

## 农林牧渔

## 农业行业 2025 年度策略

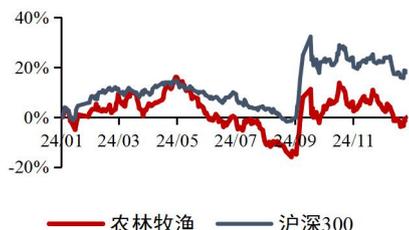
## 同步大市-A(维持)

行业或存在明显的正向预期差

2025 年 1 月 20 日

行业研究/行业年度策略

## 农林牧渔板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票	评级
002311.SZ 海大集团	买入-A
300498.SZ 温氏股份	买入-B
002299.SZ 圣农发展	买入-B
301498.SZ 乖宝宠物	增持-A
002891.SZ 中宠股份	增持-A
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

## 分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

张彦博

执业登记编码：S0760524100001

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

## 投资要点：

- “猪周期”表面上是价格周期，本质上是产能周期。由于生猪行业生物资产的特殊性，从母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。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。由于受到资金和负债的较大约束，因此弥补亏损和降低负债反而是当前行业进入盈利周期后的主基调，而不是快速加产能。虽然生猪养殖行业从 2024Q2 开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。
  - 生猪产业规模化过程中的“相对效率曲线”效应深层次的本质是：产业内部的效率差驱动市场份额从低效率群体流向高效率群体。随着“非洲猪瘟”疫情防控进入常态化和成熟稳定期，行业内部效率差距在重新收窄，我们认为生猪行业集中度的提升或进入减速期。
  - 当前市场对于生猪产能回升对盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和 2025 年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。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估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。
  - 2024 年肉鸡行业业绩的主要驱动因素为降本增效。进入 2025 年，在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在在变量。目前而言，低估值和低预期的品种在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力。圣农发展当前正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。
  - 随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善，饲料行业景气度有望见底回升，海大集团经营基本面有望迎来上行期；此外，公司海外饲料业务有望成为公司业绩的又一个潜在增长点，看好海大集团的投资机会。
  - 我们认为卓越的全产业链运营是宠粮品牌核心竞争力之一，随着国产品牌效应逐步增强，国产品牌高增长有望延续，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐坚持自主品牌建设、全球产业链布局领先的中宠股份。
- 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；食品安全风险；汇率波动风险。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



## 目录

2024 年农业行业表现回顾：农业指数跑输沪深 300 指数.....	5
生猪养殖板块：悲观预期修正或带来估值回升.....	7
2024 年初以来，国内生猪价格在需求不振的大环境下逆势上扬.....	7
2006-2019 年的各轮周期均累计盈利，加产能是进入盈利周期后的行业主基调.....	9
2019Q2-2024Q1 累计亏损面广、负债率高，弥补亏损、降低负债是行业进入盈利周期后的主基调.....	13
产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度.....	16
原料价格下行筑底有望助力行业降本增效和扩充盈利空间.....	18
生猪行业集中度的提升或进入减速期.....	20
当前市场预期过度悲观，后续或有望迎来修正.....	24
家禽养殖板块：低估值品种具备较好的配置价值.....	25
成本下降在 2024 年的业绩贡献中占较大权重.....	25
低估值品种具备较好的配置价值.....	26
饲料动保板块：行业景气度有望见底回升.....	28
2024 年行业下探筑底.....	28
饲料上游大宗原料价格进入下行筑底期.....	30
饲料动保行业景气度有望见底回升.....	32
宠物板块：国内市场国货竞争力持续提升，自有品牌出海逐步登上舞台.....	34
宠物行业逐步迈入稳定发展期，依旧保持增长韧性.....	34
线上渠道已成为宠粮主战场，国货品牌竞争力进一步提升.....	35
自有品牌出海逐步登上舞台.....	36
投资建议.....	38
风险提示.....	39

## 图表目录

图 1：农业行业指数相对收益与 CPI 的走势.....	5
图 2：各行业板块 2024 年年度绝对收益和相对收益.....	6
图 3：农业各子行业 2024 年年度绝对收益和相对收益.....	6
图 4：国内牛肉价格走势（单位：元/公斤）.....	7
图 5：国内羊肉价格走势（单位：元/公斤）.....	7
图 6：国内生鲜乳主产区平均价（单位：元/公斤）.....	7
图 7：鸡蛋市场零售价（单位：元/公斤）.....	7
图 8：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）.....	8
图 9：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）.....	8
图 10：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）.....	8
图 11：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）.....	8
图 12：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）.....	9
图 13：国内能繁母猪存栏量环比变动趋势.....	9
图 14：2006 年以来我国各轮猪周期概况.....	10
图 15：2006Q2-2010Q1，生猪养殖上市公司累计归属净利润.....	10
图 16：2006Q1-2010Q2，生猪养殖上市公司资产负债率变动趋势.....	11

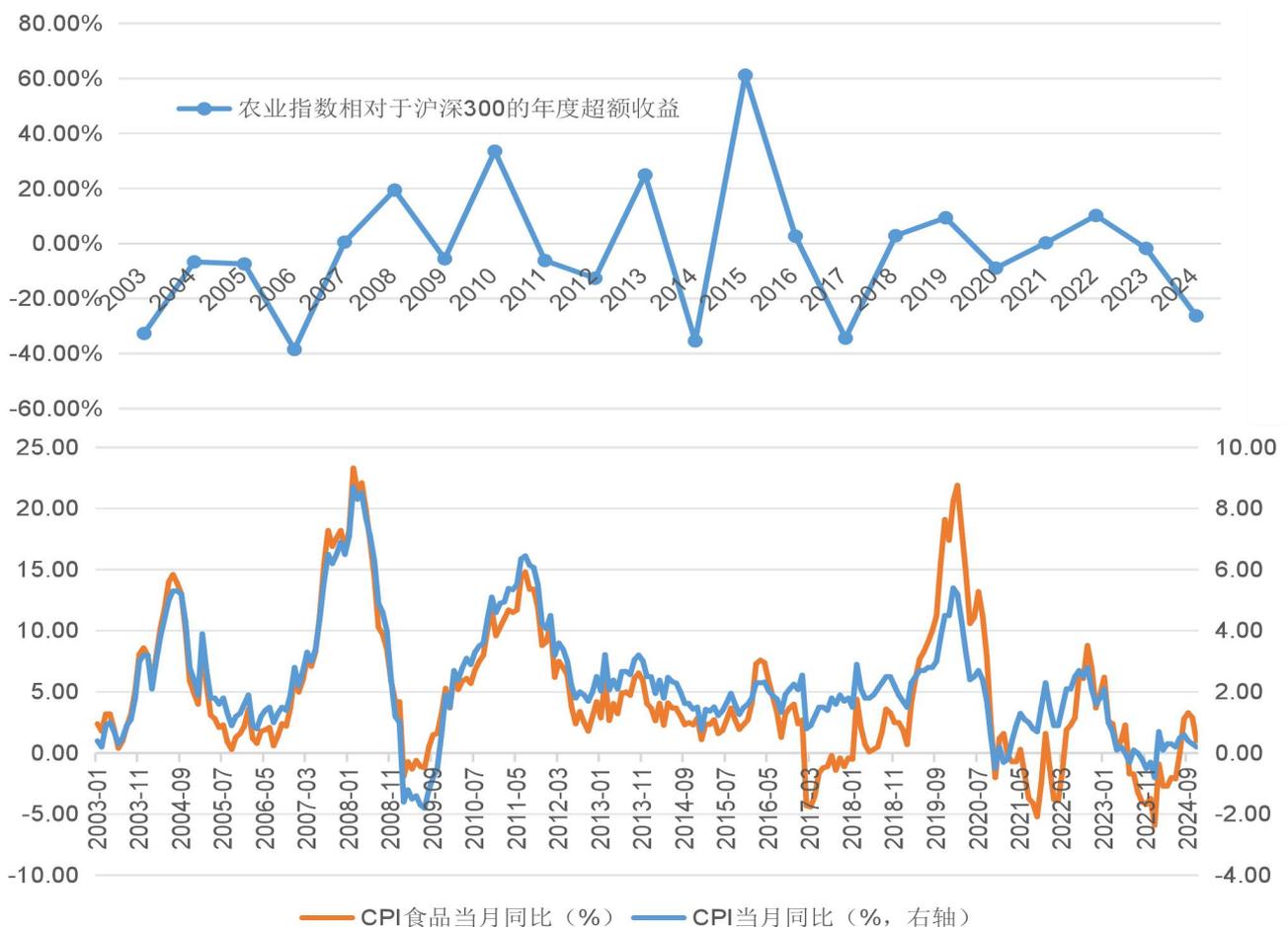
图 17： 2010Q1-2015Q1， 生猪养殖上市公司累计归属净利润.....	11
图 18： 2010Q1-2015Q1， 生猪养殖上市公司资产负债率.....	12
图 19： 2015Q2-2019Q1， 生猪养殖上市公司累计归属净利润.....	12
图 20： 2015Q2-2019Q1， 生猪养殖上市公司资产负债率.....	12
图 21： 2019Q2-2024Q1， 生猪养殖上市公司累计归属净利润.....	13
图 22： 2019Q1-2024Q1 生猪养殖上市公司资产负债率.....	14
图 23： 生猪养殖上市公司单季度净利润趋势.....	14
图 24： 2024Q1 以来生猪养殖上市公司资产负债率趋势.....	15
图 25： 我国能繁母猪月度存栏量（万头） .....	15
图 26： 2010-2015 年国内生猪价格走势（元/公斤） .....	16
图 27： 2010-2015 年国内能繁母猪存栏量趋势（万头） .....	17
图 28： 生猪生产时间周期.....	17
图 29： 2010-2015 年国内生猪自繁自养盈利趋势（元/头） .....	18
图 30： 2006 年以来各轮周期的对比总结.....	19
图 31： 国内玉米价格历史走势（元/公斤） .....	19
图 32： 国内豆粕价格历史走势（元/吨） .....	19
图 33： 生猪产业的“相对效率曲线”效应.....	20
图 34： 美国不同规模猪场每窝产子数曲线的走势.....	20
图 35： 美国不同规模生猪养殖场的每窝产子数（单位：头， 2011 年数据） .....	21
图 36： 美国不同存栏规模养殖场出栏占比的历史曲线走势.....	21
图 37： 2016 年英国不同规模养殖场 PSY 横向对比（局部出现规模不经济） .....	21
图 38： 英国不同母猪群规模养殖场的行业存栏占比结构.....	21
图 39： 非洲猪瘟前后的“相对效率曲线”效应对比.....	22
图 40： 中国生猪养殖企业排名及其市场份额.....	23
图 41： 中国生猪行业前 20 强市场份额变化趋势.....	23
图 42： 中国生猪行业前 20 强总份额年度变化值和变动幅度.....	23
图 43： 当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系.....	24
图 44： 我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套） .....	25
图 45： 我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤） .....	25
图 46： 我国鸡肉平均价（元/公斤） .....	26
图 47： 温氏股份毛鸡销售价格（元/公斤） .....	26
图 48： 家禽养殖上市公司当年累计归属净利润趋势.....	26
图 49： 圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域.....	27
图 50： 全国工业饲料产量和增速.....	28
图 51： 全国饲料月度产量（万吨） .....	29
图 52： 2022-2023 年饲料产销量前 20 强.....	29
图 53： 全球和中国玉米供需平衡表.....	30
图 54： 全球和中国大豆供需平衡表.....	30
图 55： 全球和中国小麦供需平衡表.....	31
图 56： 国内玉米现货价（元/公斤） .....	31
图 57： 鱼粉国际现货价（美元/吨） .....	31
图 58： 国内小表现现货价（元/吨） .....	32
图 59： 国内豆粕现货价（元/吨） .....	32

图 60：猪饲料行业总量增速和生猪盈利之间的走势关系.....	32
图 61：普水类养殖产品塘口价（元/斤）.....	33
图 62：特水类养殖产品塘口价（元/斤）.....	33
图 63：甲壳类养殖产品塘口价（元/斤）.....	33
图 64：全国水产饲料月度产量（万吨）.....	33
图 65：饲料动保上市公司单季度净利润趋势.....	34
图 66：全国宠物饲料产量（万吨）.....	35
图 67：2020 年以来全国宠物饲料月度产量（万吨）.....	35
图 68：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）.....	35
图 69：双十一天猫及抖音宠物品牌成交 TOP10 榜单.....	36
图 70：2004-2023 年中国犬猫食品出口数量及金额.....	37
图 71：2015-2023 年中国向印尼出口犬猫粮数量（吨）.....	37
图 72：2015-2023 年中国向菲律宾出口犬猫粮数量（吨）.....	37
图 73：重点公司盈利预测、估值与评级.....	38

