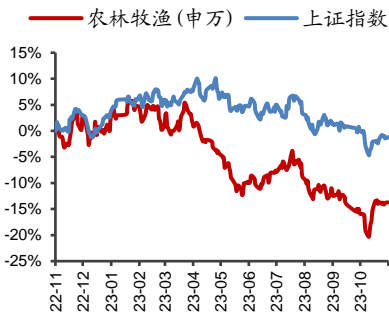


生猪产业资金链紧张，产能去化有望加速

行业评级：增 持

报告日期：2023-11-13

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

- 1、生猪养殖行业系列报告二：生猪养殖行业去化趋势难改，估值先于基本面调整到位 20230828
- 2、生猪养殖行业系列报告三：生猪产能去化有望加速，估值先于基本面调整到位 20231007

主要观点：

● 上市猪企扩张放缓，2024 年出栏规划理性

18 家 A 股上市猪企的资本开支于 2020 年见顶，2022 年已回落至 2019 年的水平，2023 年 1-9 月同比再降 7.8%；2022 年末，18 家 A 股上市猪企的在建工程余额同比下降 14.4%，自 2018 年以来首次下降，2023 年 9 月底较 2022 年末再降 5.5%。今年以来，多家上市猪企陆续下修 2023 年出栏目标，2024 年出栏规划理性，我们根据 2024 年出栏计划从高到低排序，牧原股份超过 7000 万头、温氏股份 3000-3300 万头、新希望超过 2350 万头、华统股份 400-500 万头、唐人神 450 万头、巨星农牧 400 万头左右、天康生物 300-350 万头、神农集团 250 万头、京基智农 230 万头、金新农 200 万头、东瑞股份 90-100 万头。

● 生猪产业链资金压力日趋紧张

①上市动物疫苗企业、饲料企业回款能力明显变差。动物疫苗、饲料行业均处于生猪养殖产业链上游，受生猪养殖业资金链趋紧影响大。2022-2023 年，上市动物疫苗企业、饲料企业应收账款余额明显提升；2018-2021 年，7 家上市动物疫苗企业的应收账款周转天数均值在 71-95 天，2022 年季度均值上升至 124-136 天，2023Q1、Q2、Q3 季度均值进一步攀升至 153-166 天；1H2023，5 家上市饲料企业应收账款周转天数 15.1 天，高于 2020 年和 2022 年水平，明显高于 2021 年水平。②上市猪企资产负债率历史最高，流动、速动比率跌破历史低位。今年 9 月末，主要上市猪企平均资产负债率达到 69%，处于 2013 年以来最高水平；主要上市猪企平均流动负债比率、平均速动比率分别为 0.9、0.4，处于 2013 年以来最低水平。③ 2023 年上市猪企融资完成额明显下降。2022 年，我国上市猪企完成融资金额 112 亿元，2023 年截至目前，上市猪企完成融资金额仅 57 亿元，2023 年上市猪企实际能够完成融资金额将取决于市场整体融资环境。

● 生猪养殖行业有望加速去产能

2022 年 12 月-2023 年 10 月，上海钢联规模养殖场、中小散户能繁母猪存栏累计降幅分别为 0.86%、16.49%，涌益咨询能繁母猪存栏累计降幅 9.15%。根据统计局、农业部数据，2022 年 10-12 月全国能繁母猪存栏量环比分别增长 0.4%、0.2%、0.6%，同比分别增长 0.7%、2.1%、1.4%，且生产效率大幅提升造成生猪出栏量同比大幅提升，2023Q4 猪价有望维持低位；2023 年 1 季末、2 季末全国能繁母猪存栏量同比分别增长 2.9%、0.4%，由于 2023 年生猪养殖效率趋势上行，我们判断 1H2024 生猪养殖效率会高于 2023Q4，粗略估计 1H2024 生产效率较 1H2023 同比提升幅度有望接近 10%，1H2024 全国生猪出栏量同比有望增长 10%左右，生猪价格大概率较 2023 年上半年更低迷，生猪价格持续低迷，有望加速产能去化。值得注意的是，生猪均重会影响到猪肉供应量，若 1H2024 出栏生猪均重同比明显下降，会抵消生猪出栏量大幅增长对猪价造成的负面影响，我们需持续跟踪出栏生猪均重变化。

● 上市猪企出栏量、完全成本继续分化

①上市猪企出栏增速差异大。2023年1-10月上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 5189、温氏股份 2072、新希望 1453、天邦食品 539、傲农生物 490、大北农 463、正邦科技 462、中粮家佳康 403、唐人神 302、天康生物 229、京基智农 152、神农集团 123、金新农 85、立华股份 68、东瑞股份 55、正虹科技 19；出栏量同比增速从高到低依次为，唐人神 85%、天邦食品 55%、京基智农 51%、温氏股份 47%、神农集团 41%、天康生物 39%、大北农 37%、正虹科技 37%、立华股份 32%、东瑞股份 31%、新希望 28%、中粮家佳康 20%、傲农生物 16%、牧原股份 4%、金新农-22%、正邦科技-40%。②上市猪企完全成本继续分化。2023Q3 主要上市猪企完全成本处于下降通道。牧原股份仍处于第一梯队，Q3 成本降至 14.5 元/公斤，温氏股份、神农集团、巨星农牧、中粮家佳康、华统股份、京基智农处于第二梯队，成本处于 16-17 元/公斤。

● 产能去化有望加速，估值先于基本面调整到位

根据官方数据测算，我国历史生猪产能去化幅度均超过 8%，而本轮下行周期产能去化仅 3.4%，需进一步去化才能迎来新的猪价上行周期。生猪养殖效率大幅提升造成 2023 年以来猪价疲弱，我们判断生猪价格持续低迷有望加速产能去化。①受生猪疫情及猪价低迷影响，10 月能繁母猪存栏量环比加速下行，上海钢联 10 月能繁母猪存栏量环比下降 0.44%（9 月环比降 0.41%），其中，规模场环比下降 0.35%（9 月环比降 0.41%），中小散户环比下降 3.08%（9 月环比降 0.42%）；涌益咨询 10 月能繁母猪存栏量环比下降 0.85%，9 月环比下降 0.27%；②2023 年 1 季末、2 季末，全国能繁母猪存栏量同比分别增长 2.9%、0.4%，随着养殖效率的持续改善，1H2024 全国生猪出栏量有望实现同比 10%左右增长，生猪价格大概率较 2023 年上半年更低迷；③9 月以来，仔猪养殖持续亏损，1H2024 行业大概率出现育肥猪、仔猪销售同时亏损的局面，较 1H2023 明显恶化；④生猪产业资金链紧张。

根据 2023 年生猪出栏量，估计温氏头均市值 3604 元、牧原 3052 元、新五丰 3100 元、新希望 2275 元、天康生物 1900 元、中粮家佳康 1800 元。一、二线龙头猪企估值多数处历史底部，估值已先于基本面调整到位，继续推荐生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份、巨星农牧、唐人神、天康生物。

● 风险提示

疫情；猪价反转晚于预期。

正文目录

1 上市猪企扩张放缓，2024 出栏规划理性	5
1.1 上市猪企资本开支、在建工程余额下降	5
1.2 上市猪企 2024 年出栏规划整体偏理性	6
2 生猪产业链资金压力日趋紧张	7
2.1 动物疫苗企业应收账款周转天数大幅攀升	7
2.2 饲料企业应收账款周转天数持续上升	8
2.3 上市猪企资产负债率高，流动、速动比率跌破历史低位	10
2.4 2023 年上市猪企融资完成额明显下降	11
3 生猪养殖行业有望加速去产能	12
3.1 2022-2023 年生猪养殖效率显著提升	12
3.2 生产效率大幅提升造成 2023 年以来猪价低迷	14
3.3 生猪养殖行业有望加速去产能	15
3.3.1 2023 年 10 月生猪产能去化加速	15
3.3.2 生猪养殖行业有望加速去产能	16
4 上市猪企出栏量、完全成本继续分化	17
4.1 上市猪企出栏增速分化大	17
4.2 上市猪企完全成本继续分化	19
5 估值及投资建议	19
风险提示：	20

