

## 把握周期低迷&估值低位阶段的猪股配置时机

### ——“读懂猪周期”系列报告二十

#### 核心观点:

- **12月上市猪企量增22%，对应前期产能扩张期。**12月我国上市养殖企业生猪销量合计约为1561万头，环比+15.19%，同比+21.78%；在出栏同比方面，除\*ST正邦、东瑞股份、新希望同比下行以外，其余均保持增长状态。23Q2以来大部分上市猪企处逐步去产能过程中，对应24年上市猪企出栏增量或放缓。
- **12月猪价旺季不旺，均重现旺季不高状态。**12月上市猪企生猪销售均价约13.42元/kg（剔除东瑞股份计算），环比-4.5%，低于行业均价约8.6%。其中具备相对价格优势的猪企包括中粮家佳康、华统股份、温氏股份、神农集团，主要受益于销售区域价格相对优势。12月上市养殖企业均重环均值约119.18kg，低于行业均值，环比-1.46%，同比-6.25%。我们认为一方面可能是因冬季疫病等情况提前出栏，导致规模企业均重下行，另一方面可能是中小散户超大猪比例高，整体均重高于规模养殖企业。
- **Q4上市猪企出栏同比+17%，市占率创新高。**23Q4，15家上市猪企合计出栏约4162万头，环比+11.3%，同比+17.3%。在季度同比方面，仅东瑞股份、金新农、傲农生物和新希望出栏下行（-23%、-10.6%、-3.3%、-2%），而增长显著的有天邦食品、华统股份、唐人神、天康生物等，主要源于产能增长显著、原有基数相对较小等不同因素。15家上市猪企市占率持续上行，自2017年的5.57%上涨至23年的20.69%；其中23Q4市占率达21.98%，创历史新高。
- **Q4猪价同比降幅近40%，年度亏损或创新高。**23Q4我国生猪行业季度均价15.09元/kg，季度同比-38.5%，季度内猪价呈低位震荡下行状态。上市猪企生猪均价14.1元/kg，同比-38.7%，低于行业水平我们认为与销售区域、销量、超大猪比例等因素有关。23Q4生猪行业自繁自养头均亏损约218.93元，环比Q3头均亏损增加110.44元。23年自繁自养亏损均值230.71元/头，为2010年以来的第二次年度亏损。对于上市猪企来说，考虑Q4均价环比-9%、季度出栏环比+11%，不考虑季度间成本变化（疫情导致成本上升，饲料成本存下行走势），23Q4环比亏损幅度将显著加剧，部分猪企年度亏损幅度或创新高。
- **基于产能/疫病进展等因素对2024年猪价走势的预判。**观察我国2009年以来年度生猪出栏量走势与年度生猪均价的关系，我们发现两者呈现显著反向关系。估算作用于24年的产能同比-93万头左右；假若24年MSY同比+0.37以内，那么24年肥猪出栏量同比下行，生猪年度均价同比上行。另外基于能繁母猪&肥猪出栏推演，我们认为24Q1猪价整体处于低位震荡状态，难有回升趋势。假若冬季疫病或者其他因素再次引发价格大幅波动，那么3-4月二次育肥现象将显著增加，导致市场情绪受到刺激，叠加24年3月预期肥猪出栏拐点下行，或致24Q2猪价波动加剧。
- **投资建议：**我们认为布局猪周期于持续亏损阶段具备显著安全边际。在当前猪价低迷、行业产能高位下行的过程中，着重关注成本控制能力优秀、财务压力相对较小的猪企，叠加考虑潜在出栏弹性预期以及个股估值水平，我们建议在行业悲观的时候积极关注优质生猪养殖个股，其中“大猪企”可关注温氏股份、牧原股份，“小猪企”可关注天康生物。
- **风险提示：**畜禽价格不达预期的风险，动物疫病的风险，政策的风险等。

#### 农林牧渔

#### 推荐

维持评级

#### 分析师

谢芝优

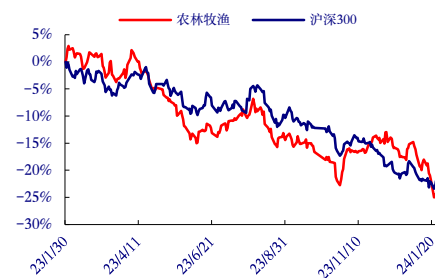
☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

#### 相对沪深300表现图

2024-1-25



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

“读懂猪周期”系列深度报告一: 在时间维度下看“硬”指标对生猪未来走势的预判

“读懂猪周期”系列深度报告二: 天康生物(002100.SZ): 享周期弹性与成长潜力的养殖全产业链企业

“读懂猪周期”系列深度报告三: 以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑

“读懂猪周期”系列深度报告四: 猪价短期承压, 上行主趋势坚定

“读懂猪周期”系列深度报告五之新希望(000876.SZ): 猪价弹性+出栏高增长, 农牧龙头腾飞时

“读懂猪周期”系列深度报告六: 从猪周期探底角度看养殖个股布局

“读懂猪周期”系列点评报告七: 生猪养殖板块配置正当时!

“读懂猪周期”系列点评报告八: 1月生猪养殖企业出栏数据及行业产能解读

“读懂猪周期”系列深度报告十: 唐人神(002567.SZ): 生猪养殖新秀, 稳步迈向24年500万头

“读懂猪周期”系列报告十一: 寻找模糊的正确, 紧抓猪周期配置窗口

## 目 录

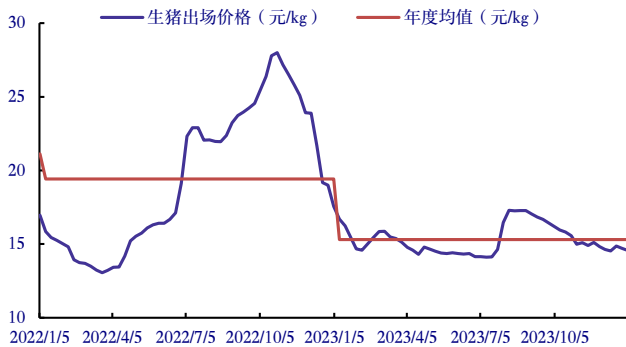
一、把握周期低迷&估值低位阶段的猪股配置时机.....	3
二、12月上市猪企量增显著，价低致亏损加剧.....	4
（一）12月上市猪企量增22%，对应前期产能扩张期.....	4
（二）12月猪价旺季不旺，均重现旺季不高状态.....	5
（三）12月亏损加剧，能繁母猪产能去化延续.....	7
三、23年上市猪企市占率创新高，年度亏损显著.....	8
（一）Q4上市猪企出栏同比+17%，市占率创新高.....	8
（二）Q4猪价同比降幅近40%，年度亏损或创新高.....	9
四、基于产能/疫病进展等因素对2024年猪价走势的预判.....	11
（一）2024猪价年度变化探讨.....	11
（二）2024猪价年内走势探讨.....	12
五、投资建议.....	14
六、风险提示.....	17

## 一、把握周期低迷&估值低位阶段的猪股配置时机

2023 年我国生猪价格处于低位运行过程中，年度生猪均价 15.31 元/kg（大中城市），同比-21.2%，其中 8 月上旬出现年内猪价高点 17.3 元/kg，随后继续震荡下行。23 年全年生猪养殖行业处于去产能状态下，23 年 12 月末我产能母猪存栏量为 4142 万头（近三年最低点），季度环比-2.31%，相比于 22 年末（最近的产能高点）去化 248 万头（约-5.65%）。基于上述数据，我们认为 2023 年的猪周期是属于产能高位去化的一年，SW 生猪养殖指数持续低迷，年度下跌 8.4%，估值持续处于历史低位区域。

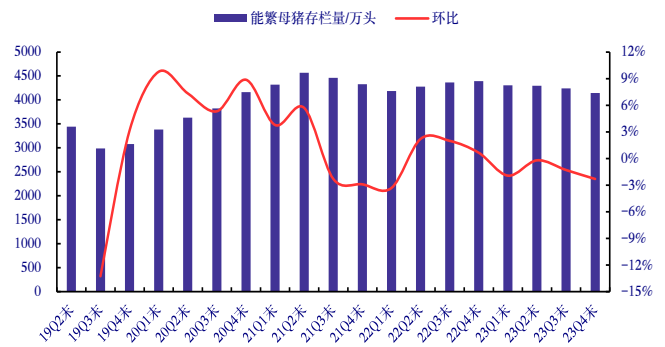
本文主要从上市猪企月度出栏数据（量、价、均重等）探寻大规模养殖企业的现存状态，并据此延伸至季度、年度层面，观察猪周期运行阶段。最后我们基于现有产能数据、疫病发展、盈亏情况等对 2024 年猪价走势做出相关预判，我们认为应在当前猪周期低迷阶段（包括产能持续去化、亏损持续等）、估值历史低位区间，进行生猪养殖优秀个股的积极布局。

图1：23 年我国大中城市生猪出场价均值 15.31 元/kg，同比-21.2%



资料来源：国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

图2：23 年末我国能繁母猪存栏 4142 万头，同比-5.65%



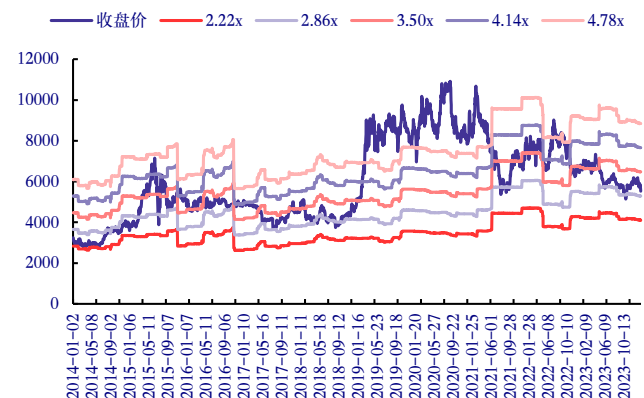
资料来源：农业农村部，国家统计局，中国银河证券研究院

图3：2023 年 SW 生猪养殖板块指数走势情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2014 年至今 SW 生猪养殖 PB Bands 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、12月上市猪企销量显著，价低致亏损加剧

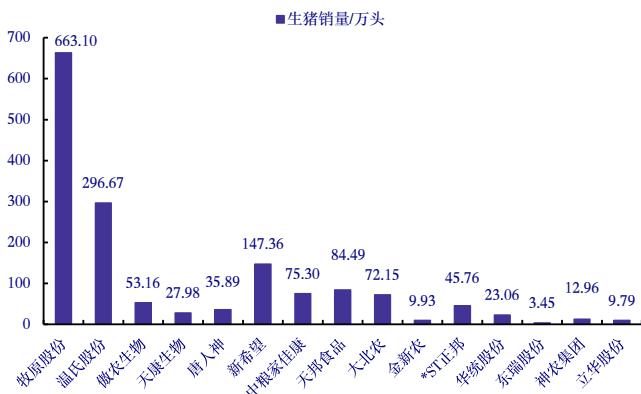
### (一) 12月上市猪企销量增22%，对应前期产能扩张期

2023年12月我国上市养殖企业生猪销量合计约为1561.05万头，环比+15.19%，同比+21.78%；其中头部猪企牧原股份、温氏股份、新希望当月出栏量分别为663.1万头、296.7万头、147.4万头，环比+25.23%、+15.26%、-12.07%，同比+10.02%、+58.38%、-5.95%。

除上述头部企业来看，其余12家上市猪企披露的月度数据中，在出栏环比方面，仅天邦食品、东瑞股份、神农集团3家公司销量环比为负，分别为-12.07%、-19.58%、-19.95%；其余上市养殖企业月度出栏量均环比上行，其中环比增幅显著的有中粮家佳康(+78.86%)。在出栏同比方面，除\*ST正邦、东瑞股份同比下行以外，其余均保持增长状态；其中金新农、中粮家佳康、华统股份、天邦食品、天康生物同比涨幅领先，分别达+153.96%、+85.01%、+80.04%、+74.64%、+40.74%。

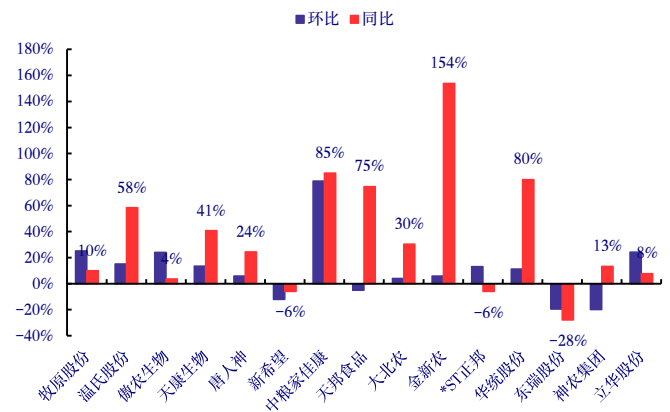
从月度时间轴来看，23年12月上市猪企出栏量高企，结合能繁母猪存栏量角度看，两者基本保持一致趋势。能繁母猪大致影响10个月以后的生猪出栏量，我们观察23Q1末上市猪企生产性生物资产数据发现，该时点基本处于大部分上市猪企的产能高位区间，也就意味着10个月以后生猪出栏量的高位。23Q2以来，大部分上市猪企处于逐步去产能过程中，后续上市猪企出栏增量或放缓。

图5：23年12月上市养殖企业生猪销量1561.05万头



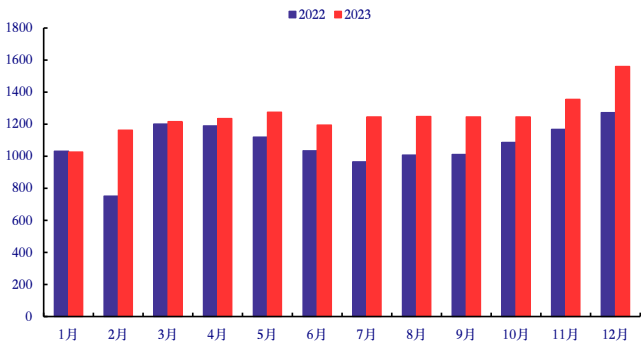
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图6：23年12月上市养殖企业生猪销量环比+15%，同比+22%



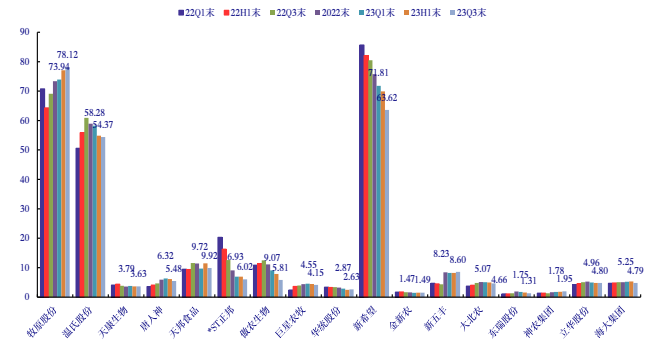
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图7：22、23年上市养殖企业月度生猪销量变化/万头



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院（注：牧原股份23年1、2月出栏按各50%估算）

图8：观察23Q1末生产性生物资产情况与12月出栏量的关系/亿元



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：2023 年 12 月上市养殖企业生猪出栏相关数据

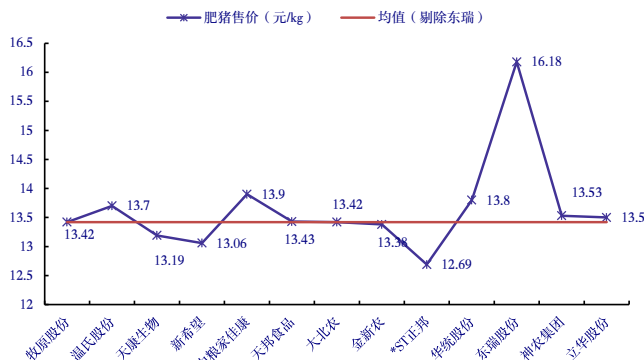
代码	企业名称	生猪销量/万头	环比	同比	肥猪均价（元/kg）	均重/kg
002714.SZ	牧原股份	663.10	25.23%	10.02%	13.42	
300498.SZ	温氏股份	296.67	15.26%	58.38%	13.70	
603363.SH	傲农生物	53.16	24.12%	3.61%		
002100.SZ	天康生物	27.98	13.60%	40.74%	13.19	
002567.SZ	唐人神	35.89	5.96%	24.45%		
000876.SZ	新希望	147.36	-12.07%	-5.95%	13.06	
1610.HK	中粮家佳康	75.30	78.86%	85.01%	13.90	
002124.SZ	天邦食品	84.49	-5.06%	74.64%	13.43	
002385.SZ	大北农	72.15	4.02%	30.45%	13.42	117.92
002548.SZ	金新农	9.93	5.98%	153.96%	13.38	
002157.SZ	正邦科技	45.76	13.15%	-6.06%	12.69	129.43
002840.SZ	华统股份	23.06	11.34%	80.04%	13.80	
001201.SZ	东瑞股份	3.45	-19.58%	-27.82%	16.18	
605296.SH	神农集团	12.96	-19.95%	13.30%	13.53	
300761.SZ	立华股份	9.79	24.24%	7.82%	13.50	
	<b>合计</b>	<b>1561.05</b>	<b>15.19%</b>	<b>21.78%</b>	<b>13.42</b>	

资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理（注：生猪销售均价剔除东瑞股份；牧原股份 23 年 1、2 月出栏按各 50%估算）

## （二）12 月猪价旺季不旺，均重现旺季不高状态

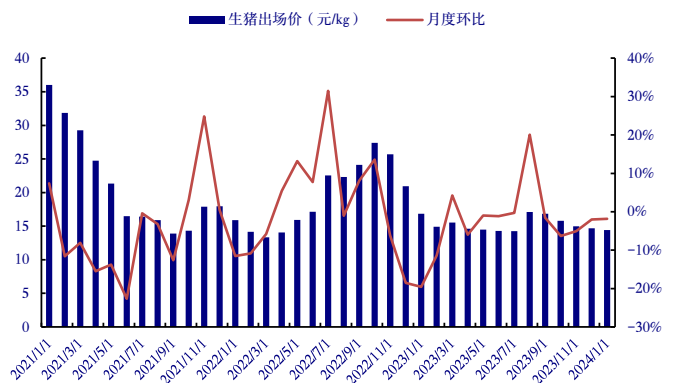
上市猪企月度猪价跌破 14 元/kg，低于行业水平。根据国家发展和改革委员会数据统计，23 年 12 月行业生猪均价约为 14.69 元/kg，环比 11 月-2.02%。而上市养殖企业层面，12 月生猪销售均价约为 13.42 元/kg（剔除东瑞股份计算），环比-4.46%，低于行业均价约 8.6%。从各猪企生猪售价来看，具备相对价格优势的猪企包括中粮家佳康、华统股份、温氏股份、神农集团，主要受益于销售区域价格相对优势。

图9：23 年 12 月上市猪企生猪销售均价 13.42 元/kg（不含东瑞股份）



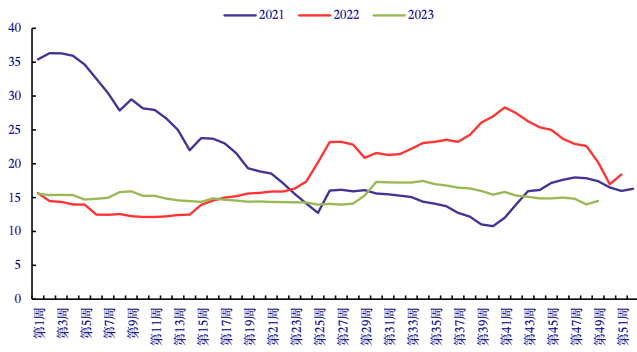
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图10：23 年 12 月行业生猪均价为 14.69 元/kg，环比-2.02%



资料来源：国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

图11: 23年我国生猪价格整体呈低位震荡走势(元/kg)



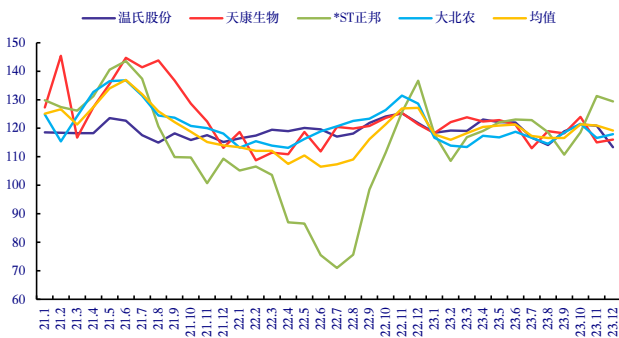
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**12月均重基本保持稳定,上市猪企均值119kg。**23年12月上市养殖企业均重环比下行,对应均重约为119.18kg,环比-1.46%,同比-6.25%。根据涌益数据统计,23年12月行业出栏均重约为123.08kg(为2019年以来的同期最低点),环比+0.49%,同比-4.54%。对比来看,上市养殖企业出栏体重低于行业平均水平,我们认为一方面可能是因冬季疫病等情况提前出栏,导致规模企业均重下行,另一方面可能是中小散户超大猪比例高,整体均重高于规模养殖企业。

从2023年全年维度来看,行业层面出栏均重波动方差较小,在120-123之间波动,年度均值约为121.87kg,同比-1.13%。一般来说,每年11-12月为年内肥猪消费高峰,而23年其对应均重并未现显著上涨走势。23年11-12月生猪出栏均重分别为122.47kg、123.08kg,环比+0.06%、+0.49%,同比-5.79%、-4.54%,是2019年以来的最低值,成为均重层面的旺季不旺状态。我们认为一方面是消费层面的收缩,另一方面是冬季疫病提前蔓延带来的小体重猪出栏占比提升,拉低均重。

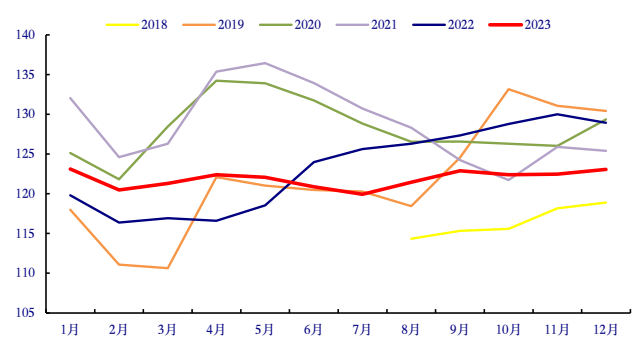
**10月疫病初现,12月不同地区间反复。**基于生猪出栏体重结构数据,我们可以观察生猪疫病的严重程度。10月中旬开始,生猪出栏中90kg以下占比由4.94%提升至7.29%,期间高位震荡,至12月上旬至年内高点7.35%,并持续保持在高位区间。我们认为10月以来生猪疫病处于扩散蔓延状态,导致部分生猪提前出栏。

图12: 23年12月部分上市公司出栏均重均值为119.18kg



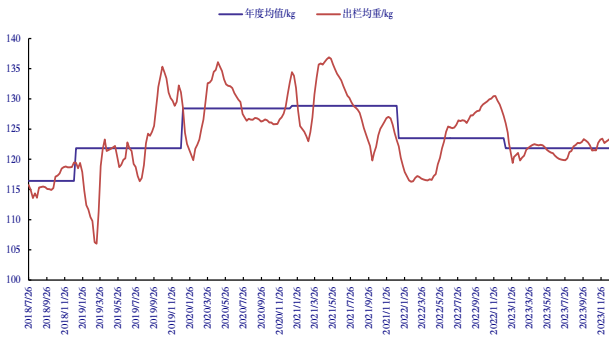
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图13: 2023年12月肥猪出栏均重123.08kg,环比+0.49%



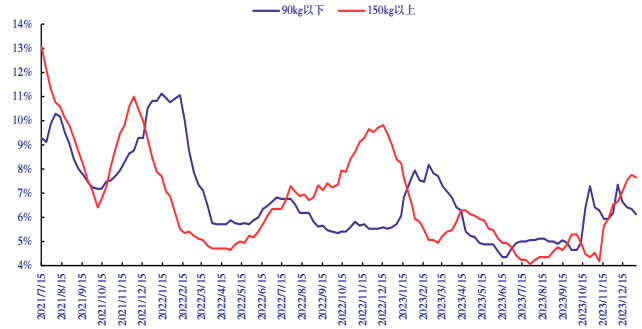
资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图14：2018年7月至23年末生猪出栏体重走势



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图15：21年7月至23年末生猪出栏体重结构变化



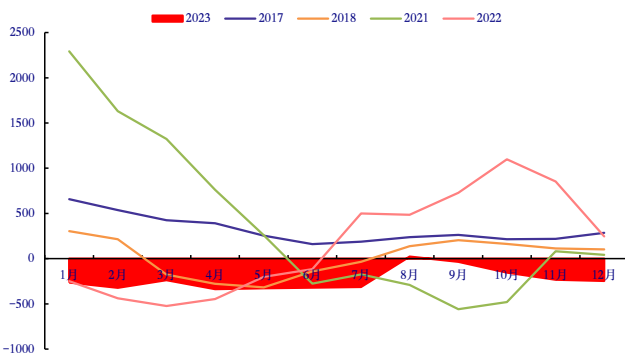
资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

### （三）12月亏损加剧，能繁母猪产能去化延续

23年12月行业内自繁自养生猪养殖月均亏损246.55元/头，2023年年均亏损230.71元/头，期间仅8月实现盈亏平衡，略有盈利22.73元/头。在全年持续消耗现金流的情况下，养殖企业/户的压力在逐步积累。23年12月在持续亏损、现金流压力、疫情疫病等状况下，产能去化成为必然（上海钢联/涌益咨询/畜牧业协会：12月能繁母猪环比分别为-2.09%/-0.84%/-2.1%）。牧原股份作为头部猪企中的成本控制领先企业，我们估算其12月育肥猪头均亏损约216元，环比亏损增加约86元。那么，对于其他养殖企业来说，头均亏损幅度将更大。

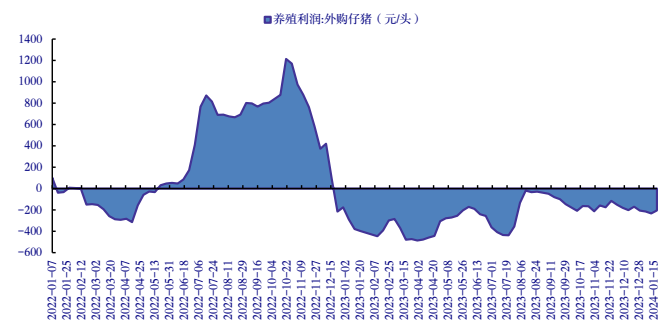
综合来说，在供应放大的当下过程中，叠加消费不及预期带来的猪价低迷，同时考虑亏损时长的累加，猪企及中小规模养殖户都处于极大的压力之下，加之冬季疫病高发的不稳定因素，我们认为能繁母猪产能去化将持续，关注24Q1去化幅度。

图16：2023年自繁自养生猪月均亏损246.55元/头



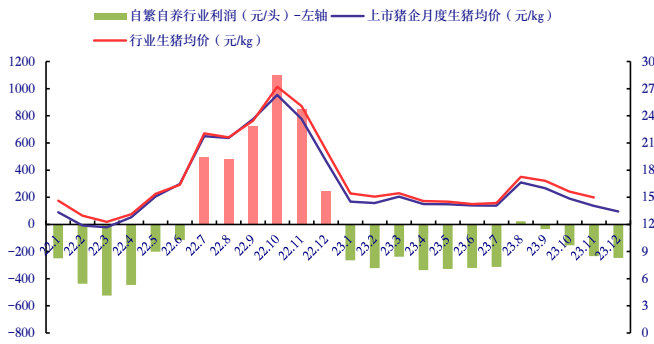
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：2023年外购仔猪养殖全年亏损状态（均值-261元/头）



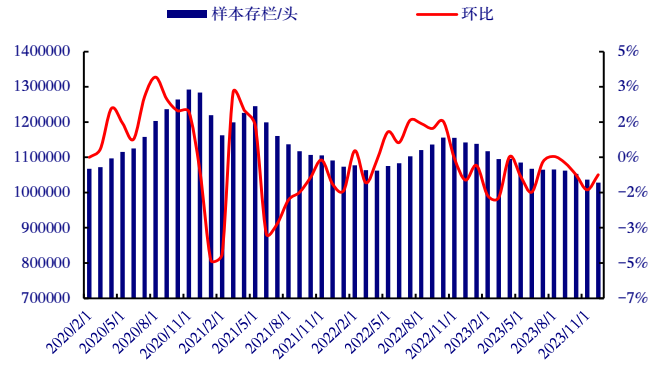
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：2022-23年自繁自养利润与猪价间的走势关系



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图19：2020年以来能繁母猪样本存栏变化情况



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

### 三、23年上市猪企市占率创新高，年度亏损显著

#### （一）Q4上市猪企出栏同比+17%，市占率创新高

2023Q4，15家上市猪企合计出栏约4162万头，环比+11.28%，同比+17.27%。从具体季度环比增速看，仅东瑞股份、神农集团、傲农生物呈下行走势，分别为-12.7%、-7.5%、-6.5%；其余均环比上行。在季度同比方面，仅东瑞股份、金新农、傲农生物和新希望出栏下行（-23%、-10.6%、-3.3%、-2%），而增长显著的主要有天邦食品、华统股份、唐人神、天康生物等，分别为+89.9%、+70.5%、+47.2%、+45.3%，主要源于产能增长显著、原有基数相对较小等不同因素。

从生猪市占率角度看，15家上市猪企市占率持续上行，自2017年的5.57%上涨至23年三季度末的20.24%（同比+2.27pet），创历史新高。尤其是20年以来，市占率提升幅度扩大，呈现加速模式。根据国家统计局数据，2023年我国生猪出栏量为72662万头，同比+3.81%，其中23Q4出栏18939万头，同比+5.42%。我们估算2023年上市猪企生猪销售市占率达20.69%，其中2023Q4市占率达21.98%，创历史新高。

表2：2023Q4，15家上市养殖企业生猪季度出栏相关数据

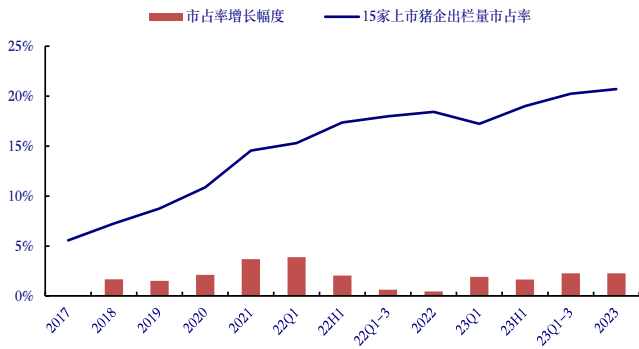
代码	企业名称	22Q4/万头	23Q3/万头	23Q4/万头	季度环比	季度同比	2023年/万头
002714.SZ	牧原股份	1598	1674	1681	0.4%	5.2%	6382
300498.SZ	温氏股份	549	654	794	21.3%	44.6%	2626
603363.SH	傲农生物	147	152	142	-6.5%	-3.3%	586
002100.SZ	天康生物	52	75	76	1.2%	45.3%	282
002567.SZ	唐人神	73	97	108	11.3%	47.2%	371
000876.SZ	新希望	471	407	462	13.6%	-2.0%	1768
1610.HK	中粮家佳康	108	120	156	30.0%	44.3%	520
002124.SZ	天邦食品	133	153	253	65.0%	89.9%	712
002385.SZ	大北农	143	138	189	36.8%	32.3%	605
002548.SZ	金新农	30	23	27	16.0%	-10.6%	105
002157.SZ	*ST正邦	143	115	134	16.8%	-5.9%	548
002840.SZ	华统股份	36	53	62	17.8%	70.5%	230



001201.SZ	东瑞股份	16	14	12	-12.7%	-23.0%	62
605296.SH	神农集团	29	44	41	-7.5%	42.5%	152
300761.SZ	立华股份	22	22	27	23.5%	22.0%	86
<b>合计</b>		<b>3669</b>	<b>3740</b>	<b>4162</b>	<b>11.28%</b>	<b>17.27%</b>	<b>15034</b>

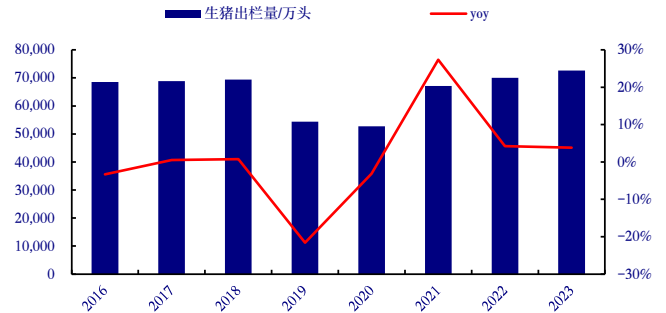
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图20: 2017-2023E 上市猪企生猪出栏市占率变化



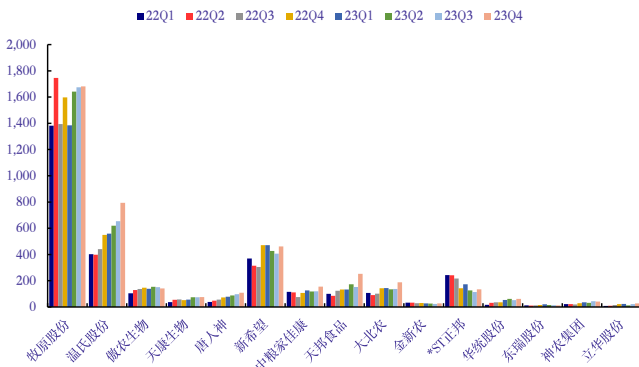
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图21: 23 年我国生猪出栏 7.23 亿头, 同比+3.81%; 23Q4 出栏 1.89 亿头, 同比+5.42%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 上市猪企季度生猪出栏情况/万头



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) Q4 猪价同比降幅近 40%，年度亏损或创新高

2023Q4 我国生猪行业季度均价约为 15.09 元/kg, 季度同比-38.48%, 季度环比-6.27%, 季度内猪价呈现低位震荡下行状态。我们对上市猪企生猪销售均价进行统计(剔除东瑞股份计算), 其 Q4 猪价均值为 14.10 元/kg, 同比-38.7%, 环比-9.4%。对比来看, 上市猪企猪价普遍低于行业水平, 我们认为可能与猪企分布区域、销售量、超大猪比例等因素有关。

从行业成本方面看, 考虑到养殖总成本中饲料成本占比达 40-50%, 因此我们着重观察玉米价格走势对成本的影响。23Q4 我国大中城市玉米批发均价约为 2.71 元/kg, 季度环比-6.87%, 季度同比-8.14%。23 年玉米价格整体处于从高位震荡下行的状态, 饲料原料端存成本压力减缓趋势。同期我们观察育肥猪配合料均价, 23Q4 约为 3.85 元/kg, 季度环比-1.53%, 季度同比-5.41%, 价格走势与玉米基本一致。

