

猪价高点值得期待，产能恢复或明显偏弱

行业评级：增 持

报告日期：2024-6-16

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五：猪肉消费处于近年底部，1H2024 产能去化有望加速 20240114
- 2、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
- 3、生猪养殖行业系列报告七：猪企成本震荡下行，猪价高点值得期待 20240515

主要观点：

● 累计去化已达 9.1%，产能恢复有望明显偏弱

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）。

● 本轮周期生猪产能恢复或明显偏弱

我们认为，2024 年生猪产能回升速度偏慢，与亏损期较长、维持数年的高资产负债率、偏好压栏和二育等多重因素相关。**1、亏损期较长，资产负债率高。**本轮周期亏损时间较长，2023 年 1 月-2024 年 5 月猪粮比介于 4.9-6.0 的时间段达 55 周，生猪自繁自养经历 63 周亏损，外购仔猪育肥经历 53 周亏损。此外，非瘟疫情带来的超高猪价刺激整个产业积极扩产，2021 年末 20 家上市猪企平均资产负债率攀升至 60%，达到 2009 年以来最高水平，2022 年以来持续维持在 64%-65% 的高负债水平。**2、二育及压栏的灵活使用。**非瘟疫情以来，生猪出栏均重和整体波动性均明显超过疫情前，主要是因为部分养殖户选择运用压栏和二育获得更高盈利。与此同时，种猪和仔猪的补栏意愿减弱；**3、上市猪企整体产能恢复明显偏弱。**2022 年 12 月-2024 年 3 月，主要上市猪企的能繁母猪存栏量基本稳定。

● 2023Q4 生猪疫情超预期，二育相对可控、短期积极性或回落

2023 年 11 月、12 月和 2024 年 1 月，全国生猪定点屠宰企业屠宰量异常高，我们判断，与生猪疫情引发的提前出栏密切相关；此外，涌益咨询的配种数环比明显下降，90 公斤以内低体重猪出栏占比出现小峰值。从上市猪企数据看，产能布局偏北方的两家优质企业也出现了提前出栏或生产效率阶段性下降的现象。

从生猪均重看，生猪压栏或二次育肥均处于近年中值或偏高水平，但相对可控。涌益咨询数据，6 月 13 日二育采购体重段 110 公斤的二育成本为 18.14 元/公斤，二育采购体重段 115 公斤的二育成本为 18.53 元/公斤；与此同时，生猪期货 2407 合约、2409、2411 合约收盘价均低于生猪现货价格和二育成本，从侧面反映生猪产业对远期猪价持谨慎态度，短期二育积极性或回落。

● 本轮猪价高点值得期待

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%，受产能去化、延迟配种、二育等多重因素影响，猪价于 2022 年 10 月 26 日达到峰值 27.66 元/公斤。本轮周期 2022 年 12 月-2024 年 3 月累计去化 9.1%，2024 年 4 月农业部能繁母猪存栏量环比再降 0.1%，整体去化已超过 2021-2022 年，较 2021 年 6 月能繁母猪存栏量更是下降了 12.5%。自今年 3 月以来，生猪价格持续超市场预期，我们判断，与 2023Q4 生猪疫情较严重带来的供需缺口直接

相关，当然，二育和压栏也对猪价有一定提振。随着产能去化的影响不断显现，本轮猪价高点值得期待。

● 上市猪企 2024 年出栏偏理性，养殖成本处于下降通道

2024 年，上市猪企的出栏规划整体偏理性。2024 年 1-5 月 18 家上市猪企合计出栏 6284.5 万头，同比上升 3.9%；2024 年 5 月，18 家上市猪企合计出栏 1294 万头，同比下降 0.4%。主要上市猪企生猪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）始终处于第一梯队，2024Q1 神农集团成本 14.5+元/公斤，5 月，牧原股份生猪养殖完全成本降至 14.3 元/公斤，温氏股份肉猪养殖综合成本降至 14.2 元/公斤。

● 估值及投资建议

据 2024 年预测生猪出栏量，温氏头均市值 3291 元、牧原 3516 元、巨星农牧 4857 元、华统 2925 元、新希望 2860 元、天康生物 2100 元、中粮家佳康 1736 元。一、二线龙头猪企估值多数处于历史底部，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

非瘟疫情；猪价反转晚于预期。

正文目录

1 累计去化已达 9.1%，产能恢复或明显偏弱	5
1.1 2022 年 12 月至今累计产能去化 9.1%.....	5
1.2 本轮周期生猪产能恢复或明显偏弱.....	6
1.3 上市猪企整体产能恢复明显偏弱.....	10
2 2023Q4 生猪疫情超预期，猪价高点值得期待	11
2.1 2023Q4 生猪疫情超预期.....	11
2.2 2024 年二育相对可控，短期积极性或回落.....	12
2.3 本轮猪价高点值得期待.....	14
3 上市猪企推荐	15
3.1 上市猪企 2024 年出栏偏理性.....	15
3.2 上市猪企养殖成本均处于下行通道.....	18
3.3 估值及投资建议.....	19
风险提示:	19

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 能繁母猪存栏量累计变化对照表.....	6
图表 6 2024 年 2-5 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化.....	7
图表 7 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化.....	7
图表 8 2024 年 3-5 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化.....	7
图表 9 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化.....	7
图表 10 生猪自繁自养盈利走势图, 元/头.....	8
图表 11 外购仔猪盈利走势图, 元/头.....	8
图表 12 猪粮比走势图.....	8
图表 13 主要上市猪企平均资产负债率走势图, %.....	8
图表 14 20 家上市猪企资产负债率对照表, %.....	9
图表 15 16 省份生猪宰杀均重, 公斤.....	9
图表 16 涌益咨询出栏均重变化, 公斤.....	9
图表 17 二元母猪价格走势, 元/公斤.....	10
图表 18 仔猪价格走势, 元/公斤.....	10
图表 19 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图, 万头.....	10
图表 20 生猪定点屠宰企业月度屠宰量对照图, 万头.....	11
图表 21 生猪定点屠宰企业年度屠宰量及增速走势图.....	11
图表 22 中粮家佳康生猪出栏量, 万头.....	12
图表 23 牧原股份生猪养殖指标变化表.....	12
图表 24 配种数环比变化.....	12
图表 25 低体重猪出栏占比.....	12
图表 26 2020-2024 年涌益咨询生猪出栏均重, 公斤.....	13
图表 27 2020-2024 年 16 省份生猪宰杀均重图, 公斤.....	13
图表 28 温氏股份生猪出栏均重, 公斤.....	13
图表 29 大北农育肥猪出栏均重, 公斤.....	13
图表 30 2021 年生猪期货收盘价及活猪价格图, 元/吨.....	14
图表 31 2022 年生猪期货收盘价及活猪价格图, 元/吨.....	14
图表 32 2023 年生猪期货收盘价及活猪价格图, 元/吨.....	14
图表 33 2024 年生猪期货收盘价及活猪价格图, 元/吨.....	14
图表 34 2008-2024 年生猪周度价格走势, 元/公斤.....	15
图表 35 2022-2024 年生猪月度出栏价对照图, 元/公斤.....	15
图表 36 主要上市 2024 年出栏目标、2024 年 1-5 月出栏量及产能对照表.....	15
图表 37 主要上市猪企月度出栏量列表, 万头、%.....	16
图表 38 主要上市猪企 2024 生猪成本及目标对照表, 元/公斤.....	18
图表 39 主要上市猪企头均市值对照表.....	19

