下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

困境反转的潜在养殖集团

华泰研究 首次覆盖

2026 年 9 月 09 日 | 中国内地 农林牧渔

首次覆盖正邦科技并给予“买入”评级，目标价 3.85 元，目标价对应 27 年公司生猪头均市值 3100 元，对应 27 年 PE 24x。正邦科技是养猪+饲料双主业农牧企业，23 年底重整后正逐步实现困境反转，核心重整方双胞胎集团为行业竞争力领先的猪企，在其全方位帮扶下，公司 25 年底已超额完成重整方案中两年期的经营改善目标，我们认为，随着猪价进入筑底回升阶段，公司 27-28 年有望进一步优化成本并于 27 年实现扭亏。此外，双胞胎集团已于 25 年底启动资产注入的前期准备工作，若其在 27 年底如期完成资产注入，公司有望跃迁为经营质量领先的养殖集团。

去化加速已现，猪价或筑底回升，板块布局正当时

（1）短期看，7 月初猪价由 6 月 9.6 元/公斤的底部平台回升至 9 月 8 日 10.9 元/公斤，但我们认为，行业在猪价的小反弹后仍未脱离现金流消耗的状态，产能去化预计仍将在下半年延续。（2）中长期看，26Q2 或为本轮周期供需矛盾最突出的价格底，随着仔猪对应的理论出栏量同比压力持续缓解，以及 Q4 旺季需求拉动，供需关系将呈现边际改善，猪价筑底向上的趋势或已较为明确。（3）催化剂方面，随着 26Q2 猪价探底，行业产能去化出现加速。当前养殖板块估值仍处于底部区间，且 26H1 多家头部养殖企业开启增持及回购计划，生猪养殖板块或迎配置时点。

重整方专业领先，全方位帮扶下正邦经营困境反转

2023 年 11 月重整方双胞胎集团的经营业绩承诺与资产注入承诺为公司的困境反转奠定了坚实基础，在双胞胎集团的全方位帮扶下，正邦科技生产经营规模快速恢复，此外，双胞胎集团为正邦科技输出了成熟的生产经验与管理体系，截至 25 年底，公司栏位利用率达到 85%以上（含租赁），生猪上市率达到 93%以上，PSY 达到 27 头，料肉比 2.68，断奶苗综合成本 307 元/头，生猪上市综合成本较 2023 年水平下降 5 元/公斤以上，超额完成重整方案中两年期的经营改善目标。经我们测算，公司 26H1 完全成本（包含闲置产能折旧费用）进一步下降至约 13 元/公斤，同比下降约 1 元/公斤。

与市场观点不同之处

市场担忧本轮猪价回升幅度，我们认为当前猪价虽然较底部有所反弹，但行业依旧处于现金流消耗状态，非线性的去化或将发生并为后续猪价回升蓄力。此外，猪企重整后回归优质经营缺少先例，市场对此仍存在疑虑。我们认为，和其他重整投资人不同，1）双胞胎集团养猪和饲料的强竞争力得到过历史周期的验证，在 2023 年猪价磨底阶段，上市猪企全线亏损，双胞胎集团依靠养殖成本控制能力以及饲料的利润垫支撑，实现逆势盈利。2）重整方案规划双胞胎集团将于 27 年底前完成对上市公司的资产注入，双胞胎集团与公司均以养殖、猪料为双主业，产能主要区域同样位于南方省份，业务协同有望进一步深化，实现经营量与质的再提升。

盈利预测与估值

我们预测公司 26-28 年归母净利润为-12.9/14.9/12.5 亿元，对应 EPS 为-0.14/0.16/0.13 元。我们认为公司正逐步实现困境反转，经营面仍有持续优化空间，23Q4 行业产能去化加速阶段牧原股份、温氏股份头均市值中枢 3239/3574 元，综合考虑公司当前的成长性与成本端的折价，给予公司 27 年 1150 万头出栏量假设以及 3100 元头均市值，对应目标价 3.85 元。

风险提示：猪价不及预期，公司生猪出栏量不及预期，原材料价格波动风险，资产注入或后续支持不及预期风险，广西洪涝等自然灾害对公司资产造成损失风险。

投资评级(首评)：	买入
目标价(人民币)：	3.85

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

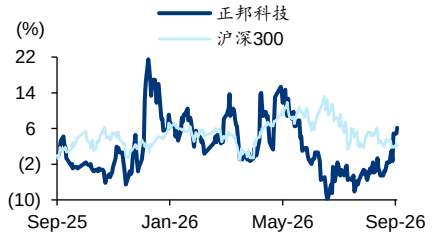
王煜坤* 研究员
SAC No. S0570526070017 wangyukun@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

季珂 研究员
SAC No. S0570525080003 jike@htsc.com
SFC No. BXR312 +(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 9 月 8 日)	3.26
市值 (人民币百万)	30,156
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	587.75
52 周价格范围 (人民币)	2.77-3.73

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	14,795	14,759	19,128	19,530
+/-%	66.80	(0.24)	29.60	2.10
归属母公司净利润 (百万)	(546.43)	(1,291)	1,495	1,249
+/-%	(352.51)	(136.18)	215.81	(16.46)
EPS (最新摊薄)	(0.06)	(0.14)	0.16	0.13
ROE (%)	(4.90)	(12.60)	14.45	10.66
PE (倍)	(55.19)	(23.37)	20.18	24.15
PB (倍)	2.77	3.14	2.72	2.44
EV EBITDA (倍)	52.06	(94.16)	8.23	8.64
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,883	5,876	4,469	7,355	9,710
现金	3,321	3,120	1,476	4,052	6,408
应收账款	82.27	87.20	81.86	137.24	86.47
其他应收账款	309.13	181.28	307.95	326.10	321.29
预付账款	117.58	133.70	116.98	207.90	123.81
存货	2,009	2,292	2,424	2,570	2,708
其他流动资产	44.37	62.12	62.12	62.12	62.12
非流动资产	13,117	13,737	13,371	12,712	11,817
长期投资	160.09	138.55	131.57	101.58	98.80
固定投资	6,603	7,852	7,741	7,700	7,280
无形资产	237.13	222.12	187.60	146.15	107.60
其他非流动资产	6,117	5,525	5,311	4,764	4,330
资产总计	19,000	19,613	17,840	20,066	21,526
流动负债	5,265	6,641	6,561	6,752	6,496
短期借款	173.41	7.51	788.74	7.51	7.51
应付账款	1,667	2,180	2,039	2,429	2,293
其他流动负债	3,424	4,453	3,733	4,316	4,196
非流动负债	3,554	3,187	3,214	3,257	3,307
长期借款	47.87	5.19	32.87	75.04	125.60
其他非流动负债	3,507	3,182	3,182	3,182	3,182
负债合计	8,819	9,828	9,775	10,008	9,804
少数股东权益	(1,239)	(1,102)	(1,532)	(1,034)	(617.71)
股本	9,250	9,250	9,250	9,250	9,250
资本公积	18,888	18,917	18,917	18,917	18,917
留存公积	(16,515)	(17,062)	(18,783)	(16,790)	(15,125)
归属母公司股东权益	11,420	10,888	9,597	11,092	12,340
负债和股东权益	19,000	19,613	17,840	20,066	21,526

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	174.44	829.90	(946.25)	3,822	2,529
净利润	188.54	(756.76)	(1,721)	1,993	1,665
折旧摊销	1,036	1,062	1,280	1,174	1,179
财务费用	159.10	235.33	126.55	109.06	61.76
投资损失	(776.42)	(272.41)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(690.99)	22.71	(598.33)	572.90	(291.18)
其他经营现金	258.66	539.17	66.68	73.22	14.33
投资活动现金	(590.62)	(1,004)	(806.49)	(411.26)	(179.01)
资本支出	(573.17)	(1,005)	(662.75)	(454.41)	(256.10)
长期投资	(19.64)	0.00	6.98	29.99	2.78
其他投资现金	2.19	1.65	(150.73)	13.16	74.31
筹资活动现金	1,301	(290.12)	108.90	(835.51)	6.64
短期借款	(181.82)	(165.90)	781.22	(781.22)	0.00
长期借款	(139.44)	(42.69)	27.68	42.17	50.56
普通股增加	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
资本公积增加	613.54	28.92	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,009	(110.46)	(700.02)	(96.46)	(43.92)
现金净增加额	870.80	(468.98)	(1,644)	2,576	2,357

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,870	14,795	14,759	19,128	19,530
营业成本	7,555	13,615	14,928	15,807	16,706
营业税金及附加	29.74	30.47	39.94	45.57	49.69
营业费用	141.86	158.31	147.59	133.90	136.71
管理费用	1,101	1,092	1,033	994.65	937.46
财务费用	159.10	235.33	126.55	109.06	61.76
资产减值损失	(38.87)	(193.29)	(147.59)	(38.26)	(39.06)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	776.42	272.41	100.00	100.00	100.00
营业利润	499.48	(487.29)	(1,630)	2,028	1,685
营业外收入	106.31	11.51	58.91	35.21	47.06
营业外支出	409.57	272.14	150.00	50.00	50.00
利润总额	196.21	(747.92)	(1,721)	2,013	1,682
所得税	7.67	8.84	0.00	20.13	16.82
净利润	188.54	(756.76)	(1,721)	1,993	1,665
少数股东损益	(27.86)	(210.32)	(430.19)	498.20	416.22
归属母公司净利润	216.40	(546.43)	(1,291)	1,495	1,249
EBITDA	1,389	546.58	(317.60)	3,293	2,919
EPS (人民币，基本)	0.02	(0.06)	(0.14)	0.16	0.13

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	26.86	66.80	(0.24)	29.60	2.10
营业利润	(94.23)	(197.56)	(234.43)	224.43	(16.92)
归属母公司净利润	(97.46)	(352.51)	(136.18)	215.81	(16.46)
获利能力 (%)					
毛利率	14.82	7.98	(1.14)	17.36	14.46
净利率	2.13	(5.11)	(11.66)	10.42	8.52
ROE	2.02	(4.90)	(12.60)	14.45	10.66
ROIC	2.42	(3.77)	(12.40)	16.46	12.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.42	50.11	54.79	49.88	45.54
净负债比率 (%)	(4.63)	(6.11)	15.89	(20.09)	(36.76)
流动比率	1.12	0.88	0.68	1.09	1.49
速动比率	0.71	0.51	0.28	0.67	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.77	0.79	1.01	0.94
应收账款周转率	86.69	174.60	174.60	174.60	174.60
应付账款周转率	4.89	7.08	7.08	7.08	7.08
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	(0.06)	(0.14)	0.16	0.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.09	(0.10)	0.41	0.27
每股净资产(最新摊薄)	1.23	1.18	1.04	1.20	1.33
估值比率					
PE (倍)	139.35	(55.19)	(23.37)	20.18	24.15
PB (倍)	2.64	2.77	3.14	2.72	2.44
EV EBITDA (倍)	20.48	52.06	(94.16)	8.23	8.64

资料来源：公司公告、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

投资要点 **6**

正邦科技：周期中的成长、危机与新生 **7**

非瘟前的成长："饲料+养殖"双主业布局，生猪出栏量稳步增长 9

非瘟中的危机：激进扩张策略带来现金流风险 10

危机后的新生：双胞胎集团成为公司核心重整投资人 12

行业：产能去化加速已现，周期或筑底向上 **15**

短期看行业仍处于亏损去化状态 15

中长期看供需关系边际改善，周期或筑底向上 17

26Q2 产能去化加速，板块或迎配置时点 17

困境反转：双胞胎集团全方位帮扶，正邦经营量质齐升 **19**

双胞胎集团：专业能力领先的养殖行业集团 19

财务稳健性突出，周期磨底年逆势盈利 20

实控人股权高度集中，管理层专业背景深厚 21

研发投入与技术壁垒支撑规模可持续成长 21

正邦在帮扶下生产管理做了哪些调整？ 24

正邦的经营面发生了哪些改变？ 25

盈利预测及估值 **28**

风险提示 30

图表目录

图表 1： 正邦科技发展历程 7

图表 2： 正邦科技以养殖和饲料为双主业 8

图表 3： 养殖业务贡献公司业绩的主要弹性 8

图表 4： 正邦科技生猪出栏量经历增长、回落、修复阶段 8

图表 5： 正邦科技饲料销量重整收缩后逐渐恢复正常生产 8

图表 6： 正邦科技营业收入受到猪价影响波动较大 9

图表 7： 正邦科技归母净利润与猪价趋势高度相关 9

图表 8： 非瘟前正邦科技养殖毛利率位于同行中上游 10

图表 9： 因为产品结构不同，正邦科技饲料毛利率较低 10

图表 10： 2019 年，正邦科技开启资产扩张策略 10

图表 11： 18-22 年期间，正邦科技的资金快速转化为了猪场和种猪 10

图表 12： 2019-2021 年，正邦科技将资金集中投向了母猪繁育与生猪养殖项目 11

图表 13： 21 年起正邦科技资产负债率逐年上升，并超过 100% 11

图表 14： 正邦科技货币资金持续消耗，至 2021Q4 仅 51.33 亿元 11

图表 15： 2018-2022 年正邦科技头均经营现金亏损较多，出栏量同比持续下滑（元/头） 12

图表 16： 正邦科技重整节点复盘 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17： 正邦科技重整核心路径包含引入重整投资人及债转股.....13
图表 18： 正邦科技重整前后公司股权结构发生根本性变化.....13
图表 19： 正邦科技重整投资人以产业投资人为主导，联合投资人共同参与.....14
图表 20： 历史猪周期复盘.....15
图表 21： 截至 9 月 8 日，猪价由 9.5 元/公斤平台回升至 10.9 元/公斤.....16
图表 22： 仔猪价格维持深度亏损（元/头）.....16
图表 23： 200 公斤大猪与 120 公斤标猪价差端午后快速上升（元/公斤）.....16
图表 24： 截至 9 月 4 日，行业自繁自养头均亏损 176 元（元/头）.....16
图表 25： 仔猪对应 26 年下半年理论出栏呈现下降趋势.....17
图表 26： 仔猪存栏量同比呈现下降趋势.....17
图表 27： 需求端 Q4 季节性屠宰量环比增加 21%（2015-2025 年平均）.....17
图表 28： 截至 26Q2，国家统计局口径下行业能繁存栏 3780 万头，距离 3750 万头的正常保有量仅需去化 0.8% 18
图表 29： 国家统计局、涌益、钢联 26Q2 能繁环比去化幅度均加速.....18
图表 30： 2021 年、2023 年行业能繁母猪加速去化季度，畜禽养殖板块公募持仓比例迎来显著提升.....18
图表 31： 截至 9 月 8 日，畜禽养殖指数（长江）十年 PB 分位数仅 17%.....18
图表 32： 2023 年 11 月双胞胎集团重整承诺.....19
图表 33： 双胞胎集团发展历程图.....20
图表 34： 双胞胎集团收入规模持续增长.....20
图表 35： 双胞胎集团与同比公司净利润对比（亿元）.....20
图表 36： 双胞胎集团与同比公司资产负债率对比（%）.....20
图表 37： 截至 2026 年 8 月，双胞胎集团股权穿透图.....21
图表 38： 双胞胎集团人才培育概念图.....21
图表 39： 双胞胎集团核心量化指标.....22
图表 40： 2018-2024 年双胞胎集团生猪出栏量快速增长.....22
图表 41： 双胞胎集团饲料产品矩阵.....23
图表 42： 双胞胎集团子公司产能分布情况.....23
图表 43： 双胞胎集团饲料销量保持稳健增长态势.....23
图表 44： 双胞胎集团的生产管理帮扶计划.....24
图表 45： 正邦科技 2023-2025 年激励目标.....25
图表 46： 正邦科技生猪出栏量 2025 年恢复至 2022 年水平.....25
图表 47： 正邦科技饲料销量 2025 年恢复至 2015-2021 年均值的 56%.....25
图表 48： 正邦科技危机阶段杠杆高企，重整后显著压降.....26
图表 49： 正邦科技高息负担缓解，财务费用显著回落.....26
图表 50： 正邦科技重整后经营现金流由负转正.....26
图表 51： 正邦科技危机期资金大幅消耗，重整后流动性有所修复.....26
图表 52： 正邦科技完全成本降幅接近 9 元/公斤.....27
图表 53： 正邦科技仔猪成本实现跨越式优化.....27
图表 54： 正邦科技 PSY 由 2021 年 20-22 头低位提升至 2025 年 27 头.....27
图表 55： 正邦科技料肉比较前期高点有所改善.....27
图表 56： 正邦科技营业收入结构拆分及盈利预测.....29

