

走出行业至暗时刻，紧握猪价上行期的布局时机

——“读懂猪周期”系列报告二十一

核心观点：

- **24年猪价同比上行，H2 优于 H1 确定性高。**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+0.39 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。同时综合供需矛盾逐步加剧的考虑，24H2 生猪均价显著优于 H1 确定性高。另外基于仔猪-肥猪出栏推演，短期考虑育肥猪预期出栏下行走势，6 月猪价或呈现震荡提升趋势。
- **4 月上市猪企销量下行，收缩趋势或延续。**4 月我国上市养殖企业生猪销量合计约 1212.2 万头，环比-2.91%，同比-1.86%。在出栏同比方面，除牧原、温氏、立华、神农、金新农、唐人神、大北农上行以外，其余均保持下行状态。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将延续收缩趋势。
- **24 年上市猪企生猪月度均价与均重四连升态。**4 月上市猪企生猪销售均价约 14.94 元/kg（剔除东瑞），环比+3.53%，环比涨跌幅与行业变化一致，但绝对值低于行业均价约 2.9%。其中具备相对价格优势的猪企包括立华、金新农、中粮家佳康、华统等，主要受益于销售区域价格相对优势。4 月上市养殖企业均重约 125.82kg，环比+2.03%，同比+6.53%，与行业水平基本一致。
- **Q1 上市猪企出栏同比+7%，市占率近 19%。**24Q1，15 家上市猪企合计出栏约 3677 万头，环比-11.65%，同比+7.32%。在季度同比方面，仅*ST 正邦、中粮家佳康、*ST 傲农、东瑞、立华、新希望出栏下行，而增长显著的有神农、温氏、唐人神、金新农等，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%；24Q1 市占率为 18.9%，同比 23Q1 提升 1.68pct。
- **Q1 猪价同比降幅近 5%，季度亏损依旧显著。**24Q1 上市猪企生猪均价 13.94 元/kg，同比-4.85%，均价低于行业水平，我们认为与销售区域、销量、出栏结构有关。24Q1 生猪行业自繁自养头均亏损 170.26 元，环比 23Q4 减亏 48.67 元。对于上市猪企来说，24Q1 生猪均价环比下行 1%、季度出栏环比下行 12%，叠加考虑养殖成本下行（饲料成本下行等），24Q1 各猪企利润环比呈好转态势；后续随着猪价上行预期，猪企盈利能力将逐步回归。
- **投资建议：**我们在一月份发布的系列报告中强调布局猪周期于持续亏损阶段具备显著安全边际，并在选股时强调财务健康度、股东背景等方面。站在当前时点，猪价处于上涨过程当中，部分成本领先猪企已走出亏损泥沼，因此我们在选股时强调成本优势的同时亦可关注出栏弹性、潜在空间（估值水平）等方面。我们建议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）成本边际改善显著，出栏同比+20%、牧原股份（002714.SZ）（成本保持领先，出栏同比+10%），“小猪企”可关注天康生物（002100.SZ）（成本边际改善显著，出栏同比+14%）。
- **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

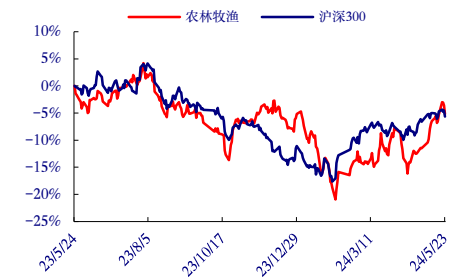
☎：021-68597609

✉：xiezhidou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

相对沪深 300 表现图

2024-5-28



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

“读懂猪周期”系列报告二十：把握周期低迷&估值低位阶段的猪股配置时机

目 录

一、走出行业至暗时刻，紧握猪价上行期的布局时机.....	3
二、4月上市猪企销量下行，亏损呈现收窄趋势.....	4
（一）4月上市猪企销量现下行，收缩趋势或延续.....	4
（二）24年上市猪企生猪月度均价与均重四连升.....	5
（三）4月养殖亏损幅度缩窄，母猪产能增减不一.....	7
三、Q1上市猪企生猪量增价跌，市占率维持高位.....	8
（一）Q1上市猪企出栏同比+7%，市占率近19%.....	8
（二）Q1猪价同比降幅近5%，季度亏损依旧显著.....	9
四、24年猪价同比上行，H2优于H1确定性高.....	11
（一）2024生猪年度均价预期上行.....	11
（二）24H2猪价优于H1确定性高.....	12
五、投资建议.....	14
六、风险提示.....	17

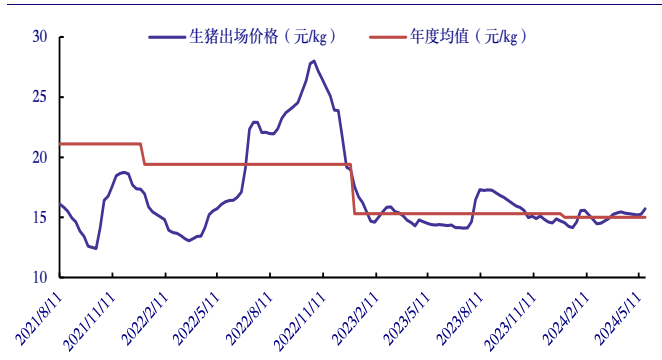
一、走出行业至暗时刻，紧握猪价上行期的布局时机

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。24 年以来我国猪价整体呈现低位震荡状态，4 月以来回升至 15 元/kg 以上，基本进入上行通道中。

23 年全年生猪养殖行业处于去产能状态下，并延续到 24 年 4 月；根据农业部数据，4 月末我国能繁母猪存栏量为 3986 万头（近三年最低点），环比-0.1%，相比于 22 年末（最近的产能高点）去化 404 万头（约-9.2%）。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。进入 2024 年，SW 生猪养殖板块经历 1-2 月的大幅调整与低位震荡，3 月开启震荡上行走势，估值处于回归过程中。

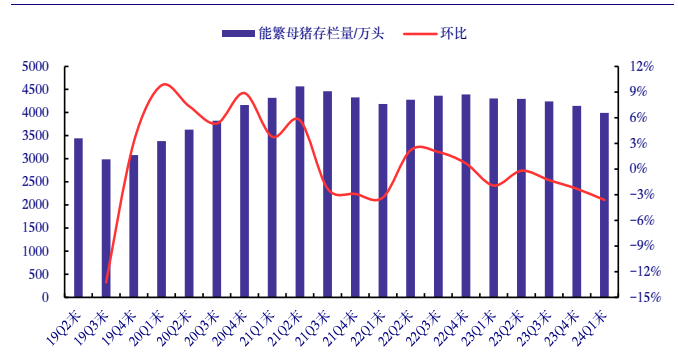
本文主要从上市猪企月度出栏数据（量、价、均重等）探寻大规模养殖企业的现存状态，并据此延伸至季度层面观察猪周期运行阶段。最后我们基于现有产能数据、盈亏情况等方面对 2024 年猪价走势做出相关预判，我们认为应在当前猪价上行初期、估值相对低位区间，进行生猪养殖优秀个股的积极布局。

