

## 农林牧渔

2023年04月08日

## 巨星农牧 (603477)

——川渝养殖冉冉新星，量增本优共筑星光

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2023年04月07日

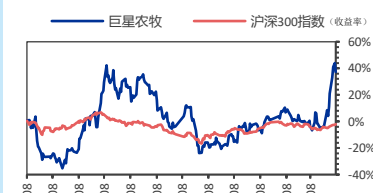
收盘价(元)	34.35
一年内最高/最低(元)	37.18/15.93
市净率	4.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	16548
上证指数/深证成指	3327.65/11967.74

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年12月31日

每股净资产(元)	7.25
资产负债率%	48.85
总股本/流通A股(百万)	506/482
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

朱珺逸 A0230521080004  
zhujy@swsresearch.com  
赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com

## 研究支持

朱珺逸 A0230521080004  
zhujy@swsresearch.com

## 联系人

朱珺逸  
(8621)23297818x  
zhujy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **冉冉升起的川渝养殖“新星”。**隶属巨星集团的农牧板块——巨星农牧成立于1995年，起初业务以饲料为主，2007年进入生猪养殖行业。2020年完成资产重组并入原振静股份，确立了以生猪养殖业务为主，稳健发展饲料、商品鸡养殖、皮革业务的战略定位。2022年公司共出栏生猪153.01万头，实现营业收入39.68亿元，其中生猪养殖业务营收贡献占比达75.36%。公司正逐渐成长成为国内西南地区种猪、商品猪、饲料生产一体化的生猪养殖“新星”。
- **生猪养殖：大行业周期性与规模化共舞，关注疫情与养殖亏损引致产能去化。**生猪养殖是名副其实的“大行业”，稳定的消费支撑超过万亿的市场规模。虽然行业规模化程度依然较低，养殖主体分散，集中度较部分发达国家尚具较大提升空间；但不可否认的是，生猪养殖现代化、规模化进程正在政府政策、疫情等因素的影响下空前加速。2023年，充裕供给叠加疲软消费引致的养殖亏损、阶段性发生的疫情正驱动生猪产能调减、去化，形成一波“周期向上”预期。在此阶段，产能去化深度与下一轮周期的弹性是驱动板块行情的核心催化剂。
- **当前时点应关注兼具出栏增速与养殖成本领先优势的企业：**一个基本公式：养殖盈利=出栏量\*(出栏价格-养殖成本)。出栏量(增速)依然值得密切关注：其一方面取决于产能的数量与布局，另一方面取决于主动与被动的调整。**猪价低位震荡阶段，企业养殖成本优势会被放大，甚至会直接决定盈利或亏损。**因此我们认为，应重点关注兼具出栏增速与养殖成本优势的企业。**巨星即符合此两大特征。**
- **“立足四川，走向全国”，公司产能扩张下的出栏增长是核心看点。**传统的区域消费基础，标准化规模养殖发展的区域政策性支持为公司在四川省内的产能扩张提供了保障，当前公司布局了11个生猪养殖基地，主要布局在四川省与周边地区。在此基础上，公司产能扩张自2020年启动，逐渐辐射周边区域科学布局产能，建设养殖基地，并采用“自建+租赁”相结合的模式提高资金利用效率，实现轻资产扩张。**公司生猪养殖规模进入快速增长期：**在公司部分前期建成之母猪场陆续投产的背景下，预计2023年底公司能繁母猪存栏达16万头。产能的扩张为出栏量的增长“保驾护航”：预计公司2023-2024年生猪出栏量有望达到300、500万头，2022-2024出栏量CAGR达80.78%。
- **公司养殖成本优势显著：**2022年全年公司养殖完全成本为16.6元/公斤，稳居行业前列。**这一优势从何而来？育种、养殖过程高水平管理和营养配方的共同作用。**①育种体系与PIC长期深度合作，并在此基础上培育出具备优良性状的高质量种猪，生产成绩(窝均活产仔猪数，存活率等)突出。②采用领先的“粮进肉出”一体化模式，在猪场建设、选址、养殖过程管理等方面学习PIC、Pipestone等海外先进的技术经验，并建立了完善的生物安全防控和人员培养、考核体系，保障了养殖生产效率。③营养配方精准科学，特殊蛋白原料的使用提升养殖效率。我们预计在母猪产仔数、存活率提升、料肉比改善等综合因素的驱动下，公司2023年底养殖完全成本有望进一步下降至16元/公斤以内。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**受益于前期产能的扩张与布局，公司出栏增速行业领先；优质的育种体系与高水平的养殖过程管理也将继续驱动公司降低养殖成本；兼具出栏增速与成本优势是公司的核心看点。我们预计公司2023-2025年实现营业收入63.01/106.88/144.15亿元，同比+58.8%/+69.6%/+34.9%；实现归母净利润4.15/11.16/12.02亿元，同比+162.6%/+168.7%/+7.7%，当前股价对应PE分别为42X/16X/14X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产能扩张进度不及预期；养殖效率、成绩劣化驱动成本上行；原材料价格波动等。

## 财务数据及盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,983	3,968	6,301	10,688	14,415
同比增长率(%)	107.3	33.0	58.8	69.6	34.9
归母净利润(百万元)	259	158	415	1,116	1,202
同比增长率(%)	102.8	-39.0	162.6	168.7	7.7
每股收益(元/股)	0.51	0.31	0.82	2.20	2.37
毛利率(%)	19.0	14.6	13.5	20.0	18.2
ROE(%)	7.9	4.3	10.8	22.5	19.5
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 63.01/106.88/144.15 亿元,同比 +58.8%/+69.6%/+34.9%, 实现归母净利润 4.15/11.16/12.02 亿元, 同比 +162.6%/+168.7%/+7.7%。当前股价对应 PE 分别为 42X/16X/14X。我们按公司不同业务分部估值, 给予公司目标市值 223 亿元, 较当前市值水平有约 28%的涨幅空间。考虑到短期股价涨幅较大, 首次覆盖, 保守给予“增持”评级。

### 关键假设点

①**生猪养殖出栏量预计高速增长**: 预计公司 2023-2025 年出栏生猪 300/500/700 万头, 2023-2025 年公司商品猪销售均价为 17/18/17 元/公斤。

②**饲料**: 预计 2023-2025 年公司饲料销售量分别为 12.0/13.0/14.0 万吨, 毛利率分别为 12.28%、12.27%、12.24%。

③**皮革**: 预计公司 2023-2025 年皮革销售量分别为 2508/2759/3035 万平方英尺。毛利率分别为 10.5%/11.0%/11.0%。

④**商品鸡**: 预计公司 2023-2025 年商品鸡出栏量分别为 360/400/450 万羽。

### 有别于大众的认识

市场认为, 生猪养殖产能在经历非洲猪瘟疫情后补充速度缓慢, 2022 年以来能繁母猪存栏恢复不及预期, 对于 2023 年猪价仍应抱有期待, 无需悲观。同时, 市场对于巨星农牧生猪业务的出栏量成长性尚存认知差异, 亦无法完全解释公司养殖成绩突出, 成本位居行业前列的原因。

我们认为: 2022 年以来的产能恢复实际伴随着生产效率的提升, 2023 年生猪养殖行业供给理应明显增加, 应密切关注养殖亏损与疫情双重作用下产能端“去化”趋势所形成的“周期向上”预期。在此阶段, 我们认为应重点关注兼具出栏增速与养殖成本领先优势的企业。巨星农牧养殖成本表现突出, 主要受益于种猪领先的生产效率、养殖过程的严格高效管理与营养配方的优势。同时, 我们认为公司未来出栏量的增长亦有迹可循, 我们对公司产能增长的来源做了详细分析。

### 股价表现的催化剂

行业产能(母猪存栏)去化超预期(对应未来(10个月后)供给下降); 公司生猪养殖出栏量增速高于预期; 养殖成本进一步优化等。

### 核心假设风险

公司产能扩张进度不及预期, 对应出栏量增速放缓; 养殖效率、成绩劣化驱动成本上行; 原材料价格波动等。

## 目录

<b>1. 巨星农牧：冉冉升起的养殖“新星”</b>	<b>7</b>
<b>2. 生猪养殖：大行业周期性与规模化共舞，产能持续性去化或再启</b>	<b>9</b>
2.1 庞大的市场体量，万亿的市场规模	9
2.2 中小养殖户依然是行业主体，规模化集约化进程加速中	10
2.3 供给增加猪价低位震荡，关注“产能去化”再启动	14
2.4 关注兼具出栏增速与养殖成本领先优势的企业	15
<b>3. “认真养猪”带来出栏增长与成本优势两大核心亮点</b>	<b>16</b>
3.1 “认真养猪”的本质：高品质、高效率、可持续	16
3.2 “立足四川，走向全国”，出栏规模增长值得期待	17
3.3 养殖成本优势从何而来？育种、饲料、养殖过程综合管理的共同作用	21
3.3.1 育种体系领先，高质量种猪带来生产效率优势	23
3.3.2 养殖过程管理高水准，助力养殖效率与成绩提升	27
3.3.3 精准饲料营养配方与创新原料使用提升养殖效率	32
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>34</b>
4.1 收入成本拆分	34
4.2 盈利预测与估值	34
<b>5. 风险提示</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1：公司历史发展沿革.....	7
图 2：公司资产业务结构图 .....	8
图 3：公司营业收入与归母净利润.....	8
图 4：生猪养殖已成为公司营收的主要贡献来源（2022） .....	8
图 5：公司股权结构图（截止 2022 年报） .....	9
图 6：中国是猪肉生产和消费大国.....	9
图 7：猪肉是中国居民肉类消费的主要来源.....	9
图 8：生猪出栏量一览 .....	10
图 9：中国生猪养殖主体仍以分散的养殖户为主 .....	10
图 10：中国生猪养殖规模化进程及与部分发达国家（区域）对比.....	11
图 11：2022 年生猪养殖行业 CR10 为 20.3%.....	11
图 12：生猪饲养场(户)数变化 .....	12
图 13：年出栏 500 头以下生猪养殖户数年下降幅度 .....	12
图 14：16 家主营生猪养殖上市公司资本开支合计数.....	12
图 15：中国原种猪进口量.....	12
图 16：2022 年 Top10 猪企出栏量占比 20.3% .....	13
图 17：2022 年末 Top20 猪企能繁母猪存栏(万头) .....	13
图 18：2023 年生猪出栏量预计达到 7 亿头左右 .....	14
图 19：预计 2023 年生猪价格整体呈震荡态势.....	14
图 20：自繁自养与外购仔猪养殖连续 13 周亏损.....	15
图 21：2 月能繁母猪存栏环比下降 0.6%.....	15
图 22：公司“认真养猪”的实际内涵 .....	16
图 23：两大养殖模式：紧密型“公司+农户”与一体化自主养殖并行 .....	17
图 24：四川省是中国生猪出栏的第一大省份.....	17
图 25：公司生猪养殖产能主要布局在西南地区 .....	18
图 26：公司养殖产业布局规划.....	18
图 27：德昌巨星 100 万头智慧养猪园区项目.....	19
图 28：公司能繁母猪存栏.....	20
图：公司生产性生物资产 .....	

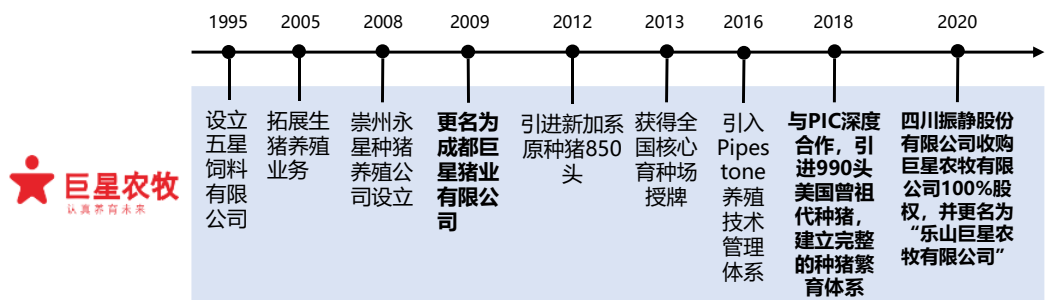
图 30: 2023-2024 公司生猪出栏量有望达到 300、500 万头.....	21
图 31: 2022Q3 涉及生猪养殖业务的上市公司养殖完全成本比较 .....	21
图 32: 生猪养殖成本构成.....	22
图 33: 公司与行业平均成本结构比较 .....	22
图 34: 巨星极致效率的养猪体系 .....	23
图 35: PIC 五元杂交配套系具备诸多优势.....	24
图 36: “四阴种猪”具有高产仔、高性能、高收益的生产特征 .....	25
图 37: 巨星农牧高观猪场月度 PSY .....	26
图 38: 巨星农牧高观猪场每窝活仔数变化 .....	26
图 39: 巨星农牧高观猪场每头母猪窝断奶仔猪数 .....	26
图 40: “粮进肉出”一体化猪肉生产模式 .....	27
图 41: 公司高效空气净化、智能化控制、水质净化处理的先进猪舍设计理念 .....	27
图 42: 巨星农牧四级防非体系.....	28
图 43: 公司车辆烘干消毒房 .....	28
图 44: 公司车辆雾化消毒房 .....	28
图 45: 冉义种猪场内部猪舍智能化、现代化程度高 .....	29
图 46: 邛崃冉义种猪场评“2021 年农业农村部畜禽养殖标准化示范场” .....	29
图 47: 巨星农牧大数据平台实现整场全自动化控制 .....	29
图 48: Pipestone 服务项目与环节 .....	31
图 49: 公司“成果为基础，一线出干部”的人才战略 .....	31
图 50: 全自动饲料生产条线 .....	32
图 51: 大豆等原材料来源品质高 .....	32
图 52: 饲料蛋白采用 HP300 .....	32
表 1: 公司部分种猪场母猪饲养规模一览 .....	19
表 2: 部分公司其他种猪场与育肥场产能情况一览.....	20
表 3: PIC 康贝尔母猪各方面生产效率水平均领先传统母猪 .....	24
表 4: 公司主要运用的种猪核心育种技术一览.....	25
表 5: 巨星农牧高观猪场生产成绩突出 .....	26
表 6: PIC 核心场兽医职责.....	30
表 7: PIC 猪场干点选址体系 .....	30