## 2024 年农业行业表现回顾：农业指数跑输沪深 300 指数

2024 年，除了生猪价格回升以外，国内其他畜禽产品价格整体相对低迷，资本市场农业行业的投资热度也明显低于 2023 年。农业板块 2024 年累计涨跌幅为-11.58%，明显跑输沪深 300 指数，相对收益-26.26%（沪深 300 基准），在全市场各行业指数中排名靠后。从农业各子板块来看，排名在前 1/2 的子板块主要为种植、农产品加工、种子、果蔬加工、粮油加工、食品及饲料添加剂；排名在后 1/2 的子板块主要为生猪养殖、肉鸡养殖、水产养殖、畜禽饲料、动物保健。

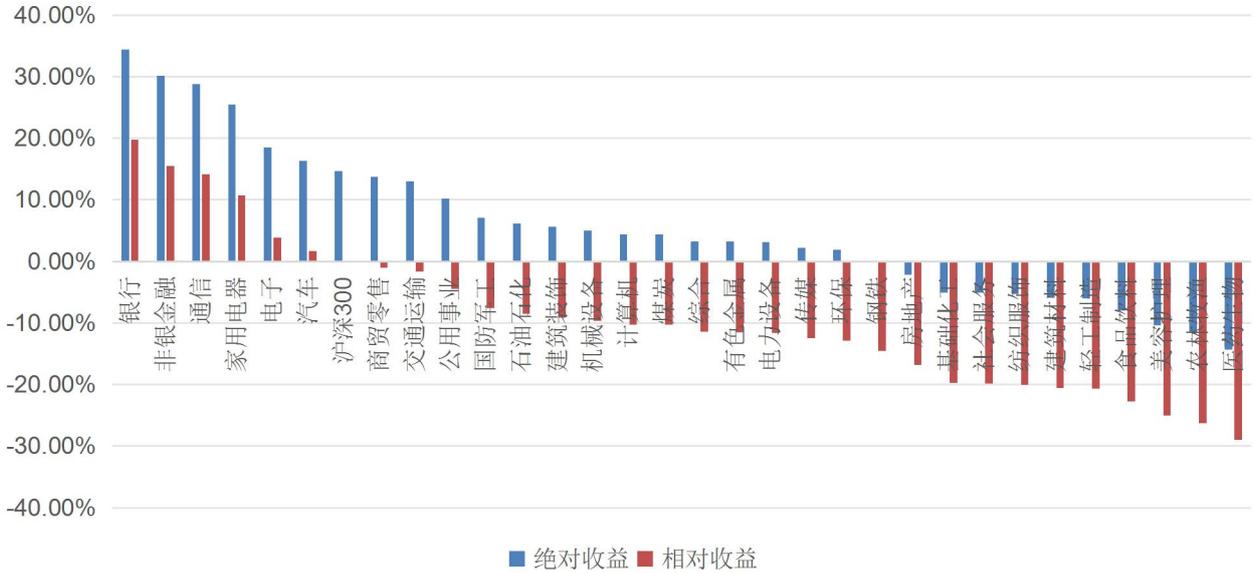
图 1：农业行业指数相对收益与 CPI 的走势



资料来源：Wind、山西证券研究所



图 2：各行业板块 2024 年年度绝对收益和相对收益



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 3：农业各子行业 2024 年年度绝对收益和相对收益



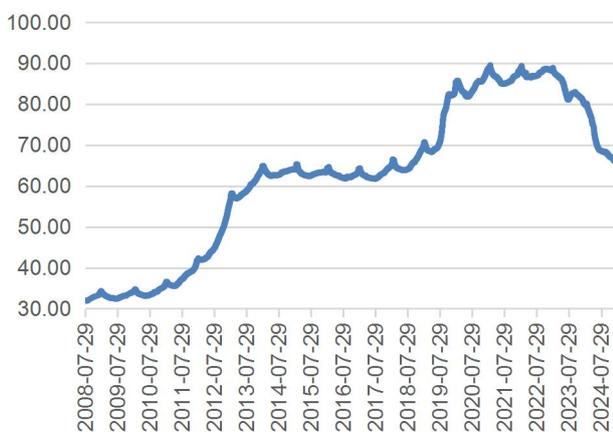
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 生猪养殖板块：悲观预期修正或带来估值回升

### 2024年初以来，国内生猪价格在需求不振的大环境下逆势上扬

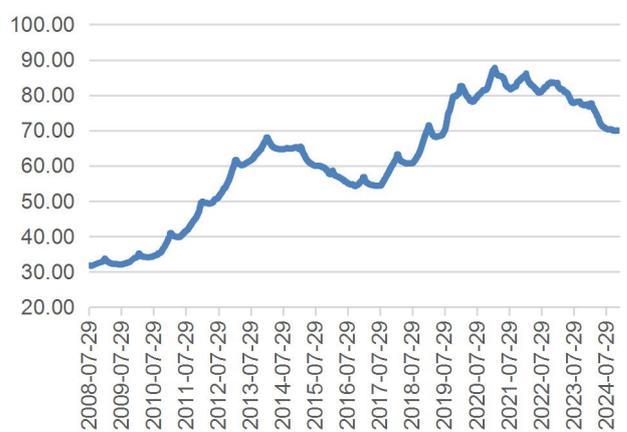
2023年，在供给严重过剩和需求不振的双重不利影响之下，国内生猪价格全年表现较为低迷，行业整体持续亏损，能繁母猪产能持续去化。在经历过前期的产能去化后，2024年初以来，国内生猪价格在需求不振、其他肉禽蛋奶价格低迷的大环境下呈现逆势上扬。

图 4：国内牛肉价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 5：国内羊肉价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 6：国内生鲜乳主产区均价（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

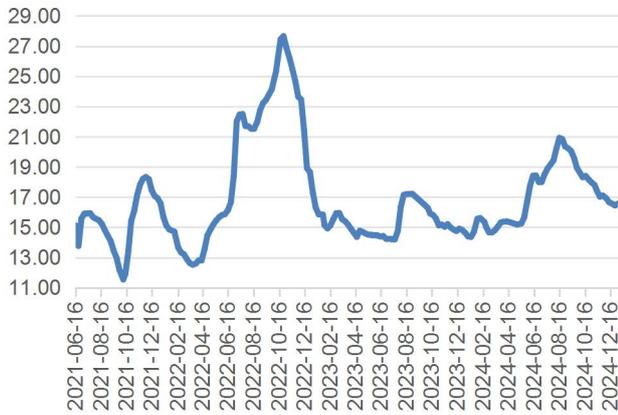
图 7：鸡蛋市场零售价（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

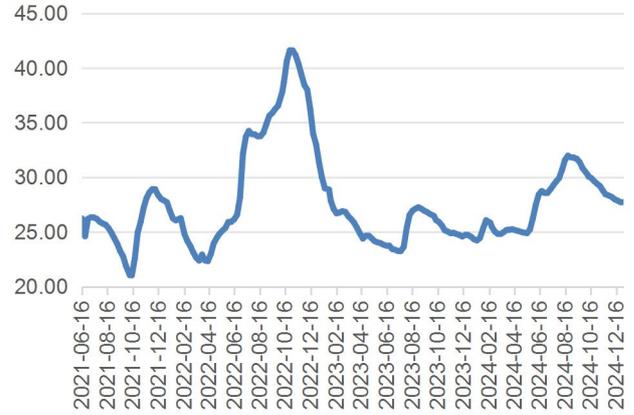


图 8：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



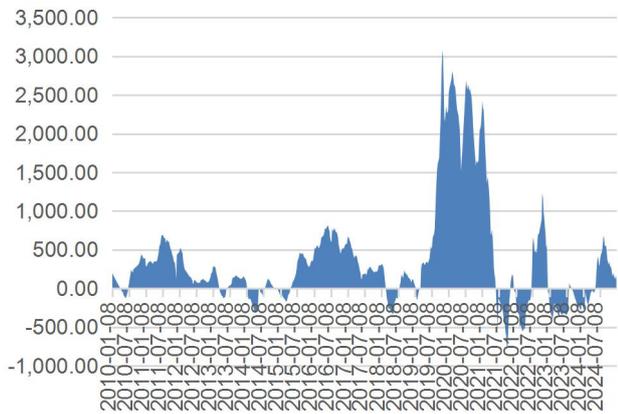
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 9：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



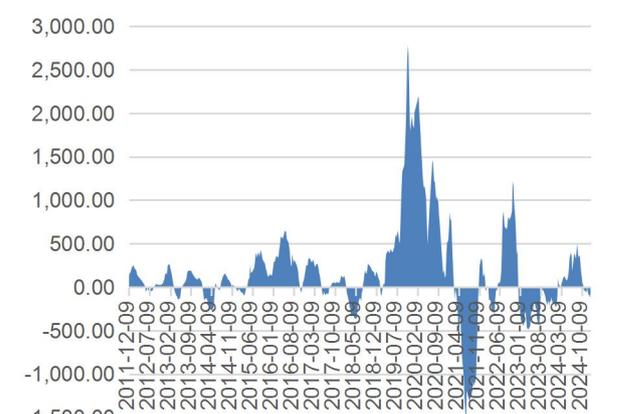
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 10：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 11：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



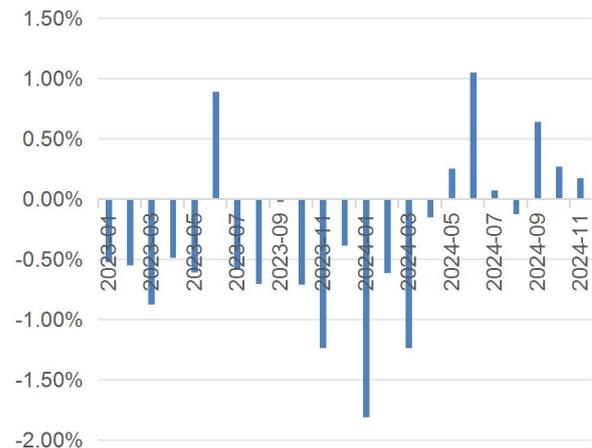
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 12：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 13：国内能繁母猪存栏量环比变动趋势



资料来源：Wind、山西证券研究所

## 2006-2019 年的各轮周期均累计盈利，加产能是进入盈利周期后的行业主基调

2006-2019 年，我国生猪行业经历了 3 轮猪周期：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。从上述各轮周期的累计盈利角度来看，生猪养殖上市公司在各个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%。由于资金和负债的约束较小，因此当行业从下行周期进入到盈利周期后，行业加产能的能力和意愿均较强，加产能成为行业进入盈利周期后的主基调。



图 14：2006 年以来我国各轮猪周期概况



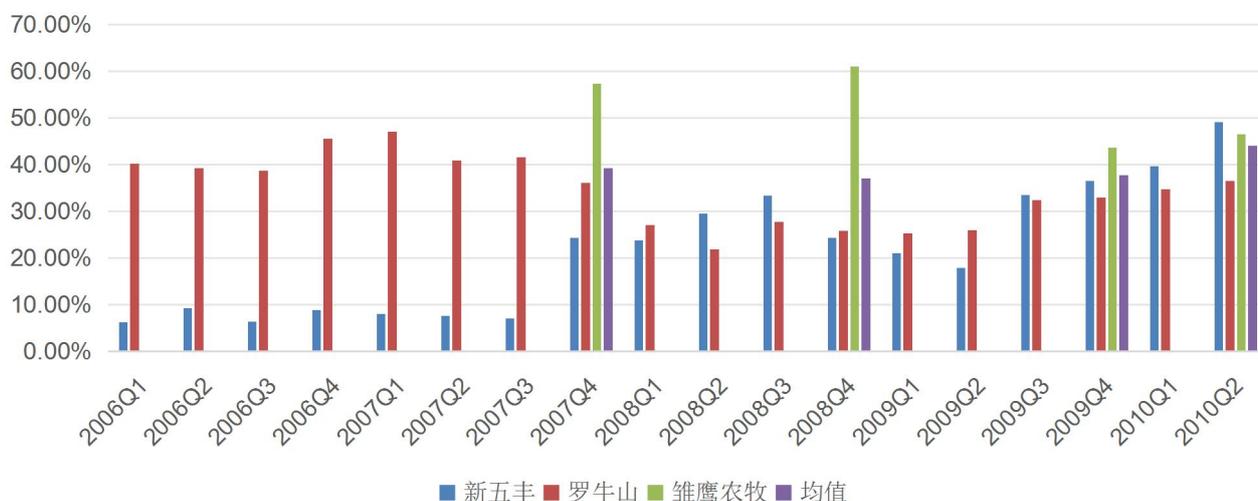
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 15：2006Q2-2010Q1，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 16: 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

图 17: 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 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 18: 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

图 19: 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 20: 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

## 2019Q2-2024Q1 累计亏损面广、负债率高，弥补亏损、降低负债是行业进入盈利周期后的主基调

2019Q2-2024Q1 期间，大部分生猪养殖上市企业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。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。由于受到资金和负债的较大约束，因此当行业从下行周期进入到盈利周期后，行业加产能的能力和意愿均较弱，弥补亏损和降低负债反而是行业进入盈利周期后的主基调。虽然生猪养殖行业从 2024Q2 开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。