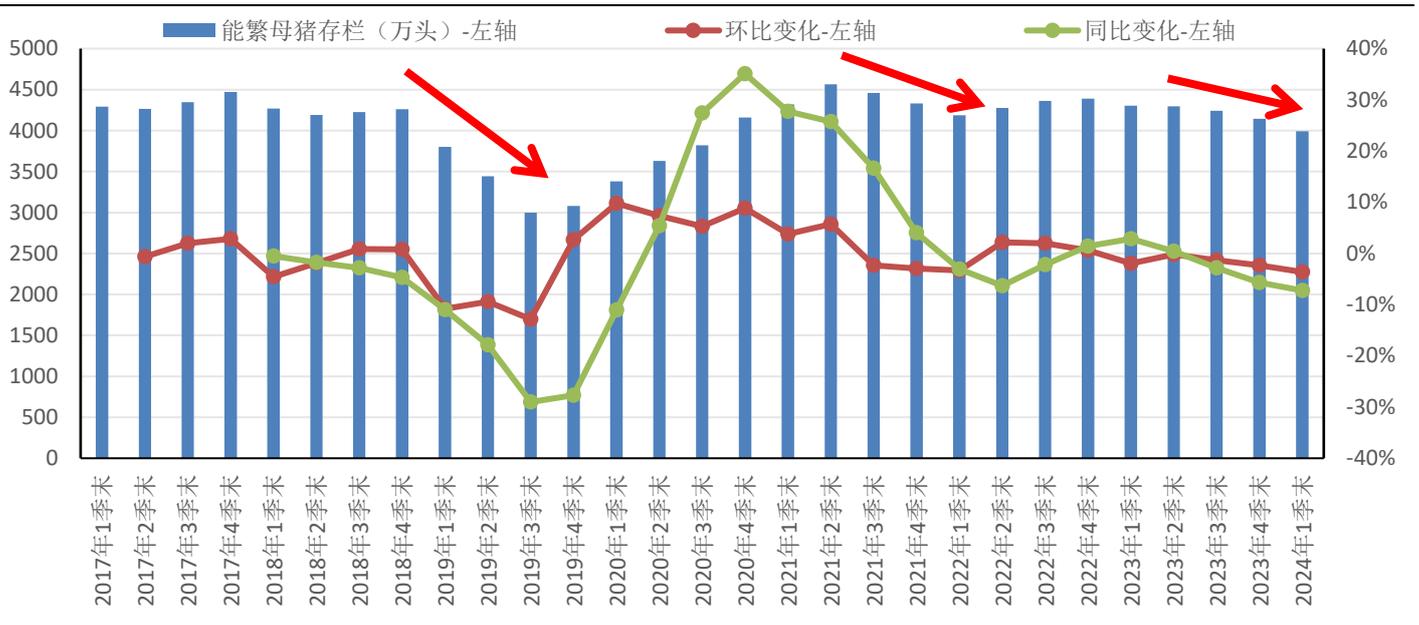
1 累计去化已达 9.1%，产能恢复或明显偏弱

1.1 2022 年 12 月至今累计产能去化 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%。

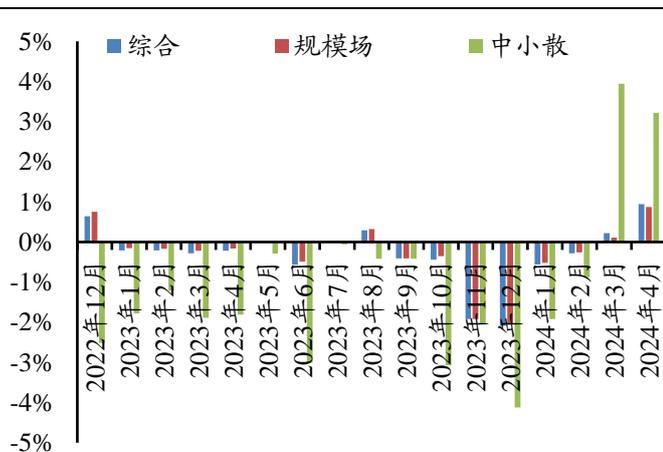
从行业数据看，2022 年 10 月末-2024 年 1 月末，涌益咨询能繁母猪存栏累计降幅 12.37%；2022 年 12 月末-2024 年 2 月末，上海钢联能繁母猪存栏累计降幅 6.9%，其中，规模养殖场累计降幅 6.3%，中小散户累计降幅 25.5%（含 2022 年 12 月降幅）。

图表 1 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-农业部



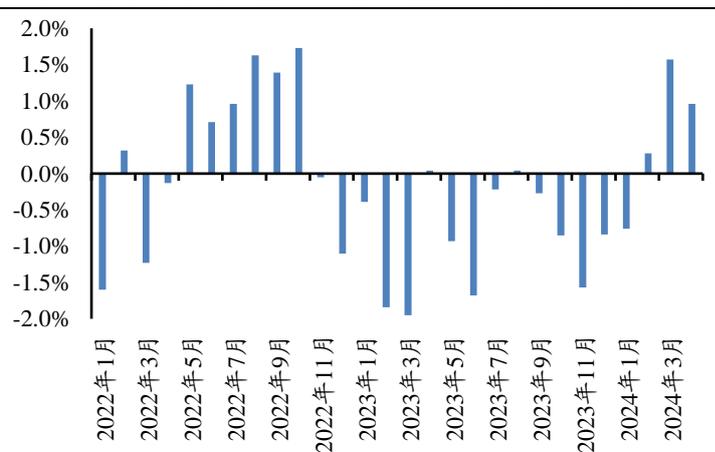
资料来源：统计局、农业农村部，华安证券研究所

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 能繁母猪存栏量累计变化对照表

统计局		涌益咨询		上海钢联	
产能变化时间段	能繁母猪存栏 累计变化	产能变化时间段	能繁母猪存栏 累计变化	产能变化时间段	能繁母猪存栏 累计变化
2017.12-2019.9	-32.9%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
2019.9-2021.6	52.1%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
2021.6-2022.3	-8.3%	2021.6-2022.4	-15.7%	N.A.	N.A.
2022.3-2022.12	4.9%	2022.5-2022.10	8.5%	2022.4-2022.12	12.7%
2022.12-2024.3	-9.1%	2022.11-2024.1	-12.4%	2023.1-2024.2	-6.9%