图1：24 年 5 月 22 日我国大中城市生猪出场价为 15.72 元/kg，为年初以来的高点



资料来源：国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

图2：24Q1 年末我国能繁母猪存栏 3992 万头，季度环比-3.62%



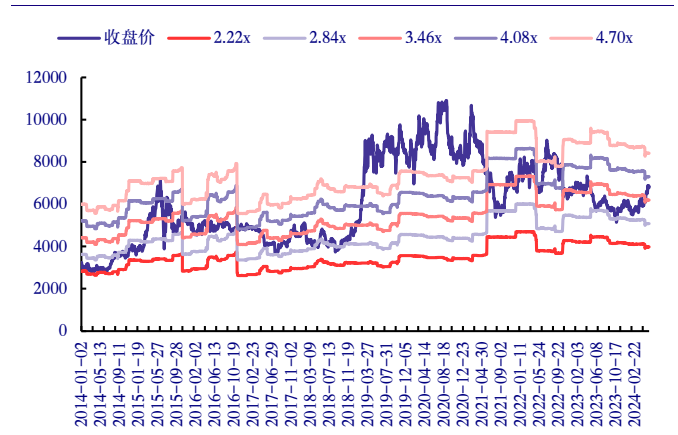
资料来源：农业农村部，国家统计局，中国银河证券研究院

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、4月上市猪企销量下行，亏损呈现收窄趋势

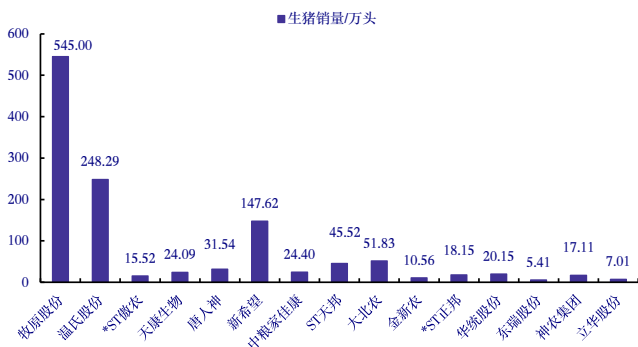
(一) 4月上市猪企销量现下行，收缩趋势或延续

2024年4月我国上市养殖企业生猪销量合计约为1212.2万头，环比-2.91%，同比-1.86%；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545万头、248.29万头、147.62万头，环比-0.38%、-5.25%、-3.23%，同比+2.02%、+17.88%、-6.21%。

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ST天邦、大北农、神农集团3家公司销量环比为正，分别为+11.28%、+5.71%、+0.18%；其余上市养殖企业月度出栏量均环比下行，其中环比降幅显著的有*ST正邦（-33.29%）、*ST傲农（-26.69%）。在出栏同比方面，除立华股份、神农集团、金新农、唐人神、大北农同比上行以外，其余均保持下行状态；其中*ST正邦、*ST傲农、中粮家佳康同比跌幅领先，分别达-68.04%、-63.78%、-36.13%。

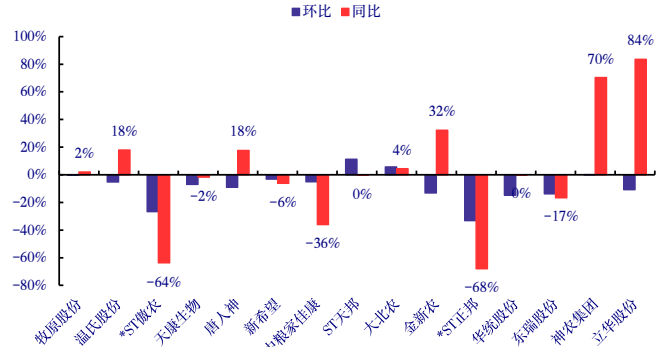
从月度时间轴来看，24年4月上市猪企出栏量开启下行走势，结合能繁母猪存栏量角度看，两者基本保持一致趋势。能繁母猪大致影响10个月以后的生猪出栏量，我们观察23Q2末上市猪企生产性生物资产数据发现，该时点基本处于大部分上市猪企的产能高位下行的过程中，也就意味着10个月以后生猪出栏量的逐步收缩。23Q2以来，大部分上市猪企处于逐步去产能过程中，后续上市猪企出栏增量或将延续收缩趋势。

图5：24年4月上市养殖企业生猪销量1212.2万头



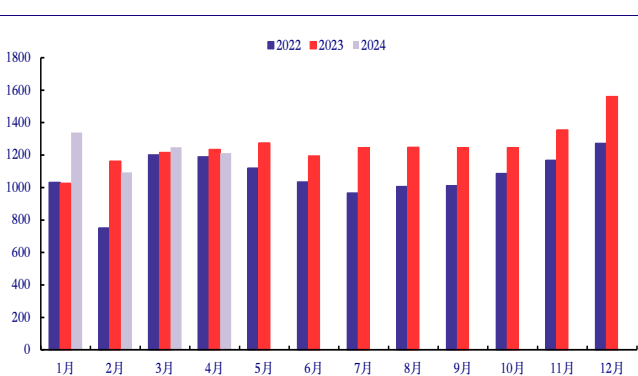
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图6：24年4月上市养殖企业生猪销量环比-2.91%，同比-1.86%



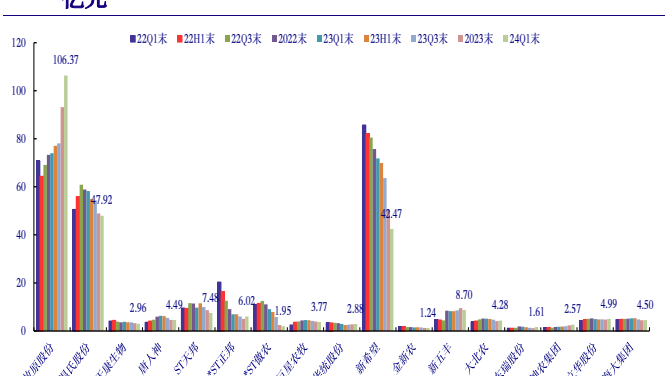
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图7：2022-24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23Q2末一来生产性生物资产与后续生猪出栏量的关系/亿元



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：2024 年 4 月上市养殖企业生猪出栏相关数据

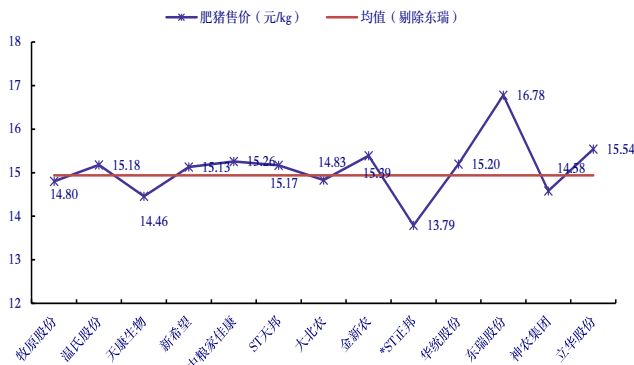
代码	企业名称	生猪销量/万头	环比	同比	肥猪均价（元/kg）	均重/kg
002714.SZ	牧原股份	545.00	-0.38%	2.02%	14.80	
300498.SZ	温氏股份	248.29	-5.25%	17.88%	15.18	
603363.SH	*ST 傲农	15.52	-26.69%	-63.78%		
002100.SZ	天康生物	24.09	-7.06%	-1.83%	14.46	
002567.SZ	唐人神	31.54	-9.05%	17.69%		
000876.SZ	新希望	147.62	-3.23%	-6.21%	15.13	
1610.HK	中粮家佳康	24.40	-5.06%	-36.13%	15.26	
002124.SZ	ST 天邦	45.52	11.28%	-0.35%	15.17	
002385.SZ	大北农	51.83	5.71%	4.41%	14.83	121.65
002548.SZ	金新农	10.56	-13.23%	32.33%	15.39	
002157.SZ	*ST 正邦	18.15	-33.29%	-68.04%	13.79	136.02
002840.SZ	华统股份	20.15	-14.80%	-0.01%	15.20	
001201.SZ	东瑞股份	5.41	-13.85%	-16.64%	16.78	
605296.SH	神农集团	17.11	0.18%	70.46%	14.58	
300761.SZ	立华股份	7.01	-10.81%	83.51%	15.54	
合计		1212.2	-2.91%	-1.86%	14.94	

