

养殖链 2025 年度投资策略

海外为鉴：看好龙头规模成长，拥抱高 ROE 价值股

优于大市

核心观点

美国养殖产业复盘：头部规模集中，第一阶段上游成本竞争充分后，成功胜出的企业转向下游渠道盈利竞争。我们复盘美国生猪与家禽产业发展总结的规律如下：1) 周期盈利波动导致行业落后产能持续退出，产业发展早期，企业竞争聚焦上游生产端，成本优秀企业穿越周期实现规模成长，而后开始延伸下游渠道，转向终端产品的盈利竞争；2) 成功发展壮大的龙头企业较为稀缺，泰森食品凭借优于同行的盈利能力及财务杠杆控制，通过周期底部逆势收购实现规模扩张与多元化业务发展，2005 至 2024 财年平均 ROE 达 10%。由于牛、鸡、猪等品种周期波动各有差异，多元化战略使得泰森在不同市场周期中保持更稳定的盈利能力，同时高附加值深加工产品布局也助力公司盈利中枢进一步提升。

国内养殖 2025 年行情预判：供需矛盾不大，产能预计维持低波动。1) **生猪**：产业杠杆仍处于较高状态，整体扩张意愿不足，据农业农村部监测，2024 年 10 月末能繁存栏较本轮周期低点 2024 年 4 月末累计增长 2.2%，预计 2025 年猪价周期景气有望维持。2) **黄鸡**：上游补栏谨慎，供给维持底部，后续需求有望受益宏观景气修复。3) **白鸡**：短期鸡苗供给偏紧，毛鸡价格受供给偏紧及下游需求改善带动，预计维持震荡修复。中期来看，供给侧父母代同比减量且存在结构变化，需求侧消费中枢有望稳步上移。

国内养殖产业展望：龙头 ROE 表现拉长周期看更为稳健，市占率仍有充裕提升空间。国内生猪与黄羽鸡行业仍处成本与效率竞争阶段，企业经营禀赋分化较大，牧原股份、温氏股份、立华股份凭借成本与管理优势保持相对领先于行业的高 ROE 水平。白羽鸡行业成本竞争相对充分，上游种苗和下游食品掌握行业盈利两端，益生股份与圣农发展未来盈利能力仍有望保持行业领先。饲料白马海大集团基于优秀的管理层和企业文化等软实力优势，凭借高资产周转效率维持高 ROE，2017-2023 年的平均 ROE 水平达 18%。屠宰与肉制品龙头双汇发展得益于领先的品牌溢价能力、屠宰规模效应、以及成本管控能力，2015-2023 年平均 ROE 为 28%。

投资建议：拥抱高 ROE 价值股。2025 年养殖产能预计维持低波动，猪禽整体供需矛盾不大。参考美国经验，行业集中与规模成长贯穿养殖产业发展进程，国内产业发展目前尚处早中期，未来优秀头部企业市占率有望持续提升，穿越周期进一步成长为产业链巨头，建议长期关注养殖价值股，核心推荐：牧原股份、温氏股份、立华股份、益生股份、圣农发展、海大集团、双汇发展。

风险提示：不可控动物疫情引发潜在风险；原材料价格剧烈波动风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
002714.SZ	牧原股份	优于大市	40.66	222,221	2.79	4.61	15	9
300498.SZ	温氏股份	优于大市	17.18	114,314	1.14	2.38	15	7
300761.SZ	立华股份	优于大市	20.20	16,718	1.69	2.13	12	9
002458.SZ	益生股份	优于大市	9.66	10,688	0.45	0.82	21	12
002299.SZ	圣农发展	优于大市	13.92	17,308	0.48	0.85	29	16
002311.SZ	海大集团	优于大市	47.45	78,945	2.27	2.64	21	18
000895.SZ	双汇发展	优于大市	24.24	83,983	1.73	1.82	14	13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

农林牧渔 · 养殖业

优于大市 · 维持

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《欧美生猪行业复盘-以海外生猪产业规模化发展为鉴，如何看待未来养殖与屠宰产业链利润结构演变》——2024-09-02
- 《农林牧渔行业 2023 年报及 2024 一季报总结-养殖链经营同比承压延续，种植链整体仍有支撑》——2024-05-19
- 《国信农业-生猪养殖行业投资框架（2024 更新版）》——2024-05-17
- 《生猪养殖行业点评-政策端加强生猪屠宰环节的非常态化防控，将有利于产业长期健康发展》——2024-03-24
- 《生猪养殖行业投资四问四答-系列二-看好明年周期反转，养殖布局正当时》——2023-12-05

内容目录

美国养殖复盘：龙头企业规模集中，行业竞争由上游成本向下游渠道迁移	6
美国生猪产业复盘：养殖、屠宰规模化发展，产业盈利中枢逐步向食品终端下沉	6
美国白鸡产业复盘：规模集中与产业扩容并进，经营重心由生产成本控制向终端利润挖掘演变 ...	10
泰森食品复盘：成功穿越周期的全球养殖-屠宰-肉制品全产业链巨头	14
泰森食品简介：纵向产业链整合，横向多品类扩张	14
泰森经验：逆周期稳步并购，践行产业一体化与品类多元化战略	16
泰森经营现状：多元化战略有效提升盈利能力，近年 ROE 总体保持可观水平	20
国内养殖行情预判：供需矛盾不大，产能预计维持低波动	22
生猪：能繁产能恢复缓慢，产业扩张意愿不足	22
禽板块：供给波动较小，需求有望受益宏观与猪价景气	24
国内养殖链企业分析：高 ROE 价值股较为稀缺，龙头市占率有望持续提升	27
生猪：牧原、温氏 ROE 明显优于同行，头部企业仍有充裕成长空间	27
禽：黄鸡仍处成本竞争阶段，白鸡上游种苗和下游食品掌握行业盈利两端	29
饲料：海大集团凭借高资产周转效率维持高 ROE 水平	29
屠宰：双汇发展竞争优势显著，净利率与 ROE 明显领先同行	30
投资建议：看好龙头规模成长，拥抱养殖链价值股	32
风险提示	38

图表目录

图 1: 美国养殖规模化进程在 2000 年基本完成	6
图 2: 美国生猪屠宰行业 CR4 在 1992 年达 44%	7
图 3: 美国年屠宰量超 100 万头屠宰场的行业占比 1992 年达 88%	7
图 4: 美国生猪现货自由贸易比例由 1999 年的 35.8%，到 2009 年降为 8.1%	7
图 5: 2009 年美国生猪市场不同交易方式下的销售占比 (%)	7
图 6: 美国自 1970 年以来生猪农场出厂价值、猪肉批发产品价值、猪肉零售产品价值变化情况对比 (单位: 美分/每磅)	8
图 7: 美国自上世纪 80 年代推行合同养殖后, 猪肉终端零售产品相对农产品的增值幅度开始明显拉大	8
图 8: 美国猪肉批发环节和零售环节相对农产品增值占比变化	8
图 9: 美国猪肉产业增加值 2007 年总计约 520 亿美元, 包括生猪生产 148 亿美元, 屠宰加工及分销 71 亿美元, 终端食品 298 亿美元	9
图 10: 美国猪肉产业链中不同环节占比情况	10
图 11: 美国鸡肉从上世纪 80 年代起超越牛肉主导肉类消费趋势	11
图 12: 鸡肉相较猪肉, 具有低脂高蛋白特点	11
图 13: 美国目前超 50% 的鸡肉消费需求来自餐饮服务业	11
图 14: 美国白羽肉鸡产业组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段	12
图 15: 美国白羽肉鸡产业现已形成从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式	12
图 16: 美国肉鸡养殖指标在 1980s 后趋于平稳	13
图 17: 美国销售端深加工鸡肉占比自 1980s 开始快速提高	13
图 18: 肉鸡产业在 1980s 步入成熟后, 鸡价周期仍在且零售端附加值增厚明显	13
图 19: 泰森食品销售额伴随美国鸡肉消费趋势高速增长	14
图 20: 泰森食品与标普 500 前复权行情表现对比	15
图 21: 泰森食品通过并购逐步延伸产业链和扩大规模	16
图 22: 泰森通过周期顶部稳健经营、底部加大扩张的经营策略, 成功穿越周期, 净利规模稳步壮大	18
图 23: 泰森食品与肉鸡产业的深加工产品销售占比情况对比	19
图 24: 泰森食品的营业收入保持稳步扩张趋势	20
图 25: 泰森食品的销售毛利率中枢受益多元化业务发展明显上移	20
图 26: 泰森食品的预制食品营业利润率明显更加稳定	20
图 27: 预制食品业务已成为泰森食品的重要利润中心之一	20
图 28: 泰森食品的 ROE 表现较同行更加稳定	21
图 29: 泰森食品的资产周转率较高	21
图 30: 泰森食品的资产负债率表现较为稳健	21
图 31: 泰森食品的销售净利率波动更小	21
图 32: 本轮猪周期自 2024 年 3 月起反转上行	22
图 33: 自繁自养与外购仔猪养殖户盈利自 2024 年 3 月起扭亏	22
图 34: 上市猪企经营性现金流 (亿元) 自 2024Q2 起逐季回暖	22
图 35: 商品猪均价自 2024 年 3 月起维持高景气 (元/公斤)	23
图 36: 断奶仔猪价格伴随猪价景气同步修复 (元/头)	23

图 37: 2024 年 10 月未能繁母猪存栏比环比增加 0.3%	23
图 38: 50kg 二元后备母猪价格窄幅调整, 补栏情绪平淡 (元/头)	23
图 39: 2024 年 2 月 29 日, 农业农村部印发《生猪产能调控实施方案 (2024 年修订)》	24
图 40: 上市猪企 2024Q3 末平均资产负债率接近 70%, 产业杠杆处于历史较高水平	24
图 41: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)	25
图 42: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	25
图 43: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整	25
图 44: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况	25
图 45: 白羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)	26
图 46: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	26
图 47: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量	27
图 48: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量	27
图 49: 上市猪企 2010 年以来 ROE 变化情况	27
图 50: 上市猪企 2011 年以来不同周期的 ROE 表现分化较大	27
图 51: 上市猪企养殖完全成本对比	28
图 52: 目前国内仍处养殖规模化早期阶段	28
图 53: 我国生猪散养户数量自非瘟暴发后下降较快	28
图 54: 国内禽养殖行业 2016 年以来的 ROE 变化情况	29
图 55: 国内禽养殖行业 2016 至 2024Q3 末的平均 ROE 对比	29
图 56: 海大集团 ROE 表现优于同行	30
图 57: 海大集团资产周转率明显优于同行	30
图 58: 海大集团销售净利率较为稳健	30
图 59: 海大集团资产负债率维持在 50% 左右	30
图 60: 上市以来双汇发展 ROE 在屠宰行业中处于领先水平	31
图 61: 上市以来双汇发展净利率在屠宰行业中处于领先水平	31
图 62: 牧原股份收入情况 (单位: 亿元)	33
图 63: 牧原股份历史生猪出栏与屠宰量情况	33
图 64: 温氏股份收入情况 (单位: 亿元)	33
图 65: 温氏股份历史生猪出栏情况	33
图 66: 立华股份收入情况 (单位: 百万元)	34
图 67: 立华股份归母净利情况 (单位: 百万元)	34
图 68: 益生股份是国内最大的白鸡商品代鸡苗销量企业	35
图 69: 益生股份营业收入及增速情况	35
图 70: 圣农发展营业收入及增速情况	35
图 71: 圣农发展主营业务构成情况 (单位: 百万元)	35
图 72: 海大集团营业收入及增速情况	36
图 73: 海大集团饲料市占率由 2012 年的 2.2% 稳步提升至 2023 年的 7.0%	36
图 74: 双汇发展营业收入及增速情况	37
图 75: 双汇发展归母净利及增速情况	37

表1: 2007年美国头部猪肉生产商经营收入及市占率情况.....	10
表2: 美国家禽产业链在1960s开始进入了规模集中与产业扩容并进阶段.....	16
表3: 泰森食品在1970s通过逆周期收购, 践行产品多元化战略.....	17
表4: 黄羽肉鸡基本面数据汇总.....	25
表5: 白羽肉鸡基本面数据汇总.....	26
表6: 白鸡企业近三年毛利率与ROE表现对比.....	29

美国养殖复盘：龙头企业规模集中，行业竞争由上游成本向下游渠道迁移

美国生猪产业复盘：养殖、屠宰规模化发展，产业盈利中枢逐步向食品终端下沉

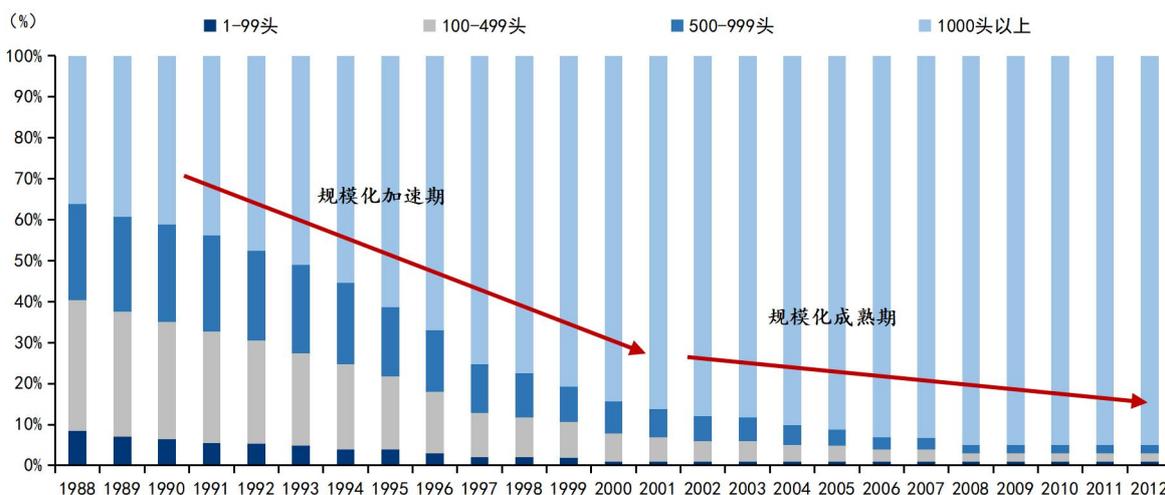
◆ 美国生猪养殖规模化历程：2000 年基本完成行业整体规模化，存栏 500 头以上的规模场产能占比达到 94%

1990 年以前美国生猪养殖规模化进程较为缓慢，1990 年以后开始加速，存栏 500 头以上的规模场产能占比快速提升，至 2000 年基本完成行业整体规模化，随后 21 世纪进入规模化成熟期，头部存栏 5000 头以上的养殖场进一步整合，具体来看美国养殖规模化的历史进程：

1) 规模化加速期（1990-1999 年）：该阶段规模养殖场迅速集中，主要系率先开启规模化进程的屠宰端推行对上游养殖的订单生产制，由此自下而上推动养殖规模化。根据美国农业部统计，存栏 500 头以上的规模场产能占比由 1990 年的 41% 增加至 1999 年的 84%，行业整体规模化基本完成。同时，伴随着规模化集中，养殖效率也大幅提升，带动养殖成本下降。

2) 规模化成熟期（2000 年至今）：虽然行业整体规模化基本完成，2000 年散养户产能占比仅接近 1%，但 2000 年-2006 年规模养殖场的产能结构依然在演变过程当中。尤其是头部存栏 5000 头以上的养殖场仍在快速扩张，该群体产能占比从 2000 年的 66% 增加至 2006 年的 80% 以上，市占率再上新的台阶。此外，行业养殖效率也进一步提升，这主要得益于行业对养殖技术革新的重视程度持续加强，使得料肉比、劳动效率、PSY 等生产指标持续改善。2007 年存栏 1000 头以上的养殖产能占比达 96%，行业已经较为集中，因此 2007 年以后美国的养殖规模化进程开始放缓，行业效率改善幅度也随之收敛。

图1：美国养殖规模化进程在 2000 年基本完成



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 生猪产业整合推手：屠宰自下游向上游推动养殖规模化，行业相对集中度决定产业整合方向

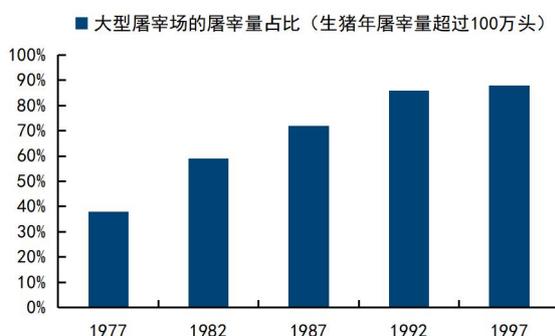
美国大规模屠宰加工企业通过推行“合同生产”模式，加速了向上游整合养殖端的进程。从美国生猪产业链一体化整合的经验来看，我们认为产业链整合的关键在于链条上各环节的相对集中度，以及各环节之间连接网络的复杂程度和流通效率。美国猪肉产品消费偏好冷鲜肉，同时猪肉流通渠道以大型商超为主，且餐饮连锁化程度较高，这二者共同决定了美国的“屠宰-零售”流通环节主要以“大B to 大B”的形式对接，由此美国屠宰环节的规模化进程也早于生猪养殖。20世纪80年代末期，美国生猪屠宰基本完成了规模化进程，美国年屠宰量超100万头屠宰场的行业占比1992年达88%。而屠宰端大规模场起量后，也对原材料供应的质量和稳定性提出更高要求，因此大规模屠宰加工企业通过推行“合同生产”模式，加速了向上游整合养殖端的进程。

图2：美国生猪屠宰行业 CR4 在 1992 年达 44%



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

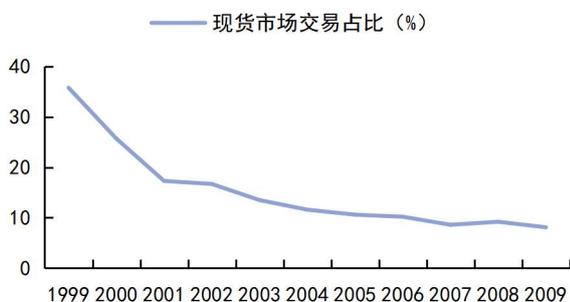
图3：美国年屠宰量超 100 万头屠宰场的行业占比 1992 年达 88%



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

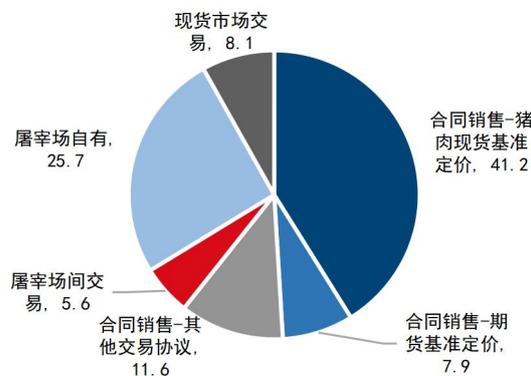
在屠宰行业完成相对更高规模化的情况下，生产合同与销售合同的兴起进一步推进了上游养殖行业的规模化，以现货交易为主的生猪散户大量退出，美国生猪现货自由贸易比例整体保持下降趋势，由 1999 年的 35.8%，到 2009 年降为 8.1%。根据美国农业部的数据，2009 年美国生猪市场按销售方式划分，以猪肉现货、期货、或者其他协定为基准定价的合同销售模式占比分别达 41.2%、7.9%、11.6%。

图4：美国生猪现货自由贸易比例由 1999 年的 35.8%，到 2009 年降为 8.1%



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图5：2009 年美国生猪市场不同交易方式下的销售占比 (%)

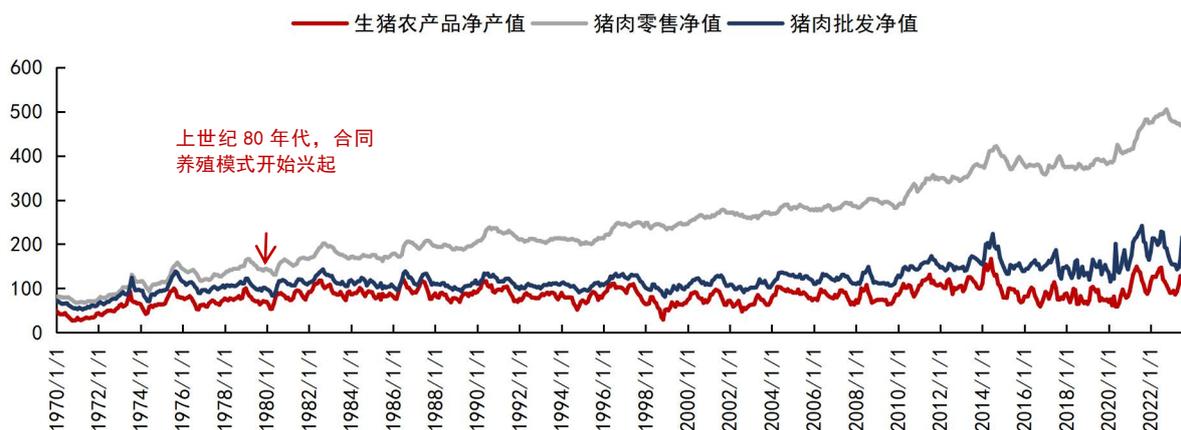


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 猪肉产业链盈利迁移：盈利中枢由养殖向屠宰加工等终端环节下沉

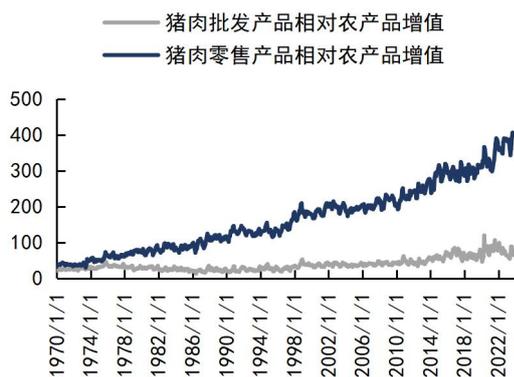
伴随美国猪肉产业链一体化推进，猪肉产业利润中枢由养殖端向食品终端转移。从美国猪肉零售价格（食品杂货店等终端销售价）、猪肉批发价（屠宰场出厂价）、生猪农场价（养殖场出厂价）对比来看，自1980年起合同销售比例开始提升后，猪肉批发产品与生猪农产品价格差距基本保持同频波动，但猪肉零售价格与批发价的差距开始拉大，猪肉产业链利润中枢向下游的屠宰深加工及猪肉零售端转移。

图6：美国自1970年以来生猪农场出厂价值、猪肉批发产品价值、猪肉零售产品价值变化情况对比（单位：美分/每磅）



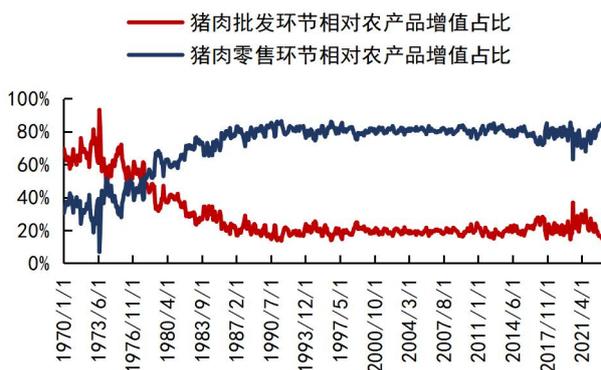
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图7：美国自上世纪80年代推行合同养殖后，猪肉终端零售产品相对农产品的增值幅度开始明显拉大



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图8：美国猪肉批发环节和零售环节相对农产品增值占比变化



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

美国猪肉产业链末端终端零售环节相对养殖产成环节的增值比例在2007年达250%。据USDA数据统计及CGCC对美国猪肉产业价值链的分析，2007年美国猪肉产业整体增加值约517亿美元，其中包括生猪生产增加值148亿美元，屠宰加工及分销增加值71亿美元，终端零售及餐饮服务增加值298亿美元，各子环节

占产业链价值比分别达 29%、14%、57%。

具体来看，猪肉产业价值链的第一环节为生猪生产，其中包含养殖投入（包括饲料、育种、兽医服务）、以及养殖运营（分娩-保育养猪场、保育-育肥养猪场、分娩-育肥一体化养猪场在全美国生猪市场的占比分别为 5%、77%、18%），该环节实现了在养殖场将饲料、动保、种猪等生产投入品转变为可销售商品猪的过程。猪肉产业价值链第二环节为屠宰加工及分销，囊括了屠宰及预加工、深加工、批发分销等部分，由屠宰场加工后再分销给下游零售商和食品供应公司。猪肉产业价值链第三环节为终端零售及餐饮等，从消费渠道占比来看，家庭消费在美国猪肉市场占主导，消费者主要是在超市零售渠道进行猪肉购买，因此超市占美国猪肉消费渠道比例最高，达到 78%，其次，餐饮占美国猪肉消费渠道比例为 17%，食品生产商及企业、学校、医院等食堂占美国猪肉消费渠道比例为 5%。

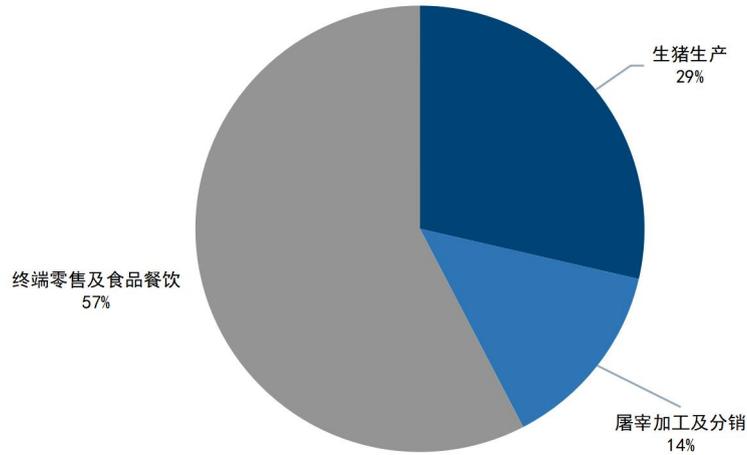
美国猪肉产业链中养殖-屠宰-销售纵向环节一体化整合的推进，使得美国诞生了不少猪肉产业链一体化的巨头企业。比如美国龙头猪企 Smithfield 业务范围即覆盖猪肉全产业链的三个环节，包括生猪生产中的育种、饲料生产、养殖运营，屠宰加工及分销，以及餐饮食品服务等。泰森食品也覆盖了猪肉全产业链的前两个环节，包含了饲料生产、养殖运营、屠宰加工及分销等业务。因此对于生猪屠宰食品一体化企业而言，上游饲料、养殖在全产业链的定位更加倾向于产业配套，旨在为下游环节提供稳定的原料供应，而通过下游屠宰深加工及零售开发出更多的高附加值产品，才是实现猪肉产业链利润增值的核心环节。

图9：美国猪肉产业增加值 2007 年总计约 520 亿美元，包括生猪生产 148 亿美元，屠宰加工及分销 71 亿美元，终端食品 298 亿美元



资料来源：USDA，CGCC，国信证券经济研究所整理

图10: 美国猪肉产业链中不同环节占比情况



资料来源: USDA, CGCC, 国信证券经济研究所整理

表1: 2007 年美国头部猪肉生产商经营收入及市占率情况

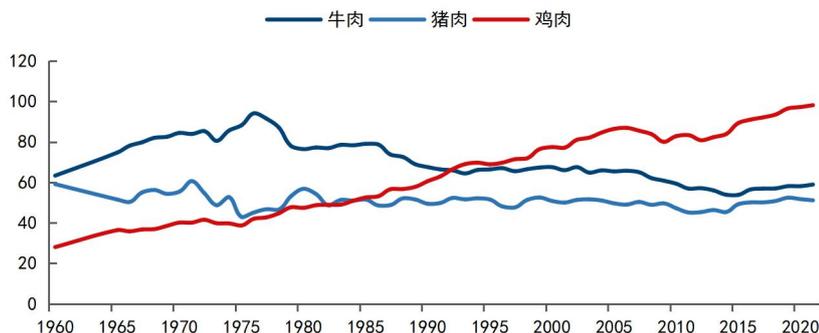
公司名称	营收情况	市场地位
Smithfield	公司整体年收入 114 亿美元, 其中猪肉收入 96 亿美元, 生猪养殖收入 24 亿美元。	Smithfield 是美国 2007 年第一大猪肉生产商, 实现生猪加工量 2670 万头, 美国猪肉产量占比 31%; 能繁母猪存栏占全国比例约 20%; 生猪出栏 1460 万头, 占美国生猪养殖量 17%; 年销售 31 亿磅包装肉制品, 40 亿磅生鲜猪肉。
Tyson Foods	公司整体年收入 269 亿美元。	Tyson Foods 是美国 2007 年第二大猪肉生产商, 能繁母猪存栏占全美国比例约 1%; 美国猪肉产量占比 19%。
JBS Swift & Company	公司整体年收入 91 亿美元, 其中美国猪肉部门销售额 3.69 亿美元。	JBS Swift & Company 美国 2007 年第三大猪肉生产商, 美国猪肉产量占比约 11%。
Excel Fresh Meats (嘉吉子公司)	-	Excel Fresh Meats 是美国 2007 年第四大猪肉生产商, 能繁母猪存栏占全美国比例约 1.7%, 猪肉产量占美国 9%。
Hormel Foods Corporation	公司整体收入 62 亿美元, 冷藏食品板块收入 33 亿美元, 食品杂货板块收入 8.8 亿美元。	Hormel Foods 是美国 2007 年第五大猪肉生产商, 能繁母猪存栏占全美国比例约 1.7%, 猪肉产量占美国 7%。

资料来源: 公司官网, CGCC, 国信证券经济研究所整理

美国白鸡产业复盘: 规模集中与产业扩容并进, 经营重心由生产成本控制向终端利润挖掘演变

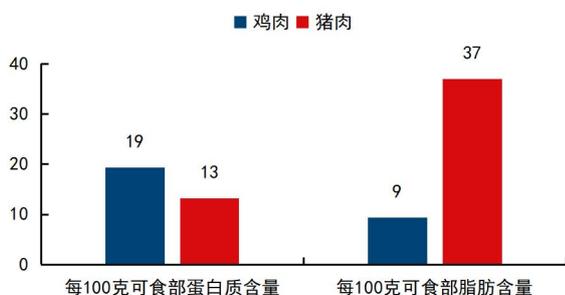
美国肉鸡消费最初兴于上世纪二三十年代, 由于不受当时的战时配额管制, 肉鸡消费需求增长迅速, 此后随餐饮行业逐渐成熟以及居民健康消费理念兴起, 低料肉比且低脂高蛋白的白鸡鸡肉自上而下地受到食品加工业和下游消费者青睐, 进而推动美国鸡肉消费量持续扩张, 并在上世纪 80 年代超过牛肉, 成为了美国第一大肉类消费品种。

图11: 美国鸡肉从上世纪 80 年代起超越牛肉主导肉类消费趋势



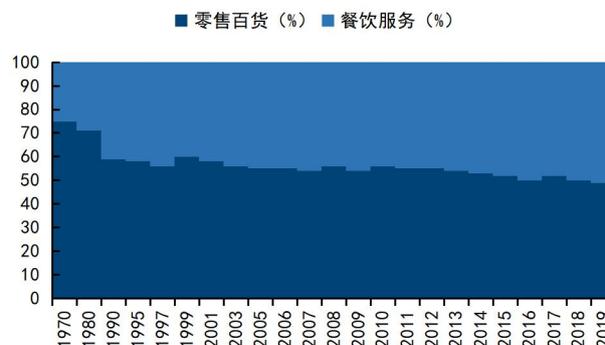
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 博亚和讯, 中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

图12: 鸡肉相较猪肉, 具有低脂高蛋白特点



资料来源: USDA, 世界银行, 国信证券经济研究所整理

图13: 美国目前超 50%的鸡肉消费需求来自餐饮服务业



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

复盘美国白羽肉鸡产业的组织形式和商业模式发展脉络, 可以发现白鸡产业发展早期主要聚焦上游生产端的成本竞争展开, 成本管控优秀的企业得以穿越周期实现规模成长, 而后开始转向延伸下游渠道, 专注于终端产品端的盈利竞争。我们具体拆解来看, 美国白羽肉鸡产业由兴起至成熟大致可以分为四个阶段:

1) (1940s-1960s) “饲料企业降本扩销” 动机催生产业一体化雏形: 在此期间, 美国肉鸡的商业化养殖开始兴起, 养殖规模化程度不断提高, 专业饲料的效率价值开始凸显, 成为产业链中的重要盈利中心。然而随着行业竞争加剧, 饲料企业受降本扩销动机驱动开始绕过经销商与规模养殖场建立合同养殖关系, 即饲料厂承担饲料赊销、毛鸡代销的双重角色, 成为产业链中原料、资金和毛鸡的中转枢纽, 产业链一体化联接初具雏形。

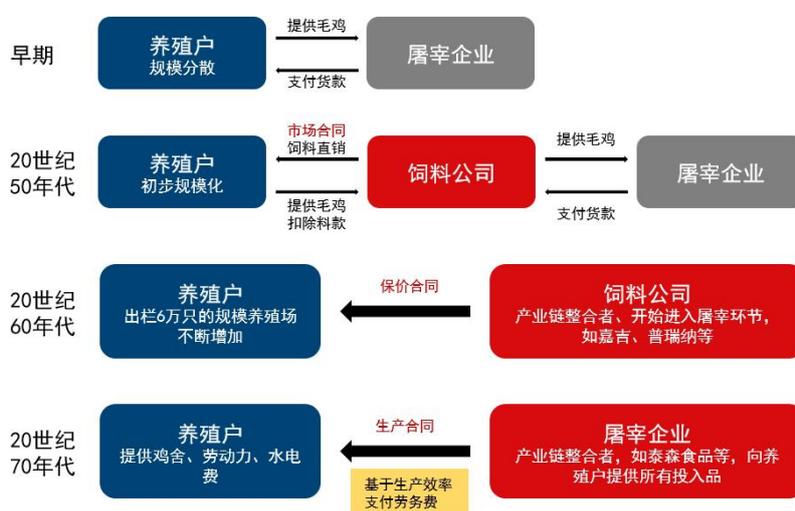
2) (1960s-1980s) “风险平抑与走量摊费” 动机推动产业链垂直整合: 随着养殖场规模不断扩大、饲料行业竞争持续加剧, 早期赊销合同开始逐渐转为保价合同, 饲料厂为抵御价格波动带来的风险开始向下游屠宰拓展, 屠宰环节逐步成为成为产业链的主导环节。在此期间, 嘉吉、普瑞纳等饲料公司开始逐步发展屠宰板块, 同时以泰森食品为代表的大型屠宰企业出于走量摊费需求, 开始涉足饲料生产、禽苗孵化等上游环节, 来为合同养殖户提供所有投入品, 进而实现养殖环节的把握, 产业垂直一体化整合快速发展。

3) (1980s-2000s) 基于效率的代养合同兴起, 生产成本管控优秀的企业胜出,

转向产品渠道盈利竞争：一体化组织模式成型后，养殖、饲料和屠宰环节的竞争逐渐充分，成本管控优秀的企业得以穿越周期持续扩大规模。此前的保价合同也逐步转变为基于养殖效率支付代养费的委托养殖合同，行业技术管理水平趋于成熟，料肉比、死亡率等养殖指标趋于平稳，成本端优化空间不断缩小。因此头部肉鸡企业为提升利润，开始逐渐在下游深加工产品开发和渠道拓展方面寻求突破，行业竞争从前期格局较为分散的上游生产成本竞争，在头部企业集中度提升后，转向下游产品渠道盈利。

4) (2000s-至今) 基于高效率养殖的品牌化食品业务快速发展：进入 21 世纪后，为进一步寻求价值端突破，提升产品附加值和利润水平，头部屠宰企业开始向下游食品加工拓展，以食品直接接触达渠道和终端，从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式正式成型。然而相比于依赖技术提升、管理优化的养殖业务，食品业务更依赖于产品研发和品牌建设，需要持续投入和创新才能实现利润的兑现，基于高效率养殖的品牌化消费产品竞争成为美国白羽肉鸡产业当前的发展主线。

图14: 美国白羽肉鸡产业组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段



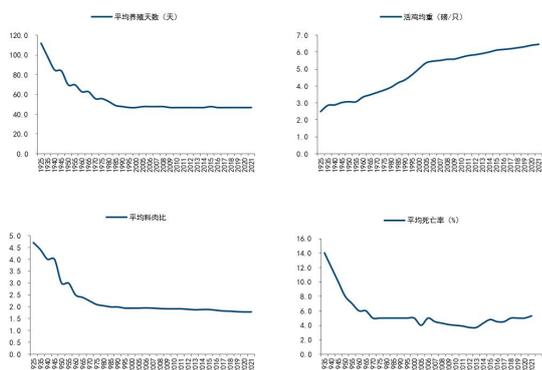
资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

图15: 美国白羽肉鸡产业现已形成从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式



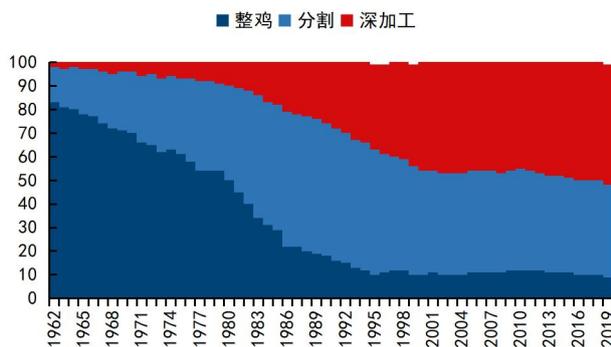
资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

图16: 美国肉鸡养殖指标在 1980s 后趋于平稳



资料来源: NCC, 国信证券经济研究所整理

图17: 美国销售端深加工鸡肉占比自 1980s 开始快速提高



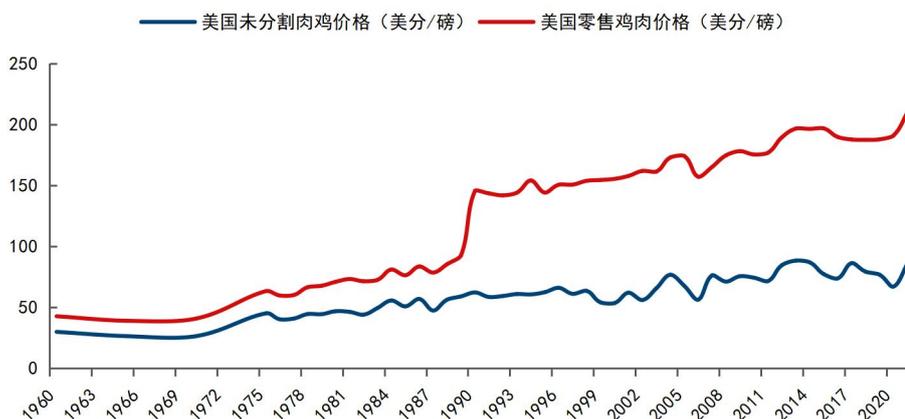
资料来源: NCC, 国信证券经济研究所整理

总的来看, 美国肉鸡产业链呈现为“从分散到一体化、从成本竞争到产品渠道竞争”的发展路径, 期间产业盈利中心按照“饲料→屠宰→食品”路径逐步下移, 最终产业呈现为以下两个特征:

(1) 鸡价波动仍在: 虽然产业技术和管理水平高度成熟, 但受疫病、需求等中短期催化因素影响, 终端鸡价的周期波动特征并未消失, 周期投资仍是板块重要主线。

(2) 一体化具备优势: 鸡价波动风险虽在, 但在头部企业的垂直一体化运作模式下, 相关风险逐渐被下游品牌食品溢价平抑, 以泰森食品为代表的头部肉鸡企业基于高效率肉鸡养殖和品牌化食品销售实现了更高且更稳定的利润表现。

图18: 肉鸡产业在 1980s 步入成熟后, 鸡价周期仍在且零售端附加值增厚明显



资料来源: NCC, 国信证券经济研究所整理

泰森食品复盘：成功穿越周期的全球养殖-屠宰-肉制品全产业链巨头

泰森食品简介：纵向产业链整合，横向多品类扩张

泰森食品成立于 1935 年，目前已成为全球最大的肉制品供应商之一，主营鸡肉、牛肉、猪肉和预制食品业务，2024 财年公司总销售额达到 533 亿美元。根据其官网披露，泰森食品在美国鸡肉、牛肉和猪肉的市场份额分别达到 21%、22% 和 16%，位居第一、第一和第三。回顾公司发展历程，其从肉鸡配送业务起家，此后不断纵向拓展和延伸白羽肉鸡全产业链，到 20 世纪 90 年代就形成了从种鸡繁育、饲料生产、肉鸡养殖、屠宰加工到物流运输、食品加工的完整白羽肉鸡产业链，成功从受养殖周期波动影响较大的养殖企业转型为以深加工产品利润为主导的产业链一体化企业。

泰森善用收并购以壮大自身板块布局。在白羽肉鸡育种端，泰森食品 1974 年收购了科宝公司的部分股权（1994 年进一步收购所有股权），而科宝是全球三大白羽鸡育种公司之一，全球白羽鸡种鸡市场份额达到 50%，泰森食品凭借科宝掌握了产业链上游最关键的育种环节。此外在白羽肉鸡下游深加工领域，20 世纪 90 年代泰森相继收购了 Culinary 等食品公司，拓展了预制食品领域。公司一路壮大也伴随着美国鸡肉消费需求的高速增长，据美国农业部统计，自 20 世纪 60 年代中期开始，美国人均年鸡肉消费量从 1960 年的 23.4 磅增长到 1990 年的 69.0 磅，年均 CAGR 达 3.7%。

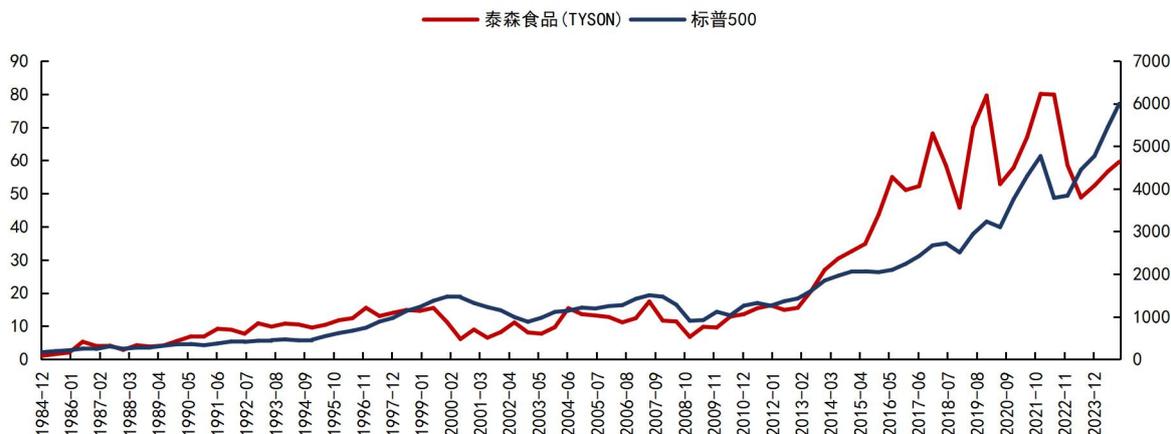
产业链的纵向高度一体化也为泰森食品横向扩张成长为综合性肉制品巨头奠定了基础。1989 年公司通过收购的霍利农场 (Holly Farms) 猪肉和牛肉业务，进一步在其他肉类产业进行布局，并借鉴鸡肉业务发展的经验，应用到牛肉、猪肉等其他肉类板块实现更好协同发展。据《福布斯》统计，在财富 500 强企业中，泰森公司在 1978 年至 1988 年间的平均股东回报率达 37.7%，在全美国排名第七，也彰显了市场对于泰森食品过往发展与业绩表现的高度认可。本章后续我们也希望通过复盘泰森食品的发展之路及其经营战略，为未来国内的养殖产业链的发展提供一些宝贵的启示。

图19：泰森食品销售额伴随美国鸡肉消费趋势高速增长



资料来源：泰森食品公告，USDA，国信证券经济研究所整理

图20: 泰森食品与标普 500 前复权行情表现对比



资料来源：泰森食品公告，国信证券经济研究所整理

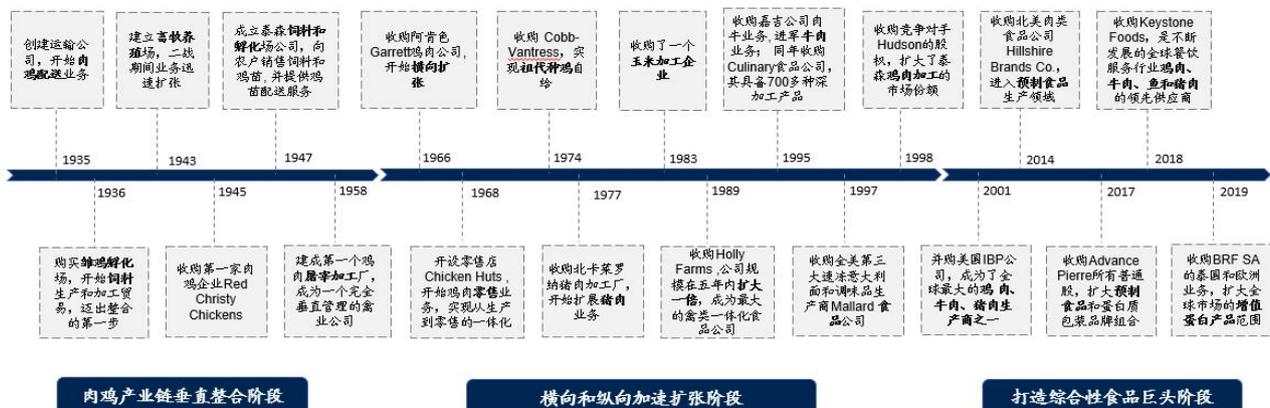
泰森食品的肉制品巨头之路并非一蹴而就，具体可分为 3 个阶段：

1) 第一阶段：肉鸡产业链垂直整合阶段（1930s–1950s）。在这个阶段，公司从活鸡配送逐步拓展到饲料生产、雏鸡孵化、肉鸡养殖和屠宰加工业务，通过自建形成了完整的白羽肉鸡垂直产业链。

2) 第二阶段：横向和纵向加速扩张阶段（1960s–1990s）。1966 年泰森收购了第一家同行业的鸡肉公司，开启横向扩张，1989 和 1998 年又相继收购了竞争对手 Holly Farms 和 Hudson，迅速成为全美第一大禽类一体化企业。纵向扩张方面，公司 1968 年开设了第一家鸡肉零售店，实现了从生产到零售的一体化；1974 年收购了科宝公司，实现了祖代种鸡自给，将种源培育纳入公司产业链；1995 年收购了 Culinary 食品公司，开始向食品深加工业务延伸。此外，公司还通过收购相继进入猪肉和牛肉领域，开启多元化发展。

3) 第三阶段：打造综合性食品巨头阶段（2001 至今）。在这个阶段，泰森继续通过并购方式从禽类一体化龙头向综合性食品巨头迈进。2001 年泰森并购了全球最大的红肉屠宰加工企业 IBP，成为了全球最大的鸡肉、牛肉和猪肉供应商；2014 和 2017 年又并购了大型食品制造商 Hillshire 和 Advance Pierre，进入预制食品领域，真正打造成了从禽畜养殖到餐桌食品的综合性的食品航母。

图21: 泰森食品通过并购逐步延伸产业链和扩大规模



资料来源: 泰森食品官网, 国信证券经济研究所整理

泰森经验：逆周期稳步并购，践行产业一体化与品类多元化战略

◆ **经验一：保持财务稳健是泰森得以穿越周期之本，而周期底部勇于逆势扩张的策略进一步增厚了其在上行期的盈利。**

美国家禽产业链在上世纪 60 年代开始进入了规模集中与产业扩容并进阶段。据 USDA 统计，美国肉鸡总产值从 1964 年的 14 亿美元增加至 1984 年的 43 亿美元，但周期带来的盈利波动也导致行业落后产能在持续退出，美国全行业家禽公司数量从 1964 年的 201 家减少至 1984 年的 134 家，加工生产商数量从 1964 年的 320 家减少至 1984 年的 238 家。在产业规模加速集中的大背景下，泰森正是通过周期顶部稳健经营、底部加大扩张的经营策略，作为引领产业整合的龙头企业成功穿越周期，净利规模稳步壮大。

表2: 美国家禽产业链在 1960s 开始进入了规模集中与产业扩容并进阶段

	家禽公司数量	加工厂数量	肉鸡产值
1964	201	320	14 亿美元
1984	134	238	43 亿美元

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

泰森掌舵人深谙养殖的周期波动之道。公司第二代 CEO 唐·泰森多次公开表示，公司在杠杆管理上践行流动比率保持在 2 以上的原则，长期债务占股东权益比例不能超过 1/2。良好的财务控制也为泰森食品在底部持续进行内生扩张和外延收购或合并计划提供了资本基础。与其他许多公司相比，泰森能够轻松地提高杠杆率，财务官约翰斯顿称之为“像橡皮筋一样”拉伸资产负债表，降低的杠杆率也更容易说服银行提供资金支持。

1964 年，唐·泰森提出了公司最早的战略声明，其指出企业增长的更好路径是以低于原本每股收益的价值，购买具有盈利潜力的资产，同时也确定了泰森的产品多元化策略。据唐·泰森所述，“父亲过去常说，买农场好的时机是在冬天，如果你要卖，就要在草绿的时候卖，如果要买，就要在别人不想要的时候买，然后有勇气投入更多的钱。”泰森食品企业也践行着底部收购这一策略方针，在大多数情况下，被收购的公司处于财务困境。上世纪 70 年代的美国家禽业经营危机给

泰森提供了逆周期扩张多元业务的机会。在 1972 年泰森的竞争对手相继收缩家禽板块之际，当时 Ralston Purina 逐步退出鸡肉业务，Pillsbury 将其家禽生产产能削减一半，Swift 离开康沃尔郡的经营区域；而泰森通过收购 Ocoma food，新增三个食品加工厂，这一收购使得当年公司销售规模翻番，同时增加了全国性的销售团队，新增约 1500 名新员工、3500 万美元的年销售额。紧接着泰森在 1974 年收购了肉鸡育种公司 Vantress Pedigree, Inc、并在 1977 年收购了北卡罗来纳州的生猪养殖产能。1978 年泰森进行了历史上最大一次收购，以 2500 万美元收购了 Wilson Food Corporation 的肉鸡加工部门，该收购使得泰森从传统肉鸡的加工转换成售价是普通鸡肉两倍的细分品种 Rock Cornish hens 的专业化加工，该收购后，并在市场空间达 1 亿美元的 Rock Cornish hens 细分市场中拥有 60% 以上的市场份额。

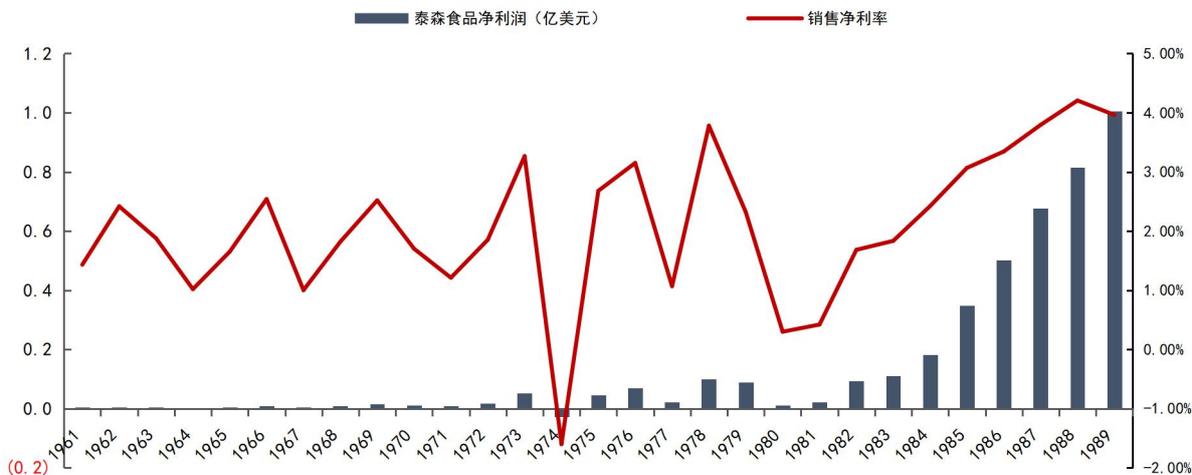
通过持续收购整合，泰森食品逐步达成产品多元化战略，经营重心从单一的养殖环节向下游深加工转移，同时也从家禽单品类向生猪等多元化养殖品类扩张，并在盈利水平上取得了显著成效。从深加工产品在泰森食品总销售额占比来看，由 1970 年的 20% 增长为 1978 年的 33%。截至 1979 年底，泰森每周生产 450 万只鸡，拥有超过 160 种家禽加工产品的产品线。另外，在生猪业务领域，泰森每周销售 7500 头生猪，成为全美国最大的生猪生产商。生猪与家禽业务的组合，也进一步平滑了肉鸡单一业务周期波动的影响，比如在 1982 年的肉禽周期底部，生猪业务为泰森带来每股税后净收益增加 50-75 美分，几乎贡献全部收益增长。

表3: 泰森食品在 1970s 通过逆周期收购，践行产品多元化战略

时间	收购标的	标的主营	收购效用
1969	Prospect Farms	预制冷冻炸鸡	开拓餐饮业务，Prospect Farms 1922 年开业，拥有 400 多家餐厅客户和 500 万美元的年销售额，该收购使得泰森将产业链条向末端高附加值的鸡肉深加工产品延伸
1972	Krispy Kitchens	鸡肉加工	新增了去骨鸡胸肉产品线
1972	Ocoma Food	食品加工工厂	公司规模翻番，增加了一个全国性的销售团队，大约 1500 名新员工、3500 万美元的年销售额
1974	Vantress Pedigree, Inc	家禽育种公司	提升肉鸡育种效率，单位生产成本的小幅提升，在泰森庞大的养殖规模基础上，给公司整体带来了可观的利润提升
1977	北卡罗来纳州的生猪养殖场	生猪养殖	生猪与家禽业务组合，平滑了肉鸡业务的盈利波动，比如在 1982 年的肉禽周期底部，生猪业务带来每股税后净收益增加 50-75 美分，几乎贡献全部收益增长
1978	威尔逊食品公司的肉鸡部门	高附加值深加工肉鸡产品	泰森从传统肉鸡加工转换成加工价格更高的细分品种 Rock Cornish hens，售价是普通鸡肉两倍。该收购后，泰森在市场空间达 1 亿美元的 Rock Cornish hens 这一细分品类市场中拥有 60% 以上的市场份额

资料来源：泰森食品官网，国信证券经济研究所整理

图22: 泰森通过周期顶部稳健经营、底部加大扩张的经营策略, 成功穿越周期, 净利规模稳步壮大



资料来源: 泰森食品官网, 国信证券经济研究所整理

◆ **经验二: 前瞻性布局产业趋势确保了泰森的行业领先地位, 持续引领商业模式与产品方向变革。**

泰森食品的成功经营也离不开掌舵者的远见卓识与前瞻布局。泰森在 1987 年度报告里指出, 企业整体战略是“细分、集中、主导”, 致力于找到可以做的细分业务领域, 并专注于它, 向成为行业第一的目标努力。公司管理层认为, 对养殖业务而言, 经营风险主要在于选择扩张的节奏, 知道什么时候扩张, 什么时候停止生产。因此在上世纪 60 年代, 美国家禽产业以养殖与初加工为主导的早期发展阶段, 泰森一直致力于成为一家不受养殖周期波动影响的食物产业链企业。

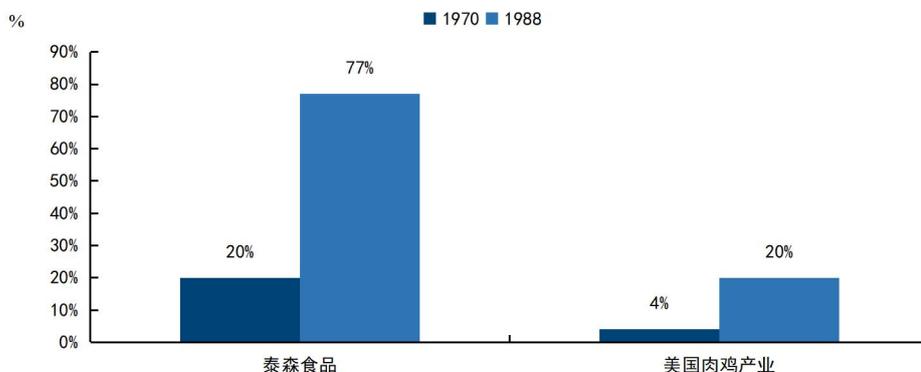
于是为了应对上游养殖的周期价格波动带来的风险, 泰森食品在 1960s 创新性提出了“远期定价”的销售策略, 以单只五十美分的固定价格出售冷冻康沃尔小母鸡, 而不是根据当时每磅约二十美分的现货市场价格进行波动定价。通过在长达六个月的时间里保持固定的销售价格, 泰森降低了市场波动风险, 也能更好地预测利润率, 在成本控制和利润最大化之间找到平衡, 使其能够在市场低迷时期保持盈利, 通过牺牲市场上升潜力以换取周期下行的保护; 同时也为客户提供了可预测的采购成本, 达成双向共赢, 全国市场超过 50% 的冷冻康沃尔小母鸡客户选择与泰森食品就长期定价策略进行合作。

“远期定价”策略的提出也与泰森希望在周期底部保持稳健经营有关, 虽然在周期好的时期, 公司不会得到更多的盈利, 但保障了公司在行业较差的时期维持超额盈利, 也因此让公司在周期底部有更好于同行的财务表现, 拥有继续扩张的实力。同时, “远期定价”策略的落地, 也让泰森察觉到相比农产品或初级加工产品而言, 深加工产品拥有更强的价格稳定属性, 上游养殖成本、及加工成本可以直接稳定的传递给终端消费者, 消费者也更愿意为了减少食品准备工作而付费。至此, 泰森意识到了深加工产业的价值与潜力, 开始向下游肉制品深加工产业进行布局。1969 年收购预制冷冻炸鸡加工企业 Prospect Farms 便是泰森食品布局高附加值鸡肉深加工环节的开端。

值得注意的是, 泰森在深加工肉制产品的布局也展现了其管理层更领先于行业的远见。从鸡肉深加工产品市场的发展来看, 其占美国鸡肉市场的份额从 1970 年的 4% 上升到 1988 年约 20%。而泰森食品公司的深加工产品销售占 1988 年总销售额

的 77%。前瞻的布局也使得泰森公司在 1988 年相较行业 4 倍集中于深加工赛道，在产业发展中获得了先发优势。

图23: 泰森食品与肉鸡产业的深加工产品销售占比情况对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ **经验三：通过客户需求导向、以及灵活变通的产品开发及经营策略，泰森成功推出多款爆款产品。**

泰森在食品业务开拓上制定了较为灵活的开发策略，以积极响应客户需求为首要纲领。一方面，新产品开发是少数泰森公司内部不用严格预算控制的环节，相较官僚作风较为严重的同行，管理层对员工的高度信任突破了决策流程反馈的时间瓶颈，使得泰森的产品开发团队可以避免耗时的预算论证过程，因而公司众多新品的开发时间非常短，冷冻餐产品线首次推出的第一批六种餐品，仅用了十个月。同时由于大部分新品生命周期较短，因此泰森也保持间隔引入新产品的节奏，任何时候公司都有几十个潜在产品处于不同的开发阶段。

另外一方面，管理层的灵活与变通能力也在新品开发上有较好地体现。唐·泰森认为“如果将简单的想法继续拓展演变，就可以产生一系列后续的成功。”只要创造一个成功的产品，然后拓展基于原产品的多种衍生产品，企业就能以最小的风险实现多样化产品矩阵。因此泰森非常成功的鸡肉块新品便来自于此前生产的鸡肉饼，最初的产品开发想法是把裹面包、无骨的三明治鸡肉饼切成三到四小块，从而可以更方便地直接食用。此外，泰森也将受餐厅客户欢迎的预煮无骨鸡肉产品，同样运用于零售端客户的销售上。产品的细微改变策略也应用于满足不同区域消费者的口味需求上，比如在炸鸡市场，由于南方客户更喜欢更重的面包屑，而北方人通常更喜欢更脆的炸鸡，因此泰森调整了面包屑原料，以适应不同的口味，还开发了大米或饼干屑等，以满足特色口味需求。

此外，泰森的产品开发策略也展现了其适应产业趋势变化的能力。比如泰森最初设计的鸡肉饼是为了满足油炸的烹饪需求，但在学校厨房操作员的反馈和需求下，泰森灵活调整产品特性，成功将其改良为适合传统烤箱烹制的版本。泰森也敏锐地捕捉到了餐饮连锁店和特许经营餐厅的兴起趋势，这些餐厅需要为其所有分店提供一致的、易于烹饪的标准化产品。正是这种市场洞察力，促使泰森开发出了如麦当劳麦乐鸡这样的标志性产品，这些产品不仅满足了快餐店快速服务的需求，还成为了深受消费者喜爱的爆款。

泰森经营现状：多元化战略有效提升盈利能力，近年 ROE 总体保持可观水平

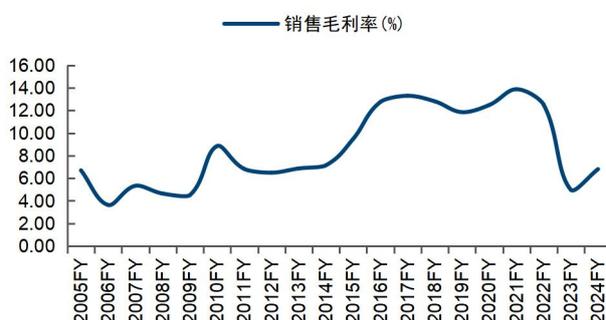
通过肉类产品多元化布局，泰森食品成功提高了盈利中枢并降低了波动。自 2000 财年至 2024 财年，泰森食品总营收从 73 亿美元增长至 533 亿美元，年均复合增速为 9%，且仍处于稳步上升通道中。泰森食品肉类产品多元化发展，2024 财年牛肉、鸡肉、猪肉和预制食品收入分别占比 38%、31%、11%和 18%，由于牛、鸡、猪等品种周期波动各有差异，因此肉类产品多元化战略使得公司得以在不同市场周期中保持更稳定的盈利能力，总体净利润表现较单一肉类业务净利润波动明显平滑，此外，预制食品营业利润率也明显更加平稳，高附加值产品的持续发展也带动公司盈利水平不断提高。

图24: 泰森食品的营业收入保持稳步扩张趋势



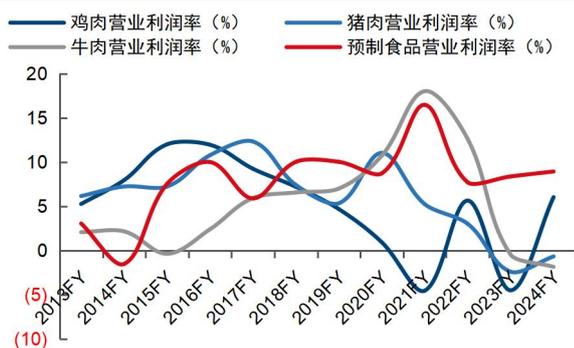
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 泰森食品的销售毛利率中枢受益多元化业务发展明显上移



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 泰森食品的预制食品营业利润率明显更加稳定



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 预制食品业务已成为泰森食品的重要利润中心之一

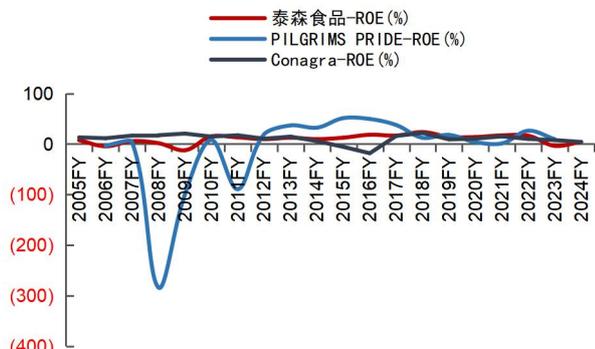


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

泰森食品近 20 年平均 ROE 达 10%，与同行表现相比拥有较为更强的资产周转效率、更稳健的盈利能力及较低的业绩波动性。我们选取可比公司 PILGRIMS PRIDE（全球第二大鸡肉生产与销售企业，家禽收入占比接近 90%）、Conagra（美国第二大零售食品供给商，覆盖冷冻食品、零食等包装食品多领域）与泰森食品进行对比，从 2005 财年至 2024 财年，泰森、PILGRIMS PRIDE、Conagra 的平均 ROE 表现依次为 9.6%、-9.2%、10.7%。相较于 PILGRIMS PRIDE 更集中于经营鸡肉业务，泰森的多元化肉类业务布局展现出更强的业绩稳定性。根据杜邦分析，泰森资产周

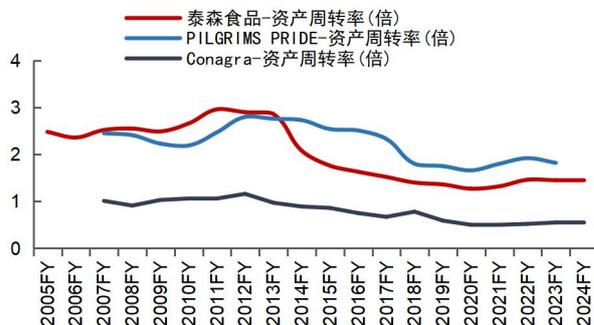
转率表现突出，企业资产从投入到产出的流转速度较快；拥有较同行更低的资产负债率水平；同时销售净利率的波动相对较小，总体展现出更强的经营稳健性。

图28: 泰森食品的ROE表现较同行更加稳定



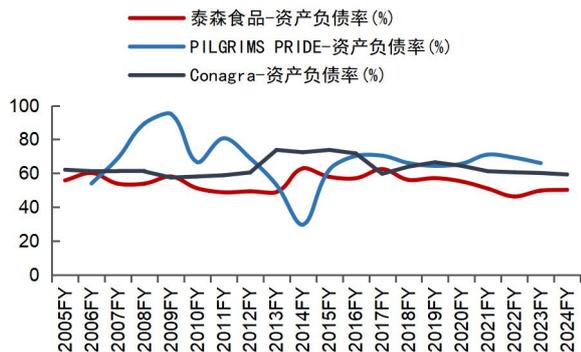
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 泰森食品的资产周转率较高



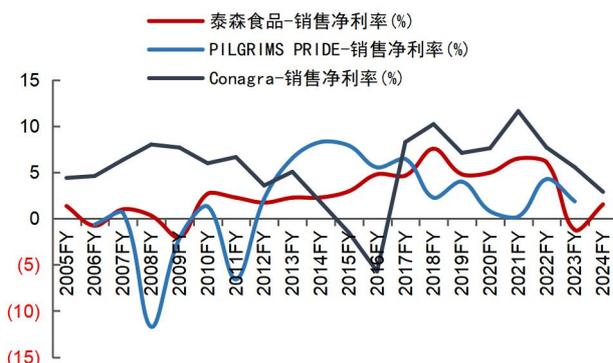
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 泰森食品的资产负债率表现较为稳健



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 泰森食品的销售净利率波动更小



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

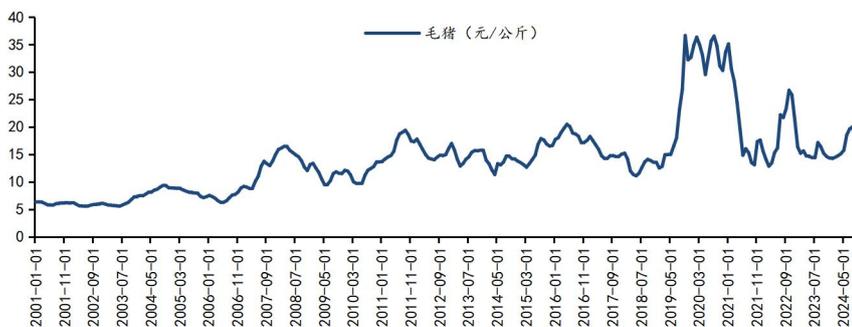
国内养殖行情预判：供需矛盾不大，产能预计维持低波动

生猪：能繁产能恢复缓慢，产业扩张意愿不足

◆ 2024 年行情复盘：周期进入右侧，行业盈利转正

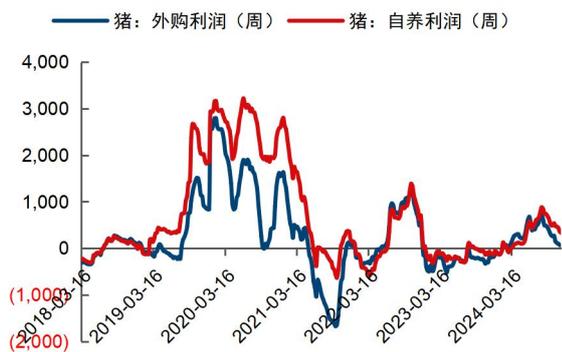
受现金亏损带来的市场化去产能、及冬季非瘟扰动共同驱动，本轮猪价自 2024 年 3 月起开始反转。2024 年 3 月末，猪价 2 月末环比上涨 8.02% 至 15.09 元/公斤，自繁自养户与外购仔猪养户开始扭亏，生猪养殖行业结束自 2023 年以来一年多的深度亏损阶段，开始进入周期景气上行阶段，至 2024 年 8 月达到高点 21 元/公斤，后续开始阶段性回落，但行业仍保持较好盈利，2024 年 11 月末，生猪自繁自养户单头盈利达 330 元。

图32：本轮猪周期自 2024 年 3 月起反转上行



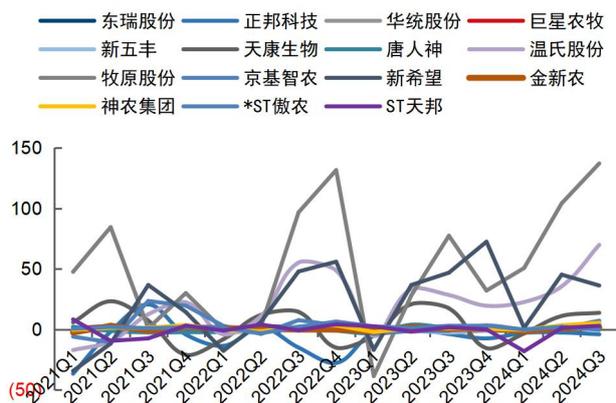
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：自繁自养与外购仔猪养户盈利自 2024 年 3 月起扭亏



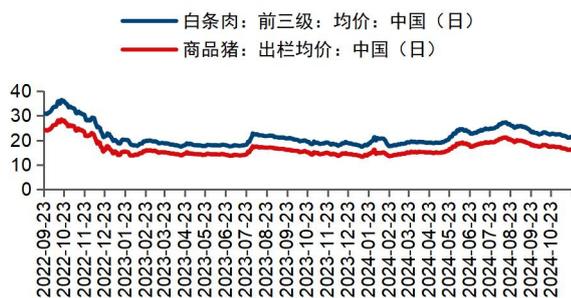
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图34：上市猪企经营性现金流（亿元）自 2024Q2 起逐季回暖



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35: 商品猪均价自 2024 年 3 月起维持高景气 (元/公斤)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图36: 断奶仔猪价格伴随猪价景气同步修复 (元/头)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

◆ 2025 年行情展望: 产业扩张意愿不足, 预计 2025 年猪价景气有望维持

能繁母猪产能维持低位, 产业扩张意愿不足。参考 2024 年 2 月 29 日农业农村部印发的《生猪产能调控实施方案(2024 年修订)》的通知,“十四五”后期,以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照,设定能繁母猪存栏量调控目标,即能繁母猪正常保有量稳定在 3900 万头左右,当能繁母猪月度存栏处于正常保有量的 92%-105% 区间,为产能正常波动的绿色区域,官方将以市场调节为主,不需要启动调控措施。据农业农村部监测,2024 年 10 月末,全国能繁母猪存栏量 4073 万头,为 3900 万头正常保有量的 104.4%,仍属于 105% 以内的产能调控绿色合理区域范围。从产能变化趋势来看,2024 年 10 月末能繁存栏较 9 月末环比增长 0.3%,较本轮周期 2024 年 4 月末低点累计增长 2.2%,行业自盈利以来,产能补充速度较慢。

图37: 2024 年 10 月末能繁母猪存栏比环比增加 0.3%



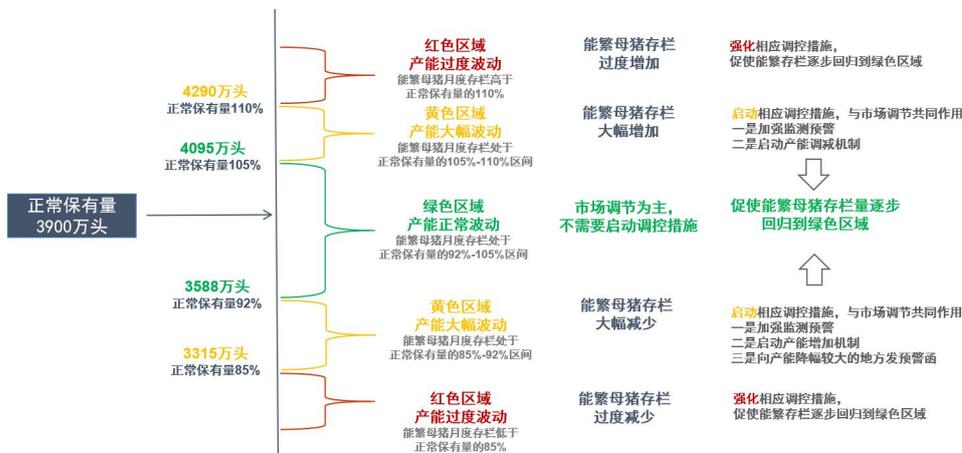
资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图38: 50kg 二元后备母猪价格窄幅调整, 补栏情绪平淡 (元/头)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

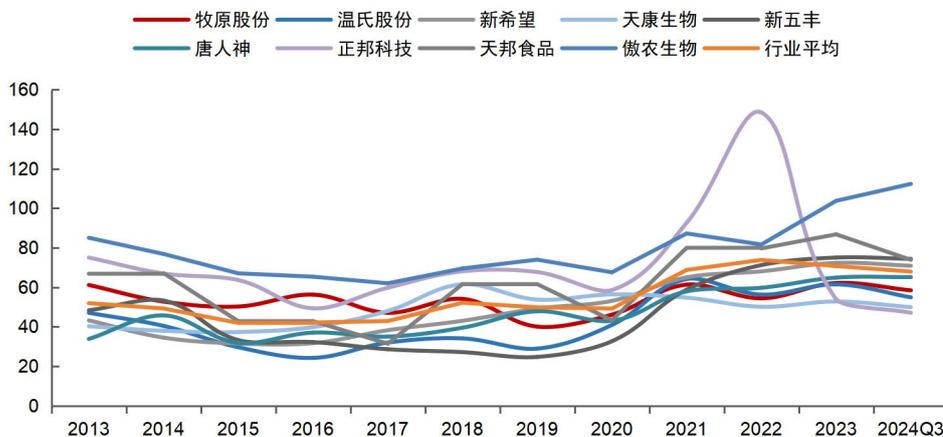
图39: 2024年2月29日, 农业农村部印发《生猪产能调控实施方案(2024年修订)》



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

国内养殖资产负债率仍处于历史高位, 产业扩表能力有限。2018年国内首次发生非洲猪瘟后, 行业产能大幅去化, 因此国内生猪行业在2019-2020年经历周期高盈利阶段, 头部企业周期顶部快速扩张, 将盈利转为固定资本开支, 而2021-2023年生猪价格进入下行周期, 养殖产业经营活动现金流失血, 主要靠筹资性现金流支撑, 上市公司通过定增、可转债等方式融资来补充现金流, 由此导致行业整体资产负债率中枢上移。

图40: 上市猪企2024Q3末平均资产负债率接近70%, 产业杠杆处于历史较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

禽板块: 供给波动较小, 需求有望受益宏观与猪价景气

◆ 黄羽鸡: 上游补栏谨慎, 产能维持低位

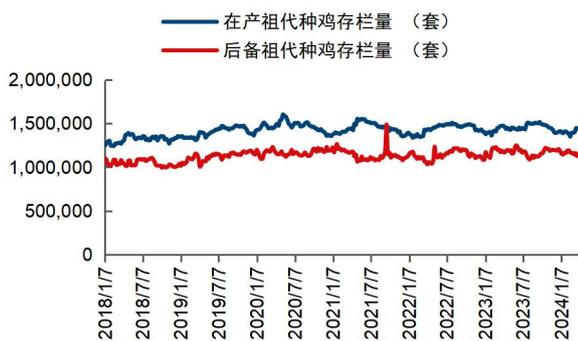
短期来看, 供给维持偏紧。2024年10月末在产种鸡存栏环比-0.8%, 同比+1.3%, 10月鸡苗供应量环比减1.2%, 同比减2.2%; 需求随天气转冷预计进入旺季, 价格有望迎来回暖。中期来看, 黄鸡上游补栏谨慎, 供给维持底部, 后续需求有望受益生猪与宏观景气。

表4: 黄羽肉鸡基本面数据汇总

价格	2024/11/22	2024/11/15	环比	数据来源	
浙江:快大三黄鸡(元/斤)	4.90	4.90	0.00%	新禽况	
浙江:青脚麻鸡(元/斤)	5.10	5.20	-1.92%	新禽况	
浙江:雪山草鸡(元/斤)	8.30	8.40	-1.19%	新禽况	
商品代	2024/6/16	2024/6/9	环比	同比	数据来源
商品代毛鸡售价(元/公斤)	16.61	16.61	-0.02%	5.90%	中国畜牧业协会
商品代雏鸡售价(元/羽)	2.46	2.46	-0.14%	22.35%	中国畜牧业协会
商品代雏鸡销量(万羽)	3023.91	3035.87	-0.39%	-4.29%	中国畜牧业协会
父母代	2024/6/16	2024/6/9	环比	同比	数据来源
在产父母代存栏(万套)	1334.11	1332.59	0.11%	0.15%	中国畜牧业协会
后备父母代存栏(万套)	813.84	818.53	-0.57%	-6.26%	中国畜牧业协会
父母代雏鸡销售价格(元/套)	9.19	8.91	3.08%	-5.62%	中国畜牧业协会
祖代	2024/6/16	2024/6/9	环比	同比	数据来源
在产祖代存栏(万套)	151.06	149.96	0.73%	3.97%	中国畜牧业协会
后备祖代存栏(万套)	114.46	114.50	-0.04%	-3.98%	中国畜牧业协会

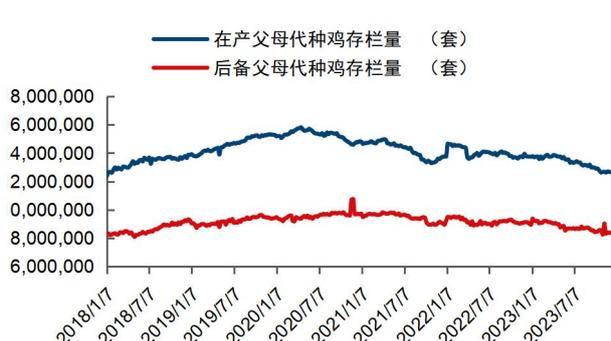
资料来源: 新禽况, 中国畜牧业协会

图41: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图42: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图43: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图44: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

◆ 白羽鸡：短期鸡苗供给偏紧，长期消费中枢上移

产能受海外引种扰动，鸡苗供给短期偏紧。2024年11月22日，鸡苗价格4.72元/羽，同比上涨147.12%；毛鸡价格7.62元/千克，同比下跌2.70%。短期来看，鸡苗供给偏紧，价格后续有望随毛鸡价格和养殖利润修复维持偏强运行；毛鸡价格受供给偏紧及下游需求改善带动，预计维持震荡修复。中期来看，供给侧父母代同比减量且存在结构变化，需求侧有望受益宏观景气复苏和猪价回暖。

表5: 白羽肉鸡基本面数据汇总

商品代	2024/11/22	2024/11/15	环比	同比	数据来源
种蛋价格(元/枚)	2.36	2.76	-14.49%	129.13%	钢联数据
鸡苗价格(元/羽)	4.72	4.42	6.79%	147.12%	钢联数据
毛鸡价格(元/kg)	7.62	7.52	1.33%	2.70%	钢联数据
分割品综合价-山东(元/kg)	9.28	9.31	-0.25%	-1.70%	钢联数据
分割品综合价-东北(元/kg)	9.66	9.63	0.30%	-2.77%	钢联数据
出苗量(万羽)	5743.40	5808.67	-1.12%	10.87%	钢联数据
养殖利润(元/羽)	-0.24	-0.24	0.00%	80.65%	博亚和讯
屠宰开工率(%)	78.61	76.17	2.44	10.45	钢联数据
冻品库容率(%)	82.69	82.22	0.47	-3.56	钢联数据
	2024-10	2024-09	环比	同比	
肉大鸡饲料价格(元/kg)	3.47	3.49	-0.50%	-11.60%	饲料工业协会
父母代	2024/10/6	2024/9/8	环比	同比	
在产父母代存栏(万套)	2251.04	2226.11	1.12%	0.93%	中国畜牧业协会
后备父母代存栏(万套)	1626.31	1570.46	3.56%	-1.31%	中国畜牧业协会
	2024/10/6	2024/9/8	环比	同比	
父母代鸡苗销量(万套)	119.03	136.85	-13.02%	11.20%	中国畜牧业协会
父母代鸡苗价格(元/套)	49.85	52.64	-5.30%	-6.32%	中国畜牧业协会
祖代	2024/10/6	2024/9/8	环比	同比	
在产祖代存栏(万套)	129.97	136.62	-4.87%	11.21%	中国畜牧业协会
后备祖代存栏(万套)	79.69	77.34	3.04%	17.48%	中国畜牧业协会
	2024-10	2024-09	环比	同比	
引种及自繁更新总量(万套)	19.06	13.80	38.12%	81.52%	钢联数据

资料来源：钢联数据，博亚和讯，中国畜牧业协会，国信证券经济研究所整理

图45: 白羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备)



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图46: 白羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)



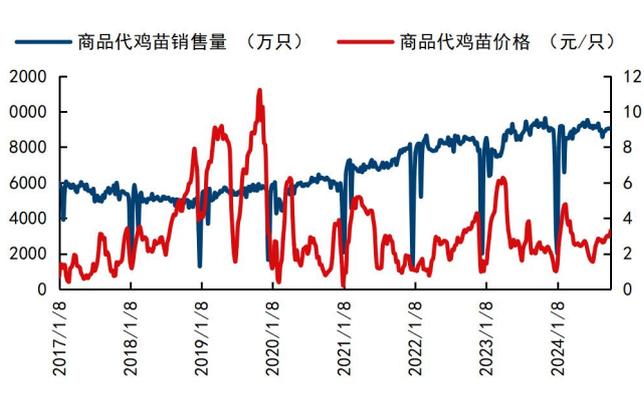
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图47: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图48: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量



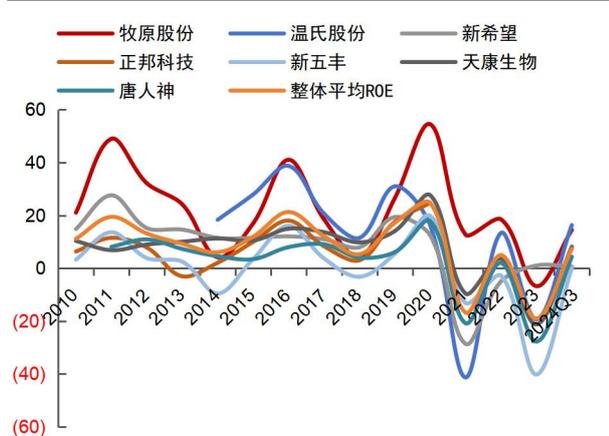
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

国内养殖链企业分析：高 ROE 价值股较为稀缺，龙头市占率有望持续提升

生猪：牧原、温氏 ROE 明显优于同行，头部企业仍有充裕成长空间

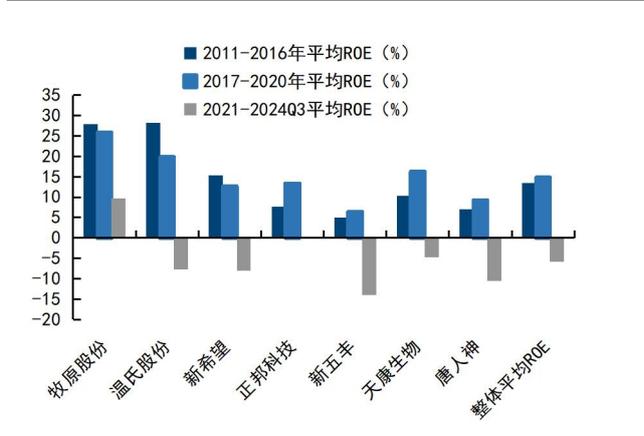
国内生猪行业 ROE 表现分化较大，龙头企业保持竞争优势及领先地位。我们对生猪行业 2010 年以来 ROE 变化复盘，按周期波动规律，分 2011-2016 年、2017-2021 年、2021-2024Q3 来分别测算不同时期的平均 ROE，牧原股份与温氏股份均较行业保持明显的 ROE 领先水平，其中，牧原股份 ROE 表现分别为 28%、26%、10%，分别较可比上市公司平均表现超出 14%、11%、16%，拉开了较大差距。由于农业生产周期中的不确定性波动因素较多，一线养殖生产管理较标准工业品生产管控的难度更大，因此头部养殖企业中能长期维持稳定超额表现的标的也相对稀缺。

图49: 上市猪企 2010 年以来 ROE 变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（正邦科技由于 2021 年后经历破产重组，因此该图中暂不考虑正邦科技 2021 年以后 ROE 情况）

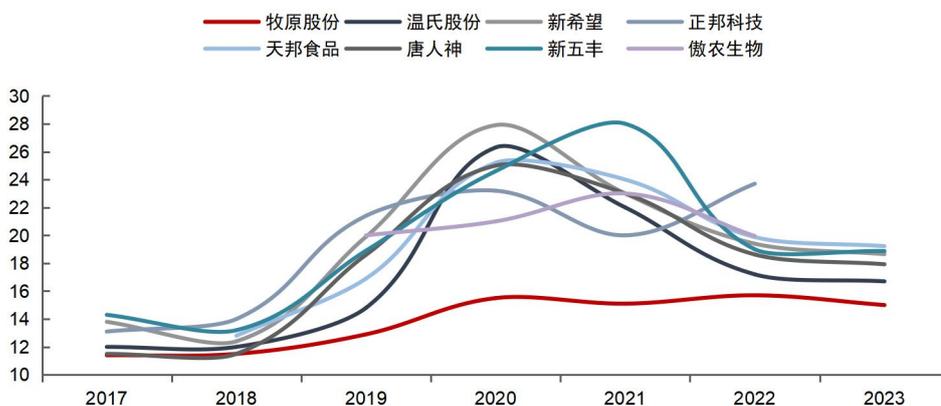
图50: 上市猪企 2011 年以来不同周期的 ROE 表现分化较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（正邦科技由于 2021 年后经历破产重组，因此该图中暂不考虑正邦科技 2021 年以后 ROE 情况）

国内生猪养殖产业仍处成本与效率竞争阶段，猪企经营与管理禀赋仍有差距。通过对比不同企业间的完全成本表现可以发现，养殖周期的巨幅波动成为了对企业经营能力考验的放大镜，具备竞争优势的优质企业凭借更强的超额盈利能力与杠杆控制能力，平稳穿越周期波动。

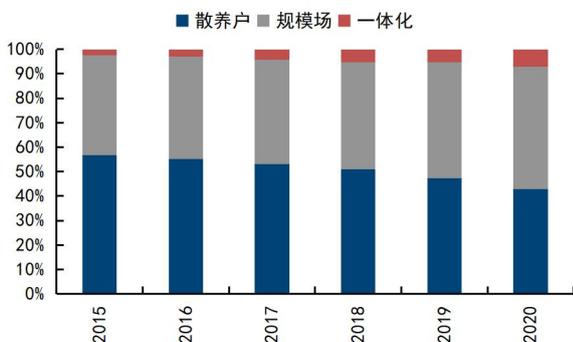
图51：上市猪企养殖完全成本对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

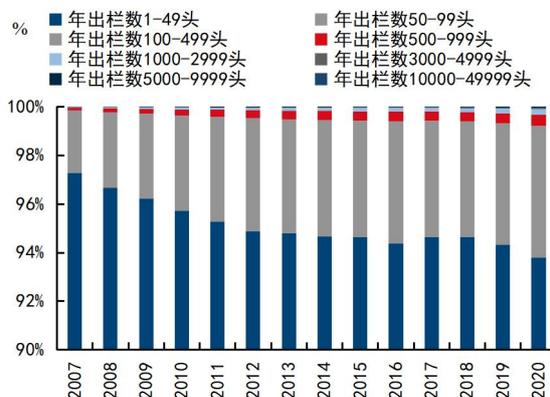
国内养殖规模化进程稳步推进，与美国对比仍然处于规模化早期向加速期过渡的阶段。2018年国内首次发现非洲猪瘟疫情后，国内养殖行业也发生了较大的边际变化，行业规模化程度大幅度提升，国内生猪散养户的数量加速下降，这也是本轮猪周期跟以往周期出现的较大不同。从农业农村部的统计数据来看，散养户产能占比由2017年的53%下降到2020年的43%。据农业农村部预计，2023年国内生猪养殖规模化率超过68%，相较2022年提升约3%。我们与美国的养殖结构演变历程对比来看，2020年国内规模场出栏量占比约为57%，仅相当于美国1986年的水平；2020年国内养殖场头均出栏头数25头/户，仅相当于美国1978年的水平。考虑到美国在养殖规模化加速期，花了长达15年左右才基本完成养殖规模化，规模场出栏占比从57%提升至90%以上，未来我国养殖规模集中度提升的空间及时间依然充裕。按照2023年生猪养殖出栏统计来看，国内养猪产能CR10合计占比仅23%，其中，优秀企业表现出明显的成长性，当前我国生猪竞争格局依然较为分散，未来头部的规模企业仍有较为充裕的市占率成长空间。

图52：目前国内仍处养殖规模化早期阶段



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图53：我国生猪散养户数量自非瘟暴发后下降较快

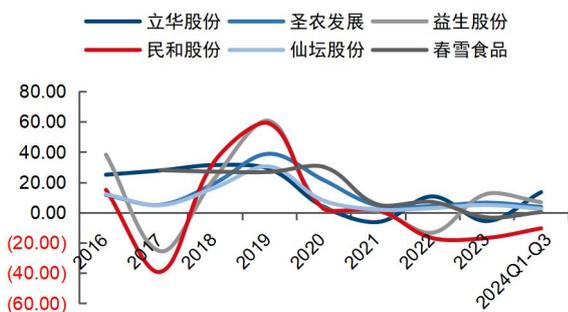


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预估

禽：黄鸡仍处成本竞争阶段，白鸡上游种苗和下游食品掌握行业盈利两端

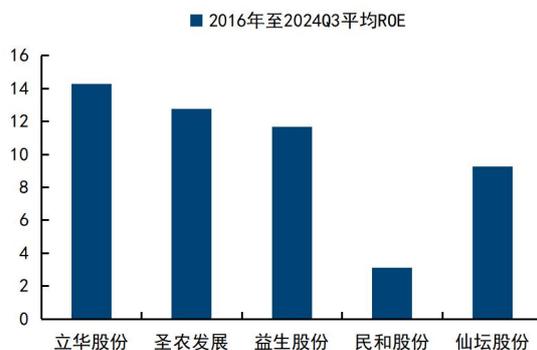
立华股份、益生股份、圣农发展的 ROE 表现更优。黄羽鸡行业仍处成本与效率竞争阶段，立华股份凭借成本优势拥有领先于行业的高 ROE，2016 年至 2024Q3 的平均 ROE 达 14.3%。白羽鸡行业成本竞争相对充分，上游种苗和下游食品掌握行业盈利两端，益生股份与圣农发展盈利能力保持行业领先，2016 年至 2024Q3 的平均 ROE 水平分别为 11.7%、12.8%。禽养殖公司的利润率及 ROE 表现随周期波动特征明显，值得注意的是，圣农发展在本轮行情中利润率及 ROE 虽有回落但始终维持正值，且明显优于其他上市同行。导致上述情况出现的主要原因系圣农围绕高度一体化的运作模式，不断推进种苗研发和养殖精进，持续聚焦肉制品业务拓展，实现了单羽成本的高度可控和单羽收入的持续提升。从近三年表现来看，圣农发展 2021-2023 年平均毛利率为 10.56%，仅次于益生股份，较上市同行平均水平高 1.90pct；2021-2023 年平均 ROE 为 5.11%，位居首位，较上市同行平均水平高 4.40pct。

图54: 国内禽养殖行业 2016 年以来的 ROE 变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图55: 国内禽养殖行业 2016 至 2024Q3 末的平均 ROE 对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表6: 白鸡企业近三年毛利率与 ROE 表现对比

证券代码	证券名称	毛利率 (%)				ROE (%)			
		2021	2022	2023	三年平均	2021	2022	2023	三年平均
002299.SZ	圣农发展	8.7087	8.5693	10.5638	9.2806	4.6141	4.1419	6.5638	5.1066
002458.SZ	益生股份	13.9585	0.7111	31.6051	15.4249	0.9021	-12.4181	15.1003	1.1948
002234.SZ	民和股份	18.0742	-7.4640	3.2788	4.6297	1.6565	-15.5899	-15.5740	-9.8358
002746.SZ	仙坛股份	1.6686	2.8987	3.8482	2.8052	1.8465	2.9010	5.0021	3.2499
605567.SH	春雪食品	8.8951	9.7655	5.1903	7.9503	7.1482	7.0758	-3.1315	3.6975
603609.SH	禾丰股份	5.3230	6.0115	3.9759	5.1035	1.7936	7.4963	-6.5780	0.9040
301116.SZ	益客食品	3.5477	2.9595	2.2128	2.9067	8.1017	3.0097	-9.2111	0.6334

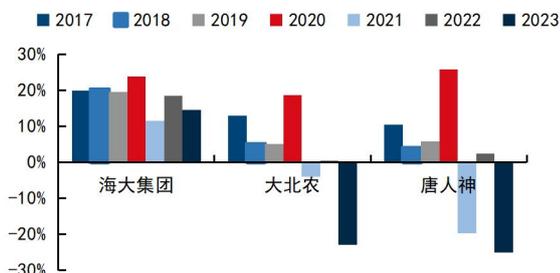
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

饲料：海大集团凭借高资产周转效率维持高 ROE 水平

海大集团 ROE 远高于同行，源于优秀的管理层和企业文化等软实力优势。根据杜邦分析，海大集团 2017-2023 年的平均 ROE 水平达 18%。其中，海大集团的资产周转率表现突出，2017-2023 年基本维持在 2.5 以上，与同行相比保持较明显的优势。高资产周转率的背后是海大出色的管理优势，公司形成了采购、配方、销

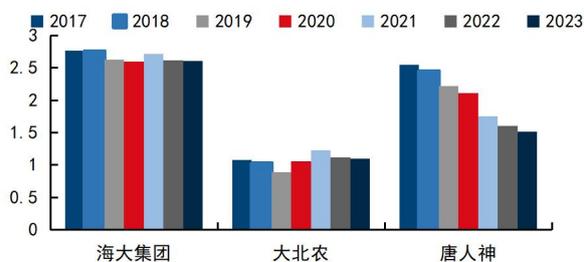
售、生产“四位一体”的管理体系，不同部门之间快速联动，提高了公司整体对市场的反应速度，同时，在优秀管理层的带动及狼性文化的培养下，海大团队主动性高，拥有强凝聚力和执行力，持续攻坚克难，扩大业务规模，因此海大的盈利能力强，成长性稳定，数十年来业绩保持稳健增长。

图56: 海大集团 ROE 表现优于同行



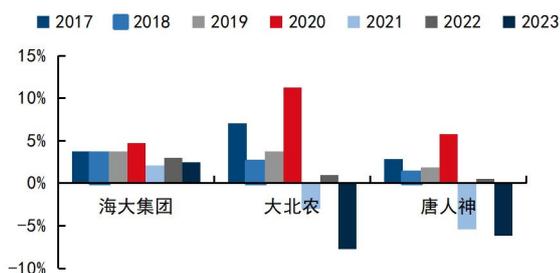
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图57: 海大集团资产周转率明显优于同行



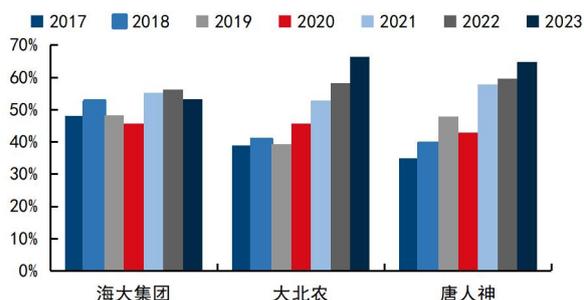
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: 海大集团销售净利率较为稳健



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图59: 海大集团资产负债率维持在 50%左右



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

屠宰：双汇发展竞争优势显著，净利率与 ROE 明显领先同行

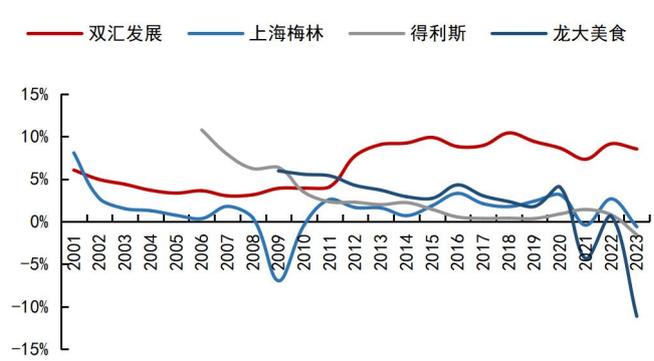
双汇发展 ROE 及净利率等指标位列行业领先水平。从行业可比公司来看，公司 ROE 和销售净利率均在行业中处于领先水平，2015-2023 年双汇发展平均 ROE 为 28%，平均销售净利率为 9%，而 2015-2023 年屠宰及肉制品行业平均 ROE 及净利率分别为 8%和 3%，得益于领先的品牌溢价能力、屠宰业务的规模效应、以及成本管控能力，双汇发展相较于行业的竞争优势显著。

图60: 上市以来双汇发展 ROE 在屠宰行业中处于领先水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图61: 上市以来双汇发展净利率在屠宰行业中处于领先水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：看好龙头规模成长，拥抱养殖链价值股

我们认为 2025 年养殖产能将延续低波动，猪禽整体供需矛盾不大。通过美国复盘，龙头集中与规模成长贯穿养殖产业发展进程，管理优秀的头部企业市占率持续提升，有望穿越周期进一步成长为产业链巨头，因此长期建议关注养殖价值股，核心推荐：牧原股份、温氏股份、立华股份、益生股份、圣农发展、海大集团、双汇发展。

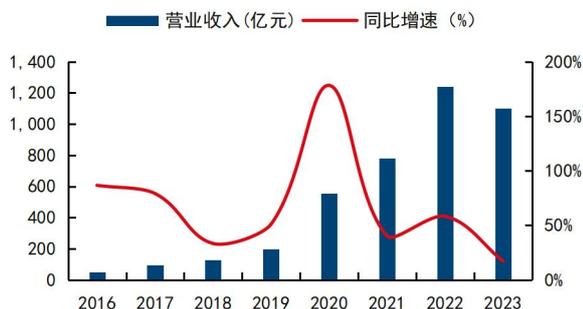
◆ 牧原股份：成本优秀的生猪龙头，单位盈利领先行业

国内生猪自繁自养龙头，成本稳坐行业第一梯队。出栏方面，公司 2023 全年实现生猪出栏 6381.6 万头，市占率位于全国第一，公司预计 2024 年全年生猪出栏区间为 6600-7200 万头，有望继续保持稳健增长。同时公司生猪养殖完全成本持续下降，据公告，2024 年 10 月已降至 13.3 元/kg，相比年初 15.8 元/kg 下降 2.5 元/kg。此外，公司 2024 年 10 月公告未来三年（2024-2026 年度）股东分红回报规划（修订稿），拟将每年以现金方式分配的利润由不少于当年实现的可供分配利润的 20% 调整至 40%。牧原股份作为国内生猪自繁自养龙头，较行业超额收益优势明显，未来有望保持较行业更高的分红回报水平。

软件硬件优势兼具，龙头地位稳固。牧原的管理能力处于行业领先，具体来看分软硬两方面表现：软件方面，公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效；硬件方面，公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕，为产能高速扩张奠定扎实基础。另外，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，产能亦在稳步上量，未来随产能利用率提升有望逐步盈利，公司养殖屠宰双发展战略有望进一步打开增长新空间。

我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 152.6/251.8/228.7 亿元，每股收益分别为 2.79/4.61/4.18 元，对应 PE 分别为 15/9/10，维持“优于大市”评级。

图62: 牧原股份收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图63: 牧原股份历史生猪出栏与屠宰量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 温氏股份: 经营稳健的白马标的, 出栏保持稳步增长

公司深耕畜禽养殖 40 载, 是“公司+农户”养殖模式的行业标兵。温氏股份主营业务为黄羽肉鸡及生猪的养殖和销售, 公司是国内最大的黄羽肉鸡养殖企业, 同时在全国种猪育种和肉猪养殖规模排名前二, 是成功将“公司+农户”养殖模式壮大的典范。近两年公司生猪业务快速发展, 2023 年公司肉猪类产品收入 462.56 亿元, 同比+12.67%, 占收入整体比例达 53.11%。2023 年商品肉猪出栏量为 2626 万头, 同比+47%, 公司目标 2024 年实现生猪出栏 3000-3300 万头, 养殖出栏有望进一步增长。

生猪养殖稳健扩张, 生产成绩稳步提升。公司养殖成绩稳步改善, 2023 全年肉猪上市率 92%, 比上年提升 2%; 种猪 PSY 达 22.1, 比上年增加 2.1 头; 根据公司公告披露, 2024 年 10 月份, 公司肉猪养殖综合成本进一步降至 13.4 元/公斤左右。现阶段公司肉猪有效饲养能力 (含合作农户、家庭农场及现代养殖小区等各类方式) 达 3300 万头, 猪场竣工产能 (即目前公司的种猪场满负荷状态时, 能繁母猪按正常生产性能可产出的商品猪苗量) 约 4600 万头, 预计未来公司生猪出栏有望继续增长。

我们维持盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 75.9/158.2/120.3 亿元, 对应当前股价 PE 为 15/7/10 X, 维持“优于大市”评级。

图64: 温氏股份收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图65: 温氏股份历史生猪出栏情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 立华股份：成本优秀的黄鸡养殖先锋，生猪业务同步稳健发展

深耕产业 20 余年的华东区域黄羽鸡养殖龙头，黄羽鸡养殖市占率全国第二。公司的黄羽鸡业务起步早，自 1997 年公司成立起即从事黄鸡养殖，1999 年“雪山草鸡”问世，发展至今已有 20 年历史。“雪山草鸡”是公司自主培育出的当代草鸡优良品种，先后通过了江苏省畜牧品种审定委员会和国家畜禽遗传资源委员会审定，成为畜禽新品种（配套系）中的一员，是畜牧业优良推广品种。公司凭借在饲料技术、养殖模式和育种技术的深厚积累形成明显的成本优势。

积极布局屠宰冰鲜及生猪等多线业务，有望贡献业绩新增量。冰鲜业务上，公司基于产业优势积极推进与政企合作的食品项目落地，未来扩张的确定性强；生猪业务上，公司自 2011 年起稳步布局，2024 年前三季度实现肉猪出栏 79.16 万头，同比+35.36%，出栏处于稳步扩张阶段，未来有望为公司贡献新的业绩弹性。

我们维持公司盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 14.0/17.6/10.8 亿元，对应当前股价 PE 为 12/9/16 X，维持“优于大市”评级。

图66: 立华股份收入情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图67: 立华股份归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 益生股份：国内白羽肉鸡种苗龙头

公司九成收入来自鸡苗，销量位居国内首位。公司当前核心主业为白羽肉鸡的祖代肉种鸡引进与饲养、父母代肉种鸡饲养、父母代肉种鸡雏鸡生产与销售、商品代肉鸡雏鸡生产与销售，业务覆盖山东、江苏、黑龙江、河北、安徽等地。2023 年公司鸡苗销售收入为 29.80 亿元，占总收入的 92%，鸡苗总销量为 7.22 亿羽（其中白羽肉鸡鸡苗销量为 6.45 亿羽，益生 909 销量为 7682 万羽），同比+11%。

聚焦高代次畜禽种源，品种优势明显。品种方面，公司主要引进、繁育海外优质畜禽良种，其中白羽肉鸡品种哈伯德旗下的利丰种鸡，具有抗病力强，产雏数多、单批次供种能力大、后代均匀度好、饲料转化率高明显竞争优势。规模方面，公司是我国乃至亚洲最大的祖代肉种鸡养殖企业，祖代肉种鸡饲养规模连续十多年雄居全国第一，约占国内市场 1/3 的份额，公司商品代鸡苗的销量在国内也是最多的，约占国内市场 1/10 的份额。

我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润预测为 5.0/9.0/8.1 亿元，对应 2024-2026 年每股收益为 0.5/0.8/0.7 元，维持“优于大市”评级。

图68: 益生股份是国内最大的白鸡商品代鸡苗销量企业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图69: 益生股份营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

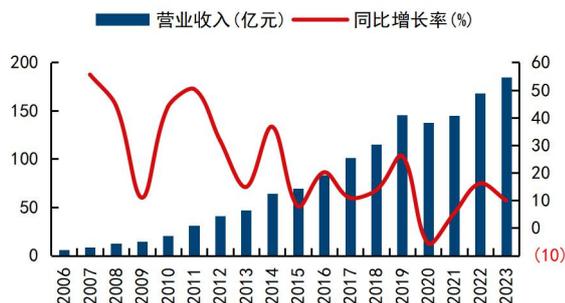
◆ 圣农发展: 国内一体化白鸡自养龙头

公司专注白羽肉鸡产业链发展, 深耕行业近 40 年。圣农发展主营白羽肉鸡饲养及加工业务, 生产基地主要分部在福建、江西和甘肃, 目前已建立集饲料加工、种源培育、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、熟食深加工等环节于一体的肉鸡产业链, 目前公司白羽鸡养殖产能超 7 亿羽, 已建及在建食品深加工产能合计超过 50 万吨, 是目前全球白羽肉鸡行业配套最完整的企业, 规模名列亚洲第一、世界第五。

向上布局种苗, 向下扩张产能, 公司一体化经营稳步推进。种苗方面, 公司自研品种“圣泽 901”市场认可度不断提升, 2023 年全年销售父母代种鸡雏 901 万套客户涵盖国内多家大型养殖企业, 父母代种鸡雏在自主国产种源中市场份额持续占据第一; 屠宰加工方面, 公司在 B 端已与百胜中国、麦当劳、德克士、沃尔玛、永辉等国内外知名客户建立了长期的战略合作关系, 充分融入全球先进的食品供应链体系; C 端完成了品牌力 0-1 的打造, 聚焦核心单品打造, 2023 年成功打造了第四支年销售额破亿大单品“霸气手枪腿”, 爆品销售收入同比增速超 40%。

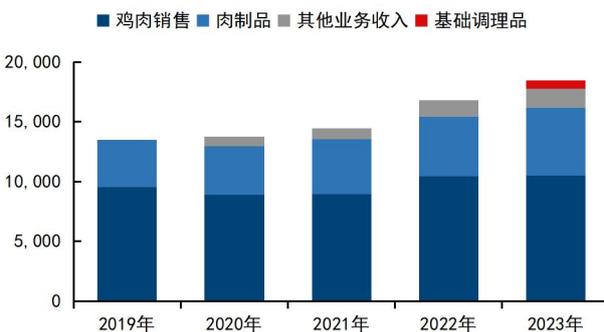
我们维持公司盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 6.0/10.5/12.1 亿元, EPS 为 0.5/0.9/1.0 元, 维持“优于大市”评级。

图70: 圣农发展营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图71: 圣农发展主营业务构成情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 海大集团: 农牧产业白马, 饲料主业市占率稳步提升

国内水产饲料白马, 逐步建立起饲料、种苗、养殖等多元业务闭环。公司管理层优势显著, 在做专做稳主业的基础上, 聚焦农业产业从田园到餐桌的十几万亿市

场，有序尝试、布局新业务，有望成为农牧行业标杆企业。公司发家于水产饲料，同时逐步延伸畜禽饲料、反刍饲料等多品类饲料销售，并持续向下游布局生猪等养殖业务，以及上游种苗、动保等养殖全产业链，其中，公司生猪养殖出栏在本轮周期底部逆势扩张，2024年预计达550万头，有望贡献较大盈利弹性。

饲料主业市占率在养殖周期底部持续逆势提升。2023年公司饲料外销2260万吨，同比+12%（行业同比+6.4%），全国市占率提升至7.0%，仍有充裕提升空间。其中，水产饲料同比+2%（行业同比-7%），实现逆势增长。考虑到公司在以饲料业务为主导的成长过程中，深度挖掘原有养殖客户需求，逐步建立起动保、优质种苗、禽畜养殖、健康食品等全产业链的闭环，公司养殖全产业链业务有望协同发展。

我们维持盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为37.80/43.84/50.30亿元，对应PE分别21/18/16倍，维持“优于大市”评级。

图72：海大集团营业收入及增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图73：海大集团饲料市占率由2012年的2.2%稳步提升至2023年的7.0%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 双汇发展：高分红的屠宰及肉制品龙头，预制菜等新业务发展向好

中国屠宰及肉制品龙头企业，高股息凸显绝对收益。双汇发展是以生猪屠宰和肉制品为核心、向上游发展饲料和养殖、向下游发展包装业和商业、配套发展外贸和调味料的农业产业化企业，是中国肉制品龙头品牌。2023年公司生猪屠宰达1269万头，同比增长12.3%；生鲜猪产品外销量为140.52万吨，同比增加3.03%，已在全国18个省市规划年屠宰产能2500多万头。此外公司注重现金分红，上市以来分红率达90%，拥有较好绝对收益配置价值。

预制菜等新业务表现亮眼，有望贡献业绩增量。公司近年加快预制菜板块布局，2021年成立餐饮事业部，目前已组建专业的研发团队和专业的厨师团队，专职负责预制菜产品研发，已相继推出大排片、猪蹄块等生鲜调理产品，酱爆大肠段、筷食代椒香小酥肉等预制半成品菜，红烧肉、梅菜扣肉等预制成品菜，啵啵袋、拌面等方便速食产品，烧鸡等酱卤熟食产品，相关产品市场反应良好，有望进一步打开公司业绩增量空间。公司在预制菜新业务领域具备原料优势、加工优势、渠道优势，具备良好的发展基础，有望进一步增厚公司盈利能力。

我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为60.02/63.12及66.02亿元，对应当前股价PE为14/13/13X，维持“优于大市”评级。

图74: 双汇发展营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图75: 双汇发展归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

不可控的动物疫情引发的潜在风险

农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成较大损失。

原材料价格剧烈波动带来的不确定性风险

玉米、大豆等饲料原材料的价格波动将直接影响行业养殖成本，如果原材料价格未来一段时间内快速上升，可能将导致企业经营成本上升。

生猪价格剧烈波动带来的不确定性风险

生猪销售价格将直接影响养殖企业终端收入与盈利，如果生猪价格未来一段时间内快速下跌，可能将导致企业经营利润下滑。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	2024年 11月26日 收盘价	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002714.SZ	牧原股份	优于大市	40.66	-0.79	2.79	4.61	-51	15	9
300498.SZ	温氏股份	优于大市	17.18	-0.97	1.14	2.38	-18	15	7
300761.SZ	立华股份	优于大市	20.20	-0.53	1.69	2.13	-38	12	9
002458.SZ	益生股份	优于大市	9.66	0.54	0.45	0.82	18	21	12
002299.SZ	圣农发展	优于大市	13.92	0.54	0.48	0.85	26	29	16
002311.SZ	海大集团	优于大市	47.45	1.66	2.27	2.64	29	21	18
000895.SZ	双汇发展	优于大市	24.24	1.46	1.73	1.82	17	14	13

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032