图 21：2019Q2-2024Q1，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 22：2019Q1-2024Q1 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

图 23：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母 公司股东的利润 (百万元)	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30
牧原股份	-5180.23	-1503.37	8195.89	11753.86	-1198.05	-1581.16	936.89	-2420.95	-2378.91	3208.20	9651.78
温氏股份	-3763.30	239.78	4209.06	4603.47	-2749.10	-1939.64	158.93	-1859.85	-1236.02	2563.40	5081.01
神农集团	-150.01	27.24	154.65	223.50	-105.87	-157.95	46.70	-184.16	-3.57	127.51	356.31
巨星农牧	-311.13	47.17	167.15	254.89	-205.58	-142.74	5.55	-302.53	-138.05	93.20	304.33
新希望	-2879.19	-1260.56	1433.07	1246.06	-1685.74	-1296.91	-874.85	4106.70	-1934.42	716.94	1370.73
正邦科技	-2433.28	-1852.38	-3358.24	-5743.25	-1178.64	-815.31	-824.58	11347.24	-48.80	-78.69	428.16
天康生物	-69.61	-27.87	355.44	22.79	-14.28	-433.01	-57.09	-858.93	54.06	222.62	288.94
新五丰	-112.08	-64.61	24.90	75.80	-226.35	-387.89	-135.16	-454.01	-254.31	7.35	248.19
唐人神	-149.20	9.47	173.96	100.84	-340.18	-323.85	-246.81	-615.07	-197.51	202.17	249.06
东瑞股份	-32.23	-26.86	64.04	37.96	-190.88	-139.24	-85.53	-100.45	-83.05	-27.00	33.07
华统股份	-87.89	28.81	104.45	42.38	-104.58	-251.79	-1.91	-246.58	-157.30	38.24	172.48
金新农	-148.56	-36.05	146.40	58.05	-99.05	-138.80	-70.60	-351.41	-52.06	10.27	69.65
*ST傲农	-351.68	-325.06	104.03	-466.31	-179.71	-629.61	-480.56	-2360.93	-292.02	-247.99	-278.98
ST天邦	-673.65	1256.87	416.80	-510.58	-663.78	-592.54	-309.53	-1317.55	603.73	237.32	500.36

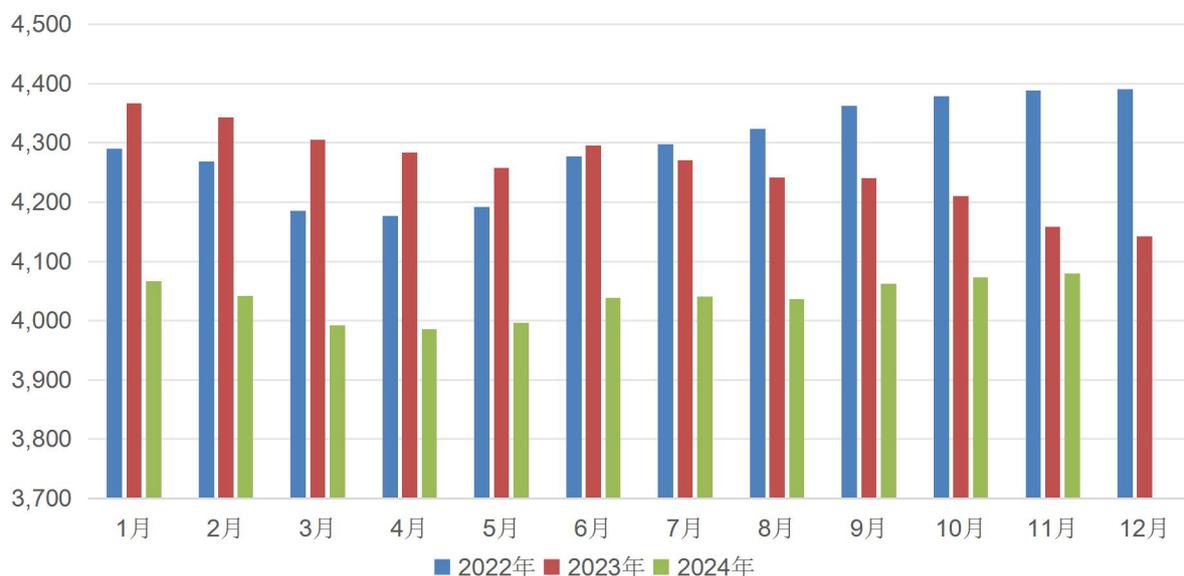
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 24：2024Q1 以来生猪养殖上市公司资产负债率趋势

资产负债率	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024年二季度末相对 一季度末的变化	2024年三季度末相对 二季度末的变化	2024年三季度末相对 一季度末的变化
*ST傲农	106.84%	109.21%	112.27%	2.36%	3.06%	5.43%
华统股份	76.77%	76.04%	74.42%	-0.73%	-1.63%	-2.36%
新五丰	76.05%	76.32%	74.33%	0.27%	-1.99%	-1.72%
ST天邦	80.74%	78.40%	73.85%	-2.34%	-4.55%	-6.89%
金新农	73.66%	73.55%	72.22%	-0.11%	-1.33%	-1.44%
新希望	74.03%	72.99%	70.85%	-1.04%	-2.14%	-3.18%
大北农	67.75%	67.31%	65.29%	-0.44%	-2.02%	-2.46%
唐人神	67.35%	65.92%	65.10%	-1.43%	-0.82%	-2.25%
巨星农牧	62.19%	62.25%	60.81%	0.06%	-1.44%	-1.38%
牧原股份	63.59%	61.81%	58.38%	-1.78%	-3.43%	-5.21%
温氏股份	63.37%	58.95%	54.86%	-4.42%	-4.09%	-8.52%
天康生物	53.75%	51.05%	49.89%	-2.70%	-1.17%	-3.86%
正邦科技	50.43%	50.67%	47.05%	0.24%	-3.62%	-3.38%
东瑞股份	43.82%	44.27%	44.69%	0.45%	0.42%	0.86%
神农集团	29.53%	30.78%	27.72%	1.26%	-3.07%	-1.81%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 25：我国能繁母猪月度存栏量（万头）

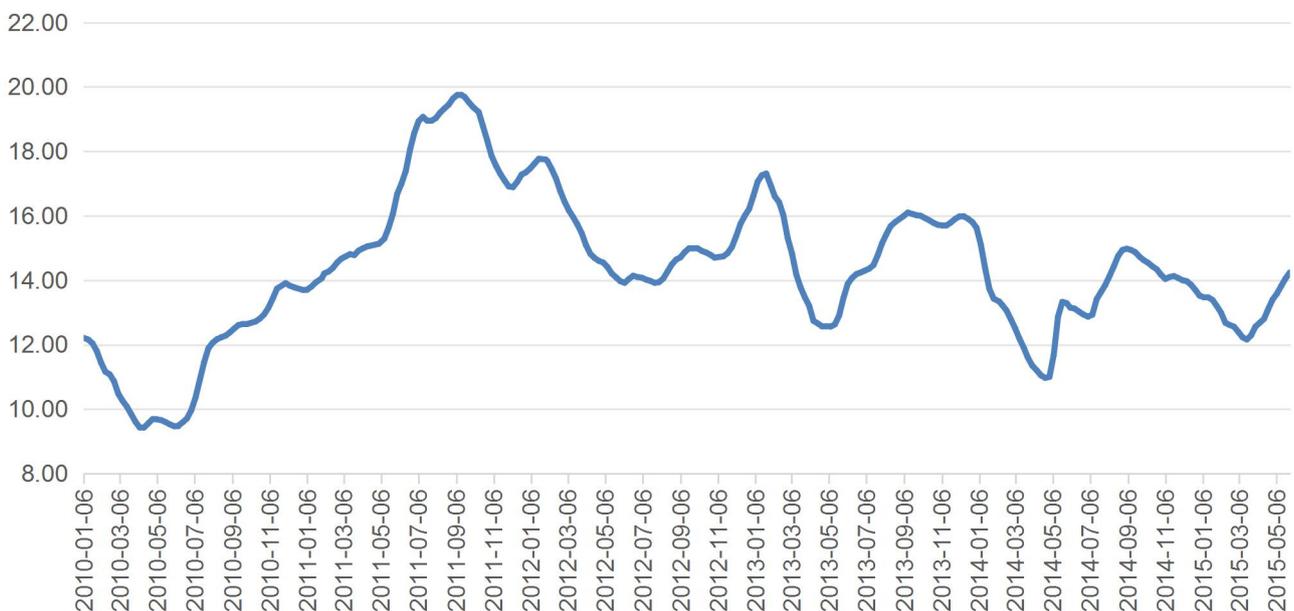


资料来源：Wind、山西证券研究所

## 产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度

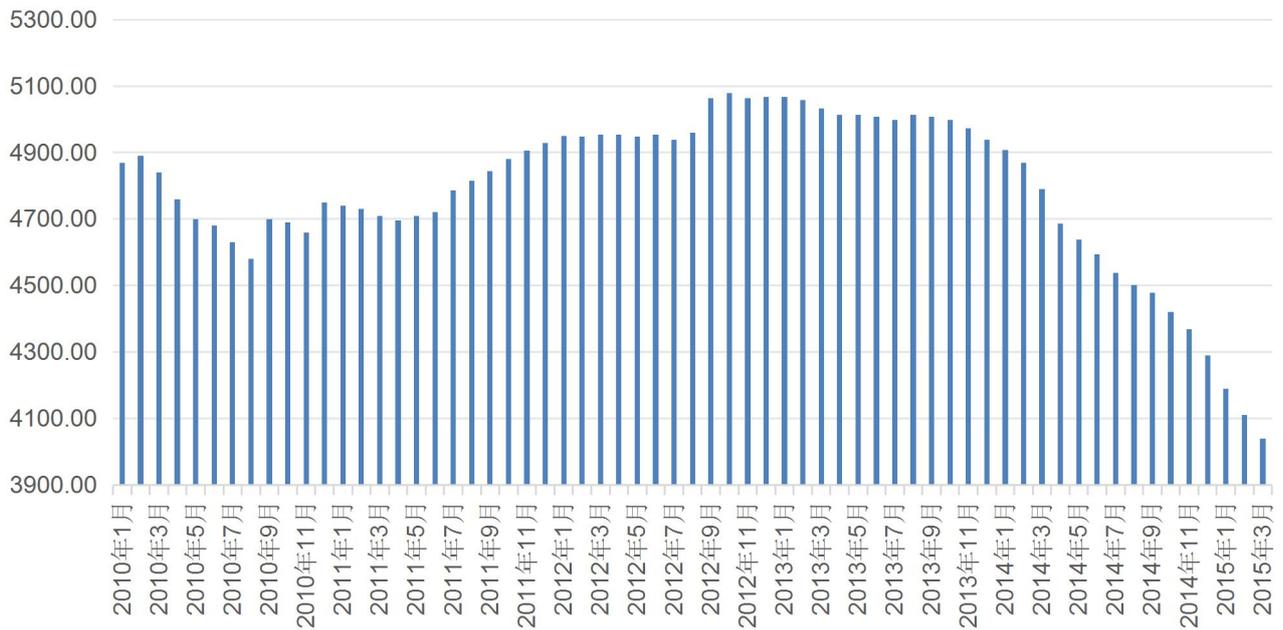
市场上有一种担忧，那就是伴随着产能的回升，后续猪价可能很快又要重回亏损区。我们日常所言的“猪周期”，表面上是价格周期，本质上是产能周期。由于生猪养殖行业生物资产的特殊性，从能繁母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证来看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。以 2010-2015 年的周期为例，该轮周期从 2010 年 3 月开始，一直持续到 2015 年 3 月，周期时长 60 个月。生猪价格从该轮周期起点 2010 年 3 月的 9.61 元/公斤上涨至周期最高点 2011 年 9 月的 19.75 元/公斤，猪价上行期的持续时间为 18 个月，猪价从周期起点到最高点的涨幅为 106%。行业产能方面，能繁母猪存栏量从 2010 年 9 月就开始逐渐震荡回升，并在 2012 年 10 月达到周期峰值，累计增长幅度约为 10.78%。在该轮周期中，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。

图 26：2010-2015 年国内生猪价格走势（元/公斤）



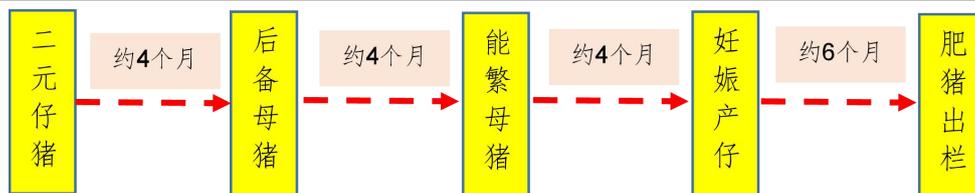
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 27：2010-2015 年国内能繁母猪存栏量趋势（万头）