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 57： 不同猪价假设下公司归母净利润敏感性测算 29
图表 58： 可比公司估值表 30
图表 59： 正邦科技 PE-Bands 30
图表 60： 正邦科技 PB-Bands 30

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

正邦科技 23 年底重整后正逐步实现困境反转，在重整方双胞胎集团的全方位帮扶下，公司经营面显著改善，截至 25 年底，公司栏位利用率达到 85%以上（包含租赁），生猪上市率达到 93%以上，PSY 达到 27 头，生猪养殖料肉比 2.68，断奶苗综合成本 307 元/头，生猪上市综合成本较 2023 年水平下降 5 元/公斤以上，超额完成重整方案中两年期的经营改善目标，经我们测算，公司 26H1 完全成本（包含闲置产能折旧费用）进一步下降至 13.0 元/公斤，同比下降约 1 元/公斤。我们认为，行业产能去化加速已现，猪价或进入筑底回升阶段，随双胞胎集团在生产、管理、业务协同上的帮扶持续深化，公司成本有望进一步下降，并于 27-28 年实现扭亏。且根据重整方案，双胞胎集团已于 25 年底启动资产注入的前期准备工作，若公司在 27 年底如期完成资产注入，公司有望跃迁为专业领先的养殖集团。

行业层面：短期去化加速已现，中长期猪价或筑底回升，板块布局正当时

本轮猪价下行自 24 年 8 月开启，（1）短期看，7 月初猪价由 6 月 9.6 元/公斤的底部平台回升至 9 月 8 日 10.9 元/公斤，但我们认为，行业基础的供需关系仍未完全扭转，且行业在猪价的小反弹后仍未脱离现金流消耗的状态，产能去化预计仍将在下半年延续。（2）中长期看， 26Q2 或为本轮周期供需矛盾最突出的价格底，随着仔猪对应的理论出栏量同比压力持续缓解，以及 Q4 旺季需求拉动，供需关系将呈现边际改善，我们认为虽然行业全面扭亏仍需时间，但后续猪价筑底向上的趋势或已较为明确。（3）催化剂方面，随着 26Q2 猪价探底，行业亏损程度超过 23 年去化阶段，上市猪企或陷入全面亏损，行业产能去化出现加速。根据钢联、涌益数据，行业 25Q4-26Q2 产能环比变化-0.6%/0.6%/-1.9%、-0.5%/-0.3%/-3.2%，26Q2 产能去化明显加速，2021 年、2023 年行业能繁母猪加速去化季度，畜禽养殖板块公募持仓比例迎来显著提升。当前养殖板块估值处于底部区间，截至 9 月 8 日，畜禽养殖指数（长江）十年 PB 分位数 17%，且 26H1 头部养殖企业频繁开启高管增持及回购计划，板块底部信号较为明确，生猪养殖板块或迎配置时点。

公司层面：重整方专业领先，全方位帮扶下正邦经营困境反转

正邦科技以生猪养殖和饲料为双主业，其发展经历了非瘟前的周期成长、非瘟大周期下的战略危机以及后续重整新生的过程。2023 年 11 月重整方双胞胎集团的经营业绩承诺与资产注入承诺为公司的困境反转奠定坚实基础。在双胞胎集团的全方位帮扶下，正邦科技生产经营规模快速恢复，至 24Q3 公司生猪出栏量同比转正步入常态，25 年同比增长 106%，饲料销量也于 24 年步入恢复通道，24/25 年同比增长 94%/115%。重整开启至今，双胞胎集团为正邦科技输出了成熟的生产经验与管理体系，助力其在 25 年底超额实现了重整方案中的经营目标。资金融资方面，双胞胎集团也承诺支持上市公司获得总额不低于 20 亿元的多种形式融资缓解其资金压力，保障复产扩产的资金需求，同时提供饲料原料采购、代加工等配套服务，为其穿越周期保驾护航，且双胞胎集团也于 25 年底启动资产注入的前期准备工作，方案计划双胞胎集团 27 年底前将完成对上市公司的资产注入。

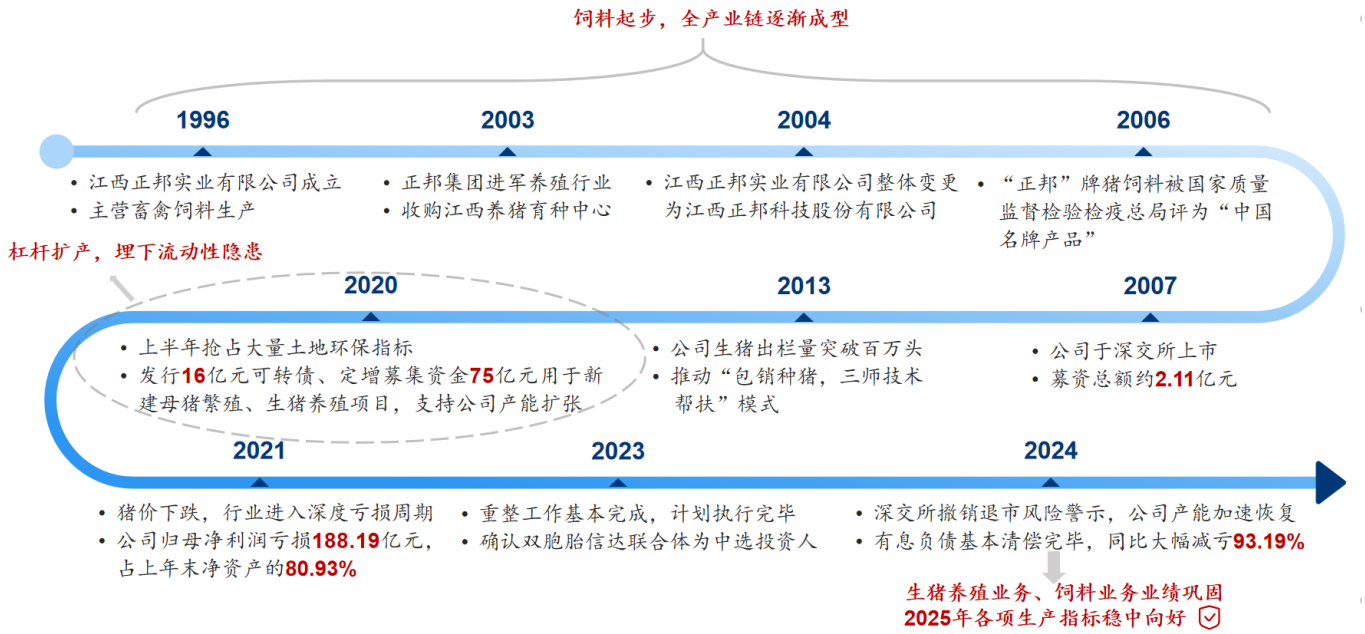
区别于市场的观点：（1）市场担忧本轮产能去化幅度不足以支撑猪价和股价弹性。我们认为，虽然当前猪价有所反弹，但行业依旧处于亏损现金流的状态，行业完全脱离亏损仍需要时间，且产能去化的烈度不仅与亏损幅度有关，也与亏损的持续时间有关，随着现金流持续消耗的时间不断拉长，亏损收窄与产能去化也并不矛盾。虽然猪价或进入筑底回升阶段，但板块估值依然处于底部，在市场风格切换的过程中或具备一定的估值修复动力。**（2）猪企重整后回归优质经营缺少先例，市场对此仍存在疑虑。**我们认为，和其他破产重组的猪企不同，1）公司的重整方是行业中专业能力领先的双胞胎集团，双胞胎集团在养殖和饲料的管理体系、技术积累上得到过历史周期的验证，在 2023 年猪价磨底阶段，上市猪企全线亏损，双胞胎集团依靠养殖成本控制能力以及饲料的利润垫支撑，实现逆势盈利。2）重整方案规划双胞胎集团将于 27 年底前完成对上市公司的资产注入，除了优质资产的注入后对上市公司经营质量的拉升以外，双胞胎集团与公司均以养殖、猪料为双主业，产能主要区域同样位于江西，业务协同度有望进一步提升，实现量与质的再提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

正邦科技：周期中的成长、危机与新生

正邦科技的发展历程涵盖扩张、危机与修复的完整轨迹，与行业周期深度绑定。公司的发展可以分为三个阶段。（1）公司自 1996 年前身江西正邦实业成立，以饲料产业起步，再通过收购和股份制改造逐渐切入生猪养殖产业，直到 2006 年饲料+养殖双主业逐渐成形，2007 年登陆深交所上市，生猪养殖和饲料产量稳步增长。（2）2018-2020 年非洲猪瘟时期，猪价上行，公司紧抓行业红利加杠杆扩产，但也埋下了流动性隐患。随着 2021 年猪价下跌，公司面临债务危机。（3）2023 年底，双胞胎集团成为公司核心重整投资人，此后公司养殖、饲料业务逐步恢复，2025 年底各项指标稳中向好，超额完成重整方案中的阶段性经营目标。

图表1：正邦科技发展历程



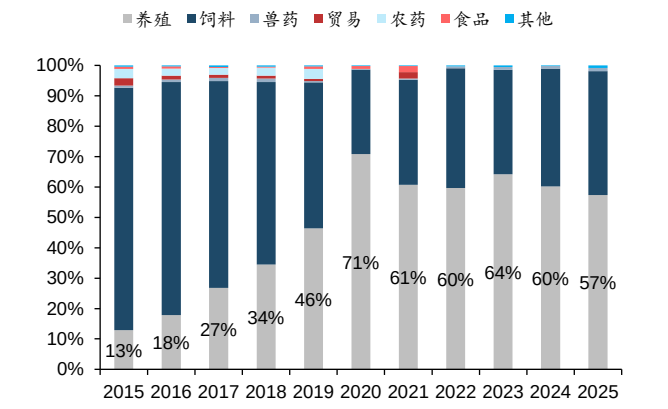
资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

公司营业收入高度集中于养殖与饲料两大核心板块，兽药及其他业务占比则长期维持在 10%以内，整体呈现“养殖为主、饲料为辅”的双主业格局。公司生猪养殖板块收入占比 2015-2020 年一直稳步提升。2020-2025 年养殖收入占比虽随周期波动有所回落，由 71%降至 57%，但始终是公司收入的第一大来源；同期饲料业务收入占比有所提升，由 28%升至 41%，成为重整后公司现金流修复的重要支撑。兽药及其他业务占比则在低位小幅波动，对整体收入结构影响有限。公司以养殖业务为核心、饲料业务为配套的一体化结构清晰，有助于协同降低成本、平滑周期波动风险。

从毛利贡献来看，养殖板块的毛利占比随猪价剧烈波动，2015-2020 年间养殖毛利由 20%左右攀升至 85%以上，2021-2023 年猪价下行则陷入深度亏损，饲料板块在此期间成为了毛利支撑。2024 年以来养殖毛利逐步回正并成为主要毛利来源。两大板块的利润结构呈现出“养殖弹性收益、饲料底盘支撑”的互补特征。

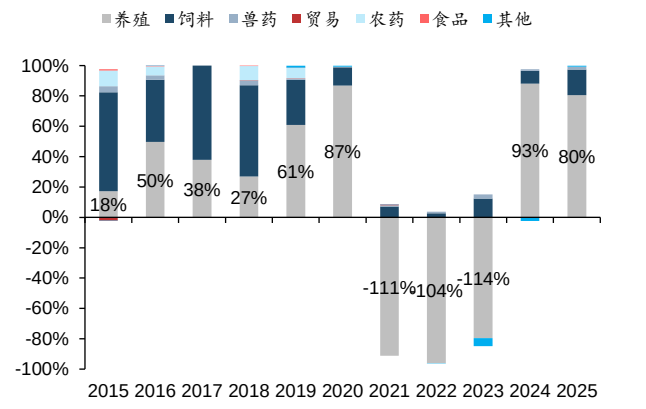
下载日志已记录，仅供内部参考

图表2： 正邦科技以养殖和饲料为双主业



资料来源：Wind，华泰研究

图表3： 养殖业务贡献公司业绩的主要弹性

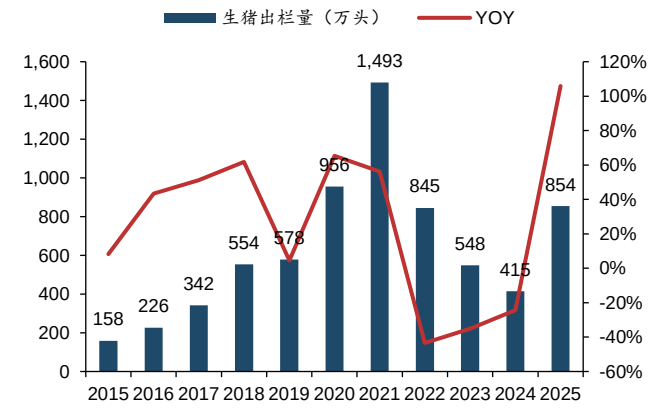


资料来源：Wind，华泰研究

生猪养殖方面，2015 至 2021 年，公司生猪出栏量由 158 万头持续扩张至 1493 万头，复合增长率超过 45%，其中 2016-2018 年保持 40%以上同比增幅，并于 2020 年攀升至 956 万头，当年首次位居上市公司第二。2021 年，公司出栏量达到历史峰值的 1493 万头。这一阶段的快速扩张与公司"四抢"战略密切相关，通过大规模引种、人才储备等抢占市场先机。然而，2021 年起猪价快速下行，公司资金压力凸显，出栏规模于 2022 年回落至 845 万头，同比降幅达 43%。2023 年，公司进入破产重整程序，生猪出栏量进一步下降。重整后，随着双胞胎集团复产帮扶的落地及闲置产能的逐步盘活，公司出栏规模开始修复，2025 年生猪出栏量恢复至 854 万头，同比增幅达 106%。

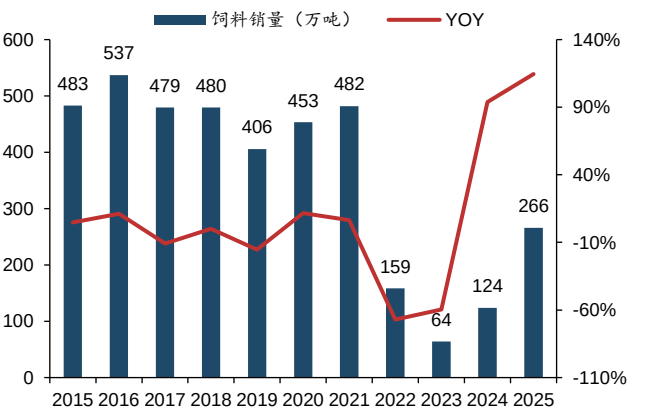
饲料业务方面，2015 至 2021 年间销量在 400-540 万吨区间浮动，其中 2016 年销量 537 万吨为期间高点，2021 年销量 482 万吨。2022 年起，为集中资源应对养殖板块的资金危机，公司逐步安排饲料停产，饲料销量当年骤降至 159 万吨，同比降幅达 67%。2023 年重整期间，公司饲料业务进一步收缩至 64 万吨，较 2021 年高点下降 87%。重整后，双胞胎集团通过共享采购平台、输出饲料研发技术及生产管理经验，协助正邦恢复饲料厂正常生产。2024 年公司饲料销量回升至 124 万吨(2023 年及以后为内外销合计量)，同比增长 94%；2025 年进一步增长至 266 万吨，同比提高 115%，恢复至 2021 年水平的 55%。