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&24 年 1、2 月出栏按各 50%估算）

（二）24 年上市猪企生猪月度均价与均重四连升

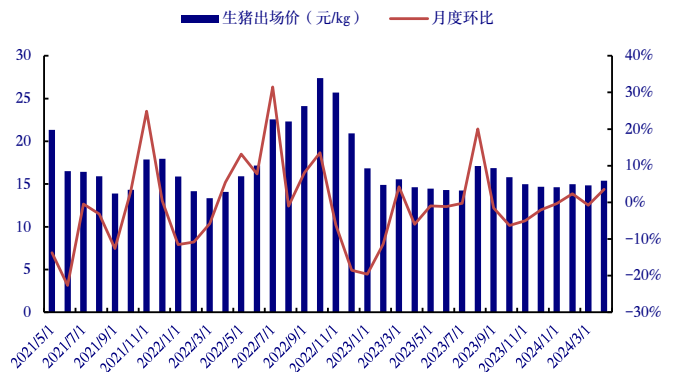
上市猪企月度猪价四连升，但仍低于行业水平。根据国家发展和改革委员会数据统计，24 年 4 月行业生猪均价约为 15.38 元/kg，环比 3 月+3.53%。而上市养殖企业层面，4 月生猪销售均价约为 14.94 元/kg（剔除东瑞股份计算），环比+3.53%；环比涨跌幅与行业变化一致，但绝对值低于行业均价约 2.9%。从各猪企生猪售价来看，具备相对价格优势的猪企包括立华股份、金新农、中粮家佳康、华统股份等，主要受益于销售区域价格相对优势。

图9：24 年 4 月上市猪企生猪销售均价 14.94 元/kg（不含东瑞股份）



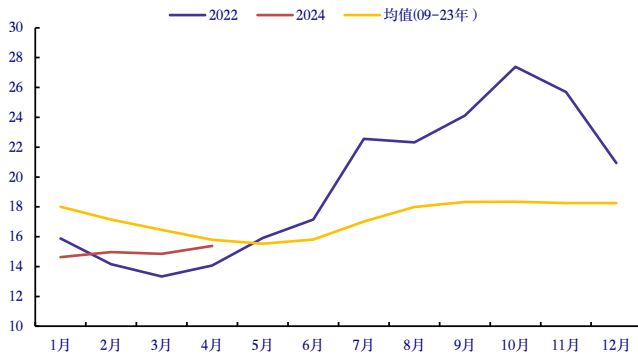
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图10：24 年 4 月行业生猪均价为 15.38 元/kg，环比+3.53%



资料来源：国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

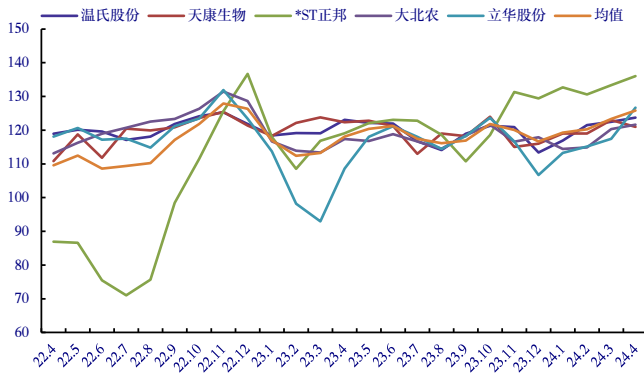
图11：部分年份我国生猪价格月度走势（元/kg）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

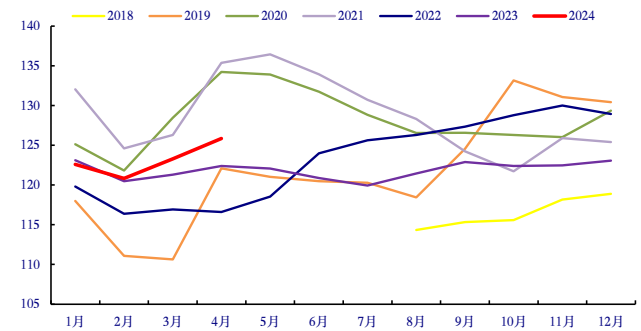
4月上市猪企出栏均重125.8kg，与行业水平基本一致。24年4月上市养殖企业生猪均重环比上行，对应均值约为125.82kg，环比+2.03%，同比+6.53%。24年以来上市公司层面生猪出栏均重已连续回升四个月，自119.27kg持续回升至125.82kg。根据涌益数据统计，24年4月行业出栏均重约为125.87kg，环比+2.08%，同比+2.84%。对比来看，上市养殖企业出栏体重与行业平均水平基本一致。

图12：24年4月部分上市公司出栏均重均值为125.82kg



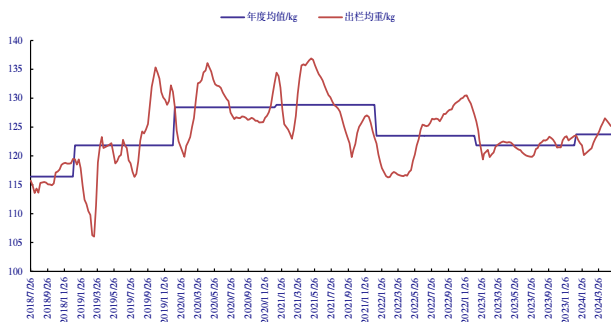
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图13：2024年4月肥猪出栏均重125.87kg，环比+2.08%



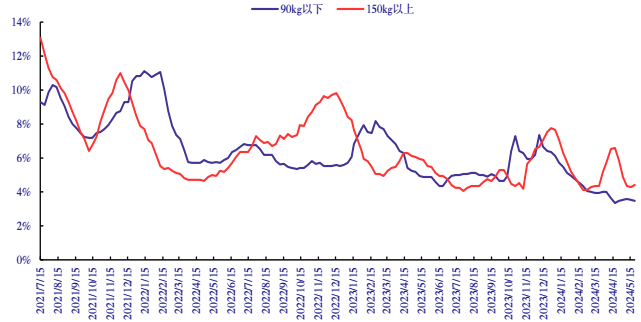
资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图14：2018年7月至今生猪出栏体重走势



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图15：21年7月至今生猪出栏体重结构变化



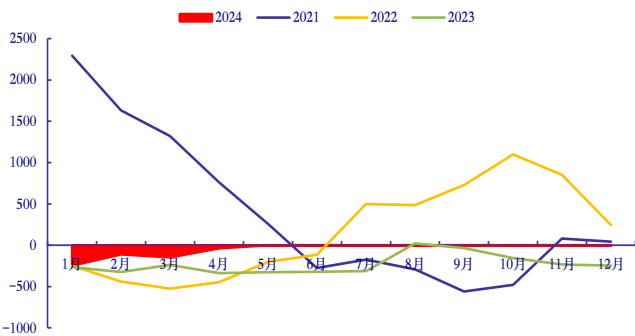
资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

(三) 4月养殖亏损幅度缩窄，母猪产能增减不一

24年4月，行业内自繁自养生猪养殖月均亏损36.34元/头，环比3月亏损收窄109.85元/头；外购仔猪养殖实现利润约107.39元/头，环比3月+51.26元/头。24年以来自繁自养已连续亏损4个月，叠加23年几乎全年亏损状态下，猪企现金流呈现持续消耗状态，规模养殖企业/户的压力在逐步积累。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4月育肥猪头均实现盈亏平衡，对于其他大部分规模养殖企业来说，或依旧处于亏损状态。

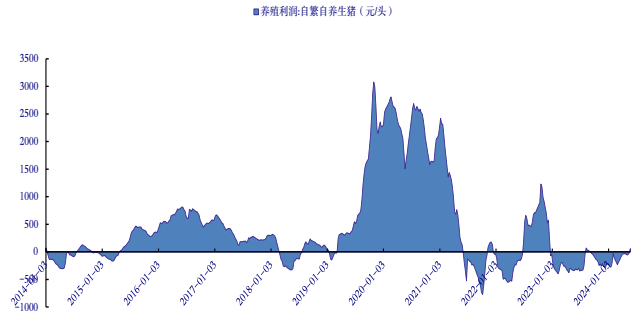
基于自繁自养、外购仔猪养殖利润的分化，多种样本背景下的能繁母猪存栏变化亦出现分化，农业部、涌益咨询、上海钢联4月能繁母猪存栏量环比分别为-0.1%、+0.96%、+0.94%。24年5月24日自繁自养生猪养殖利润58.21元/kg，实现扭亏为盈，我们认为随着后续供需矛盾加剧，生猪养殖或将迎来盈利阶段。在养殖盈利回升的背景下，产能去化或不可持续。

