

农林牧渔

长期亏损+常态化疫病从本质推动产能去化，预计8月将迎来猪价明显上升拐点

投资要点：

- 长期亏损叠加疫病影响，产能去化带来生猪供应日益紧缺。

当前时点生猪养殖行业正在发生本质性的改变，一方面行业处于下行周期经历长时间亏损，不堪资金压力重负的养殖场将出清产能；另一方面非瘟疫病隐蔽性增强，2023年影响加剧。在二者共同作用下，生猪产能不断去化，我们判断后续生猪面临紧缺。

- 2024年猪价走势推演：8月价格将迎来明显上升

我们从成本与能繁母猪数量两方面共同判断，今年猪价将在2024年8月出现上涨回升。

(1) 成本方面：我们判断，在产能逐渐去化的过程中，后续长期价格将围绕成本线上下波动。用2023年7-10月的仔猪出栏成本对照2024年1-4月的市场猪价，发现该结论基本成立。之后我们计算2023年11月-2024年6月的仔猪出栏成本，以此推演2024年后续猪价走势。得到如下结论：

今年5-7猪价将在底部上行，8月出现明显拉升，上涨动力持续至10月，11月微降，12月若无节日情绪催化，价格将回落。

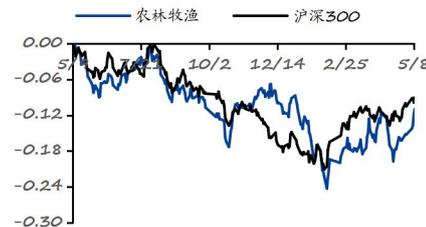
(2) 能繁母猪数量方面：能繁母猪的数量能够反映大约10个月后的市场上的生猪供应量，观察能繁母猪数量变化，同样可验证8月将迎来猪价拉升拐点。

- 风险提示

非瘟疫病不确定性，饲料价格不确定性，猪价不及预期。

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师： 姜倩(S0210523090001)
lq30299@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、非瘟疫病扰动下猪价“淡季不淡”，重点跟踪后续南方雨季影响——2024.05.04
- 2、对比中美生猪养殖业，寻找同与异——2024.05.03
- 3、【华福大消费|农业】每周观点：能繁去化持续，板块逢低加配——2024.03.03



正文目录

1 长期亏损叠加疫病影响，产能去化带来生猪供应日益紧缺	3
1.1 2021 年以来长期亏损，给养殖场带来巨大资金压力	3
1.2 非瘟疫情常态化且隐蔽性增加，2023 年严重程度加剧	4
1.3 产能去化进行时，后续生猪供应将偏紧	6
2 2024 年猪价走势推演：8 月价格将迎来明显上升	6
2.1 成本推导价格：产能去化背景下，价格将长期围绕成本波动	6
2.2 能繁母猪推导价格：印证猪价拉升拐点出现在 8 月	8
3 风险提示	9

图表目录

图表 1: 生猪养殖利润 (元/头)	3
图表 2: 猪价走势 (元/kg) 及盈利状况	3
图表 3: 部分生猪上市公司资产负债率	4
图表 4: 6 家上市公司能繁母猪数量减少	4
图表 5: 非瘟疫病的特点图示	5
图表 6: 4 月 1 日以来南方累计雨量图	6
图表 7: 行业本质变化推动产能去化	6
图表 8: 2023 年 7-12 月出栏成本测算、对比 2024 年 1-4 月猪价	7
图表 9: 2024 年 1-6 月出栏成本测算及预测、2024 年 5-12 月猪价推演	8
图表 10: 2024 年全年猪价推演	8
图表 11: 2023 年以来涌益咨询调研能繁母猪数量变化 (万头)	9