图表4： 正邦科技生猪出栏量经历增长、回落、修复阶段



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表5： 正邦科技饲料销量重整收缩后逐渐恢复正常生产



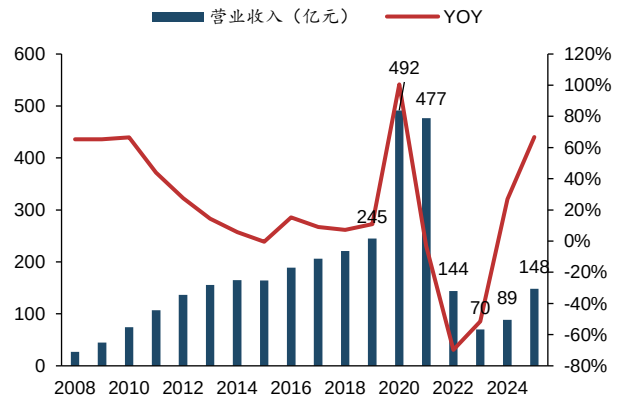
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

非瘟前的成长："饲料+养殖"双主业布局，生猪出栏量稳步增长

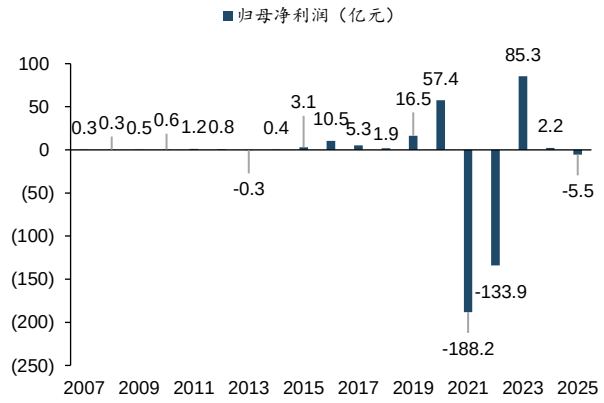
正邦科技的发展历程涵盖扩张、危机与修复的完整轨迹，与行业周期深度绑定。1996 年，公司前身江西正邦实业成立，以畜禽饲料生产为起点奠定了公司养殖业务根基。2003 年，正邦集团正式切入生猪养殖赛道，通过收购江西养猪育种中心迈出"饲料+养殖"全产业链布局的关键一步。股份制改造完成后，公司进一步巩固市场影响力，探索种猪育种的专业化运营模式，产业规模与行业地位持续提升。

图表6：正邦科技营业收入受到猪价影响波动较大



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：正邦科技归母净利润与猪价趋势高度相关



资料来源：Wind，华泰研究

2007-2009 年：公司上市，开启规模化扩张之路。公司于 2007 年 8 月在深交所挂牌上市，募集资金 1.93 亿元，由此开启资本助力下的规模化发展。上市初期，公司仍以饲料为主业，生猪养殖尚处探索阶段，2007 年生猪出栏量仅 8.32 万头，但随着公司全面建设农牧产业价值链的战略，多座种猪繁育和商品仔猪基地陆续投产，2009 年出栏量攀升至 16.78 万头，增长超两倍；饲料业务保持竞争力，销量从 2007 年的 62.10 万吨增长至 2009 年的 152.47 万吨，为公司提供了稳定的现金流支撑。受此推动，公司营收/归母净利润从 16.31/0.31 亿元增长至 44.59/0.54 亿元，CAGR 达 65%/30%，ROE 在 9.0%-13.5%范围波动。

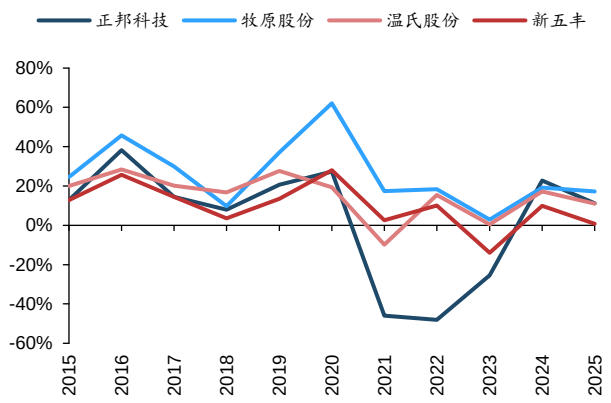
2010-2015 年：持续开拓生猪产业链，猪价下行利润承压。2010 年，随着 100 万头屠宰加工生产线竣工，公司生猪产业价值链全面建成。2011 年，受益于猪价高位和新建养殖场产能释放，公司归母净利润跃升至 1.19 亿元，养殖业务毛利占比一举突破 50%。但随之而来的 2012-2014 年猪价持续低迷使得利润下滑，2013 年首度亏损 0.3 亿元，直至 2015 年二季度猪价回升盈利能力有所改善。

2016-2018 年：周期高点兑现利润，双主业格局全面成型。随着前期布局产能释放和猪价进入新一轮上涨周期，公司迎来盈利高峰：2016 年归母净利润突破 10 亿元，ROE 近翻倍至 23%；2017 年出栏量增至 342 万头，跃居 A 股生猪养殖类上市公司排名第三；饲料销量同步增长至 479 万吨。这一阶段，为满足生猪规模的快速扩张，公司 2016 年起从自繁自养的重资产模式加速向"公司+农户"轻资产模式转型，通过新模式释放产能使得 2018 年达成生猪出栏量 554 万头，"饲料+养殖"的双主业格局全面成型。

养殖毛利率位于同行中上游。养殖业务方面，在几轮猪价周期中，公司毛利率在主要上市猪企中处于上游水平，2011 年和 2016 年两轮周期高点分别达到 29.95%和 38.25%。饲料业务毛利率长期较低，核心原因在于公司以全价料为主，而同行业公司的核心业务包含预混料。全价料虽然毛利率较低，但其稳定的销售为公司提供了可靠持续的现金流支撑。

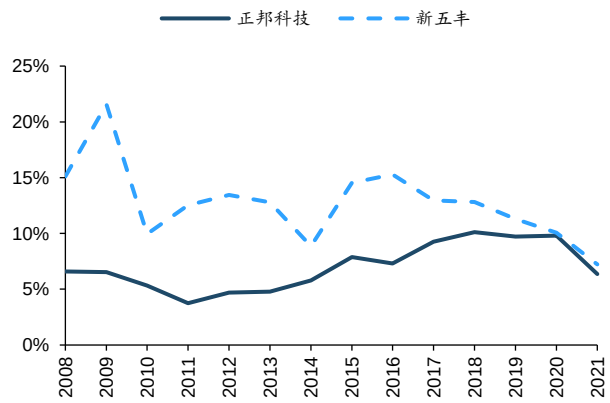
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：非瘟前正邦科技养殖毛利率位于同行中上游



资料来源：Wind，华泰研究

图表9：因为产品结构不同，正邦科技饲料毛利率较低

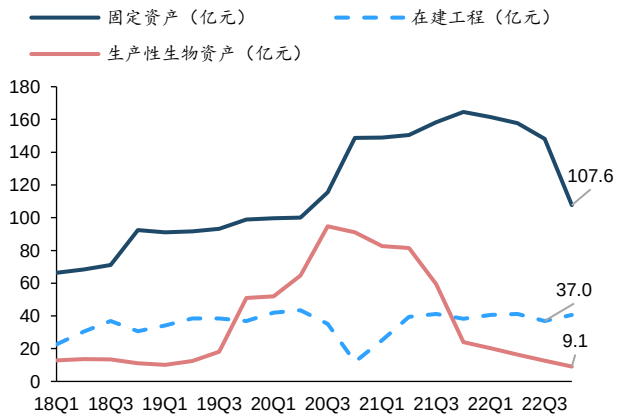


资料来源：Wind，华泰研究

非瘟中的危机：激进扩张策略带来现金流风险

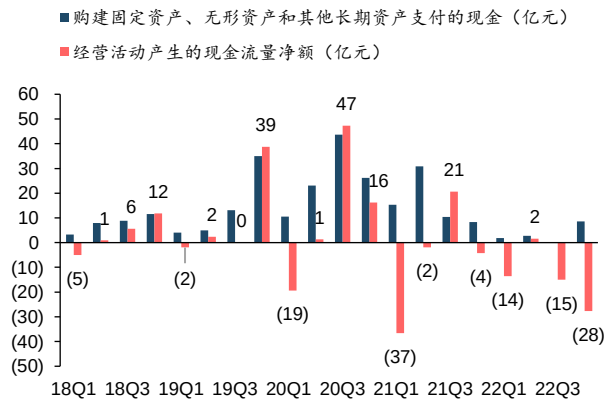
2018 年底非洲猪瘟在全国各省爆发，行业产能大幅出清，猪价进入上行通道，公司顺势开启快速扩张策略。在行业红利期，公司制定了“抢母猪、抢仔猪、抢栏舍、抢人才”的“四抢”战略，将资金集中投向母猪繁育与生猪养殖项目。2019 年 7 月公司增发募资约 10 亿元，用于烈山 1.6 万头、虞城 3.2 万头母猪繁殖场建设；2020 年 6 月发行 16 亿元可转债，其中约 14 亿元全部投向母猪繁殖场与仔猪繁育基地建设；2021 年 1 月再次增发 75 亿元，其中约 28 亿元投向沾化、涟水、陈庄等养殖基地项目，全部投产后可新增生猪产能约 335 万头。从资产端来看，固定资产/生产性生物资产从 2018 年末的 92/11 亿元增至 2020 年末的 149/91 亿元，CAGR 约 27%/187%。现金流量表进一步印证了这一扩张力度，资金以最快的速度转化为了猪场和种猪：2018 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金开支约 32 亿元，而到 2020 年仅 Q3 就达到了约 44 亿元，全年开支快速升至 103 亿元。

图表10：2019 年，正邦科技开启资产扩张策略



资料来源：Wind，华泰研究

图表11：18-22 年期间，正邦科技的资金快速转化为了猪场和种猪



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

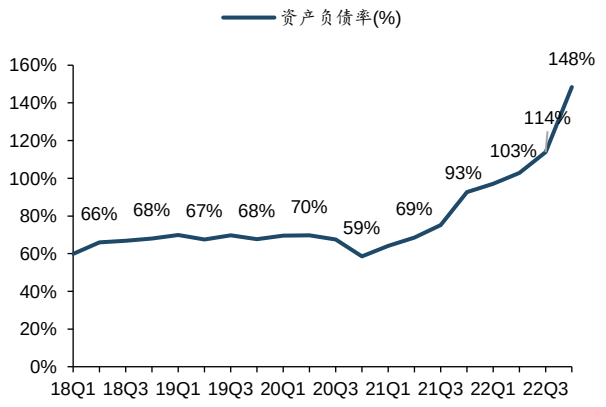
图表12：2019-2021 年，正邦科技将资金集中投向了母猪繁育与生猪养殖项目

发行时间	募集资金项目	计划总投资（百万元）
2019-07	烈山区古饶谷山村正邦存栏 16,000 头母猪繁殖场基地建设	224
	虞城正邦存栏 32,000 头母猪繁殖场基地建设(一期)	221
2020-06	潘集正邦存栏 16000 头母猪的繁殖场基地建设	282
	广西正邦隆安县振义生态养殖繁育基地项目	328
	广安前锋龙滩许家 7PS 种养结合产业园(一期)	128
	达州大竹文星龙门 7PS 繁殖场项目	250
	上思正邦思阳镇母猪养殖场基地建设	130
	南华正邦循环农业生态园项目	280
	武定正邦循环农业生态园建设项目(一期)	129
	正邦高老庄现代农业有限公司年繁育 70 万头仔猪基地建设(一期)	247
2021-01	沾化正邦存栏 10 万头生猪的育肥场基地建设	220
	生猪养殖项目（涟水正邦育肥一、二场）	367
	陈庄、西刘育肥场“种养结合”基地	880
	宁晋县正邦畜牧发展有限公司畜牧养殖循环农业综合项目	220
	喀喇沁旗正邦农牧有限公司存栏 1.5 万头母猪繁殖场标准化规模养殖基地建设	314
	内江正邦乐至分公司能繁母猪种养循环养殖项目	330
	射洪双庙 8000 头繁殖场中草药种养循环项目	200
	恭城县龙虎乡 8800 头母猪存栏基地建设	130
	来宾正邦良塘镇存栏 12000 头母猪繁殖场基地建设	200
	崇左正邦大新县雷平镇怀仁村种养结合生态养殖项目	278
	永善正邦福猪工程茂林镇繁殖示范园区项目	180
	正邦东新生态种养殖产业园	200
	合计	5,739

资料来源：公司公告，华泰研究

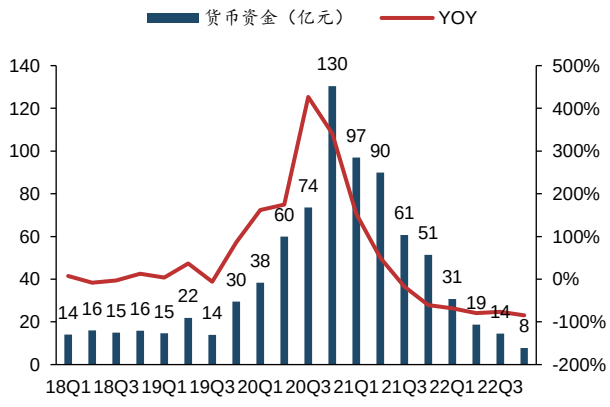
资本开支依赖债务融资，持续加杠杆导致负债率高企。2019-2021 年，为了抓住机会窗口和红利期，公司扩张策略较为激进，对成本控制有所忽视，期间经营活动现金净流入合计约 63 亿元，而同期资本开支却高达约 226 亿元。2021 年行业猪价暴跌后，债务问题开始暴露。当年公司归母净利润大幅亏损 188 亿元，高于行业均值水平。经营业绩的大幅亏损直接导致经营现金流净流出 22 亿元，同比下降 148%；货币资金从 2020 年末的 130 亿元持续消耗至 2021 年末的 51 亿元，再到 2022 年中的 18.8 亿元；资产负债率从 2020 年末的 58.6%提升至 2022 年中的 102.9%,开始进入资不抵债的困境。短期借款占有息借款的比例从 2018Q1 的 48.0%持续攀升至 2022Q4 的 85.5%，短期债务和长期资产导致的期限错配风险在猪价下跌时被急剧放大。2022 年 6 月 8 日，公司公告因流动资金紧张，出现 5.42 亿元商票逾期未兑付。至 2022 年末，公司资产负债率达到 148%。公司在两年中经历了从盈利 57 亿元到亏损 188 亿元再到资不抵债；现金方面，从 2021Q1 开始经营现金流出现缺口，到 2022Q2 商票逾期，现金流断裂，前后持续了约 6 个季度。

图表13：21 年起正邦科技资产负债率逐年上升，并超过 100%



资料来源：Wind，华泰研究

图表14：正邦科技货币资金持续消耗，至 2021Q4 仅 51.33 亿元



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

快速扩张阶段叠加周期下行，头均经营现金亏损较多。2021 年全年，正邦科技头均经营现金流亏损约 148 元，同期牧原股份头均盈利约 405 元，天邦食品头均亏损 130 元。正邦自 2021Q1 起至 2022Q4，除 2021Q3 和 2022Q2 两个季度头均现金流较小幅盈利，其余季度均亏损。而从出栏量来看，正邦在 2021Q3 达到 484 万头的季度出栏量峰值后逐季回落至 2022Q4 的 143 万头，缩减速度相比行业更快，在同样的猪价下行期，公司阶段性的成本劣势和生物安全问题导致了其现金亏损高于同行。公司在 2019-2020 年非瘟后通过外购高价母猪快速扩产，导致其 2021Q2 仔猪成本 600 元/头，而无外购的同行企业如牧原股份仅在约 350 元/头，在猪价下跌时能够守住盈利线。同时，正邦这些高价外购的母猪至 2021 年末被大规模淘汰约 220 万头，造成亏损 62-68 亿元；更大的产能扩张带来的后续出栏数量与栏舍规模错配导致了更高的折旧摊销费用，最终反映到养殖成本上。2021 年，公司自繁自养/“公司+农户”养殖成本为每公斤 30.15/21.53 元。

