

熬过周期的二师兄们

养猪企业中报点评

截至目前，主要上市猪企2024年上半年业绩已披露完毕，受行业产能去化带来供需关系改善影响，生猪价格持续上涨，主要上市公司的经营状况在二季度出现了明显的向好态势，大多数均实现了扭亏为盈，行业基本面发生了明显的变化。

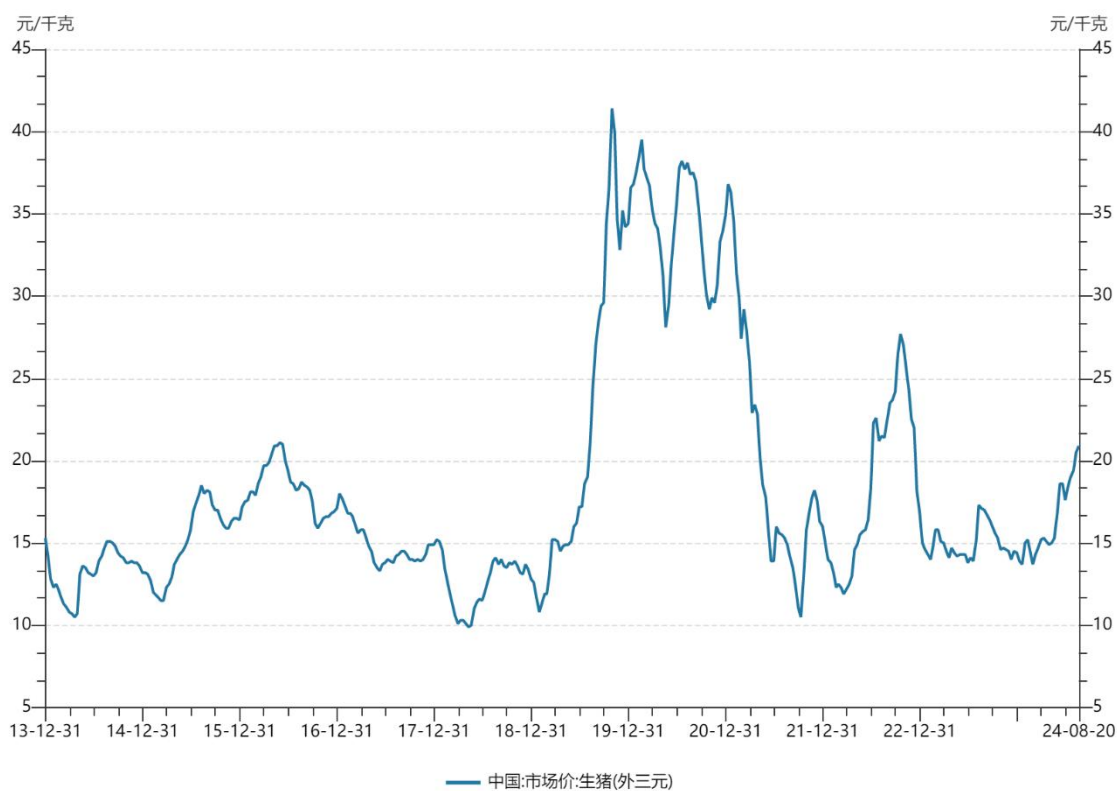
从价格与销量来看，主要上市猪企的销售均价与行业走势基本趋同，但天邦食品、新希望、温氏股份等企业提价速度显著更快，销量方面，除正邦科技因重组事项导致公司正处在逐步复工复产，产能尚未完全恢复的阶段，生猪销量累计同比下降45.11%外，其他猪企基本是稳中有升的态势，其中神农集团累计销量同比上升60.15%，实现量价齐升的局面。从月度销售来看，牧原股份在猪价上行过程中销售数量呈现明显的上行态势，而其他猪企月度表现整体平稳，但类似新希望、温氏股份却逐月有所下滑，这也是略显意外。

