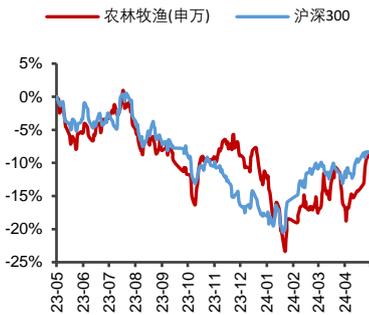


## 猪企成本震荡下行，猪价高点值得期待

行业评级：增 持

报告日期：2024-5-14

### 行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

- 1、生猪养殖行业系列报告四：生猪产业资金链紧张，产能去化有望加速 20231113
- 2、生猪养殖行业系列报告五：猪肉消费处于近年底部，1H2024 产能去化有望加速 20240114
- 3、生猪养殖行业系列报告六：仔猪价格或呈回落态势，静待生猪产能加速去化 20240223

### 主要观点：

#### ● 本轮周期官方数据累计去化 9.1%，生产效率显著提升

2022 年 12 月末-2024 年 3 月末，统计局能繁母猪存栏量累计降幅 9.1%。从行业数据看，2022 年 10 月末-2024 年 1 月末涌益咨询能繁母猪存栏累计降幅 12.37%；2022 年 12 月末-2024 年 2 月末上海钢联能繁母猪存栏累计降幅 6.9%，其中，规模养殖场累计降幅 6.3%，中小散户累计降幅 25.5%。从上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏变化看，2022 年 12 月至今，产能呈现整体增长态势。

2020-2023 年生猪生产指标逐步回升，钢联公布的 MSY 分别提升至 14.3 头、15.5 头、16.5 头、18.1 头，同比分别增长 6.7%、8.4%、6.5%、9.6%，涌益咨询公布的 MSY 分别提升至 16.19 头、17.39 头、18.16 头、18.72 头，同比分别增长 1.3%、7.4%、4.4%、3.1%；上市猪企的生猪养殖生产效率也明显提升，整体呈现震荡上行态势。此外，2024Q1 和 2023Q4 生猪定点屠宰企业累计屠宰量 18499 万头，较 2023Q1 和 2022Q4 累计屠宰量 15282 万头大增 21.1%，而对应能繁母猪平均存栏量仅增长 1.8%，屠宰量增幅远超能繁母猪增幅再次印证生产效率的大幅提升。

#### ● 上市猪企扩张减速，成本处于下降通道。

今年 3 月末，主要上市猪企平均资产负债率 64%，处于 2013 年以来高位，较去年同期下降 4 个百分点；若剔除正邦，3 月末主要上市猪企平均资产负债率 64%，较去年同期上升 5 个百分点。2023 年，主要上市猪企的资本开支 413 亿元，同比下降 16.4%，2024Q1 同比再降 12.9%；2023 年末，主要上市猪企在建工程余额同比下降 24.2%，2024 年 1 季末，主要上市猪企的固定资产余额较 2023 年末小幅下降，在建工程余额与 2023 年末基本持平。

2024 年，上市猪企的出栏规划整体偏理性，出栏计划从高到低排序，牧原 6600-7200 万头、温氏 3000-3300 万头、新希望 1400-1500 万头、大北农 600 万头左右、华统 400-500 万头、唐人神 450 万头、中粮家佳康 400-450 万头、巨星 350-400 万头、天康 300-350 万头、京基智农 250 万头、神农 230-250 万头、金新农 110-120 万头、东瑞 80-100 万头。主要上市猪企生猪养殖成本均处于下行通道，2024 年 1 月以来，神农集团、牧原股份、温氏股份的完全成本（或综合成本）位于第一梯队，目前已低于 15 元/公斤。

#### ● 市场逻辑转向周期反转，猪价高点值得期待

2022 年 12 月-2024 年 3 月，官方产能去化 9.1%，市场逻辑已从产能去化转向猪价反转。回顾 2021 年 6 月-2022 年 3 月，统计局公布的能繁母猪存栏量累计下降 8.3%，猪价于 2022 年 10 月 26 日达到峰值 27.66 元/公斤。本轮周期累计去化 9.1%，猪价高点值得期待。站在当前时点，生猪均重变化、南方暴雨天气对疫情的影响，将影响本轮猪周期价格高度。截止目前，生猪出栏均重较 2022-2023 年同期

明显偏高，但仍处于可控状况，且 90 公斤以内低体重出栏占比处于历史最低水平，南方疫情仍需观察。

● **估值及投资建议**

根据 2024 年生猪出栏量，温氏头均市值 3385 元、牧原 3723 元、巨星农牧 5086 元、华统股份 3725 元、新希望 2933 元、天康生物 2333 元、中粮家佳康 1820 元。一、二线龙头猪企估值多数处历史底部，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

<b>1 本轮周期累计去化 9.1%，生产效率显著提升</b> .....	<b>5</b>
1.1 2022 年 12 月至今累计去化 9.1%.....	5
1.2 生猪养殖效率显著提升.....	6
1.2.1 2020-2023 年行业生产指标明显改善.....	6
1.2.2 屠宰量增幅远超能繁增幅，生产效率显著提升.....	8
<b>2 上市猪企减速扩张，成本处于下降通道</b> .....	<b>9</b>
2.1 主要上市猪企平均资产负债率同比下降.....	9
2.2 主要上市猪企资本支出逐年回落.....	10
2.3 主要上市猪企 2022 年在建工程余额下降.....	11
2.4 上市猪企 2024 年出栏规划整体偏理性.....	11
2.5 上市猪企养殖成本均处于下行通道.....	13
<b>3 市场逻辑转向周期反转，猪价高点值得期待</b> .....	<b>14</b>
<b>4 估值及投资建议</b> .....	<b>15</b>
风险提示: .....	15