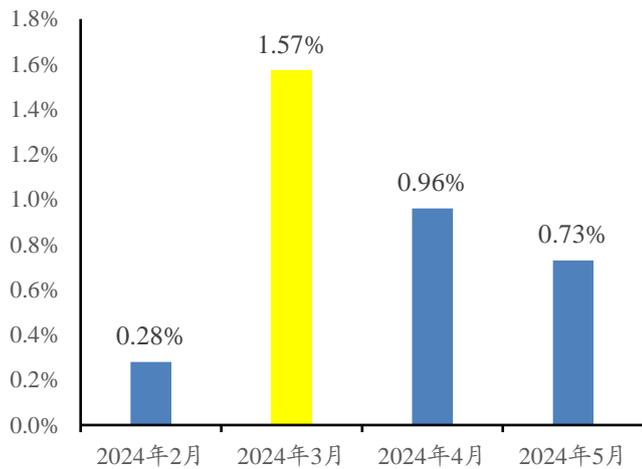
资料来源：统计局，涌益咨询，上海钢联，华安证券研究所

1.2 本轮周期生猪产能恢复或明显偏弱

从官方数据看，能繁母猪存栏量仍处于下行通道，2024 年 4 月能繁母猪存栏量环比下降 0.1%。

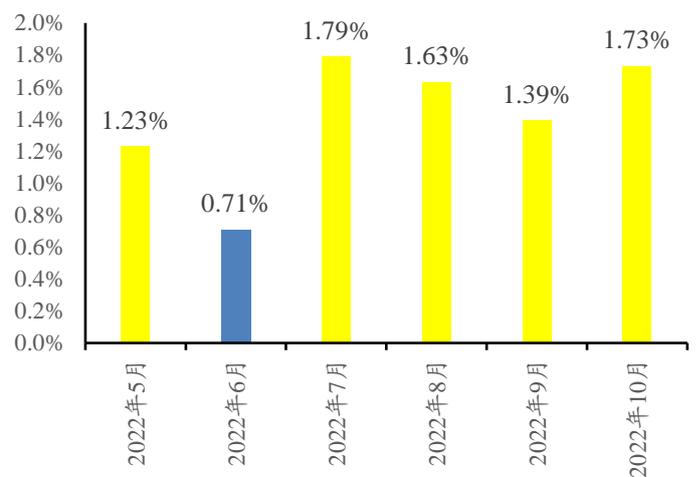
从行业数据看，2024 年 2-5 月，涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升 0.28%、1.57%、0.96%、0.73%；2024 年 3-5 月，上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升 0.22%、0.94%、0.43%。对照 2022 年产能恢复期，5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升 1.23%、0.71%、1.79%、1.63%、1.39%、1.73%；5-12 月，上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升 1.86%、1.99%、1.19%、1.73%、1.27%、2.87%、1.17%、0.64%。2024 年以来，生猪产能回升速度明显弱于 2022 年。

图表 6 2024 年 2-5 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



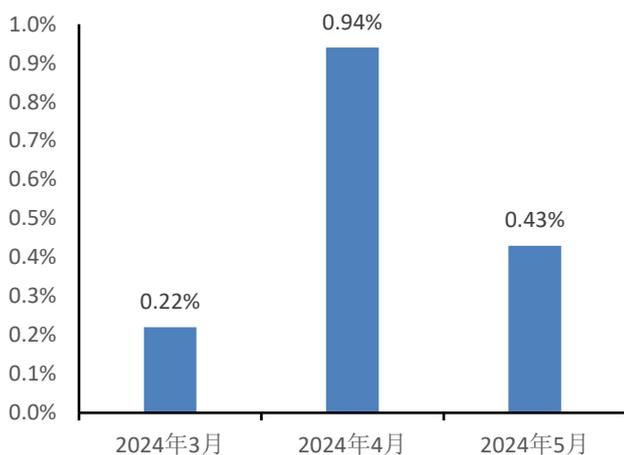
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



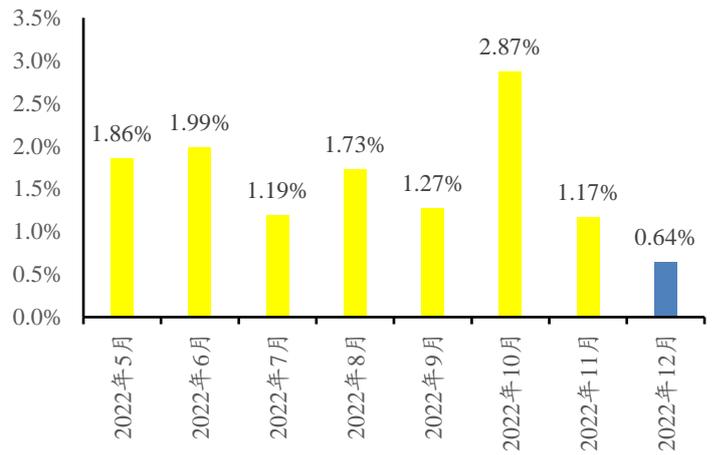
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 2024 年 3-5 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

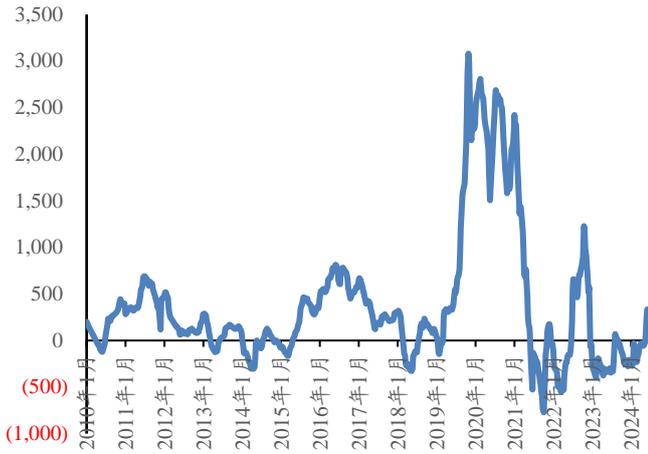
我们认为, 2024 年生猪产能回升速度偏慢, 与亏损期较长、维持数年的高资产负债率、偏好压栏和二育等多重因素相关, 本轮周期产能恢复或明显偏慢。

1、亏损期较长, 资产负债率高

本轮周期亏损时间较长, 2023 年 1 月-2024 年 5 月, 猪粮比介于 4.9-6.0 的时间段达 55 周, 生猪自繁自养经历 63 周亏损, 外购仔猪育肥经历 53 周亏损。

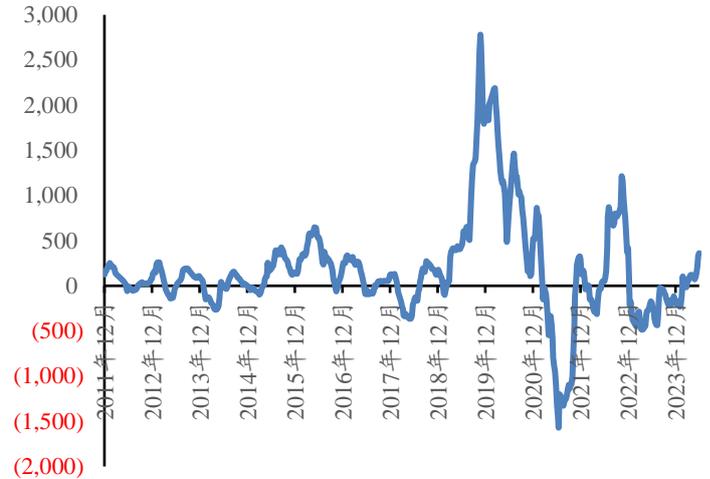
此外, 非瘟疫情带来的超高猪价刺激整个产业积极扩产, 2021 年末 20 家上市猪企平均资产负债率攀升至 60%, 达到 2009 年以来最高水平, 2022 年以来持续维持在 64%-65% 的高负债水平。