图表15：2018-2022 年正邦科技头均经营现金亏损较多，出栏量同比持续下滑（元/头）

	正邦科技	牧原股份	天邦食品	新五丰	正邦科技 出栏量 YOY	牧原股份 出栏量 YOY	天邦食品 出栏量 YOY	新五丰 出栏量 YOY
18Q1	-472	-97	4	128	134%	78%	116%	11%
18Q2	64	13	-156	-497	179%	48%	93%	17%
18Q3	387	311	317	-28	36%	27%	94%	69%
18Q4	730	189	124	65	16%	69%	148%	58%
19Q1	-117	-42	-59	-594	59%	39%	79%	5%
19Q2	164	563	176	-706	-1%	8%	60%	-4%
19Q3	8	1,567	-51	326	-2%	-27%	-6%	25%
19Q4	3,012	2,267	1,139	883	-21%	-31%	-44%	-61%
20Q1	-1,850	1,710	808	622	-38%	-17%	-33%	-61%
20Q2	78	1,602	2,548	323	19%	54%	-20%	-51%
20Q3	1,480	1,561	1,813	252	128%	141%	78%	-63%
20Q4	448	655	809	646	182%	168%	155%	9%
21Q1	-1,419	616	748	-3,277	146%	201%	114%	-25%
21Q2	-42	869	-1,264	-591	163%	130%	24%	44%
21Q3	426	11	-775	-882	51%	70%	6%	98%
21Q4	-136	212	211	-1,260	-15%	127%	40%	22%
22Q1	-561	-4	-91	-1,350	-6%	79%	-9%	156%
22Q2	67	14	370	-750	-45%	80%	43%	166%
22Q3	-690	693	-66	814	-55%	61%	6%	100%
22Q4	-1,941	823	315	202	-54%	13%	-10%	766%

资料来源：各公司公告，华泰研究

危机后的新生：双胞胎集团成为公司核心重整投资人

2022 年 10 月，债权人以正邦科技无法清偿到期债务且缺乏清偿能力为由，向法院申请对其进行破产重整。2023 年 7 月，南昌中院裁定受理重整申请并指定管理人。共 11 家意向投资人报名参与公司重整投资，最终公司确认双胞胎集团、信达联合体为中选投资人，为债务重组引入关键支持。同年 10 月，重整计划草案在债权人会议与出资人会议中均以高票通过。11 月，法院正式裁定批准重整计划，债务清偿与股权调整方案顺利落地。截至 2023 年 12 月，公司完成重整计划全部执行工作。2024 年 6 月，深交所撤销退市风险警示，公司简称恢复为“正邦科技”，正式宣告完成重整，轻装上阵开启发展新篇章。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：正邦科技重整节点复盘



资料来源：公司公告，华泰研究

重整的核心安排包括引入重整投资人及债转股两大板块。产业投资人与联合投资人合计提供资金 43.4 亿元。其中，产业投资人以 1.1 元/股的价格受让 14 亿股转增股票，联合投资人以 1.6 元/股的价格受让 17.5 亿股转增股票，合计受让 31.5 亿股。同时，公司通过债转股方式清偿债务，将 25.5 亿股转增股票以 11.5 元/股的抵债价格抵偿正邦科技及旗下养殖系列公司债务，显著降低了公司资产负债率。重整计划实施后，公司按每 10 股转增不超过 16.2 股的比例实施转增，共计转增 57 亿股股票，总股本大幅增厚至约 93 亿股，资本结构得到根本性改善，为后续引入产业资源、恢复正常经营创造了条件。

图表17：正邦科技重整核心路径包含引入重整投资人及债转股

重整计划		
重整投资人引入	产业投资人以 1.1 元/股价格受让 14 亿股	有条件受让转增股票中的 31.5 亿股股票，合计提供资金人民币 43.4 亿元
	联合投资人以 1.6 元/股价格受让 17.5 亿股	
债转股	股抵债方式清偿债务	转增股票中的 25.5 亿股股票
	股票抵债	价格为 11.5 元/股

资料来源：公司公告，华泰研究

在破产重整过程中，公司通过资本公积转增股本引入以双胞胎集团为核心的重整投资人，股权结构发生根本性变化。重整前(2023 年三季度末)，正邦集团、江西永联分别以 20.73%、16.66%的持股比例位列前两大股东，合计持股超 37%。重整完成后，双胞胎农业以 14 亿股的受让股份（占比 15.06%）成为第一大股东，芜湖千鲤信双、南昌金牧纾困及新设立合伙企业合计持股 11.51%。原控股股东正邦集团、江西永联大幅缩减权益，持股比例降至 2.35%、1.55%。重整方案实施后，公司实际控制人变更为双胞胎集团，截至 25 年末持股比例为 15.13%。

图表18：正邦科技重整前后公司股权结构发生根本性变化

	重整前		重整后	
股权结构	持股比例	持股数量（亿股）	持股比例	持股数量（亿股）
正邦集团有限公司	19.31%	6.95	2.35%	2.18
江西永联农业控股有限公司	15.52%	5.58	1.55%	1.44
共青城邦鼎投资有限公司	2.11%	0.76	0.82%	0.76
江西惠万家	1.24%	0.45	0.48%	0.45
双胞胎农业			15.06%	14.00
芜湖千鲤信双投资合伙企业（有限合伙）			3.33%	3.10
南昌金牧纾困企业管理中心（有限合伙）			2.26%	2.10
新设立的合伙企业			5.92%	5.50

资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

重整投资人结构呈现产业投资人主导、联合投资人共同参与的特征。双胞胎农业作为核心产业投资人出资 15.4 亿元，承担控制权重塑和产业资源导入的核心角色。联合投资人则按 1.6 元/股认购剩余 17.5 亿股，合计出资 28 亿元，其中新设立合伙企业、芜湖千鲤信双、南昌金牧纾困、厦门国贸产业发展基金等认购规模相对靠前。本次重整并非单一财务纾困，而是通过产业资本取得主导地位、财务投资人提供资金补充的方式，同步完成资本结构修复和经营基础重建。

图表19： 正邦科技重整投资人以产业投资人为主导，联合投资人共同参与

重整投资人	认购转增股份（百万股）	认购价格（元/股）	金额（亿元）	重整后：持股比例
双胞胎农业	**1,400**	**1.1**	**15.4**	**15.06%**
芜湖千鲤信双投资合伙企业（有限合伙）	310	1.6	5	3.33%
南昌金牧纾困企业管理中心（有限合伙）	210	1.6	3.4	2.26%
宁波泓洋投资合伙企业（有限合伙）	50	1.6	0.8	0.54%
芜湖信叔财达股权投资合伙企业（有限合伙）	40	1.6	0.6	0.43%
宁波鼎一惠嘉股权投资合伙企业（有限合伙）	50	1.6	0.8	0.54%
厦门国贸产业发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	165	1.6	2.6	1.77%
深圳市云图资产管理服务有限公司	85	1.6	1.4	0.91%
南昌流重贸易有限公司	127	1.6	2	1.37%
深圳市高新投集团有限公司	33	1.6	0.5	0.35%
深圳市招平锦绣二号投资中心（有限合伙）	30	1.6	0.5	0.32%
江西省国有资本运营控股集团有限公司	25	1.6	0.4	0.27%
佛山市德舟景航企业管理合伙企业（有限合伙）	25	1.6	0.4	0.27%
共青城吉富创盈另类投资合伙企业（有限合伙）	20	1.6	0.3	0.22%
重庆康信泓企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	15	1.6	0.2	0.16%
深圳市前海宏丰私募证券基金管理有限公司	10	1.6	0.2	0.11%
广东粤乾创新投资合伙企业（有限合伙）	5	1.6	0.1	0.05%
新设立的合伙企业	550	1.6	8.8	5.92%
合计	**3,150**		**43.4**	**33.88%**

资料来源：公司公告，华泰研究

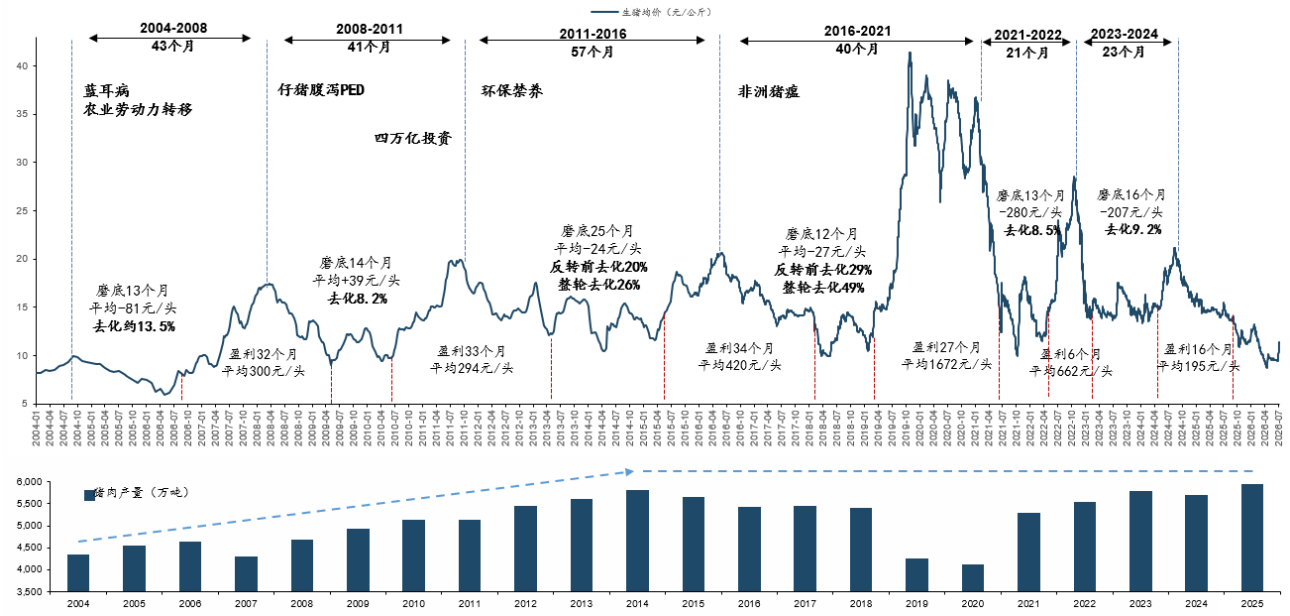
下载日志已记录，仅供内部参考

行业：产能去化加速已现，周期或筑底向上

短期看行业仍处于亏损去化状态

周期复盘：疫病、政策与宏观环境是猪周期重要的外生变量。2014 年以前，猪周期的运行伴随需求端的增长，较浅的亏损及去化幅度就可以带来持续且较为丰厚的盈利周期。2014 年行业出栏量见顶，猪周期的运行更加依赖供给端的推动，2019 年非洲猪瘟给行业带来了历史上最深也最被动的产能去化，行业迎来了远超前几轮的盈利周期，并形成了较冗余的固定资产，因此 2021 年以后的猪周期由资本开支周期与繁育周期的叠加暂时转向单一的繁育周期，过剩产能的消化是该阶段猪周期“长磨底、短反转”的主题，但每轮周期的外生因素均有差异，产业格局也仍在持续演变的过程中。按高点-高点划分、并以月度均价计算周期上行期的猪价弹性：

图表20：历史猪周期复盘



资料来源：国家统计局，Wind，华泰研究

2004-2008 年：供给过剩叠加人畜共患疫情对需求侧的打击，猪价 2004 年开启 13 个月的磨底，期间行业平均头均亏损 81 元，行业能繁母猪累计去化幅度约 13.5%，叠加高致病性蓝耳病爆发以及农业劳动力的转移，猪价自 2006 年 5 月的 6.0 元/公斤反转上涨至 2008 年 3 月的 17.4 元/公斤，涨幅 192%，行业盈利期长达 32 个月，平均头均盈利 300 元。

2008-2011 年：2008 年行业补栏叠加经济下行对消费的打击，猪价 2009 年开启 14 个月的磨底，至反转期间能繁母猪去化幅度为 8.2%，虽然亏损期去化幅度有限，但基建投资对需求与物价产生较明显拉动，叠加 2010 年末的仔猪腹泻疫情，猪价自 2010 年 4 月的 9.7 元/公斤上涨至 2011 年 9 月的 19.7 元/公斤，涨幅 103%，行业盈利级别较上一轮差异不大。

2011-2016 年：需求见顶前提下，本轮周期下行时长有所拉长，猪价下行过程中共完成了 4 次触底，磨底期超过两年，至猪价反转行业能繁母猪去化幅度为 20%，猪价由 2015 年 3 月的 11.8 元/公斤涨至 2016 年 5 月的 20.4 元/公斤，涨幅达 73%。且母猪补贴逐步退出，环保政策开始限制行业补栏，本轮周期后续盈利期明显拉长，行业盈利期长达 34 个月，平均头均盈利 420 元。

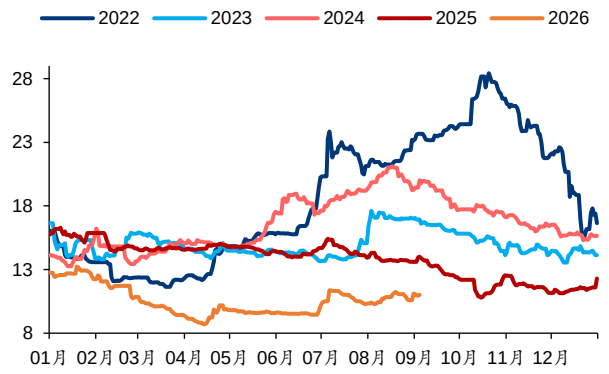
2016-2021 年：2015-2018 年长达 34 个月的盈利期，叠加生产效率提升，行业供给过剩，猪价 2018 年全年磨底，叠加非洲猪瘟的冲击，产能亏损主动去化与疫病被动去化相叠加，行业在经历了短暂抛售后出现剧烈的供给短缺，猪价由 2018 年 4 月的 10.2 元/公斤涨至 2020 年 2 月的 38.0 元/公斤，涨幅 272%，行业迎来丰厚的盈利期，行业盈利期长达 27 个月，平均头均盈利 1672 元。

下载日志已记录，仅供内部参考

2021 年至今：非瘟周期带来的高盈利吸引行业进行大量资本开支，行业规模化、集中化加速，资本更雄厚的上市猪企、集团企业市占率快速提升，“散户”群体也主要演变为沉没成本较高的专业养猪群体，2021-2022、2023-2024 年两轮小周期呈现磨底更长更深特征，2021 年、2023 年猪价磨底阶段分别持续 13 个月、16 个月，平均头均亏损幅度分别达 280 元、207 元，较历史猪周期亏损幅度明显更深，去化阶段能繁分别去化 8.5%、9.2%，2021 年去化后的盈利周期仅 6 个月，平均头均盈利 662 元，2023 年去化后的盈利周期 16 个月，平均头均盈利 195 元，头均盈利幅度更低但持续时间更长。