表 8: HP 蛋白与全脂大豆、大豆浓缩蛋白抗营养因子含量和特征对比 .....	33
表 9: 饲料业务可比公司估值比较 .....	35
表 10: 皮革业务可比公司估值比较 .....	35
表 11: 部分涉及生猪养殖业务的上市公司头均市值估值水平比较 (元/头) .....	35
表 12: 部分涉及生猪养殖业务的上市公司生猪出栏量 (单位: 万头) .....	35

## 1. 巨星农牧：冉冉升起的养殖“新星”

**资产重组实现转型，川渝区域养殖“新星”冉冉升起。**乐山巨星农牧股份有限公司（简称“巨星农牧”）前身为主营中高端皮革制造、销售的“振静股份”。振静股份于 2020 年 7 月发行股份、支付现金购买巨星农牧 100% 股权，并更名“乐山巨星农牧股份有限公司”（简称巨星农牧），成功实现资产重组。

图 1：公司历史发展沿革



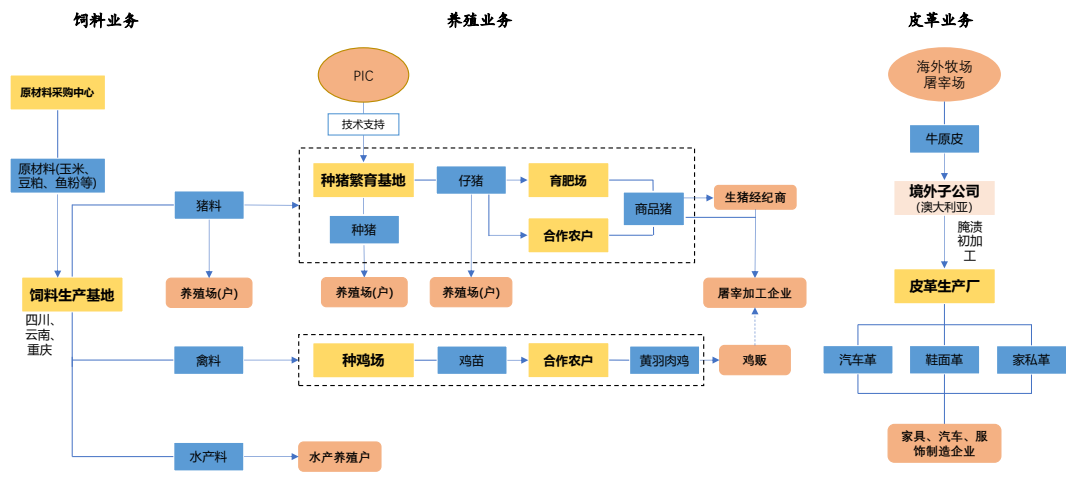
资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司的主营业务由两部分组成：其一是中高档天然皮革的研发、制造与销售。当前原有皮革业务继续发展，依托汽车革、鞋面革、家私革三大产品线的完整产品矩阵，公司向下游知名企业提供质量优异的皮革产品。而在资产重组后，公司主营业务已转为畜禽养殖与饲料生产销售。

隶属巨星集团的农牧板块——巨星农牧成立于 1995 年。起初业务以饲料为主，2007 年进入生猪养殖行业，并在 2012 年获评“中国畜牧行业百强优秀企业”。2015 年，巨星农牧获得国家核心育种场授牌。2018 年，巨星农牧与 PIC 达成深度合作，引进四川省首批 990 头美国纯种猪。巨星农牧经过十多年养殖管理技术的实践升级与养殖管理经验的积累后，业务已经较为完整地覆盖了养殖产业链。当前公司养殖业务主要采用“公司+农户”与一体化养殖结合的模式，饲养生猪（包括商品猪、仔猪、种猪）与商品肉鸡（黄羽鸡）。公司饲料业务主要包括猪料、禽料、水产料的生产与销售，除了优先供应养殖基地的生产外，也采取“直销+经销”的模式对外销售。公司先后荣获“中国畜牧行业百强优秀企业”、“农业产业化国家重点龙头企业”等称号，正逐渐成为国内西南地区种猪、商品猪、饲料生产一体化的生猪养殖“新星”。



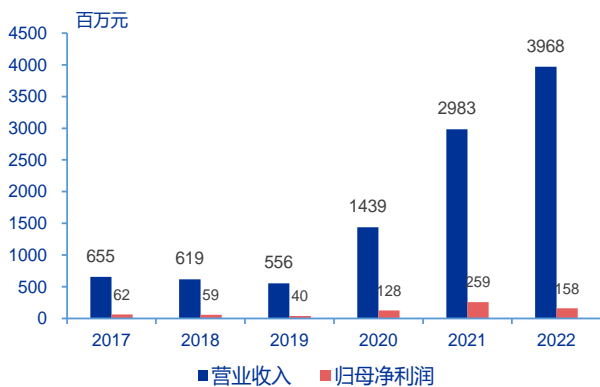
图 2：公司资产业务结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

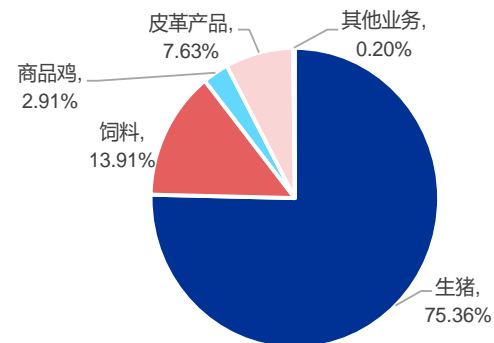
公司的主营业务主要包括养殖（生猪、肉鸡）业务、饲料业务与皮革业务。完成资产重组后，公司当前主营业务已从皮革产品的生产销售转为生猪、肉鸡养殖与饲料生产销售。**生猪养殖已经成为公司主要的营业收入与利润来源**：2021 年公司共实现营业收入 29.8 亿元，其中生猪养殖业务收入达 17.95 亿元。而在 2022 年公司实现的营业收入（39.68 亿元）中，生猪养殖业务贡献营收 29.90 亿元，占比进一步提升（75.36%）。

图 3：公司营业收入与归母净利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：生猪养殖已成为公司营收的主要贡献来源 (2022)

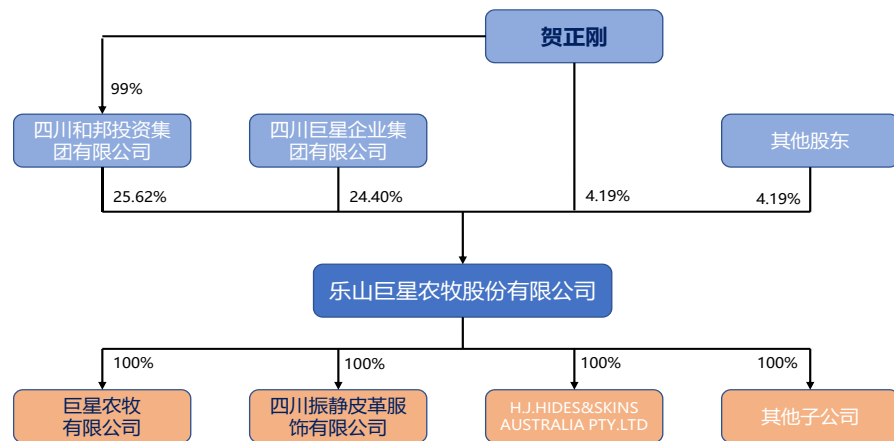


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**实际控制人贺正刚持有公司 29.81% 股权。**根据公司 2022 年年报显示，公司的实控人贺正刚直接持有公司 4.19% 的股权，并通过四川和邦投资集团有限公司间接持有公司 25.36% 的股权，合计占比 29.55%，其具有丰富的生猪养殖产业背景经验。第二大股东四川巨星企业集团有限公司持有公司 24.40% 的股权。公司股权整体较为稳定。



图 5：公司股权结构图（截止 2022 年报）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

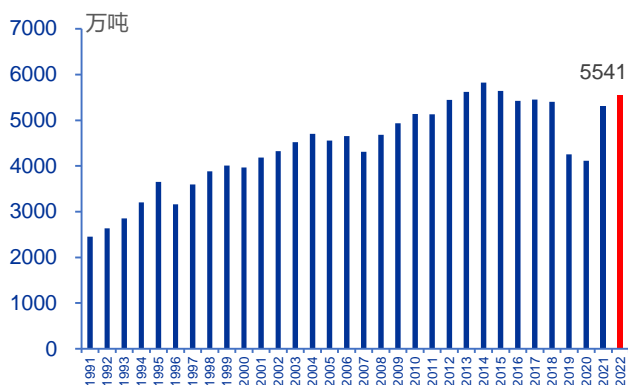
## 2. 生猪养殖：大行业周期性与规模化共舞，产能持续性去化或再启

### 2.1 庞大的市场体量，万亿的市场规模

**中国是世界猪肉生产与消费大国。**近年来中国生猪年出栏量水平在 6-7 亿头左右，年猪肉表观消费量在 5500 万吨左右。2022 年中国猪肉产量为 5541 万吨，占肉类总产量中的比例超过六成(60.1%)，是中国居民肉类消费的主要来源。

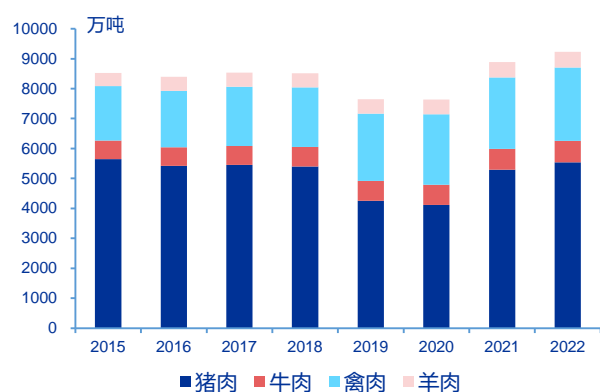
**名副其实的“大行业”，稳定的消费支撑超过万亿的生猪市场：**经历了前期经济发展、居民收入增长带来的消费增加后，当前中国猪肉消费量已趋于稳定：自 2014 年猪肉产量达到峰值 5821 万吨之后，2016-2018、2021-2022 年均消费量稳定在 5400 万吨左右（2019-2020 年受到非洲猪瘟疫情爆发的影响，量有所下降）。而从生猪出栏量的角度看，按照一年生猪出栏 6.5 亿头，单头生猪平均价 1800 元/头计算（平均价格 16 元/公斤，出栏头均重约 115 公斤），年销售额可达 1.17 万亿元。生猪养殖可谓是真正的“万亿大行业”。

图 6：中国是猪肉生产和消费大国



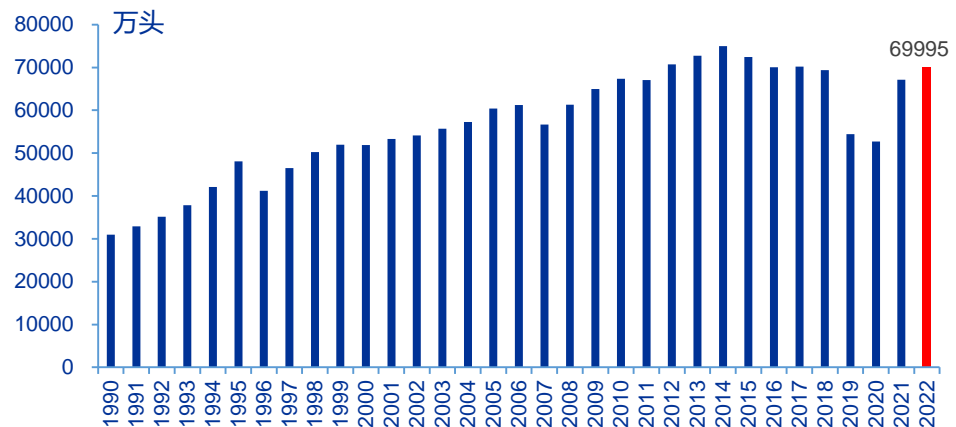
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 7：猪肉是中国居民肉类消费的主要来源



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 8: 生猪出栏量一览

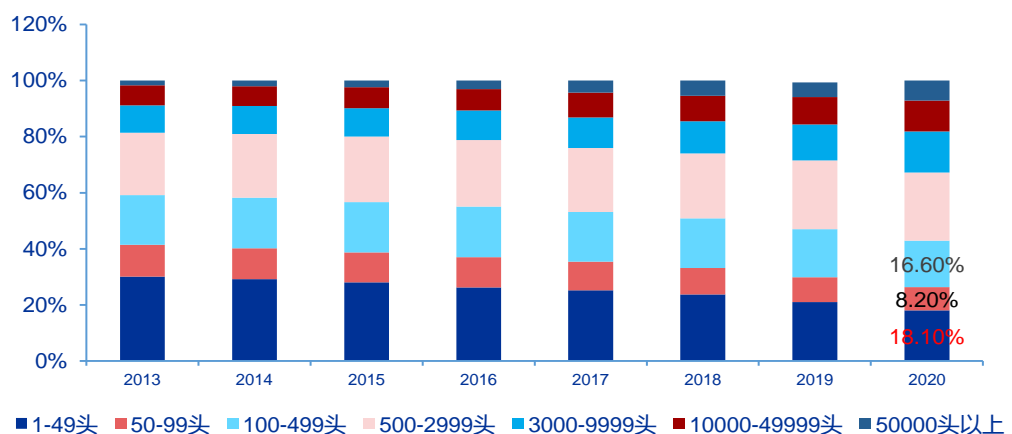


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 2.2 中小养殖户依然是行业主体，规模化集约化进程加速中

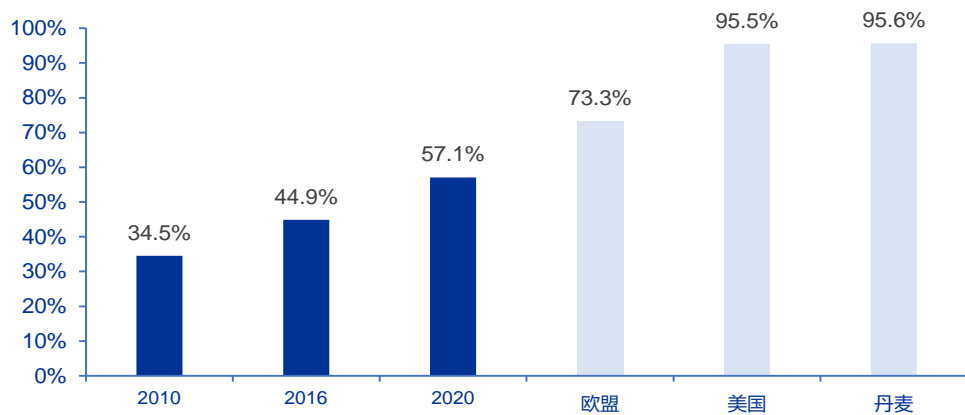
中国生猪养殖行业规模化程度相对较低，养殖主体分散，庞大的市场需求主要由中小养殖户提供：中国生猪养殖主体仍然是分散的养殖户。据中国畜牧兽医年鉴数据显示，2020年年出栏量 3000 头以下的中小养殖户生猪出栏量占全国总出栏量的比例高达 67.20%；其中，养殖规模 500 头以下的“散养户”出栏量占比达 42.90%。而部分发达国家（如美国、丹麦等）生猪养殖规模化占比已达 95%，与之相比中国生猪行业规模化程度仍有较大差距。

图 9: 中国生猪养殖主体仍以分散的养殖户为主



资料来源：中国畜牧兽医年鉴，申万宏源研究

图 10：中国生猪养殖规模化进程及与部分发达国家（区域）对比

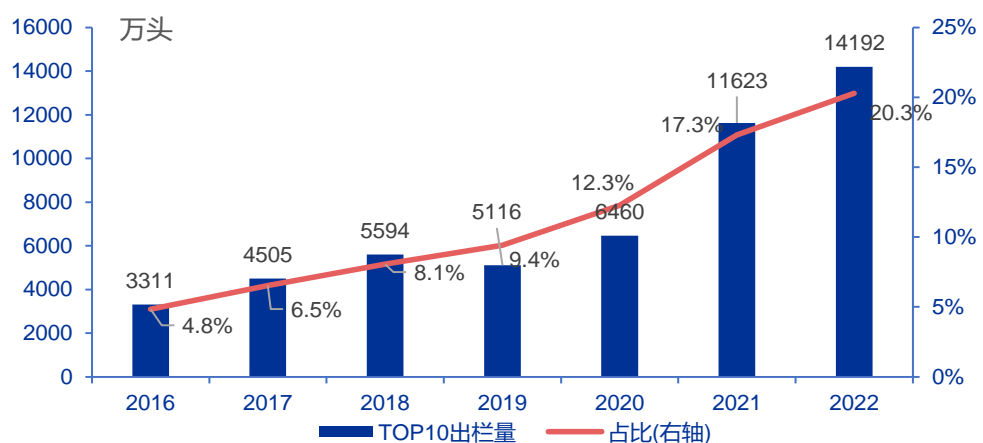


资料来源：原农业部《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》，中国畜牧兽医年鉴，《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》，中山大学郭惠武《我国生猪生产的成本及与世界水平的比较分析与建议》，申万宏源研究

注：①中国数据为年生猪出栏 500 头以上出栏量占当年总出栏量比例。②欧盟、美国、丹麦数据为年生猪出栏 1000 头以上出栏量占比。其中，欧盟、丹麦为 2010 年数据；美国为 2012 年数据。

中国生猪养殖集中度也尚具较大提升空间，行业 CR10 仅为 20.3%。根据国家统计局数据显示，2022 年全国出栏生猪 69995 万头，出栏量排名前十的养殖企业合计出栏 14192 万头，占比达 20.3%。出栏量排名第一的行业龙头企业-牧原股份 2022 全年生猪出栏量为 6120 万头，仅占 8.74%。

图 11：2022 年生猪养殖行业 CR10 为 20.3%

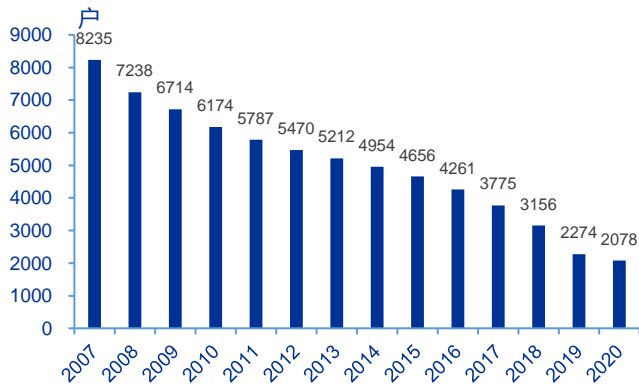


资料来源：公司公告，新猪派公众号，申万宏源研究

实际上，中国生猪养殖行业的规模化进程正在进行时，政府政策的推动曾是驱动中小养殖户退出行业的重要外在力量。为了推进生猪养殖规模化、现代化，及减轻生猪养殖环保压力，政府在扶持规模化养殖企业发展的同时，曾大量拆除“禁养区”“限养区”内的中小养殖户产能。年月国务院发布《畜禽规模养殖污染防治条例》（ 年

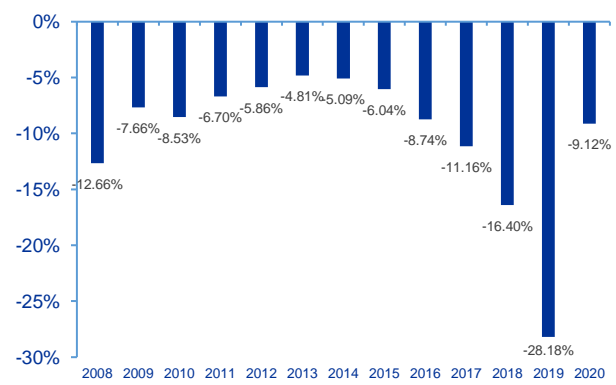
月 1 日开始实施)，大量猪场因环保要求被强制“拆迁”。据畜牧兽医年鉴统计，2014 年政府实施猪场强制环保措施后，年出栏量 500 头以下的中小养殖户下降幅度逐年加大。

图 12：生猪饲养场(户)数变化



资料来源：中国畜牧兽医年鉴，申万宏源研究

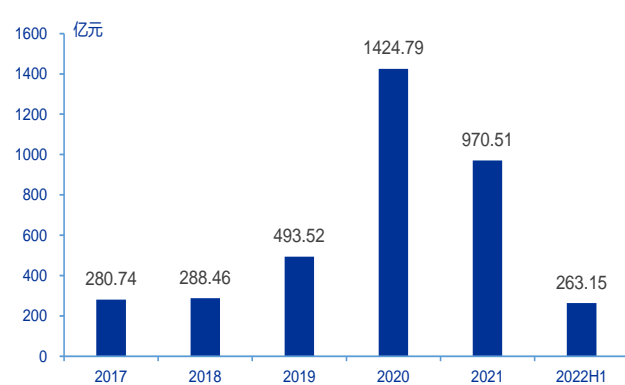
图 13：年出栏 500 头以下生猪养殖户数年下降幅度



资料来源：中国畜牧兽医年鉴，申万宏源研究

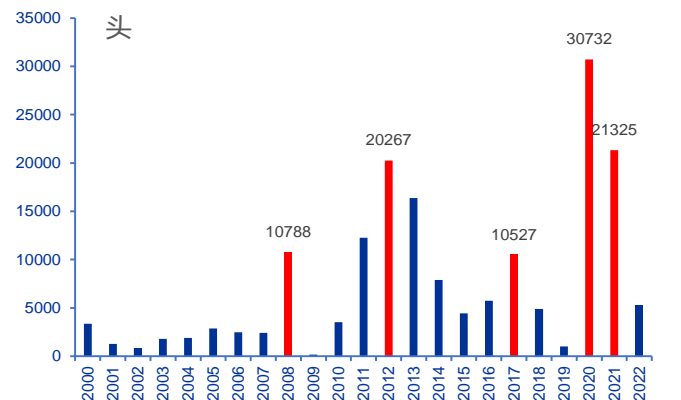
**疫情加速了中国生猪养殖产业的规模化、现代化进程。**中国生猪养殖产业历经 4 年的非洲猪瘟疫情引发的“跌宕起伏”基本结束。四年中，中国生猪养殖产能经历了前所未有的急剧减少和如火如荼的急速扩张，呈现出典型的“V”型波动。**四年来中国生猪养殖产业规模化进程空前加速。**散养户因技术、设备等方面的劣势被迫推出或与养殖企业合作；而大型养殖集团在资本的支持下投入建设了大量现代化、规模化产能，行业基础建设规模大幅增加，工业化、现代化水平也快速提升。大量高效原种猪的进口也对行业生产性生物资产的迭代更新起到了助推作用。

图 14：16 家主营生猪养殖上市公司资本开支合计数



资料来源：公司公告，申万宏源研究

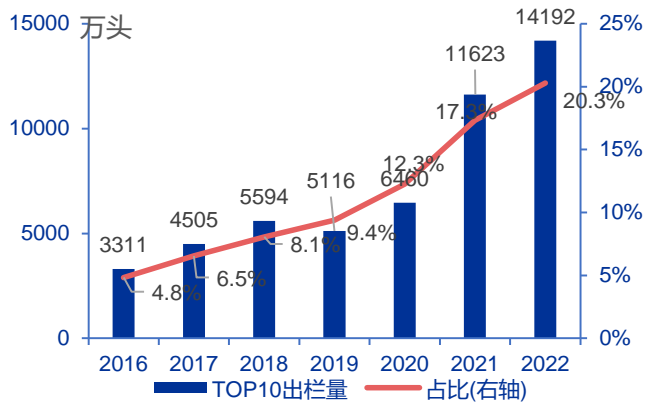
图 15：中国原种猪进口量



资料来源：海关总署，申万宏源研究

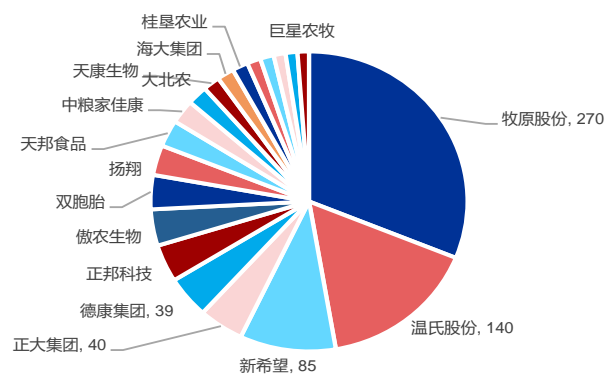
**生猪养殖行业的规模化、集约化时代正加速到来：**从出栏量的数据看，头部生猪养殖企业的占比迅速提升，行业 CR10 从 2016 年的 4.8% 快速提升至 2022 年的 20.3%。从产能的数据看，截止 2022 年末，全国前二十大猪企能繁母猪存栏合计 897 万头，占比达 20%。

图 16: 生猪养殖头部企业规模占比迅速提升



资料来源：公司公告，新猪派公众号，申万宏源研究

图 17: 2022 年末 Top20 猪企能繁母猪存栏(万头)



资料来源：新猪派公众号，申万宏源研究

### 与中小养殖户相比，大型规模化养殖企业竞争优势十分明显：

①**具有严密的防疫体系、技术与设施。**非洲猪瘟疫情的蔓延驱动规模化养殖企业加大防疫投入，完成猪场生物安全改造，建立了人员管理、物流管理、动物管理等完备的防疫体系，生物安全水平大幅提升。

②**综合生产效率优势。**生猪养殖看似传统行业，实际是非常复杂的系统工程。从生猪养殖成本构成看，养殖效率提升是成本下降的重要环节，而支撑养殖效率提升的是诸多养殖技术的综合应用。

③**资金实力。**非洲猪瘟疫情发生后，大量中小养殖户遭受损失，无力复产。规模化生猪养殖企业则因猪价大幅上涨享受高盈利，加之多元化融资获得资金，大举扩建生产实施，生猪养殖产能规模快速增加。