图表 10 生猪自繁自养盈利走势图, 元/头



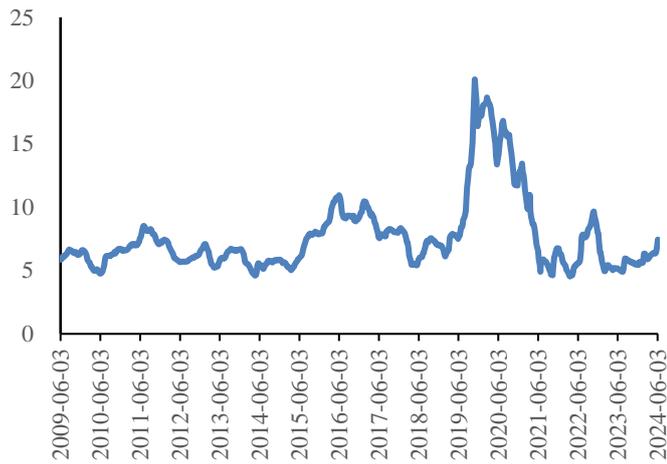
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 外购仔猪盈利走势图, 元/头



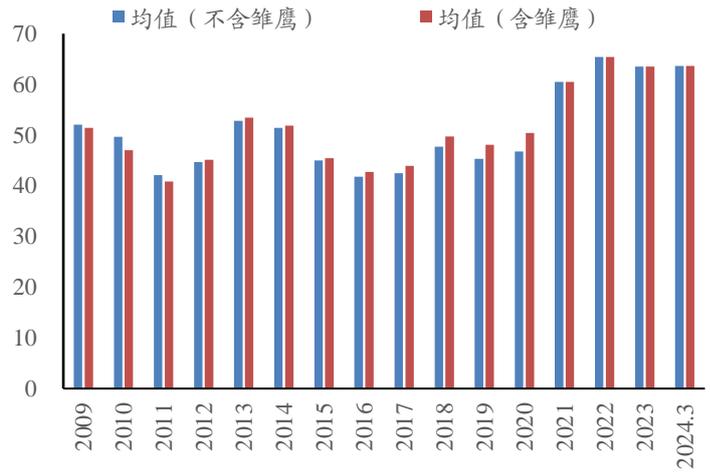
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 猪粮比走势图



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 主要上市猪企平均资产负债率走势图, %



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 20 家上市猪企资产负债率对照表, %

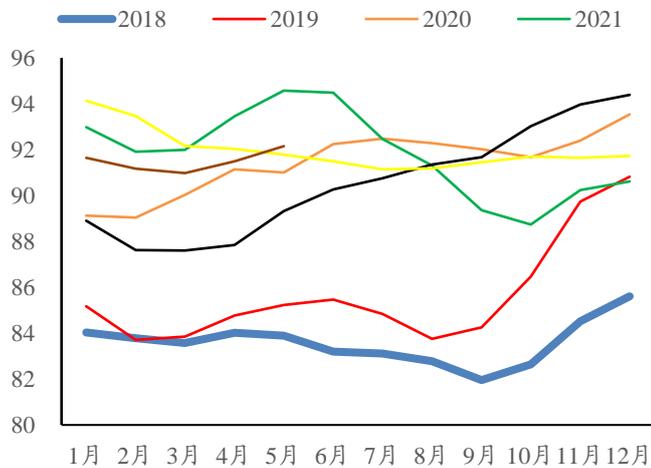
	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	雏鹰(退市)	均值(含雏鹰)	均值(不含雏鹰)
2009	50	46	43	64	57	42	45	58		54			48		33		37		100	44	52	51
2010	54	42	50	57	45	40	46	60		21			53		43		31		103	13	50	47
2011	51	36	55	59	51	14	43	26		24			45	44	50		28		63	24	42	41
2012	52	37	56	70	51	14	41	31		25			50	48	58		34		59	51	45	45
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58	41	48		64	64	53	53
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57	46	53	65	70	60	51	52
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59	38	33	49	59	54	45	45
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43	32	32	48	58	60	42	43
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41	29	29	41	82	72	42	44
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35	34	27	39	76	88	48	50
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36	27	25	38	63	101	45	48
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49	21	33	37	72	119	47	50
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61	13	59	45	83		60	60
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62	14	71	49	85		65	65
2023	62	61	87	54	53	74	72	65	104	66	45	42	54	75	64	26	75	60	68		64	64
2024.3	64	63	81	50	54	74	74	67	107	68	43	44	52	77	58	30	76	62	66		64	64

资料来源: wind, 华安证券研究所

2、二育及压栏的灵活使用

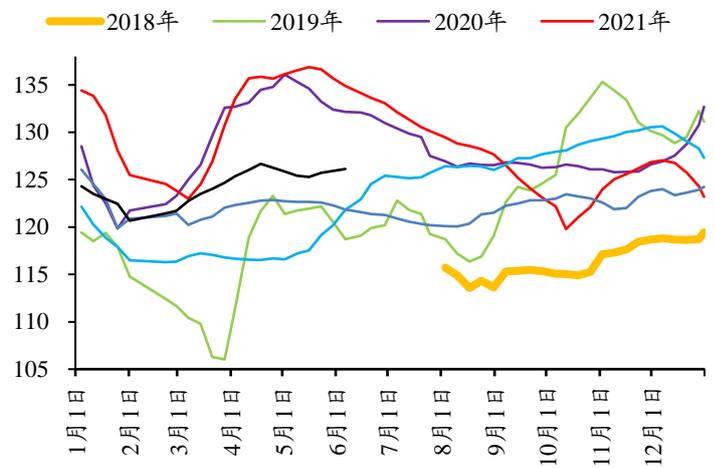
非瘟疫情以来, 生猪出栏均重和整体波动性均明显超过疫情前, 主要是因为部分养殖户选择运用压栏和二育获得更高盈利。与此同时, 种猪和仔猪的补栏意愿减弱, 2022 年以来, 种猪、仔猪的价格峰值和波动性均低于 2016 年。

图表 15 16 省份生猪宰后均重, 公斤



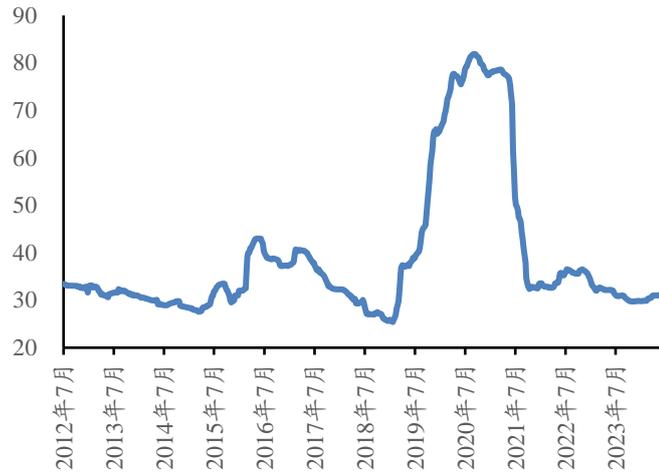
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 涌益咨询出栏均重变化, 公斤



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 17 二元母猪价格走势，元/公斤



图表 18 仔猪价格走势，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 上市猪企整体产能恢复明显偏弱

2022 年 12 月-2024 年 3 月，上市猪企的能繁母猪存栏上升主要集中在牧原和温氏，分别增加 32.2 万头、25 万头，两家公司合计增加 57.2 万头；上市猪企的能繁母猪存栏下降主要集中在新希望、正邦、天邦、傲农，其中，新希望、正邦、天邦分别下降 13 万头、10.4 万头、12.6 万头，三家公司合计下降 36 万头，傲农生物虽未公布具体能繁母猪存栏量数据，但生产性生物资产从 2022 年末 11.1 亿元下降 82.4%至 2024 年 1 季末 1.95 亿元，粗略估计能繁下降约 25 万头。再考虑华统、神农集团、京基智农等公司的能繁母猪存栏量上升，本轮周期主要上市猪企的能繁母猪存栏量基本稳定。