从财务表现来看，2024年上半年主要企业整体营收、净利润增速喜忧参半，但二季度主要企业营收与净利润均出现了较大幅度的增长，除正邦科技外均扭亏为盈，均实现了超过100.00%的同比增幅，经营状况显著改善。此外，主要企业的毛利率、净利率整体环比改善幅度也不小。现金流方面，牧原股份、温氏股份的经营活动现金流净额实现了快速增长，而规模偏小的大北农、天邦食品、正邦科技等经营活动现金流整体表现不佳。从投资活动现金流来看，牧原股份由于在过去3年的大规模扩产所带来净流出显著高于其他猪企。短期偿债压力来看，除重组完成的正邦科技以及神农集团外，其他猪企均面临不小的短期偿债压力。

一、猪价上涨

猪企业绩的改善，核心在于猪价的上涨。8月9日，国家统计局公布7月份CPI数据，居民消费价格同比上涨0.50%，环比上涨0.50%。食品中，畜肉类价格同比上涨4.90%，影响CPI上涨0.14个百分点，其中猪肉价格同比上涨20.40%，影响CPI上涨0.24个百分点。由于猪肉在CPI中比重较大，猪肉价格的大幅上涨带动了CPI的边际走强。农业农村部监测数据显示，2024年8月20日全国外三元生猪市场价20.90元/公斤，较7月底上涨7.73%，较年初上涨45.14%，涨幅明显。

图 外三元生猪市场价（元/公斤）



数据来源：农业农村部

存出栏量方面，国家统计局数据显示，2024年1-6月，全国生猪出栏36,395万头，同比减少1,153万头，下降3.10%；猪肉产量2,981万吨，同比减少51万吨，下降1.70%。2024年6月底，全国生猪存栏41,533万头，较上年末减少1,889万头，下降4.40%。其中，能繁母猪存栏4,038万头，较上年末减少104万头，下降2.50%。总体来说，存栏量的相对下降也是价格坚挺的原因之一。

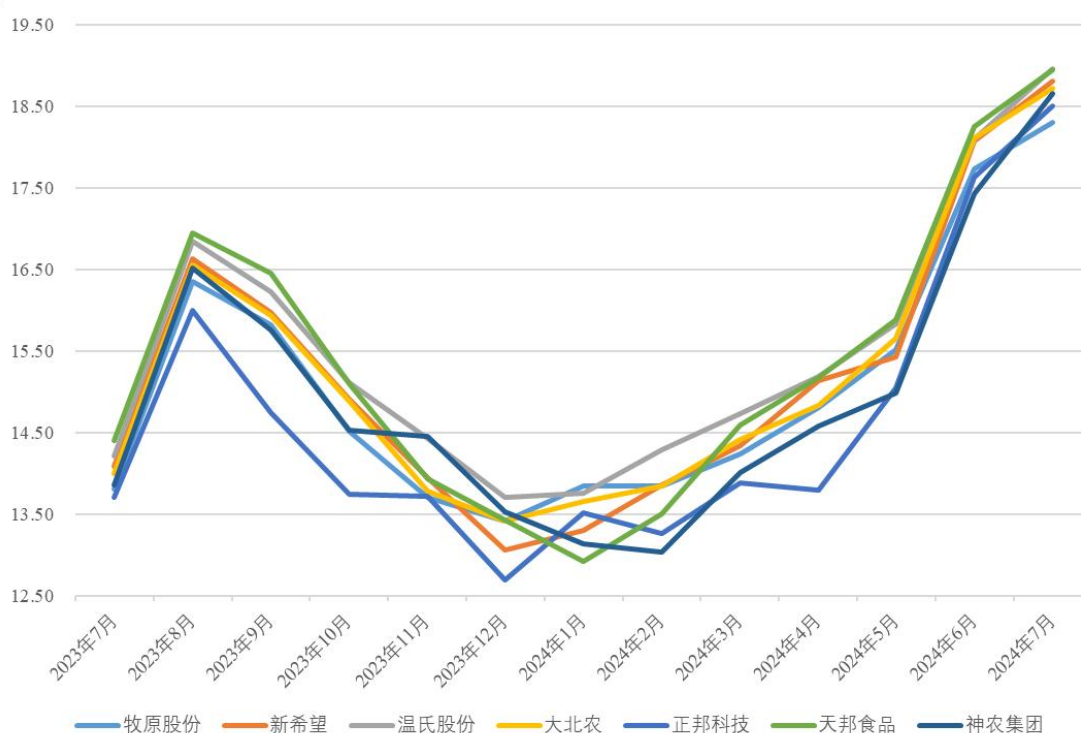
二、主要上市猪企经营与财务概况

目前业内主要上市公司牧原食品股份有限公司（以下简称“**牧原股份**”）、新希望六和股份有限公司（以下简称“**新希望**”）、温氏食品集团股份有限公司（以下简称“**温氏股份**”）、北京大北农科技集

