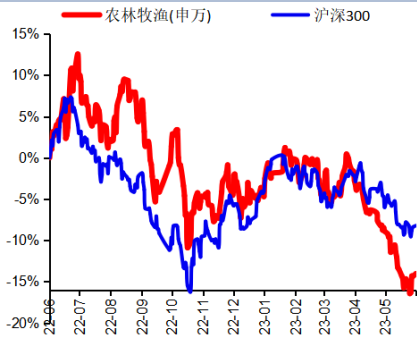


仔猪价格大跌或加速去化，估值先于基本面调整到位

行业评级：增持

报告日期：2023-06-12

行业指数与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 主要上市猪企扩张明显减速

①今年3月末，主要上市猪企平均资产负债率达到68%，处于2013年以来最高水平，由于生猪养殖行业持续低迷，猪企负债率大概率进一步攀升；②主要上市猪企的资本开支于2020年见顶，高达1437亿元，2021-2022年分别降至974亿元、494亿元，2022年已回落至2019年的水平。2023Q1主要上市猪企资本开支111亿元，2023年全年或回落至2017-2018年低位；③2022年末，主要上市猪企在建工程余额同比下降14.4%，是自2018年以来首次下降。2023年1季末，主要上市猪企的固定资产余额、在建工程余额均与2022年末基本持平，不排除会进一步下行；④今年以来，多家上市猪企陆续下修2023年出栏目标，从1-5月生猪出栏情况看，经过下修的出栏目标完成率较高。

● 养殖效率明显提升，仔猪价格大跌或加速去化

2022年12月，生猪养殖行业再次陷入亏损，2023年1季度末全国能繁母猪存栏量降至4305万头，较2022年末下降1.9%，2023年4月全国能繁母猪存栏量环比再降0.5%。由于生猪养殖效率的明显提升，产能需进一步出清。据农业部数据，能繁母猪存栏量于2022年4月降至最低点，然而，2023年1-2月、3月和4月生猪定点屠宰企业屠宰量同比分别增长16.8%、3.1%、4.6%，处于近年高位，2023年1-2月、3月和4月16家上市猪企生猪出栏量同比分别增长23.3%、0.9%、3.8%；观察主要上市猪企的生产性生物资产科目，其中，外购种猪占当期新增生产性生物资产占比明显回落，处置种猪占期初生产性生物资产余额明显下降，猪企繁育体系基本完成重建。

2023年1-5月，仔猪销售持续盈利，随着市场对下半年猪价预期的转变，6月仔猪价格开始明显回落。根据涌益咨询数据，6月8日全国仔猪均价568元/头，周环比大跌8.5%，较两周前大跌12.6%。我们判断，随着生猪价格的持续低迷，仔猪销售或进入亏损期，产能去化有望加速。

● 产能出清速度取决于疫情、深度亏损时间

由于盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，5.5-6.0、5.0-5.5、低于5.0以供参考。在过去四轮下行周期，每轮周期的亏损时长与亏损深度、疫情直接相关。①2008年4月至2010年4月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于5.5共17周；2016年5月至2018年5月猪价下行，2018年8月爆发非瘟，猪粮比低于5.5仅7周；②2011年9月至2014年4月猪价下行期，未曾出现严重疫情。猪粮比5.5-6.0共64周，5.0-5.5共33周，低于5.0仅6周时间，所以猪价磨底的时间很久；③2021年1月至2022年3月猪价下行期，疫情相对可控。猪粮比低于5.0的时间长达18周，大幅亏损导致产能迅速出清，磨底时间短。

● 估值先于基本面调整到位，继续推荐生猪养殖板块

2021年6月-2022年4月，生猪养殖行业能繁母猪存栏量真实降幅或达到15%-20%，理论上讲，2023年3-4月猪价有望达到阶段性高点，然

而，生产效率提升幅度或达到 10%，导致 2022 年 12 月以来猪价持续低于预期。我们判断，为迎接新一轮上行周期的开启，生猪养殖行业需要进一步去产能；今年 3-4 月是生猪出栏量最少的月份，然而，行业仍处于亏损状况，我们预计 6-12 月会以亏损为主，行业有望持续去产能。本轮猪价下行周期（2022 年 10 月至今），猪粮比处于 5.0-5.5 的时间段共 18 周，猪粮比低于 5.0 的时间段仅 3 周，后期产能出清速度将取决于疫情和深度亏损的时间，我们需要持续观察，南方雨季或演绎北方冬季去产能。

根据 2023 年生猪出栏量，温氏股份头均市值 3100 元、牧原股份 3142 元、新希望 2685、天康生物头均市值 2367 元、中粮家佳康头均市值 1933 元。一、二线龙头猪企估值均处历史底部，估值已先于基本面调整到位，我们继续推荐生猪养殖板块。

● 风险提示

疫情；猪价反转晚于预期。

正文目录

1 主要上市猪企扩张明显减速	5
2 养殖效率明显提升，仔猪价格大跌或加速去化.....	7
2.1 全国能繁母猪存栏量持续下行	7
2.2 生猪养殖效率明显提升	10
2.3 大体重猪对行情影响不容忽视	12
2.4 仔猪价格大跌或加速产能去化	14
3 产能出清速度取决于疫情、深度亏损时间	14
4 估值及投资建议	17
风险提示:	17

图表目录

图表 1 主要上市猪企资产负债率对照表, %	5
图表 2 主要上市猪企资本开支对照表, 亿元	5
图表 3 主要上市猪企在建工程和固定资产余额对照表, 亿元	6
图表 4 主要上市猪企出栏量及 2023 年出栏目标完成率	6
图表 5 能繁母猪存栏量走势图	7
图表 6 部分上市猪企能繁存栏对照表	8
图表 7 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图, 万头	8
图表 8 淘汰母猪价格对照表	9
图表 9 二元母猪价格与生猪均价对照图, 元/公斤	9
图表 10 二元母猪价格与自繁自养盈利对照图	9
图表 11 仔猪价格与生猪均价对照图, 元/公斤	10
图表 12 仔猪价格与外购均价对照图	10
图表 13 全国生猪定点屠宰企业屠宰量, 万头	10
图表 14 主要上市猪企生猪出栏量, 万头	10
图表 15 温氏股份生产性生物资产对照表, 百万元	11
图表 16 牧原股份生产性生物资产对照表, 百万元	11
图表 17 新希望生产性生物资产对照表, 百万元	11
图表 18 唐人神生产性生物资产对照表, 百万元	11
图表 19 生猪出栏均重与猪价走势图对照图	12
图表 20 生猪出栏均重与猪价走势对照表	12
图表 21 175 公斤与标猪出栏价差走势图, 元/斤	14
图表 22 大体重猪出栏占比与生猪出栏均重走势对照图	14
图表 23 2018-2023 年 15KG 仔猪价格走势, 元/头	14
图表 24 2023 年 15KG 仔猪价格走势, 元/头	14
图表 25 1995-2023 年我国活猪、仔猪价格走势, 元/公斤	15
图表 26 中国生猪价格波动周期列表	15
图表 27 全国猪粮比价走势图	16
图表 28 猪粮比对应时间列表	16
图表 29 主要上市猪企头均市值对照表	17

1 主要上市猪企扩张明显减速

1.1 主要上市猪企平均资产负债率达到 68%

今年 3 月末，主要上市猪企平均资产负债率达到 68%，处于 2013 年以来最高水平。其中，资产负债率超过 80% 的企业从高到低依次为，正邦科技 157%、正虹科技 90%、傲农生物 83%、天邦食品 83%；资产负债率超过 65% 的企业从高到低依次为，新五丰 75%、京基智农 72%、新希望 70%、华统股份 69%、金新农 69%。由于生猪养殖行业持续低迷，猪企负债率大概率进一步攀升。