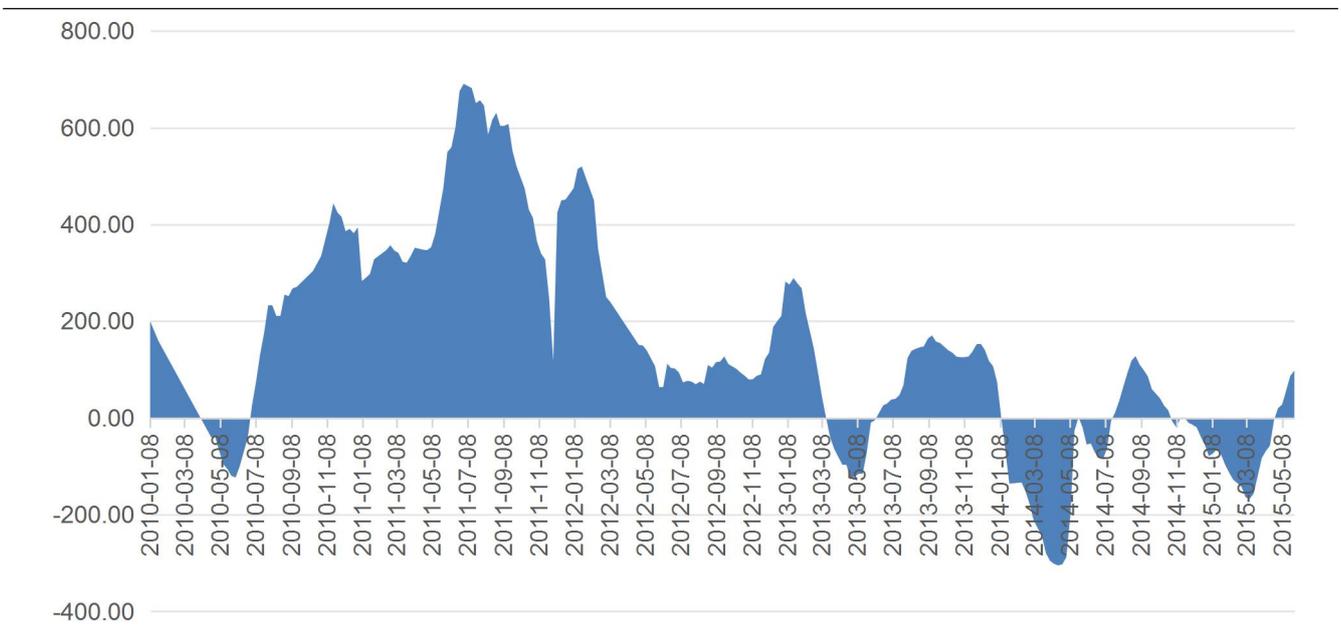
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 28：生猪生产时间周期



资料来源：中国畜牧业协会、山西证券研究所

图 29：2010-2015 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

## 原料价格下行筑底有望助力行业降本增效和扩充盈利空间

通过比较研究 2006 年以来的猪周期发现，从价格和成本周期的角度，2024 年以来的行业背景与 2015-2019 周期最为相似，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。其他几轮周期里，在猪价上涨的同时，行业还承受着成本上涨压力。虽然 2015-2019 周期里猪价从低点到高点的涨幅是这几轮周期里最小的，但盈利水平并不是最低的，主要得益于原料成本的下降。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，有望助力行业降本增效和扩充盈利空间。

图 30：2006 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。

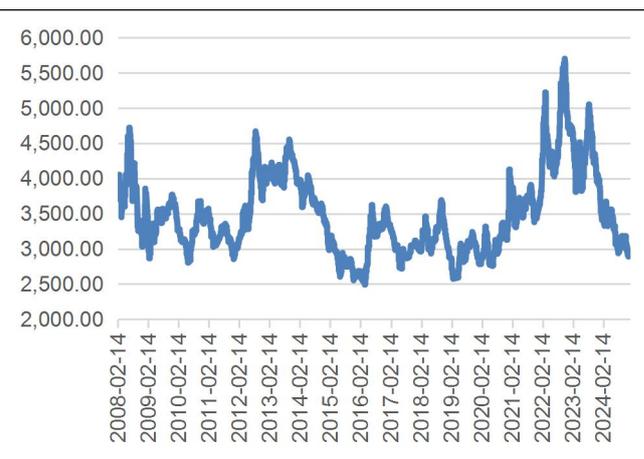
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 31：国内玉米价格历史走势（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 32：国内豆粕价格历史走势（元/吨）



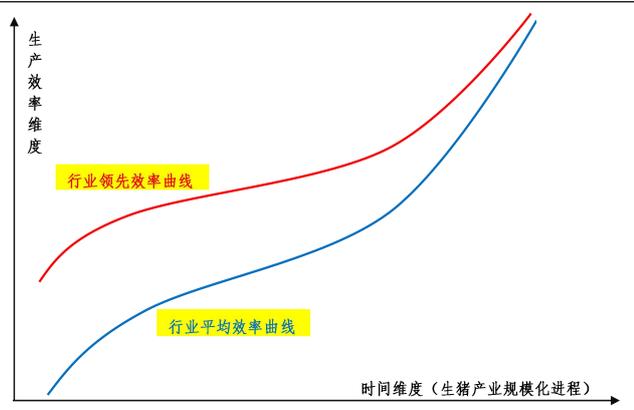
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 生猪行业集中度的提升或进入减速期

我们此前一直强调，生猪产业规模化的过程中会出现“相对效率曲线”效应。“行业平均效率”曲线逐渐逼近“行业领先效率”曲线，两根效率曲线之间的差就是生猪产业规模化的红利。规模化初期，两者差距较大，红利丰厚。随着规模化的深入和成熟稳定，两者差距大幅缩小，红利也将大幅缩水。两根效率曲线趋于接近之前的这段时期为产业整合的黄金期。

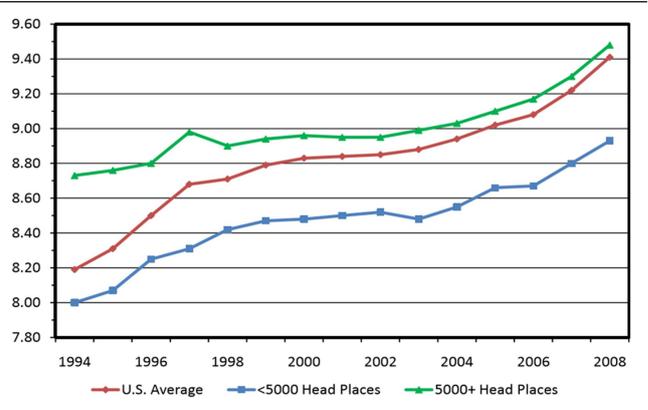
生猪产业规模化过程中“相对效率曲线”效应产生的产业背景是：产业内经营实体存在生产效率的结构性差异，产业存在规模经济效应，存栏结构的迁徙（即市场份额从产业中部尾部逐渐往头部集中）。我们以下通过公式来推导：行业平均生产效率=头部养殖场生产效率×头部市场份额+中部养殖场生产效率×中部市场份额+尾部养殖场生产效率×尾部市场份额。（其中，头部效率>中部效率>尾部效率）。根据上述公式，在规模化初期，由于市场份额大部分集中在尾部和中部，因此头部效率与行业效率的差距比较大。在规模化过程中，市场份额不断往头部集中，头部效率与行业效率的差距之间逐渐收窄。进入到规模化的成熟稳定期，当大部分市场份额都集中于头部养殖场（例如2010年后的美国生猪产业），则两者之间的差距就非常小。我们认为，生猪产业规模化过程中的“相对效率曲线”效应深层次的本质是：产业内部的效率差驱动市场份额从低效率群体流向高效率群体。效率差越大，份额的流动就越快；效率差越小，份额的流动就越慢；效率差接近，份额的流动就很平滑；效率差逆转，份额的流动随之逆转（例如我们从产业实证数据观察到，英国规模化成熟稳定期的2007-2017年间，由于局部出现规模不经济，导致市场份额出现局部震荡回流的现象）。

图 33：生猪产业的“相对效率曲线”效应



资料来源：山西证券研究所

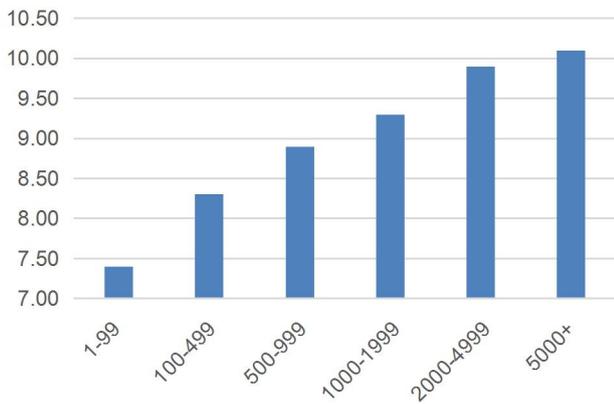
图 34：美国不同规模猪场每窝产子数曲线的走势



资料来源：USDA、山西证券研究所

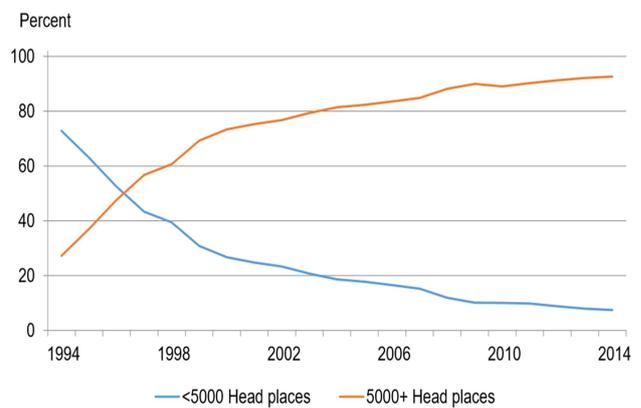


图 35：美国不同规模生猪养殖场的每窝产子数（单位：头，2011 年数据）



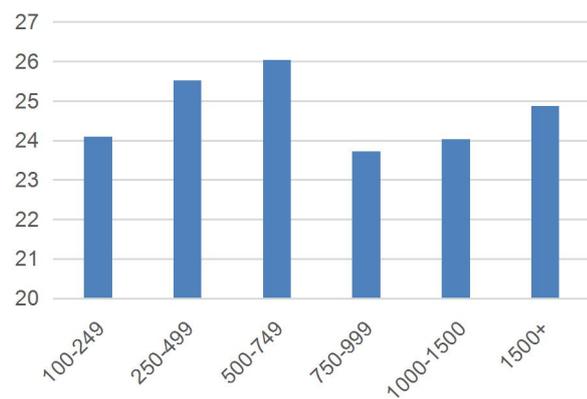
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 36：美国不同存栏规模养殖场出栏占比的历史曲线走势