图16: 2024年4月自繁自养生猪月均亏损36.34元/头



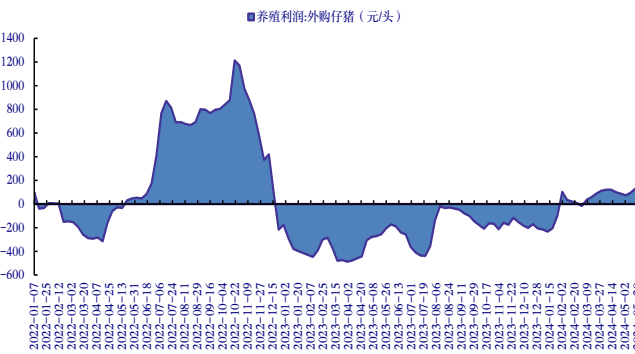
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 24年5月24日自繁自养生猪养殖实现扭亏为盈



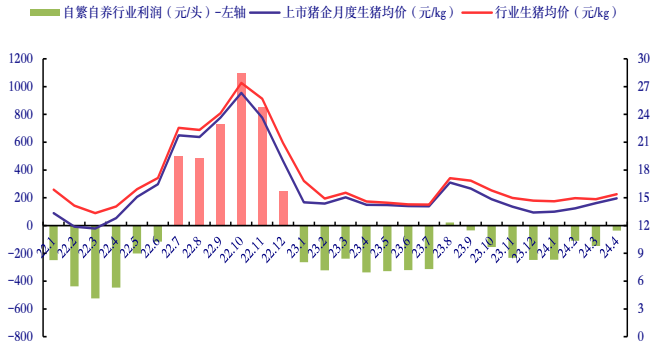
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 24年2月以来外购仔猪养殖基本保持盈利状态



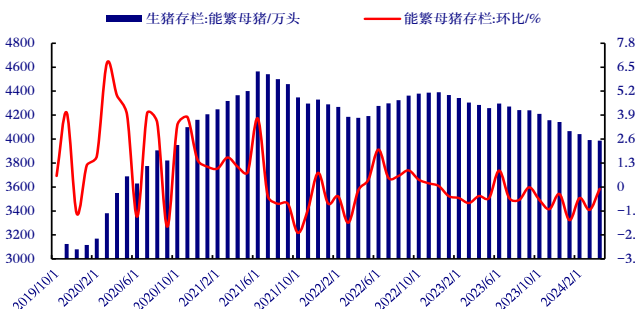
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 2022-24年自繁自养利润与猪价间的走势关系



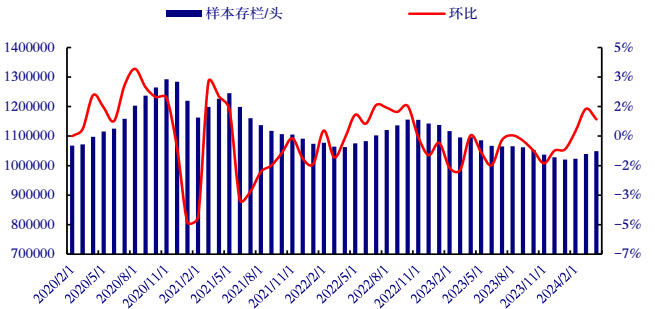
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图20: 24年4月能繁母猪存栏环比-0.1% (农业部)



资料来源: 农业部, 中国银河证券研究院

图21: 24年4月能繁母猪存栏环比+0.96% (涌益咨询)



资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

三、Q1 上市猪企生猪量增价跌，市占率维持高位

(一) Q1 上市猪企出栏同比+7%，市占率近 19%

2024Q1，15 家上市猪企合计出栏约 3677 万头，环比-11.65%，同比+7.32%。从具体季度环比增速看，仅东瑞股份、金新农、神农集团呈上行走势，分别为+38.3%、+23.3%、+14.4%；其余均环比下行。在季度同比方面，仅*ST 正邦、中粮家佳康、*ST 傲农、东瑞股份、立华股份、新希望出栏下行（-46.5%、-36%、-30.4%、-20.7%、-18.6%、-3.3%），而增长显著的主要有神农集团、温氏股份、唐人神、金新农等，分别为+32.5%、+28.3%、+20.8%、+19.9%，主要源于产能增长显著、原有基数相对较小等不同因素。

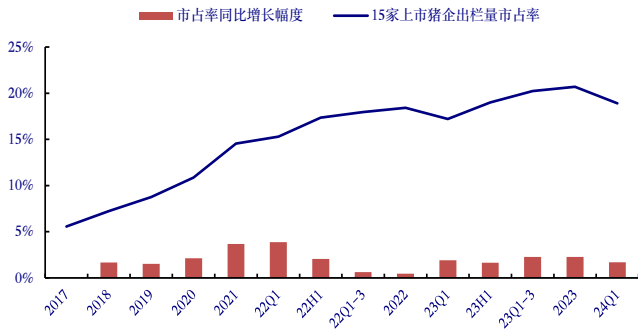
从生猪市占率角度看，15 家上市猪企市占率自 2017 年的 5.57% 上涨至 23 年的 20.69%（同比+2.26pct），创历史新高。尤其是 20 年以来，市占率提升幅度扩大，呈现加速模式。根据国家统计局数据，2024 年一季度我国生猪出栏量为 19455 万头，同比-2.23%，据此我们估算 24Q1 上市猪企生猪销售市占率为 18.9%，同比 23Q1 是+1.68pct，相比于 2023 年市占率下行 1.79pct。

表 2：2024Q1，15 家上市养殖企业生猪季度出栏相关数据

代码	企业名称	23Q1/万头	23Q4/万头	24Q1/万头	季度环比	季度同比
002714.SZ	牧原股份	1385	1681	1601	-4.7%	15.6%
300498.SZ	温氏股份	560	794	718	-9.5%	28.3%
603363.SH	*ST 傲农	139	142	96	-32.0%	-30.4%
002100.SZ	天康生物	57	76	65	-14.6%	13.7%
002567.SZ	唐人神	78	108	95	-12.5%	20.8%
000876.SZ	新希望	472	462	456	-1.3%	-3.3%
1610.HK	中粮家佳康	127	156	81	-47.8%	-36.0%
002124.SZ	ST 天邦	133	253	151	-40.1%	13.8%
002385.SZ	大北农	144	189	145	-23.1%	1.0%
002548.SZ	金新农	28	27	33	23.3%	19.9%
002157.SZ	*ST 正邦	173	134	92	-31.2%	-46.5%
002840.SZ	华统股份	53	62	61	-2.2%	13.9%
001201.SZ	东瑞股份	21	12	17	38.3%	-20.7%
605296.SH	神农集团	35	41	47	14.4%	32.5%
300761.SZ	立华股份	24	27	19	-28.6%	-18.6%
合计		3427	4162	3677	-11.65%	7.32%

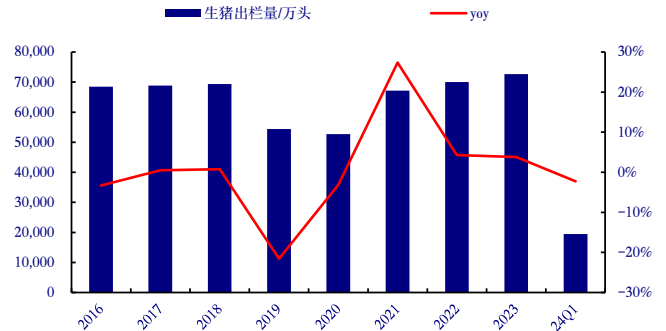
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