**因此，规模化、集约化是大势所趋。**尽管在非洲猪瘟疫情发生之初，部分规模养殖企业在成本控制水平、生产效率上出现明显下滑，但经历了多年的养殖经验积累与管理水平优化后，当前养殖成绩与养殖成本均处于恢复之中。部分成本优化领先的养殖企业已经收获优于散养户的养殖成绩，并在融资能力、扩张速度等方面有绝对优势。尾部产能的淘汰、出清也正在给头部企业腾出扩张空间，我们认为规模化养殖企业仍有继续扩产的空间，行业的规模化程度与集中度也将继续提升。**行业景气也将在规模化程度提升的背景下“回归”基本供求波动下的周期性变化。**

## 2.3 供给增加猪价低位震荡，关注“产能去化”再启动

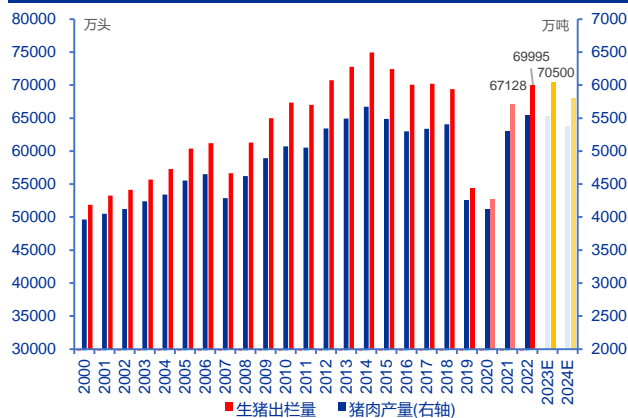
**2023 年生猪养殖行业供给压力增加：**我们认为，2023 年生猪出栏量理应增加，主要与前期产能的持续增加密切相关。

根据农业农村部数据，自 2022 年 4 月起，能繁母猪存栏持续增加，截止 12 月全国能繁母猪存栏量为 4390 万头，高于正常保有量 7%。虽然 1-2 月存栏有所下滑，但截止 2 月官方能繁母猪存栏（4343 万头）仍高于正常保有量近 6%。

**同时，产能的恢复实际上伴随着生产效率的提升：**前期低效三元母猪的大量淘汰与原有二元母猪的迭代更新实际上带来了行业养殖群体养殖效率的改善，行业平均生产效率指标（PSY/MSY 等）应较此前年份明显恢复。

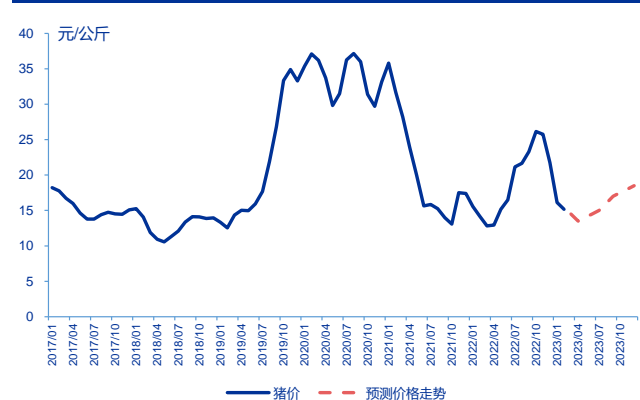
因此，我们认为 2023 年实际生猪出栏量或高于上年，达到 7 亿头以上。而在消费量总体难以大幅增加的背景下，我们预计 2023 年生猪价格整体低位震荡，盈利大幅兑现或难以期待。

图 18：2023 年生猪出栏量预计达到 7 亿头左右



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 19：预计 2023 年生猪价格整体呈震荡态势



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

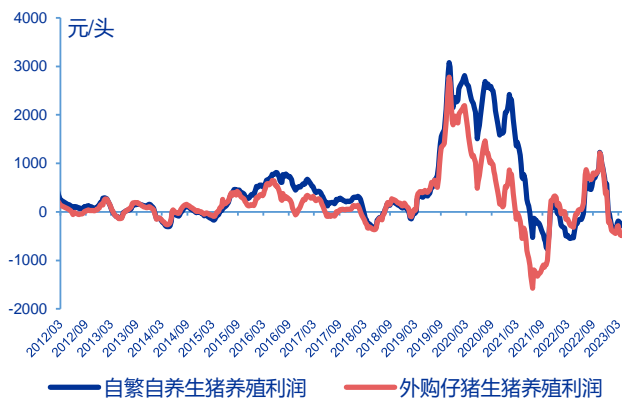
### 关注养殖亏损与阶段性疫情发生所驱动的产能调减、去化启动：

①自 2022 年年末以来，低位震荡的猪价致使行业内多数养殖群体陷入亏损：根据 Wind 数据显示，截止 3 月 31 日，自繁自养与外购仔猪生猪养殖利润分别为-283.12、-486.04 元/头，已是连续 13 周亏损。猪价持续低迷，养殖持续亏损，部分现金流紧张的养殖主体或出现产能调减。

②养殖疫情（包括非洲猪瘟等）对于部分区域产能造成一定影响。阶段性疫情的发生是导致产能淘汰的重要原因。

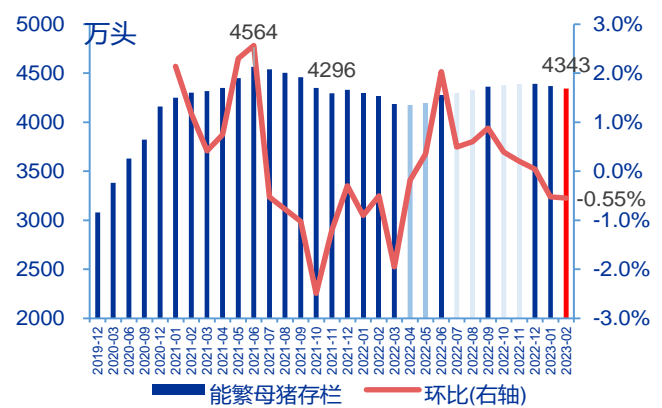
**产能的去化已经开启：**根据农业农村部数据显示，2023 年 2 月能繁母猪存栏 4343 万头，环比下降 0.6%，继 1 月下滑 0.5%后继续延续小幅回落态势。

图 20：自繁自养与外购仔猪养殖连续 13 周亏损



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：2 月能繁母猪存栏环比下降 0.6%



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

预计 2023H1 猪价低位震荡，疫情影响+持续亏损下去产能已经再启，形成一波“周期向上”预期。在此阶段，产能去化深度与下一轮周期的弹性是驱动板块行情的核心催化剂，建议密切关注。

## 2.4 关注兼具出栏增速与养殖成本领先优势的企业

一个基本公式：养殖盈利=出栏量\*（出栏价格-养殖成本）。

前文已述，2023 年猪价整体应呈低位震荡态势。如何把握和理解当前阶段养殖企业的核心竞争优势？我们认为重点关注方向应有所优化。

**出栏量（出栏增速）依然值得密切关注：**其一方面取决于产能的数量与布局（包括固定资产，种猪等生物性资产）；另一方面取决于主动与被动的调整（企业主动调整配种、出栏节奏等；可能会影响仔猪补栏、商品猪养殖过程的疫情等）。

**猪价低位震荡阶段，企业养殖成本优势会被放大：**在猪价上行的阶段中，由于平均盈利水平处于较高水平，成本的优势实际上是被弱化的（量增背景下均体现成量价齐升）。但成本因素在周期下行则会显得尤为重要（甚至直接决定了盈利与亏损，这是本质的区别）。

**因此，我们认为，应重点关注兼具出栏增速与养殖成本优势的企业。**出栏增速和成本优势也将对公司的估值水平形成显著影响。我们在下文也将就出栏量增长的“成长性”与公司成本优势的来源做详细剖析。



### 3. “认真养猪”带来出栏增长与成本优势两大核心亮点

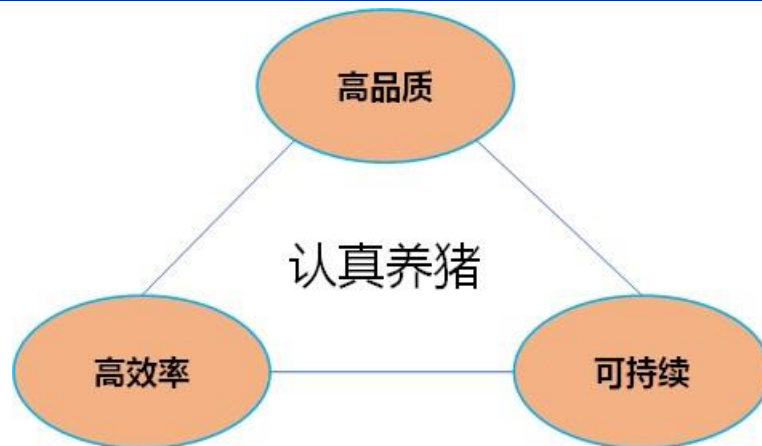
#### 3.1 “认真养猪”的本质：高品质、高效率、可持续

巨星农牧生猪养殖业务起步于 2007 年。通过与 PIC、Pipestone 等国际企业达成的战略合作，公司引进了全球领先的先进种猪和生产、管理技术。同时，公司将其与本土优势资源进行整合创新，旨在为消费者提供安全、健康、优质的肉食品。

公司提出了“认真养猪”的口号，贯彻“认真养猪”理念，追求高品质、高效率、可持续三大核心经营原则：

- ① **高品质**：所有的经营活动，都以生产更安全、更健康、更优质的肉食品作为第一原则，以此来满足人们日益增长的美好生活需要。
- ② **高效率**：不断追求更高的养殖效率实现更低综合成本。
- ③ **可持续**：做到零排放、环境友好、社区友好，同时维护家庭农场与消费者的利益。

图 22：公司“认真养猪”的实际内涵

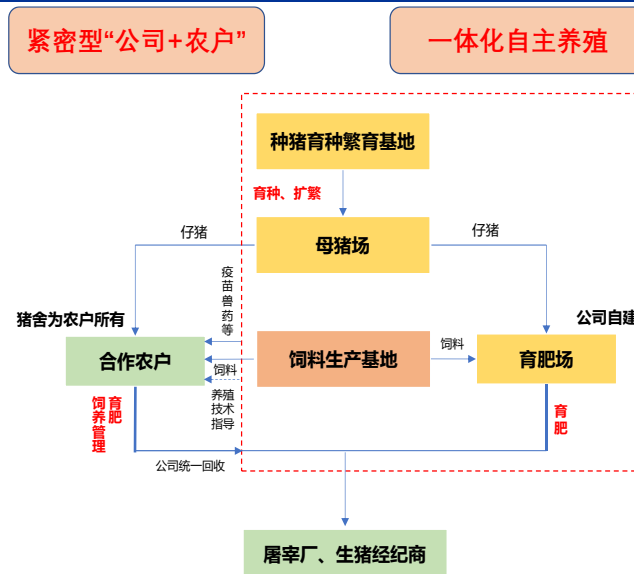


资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司在此养殖理念的引领下，并行发展两大养殖模式：即根据养殖规模灵活选择**紧密型“公司+农户”模式**或**一体化自主养殖模式**。

- ① **紧密型“公司+农户”模式**：公司主要负责生猪的育种与扩繁，向合作农户提供仔猪以及饲料、药品、疫苗等物资。合作农户则负责**育肥**环节，在公司的养殖规程培训下开展育肥饲养工作，并接受公司的监督检查。待产品育肥达到出栏标准后，公司从农户处收得育肥猪并负责最终的销售环节。公司与农户则按照合同约定的结算方法结算对应报酬。
- ② **一体化自主养殖模式**：公司全程负责从种猪选育、扩繁、仔猪生产到商品猪育肥的产业链环节。当前公司主要根据种猪育种繁育基地的建设情况配套建设育肥产能。

图 23：两大养殖模式：紧密型“公司+农户”与一体化自主养殖并行



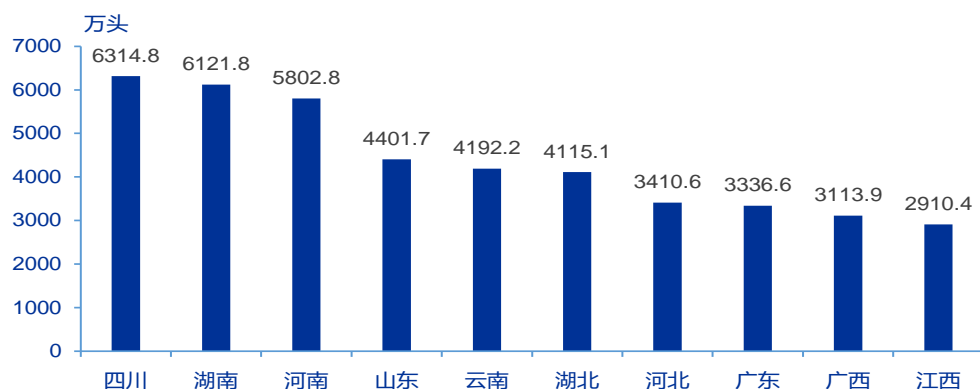
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 “立足四川，走向全国”，出栏规模增长值得期待

四川是传统猪肉消费大省，生猪出栏量常年位居全国前列。四川省是中国传统的猪肉消费大省，是我国生猪养殖的重点发展区（依据《全国生猪生产发展规划》，主要任务是依托现有发展基础，加快产业转型升级，提高规模化、标准化、产业化、信息化水平）；同时也是我国猪肉供给的核心区域之一，生猪出栏量位居全国前列，占全国出栏量比例在 10%左右：根据国家统计局数据显示，2019-2022 年四川省生猪出栏量分别为 4852.6、5614.4、6314.8、6548.4 万头，分别占全国生猪出栏量的 8.92%、10.65%、9.41%、9.36%。

同时，根据《四川省“十四五”生猪产业发展推进方案》要求，到 2025 年四川省生猪存栏稳定在 4000 万头以上，商品猪出栏稳定在 6000 万头左右，养殖规模化比重达 65% 以上，生猪产能继续巩固提升。文件中也明确指出，2020 年四川省 500 头以上规模养殖比重已达 50% 以上，但仍然低于生猪养殖发达国家水平，标准化养殖水平提升不够，将“大力发展生猪标准化规模养殖”，建设“川猪优势特色产业集群”。传统的区域消费基础，标准化规模养殖发展的区域政策性支持为公司在省内的产能扩张提供了保障。

图 24：四川省是中国生猪出栏的第一大省份



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

注：出栏量采用 2021 年数据

**立足传统猪肉消费大省，公司养殖产能主要布局在四川省与周边地区：**当前公司布局了 11 个生猪养殖基地，主要布局在四川及周边地区（包括成都、广元、泸州、宜宾、眉山、乐山、雅安、攀西等）。

**图 25：公司生猪养殖产能主要布局在西南地区**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司的生猪产能扩张自 2020 年启动：**2020 年 9 月公司将首次公开发行股票募集的 9957.59 万元用于投资建设“平塘县优质生猪产业化建设项目-巨星甲茶父母代种猪场”。2021 年 7 月公司非公开发行股票募集资金 4.08 亿元（扣除发行费用）建设古蔺巨星石宝种猪场项目等三个项目。**截止 2022 年报，公司已经建成 29 个标准化种猪场。**

**逐渐辐射周边区域，科学布局产能，“自建+租赁”结合提高资金利用效率，实现轻资产扩张：**公司正在积极向贵州平塘、广西平南、河北廊坊等四川省外区域扩张。按照“以点带面”的指导思想进行产能布局，在生物安全条件优越、贴近消费市场的项目中择优自建种猪场。育肥配套则采用租赁模式，降低公司固定资产投入。

**图 26：公司养殖产业布局规划**

### 产业布局-就近消费区域

#### 全国养殖产业布局规划图

目前已在全国各省市建成投产 30 多个产业基地，储备中的千万头规模生猪养殖基地正在加快建设投产步伐。



资料来源：公司宣传材料，申万宏源研究

**2022 年公司发行可转债, 继续聚焦德昌巨星生猪繁育一体化项目, 产能建设加速推进。**公司于 2022 年 4 月发行可转换债券 10 亿元, 其中 7.5 亿元继续投入德昌巨星生猪繁育一体化项目。德昌生猪繁育一体化项目建成后可容纳 3.6 万头母猪, 对应年出栏生猪量可达 97.2 万头, 预计 2023 年建成投产的德昌巨星将成为公司的支柱项目。

**图 27: 德昌巨星 100 万头智慧养猪园区项目**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**表 1: 公司部分种猪场母猪饲养规模一览**

猪场项目	设计母猪饲养规模(头)	备注
泸县巨星-兆雅猪场	2400	
健阁巨星-圈龙猪场	3500	
健阁巨星-高观猪场	5400	
泸县巨星-福集猪场	6000	
叙永-后山猪场	8000	
泸县-方洞猪场	2000	
崇州-观胜猪场	1800	
崇州-兴裕猪场	1800	
屏山-中都猪场	8000	
邛崃-冉义猪场	6000	
剑阁-开封猪场	5400	
乐山-剑锋猪场	12000	
古蔺巨星皇华种猪场项目	9000	2021 年未建成
巨星平塘甲茶父母代种猪场	5400	2021 年未建成
古蔺巨星石宝种猪场	10000	
宜宾巨星屏边种猪场	24000	预计 2023 年建成投产
平塘巨星更打生猪繁育一体化项目	3380	预计 2023 年建成投产
雅安巨星三江生猪繁育一体化项目	4000	预计 2023 年建成投产
德昌巨星生猪繁育一体化项目	36000	预计 2023 年建成投产
<b>小计</b>	<b>154080</b>	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 2：部分公司其他种猪场与育肥场产能情况一览

猪场名称	类型	所属公司	所处地
红旗猪场	种猪场	巨星有限	崇州市
燎原猪场	种猪场	巨星有限	崇州市
天府猪场	种猪场	巨星有限	崇州市
黄丰猪场	种猪场	彭山巨星	眉山市
犍为猪场	种猪场	犍为巨星	犍为县
都江堰猪场	种猪场	都江堰巨星	都江堰市
籍田猪场	种猪场	籍田巨星	成都市
田家猪场	种猪场	广元巨星	剑阁县
集贤猪场	育肥场	巨星有限	崇州市
响滩育肥场	育肥场	犍为巨星	犍为县
古蔺普安猪场	育肥场	古蔺巨星	古蔺县
古蔺稻香猪场	育肥场	古蔺巨星	古蔺县
元山猪场	育肥场	剑阁巨星	剑阁县
长龙育肥场	育肥场	古蔺巨星	古蔺县

资料来源：公司公告，申万宏源研究

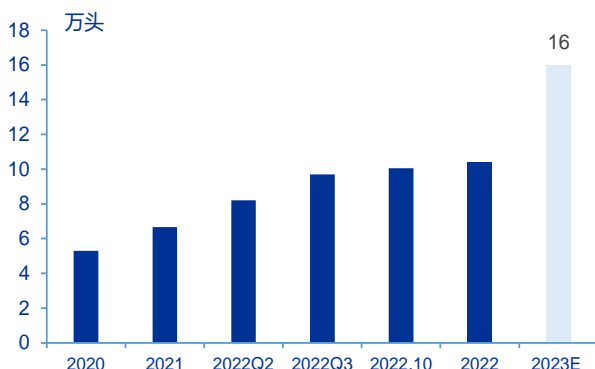
**公司生猪养殖规模正进入快速增长期：**其主要来源于产能的增长。公司 2021 年末能繁母猪存栏达 6.66 万头，同比增长 25.65%；截止 2022 年上半年公司能繁母猪存栏 8.2 万头，相比 2021 年年末增长 23.12%。**2022 年下半年公司母猪产能增长开始加速：**2022Q3 公司能繁母猪存栏已经增长至 9.7 万头；截至 2022 年末公司存栏种猪合计 17 万头，其中能繁母猪 10.4 万头；而截止 2023 年 2 月末，公司能繁母猪存栏已增长至 11.5 万头。

**生产性生物资产也明显增加：**截止 2022 年末，公司生产性生物资产增加至 4.39 亿元，季度环比继续增长 11.72%。

预计在公司部分前期建成之母猪场陆续投产的背景下，预计 2023 年底公司能繁母猪存栏较 2022 年底增长 50%-60%，有望达到 16 万头。

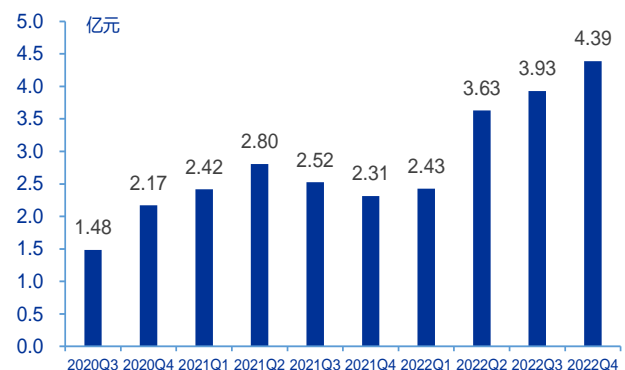
**产能的持续扩张有望为出栏量的增长“保驾护航”：**按照年末母猪数量与生产效率假设（PSY 假设 28，育肥存活率按 90%，MSY 假设 26 左右）推算，公司 2023-2024 年生猪出栏量有望达到 300、500 万头左右，2022-2024 出栏量 CAGR 达 80.78%。

图 28：公司能繁母猪存栏



资料来源：公司公告，申万宏源研究

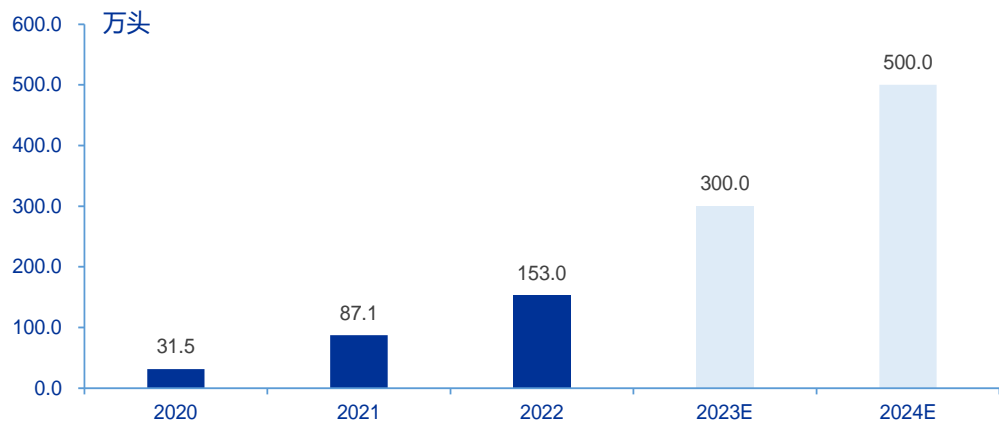
图 29：公司生产性生物资产



资料来源：公司公告，申万宏源研究



图 30：2023-2024 公司生猪出栏量有望达到 300、500 万头



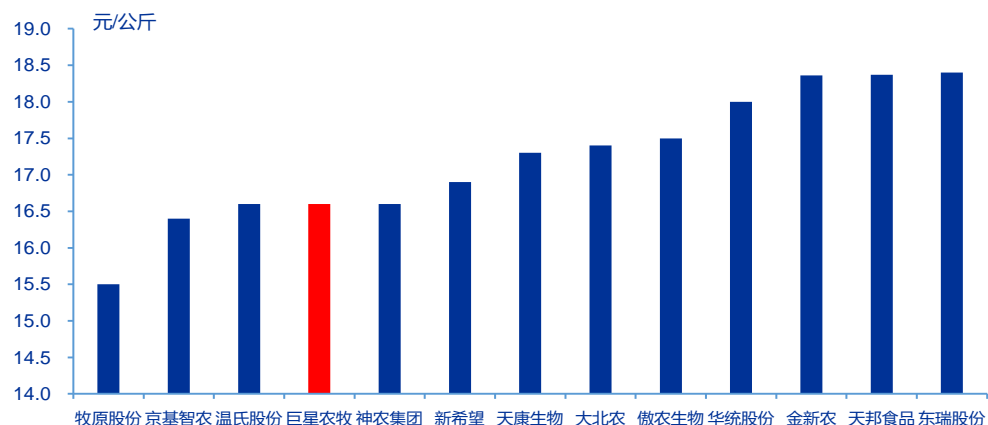
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 养殖成本优势从何而来？育种、饲料、养殖过程综合管理的共同作用

当前公司已经实现了从养殖过程的饲料研发生产，到种猪、仔猪、商品猪繁育、销售的产业链全覆盖。养殖成本控制水平位居行业第一梯队，这是公司的核心竞争优势，也是当前公司的又一核心看点。

根据公司 2021 年年报与 2022 年中报数据显示，公司养殖完全成本分别为 16.9 元/公斤，16.8 元/公斤。2022 年三季度公司养殖完全成本 16.6 元/公斤左右，2022 年全年养殖完全成本为 16.6 元/公斤，始终稳居行业前列。

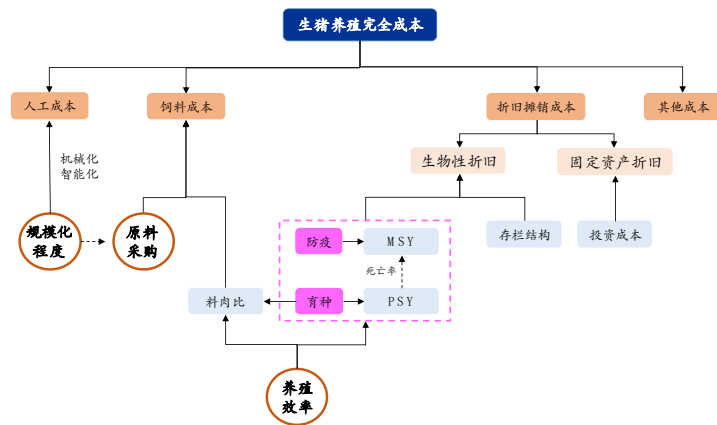
图 31：2022Q3 涉及生猪养殖业务的上市公司养殖完全成本比较



资料来源：公司公告，申万宏源研究

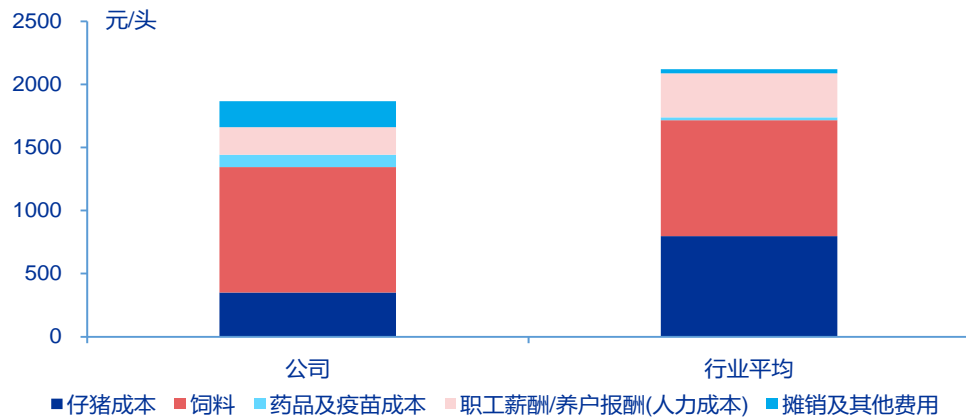
**公司成本领先优势从何而来？** 首先我们需要对成本的构成做详细的拆分：公司养殖成本主要分为：仔猪成本、饲料成本、职工薪酬/养户报酬，药品及疫苗成本，增值摊销及其他费用（电力、天然气等）几个部分。养殖规模化程度、原料配方与采购优势、养殖效率等因素从各个方面综合影响成本拆分项。

图 32：生猪养殖成本构成



资料来源：申万宏源研究

图 33：公司与行业平均成本结构比较



资料来源：全国农产品成本收益汇编，公司公告，申万宏源研究

注：行业数据采用 2009-2020 年平均数。

公司“极致效率的养猪体系”对于单项成本的优化均起到了重要作用。具体来看，可以分为领先的“动车头”、两大“发动机”与两大“基础保障”。

- ① **动车头：优质基因**，来源于领先的育种体系所带来的优质种猪。种猪生产效率的提升对于仔猪成本下降有明显作用。
- ② **两大“发动机”：生产管理**（“六化”猪场标准化管理）与**精准营养**（分阶段饲喂提高效率）。
- ③ **两大“基础保障”：设备、环控与生物安全**。优质的猪场选址、设计，猪场中高效设备、环境控制的使用给予养殖过程“优质保障”。



图 34：巨星极致效率的养猪体系



资料来源：公司宣传册，申万宏源研究

### 3.3.1 育种体系领先，高质量种猪带来生产效率优势

育种是养殖上游核心环节，其为全养殖过程的效率提升提供核心贡献。优质的基因是公司养猪高效率的核心驱动力，即所谓“动车头”。

**公司育种人才储备充裕，队伍不断扩大：**为了加强育种技术创新体系建设，公司建立了一支包括遗传、育种等核心专业的育种队伍，并早在 2007 年就依托四川农业大学、西南大学和成都农业职业技术学院等传统农牧高校举办“巨星班”，建立了长期的育种后备人才培养体系。

**公司通过与世界一流育种企业合作，从世界各地引入优质基因种猪，学习分子、基因育种等先进技术，专注行业领先的高性能、高健康种猪技术路线。**具体来看：

2012 年 7 月，公司从加拿大加裕公司 (Genesus) 引进 850 头新加系原种猪，是成都市首次从国外引进原种猪，也是四川省规模最大的国外原种猪引种行动。

**与 PIC 长期深度合作，引进全球领先的高质量种猪：**公司与 PIC 的合作始于 2003 年。2017 年，公司与 PIC 中国签署《封闭扩繁总协议》，协议初始时长达 7 年 6 个月。公司直接从 PIC 中国或 PIC 进出口代理公司向 PIC 美国采购原种猪，随后在国内进行扩繁。2018 年 6 月，公司从美国 PIC 引进 990 头美国纯种猪。此后，公司始终保持每年从 PIC 少量引进高质量种猪更新迭代自有种猪。

**PIC (Pig Improvement Company) 是全球最早、实力最强的从事种猪生产、改良的公司之一。**成立于 1962 年牛津郡的 PIC 当前业务已经覆盖全球六大洲，超过 40 个国家。1996 年 PIC 在中国成立公司，目前拥有 4 个生产核心场，15 个扩繁场。PIC 将信息技术与前沿生物技术相结合，持续投入创新推动种猪基因进展。并通过日复一日的持续改良，

在种猪经济效益的遗传选育上全球领先，并在全球范围内供应健康、充足且高生产效率的种猪。

**图 35：PIC 五元杂交配套系具备诸多优势**



资料来源：PIC 中国官网，申万宏源研究

**表 3：PIC 康贝尔母猪各方面生产效率水平均领先传统母猪**

	PIC 康贝尔母猪	其他二元/三元母猪	领先优势
产活仔数	11.4 头(10.8-12.2 头)	10.2 头(7.8-13.2 头)	+1.2 头/胎
断奶头数	10.1 头(9.6-10.8 头)	8.9 头(6.1-9.2 头)	+2.5 头/胎
28 天断奶体重	7.9 公斤(6.8-8.5 公斤)	6.4 公斤(5.6-8.1 公斤)	+1.5 公斤/头
年产胎数	2.3 胎(2.2-2.4 胎)	2.3 胎(2.1-2.4 胎)	相近
每头母猪年产仔猪数	23.2 头	20.5 头	+2.7 头/母猪/年

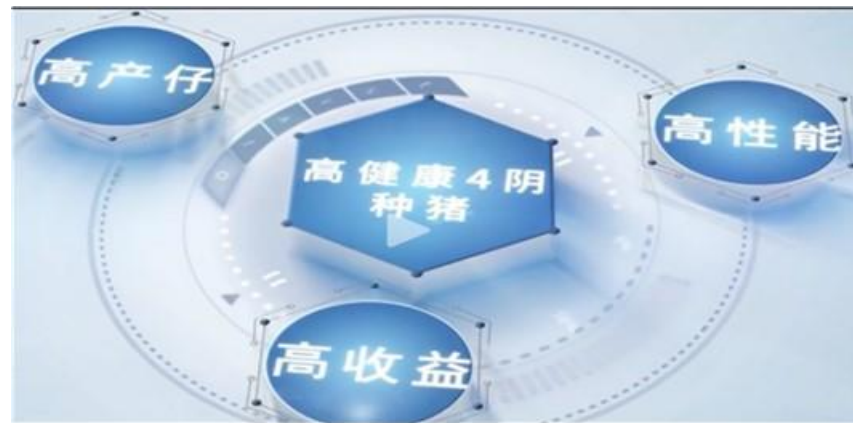
资料来源：PIC 官方公众号，申万宏源研究

**PIC 在与公司的引种合作收费环节中增加基因费，保障合作双方的利益一致。同时，PIC 会向公司派出专业团队和技术人员协助公司完成原种猪扩繁和养殖体系搭建。**

公司从 PIC 引种的原种猪中选取生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪，充分利用杂交优势和性状互补原理，使其后代综合表现出优良性状（胴体瘦肉率高、背膘薄、肉质鲜嫩、肌间脂肪均匀等）。

实际上，当前生猪养殖行业中多数种猪场建造时间较早，通常都有蓝耳、伪狂犬、PED（仔猪腹泻）等病毒残留，种猪健康程度始终受到疫情影响。公司在引进的原种猪基础上，繁育了特色“四阴种猪”（非洲猪瘟、圆环、蓝耳、伪狂犬抗体检测均为阴性）。其健康水平领先，具有诸多优点，具体来看包括：产仔率高、仔猪存活率高、料肉比低、疫苗药品需求量少等。

图 36：“四阴种猪”具有高产仔、高性能、高收益的生产特征



资料来源：公司宣传视频，申万宏源研究

同时，领先的育种技术也对公司高质量种猪的选育提供了帮助：BLUP（最佳线性无偏估计）遗传评估法、全基因组选择育种技术和种猪性能测定技术帮助公司实现了对高生长速度和低料肉比种猪的选育。在育种技术的协助下，公司构建了一批在繁殖能力（产仔数、仔猪成活率高）、生产速度、胴体品质等方面具备明显优势的核心种猪群。

表 4：公司主要运用的种猪核心育种技术一览

育种技术	简介	优势
BLUP（最佳线性无偏估计）遗传评估法	利用系谱间的亲缘关系，校正固定环境效应和非随机交配造成的偏差，同时对有亲缘关系的不同群体进行联合评估	大幅提高育种值估计的准确性
全基因组选择育种技术	属于分子育种范畴	可以捕获基因组中的全部遗传变异，不完全依赖表型信息，对于低遗传力和难以度量的性状（肉质和屠宰性状）可以进行选择，同时可以缩短世代间隔
种猪性能测定技术	对种猪的生长性能进行详细测定	可实现高生长速度和低料肉比种猪的选育

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**高效种猪与育种技术带来了性能与生产效率的明显优势：**根据公司数据显示，2022Q4 公司综合 PSY 达到 28 左右，大幅超过行业平均水平。

具体来看，公司全部采用 PIC 优质种猪的圈龙猪场和高观猪场，其通过猪种的迭代更新及科学的饲养流程，2019-2020 年两大猪场实际经营实现的平均 PSY 就已经达到 29.17。

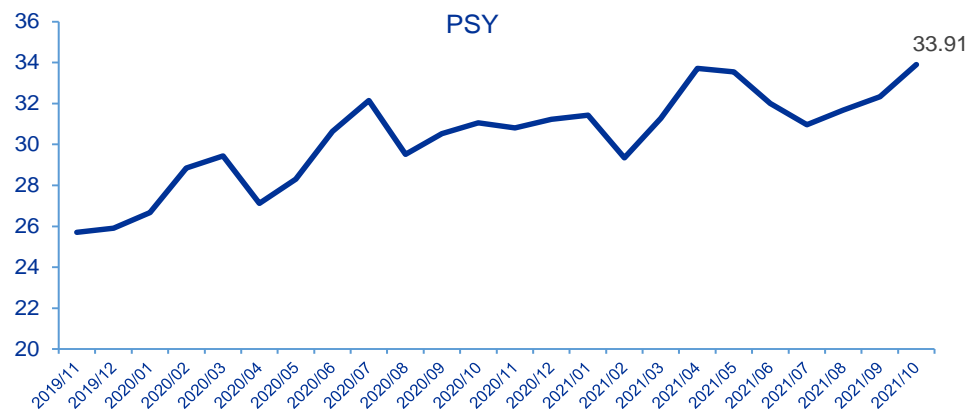
**以公司高观猪场的生产成绩为例：**该猪场母猪存栏 5200 头，在 PIC 育种体系与技术的协助下不仅有效控制了疾病的发生：2020-2021 年蓝耳病、伪狂犬均保持阴性；在养殖成绩端也有突出表现（几乎所有的指标数据都远远高于 PIC 设定目标值）：截止 2021 年 10 月，高观猪场监测 PSY 高达 33.91，窝均活产仔猪数均高于 14 头，每头母猪窝均断奶仔猪数也从 11.59 头提升至 13.92 头，显著高于行业平均水平。

表 5: 巨星农牧高观猪场生产成绩突出

	目标值*	2020	2021	累计 2 年
<b>配种性能</b>				
42 天受胎率	93%	93.30%	95.10%	94.30%
<b>分娩性能</b>				
分娩率	91%	90%	92.50%	91.40%
每窝总仔数	14.8	15.5	15.4	15.5
每窝活仔数	15%	14	14.50%	14.30%
死胎率	7	7.3	4.2	5.5
木乃伊率	2%	2.50%	1.50%	2.00%
<b>断奶性能</b>				
每头母猪窝断奶仔猪数	12	12.49	13.14	12.86
断奶体重	/	6.1	6	6.1
PSY	/	29.01	31.88	30.60

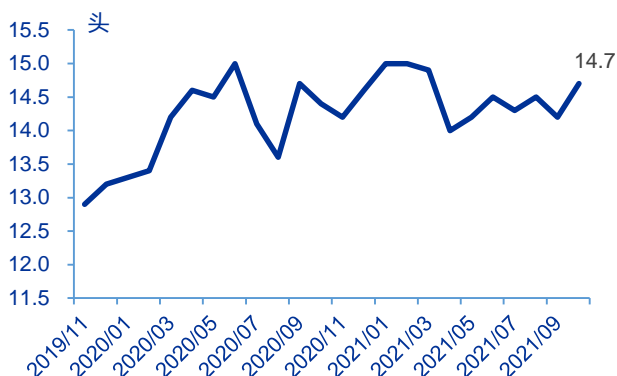
资料来源: PIC 中国公众号, 申万宏源研究

图 37: 巨星农牧高观猪场月度 PSY



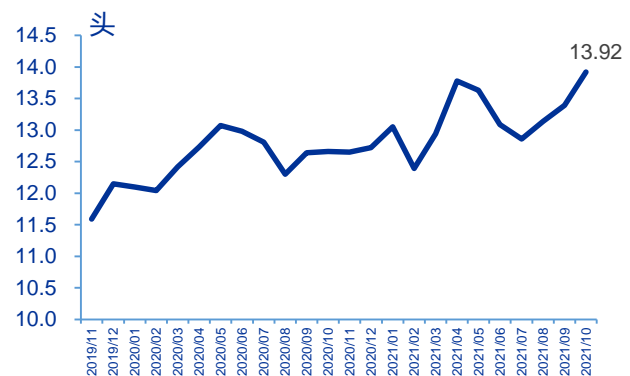
资料来源: PIC 中国公众号, 申万宏源研究

图 38: 巨星农牧高观猪场每窝活仔数变化



资料来源: PIC 中国公众号, 申万宏源研究

图 39: 巨星农牧高观猪场每头母猪窝均断奶仔猪数



资料来源: PIC 中国公众号, 申万宏源研究

### 3.3.2 养殖过程管理高水准，助力养殖效率与成绩提升

当前中国猪肉生产过程正在发生革命性的变化，正逐渐从“调猪”向“调肉”转变。根据农业农村部发布的《非洲猪瘟防控强化措施指引》，生猪调运要求明显趋严，运输活猪的车辆也不再享受农产品“绿色通道”政策。如何契合行业发展趋势，减少原材料、生猪活体运输环节，实现从原料到猪肉的产业链生产便成为行业的重点发展方向。

领先的“粮进肉出”一体化模式，契合行业趋势，质量控制优势明显。巨星创造性的提出了“养猪智慧园区模式”：即灵活运用“智慧养猪园区设计理念”，采用“粮进肉出一体化”的养殖模式进行猪肉的生产；换言之，其是集饲料加工、生猪养殖、屠宰、肉食品加工为一体的“肉食品产业园”。饲料与生猪的转运成本在“园区养殖”模式中明显下降；同时，显著降低了转运过程疫情发生的可能。

图 40：“粮进肉出”一体化猪肉生产模式



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

养殖过程中的防疫是养殖场户面对的主要难题。公司在生猪养殖过程形成了自身防疫的独特经验：**设立生物安全部，建立完善的生物安全防控体系，对非洲猪瘟等疫病的发生和传播进行有效的控制。**具体来看：

①**空气过滤和水质净化处理先进。**在“智能化控制、高效空气净化、水质净化处理”等先进设计理念的引领下，公司采用空气过滤系统以及过滤标准为 0.1 纳米的反渗透水处理设备，有效提升了猪舍的净化能力。

图 41：公司高效空气净化、智能化控制、水质净化处理的先进猪舍设计理念

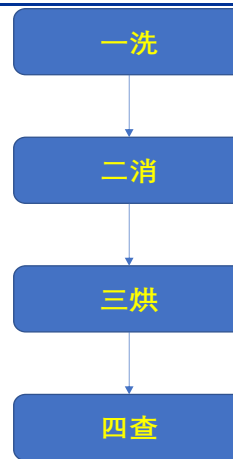




资料来源：公司资料，申万宏源研究

②采用四级防非——“一洗”、“二消”、“三烘”、“四查”，旨在将消杀做到从进门开始滴水不漏。由于大部分的疫情的风险来源于外部环境，为了最大程度遏制非洲猪瘟疫情的传播，公司对造成疫情传播风险最大的车辆进行高标准消毒。“烘干消毒”（烘干过程 63 度以上，时间 30 分钟，360 度循环气流）与“雾化消毒”（卫可 1：100 全密闭雾化消杀 10min）并行可以最大程度的消灭非洲猪瘟等主要病毒。

图 42：巨星农牧四级防非体系



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

图 43：公司车辆烘干消毒房



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

图 44：公司车辆雾化消毒房



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

同时，公司的养殖过程已经部分实现机械化、智能化，对养殖效率提升起到了显著作用。公司的“六化”猪场（规模化、流程化、标准化、信息化、自动化、智慧化）实现了“生产高效、环境友好、产品安全、管理先进”。例如公司的邛崃巨星冉义种猪场，严格按照公猪舍、后备舍、配怀舍、分娩舍、保育舍、待售舍工厂化生产工艺流程进行布局，并以“实用高效”为原则配备了先进的设施和设备，猪场机械化、智能化程度明显提升。

图 45：冉义种猪场内部猪舍智能化、现代化程度高



资料来源：成都农业科技职业学院，申万宏源研究

图 46：邛崃冉义种猪场评“2021 年农业农村部畜禽养殖标准化示范场”

139	生猪	益亭新好农牧有限公司
140	生猪	四川傲农新泽希畜牧业有限公司
141	生猪	内江德康农牧有限公司（内江猪繁育基地）
142	生猪	邛崃巨星农牧有限公司（冉义种猪场）
143	生猪	绵竹牧原农牧有限公司（绵竹一场）
144	生猪	南充市高坪温氏畜牧有限公司（马家种猪场）
145	四川 生猪	巴中市巴山牧业股份有限公司（青峪猪第二扩繁场）
146	生猪	四川自然天成农牧有限公司
147	生猪	会东御咖牧业科技有限公司
148	生猪	遂宁金翎农牧科技有限公司
149	山羊	四川天地羊生物工程有限责任公司（施家镇信义羊场）
150	蛋鸡	宜宾山勾勾农业科技有限公司（华清养殖场）
151	兔	四川金博恒邦农业科技有限公司

资料来源：农业农村部，申万宏源研究

公司自主设计、自主编程、自主研发了一套自动化养殖控制系统，即“巨星农牧大数据平台”。与公司养殖场配置的硬件搭配，实现整场全自动化控制：环境监控、料线监控、能源监控、门禁监控、设备监控、视频监控、警报监控等控制环节帮助公司实现了养殖各环节的实时跟踪与自动化监控、控制，提高猪场生物安全水平。

图 47：巨星农牧大数据平台实现整场全自动化控制



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

PIC 的养殖先进经验给予公司指导，对公司核心场的选址与兽医职责分工作出详细要求：每年 2 次或季度完成核心猪场生物安全干点选址评分，每年 1 次完成农产生物安全实施干点评分。同时承担生物安全、疾病诊断、控制、清除的主要责任，做好疾病检测（蓝耳，支原体等），每周进行 Scan 健康扫描等。



表 6: PIC 核心场兽医职责

项目	实施
生物安全干点选址评分-低点	每年 2 次(季度)
农产生物安全实施干点评分-设施	每年 1 次
PIC 兽医农产访问, 准备培训资料, 执行培训	月度
生物安全, 疾病诊断、控制和清除	主要责任
运输评估和风险管理	月度或者更频繁
饲料风险管理(饲料运输和饲料厂审计)	每季度
疾病监测 (蓝耳、支原体等)	每个月初第一个满周
多个专业检测实验室考察评估	每年至少一次
Scan PIC 健康扫描系统(管理理念)	每周

资料来源:《哈兽医科·猪兜大场长》-PIC 公司全国技术服务经理刘从敏, 申万宏源研究

具体来看, **PIC 干点选址评分系统**为公司提供科学指引, 其可作为重要的生物安全管理工具, 帮助猪场发现风险点。具体来看, 干点选址评分系统对不同类别的猪场制定了相应的评估标准值。首先了解选址猪场周边 10 公里以内的养猪情况信息: 包括猪场大小、猪场数量、附近猪的饲养密度(区域、地方型等)、活动类型、猪的来源等。**可能的污染源也是重要的考察指标**, 包括屠宰场、肉骨粉厂、死猪无害化处理场、牲畜交易市场等。同时慎重考虑、评价道路、运输等地点评估要素。公司则根据 PIC 指引布局了洗消中心、中转出猪场地、可控运输车辆等合理设施, 进一步提升猪场生物安全水平。

表 7: PIC 猪场干点选址体系

地点	实施				最高值
	基因核心场/公猪站	母系/父系核心场	母猪扩繁场	保育育肥场	
附近猪的数量	160	150	130	100	200
附近猪的密度	120	113	98	75	150
区域内猪的密度	80	75	65	50	100
被评估猪场的规模	40	40	30	30	50
5Km 内猪场的数量	40	40	30	30	50
区域内猪场最低评分	80	75	65	50	100
其他可能的污染源	80	75	65	50	100
地形类型	80	75	65	50	100
道路类型	60	56	49	37	75
其他动物	40	37	32	25	50
气候	20	19	16	13	25
总计	800	755	645	510	1000

资料来源:《哈兽医科·猪兜大场长》-PIC 公司全国技术服务经理刘从敏, 申万宏源研究

注: 标注星号 (\*) 的部分设置了最小值, 对于合格的地点, 即使总体评分高于要求的最低值, 标记星号的部分也应该超过最小值。

领先的养殖过程管理技术也来源于公司与 Pipestone(派斯东)的深入合作。Pipestone 是美国著名生猪养殖管理、技术和生产咨询服务公司, 主要业务是优化母猪场管理生产。2016 年 9 月 27 日, 公司与 Pipestone 签订了《管理与技术服务合同》(有效期 7 年), 将公司十余年规模化猪场管理的实践经验与 Pipestone 的养殖理念和生产技术体系有机融

合，从猪场的选址、设计、建设、设施设备的配置、猪场操作流程等方面进一步向“现代化、规模化、工业化”靠拢。Pipestone 也极为有效的从猪场生产和管理的诸多环节入手：从猪场设计咨询方案，基因审查、推荐和监督，养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询服务等层面协助提高公司养殖生产效率和生物安全防护水平。

图 48: Pipestone 服务项目与环节



资料来源: Pipestone 介绍材料, 申万宏源研究

完善的人员培养、考核体系是领先养殖成绩可复制的重要原因。公司主打以结果为导向的培养体系，“两条主线”并进培养生猪养殖“善战将军”：一线员工采用选拔制层层递进，晋升路线清晰；同时在中以成果为基础公开招聘选择优秀的养殖人员与管理者。同时，公司重点聚焦团队专业化养猪能力提升，建立从种猪生产到育肥各层级管理，培养出一批在养殖端经验丰富、技术过关的“能兵巧匠”。在饲养过程中，公司根据生猪配种、生产、保育以及育肥等不同阶段生猪生长的特点，制定了配种、产房、保育舍等不同区域、环节的标准化操作程序，定时定点组织养殖人员学习，使得生产过程环节得到统一的监督与管理。同时，公司指定专人、制定专门的养殖成绩考核方案，来确保养殖生产效率提升：结果指标（断奶仔猪提供数、育肥成本等）与过程指标（PSY、养殖存活率、后备入群率等）是重点考核内容。

图 49: 公司“成果为基础，一线出干部”的人才战略



资料来源：公司宣传材料，申万宏源研究

综合来看，在世界先进养殖管理技术的指引、自身不断积累的养殖经验与辈出的人才共同带动下，公司遵循现代化、规模化、工业化的养殖理念，养殖效率提升显著，生产成绩明显提升驱动了养殖成本的优化。

### 3.3.3 精准饲料营养配方与创新原料使用提升养殖效率

公司饲料生产主要遵循成本、质量双可控的原则，采用四重管理机制，整体生产过程安全、高效。其主要包括：①全红外检测，进场车辆洗、消、烘三重消杀；②采用 ISO9001 标准体系管控，具有清洁生产、健康无毒的显著优势；③生产管理达到清洁、高效、环保、智能；④85 度三分钟灭菌也使得饲料健康程度和质量得到进一步提升。

图 50：全自动饲料生产条线



资料来源：公司资料，申万宏源研究

原料采购能力是饲料生产的核心竞争力，公司端到端的采购能力较强：例如饲料原料中的膨化豆粕、大豆等原材料来自于中粮等央企，品质稳定；饲料中的氨基酸（包括赖氨酸、色氨酸等）则为纯国外进口，质量有保障。同时，在饲料原料的采购上公司采取**成本对标模式**：以饲料原料价值采购和战略合作采购为主的创新采购方式，实行采购成本对标绩效管理。

图 51：大豆等原材料来源品质高



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

图 52：饲料蛋白采用 HP300



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

**精准营养配方体系帮助公司解决养猪过程的营养需求，确立精准科学的饲喂配方。** 具体来看，公司掌握了包括全程协同营养，原料精确评价体系，分阶段净能体系、低蛋白多氨基酸平衡体系、精确背标管理及七阶段精准饲喂的综合精准营养配方体系。同时，公司根据饲料使用在养殖过程中的潜在问题进行评估，建立了高效、可行性强的应对措施，灵活调整配方。

**特殊蛋白原料提升猪只对猪料的营养吸收水平，提升养殖效率。** 猪料中主要的蛋白质营养来源于大豆蛋白（即通常添加的豆粕），但自然状态下的大豆蛋白由于抗营养因子（ANF, Anti-Nutrition Factors）的存在，难以被仔猪吸收。公司沿用部分海外先进经验，减少豆粕使用量的同时添加部分高质量原材料（如 HP300 蛋白），使得饲料在营养吸收的效率上明显提升。

HP300 蛋白（全称为“哈姆雷特 HP300 蛋白”）是一种来自丹麦的“贵族”大豆蛋白原料，通常用于乳仔猪开口料配方中。相比于大豆蛋白等蛋白质和氨基酸，其通过对影响动物消化的毒素或者抗营养因子 ANF 进行了去除和钝化，具有消化率高、抗营养因子含量低、适口性佳、稳定性好、流动性好、富于持水力、生物安全性高的特点。

**表 8：HP 蛋白与全脂大豆、大豆浓缩蛋白抗营养因子含量和特征对比**

	常规大豆产品（全脂豆粕等）	HP 产品	大豆浓缩蛋白
蛋白(%)	40-48%	53-57.5%	64-67%
低聚糖(%)	5-7	<1	1-3
胰蛋白酶抑制剂(mg/g)	3-25	2	2
beta-球蛋白(mg/g)	10-100	0.002	0.002
植酸(%)	0.60%	0.40%	0.60%
气味	豆腥味	诱食性佳	无味

资料来源：哈姆雷特蛋白官网，申万宏源研究

综合来看，公司根据原料价格变化和协同精准营养理念及时调整配方，并持续优化饲喂程序，通过应用替代原料、优化落地精准饲喂方案、基于物流成本控制匹配饲料供应等综合措施降低饲料成本，提升养殖效率。

我们预计，在母猪产仔数、存活率提升、料肉比改善等综合因素的驱动下，公司 2023 年底养殖完全成本有望进一步下降至 16 元/公斤以内。



## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 收入成本拆分

我们对公司的盈利预测基于对公司各项业务盈利预测汇总而得。公司各项业务盈利预测具体如下：

① **公司生猪养殖业务快速发展，出栏量增长与成本优势是当前时点的核心看点。**产能陆续投产有望助力公司生猪出栏量增长。预计公司 2023-2025 年出栏生猪 300/500/700 万头，考虑到生猪养殖行业产能变化与对应的供需研判，我们预计 2023-2025 年公司商品猪销售均价为 17/18/17 元/公斤。

② **饲料、皮革、商品鸡养殖业务平稳发展为主。**

(1) **公司饲料业务主要以内销供应养殖环节为主，外销较少。**假设 2023-2025 年公司饲料销售量分别为 12.0/13.0/14.0 万吨。毛利率分别为 12.28%、12.27%、12.24%。

(2) **皮革业务逐渐复苏。**随着消费复苏带来下游需求回升，预计 2023-2024 年公司皮革销量将有所回升。预计公司 2023-2025 年皮革销售量分别为 2508/2759/3035 万平方英尺，毛利率假设为 10.5%/11.0%/11.0%。

(3) **商品鸡养殖规模小幅增长。**预计 2023-2025 年公司商品鸡养殖量分别为 360/400/450 万羽。

### 4.2 盈利预测与估值

基于上述关键假设与盈利预测模型，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 63.01/106.88/144.15 亿元，同比 +58.8%/+69.6%/+34.9%；实现归母净利润 4.15/11.16/12.02 亿元，同比 +162.6%/+168.7%/+7.7%。当前股价对应 PE 分别为 42X/16X/14X。

**估值分析：我们采用分部估值。**

①**饲料业务：**我们预计 2023 年饲料销售量为 12 万吨，饲料单吨净利 270 元，预计贡献归母净利润 3240 万元。按照 12X PE 估值（饲料行业可比公司平均估值水平）计算，我们给予 2023 年公司饲料业务市值 3.89 亿元。

②**皮革业务：**预计 2023 年公司皮革销售 2508 万平方英尺，每平方英尺净利约为 0.6 元，预计贡献归母净利润为 1504 万元。按照 24X PE 估值（皮革行业可比公司平均估值水平）计算，我们给予 2023 年公司皮革业务目标市值 3.61 亿元。

表 9：饲料业务可比公司估值比较

证券代码	公司名称	市值(亿元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603151.SH	邦基科技	33.15	0.72	1.02	1.30	27	19	15
002567.SZ	唐人神	121.41	0.20	0.80	0.96	44	11	9
603363.SH	傲农生物	107.31	-0.02	2.23	1.24	-	6	10
平均							12	11

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：盈利预测参考 Wind 一致预期；市场数据采用 4 月 7 日收盘数据。

表 10：皮革业务可比公司估值比较

证券代码	公司名称	主营业务	市值(亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
605068.SH	明新旭腾	专注于汽车革研发、清洁生产和销售	42.69	0.65	1.39	1.91	41	19	14
002674.SZ	兴业科技	中高端天然牛头层皮产品研发、生产与销售	31.61	0.69	0.87	1.05	38	30	25
平均							39	24	19

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：盈利预测参考 Wind 一致预期；市场数据采用 4 月 7 日收盘数据。

③**生猪养殖业务**：由于生猪养殖企业普遍存在利润波动较大的特征（源于生猪价格波动），我们认为 PE 估值方法不适用于相关生猪养殖上市公司，头均市值估值法可作为估值分析的参考方法。

表 11：部分涉及生猪养殖业务的上市公司头均市值估值水平比较（元/头）

公司	2023E	2024E	2025E
傲农生物	1322	991	793
天邦食品	1790	1343	1074
新希望	2378	1833	1466
唐人神	2406	1684	1203
金新农	2398	2187	1859
温氏股份	3856	3038	2506
牧原股份	4098	3864	3381
平均值	2607	2134	1755
巨星农牧	5461	3277	2341

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：参考当前（2023 年 4 月 7 日）市值水平与 2023-2025 申万预测出栏量而得，仅供参考。

表 12：部分涉及生猪养殖业务的上市公司生猪出栏量（单位：万头）

公司	2022	2023E	2024E	2022-2024CAGR
唐人神	215.8	350	500	52.22%
傲农生物	518.9	600	800	24.16%
温氏股份	.			.%



公司	2022	2023E	2024E	2022-2024CAGR
天邦食品	442.2	600	800	34.51%
新希望	1461.4	1850	2400	28.15%
金新农	125.6	155	170	16.32%
牧原股份	6120.1	7000	8000	14.33%
<b>平均值</b>				<b>29.35%</b>
<b>巨星农牧</b>	<b>153.0</b>	<b>300</b>	<b>500</b>	<b>80.78%</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2023-2024 年生猪出栏量为申万预测值

前文已述，出栏增速和成本优势对公司的估值水平应有显著影响，在给予公司生猪养殖业务估值时，我们将充分考虑出栏增速因素。我们预计公司 2022-2024 年生猪出栏量 CAGR 为 80.78%；而我们预计行业涉及生猪养殖的其他 7 家重点上市公司 2022-2024 年生猪出栏量的平均 CAGR 为 29.35%，公司的出栏量复合增速为行业平均水平的 2.75 倍。同时，公司养殖完全成本也显著低于上市公司平均水平。当前行业涉及生猪养殖的其他 7 家重点上市公司对应 2023 年出栏量的头均市值平均水平为 2607 元/头，综合考虑下我们给予公司一定的头均市值溢价（2607 元/头\*2.75=7169.25 元/头），对应 2023 年生猪养殖业务市值 215.08 亿元。

综上，我们给予巨星农牧生猪养殖业务 215.08 亿元估值，饲料业务 3.89 亿元估值，皮革业务 3.61 亿元估值，目标市值 222.58 亿元，较当前市值水平有约 28% 的涨幅空间，但考虑到短期股价涨幅较大，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

值得注意的是，作为生猪养殖业上市公司，巨星农牧同样存在以下风险，提醒各位投资者特别关注。

主要风险有：

①**疫情、产能扩张进度不及预期等因素影响公司实际出栏数，出栏增速放缓**：养殖疫情的发生会对实际出栏影响较大影响，影响公司出栏量与出栏增速。

②**新建产能投产时间与实际利用率低于预期**：公司生猪养殖规模增长主要来自在建、新建猪场产能增加。而生猪养殖从猪场建设到实际生猪出栏涉及猪场建设进度（包括募集资金到位时间）、种猪配套、合作农户（家庭农场）拓展、租赁猪场技改进程等诸多因素，诸多环节如果不能有效衔接好，公司实际养殖产能释放进度有可能低于预期。

③**养殖效率、成绩劣化驱动成本上行**：在实际扩张与过程中，存在影响养殖效率与养殖成绩的诸多不确定性因素，效率下降将显著增加养殖成本。

④**原材料价格波动等**。养殖环节中使用的的大宗农产品等原料价格存在波动风险，影响养殖成本与养殖效益。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,983	3,968	6,301	10,688	14,415
营业收入	2,983	3,968	6,301	10,688	14,415
生猪	1,792	2,990	5,264	9,584	13,221
饲料	519	552	552	572	609
商品鸡	167	115	151	166	182
皮革	154	303	326	359	395
其他	9	8	8	8	8
营业总成本	2,651	3,768	5,924	9,579	13,227
营业成本	2,416	3,389	5,452	8,550	11,787
生猪	1,323	2,450	4,526	7,566	10,722
饲料	478	506	484	502	534
商品鸡	196	121	143	156	173
皮革	413	306	292	319	351
其他	6	6	7	7	7
税金及附加	10	10	24	35	47
销售费用	38	44	63	139	216
管理费用	124	228	284	641	793
研发费用	15	15	19	32	43
财务费用	48	82	82	182	341
其他收益	9	12	13	-4	-20
投资收益	12	-3	3	4	1
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-2	0	0	0
资产减值损失	-3	-1	0	0	0
资产处置收益	-51	-46	0	0	0
营业利润	296	160	394	1,109	1,168
营业外收支	-19	-6	0	0	0
利润总额	278	154	394	1,109	1,168
所得税	11	-7	-30	-30	-59
净利润	267	161	424	1,139	1,227
少数股东损益	8	3	9	23	25
归母净利润	259	158	415	1,116	1,202

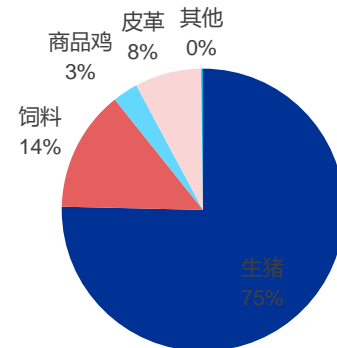
资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并现金流量表

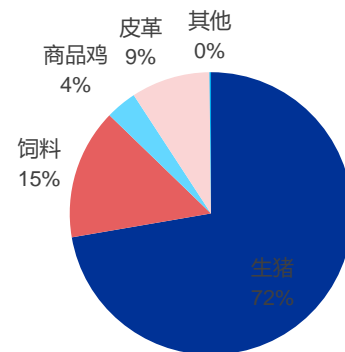
百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	267	161	424	1,139	1,227
加：折旧摊销减值	217	252	158	328	378
财务费用	51	86	82	182	341
非经营损失	42	38	-3	-4	-1
营运资本变动	-447	-101	85	-225	-122
其它	26	46	0	0	0
经营活动现金流	155	482	746	1,420	1,822
资本开支	1,063	996	1,700	500	0
其它投资现金流	28	4	3	4	1
投资活动现金流	-1,035	-992	-1,697	-496	1
吸收投资	420	0	0	0	0
负债净变化	556	938	774	-637	278
支付股利、利息	98	132	82	182	341
其它融资现金流	131	50	-250	0	0
融资活动现金流	1,010	855	442	-819	-63
净现金流	130	347	-509	105	1,761

资料来源：wind，申万宏源研究

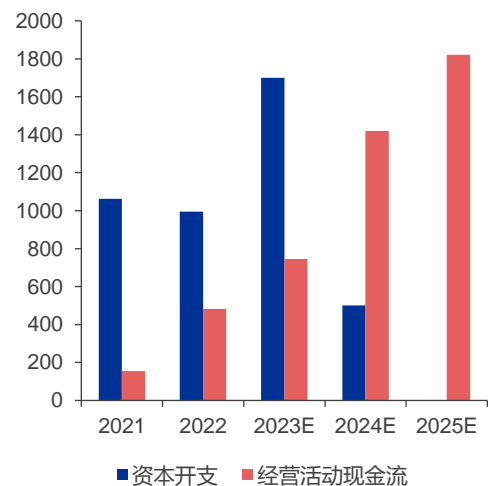
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流

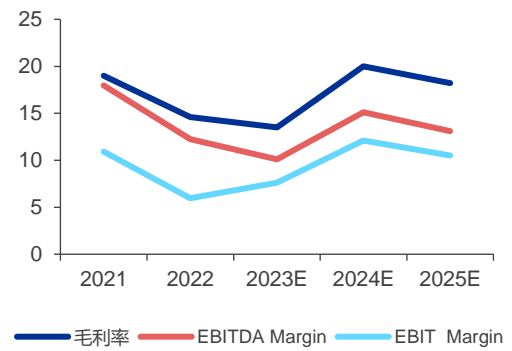


## 合并资产负债表

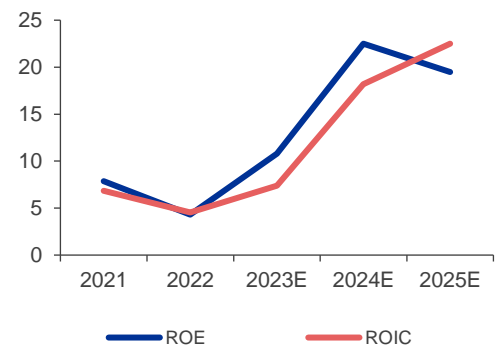
百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,117	2,533	1,938	2,268	4,151
现金及等价物	544	881	372	477	2,237
应收款项	244	211	366	468	592
存货净额	1,326	1,440	1,199	1,322	1,320
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	2	2	2	2
长期投资	14	14	14	14	14
固定资产	2,833	3,475	5,017	5,190	4,812
无形资产及其他资产	1,052	1,232	1,232	1,232	1,232
资产总计	6,016	7,254	8,202	8,704	10,209
流动负债	1,718	2,199	2,573	1,531	1,501
短期借款	822	1,289	1,663	622	591
应付款项	497	524	524	524	524
其它流动负债	399	386	386	386	386
非流动负债	970	1,345	1,744	2,149	2,458
负债合计	2,688	3,544	4,317	3,680	3,959
股本	506	506	506	506	506
其他权益工具	0	250	0	0	0
资本公积	2,210	2,210	2,210	2,210	2,210
其他综合收益	-5	-4	-4	-4	-4
盈余公积	34	36	41	55	69
未分配利润	543	673	1,083	2,185	3,372
少数股东权益	39	39	48	71	96
股东权益	3,328	3,710	3,885	5,023	6,250
负债和股东权益合计	6,016	7,254	8,202	8,704	10,209

资料来源: wind, 申万宏源研究

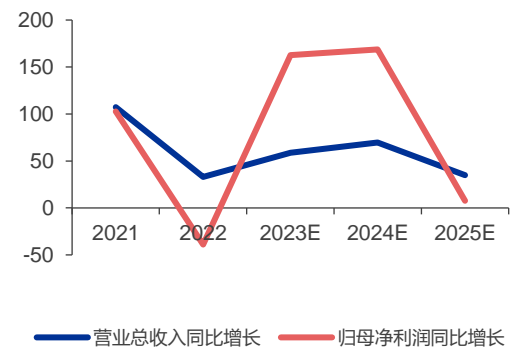
## 经营利润率(%)



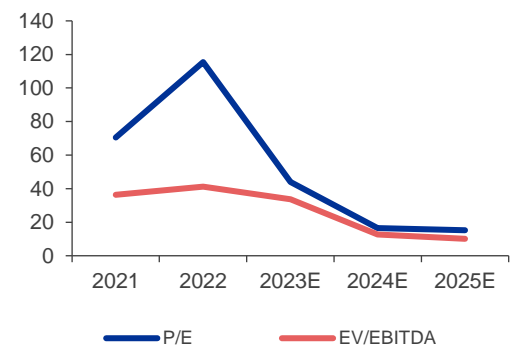
## 投资回报率趋势(%)



## 收入与利润增长趋势(%)



## 相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。