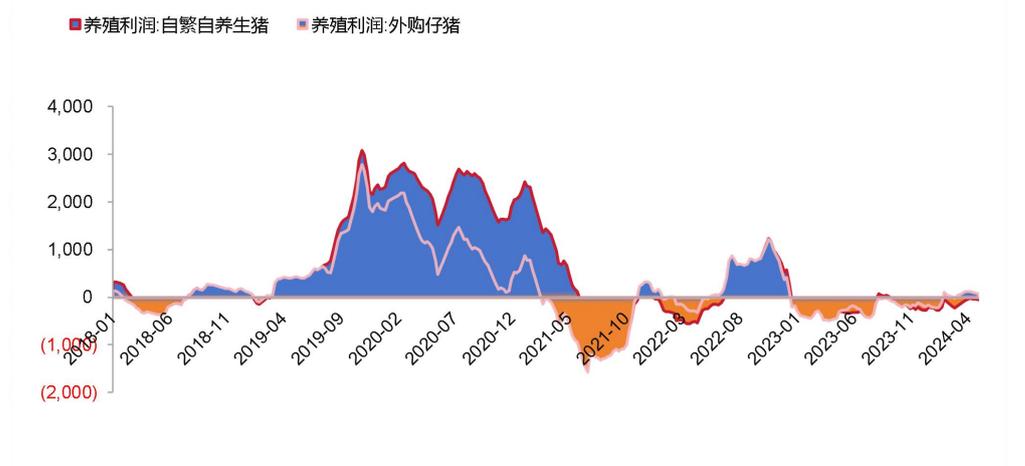
1 长期亏损叠加疫病影响，产能去化带来生猪供应日益紧缺

当前时点生猪养殖行业正在发生本质性的改变，一方面行业处于下行周期经历长时间亏损，不堪资金压力重负的养殖场将出清产能；另一方面非瘟疫病隐蔽性增强，2023年影响加剧。在二者共同作用下，生猪产能不断去化，我们判断后续生猪面临紧缺。

1.1 2021年以来长期亏损，给养殖场带来巨大资金压力

2021年以来行业短暂盈利6个月，盈利严重承压。2018年非瘟疫病对行业产能造成重创，生猪严重供不应求，2019、2020年猪价飞涨使养殖场暴利盈利，驱使养殖场扩张规模。在非瘟疫情得到控制后，前期扩张产能也兑现，行业重回供大于求的状态，2021年起猪价急速走跌，养殖场陷入亏损中。2021年初的亏损基本持续至2022年6月，2022年7月起由于前期亏损产能减少、市场惜售情绪叠加消费短期提振，行业短暂盈利6个月，之后2023年全年微亏。因此，2021年以来，行业盈利时间几乎只有短短6个月，长期亏损使猪场面临严重资金压力。

图表 1: 生猪养殖利润 (元/头)



来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 2: 猪价走势 (元/kg) 及盈利状况



来源: iFinD, 华福证券研究所



亏损压力下行业举债经营，高杠杆进一步加剧资金链紧张。观察生猪上市公司资产负债率，发现自2021年起资产负债率有明显增长。前期非瘟疫情暴利驱使行业快速扩张，而在产能兑现后行业又陷入长期亏损，现金流状况不容乐观，为维持正常生产经营不得不借债加杠杆。2023年上市生猪上市公司资产负债率普遍超过60%，在高杠杆背景下，行业的资金链愈发紧张。