图22: 2017-2024Q1 上市猪企生猪出栏市占率变化



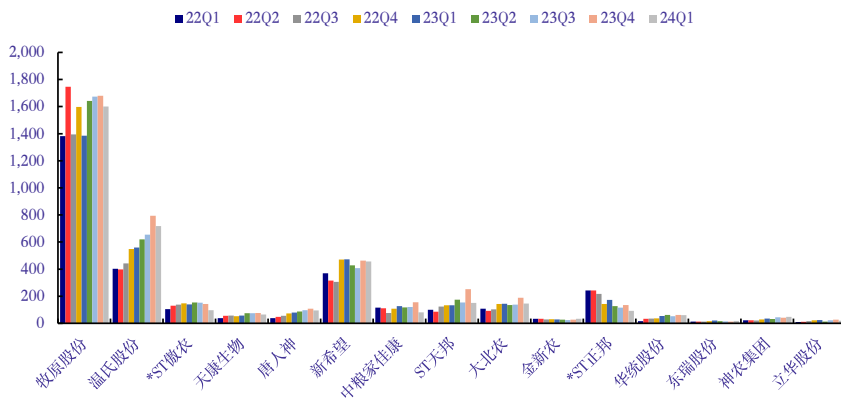
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图23: 24Q1 我国生猪出栏 19455 万头, 同比-2.23%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 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) Q1 猪价同比降幅近 5%，季度亏损依旧显著

2024Q1 我国生猪行业季度均价约为 14.79 元/kg, 季度同比-5.92%, 季度环比-1.99%, 季度内猪价呈现低位震荡状态。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 Q1 猪价均值为 13.94 元/kg, 同比-4.85%, 环比-1.13%。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、生猪出栏结构等因素有关。

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。24Q1 我国大中城市玉米批发均价约为 2.48 元/kg, 季度环比-8.49%, 季度同比-15.36%。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, 24Q1 约为 3.67 元/kg, 季度环比-4.68%, 季度同比-6.62%, 价格走势与玉米基本一致。

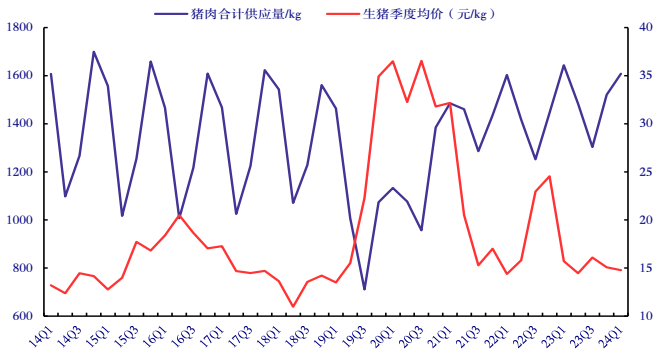
从季度利润层面看, 24Q1 生猪行业自繁自养头均亏损约 170.26 元, 环比 2Q4 头均亏损减少 48.67 元。对于上市猪企来说, 24Q1 生猪均价环比下行 1%、季度出栏环比下行 12%, 叠加考虑生猪养殖成本下行走势(饲料成本下行、养殖效率相对好转等), 24Q1 各猪企利润环比呈好转态势; 后续随着猪价上行预期, 猪企盈利能力将逐步回归。

表 3：23Q1-24Q1，13 家上市养殖企业归母净利润情况

代码	企业名称	23Q1 归母净利润	23Q2 归母净利润	23Q3 归母净利润	23Q4 归母净利润	24Q1 归母净利润
		亿元	亿元	亿元	亿元	亿元
002714.SZ	牧原股份	-11.98	-15.81	9.37	-24.21	-23.79
300498.SZ	温氏股份	-27.49	-19.40	1.59	-18.60	-12.36
002100.SZ	天康生物	-0.14	-4.33	-0.57	-8.59	0.54
002567.SZ	唐人神	-3.40	-3.24	-2.47	-6.15	-1.98
000876.SZ	新希望	-16.86	-12.97	-8.75	41.07	-19.34
002124.SZ	ST 天邦	-6.64	-5.93	-3.10	-13.18	6.04
002385.SZ	大北农	-3.06	-4.69	-1.34	-12.65	-2.09
002548.SZ	金新农	-0.99	-1.39	-0.71	-3.51	-0.52
002840.SZ	华统股份	-1.05	-2.52	-0.02	-2.47	-1.57
001201.SZ	东瑞股份	-1.91	-1.39	-0.86	-1.00	-0.83
605296.SH	神农集团	-1.06	-1.58	0.47	-1.84	-0.04
300761.SZ	立华股份	-3.91	-2.01	3.07	-1.53	0.80
603363.SH	*ST 傲农	-1.80	-6.30	-4.81	-23.61	-2.92
合计		-80.29	-81.55	-8.12	-76.27	-58.06

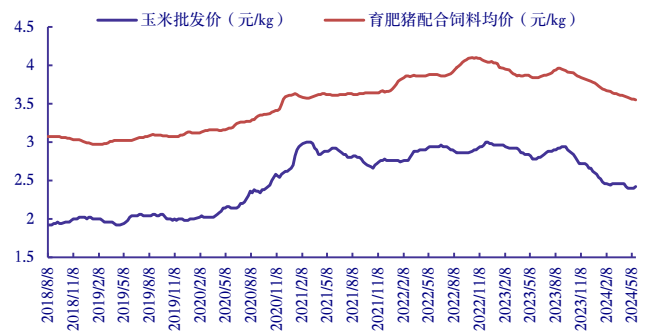
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

图25：2024Q1 我国生猪均价 14.79 元/kg，季度环比-1.99%



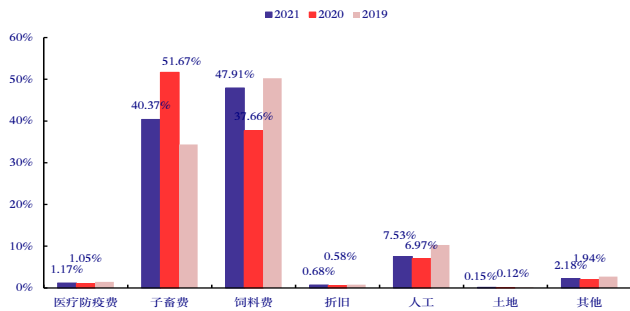
资料来源：国家发展和改革委员会，国家统计局，中国银河证券研究院

图26：2023 年我国玉米、饲料价格呈现震荡下行走势



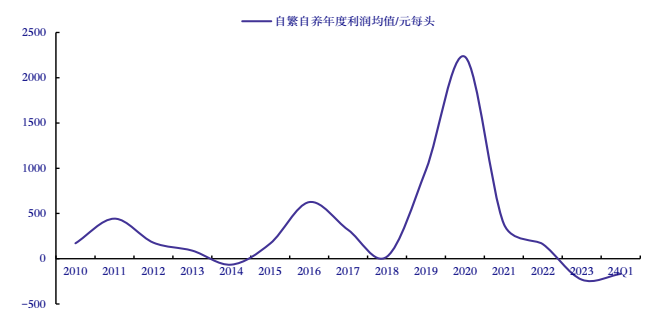
资料来源：国家发展和改革委员会，农业农村部，中国银河证券研究院

图27：2019-21 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28：2024Q1 自繁自养年度利润均值为-167.23 元/头



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、24 年猪价同比上行，H2 优于 H1 确定性高

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，以及依托仔猪出栏、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。基于上述几点，以此形成长中短期猪价的预判图景。

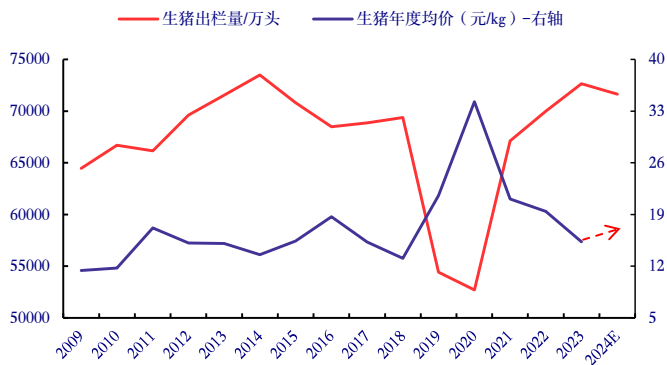
（一）2024 生猪年度均价预期上行

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 年全年生猪出栏达 7.27 亿头（同比上行 3.81%），对应 23 年生猪年度均价 15.31 元/kg（同比下行 21.14%），两者延续此前的反向关系。因此，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。关于年度生猪出栏量的测算，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-24 年 2 月能繁母猪存栏量为已知，我们估算作用于 24 年的产能为同比-93 万头左右。24 年 3-4 月能繁母猪存栏处于持续下行阶段，意味着 25 年的能繁母猪作用值走势。

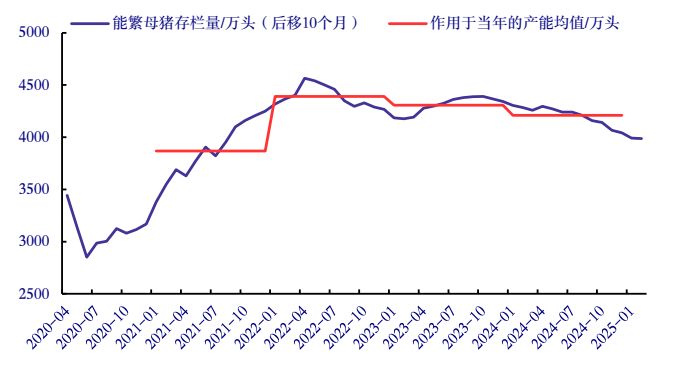
2) 本文所涉及的 MSY 均为我们依据公开数据测算得到，可延续逻辑的一惯性。我们测算得到 23 年我国生猪 MSY 约为 16.87 头，同比+0.93 头。假若 24 年 MSY 同比+0.39 以内，那么 24 年肥猪出栏量同比下行，意味着生猪年度均价同比上行（大于 15.3 元/kg）。综合考虑 23Q4 至 24 年初的生猪疫病等情况，生猪养殖效率受到不同程度的影响（类比 22 年情况，当年 MSY 同比-1.41 头），24 年 MSY 难有大幅提升，因此 24 年肥猪出栏量同比下行确定性高，全年生猪均价同比上行。

图29：2009 年以来我国生猪出栏量与猪价呈显著反向关系



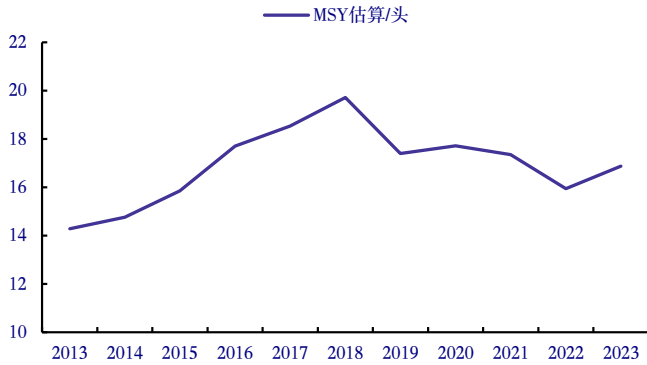
资料来源：国家统计局，国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

图30：2020 年 4 月以来作用于当月的能繁母猪量变化



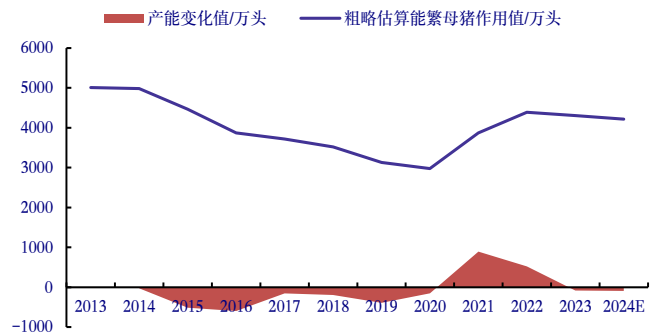
资料来源：国家统计局，农业部，中国银河证券研究院

图31：2013-2023 年我国生猪 MSY 值情况/头



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32：2013 年以来作用于当年的能繁母猪量变化情况

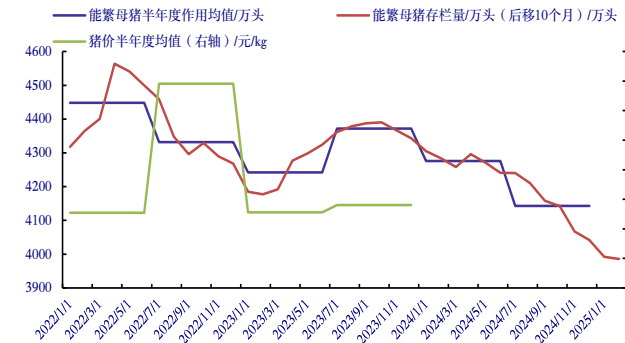


资料来源：国家统计局，农业部，中国银河证券研究院

(二) 24H2 猪价优于 H1 确定性高

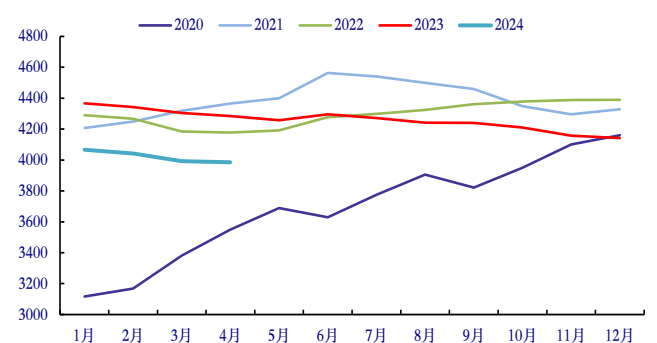
- 1、从养殖周期角度推算，能繁母猪存栏量基本对应 10 个月以后的生猪出栏情况（暂时不考虑存活率等指标变化）。因此我们将能繁母猪存栏量后移 10 个月估算能繁母猪作用值，得到 24H1、H2 该值分别为 4276 万头、4143 万头，可见 24 年上下半年的产能端相差 130 万头左右，呈现前高后低的供应趋势。同时，观察生猪需求端走势，我们了解受节假日、季节性等因素影响，H2 消费端通常会好于 H1，也就是说呈现前低后高的需求趋势。**综合供需趋势考虑，24H2 生猪均价显著优于 H1 确定性高。**

图33：2022 年至今能繁母猪半年度作用均值变化



资料来源：农业农村部，国家发改委，中国银河证券研究院

图34：2020 年至今能繁母猪月度存栏量情况/万头

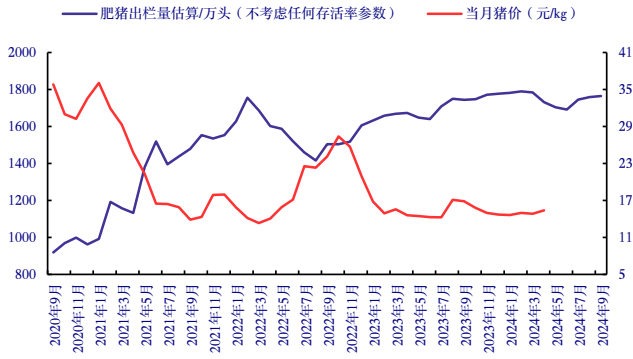


资料来源：Wind，农业农村部，中国银河证券研究院

- 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，4-6 月呈现持续下行状态；据此我们认为 24Q2 猪价预计呈现震荡上行走势。从现有猪价走势来看（24 年 4 月生猪均价 15.38 元/kg，同比+3.53%），基本符合上述判断。

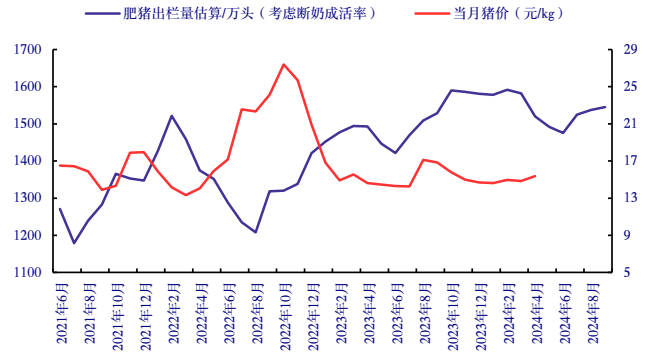
因此综合来说，考虑供需矛盾逐步加剧的情况，24H2 猪价优于 H1 确定性高。短期考虑育肥猪预期出栏下行走势，6 月猪价或呈现震荡提升趋势。

图35: 基于仔猪量推算育肥猪出栏量 (不考虑任何存活率)



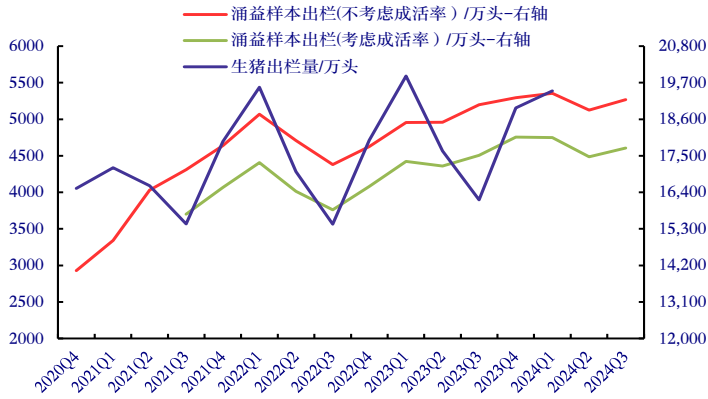
资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图36: 基于仔猪量推算育肥猪出栏量 (考虑断奶成活率)



资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图37: 涌益咨询样本与统计局数据拟合情况 (生猪出栏量)



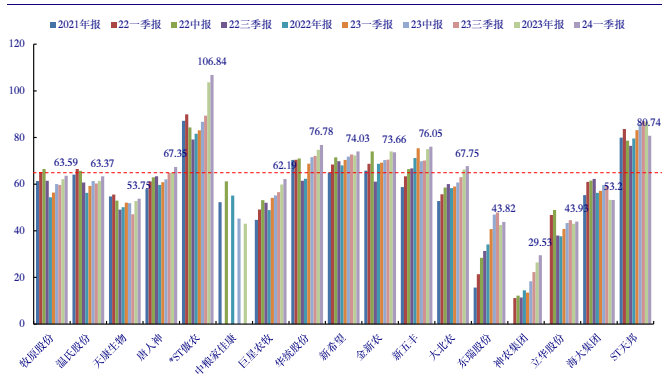
资料来源: 国家统计局, 涌益咨询, 中国银河证券研究院

五、投资建议

2023年以来我国生猪养殖行情低迷,在此期间如何安全度过成为众多养殖企业的核心关注点之一,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。

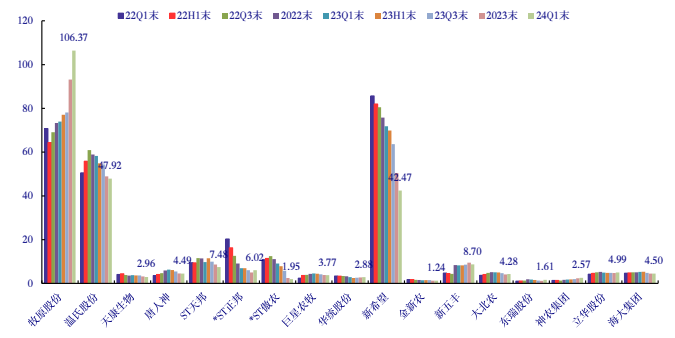
- 从成本角度来看,牧原股份、温氏股份、神农集团、天康生物、巨星农牧等均具备较领先的成本优势,主要受益于饲料成本的下行、养殖效率的改善等方面。
- 从偿债能力角度看,2021年以来大部分猪企呈现负债端压力提升状态,尤其是经历23Q4养殖疫情以及猪价低迷的影响,连续两个季度上市猪企资产负债率再度提升显著。我们观察17家具备生猪养殖业务的猪企资产负债率情况,并剔除最大值和最小值,得到资产负债率均值约为63.4%(24年一季度);其中低于该均值的猪企包括神农集团、东瑞股份、立华股份、*ST正邦、海大集团、天康生物、巨星农牧、温氏股份。
- 从产能角度看,22年以来大部分猪企生产性生物资产呈现震荡下行走势,仅牧原股份、新五丰、神农集团呈现较显著的震荡上行趋势。资产占比方面,仅牧原股份、神农集团基本保持震荡上行状态。从侧面印证猪价低迷背景下养殖企业压力的累积,进而表现出产能去化动作。

图38: 21年年报-24年一季度部分上市猪企资产负债率变化情况/%



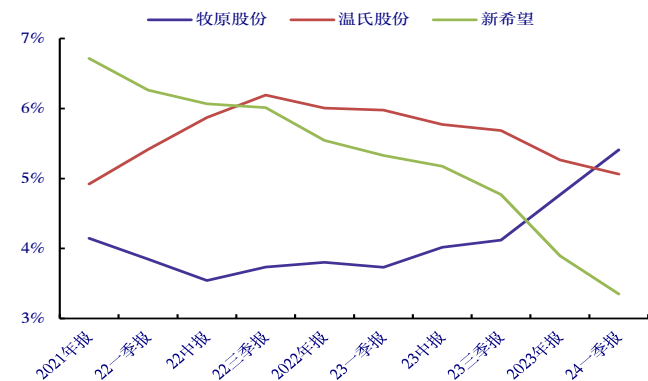
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图39: 22年一季度-24年一季度部分上市猪企生产性生物资产变化情况/亿元



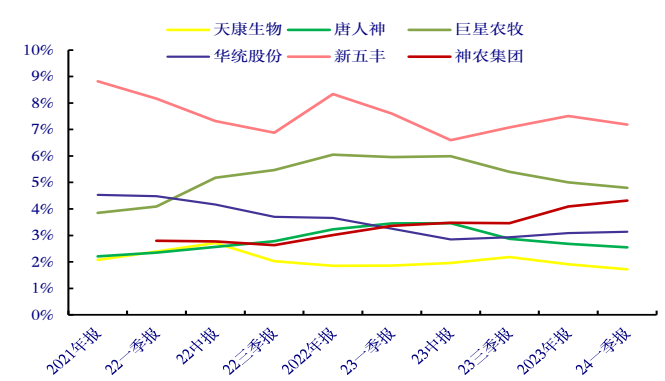
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图40: 21年年报-24年一季度头部上市猪企生产性生物资产占比变化情况



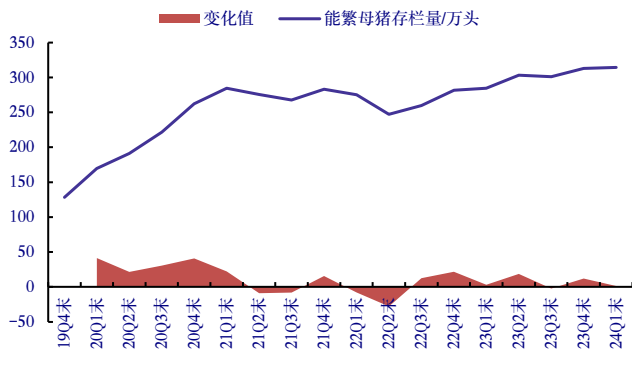
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图41: 21年年报-24年一季度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