图表目录

图表 1 18 家 A 股上市猪企资本开支对照表, 亿元	5
图表 2 18 家 A 股上市猪企固定资产、在建工程余额对照表, 亿元	5
图表 3 2023 年 18 家上市猪企季度资本开支、固定资产、在建工程季末余额	6
图表 4 上市猪企 2023-2024 年出栏规划	7
图表 5 上市动物疫苗企业应收账款、应收票据余额对照表, 亿元	8
图表 6 上市动物疫苗企业应收账款周转天数对照表, 天	8
图表 7 上市饲料企业应收账款、应收票据余额对照表, 亿元	9
图表 8 饲料企业应收账款周转天数对照图, 天	9
图表 9 19 家上市猪企资产负债率对照表	10
图表 10 19 家上市猪企流动比率对照表	10
图表 11 19 家上市猪企速动比率对照表	11
图表 12 上市猪企完成融资和拟融资金额对照图	12
图表 13 牧原股份生猪养殖指标变化表	12
图表 14 温氏股份生猪养殖指标变化表	13
图表 15 牧原股份生猪养殖指标变化表	13
图表 16 新希望生猪养殖指标变化表	13
图表 17 京基智农生猪养殖指标变化表	13
图表 18 涌益咨询 MSY 走势图, 头	13
图表 19 中国 PSY 对照图, 头	13
图表 20 全国能繁母猪季末存栏量及环比增速走势图	14
图表 21 全国生猪季度出栏量走势图	14
图表 22 全国生猪定点屠宰企业屠宰量走势图-季度	14
图表 23 全国生猪定点屠宰企业屠宰量走势图-月度	14
图表 24 全国生猪季度出栏量对照图, 亿头	15
图表 25 全国生猪定点屠宰企业季度屠宰量对照图, 万头	15
图表 26 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部	16
图表 27 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联	16
图表 28 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询	16
图表 29 2023 年月度生猪均价、最高价、最低价对照图	17
图表 30 2019-2023 年生猪出栏均重对照图	17
图表 31 主要上市猪企生猪出栏量对照图, 万头、%	18
图表 32 2023 年主要上市猪企月度出栏量及增速	18
图表 33 主要上市猪企成本对照表	19
图表 34 主要上市猪企头均市值对照表	20

1 上市猪企扩张放缓，2024 出栏规划理性

1.1 上市猪企资本开支、在建工程余额下降

18 家 A 股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。

2023 年 1-9 月，18 家 A 股上市猪企资本开支 318 亿元，同比下降 7.8%。分季度看，2023Q1、Q2、Q3，分别为 111 亿元、112 亿元、95 亿元。

图表 1 18 家 A 股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	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	1	0	1	6	2	0	0	1	286
2018	50	94	17	32	6	5	37	7	6	10	1	0	3	4	2	0	0	1	288
2019	131	124	12	57	14	5	93	8	7	9	1	1	6	2	2	1	0	1	483
2020	461	300	51	103	9	11	343	21	33	24	4	2	16	11	6	2	6	17	1437
2021	359	132	23	65	18	7	174	35	27	24	11	1	22	8	12	3	12	26	974
2022	157	94	11	13	14	4	69	21	15	16	13	0	11	5	8	3	11	19	494
2023.9	138	71	3	3	7	2	29	8	4	8	8	0	8	2	6	3	9	9	318

资料来源：wind，华安证券研究所

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 9 月底，主要上市猪企的固定资产余额 2534 亿元，较 2022 年末增长 1.8%，在建工程余额 433 亿元，较 2022 年末下降 5.5%，不排除会进一步下行。

图表 2 18 家 A 股上市猪企固定资产、在建工程余额对照表，亿元

	固定资产余额							在建工程余额						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.9	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.9
牧原股份	106	135	189	585	996	1,064	1,103	15	37	86	148	111	74	35
温氏股份	144	183	227	285	354	351	335	36	35	30	86	48	38	43
天邦食品	14	21	31	55	60	78	79	2	8	6	9	28	13	11
正邦科技	67	92	99	149	165	108	102	22	31	37	12	38	41	40
天康生物	16	17	32	37	43	50	52	4	6	6	5	9	6	8
金新农	8	9	12	17	22	23	25	1	5	5	6	4	13	11
新希望	82	88	138	289	337	357	359	12	26	47	110	193	202	209
唐人神	19	22	25	32	56	86	83	2	3	5	12	19	5	10
傲农生物	7	12	17	40	57	63	63	2	3	7	15	13	12	11
大北农	46	48	60	72	89	105	105	7	3	4	14	16	5	3
东瑞股份	3	3	3	6	9	29	30	0	0	1	2	11	4	9
正虹科技	3	3	3	3	3	2	2	0	0	0	0	0	0	0
华统股份	7	8	11	16	32	37	41	1	3	4	11	16	17	18
罗牛山	20	25	26	27	37	35	35	6	2	1	8	2	3	2
神农集团	5	6	7	9	16	20	24	0	0	1	3	3	3	3
新五丰	6	5	5	5	6	13	17	0	0	0	1	2	6	3
巨星农牧	1	2	4	14	18	19	21	2	2	0	3	8	11	16
京基智农	6	7	5	5	32	48	61	0	0	0	10	12	6	2
合计	560	684	895	1,644	2,331	2,488	2,534	112	163	241	455	535	458	433

合计 yoy		22.1%	30.7%	83.8%	41.8%	6.7%				45.6%	47.8%	88.7%	17.5%	-14.4%
--------	--	-------	-------	-------	-------	------	--	--	--	-------	-------	-------	-------	--------

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 2023 年 18 家上市猪企季度资本开支、固定资产、在建工程季末余额

固定资产	22.12	23.3	23.6	23.9	在建工程	22.12	23.3	23.6	23.9	资本开支	2022	23Q1	23Q2	23Q3
牧原	1,064	1,075	1,092	1103	牧原	74	64	49	35	牧原	157	41	55	43
温氏	351	345	340	335	温氏	38	40	37	43	温氏	94	21	24	26
天邦	78	78	79	79	天邦	13	13	11	11	天邦	11	2	1	1
正邦	108	105	105	102	正邦	41	41	40	40	正邦	13	0	0	3
天康	50	51	51	52	天康	6	5	8	8	天康	14	1	4	3
金新农	23	22	25	25	金新农	13	13	11	11	金新农	4	1	1	1
新希望	357	359	367	359	新希望	202	206	203	209	新希望	69	16	8	4
唐人神	86	84	84	83	唐人神	5	8	9	10	唐人神	21	4	2	2
傲农	63	63	62	63	傲农	12	11	11	11	傲农	15	2	1	1
大北农	105	104	105	105	大北农	5	4	2	3	大北农	16	3	3	2
东瑞	29	29	30	30	东瑞	4	7	8	9	东瑞	13	4	2	2
正虹	2	2	2	2.3	正虹	0	0	0	0	正虹	0	0	0	0
华统	37	37	39	41	华统	17	19	18	18	华统	11	3	3	2
罗牛山	35	35	36	35	罗牛山	3	3	1	2	罗牛山	5	1	1	1
神农	20	22	21	24	神农	3	3	4	3	神农	8	2	3	1
新五丰	13	13	15	17	新五丰	6	6	5	3	新五丰	3	1	1	1
巨星	19	19	21	21	巨星	11	12	14	16	巨星	11	3	3	3
京基	48	58	60	61	京基	6	4	3	2	京基	19	7	2	1
合计	2,488	2,502	2,534	2,534	合计	458	458	434	433	合计	484	111	112	95

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 上市猪企 2024 年出栏规划整体偏理性

今年以来，多家上市猪企陆续下修 2023 年出栏目标。我们根据出栏量从高到低排序，牧原股份出栏目标 6500-7100 万头，前 10 月出栏生猪 5189 万头，出栏目标完成率 73%-80%；温氏股份出栏目标 2600 万头，前 10 月出栏生猪 2072 万头，出栏目标完成率 80%；新希望出栏目标 1850-2000 万头，前 10 月出栏生猪 1453 万头，出栏目标完成率 73%-79%；大北农出栏目标 500-550 万头，前 10 月出栏生猪 463 万头，出栏目标完成率 84%；中粮家佳康出栏目标 450 万头，前 10 月出栏生猪 403 万头，出栏目标完成率 90%；唐人神出栏目标 350 万头，前 10 月出栏生猪 302 万头，出栏目标完成率 86%；天康生物出栏目标 280-300 万头，前 10 月出栏生猪 229 万头，出栏目标完成率 82%；华统股份出栏目标 220-250 万头，前 9 月出栏生猪 168 万头，出栏目标完成率 67%-76%；神农集团出栏目标 150 万头，前 10 月出栏生猪 123 万头，出栏目标完成率 82%；东瑞股份出栏目标 65 万头，前 10 月出栏生猪 55 万头，出栏目标完成率 84%。

生猪养殖行业长时间亏损，资金压力不断增大，上市猪企扩产进度放缓，部分上市猪企明确表示，2023-2024 年基本不会有生猪业务相关的资本开支，甚至有上市猪企表示，后期扩张只考虑并购产业现有生猪产能，不再考虑新建产能。

2024 年，上市猪企的出栏规划整体偏理性。我们根据 2024 年出栏计划从高到低排序，牧原股份超过 7000 万头、温氏股份 3000-3300 万头、新希望超过 2350

万头、华统股份 400-500 万头、唐人神 450 万头、巨星农牧 400 万左右、天康生物 300-350 万头、神农集团 250 万头、京基智农 230 万头、金新农 200 万头、东瑞股份 90-100 万头。

图表 4 上市猪企 2023-2024 年出栏规划

	2021	2022	2023e	23年1-9月出栏量(万头)	23年1-9月出栏完成率	23年1-10月出栏量(万头)	23年1-10月出栏完成率	2024年计划	当前产能
牧原	4,026	6,120	6500-7100	4,701	66%-72%	5,189	73%-80%	7000+	目前7500+万头；若含在建和土地储备，产能超过1亿头
温氏	1,322	1,791	2,600	1,833	70%	2,072	80%	3000-3300	现肉猪产能3300万头
天邦	428	442	800	459	57%	539	67%	N.A.	4月末育肥年产能900万头
正邦	1,493	845	N.A.	414	N.A.	462	N.A.	N.A.	
天康	160	203	280	206	74%	229	82%	300-350	350
新希望	998	1,461	1850-2000	1,306	65%-71%	1,453	73%-79%	2350+	建成及在建种猪场、育肥场产能165万头、480万头
傲农	325	519	600	444	74%	490	82%	N.A.	收缩低效育肥产能
大北农	431	443	550	416	76%	463	84%	N.A.	38-39万头母猪设计产能，按照PSY25头，产能不到1000万头
家佳康	344	407	450	364	81%	403	90%	N.A.	目前600+万头，2025年计划产能1000万头
东瑞	37	52	65	50	78%	55	84%	90-100	目前150万头，24年计划200万头
华统	14	121	220-250	168	67%-76%			400-500	300+
巨星		150	280	200	71%			约400	
新五丰	77	179	400	202	51%			N.A.	
唐人神	154	216	350	263	75%	302	86%	450	450-500万头
金新农	107	126	120	78	65%	85	71%	200	200-250万头
京基智农		126	190	135	71%	152	80%	230	220-230万头
神农集团	65	93	150	119	79%	123	82%	250	自养育肥场产能70-80万头，未来将继续发展“公司+家庭农场”的生产模式

资料来源：上市猪企公告，华安证券研究所

2 生猪产业链资金压力日趋紧张

2.1 动物疫苗企业应收账款周转天数大幅攀升

动物疫苗行业处于生猪养殖产业链上游，生猪养殖产业资金链趋紧，已开始影响疫苗企业的应收账款余额。2022-2023年，动物疫苗企业应收账款余额明显提升，2022年末，7家上市动物疫苗企业应收账款余额35亿元，同比增长31%，2023年9月末44亿元，同比增长17%。

应收账款周转天数直观反映出，上市动物疫苗企业的回款能力在明显变差，2018-2021年，7家上市动物疫苗企业的应收账款周转天数均值在71-95天，即使

在非瘟疫情最严重的 2019 年，均值也仅达到 95 天。然而，2022 年，7 家上市动物疫苗企业应收账款周转天数的季度均值上升至 124-136 天，2023Q1、Q2、Q3 季度均值进一步攀升至 153 天、166 天、158 天。

图表 5 上市动物疫苗企业应收账款、应收票据余额对照表，亿元

应收账款	2018	2019	2020	2021	2022				2023		
					1 季末	2 季末	3 季末	4 季末	1 季末	2 季末	3 季末
科前生物	1	1	2	3	3	3	3	3	3	4	4
瑞普生物	4	3	4	6	6	7	8	7	7	8	9
普莱柯	1	1	2	3	3	4	4	5	5	4	4
生物股份	8	6	6	7	8	7	8	8	8	8	9
海利生物	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
中牧股份	3	4	4	5	9	10	11	8	11	11	14
申联生物	1	1	1	2	2	2	3	2	3	3	3
合计	17	17	20	26	33	34	38	35	38	38	44
合计 yoy		-1%	16%	32%				31%	16%	12%	17%
应收票据	2018	2019	2020	2021	2022				2023		
					1 季末	2 季末	3 季末	4 季末	1 季末	2 季末	3 季末
科前生物	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0
瑞普生物	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
普莱柯	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
生物股份	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0
海利生物	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
中牧股份	1	1	2	1	2	3	3	3	3	3	2
申联生物	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	2	2	2	2	2	5	5	5	5	4	2
合计 yoy		-1%	48%	-33%				200%	91%	-17%	-53%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 上市动物疫苗企业应收账款周转天数对照表，天

应收账款 周转天数	2018	2019	2020	2021	2022				2023		
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
科前生物	36	62	52	69	119	118	114	106	107	118	117
瑞普生物	110	89	71	91	139	127	121	114	150	138	137
普莱柯	74	73	65	81	116	116	116	113	139	136	132
生物股份	117	215	134	135	205	206	185	176	199	204	187
海利生物	55	91	98	78	107	108	113	112	126	151	154
中牧股份	20	29	29	32	58	54	53	42	82	69	71
申联生物	86	107	123	142	186	224	212	204	269	351	309
均值	71	95	82	90	133	136	130	124	153	166	158

资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 饲料企业应收账款周转天数持续上升

饲料行业也处于生猪养殖行业上游，生猪养殖产业资金链趋紧，也充分反映到饲料企业的应收账款、应收票据余额。2022-2023 年，饲料企业应收账款、应收票据余额明显提升，2022 年末，6 家上市饲料苗企业应收账款余额 56 亿元，同比增长 35%，2023 年 9 月末 105 亿元，同比增长 20%；2022 年末，6 家上市饲料

苗企业应收票据余额 1 亿元，同比增长 34%，2023 年 9 月末 4 亿元，同比增长 83%。

由于 6 家上市饲料企业，均含有较大规模的畜禽养殖业务，我们特使用各家公司的饲料业务收入和各家公司的应收账款余额来测算应收账款周转天数，该数据可剔除畜禽养殖业务对收入的影响。从调整后的应收账款周转天数看，上市饲料企业的回款能力在变弱，但仍明显好于 2018-2019 年非疫情最严重的时期。1H2023，5 家上市饲料企业（未含禾丰牧业）应收账款周转天数 15.1 天，高于 2020 年和 2022 年水平，明显高于 2021 年水平。

图表 7 上市饲料企业应收账款、应收票据余额对照表，亿元

应收账款	2018	2019	2020	2021	2022				2023		
					1 季末	2 季末	3 季末	4 季末	1 季末	2 季末	3 季末
海大集团	11	10	11	13	20	29	35	20	30	35	42
新希望	6	9	9	11	17	16	17	13	19	19	21
大北农	17	11	9	8	13	14	16	10	16	16	19
唐人神	2	2	2	3	4	3	4	3	4	3	3
金新农	3	2	1	1	1	1	1	1	2	1	2
禾丰牧业	4	4	5	7	11	11	14	10	14	14	18
合计	43	37	36	42	65	73	87	56	86	89	105
合计 yoy		-12%	-3%	15%				35%	31%	22%	20%
应收票据	2018	2019	2020	2021	2022				2023		
					1 季末	2 季末	3 季末	4 季末	1 季末	2 季末	3 季末
海大集团	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
新希望	1	1	0	1	1	1	1	1	2	3	3
大北农	0	0	0								
唐人神	0		1	0			0	0	0	0	0
金新农	0	0					0	0	0	0	0
禾丰牧业	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	1	1	2	1	1	1	2	1	3	4	4
合计 yoy		-25%	73%	-38%				34%	183%	287%	83%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 饲料企业应收账款周转天数对照图，天

饲料业务收入	2018	2019	2020	2021	1H2022	2022	1H2023
海大集团	350	390	488	698	364	849	427
新希望	394	424	516	708	360	792	392
大北农	167	130	166	227	96	223	116
唐人神	143	136	153	175	95	204	102
金新农	22	14	16	23	10	23	13
禾丰牧业	73	78	121	154		156	
饲料业务应收账款周转天数	2018	2019	2020	2021	1H2022	2022	1H2023
海大集团	11.3	9.4	7.9	6.7	12.1	11.0	13.8
新希望	5.2	7.6	6.0	5.5	8.2	7.2	8.9
大北农	36.9	29.8	19.1	12.2	25.0	21.2	25.0
唐人神	4.5	4.9	5.3	5.7	6.6	6.1	6.5
金新农	52.4	51.8	33.9	12.3	17.8	15.4	21.6
禾丰牧业	19.6	16.7	13.4	16.0		26.7	
均值（含禾丰牧业）	21.6	20.0	14.3	9.7		14.6	

均值（不含禾丰牧业）	22.1	20.7	14.4	8.5	13.9	12.1	15.1
------------	------	------	------	-----	------	------	------

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 上市猪企资产负债率高，流动、速动比率跌破历史低位

今年9月末，主要上市猪企平均资产负债率达到69%，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163%、傲农生物89%、天邦食品87%；资产负债率超过70%的企业从高到低依次为，京基智农74%、新希望73%、华统股份72%、金新农71%、新五丰70%。

今年9月末，主要上市猪企平均流动负债比率、平均速动比率分别为0.9、0.4，处于2013年以来最低水平。其中，资产负债率超过80%的三家企业正邦科技、傲农生物、天邦食品，流动比率分别为0.1、0.4、0.3，速动比率分别为0、0.1、0.1；资产负债率超过70%的企业京基智农、新希望、华统股份、金新农、新五丰，流动比率分别为0.6、0.6、0.7、0.6、1.3，速动比率分别为0.2、0.3、0.3、0.4、0.6。

图表9 19家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
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
2023.6	60	61	86	160	52	70	72	62	87	61	45	47	94	72	62	18	70	55	73	69
2023.9	60	60	87	163	47	71	73	65	89	63		48	54	72	64	22	70	57	74	69

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表10 19家上市猪企流动比率对照表

流动比率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3	2023.6	2023.9
牧原	0.9	0.9	0.9	0.7	1.1	0.7	1.1	0.9	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
温氏	1.1	1.2	1.7	1.9	1.6	1.6	1.9	1.4	1.8	1.5	1.4	1.1	1.1
天邦	0.8	0.7	1.1	0.9	1.2	0.7	0.5	1.1	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
正邦	0.8	0.9	1.1	1.1	0.8	0.7	0.7	1.2	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
天康	1.4	1.5	1.6	1.5	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5	2.0	1.8	1.7	1.6
金新农	3.5	3.3	1.7	1.0	0.9	0.7	0.7	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
新希望	0.9	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
唐人神	1.2	1.0	1.6	1.2	1.2	1.1	0.9	1.4	1.3	1.1	1.0	1.0	1.2
傲农	0.8	0.8	0.9	0.8	1.0	0.6	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
大北农	1.5	1.6	1.9	1.7	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
家佳康	0.5	0.8	0.8	1.3	1.2	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8		0.9	
东瑞		0.7	0.7	1.1	1.0	0.9	1.9	1.7	3.8	1.1	0.8	0.7	0.7
正虹	1.0	1.3	1.5	1.5	1.4	1.8	2.4	1.5	0.7	0.5	0.5	0.5	1.0

华统	1.2	1.3	1.0	1.0	1.9	1.3	0.9	1.0	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
罗牛山	1.6	2.3	1.5	2.0	1.5	1.7	1.5	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
神农	0.9	0.9	0.9	1.3	1.6	1.1	2.5	2.6	5.1	4.0	3.9	2.8	2.4
新五丰	1.9	1.4	3.0	2.8	3.0	2.7	2.3	1.8	1.5	1.2	1.3	1.5	1.3
巨星		1.1	1.5	1.4	1.8	1.8	1.8	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
京基	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	1.3	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
均值	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 19 家上市猪企速动比率对照表

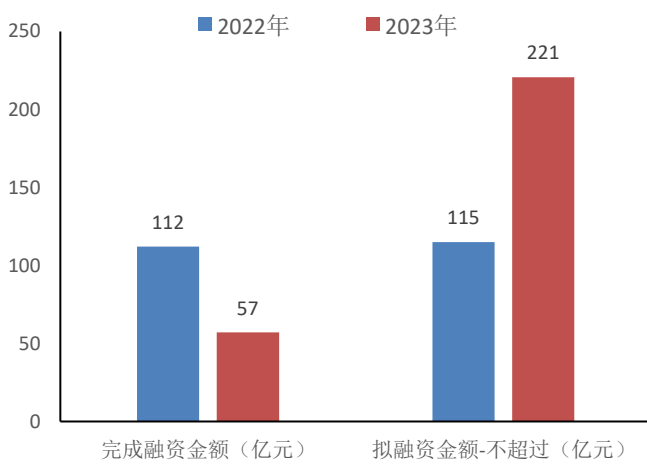
速动比率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3	2023.6	2023.9
牧原	0.2	0.3	0.5	0.2	0.5	0.3	0.7	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
温氏	0.3	0.3	0.7	0.8	0.7	0.7	1.0	0.6	1.0	0.6	0.6	0.5	0.5
天邦	0.5	0.3	0.6	0.5	0.5	0.2	0.3	0.6	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
正邦	0.4	0.4	0.7	0.7	0.3	0.3	0.3	0.7	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
天康	0.7	0.8	1.0	1.0	1.5	0.9	0.8	0.6	0.8	1.0	0.8	0.9	1.0
金新农	2.5	2.4	1.5	0.7	0.6	0.5	0.5	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
新希望	0.5	0.6	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
唐人神	0.6	0.5	1.1	0.7	0.6	0.6	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.7
傲农	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
大北农	0.8	1.1	1.5	1.2	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
家佳康	0.3	0.6	0.7	1.1	1.0	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6		0.7	
东瑞		0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	1.2	1.3	3.0	0.6	0.5	0.5	0.4
正虹	0.3	0.5	0.5	0.7	0.5	0.8	1.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.7
华统	0.7	0.8	0.5	0.7	1.4	1.1	0.6	0.7	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3
罗牛山	1.0	1.4	0.8	1.3	0.9	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
神农	0.4	0.5	0.5	0.7	0.7	0.3	1.5	1.6	3.6	2.2	1.7	1.1	1.2
新五丰	0.9	0.6	1.9	1.6	1.9	1.3	0.8	0.7	0.8	0.4	0.5	0.9	0.6
巨星		0.4	0.8	0.6	1.2	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
京基	0.4	0.6	0.9	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
均值	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：Wind，华安证券研究所

2.4 2023 年上市猪企融资完成额明显下降

2022 年，我国上市猪企完成融资金额 112 亿元，拟融资金额 115 亿元；2023 年截至目前，上市猪企完成融资金额仅 57 亿元，拟融资金额大幅攀升至 221 亿元。我们认为，2023 年上市猪企实际能够完成融资金额将取决于市场整体融资环境。

图表 12 上市猪企完成融资和拟融资金额对照图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 牧原股份生猪养殖指标变化表

公告日期	公司	融资方式	募资总额
2023/4/27	牧原股份	公司债券	不超过 50 亿
2023/4/25	温氏股份	中期票据	不超过 70 亿元
2023/9/13	天邦食品	定向增发	不超过 27.2 亿
2023/9/12	傲农生物	定向增发	不超过 14.26 亿
2023/5/24	大北农	定向增发	不超过 194,296 万
2023/9/8	东瑞股份	定向增发	不超过 10.33 亿
2023/5/23	罗牛山	定向增发	不超过 179,582.38 万
2023/6/20	神农集团	定向增发	不超过 114,997.14 万

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 生猪养殖行业有望加速去产能

3.1 2022-2023 年生猪养殖效率显著提升

2022-2023 年，我国生猪养殖效率显著提升。从上市公司角度看，温氏股份 PSY 从 2022 年 5 月约 20 头上升至 2023 年 9 月 22 头以上，肉猪上市率从 2021 年 9 月 85% 上升至 2022 年 9 月 89%，并进一步上升至 2023Q3 的 91%；牧原股份 PSY 从 2022 年初 24-25 头上升至 2022 年 12 月 27 头左右，并进一步上升至 2023 年 8 月逾 28 头，MSY 从 2022 年 2 月 20 头左右上升至 2023 年 5 月 25 头左右；新希望 PSY 从 2021 年 10 月 17-18 头上升至 2022Q1 的 20 头，2022 年 12 月达到 22 头左右，2023Q3 进一步上升至 25 头，育肥成活率从 2022 年 1 月 73% 上升至 2022 年 12 月 88%，2023Q3 进一步上升至 90%；京基智农 PSY 从 2022Q1 的 21.6 头上升至 2022 年 12 月 24.9 头，并进一步上升至 2023 年 9 月 25 头，育肥猪上市率从 2022 年 10 月 86.7% 上升至 2023 年 9 月 92%。

根据涌益咨询数据，2021-2022 年中国 MSY 分别为 17.39 头、18.16 头，同比分别增长 7.4%、4.4%，1H2023MSY 上升至 18.42 头，较 2022 年上升 1.4%。根据中国畜牧业协会数据，2022 年中国 PSY20.6 头，同比增长 8.4%。

图表 14 温氏股份生猪养殖指标变化表

	配种分娩率	窝均健仔数	PSY	肉猪上市率	全程上市率
2020年12月			公司高繁母猪PSY超过20头, 高繁占比85%		
2021年7月		10以上	公司高繁母猪PSY超过20头, 高繁占比95%		
2021年9月	81%	10.3		85%	
2021年10月				87%左右	
2021年12月		10.2-10.3		88%左右	
2022年3月				88%	
2022年5月	80%以上	10.8以上	20左右	89%左右	
2022年7月	82%左右		20左右	89%	83%左右
2022年9月	85%	10.7	20左右	超90%	
2022年10月				91%	
2022年11月				92%	
2023年1月			20以上		
2023年2月	约80%		近21	约93%	
2023年3月		10.8	21.5	超92%	
2023年5月	约80%		22	92%	
2023年7月	83%	10.9	近22		
2023Q3				91%	
2023年9月	0.85	10.9	22以上		

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 15 牧原股份生猪养殖指标变化表

	窝均健仔数	PSY	肉猪上市率	全程上市率	MSY
2020Q4				80%左右	
2021Q1			91%	85%-86%	
2021年5月		24左右	90%-91%		
2021年11月	11.5左右	24左右		83%左右	
2022年1月		25		80%左右	
2022年2月		24左右			20左右
2022年4月		24左右			
2022年5月		24左右			
2022年7月		超过26		83%左右	
2022年9月		超过26		85%左右	
2022年12月		27左右		超过85%	
2023年2月	超过12	27左右		86%左右	
2023年4月		28左右		86%左右	
2023年5月		28左右		86%左右	25左右
2023年7月				87%左右	
2023年8月		28以上		87%以上	
2023年1-9月				86%	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 16 新希望生猪养殖指标变化表

	受孕率	窝均活仔数	窝均断奶数	PSY	育肥成活率
2021年1月			不到8头		
2021年7月		10.6	9.4		
2021年10月			9.7	17-18	
2022年1月	88%				73%
2022Q1	88%	10.6	8.9	20	
2022年4月		11.5	9.8	20.8	
1H2022					80%-82%
2022年6月	91%	11.4	10.4-10.5	21.5	82%
2022年7月	91%		10.4	23	85%
2022年8月	91%	11.3	10.4	23	
2022年10月			10.7左右	23以上	
2022年12月	92%			约22	88%
2023年2月				23左右	
2023Q1	90%	11.1			85%
2023年5月				23	89%
2023年6月			10.8	23.5	
2023年8月					89%
2023Q3	92%	11.5	10.8	25	90%

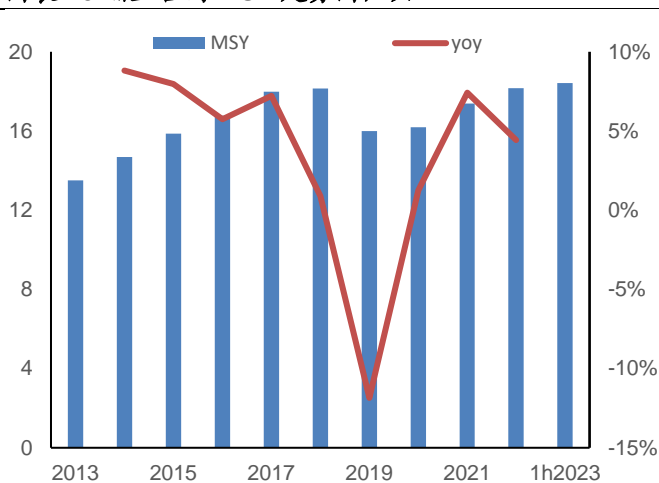
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 17 京基智农生猪养殖指标变化表

	配种分娩率	PSY	窝均活仔数	窝均断奶仔猪数	育肥猪上市率
2021年					
2022年3月					
2022Q1	88.0%	21.6	11.3	10.5	
2022年5月					
2022年10月	85.2%	约25			86.7%
2022年11月	87.0%				86.0%
2022年					
2022年12月	87.5%	约24.9			88.5%
2023年1月	88.4%		11.3	10.7	87.7%
2023年1-2月					
2023年2月	88.5%	24.3			85.7%
2023年3月					
2023Q1		24.0			86.0%
2023年6月		约25		约10.4头	89.4%
2023年8月		27.4			91.0%
2023年9月		约25			92.0%

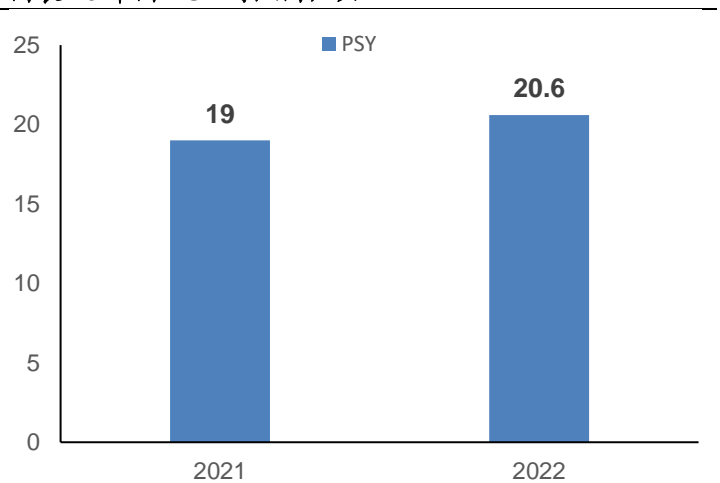
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 18 涌益咨询 MSY 走势图, 头



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 19 中国 PSY 对照图, 头

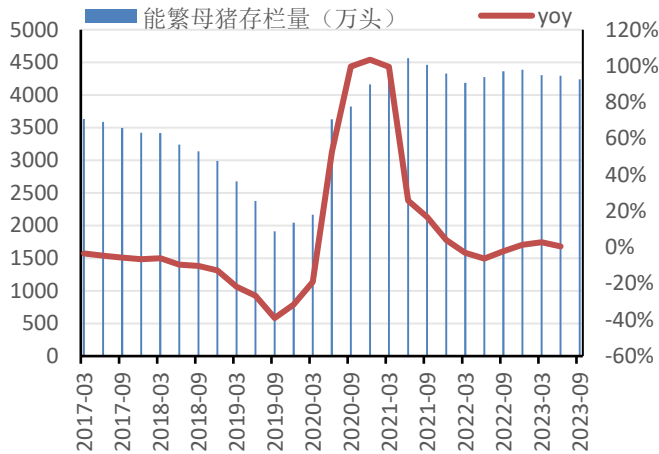


资料来源: 中国畜牧业协会年鉴, 华安证券研究所

3.2 生产效率大幅提升造成 2023 年以来猪价低迷

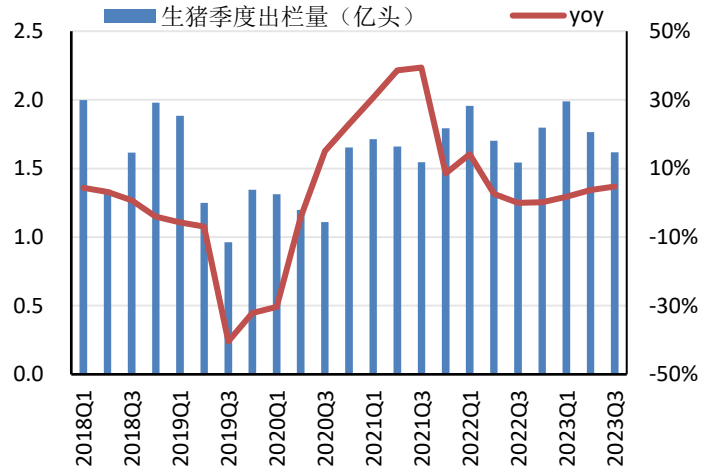
2021 年 7 月至 2022 年 4 月，全国能繁母猪存栏量处于下降通道，2022 年 5 月开始环比上升。然而，2023Q1、Q2、Q3 全国生猪出栏量同比分别增长 1.7%、3.7%、4.7%，生猪定点屠宰企业屠宰量同比分别增长 11.7%、8.3%、26.7%；2023Q1、Q2、Q3 全国生猪出栏量、全国生猪定点屠宰企业屠宰量均处于 2018 年以来同期最高水平。由此可见，生产效率大幅提升对今年以来生猪价格持续低迷起到了关键作用。

图表 20 全国能繁母猪季末存栏量及环比增速走势图



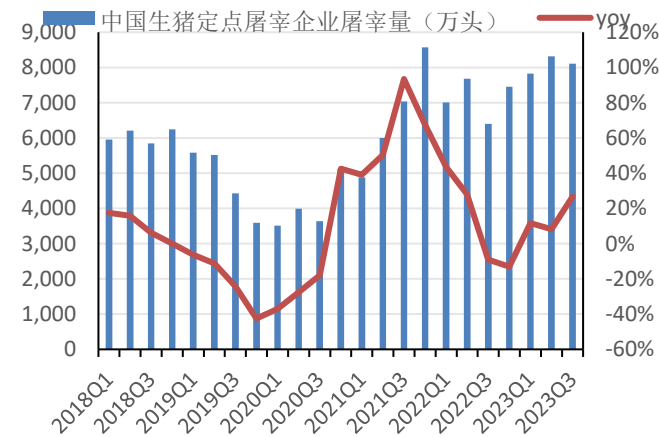
资料来源：农业农村部，统计局，华安证券研究所

图表 21 全国生猪季度出栏量走势图



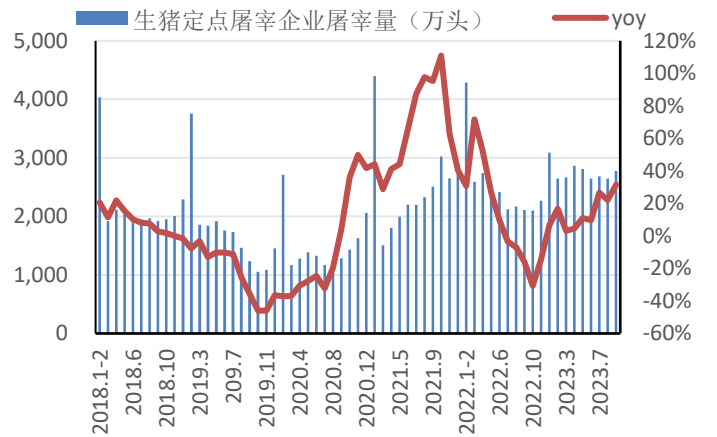
资料来源：统计局，华安证券研究所

图表 22 全国生猪定点屠宰企业屠宰量走势图-季度



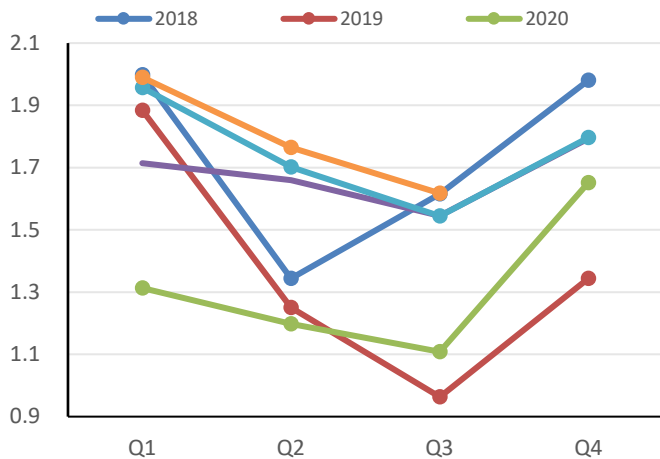
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 全国生猪定点屠宰企业屠宰量走势图-月度



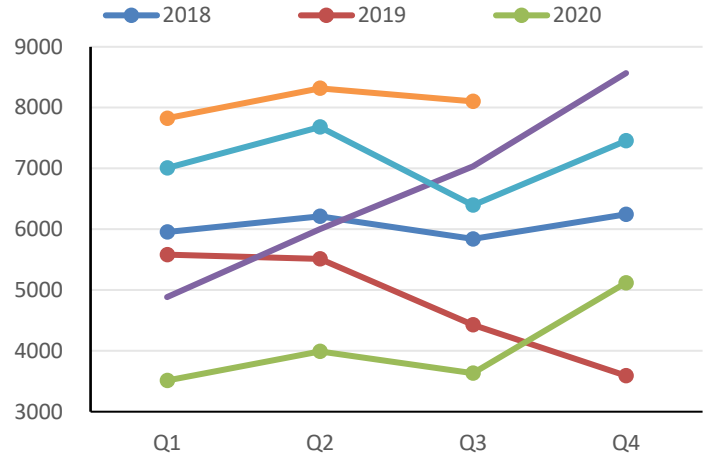
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 全国生猪季度出栏量对照图，亿头



资料来源：统计局，华安证券研究所

图表 25 全国生猪定点屠宰企业季度屠宰量对照图，万头



资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 生猪养殖行业有望加速去产能

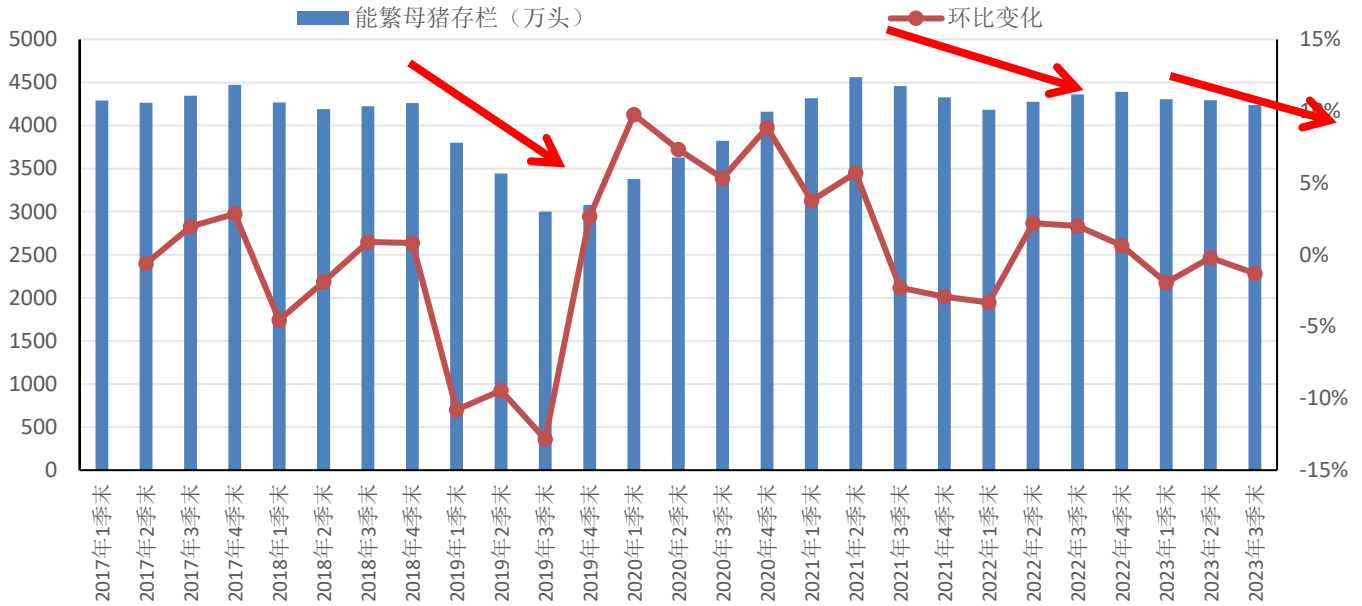
3.3.1 2023 年 10 月生猪产能去化加速

统计局、农业部数据，2018 年 4 季末-2019 年 3 季末，受非瘟疫情影响，能繁母猪存栏量累计下降 29.6%；2021 年 2 季末-2022 年 1 季末，受此前产能大幅扩张、二次育肥、压栏等多重因素影响，猪价高位崩盘，能繁母猪存栏量累计下降 8.3%；2023 年 12 月以来，猪价持续低迷，同时叠加 1-2 月北方非瘟疫情影响，能繁母猪存栏量重新进入下行通道，累计降幅 3.4%。

2022 年 12 月-2023 年 10 月，上海钢联规模养殖场能繁母猪存栏环比变化，0.75%、-0.15%、-0.17%、-0.22%、-0.16%、0%、-0.49%、0.02%、0.32%、-0.41%、-0.35%，11 个月累计降幅 0.86%；上海钢联中小散户能繁母猪存栏环比变化，-2.52%、-1.78%、-1.21%、-1.89%、-1.81%、-0.29%、-3.01%、-0.06%、-0.42%、-0.42%、-3.08%，11 个月累计降幅 16.49%。

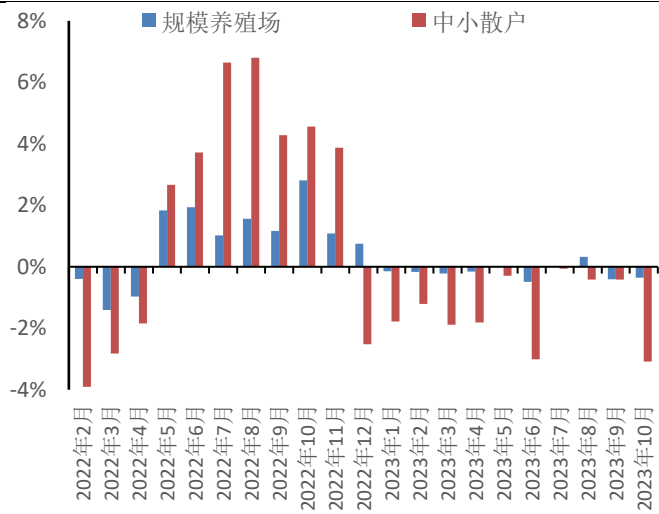
2022 年 12 月-2023 年 10 月，涌益咨询能繁母猪存栏环比变化，-1.1%、-0.39%、-1.84%、-1.95%、0.04%、-0.93%、-1.68%、-0.22%、0.04%、-0.27%、-0.85%，11 个月累计降幅 9.15%。

图 26 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部



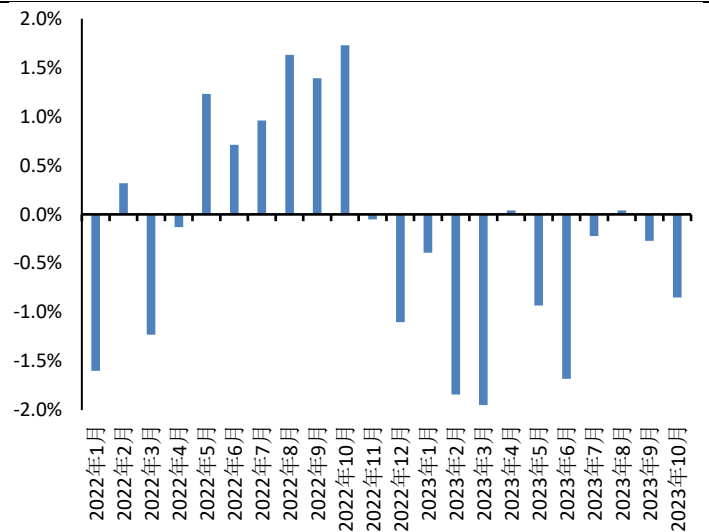
资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

图 27 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图 28 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

3.3.2 生猪养殖行业有望加速去产能

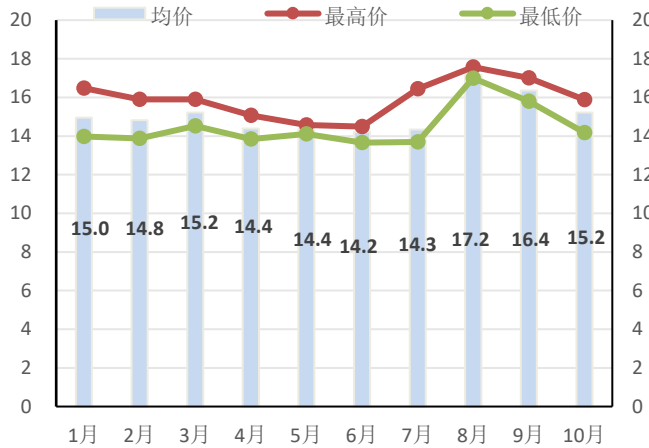
根据统计局、农业部数据，2022 年 10-12 月全国能繁母猪存栏量环比分别增长 0.4%、0.2%、0.6%，同比分别增长 0.7%、2.1%、1.4%，且生产效率大幅提升造成生猪出栏量同比大幅提升，2023Q4 猪价有望维持低位。目前看，十一前猪价不涨反跌，节后猪价短暂回升后再次回落。

根据统计局、农业部数据，2023 年 1 季末全国能繁母猪存栏量 4305 万头，同比增长 2.9%，2023 年 2 季末 4296 万头，同比增长 0.4%。由于 2023 年生猪养殖效率趋势上行，我们判断 1H2024 生猪养殖效率会高于 2023Q4，粗略估计

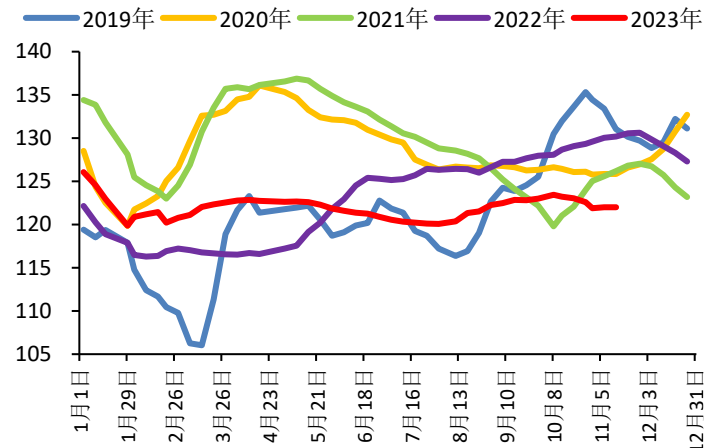
1H2024 生产效率较 1H2023 同比提升幅度有望接近 10%，1H2024 全国生猪出栏量同比有望增长 10%左右，生猪价格大概率较 2023 年上半年更低迷。猪易通数据，1H2023 生猪均价 14.7 元/公斤，最低价 13.7 元/公斤；其中，2023Q1 生猪均价 15.0 元/公斤，最低价 13.9 元/公斤，2023Q2 生猪均价 14.3 元/公斤，最低价 13.7 元/公斤。生猪价格持续低迷，有望加速产能去化。

值得注意的是，生猪均重会影响到猪肉供应量，若 1H2024 出栏生猪均重同比明显下降，会抵消生猪出栏量大幅增长对猪价造成的负面影响，我们需持续跟踪出栏生猪均重变化。

图表 29 2023 年月度生猪均价、最高价、最低价对照图



图表 30 2019-2023 年生猪出栏均重对照图



资料来源：猪易通，华安证券研究所

资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

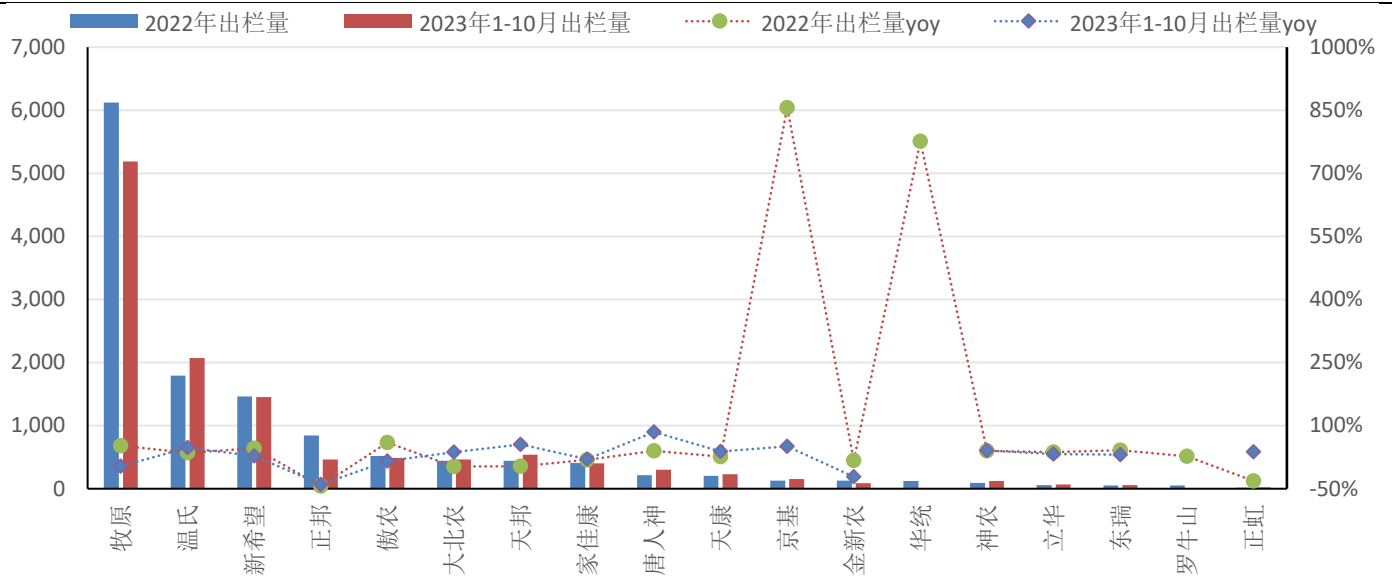
4 上市猪企出栏量、完全成本继续分化

4.1 上市猪企出栏增速分化大

2022 年，上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 6210、温氏股份 1791、新希望 1461、正邦科技 845、傲农生物 519、大北农 443、天邦食品 442、中粮家佳康 407、唐人神 216、天康生物 203、京基智农 126、金新农 126、华统股份 120、神农集团 93、立华股份 56、东瑞股份 52、罗牛山 50、正虹科技 17；出栏量同比增速从高到低依次为，京基智农 856%、华统股份 776%、傲农生物 60%、牧原股份 52%、新希望 46%、东瑞股份 42%、唐人神 40%、神农集团 40%、立华股份 37%、温氏股份 35%、罗牛山 27%、天康生物 26%、中粮家佳康 18%、金新农 18%、天邦食品 3%、大北农 3%、正虹科技-32%、正邦科技-43%。