图表 1 主要上市猪企资产负债率对照表，%

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	平均
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58	41	48		64	53
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57	46	53	65	70	51
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59	38	33	49	59	45
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43	32	32	48	58	42
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41	29	29	41	82	42
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35	34	27	39	76	48
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36	27	25	38	63	45
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49	21	33	37	72	47
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61	13	59	45	83	60
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62	14	71	49	85	65
2023.3	56	59	83	157	52	69	70	61	83	59		41	90	69	60	13	75	54	72	68

资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 主要上市猪企资本支出逐年回落

主要上市猪企的资本开支于 2020 年见顶，高达 1437 亿元，2021-2022 年分别降至 974 亿元、494 亿元，2022 年已回落至 2019 年的水平。2023Q1 主要上市猪企资本开支 111 亿元（中粮家佳康未披露数据），2023 年全年或回落至 2017-2018 年低位。

图表 2 主要上市猪企资本开支对照表，亿元

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	平均
2017	63	98	10	41	6	2	25	3	4	11	10	1	0	1	6	2	0	0	1	286
2018	50	94	17	32	6	5	37	7	6	10	13	1	0	3	4	2	0	0	1	288
2019	131	124	12	57	14	5	93	8	7	9	10	1	1	6	2	2	1	0	1	483
2020	461	300	51	103	9	11	343	21	33	24	17	4	2	16	11	6	2	6	17	1437
2021	359	132	23	65	18	7	174	35	27	24	15	11	1	22	8	12	3	12	26	974
2022	157	94	11	13	14	4	69	21	15	16	10	13	0	11	5	8	3	11	19	494
2023.3	41	21	2	0	1	1	16	4	2	3		4	0	3	1	2	1	3	7	111

资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 主要上市猪企 2022 年在建工程余额下降

2022 年末，主要上市猪企在建工程余额同比下降 14.4%，是自 2018 年以来首次下降。2023 年 1 季末，主要上市猪企的固定资产余额、在建工程余额均与 2022 年末

基本持平，不排除会进一步下行。

图表 3 主要上市猪企在建工程和固定资产余额对照表，亿元

	固定资产余额							在建工程余额						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3
牧原	106	135	189	585	996	1,064	1,075	15	37	86	148	111	74	64
温氏	144	183	227	285	354	351	345	36	35	30	86	48	38	40
天邦	14	21	31	55	60	78	78	2	8	6	9	28	13	13
正邦	67	92	99	149	165	108	105	22	31	37	12	38	41	41
天康	16	17	32	37	43	50	51	4	6	6	5	9	6	5
金新农	8	9	12	17	22	23	22	1	5	5	6	4	13	13
新希望	82	88	138	289	337	357	359	12	26	47	110	193	202	206
唐人神	19	22	25	32	56	86	84	2	3	5	12	19	5	8
傲农	7	12	17	40	57	63	63	2	3	7	15	13	12	11
大北农	46	48	60	72	89	105	104	7	3	4	14	16	5	4
家佳康	50	60	67	79	90	95	95							
东瑞	3	3	3	6	9	29	29	0	0	1	2	11	4	7
正虹	3	3	3	3	3	2	2	0	0	0	0	0	0	
华统	7	8	11	16	32	37	37	1	3	4	11	16	17	19
罗牛山	20	25	26	27	37	35	35	6	2	1	8	2	3	3
神农	5	6	7	9	16	20	22	0	0	1	3	3	3	3
新五丰	6	5	5	5	6	13	13	0	0	0	1	2	6	6
巨星	1	2	4	14	18	19	19	2	2	0	3	8	11	12
京基	6	7	5	5	32	48	58	0	0	0	10	12	6	4
合计	610	744	962	1,723	2,421	2,583	2,597	112	163	241	455	535	458	458
合计 yoy		22.0%	29.2%	79.2%	40.5%	6.7%	0.6%		45.6%	47.8%	88.7%	17.5%	-14.4%	0.1%

资料来源：wind，华安证券研究所

1.4 主要上市猪企陆续下调出栏目标

今年以来，多家上市猪企陆续下修 2023 年出栏目标，从 1-5 月生猪出栏情况看，经过下修的出栏目标完成率较高。

根据出栏量从高到低排序，牧原股份出栏目标 6500-7100 万头，前 5 月出栏生猪 2495 万头，出栏目标完成率 35.1%-38.4%；温氏股份出栏目标 2600 万头，前 5 月出栏生猪 980 万头，出栏目标完成率 37.7%；新希望出栏目标 1850-2000 万头，前 5 月出栏生猪 773 万头，出栏目标完成率 38.7%-41.8%；大北农出栏目标 500-550 万头，前 5 月出栏生猪 239 万头，出栏目标完成率 43.5%-47.8%；中粮家佳康出栏目标 450 万头，前 5 月出栏生猪 203 万头，出栏目标完成率 45%；唐人神出栏目标 350 万头，前 5 月出栏生猪 135 万头，出栏目标完成率 38.5%；天康生物出栏目标 280-300 万头，前 5 月出栏生猪 107 万头，出栏目标完成率 35.7%-38.2%；华统股份出栏目标 250 万头，前 5 月出栏生猪 93 万头，出栏目标完成率 37.2%；神农集团出栏目标 150 万头，前 5 月出栏生猪 56 万头，出栏目标完成率 37.3%；东瑞股份出栏目标 100 万头，前 5 月出栏生猪 33 万头，出栏目标完成率 32.9%。

图表 4 主要上市猪企出栏量及 2023 年出栏目标完成率

2023 年	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农
累计销量 (万头)																
1-2 月	884	352	79	124	36	19	302	52	92	98	86	13	4	35	10	23

1-3月	1,385	560	133	173	57	28	472	78	139	144	127	21	6	53	17	35
1-4月	1,919	770	178	229	81	36	629	105	181	193	165	27	9	74	24	45
1-5月	2,495	980	245	271	107	47	773	135	231	239	203	33	11	93	31	56
累计销量 yoy (%)																
1-2月	13	37	18	-15	73	37	33	105	34	41	13	66	89	331%	41	72
1-3月	0	39	32	-29	51	-17	28	105	32	34	9	67	64	229%	61	58
1-4月	-5	41	29	-31	52	-15	30	92	27	36	8	61	53	189%	55	52
1-5月	-4	45	38	-34	48	-13	32	93	25	41	3	57	41	153%	62	63
2023年出栏目标	6500-7100	2600			280-300		1850-2000	350	低于600	500-550	450	100		250		150
出栏目标完成率 (%)	35.1-38.4	37.7			35.7-38.2		38.7-41.8	38.5		43.5-47.8	45.0	32.9		37.2		37.3

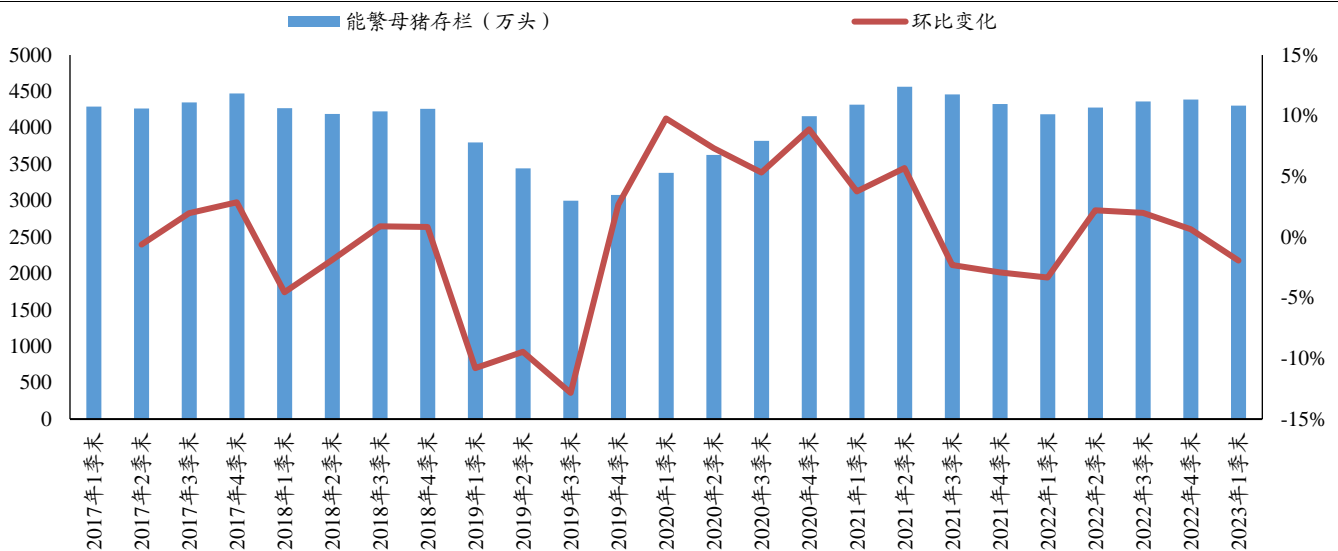
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 养殖效率明显提升，仔猪价格大跌或加速去化

2.1 全国能繁母猪存栏量持续下行

2022年4月猪价步入上行周期，5-6月生猪养殖户逐步进入盈利期，7月生猪价格创出非疫情前新高，随着养殖户盈利和现金流不断改善，行业再次进入补栏阶段，据统计局数据，2022年末全国能繁母猪存栏量4390万头，较一季末低点上升4.9%。2022年12月，生猪养殖行业再次陷入亏损，2023年1季度末全国能繁母猪存栏量降至4305万头，较2022年末下降1.9%；农业部披露，2023年4月全国能繁母猪存栏量环比下降0.5%，同比增长2.6%。

图表5 能繁母猪存栏量走势图



资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

今年1季末，大型上市猪企的能繁母猪存栏、种猪存栏较2022年末涨跌互现：

- 1、牧原股份能繁母猪存栏从2022年末282万头小幅上升至2023年1季末285万头，温氏股份能繁母猪存栏从130万头上升至145万头；
- 2、新希望、金新农、中粮家佳康的能繁母猪存栏基本持平，但新希望后备母猪存栏量从2022年末66万头小幅下降至2023年1季末60万头，中粮家佳康后备母猪存

栏从5万多头上升至6万多头；

3、大北农种猪存栏量从2022年末33万头下降至2023年1季末29万头，正邦能繁存栏从2022年末30万头下降至2023年1季末22万头。

图表6 部分上市猪企能繁存栏对照表

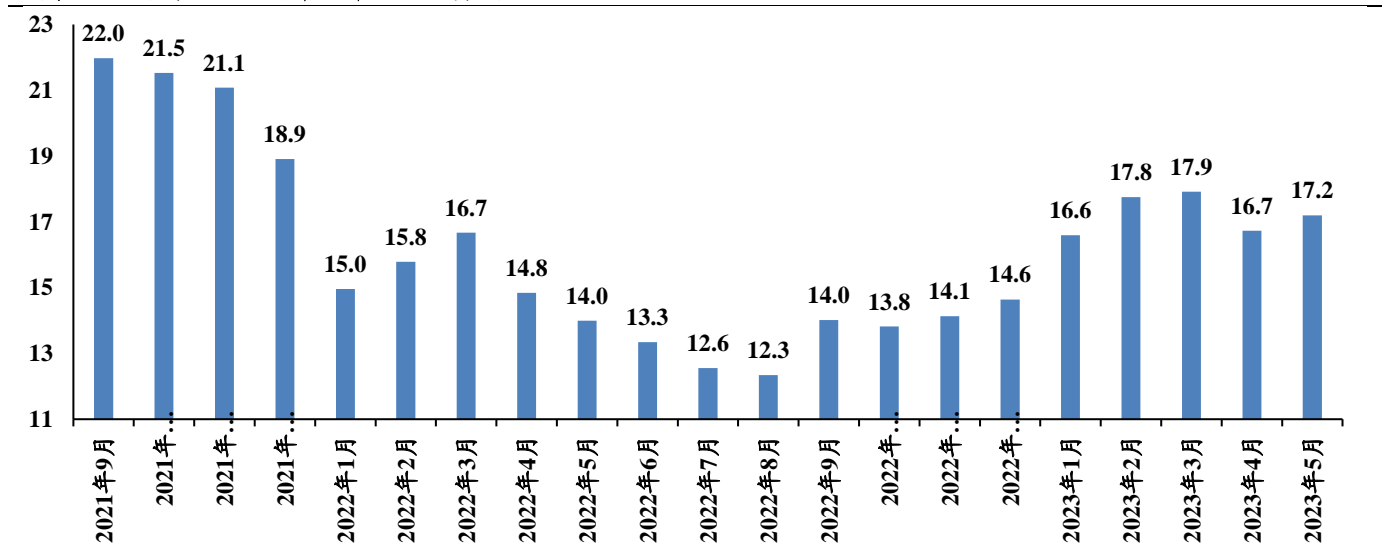
	母猪存栏 (万头)	牧原	温氏	新希望	正邦	天邦	家佳康	傲农	大北农	天康	金新农
2023.3	能繁	285	145	85	22		26.3	30左右			6.1-6.2
	后备		60	60	4		>6				
	合计								29		7-7.5
2022.12	能繁	282	130	85	30	40	26.3	>31		15	6-6.5
	后备			66			>5			4.5	
	合计								33		
2022.9	能繁	260	130	85	35	30	25	>30		13.5	>6
	后备			66		15		6		4.05	
	合计								30		
2022.6	能繁	247	125	85	40	30	>21	30左右	18	13	5.8-6
	后备			66			9		9	3.9	1.6
	合计						30.6	>34	27		
2022.3	能繁	275	110-120	90	38	28	>20		20		5.1
	后备	100		60		>10			20		3
	合计							32	40		
2021.12	能繁	283	100-110	95-100	38	32	>20			12	5.1
	后备	100		40			4				2
	合计							32			7.1

资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

2023年1-5月，全国五省（包括河南、山东、辽宁、四川、广西）淘汰母猪屠宰场宰杀量86.2万头，同比增长13%，淘汰母猪价格始终处于偏低水平。

本轮下行周期，种猪补栏理性。2022年7-10月，生猪价格频创非瘟疫情前新高，但二元母猪价格始终围绕35.27-36.52元/公斤（对应1763.5元/头-1826元/头）波动，2022年12月以来，猪价持续低迷，50公斤二元母猪价格逐步回落至1600-1650元/头。

图表7 五省淘汰母猪屠宰场宰杀量走势图，万头



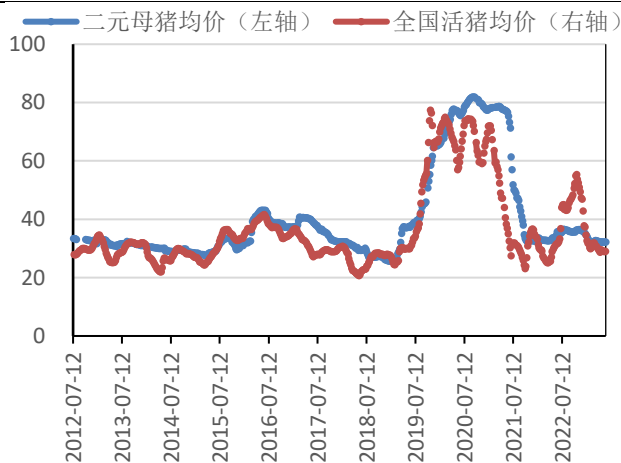
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所（NOTE：五省包括河南、山东、辽宁、四川、广西）

图表 8 淘汰母猪价格对照表，元/公斤

	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年至今		当前日期	
	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价		
开始日期	5/17	10/25	2/7	7/3	9/24	1/8	2/11	10/14	1/27	2/24	6/2	
结束日期	5/23	10/31	2/13	7/9	9/30	1/14	2/17	10/20	2/2	3/2	6/8	
华中	河南	3.5-4	11.0-14.0	6	9.5-12.0	2.4-3.3	9.0-12.5	3.6-4.3	10.6-11.5	5.0-5.7	6.3-6.7	5.2-6.0
	湖南	4	14.5-15.5	9.0-10.3	11.8-13.5	3.0-3.3	10.6-13.4	3.5-4.3	10.2-12	5.1-5.6	6.3-6.8	5.2-5.9
	湖北	4	13.5-15.0	8.5-9.5	11.0-12.5	2.9-3.4	10.0-13.4	3.2-4.0	10.1-11.9	5.1-5.6	6.2-6.7	5.2-5.9
	安徽	4-4.8	12.0-15.0	10.5-11.2	10.5-11.8	2.5-3.6	10.0-13.5	3.6-4.3	10.8-11.8	5.0-5.7	6.3-6.7	5.2-5.9
	江西	4.3	11.0-14.0	8.0-9.0	10.0-13.2	3.0-3.7	10.9-13.0	3.7-4.4	10.1-11.5	4.7-5.5	6.2-6.8	5.2-5.8
华北	山西	4.5	10.0-12.5	7.5-8.0	8.7-11.0	2.8-3.5	8.8-11.99	3.4-4.1	10.6-11.4	4.8-5.5	5.9-6.5	5.2-5.9
	山东	4-5.5	11.0-14.0	10.0-11.0	9.5-12.0	2.1-3.5	8.5-12.5	3.5-4.5	10.7-11.7	5.3-6.0	6.2-6.9	5.2-5.9
	河北	4.2-4.3	13.0-14.0	8.0-9.0	10.5-11.8	2.6-3.1	9.0-12.5	3.0-4.2	10.6-11.5	4.6-5.3	6.2-6.8	5.2-6.0
东北	辽宁	4.0-5.0	12.0-14.0	10.0-12.5	11.0-14.0	2.6-3.0	12.0-14.0	3.4-4.5	9.8-11.3	5.0-5.3	5.9-6.7	5.1-5.7
	吉林	4.5-5	11.0-13.5	9.0-10.0	11.0-13.5	2.5-2.9	12.0-14.0	3.4-4.5	9.7-11.2	4.9-5.3	5.5-6.1	5.1-5.6
	黑龙江	4-4.5	11.0-13.0	8.5-9.0	11.0-13.0	2.5-2.9	11.0-13.0	3.2-4.2	9.5-11.1	4.9-5.2	5.5-6.1	5.1-5.6
西南	四川	5-5.5	14.0-16.0	9.0-10.7	10.0-12.0	2.9-3.4	11.0-12.2	3.5-4.2	10.7-11.8	4.9-5.6	6.1-6.6	5.3-6.2
	云南					2.6-3.0	10.5-11.5	3.1-3.7	10.4-11.5	4.6-5.4	5.9-6.3	5.1-5.7
	贵州					2.8-3.0	10.7-11.6	3.3-4.0	10.6-11.7	4.9-5.6	6.0-6.4	5.2-6.0
华南	福建	2.4	11.0-13.5	11.0-12.5	10.3-12.8	3.0-3.7	10.9-12.9	3.8-4.4	10.7-11.8	5.5-6.2	6.7-7.2	5.4-6.1
	广东	1.5-2	15.0-16.5	7.0-10.0	10.5-14.0	3.3-4.0	11.2-13.3	4.0-4.6	11.0-11.7	5.9-6.4	6.4-6.8	5.6-5.9
	广西	1.5-2	14.5-16.0	10.0-11.0	10.2-12.6	3.0-3.7	11.2-13.1	3.7-4.4	10.5-11.0	5.5-6.7	6.0-6.3	5.4-5.5
华东	浙江	4.5	12.5-14.0	11.0-12.0	10.8-12.5	2.8-3.7	10.8-14.0	3.8-4.7	12.0-12.4	5.4-6.0	6.5-7.3	5.7-6.0
	江苏	4	12.5-13.0	10.0-11.0	11.0-12.8	2.5-3.6	10.0-13.8	3.7-4.6	11.0-12.1	5.2-5.9	6.3-7.0	5.3-6.0

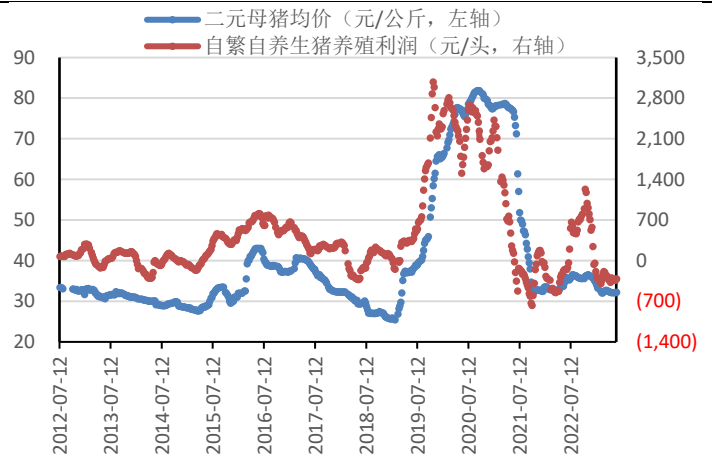
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 9 二元母猪价格与生猪均价对照图，元/公斤



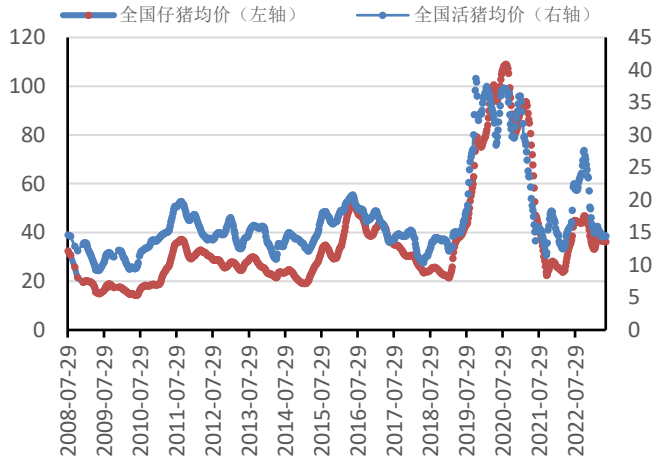
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 二元母猪价格与自繁自养盈利对照图



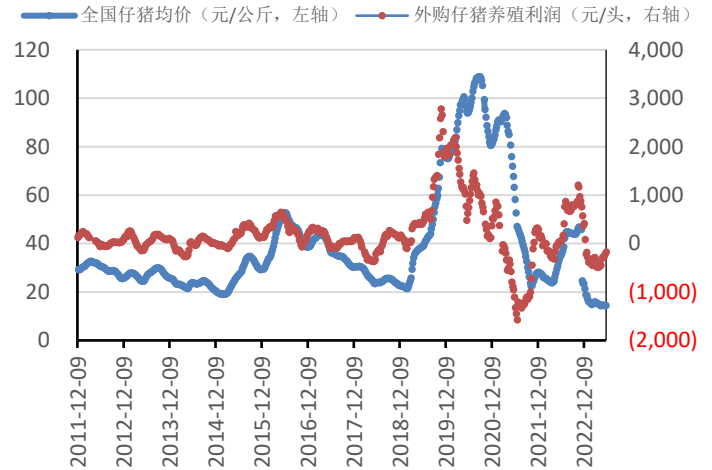
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 仔猪价格与生猪均价对照图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 仔猪价格与外购均价对照图

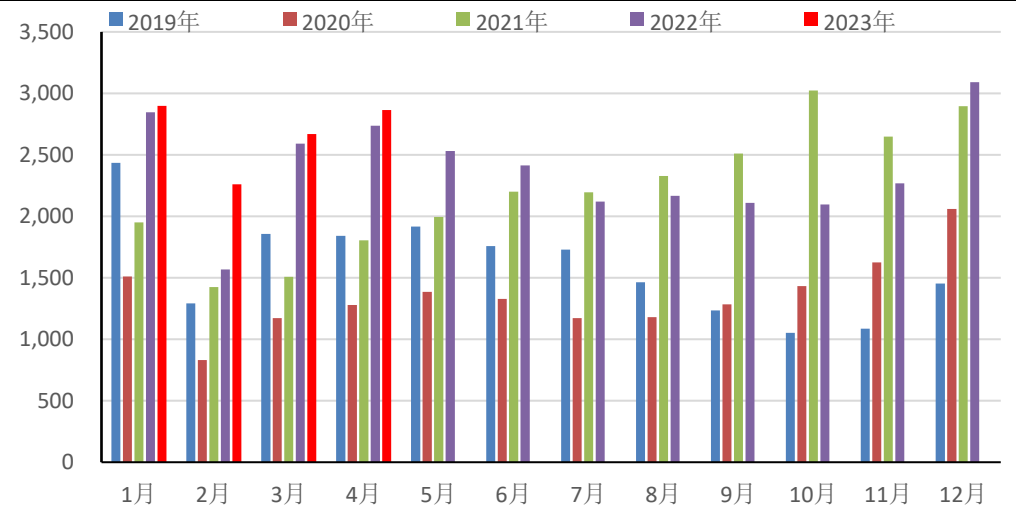


资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 生猪养殖效率明显提升

根据农业部数据，能繁母猪存栏量于 2022 年 4 月降至最低点，然而，2023 年 1-2 月、3 月和 4 月生猪定点屠宰企业屠宰量同比分别增长 16.8%、3.1%、4.6%，处于近年高位，2023 年 1-2 月、3 月和 4 月 16 家上市猪企生猪出栏量同比分别增长 23.3%、0.9%、3.8%，行业生猪养殖效率明显提升。

图表 13 全国生猪定点屠宰企业屠宰量，万头



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 主要上市猪企生猪出栏量，万头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	合计
2022.1	783	151	38	96	13	7	129	13	38	42	40	5	2	2	5	8	979
2022.2		107	29	50	8	7	98	12	31	28	36	3	1	6	2	5	813
2022.3	599	145	34	97	17	20	143	13	36	37	40	5	2	8	3	9	1,206
2022.4	632	143	38	92	16	9	113	17	39	35	37	5	2	9	5	7	1,196
2022.5	586	132	38	75	19	12	105	15	43	28	44	4	2	11	4	8	1,126
2022.6	528	123	31	75	21	13	98	16	49	29	31	3	2	12	4	6	1,041
2022.7	459	132	33	88	17	10	94	18	43	27	25	4	1	9	5	6	972

2022.8	489	150	32	61	21	10	94	17	48	34	26	4	1	13	4	8	1,012
2022.9	446	158	37	68	20	9	117	21	47	41	25	4	2	13	5	6	1,018
2022.10	478	165	39	64	15	13	146	21	50	38	33	5	1	12	4	8	1,091
2022.11	517	196	46	30	18	13	169	24	45	50	34	6	1	12	4	10	1,173
2022.12	603	187	48	49	20	4	157	29	51	55	41	5	1	13	5	11	1,280
2023.1	884	159	38	57	16	5	129	23	42	49	39	5	3	16	4	9	1,037
2023.2		194	40	67	20	14	173	29	50	49	47	7	2	19	6	14	1,172
2023.3	500	207	54	49	21	9	169	27	47	45	41	8	2	19	7	12	1,217
2023.4	534	211	46	57	25	8	157	27	43	50	38	7	3	20	7	10	1,241

资料来源：公司公告，华安证券研究所

观察主要上市猪企的生产性生物资产科目，其中，外购种猪占当期新增生产性生物资产占比明显回落，处置种猪占期初生产性生物资产余额明显下降，猪企繁育体系基本完成重建。

图表 15 温氏股份生产性生物资产对照表，百万元

图表 16 牧原股份生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022		2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	2,600	2,748	3,005	3,534	8,873	6,440	期初余额	1,106	1,613	1,737	4,194	8,233	8,484
本期增加:	2,347	2,183	4,730	14,527	5,895	4,915	本期增加:	2,356	2,346	4,731	10,762	12,414	9,641
外购	187	158	44	5,192	1,086	26	外购	1	2	0	2	2	1
自行培育	2,159	2,026	4,685	9,087	4,809	4,889	自行培育	2,355	2,345	4,731	10,759	12,412	9,639
企业合并				248									
本期减少:	2,198	1,926	4,202	9,188	8,328	4,591	本期减少:	1,848	2,223	2,274	6,723	12,164	9,386
处置	2,198	1,926	4,202	9,188	8,328	4,591	处置	1,789	2,150	2,120	6,270	11,564	8,922
其他							其他	59	73	153	453	600	464
期末余额	2,748	3,005	3,534	8,873	6,440	6,764	期末余额	1,613	1,737	4,194	8,233	8,484	8,738
处置/期初余额	85%	70%	140%	260%	94%	71%	处置/期初余额	162%	133%	122%	149%	140%	105%
外购/本期增加	8%	7%	1%	36%	18%	1%	外购/本期增加	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 新希望生产性生物资产对照表，百万元

图表 18 唐人神生产性生物资产对照表，百万元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022		2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初余额	589	684	676	2,728	12,846	10,815	期初余额	78	165	181	199	462	496
本期增加:	1,234	1,124	3,833	22,834	13,371	10,757	本期增加:	127	102	114	468	567	583
外购	268	276	1,414	8,364	1,310	269	外购	52	13	46	237	222	169
自行培育	927	846	2,412	14,470	12,061	10,469	自行培育	27	79	69	231	325	414
企业合并							企业合并	48	9	0	0	20	
本期减少:	1,138	1,133	1,780	12,717	15,402	11,093	本期减少:	39	86	96	205	533	314
处置	526	553	723	1,505	9,965	7,168	处置	39	80	91	179	484	266
其他							其他	1	6	5	26	49	47
期末余额	684	676	2,728	12,846	10,815	10,479	期末余额	165	181	199	462	496	765
处置/期初余额	89%	81%	107%	55%	78%	66%	处置/期初余额	50%	48%	50%	90%	105%	54%
外购/本期增加	22%	25%	37%	37%	10%	2%	外购/本期增加	41%	13%	40%	51%	39%	29%

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 大体重猪对行情影响不容忽视

我们根据生猪出栏均重与猪价对照图，得出以下结论：

1、出栏生猪体重峰值：2019-2021 年，受非瘟疫情影响，猪价长期处于高位，养殖户积极压栏和二次育肥，生猪出栏每年峰值分别达到 135.32 公斤、136.09 公斤、136.88 公斤。2022 年，市场倾向于二次育肥，出栏生猪均重最高达到 130.48 公斤。

2、猪价下行期，大体重猪集中出栏会导致猪价崩盘。2021 年生猪市场逐渐供过于求，大体重猪集中出栏已两次引发猪价暴跌：

第一次（2021/5/13-2021/10/8），出栏生猪均重从 136.88 公斤下降 12.5%至 119.79 公斤，生猪价格则从 2021 年初 36.73 元/公斤持续暴跌 72%至 2021/10/8 的 10.28 元/公斤；

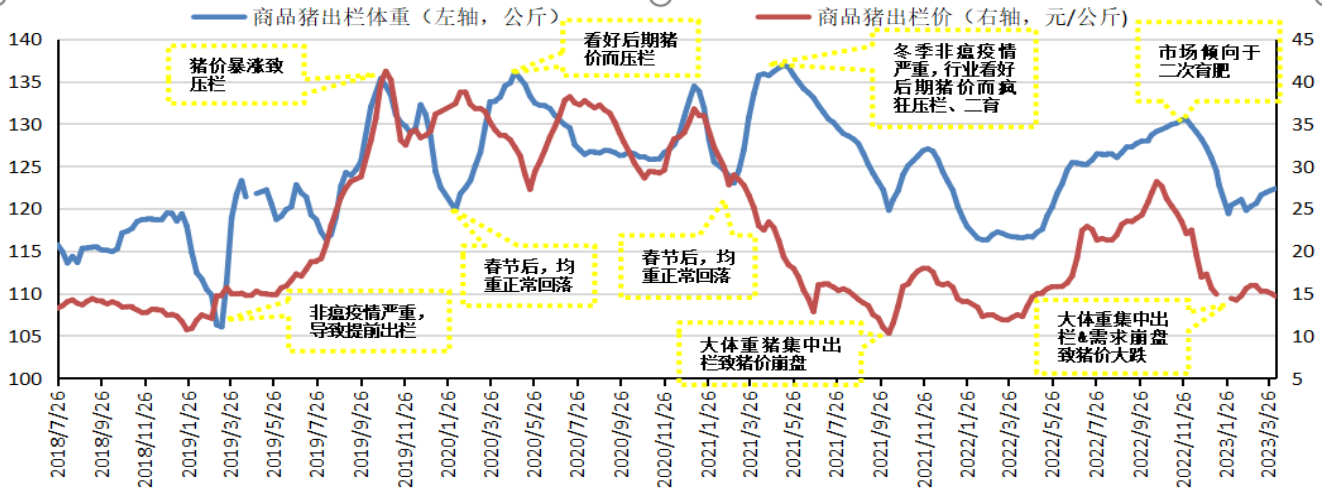
第二次（2022/12/1-2023/1/29），出栏生猪均重从 130.48 公斤下降 8.5%至 119.39 公斤，生猪价格则从 2022/10/20 的 28.16 元/公斤持续暴跌 47.8%至 2023/2/16 的 14.7 元/公斤。

3、然而，在生猪市场严重供不应求的情况下，大体重猪集中出栏的影响相对有限。

第一次（2019/10/24-2020/2/6），出栏生猪均重从 135.32 公斤下降 11.4%至 119.84 公斤，2019 年 10 月 31 日-2019 年 11 月 28 日生猪价格从 41.18 元/公斤大跌 21.2%至 32.47 元/公斤，生猪养殖盈利仍相当丰厚；

第二次（2020/4/30-2020/8/20），出栏生猪均重从 136.09 公斤下降 7%至 126.58 公斤，由于猪肉供给严重不足，2020 年 5 月 21 日-2020 年 7 月 23 日，猪价则从 27.25 元/公斤大涨 37.4%至 37.45 元/公斤。

图表 19 生猪出栏均重与猪价走势图对照图



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 20 生猪出栏均重与猪价走势对照表

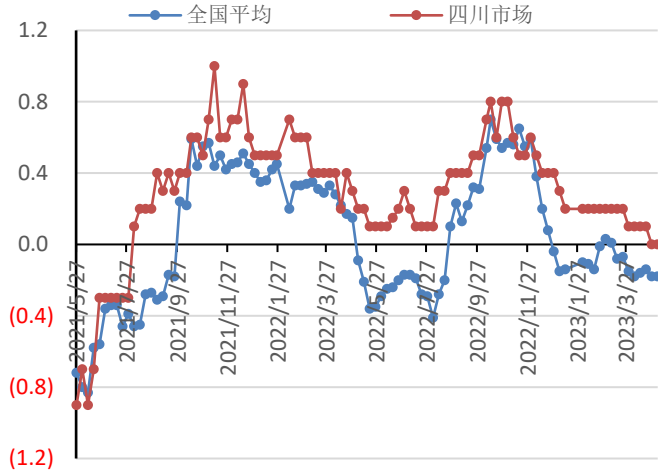
序号	生猪均重				生猪价格			均重波动原因	猪价波动原因
	阶段	谷底	峰值	时间段	谷底	峰值	时间段		
1	下降	106.03	119.46	2018/12/27-2019/3/14	10.70	14.37	2018/9/13-2019/10/31	非瘟疫情严重，导致提前出栏	生猪提前出栏，压制猪价
2	上升	106.03	135.32	2019/3/14-2019/10/24	10.70	41.18	2019/1/24-2019/10/31	猪价暴涨，养殖户压栏生猪	非瘟疫情严重，导致猪价暴涨

3	下降	119.84	135.32	2019/10/24-2020/2/6	32.47	41.18	2019/10/31-2019/11/28	春节后出栏生猪均重自然回落	生猪提前出栏，压制猪价
4	上升	119.84	136.09	2020/2/6-2020/4/30	27.25	38.74	2020/2/20-2020/5/21	看好后期猪价而压栏	春节后猪价自然回落
5	下降	126.58	136.09	2020/4/30-2020/8/20	27.25	37.45	2020/5/21-2020/7/23	压栏生猪出栏	猪肉供需缺口大，猪价不受大体种猪出栏影响
6	上升	125.79	134.42	2020/11/5-2021/1/7	29.16	36.73	2020/11/19-2021/1/7	春节前出栏生猪均重自然上升	猪价季节性上涨
7	下降	122.99	134.42	2021/1/7-2021/3/4	10.28	36.73	2021/1/7-2021/10/8	春节后出栏生猪均重自然回落	疯狂的压栏和二育导致猪价崩盘
8	上升	122.99	136.88	2021/3/4-2021/5/13				冬季非瘟疫情严重，行业看好后期猪价而疯狂压栏、二育	
9	下降	119.79	136.88	2021/5/13-2021/10/8				大体重猪疯狂出栏	
10	上升	119.79	127.03	2021/10/8-2021/12/2	10.28	17.94	2021/10/8-2021/11/25		
11	下降	116.29	127.03	2021/12/2-2022/2/17	11.83	17.94	2022/11/25-2022/3/24	大体重猪继续出栏	大体重猪压制猪价
12	上升	116.51	130.48	2022/4/14-2022/12/1	12.25	28.16	2022/4/14-2022/10/20	市场倾向于短频快的二次育肥	生猪供给不足导致猪价上涨
13	下降	119.39	130.48	2022/12/1-2023/1/29	14.70	28.16	2022/10/20-2023/2/16	大体重猪春节前集中出栏	大体重集中出栏&需求崩盘致猪价大跌
14	上升	119.39	122.37	2023/1/29-2023/4/6				二次育肥小幅抬头	猪价震荡

资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

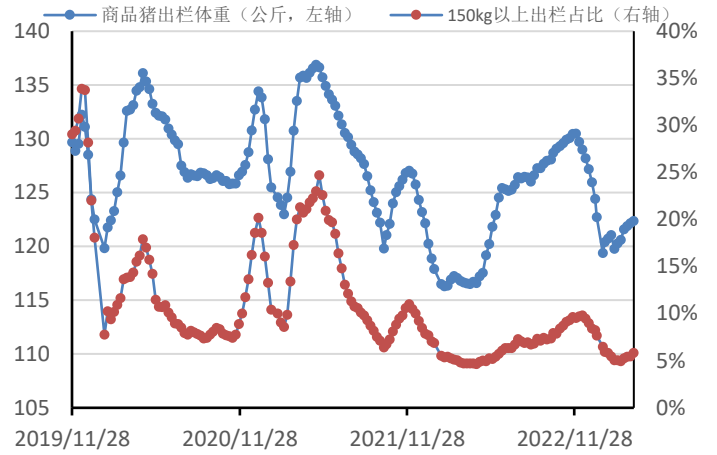
据涌益咨询数据，6月2日-6月8日全国出栏生猪均重121.38公斤，周环比下跌0.2%，同比下跌1.5%，已连续第5周下降；175kg与标猪价差-0.14元/斤，200kg与标猪价差-0.14元/斤，150kg以上生猪出栏占比5.53%，周环比下跌0.31个百分点；农业部数据，6月2日16省份生猪宰后均重91.68公斤，周环比微增，同比上涨1.8%。整体看，当前生猪出栏均重处于正常水平，暂不会引发后期猪价大跌。

图表 21 175 公斤与标猪出栏价差走势图，元/斤



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 22 大体重猪出栏占比与生猪出栏均重走势对照图

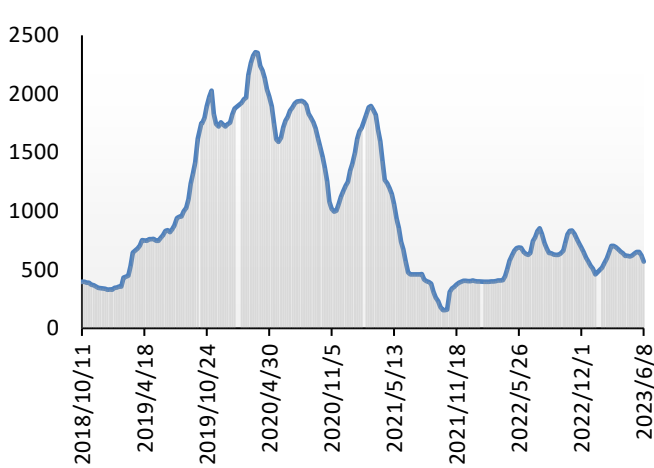


资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2.4 仔猪价格大跌或加速产能去化

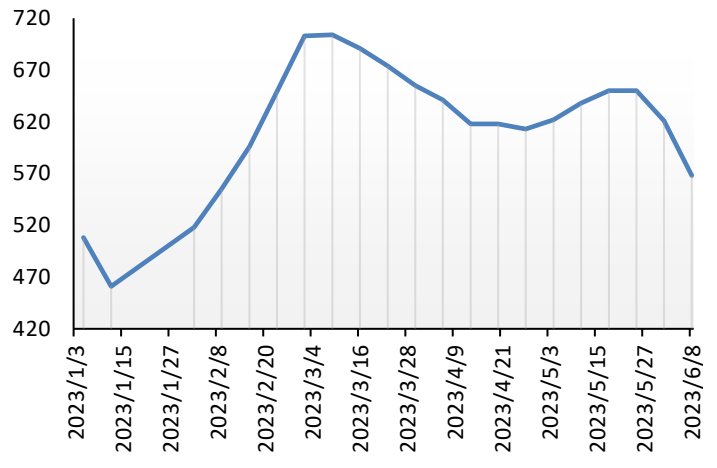
随着市场对下半年猪价预期的转变，6 月仔猪价格开始明显回落。根据涌益咨询数据，6 月 8 日全国仔猪均价 568 元/头，周环比大跌 8.5%，较两周前大跌 12.6%。我们判断，随着生猪价格的持续低迷，仔猪销售若进入亏损期，产能去化有望加速。

图表 23 2018-2023 年 15kg 仔猪价格走势图，元/头



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 24 2023 年 15kg 仔猪价格走势图，元/头

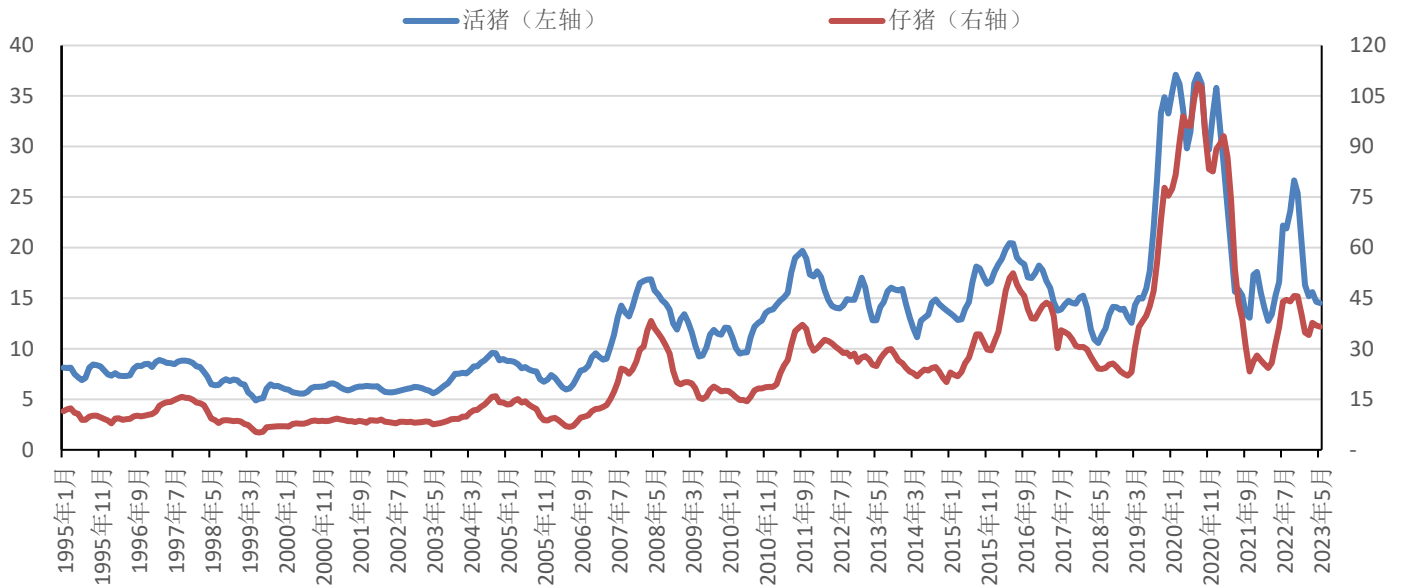


资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

3 产能出清速度取决于疫情、深度亏损时间

1995 年 1 月至 2022 年 10 月，我国生猪养殖行业经历了七轮完整周期，最短 36 个月，最长 49 个月，猪价波动周期 3-4 年。其中，最大一波上涨出现在 2018 年 5 月至 2022 年 3 月，是由非瘟疫情导致的，最大涨幅 251.5%。2022 年 3 月，猪价步入第八轮上行周期，10 月猪价上涨至 26.64 元/公斤。

图表 25 1995-2023 年我国活猪、仔猪价格走势，元/公斤



资料来源：中国畜牧业信息网，农业部，华安证券研究所

图表 26 中国生猪价格波动周期列表

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	严重疫病	生猪价格（元/公斤）		
								最高点	最低点	最大涨幅
周期一	1995/6-1999/5	1995/6-1997/10	1997/10-1999/5	47 个月	28 个月	19 个月		8.83	6.88	
周期二	1999/5-2003/5	1999/5-2001/12	2001/2-2003/5	48 个月	21 个月	27 个月		6.57	4.89	
周期三	2003/5-2006/5	2003/5-2004/9	2004/9-2006/5	36 个月	16 个月	20 个月	非典	9.66	5.78	97.55%
周期四	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	47 个月	23 个月	24 个月	蓝耳病	16.87	5.96	191.87%
周期五	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	48 个月	17 个月	31 个月	口蹄疫	19.68	9.53	230.20%
周期六	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	49 个月	25 个月	24 个月		20.45	10.57	114.59%
周期七	2018/5-2022/3	2018/5-2021/1	2021/1-2022/3	46 个月	32 个月	14 个月	非瘟	37.15	12.76	251.47%
周期八	2022/3-至今	2022/3-2022/10	2022/10-至今		10 个月			26.64		108.78%

资料来源：中国畜牧业信息网，农业部，华安证券研究所

根据 2009 年发布的《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》和 2012 年发布的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》，我国生猪生产达到盈亏平衡点的猪粮比价约为 6:1。根据 2015 年发改委、财政部、农业部、商务部联合对外发布重新修订的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》（国家发展改革委 2015 年第 24 号公告），全国平均生猪生产盈亏平衡点对应的猪粮比合理区间为 5.5:1-5.8:1。

由于盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，5.5-6.0、5.0-5.5、低于 5.0 以供参考。在过去四轮下行周期，每轮周期的亏损时长与亏损深度、疫情直接相关。

① 2008 年 4 月至 2010 年 4 月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于 5.5 共 17 周；2016 年 5 月至 2018 年 5 月猪价下行，2018 年 8 月爆发非瘟，猪粮比低于 5.5 仅 7 周；

② 2011 年 9 月至 2014 年 4 月猪价下行期，未曾出现严重疫情。猪粮比 5.5-6.0 共 64 周，5.0-5.5 共 33 周，低于 5.0 仅 6 周时间，所以猪价磨底的时间很久；

③ 2021 年 1 月至 2022 年 3 月猪价下行期，疫情相对可控。猪粮比低于 5.0 的时间长达 18 周，大幅亏损导致产能迅速出清，磨底时间短。

2022 年 10 月至今，猪粮比 5.0-5.5 共 18 周，猪粮比低于 5.0 仅 3 周，本轮下行

周期的产能出清时间将取决于疫情和深度亏损的时间，我们需要持续观察。

图表 27 全国猪粮比价走势图



资料来源：中国政府网，华安证券研究所

图表 28 猪粮比对应时间列表

完整周期	下行周期	猪粮比--对应时间段			猪粮比--对应时长		
		5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0	5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0
2006/5-2010/4	2008/4-2010/4	2009/5/6-2009/6/17			6周		
		2010/2/3-2010/2/24			3周		
			2010/3/3-2010/5/5			10周	
				2010/5/12-2010/6/23			6周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1周	1周	
		合计			10周	11周	6周
2010/4-2014/4	2011/9-2014/4	2012/4/11-2012/9/19			21周		
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1周	8周	
		2013/5/12-2013/6/12			5周		
		2013/6/26-7/17			3周		
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4周	4周	6周
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26周	10周	
		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4周	11周	
		合计			64周	33周	6周
2014/4-2018/5	2016/5-2018/5	2018/3/23	2018/3/28-2018/5/16		1周	7周	
		2018/5/23-2018/6/6			2周		
		合计			3周	7周	
2018/5-2022/3	2021/1-2022/3	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1周	1周	1周
		2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9周	3周	3周
		2022/1/12-2022/1/26	2021/10/20	2022/2/23-2022/4/20	3周	1周	9周
			2022/2/9-2022/2/16	2022/5/25-2022/6/22		2周	5周
			2022/4/27-2022/5/18			4周	

		合计			13周	11周	18周
2022/3-至今	2022/10-至今	2023/1/4-2023/1/18	2023/1/18-2023/2/1	2023/2/1-2023/2/22	2周	2周	3周
			2023/2/22-2023/6/7			16周	
		合计			2周	18周	3周

资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至2023年6月7日）

4 估值及投资建议

2021年6月-2022年4月，生猪养殖行业预测能繁母猪存栏量降幅15%-20%，理论上讲，2023年3-4月猪价有望达到阶段性高点，然而，生产效率提升幅度或达到10%，导致2022年12月以来猪价持续低于预期。

我们判断，为迎接新一轮上行周期的开启，生猪养殖行业需要进一步去产能；今年3-4月是生猪出栏量最少的月份，然而，行业仍处于亏损状况，我们预计6-12月会以亏损为主，行业有望持续去产能。本轮猪价下行周期（2022年10月至今），猪粮比处于5.0-5.5的时间段共18周，猪粮比低于5.0的时间段仅3周，后期产能出清速度将取决于疫情和深度亏损的时间，我们需要持续观察，南方雨季或演绎北方冬季去产能。

根据2023年生猪出栏量，温氏股份头均市值3100元、牧原股份3142元、新希望2685元、天康生物头均市值2367元、中粮家佳康头均市值1933元。一、二线龙头猪企估值均处历史底部，估值已先于基本面调整到位，我们继续推荐生猪养殖板块。

图表 29 主要上市猪企头均市值对照表

		牧原	温氏	天邦	天康	新希望	傲农	大北农	家佳康	东瑞	华统	巨星	新五丰
出栏量 (万头)	2022年	6,120	1,791	442	203	1,461	519	443	407	52	121	150	179
	2023E	6500-7100	2,600	575	280-300	1850-2000	600	600	450	100	250	300	400
头均市值（2023年出栏）		3,142	3,100	1,444	2,367	2,685	1,367	2,117	1,933	5,200	3,840	5,467	2,925
总市值（亿元）		2,231	1,106	83	111	537	82	277	87	52	96	164	117

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2023年6月12日）

风险提示：

疫情；猪价反转晚于预期。

分析师与研究助理简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 2013 年金牛奖评选农业行业入围, 2018 年天眼农业最佳分析师, 2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖, 2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。