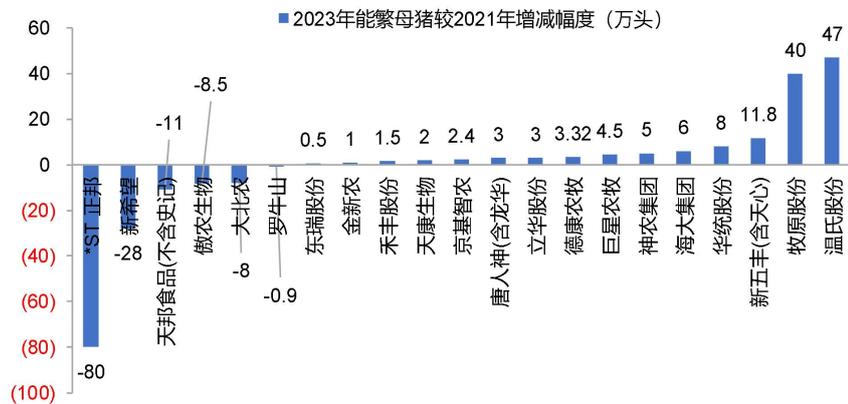
图表3：部分生猪上市公司资产负债率

	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/3/31
牧原股份	54%	40%	46%	61%	54%	62%	64%
温氏股份	34%	29%	41%	64%	56%	61%	63%
新希望	43%	49%	53%	65%	68%	72%	74%
*ST正邦	68%	68%	59%	93%	148%	54%	50%
天邦食品	62%	62%	43%	80%	80%	87%	81%
傲农生物	69%	74%	68%	87%	82%	104%	107%
华统股份	34%	45%	55%	70%	62%	75%	77%
唐人神	39%	48%	43%	58%	60%	65%	67%
京基智农	76%	63%	72%	83%	85%	68%	66%
巨星农牧	39%	38%	37%	45%	49%	60%	62%
德康农牧	81%	47%	52%	74%	74%	80%	
东瑞股份	47%	33%	31%	16%	34%	42%	44%
神农集团	34%	27%	21%	13%	14%	26%	30%
天康生物	61%	54%	56%	55%	50%	53%	54%
中粮家佳康	53%	62%	53%	52%	55%	43%	
广弘控股	26%	30%	45%	49%	47%	55%	55%

来源：iFinD，华福证券研究所

在长期亏损带来的高杠杆资金压力下，养殖场为了保障现金流和资金链的安全，不得不主动缩减产能。据农财智库统计，相较2021年，2023年22家上市猪企的能繁母猪数量仅增加2.62万头，其中还有6家上市公司能繁母猪数量负增长。

图表4：6家上市公司能繁母猪数量减少



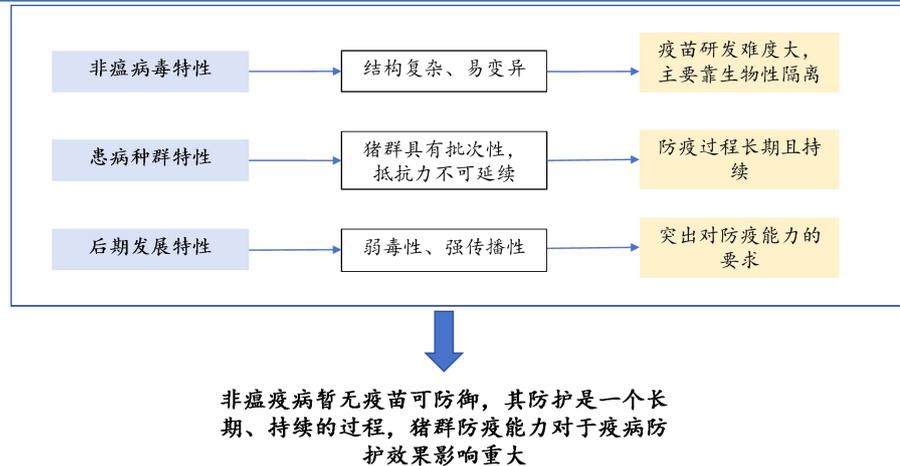
来源：农财智库，华福证券研究所

1.2 非瘟疫情常态化且隐蔽性增加，2023年严重程度加剧

非瘟疫情防控是持久战，朝弱毒性、强传播性方向演化。非瘟病毒具有复杂性

且易变异的特点，疫苗研发的难度大，目前暂无有效商业化疫苗。自2018年我国确认第一例非瘟疫病后，每年都会受到疫病干扰，并且由于猪群在一段时间后就要到市场上宰杀，积累的抵抗力和免疫力也无法遗传下去，每年都需要持续防疫。并且非瘟为了更好地适应生存条件，潜伏期变长，朝弱毒性、强传播性方向演化。由此，猪群的防疫能力至关重要，若放松防疫警惕性，感染几率或高于之前。