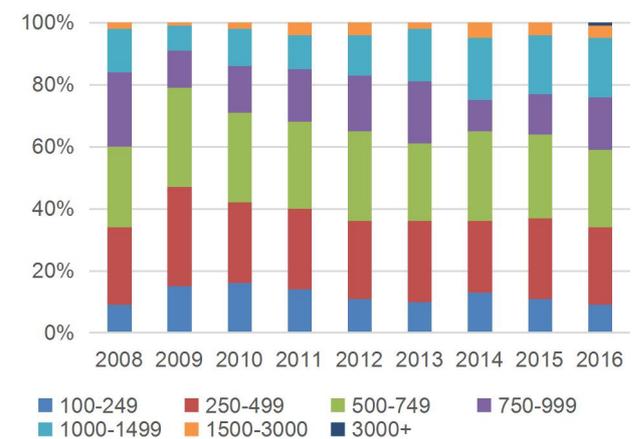
资料来源：USDA、山西证券研究所（备注：存栏 5000 头以上和以下）

图 37：2016 年英国不同规模养殖场 PSY 横向对比（局部出现规模不经济）



资料来源：AHDB、山西证券研究所（注：规模按存栏母猪数划分）

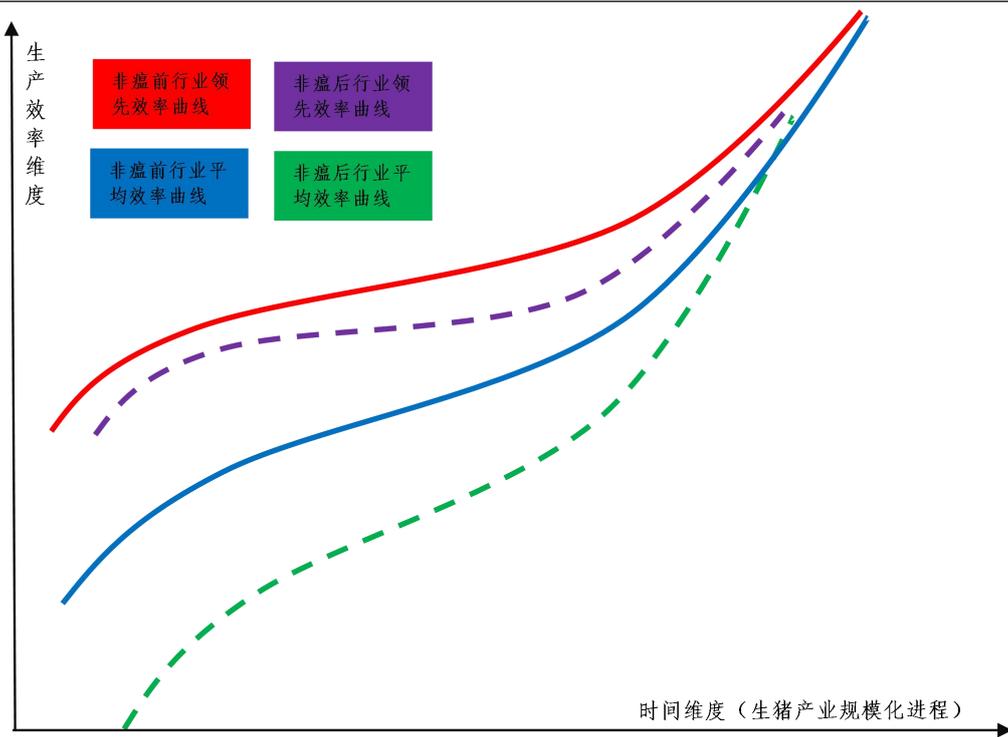
图 38：英国不同母猪群规模养殖场的行业存栏占比结构



资料来源：AHDB、山西证券研究所（注：规模按存栏母猪数划分）

“非洲猪瘟”疫情初期，生猪养殖行业面临着疫病防控考验，防控得不好，病死率高，生产效率就低，单位养殖成本也随着大幅提升。在这波疫情中，虽然头部企业也受冲击，但是防控措施不到位的中小养殖场受到冲击更大。最终结果是非洲猪瘟疫情都降低了整个行业（包括头部企业和中小场）的生产效率，但是中小养殖场的下降幅度要明显大于头部企业。非洲猪瘟疫情拉大了头部企业和中小养殖场之间的效率差，由于我国中小养殖场的市场份额占比较高，从而扩大了行业领先效率曲线和行业平均效率曲线之间的纵向距离，放大了“相对效率曲线”效应，继而驱动我国生猪产业在非洲猪瘟疫情期间出现加速整合和规模化的现象。随着“非洲猪瘟”疫情防控进入常态化和稳定期，行业内部效率差距在收窄，行业领先效率曲线和行业平均效率曲线之间的纵向距离（也就是行业内部效率差）逐渐回归新常态，我们认为生猪行业集中度的提升或进入减速期。

图 39：非洲猪瘟前后的“相对效率曲线”效应对比



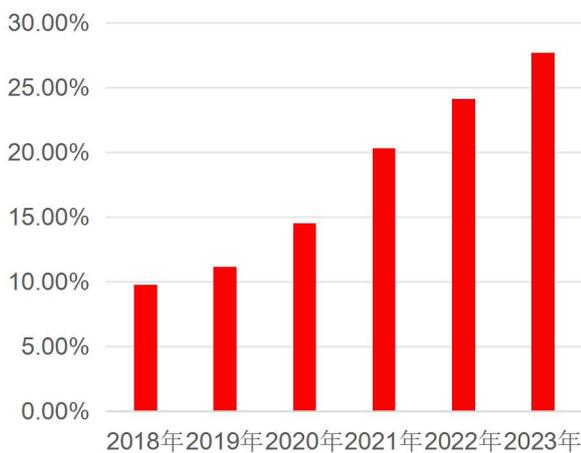
资料来源：山西证券研究所

图 40：中国生猪养殖企业排名及其市场份额

规模排名	2023年			2022年			2021年			2020年		
	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额
1	牧原	6382	8.78%	牧原	6120	8.74%	牧原	4026	6.00%	牧原	1812	3.44%
2	温氏	2626	3.61%	温氏	1791	2.56%	正邦	1493	2.22%	正邦	956	1.81%
3	新希望	1768	2.43%	新希望	1461	2.09%	温氏	1322	1.97%	温氏	955	1.81%
4	双胞胎	1352	1.86%	正大	1100	1.57%	双胞胎	1165	1.74%	新希望	829	1.57%
5	正大	1043	1.44%	双胞胎	933	1.33%	新希望	998	1.49%	双胞胎	520	0.99%
6	德康	730	1.00%	正邦	845	1.21%	正大	800	1.19%	正大	450	0.85%
7	天邦	712	0.98%	傲农	519	0.74%	德康	560	0.83%	天邦	308	0.58%
8	大北农	605	0.83%	德康	500	0.71%	大北农	431	0.64%	扬翔	220	0.42%
9	傲农	586	0.81%	扬翔	480	0.69%	天邦	428	0.64%	中粮	210	0.40%
10	正邦	548	0.75%	大北农	443	0.63%	扬翔	400	0.60%	德康	200	0.38%
11	中粮家佳康	520	0.72%	天邦	442	0.63%	傲农	325	0.48%	大北农	185	0.35%
12	扬翔	482	0.66%	中粮	410	0.59%	中粮	313	0.47%	佳和	135	0.26%
13	海大	460	0.63%	海大	320	0.46%	大象	263	0.39%	傲农	135	0.26%
14	桂垦牧业	420	0.58%	桂垦牧业	304	0.43%	海大	197	0.29%	天康	135	0.26%
15	新五丰	400	0.55%	大象	266	0.38%	佳和	178	0.27%	大象	116	0.22%
16	唐人神	371	0.51%	唐人神	216	0.31%	天康	160	0.24%	光明	110	0.21%
17	大象	292	0.40%	天康	203	0.29%	唐人神	154	0.23%	唐人神	102	0.19%
18	天康	282	0.39%	新五丰	183	0.26%	广西力源	152	0.23%	广西农垦	99	0.19%
19	巨星	270	0.37%	广西力源	195	0.28%	桂垦牧业	140	0.21%	海大	98	0.19%
20	广西力源	268	0.37%	佳和	170	0.24%	辽宁禾丰	130	0.19%	铁骑力士	82	0.16%
	前20强合计	20117	27.69%	前20强合计	16901	24.15%	前20强合计	13635	20.31%	前20强合计	7657	14.53%
	行业总量	72662	100.00%	行业总量	69995		行业总量	67128		行业总量	52704	

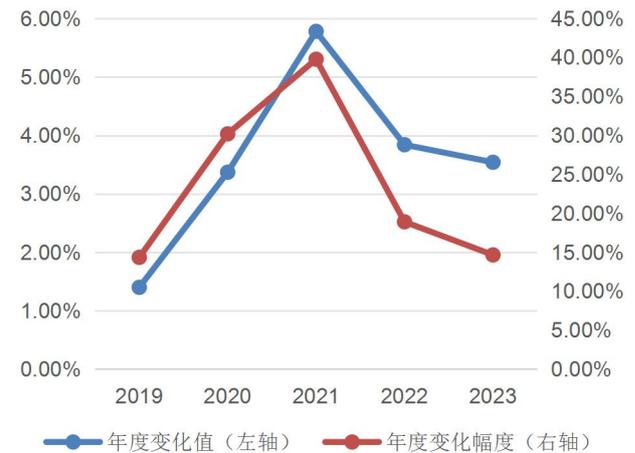
资料来源：猪业高层交流论坛、wind、山西证券研究所

图 41：中国生猪行业前 20 强市场份额变化趋势



资料来源：猪业高层交流论坛、Wind、山西证券研究所

图 42：中国生猪行业前 20 强总份额年度变化值和变动幅度

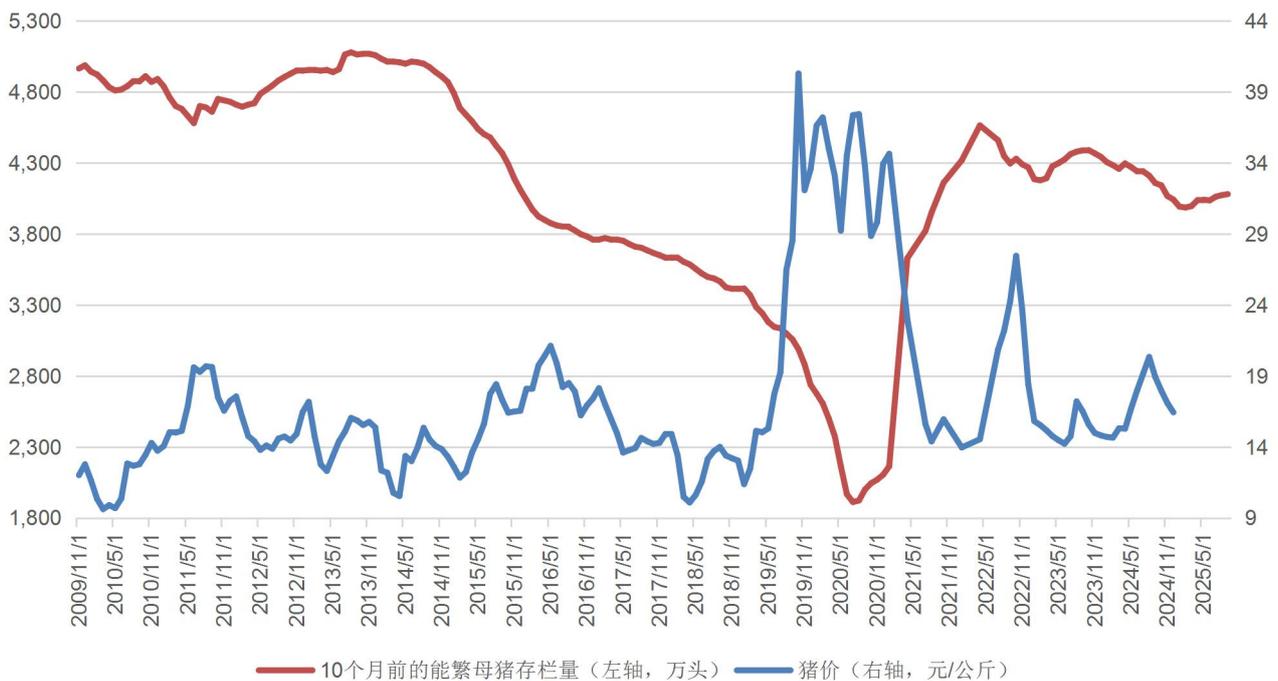


资料来源：猪业高层交流论坛、Wind、山西证券研究所

## 当前市场预期过度悲观，后续或有望迎来修正

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，行业加产能的能力和意愿均较弱，弥补亏损和降低负债反而是未来一段时间的主行业基调。当前市场对于生猪产能、效率回升对供给、盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和 2025 年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。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估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。

图 43：当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系



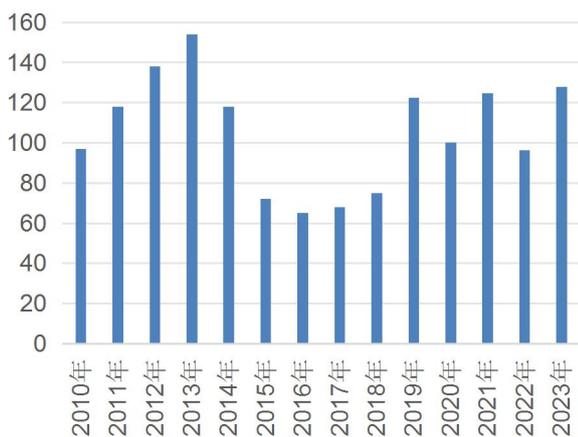
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 家禽养殖板块：低估值品种具备较好的配置价值

### 成本下降在 2024 年的业绩贡献中占较大权重

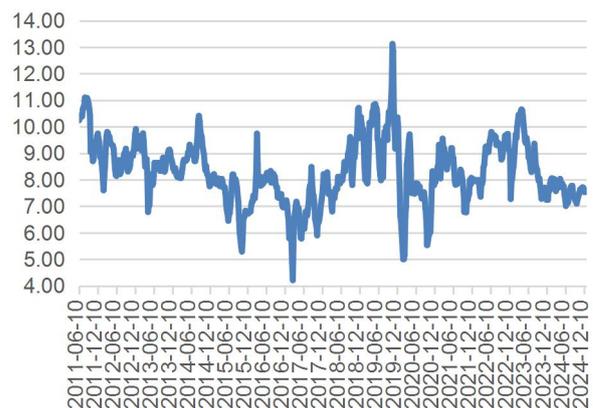
2024 年国内需求总体较为平淡，下游终端肉禽和蛋禽产品价格运行偏弱。在此行业大背景下，家禽企业在 2024 年加强内部管理和降本增效力度，积极持续推动各环节的精细化管理，实现种鸡孵化、肉鸡养殖、屠宰加工等生产端各环节的降本增效。与此同时，玉米豆粕等上游原料价格的明显下降，也助力家禽企业进一步压缩养殖成本。总体而言，成本下降在家禽企业 2024 年的业绩贡献中占较大权重。

图 44：我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）



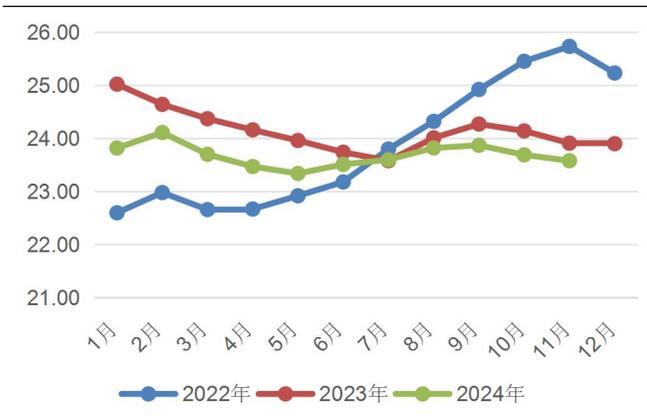
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、《中国禽业发展报告》、山西证券研究所

图 45：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



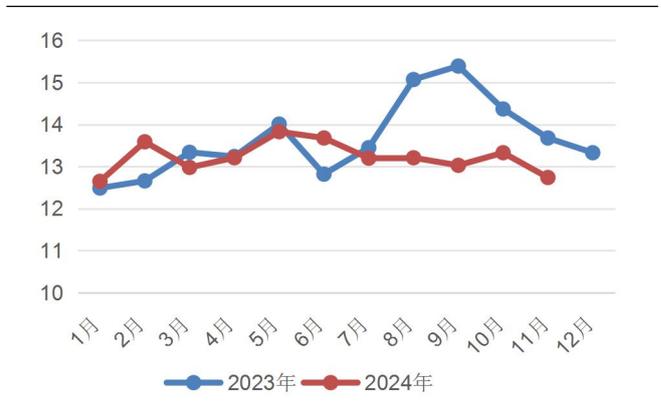
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 46：我国鸡肉平均价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 47：温氏股份毛鸡销售价格（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 48：家禽养殖上市公司当年累计归属净利润趋势

当年累计归属净利润 (百万元)	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30
温氏股份	-9701.32	-13404.36	-3763.30	-3523.53	685.54	5289.01	-2749.10	-4688.74	-4529.81	-6389.66	-1236.02	1327.38	6408.38
圣农发展	368.46	448.24	-65.33	-98.80	192.23	410.90	89.45	426.39	739.56	664.27	-61.92	102.05	382.71
立华股份	-604.63	-395.59	-177.58	-155.13	649.94	890.77	-390.93	-591.59	-284.71	-437.41	80.03	574.60	1160.80
益生股份	228.57	28.45	-288.01	-370.28	-402.41	-367.05	313.83	564.92	683.62	540.79	109.34	182.95	300.54
仙坛股份	124.38	82.14	-43.74	16.84	102.36	128.36	92.05	203.28	266.81	225.91	7.02	30.76	111.97
民和股份	166.40	47.61	-182.87	-297.35	-332.02	-452.06	56.86	-39.90	-118.05	-386.32	-34.91	-185.69	-217.23
湘佳股份	-10.11	25.68	11.69	4.88	97.23	105.87	-28.25	-83.51	-55.72	-147.15	-19.41	14.60	88.99
晓鸣股份	77.07	81.85	13.64	21.22	17.88	7.32	-11.10	-35.92	-79.77	-154.77	-9.88	-29.17	-8.54
华英农业	-225.77	-2538.05	-38.49	130.72	-219.42	-597.02	4.79	13.45	16.01	-31.84	1.12	17.95	32.80

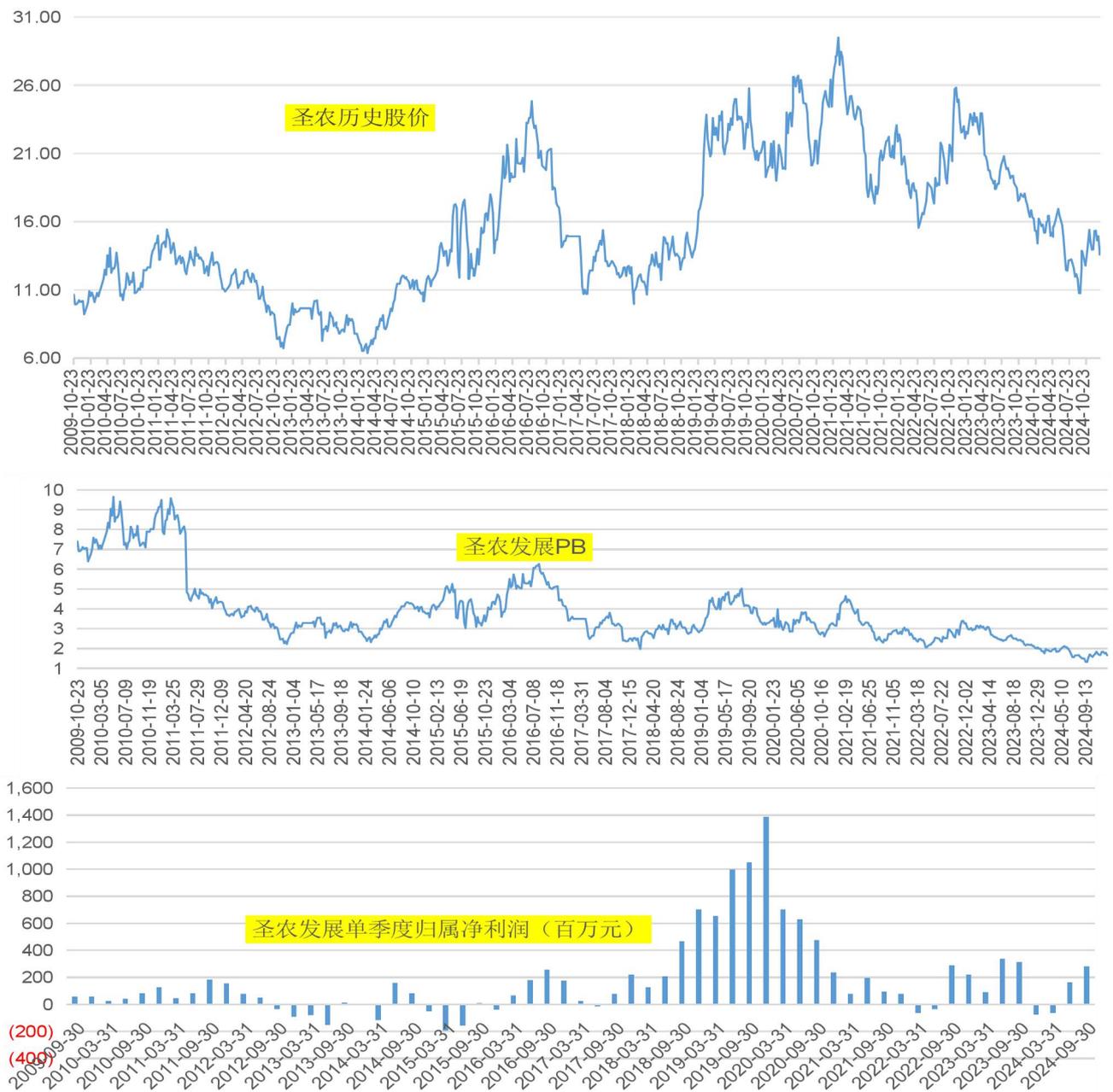
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 低估值品种具备较好的配置价值

2024 年肉鸡行业业绩的主要驱动因素为降本增效。进入 2025 年，在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求

回升这一潜在变量。目前而言，低估值和低预期的品种在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力。圣农发展当前正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。

图 49：圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域



资料来源：Wind、山西证券研究所

## 饲料动保板块：行业景气度有望见底回升

### 2024 年行业下探筑底

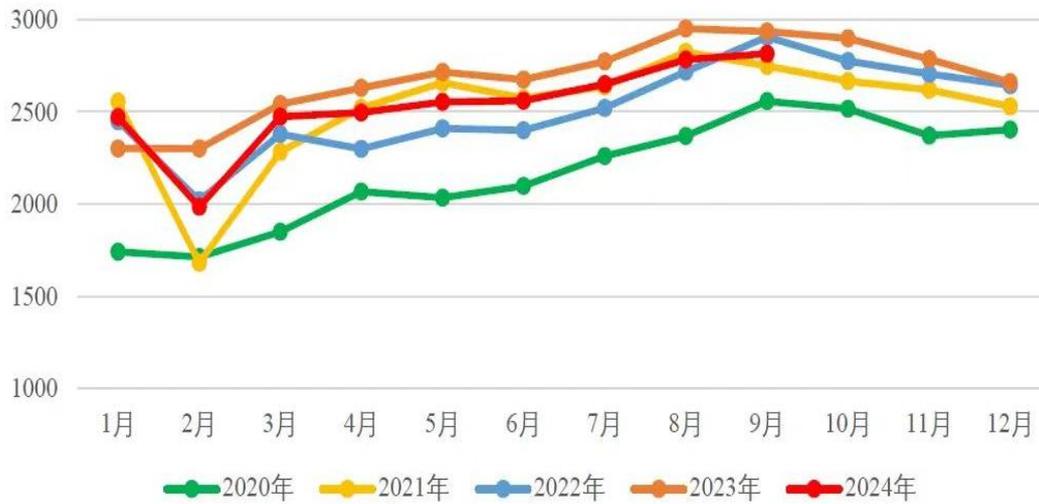
根据中国饲料工业协会披露的数据，2024 年前 3 季度全国工业饲料总产量 22787 万吨，同比下降 4.3%。分品种看，猪饲料产量 10229 万吨，同比下降 6.8%；蛋禽饲料产量 2288 万吨，同比下降 5.9%；肉禽饲料产量 7053 万吨，同比增长 0.5%；水产饲料产量 1859 万吨，同比下降 2.8%；反刍动物饲料产量 1081 万吨，同比下降 11.4%。2024 年 10-11 月，全国工业饲料产量分别为 2742 万吨、2710 万吨，环比分别下降 2.7%和 1.2%，同比分别下降 5.4%和 2.7%。受下游养殖景气度和同比基数影响，饲料行业在 2024 年整体呈现下探筑底的态势。在行业总量萎缩的大环境下，饲料行业竞争趋于激烈，企业竞争力分化和行业整合持续加速，市场份额进一步往具有技术研发优势、规模化优势、产业链配套优势、服务体系优势等头部企业集中。

图 50：全国工业饲料产量和增速



资料来源：中国饲料工业协会、农业农村部畜牧兽医局、山西证券研究所

图 51：全国饲料月度产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、农业农村部畜牧兽医局、山西证券研究所

图 52：2022-2023 年饲料产销量前 20 强

2023年			2022年		
排名	企业简称	饲料产/销量（万吨）	排名	企业简称	饲料产/销量（万吨）
1	新希望	2876	1	新希望	2842
2	海大集团	2440	2	海大集团	2165
3	牧原股份	2300	3	牧原股份	2037
4	温氏股份	1500+	4	温氏股份	1238
5	双胞胎集团	1366	5	双胞胎集团	1180
6	力源集团	1250	6	正大	1130
7	正大	1218	7	力源集团	1100
8	禾丰股份	902	8	禾丰股份	800
9	大北农	770	9	通威股份	719
10	通威股份	741	10	唐人神	617
11	唐人神	708	11	大北农	532
12	万州国际	525	12	东方希望	430
13	东方希望	480	13	铁骑力士	400
14	中粮饲料	400	14	亚太中慧	380
15	亚太中慧	390	15	布恩集团	360
16	南宝饲料	320	16	安佑集团	360
17	安佑集团	300	17	南宝集团	345
18	特驱集团	300	18	傲农生物	297
19	布恩集团	290	19	圣农集团 (E)	290
20	天康生物	280	20	扬翔股份	260
	合计	19356		合计	17482
	前20市占率	60.18%		前20市占率	57.84%

资料来源：新猪派、山西证券研究所

## 饲料上游大宗原料价格进入下行筑底期

2024年，饲料行业上游的大宗原料供给较为宽松，玉米豆粕小麦鱼粉等原料价格均出现较大幅度的价格回调，从而助力下游饲料养殖环节降本增效。展望2025年，从整体供需格局来看，上游大宗原料在本轮下行期里跌幅最大的阶段或已过去，后续可能进入震荡筑底阶段。

图 53：全球和中国玉米供需平衡表

全球玉米	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E(12月值)
期初库存	百万吨	174.80	209.78	311.44	351.96	340.97	322.37	307.42	292.94	314.04	304.66	316.22
产量	百万吨	1,016.03	973.45	1,123.30	1,080.10	1,124.92	1,119.68	1,129.42	1,215.93	1163.38	1229.63	1217.89
进口	百万吨	125.17	139.25	135.59	149.93	164.42	167.76	184.86	184.45	173.4	197.13	183.92
饲料消费	百万吨	584.70	601.78	656.07	672.36	703.88	715.65	723.87	743.16	735.47	772.78	779.36
国内消费总计	百万吨	981.01	968.23	1,084.12	1,090.45	1,144.82	1,135.57	1,144.01	1,198.37	1172.76	1218.07	1237.66
出口	百万吨	142.20	119.74	160.05	148.24	181.71	172.33	182.70	206.64	180.34	193.03	193.04
期末库存	百万吨	209.82	215.00	350.63	341.60	321.07	306.48	292.83	310.50	304.66	316.22	296.44
库存消费比	%	21.39%	22.21%	32.34%	31.33%	28.05%	26.99%	25.60%	25.91%	25.98%	25.96%	23.95%
中国玉米	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E(12月值)
期初库存	百万吨	81.32	100.47	212.02	223.02	222.53	210.18	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29
产量	百万吨	215.65	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	277.2	288.84	292.00
进口	百万吨	5.52	3.17	2.46	3.46	4.48	7.58	29.51	21.88	18.71	23.41	14.00
饲料消费	百万吨	140.00	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	209.00	218	225	231.00
国内消费总计	百万吨	202.00	217.50	255.00	263.00	274.00	278.00	285.00	291.00	299	307	313.00
出口	百万吨	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.01	0	0.02
期末库存	百万吨	100.47	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29	204.27
库存消费比	%	49.74%	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	68.82%	65.26%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 54：全球和中国大豆供需平衡表

全球大豆	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E(12月值)
期初库存	百万吨	61.65	77.89	80.41	94.83	100.66	114.10	95.10	100.27	92.9	101.1	112.16
产量	百万吨	319.60	313.77	349.31	342.09	361.04	339.89	368.60	360.41	378.16	394.87	427.14
进口	百万吨	124.36	133.33	144.22	153.26	145.88	164.97	165.49	155.51	167.89	177.66	178.18
压榨量	百万吨	264.07	275.36	287.28	294.64	298.53	312.48	315.82	314.50	315.04	330.93	347.42
国内消费总计	百万吨	301.85	314.15	330.61	338.07	344.28	358.40	363.97	363.94	366.09	383.99	403.64
出口	百万吨	126.22	132.56	147.50	153.07	148.83	165.06	164.86	154.22	171.75	177.47	181.97
期末库存	百万吨	77.53	78.28	95.82	99.05	114.48	95.49	100.35	98.03	101.1	112.16	131.87
库存消费比	%	25.68%	24.92%	28.98%	29.30%	33.25%	26.64%	27.57%	26.94%	27.62%	29.21%	32.67%
中国大豆	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E(12月值)
期初库存	百万吨	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	24.61	30.86	25.15	32.34	43.31
产量	百万吨	12.15	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	19.60	16.40	20.28	20.84	20.7
进口	百万吨	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	99.74	90.50	104.5	112	109
压榨量	百万吨	74.50	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	93.00	87.90	96	99	103
国内消费总计	百万吨	87.20	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	112.74	108.40	117.5	121.8	126.9
出口	百万吨	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.07	0.10	0.09	0.07	0.1
期末库存	百万吨	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	31.15	29.25	32.34	43.31	46.01
库存消费比	%	19.51%	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	27.63%	26.98%	27.52%	35.56%	36.26%

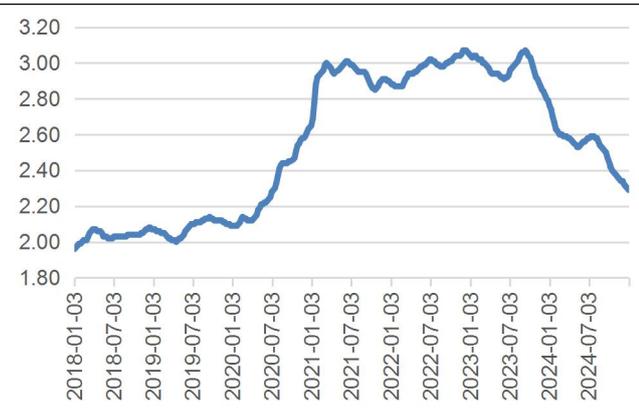
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 55：全球和中国小麦供需平衡表

全球小麦	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E(12月值)
期初库存	百万吨	194.89	217.89	244.38	262.70	287.18	280.69	299.66	283.86	273.76	274.03	267.41
产量	百万吨	728.07	735.21	756.41	762.88	731.00	762.21	774.41	780.05	789.89	791.24	792.95
进口	百万吨	159.07	170.19	178.92	180.86	171.27	188.17	194.80	199.93	213.25	221.89	209.55
饲料消费	百万吨	131.60	136.50	147.56	146.52	139.25	139.19	163.70	160.19	152.82	159.1	152.6
国内消费总计	百万吨	705.38	711.61	739.84	742.05	734.81	747.40	787.74	791.16	789.63	797.86	802.47
出口	百万吨	164.45	172.84	183.35	182.47	173.67	194.33	203.35	202.77	221.74	221.39	213.65
期末库存	百万吨	217.58	241.49	260.95	283.53	283.37	295.50	286.33	272.75	274.03	267.41	257.88
库存消费比	%	30.85%	33.94%	35.27%	38.21%	38.56%	39.54%	36.35%	34.47%	34.70%	33.52%	32.14%
中国小麦	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E(12月值)
期初库存	百万吨	65.27	76.11	97.00	114.93	131.20	138.09	150.02	139.12	136.76	138.82	134.5
产量	百万吨	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.95	137.72	136.59	140
进口	百万吨	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	9.57	13.28	13.64	11
饲料消费	百万吨	16.00	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	45.00	35.00	33	37	33
国内消费总计	百万吨	116.50	112.00	119.00	121.00	125.00	128.00	155.00	148.00	148	153.5	151
出口	百万吨	0.80	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	0.76	0.88	0.95	1.04	1
期末库存	百万吨	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	150.02	139.12	136.76	138.82	134.5	133.5
库存消费比	%	65.33%	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.06%	89.75%	92.41%	93.80%	87.62%	88.41%

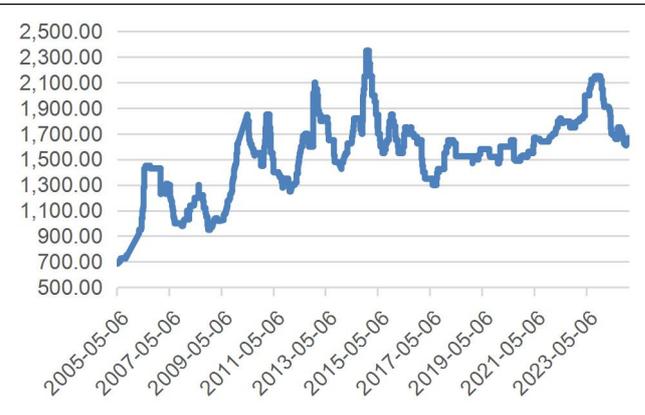
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 56：国内玉米现货价（元/公斤）



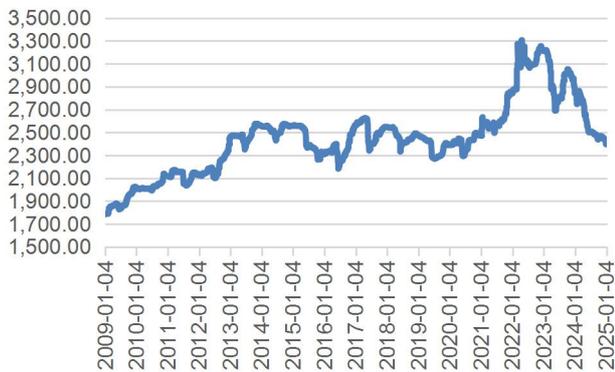
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 57：鱼粉国际现货价（美元/吨）



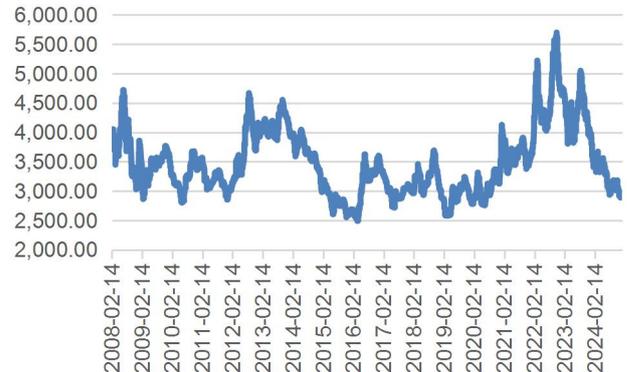
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 58：国内小麦现货价（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 59：国内豆粕现货价（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

## 饲料动保行业景气度有望见底回升

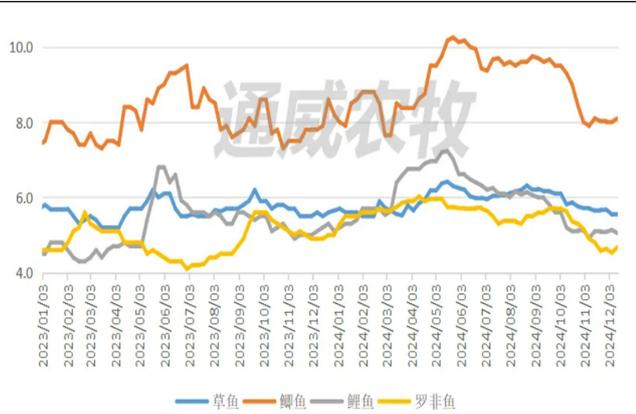
相对于养殖行业而言，上游的饲料动保行业具有明显的后周期特征，销售和盈利周期滞后于养殖行业。2024 年以来，经历前期的产能去化后，国内生猪养殖行业盈利明显回升。此外，由于行业产能回升进度较慢，预计后续盈利的持续性较好。在行业整体盈利有所恢复的产业背景下，猪饲料板块的行业景气度或有望见底回升。水产养殖业在经历过去两年的低迷行情和多个品种较长时间亏损后，产能有不同程度去化，如果叠加宏观需求在政策发力之下出现回升，则水产饲料的景气度或有望跟随见底回升。

图 60：猪饲料行业总量增速和生猪盈利之间的走势关系



资料来源：饲料工业协会、农业农村部畜牧兽医局、Wind、山西证券研究所

图 61：普水类养殖产品塘口价（元/斤）



资料来源：通威农牧、山西证券研究所

图 62：特水类养殖产品塘口价（元/斤）



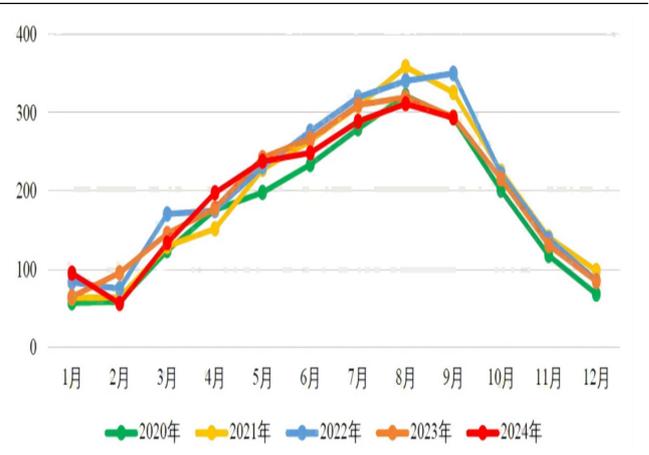
资料来源：通威农牧、山西证券研究所

图 63：甲壳类养殖产品塘口价（元/斤）



资料来源：通威农牧、山西证券研究所

图 64：全国水产饲料月度产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、农业农村部畜牧兽医局、山西证券研究所

图 65：饲料动保上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母公司股东的利润 (百万元)	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30
海大集团	200.70	717.83	1183.22	852.39	407.91	692.27	1151.39	489.68	860.69	1264.35	1498.77
粤海饲料	-41.69	-11.20	97.20	70.75	-48.54	13.55	19.80	56.33	-56.16	8.18	-19.43
邦基科技	26.60	30.59	29.52	33.60	23.40	21.11	23.36	16.02	20.33	3.10	19.27
普莱柯	37.52	42.74	52.59	41.26	65.46	52.04	61.61	-4.59	27.31	46.64	32.33
金河生物	31.77	54.92	15.77	-26.91	36.92	52.44	13.71	-16.61	45.14	45.88	22.74
瑞普生物	72.21	67.63	93.19	113.68	80.82	97.45	95.43	179.24	87.57	71.57	85.60
蔚蓝生物	18.08	19.32	16.81	15.63	10.56	20.91	23.85	25.38	12.72	16.63	11.50
中牧股份	134.11	123.00	143.34	149.62	140.50	128.47	127.99	6.09	76.53	-13.72	19.00
生物股份	80.97	23.97	105.13	0.60	106.71	27.72	153.88	-4.68	105.59	17.33	46.62
科前生物	90.77	68.35	124.32	126.09	135.54	103.63	118.26	38.51	87.23	65.38	107.99
回盛生物	2.02	4.49	19.89	26.30	14.86	1.04	-1.02	1.90	-16.41	-35.47	4.22
中联生物	23.93	-0.64	49.08	-11.27	15.87	-5.94	27.19	-5.61	-2.21	-32.30	20.38

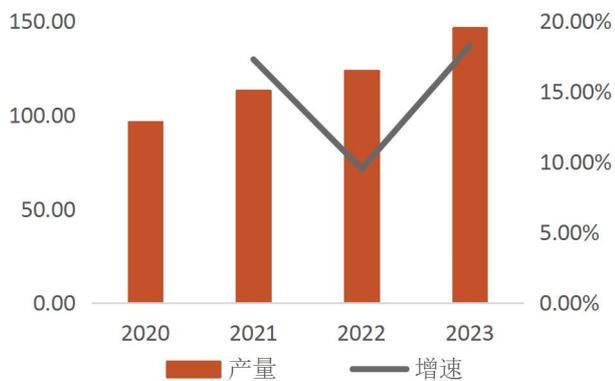
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 宠物板块：国内市场国货竞争力持续提升，自有品牌出海逐步登上舞台

### 宠物行业逐步迈入稳定发展期，依旧保持增长韧性

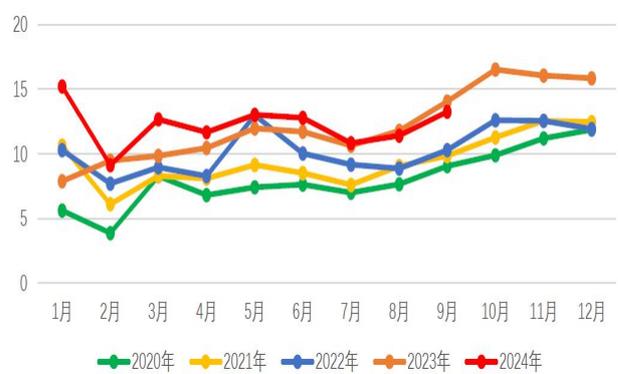
受益于国内宠物尤其是宠物猫数量的持续增长，宠物食品行业继续维持较高增速。根据中国饲料工业协会统计，2024 年前三季度全国宠物饲料产量 110 万吨，同比增长 12.4%；根据《2025 年中国宠物行业白皮书》数据，2024 年国内城镇宠物（犬猫）消费市场为 3002 亿元，同比增长 7.5%，预计到 2027 年城镇宠物（犬猫）消费市场规模达到 4042 亿元，2024-2027 年 CAGR 为 10.4%，宠物经济在消费降级的环境下展现出了强大韧性。

图 66：全国宠物饲料产量（万吨）



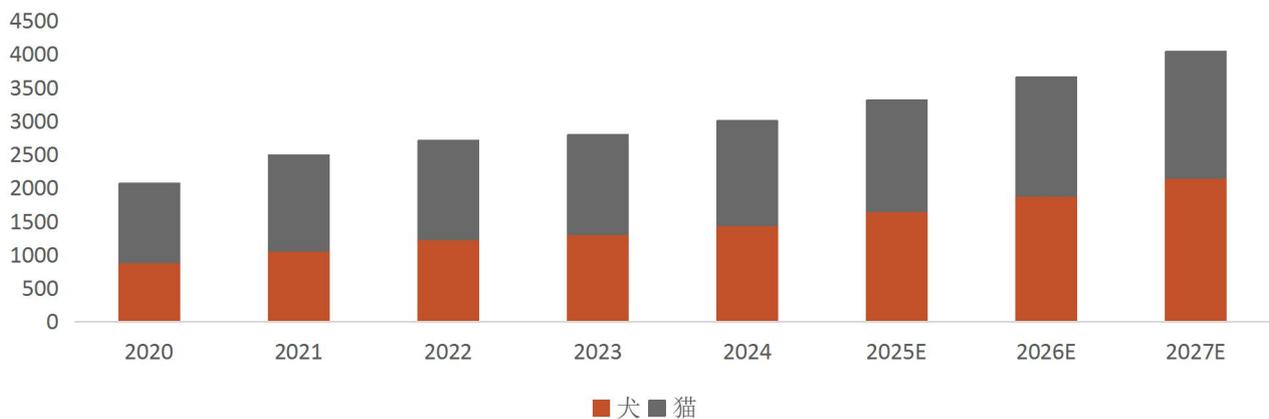
资料来源：中国饲料工业协会、农业农村部畜牧兽医局、山西证券研究所

图 67：2020 年以来全国宠物饲料月度产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、农业农村部畜牧兽医局、山西证券研究所

图 68：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：2025 年中国宠物行业白皮书、山西证券研究所

## 线上渠道已成为宠粮主战场，国货品牌竞争力进一步提升

从过去十年淘宝京东带动宠物食品线上销售，到如今淘天、京东逐渐成为宠物品牌形象建立和

新品宣发的核心平台，以及抖音、直播带货等新渠道新业态为宠物食品赛道持续注入新动能，线上平台已经成为宠物食品赛道的主战场，我们持续看好线上渠道领先的国产宠粮品牌。

从 2022 年到 2024 年历次 618、双十一等大促节点中，我们能够看到天猫等传统电商的头部品牌逐渐向国货集中，而抖音、拼多多等新平台上国产品牌优势更加明显，这反映了过去由外资主导的宠物食品价格体系开始逐步松动，而国货对于宠粮产品的话语权和定价权持续增强，国产品牌主导的新价格带正在逐步建立。同时我们发现国产品牌开始逐步出现头部效应，前二十的榜单里愈发难以看到新面孔，中国宠物食品品牌的竞争格局或将进入下半场。随着国货品牌效应逐步增强，我们认为乖宝宠物、中宠股份等国产头部玩家有望能够在继续增长的同时长期保持领先地位。

图 69：双十一天猫及抖音宠物品牌成交 TOP10 榜单

排名	天猫猫狗食品品牌销售榜 Top10			抖音双十一宠物行业品牌榜	
	2022 年双 11	2023 年双 11	2024 年双 11	2023 年双 11	2024 年双 11
1	MYFOODIE/麦富迪	MYFOODIE/麦富迪	MYFOODIE/麦富迪	MYFOODIE/麦富迪	MYFOODIE/麦富迪
2	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	鲜朗	喵梵思	Fregate/弗列加特
3	Orijen/原始猎食渴望	LEGEND SANDY/蓝氏	LEGEND SANDY/蓝氏	网易严选	诚实一口
4	网易严选	诚实一口	Fregate/弗列加特	LEGEND SANDY/蓝氏	喵梵思
5	ACANA/爱肯拿	鲜朗	诚实一口	诚实一口	Nourse/卫仕
6	Instinct	网易严选	ROYAL CANIN/皇家	Nourse/卫仕	鲜朗
7	ZIWI	Instinct	Instinct/天然百利	醇粹	LEGEND SANDY/蓝氏
8	Alfie&Buddy/阿飞和巴弟	Orijen/原始猎食渴望	网易严选	Pure&Natural/伯纳天纯	宽福
9	Nourse/卫仕	Pure&Natural/伯纳天纯	Orijen/原始猎食渴望	Alfie&Buddy/阿飞和巴弟	网易严选
10	LEGEND SANDY/蓝氏	Solid Gold/素力高	ACANA/爱肯拿	普安特	Pure&Natural/伯纳天纯

资料来源：宠业家、天猫、抖音、山东省宠物行业协会、宠物行业观察、山西证券研究所（标红为国产品牌）

## 自有品牌出海逐步登上舞台

随着我国宠物食品产业不断发展，向外出海亦成为部分企业的新增长点。根据 Trade Map 数据，我国向东南亚国家宠物食品出口量增速较快。我们认为在东南亚地区高养宠基数的前提下，随着印尼、菲律宾等国人均 GDP 不断提升，东南亚宠物产业或将迎来高速发展期，有望复制我

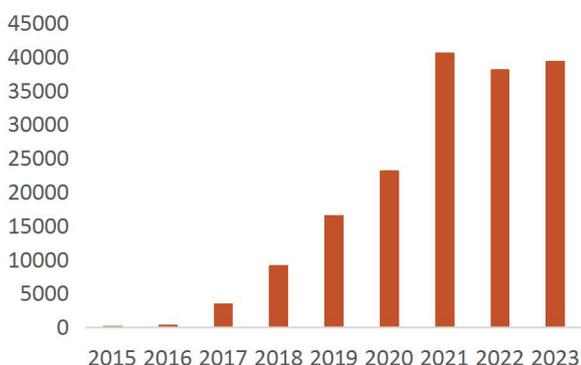
国宠物食品市场发展路径，需要重视宠物食品行业头部企业在供应链维度的领先优势，看好中宠股份以及乖宝宠物等在代工出海、资本出海等模式下有着深厚领先优势的宠物企业未来有望在品牌出海实现进一步增长。

图 70：2004-2023 年中国犬猫食品出口数量及金额



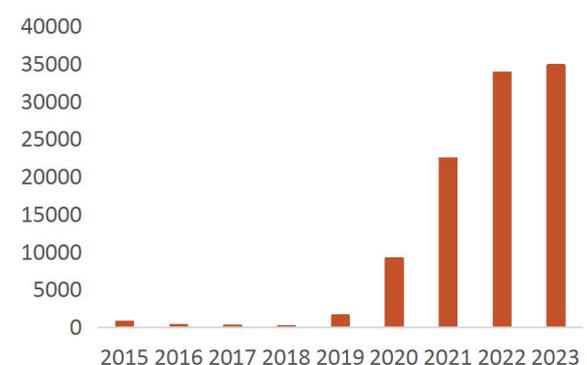
资料来源：Trade Map，山西证券研究所

图 71：2015-2023 年中国向印尼出口犬猫粮数量 (吨)



资料来源：Trade Map，山西证券研究所

图 72：2015-2023 年中国向菲律宾出口犬猫粮数量 (吨)



资料来源：Trade Map，山西证券研究所

## 投资建议

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，行业加产能的能力和意愿均较弱，弥补亏损和降低负债反而是未来一段时间的主行业基调。当前市场对于生猪产能、效率回升对供给、盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和 2025 年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。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估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。

2024 年肉鸡行业业绩的主要驱动因素为降本增效。进入 2025 年，在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在变量。目前而言，低估值和低预期的品种在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力。圣农发展当前正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。

随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善，饲料行业景气度有望见底回升，海大集团经营基本面有望迎来上行期；此外，公司海外饲料业务有望成为公司业绩的又一个潜在增长点；目前公司估值处于历史底部区域，看好海大集团的投资机会。

我们认为卓越的全产业链运营是宠粮品牌核心竞争力之一，随着国产品牌效应逐步增强，国产品牌高增长有望延续，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐坚持自主品牌建设、全球产业链布局领先的中宠股份。

图 73：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	归属净利润（百万元）			EPS(元)			PE			评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002311	海大集团	2,741	4,377	5,392	1.65	2.63	3.24	31	19	16	买入-A
002299	圣农发展	664	743	1,069	0.53	0.60	0.86	27	24	17	买入-B
300498	温氏股份	-6,390	8,569	12,154	-0.96	1.29	1.83	-17	12	9	买入-B
301498	乖宝宠物	429	558	695	1.07	1.39	1.74	87	67	53	增持-A
002891	中宠股份	233	299	372	0.79	1.02	1.26	51	39	32	增持-A
605296	神农集团	-401	645	1,252	-0.76	1.23	2.39	-35	21	11	增持-B
002567	唐人神	-1,526	346	705	-1.06	0.24	0.49	-5	21	10	增持-B
603477	巨星农牧	-645	508	943	-1.27	1.00	1.85	-13	16	9	增持-B
000876	新希望	249	846	2,667	0.06	0.19	0.59	144	45	15	增持-B

资料来源：Wind、山西证券研究所，股价取 2025 年 1 月 17 日收盘价



## 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；企业因管理不当导致出现食品安全的风险；汇率波动风险；产品销售不及预期的风险；全球贸易摩擦加剧的风险；海外竞争加剧导致部分公司全球化战略推进受阻的风险。

### 分析师承诺：

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

### 投资评级的说明：

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

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

### 评级体系：

#### ——公司评级

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

#### ——行业评级

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

#### ——风险评级

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

### 免责声明：

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

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

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

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

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

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

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 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