2024 年 3 月末，牧原股份能繁母猪存栏量 314.2 万头，较去年末微增 1.3 万头；温氏股份 155 万头，较去年末持平；新希望 72 万头，较去年末下降 10 万头。2024 年 3 月末，上市猪企累计能繁母猪存栏量或呈现下降态势。

图表 19 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	19.6	22.6	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

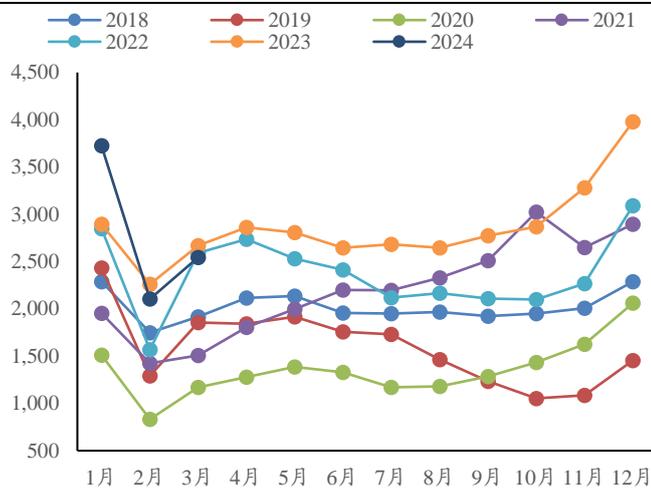
2 2023Q4 生猪疫情超预期，猪价高点值得期待

2.1 2023Q4 生猪疫情超预期

2023年11月、12月和2024年1月，全国生猪定点屠宰企业屠宰量异常高，我们判断，与生猪疫情引发的提前出栏密切相关；此外，涌益咨询的配种数环比明显下降，90公斤以内低体重猪出栏占比出现小峰值。

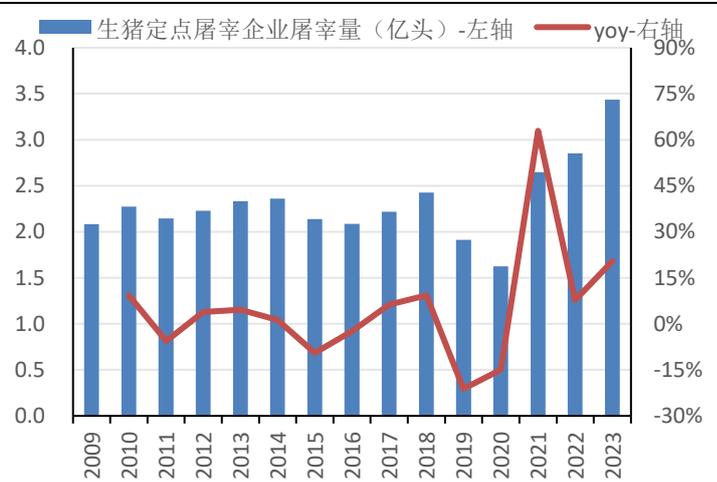
从上市猪企数据看，产能布局偏北方的两家优质企业也出现了提前出栏或生产效率阶段性下降的现象。2023年12月，中粮家佳康生猪出栏量75.3万头，环比和同比均大幅增加；2023Q4、2024Q1牧原股份PSY、全程上市率均降至近年低位。

图表 20 生猪定点屠宰企业月度屠宰量对照图，万头



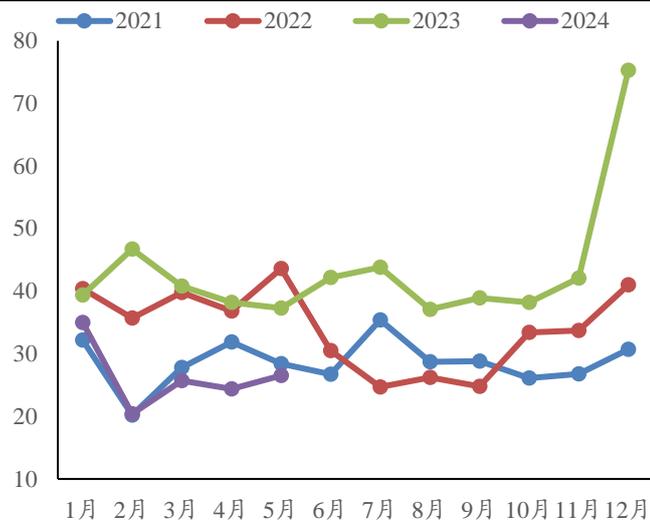
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 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 22 中粮家佳康生猪出栏量，万头



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 牧原股份生猪养殖指标变化表

	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	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%	
2022年				
2023年2月	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%	
2024年4月	25-26左右		80%左右	
2024年5月	26-27		82.6%	

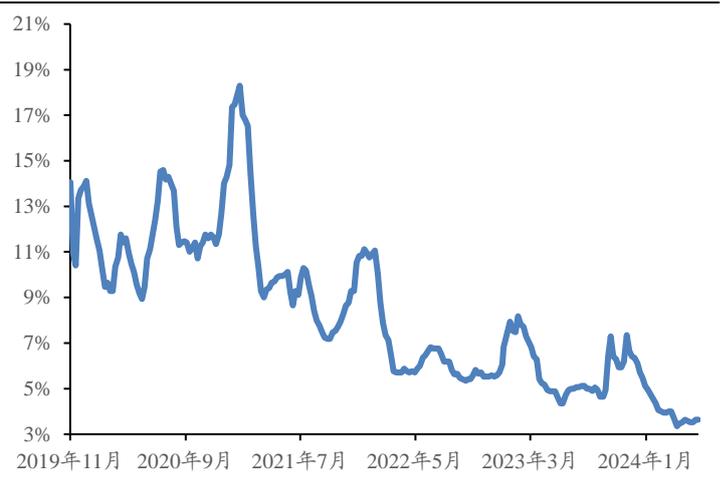
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 配种数环比变化

	2020	2021	2022	2023	2024
1月		1.65%	-2.41%	0.02%	0.25%
2月		-6.56%	0.88%	-0.72%	1.45%
3月		0.28%	-1.68%	0.58%	1.64%
4月		0.52%	0.51%	-0.75%	0.50%
5月	24.21%	10.34%	0.92%	0.60%	0.34%
6月	-0.06%	-0.54%	0.37%	-0.62%	
7月	15.72%	0.41%	1.24%	-0.38%	
8月	25.91%	-2.36%	0.54%	-0.38%	
9月	-0.27%	-0.12%	0.26%	0.02%	
10月	-1.60%	-0.42%	1.64%	-0.13%	
11月	-2.59%	-3.63%	0.87%	-4.22%	
12月	-3.60%	-1.15%	-0.60%	-0.54%	