2023 年 1-10 月，上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 5189、温氏股份 2072、新希望 1453、天邦食品 539、傲农生物 490、大北农 463、正邦科技 462、中粮家佳康 403、唐人神 302、天康生物 229、京基智农 152、神农集团 123、金新农 85、立华股份 68、东瑞股份 55、正虹科技 19；出栏量同比增速从高到低依次为，唐人神 85%、天邦食品 55%、京基智农 51%、温氏股份 47%、神农集团 41%、天康生物 39%、大北农 37%、正虹科技 37%、立华股份 32%、东瑞股份 31%、新希望 28%、中粮家佳康 20%、傲农生物 16%、牧原股份 4%、金新农-22%、正邦科技-40%。

图表 31 主要上市猪企生猪出栏量对照图，万头、%



资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

图表 32 2023 年主要上市猪企月度出栏量及增速

单月销量 (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	京基	立华
1月	884	159	38	57	16	5	129	23	42	49	39	5	3	16	4	9	13	7
2月	884	194	40	67	20	14	173	29	50	49	47	7	2	18	6	14	13	9
3月	500	207	54	49	21	9	169	27	47	45	41	8	2	19	7	12	14	8
4月	534	211	46	57	25	8	157	27	43	50	38	6	3	20	7	10	13	4
5月	576	209	66	42	26	11	144	30	50	45	37	5	2	20	7	11	15	3
6月	531	199	62	28	24	8	126	31	61	39	42	4	1	22	6	11	15	6
7月	570	213	51	33	26	7	138	32	45	43	44	4	2	19	6	14	16	8
8月	567	214	53	49	26	10	131	28	46	45	37	5	2	16	6	14	18	6
9月	537	226	49	33	24	6	137	38	61	50	39	5	2	17	6	16	17	8
10月	488	240	79	48	23	8	147	38	46	47	38	4	2			12	16	9
单月销量 yoy																		
	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	京基	立华
1月	13	5	0	-41	25	-29	0	78	10	19	-2	14	72	644	-9	11		47
2月	13	81	40	35	148	105	77	134	64	75	31	146	126	215	133	169		216
3月	-16	43	61	-50	25	-55	19	104	29	21	3	68	24	130	102	35		379
4月	-15	48	20	-38	55	-6	40	62	11	44	4	44	34	118	42	37		43
5月	-2	58	72	-44	36	-7	38	96	18	62	-14	40	7	72	90	30		-21
6月	1	62	99	-63	15	-40	29	91	25	37	38	13	-30	89	48	74		54
7月	24	61	56	-63	54	-28	47	75	4	60	77	4	39	102	41	133	76	150
8月	16	43	68	-20	25	7	39	60	-5	32	42	35	98	27	63	77	67	5
9月	20	43	32	-51	17	-35	18	83	31	21	57	6	7	33	28	169	-8	30
10月	2	45	105	-25	60	-42	1	84	-9	25	14	-20	179			57	46	80
累计销量 (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	京基	立华

1月	884	159	38	57	16	5	129	23	42	49	39	5	3	16	4	9	13	7
1-2月		352	79	124	36	19	302	52	92	98	86	13	4	35	10	23	27	15
1-3月	1385	560	133	173	57	28	472	78	139	144	127	21	6	53	17	35	41	24
1-4月	1919	770	178	229	81	36	629	105	181	193	165	27	9	74	24	45	55	28
1-5月	2495	980	245	271	107	47	773	135	231	239	203	33	11	93	31	56	70	30
1-6月	3027	1179	306	299	131	54	899	166	292	278	245	37	12	115	38	67	84	37
1-7月	3596	1392	357	331	157	62	1037	198	337	321	289	41	13	134	44	81	100	45
1-8月	4164	1606	411	380	182	72	1169	225	383	366	326	46	15	151	50	95	118	51
1-9月	4701	1833	459	414	206	78	1306	263	444	416	364	50	18	168	56	111	135	58
1-10月	5189	2072	539	462	229	85	1453	302	490	463	403	55	19			123	152	68
累计销量 yoy																		
	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	京基	立华
1月	13	5	0	-41	25	-29	0	78	10	19	-2	14	72	644	9	23		95
1-2月		37	18	-15	73	37	33	105	34	41	13	66	89	331	41	99		161
1-3月	0	39	32	-29	51	-17	28	105	32	34	9	67	64	229	61	88		215
1-4月	-5	41	29	-31	52	-15	30	92	27	36	8	61	53	189	55	79		167
1-5月	-4	45	38	-34	48	-13	32	93	25	41	3	57	41	153	62	63		107
1-6月	-3	47	47	-38	41	-19	31	92	25	40	8	51	29	137	60	59	66	87
1-7月	0	49	49	-42	43	-20	33	89	22	43	15	44	22	131	57	57	67	83
1-8月	2	48	51	-40	40	-17	34	85	18	41	17	43	35	112	57	52	67	56
1-9月	4	48	49	-41	37	-19	32	85	19	38	20	38	31	100	54	54	51	39
1-10月	4	47	55	-40	39	-2%	28	85	16	37	20	31	37			41	51	32

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 上市猪企完全成本继续分化

2023Q3，主要上市猪企的完全成本仍处于下降通道。牧原股份仍处于第一梯队，Q3成本降至14.5元/公斤，温氏股份、神农集团、巨星农牧、中粮家佳康、华统股份、京基智农处于第二梯队，成本处于16-17元/公斤。

图表 33 主要上市猪企成本对照表

类别	具体公司	2023Q3 完全成本（元/公斤）
第一梯队	牧原股份	14.5
第二梯队	温氏股份、神农集团、巨星农牧、中粮家佳康、华统股份、京基智农	16-17
第三梯队	天康生物、唐人神	17-18
其他	新希望、东瑞股份	正常运营场线，新希望 16.3、东瑞股份 17.8

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 估值及投资建议

根据官方数据测算，我国历史生猪产能去化幅度均超过 8%，而本轮下行周期产能去化仅 3.4%，需进一步去化才能迎来新的猪价上行周期。生猪养殖效率大幅提升造成 2023 年以来猪价疲弱，我们判断生猪价格持续低迷有望加速产能去化。

①受生猪疫情及猪价低迷影响，10 月能繁母猪存栏量环比加速下行，上海钢

联 10 月能繁母猪存栏量环比下降 0.44%（9 月环比降 0.41%），其中，规模场环比下降 0.35%（9 月环比降 0.41%），中小散户环比下降 3.08%（9 月环比降 0.42%）；涌益咨询：10 月能繁母猪存栏量环比下降 0.85%，9 月环比下降 0.27%；

②2023 年 1 季末、2 季末，全国能繁母猪存栏量同比分别增长 2.9%、0.4%，随着养殖效率的持续改善，1H2024 全国生猪出栏量有望实现同比 10%左右增长，生猪价格大概率较 2023 年上半年更低迷；

③9 月以来，仔猪养殖持续亏损，1H2024 行业大概率出现育肥猪、仔猪销售同时亏损的局面，较 1H2023 明显恶化；

④生猪产业资金链紧张。

根据 2023 年生猪出栏量，估计温氏头均市值 3604 元、牧原 3052 元、新五丰 3100 元、新希望 2275 元、天康生物 1900 元、中粮家佳康 1800 元。一、二线龙头猪企估值多数处历史底部，估值已先于基本面调整到位，继续推荐生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份、巨星农牧、唐人神、天康生物。

图表 34 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)		3,052	3,604	1,236	1,900	2,275	1,150	2,283	1,800	4,700	4,000	5,367	3,100
总市值 (亿元)		2,045	1,237	71	97	455	69	287	81	47	100	161	124

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2023 年 11 月 13 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述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—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。