## 图表目录

图表 1 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部.....	5
图表 2 能繁母猪存栏量环比变化走势图-上海钢联.....	5
图表 3 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询样本 1.....	5
图表 4 样本数据占比对照表.....	6
图表 5 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图，万头.....	6
图表 6 2018-2023 年生产指标对照表.....	7
图表 7 温氏股份生猪养殖指标变化表.....	7
图表 8 牧原股份生猪养殖指标变化表.....	7
图表 9 新希望生猪养殖指标变化表.....	7
图表 10 京基智农生猪养殖指标变化表.....	7
图表 11 神农集团生猪养殖指标变化表.....	8
图表 12 华统股份、立华股份生猪养殖指标变化表.....	8
图表 13 生猪定点屠宰企业月屠宰量增速与猪价对照图.....	8
图表 14 全国生猪季度出栏量增速与生猪价格对照图.....	8
图表 15 生猪定点屠宰企业累计屠宰量与能繁母猪平均存栏对照表.....	8
图表 16 生猪定点屠宰企业月度屠宰量对照图，万头.....	9
图表 17 生猪定点屠宰企业年度屠宰量及增速走势图.....	9
图表 18 全国生猪季度出栏量对照图，亿头.....	9
图表 19 全国生猪年度出栏量及增速走势图.....	9
图表 20 主要上市猪企资产负债率对照表，%.....	10
图表 21 主要上市猪企资本开支对照表，亿元.....	10
图表 22 主要上市猪企在建工程和固定资产余额对照表，亿元.....	11
图表 23 主要上市 2024 年出栏目标、2024 年 1-4 月出栏量及产能对照表.....	12
图表 24 主要上市猪企 2024 生猪成本及目标对照表.....	13
图表 25 统计局能繁母猪存栏量累计变化与猪价最高点（最低点）对照表.....	14
图表 26 生猪出栏均重走势图，公斤.....	14
图表 27 90 公斤以内低体重猪出栏占比图.....	14
图表 28 150 公斤以上大体重猪出栏占比图.....	15
图表 29 生猪出栏均价走势图.....	15
图表 30 主要上市猪企头均市值对照表.....	15

# 1 本轮周期累计去化 9.1%，生产效率显著提升

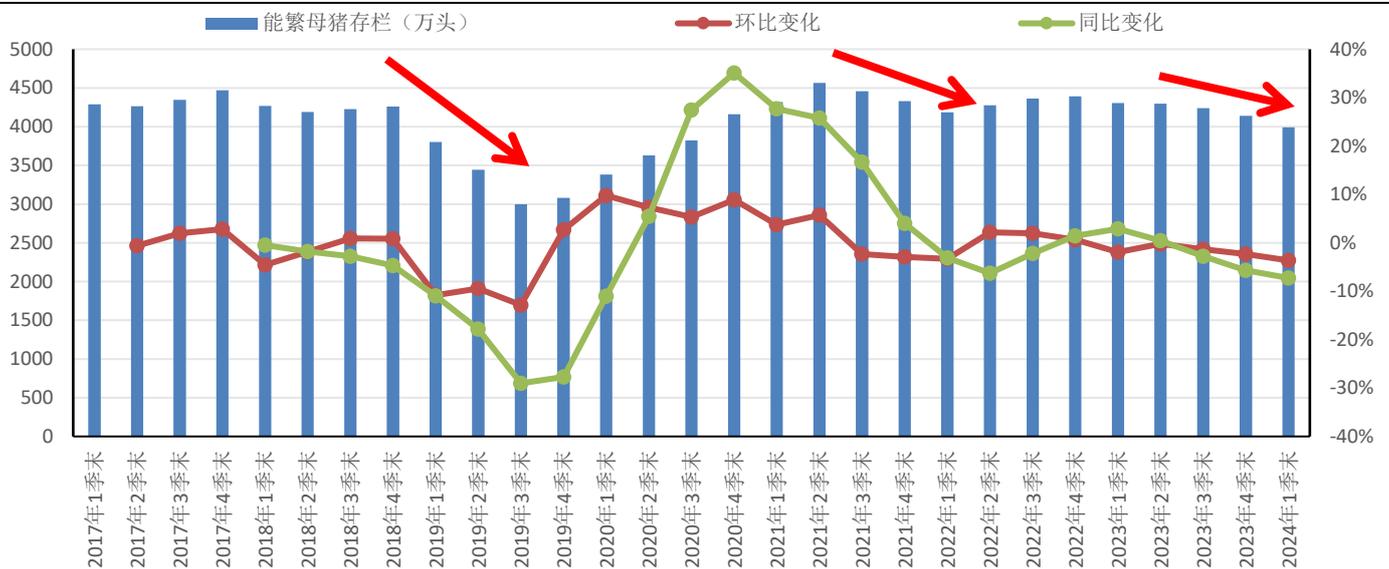
## 1.1 2022 年 12 月至今累计去化 9.1%

从官方数据看，2022 年 12 月末-2024 年 3 月末，能繁母猪存栏量累计降幅 9.1%。

从行业数据看，2022 年 10 月末-2024 年 1 月末，涌益咨询能繁母猪存栏累计降幅 12.37%；2022 年 12 月末-2024 年 2 月末，上海钢联能繁母猪存栏累计降幅 6.9%，其中，规模养殖场累计降幅 6.3%，中小散户累计降幅 25.5%（含 2022 年 12 月降幅）。