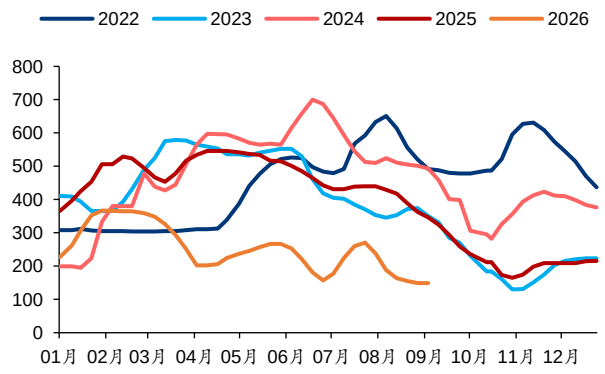
本轮猪价下行自 24 年 8 月开启，在 26 年 4 月出现 8.7 元/公斤的低点后，6 月底猪价出现快速反弹，截至 9 月 8 日，猪价由前期 9.5 元/公斤的平台回升至 10.9 元/公斤。我们认为，7 月以来的猪价反弹主要系（1）前期冬季疫病带来的供给小断档。涌益咨询小猪存栏 25 年 12 月环比下降 1.3%，为近半年内单月最大幅的环比下降，对应当前理论出栏量下降较快。（2）行业端午前后大猪库存阶段性出清，肥标价差拉动行业补库增重的积极性。行业 200 公斤大猪与 120 公斤标猪价差端午后快速上升，带动行业二次育肥、压栏等增重补库行为，对应行业二育栏舍利用率也有所回升，助推短期猪价的反弹，但我们认为，行业基础的供需关系仍未完全扭转，仔猪依然深亏，行业产能去化预计仍将在下半年延续，但行业在 11 元/公斤左右的位置依然呈现亏损，截至 9 月 4 日，行业自繁自养头均亏损 176 元，行业仍处于现金流亏损的状态，行业产能去化延续。

图表21：截至 9 月 8 日，猪价由 9.5 元/公斤平台回升至 10.9 元/公斤



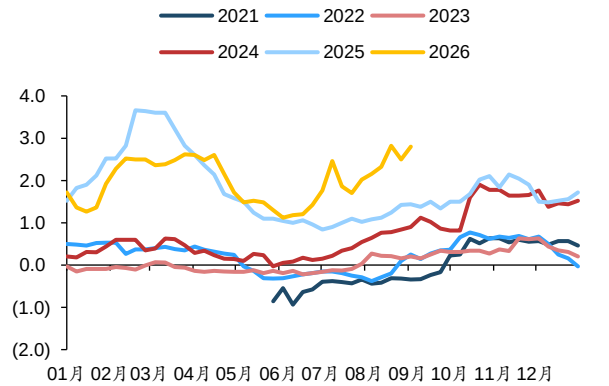
资料来源：Wind，华泰研究

图表22：仔猪价格维持深度亏损（元/头）



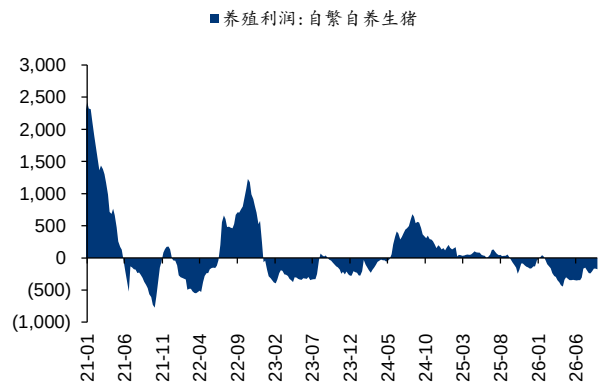
资料来源：涌益咨询，华泰研究

图表23：200 公斤大猪与 120 公斤标猪价差端午后快速上升（元/公斤）



资料来源：涌益咨询，华泰研究

图表24：截至 9 月 4 日，行业自繁自养头均亏损 176 元（元/头）



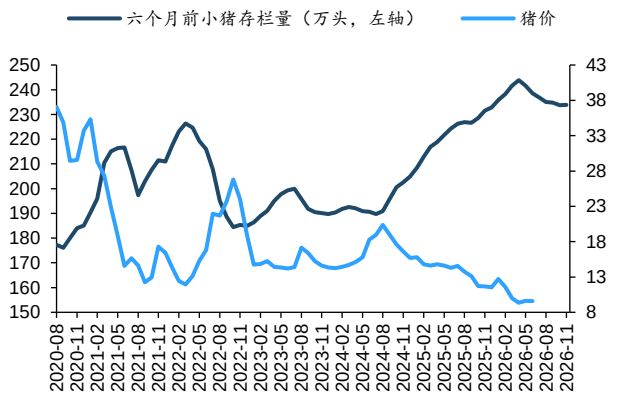
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

中长期看供需关系边际改善，周期或筑底向上

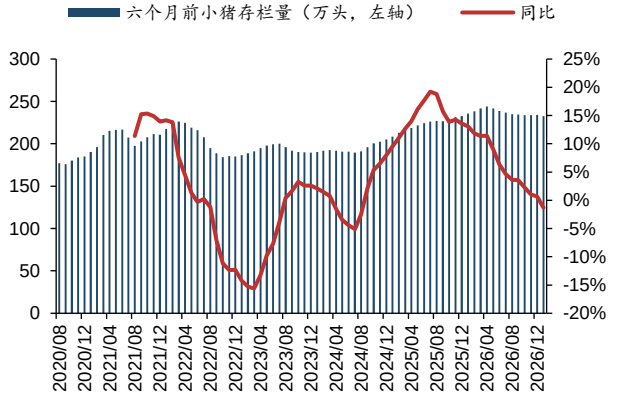
从行业仔猪存栏推演来看，26Q2 或为本轮周期供需矛盾最突出的价格底，随着仔猪对应的理论出栏量同比压力持续缓解，以及 Q4 旺季需求拉动，供需关系或将呈现边际改善，我们认为虽然行业全面扭亏仍需时间，但后续猪价筑底向上的趋势已较为明确。根据涌益咨询，行业仔猪存栏自 25 年 11 月环比开启下降趋势，对应 26 年 5 月-27 年 1 月理论出栏环比呈现下降趋势，同比由 9%下降至-1.3%，反映供应压力的边际缓解，且四季度为需求旺季，2015-2025 年四季度平均屠宰量环比三季度提升约 21%，供需关系边际改善，对于价格或有所提振，因此虽然行业仍处于深亏状态，仔猪存栏同比也仍未明显转负，但价格的修复趋势是较为明确的，本轮周期底部已现。

图表25：仔猪对应 26 年下半年理论出栏呈现下降趋势



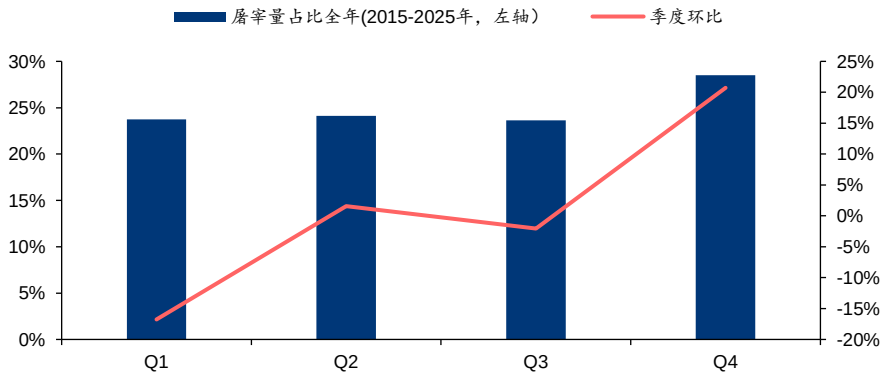
资料来源：涌益咨询，华泰研究

图表26：仔猪存栏量同比呈现下降趋势



资料来源：涌益咨询，华泰研究

图表27：需求端 Q4 季节性屠宰量环比增加 21%（2015-2025 年平均）



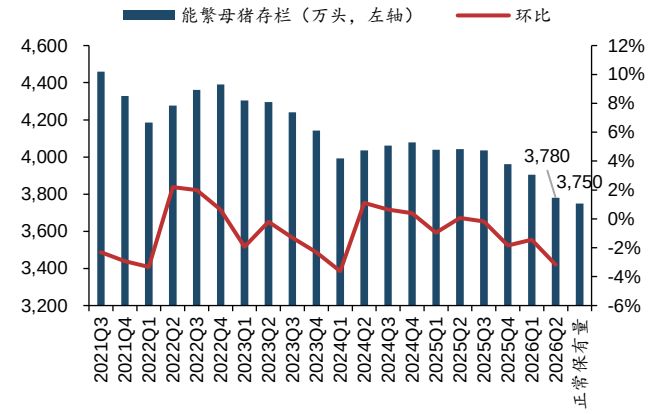
资料来源：农业农村部，华泰研究

26Q2 产能去化加速，板块或迎配置时点

随着 26Q2 猪价探底，行业亏损程度超过 23 年去化阶段，上市猪企或陷入全面亏损，行业产能去化出现加速。根据钢联、涌益数据，行业 25Q4-26Q2 产能环比变化-0.6%/0.6%/-1.9%、-0.5%/-0.3%/-3.2%，26Q2 产能去化明显加速。截至 26Q2，国家统计局口径下行业能繁存栏 3780 万头，距离 3750 万头的正常保有量仅需去化 0.8%，我们认为随着 26Q2 产能去化加速以及下半年的去化延续，整轮能繁母猪存栏有望调整至 3750 万头甚至以下的水平，2021 年、2023 年行业能繁母猪加速去化的季度，畜禽养殖板块公募持仓比例迎来显著提升。

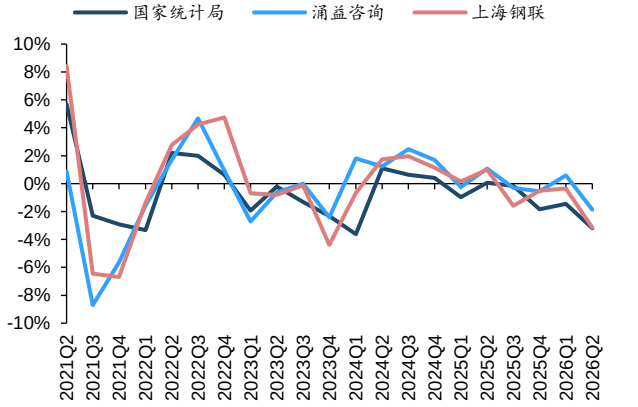
下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：截至 26Q2，国家统计局口径下行业能繁存栏 3780 万头，距离 3750 万头的正常保有量仅需去化 0.8%



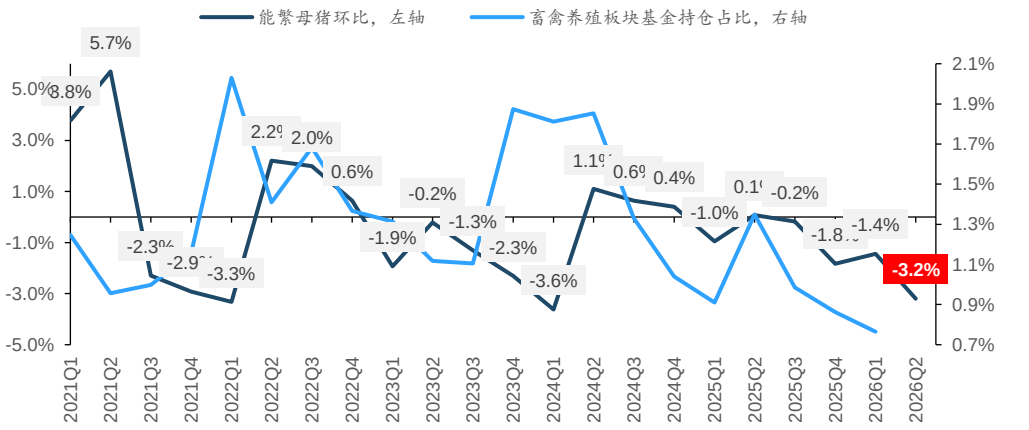
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表29：国家统计局、涌益、钢联 26Q2 能繁环比去化幅度均加速



资料来源：涌益咨询，Mysteel，国家统计局，华泰研究

图表30：2021 年、2023 年行业能繁母猪加速去化季度，畜禽养殖板块公募持仓比例迎来显著提升



资料来源：Wind，国家统计局，华泰研究

当前养殖板块估值处于底部区间，截至 9 月 8 日，畜禽养殖指数（长江）十年 PB 分位数仅 17%，且 26H1 头部养殖企业牧原股份、德康农牧、温氏股份均开启高管增持及回购计划，板块底部信号较为明确，随着行业产能去化加速以及猪价中长期景气回升趋势确定，生猪养殖板块或迎配置时点。

图表31：截至 9 月 8 日，畜禽养殖指数（长江）十年 PB 分位数仅 17%



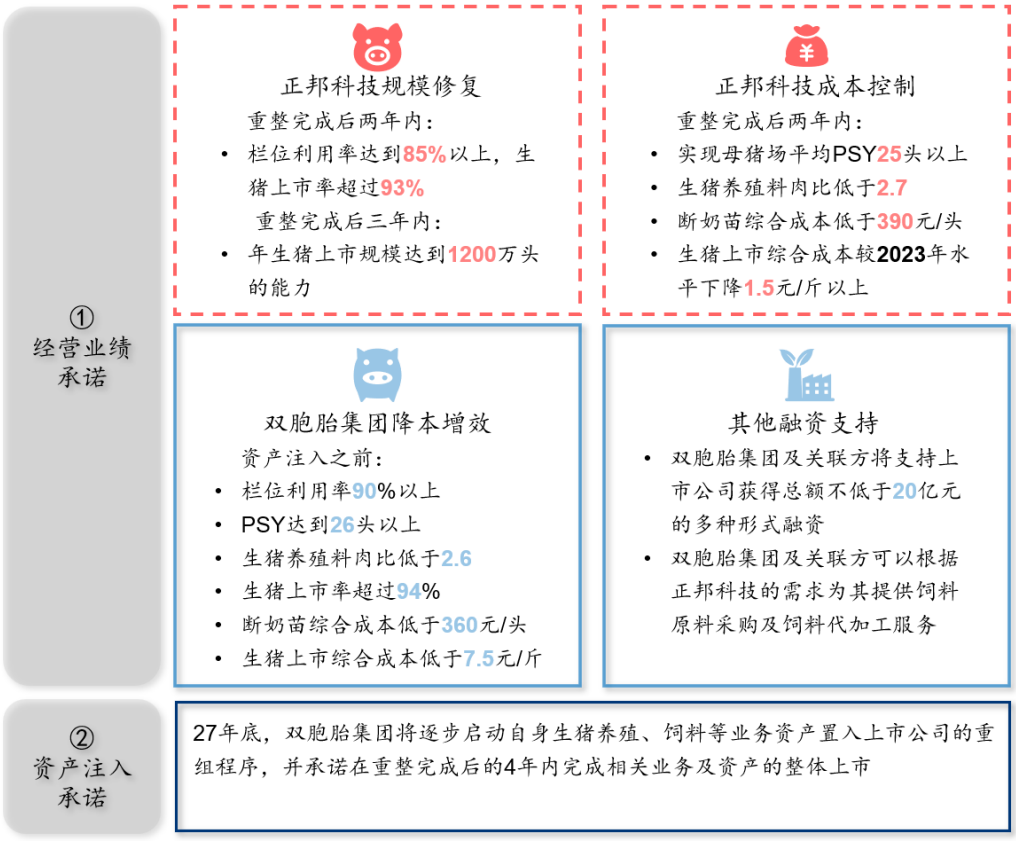
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

困境反转：双胞胎集团全方位帮扶，正邦经营量质齐升

2023年11月重整方双胞胎集团的经营业绩承诺与资产注入承诺为公司的困境反转奠定坚实基础。双胞胎集团为正邦科技输出成熟的养殖管理经验与降本增效体系，助力其在两年内栏位利用率超85%，生产成绩上提出母猪场PSY达25头以上、断奶苗成本降至390元/头以下、综合成本较2023年下降1.5元/斤的养殖目标。资金融资方面，集团承诺支持上市公司获得总额不低于20亿元的多种形式融资缓解其资金压力，保障复产扩产的资金需求，同时提供饲料原料采购、代加工等配套服务，为其养殖业务保驾护航。**根据2025年12月26日正邦科技发布的公告，公司已超额完成生产经营端的目标，**上市公司栏位利用率达到85%以上（包含租赁），生猪上市率达到93%以上，母猪场平均PSY（单头母猪年产猪苗数量）达到27头，生猪养殖料肉比2.68，断奶苗综合成本307元/头，生猪上市综合成本较2023年水平下降2.5元/斤以上。**资金方面，双胞胎集团已启动资产注入的前期准备工作。**