图表 5：非瘟疫病的特点图示



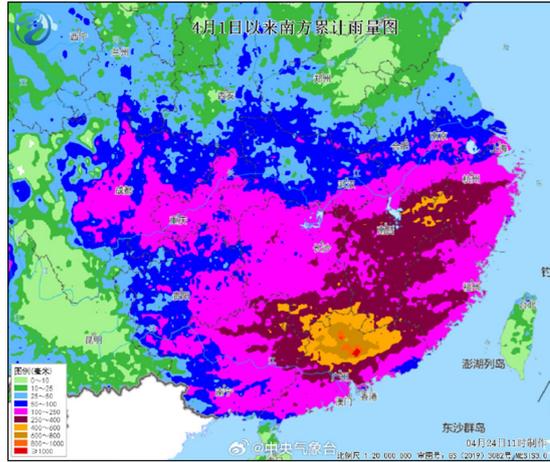
来源：华福证券研究所

猪场为节省成本减少健康与防疫投入，叠加分级防疫放松对低危区管控，最终非瘟疫病成片区爆发。2023年行业全年处于微亏状态，部分猪场在生产管理方面追求“降本增效”，减少健康和防疫投入。此外，一些集团大场过于乐观，在分级阶梯防疫制度下，放松对于低危区的防控，同样也削减了猪群的防疫能力。而在外部非瘟病毒演化为弱毒性和强传播性、长期潜伏的冲击下，没有做好防疫保护的猪群很容易感染非瘟疫病，最终污染区域成片区爆发，局部影响严重程度不亚于2018年。

南方进入高温多雨期，易发暴雨洪涝，增大非瘟及其它猪疫的防控难度。据中央气象台监测，4月以来南方大部降雨频繁，华南地区降水较常年同期偏多一倍以上，是1961年以来的第二多。受到全球气候变暖、厄尔尼诺及热带印度洋增暖多重因素影响，今年的极端天气偏多，易发暴雨洪涝，给非瘟及其它猪疫的防控增加了难度。后续需要持续关注南方雨季对非瘟及其它猪疫的影响，或促进行业产能去化边际加速。



图表 6: 4 月 1 日以来南方累计雨量图



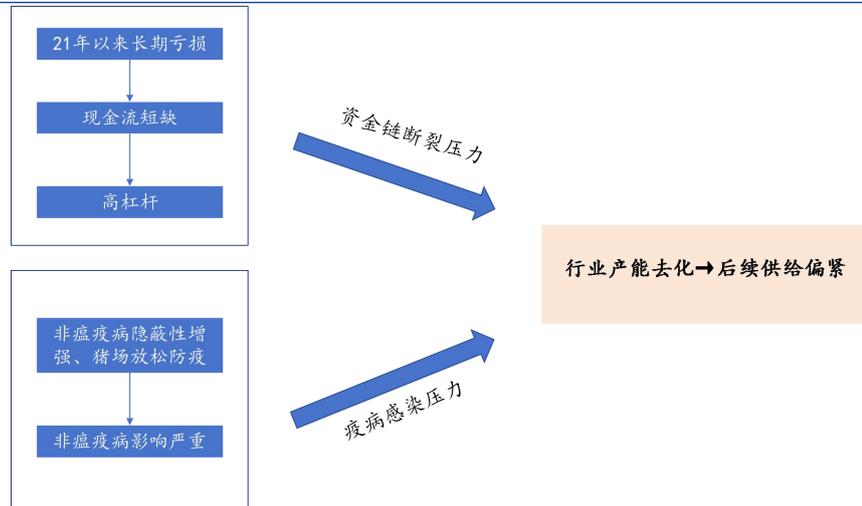
来源: 中央气象台, 华福证券研究所

关于非瘟疫情的更多解读, 详见我们 2024 年 5 月 4 日发布的报告《非瘟疫病扰动下猪价“淡季不淡”, 重点跟踪后续南方雨季影响》。

1.3 产能去化进行时, 后续生猪供应将偏紧

行业本质层面所发生的资金链断裂压力、非瘟疫病感染压力两大变化共同促进了产能的去化, 我们认为之后生猪市场将出现供应偏紧的情况。

图表 7: 行业本质变化推动产能去化



来源: 华福证券研究所

2 2024 年猪价走势推演: 8 月价格将迎来明显上升

我们从成本与能繁母猪数量两方面共同判断, 今年猪价将在 2024 年 8 月出现上涨回升。

2.1 成本推导价格: 产能去化背景下, 价格将长期围绕成本波动

我们判断, 在产能逐渐去化的过程中, 后续长期价格将围绕成本线上下波动。



我们测算了 2023 年下半年仔猪出栏成本，按照仔猪 6 个月的出栏节奏，2023 年 7 月的仔猪出栏成本可以对应 2024 年 1 月的市场猪价，以此类推，2023 年 7-10 月的仔猪出栏成本分别对应 2024 年 1-4 月的市场猪价。测算发现，1-3 月的出栏价格相较成本浮动在 0.02%-3.03%之间，基本围绕成本线浮动，结论成立。4 月出栏价格较成本上浮 15%+，偏差较大，主要是去年 10 月疫病出清了患病母猪和仔猪，导致了 6-10 月后市场供应减少，影响了短期价格。

图表 8: 2023 年 7-12 月出栏成本测算、对比 2024 年 1-4 月猪价

2023 年	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
仔猪价格 (元/头)	355.36	345.24	265.33	146.79	160.77	207.33
饲料价格 (元/kg)	3.53	3.61	3.68	3.54	3.47	3.37
料肉比	2.77	2.77	2.76	2.73	2.72	2.72
出栏均重 (kg)	120.54	120.77	121.54	122.27	122.89	122.97
饲料成本 (元)	1110.21	1138.40	1161.82	1114.99	1093.05	1062.43
杂费 (元)	325	325	325	350	350	350
6 个月后出栏成本 (元/kg)	14.85	14.98	14.42	13.18	13.05	13.17
2024 年	1 月	2 月	3 月	4 月		
6 个月后实际交易价格 (元/kg)	14.63	14.97	14.85	15.38		
相较成本浮动	-1.50%	-0.02%	3.03%	16.65%		

来源: Mysteel、iFinD、山东畜牧, 华福证券研究所

为推演 2024 年后猪价走势，我们对 2024 年仔猪出栏成本进行了测算，其中 2024 年 5 月和 6 月为预计数据。

(1) **仔猪价格:** 仔猪价格反映了对未来猪价的预期。市场预期下半年 Q3 中秋、国庆使得消费需求转入旺季，叠加饲料价格下降、育肥成本降低，2024 年 2 月以来仔猪补栏积极、价格飞涨，于 4 月达到峰值，5 月仔猪价格已经出现下降趋势。预计 5 月、6 月仔猪价格将有所回落，这一趋势也与 2023 年相符。

(2) **饲料价格:** 受到粮食高产、供应增多的影响，2023 年 9 月起饲料价格处于下行通道，预计后续价格仍将下降。

(3) **料肉比:** 夏季气温湿热，可能导致猪的采食量下降，料肉比上升，此处取 2023 年 5 月和 6 月的历史数据。

(4) **出栏均重:** 酷暑来临，猪场可能将出栏计划适当提前，假设出栏均重较 4 月微降。

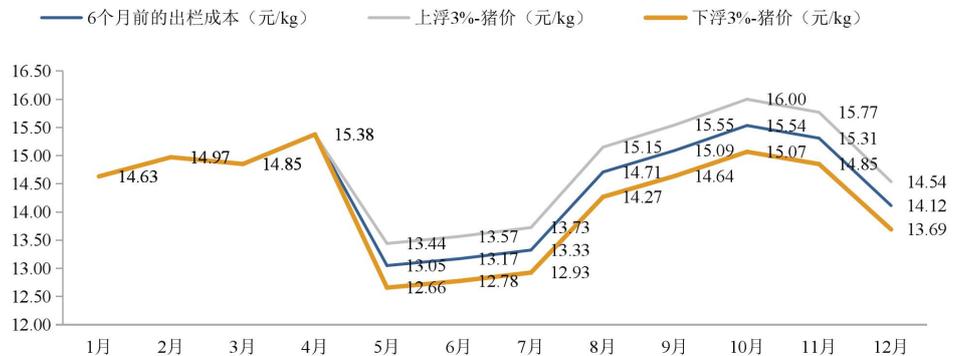
当期成本可对应 6 个月后的出栏价格，按照 2024 年 1-3 月成本浮动的上限 3% 推演，可得到 2024 年 5-12 月猪价的预期。