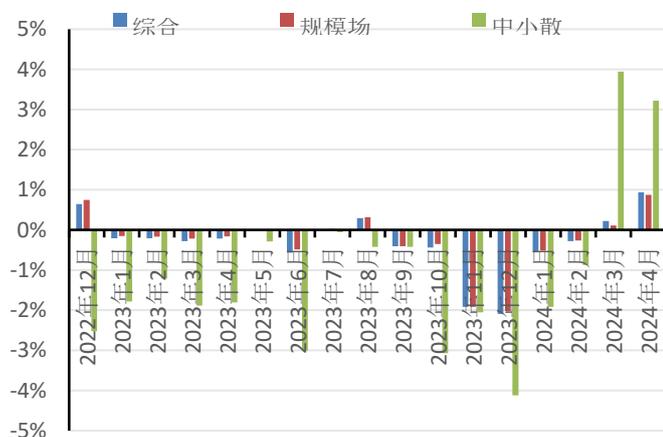
从上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏变化看，2022 年 12 月至今，存栏整体呈现增长态势，去产能应主要出现在中小规模养殖户。

图表 1 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部



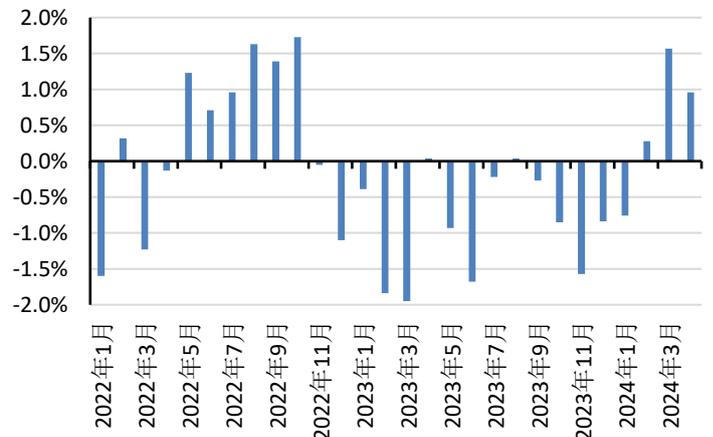
资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

图表 2 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

图表 3 能繁母猪存栏量环比变化走势图-涌益咨询样本 1



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 4 样本数据占比对照表

	样本占比
涌益咨询 (样本 1)	母猪 300 头以内权重 25%、母猪 300-1000 头权重 18%、母猪 1000 头以上权重 57%
上海钢联	200 头母猪权重 11.5%，200-500 头母猪权重 13.5%，500-1000 头母猪权重 7.2%，1000-5000 头母猪权重 15.4%，5000-10000 头母猪权重 11.5%，万头母猪以上权重 40.9%

资料来源：上海钢联，涌益咨询，华安证券研究所

图表 5 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图，万头

		牧原	温氏	新希望	正邦	天邦	家佳康	傲农	大北农	天康	京基	金新农	神农	华统	立华
24.3	能繁	314.2	155	72			20+		23	14	9.9	6-6.5	9	15	6+
	后备								9		1.5				1~2
	合计										11.4				
23.12	能繁	312.9	155	82			约 20		21.6	14	9.8	5.5	8+	13	6
	后备			接近 50			5-6		8.5		1.4	1.5			
	合计										11.2		近 10		
23.9	能繁	300.9	156	85		32	25~26		<23	14	9.8	5.5	7	14	5+
	后备		60	60			6-7		9+	4	1.5	1.5			
	合计										11.3	7			
23.6	能繁	303.2	152	85				23.48	23	14	9.8	6.1	6.7		5+
	后备		60	60					6-7		1.8	0.9	2.7		近 3
	合计										11.6	7	9.4		
23.3	能繁	285	145	85	22	30	26.3	约 30		14	9.6	6.1~6.2	6.5	13	
	后备		60	60	4		>6			4.2	1.5		2.8		
	合计								33		11.2	7~7.5	9.3		
22.12	能繁	282	130	85	30	35.2	26.3	>31		15	9.4	6~6.5	6.3		
	后备			66			>5			4.5	1.7				
	合计								33		11				

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 生猪养殖效率显著提升

### 1.2.1 2020-2023 年行业生产指标明显改善

2019 年非瘟疫情期间，我国生猪养殖效率大幅下降，2020-2023 年生猪生产指标逐步回升，钢联公布的 MSY 分别提升至 14.3 头、15.5 头、16.5 头、18.1 头，同比分别增长 6.7%、8.4%、6.5%、9.6%，涌益咨询公布的 MSY 分别提升至 16.19 头、17.39 头、18.16 头、18.72 头，同比分别增长 1.3%、7.4%、4.4%、3.1%；畜牧业协会公布的 MSY 也从 2021 年 19 头上升至 2022 年 20.6 头。2020-2023 年，上市猪企的生猪养殖生产效率也明显提升，整体呈现震荡上行态势。

图表 6 2018-2023 年生产指标对照表

	生产指标, 头				年度变化			
	PSY-钢联	PSY-畜牧业协会	MSY-钢联	MSY-涌益	PSY-钢联	PSY-畜牧业协会	MSY-钢联	MSY-涌益
2018	21.2		20.5	18.14				0.9%
2019	18.5		13.4	15.99	-12.7%		-34.6%	-11.9%
2020	16.1		14.3	16.19	-13.0%		6.7%	1.3%
2021	16.8	19	15.5	17.39	4.3%		8.4%	7.4%
2022	17.5	20.6	16.5	18.16	4.2%	8.4%	6.5%	4.4%
2023	20.1		18.1	18.72	14.9%		9.6%	3.1%

资料来源: 上海钢联、中国畜牧业协会、涌益咨询, 华安证券研究所

图表 7 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
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%
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	85%	10.9	22以上	
2023年10月		10.8	22.3	92%
2023Q4	82%	10.7	22.4	92%
2024年3月			23左右	92%
2024年4月	约84%	11.2	约23	92%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 8 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%	
2023年		26.4左右		85%	23.5左右
2023Q4		24左右		82-83%	
2024Q1		24左右		76%	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 9 新希望生猪养殖指标变化表

	受胎率	窝均活仔数	窝均断奶数	PSY	育肥成活率	料肉比
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		22左右	85%	超过2.95
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%	
2023年10月						2.68
2023年11月			接近11	24-25	91%	
2023Q4		10.7		25左右	92%	
2024Q1				25左右		
2024年4月			10.9		92%	2.65

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 10 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
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	89.4%
2023年8月		27.4			91.0%
2023年9月		约25			92.0%
2023年12月		约26			89.0%
2024年2月		约25		10.8	90.0%
2024年4月		约25		约11	90.0%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 11 神农集团生猪养殖指标变化表

	PSY	窝均健仔数	全程存活率	育肥端成活率
2021 年	27 左右		85.0%	
2022 年 6 月	27 左右			
1H2022	27.0			
2022Q3	28.6		87.0%	
2022 年	27+		85.0%	95.0%
2023 年 1 月	25-26	12 左右		
2023Q3	26 左右			
2023 年 8 月	27 左右	13.0		
2023 年 10 月	27 左右	13.0		94.0%
2023 年 11 月	28.5		85.0%	95.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 华统股份、立华股份生猪养殖指标变化表

华统股份	PSY	育肥端成活率	全程存活率	配种分娩率
2022年3月	23.0			
2022年3月	22.7		89.0%	
2022年9月			87%-88%	
2023年3月	近24		87%左右	
2023年10月	24-25		87%-88%	
2024年3月	25左右		88%-89%	
立华股份	PSY	育肥端成活率	全程存活率	配种分娩率
2022Q3	22-23		90%+	
2022年10月	24左右		90%+	80%+
2023Q1	24+	93%+		80%+
2023Q3	25.0	94.0%		83.7%
2024年3月	25-26		92.0%	80%+

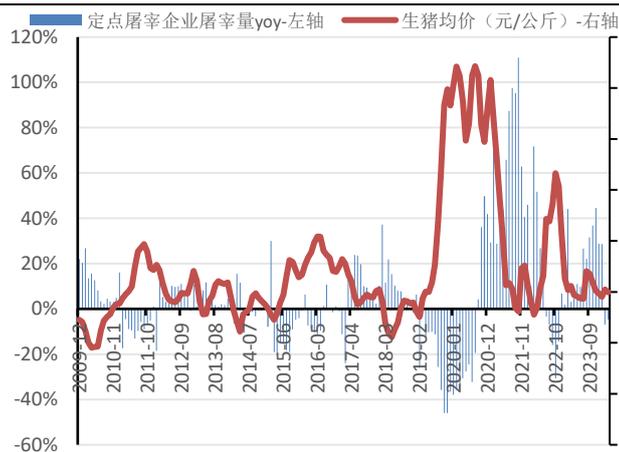
资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.2.2 屠宰量增幅远超能繁增幅，生产效率显著提升

生猪屠宰量增速、出栏量增速与生猪价格高度相关。由于生猪定点屠宰企业屠宰量公布月度数据，而生猪出栏量为季度数据，生猪屠宰量的实用意义更强。

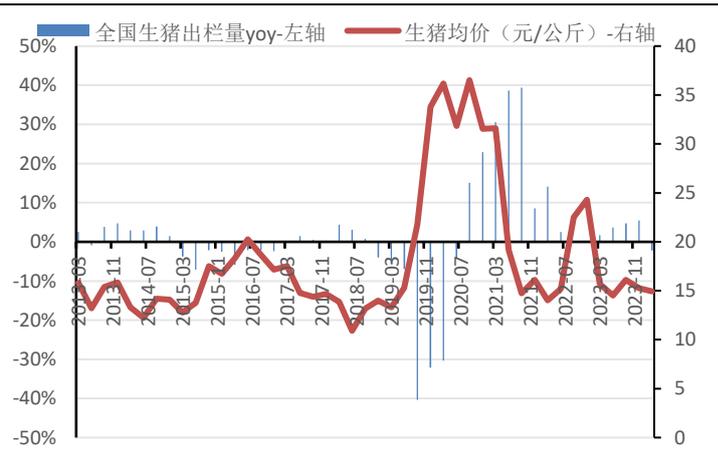
观察生猪定点屠宰企业月度屠宰量数据，2023Q4 屠宰量异常高，我们判断，与 2023Q4 生猪疫情引发的提前出栏相关，我们结合 2024Q1 和 2023Q4 屠宰量能够更加客观。如图表 18 所示，2024Q1 和 2023Q4 生猪定点屠宰企业累计屠宰量 18499 万头，较 2023Q1 和 2022Q4 累计屠宰量 15282 万头大幅增长 21.1%，然而，对应能繁母猪平均存栏量仅增长 1.8%，我们认为，屠宰量增幅远超能繁母猪增幅是由生产效率提升所带来的。

图表 13 生猪定点屠宰企业月屠宰量增速与猪价对照图



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 全国生猪季度出栏量增速与生猪价格对照图



资料来源：wind，华安证券研究所

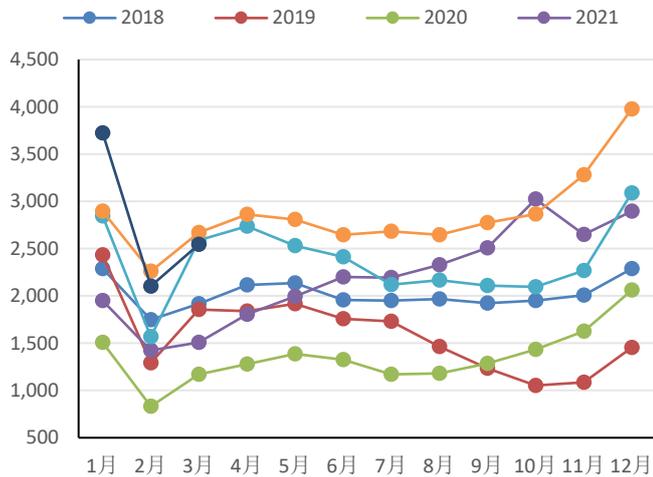
图表 15 生猪定点屠宰企业累计屠宰量与能繁母猪平均存栏对照表

屠宰		能繁母猪	
时间段	累计屠宰量（万头）	时间段	能繁母猪存栏均值（万头）

2023.10-2024.3	18,499	2022.10-2023.3	4,362
2022.10-2023.3	15,282	2021.10-2022.3	4,286

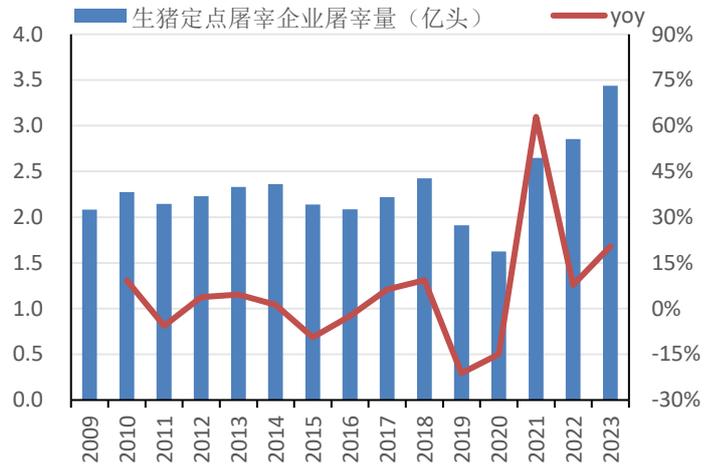
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 生猪定点屠宰企业月度屠宰量对照图, 万头



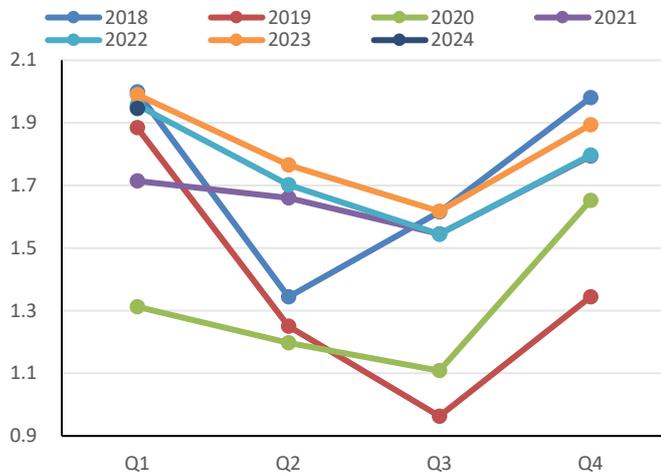
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 生猪定点屠宰企业年度屠宰量及增速走势图



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 全国生猪季度出栏量对照图, 亿头



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 全国生猪年度出栏量及增速走势图



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 上市猪企减速扩张, 成本处于下降通道

### 2.1 主要上市猪企平均资产负债率同比下降

今年 3 月末, 主要上市猪企平均资产负债率 64%, 处于 2013 年以来高位, 较去年同期下降 4 个百分点; 若剔除正邦的影响, 3 月末主要上市猪企平均资产负债率 64%, 较去年同期上升 5 个百分点。

今年3月末，资产负债率超过80%的企业从高到低依次为，傲农生物104%、天邦食品87%；资产负债率70%-80%的企业从高到低依次为，新五丰75%、华统股份75%、新希望72%。

图表 20 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	剔除正邦
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58	41	48		64	53	46
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57	46	53	65	70	51	51
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59	38	33	49	59	45	44
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43	32	32	48	58	42	41
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41	29	29	41	82	42	42
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35	34	27	39	76	48	47
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36	27	25	38	63	45	44
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49	21	33	37	72	47	46
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61	13	59	45	83	60	59
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62	14	71	49	85	65	61
2023.3	56	59	83	157	52	69	70	61	83	59		41	90	69	60	13	75	54	72	68	59
2023.6	56	59	83	157	52	69	70	61	83	59		41	90	69	60	13	75	54	72	68	64
2023.9	60	61	86	160	52	70	72	62	87	61	45	47	94	72	62	18	70	55	73	69	63
2023.12	60	60	87	163	47	71	73	65	89	63	55	48	54	72	64	22	70	57	74	68	64
2024.3	62	61	87	54	53	74	72	65	104	66	45	42	54	75	64	26	75	60	68	64	64

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2.2 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，2021-2023年分别降至974亿元、494亿元、413亿元。2024Q1主要上市猪企资本开支96亿元（中粮家佳康未披露数据），同比再降12.9%。

图表 21 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
2023	170	98	6	7	10	3	36	11	5	10		9	0	11	2	10	3	10	10	413
2024.3	48	22	1	0	2	0	7	1	1	2		2	0	2	0	2	0	3	1	96

资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.3 主要上市猪企 2022 年在建工程余额下降

2023 年末，主要上市猪企在建工程余额同比下降 24.2%，自 2018 年以来连续两年大幅下降。2024 年 1 季末，主要上市猪企的固定资产余额较 2023 年末小幅下降，在建工程余额均与 2023 年末基本持平。

图表 22 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	2024.3	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.3
牧原股份	106	135	189	585	996	1,064	1,122	1,108	15	37	86	148	111	74	23	23
温氏股份	144	183	227	285	354	351	344	337	36	35	30	86	48	38	35	39
天邦食品	14	21	31	55	60	78	77	76	2	8	6	9	28	13	12	10
正邦科技	67	92	99	149	165	108	71	69	22	31	37	12	38	41	33	33
天康生物	16	17	32	37	43	50	53	52	4	6	6	5	9	6	8	9
金新农	8	9	12	17	22	23	29	29	1	5	5	6	4	13	6	6
新希望	82	88	138	289	337	357	359	363	12	26	47	110	193	202	181	178
唐人神	19	22	25	32	56	86	84	83	2	3	5	12	19	5	8	9
傲农生物	7	12	17	40	57	63	59	57	2	3	7	15	13	12	10	10
大北农	46	48	60	72	89	105	107	106	7	3	4	14	16	5	2	3
中粮家佳康	8	9	10	12	14	14	14									
东瑞股份	3	3	3	6	9	29	32	31	0	0	1	2	11	4	8	9
正虹科技	3	3	3	3	3	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0
华统股份	7	8	11	16	32	37	50	43	1	3	4	11	16	17	9	16
罗牛山	20	25	26	27	37	35	35	34	6	2	1	8	2	3	2	3
神农集团	5	6	7	9	16	20	26	26	0	0	1	3	3	3	2	3
新五丰	6	5	5	5	6	13	17	18	0	0	0	1	2	6	3	3
巨星农牧	1	2	4	14	18	19	38	37	2	2	0	3	8	11	4	4
京基智农	6	7	5	5	32	48	61	59	0	0	0	10	12	6	2	2
合计	568	693	904	1,656	2,345	2,502	2,578	2,531	112	163	241	455	535	458	347	359
合计 yoy (%)		22.0	30.5	83.2	41.6	6.7	3.1			45.6	47.8	88.7	17.5	-14.4	-24.2	

资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.4 上市猪企 2024 年出栏规划整体偏理性

2024 年，上市猪企的出栏规划整体偏理性，2024 年出栏计划从高到低排序，牧原股份 6600-7200 万头、温氏股份 3000-3300 万头、新希望 1400-1500 万头、大北农 600 万头左右、华统股份 400-500 万头、唐人神 450 万头、中粮家佳康 400-450 万头、巨星农牧 350-400 万头、天康生物 300-350 万头、京基智农 250 万头、神农集团 230-250 万头、金新农 110-120 万头、东瑞股份 80-100 万头。

2024 年 1-4 月出栏量从高到低排序，牧原股份出栏 2146 万头，出栏完成率 29.8%-32.5%；温氏股份出栏 966 万头，出栏目标完成率 29.3-32.2%；新希望出栏 604 万头，出栏目标完成率 40.3%-43.1%；大北农出栏 197 万头，出栏目标完成率 33%；唐人神出栏 126 万头，出栏目标完成率 28%；中粮家佳康出栏 106 万头，出

栏目标完成率 23.6%-26.5%;天康生物出栏 89 万头,出栏目标完成率 25.4%-29.7%;  
神农集团出栏 67 万头,出栏目标完成率 26.8%-29.1%;金新农出栏 44 万头,出栏  
目标完成率 36.7%-40%;东瑞股份出栏 22 万头,出栏目标完成率 22%-27.5%。

图表 23 主要上市 2024 年出栏目标、2024 年 1-4 月出栏量及产能对照表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	24 年 1-4 月 出栏(万 头)	2024 年 1-4 月出栏 yoy	24 年 1-4 月 出栏完成率	当前产能
牧原	1025	1812	4026	6120	6382	6600-7200	2146	12%	29.8%-32.5%	目前生猪养殖产能 8000 万头, 2024 年 3 月末能繁母猪存栏 314.2 万头
温氏	1852	955	1322	1791	2626	3000-3300	966	25%	29.3%-32.2%	截至 3 月末, 公司能繁母猪约 155 万头, 后备母猪较为充足, 公司生猪有效饲养能力已经达到 3500 万头以上
天邦	244	308	428	442	712		197	10%		
正邦	578	956	1493	845	548		110	-52%		
天康	84	135	160	203	282	300-350	89	9%	25.4%-29.7%	2023 年 9 月至今, 能繁母猪存栏量稳定在 14 万头
新希望	355	829	998	1461	1768	1400-1500	604	-4%	40.3%-43.1%	2024 年 3 月末能繁母猪存栏 72 万头; 育肥产能总存栏规模(包括运营中、建设或改造中) 430 万头, 其中运营产能约 230 万头
傲农	66	135	325	519	586		112	-38%		
大北农	163	185	431	443	605	600	197	2%	33%	2024 年 1 季度末, 基础母猪 23 万头、后备母猪约 9 万头
家佳康	199	205	344	407	520	400-450	106	-36%	23.6%-26.5%	2024 年 1 季末能繁母猪存栏 20 万头+, 年底计划达到 30 万头
东瑞			37	52	62	80-100	22	-20%	22%-27.5%	2024 年 3 月末, 母猪存栏 7.5 万头(能繁 5 万头、后备 2.5 万头), 2024 年底定增项目黄沙基地投产母猪存栏预计 9 万头
华统			14	121	230	400-500				2024 年 3 月末能繁母猪接近 15 万头, 育肥产能 310-330 万头
巨星				150	267	350-400	51.3(2024Q1)	2024Q1 肥猪出栏同比增长 36.4%	12.8%-14.7%(2024Q1)	2024 年 3 月末, 能繁母猪存栏约 11 万头, 2024 年末能繁母猪存栏计划 20-24 万头
新五丰	49	33	77	179	312		87.84(2024Q1)	46%		

唐人神	84	102	154	216	371	450	126	20%	28%	2024年3月末,能繁母猪存栏量接近16万头
金新农			107	126	105	110-120	44	23%	36.7%-40%	200-250万头
京基智农				126	185	250	65	19%	26%	2024年4月底,母猪存栏约11.46万头(基础母猪约9.9万头、后备母猪约1.56万头)
神农集团			65	93	152	230-250	67	40%	26.8%-29.1%	2024年3月末能繁母猪存栏约9万头,2024年底母猪存栏规模可以达到近13万头

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 2.5 上市猪企养殖成本均处于下行通道

主要上市猪企生猪养殖成本均处于下行通道。2024年1月以来,神农集团、牧原股份、温氏股份的完全成本(或综合成本)位于第一梯队,2024Q1神农集团成本14.5+元/公斤,4月,牧原股份生猪养殖完全成本降至14.8元/公斤,温氏股份肉猪养殖综合成本降至14.4元/公斤。

图表 24 主要上市猪企 2024 生猪成本及目标对照表

	成本类型	2024年4月	2024年3月	2024Q1	2024年目标
神农集团	育肥猪完全成本			14.5+	
牧原	生猪养殖完全成本	14.8	15.1	1-2月15.8	今年Q3或Q4降至14元/以下,全年平均成本目标14.5元
温氏	肉猪养殖综合成本	14.4	14.8	15.2	
天康	生猪养殖完全成本		15.33	15.99	预计降至15.5元以内
新希望	运营场线出栏肥猪成本	14.7	15.3	1月15.8、2月约16	今年12月预计降至14.2-14.3
大北农	生猪养殖育肥完全成本			约15.1	目标是2024年底达到14.5元以内
家佳康	育肥猪完全成本		16+		
东瑞	育肥猪完全成本		16.7	17.2	2024年下半年目标16元
华统	育肥猪完全成本				今年成本目标年内平均16元,希望在某个时点下降到15.5元
巨星	育肥猪完全成本			16.1(含德昌)、15.46(不含德昌)	全年平均完成成本目标14.76
金新农	商品猪销售成本			15.68	今年目标15-15.5元
京基智农	育肥猪完全成本	14.6	15.36	1月、2月15.7	
立华	育肥猪完全成本		16-	17.6	全年目标16元

资料来源:公司公告,华安证券研究所

### 3 市场逻辑转向周期反转，猪价高点值得期待

市场逻辑转向猪价反转。2022年12月-2024年3月，官方能繁母猪产能去化9.1%，市场逻辑已从产能去化转向猪价反转；4月，涌益咨询能繁母猪存栏量环比上升0.96%（3月环比上升1.57%），上海钢联能繁母猪存栏量环比上升0.94%（3月环比上升0.2%），符合市场预期。如图25所示，2021年6月-2022年3月，统计局公布的能繁母猪存栏量累计下降8.3%，猪价于2022年10月26日达到峰值27.66元/公斤。本轮去产能从2022年12月-2024年3月，统计局公布的能繁母猪存栏量累计下降9.1%，生猪价格高点值得期待。

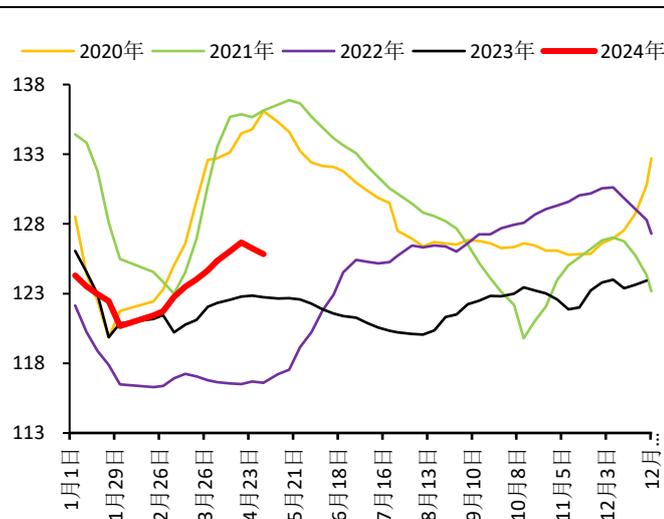
图表 25 统计局能繁母猪存栏量累计变化与猪价最高点（最低点）对照表

阶段	产能变化时间段	统计局-能繁母猪存栏量累计变化	生猪价格最高点/最低点（元/公斤）-周度均价
阶段一	2017.12-2019.9	-32.9%	38.71（2019年10月30日）
阶段二	2019.9-2021.6	52.1%	11.54（2021年10月8日）
阶段三	2021.6-2022.3	-8.3%	27.66（2022年10月26日）
阶段四	2022.3-2022.12	4.9%	14.19（2023年7月12日）
阶段五	2022.12-2024.3	-9.1%	

资料来源：统计局，农业农村部，华安证券研究所

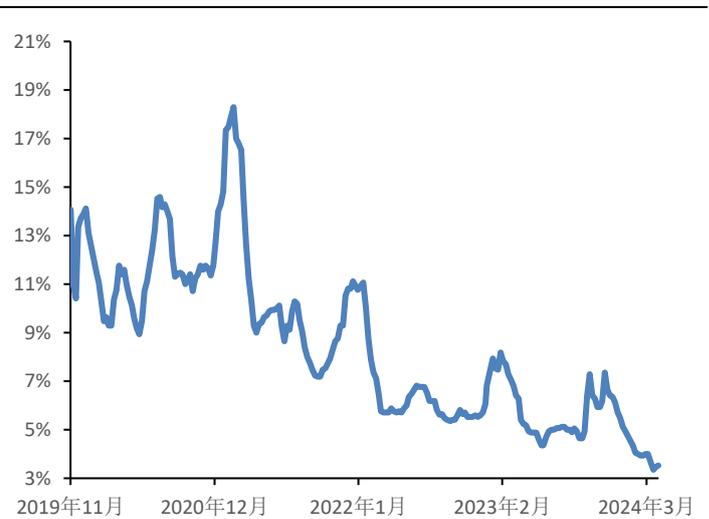
今年以来，生猪价格明显强于市场预期的原因是，2023Q4北方疫情造成生猪提前出栏，春节前大体重猪集中出栏造成节后大体重猪相对短缺，标肥价差、压栏、二次育肥对猪价形成支撑。站在当前时点，后期生猪均重变化、南方暴雨天气对疫情的影响，将影响本轮猪周期价格高度。目前看，生猪出栏均重较2022-2023年同期明显偏高，但仍处于相对可控状况；90公斤以内低体重出栏占比处于历史最低水平，疫情并未爆发。

图表 26 生猪出栏均重走势图，公斤



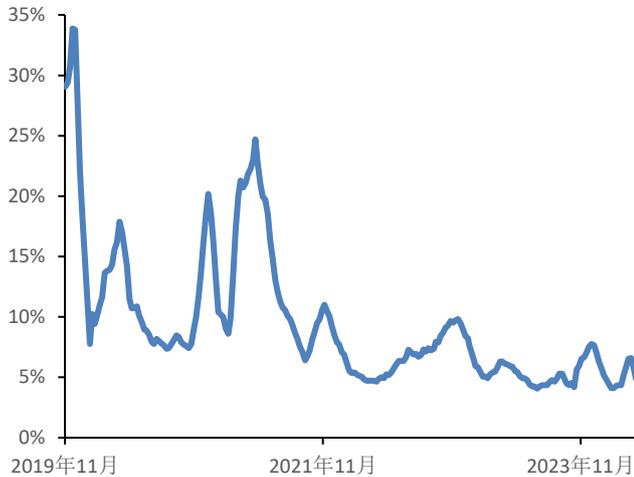
资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 27 90 公斤以内低体重猪出栏占比图



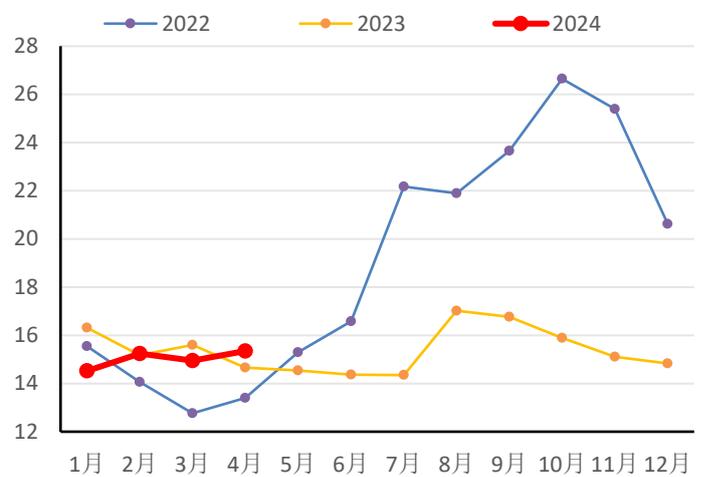
资料来源：统计局，农业农村部，华安证券研究所

图表 28 150 公斤以上大体重猪出栏占比图



资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 29 生猪出栏均价走势图



资料来源：统计局，农业农村部，华安证券研究所

## 4 估值及投资建议

根据 2024 年预测生猪出栏量，温氏头均市值 3385 元、牧原 3723 元、巨星农牧 5086 元、华统股份 3725 元、新希望 2933 元、天康生物 2333 元、中粮家佳康 1820 元。一、二线龙头猪企估值多数处历史底部，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 30 主要上市猪企头均市值对照表

		牧原	温氏	天康	新希望	大北农	家佳康	东瑞	华统	巨星	新五丰	唐人神	神农
出栏量 (万头)	2022	6,120	1,791	203	1,461	443	407	52	121	150	179	216	93
	2023	6,382	2,626	282	1,768	605	520	62	230	267	312	371	152
	2024e	7,000	3,300	300	1,500	605	450	90	400	350	406	450	250
头均市值 (2024 年出栏量)		3,723	3,385	2,333	2,933	2,033	1,820	6,889	3,725	5,086	2,811	2,067	9,160
总市值 (亿元)		2,606	1,417	110	440	198	82	62	149	178	114	93	229

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2024 年 5 月 14 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 15%;
  - 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。