图表32：2023年11月双胞胎集团重整承诺



资料来源：公司公告，华泰研究

双胞胎集团：专业能力领先的养殖行业集团

双胞胎集团的发展历程是一部农牧企业从单点突破到全链布局的成长史。集团前身为华利饲料有限公司，1998年成立，初期聚焦饲料业务。2003年，公司乳猪料产品研发成功，凭借开创性的乳猪料技术一举占据行业一席之地，并以此为根基开启全国化布局，在十余年间成长为国内饲料行业龙头企业，为后续发展筑牢规模与成本优势。2013年，双胞胎集团跻身中国企业500强，猪饲料销量突破800万吨。2016年，集团启动管理变革，业务产业链不断衍生；2017年，集团正式切入生猪养殖领域，通过“饲料+养殖”的协同效应，构建起一体化产业体系，2018年饲料销量突破1000万吨，2020年生猪上市量达520万头、跃居行业第5名，实现了从单一环节竞争到全产业链竞争的跨越。近年来，集团抓住行业重整机遇，通过产能整合进一步扩大规模优势，生猪出栏量继续增长，2024年生猪出栏量达1778万头，超越新希望、跃居中国养猪行业第3名，饲料外销业务登顶全国，正以全产业链优势开启迈向世界级农牧集团的新征程。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表33： 双胞胎集团发展历程图

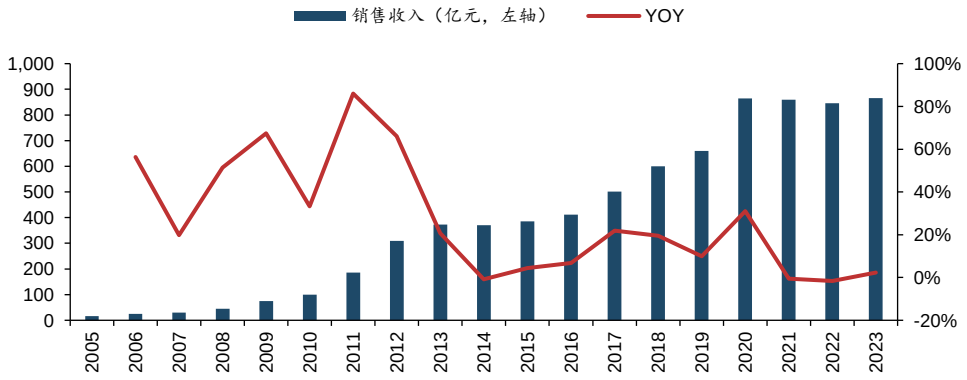


资料来源：公司官网，华泰研究

财务稳健性突出，周期磨底年逆势盈利

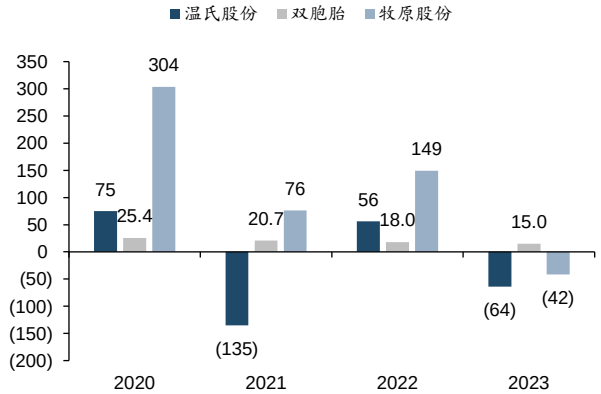
双胞胎集团财务表现稳健，兼具规模扩张潜力与盈利韧性。总量增长方面，2020-2023 年，集团总资产由 215 亿元增至 245 亿元，复合年增长率约 4.4%。同时，销售收入自 2020 年起稳定保持在约 850 亿元。在盈利波动方面，2021 年以来生猪价格进入下行周期，并于 2023 年上半年处于阶段性低位，叠加玉米、豆粕等原料价格高位波动，集团净利润由 2020 年的 25.4 亿元降至 2023 年的 15.0 亿元。相较于行业主要可比企业，双胞胎集团依托养殖端成本控制能力及饲料业务支撑，净利润波动幅度相对较小。在猪价下行及饲料原料价格波动背景下，公司仍实现资产规模和营业收入稳步增长，经营规模持续扩张。2020-2023 年间，双胞胎集团资产负债率始终维持在 50%左右，财务结构保持稳定，相较于行业主要可比企业展现出较好的经营韧性和抗周期能力。

图表34： 双胞胎集团收入规模持续增长



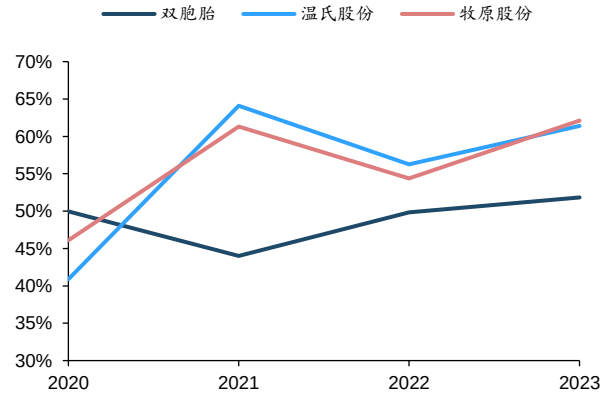
资料来源：公司官网，华泰研究

图表35： 双胞胎集团与同比公司净利润对比（亿元）



资料来源：Wind，华泰研究

图表36： 双胞胎集团与同比公司资产负债率对比（%）



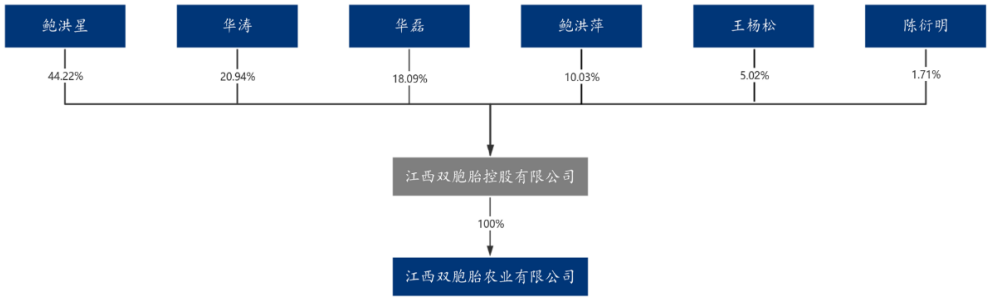
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

实控人股权高度集中，管理层专业背景深厚

集团股权高度集中，实际控制关系清晰。江西双胞胎控股有限公司为集团核心经营及持股平台，并通过 100%持股江西双胞胎农业有限公司实现主要业务落地。实控人鲍洪星及其配偶合计持有公司 65.2%的股权，其中鲍洪星个人持股 44.22%。集中且稳定的股权结构有利于提升战略决策效率，保障重大经营举措的持续推进与长期执行。

图表37：截至 2026 年 8 月，双胞胎集团股权穿透图



资料来源：爱企查，华泰研究

核心高管长期深耕饲料与养殖产业，构筑双胞胎集团体系化运营能力的重要基础。以董事长兼总经理鲍洪星为代表，集团管理层长期参与农牧企业经营，对猪料产品体系、区域市场组织和产业链协同具有较深积累。鲍洪星同时担任江西双胞胎控股有限公司、双胞胎（集团）股份有限公司董事长兼总经理，并曾获评农业部全国饲料办“改革开放 30 年推动饲料工业发展的十大开拓人”、江西省十大经济人物，体现其在饲料行业和农牧企业经营中的长期影响力。除核心决策层外，集团中高层也具备较强的一线经营经验，总经理熊志华曾负责区域公司及人力行政体系管理工作，副总经理黄信祥履历覆盖饲料销售、区域经营、养殖管理和组织建设等关键环节。双胞胎集团的管理优势并非来自单一高管个人经验，而是由多年产业经营沉淀形成的组织能力，最终体现在原料采购、饲料生产、物流配送、养殖服务和合作育肥等环节的协同效率上。

图表38：双胞胎集团人才培育概念图



资料来源：公司官网，华泰研究

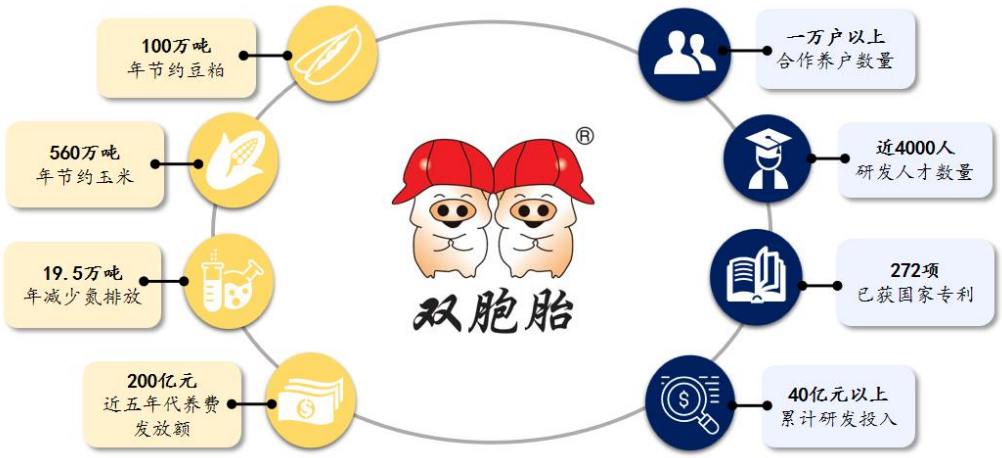
研发投入与技术壁垒支撑规模可持续成长

双胞胎集团持续加大研发投入，围绕生猪养殖与饲料生产构建技术研发体系。截至 2025 年，公司累计研发投入超过 40 亿元，研发人员近 4000 人，累计获得国家专利 272 项，覆盖豆粕减量、精准营养、健康诊断、基因育种等多个技术领域。在低蛋白日粮技术方面，公司建立精准原料数据库，应用氨基酸平衡、小品种氨基酸及低豆粕原料多元化技术，每年可节约豆粕约 100 万吨、玉米约 560 万吨，减少氮排放约 19.5 万吨，实现饲料成本优化与绿色减排。研发平台建设方面，公司每年更新近红外检测数据超过 100 万条，拥有原料数据库超过 5 万条，累计动物试验数据超过 10 万头、配方数据超过 20 万条、饲喂数据超过 50 万条，形成覆盖原料、配方、试验及应用的精准营养研发体系。此外，南昌创新中心累计获得研发支持资金 1420 万元，为公司研发平台建设提供支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司持续将内部降本增效经验向产业链输出。2024 年，公司推出“双百工程”，2025 年升级为“三百工程”，围绕生产性能提升、养殖成本下降及饲料降本等方面，为合作养户提供标准化养殖解决方案。其中，“三百工程”提出实现 25 天断奶窝重 100 公斤、造肉成本降低 100 元/头及饲料成本降低 100 元/吨三项目标。截至目前，该方案已覆盖 2200 余家规模猪场，其中 1200 余家达到 25 天断奶窝重 100 公斤目标，1000 余家实现造肉成本降低 100 元/头以上。公司通过采购、研发、生产及管理等环节持续推进降本增效，并将相关经验向合作养户推广。行业认可方面，双胞胎集团长期保持农业产业化国家重点龙头企业资质，并连续入选中国企业 500 强、中国制造业企业 500 强等榜单，行业影响力持续提升。

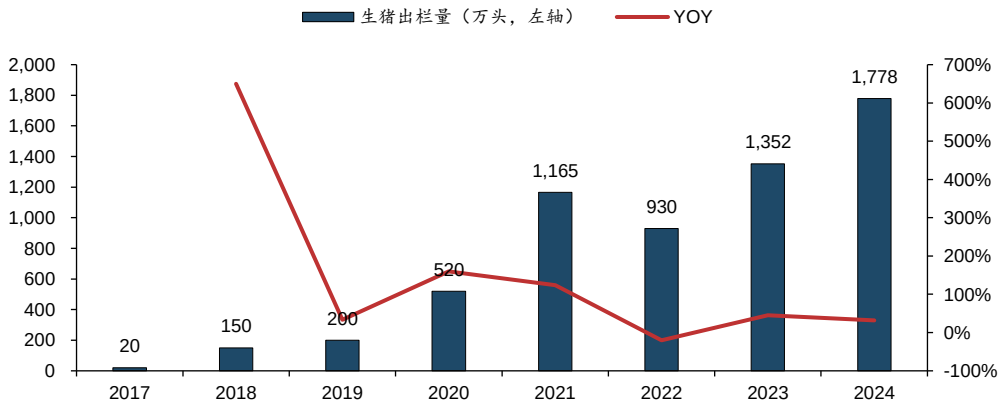
图表39：双胞胎集团核心量化指标



资料来源：新华网，公司官网，华泰研究

双胞胎集团自 2017 年起通过“公司+农户”模式大力发展生猪养殖板块，生猪出栏量由 2017 年的 20 万头增长至 2024 年的 1778 万头。养殖模式上，双胞胎集团以“公司+农户”合作养殖模式为主，目前该模式占比已超过 90%，合作养户超过 10000 名。2021-2025 年，公司累计向合作养户发放代养费超过 200 亿元。育肥产能围绕饲料工厂周边 50 公里范围布局，以发挥集聚效应、降低运输及管理成本。

图表40：2018-2024 年双胞胎集团生猪出栏量快速增长



资料来源：公司官网，华泰研究

产品矩阵完善，覆盖养殖全周期。饲料业务是双胞胎集团的传统优势主业，以猪料为核心，形成覆盖乳猪料、保育料、小猪料、母猪料及动保产品、功能饲料等多品类的产品矩阵。其中，公司打造六大 5A 金牌产品，包括代乳优、乳猪康、保育优等乳猪料系列，可针对不同养殖阶段提供定制化解决方案。公司始终坚持以客户价值为核心，通过持续研发与产品迭代提升饲料转化效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

全国化产能布局，贴近养殖主产区。双胞胎集团依托全国化生产网络，已在 20 个省（市、自治区）布局约 100 家饲料生产基地，形成覆盖华东、华中、华南并辐射东北、西南等主要养殖区域的产能体系。生产基地高度匹配国内生猪养殖主产区分布，能够有效缩短运输半径、降低物流成本，并快速响应不同区域客户需求，持续提升供应链效率与市场覆盖能力。

平台化运营构筑成本竞争优势。公司围绕采购、生产、物流及养殖服务构建全产业链平台体系。在原料端，近千人的采购团队依托全球采购及产区收储体系，有效平滑原材料价格波动；物流端，形成覆盖原料运输及成品配送的专业化运输体系，实现规模化降本；客户端，通过“经销商+养户”模式，为客户提供饲料、猪苗、动保、金融、保险、物资及养殖技术等一站式综合服务，实现全链路协同降本。这种平台化能力也是双胞胎集团重整正邦后快速输出管理经验和成本优势的重要基础。

饲料业务持续高增长，禽料打开第二成长曲线。在保持猪料行业领先优势的基础上，公司正积极向禽料领域拓展，依托成熟的采购体系、研发能力、规模化生产及精细化成本管理经验，加快新品类布局，打造第二增长曲线。

图表41：双胞胎集团饲料产品矩阵



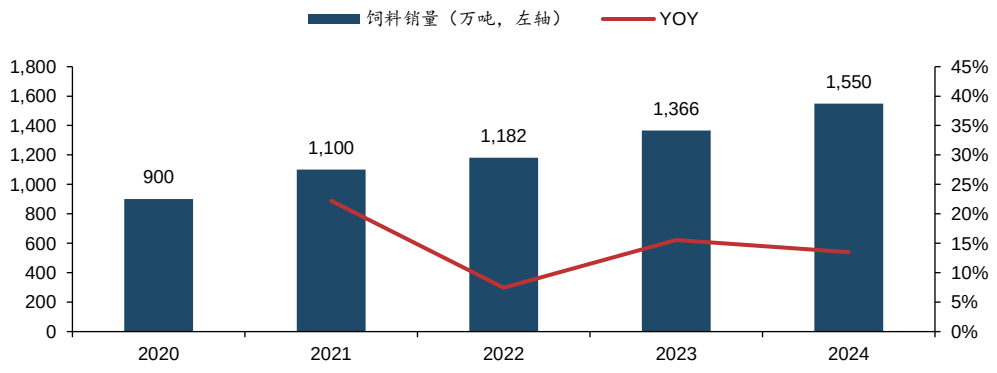
资料来源：公司官网，华泰研究

图表42：双胞胎集团子公司产能分布情况



资料来源：公司官网，华泰研究

图表43：双胞胎集团饲料销量保持稳健增长态势



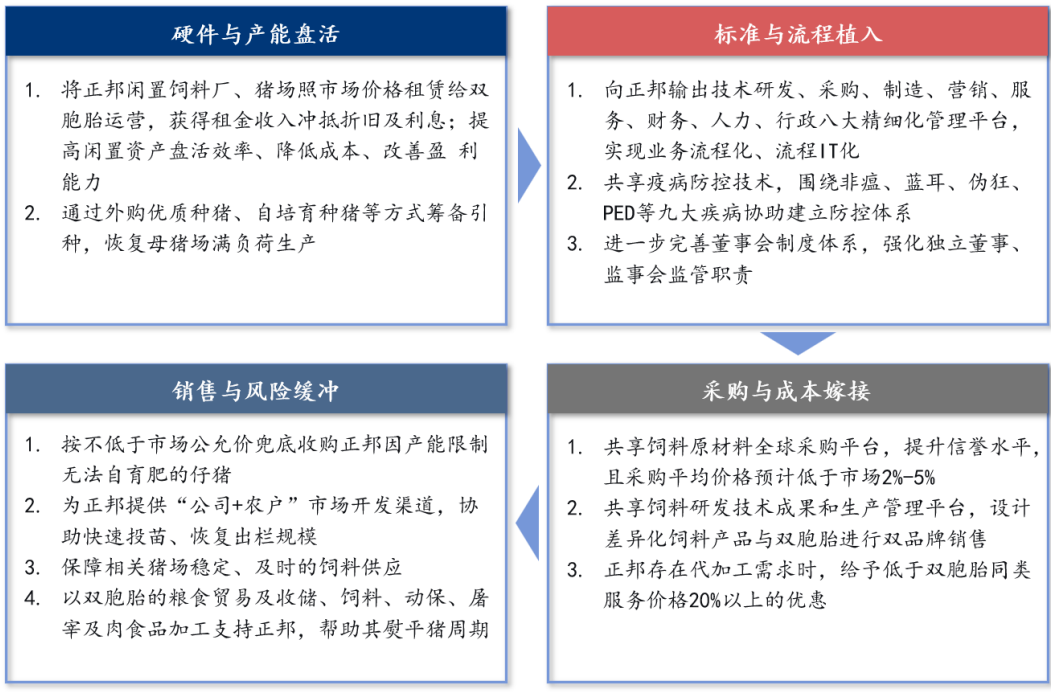
资料来源：公司官网，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

正邦在帮扶下生产管理做了哪些调整？

双胞胎集团对正邦科技的重整帮扶围绕“资产盘活、标准植入、成本嫁接、销售托底”的四个层次，为正邦科技提供覆盖复产全链条的系统性解决方案。正邦重整后的困境并非单一维度的资金短缺，而是从产能恢复到成本控制再到出栏兑现的系统性运转能力缺失。双胞胎集团的帮扶路径循着“先让资产运转，再按标准运行，继而压缩成本，最终保障出栏”的逻辑展开：通过资产租赁和引种复产将闲置产能盘活，解决“能不能复产”的问题；通过输出精细化管理平台和疫病防控体系，将双胞胎集团的标准植入正邦日常运营，解决“按什么标准运转”的问题；从全球采购、研发共享、代加工优惠等多环节协助正邦降低综合成本，解决“能不能盈利”的问题；最后通过仔猪兜底和产业链协同，消除复产初期“增产不增利”的风险。四个方面环环相扣，最终目标是让正邦科技优化经营现金流，并在长期全面内化双胞胎集团的生产管理能力，重塑核心竞争力。

图表44：双胞胎集团的生产管理帮扶计划

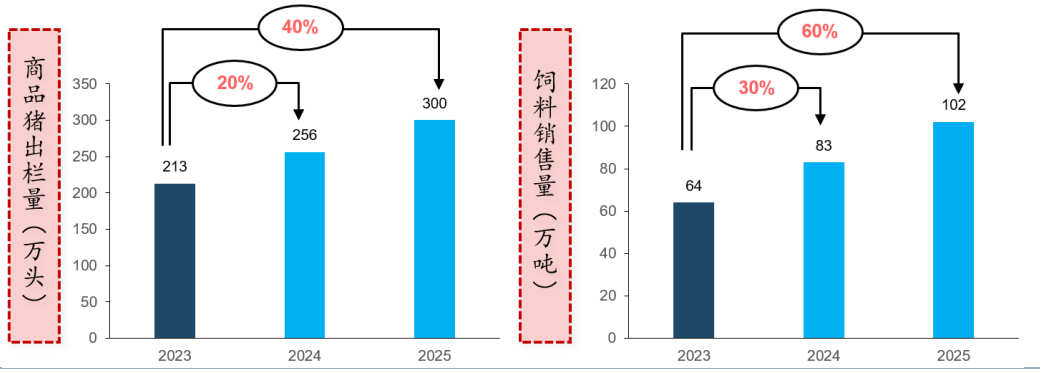


资料来源：江西正邦科技股份有限公司关于拟签署租赁框架协议暨关联交易的公告，江西正邦科技股份有限公司重整计划，华泰研究

强化激励绑定核心团队，展现业务复苏与规模扩张的坚定信心。2024 年 5 月，公司发布《2024 年员工持股计划》，推出重整后员工激励方案，将员工激励与公司长期发展深度绑定。该计划资金总额上限为 5518.09 万元，受让价格为 1.43 元/股，持股规模不超过 3858.8 万股，约占公司总股本的 0.42%，覆盖不超过 400 名董事、监事、高级管理人员及核心骨干员工。计划存续期为 36 个月，设置 2024 年、2025 年两期业绩考核期，以商品猪出栏量、饲料销售量（2023 年及以后为内外销合计量）两大核心业务指标为考核依据。公司 2023 年商品猪出栏量 213 万头，销售饲料（含调拨至养殖板块）合计 64 万吨，考核目标均以 2023 年为基数进行确定。2024 年商品猪出栏量目标为 256 万头、饲料销售量目标为 83 万吨；2025 年商品猪出栏量目标为 300 万头、饲料销售量目标为 102 万吨。2024 年饲料销量、2025 年商品猪出栏量与饲料销量均超额完成考核目标，员工持股计划顺利解锁。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表45： 正邦科技 2023-2025 年激励目标



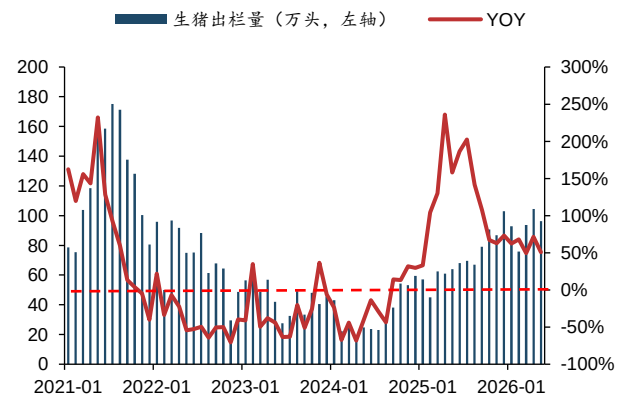
资料来源：公司公告，华泰研究

正邦的经营面发生了哪些改变？

双胞胎集团入主后，公司逐渐复产复工，两大业务板块产销量恢复。养殖板块，公司经历了从“止血”到“拐点”的完整修复周期。2023 年 2 月和 11 月，公司月度出栏量同比曾短暂转正，但未能持续；直至 2024 年 9 月，单月出栏量达 38.08 万头，同比增长 14%，此后同比转正步入常态，2024Q4 连续三个月维持正增长；进入 2025 年，全年 12 个月均保持同比正增长，月度出栏量从年初的 57.14 万头持续攀升至 12 月的 102.86 万头，同比增速从 33%扩大至 73%，其中 2-9 月连续八个月同比增幅超过 100%。2025 年全年生猪出栏量回升至 853.69 万头，较 2024 年增长超 100%并恢复至 2022 年水平，养殖业务全面走出低谷。

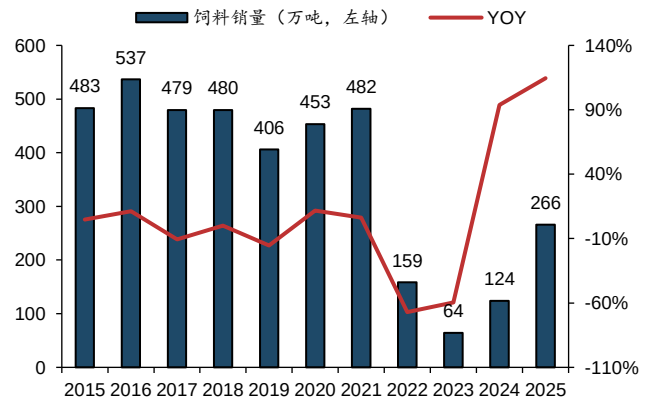
饲料板块，公司经历了从“停产收缩”到“重整恢复”的修复过程。2022 年，为集中资源应对养殖板块的资金危机，公司逐步安排饲料停产，当年饲料销量骤降至 158.62 万吨，同比下滑 67%；2023 年重整期间进一步收缩至 64 万吨，同比继续下降 60%。随着 2023 年底重整计划执行完毕及双胞胎集团复产帮扶的落地，饲料业务于 2024 年步入恢复通道，全年销量回升至 124 万吨，同比增长 94%。2025 年，公司饲料销量进一步增长至 266 万吨，同比增幅达 115%，已恢复至 2015-2021 年均值的 56%，饲料业务重回增长轨道（2023 年及以后为内外销合计量）。

图表46： 正邦科技生猪出栏量 2025 年恢复至 2022 年水平



资料来源：Wind，华泰研究

图表47： 正邦科技饲料销量 2025 年恢复至 2015-2021 年均值的 56%

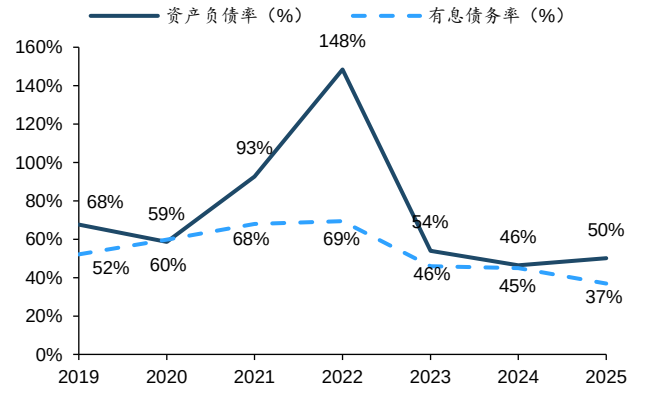


资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

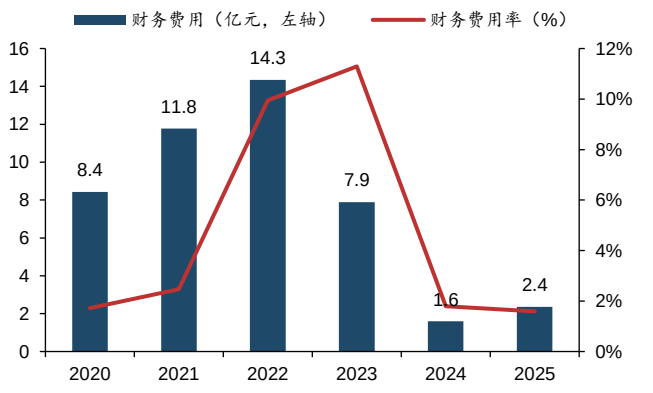
重整后，公司的资本结构与现金流状况得到根本性改善，财务韧性显著增强。资本结构层面，资产负债率与有息债务率曾在危机阶段大幅攀升，2021-2022 年处于历史高位，而在 2023 年完成重整计划执行后，债务实现大规模出清。2022-2023 年，资产负债率由 148.4%骤降至 54.0%，有息债务率由 69.4%回落至 46.0%，回归健康区间。此后两年，两项指标分别稳定在 50%上下与 37%-45%之间，资本结构持续夯实。财务费用层面，高负债阶段公司利息支出持续走高，2022 年财务费用达 14.3 亿元，明显侵蚀利润。重整完成后，伴随债务规模大幅压降，2024-2025 年财务费用分别下降至 1.6 亿元、2.4 亿元，利息负担得到缓解。现金流层面，受行业下行与经营亏损影响，2021-2022 年公司经营活动现金流净额持续为负，资金链承压明显。2023 年重整落地后，经营现金流自 2024 年起由负转正。流动性层面，货币资金在 2022 年末萎缩至 7.8 亿元低谷，日常运转难以为继。随着重整资金注入及经营现金流改善，2023 年末即回升至 24.4 亿元，此后两年维持在 30 亿元以上，为产能恢复与业务重启提供了坚实的流动性保障。总体而言，重整不仅化解了债务危机，更从根本上修复了资本结构、压降了财务成本、重建了经营现金流与现金储备，为公司后续贯彻经营战略注入了充足底气。

图表48： 正邦科技危机阶段杠杆高企，重整后显著压降



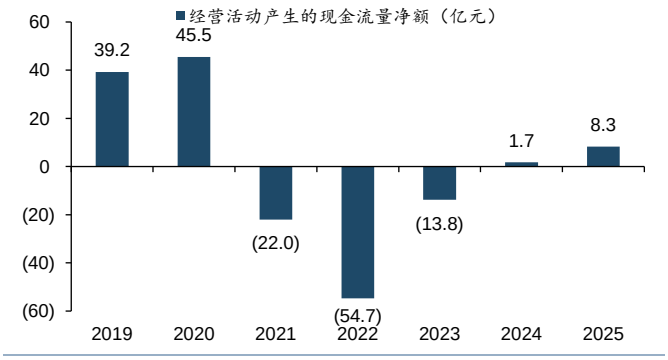
资料来源：Wind，华泰研究

图表49： 正邦科技高息负担缓解，财务费用显著回落



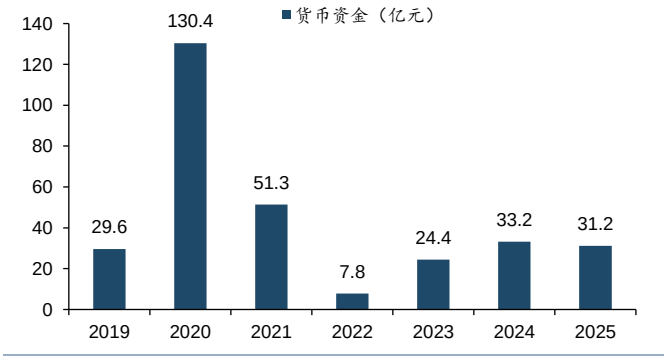
资料来源：Wind，华泰研究

图表50： 正邦科技重整后经营现金流由负转正



资料来源：Wind，华泰研究

图表51： 正邦科技危机期资金大幅消耗，重整后流动性有所修复

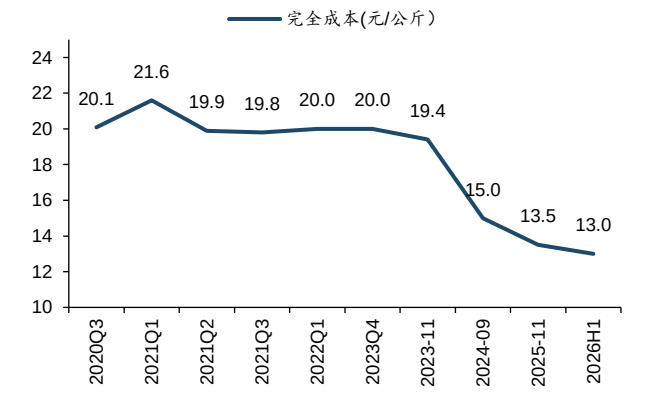


资料来源：Wind，华泰研究

经营质量改善，成本端大幅压降，生产指标稳步修复。成本端是本次经营回暖最为核心的亮点。公司完全成本 2020Q3 尚在 20.09 元/公斤，2021Q1 更因外购高价仔猪推高至 21.6 元/公斤，而后在 19-20 元间浮动。而重整后，至 2024 年 9 月完全成本已降至 15 元/公斤，2026H1 进一步压降至 13.0 元/公斤，较危机时期降幅接近 9 元/公斤，成本管控能力实现飞跃；仔猪成本同步实现跨越式优化，从 2020Q4 的 950 元/头，到 2021Q2 的 600 元/头，直至 2025 年 11 月的 307 元/头，五年间降幅近七成，反映出双胞胎集团帮扶下养殖体系的重塑成效。同时，生产指标的优化为成本下降提供了底层支撑。PSY 从 2021Q1-Q3 的 20-22 头低位，提升至 2025 年 11 月的 27 头，增幅超过 30%，已达到行业优秀水平；料肉比方面，2024Q3 为 2.8，至 2025 年 11 月降至 2.68，较前期高点有所改善。双胞胎集团作出的“断奶苗成本降至 390 元/头以下，PSY 达 25 头以上，料肉比低于 2.7”的养殖目标均已达成。

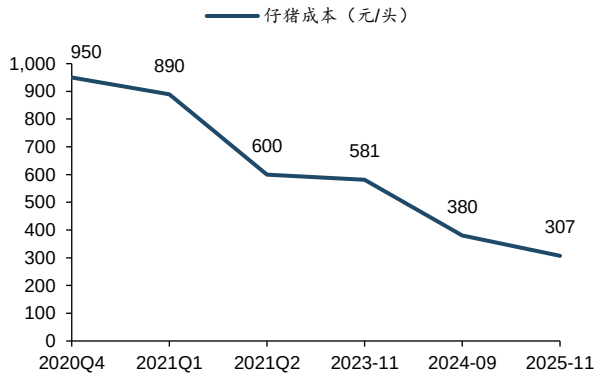
下载日志已记录，仅供内部参考

图表52：正邦科技完全成本降幅接近 9 元/公斤



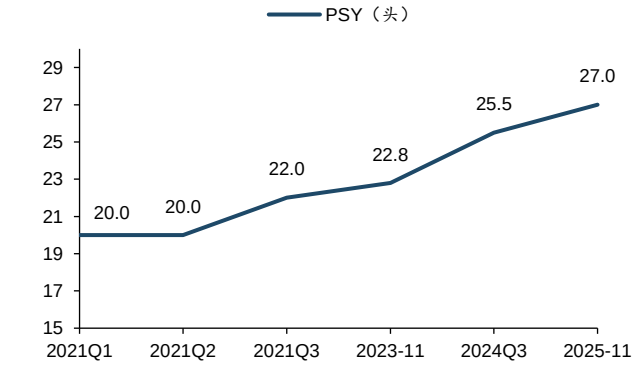
注：该口径为包含公司闲置产能折旧与费用的完全成本
资料来源：公司公告，中国饲料工业信息网，华泰研究

图表53：正邦科技仔猪成本实现跨越式优化



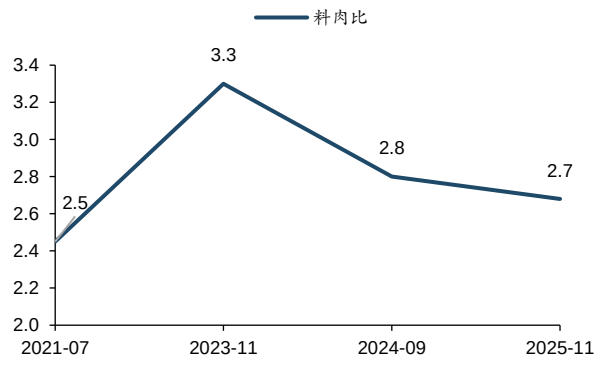
资料来源：Wind，公司公告，投资者关系平台，每日经济新闻，华泰研究

图表54：正邦科技 PSY 由 2021 年 20-22 头低位提升至 2025 年 27 头



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

图表55：正邦科技料肉比较前期高点有所改善



资料来源：公司公告，新京报，新浪财经头条，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测及估值

本文盈利预测未考虑资产注入，(1) 生猪养殖业务：1）出栏量方面，公司积极响应政府生猪养殖产能调控政策，我们预计，公司能繁母猪存栏保持稳定，种群效率提升贡献少量的出栏增长，预计 26-28 年年出栏商品猪 425/475/525 万头，此外，由于公司与双胞胎集团存在产业协同，因此我们对公司仔猪出栏量给予维持的假设，出栏仔猪维持 675 万头，合计 1100/1150/1200 万头。2）售价方面，猪价在经历 26 年深度磨底后有望迎来 27 年的高弹性和 28 年的长盈利，我们预计 26-28 年公司生猪销售均价分别为 11.0/14.5/13.5 元/公斤，同比-17%/32%/-7%，仔猪销售均价分别为 250/400/350 元/头，同比-33%/+60%/-13%。成本方面，公司产能利用率提升、与双胞胎集团协同盘活资产将减少闲置产能的费用与折旧，双胞胎集团对公司生产、管理与技术方面的支持也将促使公司生产效率进一步提升，我们预计 26-28 年公司商品猪营业成本分别为 11.1/10.8/10.7 元/公斤，同比-4.1%/-3.4%/-1.8%，仔猪营业成本分别为 280/270/260 元，同比-6.7%/-3.6%/-3.7%。综上，我们预计 26-28 年公司生猪养殖业务营收分别为 77.7/116.5/115.8 亿元，同比-8.4%/+50.1%/-0.7%，毛利率分别为-6.2%/25.0%/20.0%。

（2）饲料业务：公司饲料业务基本盘稳健，2021 年以前公司饲料销量保持在 400 万吨以上，重整后，公司 2023-2025 年饲料销量快速修复，分别达 64/124/166 万吨，同比-60%/+94%/+115%，相对历史销量，当前公司饲料产能依旧充裕，我们预计在确保养猪核心业务经营提质的同时，公司饲料销量将持续稳健增长，我们假设公司 26-28 年饲料销量 280/300/320 万吨，同比+5.3%/+7.1%/+6.7%，由于公司饲料产能利用率仍较低，随着产量提升对于饲料单吨制造费用和折旧的分摊，饲料单吨毛利有望修复，我们预计 26-28 年公司饲料业务单吨毛利分别为 100/125/150 元，同比+33%/+25%/+20%。

综上，我们预计 2026-2028 年公司总营业收入分别为 147.6/191.3/195.3 亿元，同比-0.2%/+29.6%/+2.1%，毛利率分别为-1.1%/17.4%/14.5%。

费用端，考虑到公司产能利用率提升、与双胞胎集团协同盘活资产，对于销售、管理费用有所摊薄，因此假设 26-28 年公司管理费用率 7.0%/5.2%/4.8%，销售费用率 1.0%/0.7%/0.7%，研发费用率维持不变，且随公司有息负债率持续下降，公司财务费用有所下降，测算公司 26-28 年财务费用率 0.9%/0.6%/0.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表56： 正邦科技营业收入结构拆分及盈利预测

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总收入	6991.7	8869.7	14794.9	14759.2	19128.0	19530.5
YoY(%)	-51.5%	26.9%	66.8%	-0.2%	29.6%	2.1%
总成本	7992.7	7555.0	13614.7	14927.7	15807.5	16706.5
总毛利	-1001.0	1314.7	1180.2	-168.5	3320.5	2824.0
毛利率	-14.3%	14.8%	8.0%	-1.1%	17.4%	14.5%
生猪养殖						
出栏量（万头）	548	414	854	1100	1150	1200
收入（百万元）	4484.4	5341.1	8478.8	7765.0	11653.8	11576.3
毛利率	-25.5%	22.9%	11.2%	-6.2%	25.0%	20.0%
商品猪						
收入（百万元）	3256.6	4432.2	6700.5	6077.5	8953.8	9213.8
出栏量（万头）	222	199	374	425	475	525
猪价（元/公斤）	14.0	16.5	13.3	11.0	14.5	13.5
YOY	-8%	17%	-19%	-17%	32%	-7%
体重（公斤）	105	135	135	130	130	130
毛成本（百万元）	3833.8	3367.4	6090.0	6353.8	6916.0	7507.5
单公斤毛成本（元）	16.5	12.5	12.1	11.5	11.2	11.0
仔猪						
收入（百万元）	1227.7	908.9	1778.3	1687.5	2700.0	2362.5
出栏量（万头）	326	215	480	675	675	675
仔猪价（元/公斤）	377	423	370	250	400	350
毛成本（百万元）	1792.1	753.2	1439.6	1890.0	1822.5	1755.0
单头毛成本（元）	550	350	300	280	270	260
饲料						
收入（百万元）	2407.3	3435.5	6041.9	6720.0	7200.0	7680.0
销量（万吨）	64	124	266	280	300	320
售价（元/吨）	3761	2771	2271	2400	2400	2400
毛成本（百万元）	2228.63	3320.48	5841.09	6440	6825	7200
单吨成本（元）	3482	2678	2196	2300	2275	2250
单吨毛利（元/吨）	279	93	75	100	125	150
毛利率	7.4%	3.3%	3.3%	4.2%	5.2%	6.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表57： 不同猪价假设下公司归母净利润敏感性测算

2026E		2027E		2028E	
猪价（元/公斤）	归母净利润（亿元）	猪价（元/公斤）	归母净利润（亿元）	猪价（元/公斤）	归母净利润（亿元）
10.6	-14.4	14.1	13.2	13.1	10.5
10.8	-13.7	14.3	14.1	13.3	11.5
11.0	**-12.9**	**14.5**	**15.0**	**13.5**	**12.5**
11.4	-12.2	14.7	15.8	13.7	13.5
11.6	-11.4	14.9	16.7	13.9	14.5

资料来源：华泰研究预测

生猪养殖板块公司的盈利水平受周期波动影响较大，在周期底部时容易出现亏损，如果只看 PE 有可能无法反映投资价值，故头均市值更加适用，即上市公司的养猪业务市值/每年出栏生猪数量。(1) 历史头均市值：上一轮产能去化阶段（2023-2024），公司面临较为严峻的经营存续性问题，头均市值参考性较弱。(2) 可比公司头均市值：公司生猪头均盈利可主要对标牧原股份、温氏股份、巨星农牧，2023 年四季度行业产能去化加速阶段，牧原股份、温氏股份、巨星农牧头均市值中枢分别为 3239/3574/6112 元，三家猪企 2023-2026 年三年出栏量复合增速约为 12%/15%/23%，而正邦科技公司自身未来三年出栏增速慢于该水平，且成本端虽然改善明显，但也略高于龙头公司，综合考虑公司当前的成长性和成本竞争力的折价，给予公司 2027 年 1150 万头，3100 元/头的头均市值估值，对应目标市值 357 亿元，目标价 3.85 元。首次覆盖给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表58： 可比公司估值表

		收盘价	市值(百万)	EPS(当地币种)			PE(倍)			头均市值(元)	
股票代码	股票简称	(当地币种)	(当地币种)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E
002714 CH	牧原股份	43.23	246,758	0.05	4.57	4.22	811.07	9.45	10.24	2,742	2,639
300498 CH	温氏股份	15.23	101,339	-0.22	1.57	1.74	-68.88	9.72	8.73	2,283	2,175
603477 CH	巨星农牧	16.04	8,389	-0.44	1.60	1.77	-	10.04	9.05	1,678	1,678
平均			118,829	-0.20	2.58	2.58	371.09	9.74	9.34	2,234	2,164

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期，数据截至 2026.9.8。头均市值中对于出栏量的假设为华泰研究

资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

猪价不及预期。如果生猪价格出现大幅波动，则会影响养殖企业利润/亏损水平，进而导致生猪养殖板块出现较大幅度波动。此外，猪周期的演变也会对行业的拐点的预期产生影响。

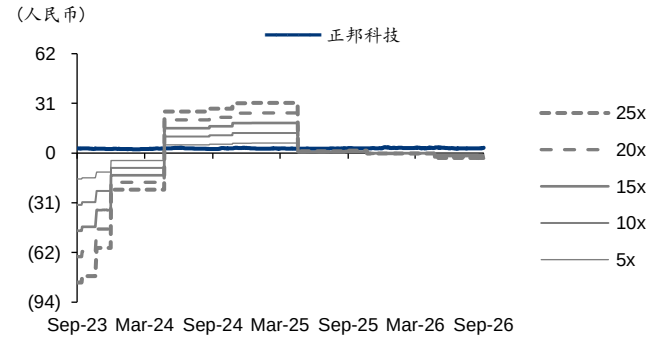
公司生猪出栏量不及预期。生猪出栏量是上市公司成长性及 α 因素的主要体现。如果上市公司因疫情防控疏忽或其他因素导致生猪出栏量不达预期，则自身盈利水平将会受到影响，行业基本面兑现进程或将受阻。原材料价格上涨超预期。

原材料价格波动。玉米、豆粕等原材料是生猪养殖成本中的重要组成部分，原材料价格上涨超预期会进一步抬升上市公司养殖成本，挤压上市公司盈利空间，从而对生猪养殖板块业绩产生影响。

资产注入或后续支持不及预期风险。双胞胎集团根据重整方案承诺将于 27 年底前完成对上市公司的资产注入。若后续由于行业环境变化、审批进程不及预期或其他因素导致资产注入推迟、方案调整甚至最终未能完成，则公司经营质量提升节奏或将放缓，公司整体估值逻辑亦可能面临调整。

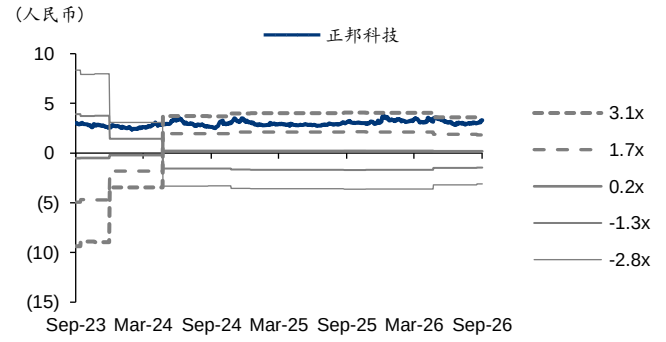
广西洪涝等自然灾害对公司资产造成损失风险。公司公告提示公司广西区域控股子公司的部分资产遭受洪水损失，生猪养殖生产受到一定影响，造成的资产损失或超过公司 25 年净利润的 10%，或形成一部分资产减值损失。

图表59： 正邦科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表60： 正邦科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、王煜坤、季珂，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、王煜坤、季珂本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 正邦科技（002157 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司