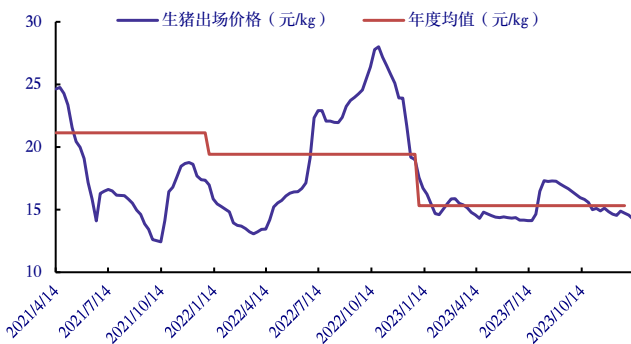
从季度利润层面看,23Q4 生猪行业自繁自养头均亏损约 218.93 元,环比 23Q3 头均亏损增加 110.44 元。从年度层面看,2023 年自繁自养亏损均值约 230.71 元/头,为 2010 年以来的第二次年度亏损(第一次为 2014 年年均亏损 64.98 元/头)。对于上市猪企来说,考虑四季度均价环比下行 9%、季度出栏环比上行 11%,不考虑季度间成本变化(疫情导致成本上升,饲料成本存下行走势),23Q4 环比亏损幅度将显著加剧,部分猪企年度亏损幅度或创新高。

表 3: 2023 年 14 家上市养殖企业归母净利润及生猪销售价格相关数据

代码	企业名称	23Q1 归母净利润 亿元	23Q2 归母净利润 亿元	23Q3 归母净利润 亿元	合计 亿元	23Q1-3 均价 元/kg	23Q4 均价 元/kg
002714.SZ	牧原股份	-11.98	-15.81	9.37	-18.42	14.71	13.88
300498.SZ	温氏股份	-27.49	-19.40	1.59	-45.30	14.98	14.41
002100.SZ	天康生物	-0.14	-4.33	-0.57	-5.04	14.34	13.67
002567.SZ	唐人神	-3.40	-3.24	-2.47	-9.11		
000876.SZ	新希望	-16.86	-12.97	-8.75	-38.58	14.84	13.97
002124.SZ	天邦食品	-6.64	-5.93	-3.10	-15.66	15	14.15
002385.SZ	大北农	-3.06	-4.69	-1.34	-9.09	14.68	14.03
002548.SZ	金新农	-0.99	-1.39	-0.71	-3.08	14.86	14.42
002157.SZ	*ST 正邦	-11.79	-8.15	-8.25	-28.19	14.28	13.38
002840.SZ	华统股份	-1.05	-2.52	-0.02	-3.59	15.26	14.37
001201.SZ	东瑞股份	-1.91	-1.39	-0.86	-4.16	17.29	16.9
605296.SH	神农集团	-1.06	-1.58	0.47	-2.17	14.4	14.17
300761.SZ	立华股份	-3.91	-2.01	3.07	-2.85	15.38	14.41
603363.SH	傲农生物	-1.80	-6.30	-4.81	-12.91		
<b>合计/均值</b>		<b>-92.07</b>	<b>-89.70</b>	<b>-16.37</b>	<b>-198.14</b>	<b>14.81</b>	<b>14.10</b>

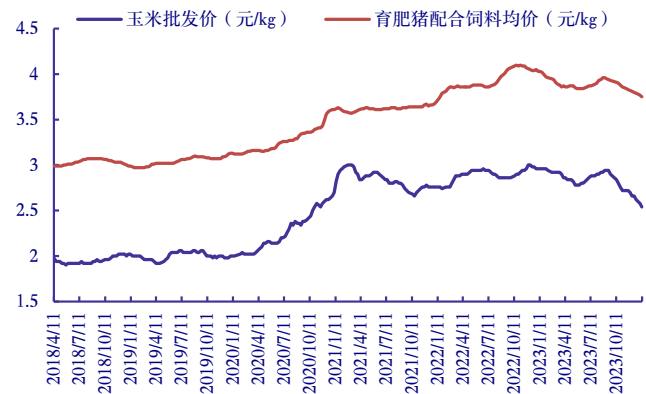
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理(均价剔除东瑞股份)

图23: 2023Q4 我国生猪均价 15.09 元/kg, 环比-6.27%



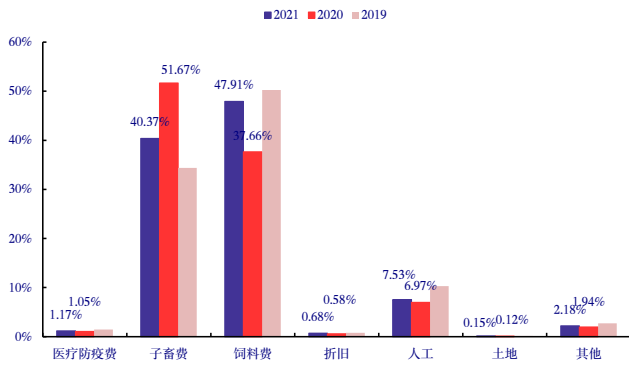
资料来源: 国家发展和改革委员会, 中国银河证券研究院

图24: 2023 年我国玉米、饲料价格呈现震荡下行走势



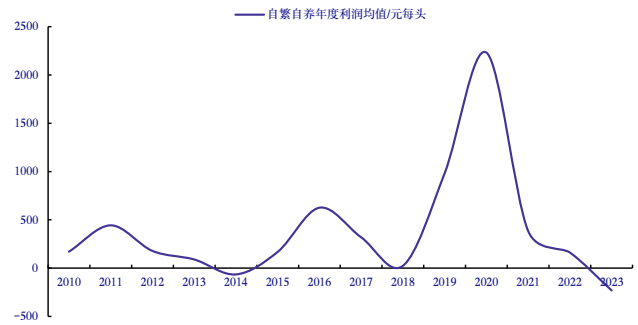
资料来源: 国家发展和改革委员会, 农业农村部, 中国银河证券研究院

图25：2019-21 年生猪养殖总成本结构变化



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究院

图26：2023 年自繁自养年度利润均值为-230.71 元/头



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 四、基于产能/疫病进展等因素对 2024 年猪价走势的预判

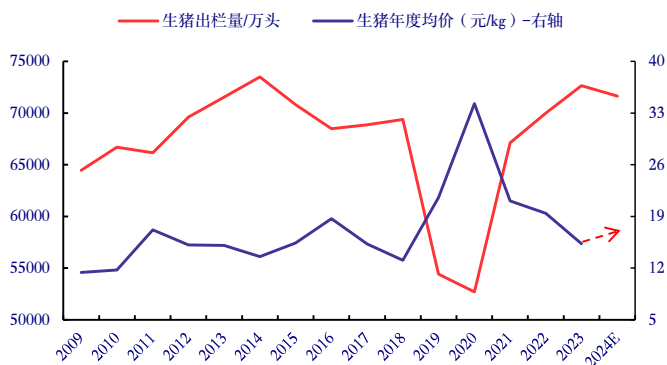
对于未来猪价走势判断，我们认为可以从多个维度进行探讨与推测。其一是从年度生猪出栏量的角度对全年猪价同比变化做出预判；其二是观察产能端的能繁母猪存栏量变化趋势，进而预判年内猪价大致走势。其三是依托仔猪出栏、存活率等数据预判未来 5 个月左右的供应走势及潜在猪价走势。基于上述三点，以此形成长中短期猪价的预判图景。

### (一) 2024 猪价年度变化探讨

通过观察我国 2009 年以来年度生猪出栏量走势与年度生猪均价的关系，我们发现两者呈现显著反向关系。23 年前三季度我国生猪出栏 5.37 亿头，同比+3.25%；23Q4 猪价低迷（同比-38%），同期生猪出栏量达 1.89 亿头（同比+5.42%），意味着 23 年全年生猪出栏达 7.27 亿头（同比+3.81%），对应 23 年生猪年度均价 15.31 元/kg（同比-21.14%），两者延续此前的反向关系。

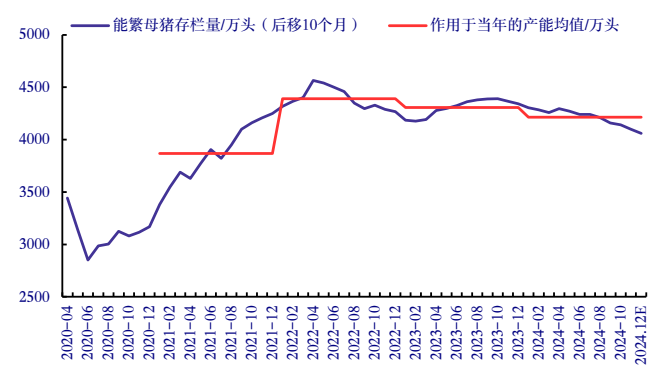
关于 2024 年生猪年度猪价变化的预判主要基于同期生猪出栏量的变化情况。关于生猪出栏量测算，我们主要基于作用于当年的能繁母猪存栏量以及 MSY 得出。1) 2023 年 3 月-12 月能繁母猪存栏量为已知，而 24 年 1-2 月能繁母猪存栏变化趋势我们基本可以判断是延续去化，因此基于上述假设，我们估算作用于 24 年的产能为同比-93 万头左右。2) 本文所涉及的 MSY 均为我们依据公开数据测算得到，可延续逻辑的一惯性。假若 24 年 MSY 同比+0.37 以内，那么 24 年肥猪出栏量同比下行，生猪年度均价同比上行。

图27：2009 年以来我国生猪出栏量与猪价呈显著反向关系



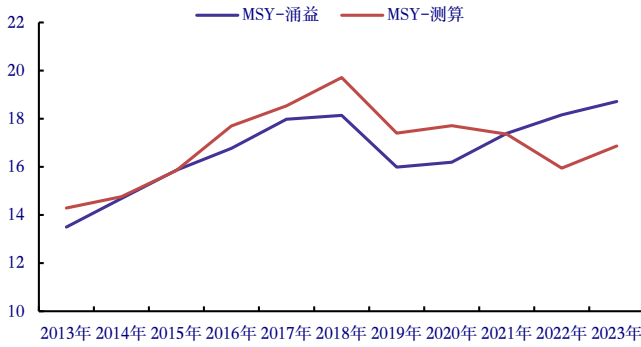
资料来源：国家统计局，国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

图28：2020 年 4 月以来作用于当月的能繁母猪量变化



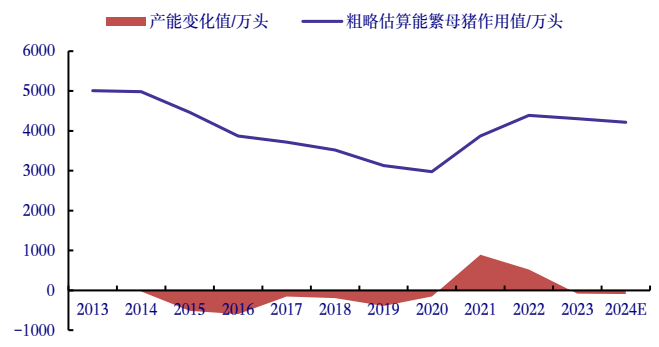
资料来源：国家统计局，农业部，中国银河证券研究院

图29：2013年-2023年我国生猪MSY值变化/头



资料来源：国家统计局，国家发展和改革委员会，涌益咨询，中国银河证券研究院

图30：2013年以来作用于当年的能繁母猪量变化情况



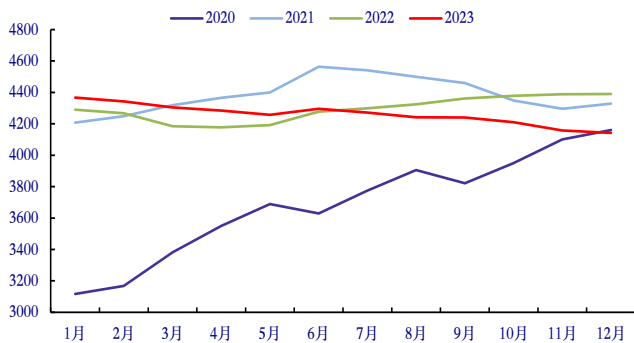
资料来源：国家统计局，农业部，中国银河证券研究院

## （二）2024猪价年内走势探讨

- 1、从养殖周期角度推算，能繁母猪存栏量基本对应10个月以后的生猪出栏情况（暂时不考虑存活率等指标变化）。因此我们将能繁母猪存栏量后移10个月与生猪月均价格比对，发现猪价中长期走势基本与能繁母猪存栏量（后移10个月）呈现负相关关系，其中猪价部分波段受年内短周期影响而形成短暂的自我趋势。观察历史能繁母猪存栏量与猪价走势的关系，我们认为作用于24Q1的能繁母猪产能处于下行中继过程中，叠加需求淡季，猪价维持低位震荡格局。24年9月以后能繁母猪作用值降至4200万头以下，叠加消费旺季，猪价存看涨预期，整体来说24H2猪价好于H1。
- 2、从养殖周期角度推算，仔猪存栏量基本对应5个月以后的生猪出栏情况。因此我们将仔猪存栏量后移5个月与生猪月均价格比对，发现猪价走势基本与之呈负相关关系。无论是否考虑存活率参数，24年3月均出现肥猪出栏量下行拐点，但供应量依旧处于高位。

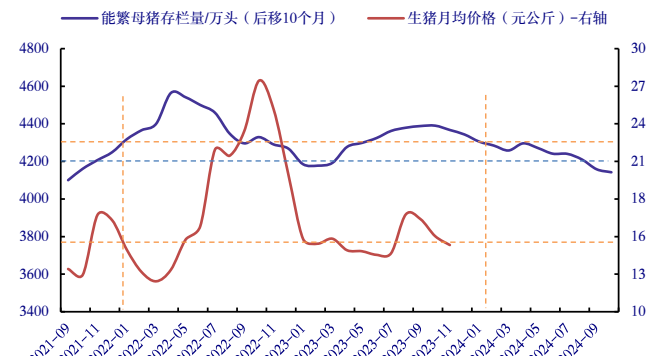
因此综合来说，不考虑疫病疫情等情况的话，我们认为24Q1猪价整体处于低位震荡状态，难有回升趋势。接下来，我们观察冬季疫病发展情况可能对生猪供应与猪价的影响。

图31：2020-23年能繁母猪存栏月度对比情况/万头



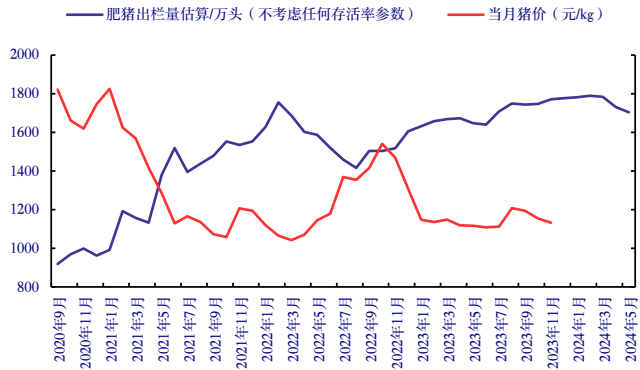
资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

图32：猪价与能繁母猪存栏量（后移10个月）基本呈负相关关系



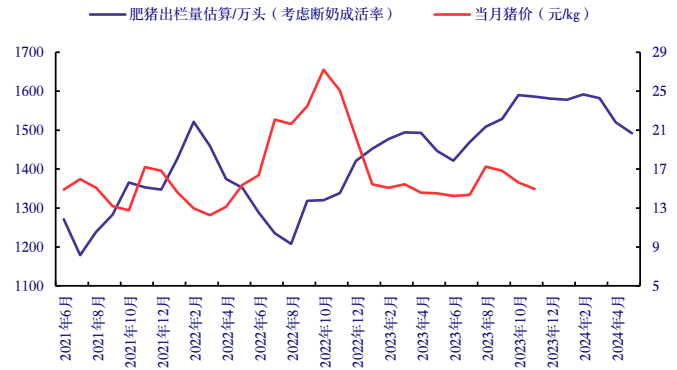
资料来源：Wind，农业农村部，中国银河证券研究院

图33：2024Q1 肥猪理论出栏量处于高位，Q2 或现拐点（不考虑任何存活率）



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图34：2024Q1 肥猪理论出栏量处于高位，Q2 或现拐点（考虑断奶成活率）

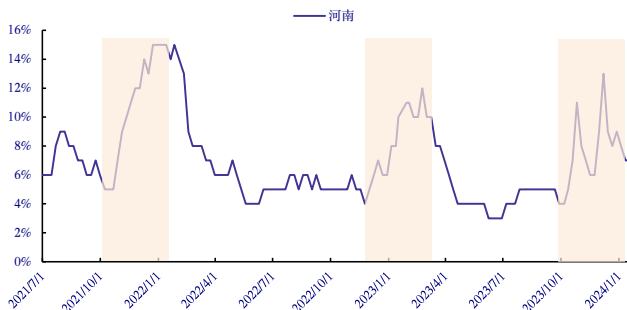


资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

2023 年冬季疫病疫情提前开启，观察 24Q1 南方疫情发展情况。23 年 10 月北方部分地区生猪疫病抬头，根据涌益咨询统计，23 年 10 月下旬河南省生猪疫病达到高峰（90kg 以下生猪出栏占比达 11%），23 年 12 月上旬东北三省生猪疫病达到高峰（90kg 以下生猪出栏占比达 12%）。同期，当地淘汰母猪价格降至低位（河南 2.7-4 元/斤，东北 3-4.5 元/斤）。本轮疫情表现与 22 年同期类似，而显著提前于 23 年（23Q1 疫情较重）。随着南方地区冬季降温来临，可着重观察南方疫情发展情况，届时短期供应波动加剧对猪价产生较大影响，同时亦对中短期二次育肥存刺激作用。

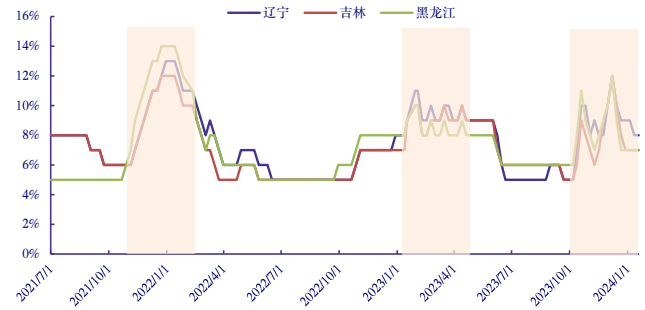
因此，假若冬季疫病或者其他因素再次引发价格大幅波动，那么 3-4 月二次育肥现象将显著增加，导致市场情绪受到刺激，叠加 24 年 3 月预期肥猪出栏拐点下行，或致 24Q2 猪价波动加剧。

图35：23 年 10 月开始河南出栏生猪中 90kg 以下占比提升



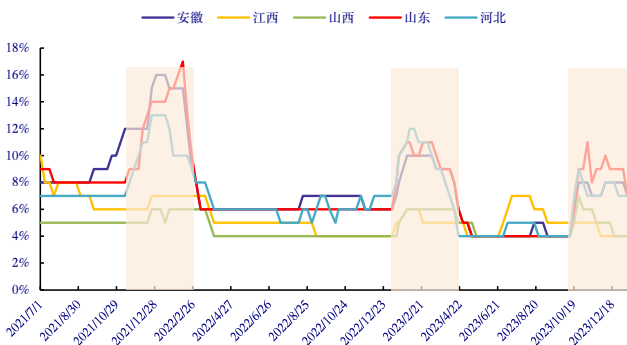
资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图36：23 年 10 月开始东北地区出栏生猪中 90kg 以下占比提升



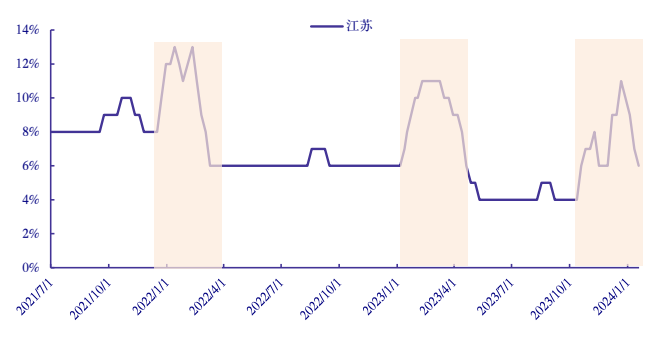
资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图37：华北及部分华中省份生猪出栏 90kg 以下占比变化



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图38：江苏省生猪出栏 90kg 以下占比变化



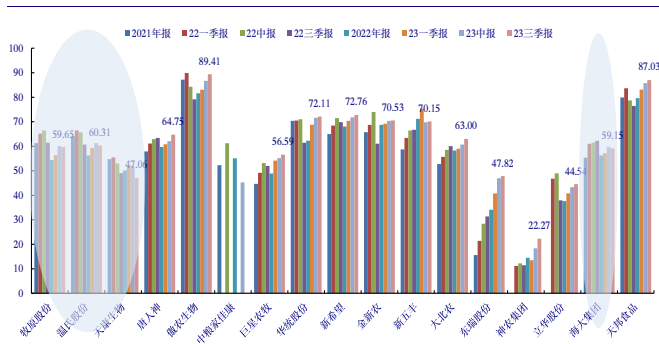
资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

## 五、投资建议

在生猪行情依旧萎靡的背景下，如何安全度过周期底部成为众多养殖企业的关键之一，其中涉及到现金流支持、负债率控制、质押水平等方面，归结到养殖层面就是系统性管理优势下的成本控制等。

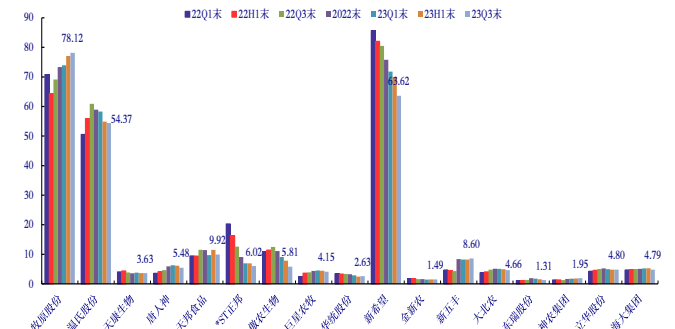
- 从成本角度来看，牧原股份、巨星农牧、温氏股份、神农集团具备较领先的成本优势。
- 从偿债能力角度看，2021年以来大部分猪企呈现负债端压力提升状态，仅牧原股份、温氏股份、天康生物等四家公司呈现震荡下行走势。
- 从产能角度看，22年以来大部分猪企生产性生物资产呈现震荡下行走势，仅牧原股份、新五丰、神农集团震荡上行；资产占比方面，无论是头部猪企还是中小猪企，基本保持震荡下行或维持状态。从侧面印证猪价低迷背景下养殖企业压力累积，进而表现出产能去化动作。

图39：21年年报-23年三季报部分上市猪企资产负债率变化情况/%



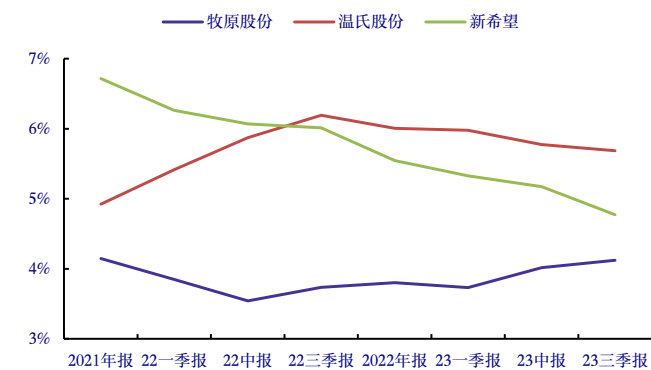
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40：21年年报-23年三季报部分上市猪企生产性生物资产变化情况/亿元



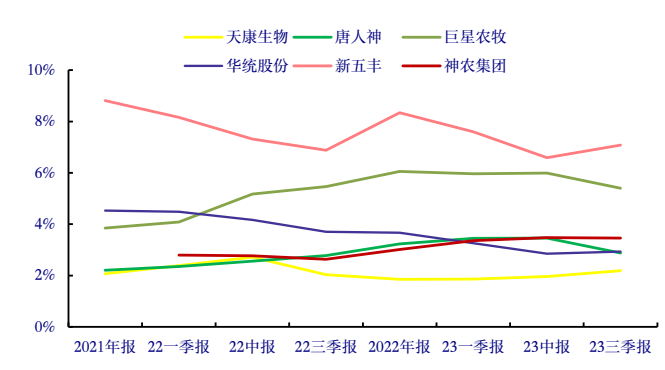
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：21年年报-23年三季报头部上市猪企生产性生物资产占比变化情况



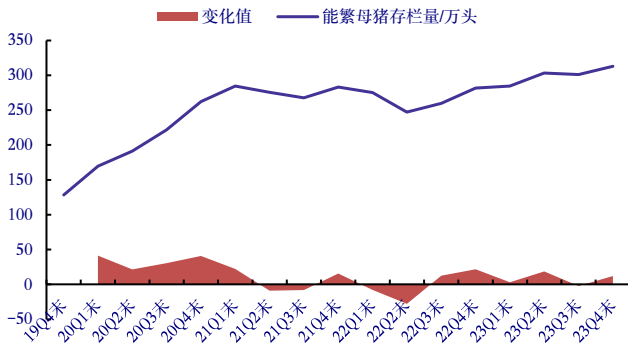
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42：21年年报-23年三季报部分上市猪企生产性生物资产占比变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

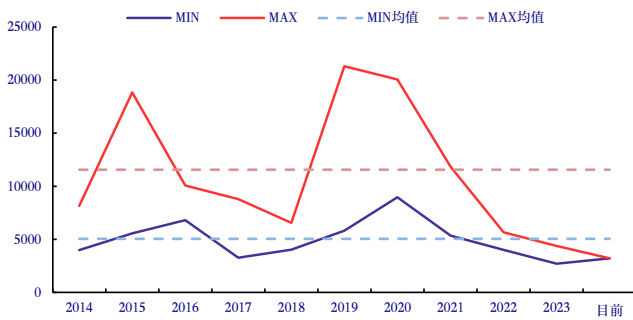
图43：19Q4末-23Q4末牧原股份能繁母猪存栏量情况/万头



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

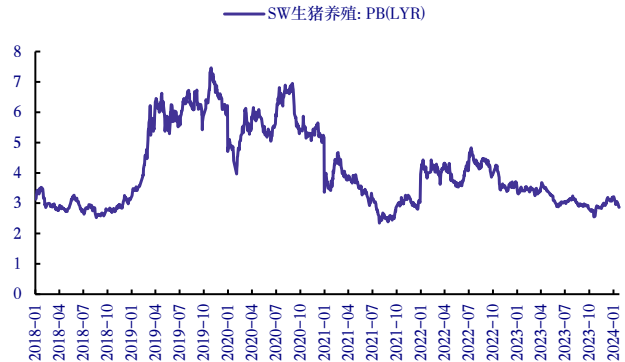
除了考虑猪企自身业务及管理等方面的因素，观察生猪板块估值情况也十分关键。通过纵向比对，我们发现：1) 上市猪企头均市值大部分已创历史新低。以牧原股份为例，历史最低点头均市值为 2017 年的 3271 元/头，2023 年刷新最低点至 2710 元/头。2) 生猪养殖 (SW2021 分类) PB 在低位区间运行。24 年 1 月 23 日 PB (LYR) 为 2.86 倍，历史低点约为 2.4 倍。综合来看，生猪养殖行业估值处于历史底部。

图44：2014 年至今牧原股份头均市值变化情况 (元/头)



资料来源：Wind，牧原股份各年度年报，中国银河证券研究院

图45：2018 年至 24 年 1 月 23 日 SW 生猪养殖 PB (LYR) 走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

基于上述几个角度观察，我们认为布局猪周期于持续亏损阶段具备显著安全边际。我们认为在当前猪价低迷、行业产能高位下行的过程中，着重关注成本控制能力优秀、财务压力相对较小的猪企，叠加考虑潜在出栏弹性预期以及个股估值水平，我们建议在行业悲观的时候积极关注优质生猪养殖个股，其中“大猪企”可关注温氏股份 (300498.SZ)、牧原股份 (002714.SZ)， “小猪企”可关注天康生物 (002100.SZ)。

表 4：部分生猪养殖企业相关财务指标 (收盘价为 2024 年 1 月 25 日)

公司名称	代码	收盘价/元	PB-LF/倍	ROE (平均) - 2023 三季报/%	资产负债率-2023 三季报/%	年初至今涨跌幅 %
牧原股份	002714.SZ	36.03	3.07	-2.69	59.65	-12.51
温氏股份	300498.SZ	18.82	3.65	-12.12	60.31	-6.18
天康生物	002100.SZ	7.76	1.47	-6.68	47.06	-11.52
唐人神	002567.SZ	6.36	1.47	-14.01	64.75	-15.20

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

巨星农牧	603477.SH	32.56	5.29	-9.84	56.59	-13.10
华统股份	002840.SZ	17.30	4.62	-14.36	72.11	-16.79
神农集团	605296.SH	27.49	3.30	-4.8	22.27	-10.54
新五丰	600975.SH	10.32	3.78	-24.46	70.15	-1.24
中粮家佳康	1610.HK	1.62	0.77	-	-	-13.83
东瑞股份	001201.SZ	19.74	1.41	-14.35	47.82	-18.23
金新农	002548.SZ	4.76	2.14	-15.57	70.53	-15.45
新希望	000876.SZ	8.46	1.82	-14.38	72.76	-9.23
天邦食品	002124.SZ	3.26	2.05	-49.99	87.03	-10.19
傲农生物	603363.SH	5.26	4.32	-72.29	89.41	-13.34
*ST 正邦	002157.SZ	2.47	-2.27	-	162.61	-7.84

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



## 六、风险提示

**1、畜禽价格走势不达预期的风险：**若畜禽价格走势低于预期，养殖企业业绩变化将较大，且一定程度上影响行业预期。

**2、动物疫病的风险：**若养殖企业遭受非洲猪瘟病毒等相关疫情，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降。另外，若发生类似于 H7N9“禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对价格产生较大负面影响，将严重损害养殖企业盈利。

**3、原材料价格波动的风险：**玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来较大影响。

**4、政策的风险：**动物疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对动物疫苗企业造成显著影响。

**5、自然灾害的风险：**极端灾害天气会对农业生产造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

## 图表目录

图 1: 23 年我国大中城市生猪出场价均值 15.31 元/kg, 同比-21.2%	3
图 2: 23 年末我国能繁母猪存栏 4142 万头, 同比-5.65%	3
图 3: 2023 年 SW 生猪养殖板块指数走势情况	3
图 4: 2014 年至今 SW 生猪养殖 PB Bands 情况	3
图 5: 23 年 12 月上市养殖企业生猪销量 1561.05 万头	4
图 6: 23 年 12 月上市养殖企业生猪销量环比+15%, 同比+22%	4
图 7: 22、23 年上市养殖企业月度生猪销量变化/万头	4
图 8: 观察 23Q1 末生产性生物资产情况与 12 月出栏量的关系/亿元	4
图 9: 23 年 12 月上市猪企生猪销售均价 13.42 元/kg (不含东瑞股份)	5
图 10: 23 年 12 月行业生猪均价为 14.69 元/kg, 环比-2.02%	5
图 11: 23 年我国生猪价格整体呈低位震荡走势 (元/kg)	6
图 12: 23 年 12 月部分上市公司出栏均重均值为 119.18kg	6
图 13: 2023 年 12 月肥猪出栏均重 123.08kg, 环比+0.49%	6
图 14: 2018 年 7 月至 23 年末生猪出栏体重走势	7
图 15: 21 年 7 月至 23 年末生猪出栏体重结构变化	7
图 16: 2023 年自繁自养生猪月均亏损 246.55 元/头	7
图 17: 2023 年外购仔猪养殖全年亏损状态 (均值-261 元/头)	7
图 18: 2022-23 年自繁自养利润与猪价间的走势关系	8
图 19: 2020 年以来能繁母猪样本存栏变化情况	8
图 20: 2017-2023E 上市猪企生猪出栏市占率变化	9
图 21: 23 年我国生猪出栏 7.23 亿头, 同比+3.81%; 23Q4 出栏 1.89 亿头, 同比+5.42%	9
图 22: 上市猪企季度生猪出栏情况/万头	9
图 23: 2023Q4 我国生猪均价 15.09 元/kg, 环比-6.27%	10
图 24: 2023 年我国玉米、饲料价格呈现震荡下行走势	10
图 25: 2019-21 年生猪养殖总成本结构变化	11
图 26: 2023 年自繁自养年度利润均值为-230.71 元/头	11
图 27: 2009 年以来我国生猪出栏量与猪价呈显著反向关系	11
图 28: 2020 年 4 月以来作用于当月的能繁母猪量变化	11
图 29: 2013 年-2023 我国生猪 MSY 值变化/头	12
图 30: 2013 年以来作用于当年的能繁母猪量变化情况	12
图 31: 2020-23 年能繁母猪存栏月度对比情况/万头	12
图 32: 猪价与能繁母猪存栏量 (后移 10 个月) 基本呈负相关关系	12
图 33: 2024Q1 肥猪理论出栏量处于高位, Q2 或现拐点 (不考虑任何存活率)	13
图 34: 2024Q1 肥猪理论出栏量处于高位, Q2 或现拐点 (考虑断奶成活率)	13
图 35: 23 年 10 月开始河南出栏生猪中 90kg 以下占比提升	13
图 36: 23 年 10 月开始东北地区出栏生猪中 90kg 以下占比提升	13
图 37: 华北及部分华中省份生猪出栏 90kg 以下占比变化	13
图 38: 江苏省生猪出栏 90kg 以下占比变化	13
图 39: 21 年年报-23 年三季报部分上市猪企资产负债率变化情况/%	14
图 40: 21 年年报-23 年三季报部分上市猪企生产性生物资产变化情况/亿元	14
图 41: 21 年年报-23 年三季报头部上市猪企生产性生物资产占比变化情况	14
图 42: 21 年年报-23 年三季报部分上市猪企生产性生物资产占比变化情况	14
图 43: 19Q4 末-23Q4 末牧原股份能繁母猪存栏量情况/万头	15
图 44: 2014 年至今牧原股份头均市值变化情况 (元/头)	15
图 45: 2018 年至 24 年 1 月 23 日 SW 生猪养殖 PB (LYR) 走势	15

## 表格目录

表 1: 2023 年 12 月上市养殖企业生猪出栏相关数据.....	5
表 2: 2023Q4, 15 家上市养殖企业生猪季度出栏相关数据.....	8
表 3: 2023 年 14 家上市养殖企业归母净利润及生猪销售价格相关数据.....	10
表 4: 部分生猪养殖企业相关财务指标（收盘价为 2024 年 1 月 25 日）.....	15

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**谢芝优，农业行业首席分析师。**证券研究从业 8+年，南京大学管理学硕士，曾供职于西南证券、国泰君安证券，2018 年加入银河证券。曾获 2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016 年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn