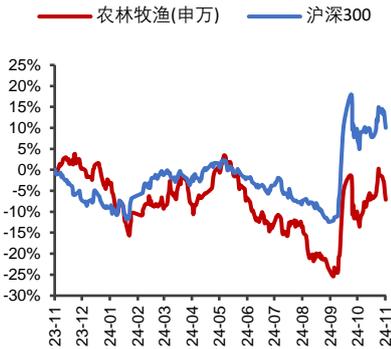


## 产能恢复持续偏弱，2025 年猪价获有力支撑

行业评级：增持

报告日期：2024-11-16

### 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十：产能恢复明显偏弱，2025 年猪价获支撑 20240926
- 2、生猪养殖行业系列报告九：产能去化影响逐步显现，产能恢复明显偏弱 20240819
- 3、生猪养殖行业系列报告八：猪价高点值得期待，产能恢复或明显偏弱 20240616

### 主要观点：

#### ● 产能恢复明显偏慢，头部猪企是新增产能主力

从官方数据看，2024 年 2 季末、3 季末，能繁母猪存栏量分别为 4038 万头、4062 万头，环比分别小幅提升 1.2%、0.6%，Q3 生猪均价虽达到 19.39 元/公斤，补栏积极性仍然偏弱；从行业数据看，2024 年以来生猪产能恢复也明显弱于 2022 年。截至 2024 年 9 月末，20 家上市猪企平均资产负债率仍维持在 62% 的高位，且上市猪企股权融资完成规模有限，行业资金压力持续处于历史高位。

2024 年 6 月末，牧原、温氏的能繁母猪存栏量分别为 330.9 万头、165 万头，较 3 月末分别增加 16.7 万头、10 万头，两家公司合计增加约 26.7 万头，占 Q2 全国新增能繁母猪存栏量 46 万头的 58%。2024 年 9 月末，正邦、神农的能繁母猪存栏量分别为 25.7 万头、11.4 万头，较 6 月末分别增加 4.1 万头、1.6 万头，两家公司合计增加约 5.7 万头，占 Q3 全国新增能繁母猪存栏量 24 万头的 23.8%。

#### ● 2025 年猪价获支撑，上市猪企业绩兑现期

2017-2023 年，全国能繁母猪年均存栏量与 1 年后全国生猪年度均价高度负相关，2022 年例外，我们认为是 2021 年低效母猪占比过高，导致 2022 年养殖生产效率大幅提升带来的数据失真。根据统计局数据，我们假设 2024Q4 能繁母猪存栏量环比上升 0.5%-2%，对应 2024 年能繁母猪存栏均值较 2023 年下降 4.4%-4.8%；根据涌益咨询、上海钢联数据，我们假设 2024 年 11-12 月能繁母猪存栏量月环比上升 1%，对应 2024 年能繁母猪存栏均值较 2023 年分别下降 0.56%、2.36%。从年度能繁母猪存栏推断，2025 年生猪价格将获得有力支撑。2024 年上市猪企生猪养殖成本处于下行通道，2025 年猪企成本较 2024 年下降基本确定，头猪净利有望同比上升，随着生猪出栏量持续增长，2025 年主要上市猪企业绩有望同比正增长。

#### ● 消费旺季静待猪价企稳回升

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%，2024 年猪价处于上行周期。8 月 11 日全国生猪价格达到今年以来的峰值后，猪价呈现震荡下行态势。我们认为，猪价大幅回调是受大体重猪持续出栏、短期二育不振等因素影响。2024 年 9 月下旬以来，肉猪价比值稳定在 1.6 以上，与 2023 年同期基本持平；11 月 7 日毛白价差 5.03 元/公斤，高于去年同期的 4.12 元/公斤，猪肉消费并未持续走弱；2024 年 11 月 10 日，育肥栏舍利用率同比下降 12%-43%，周环比下降 5%-23%，标肥价差维持高位，随着消费旺季的到来，猪价有望企稳回升。

#### ● 估值及投资建议

3 季末上市猪企平均资产负债率仍维持高位 61.5%，且冬季是北方疫情的高发期，截止目前生猪价格也低于 Q3，我们预计 Q4 补栏积极性

弱于 Q3，补栏积极性将持续疲弱；涌益咨询、上海钢联公布 10 月能繁母猪存栏量，环比分别增长 0.2%、0.39%，9 月环比分别增长 0.64%、0.53%，10 月补栏积极性变弱。据我们测算，2024 年统计局能繁母猪存栏均值较 2023 年下降约 4.5%，2025 年猪价获得有力支撑，2025 年成本较 2024 年下降基本确定，头猪净利有望同比上升，随着上市猪企的生猪出栏量持续增长，生猪板块有望演绎业绩兑现逻辑。

据 2024 年预测生猪出栏量，温氏头均市值 2727 元、牧原 3290 元、巨星农牧 3517 元、华统 2533 元、新希望 2953 元、天康生物 1667 元、中粮家佳康 1644 元，一、二线猪企估值多处历史低位。我们继续推荐生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份、神农集团、天康生物。

#### ● 风险提示

疫情；猪价维持高位时间低于预期。

# 正文目录

<b>1 产能恢复明显偏慢，资产负债率维持高位</b> .....	<b>5</b>
1.1 本轮周期生猪产能恢复明显偏慢 .....	5
1.2 上市猪企是新增产能主力军 .....	6
1.3 行业资金压力持续处于历史高位 .....	7
<b>2 2025 年猪价获支撑，上市猪企业绩兑现期</b> .....	<b>8</b>
2.1 24 年能繁存栏均值同比下降，2025 年猪价获有力支撑 .....	8
2.2 24 年上市猪企成本下行，25 年头均净利有望提升 .....	10
<b>3 消费旺季静待猪价企稳回升</b> .....	<b>13</b>
<b>4 估值及投资建议</b> .....	<b>16</b>
<b>风险提示:</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局, 万头、%	5
图表 2 2024 年 2-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化	6
图表 3 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化	6
图表 4 2024 年 3-10 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化	6
图表 5 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化	6
图表 6 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图, 万头	7
图表 7 20 家上市猪企资产负债率对照表, %	8
图表 8 上市猪企股权融资完成规模, 亿元	8
图表 9 2024 年拟完成股权融资规模列表	8
图表 10 全国能繁母猪年均存栏量与生猪年度均价对照图	9
图表 11 2024 年统计局能繁母猪存栏量估算表, 万头	9
图表 12 2024 年涌益、钢联能繁母猪存栏量估算表, 万头	10
图表 13 2024 年上市猪企成本对照表	11
图表 14 主要上市猪企月度出栏量列表, 万头、%	11
图表 15 2024-2027 年上市猪企出栏规划, 万头	13
图表 16 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 17 栏舍利用率对照表	14
图表 18 全国中大猪存栏量同比、环比变化图	15
图表 19 全国生猪定点屠宰企业屠宰量, 万头	15
图表 20 生猪出栏均重 150 公斤以上出栏占比对照图	15
图表 21 20-24 年涌益咨询生猪出栏均重, 公斤	15
图表 22 猪价及肉猪价比值对照图, 元/公斤	15
图表 23 毛白价差走势图, 元/公斤	15
图表 24 2024 年生猪价格走势, 元/公斤	16
图表 25 2022-2024 年猪价对照图	16
图表 26 175 公斤肥标价差对照图, 元/斤	16
图表 27 二育实际销量占比	16
图表 28 主要上市猪企头均市值对照表	17
图表 29 猪价高点年化 PE 敏感性分析	17

# 1 产能恢复明显偏慢，资产负债率维持高位

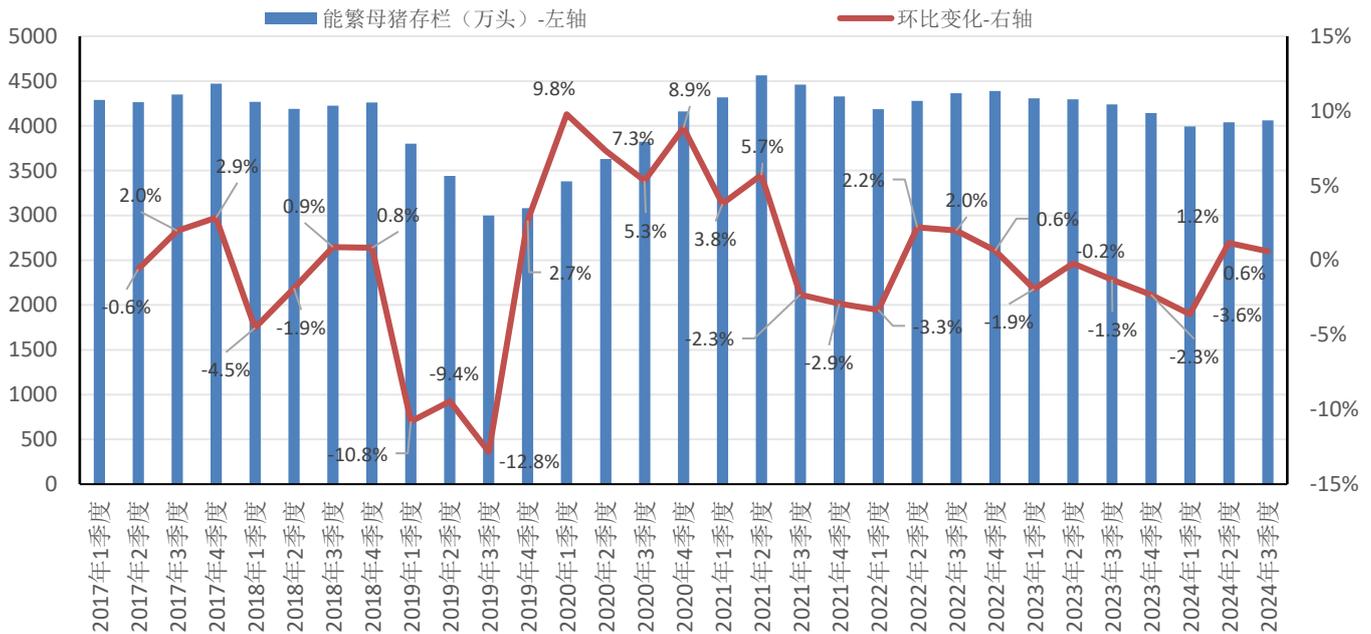
## 1.1 本轮周期生猪产能恢复明显偏慢

从官方数据看，2024年2季末、3季末，能繁母猪存栏量分别为4038万头、4062万头，环比分别小幅提升1.2%、0.6%，Q3生猪均价虽达到19.39元/公斤，补栏积极性仍然偏弱。

从行业数据看，2024年2-10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%、0.61%、1.79%、0.52%、0.6%、0.2%；2024年3-10月，上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升0.22%、0.94%、0.43%、0.37%、1.11%、0.32%、0.53%、0.39%。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，生猪产能恢复明显弱于2022年。

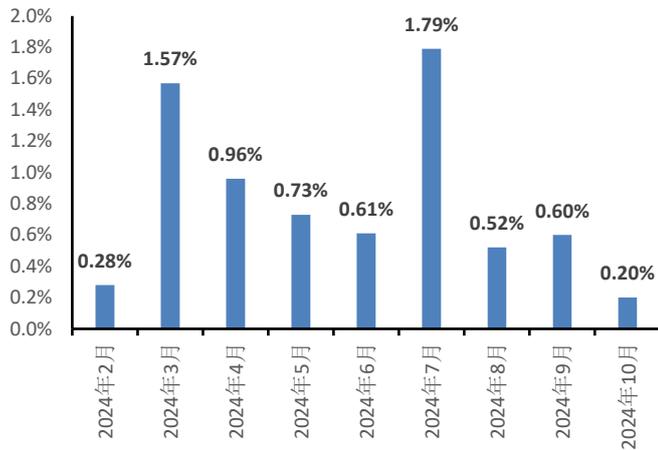
我们曾在《生猪养殖行业系列报告八：猪价高点值得期待，产能恢复或明显偏弱》中探讨过，2024年生猪产能回升速度偏慢，与亏损期较长、维持数年的高资产负债率、偏好压栏和二育等多重因素相关，恢复速度需持续跟踪。

图表 1 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局，万头、%



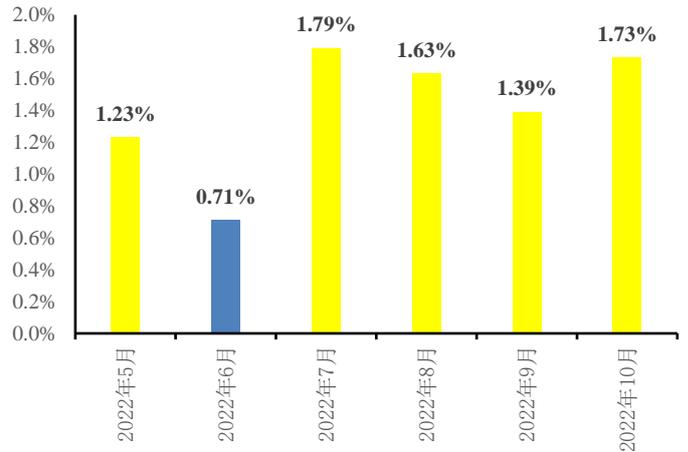
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2024 年 2-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



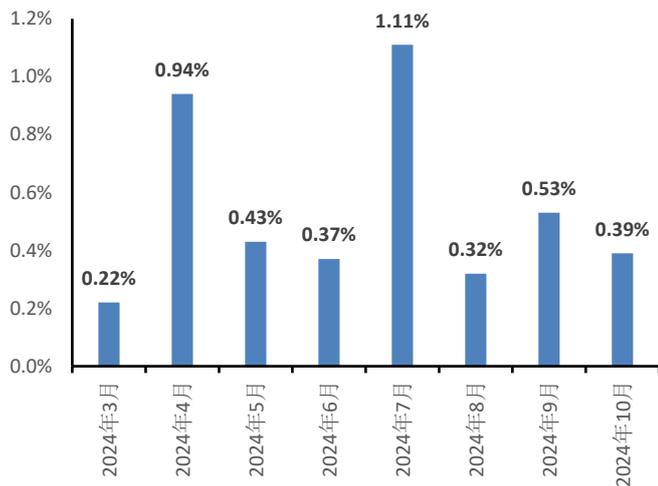
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 3 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



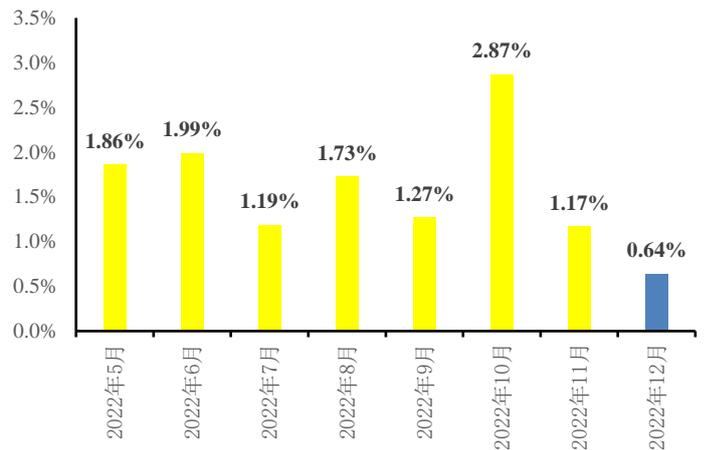
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 4 2024 年 3-10 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 5 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

## 1.2 上市猪企是新增产能主力军

2022 年 12 月-2024 年 6 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 48.9 万头、约 35 万头，两家公司累计增加约 83.9 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。

2024 年 6 月末，牧原、温氏的能繁母猪存栏量分别为 330.9 万头、165 万头，较 3 月末分别增加 16.7 万头、10 万头，两家公司合计增加约 26.7 万头，占 Q2 全国新增能繁母猪存栏量 46 万头的 58%。2024 年 9 月末，正邦、神农的能繁母猪存栏量分别为 25.7 万头、11.4 万头，较 6 月末分别增加 4.1 万头、1.6 万头，两家公司合计增加约 5.7 万头，占 Q3 全国新增能繁母猪存栏量 24 万头的 23.8%。

**图表 6 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
24.9	能繁	331.6			25.7	25			25-26		10.2		11.4		
	后备				5.85	8.8			约 10		1.5				
	合计				31.55						11.6				
24.7	能繁			73-74			26			14	10.2		10.4	16.5	
	后备										1.6				
	合计										11.7				
24.6	能繁	330.9	约 165	约 73	21.6		25			14			9.8		8
	后备						9+								
	合计								33						
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

### 1.3 行业资金压力持续处于历史高位

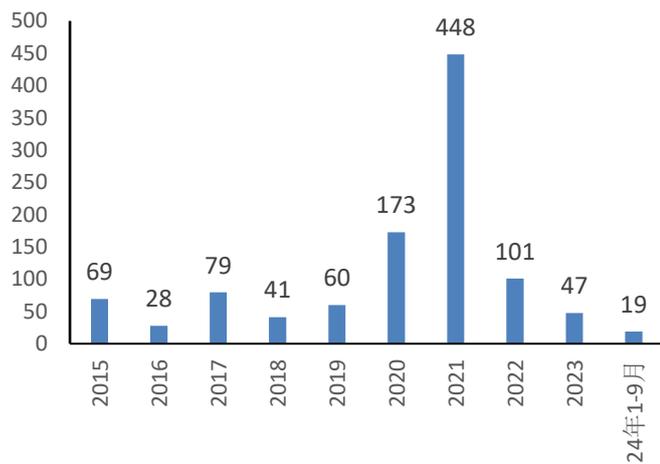
非瘟疫情带来的超高猪价刺激整个产业积极扩产，2021 年末 20 家上市猪企平均资产负债率攀升至 60%，达到 2009 年以来最高水平。截至 2024 年 9 月末，20 家上市猪企平均资产负债率仍维持在 62% 的高位，较 2023 年末下降 2 个百分点；与此同时，上市猪企股权融资完成规模不断下降，从 2021 年峰值 448 亿元降至 2023 年 47 亿元，并进一步降至 2024 年 1-9 月的 19 亿元，行业资金压力持续处于历史高位。

图表 7 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
2024.6	62	59	78	51	51	74	73	66	109	67	44	44	55	76	54	31	76	62	64		63	63
2024.9	58	55	74	47	50	72	71	65	112	65	44	45	58	74	53	28	74	61	62		62	62

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 上市猪企股权融资完成规模, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2024 年拟完成股权融资规模列表

公司	拟融资规模	方案发布时间	股权融资类型
金新农	不超过 3 亿元	2024/4/30	定增
神农集团	2.9 亿	2024/6/6	定增
华统股份	16 亿	2024/8/2	定增
新希望	38 亿	2024/8/3	定增
巨星农牧	8 亿	2024/8/8	定增

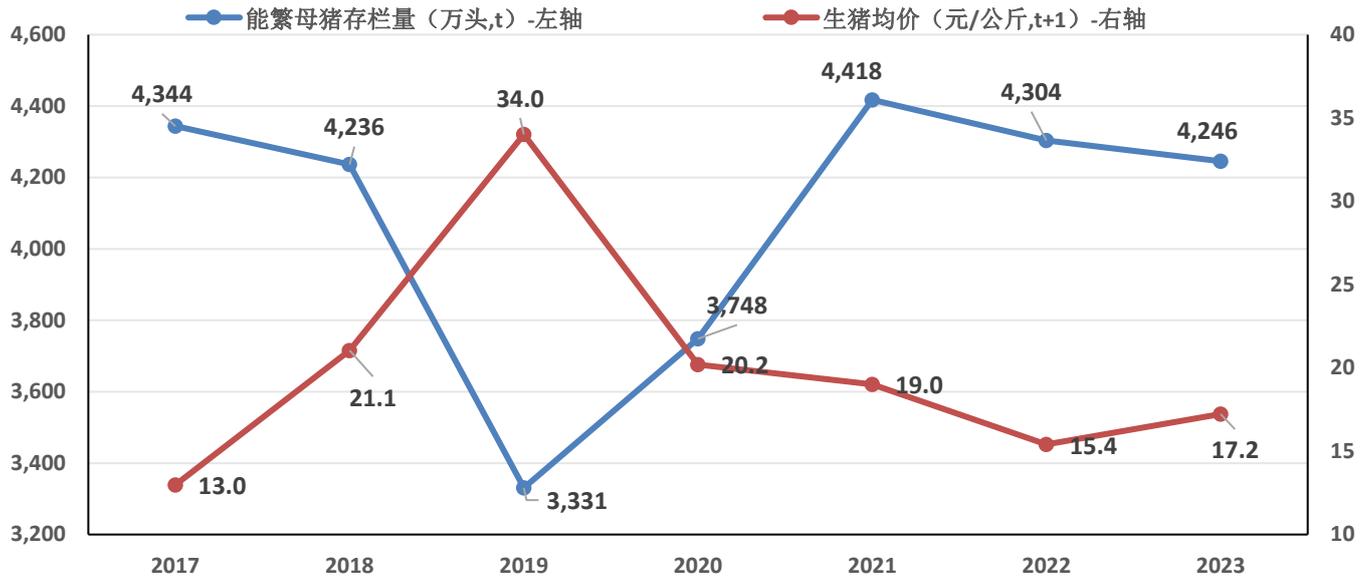
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 2 2025 年猪价获支撑, 上市猪企业绩兑现期

### 2.1 24 年能繁存栏均值同比下降, 2025 年猪价获有力支撑

如图 10 所示, 2017-2023 年, 全国能繁母猪年均存栏量与 1 年后全国生猪年度均价呈现出高度负相关性, 除 2022 年例外, 我们认为是 2021 年低效母猪占比过高, 导致 2022 年养殖生产效率大幅提升带来的数据失真。

图表 10 全国能繁母猪年均存栏量与生猪年度均价对照图



资料来源: wind, 猪易通, 华安证券研究所

根据统计局数据,我们假设 2024Q4 能繁母猪存栏量环比上升 0.5%-2%,对应 2024 年能繁母猪存栏均值较 2023 年下降 4.4%-4.8%。根据涌益咨询、上海钢联数据,我们假设 2024 年 11-12 月能繁母猪存栏量月环比上升 1%,对应 2024 年能繁母猪存栏均值较 2023 年分别下降 0.56%、2.36%。从年度能繁母猪存栏推断,2025 年生猪价格将获得有力支撑。

图表 11 2024 年统计局能繁母猪存栏量估算表, 万头

	能繁母猪存栏	季环比变化	同比变化		能繁母猪存栏	季环比变化	同比变化
2023年1季度	4305	-1.9%		2023年1季度	4305	0.0%	
2023年2季度	4296	-0.2%		2023年2季度	4296	-0.2%	
2023年3季度	4240	-1.3%		2023年3季度	4240	-1.3%	
2023年4季度	4142	-2.3%		2023年4季度	4142	-2.3%	
2024年1季度	3992	-3.6%		2024年1季度	3992	-3.6%	
2024年2季度	4038	1.2%		2024年2季度	4038	1.2%	
2024年3季度	4062	0.6%		2024年3季度	4062	0.6%	
2024年4季度(e)	4,082	0.5%		2024年4季度(e)	4,103	1.0%	
2023年(e)	4,246			2023年(e)	4,246		
2024年(e)	4,044		-4.8%	2024年(e)	4,049		-4.6%
	能繁母猪存栏	季环比变化	同比变化		能繁母猪存栏	季环比变化	同比变化
2023年1季度	4305	0.0%		2023年1季度	4305	0.0%	
2023年2季度	4296	-0.2%		2023年2季度	4296	-0.2%	
2023年3季度	4240	-1.3%		2023年3季度	4240	-1.3%	
2023年4季度	4142	-2.3%		2023年4季度	4142	-2.3%	
2024年1季度	3992	-3.6%		2024年1季度	3992	-3.6%	
2024年2季度	4038	1.2%		2024年2季度	4038	1.2%	
2024年3季度	4062	0.6%		2024年3季度	4062	0.6%	
2024年4季度(e)	4,123	1.5%		2024年4季度(e)	4,143	2.0%	
2023年(e)	4,246			2023年(e)	4,246		
2024年(e)	4,054		-4.5%	2024年(e)	4,059		-4.4%

资料来源: wind, 华安证券研究所

**图表 12 2024 年涌益、钢联能繁母猪存栏量估算表，万头**

涌益咨询			上海钢联		
	能繁母猪存栏量（万头）	环比增速		能繁母猪存栏量（万头）	环比增速
2023 年 1 月	114		2023 年 1 月	530	
2023 年 2 月	112	-1.84%	2023 年 2 月	529	-0.21%
2023 年 3 月	110	-1.95%	2023 年 3 月	528	-0.28%
2023 年 4 月	110	0.04%	2023 年 4 月	526	-0.22%
2023 年 5 月	109	-0.93%	2023 年 5 月	526	-0.01%
2023 年 6 月	107	-1.68%	2023 年 6 月	523	-0.57%
2023 年 7 月	106	-0.22%	2023 年 7 月	524	0.01%
2023 年 8 月	107	0.04%	2023 年 8 月	525	0.29%
2023 年 9 月	106	-0.27%	2023 年 9 月	523	-0.41%
2023 年 10 月	105	-0.85%	2023 年 10 月	521	-0.44%
2023 年 11 月	104	-1.57%	2023 年 11 月	511	-1.92%
2023 年 12 月	103	-0.84%	2023 年 12 月	500	-2.09%
2024 年 1 月	102	-0.76%	2024 年 1 月	497	-0.56%
2024 年 2 月	102	0.28%	2024 年 2 月	496	-0.28%
2024 年 3 月	104	1.57%	2024 年 3 月	497	0.22%
2024 年 4 月	105	0.96%	2024 年 4 月	502	0.94%
2024 年 5 月	106	0.73%	2024 年 5 月	504	0.43%
2024 年 6 月	106	0.61%	2024 年 6 月	506	0.37%
2024 年 7 月	108	1.79%	2024 年 7 月	511	1.11%
2024 年 8 月	109	0.52%	2024 年 8 月	513	0.32%
2024 年 9 月	109	0.60%	2024 年 9 月	516	0.53%
2024 年 10 月	110	0.20%	2024 年 10 月	521	0.39%
2024.11e	111	1.00%	2024.11e	526	1.00%
2024.12e	112	1.00%	2024.12e	531	1.00%
2023 年	108		2023 年	522	
2024 年(e)	107	-0.56%	2024 年(e)	510	-2.36%

资料来源：涌益咨询，上海钢联，华安证券研究所

## 2.2 24 年上市猪企成本下行，25 年头均净利有望提升

2024 年，主要上市猪企生猪养殖成本处于下行通道。神农集团、牧原股份、温氏股份的完全成本始终处于第一梯队，2024 年 1-9 月成本降幅超过 1 元/公斤。神农集团育肥猪完全成本从 Q1 逾 14.5 元/公斤降至 Q3 的 13.6 元/公斤，其中，9 月降至 13.4 元/公斤；牧原股份育肥猪完全成本从 1-2 月 15.8 元/公斤降至 Q3 的 13.7 元/公斤；温氏股份肉猪养殖综合成本从 Q1 的 15.2 元/公斤降至 Q3 低于 14 元/公斤。

图表 13 2024 年上市猪企成本对照表

成本类型	2024Q3	2024年9月	2024年8月	2024年7月	1H2024	2024Q2	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024Q1
神农集团 育肥猪完全成本	13.6	13.4	13.8	13.7	14.2	13.9	13.7	14.2	14.2	14.8	14.5+
牧原 生猪养殖完全成本	13.7		13.7	13.8			14	14.3	14.8	15.1	1-2月15.8
温氏 肉猪养殖综合成本	14-			6.9-7	14.8	14.2	13.8	14.2	14.4	14.8	15.2
天康 生猪养殖完全成本	14.28	13.91	14.32	14.75		15.15		14.88		15.33	15.99
新希望 运营场线出栏肥猪成本	14.5	14.2		14.5		14.6	14.7		14.7	15.3	1月15.8、2月16左右
大北农 育肥猪完全成本		14.7		14.6			较5月略上升	14.7			约15.1
家佳康 育肥猪完全成本	15-			15+			16+			16+	17+
东瑞 运营场线完全成本		16.4	16.6		17.07	16.96		16.8	17.4	16.7	17.2
华统 育肥猪完全成本						16.2	16-				16.4
巨星 育肥猪完全成本/养殖成本	14 (完全成本)			12.7 (养殖成本)		14.06	12.88 (养殖成本)	13.7 (养殖成本)			16.1 (含德昌)
金新农 商品猪养殖成本		14.2		15.2							15.68
京基智农 育肥猪完全成本		14.59		14.4	14.84	14.4		14.1	14.6	15.36	15.5
立华 育肥猪完全成本	14.6					14.8				16-	17.6
ST天邦 育肥猪完全成本	14.92					15.35					16.72

资料来源：涌益咨询，上海钢联，华安证券研究所

2024 年 1-10 月，上市猪企出栏量 1.27 亿头，同比上升 2.8%，上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 5664、温氏股份 2423、新希望 1367、德康牧业 693、天邦食品 499、大北农 493、唐人神 329、正邦 302、中粮家佳康 280、天康 243、华统股份 215、傲农 188、神农集团 187、京基智农 182、金新农 98、立华股份 94、东瑞股份 68、罗牛山 58、正虹科技 6.9；出栏量同比增速从高到低依次为，神农集团 68%、立华股份 38%、京基智农 20%、温氏股份 17%、东瑞股份 24%、金新农 15%、华统股份 15%、牧原股份 9%、唐人神 9%、天康 6%、大北农 6%、新希望-6%、天邦食品-7%、罗牛山-8%、中粮家佳康-30%、正邦-35%、傲农-62%、正虹科技-64%。

2025 年上市猪企的成本较 2024 年下降基本确定，头猪净利有望同比上升，随着生猪出栏量持续增长，2025 年主要上市猪企业绩有望同比正增长。

图表 14 主要上市猪企月度出栏量列表，万头、%

单月生猪销量（万头）																			
	牧原	温氏	德康	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
2024 年 1 月	1,054	264	78	70	43	23	13	172	33	75	64	35	6	0	24	8	20	17	8
2024 年 2 月		192	49	40	22	16	8	131	27		33	20	5	0	18	4	13	14	4
2024 年 3 月	547	262	62	41	27	26	12	153	35	21	49	26	6	0	24	7	17	15	8
2024 年 4 月	545	248	70	46	18	24	11	148	32	16	52	24	5	1	20	7	17	19	7
2024 年 5 月	586	238	74	56	25	25	10	137	33	14	52	27	7	1	27	6	19	23	9
2024 年 6 月	507	233	70	50	24	26	7	129	29	12	36	26	6	1	21	5	24	17	8
2024 年 7 月	616	232	70	53	23	22	9	126	29	13	47	31	7	0	20	6	20	16	12
2024 年 8 月	624	235	70	52	28	24	10	128	30	12	42	28	8	1	20	5	17	20	10
2024 年 9 月	536	251	73	44	38	28	9	119	32	15	54	31	8	1	21	5	20	23	13
2024 年 10 月	650	267	77	48	54	28	10	125	50	11	65	32	10	1	20	5	20	18	15
单月生猪销量 yoy																			

	牧原	温氏	德康	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
2024年1月	19	66		83	-24	46	166	34	41	-18	28	-11	9	-86	46	89	112	28	15
2024年2月		-1		0	-67	-22	-44	-24	-5		-33	-56	-38	-78	0	-30	-7	2	-58
2024年3月	9	26		-25	-44	23	37	-10	30	-55	8	-37	-24	-80	26	7	42	5	-6
2024年4月	2	18		0	-68	-2	32	-6	18	-64	4	-36	-17	-81	0	-6	70	43	84
2024年5月	2	14		-16	-41	-1	-12	-5	11	-71	15	-29	29	-39	39	-13	77	53	225
2024年6月	-5	17		-20	-14	8	-17	2	-6	-81	-9	-38	70	-33	-7	-15	112	13	26
2024年7月	8	9		4	-29	-13	32	-9	-11	-72	1	-29	51	-76	6	-12	47	1	52
2024年8月	10	10		-3	-43	-7	-3	-3	10	-74	-7	-25	64	-37	22	-24	22	12	66
2024年9月	0	11		-10	14	19	61	-13	-15	-76	9	-22	80	-58	21	-14	22	32	72
2024年10月	33	12		-39	13	23	27	-15	30	-76	38	-16	128	-48	9	-31	74	12	56
单月生猪销量环比																			
	牧原	温氏	德康	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
2024年1月	19	-11		-17	-6	-17	34	17	-9	-22	-12	-54	68	-52	2	8	51	-3	-19
2024年2月		-27	-37	-43	-49	-33	-42	-24	-17		-49	-42	-21	-3	-22	-49	-33	-21	-55
2024年3月	0	36	26	2	23	66	57	17	28		50	26	37	-3	28	86	30	11	121
2024年4月	0	-5	13	11	-33	-7	-13	-3	-9	-27	6	-5	-14	51	-15	-8	0	26	-11
2024年5月	8	-4	6	22	36	6	-10	-7	4	-8	0	9	29	145	35	-5	10	19	34
2024年6月	-14	-2	-5	-11	-4	2	-31	-6	-10	-17	-31	-1	-9	-41	-24	-16	26	-27	-17
2024年7月	22	0	0	7	-3	-15	42	-2	-3	6	30	19	4	-45	-2	4	-16	-2	59
2024年8月	1	1	1	-2	20	8	8	1	6	-6	-10	-11	19	145	-1	-15	-12	23	-19
2024年9月	-14	7	4	-16	37	18	-6	-7	6	24	30	9	7	-13	4	4	15	15	31
2024年10月	21	6	5	11	43	1	4	5	55	-25	20	5	17	-2	-4	-8	2	-20	11
累计生猪销量(万头)																			
	牧原	温氏	德康	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
2024年1月	1,054	264	78	70	43	23	13	192	33	75	64	35	6	0	24	8	20	17	8
2024年1-2月		456	128	110	65	39	21	323	60		96	55	10	1	42	12	33	31	11
2024年1-3月	1,601	718	189	151	92	65	33	456	95	96	145	81	17	1.1	66	19	50	46	19
2024年1-4月	2,146	966	259	197	110	89	44	604	126	112	197	106	22	1.6	86	26	67	65	26
2024年1-5月	2,732	1,204	333	252	135	114	53	740	159	126	249	132	29	2.9	113	32	86	88	36
2024年1-6月	3,239	1,437	403	302	159	140	60	869	188	138	285	158	35	3.7	134	38	109	105	43
2024年1-7月	3,855	1,670	473	355	182	162	69	995	217	151	331	190	42	4.1	154	44	129	121	56
2024年1-8月	4,479	1,905	543	407	210	186	79	1,123	247	162	373	218	50	5.1	174	48	146	141	66
2024年1-9月	5,014	2,156	616	450	248	214	89	1,242	279	177	428	248	58	6.0	195	53	166	163	79
2024年1-10月	5,664	2,423	693	499	302	243	98	1,367	329	188	493	280	68	6.9	215	58	187	182	94
累计生猪销量 yoy																			

	牧原	温氏	德康	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
2024年1月	19	66		83	-24	46	166	49	41	-18	28	-11	9	-86	46	89	98	28	15
2024年1-2月		29		40	-47	8	12	7	16		-2	-36	-19	-83	21	20	29	15	-26
2024年1-3月	16	28		14	-47	14	20	-3	21	-30	1	-36	-21	-82	23	15	29	12	-19
2024年1-4月	12	25		10	-52	9	23	-4	20	-38	2	-36	-20	-82	17	8	40	19	-4
2024年1-5月	9	23		3	-50	7	15	-4	18	-45	4	-35	-12	-73	21	3	50	26	17
2024年1-6月	7	22		-1	-47	7	10	-3	13	-53	2	-35	-3	-69	16	0	68	24	19
2024年1-7月	7	20		-1	-45	4	12	-4	10	-55	3	-34	2	-68	15	-2	70	20	25
2024年1-8月	8	19		-1	-45	2	10	-4	10	-58	2	-33	9	-67	15	-4	66	19	30
2024年1-9月	7	18		-2	-40	4	14	-5	6	-60	3	-32	15	-66	16	-5	63	21	35
2024年1-10月	9	17		-7	-35	6	15	-6	9	-62	6	-30	24	-64	15	-8	68	20	38

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 2024-2027 年上市猪企出栏规划，万头

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
牧原	1,025	1,812	4,026	6,120	6,382	6600-7200			
温氏	1,852	955	1,322	1,791	2,626	3000-3300 (育肥)			
天邦	244	308	428	442	712	600	育肥 400-450, 仔猪 200-250		
正邦	578	956	1,493	845	548		700+		
天康	84	135	160	203	282	300-350			
新希望	355	829	998	1,461	1,768	1500+	1600-1700		
傲农	66	135	325	519	586				
大北农	163	185	431	443	605	600			
佳康	199	205	344	407	520	350-400			
东瑞			37	52	62	80-100	150-160	200	
华统			14	121	230				
巨星				150	267	300-350	育肥猪 400		
新五丰	49	33	77	179	312				
唐人神	84	102	154	216	371	450			
金新农			107	126	105	120-130			
京基智农				126	185	250	300	420	600
神农集团			65	93	152	220-230	300-350		500

资料来源：上市公司公告，华安证券研究所

### 3 消费旺季静待猪价企稳回升

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%，2024 年猪价处于上行周期。

图表 16 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%	20.92(2024年8月15日猪价达到短期峰值20.92元/公斤)
阶段六	2024.3-		

资料来源：wind，华安证券研究所

猪易通数据显示，8月11日全国生猪价格达到今年以来的峰值 21.17 元/公斤，之后猪价呈现震荡下行态势。我们认为，猪价大幅回调是受大体重猪持续出栏、短期二育不振等因素影响：

1、大体重猪出栏。7月下旬开始，150公斤以上生猪出栏占比、生猪出栏均重稳步攀升，8月底均达到峰值 7.37%、126.73 公斤；

2、二育积极性持续低迷，8月21日至今全国二育消费量占比趋势性低于去年同期，11月1日-11月10日，全国二育销量占比 1.05%，环比下降 0.87 个百分点，同比下降 1.49 个百分点。

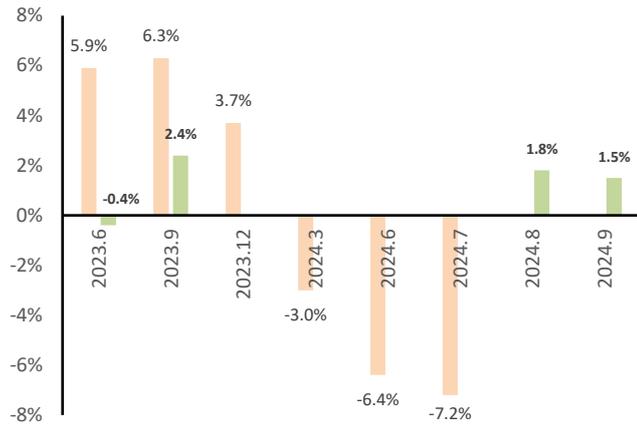
2024年9月下旬以来，肉猪价比值稳定在 1.6 以上，与 2023 年同期基本持平；2024年11月7日毛白价差 5.03 元/公斤，高于去年同期的 4.12 元/公斤，猪肉消费并未持续走弱。2024年11月10日，育肥栏舍利用率同比下降 12%-43%，周环比下降 5%-23%，标肥价差维持高位，随着消费旺季的到来，猪价有望企稳回升。

图表 17 栏舍利用率对照表

省份	2024年																								2023年						
	1/10	1/20	1/31	2/20	2/29	3/10	3/20	3/31	4/10	4/20	4/30	5/10	5/20	5/31	6/10	6/20	6/30	7/10	7/20	7/31	8/10	8/20	8/31	9/10	9/20	9/30	10/10	10/20	10/31	11/10	11/10
黑龙江	43%	36%	30%	25%	27%	35%	40%	48%	49%	52%	45%	50%	60%	68%	68%	60%	65%	76%	85%	83%	78%	73%	62%	56%	50%	47%	59%	67%	68%	54%	75%
吉林	43%	34%	28%	26%	28%	30%	39%	47%	49%	51%	45%	49%	60%	67%	67%	60%	65%	75%	83%	80%	76%	72%	62%	56%	51%	47%	57%	65%	67%	54%	70%
辽宁	45%	36%	30%	24%	28%	34%	40%	49%	52%	54%	47%	52%	65%	73%	73%	65%	68%	80%	88%	85%	81%	76%	65%	60%	53%	49%	60%	68%	69%	56%	77%
河北	35%	29%	23%	18%	20%	26%	34%	37%	46%	47%	42%	45%	56%	65%	63%	58%	67%	75%	78%	76%	74%	72%	62%	56%	48%	45%	56%	66%	68%	55%	64%
河南	36%	28%	22%	19%	21%	25%	33%	39%	45%	48%	41%	44%	53%	64%	61%	55%	63%	71%	75%	73%	70%	65%	56%	51%	47%	44%	57%	68%	69%	53%	64%
山东	35%	30%	25%	24%	26%	33%	42%	47%	55%	53%	48%	54%	61%	72%	70%	61%	70%	80%	90%	87%	83%	79%	68%	61%	54%	51%	60%	71%	73%	56%	73%
江苏	36%	29%	21%	19%	19%	22%	28%	34%	42%	45%	41%	43%	45%	50%	48%	46%	52%	60%	68%	65%	60%	58%	50%	45%	42%	41%	50%	59%	61%	50%	57%
湖北	36%	32%	26%	22%	22%	25%	29%	35%	39%	42%	39%	41%	43%	49%	45%	43%	46%	49%	51%	53%	50%	48%	42%	38%	34%	35%	44%	51%	52%	43%	64%
湖南	35%	31%	28%	23%	23%	25%	30%	36%	39%	42%	38%	40%	42%	49%	46%	44%	47%	50%	52%	53%	50%	48%	43%	39%	35%	36%	45%	51%	53%	43%	67%
江西	36%	32%	30%	25%	26%	31%	36%	40%	45%	47%	44%	47%	56%	66%	63%	61%	68%	76%	81%	80%	74%	70%	58%	52%	47%	44%	55%	66%	65%	50%	70%
福建	30%	26%	24%	20%	20%	22%	24%	28%	29%	30%	28%	30%	33%	36%	34%	32%	34%	36%	38%	40%	35%	34%	29%	25%	24%	23%	29%	36%	37%	33%	55%
广东	37%	33%	29%	24%	26%	29%	33%	36%	37%	39%	37%	38%	44%	41%	38%	36%	38%	41%	43%	43%	42%	41%	36%	35%	30%	28%	36%	40%	42%	39%	58%
广西	38%	33%	30%	25%	28%	31%	36%	38%	40%	43%	39%	40%	46%	42%	40%	37%	40%	44%	47%	50%	48%	46%	42%	40%	35%	32%	43%	45%	44%	42%	57%
四川	43%	37%	27%	23%	25%	28%	33%	36%	40%	42%	39%	41%	43%	47%	45%	44%	46%	48%	50%	53%	50%	47%	41%	38%	35%	36%	43%	46%	44%	39%	69%
贵州	42%	35%	31%	21%	22%	24%	29%	32%	35%	37%	34%	36%	39%	45%	43%	42%	46%	49%	50%	52%	50%	47%	43%	39%	35%	36%	42%	46%	44%	39%	59%
云南	40%	35%	32%	23%	25%	29%	33%	35%	38%	39%	36%	38%	40%	46%	44%	43%	47%	51%	52%	55%	52%	50%	45%	41%	36%	35%	40%	43%	42%	38%	57%
山西	35%	30%	27%	21%	22%	23%	28%	34%	37%	39%	36%	39%	43%	48%	44%	41%	45%	49%	51%	52%	47%	46%	40%	36%	34%	32%	39%	44%	45%	38%	60%

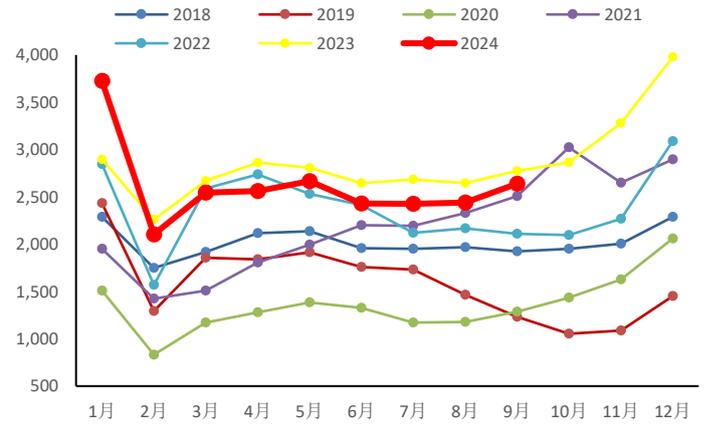
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 18 全国中大猪存栏量同比、环比变化图



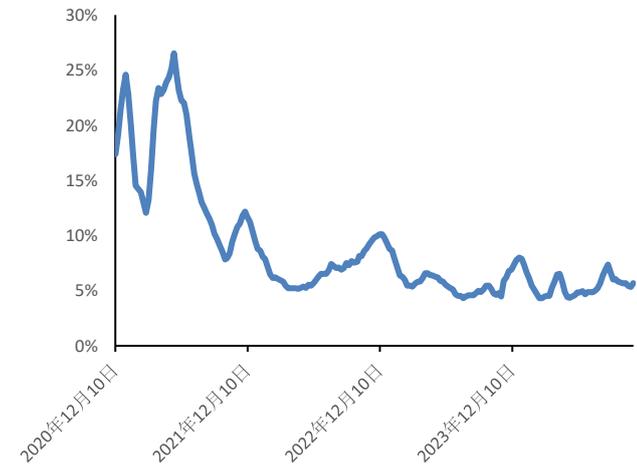
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 19 全国生猪定点屠宰企业屠宰量，万头



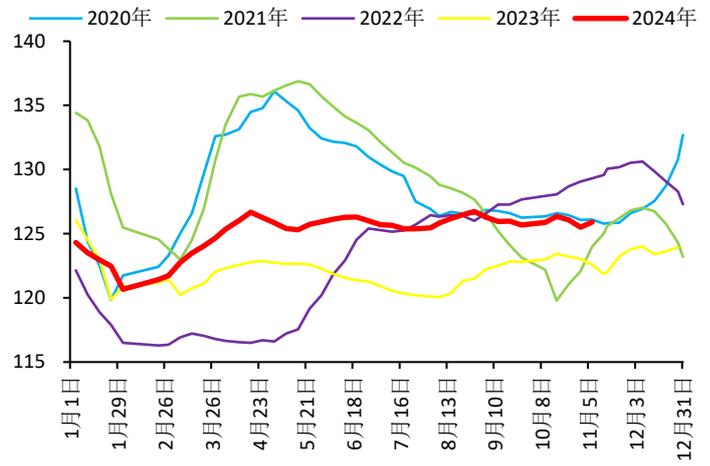
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 生猪出栏均重 150 公斤以上出栏占比对照图



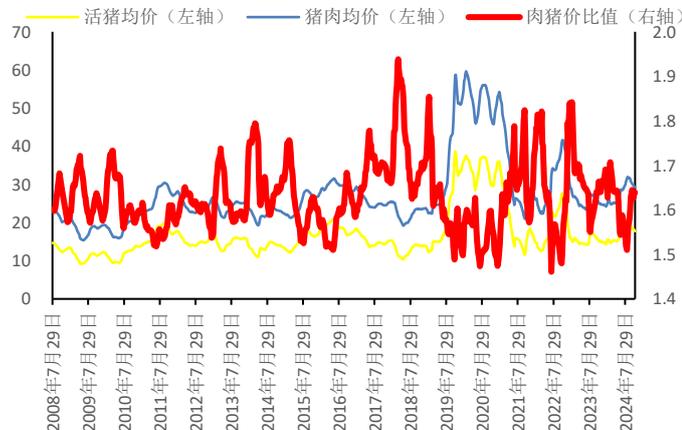
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 21 20-24 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 22 猪价及肉猪价比值对照图，元/公斤



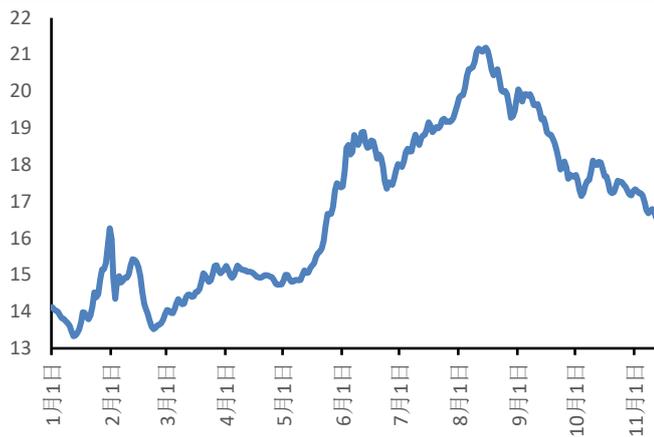
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 毛白价差走势图，元/公斤



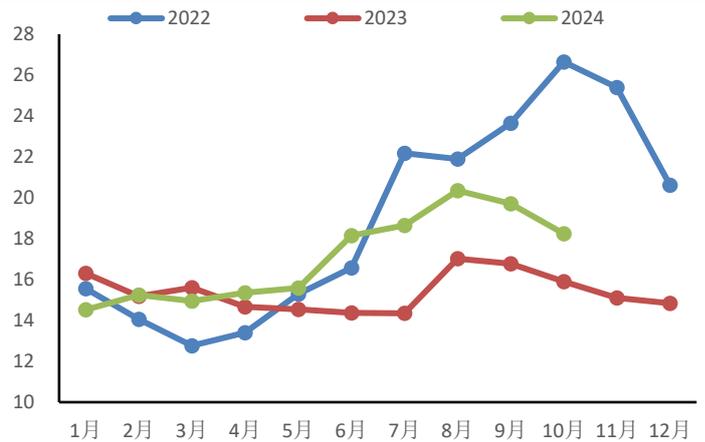
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 24 2024 年生猪价格走势，元/公斤



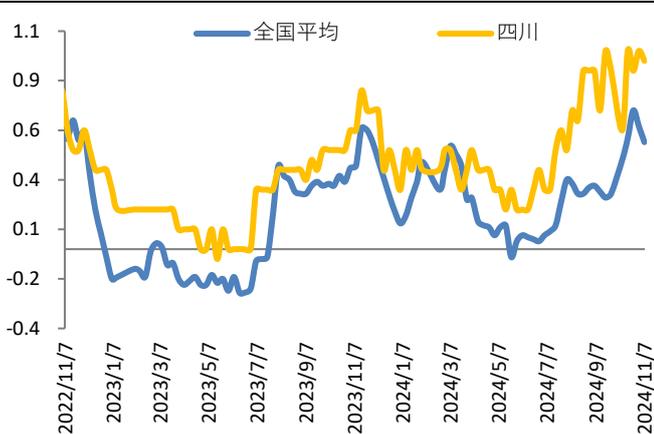
资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 25 2022-2024 年猪价对照图



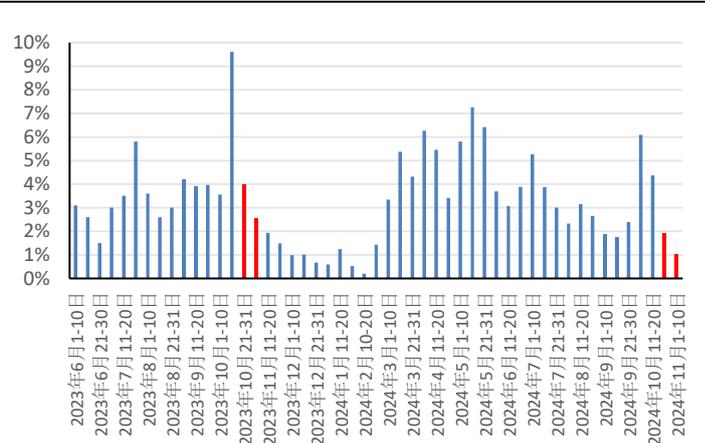
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 175 公斤肥标价差对照图，元/斤



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 27 二育实际销量占比



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

## 4 估值及投资建议

补栏积极性持续疲弱，官方数据 Q2、Q3 能繁母猪存栏量环比分别上升 1.2%、0.6%，我们预计 Q4 补栏积极性弱于 Q3，3 季末上市猪企平均资产负债率仍维持高位 61.5%，且冬季是北方疫情的高发期，截止目前生猪价格也低于 Q3；本周涌益咨询、上海钢联公布 10 月能繁母猪存栏量，环比分别增长 0.2%、0.39%，9 月环比分别增长 0.64%、0.53%，10 月补栏积极性变弱。据我们测算，2024 年统计局能繁母猪存栏均值较 2023 年下降约 4.5%，2025 年猪价获得有力支撑。2025 年成本较 2024 年下降基本确定，头猪净利有望同比上升，随着上市猪企的生猪出栏量持续增长，生猪板块有望演绎业绩兑现逻辑。

据 2024 年预测生猪出栏量，温氏头均市值 2727 元、牧原 3290 元、巨星农牧 3517 元、华统 2533 元、新希望 2953 元、天康生物 1667 元、中粮家佳康 1644 元，一、二线猪企估值多处历史低位。我们继续推荐生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份、神农集团、天康生物。

**图表 28 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	600	375	80	300	290	400	450	230
头均市值 (2024年出栏量)		3,290	2,727	1,667	2,953	2,033	1,644	5,250	2,533	3,517	2,050	1,689	6,609
总市值(亿元)		2,303	1,200	90	443	197	62	42	76	102	82	76	152

资料来源: wind, 华安证券研究所 (收盘价: 2024 年 11 月 15 日)

**图表 29 猪价高点年化 PE 敏感性分析**

	2024 年出栏量(万头, e)	2025 出栏量(万头, e)	完全成本假设(元/公斤)	生猪均价(元/公斤)-对应业绩(亿元)					市值(亿元)	生猪均价(元/公斤)-PE				
				16	16.5	17	17.5	18		16	16.5	17	17.5	18
牧原	7,000	7,500	13.2	252	297	342	387	432	2,303	9.1	7.8	6.7	6.0	5.3
温氏	3,300	3,700	13.4	115	138	160	182	204	1,200	10.4	8.7	7.5	6.6	5.9
天康	300	350	14.5	6	8	11	13	15	90	14.3	10.7	8.6	7.1	6.1
新希望	1,500	1,500	15.0	18	27	36	45	54	443	24.6	16.4	12.3	9.8	8.2
大北农	600	600	14.5	11	14	18	22	25	197	18.2	13.7	10.9	9.1	7.8
家佳康	370	450	14.5	8	11	14	16	19	62	7.6	5.7	4.6	3.8	3.3
东瑞	80	120	16.0	0	3	4	4	5	42	N.A	14.6	11.7	9.7	8.3
华统	300	400	15.0	5	7	10	12	14	76	15.8	10.6	7.9	6.3	5.3
巨星	300	400	14.0	10	12	14	17	19	102	10.6	8.5	7.1	6.1	5.3
金新农	110	110	15.0	1	2	3	3	4	34	25.8	17.2	12.9	10.3	8.6
京基	250	300	14.0	7	9	11	13	14	86	11.9	9.6	8.0	6.8	6.0
神农	220	300	13.5	9	11	13	14	16	152	16.9	14.1	12.1	10.6	9.4

资料来源: wind, 华安证券研究所 (收盘价: 2024 年 11 月 15 日; 对应业绩及 PE 均根据 2025 年预期出栏量测算)

## 风险提示:

疫情; 猪价维持高位时间低于预期。

## 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, 2023 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第五名。

## 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达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。