资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 25 低体重猪出栏占比

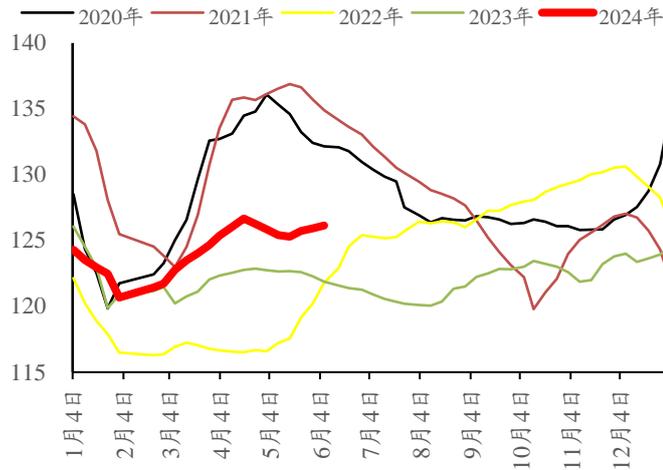


资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2.2 2024 年二育相对可控，短期积极性或回落

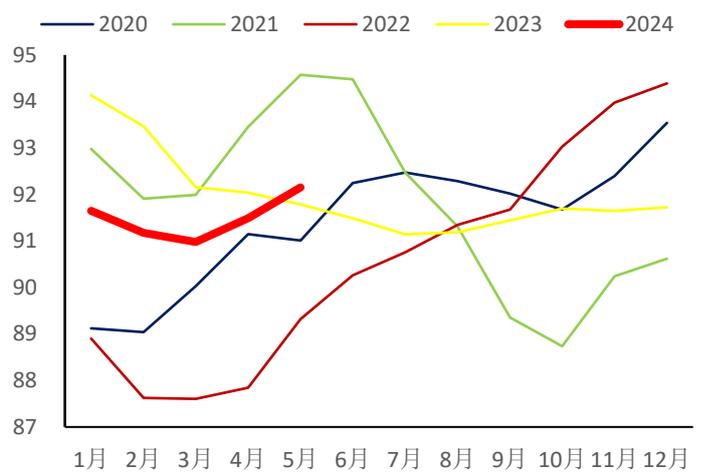
根据行业数据，涌益咨询（6.7-6.13）全国出栏生猪均重 126.28 公斤，处于 2020 年以来同期中值水平；5 月 16 省份生猪宰后均重 92.15 公斤，处于 2020 年以来同期偏高水平。根据上市猪企数据，2024 年 5 月，温氏股份生猪出栏均重 123.7 公斤，月环比下降 0.3 公斤，处于 2020 年以来同期偏高水平；5 月大北农的控股公司育肥猪出栏均重 123.82 公斤，参股公司育肥猪出栏均重 123.1 公斤，处于 2022 年以来中值水平。从生猪均重看，生猪压栏或二次育肥均处于近年中值或偏高水平，但相对可控。

图表 26 2020-2024 年涌益咨询生猪出栏均重, 公斤



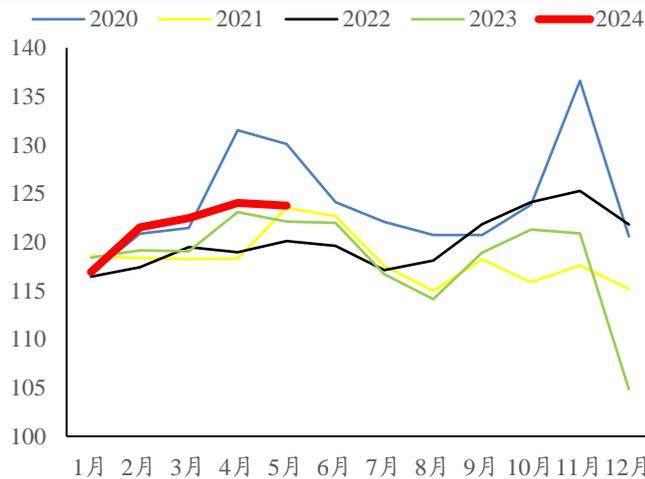
资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 27 2020-2024 年 16 省份生猪宰后均重图, 公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 温氏股份生猪出栏均重, 公斤



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 29 大北农育肥猪出栏均重, 公斤



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

涌益咨询数据, 6 月 13 日二育采购体重段 110 公斤的二育成本为 18.14 元/公斤, 二育采购体重段 115 公斤的二育成本为 18.53 元/公斤; 与此同时, 6 月 14 日, 生猪期货 2407 合约、2409、2411 合约收盘价分别为 17205 元/吨、17880 元/吨、18080 元/吨, 均低于生猪现货价格和二育成本, 从侧面反映生猪产业对远期猪价持谨慎态度, 短期二育积极性或回落。

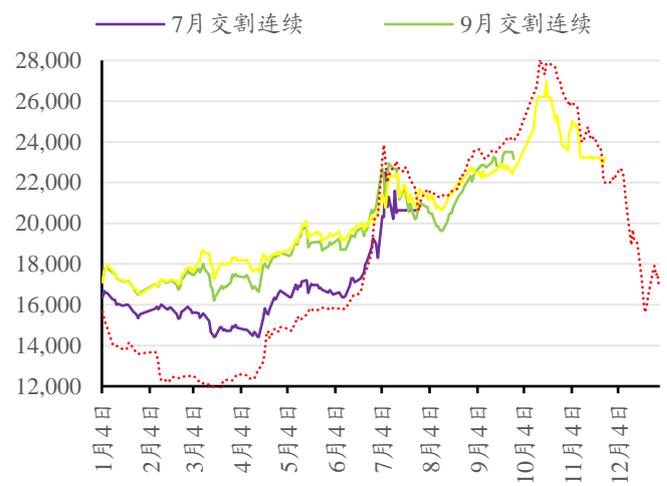
我们对照 2021-2023 年生猪期货 7 月合约、9 月合约、11 月合约的收盘价与活猪价格, 上半年期现价差明显, 甚至会出现相反趋势, 7 月上旬开始期现价差会迅速收窄。

图表 30 2021 年生猪期货收盘价及活猪价格图，元/吨



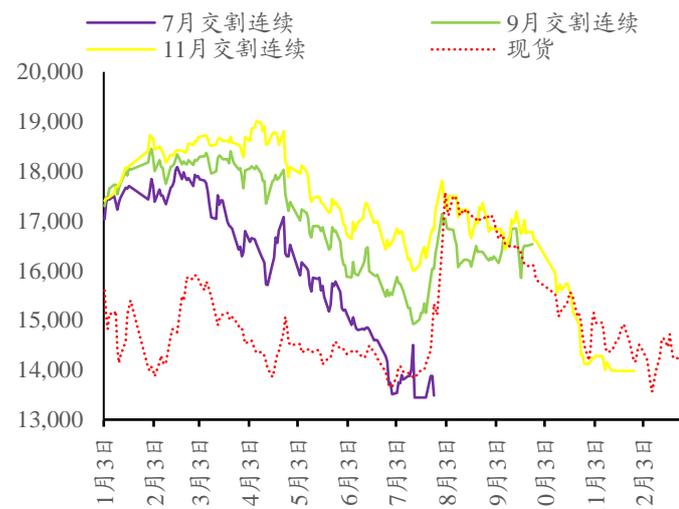
资料来源：wind，猪易通，华安证券研究所

图表 31 2022 年生猪期货收盘价及活猪价格图，元/吨



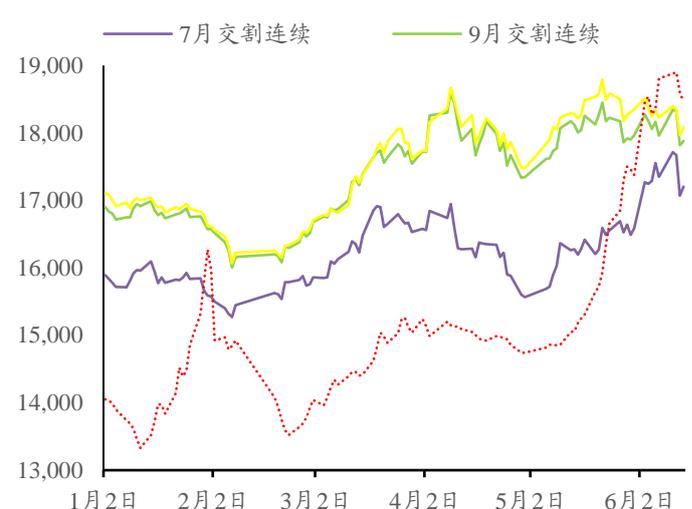
资料来源：wind，猪易通，华安证券研究所

图表 32 2023 年生猪期货收盘价及活猪价格图，元/吨



资料来源：wind，猪易通，华安证券研究所

图表 33 2024 年生猪期货收盘价及活猪价格图，元/吨



资料来源：wind，猪易通，华安证券研究所

2.3 本轮猪价高点值得期待

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%,受产能去化、延迟配种、二育等多重因素影响,猪价于 2022 年 10 月 26 日达到峰值 27.66 元/公斤。本轮周期 2022 年 12 月-2024 年 3 月累计去化 9.1%,2024 年 4 月农业部能繁母猪存栏量环比再降 0.1%,整体去化已超过 2021-2022 年,较 2021 年 6 月能繁母猪存栏量更是下降了 12.5%。

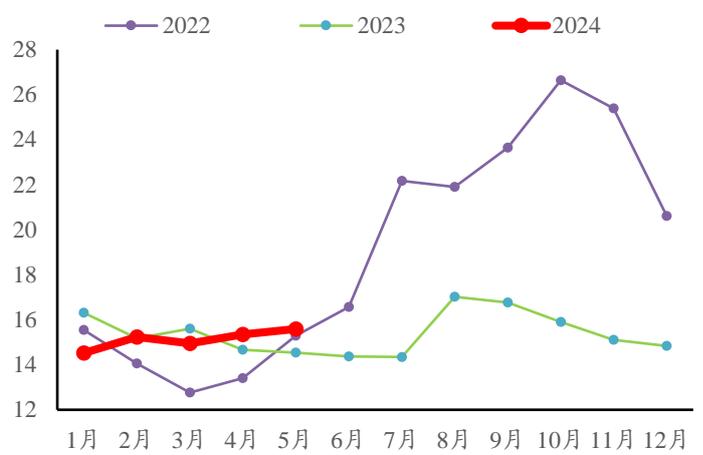
自今年 3 月以来,生猪价格持续超市场预期,我们判断,与 2023Q4 生猪疫情较严重带来的供需缺口直接相关,当然,二育和压栏也对猪价有一定提振。随着产能去化的影响不断显现,本轮猪价高点值得期待。

图表 34 2008-2024 年生猪周度价格走势，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 35 2022-2024 年生猪月度出栏价对照图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

3 上市猪企推荐

3.1 上市猪企 2024 年出栏偏理性

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 1-5 月出栏量从高到低排序，牧原股份出栏 2732 万头，出栏完成率 37.9%-41.4%；温氏股份出栏 1204 万头，出栏目标完成率 36.5%-40.1%；新希望出栏 740 万头，出栏目标完成率 49.3%-52.9%；大北农出栏 249 万头，出栏目标完成率 41%；唐人神出栏 159 万头，出栏目标完成率 35%；中粮家佳康出栏 132 万头，出栏目标完成率 29.4%-33.0%；天康生物出栏 114 万头，出栏目标完成率 32.6%-38.1%；神农集团出栏 86 万头，出栏目标完成率 34.2%-37.2%；金新农出栏 53 万头，出栏目标完成率 44.5%-48.5%；东瑞股份出栏 29 万头，出栏目标完成率 29.0%-36.3%。

图表 36 主要上市 2024 年出栏目标、2024 年 1-5 月出栏量及产能对照表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	24 年 1-5 月出栏 (万头)	24 年 1-5 月出栏 yoy	24 年 1-5 月出栏 完成率
牧原	1025	1812	4026	6120	6382	6600-7200	2,732	9%	37.9%-41.4%
温氏	1852	955	1322	1791	2626	3000-3300	1,204	23%	36.5%-40.1%

敬请参阅末页重要声明及评级说明

天邦	244	308	428	442	712		252	3%	
正邦	578	956	1493	845	548		135	-50%	
天康	84	135	160	203	282	300-350	114	7%	32.6%-38.1%
新希望	355	829	998	1461	1768	1400-1500	740	-4%	49.3%-52.9%
傲农	66	135	325	519	586		126	-45%	
大北农	163	185	431	443	605	600	249	4%	41%
家佳康	199	205	344	407	520	400-450	132	-35%	29.4%-33.0%
东瑞			37	52	62	80-100	29	-12%	29.0%-36.3%
华统			14	121	230	400-500	113	21%	22.6%-28.3%
巨星				150	267	350-400	51.3(24Q1)	24Q1 肥猪出栏 同比增长 36.4%	12.8%- 14.7%(24Q1)
新五丰	49	33	77	179	312		87.84(24Q1)	46%	
唐人神	84	102	154	216	371	450	159	18%	35%
金新农			107	126	105	110-120	53	15%	44.5%-48.5%
京基智农				126	185	250	88	26%	35%
神农集团			65	93	152	230-250	86	50%	34.2%-37.2%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2024年1-5月，18家上市猪企合计出栏6284.5万头，同比上升3.9%。2024年5月，18家上市猪企合计出栏1294万头，同比下降0.4%，出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份586、温氏股份237.9、新希望136.7、天邦食品55.63、大北农52、唐人神32.7、华统27.2、中粮26.5、天康生物25.4、正邦24.8、京基智农22.8、神农集团18.8、傲农生物14.3、金新农9.5、立华股份9.4、东瑞股份7.0、罗牛山6.5、正虹科技1.3；出栏量同比增速从高到低依次为，立华股份225%、神农集团77%、京基智农53%、华统39.2%、东瑞股份28.7%、大北农14.6%、温氏股份13.6%、唐人神10.7%、牧原股份1.7%、天康生物-1%、新希望-5.3%、金新农-12.3%、罗牛山-13%、天邦食品-15.9%、中粮-29%、正虹科技-38.9%、正邦-41%、傲农生物-71.4%。

图表 37 主要上市猪企月度出栏量列表，万头、%

	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
2023.1	884	159	38	57	16	5	129	23	42	49	39	5	3	16	4	9	13	7
2023.2		194	40	67	20	14	173	29	50	49	47	7	2	18	6	14	13	9
2023.3	500	207	54	49	21	9	169	27	47	45	41	8	2	19	7	12	14	8
2023.4	534	211	46	57	25	8	157	27	43	50	38	6	3	20	7	10	13	4
2023.5	576	209	66	42	26	11	144	30	50	45	37	5	2	20	7	11	15	3
2023.6	531	199	62	28	24	8	126	31	61	39	42	4	1	22	6	11	15	6
2023.7	570	213	51	33	26	7	138	32	45	43	44	4	2	19	6	14	16	8

2023.8	567	214	53	49	26	10	131	28	46	45	37	5	2	16	6	14	18	6
2023.9	537	226	49	33	24	6	137	38	61	50	39	5	2	17	6	16	17	8
2023.10	488	240	79	48	23	8	147	38	46	47	38	4	2	18	7	12	16	9
2023.11	530	257	89	40	25	9	168	34	43	69	42	4	1	21	8	16	15	8
2023.12	663	297	84	46	28	10	147	36	53	72	75	3	1	23	7	13	18	10
2024.1	1054	264	70	43	23	13	172	33	75	64	35	6	0	24	8	20	17	8
2024.2		192	40	22	16	8	131	27		33	20	5	0	18	4	13	14	4
2024.3	547	262	41	27	26	12	153	35	21	49	26	6	0	24	7	17	15	8
2024.4	545	248	46	18	24	11	148	32	16	52	24	5	1	20	7	17	19	7
2024.5	586	238	56	25	25	10	137	33	14	52	27	7	1	27	6	19	23	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
2023.1	13%	5%	0%	-41%	25%	-29%	0%	78%	10%	19%	-2%	14%	72%	644%	-9%	11%		47%
2023.2		81%	40%	35%	148%	105%	77%	134%	64%	75%	31%	146%	126%	215%	133%	169%		216%
2023.3	-16%	43%	61%	-50%	25%	-55%	19%	104%	29%	21%	3%	68%	24%	130%	102%	35%		379%
2023.4	-15%	48%	20%	-38%	55%	-6%	40%	62%	11%	44%	4%	44%	34%	118%	42%	37%		43%
2023.5	-2%	58%	72%	-44%	36%	-7%	38%	96%	18%	62%	-14%	40%	7%	72%	90%	30%		-21%
2023.6	1%	62%	99%	-63%	15%	-40%	29%	91%	25%	37%	38%	13%	-30%	89%	48%	74%		54%
2023.7	24%	61%	56%	-63%	54%	-28%	47%	75%	4%	60%	77%	4%	39%	102%	41%	133%	76%	150%
2023.8	16%	43%	68%	-20%	25%	7%	39%	60%	-5%	32%	42%	35%	98%	27%	63%	77%	67%	5%
2023.9	20%	43%	32%	-51%	17%	-35%	18%	83%	31%	21%	57%	6%	7%	33%	28%	169%	-8%	30%
2023.10	2%	45%	105%	-25%	60%	-42%	1%	84%	-9%	25%	14%	-20%	179%	54%	69%	57%	46%	80%
2023.11	2%	31%	93%	37%	39%	-28%	-1%	42%	-5%	40%	25%	-22%	-21%	77%	89%	66%	36%	2%
2023.12	10%	58%	75%	-6%	41%	154%	-6%	24%	13%	30%	84%	-28%	-38%	80%	33%	13%	20%	8%
2024.1	19%	66%	83%	-24%	46%	166%	34%	41%	-18%	28%	-11%	9%	-86%	46%	89%	112%	28%	15%
2024.2		-1%	0%	-67%	-22%	-44%	-24%	-5%		-33%	-56%	-38%	-78%	0%	-30%	-7%	2%	-58%
2024.3	9%	26%	-25%	-44%	23%	37%	-10%	30%	-55%	8%	-37%	-24%	-80%	26%	7%	42%	5%	-6%
2024.4	2%	18%	0%	-68%	-2%	32%	-6%	18%	-64%	4%	-36%	-17%	-81%	0%	-6%	70%	43%	84%
2024.5	2%	14%	-16%	-41%	-1%	-12%	-5%	11%	-71%	15%	-29%	29%	-39%	39%	-13%	77%	53%	225%

销量环比, %

	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
2023.1		-15%	-21%	16%	-20%	28%	-18%	-19%	-19%	-11%	-4%	11%	111%	26%	-23%	-20%	-9%	-25%
2023.2		22%	5%	19%	25%	176%	34%	23%	20%	-1%	19%	39%	-39%	14%	37%	53%	-1%	24%
2023.3		7%	35%	-28%	6%	-36%	-2%	-7%	-7%	-8%	-13%	12%	11%	2%	23%	-14%	8%	-2%
2023.4	7%	2%	-16%	17%	16%	-10%	-7%	1%	-8%	10%	-6%	-22%	54%	7%	4%	-16%	-7%	-54%
2023.5	8%	-1%	45%	-26%	4%	36%	-8%	10%	17%	-9%	-2%	-16%	-23%	-3%	2%	6%	11%	-25%
2023.6	-8%	-5%	-7%	-34%	-7%	-27%	-13%	6%	22%	-13%	13%	-31%	-46%	13%	-14%	5%	-1%	115%
2023.7	7%	7%	-17%	18%	7%	-11%	9%	2%	-27%	10%	4%	17%	54%	-14%	0%	21%	9%	32%
2023.8	0%	1%	4%	51%	0%	47%	-5%	-14%	2%	4%	-15%	9%	-6%	-14%	-2%	5%	10%	-25%
2023.9	-5%	6%	-9%	-32%	-8%	-44%	4%	37%	33%	10%	5%	-2%	30%	5%	-8%	15%	-2%	26%

2023.10	-9%	6%	62%	44%	-2%	31%	7%	2%	-25%	-5%	-2%	-8%	-21%	6%	14%	-29%	-6%	22%
2023.11	9%	7%	13%	-16%	6%	22%	14%	-12%	-7%	47%	10%	0%	-37%	12%	21%	39%	-7%	-16%
2023.12	25%	15%	-5%	13%	14%	6%	-12%	6%	24%	4%	79%	-20%	-28%	11%	-10%	-20%	17%	24%
2024.1	19%	-11%	-17%	-6%	-17%	34%	17%	-9%	-22%	-12%	-54%	68%	-52%	2%	8%	51%	-3%	-19%
2024.2		-27%	-43%	-49%	-33%	-42%	-24%	-17%		-49%	-42%	-21%	-3%	-22%	-49%	-33%	-21%	-55%
2024.3		36%	2%	23%	66%	57%	17%	28%		50%	26%	37%	-3%	28%	86%	30%	11%	121%
2024.4	0%	-5%	11%	-33%	-7%	-13%	-3%	-9%	-27%	6%	-5%	-14%	51%	-15%	-8%	0%	26%	-11%
2024.5	8%	-4%	22%	36%	6%	-10%	-7%	4%	-8%	0%	9%	29%	145%	35%	-5%	10%	19%	34%

3.2 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）始终处于第一梯队，2024Q1 神农集团成本 14.5+元/公斤，5月，牧原股份生猪养殖完全成本降至 14.3 元/公斤，温氏股份肉猪养殖综合成本降至 14.2 元/公斤。

图表 38 主要上市猪企 2024 生猪成本及目标对照表，元/公斤

	成本类型	2024年5月	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	14.3	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	14.2	14.4	14.8	15.2	
天康	生猪养殖完全成本	14.88		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	运营场线出栏肥猪成本			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	13.7 (养殖成本)			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	14.1	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

3.3 估值及投资建议

据 2024 年预测生猪出栏量，温氏头均市值 3291 元、牧原 3516 元、巨星农牧 4857 元、华统 2925 元、新希望 2860 元、天康生物 2100 元、中粮家佳康 1736 元。一、二线龙头猪企估值多数处于历史底部，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 39 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)		3,516	3,291	2,100	2,860	1,620	1,736	6,444	2,925	4,857	2,687	1,933	8,080
总市值(亿元)		2,461	1,386	103	429	173	78	58	117	170	109	87	202

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2024 年 6 月 14 日）

风险提示：

非瘟疫情；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。