

周期演绎：高质量与长盈利 生猪养殖行业研究框架专题报告

证券分析师：姚星辰 执业证书编号：S0630523010001 联系方式：yxc@longone.com.cn

2024年10月23日

摘要

- **产能供给为猪周期主要影响因素。**猪周期指猪价和供需的周期性变化，生猪养殖对价格波动的反应具有一定的滞后性，造成生猪养殖呈现周期性规律。其中上涨周期路径为：猪价上涨，养殖出现利润，母猪补栏增加，供应增加，价格开始回落。下跌周期依次类推。能繁母猪存栏量的变化是判断猪价的重要先行指标，当前能繁母猪存栏量决定大约10个月后生猪供应量。影响猪周期的短期因素包括二育、压栏等。影响猪周期的长期因素包括成本、资金、效率等。养殖企业的养殖效率、管理能力、设施装备以及对成本的控制能力决定企业长期的盈利能力。非洲猪瘟疫情以后，大量资本进入，大型猪企快速新建猪场进行扩张，行业规模化大幅提升。2021年以后，行业盈利水平回归常态，质量提升成为猪企核心目标。屠宰量和冻品库容率反映屠宰企业对猪价的预期以及当前的消费需求，屠宰量受季节性波动影响更大，今年屠宰量整体较去年缩量回落，冻品库存在上半年高位基础上有所下降，猪肉消费需求偏弱。
- **当前产能恢复缓慢，盈利周期或被拉长。**复盘以往几轮周期来看，周期波动在3-5年左右，疫病、需求、政策、资本等因素影响周期长度。本轮周期亏损时间拉长，产能去化幅度减少，盈利幅度收窄，盈利后产能恢复缓慢，影响猪价短期波动因素增加。在行业经历充分扩张后，近两年产能增速放缓，进入稳定增长阶段，盈利周期或被拉长。当前猪企资产负债率仍处高位，行业补栏谨慎。今年以来上市猪企加强成本控制，部分企业养殖成本降至阶段性低位，成本控制水平成为猪企核心竞争力。
- **投资建议：**根据统计局数据，截至2024年9月能繁母猪产能4062万头，季度环比+0.6%，同比-4.2%。能繁母猪产能恢复缓慢，5月能繁环比转正后产能合计增加1.9%。能繁母猪存栏从2023年1月开始下降，传导至当前供给压力逐季减小，短期供给端增量有限，叠加消费需求的季节性改善，预计四季度猪价将维持景气，猪企业绩将逐季向好，行业进入盈利兑现阶段。建议积极关注牧原股份、温氏股份、神农集团、巨星农牧以及立华股份。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；大规模疫病爆发；原材料价格波动。

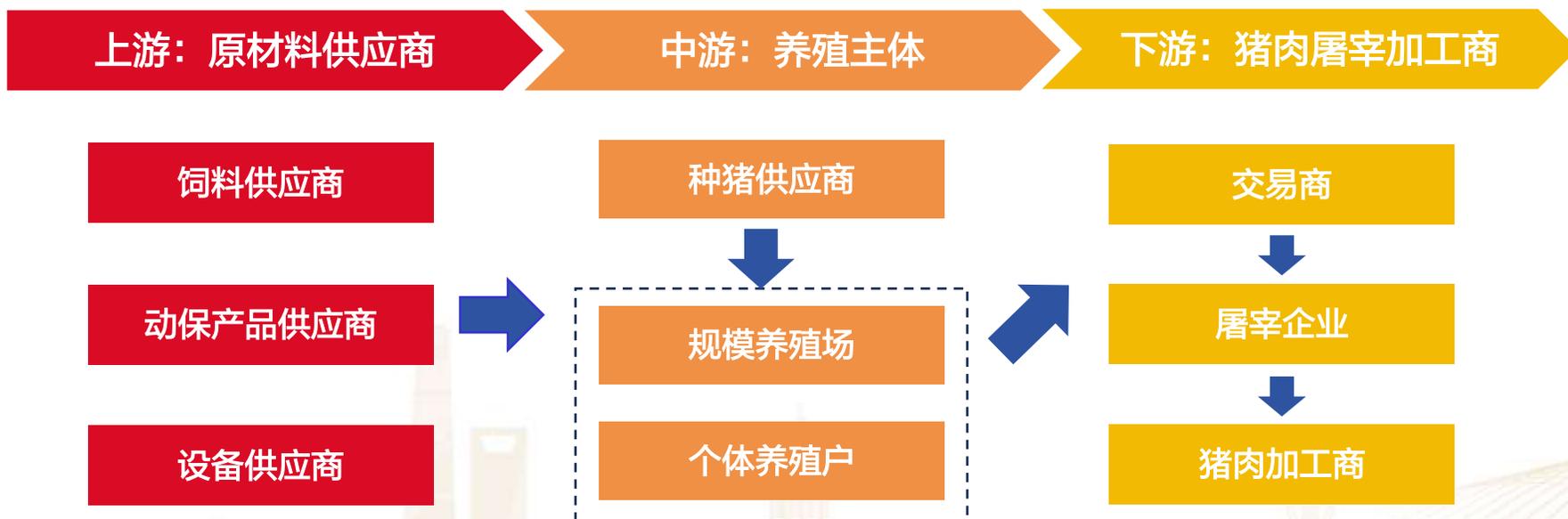
目 录

- 一、生猪产业链及主要指标
- 二、复盘历史猪周期
- 三、当前周期新趋势
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

生猪养殖产业链上下游

- 生猪养殖产业链上下游包括：原材料供应商、养殖主体、猪肉销售加工商。上游原材料供应商包括饲料、动保、设备供应商等，决定养殖成本。中游养殖主体，通过外购或自育的方式进行生猪养殖，存在“公司+农户”、自繁自养、农户散养等养殖模式。下游包括交易商、屠宰企业和猪肉产品加工商等，生猪出栏后通过交易商进入屠宰，加工商进行猪肉产品深加工销售至终端。

图：养殖产业链



猪周期的历史规律

- **猪周期**，指猪价和供需的周期性变化，历史上完整的猪周期一般持续3-5年。生猪养殖对价格波动的反应具有一定的滞后性，造成生猪养殖呈现周期性规律。其中上涨周期的路径为：猪价上涨，养殖出现利润，母猪补栏增加，供应增加，价格开始回落。下跌周期依次类推。

● 猪价

需求：经济环境、气候、节日消费等

供给（主要因素）：二育、压栏、产能、体重等

● 养殖利润

养殖成本：饲料成本、养殖效率、人工成本、折旧成本、防疫成本、动保成本等

● 母猪产能

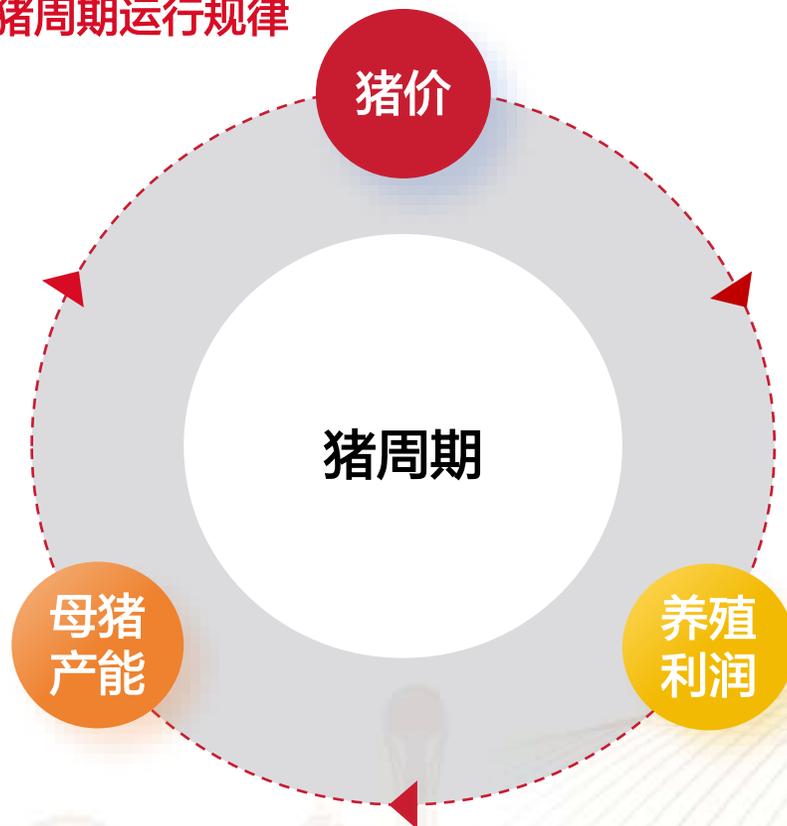
资金：融资、现金流、盈利状况

政策：环保政策、补贴政策等

预期：养殖户对未来猪价预期

疫病：存活率

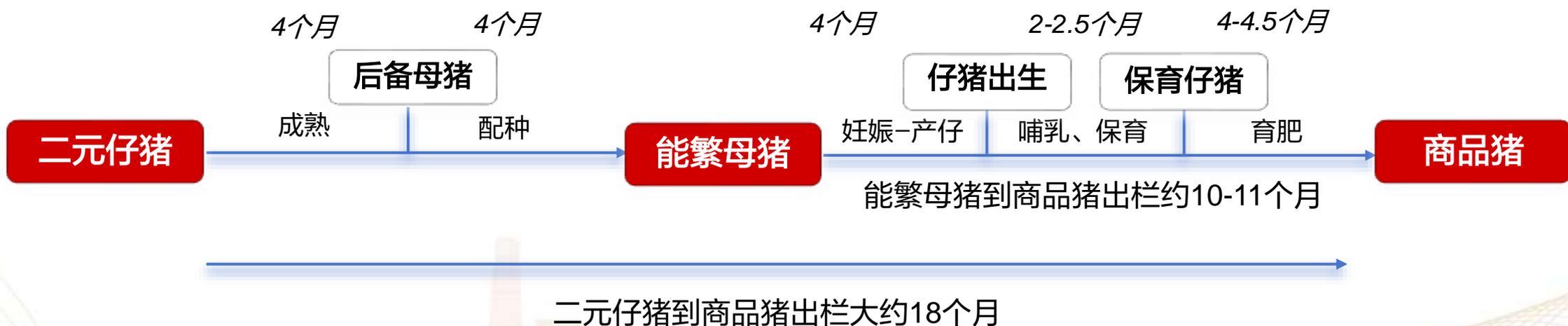
图：猪周期运行规律



商品猪育种流程

- 猪生长周期：能繁母猪存栏量的变化是判断猪价的重要先行指标。从能繁母猪配种到商品猪出栏大约需10-11个月，因此当前能繁母猪存栏量决定大约10个月以后生猪供应量。对比能繁母猪存栏量同比变化值与10个月以后的生猪价格，两者大致呈负相关关系。

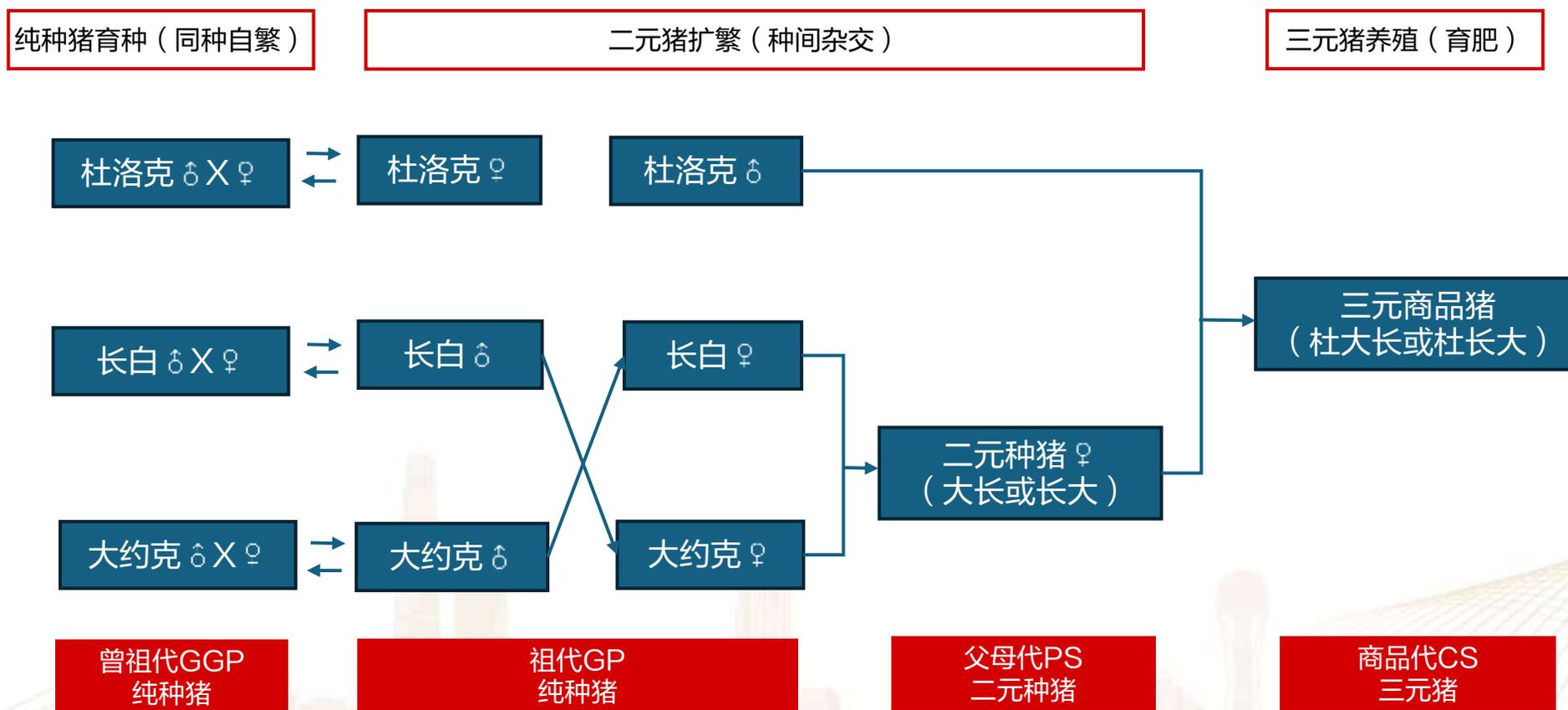
图：猪生长周期



商品猪育种流程

- 生猪繁育体系包括曾祖代、祖代和父母代。我国主要进口的育种品种包括大约克、杜洛克、长白猪等。两个不同品类的种猪进行扩繁杂交后成为二元种猪。我国目前主要采用三元杂交育种方式进行商业化生产。

图：三元杂交育种流程示例



判断猪价的主要指标

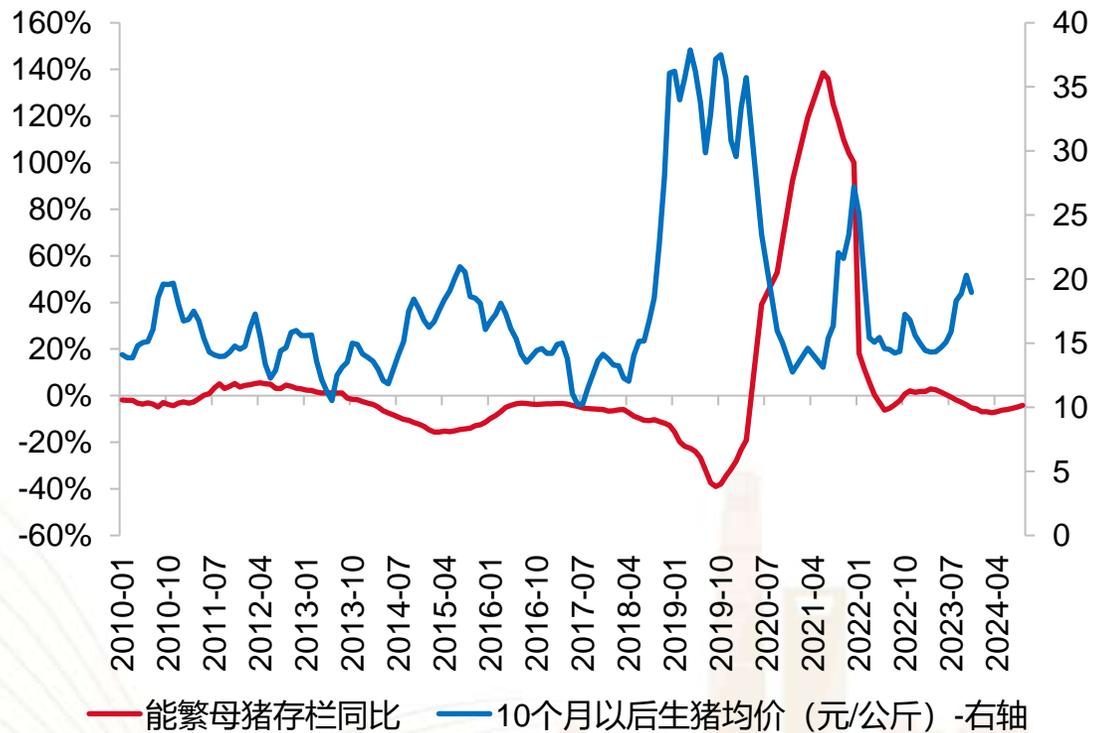
- 生猪产能供给是影响猪价的主要因素，需求端影响相对稳定。



能繁母猪存栏是判断猪价的重要先行指标

- 能繁母猪存栏量的变化是判断猪价的重要先行指标，能繁母猪存栏同比与10个月以后生猪价格具有一定负相关关系。其中2019-2020年受到非洲猪瘟疫情的影响，二元母猪占比减少，养殖效率下降，能繁母猪存栏量下降后猪价波动较大。

图：能繁母猪存栏是判断猪价的重要先行指标



图：能繁母猪存栏结构



图：PSY历年情况 (头)

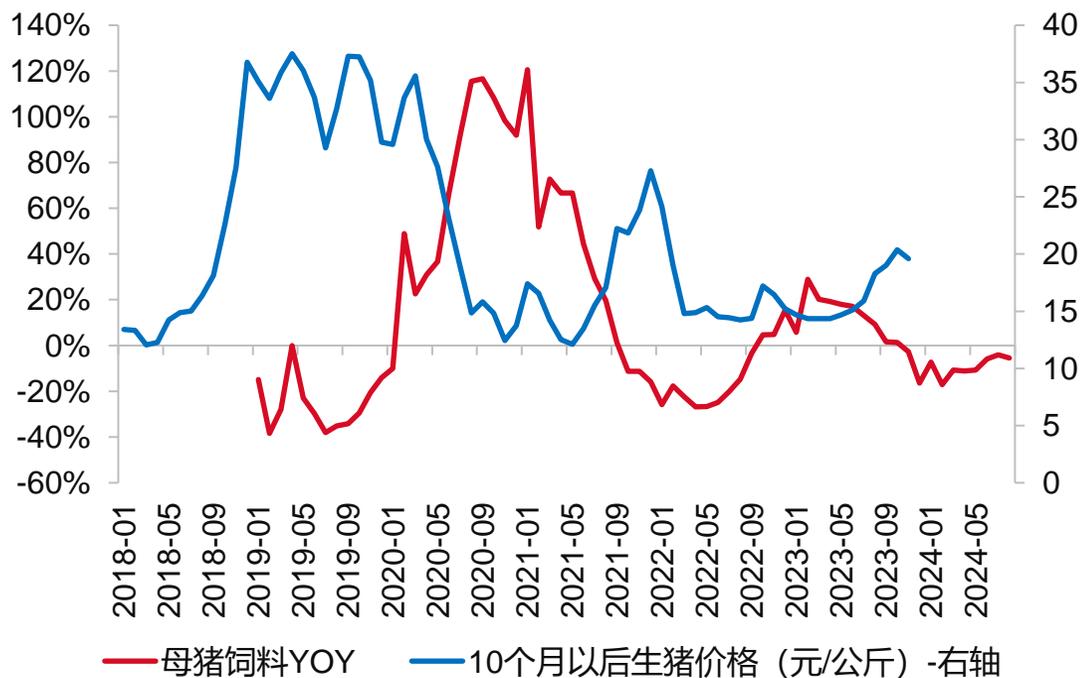


资料来源：Wind，钢联数据，东海证券研究所

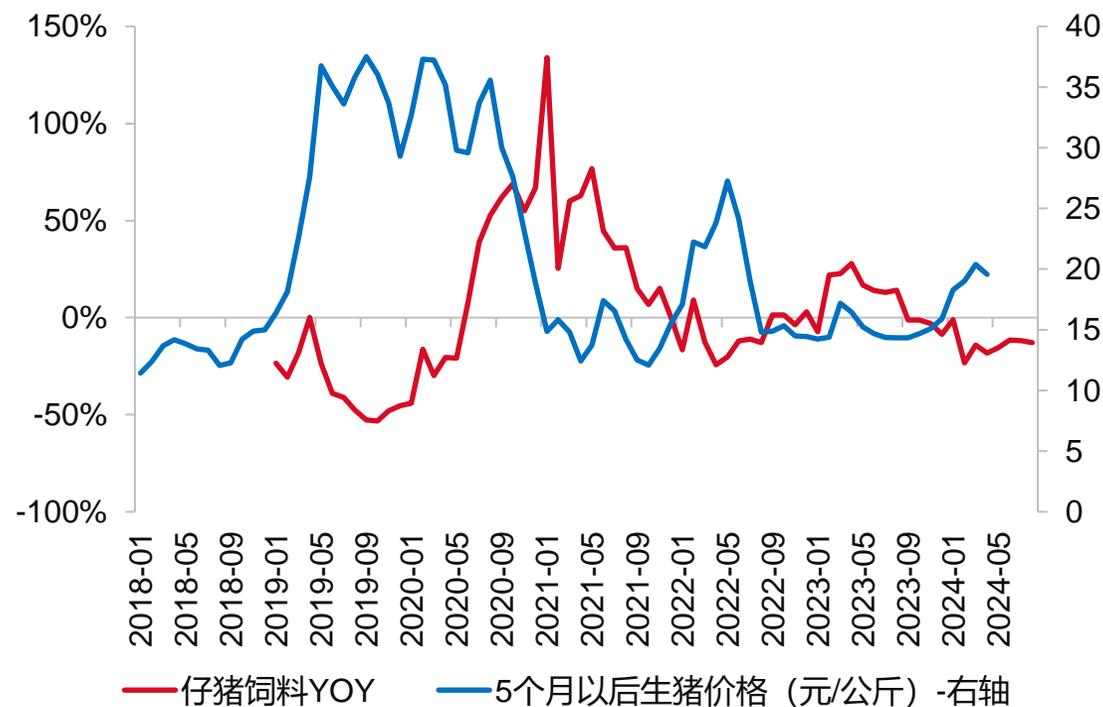
母猪料和仔猪料数据判断短期猪价走势

- 母猪料、仔猪料数据辅助判断短期猪价走势。通过母猪料和仔猪料当月的变化趋势分别预测10个月和5个月以后的生猪价格走势，具有一定参考性。

图：母猪料与10个月以后猪价具有负相关性



图：仔猪料与5个月以后猪价具有负相关性



影响猪周期的短期因素：二育、压栏

- **商品猪出栏体重**：反映当前养殖户心态，对未来猪价乐观时，养殖户会通过压栏增重的方式提高利润。**标肥价差**：当生猪标肥价差小于临界值，且标肥价差走阔时，大猪利润更高，造成短期标猪供给减少。**二育**：猪价下跌后，二育进场推动短期猪价提升，反之亦然。
- **短期演绎路径**：猪价下跌>标肥价差走扩>二育进场猪价提升>出栏体重增加>猪价下跌

图：商品猪出栏体重



资料来源：Wind，钢联数据，东海证券研究所

图：生猪标肥价差



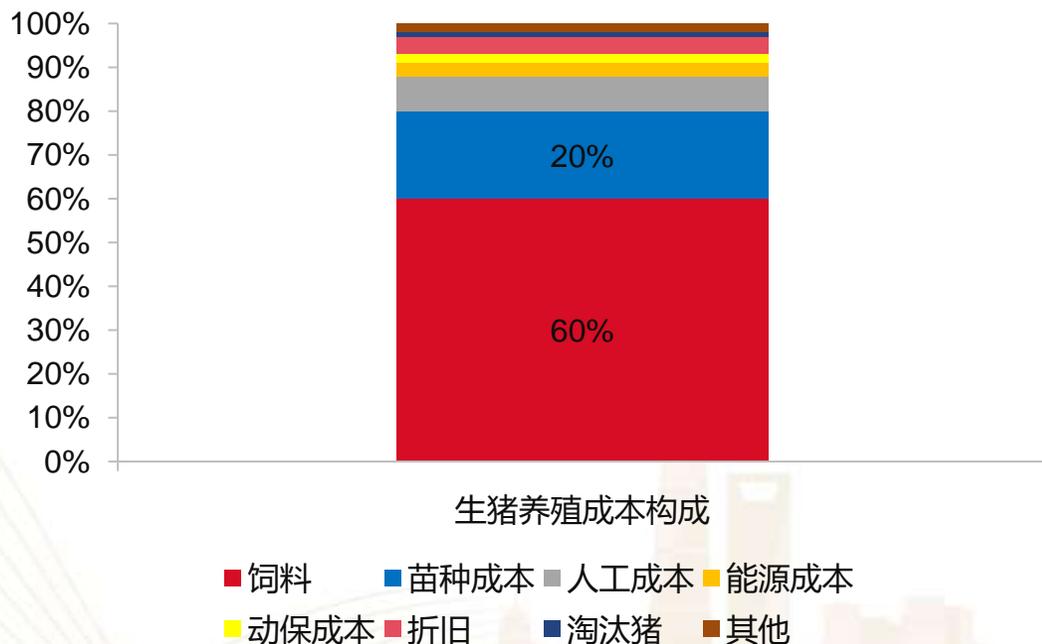
图：二育占比



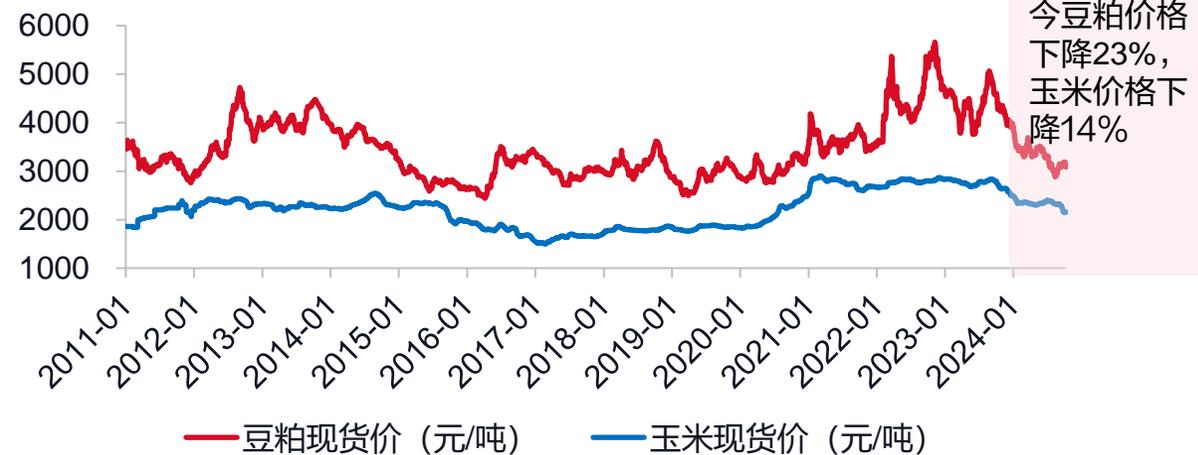
影响猪周期的长期因素：成本、资金、效率

- 生猪养殖成本主要由饲料、苗种、人工、能源、动保、折旧等成本构成，其中饲料成本占60%左右，是影响养殖成本的主要因素，其中玉米和豆粕是饲料中主要的能量和蛋白质来源。养殖企业的养殖效率、管理能力、设施装备以及对成本的控制能力决定企业长期的盈利能力。

图：生猪养殖成本测算



图：豆粕和玉米价格



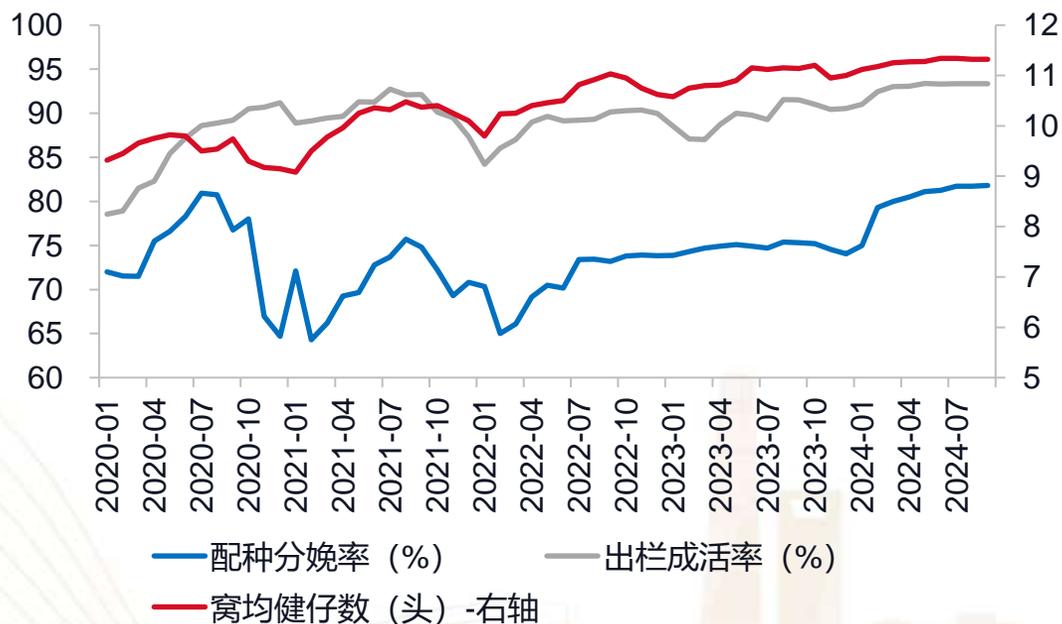
图：饲料价格



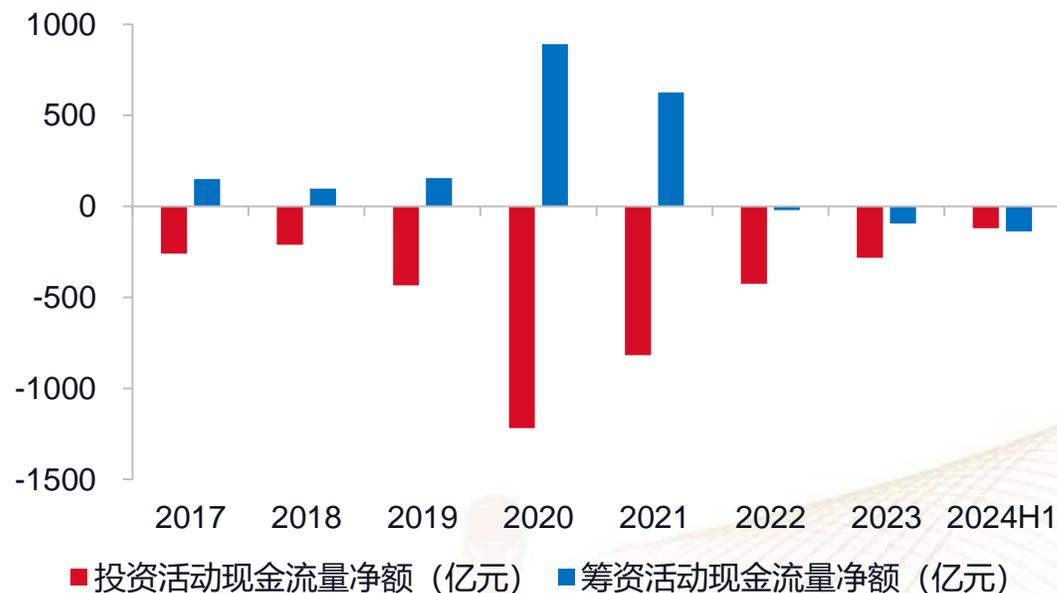
影响猪周期的长期因素：成本、资金、效率

- **产能效率持续提升**：2020年以来，生猪产能效率逐步提升，2023年全年平均窝均健仔数10.96头，较2020年+1.45头；平均配种分娩率74.75%，较2020年+0.28pct；平均育肥猪出栏成活率89.63%，较2020年+3.55pct。主要生产指标均有所提升。
- **从猪企现金流量情况来看**，在经历了2020、2021年的快速扩张期后，近2年行业筹资活动现金流量净额快速下降，投资活动现金流量净额绝对值连续收窄，猪企扩张速度放缓。

图：生猪养殖生产指标



图：猪企投资活动和筹资活动现金流量净额

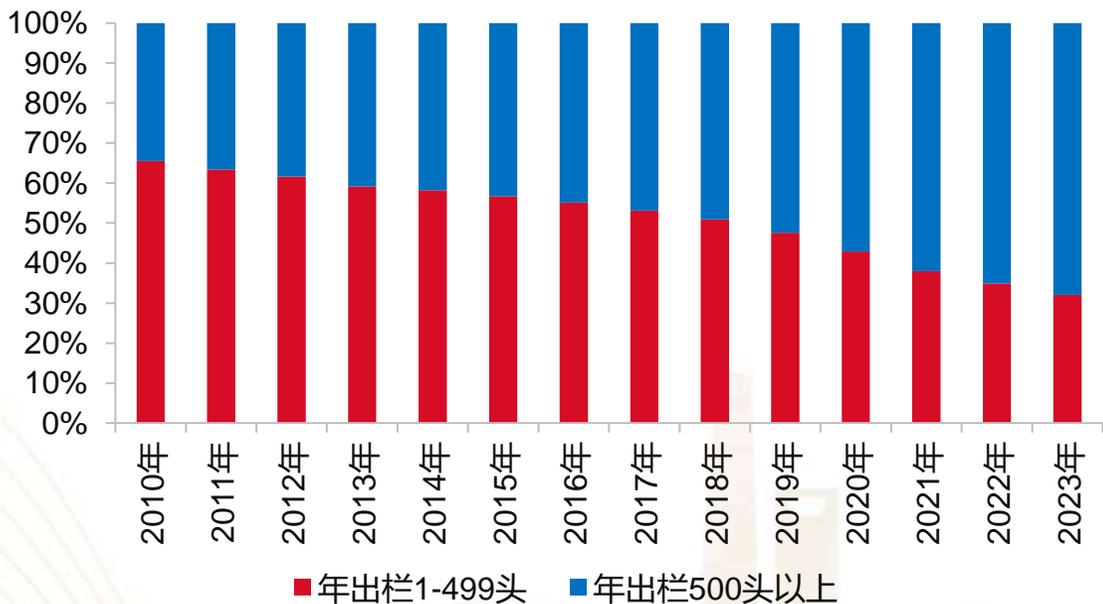


资料来源：Wind，钢联数据，东海证券研究所

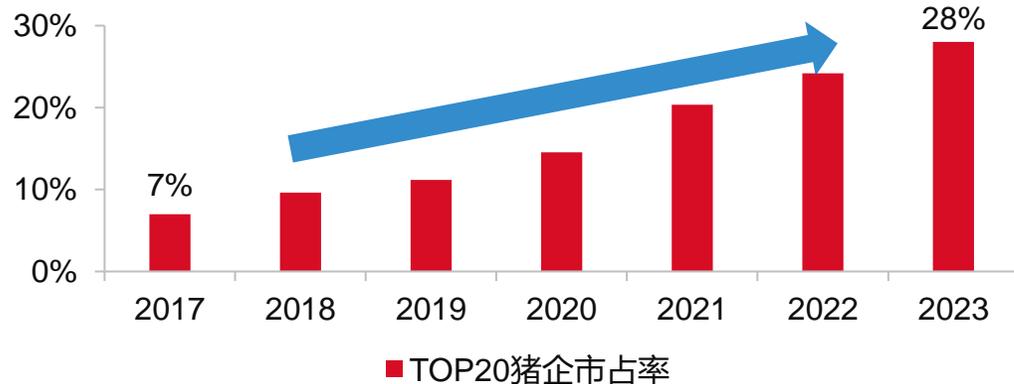
变化：养殖规模化程度快速提升

- 我国生猪主产区主要为西南、中原和两广等地区。非洲猪瘟疫情以后，大量资本进入，大型猪企快速新建猪场进行扩张，行业规模化大幅提升。农业农村部预计2023年生猪养殖规模化率超过68%（500头以上出栏），较2022年提升约3pct，较2018年提升约19pct。中小散户逐渐退出，规模场占比提高。TOP20猪企市占率从2017年的7%提升到2023年的28%。对比美国，我国集中化程度仍有较大提升空间。

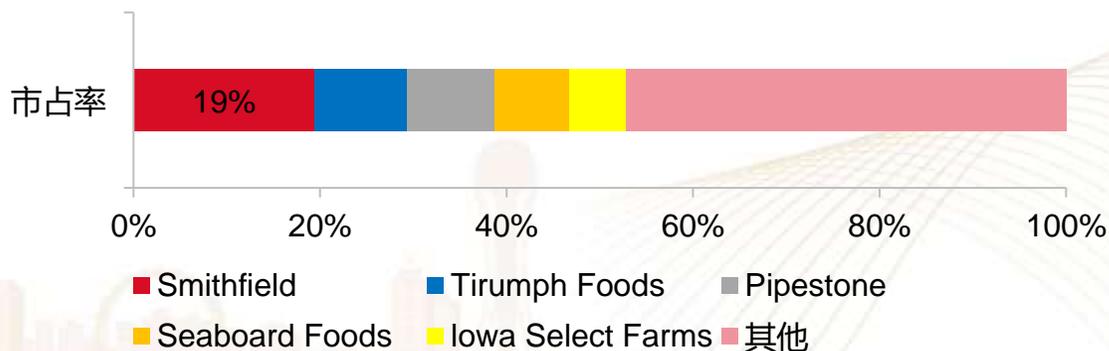
图：生猪出栏结构



图：我国生猪养殖行业集中度



图：美国生猪养殖行业集中度



资料来源：Wind，新牧网，Genesis，东海证券研究所

变化：我国生猪养殖行业进入质量提升阶段

- 我国生猪养殖行业在经历了规模化早期阶段、超额利润阶段等之后，目前进入质量提升阶段。2018年非洲猪瘟疫情以前，行业盈利跟随周期运行规律波动。2018年至2020年，非瘟疫情后行业出现超额利润，资本大量介入，行业规模化加速发展。2021年以后，行业盈利水平回归常态，质量提升成为猪企核心目标。

图：行业养殖利润

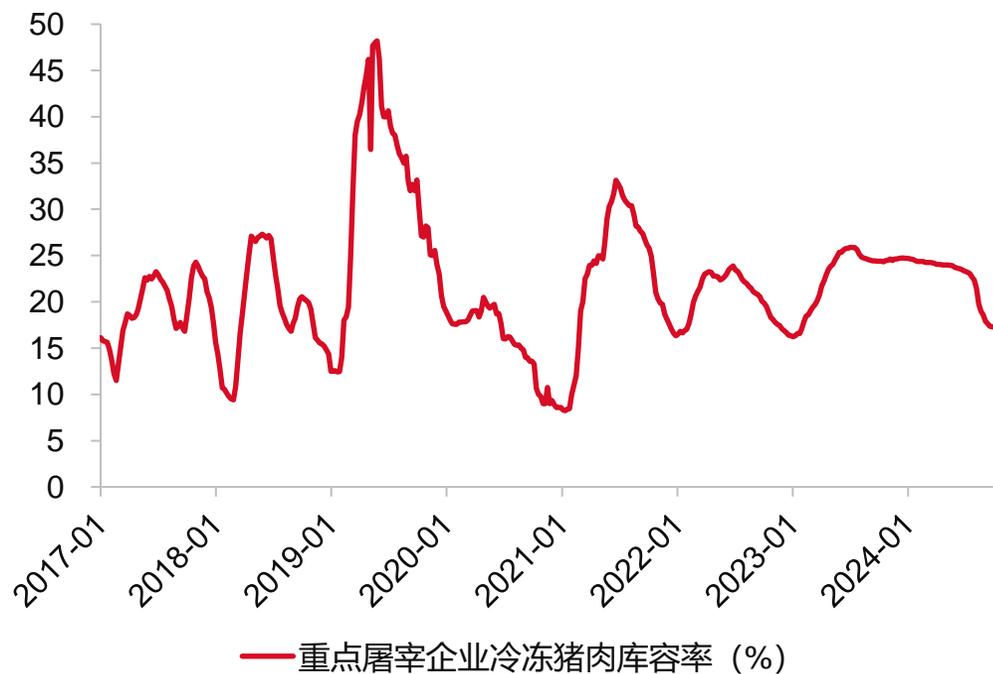


资料来源：Wind，东海证券研究所

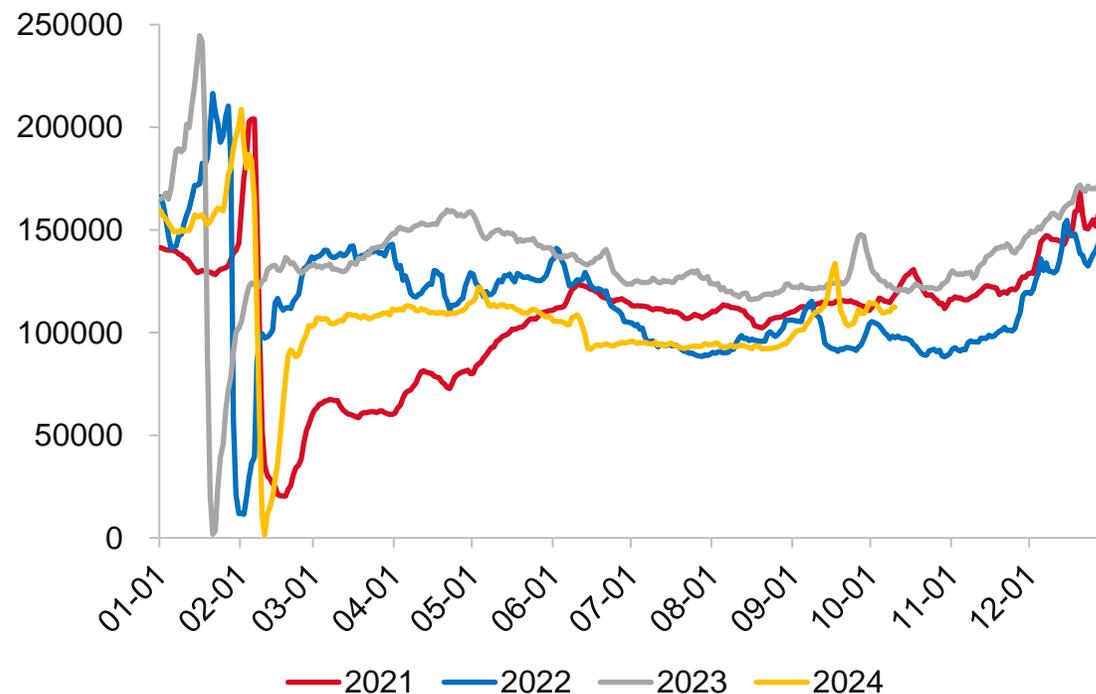
消费需求平稳偏弱

- 屠宰量和冻品库容率反映屠宰企业对猪价的预期以及当前的消费需求，屠宰量受季节性波动影响更大，今年屠宰量整体较去年缩量回落，冻品库存在上半年高位基础上有所下降，猪肉消费需求偏弱。

图：库容率



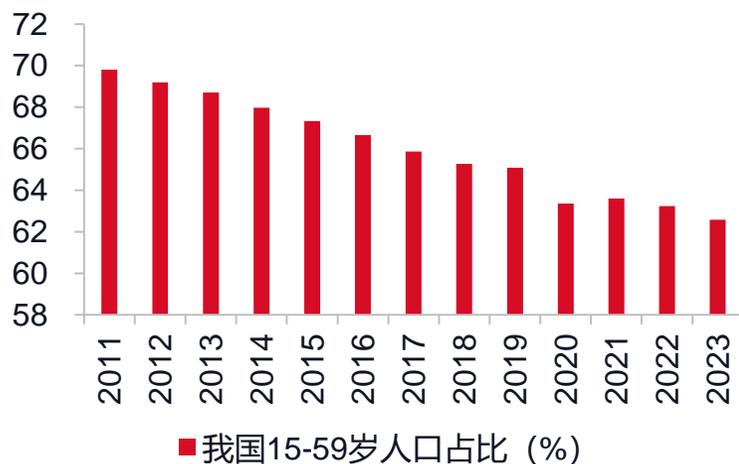
图：屠宰量（头）



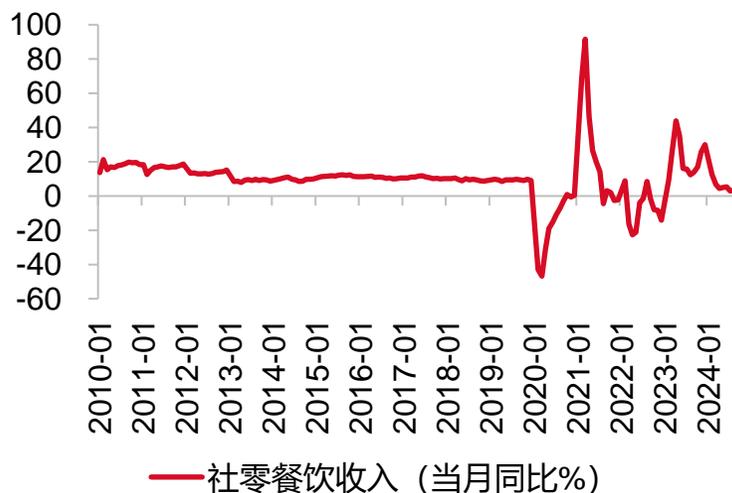
消费需求平稳偏弱

- 人口结构变化使得猪肉终端消费偏弱，2023年我国15-59岁人口占比62.57%，较2011年下降7.23pct。2024年以来，社零餐饮收入同比增速向下，9月社零餐饮服务总额4417亿元，同比上涨3.1%，环比+1.5%。餐饮消费呈现缓慢复苏。根据USDA预测，2024年我国猪肉消费量5772.5万吨，同比-3.37%。猪肉消费需求在逐步恢复中，但整体需求仍然偏弱。

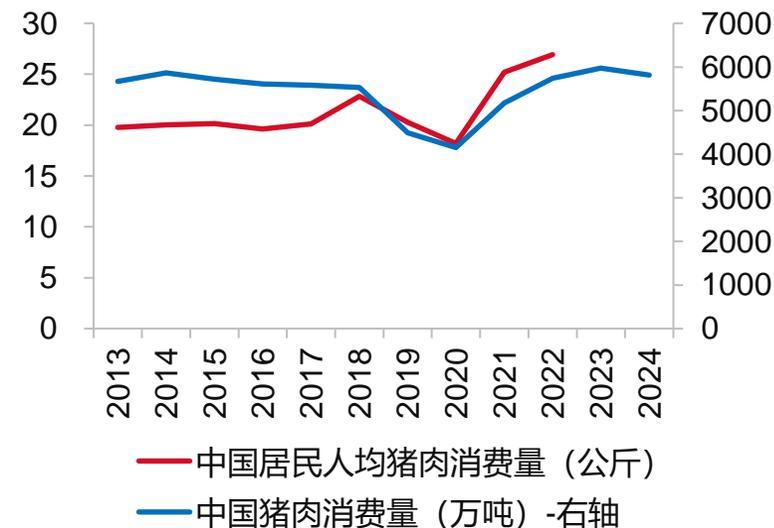
图：我国15-59岁人口占比



图：社零餐饮收入同比



图：中国猪肉消费量

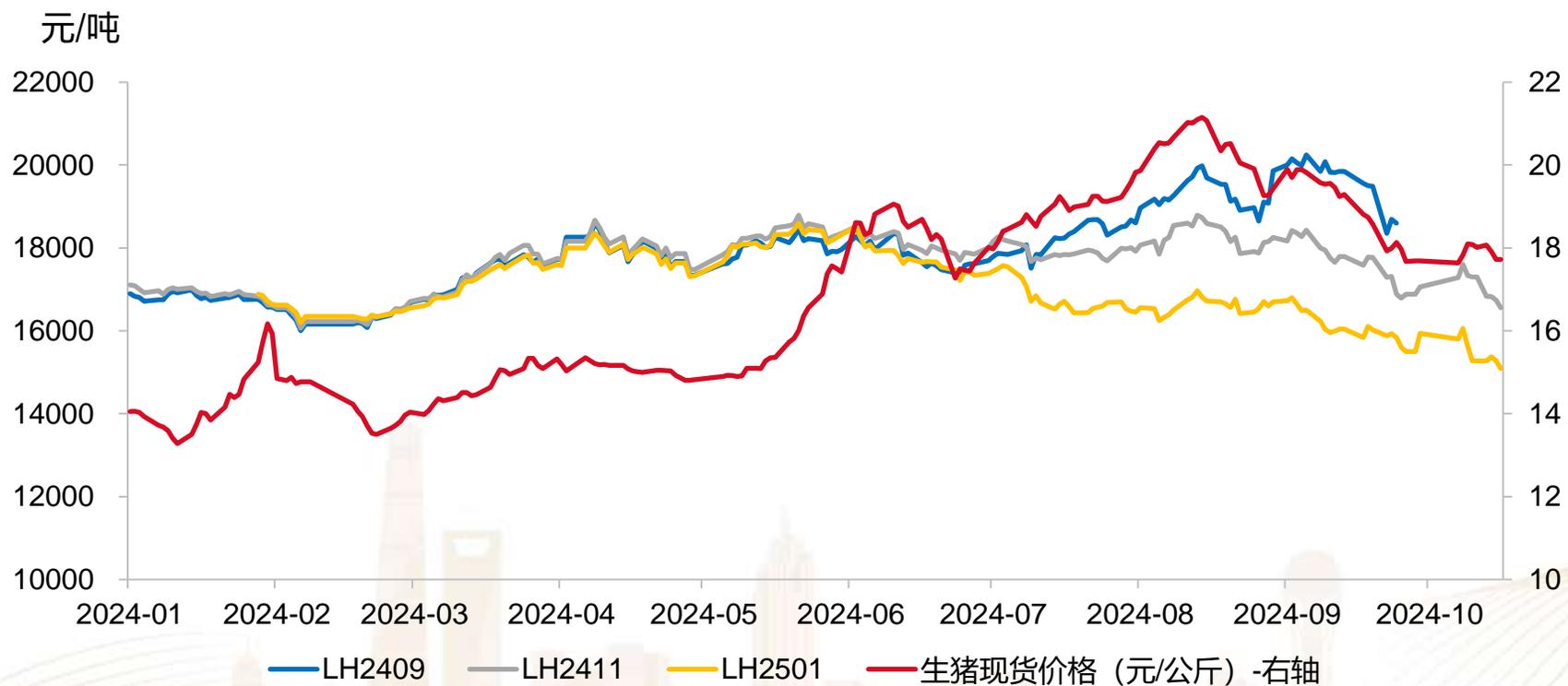


资料来源：Wind，东海证券研究所

期货价格影响养殖户补栏计划

- 期货价格对养殖户的指引越来越强，一方面，养殖户可以通过期货进行套期保值，锁定未来销售利润。另一方面，养殖户根据当期的期现价差，调整补栏计划。当前期货价格调整反映市场对未来猪价预期不强，养殖户补栏情绪偏弱，现货对生猪LH2411及LH2501合约基差仍然偏高，猪价悲观情绪有所缓解，预计短期期货和现货的下行空间有限。

图：生猪期货与现货价格



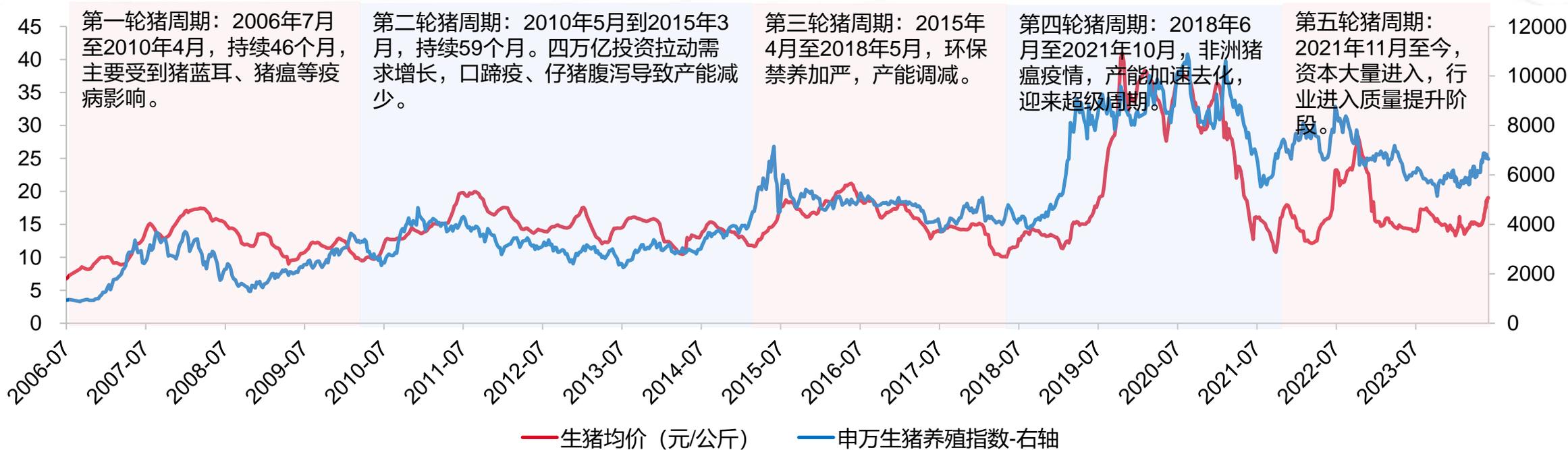
资料来源：Wind，东海证券研究所

目 录

- 一、生猪产业链及主要指标
- 二、复盘历史猪周期
- 三、当前周期新趋势
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

复盘历史猪周期

图：历史猪周期走势



图：能繁母猪产能



资料来源：Wind，东海证券研究所

复盘历史猪周期

- 复盘以往几轮周期来看，周期波动在3-5年左右，疫病、需求、政策、资本等因素影响周期长度。
- 本轮周期，亏损时间拉长，产能去化幅度减少，盈利幅度收窄，盈利后产能恢复缓慢，影响猪价短期波动因素增加。

图：历史猪周期运行情况

时间	周期时间	盈利时间	亏损时间	猪价最大涨幅	猪价最大跌幅	最大盈利(元/头)	最大亏损(元/头)	产能情况	核心影响因素
2006年7月至2010年4月	3.8年	23个月	23个月	158%	-49%	约640	约-600	/	猪蓝耳、猪瘟等疫病影响产能供给
2010年5月到2015年3月	4.9年	42个月	17个月	105%	-48%	691	-305	产能去化20%	四万亿投资拉动需求增长，口蹄疫、仔猪腹泻导致产能减少
2015年4月至2018年5月	3.2年	33个月	5个月	67%	-53%	781	-326	产能去化17%	环保禁养加严，产能调减
2018年6月至2021年10月	3.4年	32个月	9个月	286%	-74%	3080	-731	产能去化41%，后增长139%	2018年非洲猪瘟疫情后，产能加速去化，迎来超级周期
2021年11月至今	/	13个月	23个月	78%	-53%	1228	-549	产能去化9%，后增长1.9%	资本大量进入，养殖效率提高，行业进入质量提升阶段

复盘历史猪周期-以牧原股份为例

- 复盘以往几轮周期来看，股价往往会早于猪价提前上涨，在猪价预期反转阶段，板块有着较强的安全边际。但在猪价拐点到来，开启上涨以后，板块有着比较强势的表现。股价上涨幅度受到猪价上涨幅度以及当时市场环境的影响。

图：牧原股份股价与猪价对比



资料来源：Wind，东海证券研究所

目 录

- 一、生猪产业链及主要指标
- 二、复盘历史猪周期
- 三、**当前周期新趋势**
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

上市猪企产能建设放缓，行业进入盈利兑现阶段

- 非洲猪瘟疫情以后，行业经历了2019-2021年投融资快速增长的阶段，固定资产投资、生产性生物资产加速提升，行业充分扩张后近两年产能增速有所放缓，进入稳定增长阶段，盈利周期或被拉长。

表：主要上市猪企固定资产同比增速

公司简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
牧原股份	39%	210%	70%	7%	5%	0%
温氏股份	25%	25%	24%	-1%	-2%	-2%
新希望	58%	109%	17%	6%	1%	6%
正邦科技	7%	50%	11%	-35%	-34%	-36%
ST天邦	52%	74%	9%	30%	-1%	-5%
*ST傲农	38%	137%	45%	10%	-7%	-11%
巨星农牧	83%	279%	23%	10%	95%	75%
华统股份	47%	38%	103%	16%	34%	16%
唐人神	14%	28%	73%	54%	-2%	-3%
天康生物	87%	14%	18%	18%	4%	4%
新五丰	-2%	-6%	11%	138%	30%	22%
东瑞股份	4%	90%	49%	222%	8%	5%
神农集团	9%	35%	76%	29%	29%	31%
京基智农	-23%	6%	494%	51%	25%	-16%
金新农	42%	39%	32%	2%	29%	15%
合计	32%	91%	43%	7%	3%	0%

上市猪企产能建设放缓，行业进入盈利兑现阶段

- 非洲猪瘟疫情以后，行业经历了2019-2021年投融资快速增长的阶段，固定资产投资、生产性生物资产加速提升，行业充分扩张后近两年增速有所放缓，进入稳定增长阶段，盈利周期或被拉长。

表：主要上市猪企生产性生物资产同比增速

公司简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
牧原股份	162%	94%	-1%	0%	27%	33%
温氏股份	19%	115%	-48%	24%	-17%	-12%
新希望	384%	370%	-24%	-15%	-33%	-46%
正邦科技	360%	79%	-74%	-62%	-45%	3%
ST天邦	85%	172%	-55%	-2%	-25%	-32%
*ST傲农	202%	383%	-2%	-7%	-78%	-77%
巨星农牧			7%	90%	-12%	5%
华统股份		1371%	37%	1%	-16%	23%
唐人神	9%	181%	-12%	85%	-23%	-26%
天康生物	173%	78%	1%	1%	-11%	-19%
新五丰	0%	75%	385%	76%	13%	8%
东瑞股份	-6%	61%	63%	89%	-38%	40%
神农集团	-22%	171%	41%	26%	41%	70%
京基智农	-22%	2556%	51%	-12%	-17%	-17%
金新农	109%	346%	-54%	-5%	-23%	-13%
合计	128%	148%	-35%	-3%	-12%	-9%

资产负债率处于高位，行业补栏谨慎

- 猪企资产负债率高位，产能增速放缓。我们统计了15家上市猪企，2024H1行业平均资产负债率65%，处于历史较高水平。由于前期的产能扩张叠加亏损时间较长，行业平均资产负债率连续3年处于高位，行业补栏谨慎。

表：主要上市猪企资产负债率

公司简称	2020	2021	2022	2023	2024H1
牧原股份	46%	61%	54%	62%	62%
温氏股份	41%	64%	56%	61%	59%
新希望	53%	65%	68%	72%	73%
正邦科技	59%	93%	148%	54%	51%
ST天邦	43%	80%	80%	87%	78%
*ST傲农	68%	87%	82%	104%	109%
巨星农牧	37%	45%	49%	60%	62%
华统股份	55%	70%	62%	75%	76%
唐人神	43%	58%	60%	65%	66%
天康生物	56%	55%	50%	53%	51%
新五丰	33%	59%	71%	75%	76%
东瑞股份	31%	16%	34%	42%	44%
神农集团	21%	13%	14%	26%	31%
京基智农	72%	83%	85%	68%	64%
金新农	50%	66%	69%	74%	74%
平均资产负债率	47.2%	60.9%	65.5%	65.2%	65.1%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

资产负债率处于高位，行业补栏谨慎

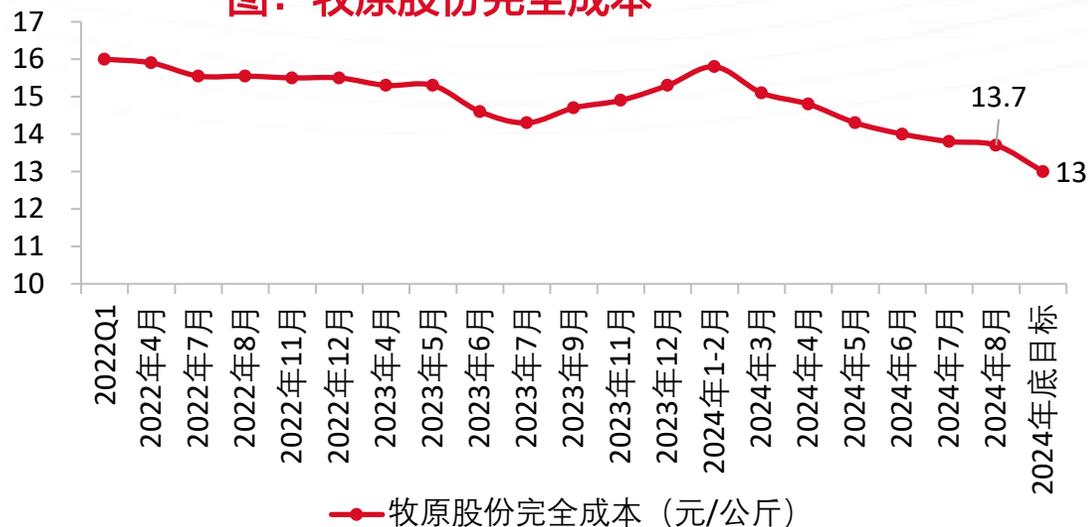
- 今年以来行业补栏较为谨慎，部分上市企业出栏增速同比放缓甚至下降。

表：部分上市猪企出栏量预计

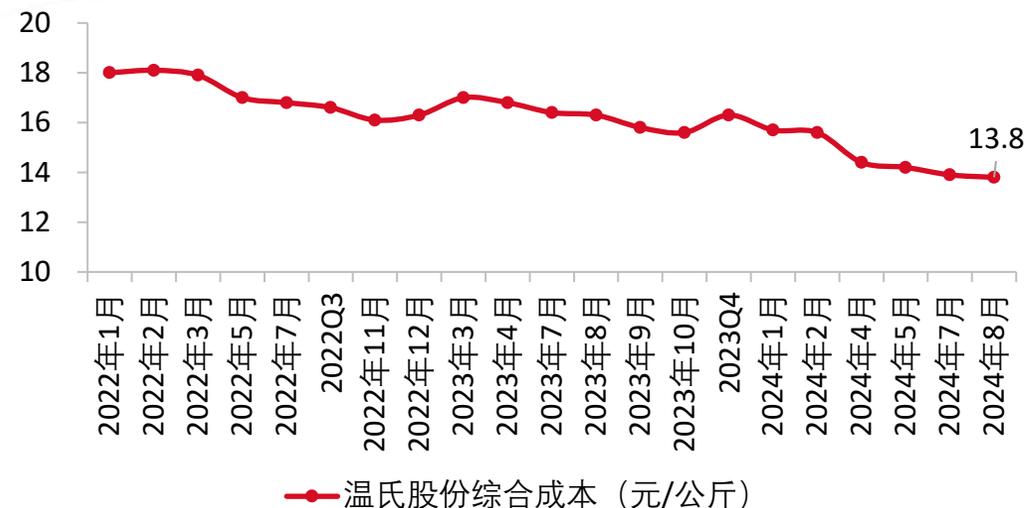
公司	2023年（万头）	同比	2024E（万头）	同比
牧原股份	6382	4%	6900	8%
温氏股份	2626	47%	3200	22%
新希望	1768	21%	1500	-15%
正邦科技	548	-35%	400	-27%
中粮家佳康	520	27%	350	-33%
唐人神	371	72%	450	21%
新五丰	312	74%	450	44%
天康生物	282	39%	330	17%
巨星农牧	267	75%	280	5%
华统股份	230	91%	320	39%
神农集团	152	64%	230	51%
立华股份	86	52%	120	40%

- 今年以来上市猪企加强成本控制，部分企业养殖成本降至阶段性低位，成本控制水平成为猪企核心竞争力。

图：牧原股份完全成本



图：温氏股份综合成本



图：巨星农牧养殖成本



图：神农集团完全成本



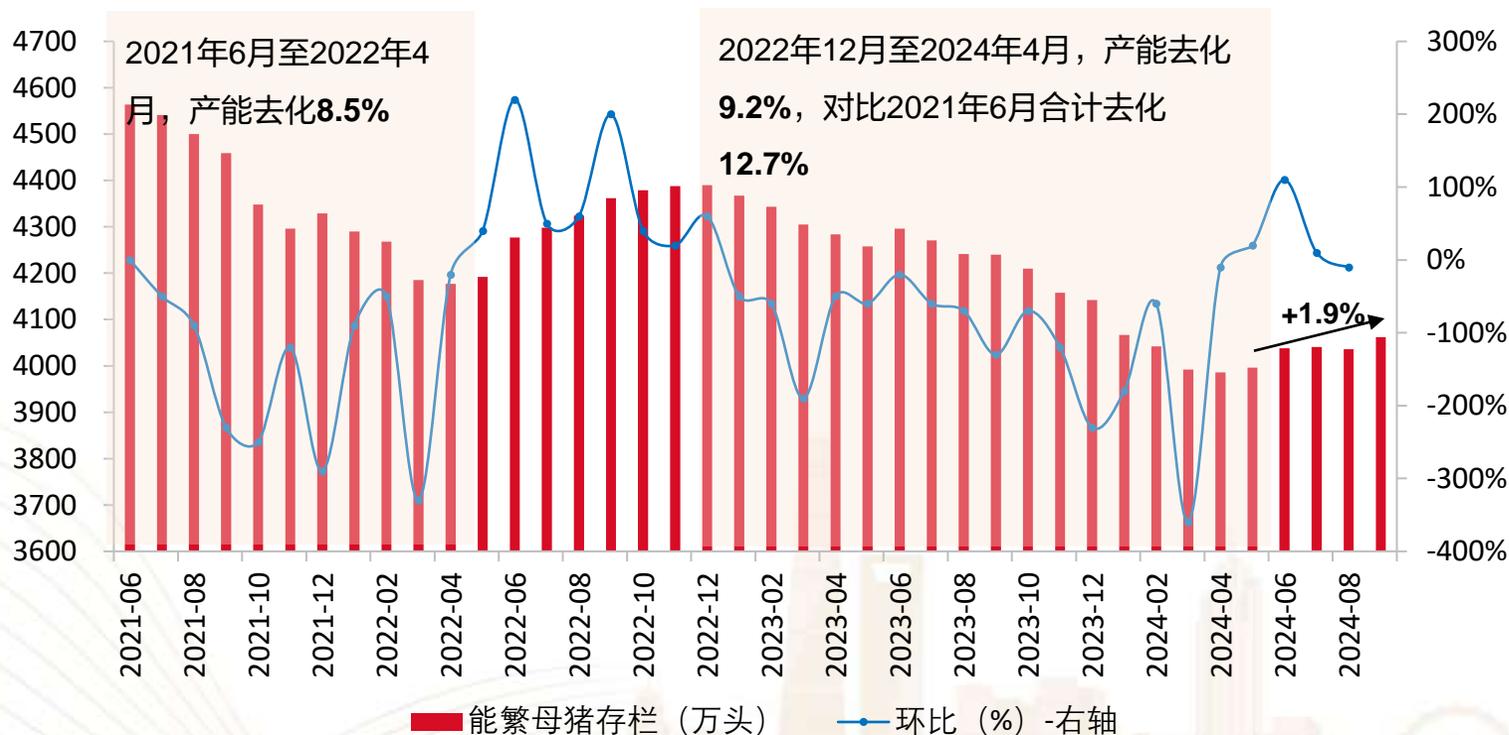
目 录

- 一、生猪产业链及主要指标
- 二、复盘历史猪周期
- 三、当前周期新趋势
- 四、结论与投资建议**
- 五、风险提示

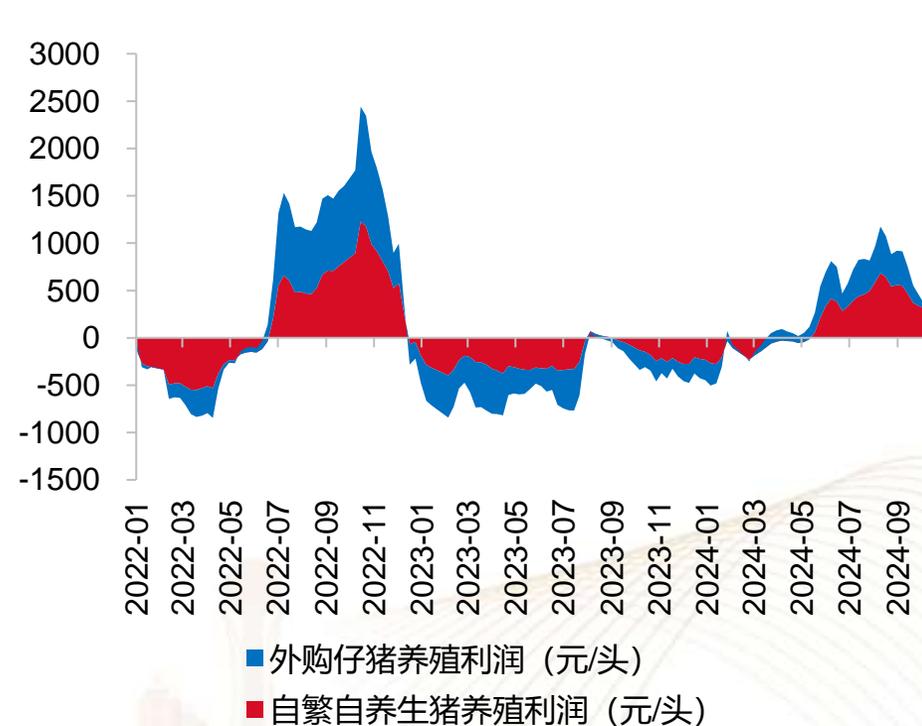
结论与投资建议

- 产能恢复缓慢，行业盈利周期或被拉长。**根据统计局数据，截至2024年9月能繁母猪产能4062万头，季度环比+0.6%，同比-4.2%。能繁母猪产能恢复缓慢，5月能繁环比转正后产能合计增加1.9%。能繁母猪存栏从2023年1月开始下降，传导至当前供给压力逐季减小，短期供给端增量有限，叠加消费需求的季节性改善，预计四季度猪价将维持景气，猪企业绩将逐季向好，行业进入盈利兑现阶段。建议积极关注牧原股份、温氏股份、神农集团、巨星农牧以及立华股份。

图：能繁母猪产能恢复缓慢



图：行业盈利时间或被拉长



目 录

- 一、生猪产业链及主要指标
- 二、复盘历史猪周期
- 三、当前周期新趋势
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

风险提示

- **宏观经济不及预期。**经济增速不及预期，终端需求较弱，市场对猪肉消费需求下降，旺季消费减少，猪价上涨支撑力度不强。
- **大规模疫病爆发。**动物疫病的爆发，会给企业的生产经营带来直接损失，造成扑杀防疫费用增加、生产效率下降等不利影响。同时也会影响消费者心理，从而影响市场需求。
- **原材料价格波动。**饲料原材料玉米、豆粕等受国内外粮食播种面积、气候条件、运输条件等多种因素的影响。如原材料价格波动风险不能有效转移，将对行业造成不利影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089