团股份有限公司（以下简称“大北农”）、江西正邦科技股份有限公司（以下简称“正邦科技”）、天邦食品股份有限公司（以下简称“天邦食品”）、云南神农农业产业集团股份有限公司（以下简称“神农集团”）以及乐山巨星农牧股份有限公司（以下简称“巨星农牧”）等均已公布半年报，本文也以此为样本。

从商品猪/育肥猪/毛猪销售均价的整体走势来看，各企业基本与行业状况趋于一致。在销售均价提升速度方面，新希望、温氏股份、大北农与天邦食品显著优于另外三家，特别是天邦食品的销售均价提升较快，2024年7月均价销售仅次于温氏股份的18.95元/公斤，达到了18.94元/公斤。

图 各企业商品猪/育肥猪/毛猪销售均价（元/公斤）¹



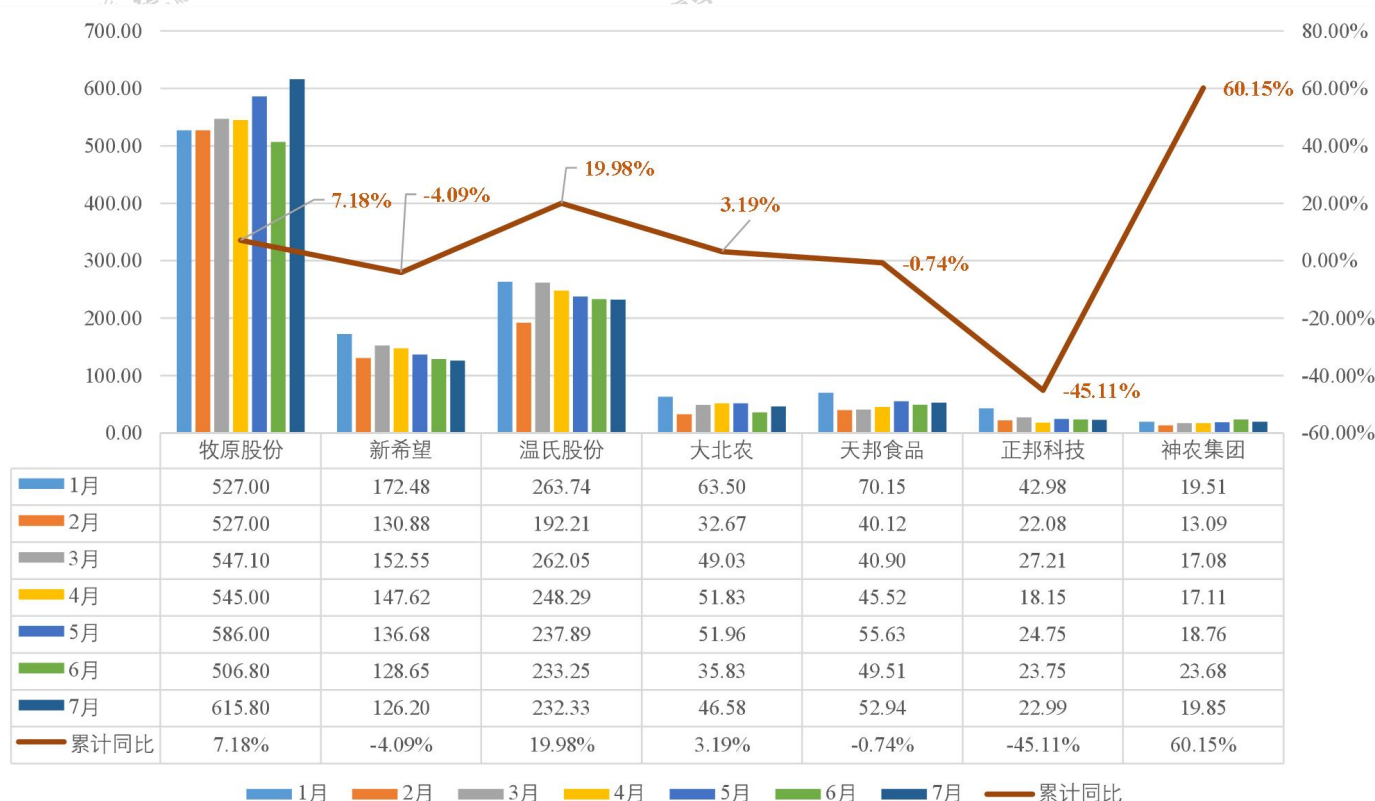
数据来源：公司公告

从销售生猪数量来看，前7个月牧原股份以3854.70万头的销售数量遥遥领先，其次是温氏股份的1406.02万头以及新希望的995.06万头，大北农、天邦食品、正邦科技以及神农集团则分别销售331.40万头、354.77万头、181.91万头以及129.08万头。从月度销售来看，大型企业中牧原股份在猪价上行过程中销售数量呈现明显的上行态势，而新希望以及温氏股份则逐月下降，至于其他4家中小猪企，销售数量整体较为平稳，甚至有所下滑。以新希望为例，2024年7月仅销售126.20万头，2024年1月则是销售172.48万头，并且在去年同期的7月也销售了138.06万头，销售数量的减少主要在于合作农户数量的下降，公司半年报显示，在养户平均规模持平的情况下，2024年6月末公司在养肥猪投放存栏的合作放

¹ 巨星农牧尚未披露月度生猪销售数据

养农户为1499户，同比减少21.00%（一体化自养与合作放养的存栏量比例约为3:7）。而温氏股份虽然月度销售数量整体环比看起来均有所下滑，但与去年同期相比仍有一定的增量（2023年7月销售213.11万头）。从2024年1-7月累计同比来看，除正邦科技因重组事项导致公司正处在逐步复工复产，产能尚未完全恢复的阶段，生猪销量累计同比下降45.11%外，其他猪企基本是稳中有升的态势，其中神农集团累计销量同比上升60.15%，实现量价齐升的局面。

图 各企业月度商品猪/育肥猪/毛猪销售数量（万头）



数据来源：公司公告

从2024年上半年整体营收增速来看，主要企业喜忧参半。其中营收超过100亿元的大型企业中，生猪养殖收入占比较高的牧原股份、温氏股份均实现了同比正增长，而新希望由于2023年末转让了白羽肉禽和食品深加工板块的控股权，大北农由于占收入7成的饲料业务营收下降20.33%等影响，营收显著下滑，如果单看生猪养殖业务，新希望营收同比增长3.02%、大北农下降3.54%，边际有所好转。在其他可比企业中，天邦食品、正邦科技营收同比均出现了下滑，其中天邦食品的生猪养殖业务收入同比下降21.26%，这与其从一家生猪养殖企业向食品企业转型有关联，而正邦科技的生猪养殖业务大幅下降39.36%则更多是自身重组后经营的不善造成的。

从净利润来看，2024年上半年样本企业净利润增速均实现了较大的增幅。分季度来看，Q1各企业净利润均出现了亏损（天邦食品第一季度出售参股公司史记生物32.91%股权的投资收益9.95亿元，扣

除非经常性损益后的净亏损2.81亿元），大体也是企业越大亏损额越多。Q2各企业营收与净利润均出现了较大幅度的增长，除正邦科技外均扭亏为盈，均实现了超过100.00%的同比增幅，其中牧原股份、温氏股份净利润高达34.84亿元、26.86亿元，同比增速分别为319.26%、239.90%，经营状况显著改善；相对而言，大北农以及天邦食品则相对疲软，同比增速仅114.64%、139.97%。此外，相较于Q1，各企业Q2的营收增速明显更强，收入环比增速几乎都是两位数增长，其中神农集团、巨星农牧更是超过了30.00%。

图 主要生猪养殖企业2024年上半年经营概况（亿元）

2024年1-6月/6月末	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
营业收入	568.66	495.77	467.58	130.95	43.18	32.23	24.94	22.33
同比增速	9.63%	-28.62%	13.49%	-16.42%	-8.84%	-22.39%	46.04%	13.13%
净利润	10.25	-13.7	14.29	-1.56	8.40	-1.43	1.24	-0.41
同比增速	136.74%	35.93%	130.15%	85.06%	166.84%	93.21%	146.96%	88.16%
2024年Q1	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
营业收入	262.72	239.08	218.48	67.07	20.50	14.42	10.82	9.49
同比增速	8.57%	-29.49%	9.38%	-13.76%	-5.69%	-36.08%	20.82%	6.16%
净利润	-24.59	-23.61	-12.57	-2.5	6.03	-0.67	-0.04	-1.38
同比增速	-104.81%	-18.68%	55.44%	38.04%	190.76%	94.76%	96.60%	33.50%
2024年Q2	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
营业收入	305.94	256.69	249.1	63.88	22.68	17.81	14.12	12.84
同比增速	10.56%	-27.79%	17.36%	-19.06%	-11.48%	-6.07%	73.89%	18.89%
净利润	34.84	7.91	26.86	0.94	2.37	-0.76	1.28	0.97
同比增速	319.26%	149.31%	239.90%	114.64%	139.97%	90.85%	181.01%	168.31%
2024年Q2收入环比	16.45%	7.37%	14.02%	-4.76%	10.63%	23.51%	30.50%	35.30%

数据来源：公司公告

从毛利率、净利率以及资产负债率来看，以生猪养殖为绝对主业的牧原股份仅以7.74%的毛利率高于新希望（2.38%），剩余企业或多或少涉及饲料、食品加工等其他业务，毛利率也总体高于前者。从净利率来看，除天邦食品因出售资产而异常外，行业内给企业的净利率均处于较低水平。资产负债率方面，2024年6月末，新希望、天邦食品资产负债率分别为72.99%、78.40%，是唯二资产负债率超过70.00%的猪企，其中新希望的资产负债率从2019年的49.16%大幅增长至今，显然埋下了不小的隐患，而天邦食品目前已进入了预重整债权申报阶段也是急剧扩张的结果。

图 盈利能力与资产负债率

毛利率	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
2024年1-3月	2.50%	2.93%	3.27%	11.89%	4.00%	14.27%	6.00%	2.33%
2024年1-6月	7.74%	2.38%	10.84%	13.10%	8.45%	10.39%	12.23%	11.27%
净利率	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
2024年1-3月	-9.36%	-9.88%	-1.75%	-1.73%	29.41%	-4.61%	-0.33%	-14.52%
2024年1-6月	1.80%	3.17%	3.06%	1.19%	19.46%	4.43%	4.97%	1.85%
资产负债率	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
2024年6月末	61.81%	72.99%	58.95%	67.31%	78.40%	50.67%	30.78%	62.25%

数据来源：公司公告

从现金流来看，在猪价上涨的周期中，2024年上半年牧原股份的经营活动现金流净额总额最高且超过了2023年全年，其次是温氏股份，实现了58.09亿元经营现金流净额，达到了2023年的76.49%，值得一提的是，规模偏小的大北农、天邦食品、正邦科技等经营活动现金流为负，这与上半年的猪价大幅上涨的行业背景背道相驰。从投资活动现金流来看，牧原股份由于在过去3年中大规模扩产所带来的大规模投资活动现金流净流出，其次是温氏股份，虽然投资活动也是呈现持续净流出状态，但规模远不及牧原股份，这也是后者经营现金流在顺周期中大幅领先行业的重要体现。

图 经营/投资活动现金流净额（亿元）

经营活动现金流净额	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
2021	162.95	5.01	7.66	11.49	-5.56	-22.04	5.86	1.55
2022	230.11	92.38	110.75	14.32	6.58	-54.68	2.23	4.82
2023	98.93	139.04	75.94	2.45	2.64	-13.83	0.19	-1.05
2024年	154.74	46.52	58.09	-1.9	-16.74	-5.41	2.96	1.8
投资活动现金流净额	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
2021	-359.66	-169.48	-102.53	-16.15	-5.71	-10.34	-15.92	-10.35
2022	-159.29	-82.34	-57.63	-31.39	-5.47	-4.52	-3.22	-9.92
2023	-172.19	0.06	-33.15	-20.73	-0.24	-4.73	-8.34	-8.95
2024年	-63.35	-14.54	-34.07	-2.51	15.02	-1.14	-3.03	-4.32

数据来源：公司公告

从短期偿债压力来看，大型企业中牧原股份期末现金与现金等价物对短期有息债务的覆盖比例仅24.72%，短期偿债压力不小，但具体从可融资金来源以及经营状况来看，偿债压力仍是可控的，可参考报告《牧原股份：质疑声中穿越周期？》。其次是新希望，覆盖比例仅仅27.17%，值得一提的是，新希望在2022-2023年以及2024年上半年筹资活动现金流净额连续为负，分别为-54.87亿元、-149.32亿元、-23.57亿元，持续处于偿还债务的途中。此外，中小企业中除重组完成的正邦科技、神农集团覆盖比例较高外，大北农、天邦食品、巨星农牧等均面临不小的偿债压力。

图 短期偿债压力（亿元）

	牧原股份	新希望	温氏股份	大北农	天邦食品	正邦科技	神农集团	巨星农牧
短期借款	431.52	196.5	41.54	81.67	27	3.2	4.55	11.41
应付票据	55.81	55.75	11.1	0	2.3	1.43	1.04	1.86
一年内到期的非流动负债	102.08	93.99	37.88	21.88	6.75	2.34	2.2	8.16
短期有息债务合计	589.41	346.24	90.52	103.55	36.05	6.97	7.79	21.43
2024年6月期末现金与现金等价物	145.73	94.08	57.12	30.5	0.59	27.47	7.71	2.96
现金与现金等价物/短期有息债务	24.72%	27.17%	63.10%	29.45%	1.64%	394.12%	98.97%	13.81%

数据来源：公司公告

三、小结

截至目前，主要上市猪企2024年上半年业绩已披露完毕，受行业产能去化带来供需关系改善影响，

生猪价格持续上涨，主要公司的经营状况在二季度出现了明显的向好态势，大多数均实现了扭亏为盈，行业基本面发生了明显的变化。

从价格与销量来看，主要上市猪企的销售均价与行业走势基本趋同，但天邦食品、新希望、温氏股份等企业提价速度显著更快，销量方面，除正邦科技因重组事项导致公司正处在逐步复工复产，产能尚未完全恢复的阶段，生猪销量累计同比下降45.11%外，其他猪企基本是稳中有升的态势，其中神农集团累计销量同比上升60.15%，实现量价齐升的局面。从月度销售来看，牧原股份在猪价上行过程中销售数量呈现明显的上行态势，而其他猪企月度表现整体平稳，但类似新希望、温氏股份却逐月有所下滑，这也是略显意外。

从财务表现来看，2024年上半年主要企业整体营收、净利润增速喜忧参半，但二季度主要企业营收与净利润均出现了较大幅度的增长，除正邦科技外均扭亏为盈，均实现了超过100.00%的同比增幅，经营状况显著改善。此外，主要企业的毛利率、净利率整体环比改善幅度也不小。现金流方面，牧原股份、温氏股份的经营活动现金流净额实现了快速增长，而规模偏小的大北农、天邦食品、正邦科技等经营活动现金流整体表现不佳。从投资活动现金流来看，牧原股份由于在过去3年的大规模扩产所带来净流出显著高于其他猪企。短期偿债压力来看，除重组完成的正邦科技以及神农集团外，其他猪企均面临不小的短期偿债压力。

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。

预警等级释义

本报告所提供发行主体预警等级是由主体量化分析结果与发行主体最新动态相结合而综合评定的，预警等级包括四档：红色预警、橙色预警、黄色预警和关注，风险等级依次下降，各等级释义如下：

风险	红色	发行人违约概率很高，信用风险非常大
	橙色	发行人状况持续恶化，违约概率高，信用风险大
	黄色	发行人出现重大不利变化，违约概率显著提升
关注	蓝色	发行人出现负面事件，影响其偿付能力或偿付意愿