图表 9: 2024 年 1-6 月出栏成本测算及预测、2024 年 5-12 月猪价推演

2024 年 1-6 月成本	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月 E	6 月 E		
仔猪价格 (元/头)	234.05	416.78	467.10	572.09	550	400		
饲料价格 (元/kg)	3.26	3.20	3.19	3.19	3.15	3.15		
料肉比	2.72	2.72	2.73	2.74	2.75	2.76		
出栏均重 (kg)	122.33	121.85	122.23	122.91	122.5	122.5		
饲料成本 (元)	1021.11	1000.70	1002.87	1012.29	1000.52	1004.16		
杂费 (元)	375	375	375	325	325	325		
6 个月后出栏成本 (元/kg)	13.33	14.71	15.09	15.54	15.31	14.12		
2024 年 5-12 月价格	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
6 个月前的出栏成本 (元/kg)	13.05	13.17	13.33	14.71	15.09	15.54	15.31	14.12
对应时点	2023.11	2023.12	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06
上浮 3%-猪价 (元/kg)	13.44	13.57	13.73	15.15	15.55	16.00	15.77	14.54
下浮 3%-猪价 (元/kg)	12.66	12.78	12.93	14.27	14.64	15.07	14.85	13.69

来源: Mysteel、iFinD、山东畜牧, 华福证券研究所
 注: 2024 年 5 月、6 月成本为预测值

综上, 我们预测今年 5-7 猪价将在底部上行, 8 月出现明显拉升, 上涨动力持续至 10 月, 11 月微降, 12 月若无节日情绪催化, 价格将回落。

图表 10: 2024 年全年猪价推演


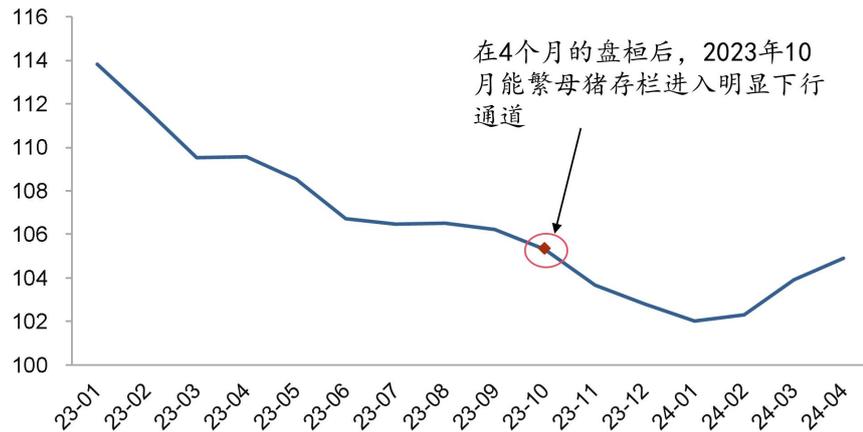
来源: Mysteel、iFinD、山东畜牧, 华福证券研究所
 注: 1-4 月为历史价格

2.2 能繁母猪推导价格: 印证猪价拉升拐点出现在 8 月

观察能繁母猪数量变化, 同样可验证 8 月将迎来猪价拉升拐点。能繁母猪的数量能够反映大约 10 个月后的生猪供应量, 根据涌益咨询调研数据, 可以发现 2023 年 6-9 月被调研的养殖场能繁母猪存栏量盘桓在 106 万左右, 对应 2024 年 4-7 月猪价可能处于磨底阶段。正如前文所述, 除 4 月猪价受到前期非瘟影响走高, 我们预计 5-7 月猪价处于底部上行。2023 年 10 月起能繁母猪存栏量下降阻力不再, 开始进入了明显下行通道, 这也与我们前面判断 2024 年 8 月猪价将出现明显拉升一致。



图表 11: 2023 年以来涌益咨询调研能繁母猪数量变化 (万头)



来源: 涌益咨询, 华福证券研究所

3 风险提示

非瘟疫病不确定性。非瘟疫病的感染源及感染途径众多, 病毒易变异, 若发生大规模严重疫病, 将给养殖存栏带来极大损失。

饲料价格不确定性。上游饲料价格存在波动, 若饲料价格大幅上涨, 将增加养殖成本, 影响生猪养殖的盈利能力。

猪价不及预期。猪价走势会受到多重因素的影响, 后续价格存在不确定性, 可能面临价格不及预期的风险。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn