

生猪养殖行业投资框架

行业研究 · 深度报告
投资评级：超配（维持评级）

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

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

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

◆关键结论

- 1、猪周期是伴随二元能繁母猪变化下的猪价大幅度的有规律波动。
- 2、生猪养殖行业的核心竞争优势在于资金和管理。
- 3、从历史看，一轮猪周期基本维持4-5年。另外，在养殖成本离散度很大的背景下，猪周期时间不会拉长，而且头部规模企业仍有明显的成长性。
- 4、未来看，行业资金紧张，关注拐点催化（新逻辑），等待猪周期反转。

◆投资建议

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

◆股价上行的驱动

第一，母猪产能加速去化，比如深度亏损或者大规模疾病蔓延。第二，优质标的估值过低，估值阶段性修复。

◆相关标的（按生猪出栏量大小排序）

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

◆风险提示：原材料价格波动剧烈的风险；不可控的动物疫情引发的潜在风险。

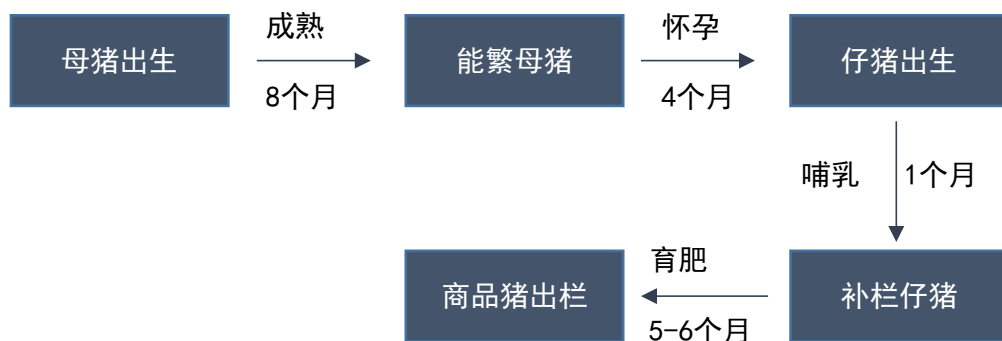
- [01] 问题1：什么是猪周期？
- [02] 问题2：以往猪周期规律？
- [03] 问题3：未来如何判断？
- [04] 问题4：如何选股？
- [05] 附件：养猪标的介绍

问题1：什么是猪周期？

猪周期：定义、周期的共性与个性

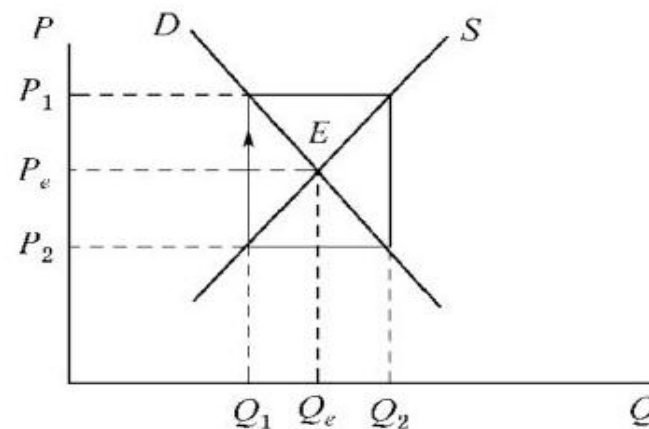
- ◆ **猪周期**：在猪价的牵引下，行业产能出现规律性起伏；同时，产能又决定未来的价格，进而影响新的产能波动。蛛网模型下，二元母猪是产能，也是核心因素，一般扩充产能的周期要1年以上。
- ◆ **周期共性**：大涨后有大跌，大跌后有大涨。
- ◆ **周期个性**：养殖产能足够分散，头部企业有成长性。

图1：补栏有一定生产时滞，能繁母猪存栏变动对应约10个月后生猪供应量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：猪周期本质是蛛网模型下的产能超调

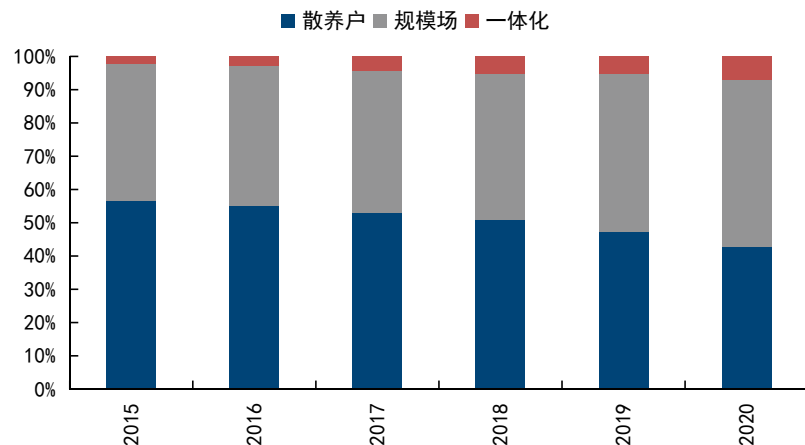


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

猪周期：养殖公司的黄金20年（2016年起）

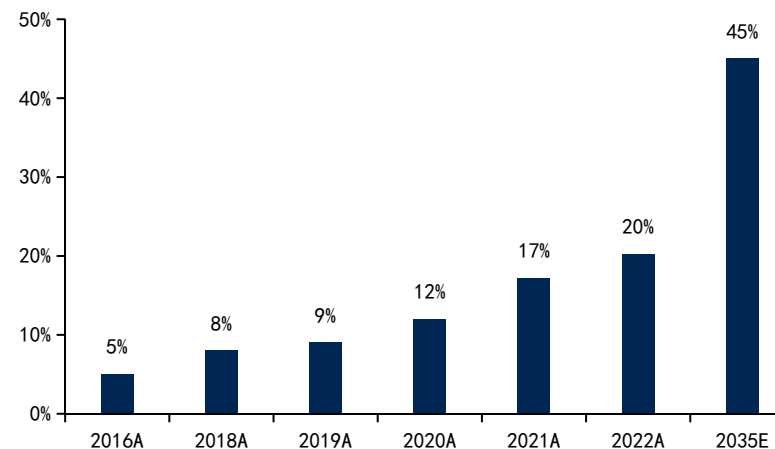
- ◆ 2016年开始，以牧原为代表的规模企业开始了规模养殖发展的黄金二十年。
- ◆ 我们认为现在行业内已经很少有传统严格意义上的农民养殖户，养殖群体当前由约60%规模场、30%家庭农场、10%散户构成。参考美国99%的规模产能，我国当前仍处规模化早期向加速期过渡的阶段，未来国内仍有很大的规模提升空间。
- ◆ 散户足够多、且当前行业成本离散度足够高，因此周期不会拉长。另外，优秀企业仍有明显成长性。

图3：目前国内散养户产能占比仍高



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图4：2016年起国内生猪养殖CR10快速增长

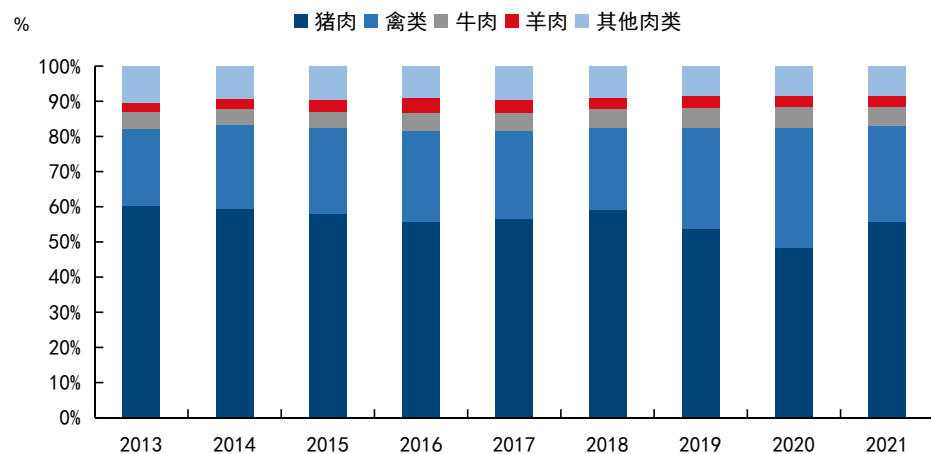


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

猪周期：当前农林牧渔板块最璀璨的明珠

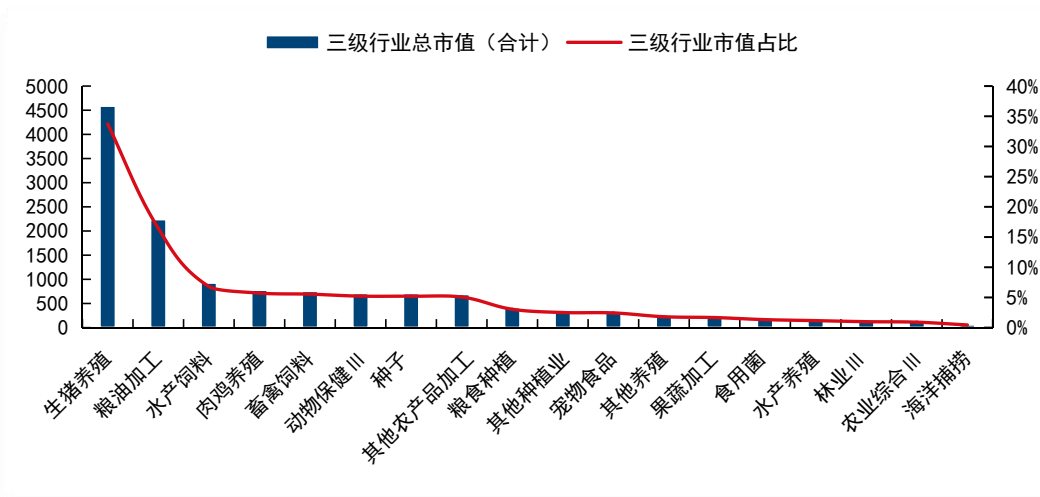
- ◆ 农林牧渔行业最受关注的就是养殖和种植，其中养殖最为核心。
- ◆ 养殖链以生猪（2万亿的市场规模）为核心，同步有禽养殖，上游是饲料、疫苗和兽药（明显的后周期逻辑）。

图5：国内肉类消费结构中，猪肉消费占比稳定在55-60%左右



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

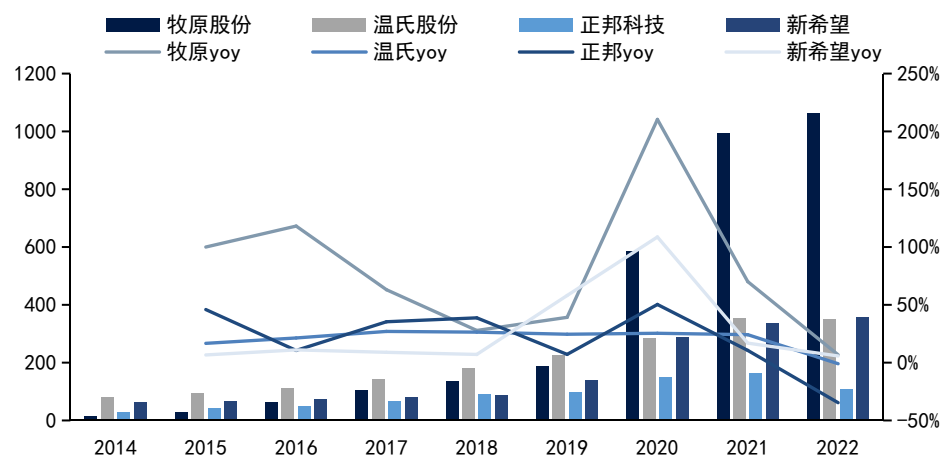
图6：申万农林牧渔三级行业市值占比结构分布中，生猪养殖占比最高（市值按收盘日2023年8月18日统计）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ 养殖是一个高度依赖资金的行业，土地储备和固定资产都是上市公司硬件优势的表现。（一头母猪固定资产投入在1-2万，一头育肥猪的固定资产投入在1500元左右）
- ◆ 养殖也是对管理极度依赖的行业，上市公司的超额收益来源于管理，种猪、育肥过程的管理等等。（养猪相对养鸡更容易获得超额收益，养猪是一个更好的赛道）

图7：头部猪企固定资产（亿元）及同比增速（%）情况对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表1：牧原股份上市以来股权融资合计募集资金已达171.5亿元

募集年份	募集方式	募集资金总额（万元）
2014	首次公开发行	66782.12
2015	非公开发行	99269.44
2017	非公开发行募集资金	305033.12
2017	非公开发行优先股	245968.98
2019	非公开发行募集资金	497743.20
2022	非公开发行募集资金	500000.00
合计		1714796.86

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

问题2：以往猪周期规律？

周期复盘：非常有规律的猪周期

◆ 21世纪以来，国内经历了5轮猪周期。规律总结如下：

1、基本4年一轮；2、猪价大涨后必大跌；3、现金流是行业关键。

表2：21世纪以来五次猪周期猪价波动情况

产能去化 核心驱动	起止时间	亏损(月)	最大 亏损幅度	盈利(月)	最大 盈利幅度	周期 长度	上行阶段启动因素
非典去产能	1997. 07~2004. 09	9	-200	11	200	7. 2年	1. (核心) “非典” 期间宰杀母猪、补栏停滞； 2. (催化剂) 04年禽流感疫情，猪肉替代消费增加； 3. (催化剂) 豆粕价格上涨带动养殖成本上升。
疫情去产能	2004. 10~2008. 04	13	-105	29	585	3. 5年	1. (核心) 2006年高致病性猪蓝耳病疫情导致能繁母猪数量与生产效率双降； 2. (催化剂) 饲料价格再升。
市场去产能	2008. 05~2011. 09	7	-200	33	665	3. 3年	1. (核心) 猪价两次探底导致的产能去化； 2. (催化剂) 2011年初雨雪冰冻灾害导致部分地区母猪流产、仔猪腹泻等疫病流行。
市场去产能 环保去产能	2011. 10~2016. 06	42. 5/14	-625/-370 (散户/规模场)	13. 5/42	460/720	4. 7年	1. (核心) 猪价多底亏损，散户规模场产能双去化； 2. (扰动因素) 成本分化和环保禁养导致的规模场扩张与散户去产能并行。 3. (扰动因素) “中央八项规定”、“闰九月”和新环保法实施导致的供需短期失衡。
非瘟去产能	2016. 07~2021. 1	9/6. 5	-325/-326 (外购仔猪/ 自繁自养)	41. 5/44	3080/2781	4. 5年	1. (核心) 18年非洲猪瘟疫情带来蛋白缺口； 2. (催化剂) 大范围环保禁养导致生产恢复困难。

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

◆ 从猪价的复盘总结，可以得出几个结论：

1、每一轮猪周期，猪价的高点是不断攀升的，背后的原因是成本驱动，行业高成本的边际定价；

2、仔猪价格低于猪价的时候意味着行业情绪悲观，行业基本触底。

图8：2000年以来仔猪、毛猪、猪肉价格对比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利复盘：亏损幅度和亏损持续时间

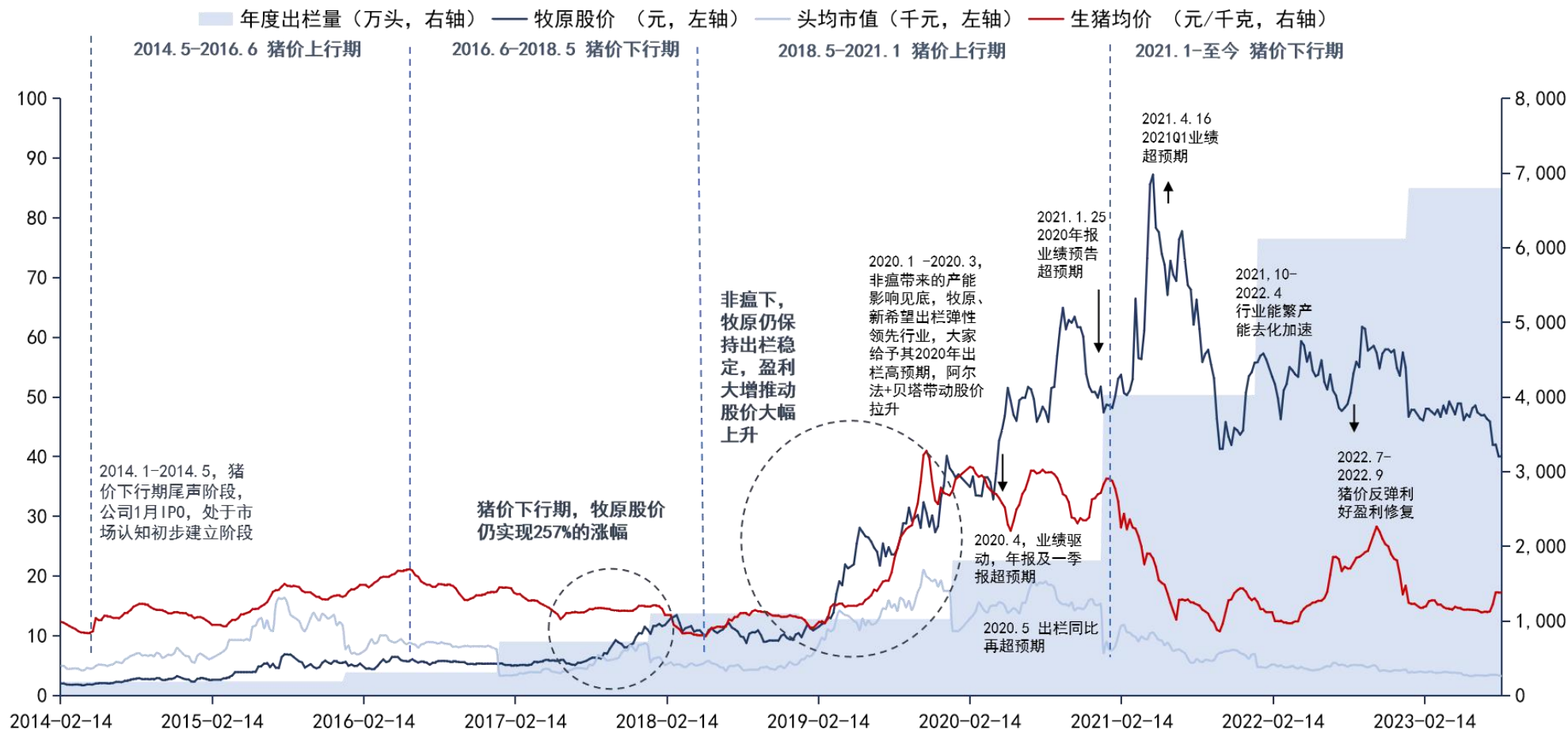
- ◆ 行业的单头亏损300元就是深度亏损，亏损持续时间一个季度就算极限。
- ◆ 养殖周期都能盈利，这个背后是行业有很多高成本的散户养殖。（农民的成本离散度很大）
- ◆ 引申两个问题：1、散户成本到底比牧原低还是高？2、牧原这种规模企业有没有规模优势？

图9：2010年以来22个省市猪粮比价波动情况



资料来源：中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

图10：牧原股价复盘图（超级成长股）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票复盘：养猪公司可以穿越周期

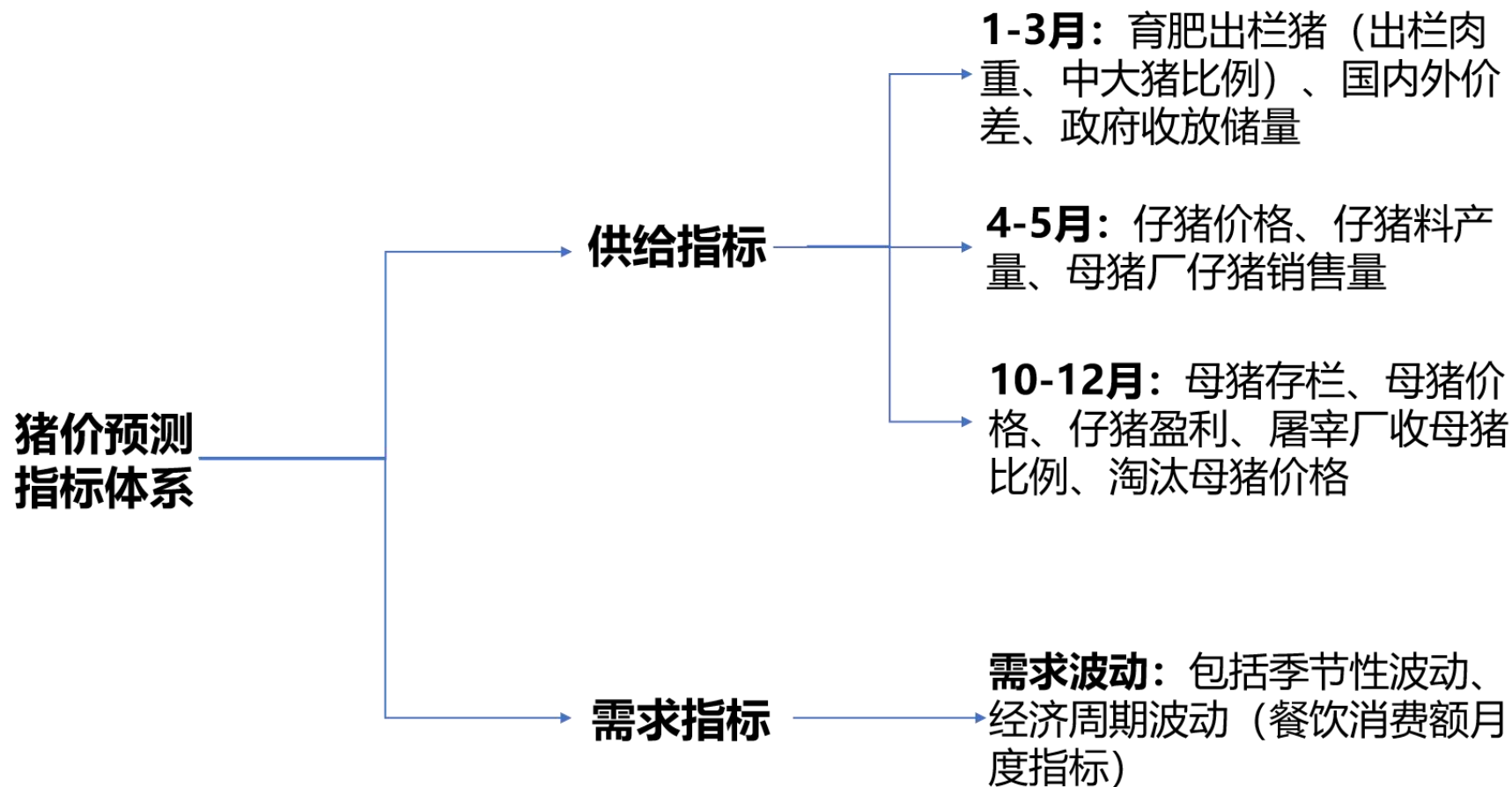
图11：新希望股价复盘图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

问题3：未来如何判断？

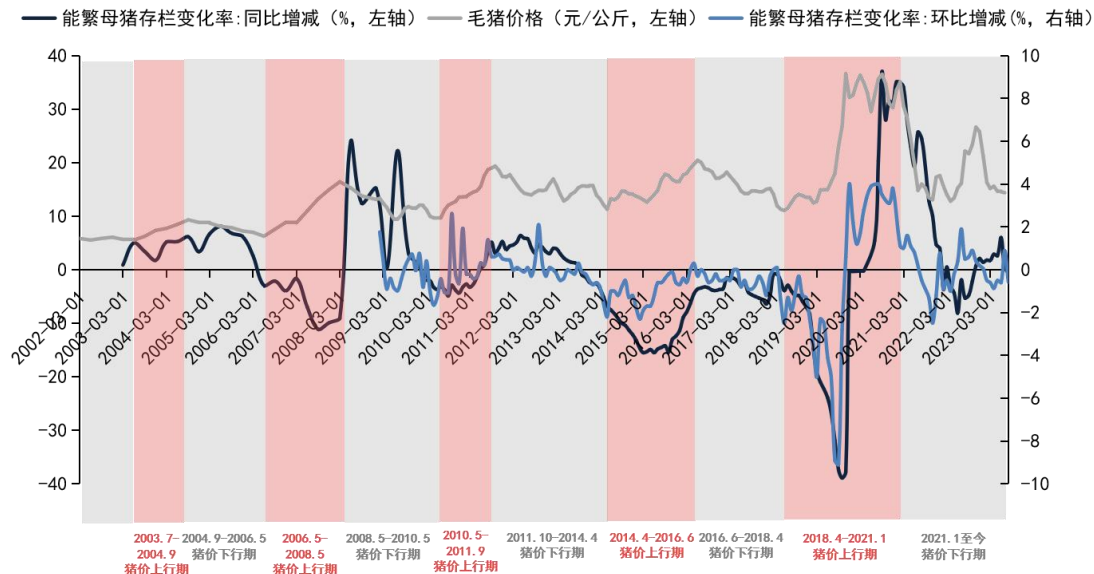
图12：猪价预测指标体系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

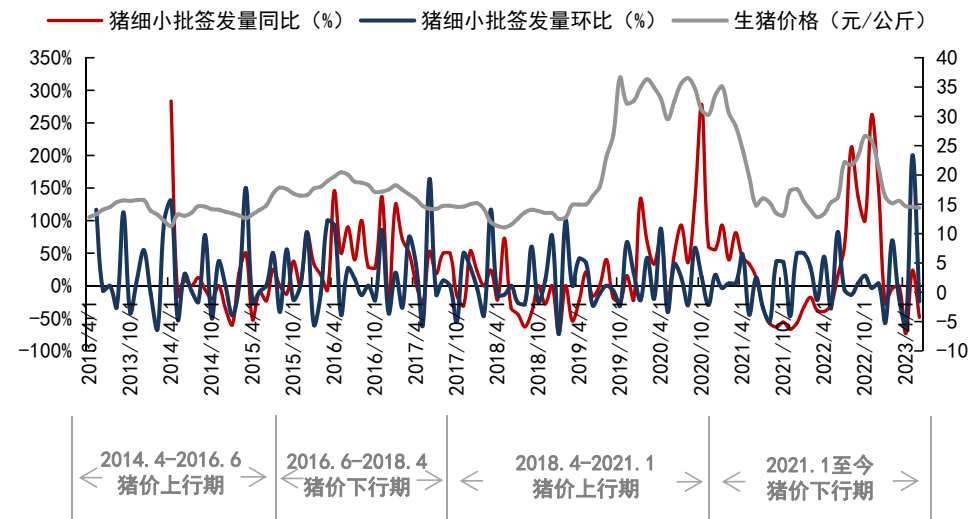
- ◆ 核心关注农业部数据，能繁母猪存栏的同环比变化情况。
- ◆ 饲料数据和猪细小的批签发数据可以作为验证指标。
- ◆ 猪价是日频数据，一般猪价很差，母猪去化会加快，饲料和疫苗的批签发数据都会后续得到验证。

图13：农业部能繁母猪存栏同环比变化情况



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

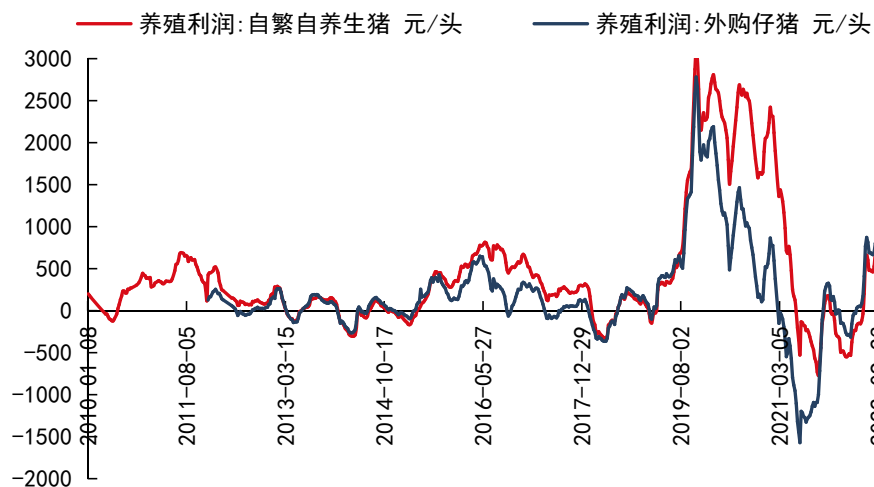
图14：全国猪细小批签发量月度同环比情况



资料来源：中国兽药信息网，国信证券经济研究所整理

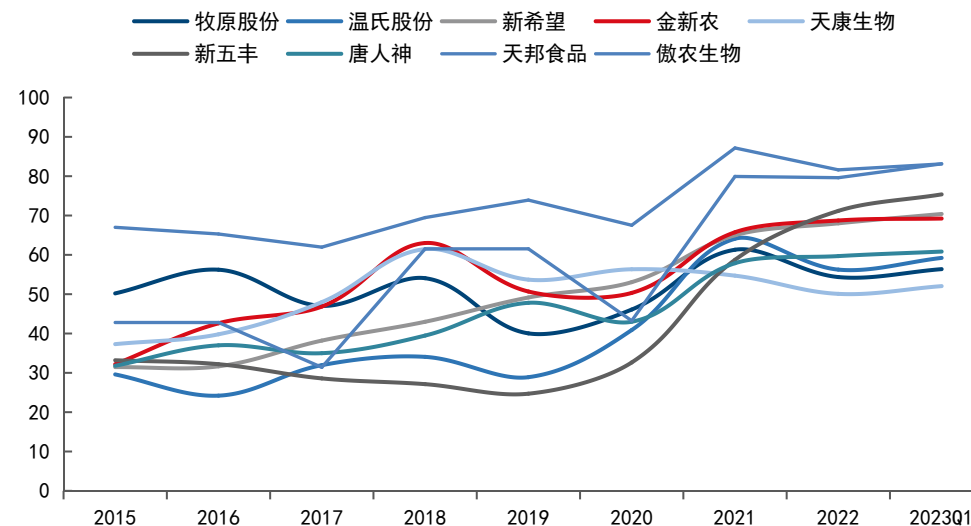
- ◆ 现金储备：现有规模上市公司储备现金可以支撑低猪价多久时间。
- ◆ 资产负债表：跟历史周期底部的资产负债率做对比，特别高的企业资产负债率产能占比情况。
- ◆ 行业融资难易程度情况。

图15：2010年以来生猪自繁自养和外购育肥的盈利波动情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：本轮周期上市猪企的资产负债率普遍较前几轮周期大幅提升

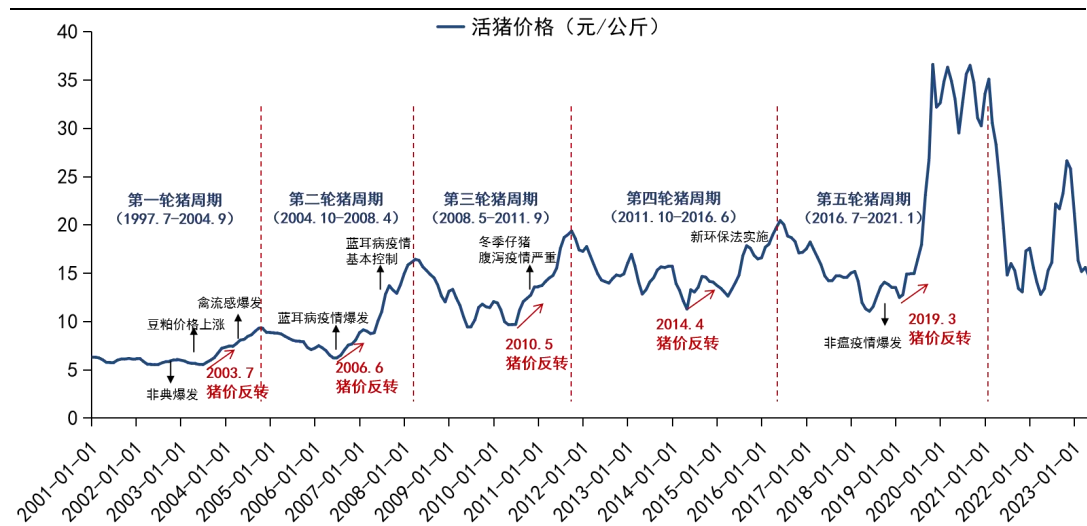


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

反转指标：产能与库存快速出清

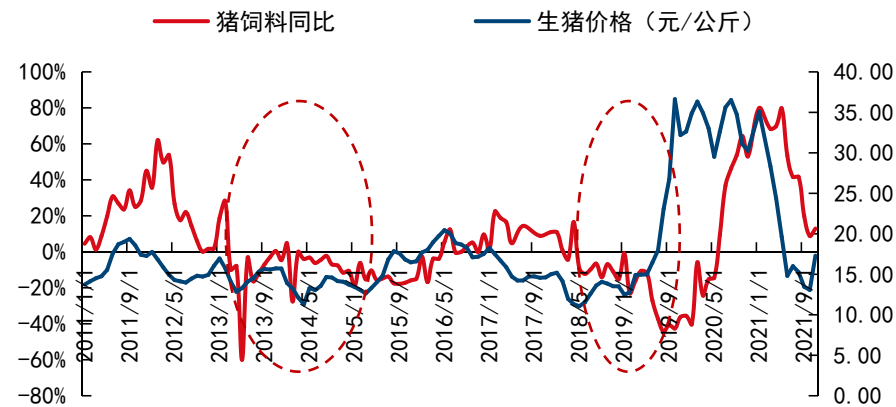
- ◆ 猪价突然快速回落。
- ◆ 屠宰端均重过低。
- ◆ 淘汰母猪中有较大比例的待产母猪。
- ◆ 饲料和疫苗批签发数据大幅度下降。

图17：历史生猪价格复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：猪饲料同比增速与生猪价格拟合情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：生猪均重与生猪价格的拟合情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

问题4：如何选股？

- ◆ 选择现金充裕，周期底部有产能扩张的标的。
- ◆ 1) 周期角度，选择出栏增速最快的小型公司；2) 价值角度，选择成本做到极致的优质白马股。

表3：主要生猪标的出栏及养殖资产市值情况

公司名称	生猪出栏及规划（万头）									市值情况	养殖资产头均市值	
	2021年	2022年	22年同比	2023H1	23H1同比	2023E	23年 预计同比	2024E	24年 预计同比	总市值 （亿元） 2023/8/30	2023年	2024年
华统股份	14	121	781%	115.29	137%	240	98%	450	88%	90	3,242	1,608
巨星农牧	82	150	84%	123.8	82%	280	87%	500	79%	134	5,140	2,878
唐人神	154	216	40%	161.64	87%	350	62%	500	43%	90	2,306	1,453
新五丰	44	183	316%	127.2	96%	300	64%	500	67%	110	4,179	2,507
天康生物	160	203	27%	130.97	41%	280	38%	300	7%	98	1,390	1,297
京基智农	13	126	853%	84.32	66%	200	59%	220	10%	101	2,539	2,308
神农集团	65	93	42%	67.09	51.41%	150	61%	250	67%	119	7,364	4,419
温氏股份	1322	1791	36%	1178.57	47%	2600	45%	3000	15%	1,126	2,880	2,346
牧原股份	4026	6120	52%	3026.5	-3%	6500	6%	7000	8%	2,227	4,305	3,318
新希望	998	1461	46%	899.4	31%	1200	-18%	1200	0%	533	3,192	2,394
东瑞股份	37	52	41%	36.64	51%	90	73%	120	33%	51	6,773	5,080
傲农生物	325	519	60%	292.34	25%	550	6%	550	0%	77	1,946	1,409
天邦食品	428	442	3%	306.33	47%	600	36%	500	-17%	82	1,820	2,185
中粮家佳康	344	410	19%	244.6	8%	450-500	16%	600	26%	83	1,863	1,428

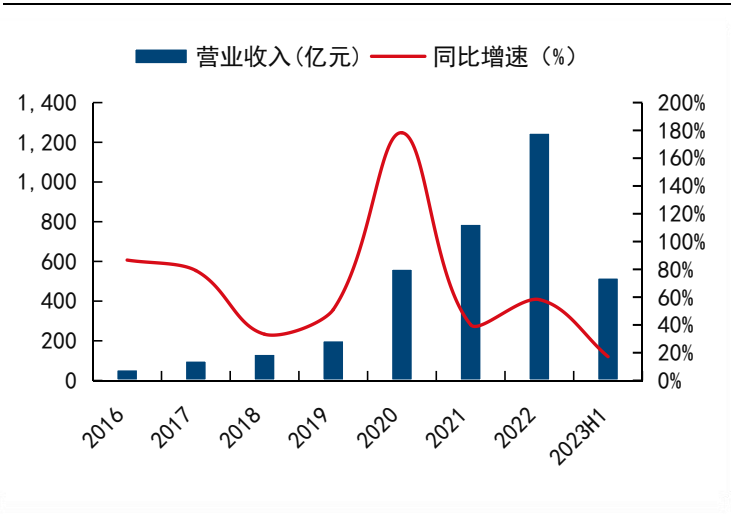
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附件：养猪标的介绍

牧原股份：成本优秀的生猪龙头，单位盈利领先行业

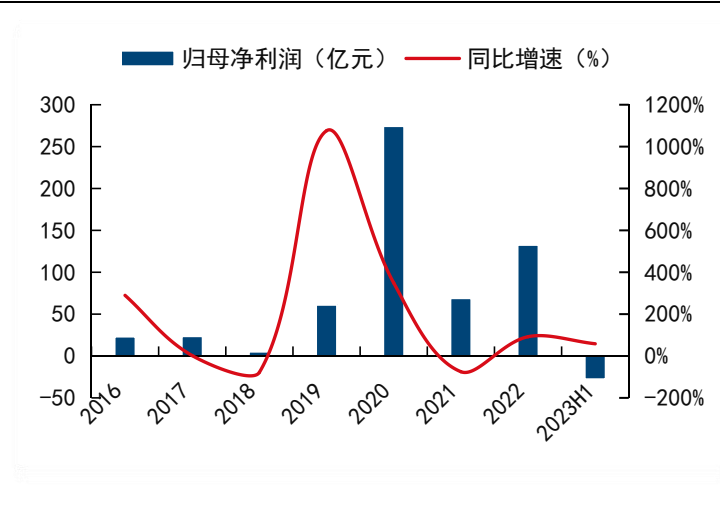
- ◆ **公司养殖成绩改善明显，最新完全成本已下降到15元/公斤以下。**出栏方面，公司2023H1实现生猪出栏3026.5万头，同比略降3.2%，其中商品猪2907.7万头，仔猪109.0万头，种猪9.7万头。截至2023年6月底，公司能繁母猪存栏为303.2万头，较2023Q1末增长6.5%，预计2023年有望出栏生猪6500万头至7100万头。同时公司在生猪健康管理、疫病净化等方面取得了显著成效，生猪养殖成绩明显改善，据公司2023年7月公告披露，目前养殖全程成活率约87%，PSY约28，育肥阶段料肉比在2.9以下，均较去年同期的80%左右、25左右、3.0左右实现明显进步。
- ◆ **软硬件优势兼具，龙头地位稳固。**牧原的管理能力处于行业领先，具体来看分软硬两方面表现：软件方面，公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效；硬件方面，公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕，为产能高速扩张奠定扎实基础。另外，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，产能亦在稳步上量，未来随产能利用率提升有望逐步盈利，公司养殖屠宰双发展战略有望进一步打开增长新空间。

图21：牧原股份营业收入情况



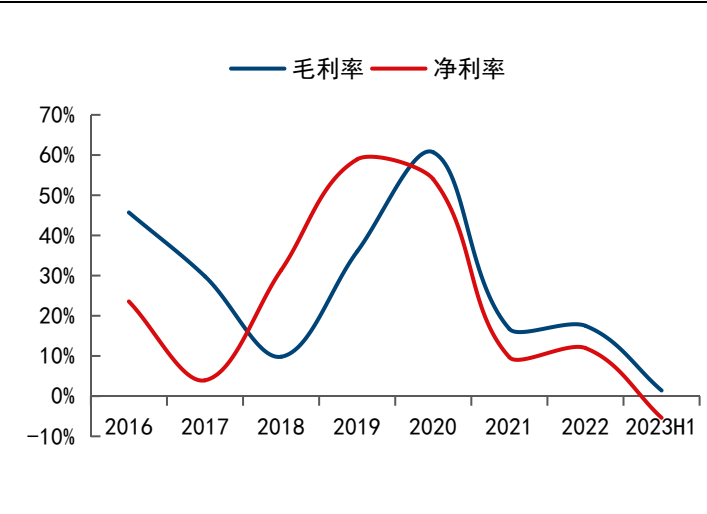
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：牧原股份归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23：牧原股份毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

温氏股份：经营稳健的白马标的，出栏仍有较快增速

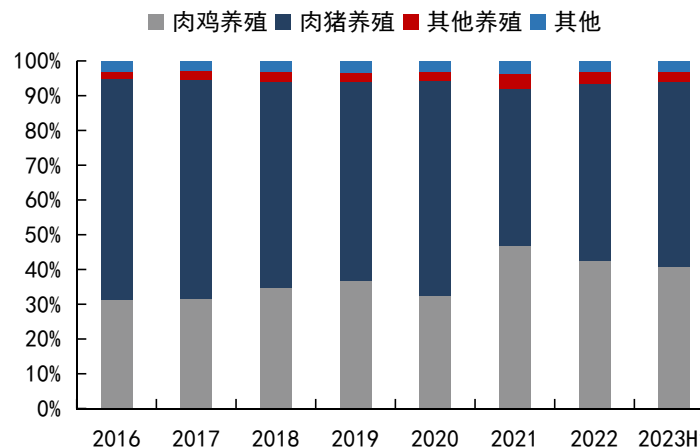
- ◆ **公司深耕畜禽养殖40载，是“公司+农户”养殖模式的行业标兵。**温氏股份主营业务为黄羽肉鸡及生猪的养殖和销售，是国内最大的黄羽肉鸡养殖企业，同时在全国种猪育种和肉猪养殖规模排名前二，是成功将“公司+农户”养殖模式壮大的典范。近两年公司生猪业务快速发展，2022年公司肉猪类产品收入426.42亿元，同比+44.58%，占收入整体比例达50.94%。2022年商品肉猪出栏量为1790.86万头，同比+35.49%，公司目标2023年实现生猪出栏2600万头，养殖出栏有望进一步增长。
- ◆ **生猪养殖稳步扩张，下游布局屠宰加强协同。**公司种猪存栏储备充足，截至2023年5月末，公司能繁母猪存栏超145万头，后备母猪约60万头，创历史新高。生产指标方面，2023年5月公司猪苗生产成本降至380元/头左右；PSY有所提高，5月份提升至22；肉猪上市率较为稳定，约92%；料肉比降至2.67，环比有明显改善。此外，公司肉制品加工板块2022年实现收入4.49亿元，同比+11.82%，占收入整体比例达0.54%。2022年公司成立广东温氏佳润肉食品有限公司，以提升公司对生猪屠宰加工业务的专业化管理水平。2022年佳润肉食共屠宰生猪 93.3万头，同比+50%，推动“产屠销”联动机制后，整体经营情况逐步向好。

图24：温氏股份生猪出栏情况



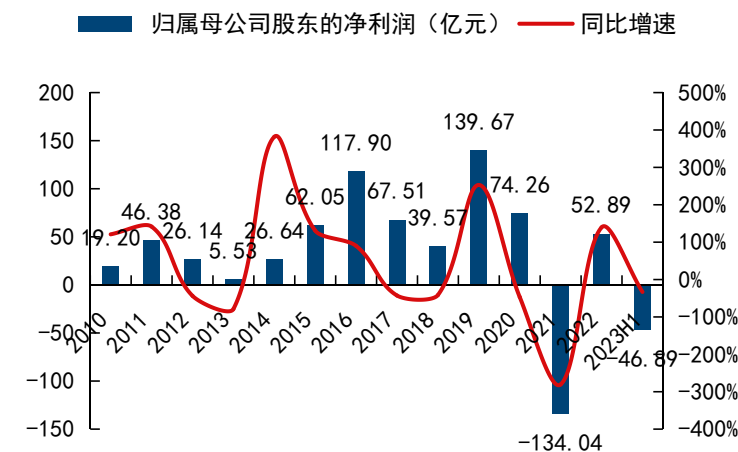
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：温氏股份营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：温氏股份归母净利润情况

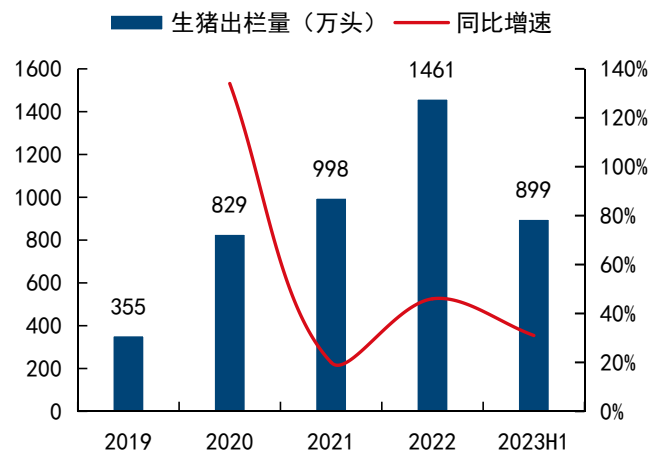


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新希望：经营改善的农牧白马，生猪出栏稳步扩张

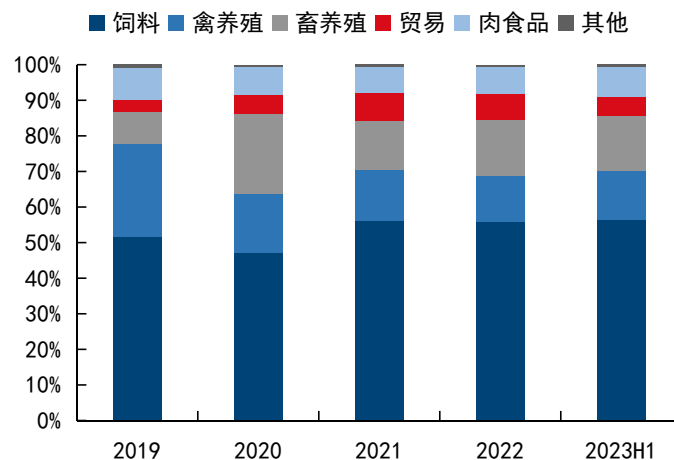
- ◆ **国内饲料行业龙头，持续加码下游生猪养殖及食品业务。**公司是国内集饲料、养殖、食品为一体的农牧综合性白马企业，2022年营业收入达1415亿，同比增长12%，其中，饲料、猪产业、禽产业、食品、商贸业务收入占比分别为56%、16%、13%、8%、7%。公司生猪业务处于扩张期，2023H1合计出栏生猪899.4万头，同比增长31%，其中2023Q2合计出栏生猪427.89万头。经测算，公司Q2头均肥猪的实际经营亏损接近600-700元，养殖完全成本相较2023Q1环比下降，公司从去年开始持续加强养殖管理，专注于提升非瘟防控能力、种猪育肥各环节的生产指标，未来养殖成本有望继续改善。
- ◆ **生猪产能稳步上量，养殖成绩有望延续边际改善趋势。**生猪出栏方面，预计2023年有望实现出栏1800万头，或实现同比增长接近25%，2024年出栏预计约2000万头，出栏有望延续增长趋势。公司产能储备充足，截至2023年5月，公司能繁母猪存栏接近85万头，目标年底能繁95-100万头，PSY可能会提至24，母猪储备足够满足未来两年发展需要。公司养殖成绩改善趋势同样明显，料肉比已从2023Q1的2.9下降到5月的2.7，育肥成活率也从2023Q1的85%上升到5月的89%；6月种猪psy约23.5，窝均断奶数达10.8头，预计到今年12月苗种成本会比之前下降，年底存活率升到90-95%，使全程成活率达到85%以上。

图27：新希望生猪出栏情况



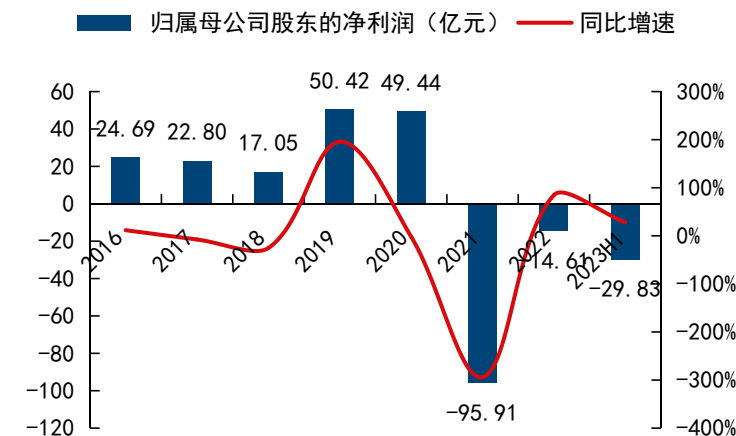
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：新希望营业收入拆分情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

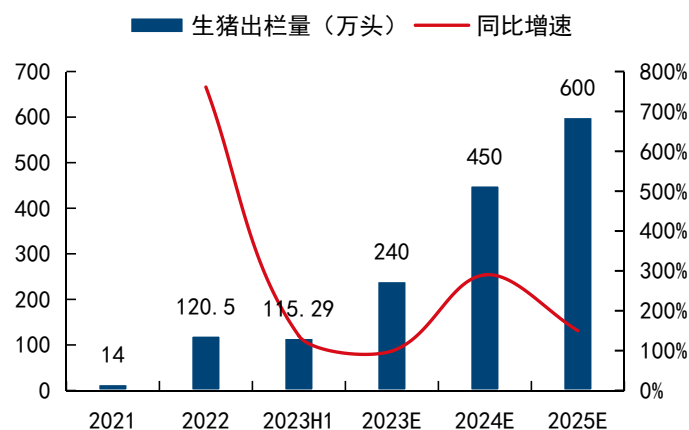
图29：新希望归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

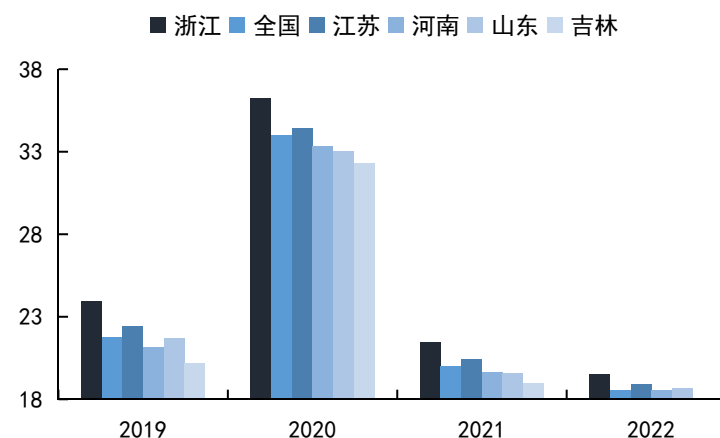
- ◆ 立足浙江并向全国扩张的生猪一体化企业，养殖产能自21Q4起逆周期稳步扩张。公司业务覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全环节，2022年营业收入达94.52亿元，同比增长13.3%，生鲜猪肉、生猪、生鲜禽肉占比分别达88%、5%、2%。公司屠宰量常年位居浙江省内前二，预计2023年屠宰量接近500万头。非瘟后，公司承接浙江生猪增产保供项目，产能自2021Q4起达产转固，2022年已实现生猪出栏120.5万头，2023H1合计出栏生猪115.3万头，同比增长137%，出栏处于稳步兑现期。
- ◆ 三大核心优势铸就“单位超额收益+出栏增速快”的周期成长股，理应具备更高头均市值。具体来看：1) 区域优势造就单位超额收入。浙江养殖资产具备稀缺性，一是因为浙江是生猪销区，当地商品猪均价高于全国接近1-2元/公斤；二是浙江几乎没有农民养户，属于天然养殖无疫区，对于疾病防控具备天然优势，因此浙江养殖产能具备“超额收入+防疫佳”的天然优势。2) 后发优势带来养殖的超额收益。华统是非瘟后崛起的养殖黑马，周期底部逆势扩张使得公司不但受益于行业性大幅扩张带来的人才积聚与技术升级红利，而且拥有种猪等资源的成本优势。3) 资金优势奠定出栏的成长性。公司拥有可转债、大股东定增、政府养殖补贴等多元化的资金来源，定增完成后公司资产负债率进一步下降，打开未来融资空间。

图30：华统股份生猪出栏情况



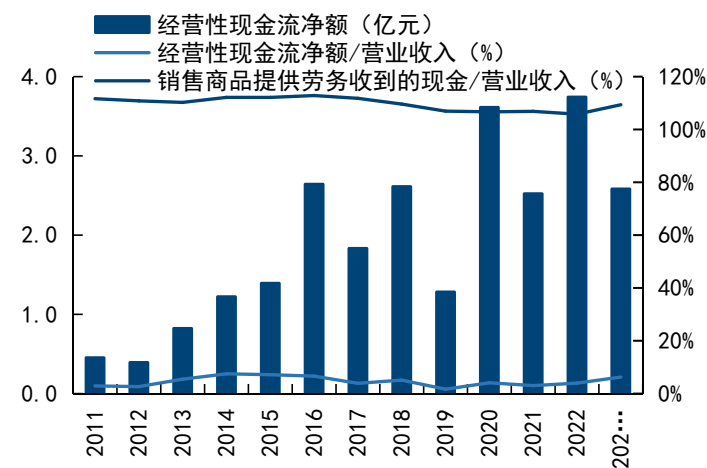
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：浙江省生猪年均价比全国年均价高出约1-2元/公斤



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图32：华统股份周期底部现金流依然充裕

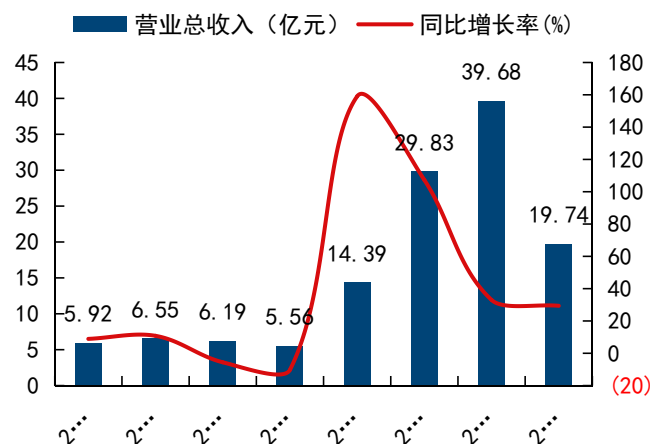


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

巨星农牧：成本领先的成长标的，经营业绩逐季兑现

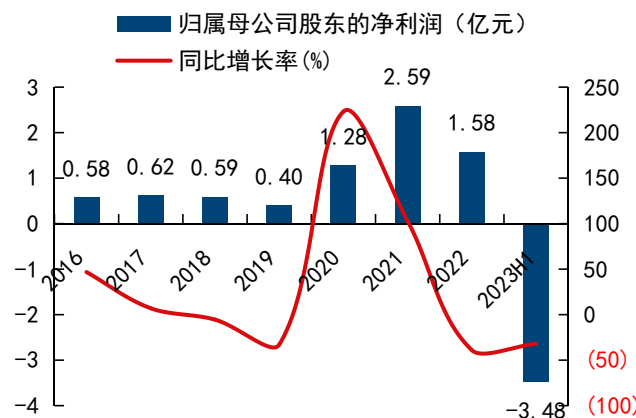
- ◆ 集种猪、饲料、商品猪生产于一体的农业产业化企业，生猪出栏处于高速成长期。公司2022年实现营业收入39.68亿元，其中生猪养殖、饲料业务收入占比分别达75%及14%。出栏方面，公司2022年生猪出栏接近153万头，同比增长76%，2023H1出栏生猪123.8万头，同比增长82%，有望继续保持高速增长。经测算，预计公司2023Q2完全成本接近16-16.5元/公斤，较2023Q1明显下降，公司在出栏高速扩张过程中依然实现成本边际改善，养殖管理方案卓有成效。
- ◆ 公司成本控制能力处于行业领先水平，其核心优势在生猪育种和养殖管理表现突出。育种方面，2017年种猪改良公司PIC与公司达成战略合作，是公司最主要的种猪供应商。公司在PIC提供的曾祖代公猪、曾祖代和祖代小母猪基础上繁育的种猪具有产仔率高、存活率高、料肉比低的特点，生产指标优秀。目前公司的圈龙猪场及高观猪场均采用PIC优质种猪，两者在2019年、2020年实际经营中平均PSY高达29.17，处于行业领先。管理方面，公司与知名养猪服务技术公司Pipestone达成合作，由其提供生猪养殖咨询服务，包括场所设计、基因审查、养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询等，有效提高了公司养殖效率和安全性。综合两方面优势，公司生猪养殖成本领先地位稳固，未来随PSY及料肉比改善，仍有下降空间。

图33：巨星农牧营业收入情况



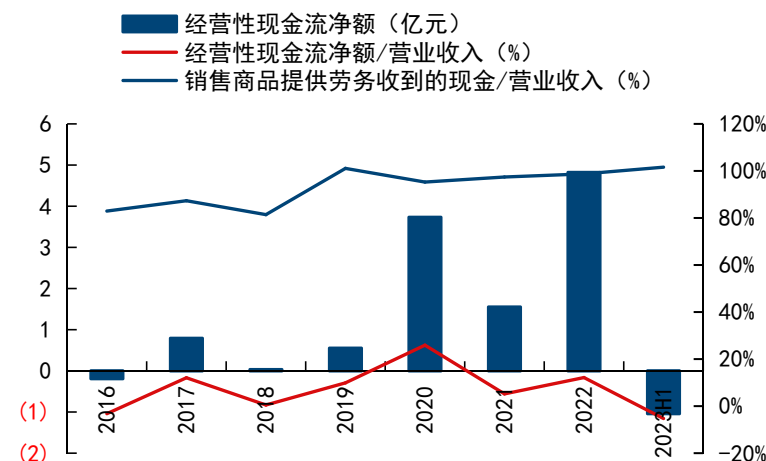
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：巨星农牧归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：巨星农牧周期底部现金流稳健

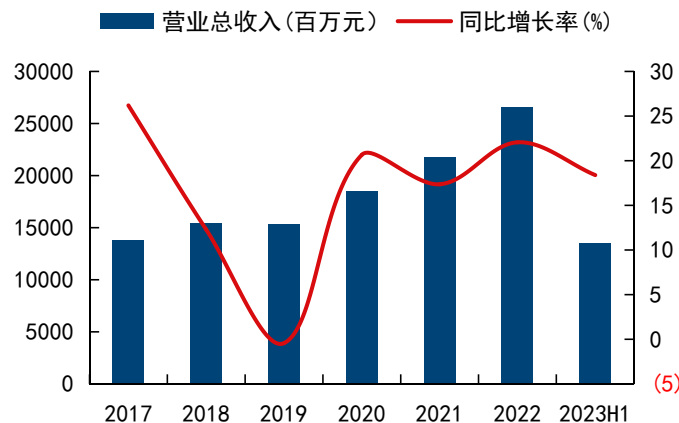


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

唐人神：深耕生猪养殖十五年，产能稳步扩张

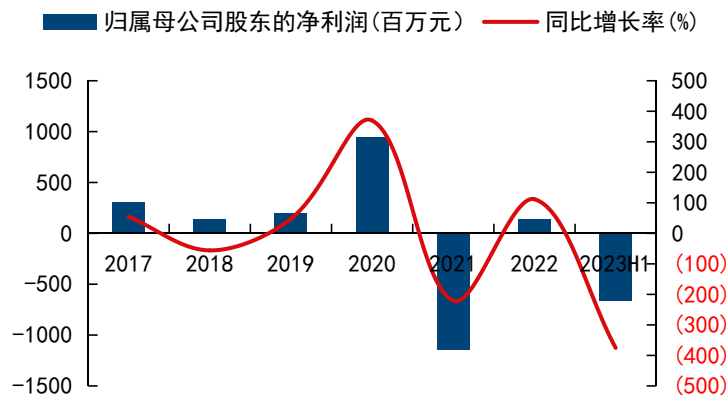
- ◆ 公司发家于饲料业务，逐步向下游布局生猪产业链。公司深耕饲料三十余年，目前已实现以饲料、生猪养殖、品牌肉品三大主业为核心的产业链完整布局。2023H1实现营收134.8亿元，同比增长18.39%，其中饲料、生猪、肉类业务收入占比分别达76%、17%及7%。公司经营表现稳健，从2023Q2表现来看，公司出栏稳步扩张，2023Q2实现生猪出栏87.53万头，环比2023Q1增长约12%，另外，我们测算估计公司2023Q2头均肥猪净亏损接近350-470元，生猪业务成本进一步改善。
- ◆ 周期底部资金储备充裕，养殖产能稳步扩张。2022年公司生猪出栏达215.79万头，同比增长106.66%。公司计划2023年和2024年分别实现生猪出栏350万头、500万头，养殖规模有望稳步扩张。此外，2022年公司完成非公开发行，募集资金11.4亿元用于支持湖南、广东、海南、广西等养殖项目建设，2023Q2末资产负债率为62.07%，处于行业较低水平，且2023Q2末货币资金达15.73亿元，资金储备充裕，此外，公司于2023年6月27日披露《2023年度以简易程序向特定对象发行股票预案》，拟以简易程序发行股票募资3亿元，并于8月29日获得证监会注册批复，充足的资金储备有望助力公司出栏继续增长。

图36：唐人神营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：唐人神归母净利情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38：唐人神与华特希尔合作打造世界级原种猪场

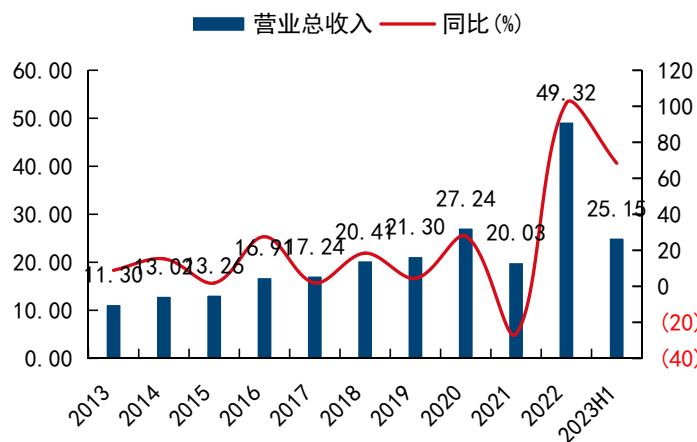


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

新五丰：国企弹性标的，收购天心种业增厚养殖实力

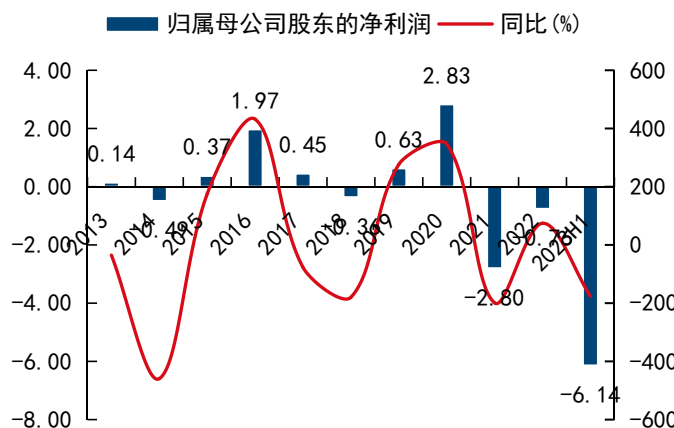
- ◆ **完成天心种业收购后夯实养殖实力，国企改革焕发活力。**新五丰成立于2001年，实控人为湖南省国资委，涵盖饲料、原料贸易、养殖、冷鲜肉品加工等生猪全产业链。公司于2022年收购天心种业100%股权等资产，进一步夯实了公司生猪养殖主业，2022年公司（含天心种业）实现生猪出栏合计183万头，同比增长122.32%。天心种业为湖南省优质种猪及仔猪销售企业，2020-2022年分别实现生猪出栏16/42/76万头，处于产能快速放量期。截至2022年7月31日，天心种业合计拥有母猪存栏8.7万头，其中包括基础猪群4.66万头、后备母猪3.99万头，收购完成后进一步增厚公司养殖实力。
- ◆ **成本改善空间充裕，出栏或将继续保持高速增长。**公司成本目前处于行业中游水平，未来改善空间较大，一方面，公司拟计划通过引进法系猪持续优化种猪群体效率，另一方面，预计随产能利用率提升，总部费用会进一步摊销。出栏方面，公司采取以租赁为主、自建及改造为辅的扩张模式，2023H1出栏生猪128.34万头，同比增长96%，预计2023和2024年分别有望实现出栏300、500万头，出栏继续保持高速增长。考虑到天心种业2022-2024年处于业绩对赌阶段，发展动力或较为充足，未来预期差修复空间充裕。

图39：新五丰营业收入情况



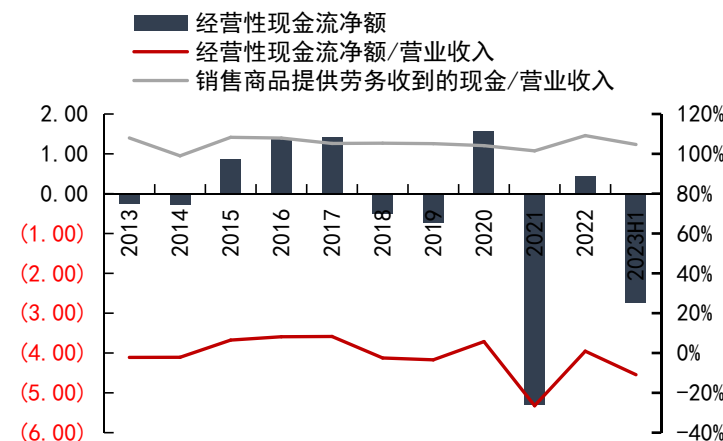
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40：新五丰归母净利情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：新五丰周期底部经营性现金净流出

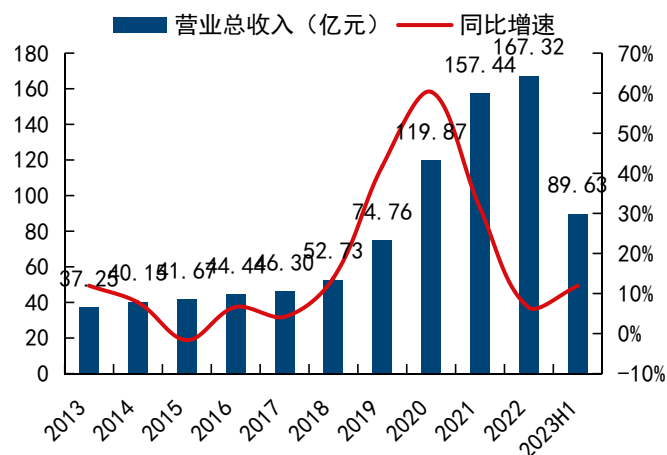


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

天康生物：立足新疆的一体化龙头，持续加码西北养殖布局

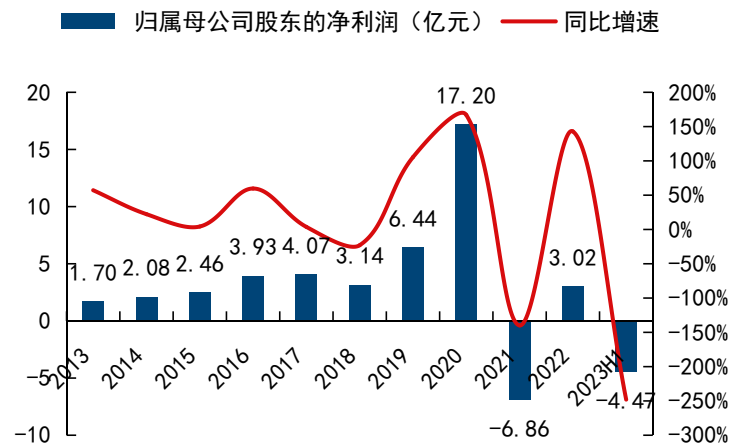
- ◆ 立足于我国西北地区的区域性农牧产业链龙头，稳步扩大生猪养殖经营。新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司为天康生物实控人及第一大股东，截至2023Q2末持股比例达21.74%。2023H1实现营收89.63亿元，同比+11.92%，其中，饲料、屠宰加工及肉制品、玉米青贮、农产品加工、生猪养殖、兽用生物药品业务收入占比分别为33.55%、28.86%、15.60%、14.39%和4.98%。公司近年来持续扩大饲料、养殖、兽用生物制品业务布局，致力于全产业链一体化发展。
- ◆ 生猪养殖业务稳步增长，区域优势叠加一体化优势铸就成本护城河。公司2022年实现生猪出栏202.72万头，同比增长26.44%，2023年全年经营目标为生猪出栏280万头，出栏有望继续保持增长。公司养殖产能主要位于我国西北地区，目前河南、甘肃新建养殖基地投产后，产能正处于加速释放期。公司通过投资新疆汇通，坐拥核心玉米收储资源，未来饲料原料成本优势有望延续。公司采取“聚落式”全产业链发展模式，完善从原种猪—三级繁育—育肥的布局，并配套饲料和屠宰加工，在每个区域内形成完整产业链，从管理、生产调度以及综合效率等方面发挥最优的效果。

图42：天康生物营业收入情况



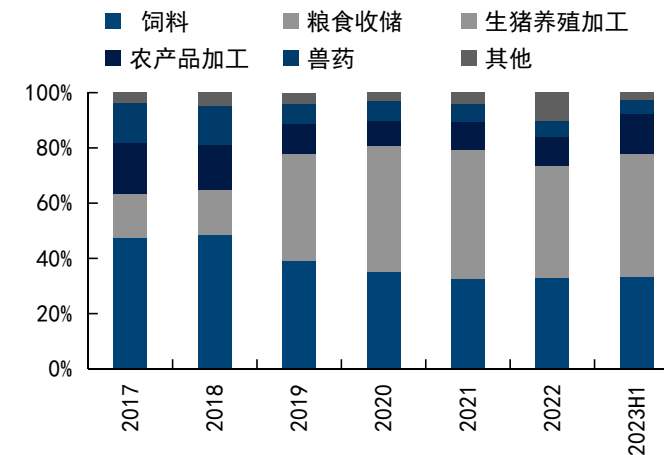
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图43：天康生物归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

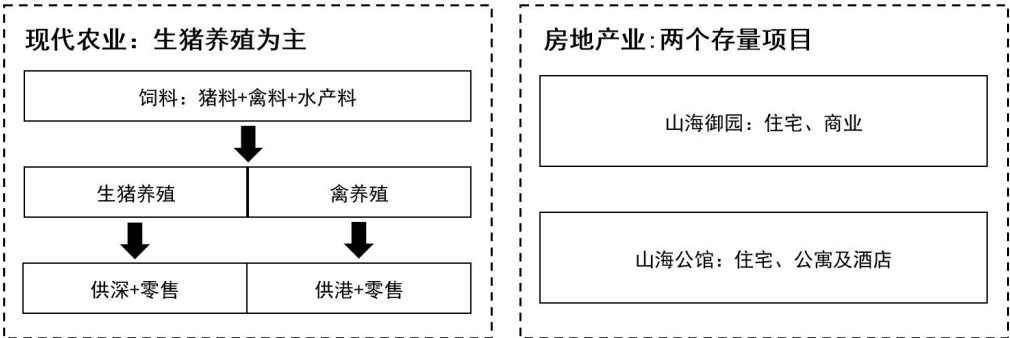
图44：天康生物分业务营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ 公司目前已经形成了聚焦生猪养殖扩张、运作地产存量项目的主业格局。房地产业务方面，公司只做深圳市内的存量项目，目前在售项目主要为山海御园及山海公馆，正逐步进行交付。生猪养殖业务方面，公司定位服务粤港澳大湾区。公司近年在广东及周边开展楼房生猪项目建设，采用6750楼房养殖模式进行四周批全进全出的规范化生产，有利于提高猪群健康度及存活率，2023年6月PSY约25，窝均断奶仔猪数约10.4，育肥猪上市率约为89.4%，处于行业领先水平。公司的产能布局正处于快速兑现期。2022年生猪出栏126.44万头，同比增长856%，2023H1合计实现生猪出栏84.32万头，同比增长66%。
- ◆ 区域销价优势带来超额收入，资金储备支撑较快量增。（1）从量来看：公司闭群繁育体系已经搭建完毕，现有建成产能225万头，土地储备项目产能约200万头，产能储备较为充裕。（2）从价来看：广东省生猪市场短期内省外活猪调运受限，长期规划自供比例约为70%，区域溢价带来的销价优势可能持续存在，公司有望依靠广东省内产能享有超额收入。（3）从确定性来看：公司地产项目运作稳健，短期偿债压力较小，截至2023Q1末，公司货币资金达15.69亿元，依靠充裕的现金储备和银行授信余额，公司养殖业务有望兑现产能和业绩。

图45：京基智农主营业务分为现代农业、房地产业两大板块



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：京基智农目前建成及在建产能已超220万头

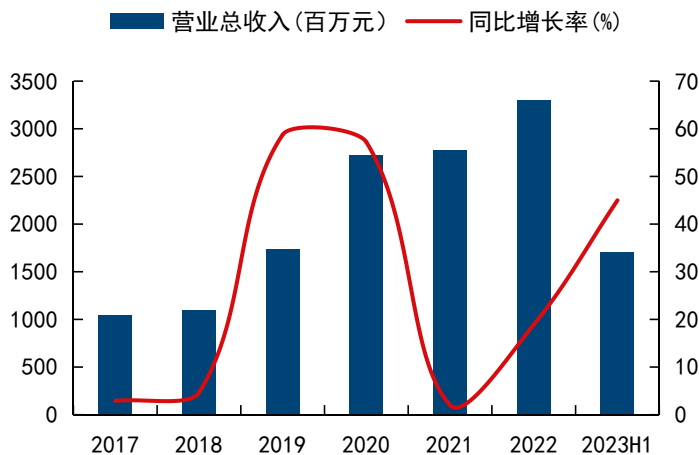
项目名称	规划产能（万头）	建设进度
文昌项目	30	已引种投产
徐闻项目	90	已引种投产
高州项目	45	已引种投产
贺州项目	60	一期已引种投产，二期2022年9月完成引种

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

神农集团：养殖成绩优异的弹性标的，出栏有望持续扩张

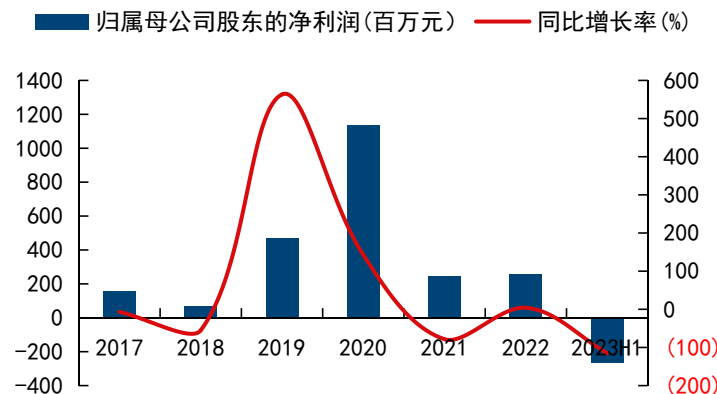
- ◆ **养殖成本表现优异，位于行业第一梯队。**公司在生猪产业链深耕二十余年，其以饲料业务起家，分别于2002年和2005年开始拓展生猪养殖与屠宰业务，2022年营收达33.04亿元，同比增长18.89%，养殖、屠宰、饲料收入占比分别为52.96%、25.97%、17.24%。目前公司养殖业务主要在云南和广西两省。公司重视生猪防疫及健康保健，养殖成绩在行业前列。公司60%的存栏母猪群为蓝耳、PED、伪狂犬双阴猪群，未来健康保障相关的疫苗、动保费用将持续降低，猪只生产速度提升。2023年7月最新完全成本16.5-16.6元/公斤，平均断奶成本达360元/头，成本优势显著且持续改善，其2023年平均完全成本目标为<15.8元/公斤、平均养殖成本目标为<15元/公斤，未来通过满负荷生产、疫病净化、优化考核指标等措施有望进一步实现成本降低。
- ◆ **远期出栏目标达500万头，生猪产能稳步放量。**公司2022年实现生猪出栏92.9万头，同比+42.11%。2023年7月公司母猪存栏约7万头，预计2023年底达到10万头母猪存栏目标；2022年PSY年平均水平超过27头。目前公司已有产能为150万头，未来2-3年全部产能释放后可达到300万头以上的产能。另外公司结合2027年出栏500万头生猪的战略目标，目前正在考察或者商谈的储备地块还有6块，分别位于云南、广西和广东等南方区域，如全部建设，可再增加5.6万头母猪产能。

图46：神农集团营业收入情况



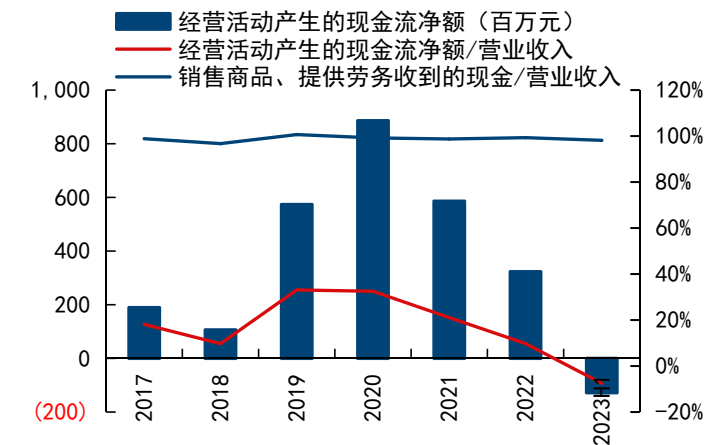
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图47：神农集团归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：神农集团在周期底部经营性现金流净额转负



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 1、**原材料价格波动剧烈的风险。**饲料成本占养殖成本的比例较大，如果原材料价格上涨幅度过大，将拉低公司的盈利水平。
- 2、**不可控的动物疫情引发的潜在风险。**农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成公司严重损失。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032