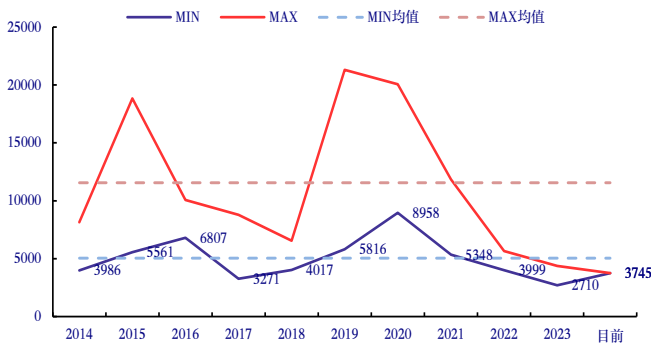
图42: 19Q4末-24Q1末牧原股份能繁母猪存栏量情况/万头



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) 上市猪企头均市值处于历史低位区间。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。24 年 5 月 28 日其头均市值约为 3745 元。2) 生猪养殖 (SW2021 分类) PB 在低位区间运行。24 年 5 月 28 日 PB (LYR) 为 3.67 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相对低位。

图43: 2014 年至 24 年 5 月 28 日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44: 2018 年至 24 年 5 月 28 日 SW 生猪养殖 PB (LYR) 走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们在一月份发布的系列报告中强调布局猪周期于持续亏损阶段具备显著安全边际,并在选股时强调财务健康度、股东背景等方面。站在当前时点,猪价处于上涨过程当中,部分成本领先猪企已走出亏损泥沼,因此我们在选股时强调成本优势的同时亦可关注出栏弹性、潜在空间(估值水平)等方面。我们建议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)(成本边际改善显著,出栏同比+20%)、牧原股份(002714.SZ)(成本保持领先,出栏同比+10%),“小猪企”可关注天康生物(002100.SZ)(成本边际改善显著,出栏同比+14%)。

表 4: 部分生猪养殖企业相关财务指标 (收盘价为 2024 年 5 月 28 日)

公司名称	代码	收盘价/元	PB-LF/倍	ROE(平均)-2024	资产负债率-2024	年初至今涨跌幅
				一季报/%	一季报/%	%
牧原股份	002714.SZ	47.96	4.36	-3.84	63.59	16.46
温氏股份	300498.SZ	21.92	4.68	-3.80	63.37	9.27

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。

天康生物	002100.SZ	8.28	1.76	0.84	53.75	-5.59
唐人神	002567.SZ	7.03	1.90	-3.66	67.35	-6.27
巨星农牧	603477.SH	33.64	6.32	-4.60	62.19	-10.22
华统股份	002840.SZ	22.32	7.16	-7.82	76.78	7.36
神农集团	605296.SH	41.70	5.22	-0.09	29.53	35.70
新五丰	600975.SH	9.68	4.46	-8.88	76.05	-7.37
德康农牧	2419.HK	50.25	-	-	-	-2.33
中粮家佳康	1610.HK	2.01	-	-	-	6.91
东瑞股份	001201.SZ	24.87	1.89	-2.41	43.82	3.02
金新农	002548.SZ	4.60	2.58	-3.57	73.66	-18.29
新希望	000876.SZ	10.10	2.36	-8.19	74.03	8.37
ST 天邦	002124.SZ	2.30	1.81	23.97	80.74	-36.64
*ST 傲农	603363.SH	4.42	-2.96	-	106.84	-27.18
*ST 正邦	002157.SZ	3.33	2.85	-0.47	50.43	24.25

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：环保政策、养殖相关政策的变化等将对生猪养殖企业造成显著影响。

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: 24 年 5 月 22 日我国大中城市生猪出场价为 15.72 元/kg, 为年初以来的高点	3
图 2: 24Q1 年末我国能繁母猪存栏 3992 万头, 季度环比-3.62%	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: 24 年 4 月上市养殖企业生猪销量 1212.2 万头	4
图 6: 24 年 4 月上市养殖企业生猪销量环比-2.91%, 同比-1.86%	4
图 7: 2022-24 年上市养殖企业月度生猪销量变化/万头	4
图 8: 观察 23Q2 末一来生产性生物资产与后续生猪出栏量的关系/亿元	4
图 9: 24 年 4 月上市猪企生猪销售均价 14.94 元/kg (不含东瑞股份)	5
图 10: 24 年 4 月行业生猪均价为 15.38 元/kg, 环比+3.53%	5
图 11: 部分年份我国生猪价格月度走势 (元/kg)	6
图 12: 24 年 4 月部分上市公司出栏均重均值为 125.82kg	6
图 13: 2024 年 4 月肥猪出栏均重 125.87kg, 环比+2.08%	6
图 14: 2018 年 7 月至今生猪出栏体重走势	6
图 15: 21 年 7 月至今生猪出栏体重结构变化	6
图 16: 2024 年 4 月自繁自养生猪月均亏损 36.34 元/头	7
图 17: 24 年 5 月 24 日自繁自养生猪养殖实现扭亏为盈	7
图 18: 24 年 2 月以来外购仔猪养殖基本保持盈利状态	7
图 19: 2022-24 年自繁自养利润与猪价间的走势关系	7
图 20: 24 年 4 月能繁母猪存栏环比-0.1% (农业部)	7
图 21: 24 年 4 月能繁母猪存栏环比+0.96% (涌益咨询)	7
图 22: 2017-2024Q1 上市猪企生猪出栏市占率变化	9
图 23: 24Q1 我国生猪出栏 19455 万头, 同比-2.23%	9
图 24: 上市猪企季度生猪出栏情况/万头	9
图 25: 2024Q1 我国生猪均价 14.79 元/kg, 季度环比-1.99%	10
图 26: 2023 年我国玉米、饲料价格呈现震荡下行走势	10
图 27: 2019-21 年生猪养殖总成本结构变化	10
图 28: 2024Q1 自繁自养年度利润均值为-167.23 元/头	10
图 29: 2009 年以来我国生猪出栏量与猪价呈显著反向关系	11
图 30: 2020 年 4 月以来作用于当月的能繁母猪量变化	11
图 31: 2013-2023 年我国生猪 MSY 值情况/头	12
图 32: 2013 年以来作用于当年的能繁母猪量变化情况	12
图 33: 2022 年至今能繁母猪半年度作用均值变化	12
图 34: 2020 年至今能繁母猪月度存栏量情况/万头	12
图 35: 基于仔猪量推算育肥猪出栏量 (不考虑任何存活率)	13
图 36: 基于仔猪量推算育肥猪出栏量 (考虑断奶成活率)	13
图 37: 涌益咨询样本与统计局数据拟合情况 (生猪出栏量)	13
图 38: 21 年年报-24 年一季报部分上市猪企资产负债率变化情况/%	14
图 39: 22 年一季报-24 年一季报部分上市猪企生产性生物资产变化情况/亿元	14
图 40: 21 年年报-24 年一季报头部上市猪企生产性生物资产占比变化情况	14
图 41: 21 年年报-24 年一季报部分上市猪企生产性生物资产占比变化情况	14
图 42: 19Q4 末-24Q1 末牧原股份能繁母猪存栏量情况/万头	15
图 43: 2014 年至 24 年 5 月 28 日牧原股份头均市值变化情况 (元/头)	15
图 44: 2018 年至 24 年 5 月 28 日 SW 生猪养殖 PB (LYR) 走势	15

表格目录

表 1: 2024 年 4 月上市养殖企业生猪出栏相关数据	5
表 2: 2024Q1, 15 家上市养殖企业生猪季度出栏相关数据	8
表 3: 23Q1-24Q1, 13 家上市养殖企业归母净利润情况	10
表 4: 部分生猪养殖企业相关财务指标 (收盘价为 2024 年 5 月 28 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。南京大学管理学硕士。2015年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，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
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn