业产能方面，随着新环保法及禁养区、限养区的实施，使得部分养殖户退出市场，能繁母猪存栏量在本轮周期里持续下滑，从 2015 年 3 月的 4040 万头下滑至 2018 年 8 月“非洲猪瘟”爆发当月的 3145 万头。

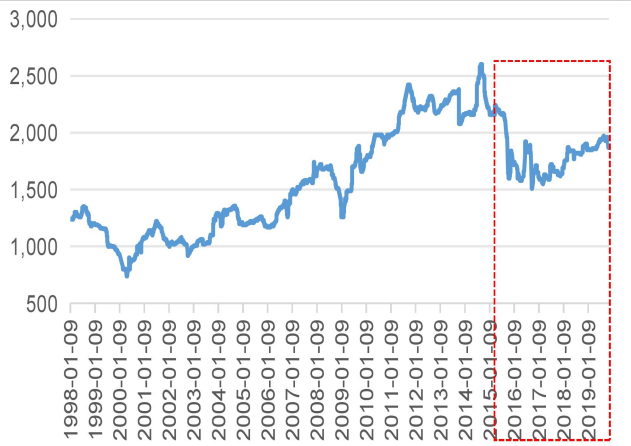
图 31：2015-2019 年国内生猪价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 32：2015-2019 年国内玉米价格及其历史水平

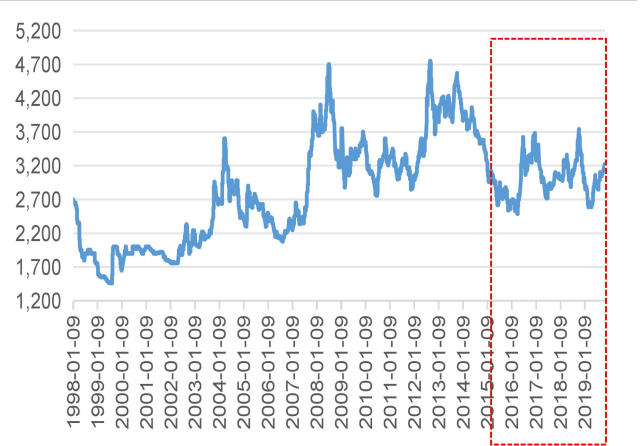
(元/吨)



资料来源：Wind、郑州粮食批发市场、山西证券研究所

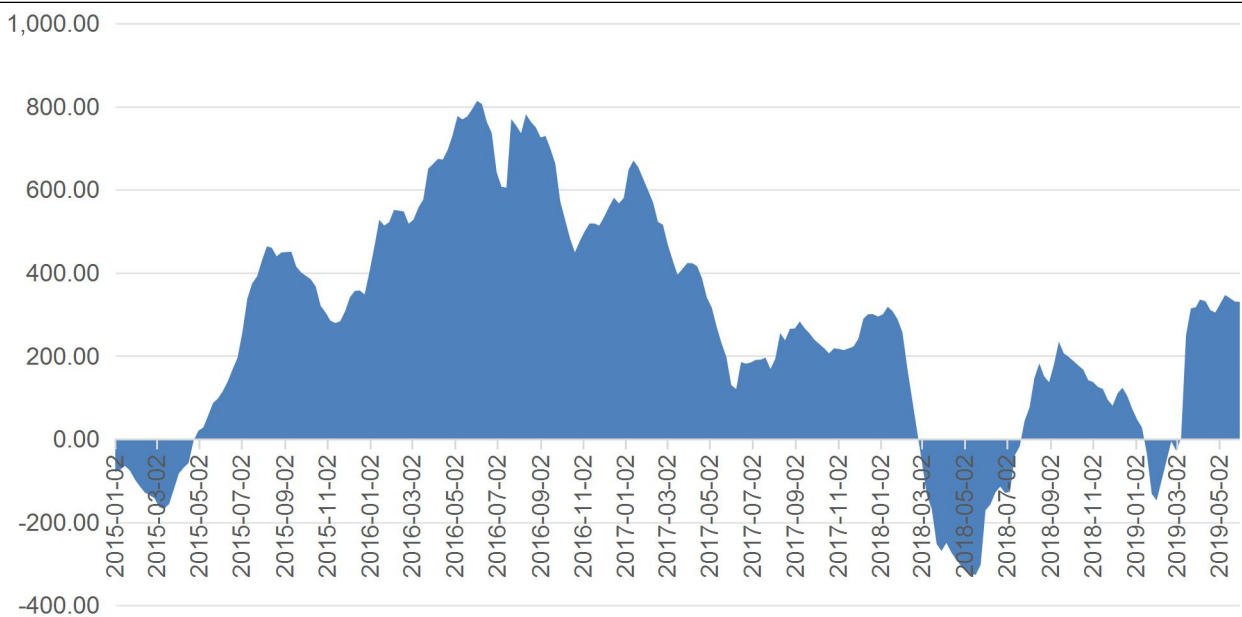
图 33：2015-2019 年国内豆粕价格及其历史水平

(元/吨)



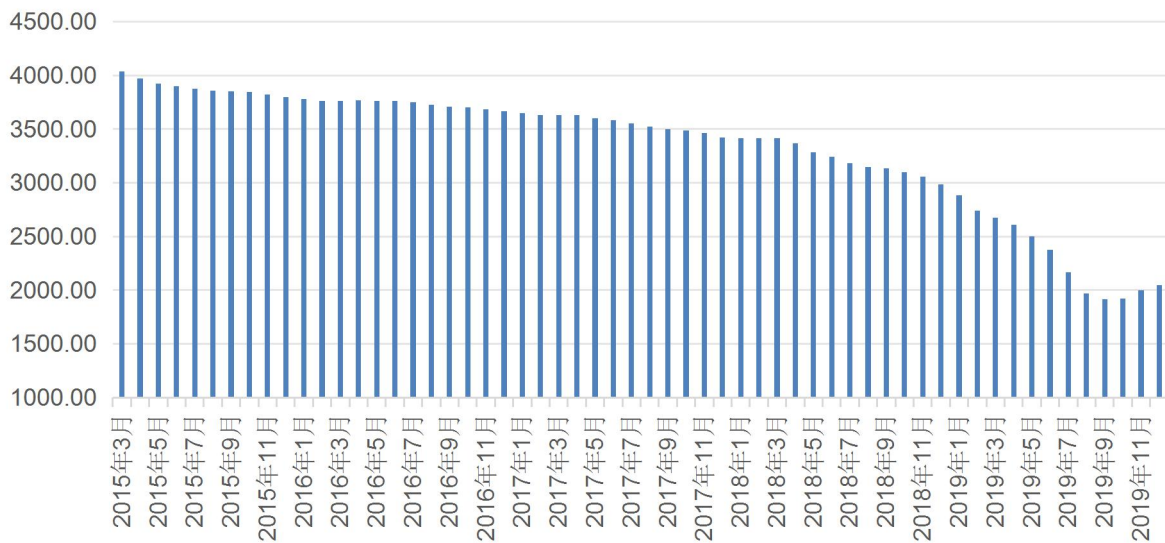
资料来源：Wind、郑州粮食批发市场、山西证券研究所

图 34：2015-2019 年国内生猪自繁自养盈利趋势 (元/头)



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 35：2015-2019 年国内能繁母猪存栏量趋势（万头）



资料来源：Wind、农业农村部、山西证券研究所

业绩表现方面，在此期间，从事生猪养殖业务的上市公司主要有温氏股份（2015 年上市）、牧原股份、天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧。自繁自养生猪的盈利期从 2015 年 5 月持续到 2018 年 2 月，在此期间，温氏股份、牧原股份、天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧的业绩与猪价周期呈现较好的正相关度，且 2016 年整体业绩表现较为出色。股价表现方面，天邦股份、正邦科技在 2016 年出现本轮周期股价最高点，温氏股份、新五丰、雏鹰农牧、牧原股份在 2015 年出现本轮周期股价最高点。

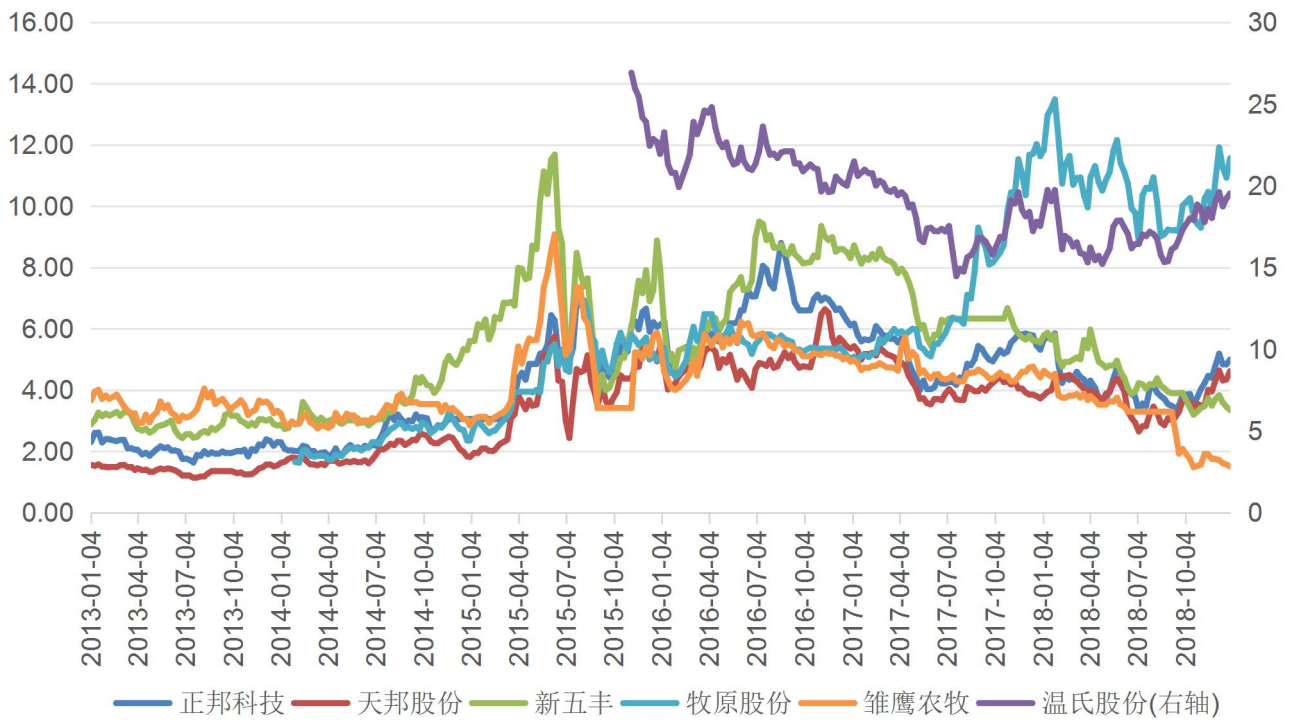
图 36：2014-2019 年，生猪养殖上市公司年度归属净利润（百万元）

归母净利润（百万元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019
天邦股份	32.47	110.26	372.89	262.14	-571.96	100.40
同比增速		240%	238%	-30%	-318%	118%
正邦科技	41.11	311.43	1045.96	525.75	193.42	1647.05
同比增速		658%	236%	-50%	-63%	752%
温氏股份	2663.98	6205.37	11789.88	6751.12	3957.44	13967.20
同比增速		133%	90%	-43%	-41%	253%
新五丰	-48.96	36.96	196.62	44.91	-35.84	63.30
同比增速		175%	432%	-77%	-180%	277%
牧原股份	80.20	595.85	2321.90	2365.53	520.21	6114.36
同比增速		643%	290%	2%	-78%	1075%
雏鹰农牧	-189.46	220.42	833.40	45.19	-3864.00	-2429.29
同比增速		216%	278%	-95%	-8651%	37%

资料来源：Wind、山西证券研究所



图 37：2013-2018 年，生猪养殖上市公司股价表现



资料来源：Wind、山西证券研究所

从财务的角度，温氏股份、牧原股份、正邦科技、新五丰在本轮周期的累计归属净利润均为正值，而天邦股份、雏鹰农牧在本轮周期的累计归属净利润则为负值。截止本轮周期底部末端附近的 2019 年 1 季度，温氏股份、牧原股份、天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧的资产负债率分别为 33.24%、57.72%、66.64%、69.89%、26.07%、92.68%，平均值约为 57.71%，其中雏鹰农牧面临退市风险。

图 38：2015Q2-2019Q1，生猪养殖上市公司累计归属净利润

单季度归属于母公司股东的利润 (百万元)	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	本周期累计
天邦股份	4	73	58	69	134	138	31	53	83	84	42	32	48	40	-693	-335	-137
正邦科技	69	177	128	228	382	296	140	123	151	133	118	64	-255	226	158	-414	1,725
温氏股份	1,211	3,002	1,417	3,092	4,134	3,610	953	1,473	337	2,229	2,712	1,408	-491	1,983	1,058	-460	27,668
新五丰	-3	34	28	54	89	63	-9	33	8	11	-8	-5	-51	13	8	-29	235
牧原股份	67	232	317	368	704	690	560	680	520	612	553	136	-215	429	170	-541	5,283
雏鹰农牧	93	101	114	107	347	252	127	113	347	188	-603	-101	-674	-360	-2,660	-1,103	-3,711

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 39：2015Q2-2019Q1，生猪养殖上市公司资产负债率

资产负债率	2015Q2	2015Q4	2016Q2	2016Q4	2017Q2	2017Q4	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
天邦股份	67.59%	42.79%	39.49%	42.80%	24.72%	31.40%	49.95%	51.91%	61.52%	66.64%
正邦科技	69.68%	63.62%	58.34%	49.27%	55.25%	59.67%	65.96%	66.77%	68.02%	69.89%
温氏股份	36.97%	29.65%	21.42%	24.27%	30.44%	31.95%	32.15%	33.23%	34.06%	33.24%
新五丰	33.31%	33.17%	30.56%	32.24%	30.94%	28.58%	27.45%	29.03%	27.13%	26.07%
牧原股份	61.66%	50.17%	50.45%	56.22%	47.59%	47.03%	53.70%	55.55%	54.07%	57.72%
雏鹰农牧	52.13%	53.72%	61.98%	60.29%	62.61%	71.81%	74.41%	75.62%	87.89%	92.68%
均值	53.56%	45.52%	43.71%	44.18%	41.93%	45.07%	50.60%	52.02%	55.45%	57.71%

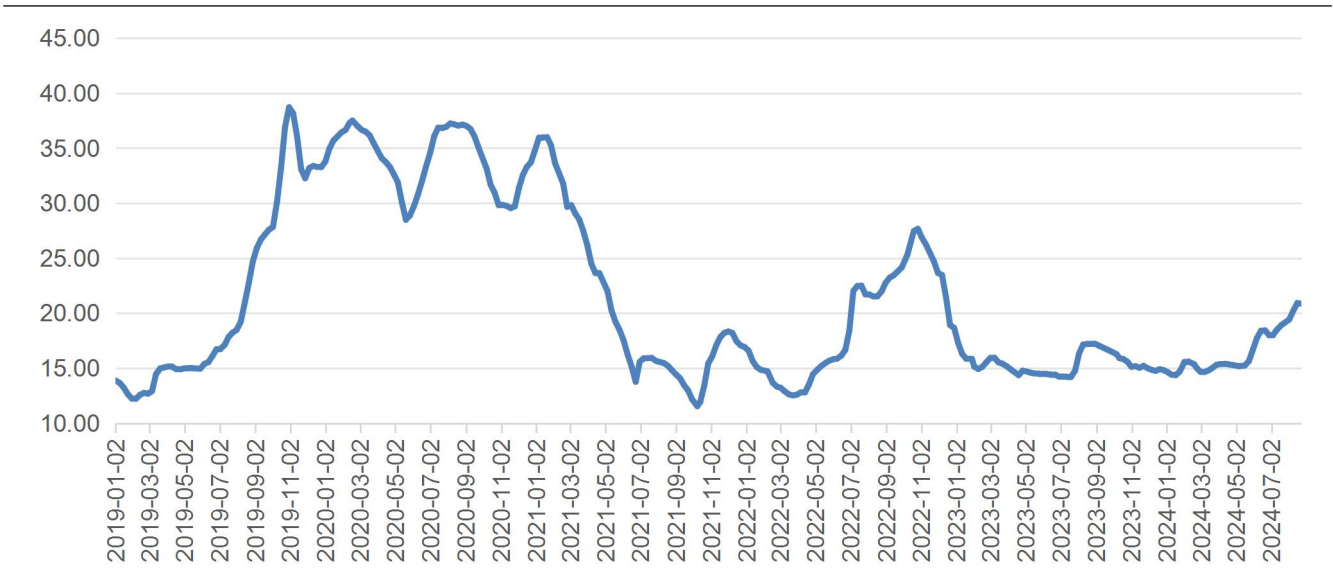
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 2019 年以来的猪周期复盘

2018 年 8 月，我国发生“非洲猪瘟”疫情，导致国内生猪产能大幅下滑，从而加速了新一轮上升周期的到来。生猪价格从本轮周期起点 2019 年 2 月的 12.21 元/公斤上涨至周期最高点 2019 年 10 月的 38.71 元/公斤，并在 30 元/公斤附近的高位持续到 2021 年 3 月，猪价从周期起点到

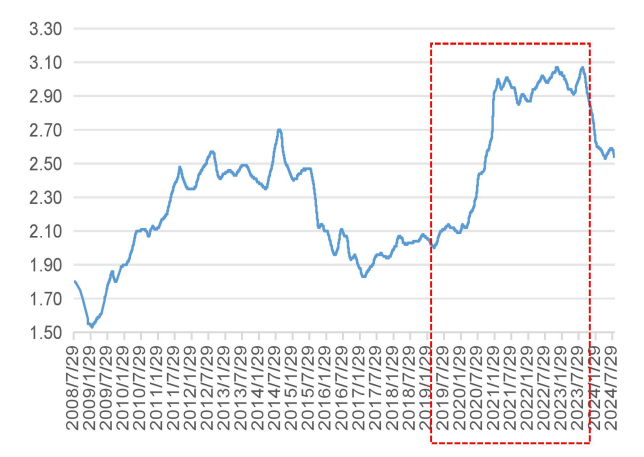
最高点的涨幅为 217%。在此期间，上游原料成本价格方面，与上轮周期有所不同，玉米豆粕等原料价格再次进入上行周期，价格均出现大幅上涨。总体而言，在本轮猪价景气周期里，生猪养殖企业在享受高猪价的同时，也遇上了上游原料成本的上行周期。在本轮周期中，自繁自养生猪的最长盈利期从 2019 年 3 月持续到 2021 年 5 月，持续时间 27 个月，期间单头盈利最高值达到 3080 元/头。受到“非洲猪瘟”疫情带来的供给短缺的影响，本轮周期的猪价和盈利水平平均创出历史新高。行业产能方面，“非洲猪瘟”疫情期间，国内能繁母猪存栏量一度跌倒 2019 年 9 月的 1913 万头，此后随着疫情防控措施趋于成熟和常态化，能繁母猪存栏量开始逐渐回升至本轮周期高点 2021 年 6 月的 4564 万头。与此同时，“非洲猪瘟”疫情期间，国内二元母猪产能遭受较大规模的损失，在高猪价和高利润的驱动下，国内生猪养殖行业大比例利用三元育肥母猪留作种用，以填补二元母猪的空缺。由于三元母猪的生产效率明显低于二元母猪，从而使得国内生猪行业整体的 PSY、MSY 等生产效率指标均出现阶段性明显下滑。随着国内生猪产业的逐步恢复、二元高效母猪的回补以及行业规模化程度的提高，行业平均生产效率（PSY、MSY 等）也得到了明显的恢复和提升。由于育肥猪出栏量=能繁母猪数量×MSY（每头母猪一年提供的商品猪数量），生产效率提升对供给的影响权重有所增加。此后，随着国内能繁母猪结构趋稳和效率基数恢复，生产效率提升对供给变动的的影响权重开始回落。

图 40：2019 年至今，国内生猪价格走势（元/公斤）



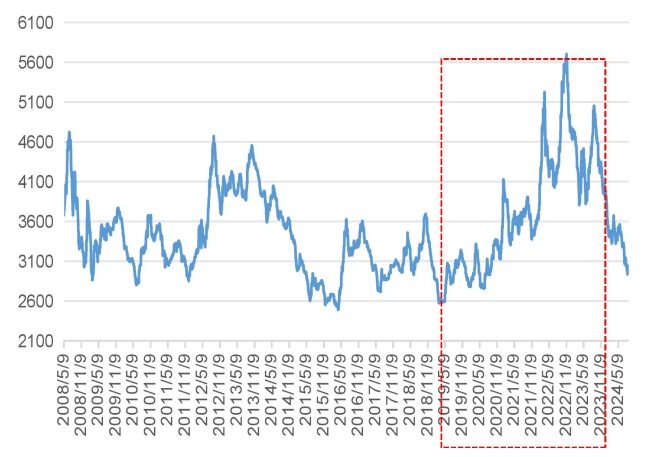
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 41：2019 年以来国内玉米价格及其历史水平（元/公斤）



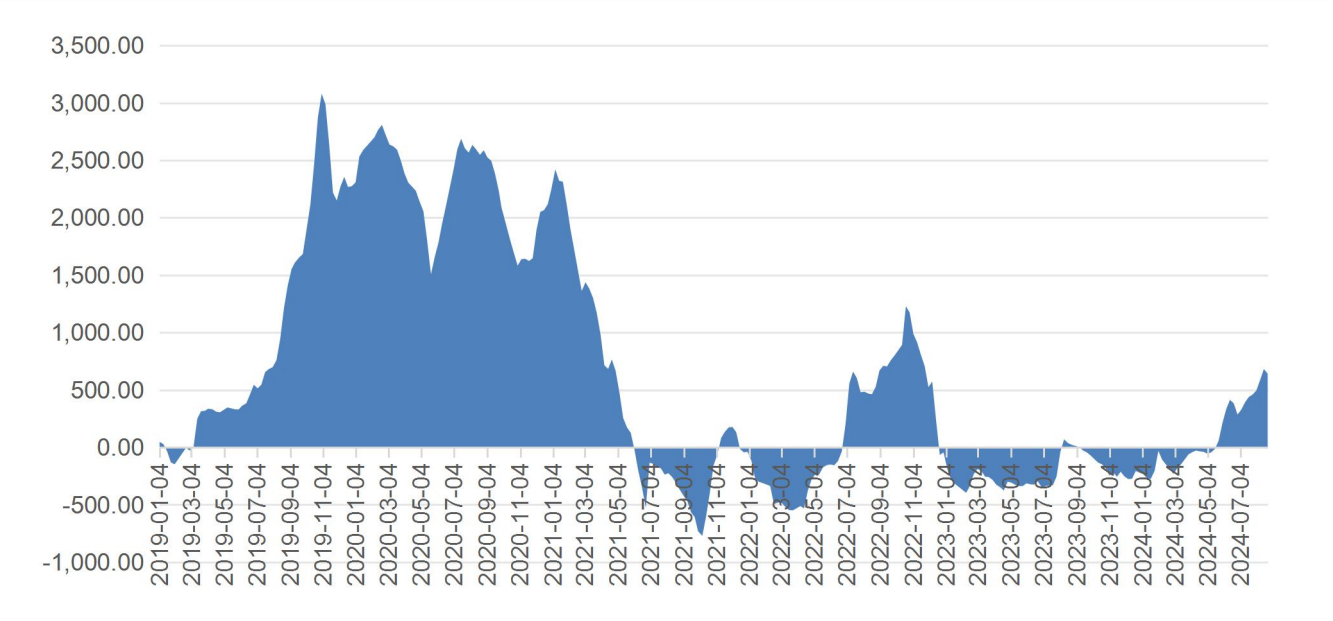
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 42：2019 年以来国内豆粕价格及其历史水平（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

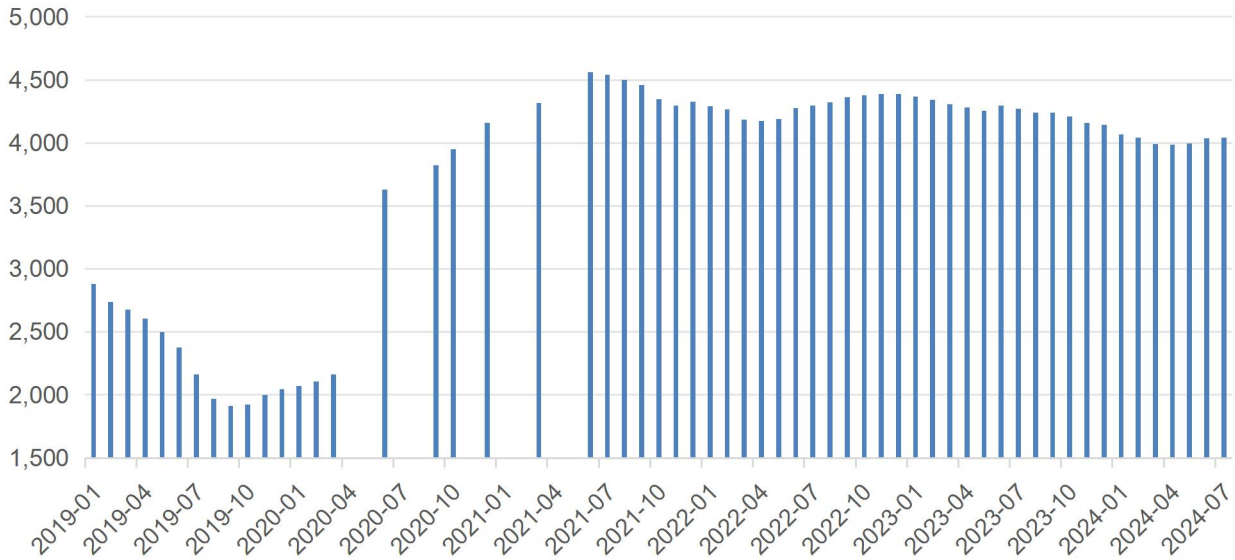
图 43：2019 年以来，国内生猪自繁自养盈利趋势（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

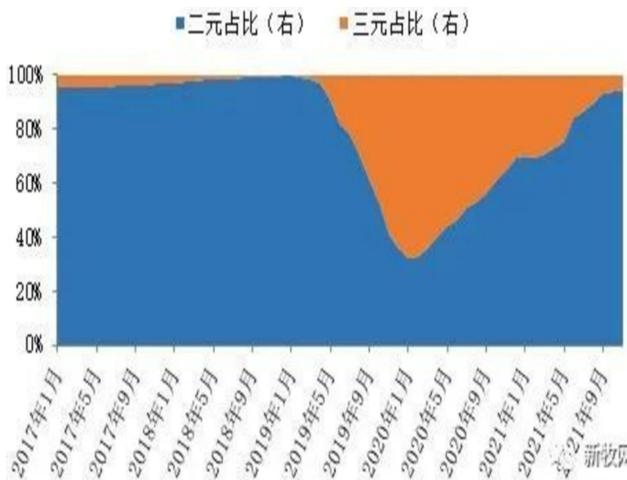


图 44：2019 年以来，国内能繁母猪存栏量趋势（万头）



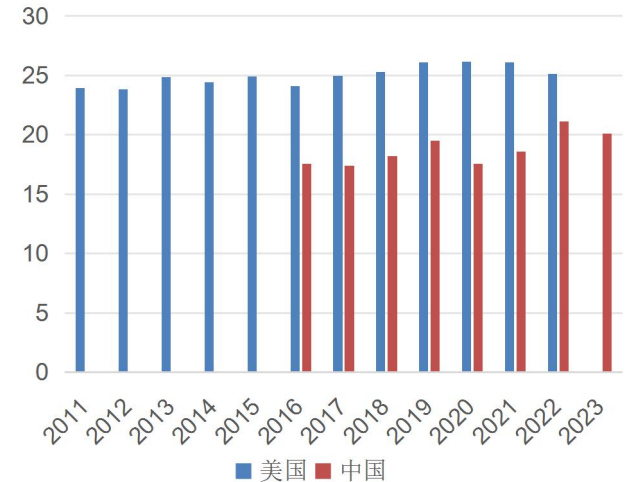
资料来源：Wind、农业农村部、山西证券研究所

图 45：2017-2021 年国内能繁母猪群体结构占比



资料来源：新牧网、山西证券研究所

图 46：中国和美国 PSY 走势（单位：头）



资料来源：微猪科技、山西证券研究所



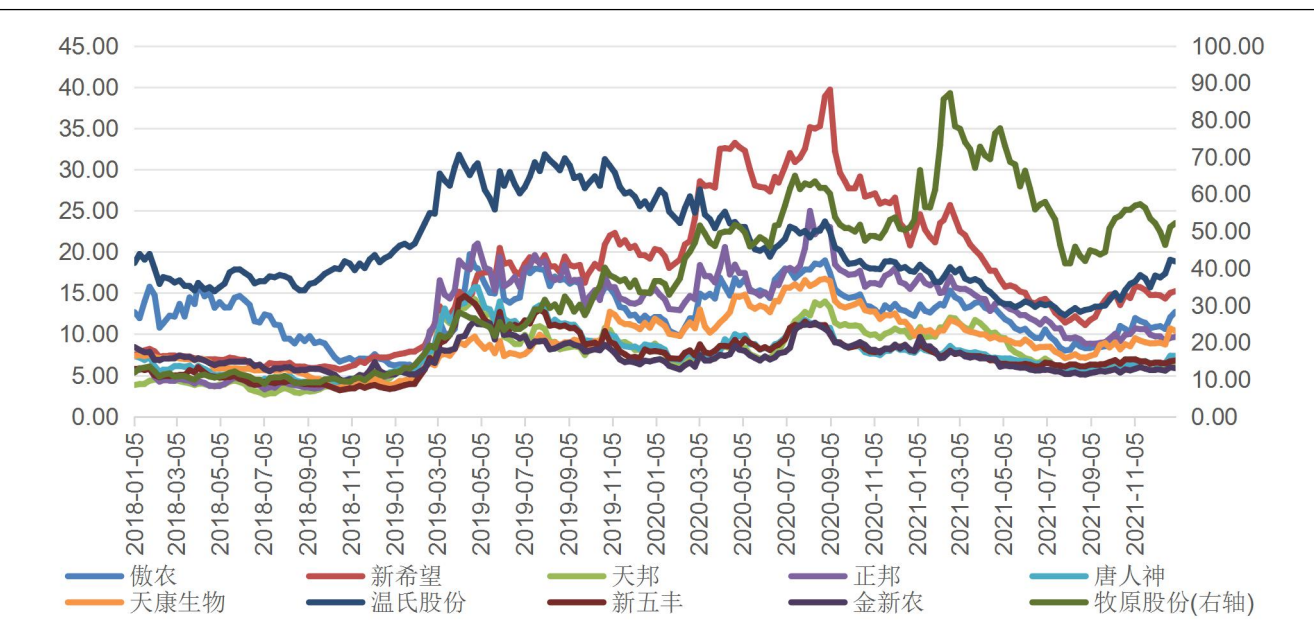
业绩表现方面，在 2019 年 3 月到 2021 年初的期间，在高猪价驱动下，国内生猪养殖上市公司业绩实现高额盈利和大幅增长。股价表现方面，大部分生猪养殖公司股价在此期间创出历史新高。

图 47：2019-2023 年，生猪养殖上市公司年度归属净利润（百万元）

归母净利润（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023
*ST傲农	29.16	572.99	-1519.87	-1039.03	-3650.82
新希望	5042.00	4944.19	-9590.87	-1460.61	249.20
ST天邦	100.40	3244.99	-4461.80	489.45	-2883.41
正邦科技	1647.05	5744.14	-18818.82	-13387.15	8528.71
大北农	513.29	1955.72	-440.34	55.60	-2173.89
金新农	140.53	132.25	-989.10	19.84	-659.87
唐人神	202.36	950.34	-1147.41	135.07	-1525.91
巨星农牧	39.51	127.68	258.98	158.09	-645.29
温氏股份	13967.20	7425.87	-13404.36	5289.01	-6389.66
神农集团	469.08	1137.92	245.29	255.38	-401.28
东瑞股份	261.87	681.29	211.58	42.91	-516.09
天康生物	644.49	1720.41	-685.96	280.74	-1363.32
新五丰	63.30	282.72	-280.26	-76.00	-1203.42
牧原股份	6114.36	27451.42	6903.78	13266.16	-4263.28
华统股份	131.65	135.10	-192.46	87.74	-604.86

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 48：2018-2021 年，生猪养殖上市公司股价表现



资料来源：Wind、山西证券研究所

从财务的角度，截止 2024 年 1 季度末，除了温氏股份、牧原股份、天康生物在本轮周期的累计归属净利润为正值外，傲农、新希望、天邦、正邦、金新农、唐人神、新五丰、华统等生猪养殖上市企业在本轮周期的累计归属净利润均为负值，且 3 家上市企业先后经历债务逾期和重整，这是在过去几轮周期里没有出现过的情况。截止 2024 年 1 季度末，大部分生猪养殖上市公司的资产负债率在 60%以上，其中负债率在 70%以上有 6 家，负债率在 80%以上有 2 家。生猪养殖上市公司的整体负债水平处于过去几轮周期以来的历史高位，降低负债率和财务风险或是生猪养殖企业后续经营工作的重心之一。

图 49：2019Q2-2024Q1，生猪养殖上市公司累计归属净利润

单季度归属于母公司股东的利润 (百万元)	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	本周期累计
*ST傲农	4	19	-11	151	187	164	71	162	-325	-340	-1,017	-352	-325	104	-466	-180	-630	-481	-2361	-292	-5917
新希望	895	1,510	1,970	1,627	1,537	1,921	-140	137	-3,552	-2,986	-3,190	-2,879	-1,261	1,433	1,246	-1,686	-1,297	-875	4107	-1934	-3417
ST天邦	-32	379	88	476	1,059	1,289	421	195	-846	-2,046	-1,766	-674	1,257	417	-511	-664	-593	-310	-1318	604	-2571
正邦科技	139	325	1,597	906	1,512	3,016	311	212	-1,642	-6,197	-11,192	-2,433	-1,852	-3,358	-5,743	-1,179	-815	-825	11347	-49	-15921
金新农	28	18	106	68	117	140	-193	19	20	-332	-697	-149	-36	146	58	-99	-139	-71	-351	-52	-1397
唐人神	40	85	73	213	219	275	244	279	-103	-573	-750	-149	9	174	101	-340	-324	-247	-615	-198	-1588
巨星农牧	12	12	3	-3	-17	55	93	231	57	-86	56	-311	47	167	255	-206	-143	6	-303	-138	-211
温氏股份	1,843	4,702	7,882	1,892	2,261	4,088	-816	544	-3,041	-7,204	-3,703	-3,763	240	4,209	4,603	-2,749	-1,940	159	-1860	-1236	6113
天康生物	51	222	343	335	499	644	243	301	-60	-434	-493	-70	-28	355	44	-14	-433	-57	-859	54	642
新五丰	35	-48	105	100	49	88	46	44	30	-174	-180	-112	-65	25	76	-226	-388	-135	-454	-254	-1439
牧原股份	385	1,543	4,727	4,131	6,653	10,204	6,464	6,963	2,563	-822	-1,800	-5,180	-1,503	8,196	11,754	-1,198	-1,581	937	-2421	-2379	47634
华统股份	27	15	42	44	31	16	44	77	30	-103	-197	-88	29	104	42	-105	-252	-2	-247	-157	-648

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 50：2019Q1-2024Q1 生猪养殖上市公司资产负债率

资产负债率	2019Q1	2019Q4	2020Q2	2020Q4	2021Q2	2021Q4	2022Q2	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
*ST傲农	70.29%	73.92%	56.99%	67.52%	76.36%	87.18%	84.30%	81.61%	83.12%	86.72%	89.41%	103.69%	106.84%
ST天邦	66.64%	61.53%	56.65%	43.25%	66.21%	79.93%	78.68%	79.61%	83.15%	85.78%	87.03%	86.73%	80.74%
华统股份	47.32%	44.91%	51.51%	55.41%	61.46%	70.37%	71.02%	62.29%	68.78%	71.59%	72.11%	74.68%	76.77%
新五丰	26.07%	24.70%	31.32%	32.64%	57.68%	58.74%	66.45%	71.18%	75.37%	69.82%	70.15%	74.99%	76.05%
新希望	41.98%	49.16%	58.95%	53.06%	62.93%	64.98%	71.49%	68.02%	70.40%	71.79%	72.76%	72.28%	74.03%
金新农	61.37%	50.68%	51.68%	50.33%	55.77%	65.75%	74.03%	68.74%	69.23%	70.36%	70.53%	74.06%	73.66%
大北农	38.86%	39.36%	44.86%	45.77%	46.98%	52.76%	58.53%	58.28%	59.01%	60.71%	63.00%	66.29%	67.75%
唐人神	41.81%	47.81%	50.69%	42.99%	48.20%	57.88%	62.95%	59.69%	60.83%	62.07%	64.75%	64.84%	67.35%
牧原股份	57.72%	40.04%	45.37%	46.09%	53.09%	61.30%	66.48%	54.36%	56.37%	60.06%	59.65%	62.11%	63.59%
温氏股份	33.24%	28.90%	29.95%	40.88%	56.47%	64.10%	65.70%	56.25%	59.22%	61.32%	60.31%	61.41%	63.37%
巨星农牧	34.74%	38.35%	38.49%	36.96%	39.26%	44.68%	53.15%	48.85%	54.13%	55.17%	56.59%	59.85%	62.19%
天康生物	61.22%	53.70%	47.37%	56.34%	52.67%	54.71%	52.96%	50.26%	52.05%	51.84%	47.06%	52.75%	53.75%
正邦科技	69.89%	67.65%	69.75%	58.56%	68.57%	92.60%	102.88%	148.41%	156.99%	160.10%	162.61%	53.97%	50.43%
东瑞股份		33.25%	37.79%	31.05%	12.99%	15.62%	28.40%	34.14%	40.75%	46.97%	47.82%	42.47%	43.82%
神农集团		27.19%	16.47%	21.42%	10.90%	13.03%	12.20%	14.46%	13.48%	18.35%	22.27%	26.41%	29.53%
均值		45.41%	45.86%	45.49%	51.30%	58.91%	63.28%	63.74%	66.86%	68.84%	69.74%	65.10%	65.99%

资料来源：Wind、山西证券研究所

## 2006 年以来各轮周期的对比总结

通过比较研究发现，2006 年以来，国内“非洲猪瘟”出现前的正常猪周期猪价最高点出现在 2015-2019 年周期里，价格为 20.8 元/公斤；各轮周期猪价从起点到最高点的涨幅差异较大，区间为 71%-217%；2010 年以来，各轮周期自繁自养生猪最长盈利期均在 27 个月以上，区间为 27-34 个月。从各轮周期的累计盈利角度来看，在 2006-2019 年的 3 轮周期里，生猪养殖上市公司在完整周期里的累计归属净利润要么均为正值，要么大部分为正值，且周期下行底部末端的资产负债率极少高于 70%。反观 2019 年以来这轮周期，大部分生猪养殖上市企业在本轮周期的累计归属净利润均为负值，且 3 家上市企业先后经历债务逾期和重整，且大部分生猪养殖上市公司的资产负债率在 60%以上，其中负债率在 70%以上有 6 家，负债率在 80%以上有 2 家。从而可以看出，2019 年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是 2006 年以来压力最大的，行业亟需通过一轮盈利周期来修复资产负债表，而不是继续大举加杠杆和扩张。与此同时，2006 年以来的各轮盈利周期大多伴随着上游原料价格的上涨，行业在猪价上涨的同时，较多时候还承受着成本上涨压力。2024 年以来的这轮猪价上涨，同时伴随着上游原料价格的明显下行，从而有助于生猪养殖行业进一步扩大盈利空间。

图 51：2006 年以来各轮周期的对比总结

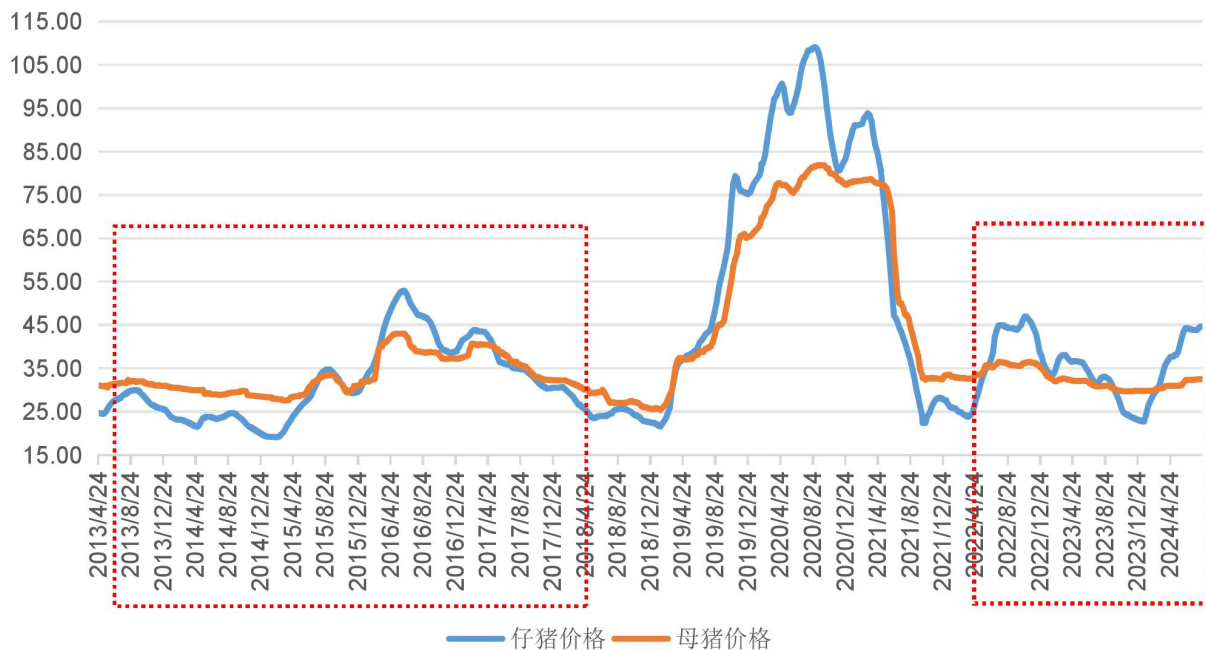
	2006-2010年	2010-2015年	2015-2019年	2019年以来
周期起点时间	2006年5月	2010年3月	2015年3月	2019年2月
周期高点时间	2008年3月	2011年9月	2016年6月	2019年10月
猪价起点	5.96元/公斤	9.61元/公斤	12.16元/公斤	12.21元/公斤
猪价高点	17.45元/公斤	19.75元/公斤	20.80元/公斤	38.71元/公斤，并在30元/公斤附近的高位持续到2021年3月
猪价从最低点到最高点的涨幅	193%	106%	71.05%	217%
上游原料成本价格	上行	整体仍有所上行	明显回落	大幅上涨
自繁自养生猪的最长盈利期		33个月	34个月	27个月
单头盈利最高值		691元/头	814元/头	3080元/头
生猪养殖上市公司在本轮完整周期里的累计盈利情况	新五丰和罗牛山在本轮周期的累计归属净利润均为正值，本轮周期没有出现周期累计亏损的情况。	天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧在本轮周期的累计归属净利润均为正值，本轮周期没有出现周期累计亏损的情况。	温氏股份、牧原股份、正邦科技、新五丰在本轮周期的累计归属净利润均为正值，而天邦股份、雏鹰农牧在本轮周期的累计归属净利润则为负值。	大部分生猪养殖上市企业在本轮周期的累计归属净利润均为负值。
生猪养殖上市公司在本轮周期下行底部末端的资产负债率情况	新五丰、罗牛山、雏鹰农牧（2010年9月上市）的资产负债率分别为49.11%、36.48%、46.51%，平均值约为44%。	天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧的资产负债率分别为66.72%、68.78%、56.3%、63.21%，平均值约为63.75%。	温氏股份、牧原股份、天邦股份、正邦科技、新五丰、雏鹰农牧的资产负债率分别为33.24%、57.72%、66.64%、69.89%、26.07%、92.68%，平均值约为57.71%，其中雏鹰农牧面临退市风险。	大部分生猪养殖上市公司的资产负债率在60%以上，其中负债率在70%以上有6家，负债率在80%以上有2家，且3家上市企业先后经历债务逾期和重整。

资料来源：Wind、山西证券研究所

2022 年以来仔猪价格走势明显强于母猪价格，这跟 2018 年“非瘟”前的情况有明显区别。我们认为主要原因在于：“非瘟”以来，部分养殖群体担心母猪繁育周期过长和疫情反复，退出母猪繁育环节，而选择进入周转时间更短的学习仔猪育肥环节，从而使得过往周期传统的母猪补栏需求部分转移到仔猪需求上来，仔猪需求也相对更加旺盛。这种产业行为对行业造成的影响是：在行业底部震荡阶段，由于仔猪需求比往常周期更大，从而仔猪价格和盈利也比往常周期好，底部阶段淘汰母猪动力也比往常周期弱；同理，在猪价上行阶段，由于部分母猪补栏需求转移到仔猪需求上来，母猪的补栏需求比往常周期要弱，仔猪价格好于母猪价格。



图 52：仔猪和母猪价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

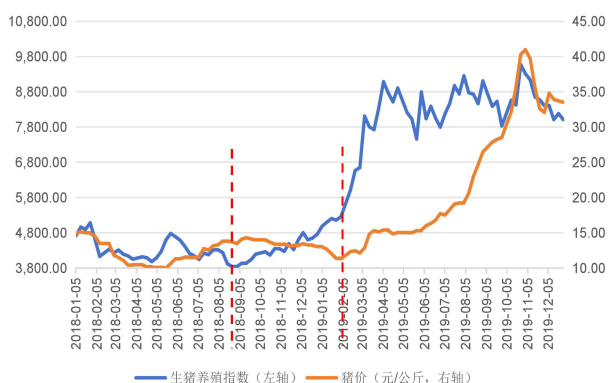
## 市场情绪的钟摆：从 2022 年的过度乐观到 2024 年的过度悲观

### 从前几轮周期经验来看，生猪养殖股价拐点平均领先猪价拐点 6-9 个月

从前几轮周期的股价表现来看，生猪养殖股股价的拐点往往领先于猪价的周期拐点。例如最近的一轮周期（2018-2021 年），猪价周期拐点出现在 2019 年 2 月，而生猪养殖指数的拐点出现在 2018 年 8 月，生猪养殖指数拐点领先猪价周期拐点 6 个月左右。又如 2013-2016 年那轮周期，猪价周期拐点出现在 2015 年 3 月，而生猪养殖指数的大拐点出现在 2014 年 6 月，生猪养殖指数拐点领先猪价周期拐点 9 个月左右。

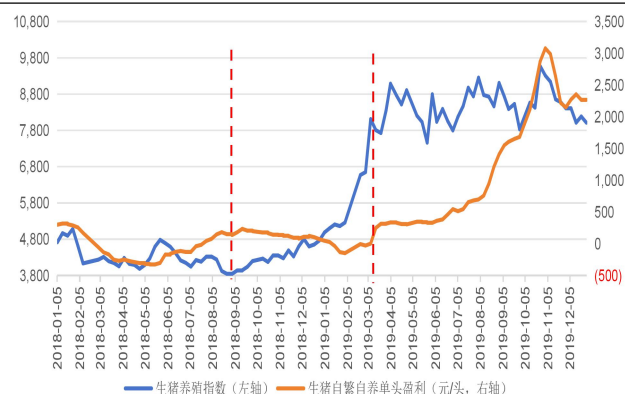


图 53：2018-2019 生猪养殖指数与猪价走势



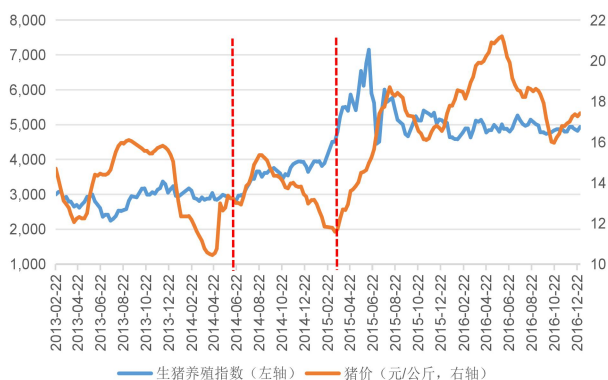
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 54：2018-2019 生猪指数与养殖盈利曲线走势



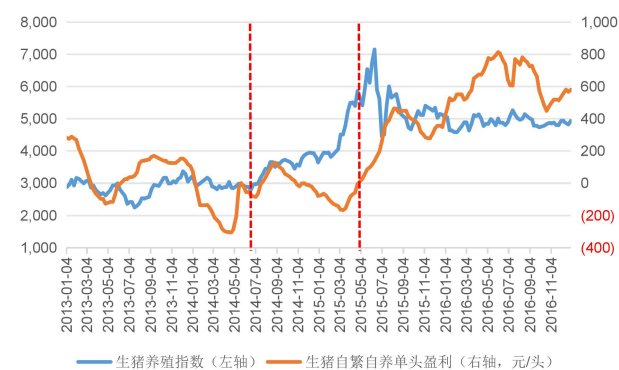
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 55：2013-2016 生猪养殖指数与猪价走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 56：2013-2016 生猪指数与养殖盈利曲线走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

## 2022 年市场在过度乐观中抢跑周期反转，最后落空

从上述分析可知，生猪养殖股价拐点领先猪价拐点。受市场共识和学习效应的影响，叠加 2022 年初养殖行业疫情和二次育肥带来猪价“淡季不淡”的催化，市场过度乐观地预期行业在经历过两个亏损期和疫情影响后迎来周期反转。然而，伴随着猪价上涨和产能大幅回升，以及二次

育肥的集中出栏，生猪价格在当年 10 月便提早进入下行通道，并在后续的 2023 年经历了历史较为少见的长时期持续亏损。与此相对应，生猪养殖指数在 2022 年经历了明显“过山车行情”。

图 57：生猪养殖指数在 2022 年经历了“过山车行情”

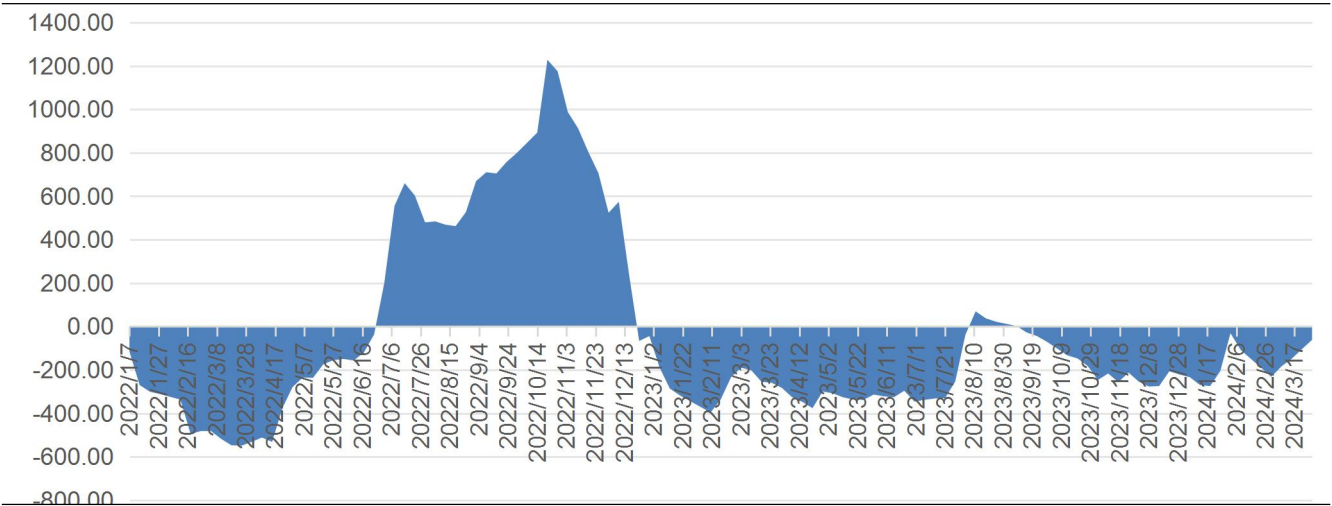


资料来源：Wind、山西证券研究所

## 2024 年当前市场又陷入过度悲观，后续或有望迎来修正

进入 2024 年，行业经历了 2021 年以来的 4 个亏损期和产能去化后，生猪价格逐渐进入上行通道。然而，在猪价上行和产能刚开始回升的阶段，市场便开始对标 2022 年，对未来预期陷入过度悲观。我们认为 2024 年不是 2022 年，与 2022 年初相比，生猪养殖行业当前财务状况已经大不如前，且产能水平更低。生猪养殖行业资产负债率正处于历史高位，行业整体的融资能力和融资空间已经明显下降，且修复资产负债表和降低高负债率尚需要较长时间。受到自身财务状况、融资约束和 4 年猪价反复磨底对预期的影响，2024 年产业对能繁母猪补栏的能力和意愿或已大幅减弱。市场近期对于生猪产能大幅回升的预期或过度悲观。生猪养殖行业后续盈利时间的持续性或有望超出市场的悲观预期。

图 58：2022Q1-2024Q1 国内生猪行业自繁自养单头盈利水平（元/头）



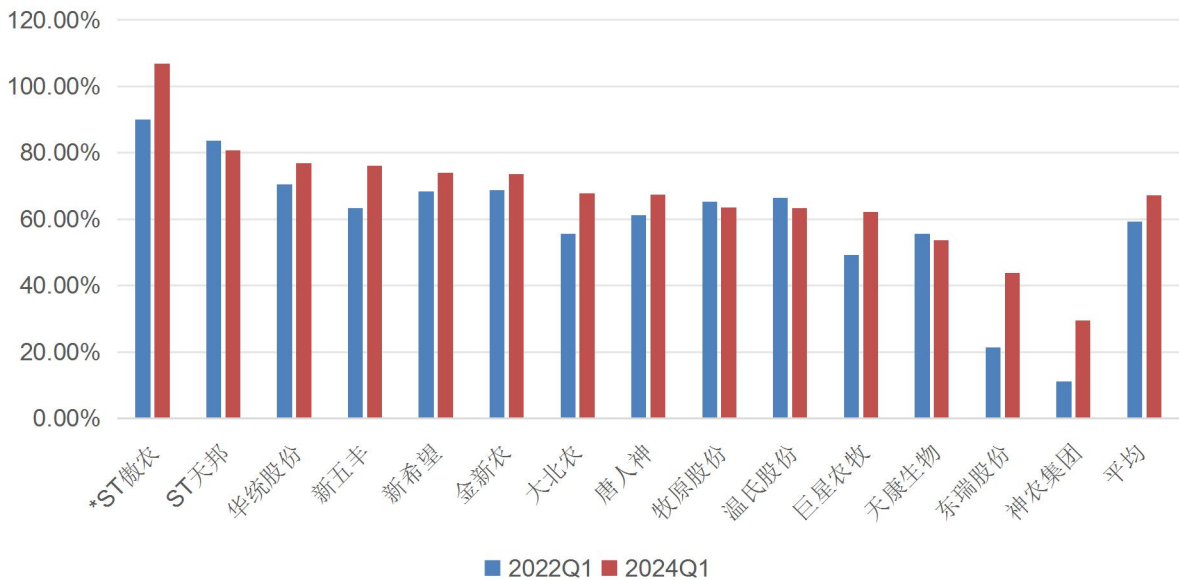
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 59：生猪养殖上市公司 2022Q1-2024Q1 累计归属净利润

单季度归属于母公司股东的利润 (百万元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	累计
*ST傲农	-352	-325	104	-466	-180	-630	-481	-2361	-292	-4982
新希望	-2,879	-1,261	1,433	1,246	-1,686	-1,297	-875	4107	-1934	-3146
ST天邦	-674	1,257	417	-511	-664	-593	-310	-1318	604	-1790
正邦科技	-2,433	-1,852	-3,358	-5,743	-1,179	-815	-825	11347	-49	-4907
金新农	-149	-36	146	58	-99	-139	-71	-351	-52	-692
唐人神	-149	9	174	101	-340	-324	-247	-615	-198	-1588
巨星农牧	-311	47	167	255	-206	-143	6	-303	-138	-625
温氏股份	-3,763	240	4,209	4,603	-2,749	-1,940	159	-1860	-1236	-2337
天康生物	-70	-28	355	44	-14	-433	-57	-859	54	-1008
新五丰	-112	-65	25	76	-226	-388	-135	-454	-254	-1534
牧原股份	-5,180	-1,503	8,196	11,754	-1,198	-1,581	937	-2421	-2379	6624
华统股份	-88	29	104	42	-105	-252	-2	-247	-157	-674
合计	-16,160	-3,488	11,973	11,459	-8,645	-8,533	-1,900	4,666	-6,032	-16659

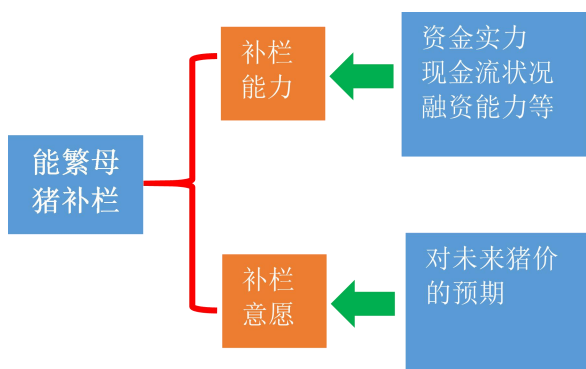
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 60：生猪养殖上市公司 2022Q1 和 2024Q1 资产负债率对比



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 61：能繁母猪补栏的驱动因素



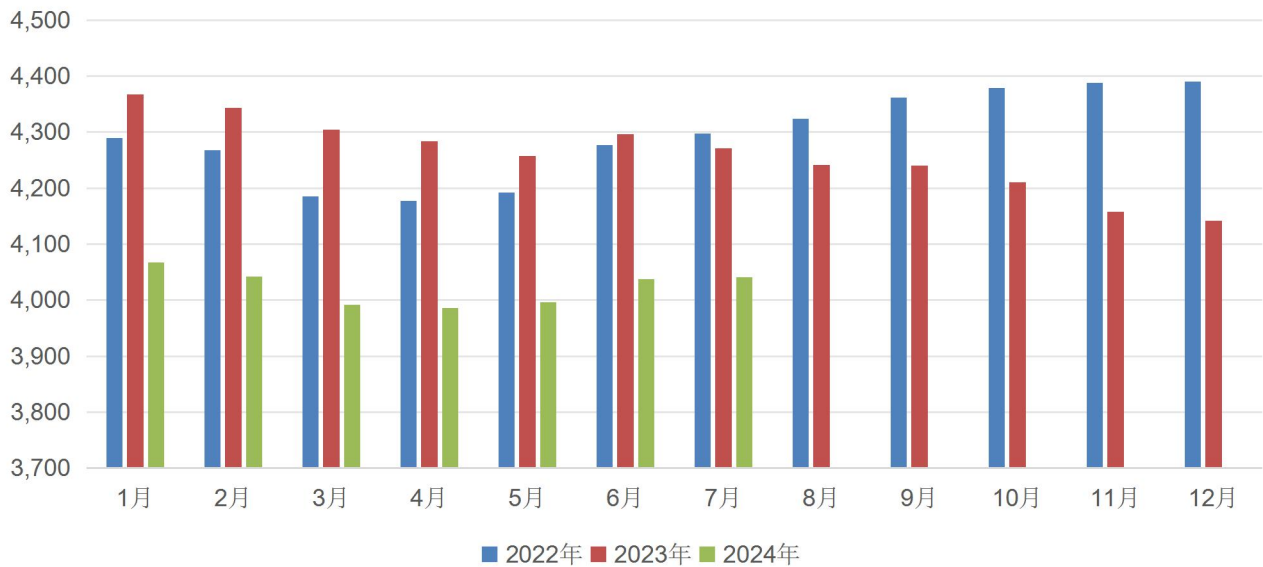
资料来源：山西证券研究所

图 62：不同场景中的能繁母猪补栏速度

能繁母猪补栏速度	猪价预期乐观	猪价预期悲观
现金流宽松或未紧张状态	快	慢
现金流紧张	慢	慢

资料来源：山西证券研究所

图 63：我国能繁母猪月度存栏量（万头）



资料来源：Wind、农业农村部、山西证券研究所

## 投资建议

市场情绪的钟摆从 2022 年的过度乐观到 2024 年当前的过度悲观，在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和养殖股的估值修复。2022 年市场过度乐观地预期行业在经历过两个亏损期和疫情影响后迎来周期反转，生猪养殖指数经历了明显的“过山车行情”。进入 2024 年，在经历 4 个“亏损底”的持续消耗后，生猪养殖行业资产负债率正处于历史高位，修复资产负债表和降低高负债率尚需要较长时间，2024 年产业对能繁母猪补栏的能力和意愿或已大幅减弱。市场近期对于生猪产能大幅回升的预期或过度悲观，生猪养殖板块股价表现与基本面趋势出现明显背离。生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和养殖股的估值修复。我们当前看好生猪养殖股的投资机会，推荐温氏股份、神农集团、唐人神、东瑞股份、巨星农牧、新希望等生猪养殖股。



## 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，本报告的任一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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

